

服务消费增长动能未减，教育产业逻辑有望强化

社会服务

推荐 (维持)

核心观点：

- 板块表现：**2月SW社服行业涨跌幅为+6.4%，年初至今落后沪深300指数11.2pct。其中，各细分板块本月涨跌幅排序各为：教育（+9.8%），酒店餐饮（+7.1%），专业服务（+6.2%）、旅游及景区（+5.0%）。
- 重点公告&事件：**（1）春节假期文化和旅游市场安全繁荣有序 市场活力和消费潜力持续迸发；（2）教育部关于《校外培训管理条例（征求意见稿）》公开征求意见；（3）中国民办教育协会：勿误读《校外培训管理条例（征求意见稿）》。
- 重点事件点评：**春节黄金周旅游需求强劲，全年预期可更乐观。春节假期旅游市场增长强劲，人次、收入均创历史新高，表现人均旅游收入恢复率虽有回落，但结合各省份及细分消费市场表现，我们认为消费力企稳的信号已经显现，叠加上市景区人次、收入在高基数上实现进一步增长，我们认为将有助于市场修正对2024年旅游板块面临高基数压力的悲观预期。在此基础上，建议聚焦三条投资主线：（1）出境游板块仍有边际改善空间，建议关注OTA（携程集团-S、同程旅行）、博彩（美高梅中国）；（2）国内游看好产品与模式具备创新迭代能力的公司，推荐天目湖、三特索道；（3）顺周期板块建议关注布局机会，推荐中国中免、锦江酒店、首旅酒店。
- 板块跟踪：**

教育：监管政策取向积极，教育产业逻辑有望强化。2024年2月8日，教育部发布《校外培训管理条例（征求意见稿）》，推动校外培训监管形成法治化、制度化的规范管理过程。此外，教育部同时发布征求意见稿起草说明，对“双减”以来执行层面的实践操作给予了肯定，并再次明确了对校外培训的定位，即“学校教育的有益补充”。我们认为，此次教育监管部门的监管态度积极：1) 条例主要是将“双减”以来各地行之有效的政策法治化，推动监管过程有法可依，未见新增监管条例；2) 意见稿起草说明措辞积极，主要反映教育监管部门响应中央将非经济性政策纳入宏观政策取向一致性评估的要求，阐释意见稿促进行业规范化发展的初衷，避免市场错误解读。重申此前观点，当前中国教培行业的监管政策框架已较为完备，行业规范化发展的界限与框架已经明晰，政策稳定性的能见度已较高，有望打消市场对教育板块政策风险的担忧，提升板块估值。考虑此次条例不再将高中纳入监管范围，且对学科、非学科培训实现分类，我们认为聚焦K9新素养+高中阶段培训的教培公司将充分受益于当前需求强劲、供给优化的产业趋势。推荐学大教育、科德教育，建议关注新东方-S、好未来、思考乐教育、卓越教育集团、天立国际控股。

免税：春节离岛免税销售整体好于预期，客单价环比改善显现乐观迹象。据海口海关统计，春节假期离岛免税购物金额24.89亿元/yoy+59.6%，购物人数29.77万人次/yoy+89.6%，整体表现好于市场预期，且人均消费环比恢复至8358元，反映代购出清等不利因素逐步消除。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。

分析师

顾熹闽

☎：18916370173

✉：guximin_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522070001

相对沪深300表现图

2024-02-29



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

【银河社服】春节假期旅游消费强劲，市场预期有望修正

旅游：节后民航、高铁运输维持高景气，携程财报反馈 1H24 旅游需求依然高涨。节后（初九至元宵）春运铁路、民航客运人次同比+32%、+41%，较 19 年同期+22%、+14%，景气度继续保持高位运行，反映出行需求仍十分强劲，叠加携程财报电话会反馈 1H24 旅游订单增速加快，我们认为市场对旅游板块的保守预期有望得到修正，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：休闲需求强劲，继续等待商务需求企稳。考虑春运出行及旅游需求旺盛，我们预计休闲市场对酒店 Q1 业绩仍有支撑，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：优质餐饮品牌仍有韧性，功能性餐饮表现更优。2023 年火锅、休闲餐饮代表性品牌海底捞、九毛九分别实现净利不低于 44 亿元/同比+168%、4.5 亿元/同比+813%，业绩基本符合或略超市场预期，反映优质餐饮品牌门店模型仍具较强韧性。此外，快餐龙头百胜中国 2023 年业绩超市场预期，反映平价、理性消费趋势下，功能性餐饮赛道景气度表现更优，建议关注百胜中国、达势股份。

- **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

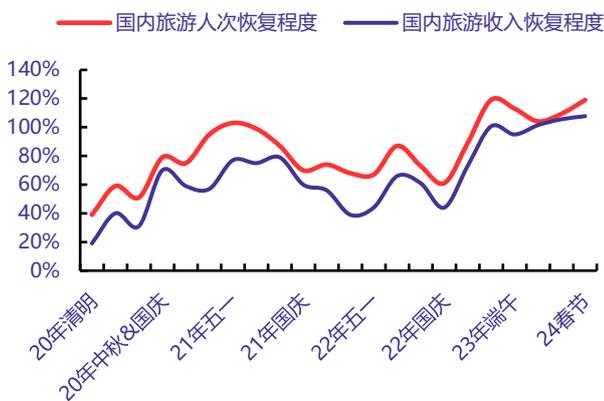
一、重点事项点评：春节黄金周旅游需求强劲，全年预期可更乐观	4
二、行业数据	8
(一) 社零：12月社零增速环比回升，餐饮消费持续改善	8
(二) 离岛免税：春节假期海南主要机场客流增长强劲	10
(三) 酒店：节后需求回落，但与节前需求水平基本相当	10
(四) 博彩：1月赌收增速超预期，关注春节消费情况	12
三、行业要闻	13
(一) 免税/旅游零售	13
(二) 酒店	13
(三) 餐饮	14
(四) 旅游	14
(五) 教育	14
四、市场动态	15
(一) 板块行情	15
(二) 个股行情	16
五、重点覆盖股票盈利预测与估值	16
六、风险提示	17

一、重点事项点评：春节黄金周旅游需求强劲，全年预期可更乐观

（一）总量：人次收入创历史新高，人均旅游消费企稳修复

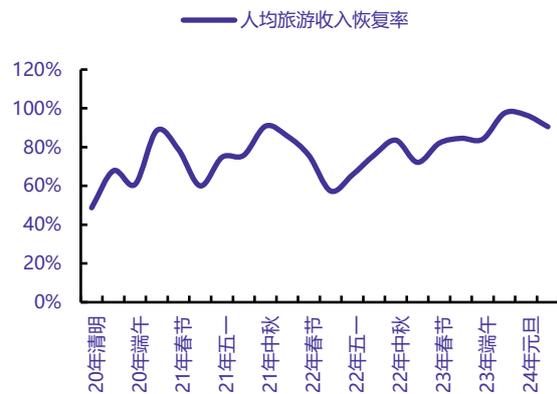
春节假期国内旅游人次、收入按可比口径恢复至 2019 年同期的 119%/108%，创历史新高。据文旅部，春节黄金周国内出游人数为 4.74 亿人次，按可比口径同比增长 34%/恢复至 2019 年的 119%；实现国内旅游收入 6327 亿元，按可比口径同比增长 47%/恢复至 2019 年的 108%。人均旅游消费 1335 元，可比口径恢复至 2019 年同期 91%，恢复程度环比 2H23 黄金周有所回落，但考虑旅游统计口径及数据可得性，我们认为综合对比地方政府披露数据，整体消费水平可能好于表观数据呈现的结果。

图 1：2020 年以来节假日旅游人次恢复情况（同比 2019 年）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 2：人均旅游消费支出恢复率变化（同比 2019 年）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表 1：春节黄金周重点省份旅游接待情况（同比 19 年恢复情况）

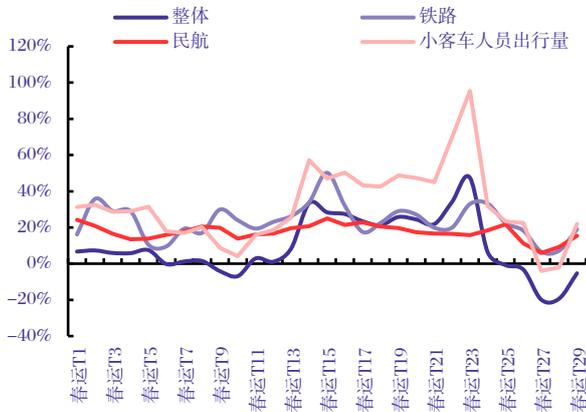
省份	人次恢复率	收入恢复率	人均消费恢复率
广东	20.20%	40.20%	199.0%
江苏	47.80%	36.80%	77.0%
浙江	25.20%	29.90%	118.7%
辽宁	64.60%	149.40%	231.3%
福建	34.80%	82.70%	237.6%
安徽	52.30%	55.70%	106.5%
河南	56.30%	65.10%	115.6%
北京	25.70%	27.40%	106.6%
黑龙江	62.00%	61.70%	99.5%
吉林	22.00%	22.88%	104.0%
海南	62.70%	76.70%	122.3%
四川	3.86%	18.88%	489.1%

资料来源：各地方政府，中国银河证券研究院整理

春运数据创历史新高。据交通部数据，龙年春运前 30 日全社会跨区域人员流动量 66 亿人次，同比 2023 年+11.3%，较 2019 年同比+10.0%。其中：1) 铁路 3.69 亿人次，同比 2023 年+48.2%，较 2019 年同比+23.6%；2) 公路 61.7 亿人次（口径较此前有调整），同比 2023 年+9.2%，较 2019 年同比+9.8%；3) 水运 2368 万人次，同比 2023 年+35.5%，较 2019 年同比-49.5%；4) 民航 6386 万人次，同比 2023 年+57.9%，较 2019 年同比+17.2%。对比节前交通部预测，龙年春运预计 80 亿人

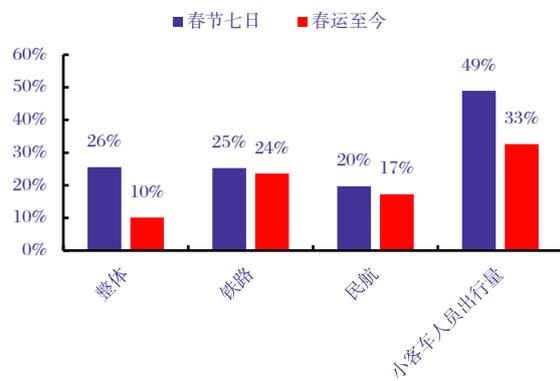
次，铁路、民航同比 2019 年各增 18%、12%，当前春运数据已全面超出官方预测。**春节假期出行数据高于春运期间整体表现反映居民旅游消费需求更加强劲。**出游需求主导，整体人员流动同比 19 年+24%，铁路、民航各+26%、20%，显著高于其他春运时间段增速。

图 3：春运客流增速（截止元宵，同比 2019 年）



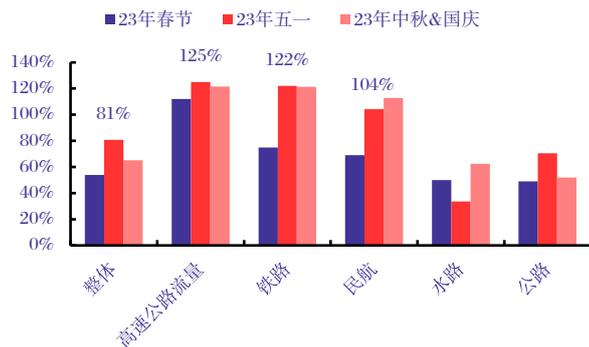
资料来源：交通运输部，中国银河证券研究院

图 4：春运至今与春节假期运输人次增速对比



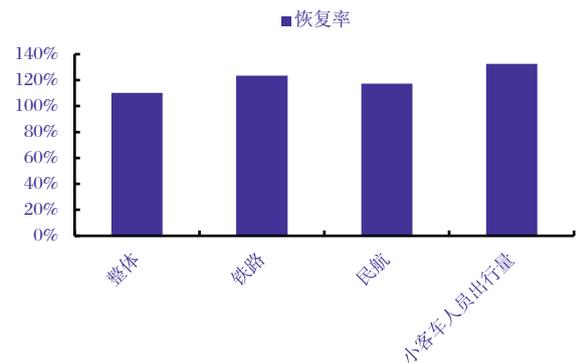
资料来源：交通运输部，中国银河证券研究院

图 5：23 年各黄金周假期交通客流恢复情况（同比 2019 年）



资料来源：交通运输部，中国银河证券研究院

图 6：24 年春节假期交通客流恢复情况（同比 2019 年）

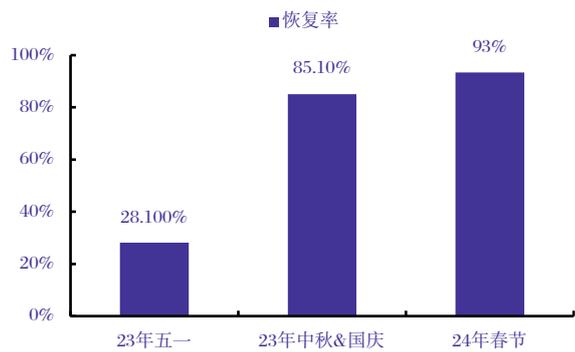


资料来源：交通运输部，中国银河证券研究院

（二）细分市场表现

出境游：预计整体恢复至疫情前，环比持平。1) 出境游：官方预计出入境 180 万人次/日，恢复至 2019 年同期水平；实际数据为 169 万人次/日，恢复至 19 年 94%；2) 目的地结构：新加坡、泰国、马来西亚等“新马泰”免签国家旅游订单增长较高，合计较 2019 年增长超 3 成；其他近途出境目的地中，中国香港、中国澳门、日本、韩国等均较 2019 年实现增长。

图 7：黄金周假期出境游恢复变化（同比 2019 年）



资料来源：出入境管理局，中国银河证券研究院

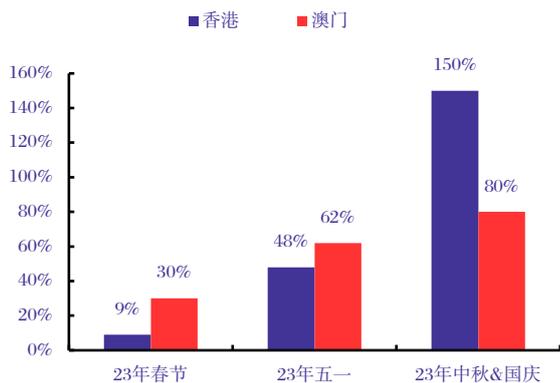
图 8：携程《2024 龙年春节旅行报告》



资料来源：携程，中国银河证券研究院

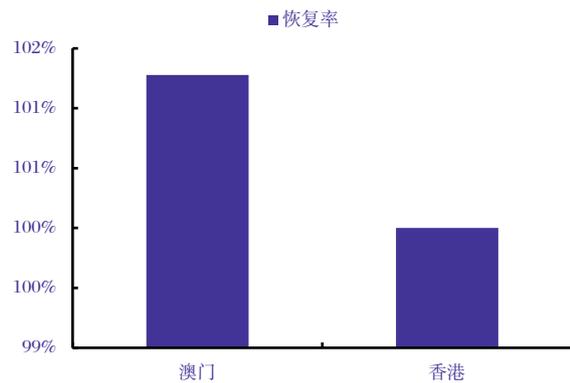
港澳游：澳门恢复持续领先香港。 1) 澳门：特区政府预期旅客量日均 10 万人次，实际日均 16 万人次。其中，大陆旅客量较 19 年增长 6%，环比中秋&国庆假期+26pct。金沙中国预计 2 月澳门博彩收入达 200 亿，高于市场预期，为疫后首次恢复至 200 亿水平。2) 香港：前五日内地旅客出入境人次恢复至 2019 年 86%，环比国庆下降主要受基数效应影响（19 年十一香港政治运动）。

图 9：23 年黄金周内地访问港、澳旅客恢复率变化



资料来源：DSEC，香港入境处，中国银河证券研究院

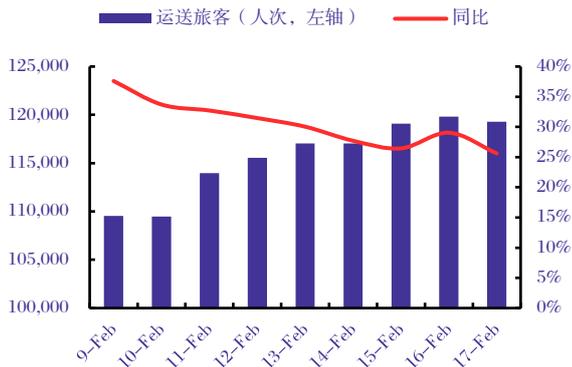
图 10：24 年春节内地旅客访港、澳恢复率变化



资料来源：DSEC，香港入境处，中国银河证券研究院

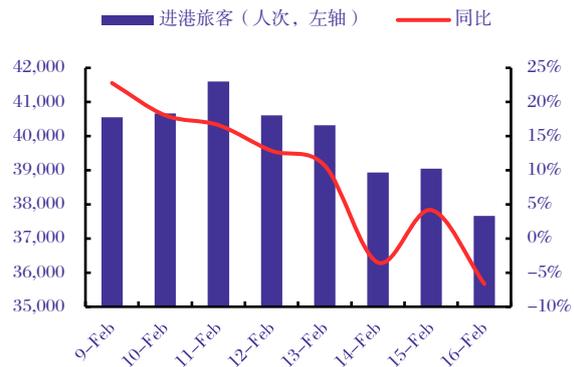
海南旅游市场强劲，出境游恢复未对其产生显著影响。 1) 三亚+海口合计：春运前 21 日（1.26-2.15）日均国内旅客量 18.6 万，同比 23 年+32%，较 19 年+22%；春节假期，三亚、海口机场旅客量同比 23 年+28%，其中：海口美兰机场农历同口径旅客量同比+34%；三亚凤凰机场：农历同口径旅客量同比+14%。

图 11: 春节假期海口美兰机场客运量变化



资料来源: 海口美兰机场, 中国银河证券研究院

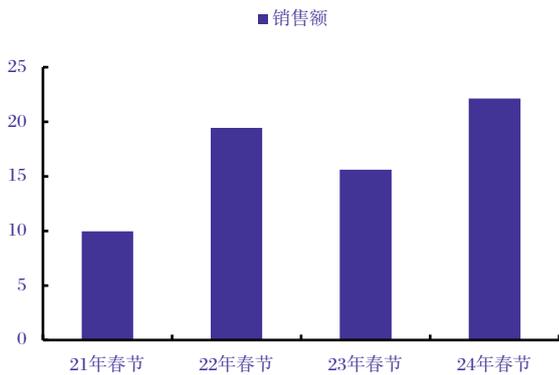
图 12: 春节假期三亚凤凰机场客运量变化



资料来源: 三亚凤凰机场, 中国银河证券研究院

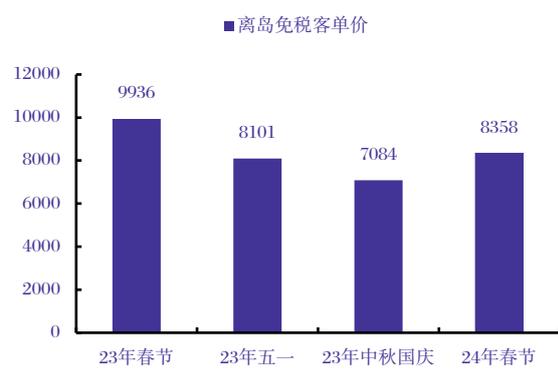
免税: 客流增长驱动销售回暖, 客单环比止跌回升。 1) 销售额: 春节假期 7 天海南离岛免税购物金额 22.14 亿元/同比+42%; 剔除除夕影响, 预计日均免税销售同比略有增长; 2) 量: 免税购物人数 26.89 万人次/同比+71%, 人次增幅超过机场客流增幅, 预计主要受益面积扩容 (海棠湾香化 C 栋、三亚机场店扩容、新海港爬坡); 3) 价: 人均消费 8358 元/同比-16%, 但绝对值环比 23 年五一、中秋国庆假期回升, 预计主要与代购影响消除+免税商品供应优化等因素有关;

图 13: 21-24 年春节黄金周离岛免税销售额 (单位: 亿)



资料来源: 海口海关, 中国银河证券研究院

图 14: 离岛免税客单价止跌回升 (单位: 元)



资料来源: 海口海关, 中国银河证券研究院

国内游: 传统山岳景区继续保持增长, 酒店住宿需求强劲。 春节假期传统山岳景区继续保持强劲增长, 部分景区在去年 Q1 高基数基础继续保持较快增长, 反映出行需求较市场此前保守预期更加强劲。受益于居民假期出行刚需, 国内酒店市场增长强劲, 锦江酒店 (中国区) 发布 2024 年春节假期数据, 旗下全国门店综合 RevPAR (平均客房收益) 及 OCC (入住率) 同比 2023 年分别提升了 45%、33%, 首次同时超过 2019 年春节假期。君亭酒店直营店 RvePar 较 2019 年增长 21.3%, 同比 23 年+45%, 平均房价和出租率均大幅提升。

表 2: 2024 年春节黄金周国内景点接待情况

景区	客流 (万) /增速	恢复至 19 年 (%)	收入 (亿元) /增速	恢复至 19 年 (%)
峨眉山	40.03/+26%	197%	3085/+54%	116%
黄山	20.8/+27%	165%		
宏村	18.2/+32%	191%	1215/+19%	196%
九华山	33/+47%	124%		
长白山	7.6/+138%			

资料来源: 各地政府官网、景区管委会, 中国银河证券研究院

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 15: 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

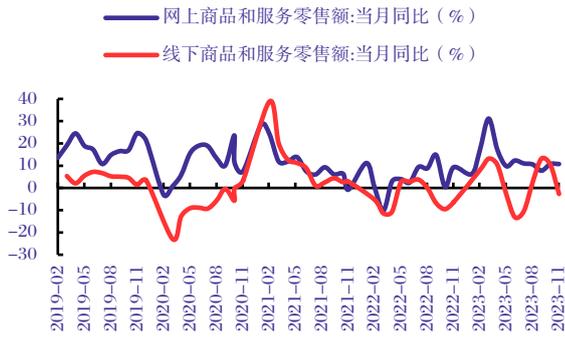
图 16: 除汽车外社零总额当月同比



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

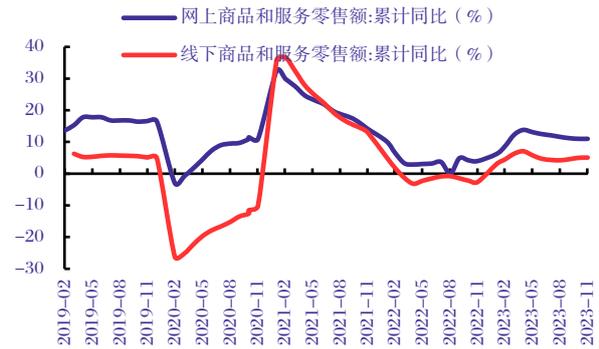
分渠道看, 线下实物消费增速回落, 线上持平。2023 年 12 月, 全国网上、线下零售额分别同比增长 10.7%、下降 2.7%, 增速环比持平、-13.2pct。2023 年 1-12 月, 全国网上零售额 15.4 万亿元, 同比增 11%, 其中实物商品网上零售额中, 吃类、穿类、用类商品分别增长 11.2%、10.8%、7.1%。

图 17：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

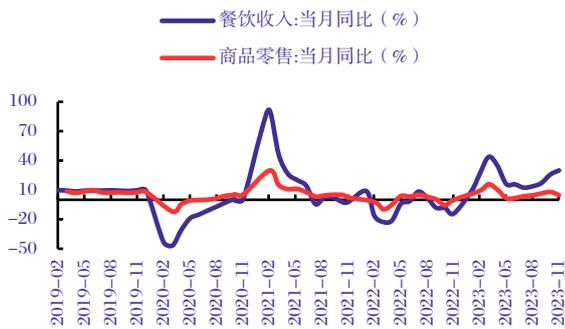
图 18：网上&线下商品和服务零售额累计同比



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

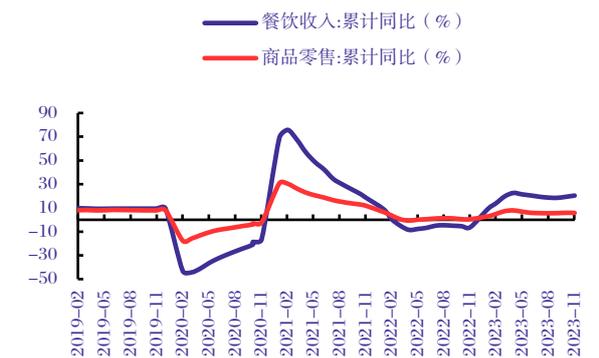
分类型来看，**餐饮增速提升、商品消费增速回落**。2023 年 12 月，餐饮收入、商品零售额分别同比增长 30%、5%，增速分别环比+4.2pct、-3.2pct。2023 年 1-12 月餐饮收入累计同比增长 20.4%，剔除低基数影响，两年复合增速 6.2%，仍低于疫前 9%水平。

图 19：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

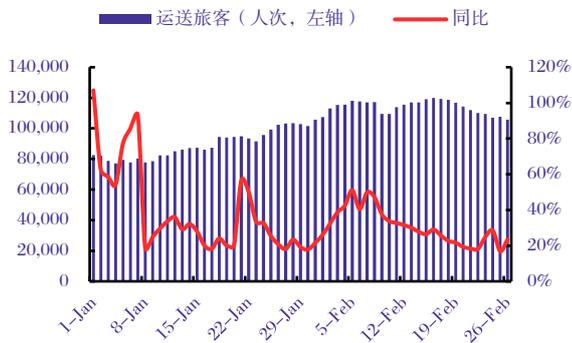
图 20：社零：商品零售&餐饮收入累计同比



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

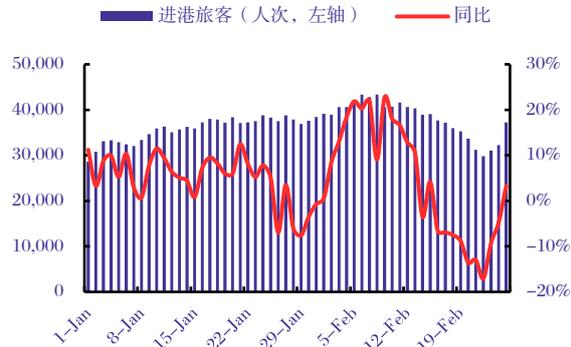
(二) 离岛免税：春节假期海南主要机场客流增长强劲

图 21：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 22：三亚凤凰机场进港旅客量及同比增速

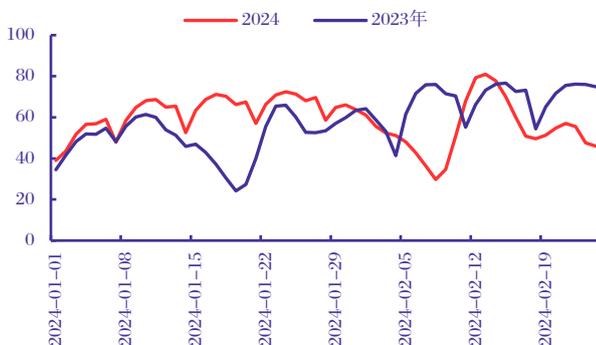


资料来源：凤凰机场官方微博，中国银河证券研究院

(三) 酒店：节后需求回落，但与节前需求水平基本相当

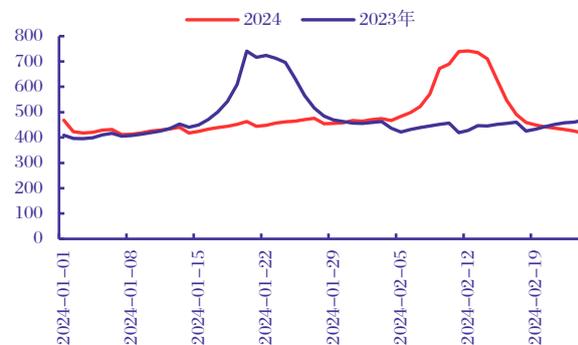
据 STR 数据，截止 2.24 日当周，国内酒店 OCC 为 51.7%，同比-26.8pct；ADR 为 437.8 元/间，同比-2.8%；RevPAR 为 226.2 元/间，同比-28.8%。整体看，节后国内酒店整体入住率、客单价较春节期间明显回落，且弱于 2023 年。

图 23：中国大陆整体酒店 OCC（%）



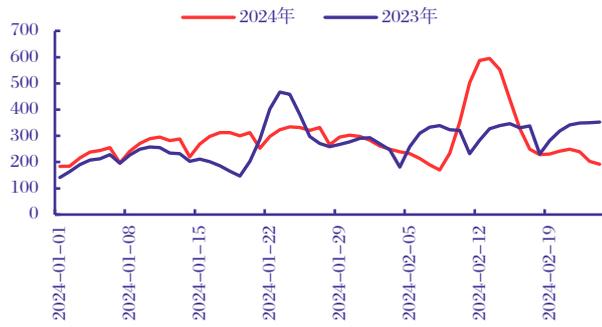
资料来源：STR，中国银河证券研究院

图 24：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

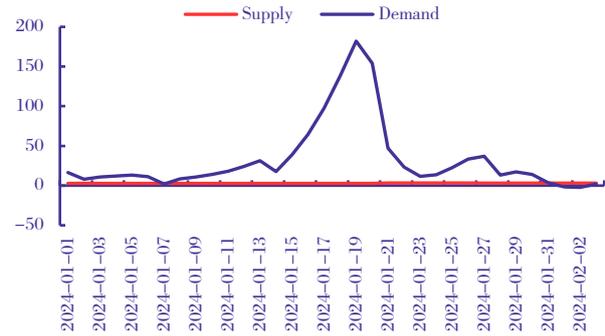
图 25: 中国大陆整体酒店 RevPAR (元/间)



资料来源: STR, 中国银河证券研究院

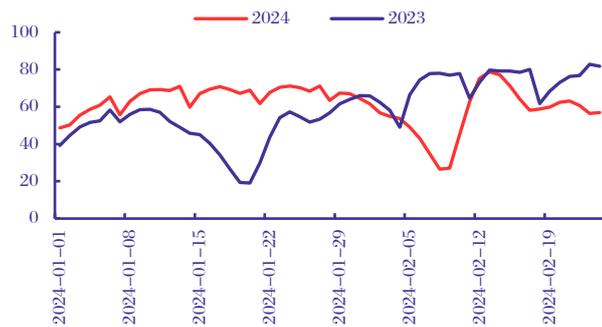
据 STR 数据, 截止 2.24 日当周, 国内经济型酒店 OCC 为 59.8%, 同比-19.7pct; ADR 为 198.8 元/间, 同比-9.4%; RevPAR 为 118.8 元/间, 同比-27.3%。

图 26: 中国大陆整体酒店供求同比 (%)



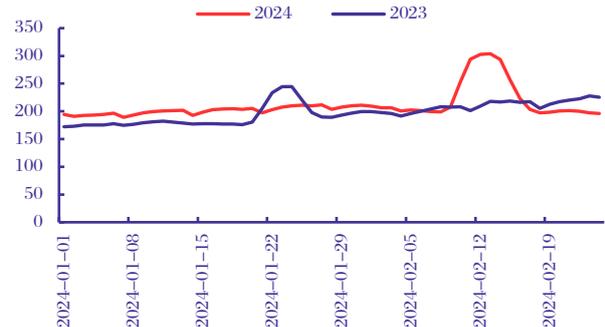
资料来源: STR, 中国银河证券研究院

图 27: 中国大陆经济型酒店 OCC (%)



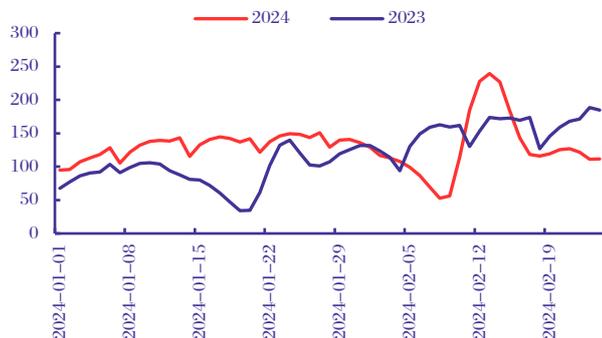
资料来源: STR, 中国银河证券研究院

图 28: 中国大陆经济型酒店 ADR (元/间)



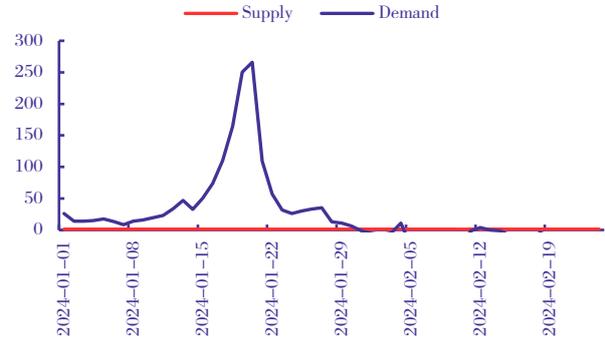
资料来源: STR, 中国银河证券研究院

图 29: 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

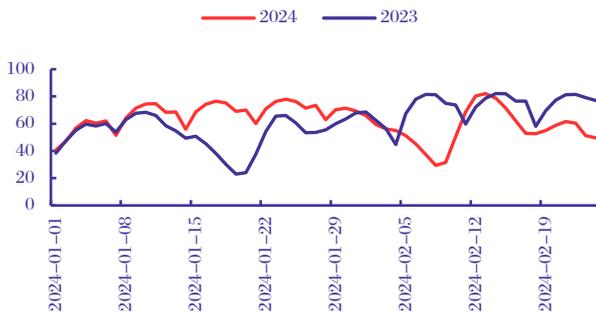
图 30: 中国大陆经济型酒店供求同比 (%)



资料来源: STR, 中国银河证券研究院

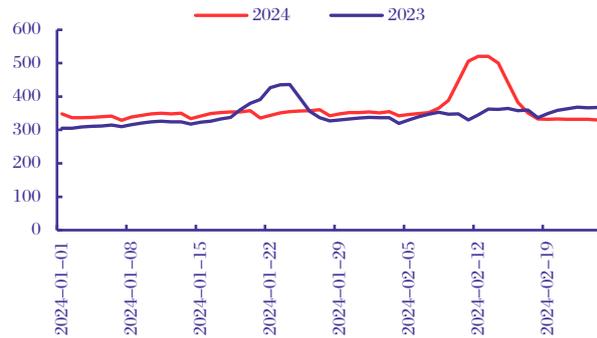
据 STR 数据, 截止 2.24 日当周, 国内酒店 OCC 为 55.6%, 同比-25.7pct; ADR 为 332.0 元/间, 同比-7.7%; RevPAR 为 184.6 元/间, 同比-31.4%。

图 31：中国大陆中高端酒店 OCC（%）



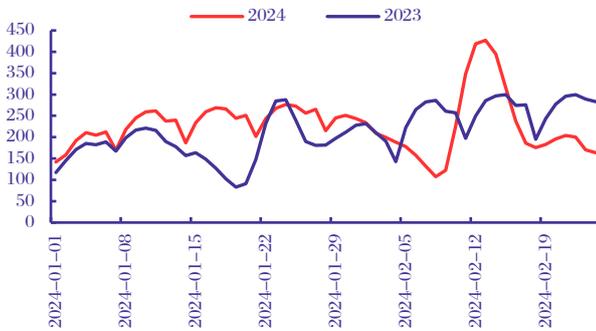
资料来源：STR，中国银河证券研究院

图 32：中国大陆中高端酒店 ADR（元/间）



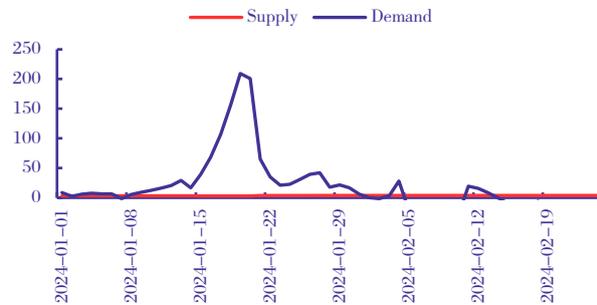
资料来源：STR，中国银河证券研究院

图 33：中国大陆中高端酒店 RevPAR（元/间）



资料来源：STR，中国银河证券研究院

图 34：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

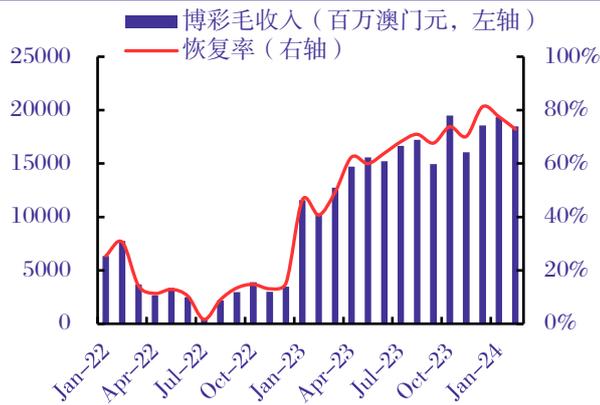
（四）博彩：2月赌收弱于预期

博彩毛收入：2月澳门博彩毛收入 185 亿澳门元/同比+79%，恢复至 2019 年同期的 73%，恢复率环比 1 月-4.6pct；2月日均博彩毛收入 6.3 亿澳门元，环比 1 月+2.2%。剔除春节错位因素影响，1-2 月澳门博彩毛收入同比+73%，恢复至 2019 年同期的 75%，环比 12 月-6pct。

澳门入境旅客：1月澳门共录得入境旅客 286 万人次/同比+105%，恢复至 2019 年同期的 84%，恢复率环比 12 月-12pct，主要受春节错位因素影响；

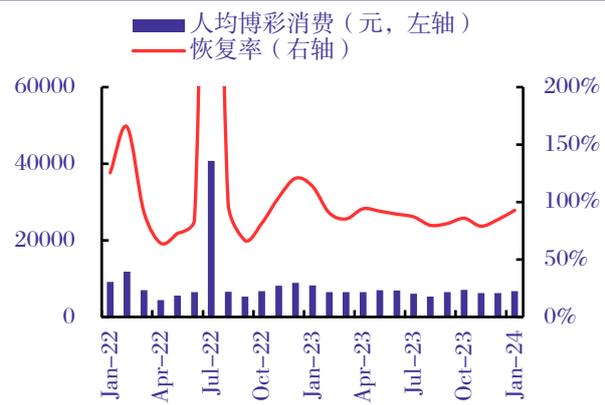
人均博彩消费：1月人均博彩消费 6757 澳门元，恢复至 2019 年同期的 93%。

图 35：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 36：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

【海南离岛免税春节前 15 天销售 22.6 亿元】据海口海关统计，春运首日到年三十（1月26日—2月9日）这15天，海南离岛免税购物金额22.6亿元，比去年同期增长了4.9倍，购物人数33万人次，增长3.7倍，购物件数增长4.3倍。2月10日—17日（春节假期期间）海口海关共监管离岛免税销售金额24.89亿元，购物人数29.77万人次，人均消费8358元（资料来源：DFE）

【海口 GDF 免税城春节黄金周客流量同比增长 110%，喜迎春节假期“开门红”】今年春节假期，海南旅游人气持续火爆，各大旅游景点接待游客人数屡创新高。2月10日至2月17日春节长假期间，GDF免税城客流量同比去年春节假期增长约110%，销售业绩也取得了显著提升，迎来了春节假期“开门红”。（资料来源：DFE）

【国免（CNSC）春节销售火爆——黄金销售同比增长达到 697%】除夕至初八（2月9日—2月17日）期间，国免（CNSC）全渠道销售同比增长168%。其中，离岛免税增长162.3%，销售创历史新高，展现较强潜力空间。此外，由国免经营的国人市内免税渠道也表现出强劲增长。得益于春节期间进出境人员的增多，以及市内免税的独特购物体验 and 各类新春活动，市内免税客流增长实现176%，领跑全渠道客流增长数据。在销售方面，上海市内免税店、北京市内免税店销售同比增长分别达到322%和225%。（资料来源：DFE）

（二）酒店

【尚美数智酒店集团：春节假期 RevPAR 同比增长 33.33%】春节假期，尚美数智酒店集团旗下酒店满房次数达5454店次，较2019年增长136.31%，创历史新高；平均每间可售房收入（RevPAR）同比2023年增长33.33%，平均入住率（OCC）同比2023年增长20.23%，平均房价（ADR）和平均入住率较2019年春节假期增长均超过15个百分点。此外，旗下心里美酒店会员直订平台的酒店销售额同比增长73%，充分体现春节小城酒店住宿需求高涨。（资料来源：公司公告）

【锦江酒店：春节期间公司旗下境内酒店的整体收益率超出预期】锦江酒店在投资者互动平台表示，春节期间（2024年2月10日至2月17日）公司旗下境内酒店的整体收益率超出预期，预订率和单房平均收益创历年春节新高，且入住率和均价都超过2019年同期水平。下沉市场的增幅更为明显。锦江酒店目前在营门店超过10,000家，在门店分布方面，一、二线城市占比约为54%，

三线城市约占 21%，三线以下城市约占 25%；未来公司将继续扩大下沉市场的市场。（资料来源：公司公告）

（三）餐饮

【老娘舅挂牌新三板】 2月22日，老娘舅餐饮股份有限公司（下称：老娘舅）正式挂牌全国中小企业股转系统（俗称“新三板”），这是近年来餐饮行业首家挂牌新三板企业。2021年-2022年、2023年上半年（以下简称：报告期内），老娘舅营收分别为 15.25 亿、14.24 亿、8.00 亿；净利润分别为 6086 万、3625 万、4388 万。（资料来源：餐饮 O2O）

【海底捞：2023 年营收超 414 亿元净利超 44 亿元】2月20日，海底捞国际控股有限公司（以下简称“海底捞”，股票代码：6862.HK）发布正面盈利预告。公告显示，截至 2023 年 12 月 31 日，海底捞年度持续经营业务收入预计将不低于人民币 414.0 亿元，增加比例不低于 33.3%。相较于 2022 年度 16.4 亿元净利润（剔除特海国际业务），海底捞 2023 年净利润将不低于人民币 44.0 亿元。该增加主要由于海底捞餐厅的翻台率提升及营运效率改善所致。（资料来源：餐饮 O2O）

（四）旅游

【春节假期文化和旅游市场安全繁荣有序 市场活力和消费潜力持续迸发】春节假期全国营业性演出场次 1.63 万场，同比增长 52.10%；票房收入 7.78 亿元，同比增长 80.09%；观演人数 657.65 万人次，同比增长 77.71%。受政策、供给、宣传等多种利好因素影响，城乡居民出游意愿高涨，出游人次和出游总花费等多项指标创历史新高。经文化和旅游部数据中心测算，春节假期 8 天全国国内旅游出游 4.74 亿人次，同比增长 34.3%，按可比口径较 2019 年同期增长 19.0%；国内游客出游总花费 6326.87 亿元，同比增长 47.3%，按可比口径较 2019 年同期增长 7.7%；入出境旅游约 683 万人次，其中出境游约 360 万人次，入境游约 323 万人次。（资料来源：文旅之声）

【港澳自由行城市新增青岛西安】据国家移民管理局公众号消息，近日，国务院批准增加陕西省西安市、山东省青岛市为内地赴港澳“个人游”城市。中华人民共和国出入境管理局决定自 2024 年 3 月 6 日起，在西安市、青岛市为符合条件人员签发往来港澳“个人旅游签注”。（资料来源：环球旅讯）

（五）教育

【教育部关于《校外培训管理条例（征求意见稿）》公开征求意见】教育部 2 月 8 日就《校外培训管理条例（征求意见稿）》面向社会公开征求意见。征求意见稿提出，校外培训应当安排在培训所在地中小学教学时间之外的时间，不得占用国家法定节假日、休息日及寒暑假组织义务教育阶段学科类培训。根据征求意见稿，校外培训机构不得组织或参与组织面向中小學生及 3 至 6 岁学龄前儿童的等级考试、竞赛，不得公布培训对象的学业成绩和排名。幼儿园、中小学校不得将参加校外培训或者培训结果作为招生的依据。征求意见稿提出，学科类校外培训机构的教学和教研人员，应当取得教师资格。非学科类培训机构的教学和教研人员，应当取得相应的专业资质。幼儿园、中小学在职教师、教研人员不得从事校外培训活动。（资料来源：教育部）

【中国民办教育协会：请勿误读《校外培训管理条例（征求意见稿）》】教育部官网发布《校外培训管理条例（征求意见稿）》（以下简称《条例》）后，受到社会广泛关注，为避免对《条例》内容误读，我会与教育部相关司局进行了专题沟通，要点如下：《条例》旨在推动依法管理校外培训，既非“收紧”也非“放开”。对于学科类机构仍执行中央“双减”精神，不审批新的机构，督促现有机构依法经营，防止泛滥并制造教育焦虑。对于非学科类机构，各地可依规审批新的机构，

加强日常监管，确保培训质量，推动合理定价，使之成为学校教育的有益补充。《条例》尚在征求意见时间内，欢迎社会各界提出宝贵意见和建议，教育部将认真研究，应纳尽纳。（资料来源：中国民办教育协会）

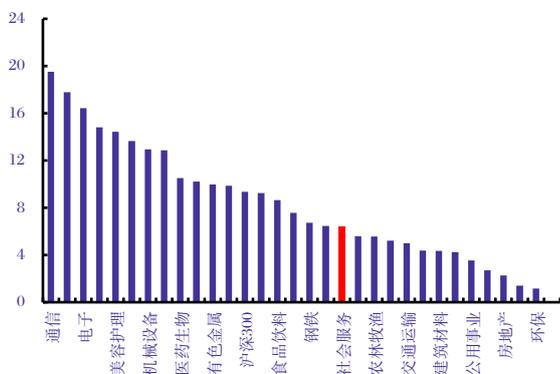
【深圳宝安发布关于尽快申办非学科类校外培训机构办学许可证的公告】 为深入贯彻落实《中共中央办公厅 国务院办公厅印发〈关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见〉的通知》《国务院办公厅关于规范校外培训机构发展的意见》《广东省非学科类校外培训机构办学许可证审批流程指引（试行）》《深圳市非学科类校外培训机构办学许可证审批流程指引（试行）》等文件精神，根据《中华人民共和国民办教育促进法》《民办非企业单位登记管理暂行条例》等法律法规规定，现将我区非学科类校外培训机构设立审批工作有关事项公告如下：一、在宝安区辖区范围内，利用非国家财政性经费，通过线下方式面向中小学在校学生，实施体育、文化艺术、科技等非学科类培训的校外培训机构，应根据《深圳市非学科类校外培训机构办学许可证审批流程指引（试行）》要求，对照《广东省文化艺术类校外培训机构设置标准（试行）》《广东省体育类校外培训机构设置标准（试行）》《广东省科技类校外培训机构设置标准（试行）》，抓紧完成从业人员、培训材料、场地、消防、党建、财务资金、收费监管等方面的合规整改，并尽快取得办学许可证，确保证照齐全后方可继续从事培训活动。二、区校外培训机构规范治理工作专班将从2月20日开始组织4场次申办非学科类校外培训机构申办办学许可证推进会，请各校外培训机构负责人积极参加。特别提醒不要轻信所谓的中介代办，只要按照设置标准准备材料，审批渠道畅通。同时，专班将组织各街道办持续对全区所有非学科类校外培训机构进行规范治理，对未取得办学许可证的校外培训机构，将根据《中华人民共和国民办教育促进法》、《校外培训行政处罚暂行办法》等相关规定，依法予以处理。（资料来源：深圳市宝安区校外培训机构规范治理工作专班办公室）

四、市场动态

（一）板块行情

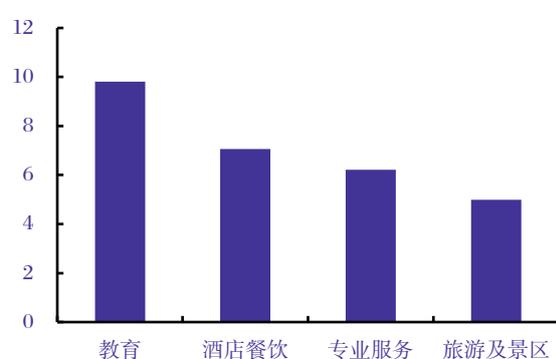
1月SW社服行业涨跌幅为-14.7%，落后沪深300指数9.7pct，在所有31个行业中涨跌幅排名第20位。其中，各细分板块涨跌幅分别为：旅游及景区（-6.8%），教育（-16.0%），酒店餐饮（-17.4%），专业服务（-19.2%）。

图 37：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

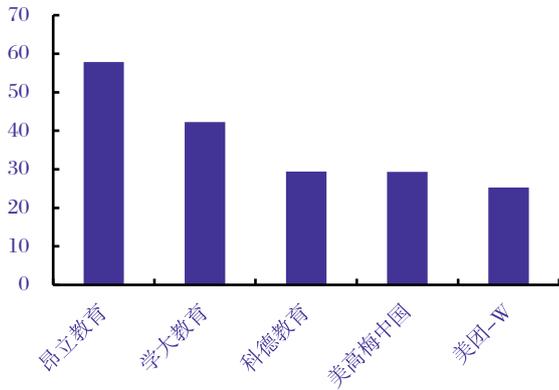
图 38：SW 社服细分行业本月涨跌幅情况 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

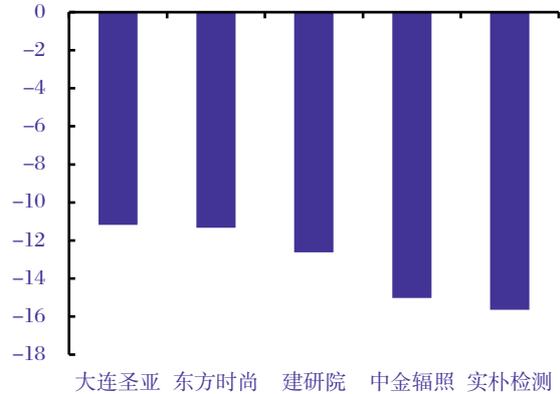
(二) 个股行情

图 39: 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 40: 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 3: 重点公司盈利预测与估值 (截至 2 月 29 日)

板块	公司	EPS (元)			PE (X)			评级
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
免税	中国中免	3.31	4.54	6.03	26.3	19.2	14.4	推荐
	王府井	0.9	1.12	1.38	16.8	13.5	11.0	未评级
	百联股份	0.39	0.46	0.54	23.6	20.0	17.0	未评级
	海南机场	0.1	0.15	0.18	37.5	25.0	20.8	推荐
教育	学大教育	1.15	1.77	2.52	54.7	35.6	25.0	推荐
餐饮	九毛九	0.41	0.63	0.82	13.2	8.6	6.6	推荐
	百胜中国	2.18	2.61	3.02	154.0	128.7	111.2	未评级
	达势股份	-0.54	-0.24	0.65	-102.8	-231.3	85.4	未评级
酒店	锦江酒店	1.34	2.03	2.51	21.7	14.3	11.6	推荐
	首旅酒店	0.73	1.06	1.16	20.9	14.4	13.2	推荐
	君亭酒店	0.4	0.9	1.19	47.8	21.2	16.1	推荐
会展	米奥会展	1.31	1.82	2.37	29.8	21.4	16.5	推荐
	兰生股份	0.53	0.56	0.64	16.2	15.3	13.4	推荐
旅游	携程集团-S	11.58	13.85	16.45	30.2	25.2	21.2	未评级
	同程旅行	0.67	0.82	1.02	28.5	23.3	18.7	未评级
	美高梅中国	0.52	0.97	1.2	24.2	12.9	10.5	未评级
	三特索道	0.63	0.77	0.86	21.5	17.6	15.8	推荐
	天目湖	0.99	1.17	1.39	17.9	15.1	12.7	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: 2020 年以来节假日旅游人次恢复情况 (同比 2019 年)	4
图 2: 人均旅游消费支出恢复率变化 (同比 2019 年)	4
图 3: 春运客流增速 (截止元宵, 同比 2019 年)	5
图 4: 春运至今与春节假期运输人次增速对比	5
图 5: 23 年各黄金周假期交通客流恢复情况 (同比 2019 年)	5
图 6: 24 年春节假期交通客流恢复情况 (同比 2019 年)	5
图 7: 黄金周假期出境游恢复变化 (同比 2019 年)	6
图 8: 携程《2024 龙年春节旅行报告》	6
图 9: 23 年黄金周内地访问港、澳旅客恢复率变化	6
图 10: 24 年春节内地旅客访港、澳恢复率变化	6
图 11: 春节假期海口美兰机场客运量变化	7
图 12: 春节假期三亚凤凰机场客运量变化	7
图 13: 21-24 年春节黄金周离岛免税销售额 (单位: 亿)	7
图 14: 离岛免税客单价止跌回升 (单位: 元)	7
图 15: 社零总额当月同比	8
图 16: 除汽车外社零总额当月同比	8
图 17: 网上&线下商品和服务零售额当月同比	9
图 18: 网上&线下商品和服务零售额累计同比	9
图 19: 社零: 商品零售&餐饮收入当月同比	9
图 20: 社零: 商品零售&餐饮收入累计同比	9
图 21: 海口美兰机场运送旅客量及同比增速	10
图 22: 三亚凤凰机场进港旅客量及同比增速	10
图 23: 中国大陆整体酒店 OCC (%)	10
图 24: 中国大陆整体酒店 ADR (元/间)	10
图 25: 中国大陆整体酒店 RevPAR (元/间)	11
图 26: 中国大陆整体酒店供求同比 (%)	11
图 27: 中国大陆经济型酒店 OCC (%)	11
图 28: 中国大陆经济型酒店 ADR (元/间)	11
图 29: 中国大陆经济型酒店 RevPAR (元/间)	11
图 30: 中国大陆经济型酒店供求同比 (%)	11
图 31: 中国大陆中高端酒店 OCC (%)	12
图 32: 中国大陆中高端酒店 ADR (元/间)	12
图 33: 中国大陆中高端酒店 RevPAR (元/间)	12
图 34: 中国大陆中高端酒店供求同比 (%)	12
图 35: 澳门博彩毛收入当月值及恢复率	13
图 36: 澳门博彩人均博彩消费及恢复率	13
图 37: SW 一级行业指数本月涨跌幅(%)	15
图 38: SW 社服细分行业本月涨跌幅情况 (%)	15
图 39: 本月涨幅排名前 5 的个股(%)	16
图 40: 本月跌幅排名前 5 的个股(%)	16

表格目录

表 1: 春节黄金周重点省份旅游接待情况（同比 19 年恢复情况）	4
表 2: 2024 年春节黄金周国内景点接待情况	8
表 3: 重点公司盈利预测与估值（截至 2 月 29 日）	16

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	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