

## “五一”假期数据超预期，需求步入边际改善阶段

### ——5月投资前瞻暨年报&一季报总结

2025年5月6日

#### 核心观点

- **板块表现：**本月 SW 社服行业涨跌幅为-4.0%，其中，专业服务（-7.4%），教育（-5.0%），酒店餐饮（-2.3%），旅游及景区服务（-0.7%）。
- **行业重点动态及新闻：**1) 4月9日，国家税务总局宣部全面推广境外旅客购物离境退税“即买即退”服务措施；2) 4月17日，茶姬控股有限公司（简称：霸王茶姬）正式在纳斯达克挂牌上市，成功筹集4.11亿美元；3) 4月28日，沪上阿姨正式发布全球发售公告，启动招股程序，宣布计划于5月8日在港交所主板挂牌上市。
- **细分板块跟踪及观点**
- **年报及一季报反映需求承压，五一假期数据超预期及低基数为 Q2 边际改善奠定基础。**我们重点选取的社会服务业（A 股）公司财报显示，1Q25 营收端：免税（同比-10%，环比+8%）、景区（同比+4%，环比-5%）、酒店（同比-8%，环比-2%）、人服（同比+10%，环比-2%）、K12 教育（同比+19%，环比基本持平）；利润端：免税（同比-16%，环比+65%）、景区（同比-5%，环比+84%）、酒店（同比-15%，环比扭亏，主要受锦江影响）、人服（表现同比-4%，环比+10%）、K12 教育（同比+23%，环比扭亏）。文旅部数据显示国内游同比+6.4%、支出+8.0%，人均消费虽弱于 19 年，但同比仍提升，尤其是交通部公布的质量更高的铁路、高铁数据大超预期，反映居民出游意愿不减且半径延长，消费力复苏已经开启。同时，出入境游人次维持高增长，免签政策推动入境游订单大增，据国家移民局数据，五一假期边检机关共录得 1090 万人次出入境/同比+28.7%，增速高于节前预期，其中外国人出入境人次同比+43.2%。结合五一假期旅游消费数据超预期表现，叠加行业自 2Q24 以来进入低基数阶段，以及 2H25 潜在政策刺激预期，我们认为 2Q25 行业将步入边际改善阶段。
- **餐饮：边际企稳改善显现，新茶饮有望显现更强  $\alpha$ 。**餐饮大盘消费企稳改善趋势明显，24 年全国餐饮收入 5.6 万亿/同比+5.3%，但受居民消费力复苏放缓影响，限额以上餐企收入仅同比+3%，低于餐饮大盘。1Q25 受益政策刺激+消费信心回升，全国餐饮收入同比+4.7%，尤其是限额以上餐企收入同比+4.7%，疫后以来首次超越大盘增速。财报表现“喝”优于“吃”特征显著，低客单、高频次兼具新消费属性的茶饮板块增长较快，蜜雪/古茗 FY24 营收同比+22%/15%，净利同比+41%/10%，预计 1Q25 两家龙头公司营收、净利随同店改善、扩店加快、竞争趋缓，边际提速趋势将延续。正餐、快餐板块仍受消费力影响，FY24 海底捞/百胜中国营收各增 3%/3%，1Q25 同店表现平淡，其中海底捞预计仍承压，百胜受益快餐品类偏刚需，同店企稳但开店有望放缓。中期看，我们仍维持板块性看多餐饮行业的观点，重点推荐基本面边际向上的茶饮板块，推荐古茗、蜜雪集团。
- **风险提示：**政策出台缓慢风险；政策效果不及预期风险；宏观经济下行风险。

#### 社会服务行业

推荐 维持

#### 分析师

顾熹闽

☎: 021-2025-2670

✉: guximin\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522070001

#### 相对沪深 300 表现图

2025-5-6



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

#### 相关研究

1. 【银河社服】4月投资月报：蜜雪、古茗财报符合预期，关注餐饮板块拐点机会

## 目录

## Catalog

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 一、 细分板块跟踪及观点:                         | 3  |
| 二、 行业数据                               | 5  |
| (一) 社零: 3月社零走势良好, 增速环比提升              | 5  |
| (二) 免税: 五一离岛免税购物金额 5.1 亿元, 人均消费同比小幅提升 | 6  |
| (三) 酒店: 五一假期酒店核心指标表现强劲                | 6  |
| (四) 博彩: 3月 GGR 恢复率环比 1-2 月改善          | 9  |
| 三、 行业要闻                               | 10 |
| (一) 免税/旅游零售                           | 10 |
| (二) 酒店                                | 10 |
| (三) 餐饮                                | 11 |
| (四) 旅游                                | 11 |
| (五) 教育                                | 12 |
| 四、 市场行情                               | 13 |
| (一) 市场整体                              | 13 |
| (二) 个股行情                              | 13 |
| 五、 重点覆盖股票盈利预测与估值                      | 14 |
| 六、 风险提示                               | 15 |

## 一、细分板块跟踪及观点：

**年报及一季报反映需求承压，五一假期数据超预期及低基数为 Q2 边际改善奠定基础。**我们重点选取的社会服务业（A 股）公司财报显示，1Q25 营收端：免税（同比-10%，环比+8%）、景区（同比+4%，环比-5%）、酒店（同比-8%，环比-2%）、人服（同比+10%，环比-2%）、K12 教育（同比+19%，环比基本持平）；利润端：免税（同比-16%，环比+65%）、景区（同比-5%，环比+84%）、酒店（同比-15%，环比扭亏，主要受锦江影响）、人服（表观同比-4%，环比+10%）、K12 教育（同比+23%，环比扭亏）。文旅部数据显示国内游同比+6.4%、支出+8.0%，人均消费虽弱于 19 年，但同比仍提升，尤其是交通部公布的质量更高的铁路、高铁数据大超预期，反映居民出游意愿不减且半径延长，消费力复苏已经开启。同时，出入境游人次维持高增长，免签政策推动入境游订单大增，据国家移民局数据，五一假期边检机关共录得 1090 万人次出入境/同比+28.7%，增速高于节前预期，其中外国人出入境人次同比+43.2%。结合五一假期旅游消费数据超预期表现，叠加行业自 2Q24 以来进入低基数阶段，以及 2H25 潜在政策刺激预期，我们认为 2Q25 行业将步入边际改善阶段。

**餐饮：边际企稳改善显现，新茶饮有望显现更强 $\alpha$ 。**餐饮大盘消费企稳改善趋势明显，24 年全国餐饮收入 5.6 万亿/同比+5.3%，但受居民消费力复苏放缓影响，限额以上餐企收入仅同比+3%，低于餐饮大盘。1Q25 受益政策刺激+消费信心回升，全国餐饮收入同比+4.7%，尤其是限额以上餐企收入同比+4.7%，疫后以来首次超越大盘增速。财报表现“喝”优于“吃”特征显著，低客单、高频次兼具新消费属性的茶饮板块增长较快，蜜雪/古茗 FY24 营收同比+22%/15%，净利同比+41%/10%，预计 1Q25 两家龙头公司营收、净利随同店改善、扩店加快、竞争趋缓，边际提速趋势将延续。正餐、快餐板块仍受消费力影响，FY24 海底捞/百胜中国营收各增 3%/3%，1Q25 同店表现平淡，其中海底捞预计仍承压，百胜受益快餐品类刚需，同店企稳但开店有望放缓。中期看，我们仍维持板块性看好餐饮行业的观点，重点推荐基本面边际向上的茶饮板块，推荐古茗、蜜雪集团。

**免税：降幅收窄，入境游+商品结构优化有望驱动基本面改善。**受代购监管+进口奢侈品消费意愿下降影响，2024 年海南离岛免税销售显著承压，机场免税虽受益客流恢复销售提升，但客单价仍未恢复至疫情前。1Q25，海南离岛免税销售在高基数背景下呈企稳改善迹象，1-3 月海口海关监管口径免税销售金额 113 亿元/同比-11%，降幅较 4Q24 明显改善(同比-21%)。其中，3 月海南离岛免税销售额同比-5%，较 1-2 月 13%的降幅呈显著改善，主要受益于客单价企稳回升(同比+28%)，预计受高客单商品销售占比增加提振。受行业周期向下影响，中国中免 2024 年营收同比-16%，成本费用刚性导致归母净利同比-38%，扣非净利率同比-2.6pct；1Q25 伴随海南销售边际改善，公司营收、扣非净利降幅收窄至 11%、16%。在当前扩大入境游以及国内提振内需背景下，我们认为免税行业通过优化商品结构，承接入境旅客消费增量以及扩大海外销售渠道布局，基本面未来有望进入修复通道。

**OTA：OTA 平台业绩领跑大盘，出境游/国际业务驱动业务增长。**受益于居民出游习惯朝线上迁移，2024 年 OTA 业绩明显领先市场。携程 24 年实现营收 533 亿元/同比+19.5%，国内业务稳健的同时国际业务高速拓展，国际 OTA 平台营收全年增速维持在 70%左右。24 年公司实现经调净利 180 亿元/同比+89.5%，经调净利率 34%/同比+12.5pct，主要受益于国际业务板块盈利能力较优。同程核心 OTA 平台 24 年实现营收 142 亿元/同比+22.1%，出境游业务加大投入驱动营收提升，2H24 起公司逐渐回收折扣力度，实施精细化营销及投放，盈利能力显著提升，24 年全年公司实现经调净利 27.9 亿元/同比+26.7%，经调净利率 16.1%/同比-2.4pct，主要由于新加入度假业务拉低整体净利率。从核心 OTA 平台来看，4Q24 核心 OTA 平台 Margin 为 28.5%/同比+4.8%，随着公

司精细化运营能力不断增强，1Q25 核心 OTA 平台 Margin 预计同比显著提升。

**人力资源：1Q25 用工环境回暖，人服机构盈利能力改善。**宏观经济波动企业用工需求下降影响下，2024 年人服机构营收仍展韧性，北京人力 24 年实现营收 430 亿元/同比+12%，外服控股 24 年实现营收 223 亿元/同比+16%。同时企业费用率管控进程良好，北京人力和外服控股 24 年归母净利率分别为 1.8%和 4.9%，同比+0.4pct 和 1.8pct。1Q25 以来宏观环境小幅转暖，尤其是科技板块岗位需求显著增加，促进人服机构业绩回暖。1Q25 北京人力实现营收 108 亿元/同比+3%，由于公司覆盖行业较广，细分板块对整体业绩拉升不显，剔除处置子公司带来的收益影响后扣非归母净利率为 1.3%/同比-0.4pct/环比保持持平。外服控股 1Q25 实现营收 63 亿元/同比+17%，扣非归母净利率为 1.9%/同比-0.2pct/环比+1pct。

**教育：板块分化，K12 延续较快增长。**教育板块业绩表现分化，其中 K12 赛道受益于行业监管政策优化及供给出清，增长靓丽，学大、昂立 FY24 营收同比+26%/27%，归母净利同比+16%/减亏。1Q25 受益于新开门店爬坡提升，学大、昂立营收、归母净利润各增 23%/28%、11%/4%。职业教育受宏观环境影响表现承压，行动教育 FY24 及 1Q25 营收同比+17%/-7%。

**酒店：酒店行业 1Q25 核心指标降幅收窄，经营状况仍承压。**酒店板块营收及净利润同比 23 年小幅波动，君庭酒店、金陵酒店净利率较 19 年大幅下降。2024 全年，行业面临成本刚性上升（人工、租金）与需求复苏不均衡的双重压力，中高端市场竞争白热化导致价格承压，君亭酒店及金陵饭店净利率仅为 4.8%/3.9%，首旅酒店接近疫情前水平，锦江因境外业务拖累恢复滞后。1Q25 行业情况小幅改善，全国酒店 OCC/ADR/RevPAR 每周同比增速平均值分别为-0.69pct/-2.34%/-3.05%，降幅环比 4Q24 有所收窄。公司层面来看，大型连锁酒店 1Q25 营收整体仍承压，环比下降，锦江、首旅同比下滑主因淡季需求不足，金陵受餐饮淡季冲击显著、下滑明显，君亭依赖新店开业实现微增。首旅酒店通过成本优化实现一季度利润逆势增长，金陵饭店受益于低基数效应利润环比改善。

**景区：旅游及景区板块 2024 年分化加剧，营收同比小幅改善，净利润基本恢复至 19 年水平。**宋城演艺因演艺项目多地复演，叠加新园区开业拉动客流，营收同比增长 25.5%，曲江文旅则深陷亏损泥潭。长白山（148.7%）、宋城演艺（134.3%）、峨眉山 A（126.7%）营收超疫情前，较 19 年全面恢复。冰雪旅游受益于政策支持，智慧景区建设或提升运营效率。2025 年一季度呈现季节性波动：九华旅游、黄山旅游表现亮眼，多数自然景区淡季承压。黄山旅游一季度净利润同比+55.8%，成本控制（索道运维优化）效果显著。总结来看，名山大川等资源禀赋的自然景区仍具备较强经营韧性，我们预计九华山年内受池黄高铁开通和景区内交通改善影响游客运力将有效提升，长白山则继续受益于冰雪游热度和政策支持，叠加机场和交通改善，业绩增量空间可观。

**出境游板块同比 23 年全面改善，但仍较 19 年存在较大差距。**众信旅游欧洲游复苏强劲，包机业务及高端定制游贡献增量，叠加并购整合效果显现，但净利率仍处低位（1.9%），反映行业议价能力薄弱。中青旅国内文旅业务稳健增长，但出境游占比低，复苏弹性较弱。\*ST 凯撒出境游市场部分回暖，但公司债务重组拖累业务扩张。25 年一季度淡季承压：众信旅游及中青旅扣非归母净利润同比为-32.2%/-19.5%，反映行业成本刚性及需求波动。

## 二、行业数据

### （一）社零：3月社零走势良好，增速环比提升

2025年3月我国社会消费品零售总额40940亿元，同比+5.9%。据国家统计局数据显示，2025年3月我国社会零售总额4.1万亿元，同比+5.9%，环比+1.9%，增速较2025年1-2月有所提升。其中，除汽车以外的消费品零售额3.7万亿元，同比+6%，环比+1.2%。

图1：社零总额当月同比



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

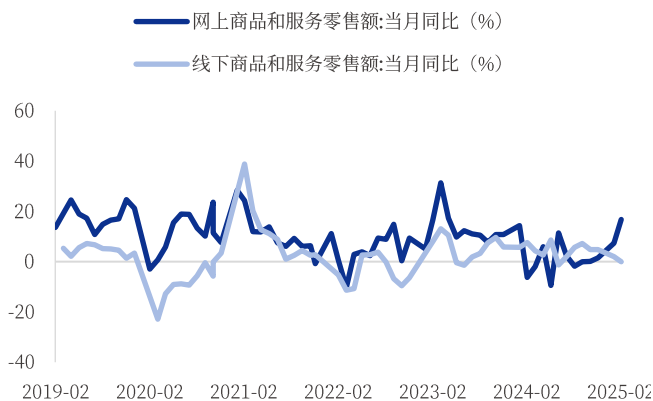
图2：除汽车外社零总额当月同比



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

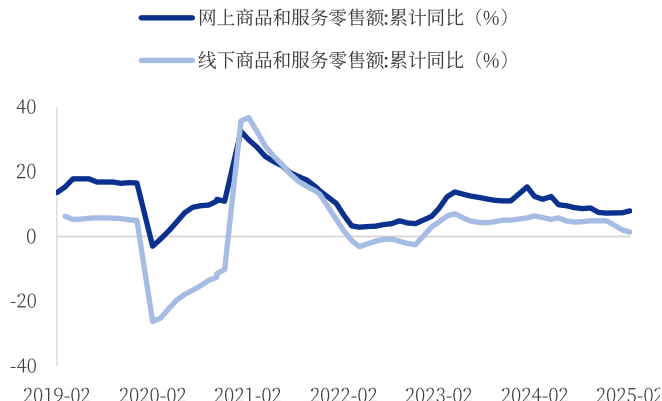
分渠道看，3月线上、线下零售额增速分化趋势持续。2025年3月，全国网上、线下累计零售额分别同比+16.7%/-0.1%。

图3：网上&线下商品和服务零售额当月同比



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

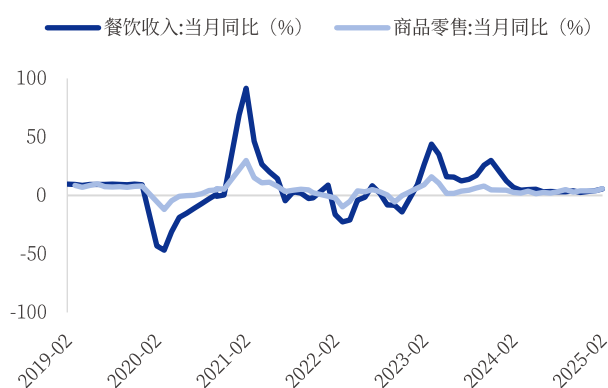
图4：网上&线下商品和服务零售额累计同比



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

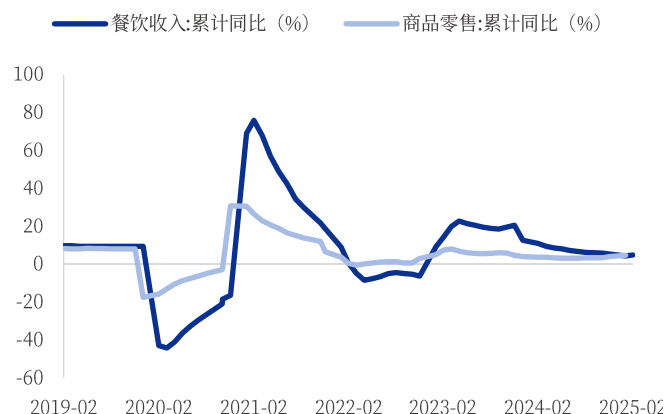
分类型来看，3月商品零售增速占优。2025年3月，餐饮收入、商品零售额分别同比增长+5.6%、+5.9%，增速分别环比+1.3pct、+2.0pct。其中，限额以上餐饮企业收入同比+6.8%，为过去半年以来首次增速好于整体餐饮收入增速。

图5：社零：商品零售&amp;餐饮收入当月同比



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

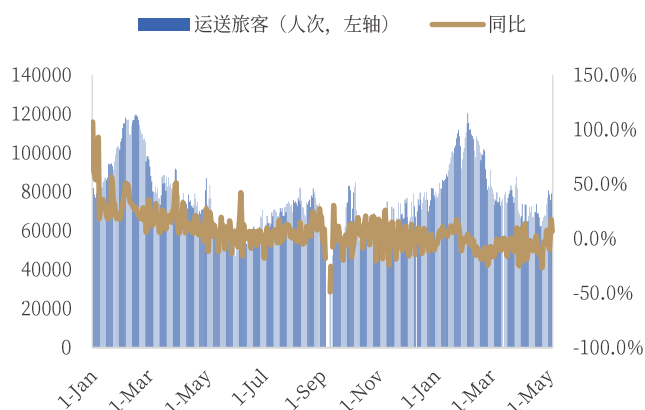
图6：社零：商品零售&amp;餐饮收入累计同比



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

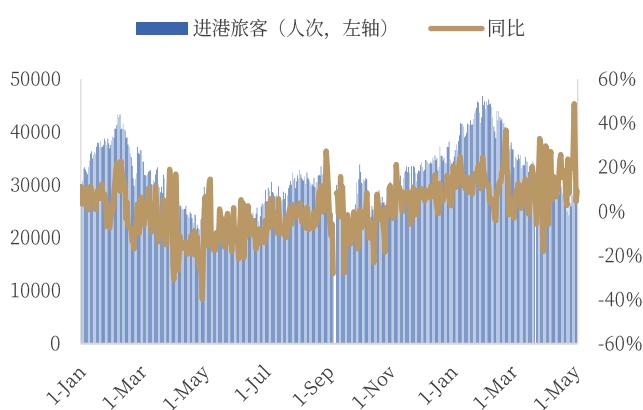
## （二）免税：五一离岛免税购物金额 5.1 亿元，人均消费同比小幅提升

图7：海口美兰机场运送旅客量及同比增速



资料来源：美兰机场官方微博，中国银河证券研究院

图8：三亚凤凰机场进港旅客量及同比增速

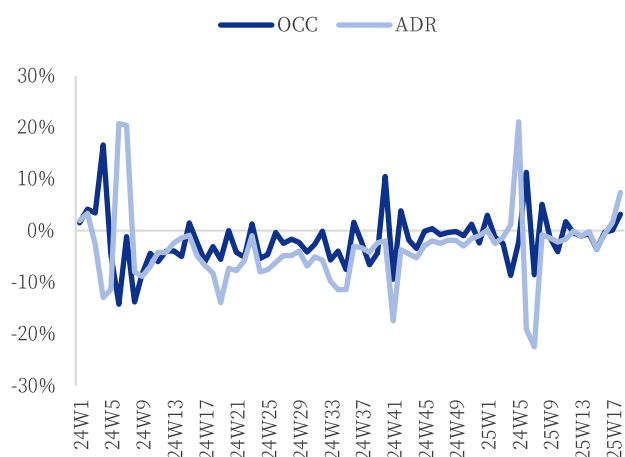


资料来源：凤凰机场官方微博，中国银河证券研究院

## （三）酒店：五一假期酒店核心指标表现强劲

据酒店之家数据，5.4当周，国内酒店 OCC 为 67.5%，同比+3.1pct；ADR 为 258.5 元/间，同比+7.4pct；RevPAR 为 174.6 元/间，同比+12.6pct。五一假期酒店核心指标表现良好。。

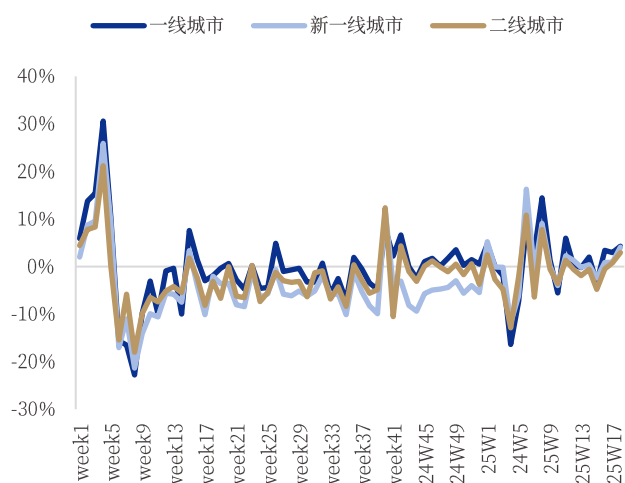
图9：中国大陆整体酒店 OCC&amp;ADR 涨跌幅



资料来源：酒店之家，中国银河证券研究院

据酒店之家数据，5.4当周，国内一线/新一线/二线城市 OCC 分别为 73.5%/73.2%/69.2%，同比+4.3pct/+4.1pct/+3.0pct；ADR 分别为 326.5 元/268.2 元/267.7 元每间，同比+4.3pct/+4.1pct/-+9.4pct。

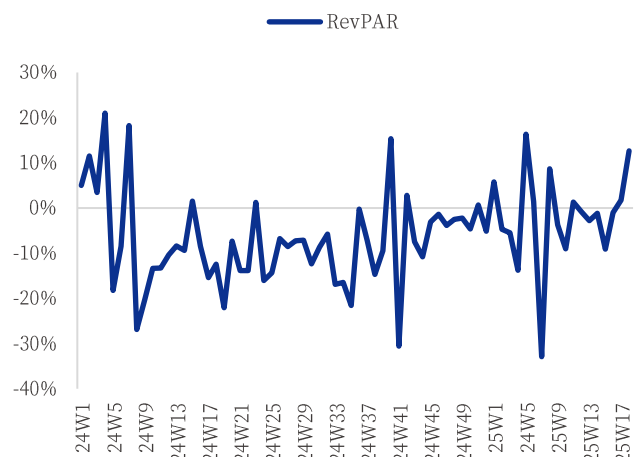
图11：中国二线及以上城市 OCC 涨跌幅



资料来源：酒店之家，中国银河证券研究院

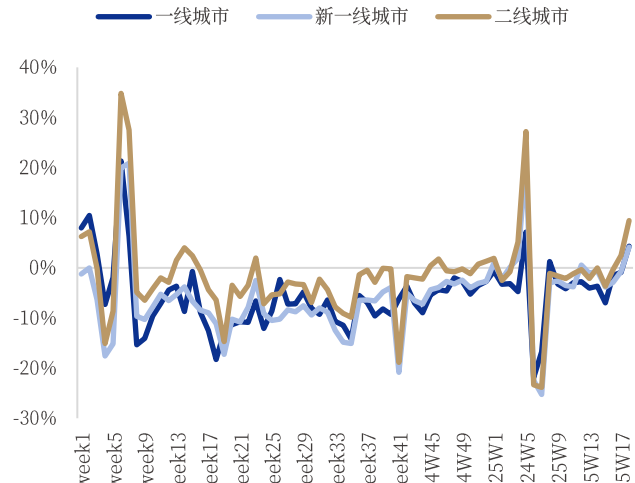
据酒店之家数据，5.4当周，国内三线/四线及以下 OCC 分别为 67.1%/62.2%，同比 3.6pct/-+2.9pct；ADR 分别为 242.0 元/231.8 元每间。同比+11.0pct/+8.6pct。

图10：中国大陆整体酒店 RevPAR 涨跌幅



资料来源：酒店之家，中国银河证券研究院

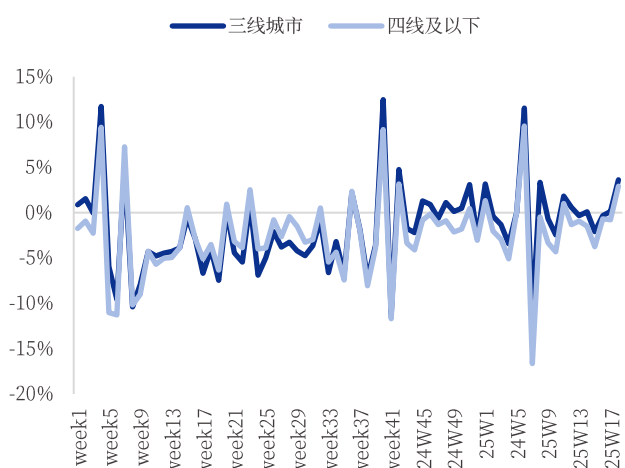
图12：中国二线及以上城市 ADR 涨跌幅



资料来源：酒店之家，中国银河证券研究院

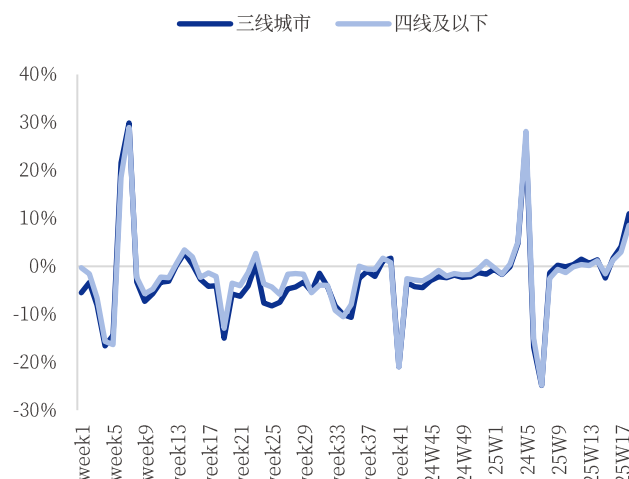


图13: 中国三线及以下城市 OCC 涨跌幅



资料来源: 酒店之家, 中国银河证券研究院

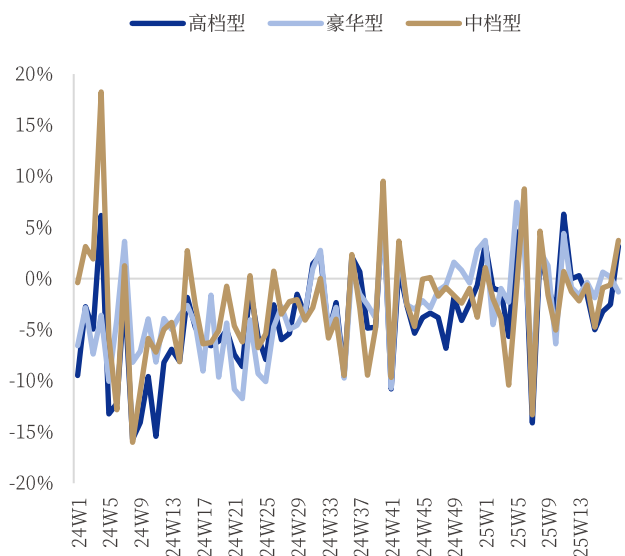
图14: 中国三线及以下城市 ADR 涨跌幅



资料来源: 酒店之家, 中国银河证券研究院

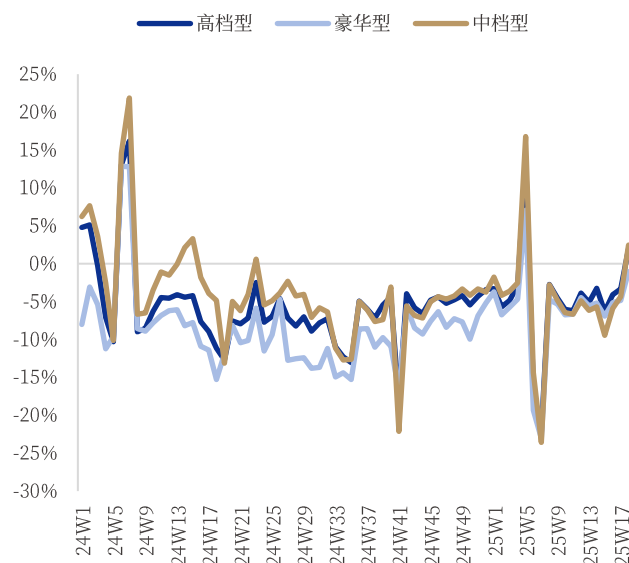
据酒店之家数据, 5.4 当周, 国内豪华型/高档型/中档型酒店 OCC 分别为 51%/59%/65.8%, 同比 -1.3pct/+3.2pct/+3.7pct; ADR 分别为 811.5 元/523.7 元/305.3 元每间, 同比 -1.1pct/+2.0pct/+2.5pct。

图15: 中国中高端酒店 OCC 涨跌幅



资料来源: 酒店之家, 中国银河证券研究院

图16: 中国中高端酒店 ADR 涨跌幅

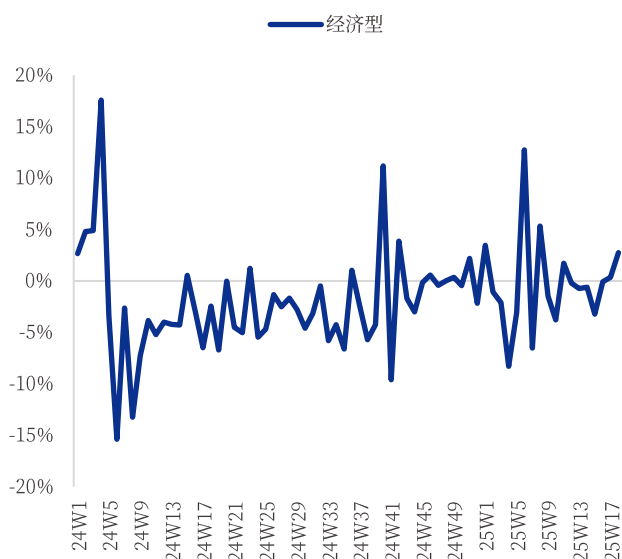


资料来源: 酒店之家, 中国银河证券研究院

据酒店之家数据, 5.4 当周, 国内经济型酒店 OCC 为 68.8%, 同比+2.8pct; ADR 为 196.7 元/间, 同比+5.5pct。

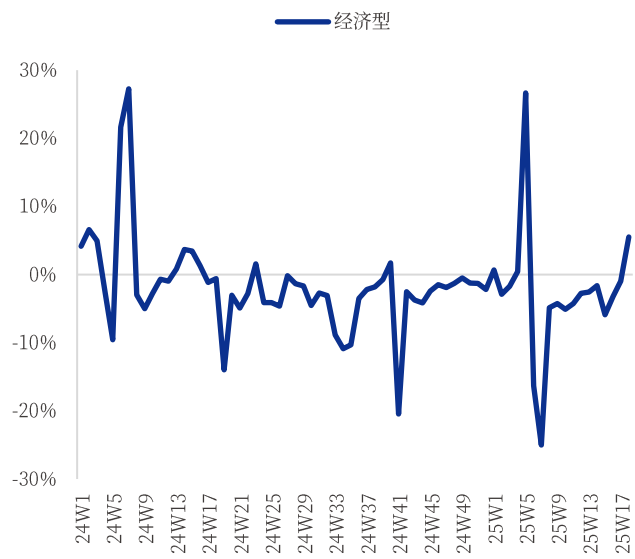


图17: 中国经济型 OCC 涨跌幅



资料来源: 酒店之家, 中国银河证券研究院

图18: 中国经济型 ADR 涨跌幅



资料来源: 酒店之家, 中国银河证券研究院

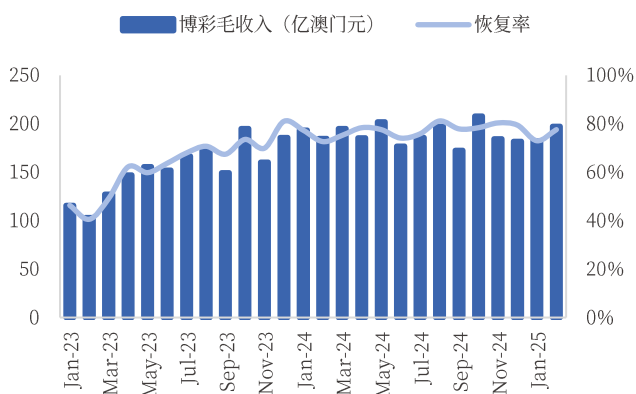
#### (四) 博彩: 3月 GGR 恢复率环比 1-2月改善

博彩毛收入: 3月澳门博彩毛收入 197 亿澳门元/同比+0.8%，恢复至 2019 年同期的 76.1%，恢复率环比 1-2月+0.6pct; 3月日均博彩毛收入 6.3 亿澳门元，环比 1-2月-1.5%。

澳门入境旅客: 1-2月澳门共录得入境旅客 679 万人次/同比+10%，恢复至 2019 年同期的 97%，恢复率环比 24 年 12 月-2pct。

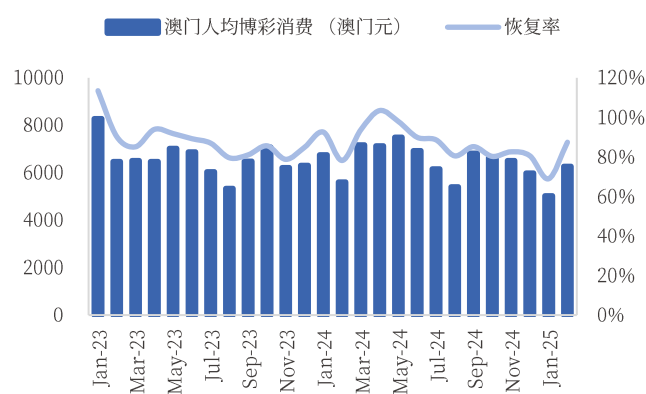
人均博彩消费: 1-2月人均博彩消费 5593 澳门元，恢复至 2019 年同期的 78%，恢复率环比 24 年 12 月-3pct。人均博彩消费有较大波动，主要因疫后中高端客户主导需求背景下，假期博彩客群来澳旅游人次占比较疫情前显著下降，多数博彩旅客主要集中于 2 月下旬至 3 月到访。

图19: 澳门博彩毛收入当月值及恢复率



资料来源: DICJ, 中国银河证券研究院

图20: 澳门博彩人均博彩消费及恢复率



资料来源: DICJ, DSEC, 中国银河证券研究院

## 三、行业要闻

### （一）免税/旅游零售

【“五一”假期“宠粉”来袭！海口发放总额 1808 万元免税消费券】记者从海口市商务局获悉，海口市商务局联合海口各区共同推出了总额达 1808 万元的免税消费券发放计划，旨在进一步释放消费潜力，为市民及游客提供丰富的节日福利。该计划覆盖了龙华区、美兰区、琼山区和秀英区四个区域，将从 2025 年 4 月 29 日持续至 6 月 30 日。（资料来源：南海网）

【华发系高管换防：格力地产换帅转型免税，华发股份“战略换挡”】今年 4 月，珠海国资旗下的华发系经历了密集的人事变动。继格力地产控股股东珠海投控在 4 月初被无偿划转至华发集团之后，两大上市平台格力地产与华发股份近期相继宣布了高管变动。其中，格力地产董事长陈辉于今年 4 月 22 日因工作调动而辞职，华发系得力干将郭凌勇、李向东被提名为董事会成员。与此同时，华发股份的三位资深高管俞卫国、张驰、罗彬集体辞职，张巍、叶宁被聘任为执行副总裁，杨拥军被聘任为财务总监。（资料来源：每日经济新闻）

【我国将离境退税起退点从 500 元下调至 200 元 进一步优化离境退税服务】商务部等 6 部门《关于进一步优化离境退税政策扩大入境消费的通知》（以下简称《通知》）昨天（27 日）对外发布。国务院新闻办公室举行新闻发布会，相关负责人表示，将离境退税起退点从 500 元下调至 200 元，现金退税限额由 1 万元上调至 2 万元。（资料来源：央广网）

【国家税务总局推广境外旅客购物离境退税“即买即退”服务措施】税务总局决定全面推广境外旅客购物离境退税“即买即退”服务措施。离境退税“即买即退”，是指在已实施离境退税政策的地区，境外旅客在“即买即退”商店购买退税物品时，签订协议书并办理信用卡预授权后，即可在该商店现场申领与退税款等额的人民币款项（以下称预付金）。该境外旅客在离境时经海关验核通过、按照协议书约定在承诺期限内于指定口岸离境且符合离境退税政策规定的，退税代理机构为其解除信用卡预授权，办结离境退税业务；不符合上述要求的，通过信用卡预授权扣款方式，向该境外旅客追回预付金，并按规定办结离境退税业务。（资料来源：国家税务总局）

### （二）酒店

【锦江酒店：第一季度营业收入约 29.42 亿元，境内酒店出租率同比增长】2025 年 4 月 29 日，上海锦江国际酒店股份有限公司（锦江酒店，600754.SH）发布 2025 年第一季度报告。财务数据显示，锦江酒店今年第一季度营业收入约 29.42 亿元，同比减少 8.25%；归母净利润约 3601.21 万元，同比减少 81.03%；扣非后归母净利润约 2661.45 万元，同比减少 57.29%。（资料来源：澎湃新闻）

【万豪国际集团宣布将收购 citizenM 酒店】4 月 29 日，万豪国际集团宣布已达成协议收购创新生活方式品牌 citizenM。交易完成后，万豪国际将支付 3.55 亿美元，以收购 citizenM 品牌包括相关的知识产权。随着交易的完成，citizenM 产品组合将并入万豪国际体系，由卖方所有及租赁的酒店将与万豪签订新的长期特许经营协议，预计已开业及在建项目的稳定费用将达约每年 3000 万美元。（资料来源：观点网）

【同程旅行 24.9 亿收购万达酒管，补齐高端酒店“拼图”，强强联合下想象空间有多大？】4 月 17 日晚间，同程旅行（00780.HK）发布公告称，已与万达酒店发展（00169.HK）就收购其全资子公司万达酒店管理（香港）有限公司 100% 股权事宜达成协议，交易对价约为人民币 24.9 亿元，估值倍数相当于其 2023 年度经调整 EBITDA 的 9.5 倍。针对本次收购，万达酒店发展方面向界面新闻回应称：“本次交易仅涉及酒店管理业务的转让，现有万达自持的酒店物业资产仍将由万达集

团继续持有。”（资料来源：界面新闻）

### （三）餐饮

**【出大招！“五一”来了，多地发放文旅餐饮消费券】**“五一”假期临近，大众出游热情不断升温，消费市场即将迎来高峰。同时，各地纷纷加大餐饮文旅等消费券发放力度，为假日经济注入更强活力。4月28日，据河南省文化和旅游厅消息，河南省将于2025年4月29日—5月18日面向全国游客发放2025年“乐购河南”文旅、住宿类消费券。本次文旅、住宿类消费券通过携程（含携程APP、去哪儿APP）、美团（含美团APP、大众点评APP）、飞猪、抖音等平台发放。（资料来源：证券时报网）

**【同庆楼：2024年实现营收25.25亿元 延续“餐饮、宾馆、食品”三轮驱动战略】**同庆楼4月28日晚间披露2024年年报。报告期内，公司实现营业收入25.25亿元，归母净利润1.00亿元，扣非净利润9366万元。报告期内，公司餐饮业务新开门店4家，其中：酒楼门店3家，婚礼宴会门店1家（常州常青里店）；改造10家餐饮老门店，强化品牌特点，改善就餐环境，提升门店的市场竞争力。面对餐饮消费市场变化，公司以灵活策略积极应对，着力提升运营效率、优化管理效能，持续夯实发展根基。（资料来源：公司公告）

**【蜜雪集团股价突破500港元，市值超1900亿，稳居中国餐饮类上市公司市值第一】**4月23日，蜜雪集团(2097.HK)拉升涨超8%至510港元，再创历史新高，市值达1938亿港元，稳居中国餐饮类上市公司市值第一。蜜雪集团今年3月3日在港挂牌上市，现价较IPO价格202.5港元已累涨151%。蜜雪集团2024年录得收入248.289亿元，同比增加22.3%；净利润44.542亿元，同比增加39.8%。（资料来源：金融界）

**【霸王茶姬登陆纳斯达克，上市首日市值突破59亿美元】**新茶饮品牌霸王茶姬母公司茶姬控股有限公司（简称“霸王茶姬”）于北京时间4月17日晚间在纳斯达克上市，霸王茶姬一线员工代表、加盟商伙伴和投资人伙伴共同敲钟。首个交易日，霸王茶姬上涨15.86%，收盘价为32.44美元/股，市值突破59亿美元。本次霸王茶姬上市，花旗集团、摩根士丹利、德意志银行、中金公司、老虎证券、富途及华盛资本担任联席承销商。根据发行价28美元/股测算，此次募资规模为4.11亿美元。（资料来源：公司公告）

**【沪上阿姨启动全球招股，计划于5月8日挂牌上市】**4月28日，沪上阿姨正式发布全球发售公告，启动招股程序，宣布计划于5月8日在港交所主板挂牌上市，代码为2589，这意味着沪上阿姨即将成为第六家上市的新茶饮企业。（资料来源：公司公告）

### （四）旅游

**【黄山旅游：一季度扣非净利同比增55.79% 创新营销驱动景区游客增长】**4月29日，黄山旅游(600054.SH)发布2025年一季度报。2025年一季度，公司实现营业收入4.03亿元，同比增长19.79%；归母净利润3689.50万元，同比增长44.69%；扣非净利润3497.62万元，同比增长55.79%。报告期内，黄山旅游通过一系列创新的营销策略和丰富的活动安排，提升景区影响力和市场竞争力，实现了接待人数的显著增长。（资料来源：证券时报网）

**【美团旅行报告：“五一”音乐节等观演旅游将带动消费超20亿元】**“五一”假期前后，多地开启演唱会、音乐节热潮，有望成为文旅经济新增长点。4月29日，美团旅行发布的《2025年五一观演旅游洞察报告》（简称“报告”）显示，“五一”期间，全国5000人以上大型营业性演出预计将超过百场，观众人数将超过200万人次，预计带动酒店旅游消费超过20亿元，平台演唱会、音乐节专享景区门票产品订单同比上涨近1倍，形成“3小时演出撬动72小时消费”的联动效应。（资料来源：中国证券网）

**【众信旅游去年实现营业收入64.55亿元 实现归属于上市公司股东净利润1.06亿元】**4月28

日晚间，众信旅游集团股份有限公司披露 2024 年年度报告。公告显示，2024 年，众信旅游实现营业收入 64.55 亿元，同比增长 95.70%；实现归属于上市公司股东净利润 1.06 亿元，同比增长 228.18%。（资料来源：证券日报网）

## （五）教育

**【中公教育 2024 年扭亏为盈 经营性现金流同比增长 169.60%】**4 月 25 日晚间，北京中公教育科技有限公司公布 2024 年年报业绩及一季报业绩。2024 年，公司扭亏为盈，实现营业收入 26.27 亿元，归属母公司股东净利润 1.84 亿元，同比增长 187.70%，经营活动产生的现金流量净额为 5.57 亿元，大幅增长 169.60%。同时，公告显示，中公教育 2025 年一季度营业收入 5.75 亿元，实现归属于上市公司股东的净利润为 3999.45 万元，这是中公教育连续五个季度实现盈利，扭转了公司业绩颓势。（资料来源：公司公告）

**【豆神教育：2024 年净利润 1.37 亿元，同比增长 334%】**4 月 28 日，豆神教育科技(北京)股份有限公司发布 2024 年年度报告。2024 年，豆神教育营业收入 7.56 亿元，同比减少 23.77%；归属于上市公司股东的净利润 1.37 亿元，同比增长 334.04%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润约 1 亿元，同比增长 119.86%；经营活动产生的现金流量净额 1942.9 万元，同比减少 66.44%。期末资产总额 23.498 亿元，同比减少 20.55%，持有货币资金 6.477 亿元。（资料来源：公司公告）

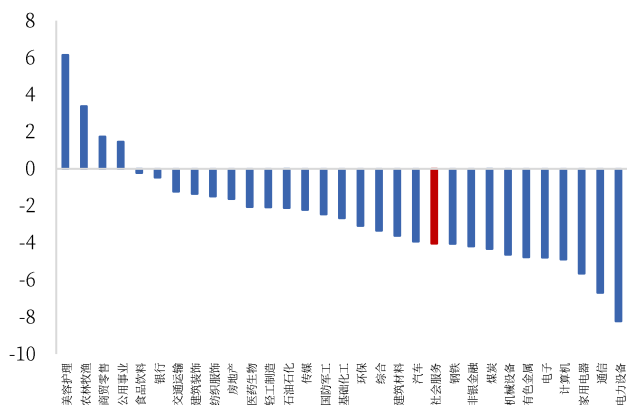
**【教育部：建立健全与人口变化相适应的基础教育资源统筹调配机制】**全国基础教育综合改革试点工作的 13 个试点项目陆续启动，其中，针对学龄人口变化对教育提出的新要求，我国正建立健全与人口变化相适应的基础教育资源统筹调配机制，精准掌握学位资源需求和供给情况，有效应对学龄人口峰谷变化影响。（资料来源：新华网）

## 四、市场行情

### (一) 市场整体

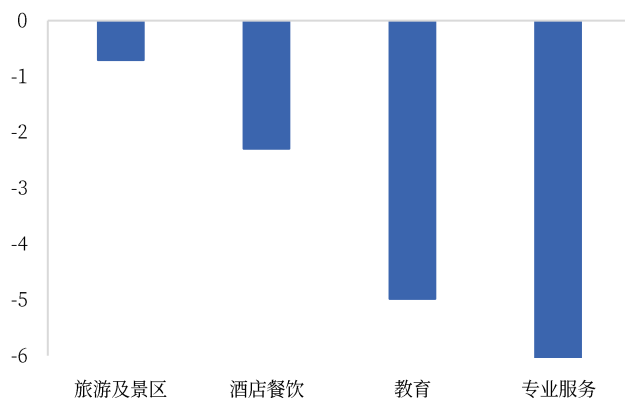
本月社服行业涨跌幅为-4.0%，落后沪深 300 指数 1.0pct，在所有 31 个行业中月涨跌幅排名第 21 位。其中，各细分板块涨跌幅分别为：教育（-5.0%），专业服务（-7.4%），旅游及景区服务（-0.7%），酒店餐饮（-2.3%）。SW 社服板块本月下跌主要可归因于：一方面，中美贸易战愈演愈烈，双方均为做出让步，关税冲击下造成本月 A 股市场整体下跌；此外，教育和专业服务板块大幅回调，资金流出明显，带动社服行业下跌。

图21：SW 一级行业指数本月涨跌幅（%）



资料来源：ifind，中国银河证券研究院

图22：SW 社服细分行业本月涨跌幅情况（%）

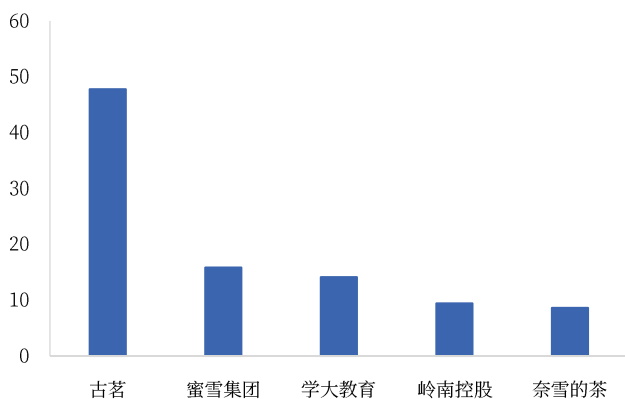


资料来源：ifind，中国银河证券研究院

### (二) 个股行情

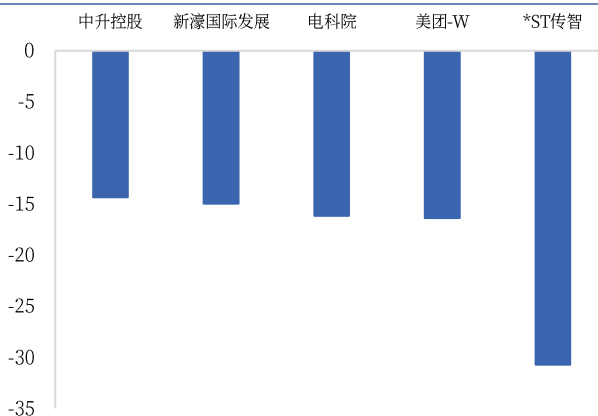
本月霸王茶姬上市，沪上阿姨启动招股，带动港股茶饮股走高，古茗、蜜雪集团和奈雪的茶纷纷走强，其中，古茗及蜜雪集团股价均创历史新高，而古茗与“崩铁”联名掀抢购狂潮，推动其月涨幅超 47%。学大教育 2024 年实现归母净利润 1.8 亿元，同比增长 16.84%，并全部还清其与紫光卓远借款。本月中期，酒店股频频走强，岭南控股月涨幅一度达到 50%。传智教育 2024 年度经审计的扣除后的营业收入为 2.46 亿元，归属于上市公司股东的净利润为-1.34 亿元，被实施退市风险警示。京东美团打响外卖战争，美团受到舆论影响，本月跌幅达 16%。

图23：本月涨幅排名前5的个股（%）



资料来源：ifind，中国银河证券研究院

图24：本月跌幅排名前5的个股（%）



资料来源：ifind，中国银河证券研究院

五、重点覆盖股票盈利预测与估值

表1：重点公司盈利预测与估值

| 板块   | 公司     | EPS (元) |        |        | PE (X) |       |       | 评级  |
|------|--------|---------|--------|--------|--------|-------|-------|-----|
|      |        | 2024A   | 2025E  | 2026E  | 2024A  | 2025E | 2026E |     |
| 免税   | 中免集团   | 2.06    | 2.34   | 3.25   | 30.7   | 27.1  | 19.5  | 推荐  |
|      | 王府井    | 0.24    | 0.48   | 0.56   | 59.1   | 29.5  | 25.1  | 未评级 |
| 教育   | 学大教育   | 1.52    | 2.01   | 2.53   | 35.8   | 27.0  | 21.5  | 推荐  |
|      | 天立国际控股 | 0.28    | 0.34   | 0.44   | 14.7   | 11.9  | 9.3   | 推荐  |
| 连锁服务 | 途虎-W   | 0.60    | 0.98   | 1.33   | 28.7   | 17.6  | 12.9  | 推荐  |
|      | 锦江酒店   | 0.85    | 1.15   | 1.40   | 28.2   | 20.9  | 17.2  | 推荐  |
|      | 首旅酒店   | 0.72    | 0.84   | 0.98   | 20.5   | 17.7  | 15.1  | 推荐  |
|      | 华住集团-S | 0.98    | 1.38   | 1.50   | 28.5   | 20.3  | 18.6  | 推荐  |
| 会展   | 米奥会展   | 0.68    | 1.38   | 1.70   | 29.9   | 14.7  | 12.0  | 推荐  |
|      | 兰生股份   | 0.49    | 0.42   | 0.48   | 16.3   | 19.1  | 16.7  | 推荐  |
| 旅游   | 携程集团-S | 26.10   | 27.98  | 31.72  | 18.5   | 17.2  | 15.2  | 推荐  |
|      | 同程旅行   | 1.20    | 1.38   | 1.69   | 17.4   | 15.1  | 12.3  | 推荐  |
|      | 美高梅中国  | 1.21    | 1.32   | 1.38   | 9.2    | 8.5   | 8.1   | 未评级 |
|      | 三特索道   | 0.80    | 1.05   | 1.16   | 18.7   | 14.2  | 12.9  | 推荐  |
|      | 天目湖    | 0.39    | 0.52   | 0.62   | 30.1   | 22.5  | 19.1  | 推荐  |
| 餐饮   | 百胜中国   | 2.34    | 2.5471 | 2.7584 | 145.1  | 133.3 | 123.1 | 未评级 |
|      | 达势股份   | 0.42    | 0.91   | 1.63   | 229.2  | 105.7 | 59.2  | 未评级 |
| 人力资源 | 外服控股   | 0.48    | 0.30   | 0.32   | 10.7   | 17.2  | 16.2  | 推荐  |
|      | 北京人力   | 1.40    | 2.22   | 2.04   | 15.0   | 9.4   | 10.3  | 推荐  |

资料来源：Wind、中国银河证券研究院  
注：未评级公司盈利预测来自 Wind 一致预期

## 六、风险提示

---

- 1) 政策出台缓慢风险；
- 2) 政策效果不及预期风险；
- 3) 宏观经济下行风险。



## 图表目录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 图 1: 社零总额当月同比.....               | 5  |
| 图 2: 除汽车外社零总额当月同比 .....          | 5  |
| 图 3: 网上&线下商品和服务零售额当月同比 .....     | 5  |
| 图 4: 网上&线下商品和服务零售累计同比.....       | 5  |
| 图 5: 社零: 商品零售&餐饮收入当月同比.....      | 6  |
| 图 6: 社零: 商品零售&餐饮收入累计同比.....      | 6  |
| 图 7: 海口美兰机场运送旅客量及同比增速.....       | 6  |
| 图 8: 三亚凤凰机场进港旅客量及同比增速.....       | 6  |
| 图 9: 中国大陆整体酒店 OCC&ADR 涨跌幅.....   | 7  |
| 图 10: 中国大陆整体酒店 RevPAR 涨跌幅 .....  | 7  |
| 图 11: 中国二线及以上城市 OCC 涨跌幅 .....    | 7  |
| 图 12: 中国二线及以上城市 ADR 涨跌幅 .....    | 7  |
| 图 13: 中国三线及以下城市 OCC 涨跌幅 .....    | 8  |
| 图 14: 中国三线及以下城市 ADR 涨跌幅 .....    | 8  |
| 图 15: 中国中高端酒店 OCC 涨跌幅 .....      | 8  |
| 图 16: 中国中高端酒店 ADR 涨跌幅 .....      | 8  |
| 图 17: 中国经济型 OCC 涨跌幅.....         | 9  |
| 图 18: 中国经济型 ADR 涨跌幅.....         | 9  |
| 图 19: 澳门博彩毛收入当月值及恢复率 .....       | 9  |
| 图 20: 澳门博彩人均博彩消费及恢复率 .....       | 9  |
| 图 21: SW 一级行业指数本月涨跌幅 (%) .....   | 13 |
| 图 22: SW 社服细分行业本月涨跌幅情况 (%) ..... | 13 |
| 图 23: 本月涨幅排名前 5 的个股 (%) .....    | 13 |
| 图 24: 本月跌幅排名前 5 的个股 (%) .....    | 13 |
| 表 1: 重点公司盈利预测与估值 .....           | 14 |

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**顾嘉闻** 社会服务行业首席分析师。同济大学金融学硕士，8年证券研究经验。曾先后任职于海通证券、民生证券、国联证券，2022年7月加入中国银河证券。曾获2022第十届Choice社会服务业最佳分析师，2020年《财经》杂志行业盈利预测最准确分析师。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

| 评级标准                                                                                                                          | 评级   | 说明                     |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。 | 行业评级 | 推荐：相对基准指数涨幅10%以上       |
|                                                                                                                               |      | 中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间  |
|                                                                                                                               |      | 回避：相对基准指数跌幅5%以上        |
|                                                                                                                               | 公司评级 | 推荐：相对基准指数涨幅20%以上       |
|                                                                                                                               |      | 谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间 |
|                                                                                                                               |      | 中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间   |
|                                                                                                                               |      | 回避：相对基准指数跌幅5%以上        |

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn