

教培龙头表现超预期，刚需+高成长逻辑回归

社会服务

推荐 (维持)

核心观点：

- **板块表现：**1月SW社服行业涨跌幅为-14.7%，落后沪深300指数9.7pct，在所有31个行业中涨跌幅排名第20位。其中，各细分板块涨跌幅分别为：旅游及景区（-6.8%），教育（-16.0%），酒店餐饮（-17.4%），专业服务（-19.2%）。
- **重点公告&事件：**（1）新东方第二季度净营收8.696亿美元，高于市场预期；（2）40天90亿人次！今年春运将创历史新高；（3）达美乐中国10家新店创下全球销售新纪录。
- **重点事件点评：**教培板块业绩超预期，刚需+高成长性逻辑回归。1月国内头部教培公司均披露最新季度财报，新东方/好未来/学大教育业绩普遍超市场预期。结合新东方、好未来财报电话会议，我们认为教培行业的成长性正在回归，一方面是龙头公司重新提升开店增速，另一方面头部机构受益供给出清，市场份额增长，盈利能力仍有进一步提升空间，包括市场原先认知盈利能力较弱的一对一培训，龙头公司学大教育在下半年淡季连续两季取得较高的利润水平，反映供给侧变化带来的单店模型改善逻辑正在持续兑现。
- **板块跟踪：**

教育：新东方/好未来/学大教育披露财报，业绩均超预期，符合我们前期观点。考虑当前教培行业供需格局全面优化，我们预计聚焦K9新素养+高中个性化教育服务的教培公司将充分受益，此外建议关注职教升学需求。推荐学大教育，建议关注科德教育、新东方-S、好未来。

免税：关注海南封关预期变化与国内消费复苏信号。从4Q23及24年元旦假期数据看，当前免税市场景气度仍维持低位，对应龙头公司中免估值亦处于历史低位区间。2024年海南即将进入封关运作的关键时期，建议重点关注封关政策预期变化对离岛免税市场竞争格局的影响。中长期看，我们认为免税行业底层逻辑未变，中国中免卡位国内核心免税流量渠道，伴随消费复苏推进，离岛+机场+线上+市内多维布局将打开长期空间。

旅游：春运前四天航空、铁路客运量增长强劲，出行链景气度维持高位。春运前四天（1.26-1.29）全社会跨区人员流动量约7.6亿人次/同比19年+6.4%。其中，铁路、航空客运人次各较19年同期+27.3%、18.7%，好于铁道部、民航局预期，预计春节旅游消费有望保持强劲。推荐三特索道、米奥会展、兰生股份，建议关注美高梅中国、携程集团-S、同程旅行。

酒店：等待预期企稳。截止1月20日，国内酒店1月RevPAR同比+26.6%，主要受去年同期低基数影响。其中，中高端酒店RevPAR同比+34.7%，经济型RevPAR同比+52.2%。考虑春运出行及旅游需求旺盛，我们预计休闲市场对酒店需求仍有支撑，但商务需求改善仍需观察。推荐锦江酒店，首旅酒店，建议关注华住集团。

餐饮：重点看好功能性餐饮赛道。12月餐饮收入同比+30%，增速环比+4.2pct，行业边际大幅改善主要受同期低基数背景下消费场景修复带动。结合当前平价、理性消费趋势，我们建议重视兼具需求刚性+渗透率有提升空间的快餐、咖啡赛道，建议关注百胜中国、达势股份。

分析师

顾慕闽

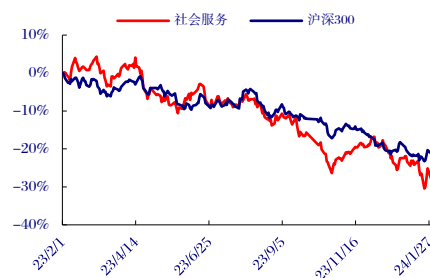
☎：021-2025 2670

✉：guximin_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522070001

相对沪深300表现图

2023-2-01



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

相关研究

【银河社服】教育行业深度报告：如何看待中国教培市场未来供需走向？

- **风险提示：**宏观经济持续下行的风险；行业监管政策变化的风险；新业务拓展不及预期的风险。

目 录

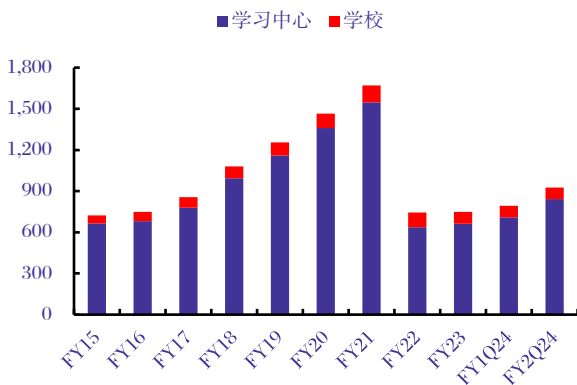
一、重点事项点评：教培板块业绩超预期，刚需+高成长逻辑回归	4
二、行业数据	5
(一) 社零：12月社零增速环比回升，餐饮消费持续改善	5
(二) 离岛免税：海南核心机场航班量、运送旅客人次恢复率均环比回升	7
(三) 酒店：RevPAR 恢复率环比回升，中高档酒店经营数据更优	7
(四) 餐饮：餐饮品牌拓店节奏稳健	9
(五) 博彩：1月赌收增速超预期，关注春节消费情况	10
三、行业要闻	11
(一) 免税/旅游零售	11
(二) 酒店	11
(三) 餐饮	11
(四) 旅游	12
(五) 教育	12
四、市场动态	13
(一) 板块行情	13
(二) 个股行情	13
五、重点覆盖股票盈利预测与估值	13
六、风险提示	14

一、重点事项点评：教培板块业绩超预期，刚需+高成长逻辑回归

（一）新东方-S：业绩超预期，下季收入增速指引环比提升

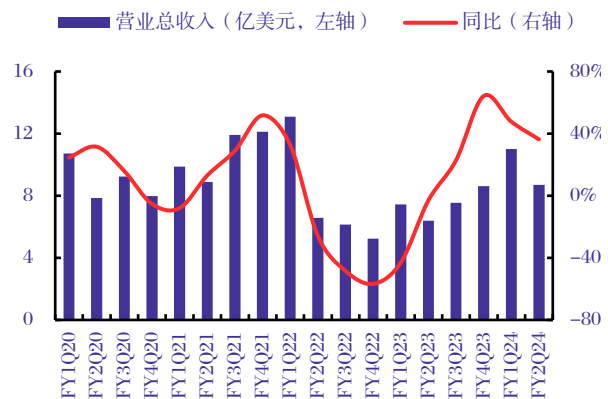
FY2Q24 收入增速续超管理层预期。 FY2Q24 公司实现净营收 8.70 亿美元/同比+36%，高于上季财报给出的收入指引 7.85~8.04 亿美元/同比+23~26%。学习中心数量环比+50 所至 843 间，新开数量高于 1Q24 水平（45 间），公司预计未来产能会保持 20%+的扩张速度，较此前指引 15%-20%明显抬升，同时公司亦会适度扩大网点面积以增加单店容量，以满足当前强劲的市场需求，好于我们预期。

图 1：FY15-FY2Q24 新东方网点变化（所）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

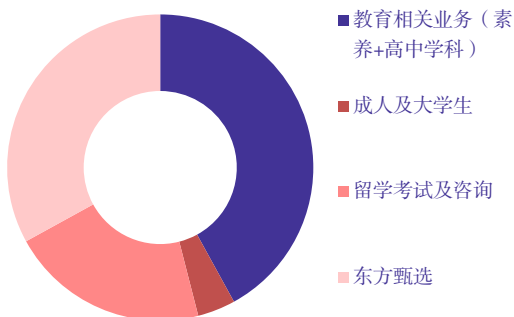
图 2：FY2020-FY2Q24 新东方营收变化



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

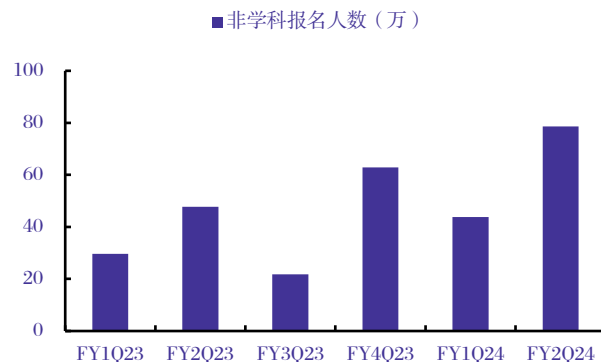
教育新业务招生快速增长，业务结构维持优化趋势。 公司营收超预期主要受益于供需两端较多因素的持续优化，尤其是教育新业务的快速增长，其中 2Q24 教育新业务报名人数约 78.6 万人/同比+64.8%，营收同比+68.3%；出国考试、出国咨询各同比+46.5%、+31.7%。整体上，公司业务结构优化趋势不变，我们预计海外留学及咨询、国内成人、教育新业务及高中教培、东方甄选占收入比重各为 21%、2%、42%、25%。

图 3：2Q24 新东方营收结构



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 4：2Q24 非学科业务报名人数

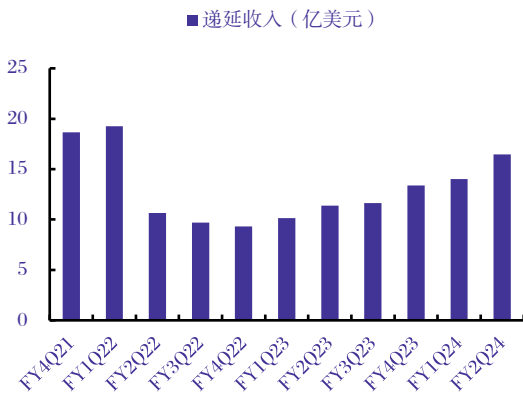


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

高景气趋势延续，公司对 3Q24 收入增速指引乐观。公司预计实现营收 10.5-10.7 亿，同比+42%-45%。参考 2Q24 公司账上仍有递延收入 16.45 亿美元/同比+44.4%，我们认为 3Q24 收入增速环比提升确定性较强，亦反映当前市场需求强劲的现状。

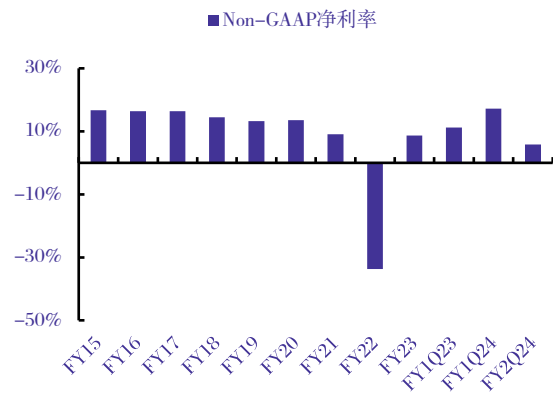
市场份额提升→盈利能力提升的逻辑持续兑现。2Q24 公司实现经营利润 0.21 亿美元/同比+957.8%，经营利润率 2.5%/同比+2.9pct；Non-GAAP 归母净利 0.50 亿美元/同比+183%；Non-GAAP 归母净利率 5.8%/同比+3.7pct。盈利能力提升主要得益于教学网点利润率提高，以及新业务利润率较高，尤其是教育新业务 Q2 净利率达 19-20%，预计未来仍有提升空间。考虑 Q3 收入规模往往高于 Q2，我们预计公司净利率仍有提升空间。

图 5：公司递延收入变化



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 6：新东方历史 Non-gaap 净利率变化



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(二) 好未来：Q3 营收超预期，经营亏损小幅缩窄

营收表现超市场预期，主要由素质培训、学习机等业务。FY3Q24 净营收 3.74 亿美元/同比+60.5%。其中，教学服务业务中，素质培训同比增长 40-50%，贡献主要增量，高中、网校预计有小幅增长；内容服务增长预计超 100%，主要因学习机、图书超预期增长。

亏损幅度缩窄。FY3Q24 经营亏损为 3219 万美元，亏损幅度同比收窄；Non-GAAP 经营亏损 1018 万美元/同比-124.32%；归母净利润-2395 万美元/同比+53.57%；Non-GAAP 归母净利润-195 万美元/同比+91.63%。

预收学费同比高增，验证市场需求景气。截止 2023 年 11 月 30 日，好未来现金及现金等价物为 21.93 亿美元，同比+17.9%/环比-0.1%，恢复至双减前同期最高水平的 52%；递延收入余额为 5.08 亿美元，同比+87.5%/环比+56.0%，恢复至双减前同期最高水平的 26%。

Q3 环比开店增加，预计未来门店增长将维持动态管理。公司预计 Q4 将继续保持门店扩张，但增速没有固定指引。我们认为，在当前市场需求保持强劲的背景下，公司将重点依据当地需求、客户对产品接受度、运营能力、经营效率等因素进行扩店，我们估算公司 Q3 网点数在 250-300 之间，Q2 为 220 个，环比继续新增。

二、行业数据

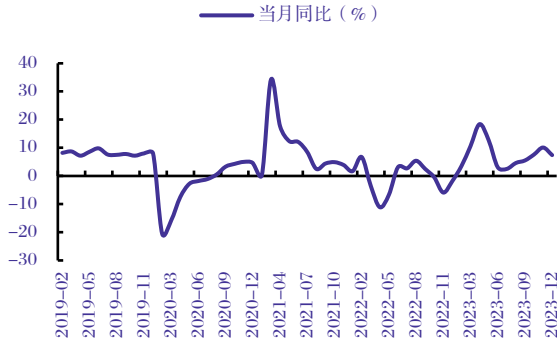
(一) 社零：12 月社零增速环比回升，餐饮消费持续改善

2023 年 12 月我国社会消费品零售总额 43,550 亿元，同比增长 7.4%，较 11 月同比增速有所收

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

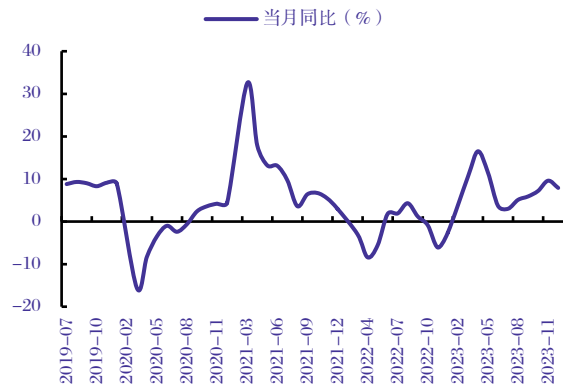
窄，减少 2.7pct。据国家统计局数据显示，2023 年 12 月我国社零售总额 4.35 万亿元，同比增长 7.4%，增速环比-2.7pct，剔除低基数影响，两年复合增速 2.7%。其中，除汽车以外的消费品零售额 3.8 万亿元，同比增长 7.9%，增速环比-1.7pct，剔除低基数影响，两年复合增速 2.0%。

图 7：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

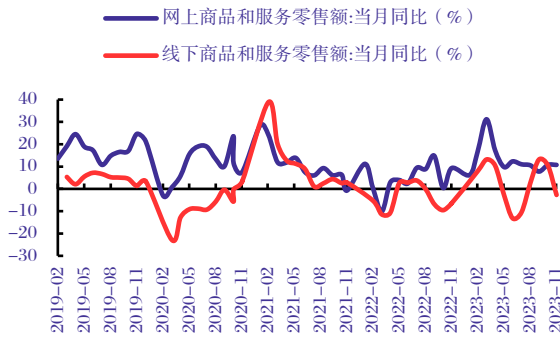
图 8：除汽车外社零总额当月同比



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

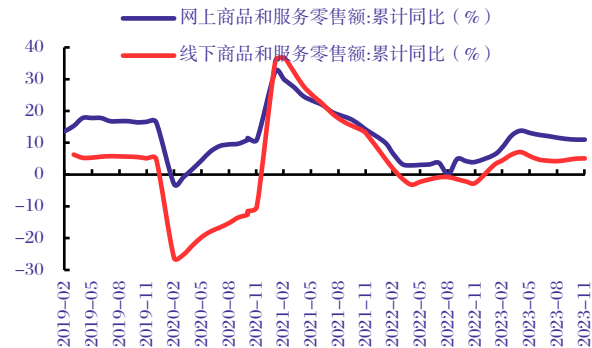
分渠道看，线下实物消费增速回落，线上持平。2023 年 12 月，全国网上、线下零售额分别同比增长 10.7%、下降 2.7%，增速环比持平、-13.2pct。2023 年 1-12 月，全国网上零售额 15.4 万亿元，同比增长 11%，其中实物商品网上零售额中，吃类、穿类、用类商品分别增长 11.2%、10.8%、7.1%。

图 9：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

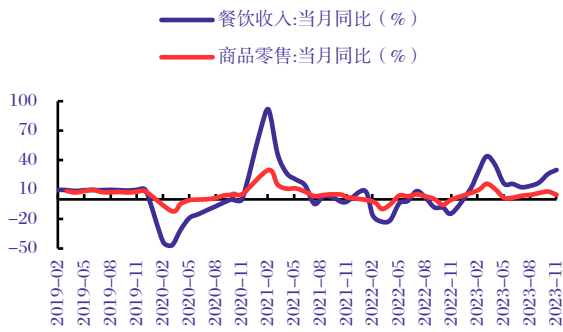
图 10：网上&线下商品和服务零售额累计同比



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

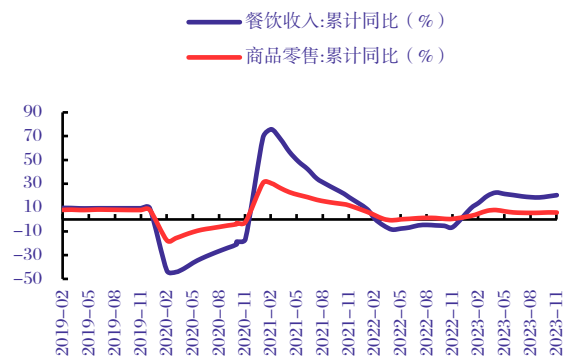
分类型来看，餐饮增速提升、商品消费增速回落。2023 年 12 月，餐饮收入、商品零售额分别同比增长 30%、5%，增速分别环比+4.2pct、-3.2pct。2023 年 1-12 月餐饮收入累计同比增长 20.4%，剔除低基数影响，两年复合增速 6.2%，仍低于疫前 9%水平。

图 11: 社零: 商品零售&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

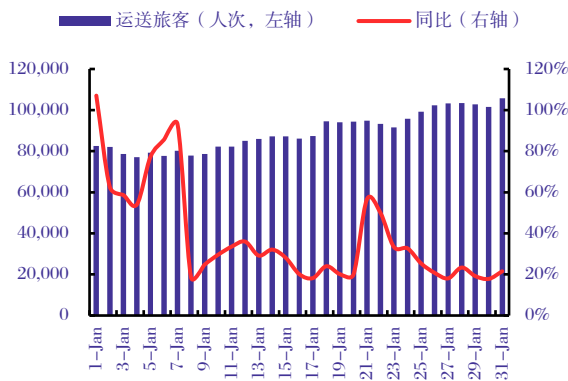
图 12: 社零: 商品零售&餐饮收入累计同比



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

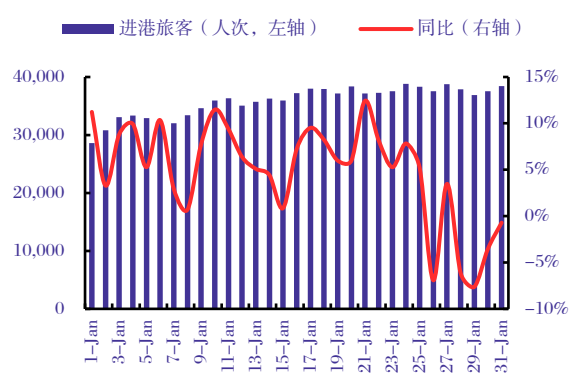
(二) 离岛免税: 海口仍有低基数效应, 三亚客流增长缓慢

图 13: 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 14: 三亚凤凰机场进港旅客量及同比增速



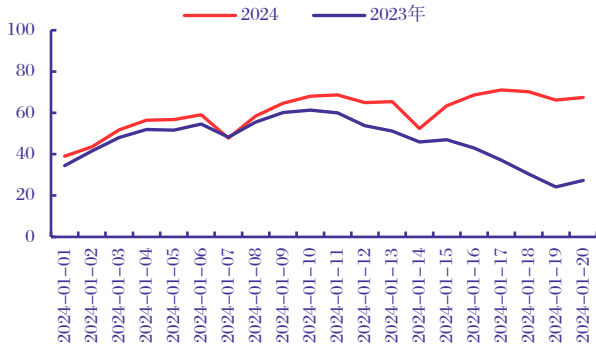
资料来源: 凤凰机场官方微博, 中国银河证券研究院

(三) 酒店: RevPAR 恢复率环比回升

据 STR 数据, 截止 1.20 日国内酒店 OCC 为 60.2%, 较 2023 年同期+27.6pct; ADR 为 432 元/间, 较 2023 年同期-0.8%; RevPAR 为 260.3 元/间, 较 2023 年同期+26.6%。

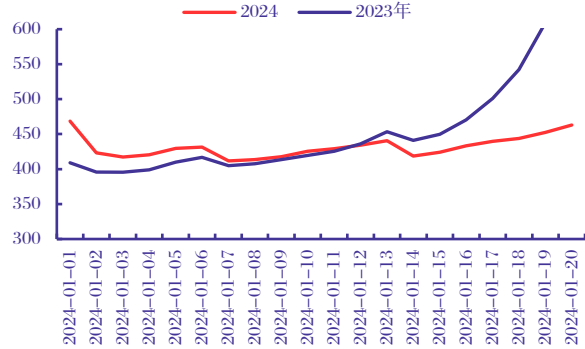
图 15: 中国大陆整体酒店 OCC (%)

图 16: 中国大陆整体酒店 ADR (元/间)



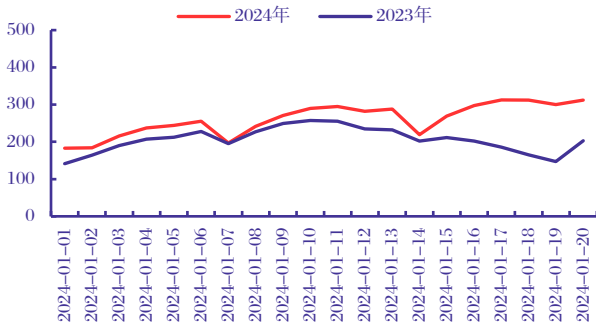
资料来源: STR, 中国银河证券研究院

图 17: 中国大陆整体酒店 RevPAR (元/间)



资料来源: STR, 中国银河证券研究院

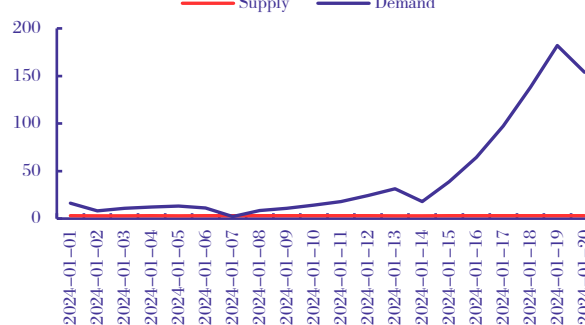
图 18: 中国大陆整体酒店供求同比 (%)



资料来源: STR, 中国银河证券研究院

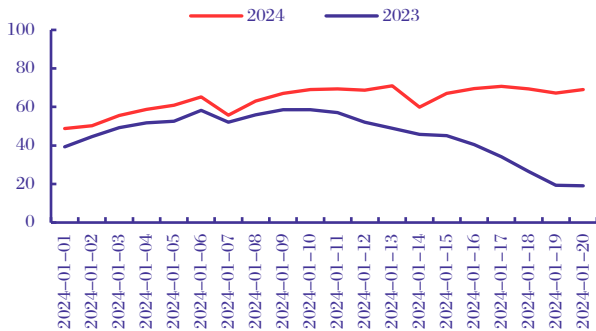
据 STR 数据, 截止 1.20 日国内经济型酒店 OCC 为 63.8%, 较 2023 年同期+36.1pct; ADR 为 198 元/间, 较 2023 年同期+11.8%; RevPAR 为 126.5 元/间, 较 2023 年同期+52.2%。

图 19: 中国大陆经济型酒店 OCC (%)



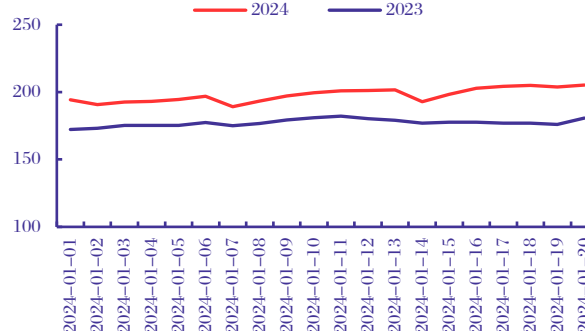
资料来源: STR, 中国银河证券研究院

图 20: 中国大陆经济型酒店 ADR (元/间)



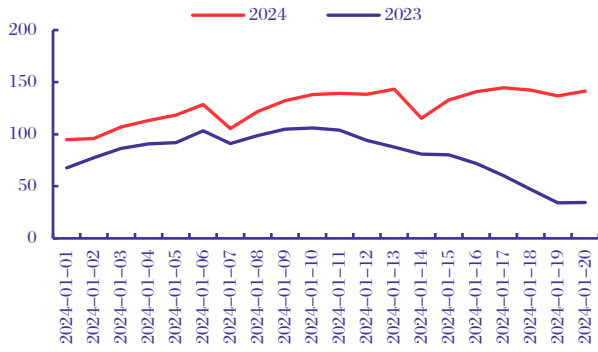
资料来源: STR, 中国银河证券研究院

图 21: 中国大陆经济型酒店 RevPAR (元/间)

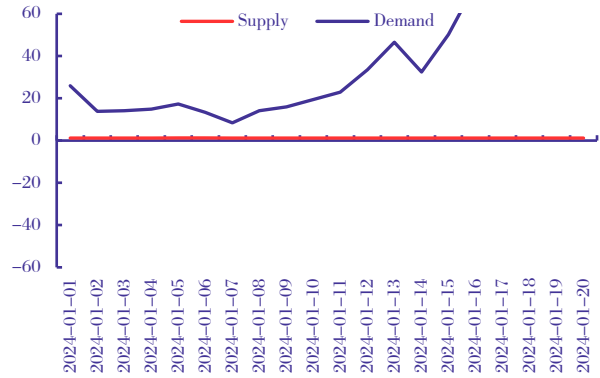


资料来源: STR, 中国银河证券研究院

图 22: 中国大陆经济型酒店供求同比 (%)



资料来源: STR, 中国银河证券研究院

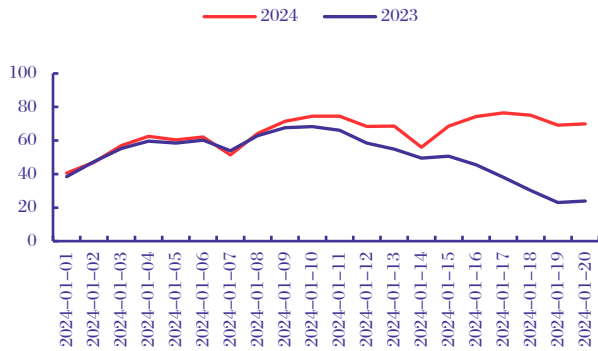


资料来源: STR, 中国银河证券研究院

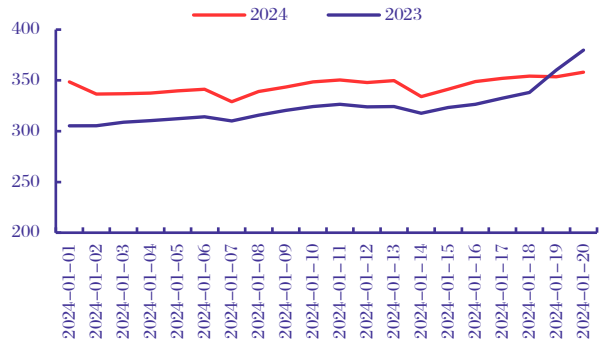
据 STR 数据, 截止 1.20 日国内中高端酒店 OCC 为 64.6%, 较 2023 年+24.6pct; ADR 为 345 元/间, 较 2023 年同期+8%; RevPAR 为 223 元/间, 较 2023 年同期+34.7%。

图 23: 中国大陆中高端酒店 OCC (%)

图 24: 中国大陆中高端酒店 ADR (元/间)



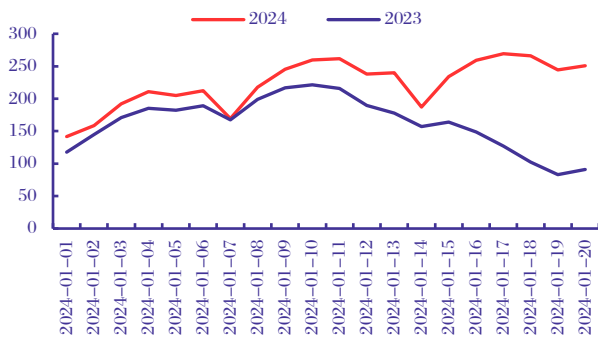
资料来源: STR, 中国银河证券研究院



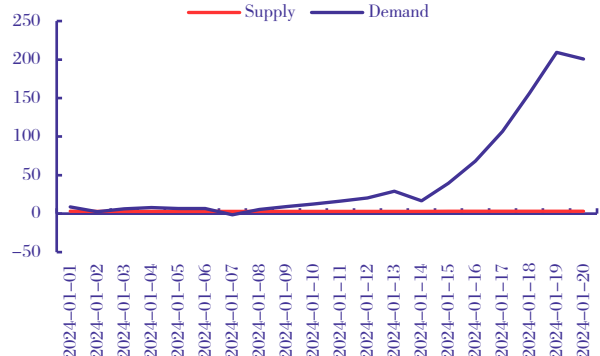
资料来源: STR, 中国银河证券研究院

图 25: 中国大陆中高端酒店 RevPAR (元/间)

图 26: 中国大陆中高端酒店供求同比 (%)



资料来源: STR, 中国银河证券研究院



资料来源: STR, 中国银河证券研究院

(四) 餐饮: 餐饮品牌拓店节奏稳健

12 月餐企品牌开店节奏有所分化, 具体来看:

火锅：截至 12 月底，海底捞门店总计 1367 家，1-12 月共新开门店 9 家；怂火锅门店总计 57 家，12 月新开 1 家门店，1-12 月共新开门店 31 家。

休闲餐饮：截至 12 月底，太二酸菜鱼门店总计 540 家，1-12 月共新开店 97 家。

酒馆&茶饮：截至 12 月底，海伦司门店总计 509 家，1-12 月共新开店 55 家；奈雪的茶门店总计 1544 家，12 月新开 60 家门店，1-12 月共新开店 484 家。

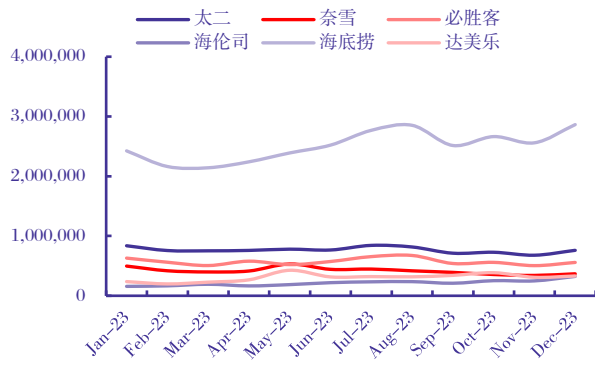
快餐：截至 12 月底，必胜客门店总计 3246 家，12 月新开 1 家门店，1-12 月共新开店 433 家；达美乐门店总计 745 家，12 月新开 1 家门店，1-12 月共新开店 162 家。

表 1：上市餐企开业情况

品牌	2023 年计划拓店 (家)	2023 年开店进展 (家)												截至 12 月共开店
		1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	
必胜客	-	52	34	12	34	29	41	40	47	69	49	25	1	433
达美乐	180	14	5	9	28	13	19	14	10	23	20	6	1	162
太二	120	10	5	0	10	5	14	9	8	15	8	13	0	97
怂火锅	25	2	0	0	6	5	3	0	2	5	1	6	1	31
海底捞	-	2	2	1	1	1	1	0	0	1	0	0	0	9
海伦司	200	0	1	3	1	5	6	5	5	17	9	3	0	55
奈雪的茶	600	15	16	15	28	29	35	52	67	61	40	66	60	484

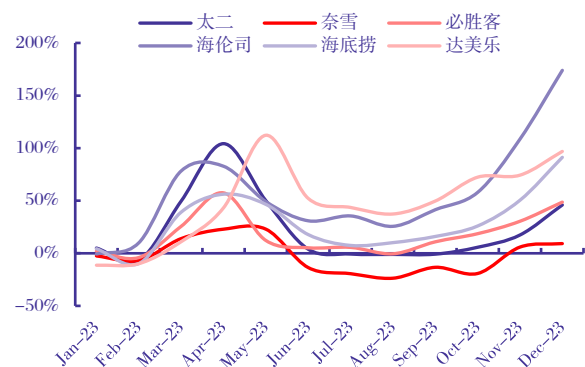
资料来源：窄门餐眼，公司公告，中国银河证券研究院

图 27：上市餐饮企业店效 (元)



资料来源：久谦，中国银河证券研究院

图 28：上市餐饮企业店效同比变动 (%)



资料来源：久谦，中国银河证券研究院

(五) 博彩：1 月赌收增速超预期，关注春节消费情况

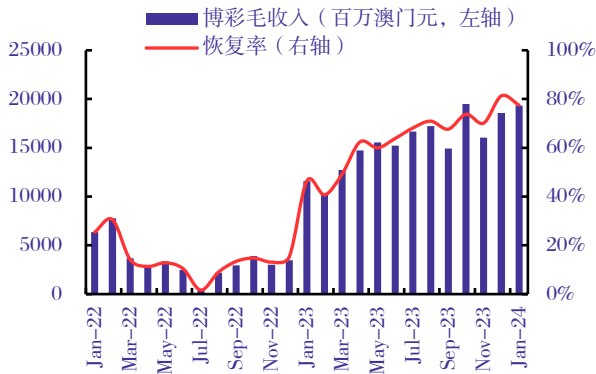
博彩毛收入：1 月澳门博彩毛收入 193 亿澳门元/同比+67%，市场预期+63%，恢复至 2019 年同期的 78%，恢复率环比 12 月-3pct；1 月日均博彩毛收入 8.1 亿澳门元，环比 12 月+6.1%。

澳门入境旅客：12 月澳门共录得入境旅客 296 万人次/同比+660%，恢复至 2019 年同期的 96%，恢复率环比 12 月+7pct；

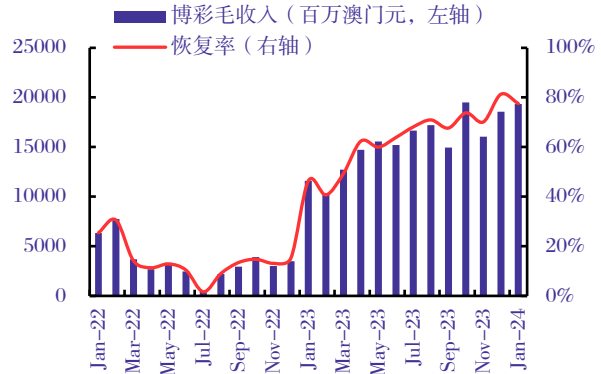
人均博彩消费：12 月人均博彩消费 6275 澳门元，恢复至 2019 年同期的 85%。

图 29：澳门博彩毛收入当月值及恢复率

图 30：澳门博彩人均博彩消费及恢复率



资料来源: DICJ, 中国银河证券研究院



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

【海南自贸港“攻坚”封关运作】1月16日,海口海关“支持海南自贸港外贸保稳提质”新闻发布会举行。据介绍,2023年,海口海关聚焦“放、管、建、立、试”5方面117项重点工作任务,挂图作战,倒排工期,积极推进海南自贸港封关运作各项准备工作。(资料来源:央广网)

【迪拜免税店 2023 年取得创纪录销售业绩】全球免税与旅游零售业著名零售商迪拜免税店传来销量创新高的好消息:2023年迪拜免税创下历史销售纪录,达到了21.6亿美元,较前一年增长24.39%,比2019年疫情前增长6.4%。12月份的月销售额创下了新记录,总销售额达到了2.21亿美元,较2022年增长8.37%。其40周年庆典活动在12月20日期间提供了七五折,进一步推动了12月份销售额的增长,折扣优惠活动使免税店24小时内销售额达到了1480万美元,引发了购物热潮。(资料来源:DFE)

(二) 酒店

【首旅酒店业绩预盈:2023年净利预盈7.7亿元—8.3亿元,同比扭亏】公司预计2023年度实现归属于上市公司股东的净利润为7.7亿元至8.3亿元,同比扭亏。2023年,伴随着宏观经济稳中向好,商旅出行需求逐步恢复。上半年,公司紧抓酒店市场快速复苏机遇,实现同比大幅扭亏为盈。第三季度,国内休闲旅游需求高涨,公司紧抓暑期销售旺季契机,多措并举提升酒店盈利能力。进入第四季度传统淡季,公司持续提质增效促进经营,酒店RevPAR实现稳步恢复。(资料来源:公司公告)

【希尔顿年度酒店签约创新高】据希尔顿集团视野消息,希尔顿集团2023年第四季度迎来史上最佳季度发展业绩:全球新开业132家酒店,新增客房数量近2.4万间,达历史新高,为2023年强劲收官。2023年全年,希尔顿集团全球新开业酒店达395家,新增近6.3万间客房,实现4.9%的客房数量净增长。2023年,希尔顿集团延续强劲的发展势头,签约近1000家新酒店,签约客房数量达1.3万间,较前年同期增长45%,并超越疫情前水平。截止目前,希尔顿集团全球签约酒店总数近3,300家,签约客房超46.2万间,达到集团历史最高数量。(资料来源:环球旅讯)

(三) 餐饮

【达美乐中国10家新店创下全球销售新纪录】达美乐中国消息,2023年12月,其入驻中国

8座新城市，所开设的10家新店，创下了达美乐全球首30日的销售新纪录，其中西安600万、长沙537万、厦门和合肥四家新店纷纷打破此前达美乐全球首月销售记录，现位列全球排行榜第一至四名。目前，达美乐中国占据了其全球门店首月销售额的前十七名，并在前二十名中占据十八个席位。（资料来源：餐饮O2O）

【中国咖啡店数量超过美国，成全球第一】近日，预制菜国标报送稿已经出炉，最快的话半年内便会有结果。其中最大的亮点是禁止添加防腐剂，同时必须冷链运输。分析人士普遍认为，此举将大幅提高行业准入门槛，有助于行业健康发展，同时也是对去年“预制菜进校园”舆情的积极反馈。有关负责人表示，未来国标的出台，能极大程度提高大众对于预制菜产业的了解，化解目前的不信任和恐慌心理。同时，国标只是开始，核心还是产品的品质能不能满足大家的需求。。（资料来源：餐饮O2O）

（四）旅游

【中国与新加坡、泰国等达成互免签证协议】泰国副首相兼外交部长班比和中国外长王毅星期天（1月28日）签署协议，允许两国人民从3月1日起互相免签证入境。中国较早前也与新加坡达成协议，从2月9日起落实互访免签的安排。中国去年12月也对马来西亚、法国、德国、意大利、荷兰、西班牙等六国试行为期一年的单方面免签政策，之后又把瑞士和爱尔兰加入免签名单。（资料来源：联合早报）

【40天90亿人次！今年春运将创历史新高】综合运输春运工作专班副组长、交通运输部副部长李扬在日前国新办召开的新闻发布会上介绍，今年春运全社会跨区域人员流动量将创历史新高。40天内大概有90亿人次出游、探亲、休闲等。（资料来源：中国日报网）

【春运首日全社会跨区域人员流动量近1.9亿人次】2024年综合运输春运工作专班数据显示，1月26日（春运第1天，农历腊月十六），全社会跨区域人员流动量18935.2万人次，环比增长9.5%，比2023年同期增长19.7%。具体来看，铁路客运量1106.3万人次，环比增长12.1%，比2023年同期增长78%；水路客运量58.3万人次，环比增长17.2%，比2023年同期增长48.6%；民航客运量206.6万人次，环比增长4.1%，比2023年同期增长111.8%。同时，公路人员流动量17564万人次，环比增长9.4%，比2023年同期增长16.6%。其中，高速公路及普通国道非营业性小客车人员出行量14768万人次，环比增长10.2%，比2023年同期增长9.4%；公路营业性客运量2796万人次，环比增长5.2%，比2023年同期增长78.4%。（资料来源：新华社）

（五）教育

【新东方第二季度净营收8.696亿美元，高于市场预期】新东方1月24日发布财报称，第二季度净营收8.696亿美元，市场预估8.119亿美元；调整后每ADS收益0.29美元。新东方预计第三季度净营收10.7亿美元至10.9亿美元。（资料来源：公司公告）

【好未来2024财年第三季度营收同比增长60.5%】好未来教育日前公布其截至2023年11月30日的2024财年第三季度未经审计财务报告，营收超预期，亏幅收窄53.6%。报告期内，好未来净营收从上年同期的2.33亿美元上升到本季的3.74亿美元，同比涨幅为60.5%，超过市场预期的3.3亿美元。第三财季，好未来经营亏损3218.5万美元，较上年同期经营亏损3288.2万美元下降2.1%；归属好未来的净亏损为2394.6万美元，上年同期亏损5157.9万美元，亏幅同比收窄53.6%。（资料来源：第一财经）

【学大教育：2023年净利同比预增1093.88%—1415.3%】学大教育预计2023年净利润为1.3亿元—1.65亿元，同比增长1093.88%—1415.3%。报告期内，随着经营环境逐步改善，公司个性化

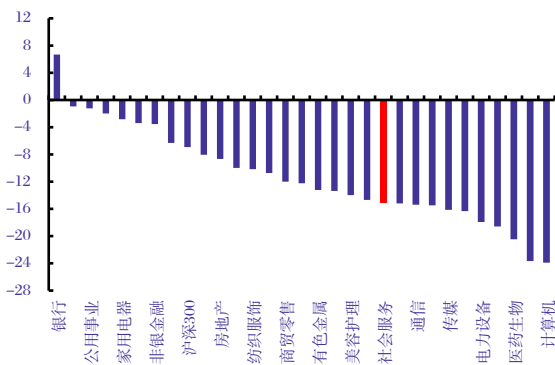
教育业务市场需求提升，推动公司经营业绩稳定增长；同时，公司深入推进职业教育、文化阅读、医教康融合等业务，夯实核心竞争力，提升公司持续盈利能力。（资料来源：公司公告）

四、市场动态

（一）板块行情

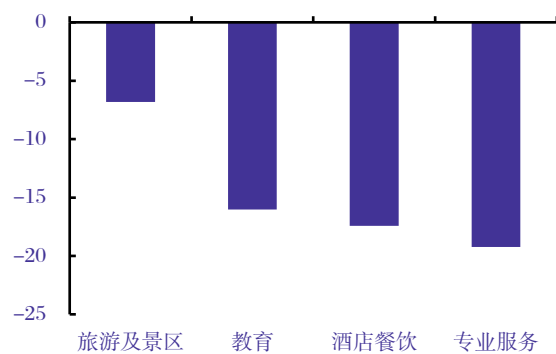
1月SW社服行业涨跌幅为-14.7%，落后沪深300指数9.7pct，在所有31个行业中涨跌幅排名第20位。其中，各细分板块涨跌幅分别为：旅游及景区（-6.8%），教育（-16.0%），酒店餐饮（-17.4%），专业服务（-19.2%）。

图 31：SW 一级行业指数本月涨跌幅(%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

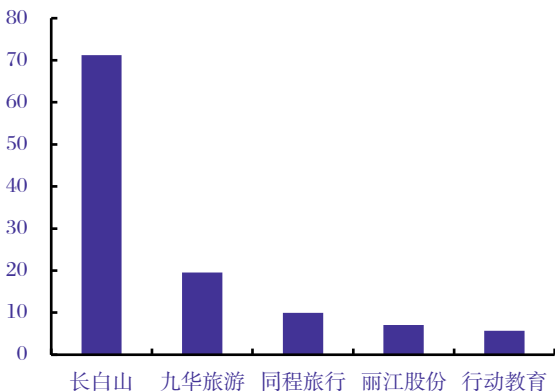
图 32：SW 社服细分行业本月涨跌幅情况 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

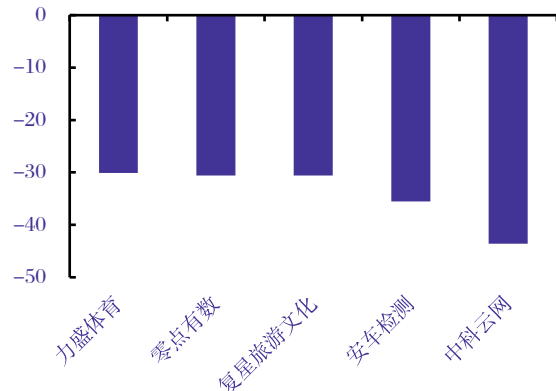
（二）个股行情

图 33：本月涨幅排名前 5 的个股(%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 34：本月跌幅排名前 5 的个股(%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

五、重点覆盖股票盈利预测与估值

表 2：重点公司盈利预测与估值（截至 1 月 31 日）

板块	公司	EPS (元)			PE (X)			评级
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

	中国中免	3.31	4.54	6.03	25.9	18.9	14.2	推荐
免税	王府井	0.9	1.12	1.38	17.4	14.0	11.4	未评级
	百联股份	0.39	0.46	0.54	24.3	20.6	17.6	未评级
	海南机场	0.1	0.15	0.18	37.8	25.2	21.0	推荐
教育	学大教育	1.15	1.77	2.52	39.9	25.9	18.2	推荐
餐饮	九毛九	0.41	0.63	0.82	12.3	8.0	6.2	推荐
	百胜中国	2.18	2.61	3.02	125.0	104.4	90.3	未评级
	达势股份	-0.54	-0.24	0.65	-103.7	-233.3	86.2	未评级
酒店	锦江酒店	1.34	2.03	2.51	22.4	14.8	11.9	推荐
	首旅酒店	0.73	1.06	1.16	21.0	14.4	13.2	推荐
	君亭酒店	0.4	0.9	1.19	58.1	25.8	19.5	推荐
会展	米奥会展	1.31	1.82	2.37	25.3	18.2	14.0	推荐
	兰生股份	0.53	0.56	0.64	17.9	16.9	14.8	推荐
旅游	携程集团-S	11.58	13.85	16.45	25.1	21.0	17.6	未评级
	同程旅行	0.67	0.82	1.02	24.0	19.6	15.7	未评级
	美高梅中国	0.52	0.97	1.2	19.2	10.3	8.3	未评级
	三特索道	0.63	0.77	0.86	25.5	20.9	18.7	推荐
	天目湖	0.99	1.17	1.39	19.7	16.6	14.0	推荐

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院 (未评级公司盈利预测采用 Wind 一致预期)

六、风险提示

宏观经济持续下行的风险；行业监管政策变化的风险；新业务拓展不及预期的风险。

图表目录

图 1: FY15–FY2Q24 新东方网点变化 (所)	4
图 2: FY2020–FY2Q24 新东方营收变化	4
图 3: 2Q24 新东方营收结构	4
图 4: 2Q24 非学科业务报名人次	4
图 5: 公司递延收入变化	5
图 6: 新东方历史 Non-gaap 净利率变化	5
图 7: 社零总额当月同比	6
图 8: 除汽车外社零总额当月同比	6
图 9: 网上&线下商品和服务零售额当月同比	6
图 10: 网上&线下商品和服务零售额累计同比	6
图 11: 社零: 商品零售&餐饮收入当月同比	7
图 12: 社零: 商品零售&餐饮收入累计同比	7
图 13: 海口美兰机场运送旅客量及同比增速	7
图 14: 三亚凤凰机场进港旅客量及同比增速	7
图 15: 中国大陆整体酒店 OCC (%)	7
图 16: 中国大陆整体酒店 ADR (元/间)	7
图 17: 中国大陆整体酒店 RevPAR (元/间)	8
图 18: 中国大陆整体酒店供求同比 (%)	8
图 19: 中国大陆经济型酒店 OCC (%)	8
图 20: 中国大陆经济型酒店 ADR (元/间)	8
图 21: 中国大陆经济型酒店 RevPAR (元/间)	8
图 22: 中国大陆经济型酒店供求同比 (%)	8
图 23: 中国大陆中高端酒店 OCC (%)	9
图 24: 中国大陆中高端酒店 ADR (元/间)	9
图 25: 中国大陆中高端酒店 RevPAR (元/间)	9
图 26: 中国大陆中高端酒店供求同比 (%)	9
图 27: 上市餐饮企业店效 (元)	10
图 28: 上市餐饮企业店效同比变动 (%)	10
图 29: 澳门博彩毛收入当月值及恢复率	10
图 30: 澳门博彩人均博彩消费及恢复率	10
图 31: SW 一级行业指数本月涨跌幅(%)	13
图 32: SW 社服细分行业本月涨跌幅情况 (%)	13
图 33: 本月涨幅排名前 5 的个股(%)	13
图 34: 本月跌幅排名前 5 的个股(%)	13

表格目录

表 1: 上市餐企开业情况	10
表 2: 重点公司盈利预测与估值 (截至 1 月 31 日)	13

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。

顾熹闽，社会服务业首席分析师，同济大学金融学硕士。长期从事社服及相关出行产业链研究，曾任职于海通证券、民生证券、国联证券，2022年7月加入中国银河证券。

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，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	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	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
 唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn