

社服行业3月投资策略

提振内需政策预期强化，龙头经营回暖信号初现

行业研究 · 行业投资策略

社会服务

投资评级：优于大市（维持评级）

证券分析师：曾光

0755-82150809

zengguang@guosen.com.cn

S0980511040003

证券分析师：张鲁

010-88005377

zhanglu5@guosen.com.cn

S0980521120002

证券分析师：杨玉莹

0755-81982942

yangyuying@guosen.com.cn

S0980524070006

摘要：提振内需政策预期强化 龙头经营回暖信号初现

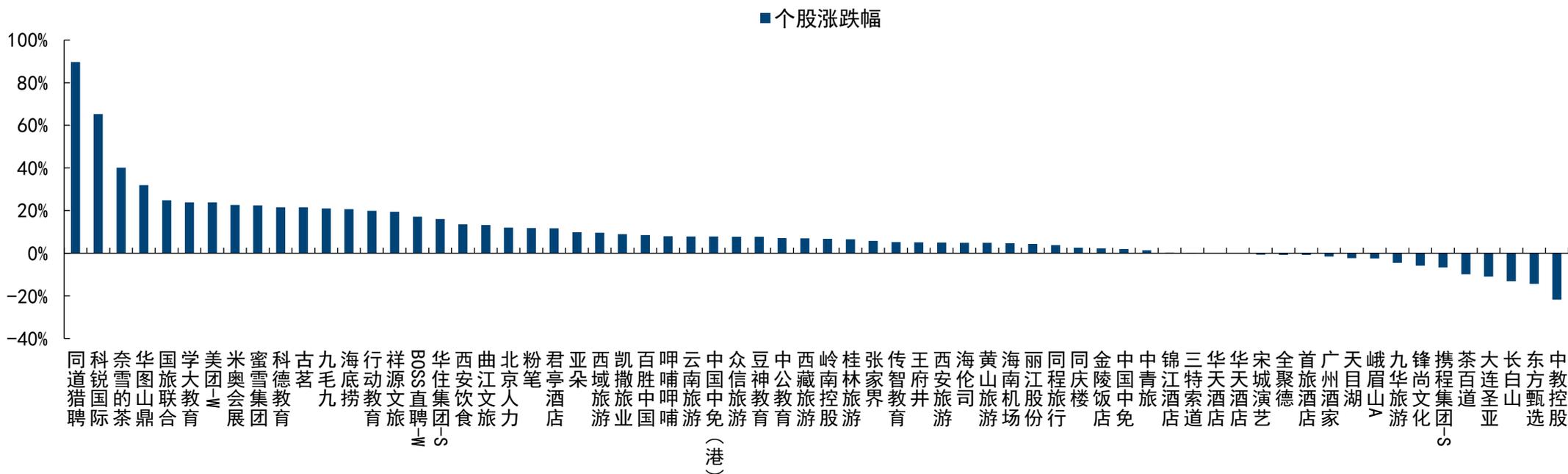
- **两会速递：扩大内需跃居2025年工作任务首位，提振内需政策预期强化。**总体上，2025年政府工作报告将“全方位扩大国内需求”置于工作任务首位，奠定全年政策基调，并从供需多维度明确提振消费意愿与消费能力，有助于夯实未来服务消费的基础。**需求层面**，政府工作报告从“完善劳动者工资正常增长机制、更大力度稳定和扩大就业”等方面稳定居民收入预期，其中服务消费作为重要劳动力蓄水池或有望受益政策支持；**同时首次提出“发放育儿补贴”**，据跟踪国家卫生健康委正在会同有关部门起草育儿补贴的操作方案，有助于释放进一步家庭消费潜力；**供给层面**，报告从“落实和优化休假制度，完善免税店政策，推动扩大入境游消费”等方面打开消费时间与场景制约，从“加快推进部分品目消费税征收环节后移并下划地方、强化企业境外参展办展支持等方面”提升地方扩消费与促外贸的能动性和实力。
- **行情回顾：2月至今社服板块跑赢基准3.4pct，板块预期有所升温。**2.1-3.7 A股消费者服务板块涨6.74%，跑赢沪深300 3.41pct，A股AI推动商业模式底层逻辑变革的教育板块以及AI叠加周期预期转暖的人资板块领涨，港股部分龙头预期好转叠加蜜雪上市带动连锁消费估值修复。
- **子行业：人力资源龙头业绩环比加速，旅游出行延续韧性表现。****OTA：**携程四季度Trip海外扩张提速，短期对阶段利润率存在扰动，但一方面现阶段公司以现有模式投入产出具备有效性，有助于提振中线盈利前景；另一方面OTA龙头有望受益于2025年政策β弹性及AI工具潜在提效。**酒店：**据酒店之家数据，1-2月RevPAR同比下滑4%，与Q4基本持平，酒店行业进入个位数降幅震荡阶段，商旅需求提振仍需政策传导。**餐饮：**年初以来多个龙头告别“低价内卷”转向供应链效率、数字化运营及全球化布局等扩张成长。结合跟踪，酒店餐饮部分优质龙头2025年1-2月同店表现开始转正。**景区：**部分景区天气因素扰动叠加去年基数不低，1-2月自然景区客流表现相对平稳，旅游淡季板块预期也逐步回落。**演艺：**年初至今宋城演艺项目场次合计同比增长19%，其中爬坡项目带动自营项目增长14%，其他成熟项目相对平稳。**免税：**春运离岛免税同比下滑10%，相比2024年降幅收窄。**人力资源：**2024Q4科锐国际业绩增速环比提升，经营复苏动能积聚。
- **投资建议：**2024年经过压力测试，板块龙头已经逐渐开始适应环境并自主调节进化；2025年以来，政府工作报告将促内需放在首位，提振内需政策预期强化，未来服务消费的基础有望得到夯实；同时国内AI技术不断突破及应用场景裂变有助于龙头降本增效并发展新成长曲线。目前经济环境和市场风格下建议配置**美团-W、携程集团-S、海底捞、科锐国际、亚朵、同程旅行、学大教育、天立国际控股、同庆楼等**；中线优选**中国中免、美团-W、华住集团-S、学大教育、携程集团-S、海底捞、天立国际控股、同程旅行、北京人力、BOSS直聘、科锐国际、锦江酒店、同庆楼、行动教育、宋城演艺、百胜中国、九毛九、粉笔、海南机场、米奥会展、传智教育、君亭酒店、王府井、峨眉山 A、天目湖、三特索道、黄山旅游、广州酒家、首旅酒店、中青旅、奈雪的茶、东方甄选等。**
- **风险提示：**宏观、疫情等系统性风险；政策风险；收购低于预期、股东减持风险、市场资金风格变化等。

行情速递：2月至今板块跑赢基准，AI+应用、港股连锁消费龙头领涨



- **行情回顾：2月至今社服板块跑赢基准3.4pct，AI+应用、港股连锁消费龙头领涨。** 2025. 2. 1-3. 7A股消费者服务板块涨6.74%，跑赢沪深300 3.41pct，A股AI+应用（教育、人力）方向领涨，港股消费龙头领涨。
- **AI+应用：**继国产深度推理模型如Deepseek取得新突破，近期Manus通用Agent加速垂类领域技术发展，AI+应用行情扩散至教育、人力等多个领域。
- **港股连锁消费龙头：**酒店出行以及部分餐饮消费数据节后数据尚可（阶段降幅收窄等），蜜雪集团热度不减对连锁业态价值重估起到一定效果。可持续关注后续提振消费具体政策的落地效果。

图：2025. 2. 1-3. 7板块个股涨跌幅



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

两会方向：扩大内需跃居政府工作报告首位，服务消费多措并举

图：政府工作报告对比

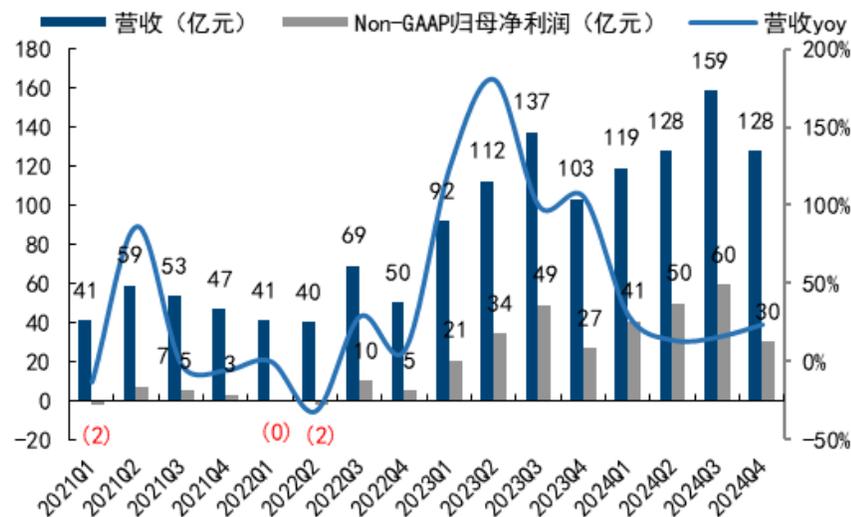
	2024	2025
消费	位于2024工作任务第三点。	位于2025工作任务首位。
整体方针	着力扩大国内需求，推动经济实现良性循环。把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，更好统筹消费和投资，增强对经济增长的拉动作用。	大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。促进消费和投资更好结合，加快补上内需特别是消费短板，使内需成为拉动经济增长的主动力和稳定锚。
具体行动	促进消费稳定增长。从增加收入、优化供给、减少限制性措施等方面综合施策，激发消费潜能。培育壮大新型消费，实施数字消费、绿色消费、健康消费促进政策，积极培育智能家居、文娱旅游、体育赛事、国货“潮品”等新的消费增长点。稳定和扩大消费，鼓励和推动消费品以旧换新。推动养老、育幼、家政等服务扩容提质，支持社会力量提供社区服务。优化消费环境，开展“消费促进年”活动，实施“放心消费行动”，加强消费者权益保护，落实带薪休假制度。	实施提振消费专项行动。制定提升消费能力、增加优质供给、改善消费环境专项措施，释放多样化、差异化消费潜力，推动消费提质升级。 多渠道促进居民增收，推动中低收入群体增收减负，完善劳动者工资正常增长机制。 安排超长期特别国债3000亿元支持消费品以旧换新。扩大健康、养老、托幼、家政等多元化服务供给。 落实和优化休假制度，释放文化、旅游、体育等消费潜力。完善免税店政策，推动扩大入境消费。 深化国际消费中心城市建设，健全县域商业体系。完善全口径消费统计制度。
就业	多措并举稳就业促增收。就业是最基本的民生。要突出就业优先导向，加强财税、金融等政策对稳就业的支持，加大促就业专项政策力度。加强对就业容量大的行业企业支持。	更大力度稳定和扩大就业。 就业是民生之本。要完善就业优先政策，加大各类资金资源统筹支持力度，促进充分就业、提高就业质量。 支持劳动密集型产业吸纳和稳定就业，统筹好新技术应用和岗位转换，创造新的就业机会。
养老	加强城乡社区养老服务网络建设，加大农村养老服务补短板力度。加强老年用品和服务供给，大力发展银发经济。推进建立长期护理保险制度。	积极应对人口老龄化，完善发展养老事业和养老产业政策机制，大力发展银发经济。推进社区支持的居家养老，强化失能老年人照护，加大对老年助餐服务、康复辅助器具购置和租赁支持力度，扩大普惠养老服务，推动农村养老服务发展。 加快建立长期护理保险制度。
生育	健全生育支持政策，优化生育假期制度，完善经营主体用工成本合理共担机制，多渠道增加生育服务供给，减轻家庭生育、养育、教育负担。	制定促进生育政策， 发放育儿补贴 ，大力发展托幼一体服务，增加普惠托育服务供给。
教育	深入实施科教兴国战略，强化高质量发展的基础支撑。开展基础教育扩优提质行动，加快义务教育优质均衡发展和城乡一体化，改善农村寄宿制学校办学条件，持续深化“双减”，推动学前教育普惠发展，加强县域普通高中建设。	深入实施科教兴国战略，提升国家创新体系整体效能。加强义务教育学校标准化建设，推动义务教育优质均衡发展，扩大高中阶段教育学位供给，逐步推行免费学前教育。分类推进高校改革，扎实推进优质本科扩容。
平台经济	支持平台企业在促进创新、增加就业、国际竞争中大展身手。	促进平台经济规范健康发展， 更好发挥其在促创新、扩消费、稳就业等方面的积极作用。
外贸	扩大高水平对外开放，促进互利共赢。推动外贸质升量稳。加强进出口信贷和出口信保支持，优化跨境结算、汇率风险管理等服务，支持企业开拓多元化市场。	扩大高水平对外开放，积极稳外贸稳外资。优化融资、结算、外汇等金融服务，扩大出口信用保险承保规模和覆盖面， 强化企业境外参展办展支持。
财税	谋划新一轮财税体制改革，落实金融体制改革部署，加大对高质量发展的财税金融支持。	加快推进部分品目消费税征收环节后移并下划地方，增加地方自主财力。

资料来源：中国政府网，国信证券经济研究所整理

OTA：携程四季度Trip海外扩张提速，中线盈利前景提振

- 2024年四季度业绩好于市场预期，全年利润率达历史最高水平。2024Q4公司收入127.44亿元/+23.4%，彭博预期为+19.4%；Non-GAAP归母净利润30.38亿元/+13.6%，彭博预期为+7.5%；Non-GAAP归母净利率为23.8%/-2.1pct，彭博预期为23.3%。
- 国际业务加大投放增长环比提速。四季度系国内游客出行淡季，Trip把握海外出游旺季增加品牌营销投放，Q4占总收入比重提升至14%、全年为10%，Q4机酒预定量同比增长超70%，环比上季度60%提速，其中入境游增长超100%，其中免签国家的预订量增长超过150%。短期国际平台投放加大及占比提升对利润率存在负面拖累，Q4毛利率同比-1.2pct，销售费率同比+3.8pct，Non-GAAP归母净利率同比-2.1pct。
- 过去两年行业格局与公司 α 充分验证，尽管短期国际平台投资预算增加对阶段利润率存在扰动，但一方面四季度海外市场增加投放后份额获取加速、部分市场已实现正向盈利，意味着现阶段公司以现有模式投入产出的有效性，有助于提振中线盈利前景；另一方面基本盘业务对2025年政策 β 弹性的潜在受益、AI提效工具应用持续推进、公司实际投放随着环境灵活变化均使得全年盈利预测仍有上调潜力。

图：携程营收与净利润情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：节假日国内游恢复度



亚洲日报

中国企业集体“出海”韩国来势汹汹，继在电商行业引发“海啸”后，又开始对旅游市场虎视眈眈。以超低价策略为核心的中国在线旅游平台携程海外品牌Trip.com，通过精准的本地化营销策略吸引用户，提供极具竞争力的价格和服务，在韩国旅游市场站稳脚跟。

据旅游业界日前消息，以去年12月航空旅客开账与结算计划（BSP）为标准，Trip.com在韩国市场机票销售排名第4位，从2022年的第13位实现“大跃进”。BSP是国际航空运输协会的结算程序，被视为衡量旅行社机票销售业绩的指标。虽然Trip.com上月排名跌至第5位，但仍超过模德旅游、真好旅游等韩国旅行社的业绩。

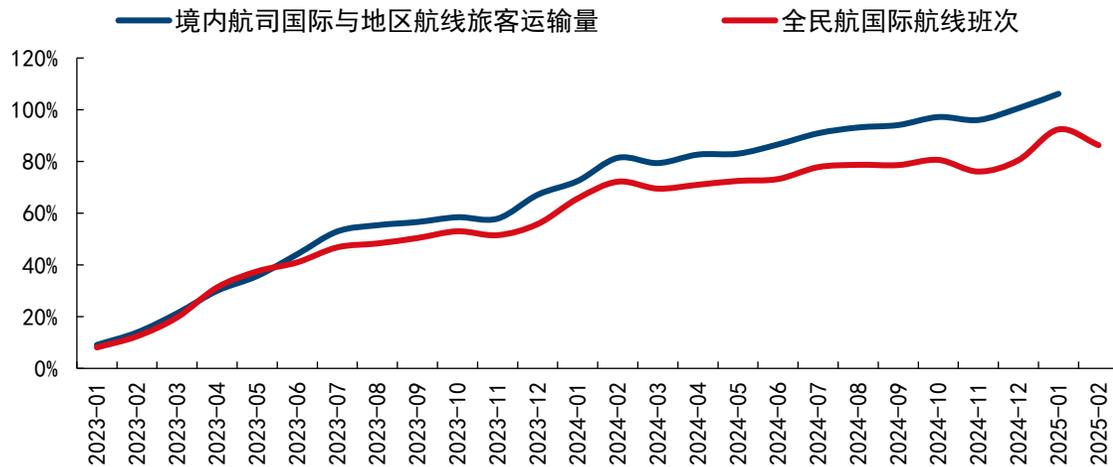
资料来源：交通运输部，国信证券经济研究所整理

出入境游：民航目标2025年国际航班数量恢复至9成以上，免签入境游继续升温



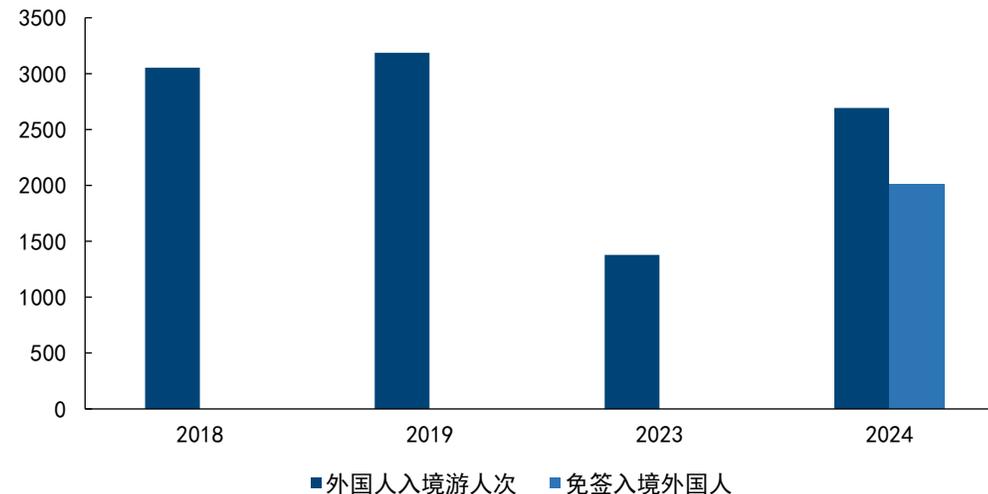
- **2024年出境游快速修复，民航目标2025年国际航班数量恢复至9成以上。** 2024年内地居民出境14589万人次，其中因私出境14015万人次，赴港澳台出境9712万人次；根据航班管家数据，2024年我国民航国际客运航班恢复率达74.8%（其中国内航线87%、外行57.6%）；最新跟踪2025年2月民航国际航线复至2019年同期的86%，全民航工作会议指出2025年力争国际航班数量恢复至疫前90%以上。
- **免签等政策利好推动入境游快速增长。** 随着互免签证、过境免签等利好政策的实施，2024年我国入境游客13190万人次，增长60.8%、恢复至91%；其中外国人2694万人次，同比增长112.3%、恢复至2019年的84%。2025政府工作报告明确指出推动扩大入境消费，后续不排除有进一步提振动作。

图：国际与地区旅客运输量及航班运力恢复情况



资料来源：中国民航局，航班管家，国信证券经济研究所整理

图：2024年上半年入境游客流增长情况

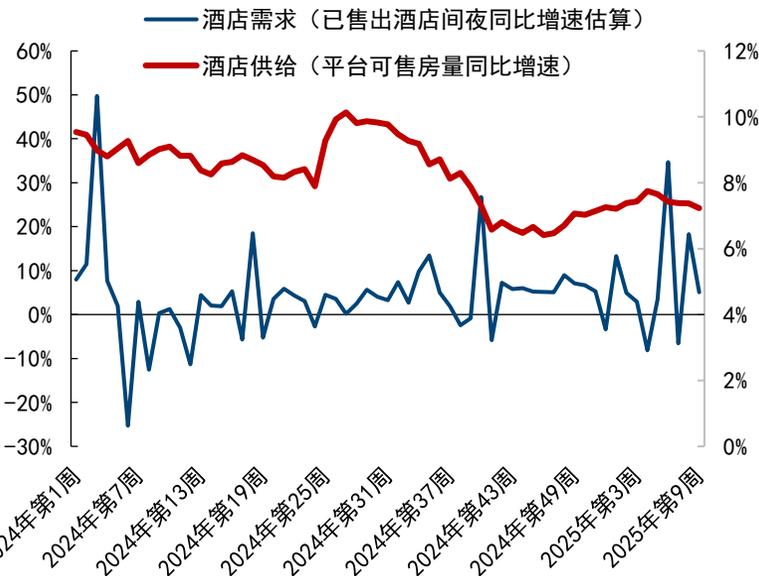


资料来源：航班管家，国信证券经济研究所整理

酒店：1-2月酒店行业RevPAR个位数下滑，供需平衡下经营数据逐步企稳

- 酒店供需进入再平衡阶段，短期新增供给仍需要培育消化。供给方面，2023年闲置民宿等反弹最快，2024年中档型等酒店增速最快。1) 按盈蝶网数据，2023年底，国内住宿房量已经恢复到2019年同期的95%，较2020-2022年（2022年底为2019年底的81%左右）显著复苏，其中2023年休闲需求补偿性释放下各类闲置民宿等供给的恢复和增长；2024年更偏中档型等酒店为主。2) 根据酒店之家数据，2024年以来，小体量住宿设施和经济型酒店增长同比2023年底相对放缓（个位数增长），而中档型酒店数和房量仍较2023年底增长12%、11%，增长较快。四季度以来酒店行业供需逐步进入相对平衡阶段（最新15间+酒店房间量同比增长6.7%），我们预期2025年酒店行业供给个位数增长。
- 从酒店行业经营RevPAR同比变化趋势来看，根据酒店之家数据，2024年12月，酒店行业REVPAR同比下滑7%，环比10月+1%和11月-4%降幅有所扩大，主要系价格承压略加剧。2025年1-2月累计来看，REVPAR同比下滑4%，与2024Q4水平相当，其中OCC基本持平、ADR仍然有一定下滑。

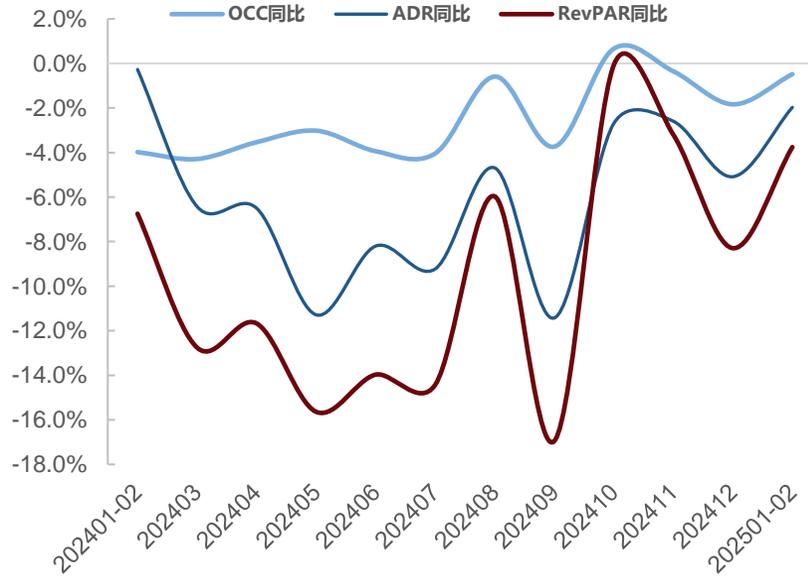
图：酒店行业供需变动-周度



资料来源：酒店之家，国信证券经济研究所整理

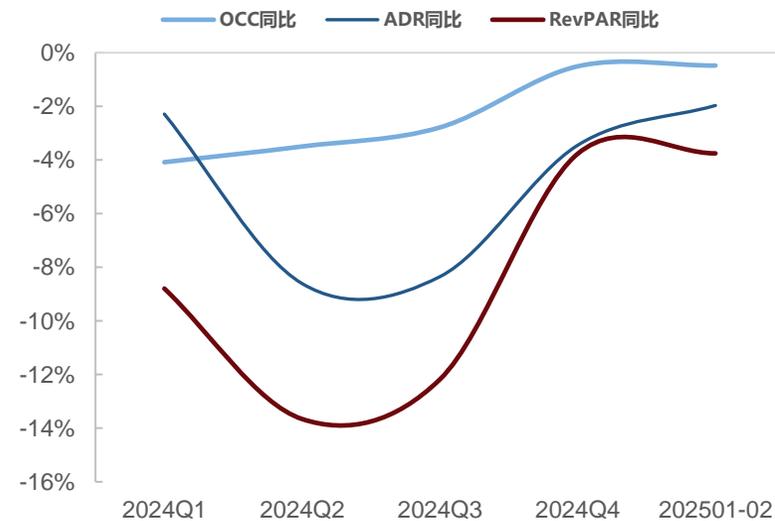
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：酒店行业经营数据变化-月度



资料来源：酒店之家，国信证券经济研究所整理

图：酒店行业经营数据变化-季度



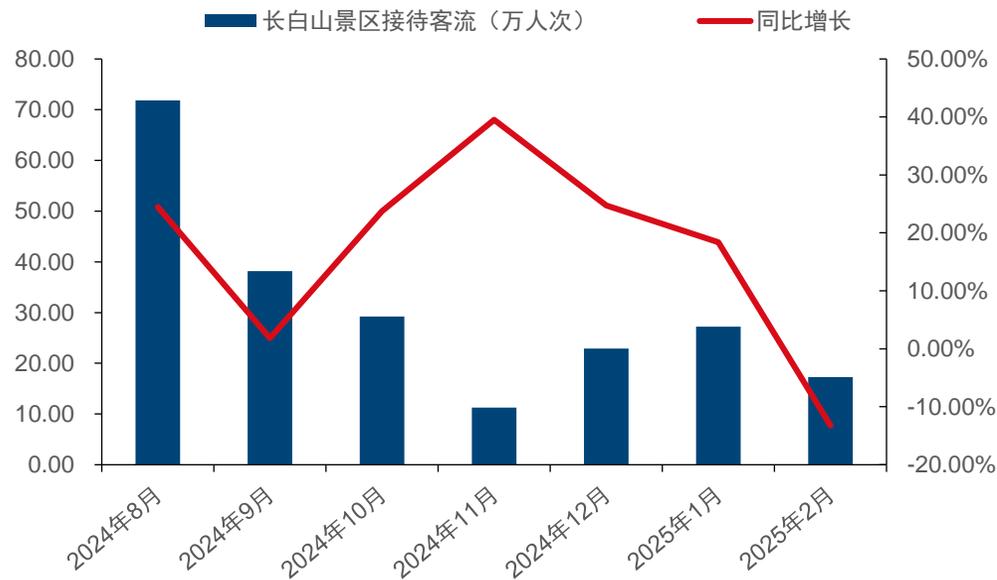
资料来源：酒店之家，国信证券经济研究所整理

景区：自然景区客流表现相对平稳，低空经济探索推进

■今年1-2月自然景区整体客流相对平稳，高基数+春节部分天气因素扰动。截至2025年2月28日，长白山主景区共接待游客44.50万人次，同比增长3.7%，其中春节及节后天气因素扰动天池开放天数带来负面影响。结合我们跟踪其他自然景区多数表现相对平稳，九华旅游在去年天气扰动低基数下预计增速相对良好。

■国家战略性新兴产业在政策支持下，景区低空经济探索前行。2024年12月底发改委下属低空司正式成立后，2025年有望成为低空落地元年。目前景区上市公司中重点布局低空经济的公司进展：祥源文旅于2024年11月设立祥源通航（持股80%），通航先后分别与亿航智能、零重力、小鹏汇天签署战略合作协议，全资子公司合肥祥翼系申报低空运营OC牌照的主体；西域旅游正在进行飞行训练、人员培训等运营前的前期准备工作，并积极推进西域青鸟项目落地及相关商业运营各项手续的办理工作。

图：长白山景区客流跟踪



资料来源：官方公众号、国信证券经济研究所整理

图：祥源文旅低空试飞



资料来源：官方公众号、国信证券经济研究所整理

景区：黄山拟调整资源有偿使用费，完善自然景区自然委托代理机制



■黄山旅游发布公告，拟调整资源有偿使用费。黄山市政府作出如下安排：一是对黄山风景区范围内特许经营的授权和监督管理活动作出规定：1) 黄山风景区特许经营实行项目清单管理并动态调整；2) 黄山风景区管委会通过公平竞争的方式确定特许经营者；3) 特许经营期限原则上不超过 30 年，无固定设施投入的小型项目原则上不超过 3 年。二是对黄山风景区风景名胜资源有偿使用费征收范围和标准进行了明确：1) 资源有偿使用费由黄山风景区管委会向黄山风景区范围内依托风景名胜资源从事经营活动（索道、缆车、交通、酒店等）的经营者按月征收。2) 本次风景名胜资源有偿使用费征收自 2025 年 1 月 1 日起执行，试行两年。2025-2026 年黄山风景区管委会将对公司黄山风景区内索道和缆车按照营业收入的 15%，山上酒店按照营业收入的 4%征收。3) 2024 年经营不影响，2025-2026 年静态按 2023 年各业务经营数据官方测算减少约 5,000 万元/年。

1、根据《中共中央关于进一步全面深化改革推进中国式现代化的决定》，其中提及“健全自然资源资产产权制度和管理制度体系，完善全民所有自然资源资产所有权委托代理机制”。2024 年 11 月黄山市人民政府印发黄山风景区特许经营管理暂行办法，以规范黄山风景区经营管理活动，提升风景区治理体系和治理能力现代化水平，明确黄山风景区范围内特许经营的授权和监督管理活动。本次黄山市政府进一步明确景区内的授权经营范围和具体征收比例为自然景区首个示范，是否对其它同类景区带来连锁反应尚待观察（如范围及比例等）。

2、本次政策前后对比。1) 此前黄山景区门票约定上市公司管理期限为 40 年（1996-2036 年），而其他经营权并未设置相应期限；本次进一步延伸至索道、缆车、交通、酒店等不超过 30 年的特许经营权，到期需要确认后再往后顺推 30 年。2) 此前每张门票需要拎出 29 元列为“遗产保护费”，每票扣除 29 元及其他费用后剩余再与管委会五五分成，景区内三条索道按照 10 元/票缴纳资源有偿使用费；本次政策资源有偿使用费调整为对索道缆车、酒店按照收入抽成 15%、4%，征收力度增加。

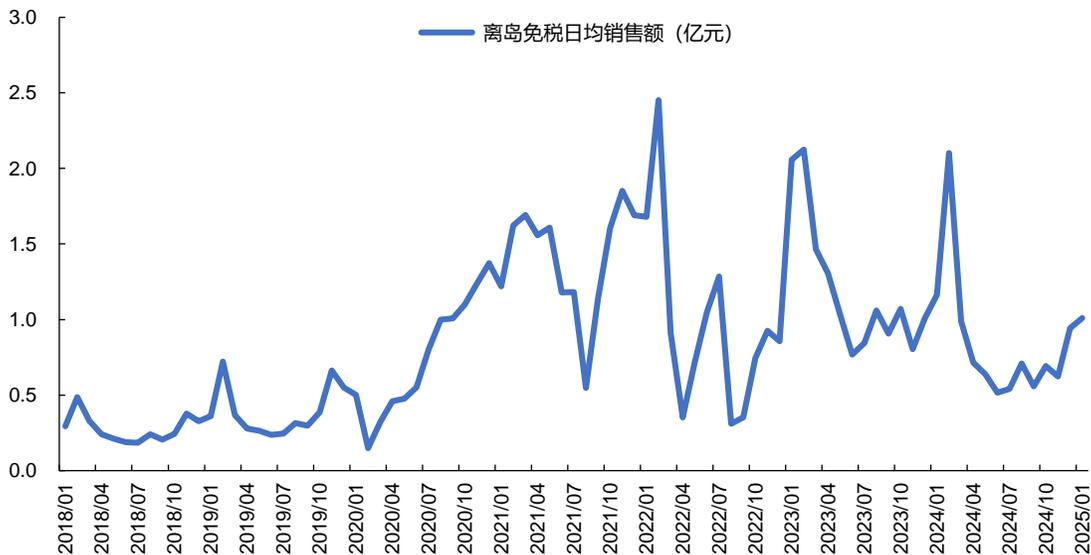
3、后续地方政府不排除积极开展入境游营销。根据人民日报近期外发的《激活入境旅游发展潜力》中明确鼓励各地区设立相关入境旅游推广机构，负责本区域入境旅游推广策划和实施工作并打造国际化旅游品牌，后续不排除地方政府积极开展入境游营销。

海南免税：去年12月以来免税销售降幅已然收窄，海南省目标2025年免税销售增速11%

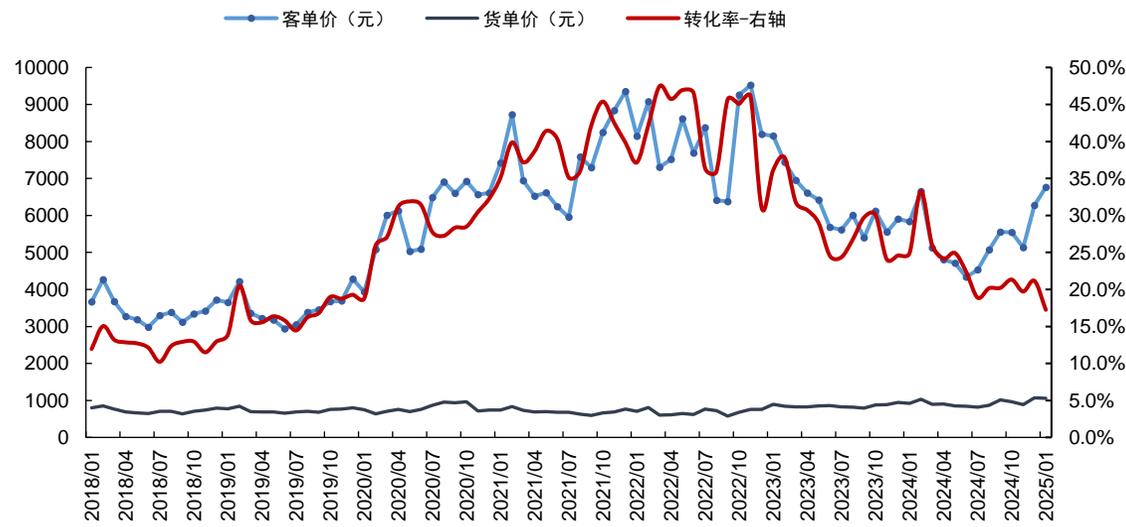


- 12月以来海南免税销售降幅企稳，旺季实际表现尚可。海南春节前逐步进入销售旺季，2024年12月年底促销、销售额同比-7%，2025年春节与春运海南离岛免税分别同比下降16%/10%，相比于2024年全年整体降幅已经有所企稳。
- 海南省政府目标2025年免税主体销售增速11%，跟踪后续海南销售表现。海南政府工作会议每年会明确次年销售目标，2025年其目标设置为520亿元，同比增长11%。结合过往海南免税旺季更旺、淡季更淡的趋势，后续需进一步跟踪3月及之后的淡季表现，若能观察到企稳，则海南免税的可预测性将显著增强。目前来看客群稀释因素在2024年已经大多反映，但消费力制约、香化国产替代仍是影响后续海南大盘走势的关键，需进一步跟踪观察，期待地方政府和龙头公司的主观能动性提升下的企稳节奏。

图：海南免税2019-2024年日均销售额变化



图：海南免税2019-2024年客单价、转换率变化趋势

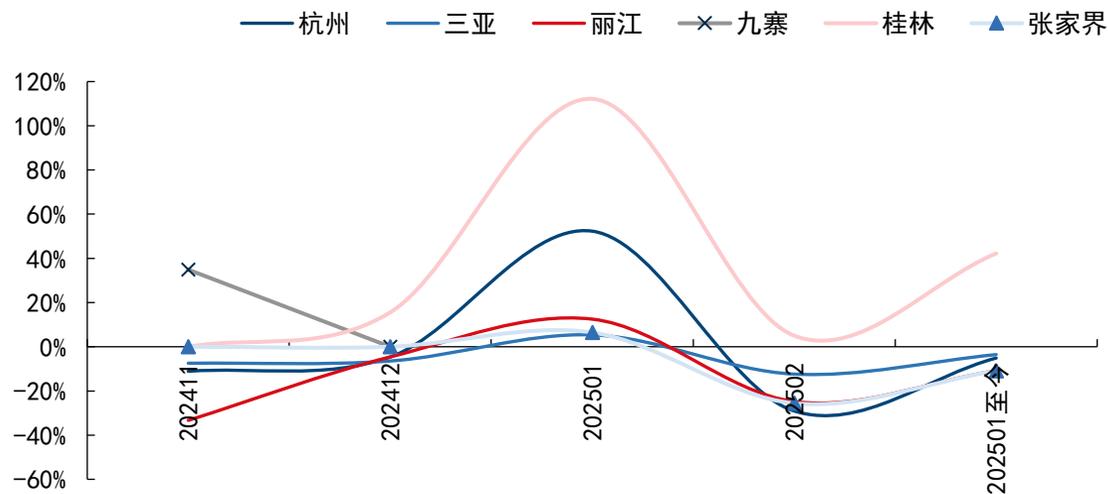


资料来源：海口海关，国信证券经济研究所整理

演艺：年初至今宋城演艺项目场次合计同比增长19%，核心成熟项目场次增长2%

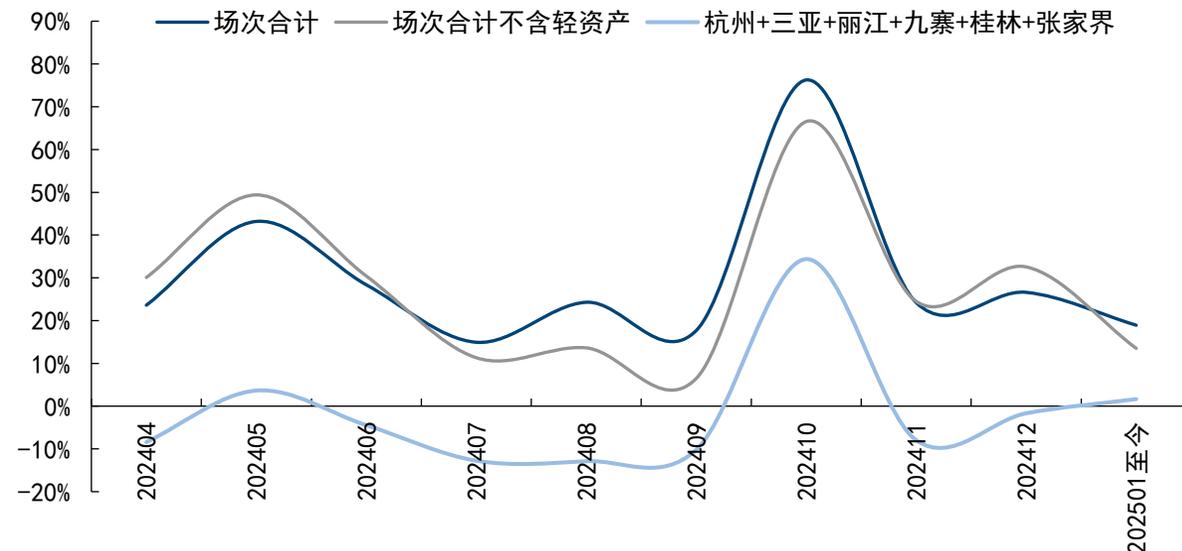
■ 年初至今宋城演艺项目场次合计同比增长19%，核心成熟项目同比增长2%。目前，宋城演艺在全国共运营9个自营景区及4个轻资产项目，并形成“主题公园+旅游演艺”的稳定经营模式。年初至今（1.1-3.9）宋城演艺旗下所有项目总演出场次同比增长19%，其中自营项目增长14%、成熟项目同比增长2%。其中，桂林项目延续突出态势，丽江、杭州、三亚项目同比仍有回落。

图：宋城演艺成熟项目场次同比



资料来源：官方公众号、国信证券经济研究所整理

图：宋城演艺场次同比

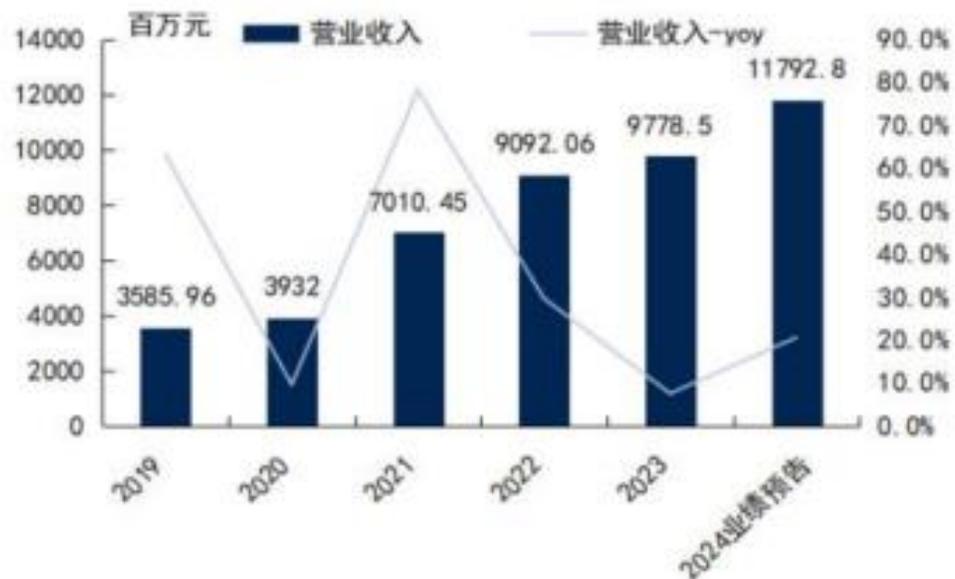


资料来源：官方公众号、国信证券经济研究所整理

人资：科锐四季度增速环比大幅提升，预计2025年经营变革进入收获期

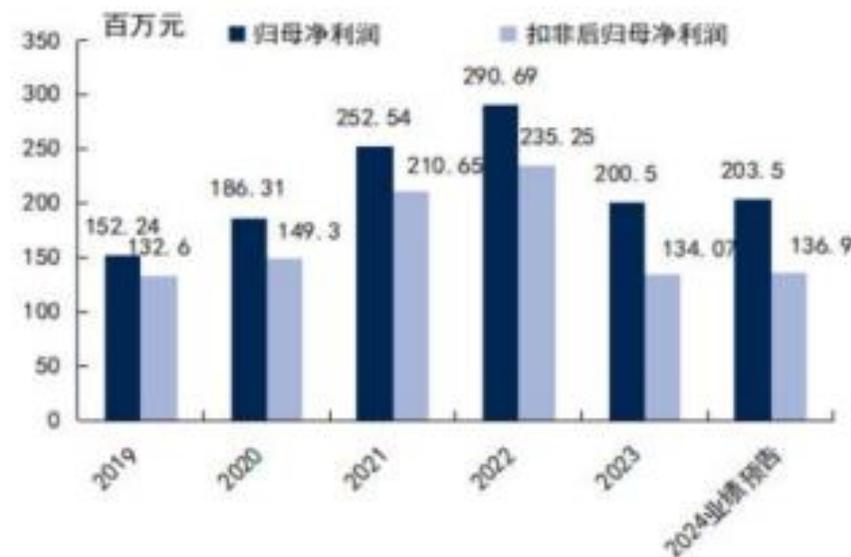
- **科锐国际**：2024年，公司实现营业总收入117.93亿元，同比增长20.60%，实现归母净利润2.04亿元，同比增长1.50%；实现扣非归母净利润1.37亿元，同比增长2.10%。收入的增长预计主要来源于灵活用工业务的持续增长；营业利润同比下滑10.94%至2.06亿元，但受益于政府补助款项到账，公司在归母净利润层面实现1.5%增长至2.04亿元。
- **2024Q4**，公司实现营业收入32.77亿元，同比增长26%，实现归母净利润6826万元，同比增长40%，实现扣非归母净利润2489万元，同比增长32%，季度收入环比提速后利润弹性大幅显现。后续来看，受益于渗透率提升灵活用工稳健增长，猎头业务盈利触底反弹及新技术平台的收入放量减亏，公司经营端或有望迎来拐点。

图：公司收入与增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图：公司归母与扣非净利润



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

重点公司盈利预测及估值



国信证券
GUOSEN SECURITIES

附表：重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	收盘价 25-3-10	投资评级	EPS			PE		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
601888.SH	中国中免	62	优于大市	2.06	2.40	3.12	30	26	20
600859.SH	王府井	14	优于大市	0.74	0.85	1.00	19	16	14
600515.SH	海南机场	4	优于大市	0.08	0.09	0.11	50	43	36
600754.SH	锦江酒店	26	优于大市	1.13	1.29	1.55	23	20	17
600258.SH	首旅酒店	13	优于大市	0.74	0.84	0.96	18	16	14
1179.HK	华住集团-S	27	优于大市	1.23	1.40	1.62	22	19	17
ATAT.O	亚朵	218	优于大市	2.72	3.48	4.38	27	21	17
301073.SZ	君亭酒店	22	优于大市	0.15	0.30	0.45	147	72	49
605108.SH	同庆楼	22	优于大市	0.53	1.08	1.48	42	21	15
603043.SH	广州酒家	15	优于大市	0.89	1.00	1.12	17	15	14
9922.HK	九毛九	3	优于大市	0.16	0.21	0.27	19	14	11
0520.HK	呷哺呷哺	1	优于大市	0.14	0.25	0.00	7	3	
6862.HK	海底捞	16	优于大市	0.81	0.91	1.00	20	18	16
9987.HK	百胜中国	355	优于大市	17.52	18.80	20.09	20	19	18
2150.HK	奈雪的茶	2	优于大市	0.06	0.14	0.24	26	11	6
9961.HK	携程集团-S	476	优于大市	26.39	26.69	30.63	18	18	16
0780.HK	同程旅行	19	优于大市	1.18	1.41	1.65	16	13	11
3690.HK	美团-W	171	优于大市	7.04	8.56	9.60	24	20	18
300144.SZ	宋城演艺	9	优于大市	0.42	0.49	0.56	21	18	16
603136.SH	天目湖	11	优于大市	0.38	0.46	0.54	29	25	21
000888.SZ	峨眉山A	12	优于大市	0.49	0.55	0.62	25	22	20
002159.SZ	三特索道	15	优于大市	0.93	1.04	1.16	16	14	13
600138.SH	中青旅	10	优于大市	0.48	0.62	0.77	21	16	13
603199.SH	九华旅游	33	优于大市	1.63	1.92	2.13	20	17	16
002033.SZ	丽江股份	9	优于大市	0.41	0.46	0.51	22	20	18
600054.SH	黄山旅游	12	优于大市	0.43	0.49	0.56	27	24	21
603099.SH	长白山	31	优于大市	0.60	0.73	0.85	52	42	36
300662.SZ	科锐国际	33	优于大市	1.04	1.41	1.71	32	24	20
600861.SH	北京人力	21	优于大市	1.65	1.88	2.11	13	11	10
BZ.O	BOSS直聘	17	优于大市	2.94	3.89	4.76	6	4	3
6100.HK	同道猎聘	5	优于大市	0.24	0.36	0.41	21	14	13
		13	优于大市	0.97	1.13	1.29	13	12	10
0839.HK	中教控股	2	优于大市	0.80	0.86	0.93	3	3	3
003032.SZ	传智教育	9	优于大市	0.31	0.37	0.00	28	23	
605098.SH	行动教育	43	优于大市	2.30	2.85	3.49	19	15	12
000526.SZ	学大教育	52	优于大市	2.05	2.71	3.53	25	19	15
002607.SZ	中公教育	3	优于大市	0.17	0.24	0.00	20	15	
2469.HK	粉笔	3	优于大市	0.26	0.33	0.40	10	8	7
1773.HK	天立国际控股	4	优于大市	0.27	0.37	0.50	14	11	8
300795.SZ	米奥会展	24	优于大市	0.99	1.27	1.52	24	19	16

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

- 一、宏观疫情等系统性风险，政策不及预期等。
- 二、行业竞争加剧。
- 三、国企改革进度节奏等低于预期，激励优化低于预期。
- 四、并购整合风险、商誉减值风险等。
- 五、扩张速度不及预期等。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业投资评级	无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
		优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
	弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上	

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032