



重点配置旅游、教育景气赛道

—— 2H24 社会服务业投资策略

社会服务行业首席分析师：顾熹闽



重点配置旅游、教育景气赛道

—— 2H24 社会服务业投资策略

2024年06月22日

核心观点

- 1H24 行业复盘：基本面环比改善，市场微观结构显示板块底部特征已较为明显。** 受益于居民出行需求增长，1Q24 以休闲游需求驱动景区、OTA 推动行业基本面环比改善。但受制于社服指数权重股与宏观经济基本面联系更为紧密，今年以来社服指数已累计下跌 18%，连续三年处于下跌趋势，公募基金配置比例与权重股估值当前均处历史较低水平，板块底部特征已较为显著。
- 2H24 投资策略：结构性机会为主，重点把握旅游、教育板块投资机会。** 综合上市公司一季报以及行业高频数据，容易发现疫后以旅游、彩票为代表的精神消费表现显著强于消费大盘，我们认为其背后原因与“口红效应”的原理接近，本质是此类消费品兼具情绪价值与社交价值，更符合当前消费者效用最大化的决策逻辑。考虑当前消费信心仍处渐近复苏轨道，我们认为刚需特征显著的行业将继续保持比较优势，建议 2H24 把握旅游、教育板块投资机会。
- 教育：核心布局 K12 教培、民办学历教育两条主线。** 1) K12 教培：政策优化、供需共振的产业趋势确定，存量合规龙头已顺利完成业务转型，并携品牌、教研优势重回扩张趋势，业绩有望加速。推荐学大教育，建议关注新东方、好未来、卓越教育集团、思考乐教育；2) 民办学历教育：重点配置高中、高教板块。一方面是高中、高教适龄人口未来 5-10 仍保持增长，叠加入学率提升，行业需求刚性且市场仍在扩容；另一方面是民办教育资本仍是高中、高教阶段优质教育资源供给的重要参与者，优质企业顺应政策变化，当前财务状况已有显著改善，目前估值与分红率均具较大吸引力。建议关注天立国际控股、中教控股、中国科培、新高教集团、中国春来。
- 旅游：情绪价值驱动，出境游边际占优。** 1) 首选 OTA 板块，旅游市场景气的绝对受益者，出境游、国际业务构筑二次成长曲线，推荐携程集团-S、同程旅行；2) 景区：逻辑由复苏转向成长，重点把握旺季接待瓶颈提升、资源整合，以及中期增量储备项目三条主线，建议关注三特索道、西域旅游、天目湖；3) 澳门博彩：周期属性弱化，中场业务主导市场增长。伴随自由行政策优化+横琴封关，澳门旅游市场扩容有望推动博彩消费增长，建议关注美高梅中国。
- 风险提示：**宏观经济持续下行风险；行业政策波动风险；新业务布局拓展不及预期风险。

重点公司盈利预测与估值

| 股票代码 | 股票名称 | EPS | | | PE | | | 投资评级 |
|-----------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| | | 2023A | 2024E | 2025E | 2023A | 2024E | 2025E | |
| 000526.SZ | 学大教育 | 1.26 | 2.17 | 2.74 | 50.8 | 29.5 | 23.4 | 推荐 |
| 9961.HK | 携程集团 | 20.95 | 25.29 | 30.44 | 17.3 | 17.2 | 14.2 | 推荐 |
| 0780.HK | 同程旅行 | 0.86 | 1.13 | 1.52 | 19.0 | 13.3 | 10.5 | 推荐 |
| 002159.SZ | 三特索道 | 0.94 | 1.13 | 1.25 | 14.0 | 13.5 | 11.5 | 推荐 |

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

社会服务行业

推荐 维持

分析师

顾熹闽

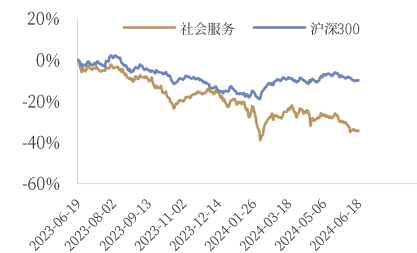
☎：021-2025 2670

✉：guximin_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522070001

相对沪深 300 表现图

2024-06-18



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

- 【银河社服】2024 年行业展望：理性消费趋势下，服务消费还有哪些结构性机会？
- 【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？
- 【银河社服】行业点评：五一旅游消费稳中有增，期待暑期环比改善
- 【银河社服】行业月报政策定位擢升，6 月建议布局暑期旅游景气预期

目录

Catalog

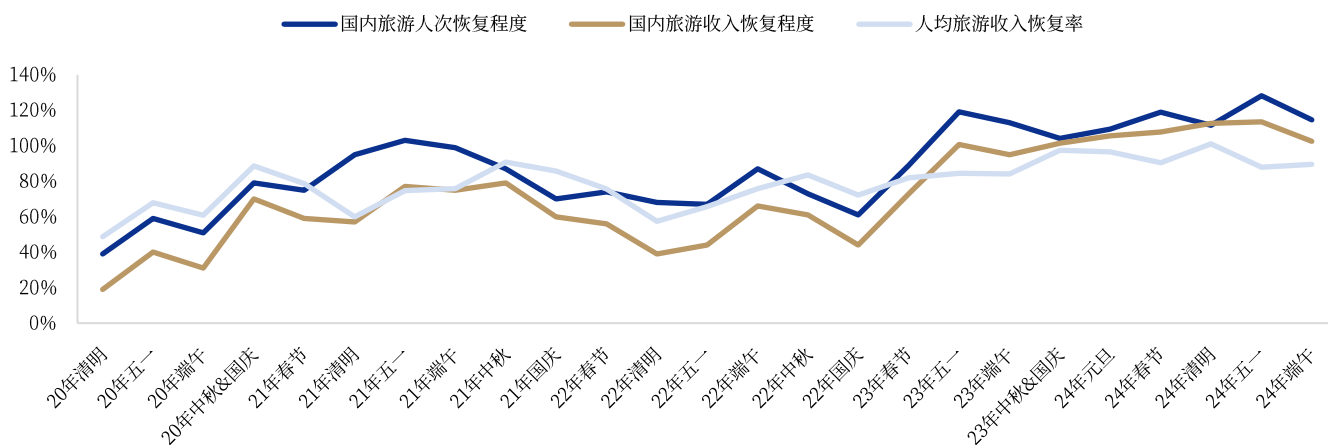
| | |
|--|----|
| 一、 基本面环比改善，微观交易结构见底 | 4 |
| (一) 休闲游需求主导，1Q24 行业基本面环比修复 | 4 |
| (二) 市场复盘：微观交易结构上的底部特征已较为明显 | 5 |
| 二、 教育：需求确定性高，高教估值更具吸引力 | 7 |
| (一) 宏观弱周期背景下，居民教育支出仍具韧性 | 7 |
| (二) 供需共振的产业趋势延续，核心把握 K12 教培、民办学历教育两条主线 | 9 |
| 三、 旅游：结构性机会为主，出境游边际占优 | 16 |
| (一) 情绪价值驱动，居民出游需求维持韧性 | 16 |
| (二) OTA：持续收益旅游高景气，出境/国际 OTA 打开增量空间 | 17 |
| (三) 旅游：聚焦成长，重点把握具备提质扩容能力标的 | 20 |
| (四) 免税：2H24 离岛免税与机场免税的边际改善有望共振 | 23 |
| 四、 重点公司盈利预测与估值 | 26 |
| 五、 风险提示 | 26 |

一、基本面环比改善，微观交易结构见底

(一) 休闲游需求主导，1Q24 行业基本面环比修复

国内旅行行业稳步回升，人次及消费屡创新高。伴随报复性消费的透支效应消退，2024 年黄金周居民出游需求重新回升，春节至端午国内黄金周假期出行人数和旅游收入恢复率持续爬升。但人均旅游消费恢复仍显波折，24 年清明节人均消费恢复至疫情前水平（101%），但五一、端午假期的人均旅游消费再次回落至低于 19 年同期水平，反映居民消费力仍显疲弱。

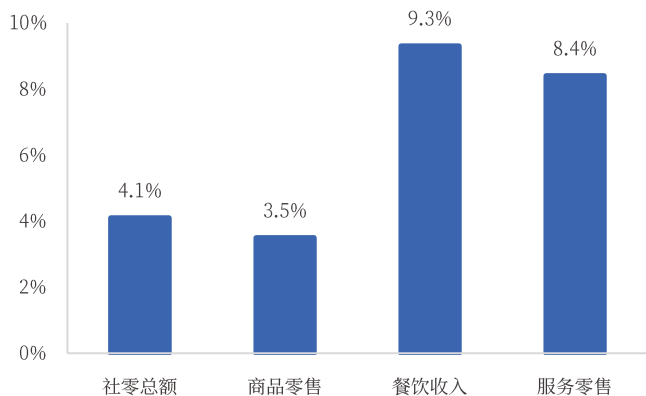
图1：2020 年以来节假日旅游人次恢复（同比 2019 年）



资料来源：文旅部，中国银河证券研究院

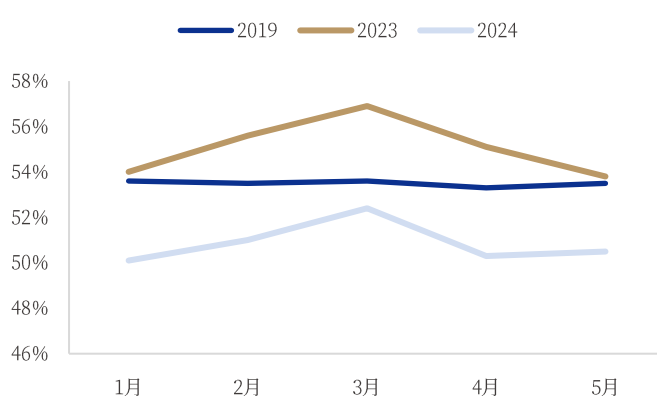
假期出游带动服务零售与餐饮，服务消费持续领跑。1-4 月社会消费品零售总额同比+4.1%，市场总体恢复稳定。其中，餐饮收入(+9.3%)和服务零售(+8.4%)同比增速优于商品零售增速(+3.5%)，而从 PMI 数据看，1-5 月服务业 PMI 虽较 2023 年回落，但仍持续处于荣枯线上方。整体而言，在泛消费行业中，服务消费跑赢实物消费的趋势仍在延续。

图2：1-4 月社零细项增速（按类别）



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图3：1-5 月中国服务业 PMI

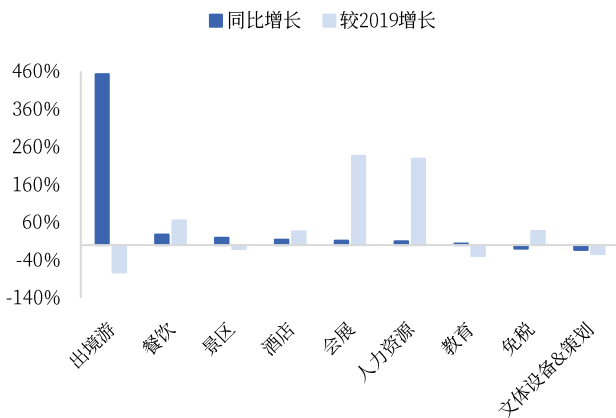


资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

1Q24 社服基本面环比出现改善。可比口径下（剔除 19 年未上市和资产重组因素），1Q24 我们覆盖的社服板块上市公司实现营收 718 亿元/同比+10%/恢复至 2019 年 121%，扣非归母净利润 84 亿元/同比+43%/恢复至 2019 年 166%，环比 4Q23 恢复率均有明显改善（营收、扣非归母净利润各恢复至 2019 年的 107%/94%）。

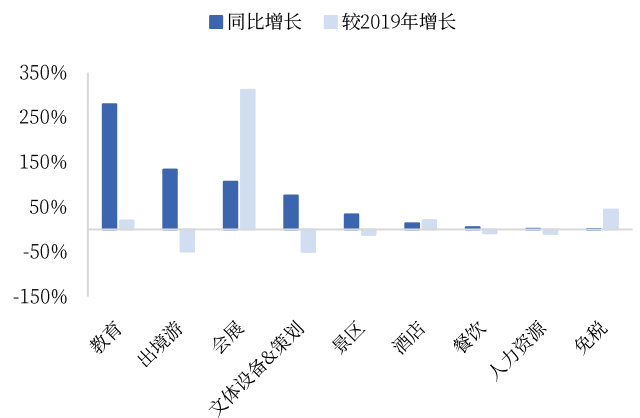
休闲游、刚需赛道增长强劲，顺周期板块基本面相对承压。营收端排序，出境游(+452%)>会展(+108%)>OTA(+34%)>酒店(+20%)>景区(+19%)>人力资源(+15%)>教育(+4%)>免税(-9%)；利润端排序，出境游(+133%)>教育(+107%)>会展(+107%)>OTA(+80%)>酒店(+77%)>人力资源(+74%)>景区(+33%)>餐饮(+5%)>免税(+0%)。整体而言，由于去年同期基数仍较低，因此以出境游、会展、人力资源、OTA赛道均录得营收、净利大幅增长，景区板块则受去年同期基数较高及今年一季度较多极端天气影响，增速有所放缓。教育板块整体营收未见明显增长，主要因A股教育板块中，非学历职业教育公司较多，尤其是传智教育的IT培训业务当前受宏观环境影响显著。但教育公司净利同比有大幅增长，偏刚需的中公教育、学大教育业绩均同比大幅改善。酒店、免税等与宏观经济联系更为密切的行业基本面相对承压，其中酒店利润端大幅增长，主要受益于基数效应及华住、亚朵强劲的利润增长。

图4: 1Q24 社会服务行业各细分板块营收增长趋势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图5: 1Q24 社会服务行业各细分板块扣非归母净利润增长趋势

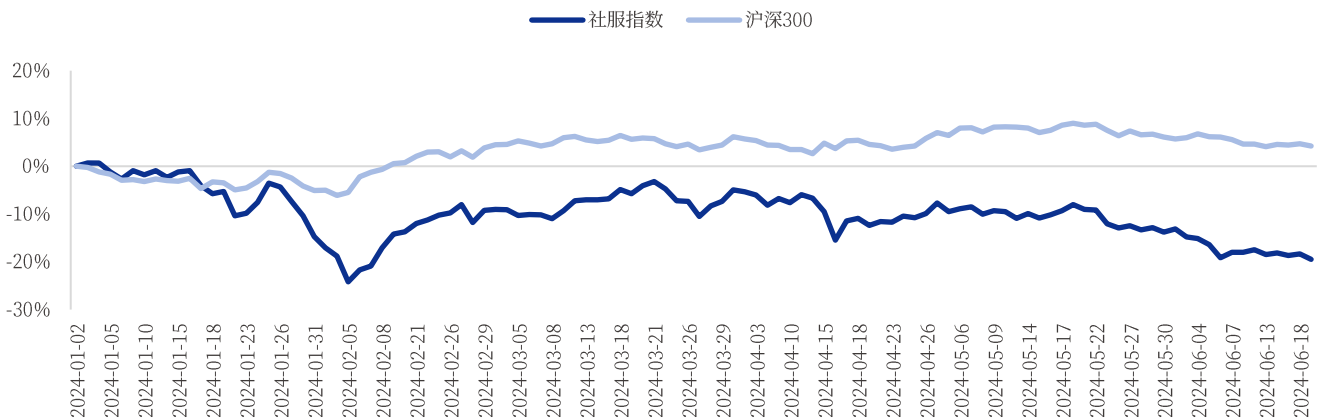


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 市场复盘：微观交易结构上的底部特征已较为明显

受权重股表现拖累，1H24SW 社服指数持续跑输市场。截至6月7日，SW 社服指数今年以来收益率为-18%，位于全市场第29名。从下跌原因看，今年社服走势持续弱于沪深300，主要受权重股表现拖累，因免税、酒店等中大市值行业及个股基本面与宏观经济、消费环境的关联密切，叠加中公教育大幅下跌所致。

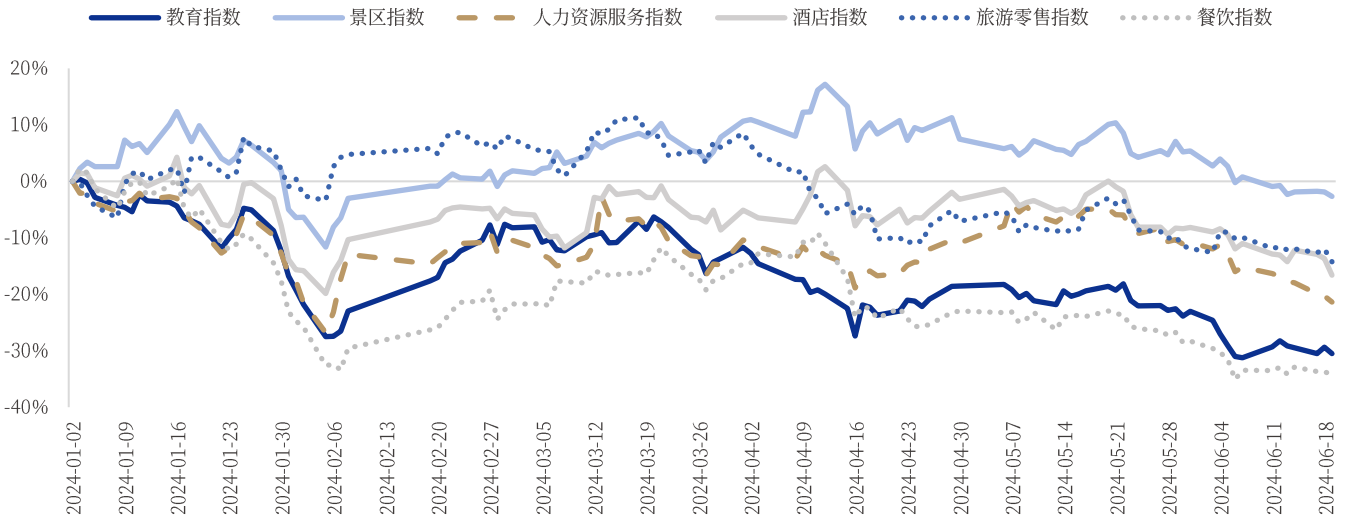
图6: 社服板块和沪深300年初至今涨跌幅（截至6月18日）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

从细分赛道指数看，仅景区板块录得正收益。截至6月7日，社服行业细分板块中，仅景区实现上涨，主要受益于旺季旅游市场需求强劲，板块基本面韧性相对更强。教育板块大幅下跌则主要因成分股中公教育受退市新规影响，出现连续跌停，以及A股教育板块其他公司多以非学历教育为主，基本面受宏观环境影响显著。截止6月7日，教育板块中仅聚焦K12刚需赛道的学大教育实现正收益。

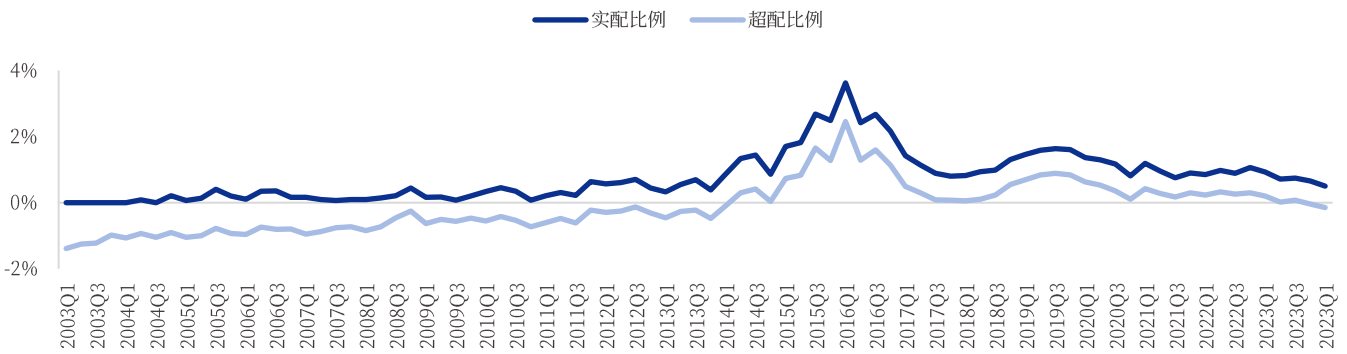
图7：社服板块细分赛道涨跌幅情况（截至6月18日）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

社服板块机构持仓水平缓慢下降，公募基金配置比例持续探底。受权重股基本面复苏低于预期影响，公募基金对社服板块配置比例持续降低：1Q24 社服板块公募基金配置比例下滑至 0.5%，环比 4Q23 进一步下降，为 2013 年以来最低水平。

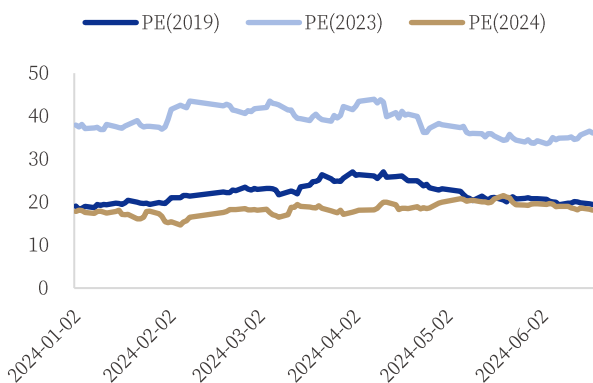
图8：公募基金社服板块持仓占比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

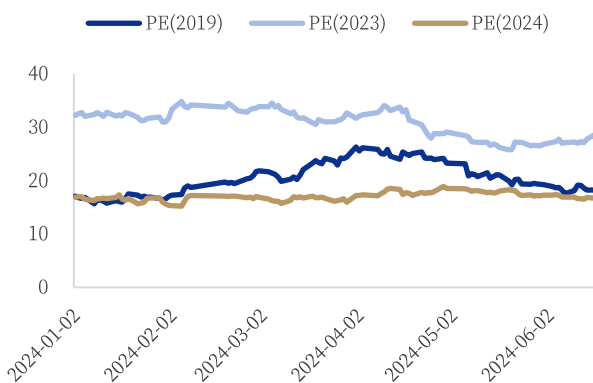
从权重股估值水平看，市场的悲观预期已充分 Price in。自 2023 年二季度以来，市场对社服权重股基本面预期持续下调，驱动相关公司中国中免、锦江酒店、宋城演艺动态 PE 持续下行。我们认为，基于当前社服权重标的市盈率普遍处于 2019 年水平下方（2019 年社服行业景气度同样处于低谷），结合当前机构配置比例继续探底，我们认为板块触底特征已较为明显。

图9: 锦江酒店 2019/2023/2024 PE 预测值 (截至 6 月 7 日)



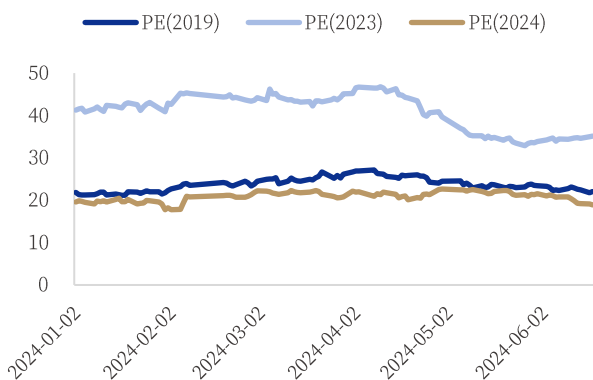
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图10: 首旅酒店 2019/2023/2024 PE 预测值 (截至 6 月 7 日)



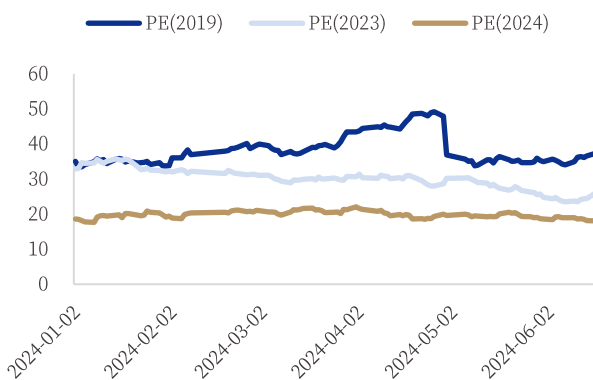
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图11: 宋城演艺 2019/2023/2024 PE 预测值 (截至 6 月 7 日)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图12: 中国中免 2019/2023/2024 PE 预测值 (截至 6 月 7 日)



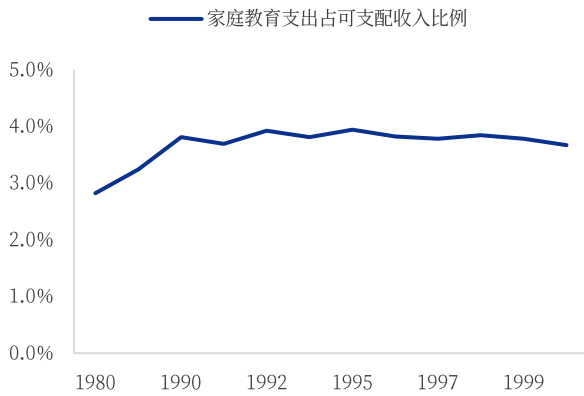
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

二、教育：需求确定性高，高教估值更具吸引力

(一) 宏观弱周期背景下，居民教育支出仍具韧性

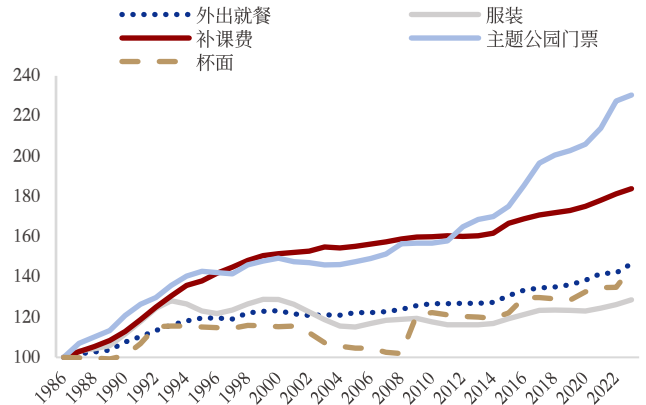
东亚国家的居民教育消费支出具备显著逆周期特征。从东亚邻国日本的案例，即使在泡沫破灭后的经济下行阶段，日本家庭的教育开支保持稳定：1980-2000 年日本家庭教育支出占可支配收入比重由 2.8% 增长至 3.7%。与此同时，课外补课价格未受日本整体通缩环境影响，持续上行。

图13: 日本家庭教育支出占可支配收入比例



资料来源:《ALTRUISM, LIQUIDITY CONSTRAINT, AND INVESTMENT IN EDUCATION》, IHORI 等, 中国银河证券研究院

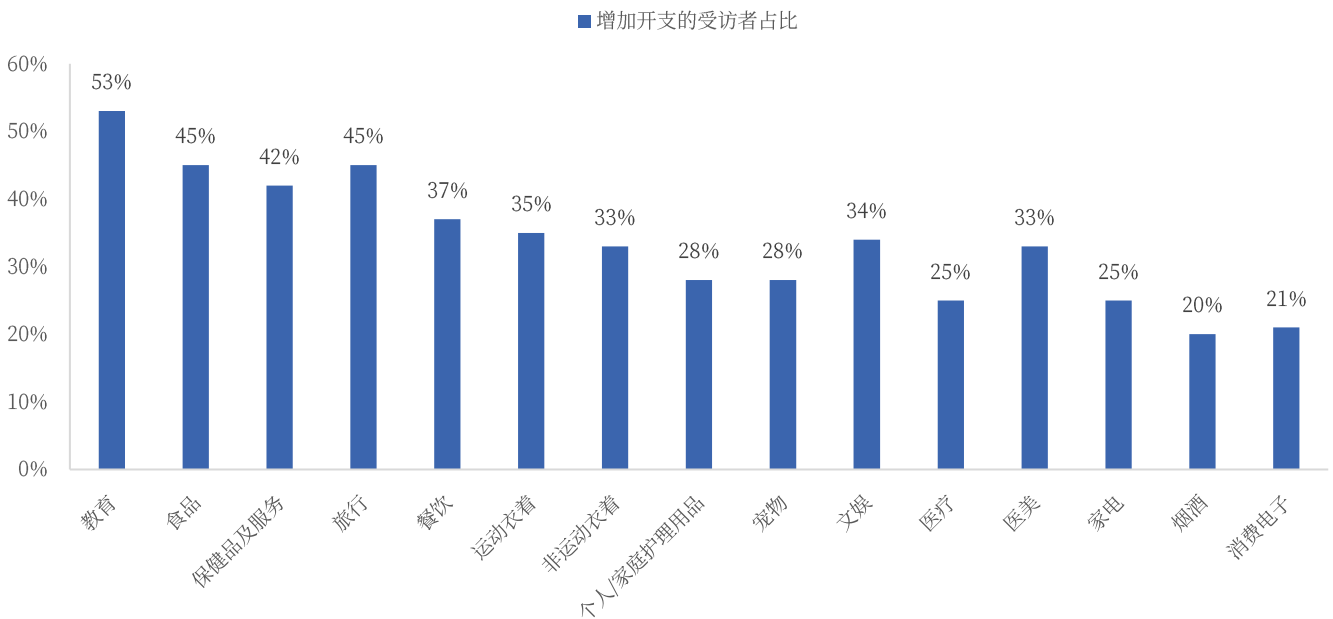
图14: 日本部分消费品 CPI 指数 (1986年=100)



资料来源: 日本内阁府, 中国银河证券研究院

2023 年疫情放开以来, 教育仍是中国消费者持续增加投入的细分领域。参考麦肯锡于 2023 年底进行的中国消费趋势调研, 在 11930 名中国受访者中, 教育是唯一一个超过 50% 的受访者愿意增加支出的消费品类。

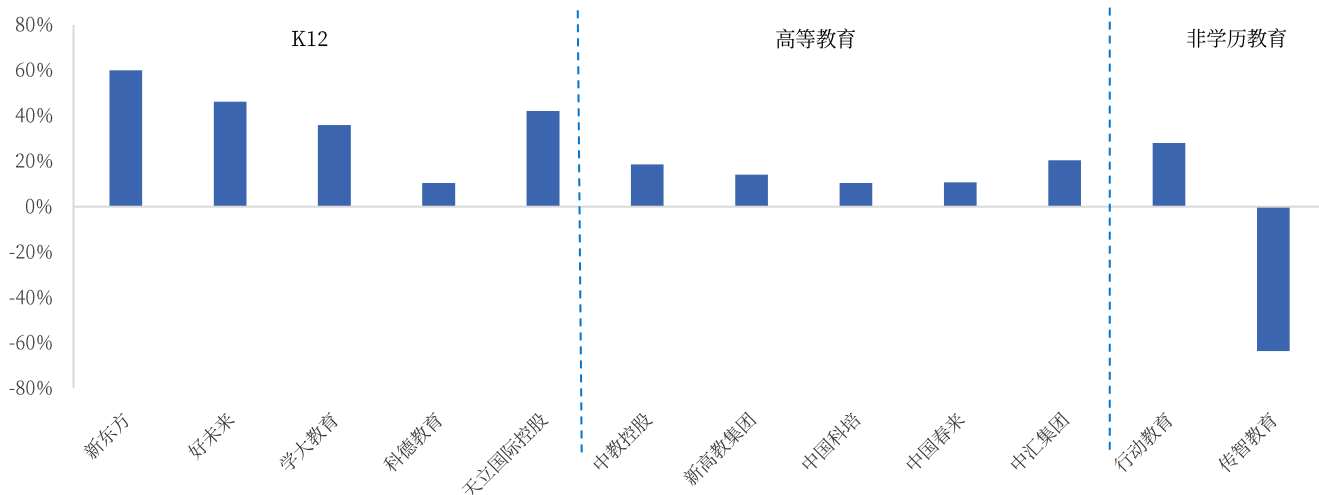
图15: 受访者愿意增加消费支出的方向与占比



资料来源: 麦肯锡, 中国银河证券研究院

从上市公司业绩增速看, 2024 年以来国内学历教育上市公司业绩仍维持高速增长, 尤其是 K12 领域。1) K12 及教培: 龙头新东方、好未来通过转型素质教育, 最新财季营收增速各为 60%、46%, 天立国际控股转型营利性高中, 1H24 营收同比增长 70%; 2) 高等教育: 上市公司营收继续保持稳健增长, 中教控股、中汇集团营收增速均保持 20% 左右, 新高教、中国科培、中国春来等公司营收保持 10% 左右增长; 3) 非学历教育: 业绩表现分化, 行动教育受益大客户订单增长, 1Q24 营收保持较快增长。但聚焦 IT 技能培训的传智教育则显著受就业市场扰动, 1Q24 营收同比降 64%。

图16: 上市教育企业最新财季营收增速

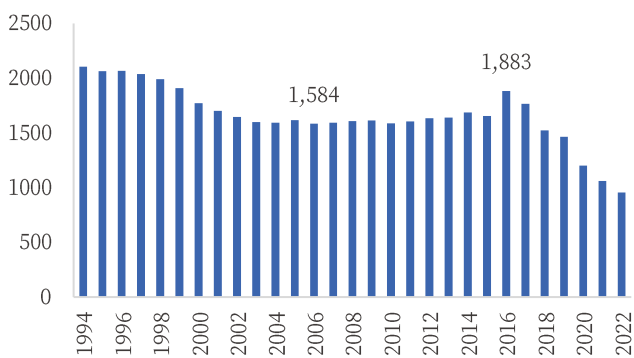


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 供需共振的产业趋势延续, 核心把握 K12 教培、民办学历教育两条主线

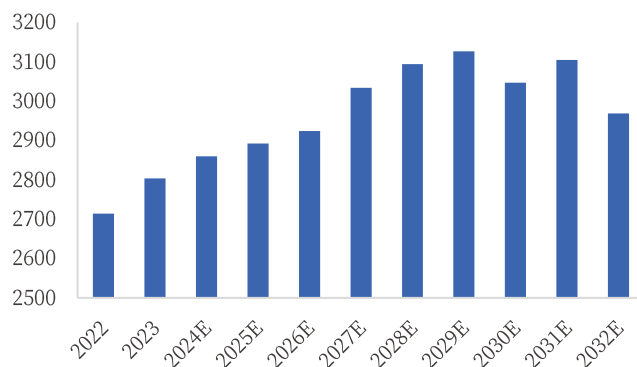
需求端: 高中及高等教育适龄人口未来十年内仍呈增长趋势。一是 2006-2016 年我国出生人口出现一波小幅增长决定 2024-2034 年我国参加高考的适龄人口将保持稳定增长。二是为了进一步强化教育公平、提高教育质量、发展职业教育, 政策层面鼓励有序扩大普通高中招生规模、推动职普融通, 也为高考培训带来潜在增量需求。三是对标 G20 国家, 如澳大利亚、土耳其、韩国、美国、阿根廷, 高等教育毛入学率普遍接近或超过 90%, 而当前我国高等教育毛入学率 2023 年仅为 60%。

图17: 2006-2016 年的出生人口逐年抬升 (单位: 万)



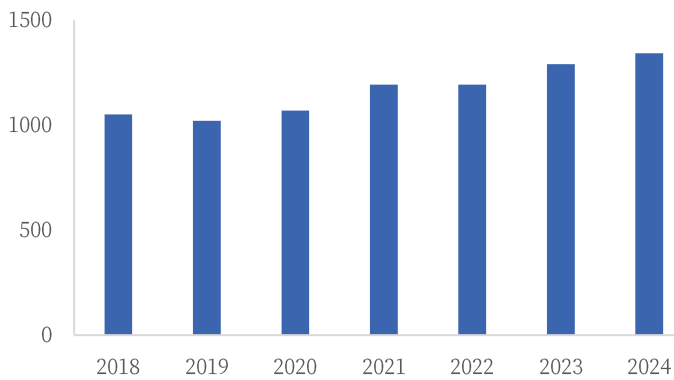
资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

图18: 2024-2032 年全国普通高中在校生人数预测 (单位: 万)



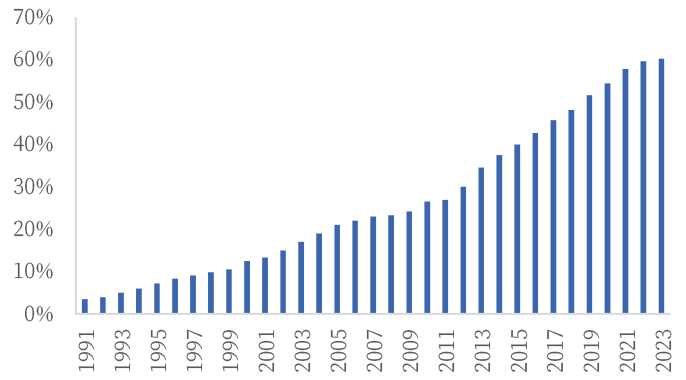
资料来源: 教育部, 中国银河证券研究院

图19: 2024年高考报名人数再创历史新高(单位:万)



资料来源: 教育部, 中国银河证券研究院

图20: 1991-2023年中国高等教育毛入学率



资料来源: 教育部, 中国银河证券研究院

我们预计至 2031 年, 普通高中及高等教育阶段招生人数仍将保持增长。参考人口出生率及高中升学率, 我们测算至 2031 年, 全国普通高中招生人数将增长至 1099 万人, 其中 2029 年全国普通高中在校生人数将达到顶峰, 2024-2029 年普通高中在校生复合增速约 1.8%。与此同时, 伴随高等教育毛入学率提升, 我国高等教育阶段招生人数将持续增长, 预计 2031 年高等教育招生人数约 5259 万人, 较 2023 年增长 7.1%。

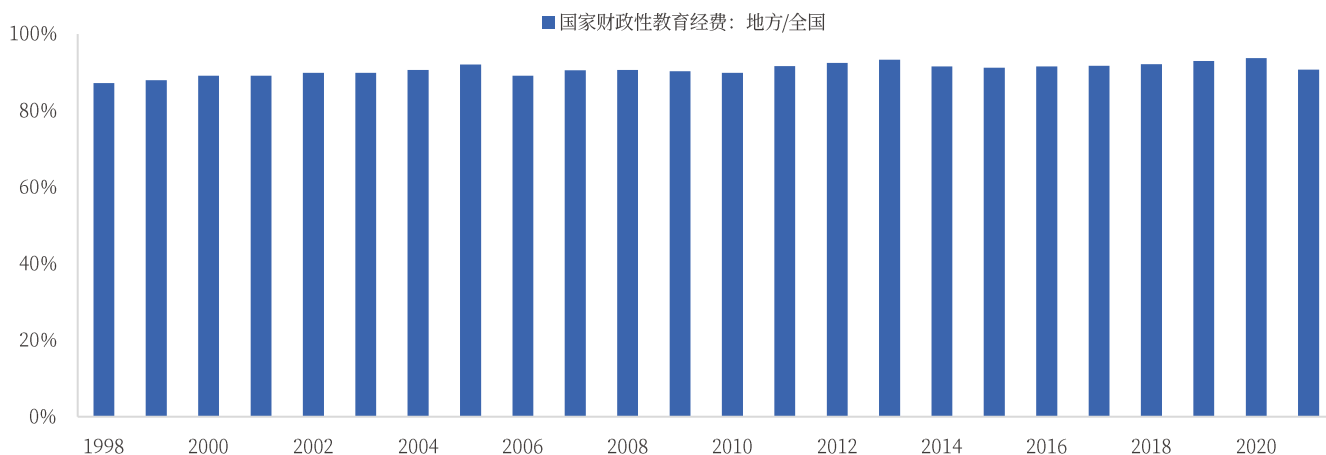
表1: 2024-2031年中国普通高中、高等教育阶段在校生人数预测

| 类目 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E | 2031E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 高中阶段适龄人口 (万) | 1594 | 1608 | 1615 | 1615 | 1596 | 1604 | 1635 | 1640 | 1687 | 1655 |
| 义务教育巩固比例 | 95.5% | 95.7% | 95.9% | 96.1% | 96.3% | 96.5% | 96.7% | 96.9% | 97.1% | 97.3% |
| 普高入学率 | 58.3% | 58.5% | 58.7% | 58.9% | 59.1% | 59.3% | 59.5% | 59.7% | 59.9% | 60.1% |
| 普通高中招生数 (万) | 948 | 968 | 961 | 981 | 999 | 1070 | 1041 | 1032 | 990 | 1099 |
| 高等教育适龄人口 (万) | 8319 | 8158 | 8040 | 7987 | 7996 | 8018 | 7997 | 8017 | 8058 | 8090 |
| 高等教育毛入学率 | 59.6% | 60.2% | 60.8% | 61.4% | 62.0% | 62.6% | 63.2% | 63.8% | 64.4% | 65.0% |
| 高等教育招生数 (万) | 4958 | 4911 | 4888 | 4904 | 4958 | 5019 | 5054 | 5115 | 5189 | 5259 |

资料来源: 教育部, 国家统计局, 中国银河证券研究院

供给端: 考虑到我国教育经费与地方财政之间的关系, 我们认为未来民办教育资本仍可在高中、高等教育阶段发挥更大作用。中国教育经费主要由国家财政性教育经费、民办学校办学经费、社会捐赠经费、事业收入、其他等五个部分构成。其中, 国家财政性教育经费占中国教育经费比重 79%, 是中国教育事业发展最主要的经费来源。进一步拆解国家财政性教育经费来源, 我们发现该部分经费主要由地方财政承担, 例如 2021 年国家财政性教育经费中, 地方财政性教育经费占比 91%, 这意味着地方财政约承担中国教育经费的 72%。以高中阶段为例, 由于在校生人数将持续增长至 2030 年, 假设当前中国普通高中学校数量不再增长, 则单个普通高中承载的在校学生数量将由 2023 年的 1821 人/校增长至 2029 年的 2030 人/校, 届时生均校舍面积将降低至 21.5 m², 而当前政府对普通高中的生均校舍面积要求为 25 m²。

图21：地方财政性教育经费占国家财政性教育经费比重



资料来源：教育部，中国银河证券研究院

当前监管部门针对民办教育行业的政策取向已朝更加积极的方向转变。2021年以来，以“双减”、国务院《民促法实施条例》为代表的政策初衷，在于厘清民办教育发展的关键性问题，回应民办教育领域多方主体利益诉求，并从法律层面明确各方权责。事实上，2020年后中国政府同样多次发文鼓励企业社会组织合法开办、运营学校及各类型教育机构。

表2：2022年底以来民办教育行业政策梳理

| 细分领域 | 文件名称 | 时间 | 部门 | 文件内容 |
|----------|--------------------------|---------|----------|--|
| K12 校外培训 | 《校外培训行政处罚暂行办法（征求意见稿）》 | 2022.11 | 教育部 | 为提高校外培训行政处罚法治化水平，推进公正文明执法，完善执法程序，加强校外培训治理，保障人民群众合法权益，教育部在深入调研基础上，研究形成《校外培训行政处罚暂行办法（征求意见稿）》。 |
| K12 校外培训 | 《关于规范面向中小学生的非学科类校外培训的意见》 | 2022.11 | 教育部等十三部门 | 1、制定设置标准：省级主管部门要结合本地实际，牵头制定相应类别线上和线下培训机构的基本设置标准。 2、明确准入程序：非学科类线上培训机构须依法取得省级有关主管部门的行政许可后，再依法进行法人登记，并向所在地省级电信主管部门履行互联网信息服务核准手续；非学科类线下培训机构须取得县级有关主管部门的行政许可后，再依法进行法人登记。 |
| K12 校外培训 | 《校外培训行政处罚暂行办法》 | 2023.8 | 教育部 | 1、提出了校外培训行政处罚总体要求。规定适用对象为面向社会招收3周岁以上学龄前儿童、中小学生，违法开展校外培训的自然 人、法人或者其他组织。 2、明确违法情形，规定法律责任。依据行政处罚法等上位法和规章立法权限，明确擅自举办校外培训机构，擅自开展学科类隐形变异 培训，擅自举办社会性竞赛，违反法律、行政法规和国家有关规定 开展培训活动等违法情形及法律责任。 3、明确了“变相开展学科类校外培训”的形式。 |
| K12 校外培训 | 《校外培训管理条例》 | 2024.2 | 教育部 | 1、明确“双减”主要面向义务教育阶段学生； 2) 就学科/非学科机构进行分类管理、经营资质、资金监管等关键事 项进行了明确规定； |
| 民办教育 | 《扩大内需战略规划纲要（2022-2035年）》 | 2022.12 | 国务院 | 重新提出“鼓励社会力量提供多样化教育服务，支持和规范民办 教育发展，稳步推进民办教育分类管理改革，开展高水平中外合 作办学” |

| | | | | |
|------|--------------------------|--------|-----|--|
| 民办教育 | 《关于实施新时代基础教育扩优提质行动计划的意见》 | 2023.7 | 教育部 | 明确提出要扩大优质高中教育资源，即深入挖掘优质普高的校舍资源潜力，有序扩大优质普高招生规模；《意见》鼓励普通高中的多样化发展，即要求建设一批具有科技、人文、艺术等特色的普通高中，在保证必修课程水准的基础上，适时开发多样特色选修课程，发挥特色办学的示范引领作用。 |
|------|--------------------------|--------|-----|--|

资料来源：教育部，国务院，中国银河证券研究院

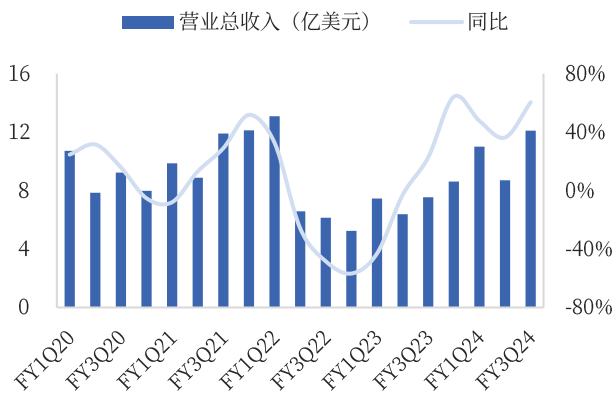
1) K12 教培：

《校外培训管理条例》启动征求意见，政策取向朝更加积极的态度转变。2024 年 2 月 8 日，教育部发布《校外培训管理条例（征求意见稿）》（下称“条例”），在肯定校外培训是“学校教育的有益补充”的基础上，就学科/非学科机构进行分类管理、经营资质、资金监管等关键事项进行了明确规定，确保监管过程有法可依。同时，《条例》较 2021 年删减高中阶段参照义务教育阶段执行的表述，反映监管对待校外培训的态度更加理性，充分满足学生与家长的多样化需求。

受益于合规化进程持续推进，龙头企业市场份额提升的趋势确定。据 2022 年 10 月 28 日教育部部长在全国人大常委会上汇报的数据，K9 阶段线下学科类培训机构数量已由原来的 12.4 万个压减至 4932 个，压减率 96%；线上学科类培训机构由原来的 263 个压减至 34 个，压减率 87.1%。而根据教育部 2022 年 12 月发布的《关于规范面向中小学生的非学科类校外培训的意见》，目标至 2024 年 6 月，我国学科类隐形变异培训防范治理的长效机制得到健全，隐形变异培训将全面清除。在此基础上，各地自 2023 年开始将符合“双减”政策要求的课外培训机构纳入监管白名单，满足学生与家长的多元教育需求。

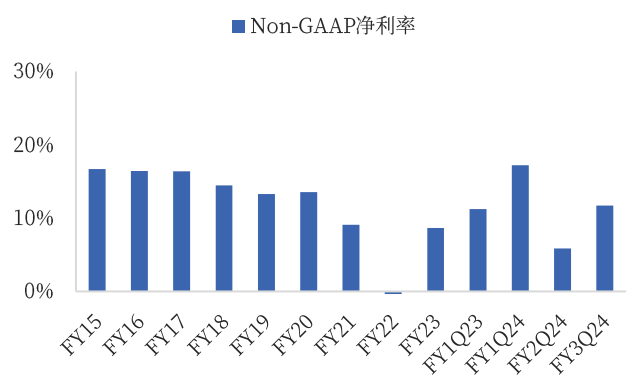
素质教育需求强劲，头部教培企转型已有显著成效。新东方、好未来、学大等头部教培企业，在双减后已剥离 K9 业务，仅保留合规高中阶段培训，同时各企业均积极布局政策鼓励的职业教育、素质教育、教育信息化等业务，并取得一定进展。以新东方为例，公司 3Q24 网点数仅恢复至高峰期 55% 的背景下，单季实现营收 12.1 亿美元，已超越双减前同期水平（3Q21 为 11.9 亿美元）。其中，以素养为主的新教育业务营收同比+73%。

图22：新东方 1Q20-3Q24 营收逐步恢复



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

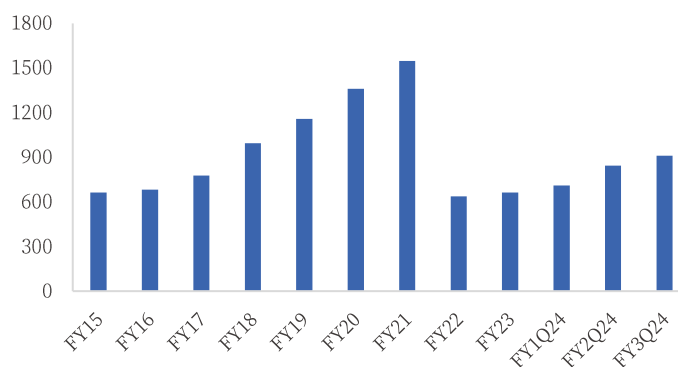
图23：新东方双减后盈利能力逐步回升（剔除负值）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

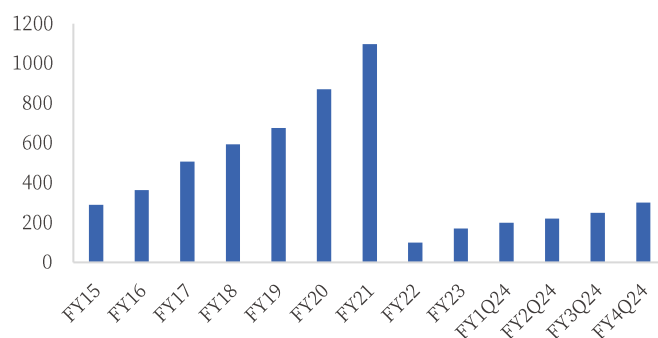
受益于需求恢复+监管环境趋稳，龙头教育企业开店同步加快，业绩有望迎接双击。新东方 3Q24 网点数量恢复至 911 家，恢复至 FY21 末的 55%，公司对开店指引增速由 2Q24 的 20% 上调至 30%，预计 4Q24 收入增速将达到 28%-31%；好未来 4Q24 网点数恢复至 300~350 家，环比增 50-100 家，预计 FY25 将继续保持扩张。

图24: 新东方学习中心数量变化 (单位: 个)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图25: 好未来网点数量变化 (单位: 个)

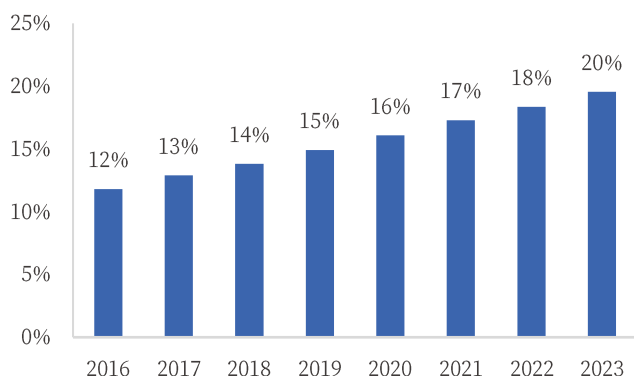


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

2) 民办学历教育

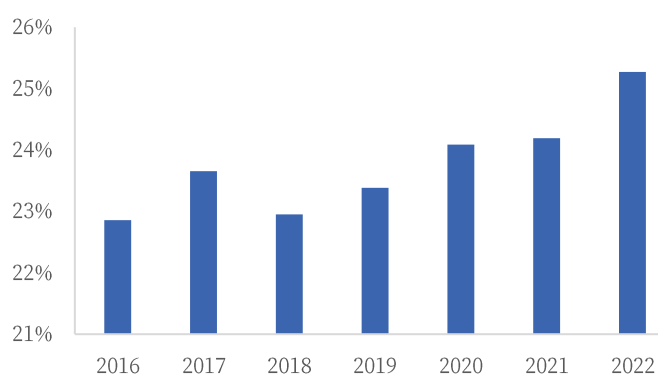
2021年国务院《民促法实施条例》的政策初衷, 在于厘清民办教育发展的关键性问题, 回应民办教育领域多方主体利益诉求, 并从法律层面明确各方权责。事实上, 2020年后我国政府同样多次发文鼓励民营企业及社会组织合法开办、运营学校及各类型教育机构, 高中、高等教育阶段民办校的占比均保持稳步提升。事实上, 自2021年国务院《民促法实施条例》颁布以来, 民办教育在高中、高等教育阶段占比仍在持续提升。

图26: 2016-2023年民办高中在校生数量占比



资料来源: 教育部, 中国银河证券研究院

图27: 2016-2022年民办高等教育在校生数量占比



资料来源: 教育部, 中国银河证券研究院

我们预计民办高中教育市场有望持续增长, 整体市场规模将由2024年的1117亿增长至2031年的2044亿。假设条件: (1) 民办普通高中在校人次渗透率: 我们预计将由2023年的20%提升至2033年的30%; (2) 客单价: 生均收费按2%的增速每年递增; 基于此, 我们预计民办高中教育市场有望持续增长, 整体市场规模将由2024年的1117亿, 增长至2031年的2044亿, CAGR约7.9%。

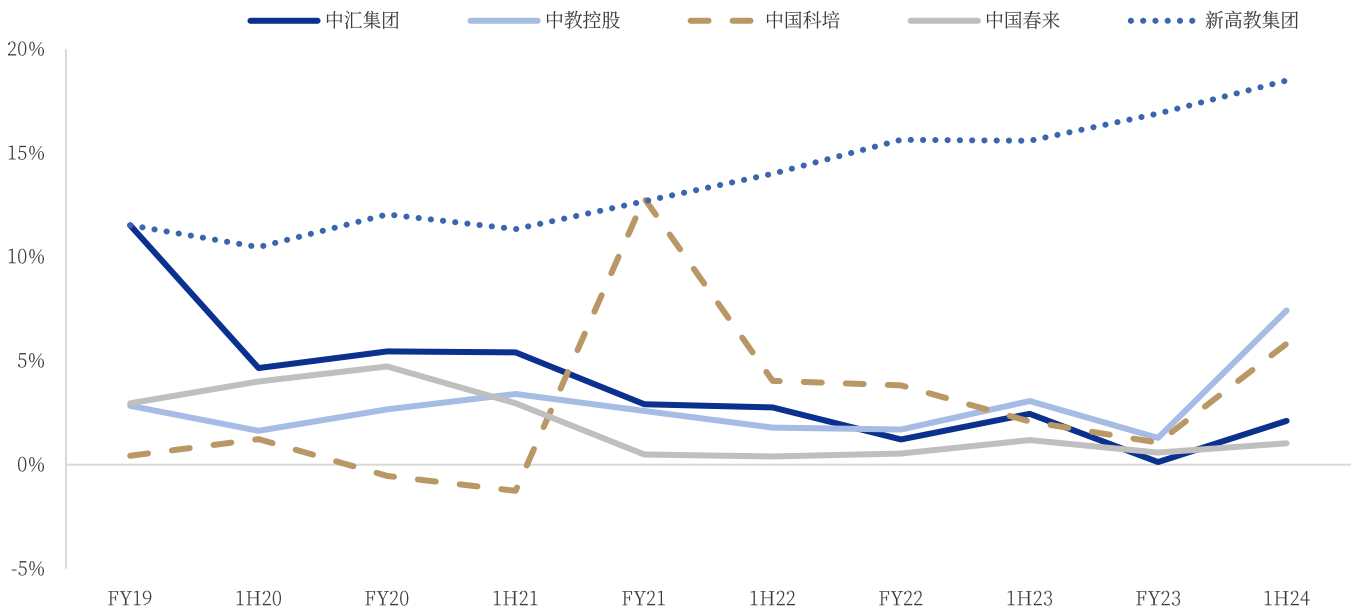
表3: 民办高中市场规模测算

| 类目 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E | 2031E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 普高在校人数(万) | 2714 | 2804 | 2859 | 2893 | 2924 | 3034 | 3094 | 3127 | 3047 | 3105 |
| 民办普高在校人数占比 | 18.3% | 19.5% | 20.5% | 21.5% | 22.5% | 23.5% | 24.5% | 25.5% | 26.5% | 27.5% |
| 民办普高在校生(万) | 498 | 548 | 587 | 623 | 659 | 714 | 759 | 799 | 809 | 855 |
| 平均学费(万/学年) | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 市场规模(亿) | 996 | 1117 | 1222 | 1322 | 1427 | 1577 | 1710 | 1835 | 1895 | 2044 |

资料来源: 教育部, 中国银河证券研究院

高教板块核心关注转营推进进展, 当前高教公司分红持续性已得到巩固。受高教公司选营进展较慢影响, 市场对板块公司的分红能力持续性有较大质疑。核心原因在于, 此前高教公司下属高校目前多数仍属非营利性质, 国务院《民促法实施条例》颁布后办学收益需留存于校内。目前, 高教公司主要通过 WFOE, 以公允的关联交易方式将办学收益转移至母公司, 这一操作方式符合国务院《民促法实施条例》中的规定, 即“其他民办学校与利益关联方进行交易的, 应当遵循公开、公平、公允的原则, 合理定价、规范决策, 不得损害国家利益、学校利益和师生权益”。在此方式下, 高教公司需缴纳 15% 所得税。基于对 1H24 各高教公司财报梳理, 我们已看到多数运营稳健、优质的高教集团开始提高缴纳所得税比例, 以确保分红的稳定性。

图28: 民办高教集团所得税率变化

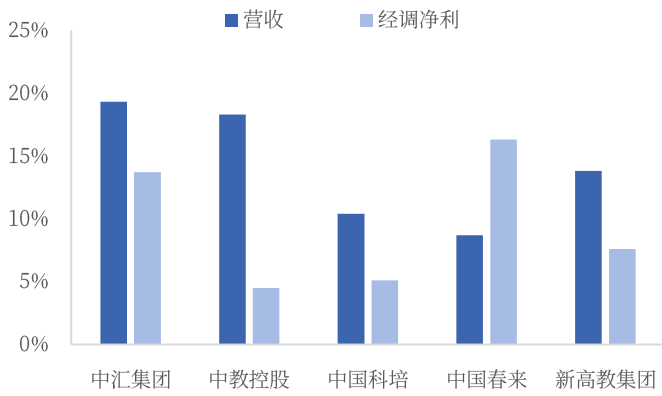


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

当前高教板块仍处于进可攻、退可守阶段, 估值与股息率具备吸引力。当前高教公司主要在校内人数提升+生均学费提升的内生逻辑为主, 在目前本科教育资源仍处供不应求的背景下, 我们认为高教公司依然可通过校区改造扩容方式, 实现 10%-20% 复合增长, 对应 PE 估值处于种低个位数区间, 股息率则处于中高个位数水平。未来伴随选营进展持续推进落地, 制约高教板块估值的压制因素 (分红持续性、债务偿还能力、土地补缴款) 逐步解除, 我们认为板块估值有望迎接显著

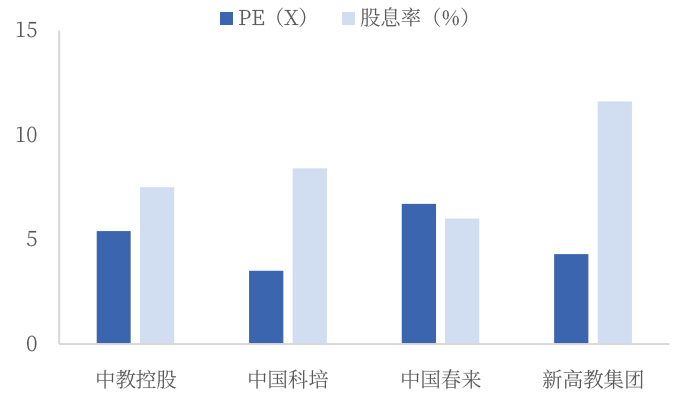
修复。

图29: 1H24 高教公司营收、利润同比增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图30: 高教公司市盈率及股息率



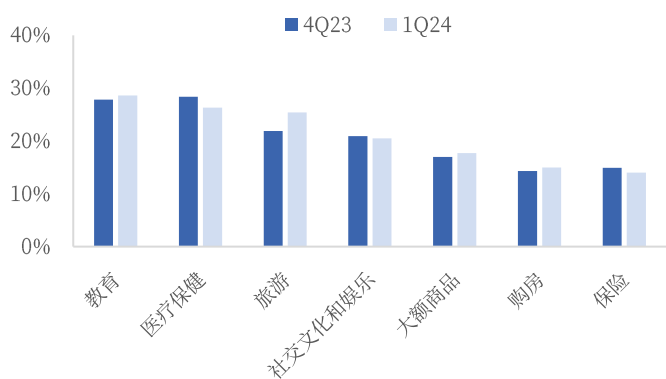
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

三、旅游：结构性机会为主，出境游边际占优

(一) 情绪价值驱动，居民出游需求维持韧性

旅游市场高景气的底层逻辑：精神消费占优，情绪与社交价值并存。1Q24 国内出游人次 14.2 亿/同比+16.7%，国内游客出游总花费 1.52 万亿元/同比+17.0%。从央行 1Q24 对城镇储户调查数据看，旅游消费在未来 3 个月增加支出项的选项中排名第三，且期望增加支出的人数环比 4Q23 提升。我们认为，疫后以旅游、盲盒、彩票为代表的精神消费表现显著强于消费大盘，其本质原因是此类消费品通常兼具情绪价值与社交价值。同时，旅游消费频次低、支出/预算更为可控的特征，在当前宏观环境下更加匹配消费者需求。

图31：未来三个月准备增加支出的项目



资料来源：中国人民银行，中国银河证券研究院

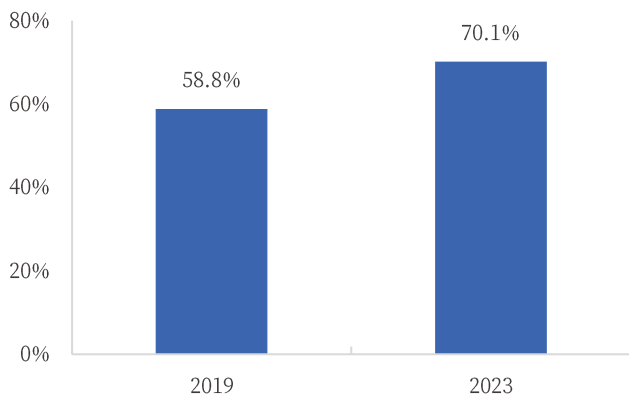
图32：五一假期消费更低的下沉市场目的地旅游订单显著跑赢



资料来源：携程，中国银河证券研究院

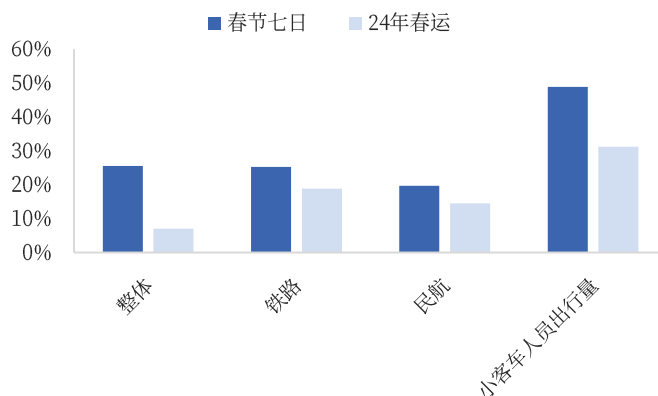
行业“淡季更淡、旺季更旺”特征显著，高经营杠杆+具备扩容能力的标的更为受益。受疫后商旅需求偏弱+报复性出游影响，2023 年国内游的淡季季特征显著强于疫情前。从 2024 年春运数据看，我们认为这一特征未有明显改变，24 年春节七天假期居民出游人次增速仍显著高于春运其他时间段。由于景区公司以固定资产运营为主，经营杠杆高且业绩主要由旺季贡献，若同时具备旺季接待能力扩容逻辑，则当前淡季季特征加强的趋势将对业绩产生显著增厚。

图33：旅游旺季（含节假日+暑期）旅游人次占全年比重



资料来源：文旅部，中国银河证券研究院

图34：24 年春节时段居民出行增速显著高于其他时段

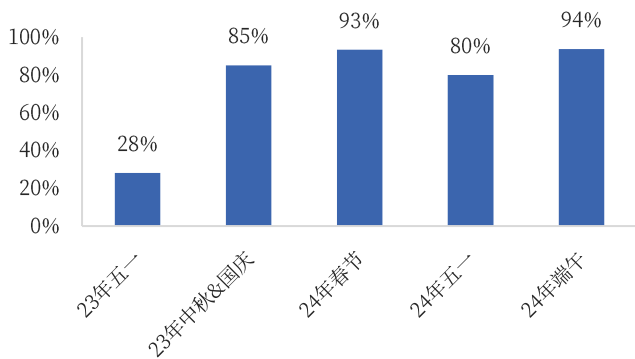


资料来源：交通运输部，中国银河证券研究院

相对于国内游，我们预计 2H24 出境游边际改善空间更优。疫后居民出游特征服从“先短线，后长线”规律，目前国内游市场已恢复并超过 2019 年，而出境游市场虽已实现较快复苏，但仍较疫

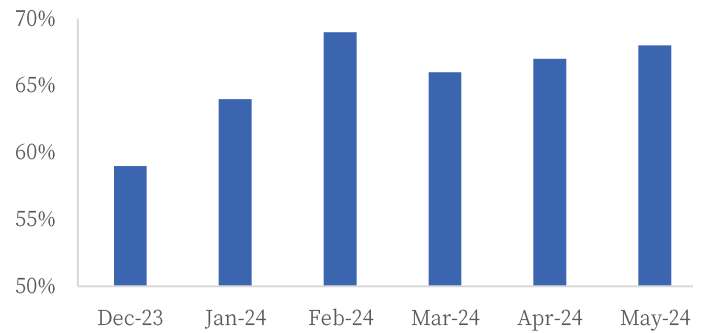
情有 20%恢复空间。我们预计 2024 年出境游在供给层面的改善因素有望进一步推动需求复苏：1) 国际航班运力持续恢复，推动出境游成本下降。参考航班管家最新数据，5.20-5.26 当周中国境内国际航班量已恢复至 2019 年同期 72.3%，而民航局预计至 24 年底国际航班供给将恢复至 2019 年同期的 80%；2) 签证政策进一步改善，包括泰国、马来西亚对中国游客继续实施免签政策并延长停留期限；3) 除却市场需求复苏，疫情前中国居民出境游渗透率水平仅 11%，仍低于全球平均的 19%，中长期看居民出境游渗透率提升也将进一步驱动市场扩容。

图35：2023 年黄金周中国居民出境游恢复率



资料来源：文旅部，中国银河证券研究院

图36：中国境内国际航班恢复率



资料来源：OAG，中国银河证券研究院

（二）OTA：持续受益旅游高景气，出境/国际 OTA 打开增量空间

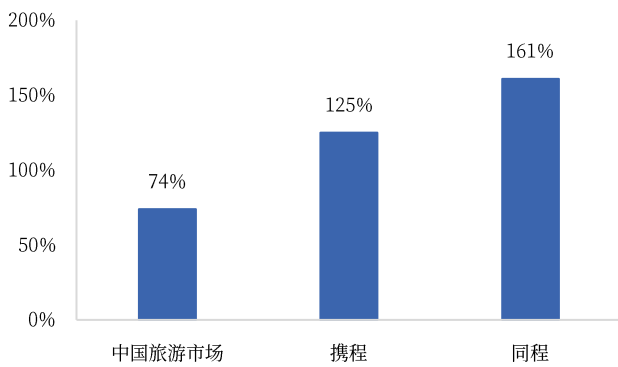
疫后 OTA 行业复苏领先大盘，居民旅游消费决策习惯迁移有望驱动 OTA 行业长期增长。自疫情放开以来，国内 OTA 龙头营收复苏持续领先于整体旅游市场，2023 年携程、同程（剔除新增度假板块）营收各恢复至 2019 年的 125%/161%，1Q24 则为 146%/180%，国内旅游市场同期收入仅恢复至 2019 年同期的 74%、114%，反映 OTA 平台在整体旅游市场蛋糕中的份额持续扩大。我们认为，OTA 平台占旅游市场份额提升的核心原因，来自居民旅游消费决策习惯的迁移，其中既包括 OTA 平台在定制化能力、供应链等能力上的提升，同时也与疫情三年线下旅行社市场份额萎缩有关。虽然当前中国 OTA 线上化率已由 2019 年的 27.3%提升至 2023 年的 42%，但与海外相比仍有提升空间。基于此，我们认为疫后居民旅游消费决策向线上迁移的趋势仍将延续，我们测算至 2026 年国内在线旅游市场 GMV 将由 1.6 万亿增长至 2.9 万亿，占国内旅游市场收入比重由 33%提升至 39%，未来三年复合增速约 22%。

表4: 中国在线旅游市场规模测算

| 指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 总人口 (亿) | 14.1 | 14.1 | 14.0 | 14.0 |
| 出游率 (%) | 347 | 420 | 450 | 480 |
| 旅游人次 | 48.91 | 60.63 | 63.0 | 67.2 |
| 客单价 (元) | 1004 | 1034 | 1065 | 1097 |
| 旅游收入 (亿) | 49100 | 62691 | 67095 | 73718 |
| 网民规模 (亿) | 10.94 | 11.05 | 12.2 | 11.48 |
| 在线旅游用户渗透率 (%) | 42 | 45 | 48 | 50 |
| 在线旅游客单价 (元) | 3526 | 3702 | 3887 | 4082 |
| 在线旅游 GMV | 16201 | 19715 | 23892 | 29094 |
| 在线 GMV/旅游收入 | 33% | 31% | 36% | 39% |

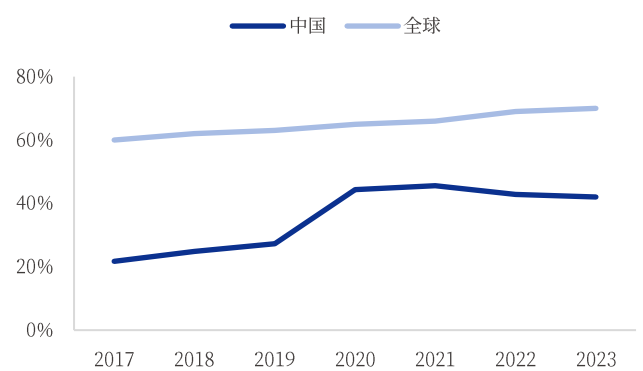
资料来源: CNNIC, 文旅部, 艾瑞咨询, 中国银河证券研究院

图37: 国内 OTA 平台收入恢复率与旅游市场收入恢复率对比



资料来源: 文旅部, 公司公告, 银河证券研究院

图38: 中国与全球 OTA 化率对比



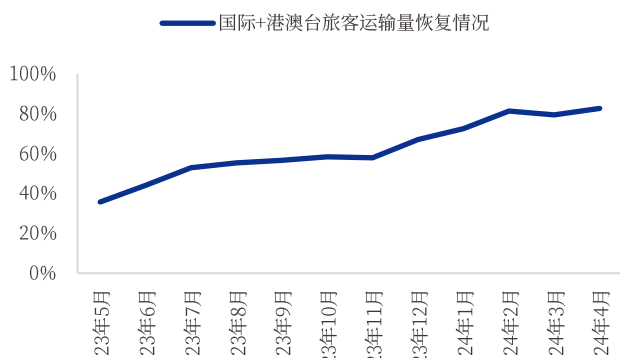
资料来源: 艾瑞咨询, statista, 中国银河证券研究院

国内 OTA 市场竞争格局已趋于稳定, CR4 市场份额合计超 90%。国内 OTA 平台主要包括携程+去哪儿、同程、飞猪、美团。据 fastdata 数据, 2021 年 CR4 市场占比超 90%, 携程+去哪儿预计超过 50%、美团 (20.6%)、同程旅游 (14.8%)、飞猪旅行 (7.3%)。整体而言, 当前国内 OTA 行业已度过 2012-2018 年竞争最为激烈的阶段。一方面是伴随携程完成对去哪儿的并购, 以及推动同程与艺龙之间的合并, 行业头部平台之间已形成差异化竞争的, 例如携程的主要业务聚焦高线城市和中高端人群, 同时出海发展国际 OTA 市场; 同程则依托微信流量入口, 聚焦下沉市场用户的出行需求, 在供应链和资源上并与携程形成互补; 飞猪则背靠阿里流量与生态圈, 在人群上与同程、携程之间仍有一定差异。此外, 美团的酒旅业务则更多聚焦本地生活服务, 供应链以中低端产品为主, 在机票交通业务上的布局也相对较少。

行业增量看点 1: OTA 出境游业务短期仍有可观复苏空间, 长期有望持续受益国人出境游渗透率提升。受国内出境的国际航班数量仍未完全恢复影响, 当前我国居民出境游人次仍未完全恢复, 截止 2024 年 4 月, 我国港澳台+国际航线客运量仅恢复至 2019 年同期 83%。考虑当前民航局正进一步推动国际航班恢复, 目标在年底前推动国际航班供给恢复至 2019 年的 80%, 我们结合当前出境人次恢复率与航班量恢复率之间的差额, 测算至今年年底国内出境人次有望恢复至 90%, 较当前

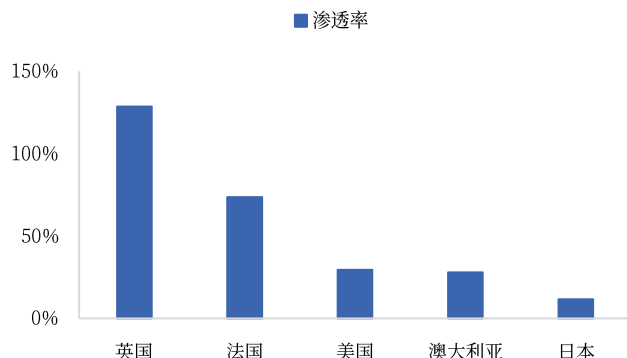
水平仍有 12.5 增长空间。OTA 平台当前出境业务恢复领先行业，携程 1Q24 国际机酒业务预订恢复至 2019 年疫情前同期水平的 90%-100%，仅出境跟团游板块恢复率较低，仅至 2019 年的 69%，但仍好于线下出境社水平。同程近年亦明确发展出境业务，目前通过布局上游资源+中游渠道+价格营销策略开始发力，1Q24 出境机票同比+260%，占营收达 3-4%。中长期看，考虑 2019 年我国出境游渗透率仅 11%，较全球发达国家偏低，出境游业务中长期的增长空间有望为 OTA 平台带来显著增量。

图39：国际+港澳台旅客恢复情况



资料来源：交通运输部，银河证券研究院

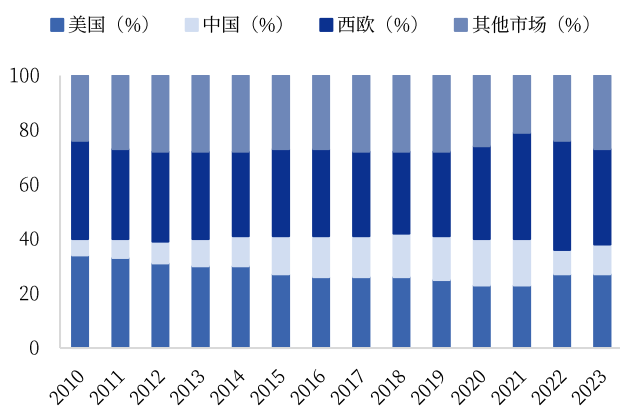
图40：各国出境游渗透率



资料来源：交通运输部，中国银河证券研究院

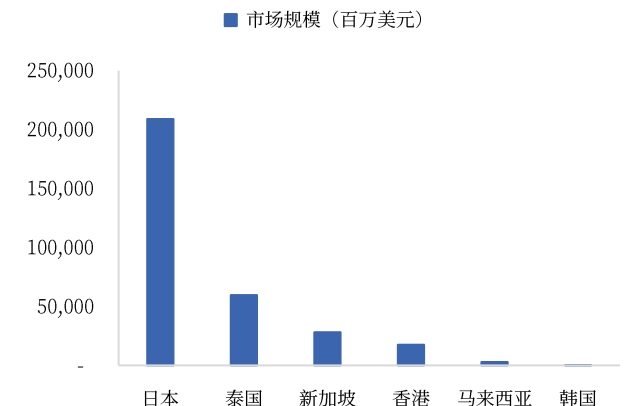
行业增量看点 2：布局海外 OTA 市场，拓展增量市场。从全球视角看，亚太市场整体旅游市场空间可观，日韩+东南亚旅游市场整体规模约 3170 亿美元，约为 2023 年国内旅游市场收入的 46%。同时，由于亚太地区各国移动互联网水平发展不均，国际 OTA 巨头布局较少，整体市场竞争格局仍较为分散，叠加文化与中国相近，为中国 OTA 巨头进入提供契机。以携程为例，公司通过 Trip.com 已布局多个东南亚市场，1Q24 收入同比增长约 80%，入境游预订同比增长超 4 倍。

图41：全球 OTA 市场主要地区市场份额占比



资料来源：Euromonitor，银河证券研究院

图42：亚太重点地区旅游市场规模



资料来源：future market insight，中国银河证券研究院

龙头 OTA 平台增速指引强劲，估值对标国际龙头处于合理水平。携程、同程全年营收指引分别为 15%-20%/20%-25%，结合 2Q 指引，预计二者 2H24 在线旅游平台业务营收增速 25%-30%/23%-24%，整体增速仍具较强韧性。考虑行业当前竞争格局整体保持稳定，我们预计携程、同程净利率 2H24 将维持稳定水平。其中，虽然同程目前在出境机票上正通过折扣策略获取市场份额，但我们认为由于公司是在 2H23 开始加大销售费用投入，预计 2H24 净利率的同比变化趋势将维持稳定。整体而言，我们预计携程、同程 FY24 调整后净利 173 亿元、33 亿元，对应当前 PE 各为 14X、10X，

与国际龙头 Booking 估值对比（历史区间 20X-40X），国内两大龙头估值平仍处于合理水平，叠加当前二者均已开辟新的增长曲线，因此当前估值仍具备长期配置价值。

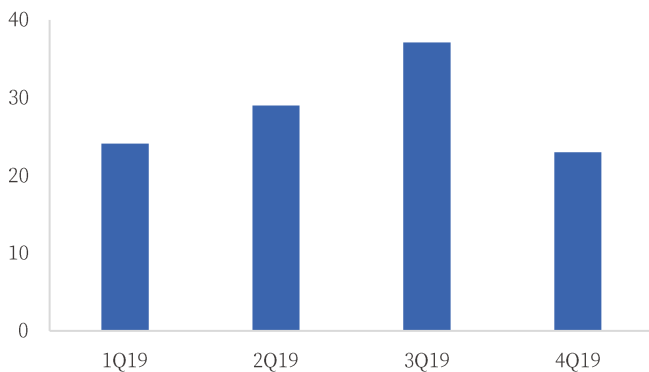
（三）旅游：聚焦成长，重点把握具备提质扩容能力标的

1. 景区公司定价逻辑转变，布局具备长线成长能力的景区公司

景区公司逻辑已由复苏转向成长，重点把握旺季接待瓶颈提升、资源整合，以及中期是否有增量储备三条主线。2016-2019年中国国内旅游市场进入稳健增长阶段，旅游人次年复合增速回落至10%，彼时传统自然景区公司受制于连锁扩张能力弱、门票降价压力，估值处于压缩状态，PeTTM由30x→10~20x。2023年后，受益于疫情期间堆积的需求释放，国内景区公司业绩普遍实现爆发式增长，市场基于业绩弹性对景区公司重新定价，推动估值修复。而进入2024年，我们认为受制于天气因素+高基数影响，景区公司依靠自然流量增长所能提供的业绩弹性已较为有限，未来项目扩容、多元变现驱动成长将是核心看点。

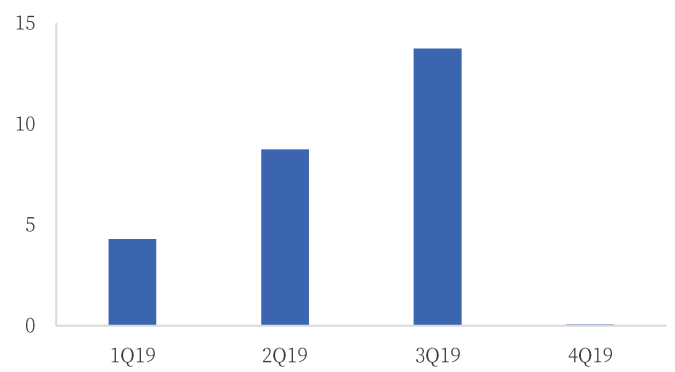
投资主线 1：淡旺季特征强化背景下，旺季景区接待瓶颈提升有望释放业绩弹性。由于旅游旺季主要集中于二、三季度，加之景区公司较高的经营杠杆，因此景区板块业绩主要由 Q2、Q3 两季度贡献，尤其是 Q3 占全年利润通常超 50%。因此，旺季景区承载力能否提升，将直接决定景区公司的业绩好坏。而景区承载力能否提升，则主要取决于景区日接待量上限调升、停车场基础设施提升、区间车供应提升等因素。

图43：2019年A股景区板块营收季度分布（单位：亿）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图44：2019年A股景区板块归母净利润季度分布（单位：亿）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

投资主线 2：具备通过整合资源、丰富产品供给推动多元变现能力，且当前估值较为合理的标的。疫情后，受益于旅游业定位提升至支柱型战略产业，各地政府以及景区公司自身经营动能均有明显增强，尤其是具备国资股东背景的景区公司，更容易通过整合当地优质资源，推动景区提质扩容，从而提升业绩成长性。

表5：A股景区板块上市公司基本面梳理

| 景区 | 业务结构 | 待推出的增量项目 | 控股股东及重要股东 | 24年 PE (X) |
|-------|---------------------|-------------------|-----------|------------|
| 天目湖 | 门票、索道、餐饮住宿、旅行社、商品零售 | 漂流项目、动物王国 | 地方国资委 | 17 |
| 峨眉山 A | 门票、索道、餐饮住宿、旅行社 | 金顶索道扩容 | 地方国资委 | 21 |
| 宋城演艺 | 门票、商品零售 | - | 民营企业 | 19 |
| 九华旅游 | 索道、交通、餐饮住宿、旅行社 | 狮子峰景区开发 | 地方国资委+省国资 | 18 |
| 丽江股份 | 门票、索道、餐饮住宿、演艺 | 泸沽湖酒店 | 地方国资委 | 20 |
| 三特索道 | 门票、索道、餐饮住宿 | 千岛湖牧心谷、猴岛二期、珠海索道等 | 地方城投 | 14 |

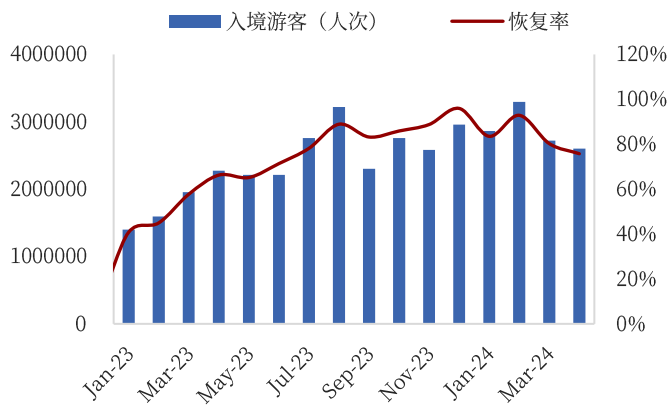
| | | | | |
|------|----------------|-------------------------------------|-----------|----|
| 张家界 | 索道、餐饮住宿、交通 | - | 地方国资委 | - |
| 桂林旅游 | 索道、餐饮住宿、交通 | - | 地方国资委 | - |
| 长白山 | 餐饮住宿、交通、旅行社 | 温泉酒店二期、露水河狩猎场项目、仙人桥氧泉浴场项目、龙湾玛珥湖景观项目 | 地方国资委 | 32 |
| 西域旅游 | 索道、酒店、交通、旅行社 | 喀什&赛里木湖演艺项目、低空飞行项目、房车营地 | 地方国资委+省国资 | 38 |
| 黄山旅游 | 门票、索道、餐饮住宿、旅行社 | 天都峰、太平湖 | 地方国资委 | 18 |

资料来源：各公司公告，中国银河证券研究院

2. 澳门博彩板块：周期弱化，成长可期

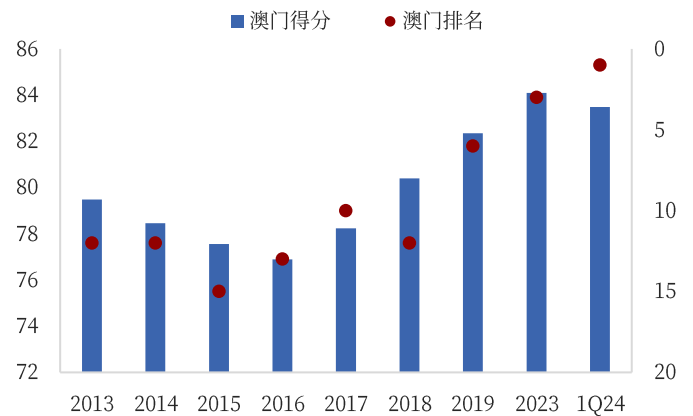
政策扶持+市场特色驱动，1Q24 澳门首次成为内地居民出境游最满意目的地。受益于澳门政府持续推动非博彩业务发展（MICE、演唱会等）、中央政府惠澳措施，以及澳门自身中西合璧、古今荟萃的文化特色，1Q24 澳门首次超越香港，成为中国居民出境游满意度最高的目的地。根据澳门政府数据，今年 1-4 月内地访澳旅客 803 万人/同比+74%，已恢复至 2019 年同期的 84%。

图45：澳门入境旅游人次及恢复率



资料来源：DSEC，中国银河证券研究院

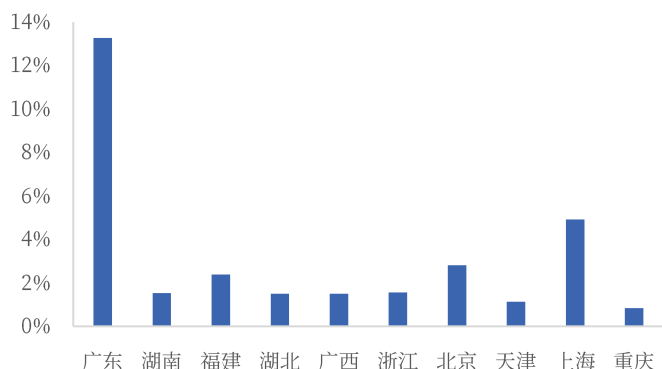
图46：内地访澳游客满意度及澳门在所有出境旅游目的地中的排名



资料来源：中国旅游研究院，中国银河证券研究院

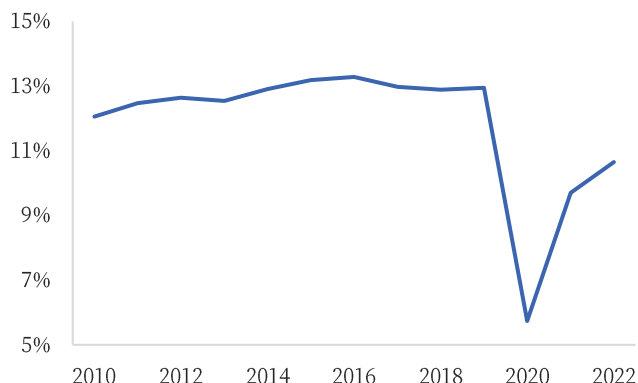
内地居民赴港澳游签证大幅放宽，澳门旅游市场远期扩容空间可观。1) 伴随横琴封关初步完成，自 5 月 6 日起，大陆居民跟团赴澳旅游，允许以“团进团出”方式于 7 日内多次往返横琴和澳门，有利于扩大澳门旅游市场承载量。横琴岛占地面积约 106 平方公里，相当于当前澳门土地面积的 3 倍，远期若横琴进一步对自由行旅客开放，则澳门旅游市场将有翻倍以上扩容空间；2) 2024 年国家移民管理局批复新增 8 个大陆城市赴澳门自由行（西安、青岛等省会城市），目前澳门自由行已实现对大陆主要省会、核心城市居民的全覆盖。参考当前已开放自由行省市居民赴澳旅游渗透率，我们预计今年新增的 8 个自由行城市有望为澳门带来 48 万自由行旅客（合计户籍人口约 4800 万，给予 1% 转化率），相当于 2023 年自由行旅游客量的 4.5%。3) 远期而言，伴随政策进一步优化+酒店、机场等配套设施进一步完善，我们预计澳门地区旅游人次仍有 60% 以上增长空间。

图47: 中国大陆主要省市赴澳旅游居民渗透率



资料来源: DSEC, 中国银河证券研究院

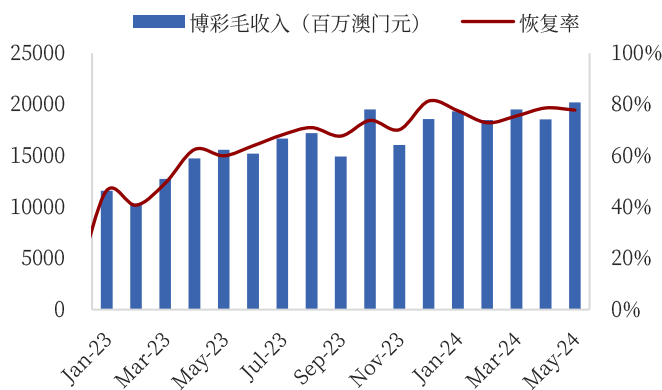
图48: 美国居民赴拉斯维加斯旅游渗透率



资料来源: LVCVA, 中国银河证券研究院

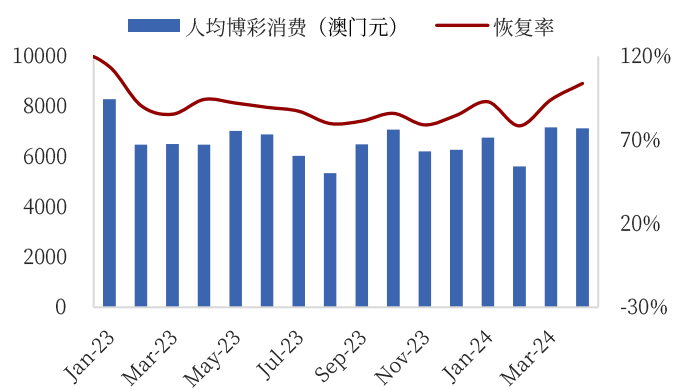
澳门博彩消费复苏趋势延续,客单价已恢复至疫情前水平,全年复苏率有望恢复至2019年同期80%以上。5月澳门博彩毛收入202亿澳门元/同比+30%,恢复至2019年同期的77.8%,恢复率环比4月-0.8pct;5月日均博彩毛收入6.5亿澳门元,环比4月+8.9%。4月人均博彩消费7131澳门元,恢复至2019年同期的104%,恢复率环比3月+10pct。考虑澳门特区政府在中长期仍将贯彻中央政府思路推行非博彩转型,我们预计未来澳门博彩市场的中场收入占比将进一步提升,我们预计2024年澳门博彩行业毛收入有望达到2186亿澳门元/同比+20%,恢复至2019年的81%,其中中场博彩毛收入将恢复至2019年同期的124%。

图49: 澳门入境旅游人次及恢复率



资料来源: DICJ, 中国银河证券研究院

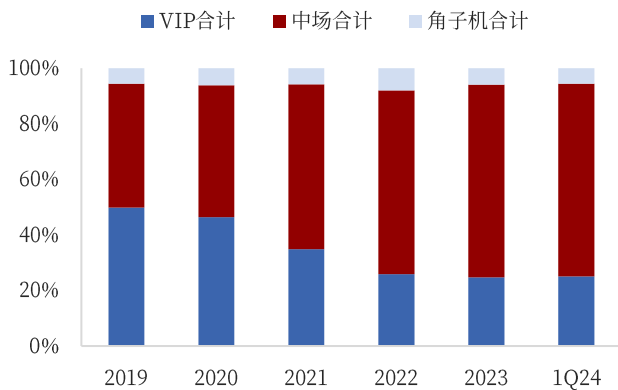
图50: 澳门人均博彩消费及恢复率



资料来源: DICJ, 中国银河证券研究院

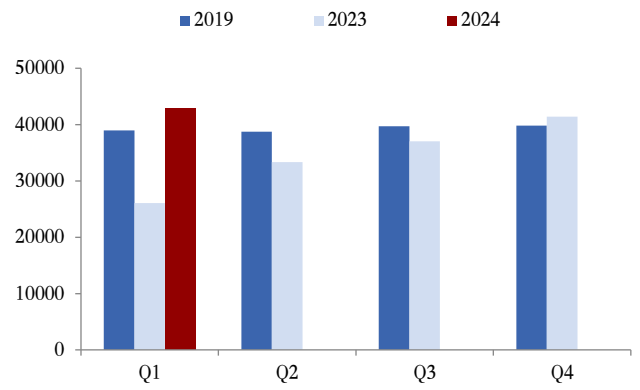
目前澳门博彩市场消费结构已主要由TO C业务主导,行业周期属性显著弱化+盈利能力提升有望驱动估值修复。受澳门地区推行新博彩法影响,当前澳门博彩行业收入结构较疫情前产生显著变化。截止1Q24,贵宾百家乐在澳门博彩毛收入中的占比较疫情前下降24pct降至25%,高利润率、To C为主的中场收入占比较疫情前大幅提升23pct至69%,上市博彩企业1Q24 EBITDA Margin普遍超过2019年同期,但EV/EBITDA仅为9x,仍低于历史平均的10x,未来存估值修复空间。

图51: 中场博彩消费占比持续提升



资料来源: DICJ, 中国银河证券研究院

图52: 澳门博彩业中场+角子机收入 (单位: 百万 MOP)

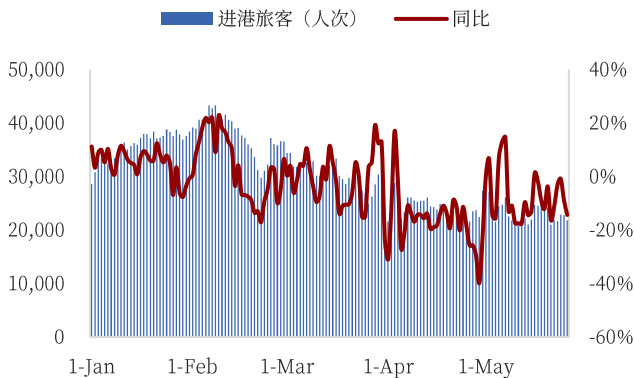


资料来源: DICJ, 中国银河证券研究院

(四) 免税: 2H24 离岛免税与机场免税的边际改善有望共振

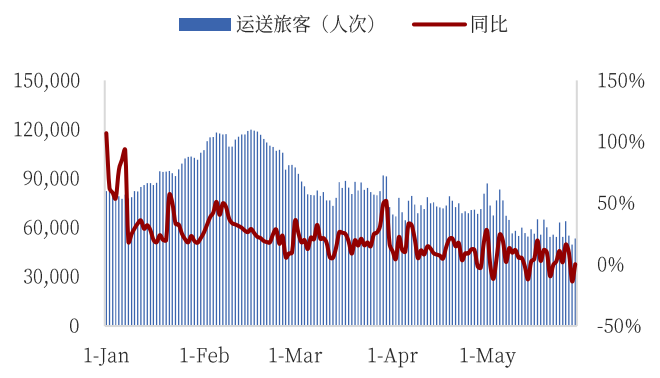
海南机场渠道整体客流仍保持增长, 但三亚客流有所下滑, 或受出境游分流影响。据海口美兰机场、三亚凤凰机场数据, 2024 年 1-5 月海口美兰机场运送旅客 1274 万人次/同比+23.5%, 但三亚凤凰机场进港旅客 455 万人次/同比-0.9%, 预计部分受出境游分流影响。若合并海南省两大核心机场, 我们测算进出海南岛旅客同比仍有 10%左右增长, 若与 2019 年对比, 海口机场客流同比增长约 20%, 三亚机场则较 2019 年增长约 10%。

图53: 2024 年 1-5 月三亚凤凰机场进港旅客人次



资料来源: 海口海关, 中国银河证券研究院

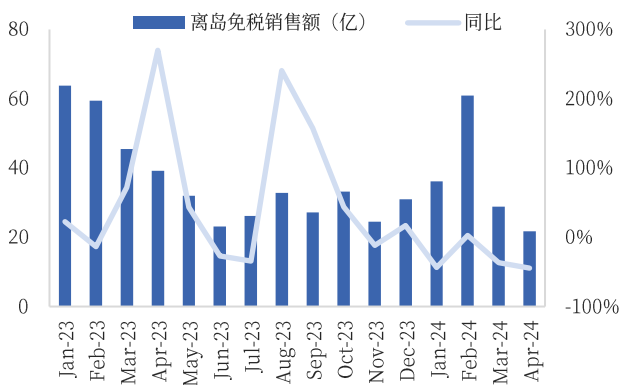
图54: 2024 年 1-5 月海口美兰机场运送旅客人次



资料来源: 海口海关, 中国银河证券研究院

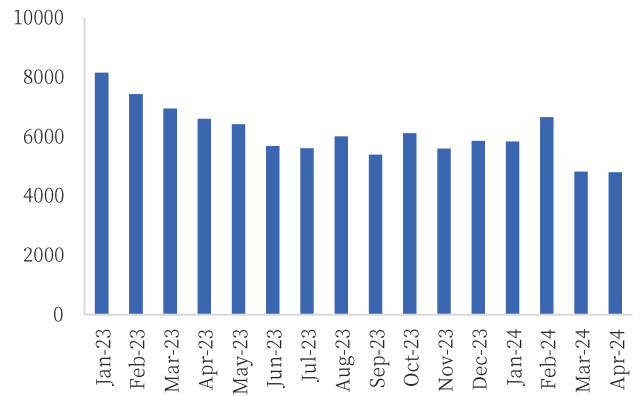
1H24 离岛免税销售同比下滑, 但拐点或逐步接近。1-4 月海南离岛免税实现销售金额 149 亿元/同比-28%。其中, 客单价是主要拖累项: 1-4 月客单价同比-21.5%, 购物人次同比-8.6%。我们认为, 当前离岛免税客单价大幅下降的主要原因与海南自 2023 年二季度开始严格清理代购有关, 同时亦受原有中高端客群被出境分流, 以及宏观消费环境承压影响。而考虑到代购带来的高基数效应即将于 2H24 消退, 我们认为离岛免税销售下降的主要拖累因素——客单价, 或有望于下半年逐步企稳止跌, 进而驱动销售增速逐步转正。

图55: 2023年以来海南离岛免税销售金额



资料来源: 海口海关, 中国银河证券研究院

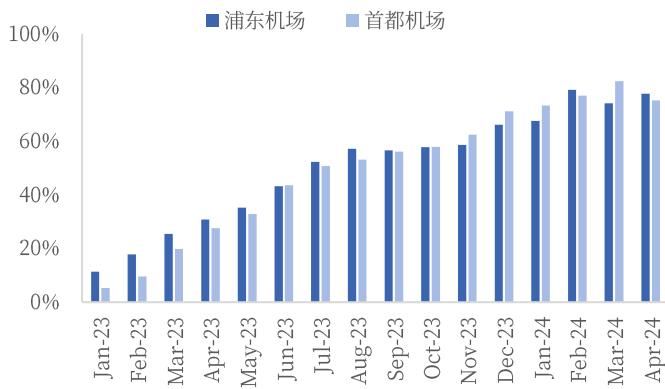
图56: 2023年以来离岛免税人均消费金额 (单位: 元)



资料来源: 海口海关, 中国银河证券研究院

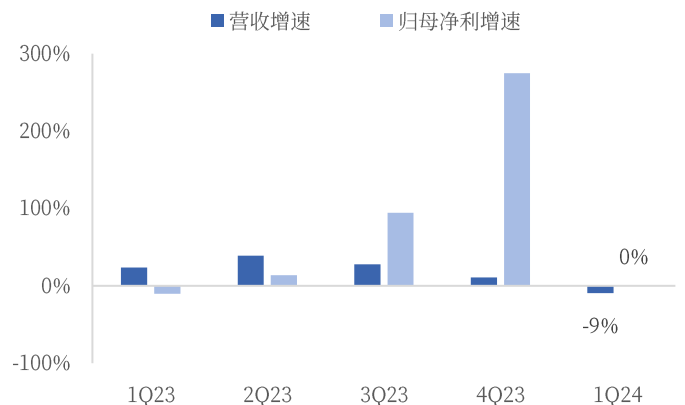
机场免税渠道受益出境客流复苏、租金协议优化, 2H24中免机场业务利润弹性有望释放。受益于国际航班供应持续恢复, 主要枢纽机场首都机场、浦东机场出入境客流已恢复至接近 2019 年同期 80%水平, 推动机场免税销售快速复苏。其中, 中国中免 1Q24 整体营收同比仅-9%, 即得益于浦东机场和首都机场的免税销售复苏, 抵消离岛免税下滑超 20%的影响。此外, 中国中免亦与核心机场于 2023 年 12 月就机场免税店租金协议进行了重新优化, 提成/保底租金计算方式变更为按实际净销售额提取, 并对原租金协议中较高的扣点提成比例进行了优化下调 (浦东机场由 42.5%→18%~36%、首都国际机场由超过 43%→18%~36%), 受益于新协议变化, 公司 1Q24 实现扣非净利率 12.2%, 录得自 3Q22 以来最佳水平。中期维度看, 我们以中国中免 2019 年机场营收体量测算, 假设新协议下浦东机场+首都机场免税店恢复至 2019 年销售规模, 则中免机场渠道有望较 2019 年额外贡献 10 亿税前利润, 相当于 2023 年税前利润的 10%。

图57: 国内主要枢纽机场出境客流恢复度



资料来源: 各公司公告, 中国银河证券研究院

图58: 中免 1Q24 归母净利润增速显著好于营收增速



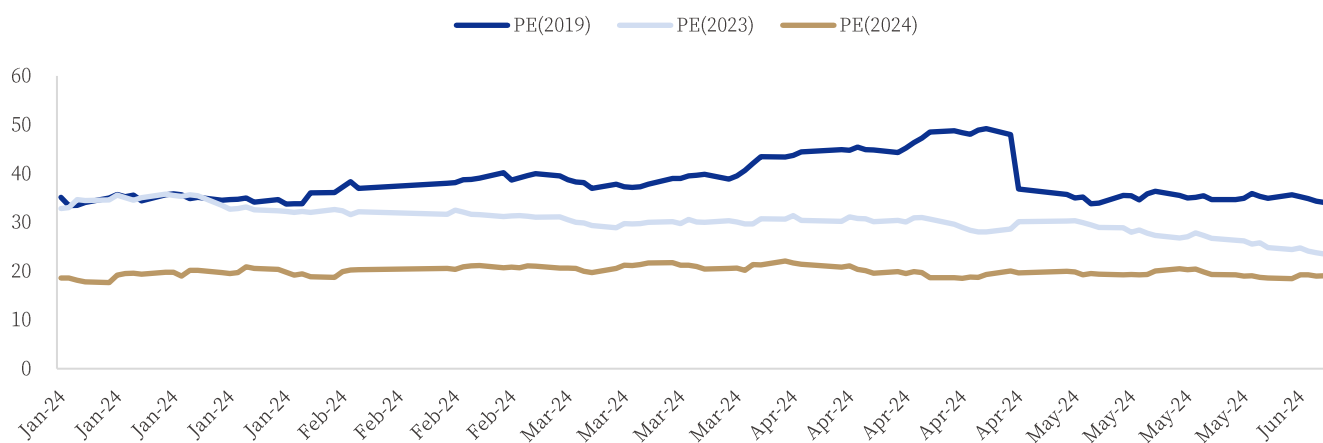
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

海南封关时点渐近, 我们预计离岛免税牌照优势仍将维持。参考海南省常务副省长沈丹阳 4 月 20 日在博鳌亚洲论坛 2022 年年会上的表态, 海南封关并非中国香港、新加坡模式。基于这一背景, 结合政府监管难度大小和对增加自由投资的促进, 我们认为在 2025 年封关后较长时间内, 可能存在两种情景: (1) 有税渠道仍有可能征收较低消费税, 此种情景下免税渠道仍将保有一定价格优势; (2) 参考横琴封关模式, 符合条件的货物经“一线”进入横琴岛内免税, 即当货品在岛内流通时可能完全免税。在这一情景下, 当货品进入内地时, 旅客所携物品货值不超过 8000 元人民币 (含 8000 元) 部分, 海关予以免税放行; 超过部分参照现行进境物品有关规定征税。考虑到离岛免税牌照届时仍然有效, 我们预计封关后, 消费者在免税商店购买的商品带回内地时, 将继续享受 10 万元的免税额度; 而由其他零售渠道购买的商品带入内地, 超过 8000 元的部分需按规定缴纳进口关税、消费

税、增值税。在此情景下，免税运营商仍将较岛内其他零售渠道对消费者享有充足的吸引力。

龙头估值处于底部，修复的驱动力预计来自需求、盈利能力与政策三维共振。中国中免 2024 年市场一致预期对应的 PE 已处于 20x 下方，主要原因在于居民消费升级的路径被破坏，导致免税商品在需求端面临显著下行风险，同时亦与公司盈利能力因外部环境变化下滑，以及疫后行业增量政策落地低于预期有关。从 2H24 的展望看，我们认为虽然整体宏观经济能否显著改善较难预测，但公司盈利能力的修复，受益于机场免税复苏、租金协议优化较为确定。此外，伴随居民出境游在年底基本修复至疫前水平，我们认为国人市内免税政策推出的必要性也在逐步提升。因此，龙头估值短期从底部回升的趋势较为确定，中期看伴随宏观经济进一步企稳复苏，需求端亦有修复动力，中免作为国内免税业唯一的龙头，配置价值依然显著。

图59：中国中免历史估值变化



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

四、重点公司盈利预测与估值

表6：重点公司盈利预测与估值

| 细分行业 | 公司 | 归母净利润（亿元，人民币） | | | PE (X) | | | 评级 |
|-------|---------|---------------|-------|-------|--------|-------|-------|-----|
| | | 2023A | 2024E | 2025E | 2023A | 2024E | 2025E | |
| 旅游 | 携程集团-S | 143 | 173 | 208 | 16.8 | 13.9 | 11.5 | 推荐 |
| | 同程旅行 | 26 | 33 | 42 | 13.2 | 10.4 | 8.2 | 推荐 |
| | 美高梅中国* | 24 | 38 | 43 | 18.9 | 11.9 | 10.5 | 未评级 |
| | 三特索道 | 1.3 | 1.7 | 2.0 | 13.8 | 10.6 | 9.0 | 推荐 |
| | 天目湖 | 1.5 | 1.7 | 2.1 | 20.3 | 17.9 | 14.5 | 推荐 |
| | 西域旅游* | 1.1 | 1.2 | 1.5 | 41.4 | 38.0 | 30.4 | 未评级 |
| 教育 | 学大教育 | 1.5 | 2.7 | 3.4 | 49.6 | 27.6 | 21.9 | 推荐 |
| | 新东方-S* | 13 | 25 | 37 | 65.5 | 34.1 | 23.0 | 未评级 |
| | 好未来* | -0.3 | 2.8 | 9.3 | - | 165.3 | 49.8 | 未评级 |
| | 思考乐教育* | 0.9 | 1.4 | 2.0 | 27.1 | 17.4 | 12.2 | 未评级 |
| | 卓越教育集团* | 0.9 | 1.3 | 1.9 | 28.1 | 19.5 | 13.3 | 未评级 |
| | 天立国际控股* | 3.3 | 5.6 | 8.0 | 26.2 | 15.5 | 10.8 | 未评级 |
| | 中教控股* | 14 | 21 | 24 | 7.8 | 5.2 | 4.6 | 未评级 |
| | 新高教集团* | 7.0 | 7.7 | 8.5 | 4.4 | 4.0 | 3.6 | 未评级 |
| | 中国科培* | 7.4 | 8.0 | 8.4 | 3.7 | 3.4 | 3.3 | 未评级 |
| 中国春来* | 6.8 | - | - | 7.3 | - | - | 未评级 | |
| 免税 | 中国中免 | 67 | 82 | 99 | 20.2 | 16.5 | 13.7 | 推荐 |

资料来源：Wind，中国银河证券研究院 注：港股及美股公司归母净利润为经调净利；*为未评级公司，盈利预测采用市场一致预期

五、风险提示

- （1）宏观经济持续下行风险：消费行业景气度整体仍受宏观经济波动影响，若中国经济无法如期企稳复苏，则将对各消费行业增长带来较大冲击；
- （2）行业政策波动风险：部分行业景气度受国家政策影响较大，若政府监管政策大幅收紧，或针对特许经营行业增发牌照，则将导致行业需求与竞争格局产生较大变化；
- （3）新业务布局拓展不及预期风险：企业进入新的业务或新的区域市场可能面临人员增长、管理效率降低、扩张失败等风险，从而导致业绩下降。

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 2020 年以来节假日旅游人次恢复 (同比 2019 年) | 4 |
| 图 2: 1-4 月社零细项增速 (按类别) | 4 |
| 图 3: 1-5 月中国服务业 PMI | 4 |
| 图 4: 1Q24 社会服务行业各细分板块营收增长趋势 | 5 |
| 图 5: 1Q24 社会服务行业各细分板块扣非归母净利润增长趋势 | 5 |
| 图 6: 社服板块和沪深 300 年初至今涨跌幅 (截至 6 月 7 日) | 5 |
| 图 7: 社服板块细分赛道涨跌幅情况 (截至 6 月 7 日) | 6 |
| 图 8: 公募基金社服板块持仓占比 | 6 |
| 图 9: 锦江酒店 2019/2023/2024 PE 预测值 (截至 6 月 7 日) | 7 |
| 图 10: 首旅酒店 2019/2023/2024 PE 预测值 (截至 6 月 7 日) | 7 |
| 图 11: 宋城演艺 2019/2023/2024 PE 预测值 (截至 6 月 7 日) | 7 |
| 图 12: 中国中免 2019/2023/2024 PE 预测值 (截至 6 月 7 日) | 7 |
| 图 13: 日本家庭教育支出占可支配收入比例 | 8 |
| 图 14: 日本部分消费品 CPI 指数 (1986 年=100) | 8 |
| 图 15: 受访者愿意增加消费支出的方向与占比 | 8 |
| 图 16: 上市教育企业最新财季营收增速 | 9 |
| 图 17: 2006-2016 年的出生人口逐年抬升 (单位: 万) | 9 |
| 图 18: 2024-2032 年全国普通高中在校生人数预测 (单位: 万) | 9 |
| 图 19: 2024 年高考报名人数再创历史新高 (单位: 万) | 10 |
| 图 20: 1991-2023 年中国高等教育毛入学率 | 10 |
| 图 21: 地方财政性教育经费占国家财政性教育经费比重 | 11 |
| 图 22: 新东方 1Q20-3Q24 营收逐步恢复 | 12 |
| 图 23: 新东方双减后盈利能力逐步回升 (剔除负值) | 12 |
| 图 24: 新东方学习中心数量变化 (单位: 个) | 13 |
| 图 25: 好未来网点数量变化 (单位: 个) | 13 |
| 图 26: 2016-2023 年民办高中在校生数量占比 | 13 |
| 图 27: 2016-2022 年民办高等教育在校生数量占比 | 13 |
| 图 28: 民办高教集团所得税率变化 | 14 |
| 图 29: 1H24 高教公司营收、利润同比增速 | 15 |
| 图 30: 高教公司市盈率及股息率 | 15 |
| 图 31: 未来三个月准备增加支出的项目 | 16 |
| 图 32: 五一假期消费更低的下沉市场目的地旅游订单显著跑赢 | 16 |
| 图 33: 旅游旺季 (含节假日+暑期) 旅游人次占全年比重 | 16 |
| 图 34: 24 年春节时段居民出行增速显著高于其他时段 | 16 |

| | |
|---|----|
| 图 35: 2023 年黄金周中国居民出境游恢复率..... | 17 |
| 图 36: 中国境内国际航班恢复率..... | 17 |
| 图 37: 国内 OTA 平台收入恢复率与旅游市场收入恢复率对比..... | 18 |
| 图 38: 中国与全球 OTA 化率对比..... | 18 |
| 图 39: 国际+港澳台旅客恢复情况..... | 19 |
| 图 40: 各国出境游渗透率..... | 19 |
| 图 41: 全球 OTA 市场主要地区市场份额占比..... | 19 |
| 图 42: 亚太重点地区旅游市场规模..... | 19 |
| 图 43: 2019 年 A 股景区板块营收季度分布 (单位: 亿)..... | 20 |
| 图 44: 2019 年 A 股景区板块归母净利季度分布 (单位: 亿)..... | 20 |
| 图 45: 澳门入境旅游人次及恢复率..... | 21 |
| 图 46: 内地访澳游客满意度及澳门在所有出境游目的地中的排名..... | 21 |
| 图 47: 中国大陆主要省市赴澳旅游居民渗透率..... | 22 |
| 图 48: 美国居民赴拉斯维加斯旅游渗透率..... | 22 |
| 图 49: 澳门入境旅游人次及恢复率..... | 22 |
| 图 50: 澳门人均博彩消费及恢复率..... | 22 |
| 图 51: 中场博彩消费占比持续提升..... | 23 |
| 图 52: 澳门博彩业中场+角子机收入 (单位: 百万 MOP)..... | 23 |
| 图 53: 2024 年 1-5 月三亚凤凰机场进港旅客人次..... | 23 |
| 图 54: 2024 年 1-5 月海口美兰机场运送旅客人次..... | 23 |
| 图 55: 2023 年以来海南离岛免税销售金额..... | 24 |
| 图 56: 2023 年以来离岛免税人均消费金额 (单位: 元)..... | 24 |
| 图 57: 国内主要枢纽机场出境客流恢复度..... | 24 |
| 图 58: 中免 1Q24 归母净利增速显著好于营收增速..... | 24 |
| 图 59: 中国中免历史估值变化..... | 25 |
| | |
| 表 1: 2024-2031 年中国普通高中、高等教育阶段在校生人数预测..... | 10 |
| 表 2: 2022 年底以来民办教育行业政策梳理..... | 11 |
| 表 3: 民办高中市场规模测算..... | 14 |
| 表 4: 中国在线旅游市场规模测算..... | 18 |
| 表 5: A 股景区板块上市公司基本面梳理..... | 20 |
| 表 6: 重点公司盈利预测与估值..... | 26 |

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，并不构成对客户的投资咨询建议，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