



预期转向下的社服板块布局思考

—— 10月投资前瞻

2024年10月08日

核心观点

- 板块表现：**9月SW社服行业涨跌幅为+27.2%，其中：教育（+30.7%）、专业服务（+28.2%）、酒店餐饮（+27.9%）、旅游及景区（+24.8%）。
- 政策预期转向后如何布局社服板块投资机会？**1) 社服板块跌幅+机构持仓比例足够低位：从21年1月的最高点到24年9月23日，SW社服行业指数累计下跌50%，位列全行业末五位。与之对应的是9月23日市场转向以来，SW社服指数累计上涨30%，位列全行业前五位。从机构持仓比例看，在过去三年持续下跌过程中，公募基金配置比例由1Q21的1.2%，降至2Q24的0.5%，已处于2013年以来的历史最低位；2) 预期回暖阶段的估值修复有哪些特征？以22年11月-23年1月复苏行情为鉴，第一阶段估值修复主要取决于估值或股价的绝对位置。当下时点顺周期酒店、景区、人力资源股价、估值均处于底部而非高位，从逻辑上也具备显著向上修复的动力和空间；3) 潜在政策组合是否对基本面产生影响？传导节奏如何？以2020-2021年美国疫情期间的消费刺激政策、日本1999年消费刺激政策为鉴，政策从实施→消费者信心提升→基本面修复所需时间为6-12个月，我们预计若Q4有潜在财政刺激政策组合落地，则传导至基本面的时间将在2Q25。4) 如何选择细分板块布局？我们建议从四个维度进行评分筛选：a) 稳就业就是稳收入预期，就业蓄水池相关行业更容易得到政策支持：餐饮（从业人数超过2000万人）、教育（双减前从业1000万人）、本地生活（美团骑手745万人）、车后服务（汽修220万人，新能源汽修人才紧缺），产业链上受益的职教龙头（中国东方教育）；b) 国家鼓励发展的新型消费业态，包括养老、托育、文旅、职教、本地生活等细分方向；c) 供给出清，格局优：教育、博彩、本地生活、OTA、车后服务；d) 具备业绩改善预期的酒店、免税、人力资源龙头。
- 细分板块跟踪及观点：**
 - 教育：Q3业绩预计维持强劲。**需求刚性+市场供给出清逻辑不变，Q3教培公司前瞻指引普遍保持强劲，且下半年开店增速有望加快，仍是消费行业中确定性、成长性均较强的细分子板块。推荐学大教育、天立国际控股，关注新东方-S、思考乐教育、卓越教育集团、昂立教育。
 - 旅游：国庆假期出境游表现优于国内游。**国庆假期国内出游人次恢复率较此前假期有所回落，但消费力有所改善。出境游表现更优，出入境人次日均同比+26%，好于节前预期，且香港、澳门大陆访客量均恢复至疫前水平。得益于基数和出境成本降低，我们预计出境游优势有望延续，推荐携程、同程，建议关注银河娱乐、金沙中国、美高梅中国。
 - 连锁服务：核心把握供给出清、格局改善。**当前连锁服务行业的投资策略，主要在于寻找需求端偏刚性、供给有出清，且具备门店进一步扩张的标的。推荐途虎-W，关注预期改善的顺周期酒店（锦江、首旅）、餐饮龙头（海底捞）。
- 风险提示：**自然灾害等不可抗力风险；政策进展低于预期的风险；宏观经济持续下行的风险。

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

2024-10-08



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

- 【银河社服】公司点评：学大教育(000526.SZ)：个性化教育需求稳固，盈利能力创历史新高
- 【银河社服】公司点评：携程集团(9961.hk)：出境游/国际业务高增，助推Q2业绩超预期
- 【银河社服】行业点评：国人市内免税政策落地，影响几何？

目录

Catalog

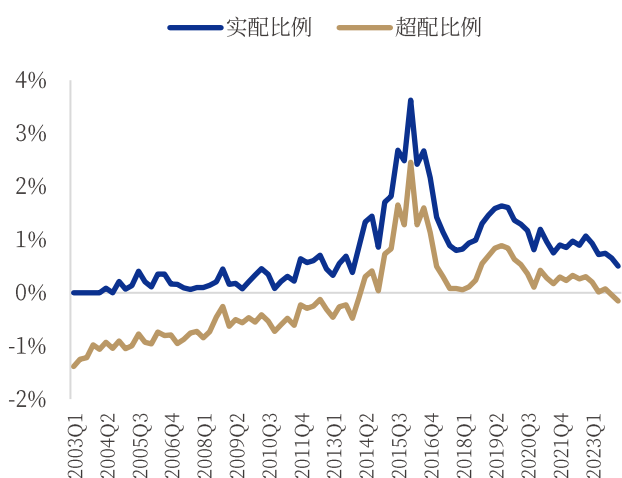
一、 行业细分板块数据及观点	3
(一) 板块反弹空间大，潜在政策有望刺激修复居民消费	3
(二) 板块布局逻辑	6
(三) 社零：8月社零增速环比稍有下滑	7
(四) 离岛免税：海南受台风影响严重，9月“即购即提”金额突破50亿元	8
(五) 酒店：核心经营指标仍呈同比下滑趋势，但降幅较上月末有所收窄	8
(六) 博彩：9月GGR符合预期，国庆假期人财两旺	11
(七) 旅游：出境游较国内游表现优异，优势有望延续	11
(八) 教育：3Q24教培公司业绩预计维持强劲	12
二、 行业要闻	14
(一) 免税/旅游零售	14
(二) 酒店	14
(三) 餐饮	14
(四) 旅游	15
(五) 教育	15
三、 市场行情	16
(一) 市场整体	16
(二) 个股行情	16
四、 重点覆盖股票盈利预测与估值	17
五、 风险提示	18

一、行业细分板块数据及观点

(一) 板块反弹空间大，潜在政策有望刺激修复居民消费

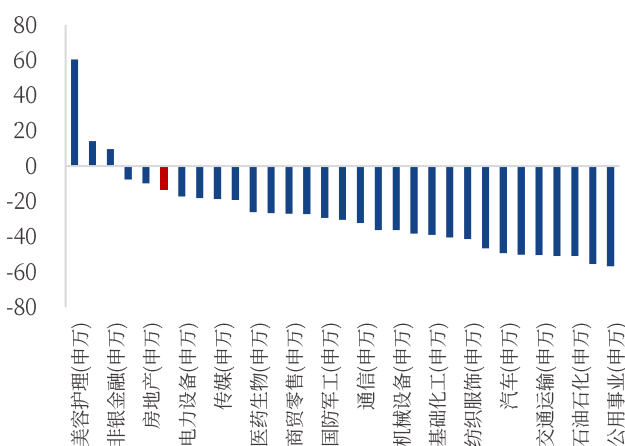
社服板块早前跌幅巨大，机构持仓处于历史地位，反弹空间充足。自2021年1月的最高点至2024年9月23日，SW社会服务行业累计下跌50%，位列于全行业末五位，整体跌幅较深。同时，社服板块公募基金实配比例自2Q23开始持续下滑，主要受权重股免税、酒店基本面复苏低于预期影响，2Q24社服板块公募基金配置比例下滑至0.5%，环比1Q24进一步下降，为2013年以来最低水平。在此背景下，社服板块可反弹空间巨大，自9月23日以来，板块区间涨幅达30.7%，位列全行业前五名。

图1：社会服务行业公募基金配置比例



资料来源：wind，中国银河证券研究院

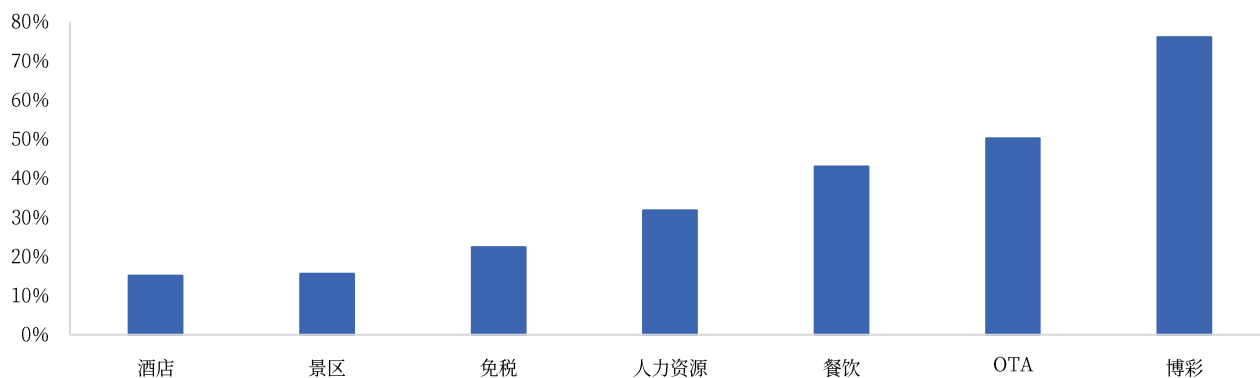
图2：2021年1月-2024年9月23日申万行业指数涨跌幅 (%)



资料来源：wind，中国银河证券研究院

预期回暖阶段修复估值取决于估值或股价的绝对位置。以2022年11月至2023年1月的复苏行情为鉴，期间预期行情估值弹性排序为博彩>OTA>餐饮>人力资源>免税>景区=酒店，第一阶段估值修复主要取决于估值或股价的绝对位置，低估值公司在大跌后具有良好的反弹弹性，因此市场反弹有较大可能从此类公司开始。当下时点顺周期酒店、景区、人力资源股价、估值均处于底部而非高位，从逻辑上也具备显著向上修复的动力和空间，因此此类板块率先修复可能性较大。

图3：2022年11月-2023年1月细分行业区间PE (2023年预测值) 变化



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

以美国和日本为鉴，潜在政策组合对基本面将带来哪些影响？

1) 美国：美国于 2020 年 3 月推出第一轮经济刺激法案，以缓解疫情初期的严峻冲击，促进经济复苏，后为进一步避免复苏乏力情况，推进复苏进程，分别于 2020 年 12 月和 2021 年 3 月颁布第二轮和第三轮经济刺激法案。

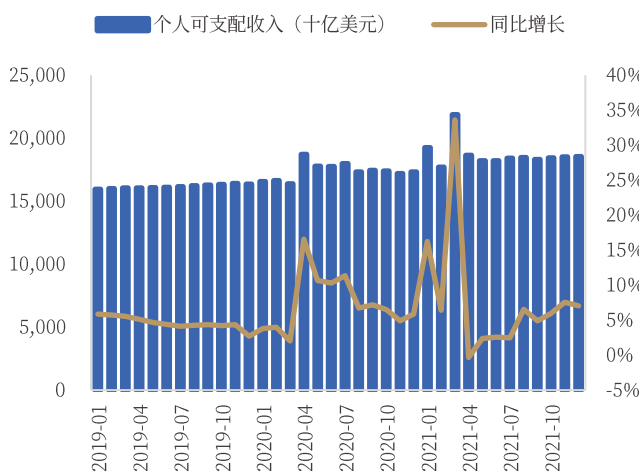
表1: 美国三轮经济刺激法案对比

法案名称	冠状病毒援助、救济和经济安全法案	2020 年冠状病毒救济法案	美国救援计划法案
立法时间	2020 年 3 月 27 日	2020 年 12 月 27 日	2021 年 3 月 11 日
涉及金额 (亿美元)	22000	9100	19000
占零售和食品服务销售额比例	35%	15%	26%
支出拆分占比			
个人现金补助	13.32%	18.24%	21.16%
失业救助金	12.18%	13.19%	10.84%
小型企业	17.14%	35.71%	2.84%
其他	57.36%	32.86%	65.16%

资料来源: Investopedia, 中国银河证券研究院

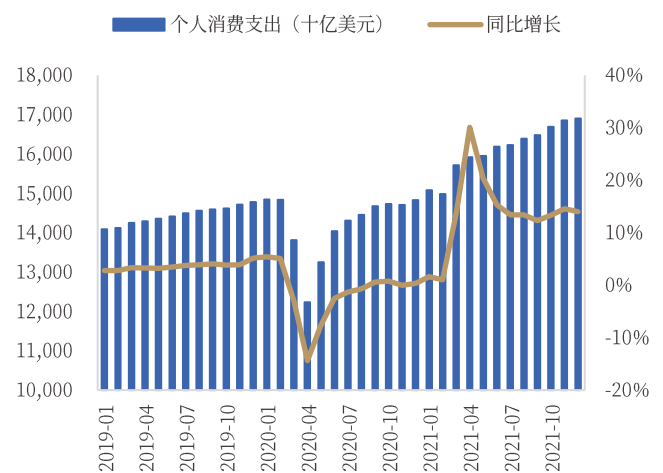
经济刺激法案有效提高个人可支配收入，但消费刺激效果有延缓性。在法案刺激下，美国居民的个人可支配收入得到了大幅提升，三次法案刺激下分别得到了+16.6%/+16.2%/+33.6%的同比涨幅，且整体规模基本保持上升趋势，个人消费虽得到有效同比提升，但整体消费水平直至 2021 年 1 月方回到疫情前水平。餐饮消费数据及酒店平均房价数据展现出了类似趋势，每轮法案刺激后消费和价格均能得到同比可观增幅，但整体行业修复速率较慢，分别至 2021 年 5 月和 2021 年 8 月恢复至疫情前水平上下。

图4: 美国居民个人可支配收入和增长率



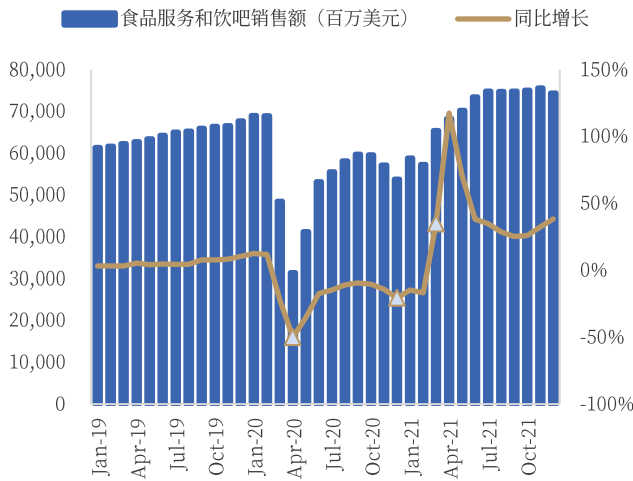
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图5: 美国居民个人消费支出和增长率



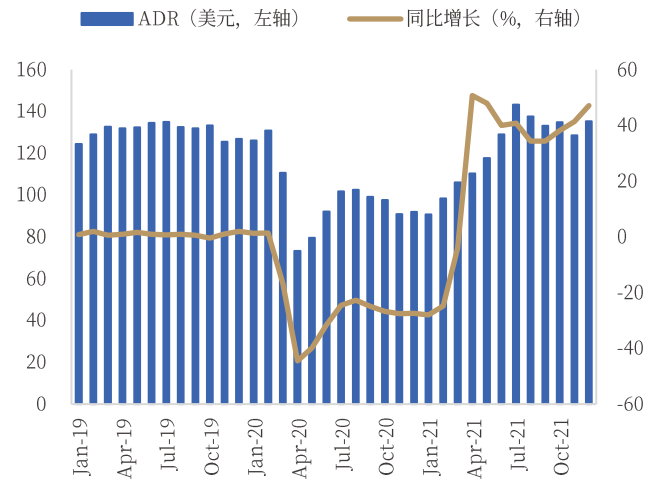
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图6: 美国食品服务和饮吧销售额和增长率



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图7: 美国酒店平均房价及增长率



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

2) 日本: 日本分别于2024年4月和2021年11月针对新冠疫情推出现金补助政策以抵抗疫情带来的负面影响, 同时配合定向补助政策 Go To Campaign (其中包括子项目 Go To Travel、Go To Eat、Go To Event、Go To 商业街) 以支持受疫情影响严重的旅游、餐饮、文娱等行业。另外, 日本政府为应对当时的经济衰退和低迷问题, 于1999年3月推出的消费券政策, 面向有孩子的家庭和中低收入者发放每人2万的消费券用于购买指定商品, 使用期限为6个月。

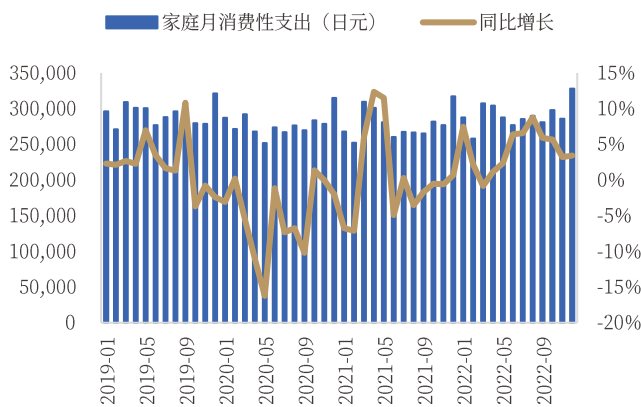
表2: 疫情期间日本现金补助政策

	2020年4月	2021年11月
总金额 (万亿日元)	12.8	2
占当年 GDP 比重 (%)	2.42	0.37
政策详情	按居民登记册记载, 每人发放 10 万日元的现金补贴, 申请者可以通过线上或线下方式提交申请。	向 18 岁以下的儿童和青少年, 以及 18 岁以上的高中在读生提供一次性 10 万日元的补助。

资料来源: 人民网, 中国银河证券研究院

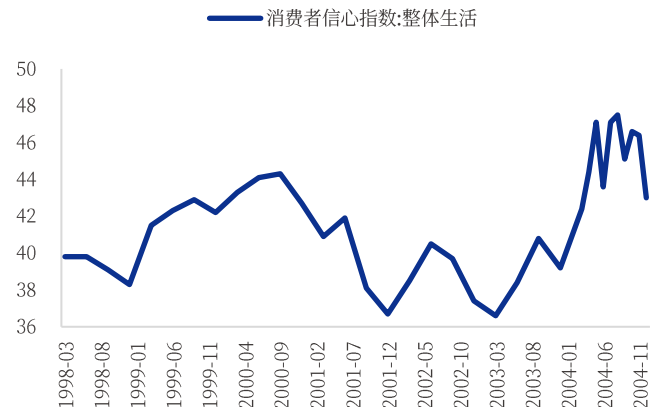
与美国情况类似, 政策效果传导具有延迟性。从疫情前中后家庭月消费支出情况来看, 家庭消费情况于2021年1月开始出现大幅回升, 此时据第一轮补助政策颁布已过去9个月, 此后正向增长趋势得以延续。同时, 上世纪90年代在政策刺激下, 日本消费者信心指数于1999年3月开始回升, 并延续至2000年9月。

图8: 2019-2022年日本家庭月消费支出和增长率



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图9: 1998-2004年日本消费者信心指数（整体生活）



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

以美国、日本消费刺激政策为鉴，政策虽在短期内能有效提高居民收入水平，但消费者信心提振并传导至政策效果完全发挥、基本面修复，仍需 6-12 个月。若 4Q24 有潜在财政刺激政策组合落地，则将在 2Q25 或往后完全发挥政策效果。

（二）板块布局逻辑

我们认为，细分板块应从以下五个维度进行评价，所占维度越高的行业，股价弹性越大，具备更强的增长动能，应重点关注。

表3：行业维度评价评分表

	就业蓄水池	新型消费业态	供给出清	Q3 业绩好于预期	25 年预期改善
免税			✓		✓
酒店	✓				✓
人力资源	✓				✓
餐饮	✓				✓
景区		✓		✓	✓
OTA		✓		✓	✓
教育	✓		✓	✓	✓
车后服务	✓	✓	✓	✓	✓
博彩			✓	✓	✓
本地生活	✓	✓	✓	✓	✓

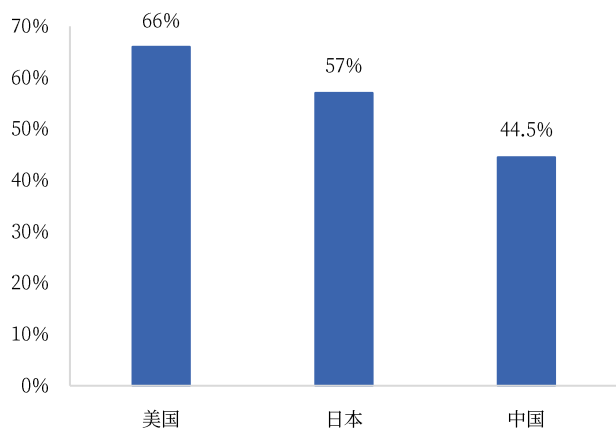
资料来源：中国银河证券研究院

具体逻辑如下：

1) **就业蓄水池行业有望获得更多政策支持**。稳就业就是稳收入预期，为促进促进经济社会稳定和提升居民消费信心的重要举措，《中共中央国务院关于实施就业优先战略促进高质量充分就业的意见》明确强化宏观调控就业优先导向，支持发展吸纳就业能力强的产业和企业。因此，就业蓄水池行业前景可观，主要包括：餐饮（从业人数超过 2000 万人）、教育（双减前从业 1000 万人）、本地生活（美团 745 万人）、汽修连锁（从业 220 万人，新能源汽修人才紧缺）、产业链上收益的职教龙头（中国东方教育）。

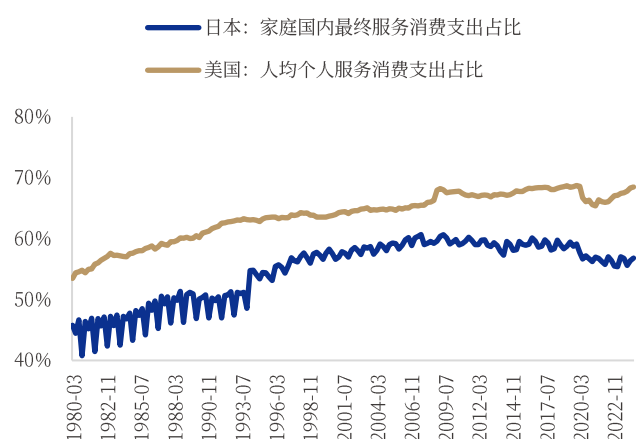
2) **居民消费需求转向服务型消费，国家鼓励新型消费业态**。以美国、日本经验来看，其服务消费在消费支出中占比自 1980 年来均保持上升趋势，目前已分别达到 66%和 57%，相比之下中国的 44.5%仍处于较低水平。另外，9 月 25 日的中共中央政治局会议提出“要培育新型消费业态”，为打造消费新增长点，促进消费高质量发展。由此可见，服务消费行业如养老、托育、文旅、职教、本地生活等细分方向应重点关注。

图10: 中、美、日三国居民服务消费占消费支出比例



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图11: 1980-2024 年美、日居民服务消费支出占比变化



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

3) 供给出清, 格局优。优先关注市场结构得到优化, 形成良好竞争局面, 供给关系更对平衡的行业, 如教育、博彩、本地生活、OTA、和车后服务。

4) 关注 Q3 业绩优于预期和未來业绩有望改善的行业, 包括酒店、免税、人力资源龙头公司。

(三) 社零: 8月社零增速环比稍有下滑

2024年8月我国社会消费品零售总额 38726 亿元, 同比+2.1%。据国家统计局数据显示, 2024年8月我国社会零售总额 3.9 万亿元, 同比+2.1%, 环比-0.6pct, 同比增速环比7月略有下滑。其中, 除汽车以外的消费品零售额 3.5 万亿元, 同比+3.4%, 环比-0.3pct。另外, 1-8月服务零售额累计同比+6.9%。

图12: 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

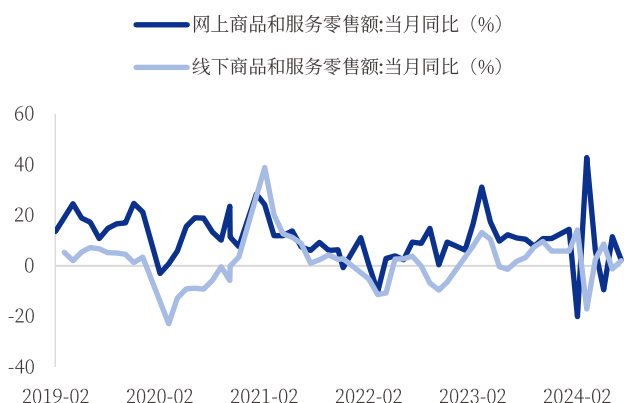
图13: 除汽车外社零总额当月同比



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

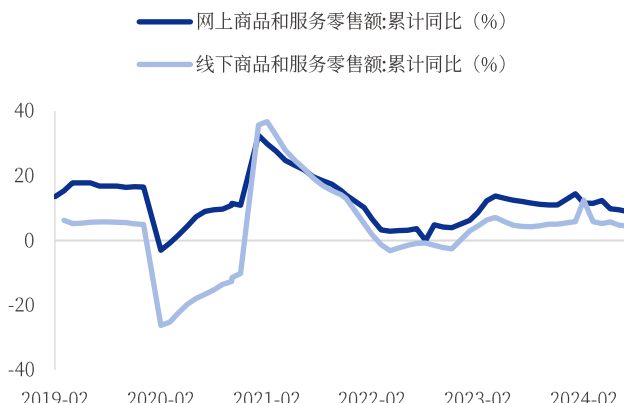
分渠道看, 当月线上增速远超线下增速。2024年1-8月, 全国网上、线下累计零售额分别同比增加 8.9%、4.5%。

图14: 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

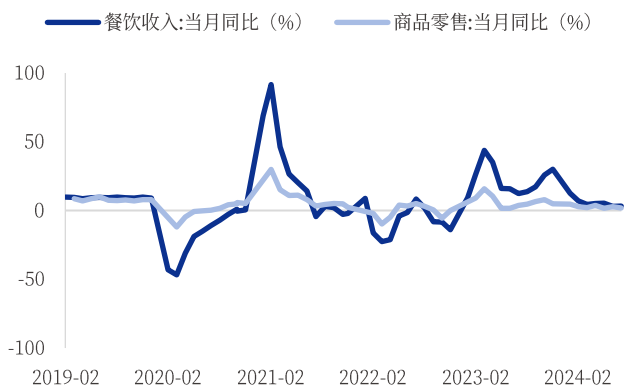
图15: 网上&线下商品和服务零售额累计同比



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

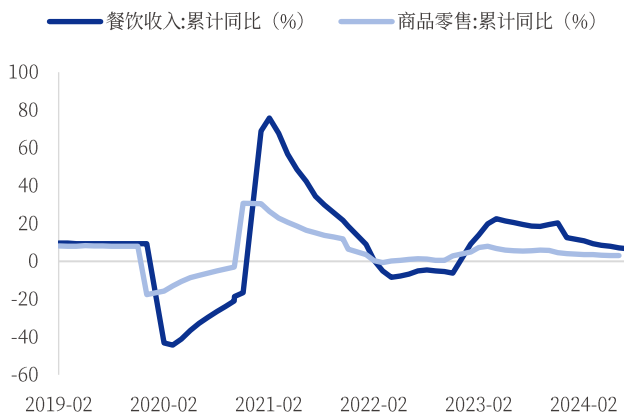
分类型来看, 商品零售增速放缓, 餐饮收入增速提高。2024年8月, 餐饮收入、商品零售额分别同比增长3.3%、1.9%, 增速分别环比+0.3pct、-0.8pct。

图16: 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

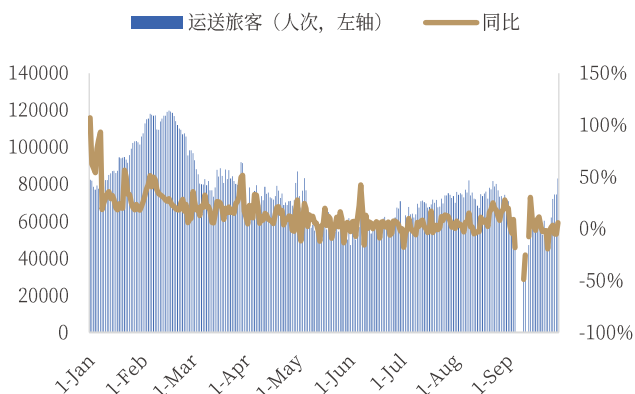
图17: 社零: 商品零售&餐饮收入累计同比



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

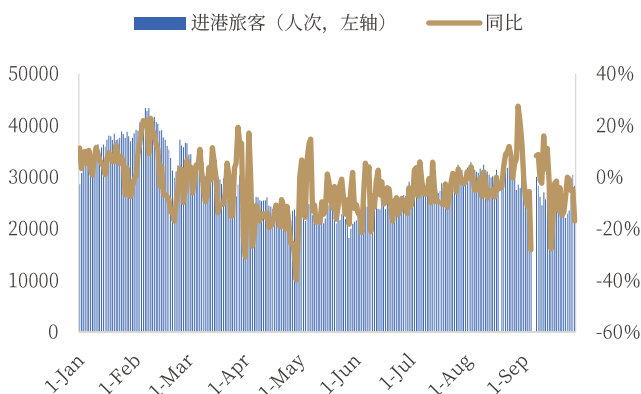
(四) 离岛免税: 海南受台风影响严重, 9月“即购即提”金额突破50亿元

图18: 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19: 三亚凤凰机场进港旅客量及同比增速

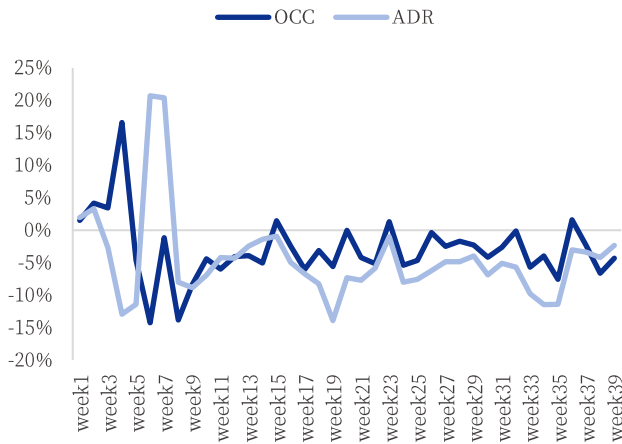


资料来源: 凤凰机场官方微博, 中国银河证券研究院

(五) 酒店: 核心经营指标仍呈同比下滑趋势, 但降幅较上月末有所收窄

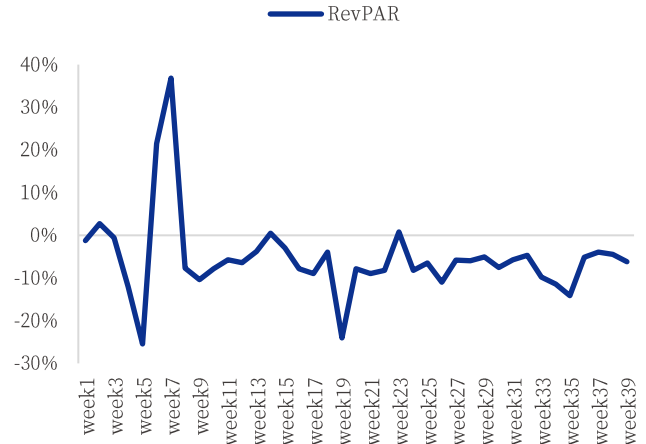
据酒店之家数据，9.29当周，国内酒店 OCC 为 54.8%，同比-4.4pct；ADR 为 218.3 元/间，同比-2.4pct；RevPAR 为 186.5 元/间，同比-6.2pct。整体来，9 月前五周 OCC 和 ADR 均呈逐周下滑趋势，表现不及去年同期。

图20: 中国大陆整体酒店 OCC&ADR 涨幅



资料来源：酒店之家，中国银河证券研究院

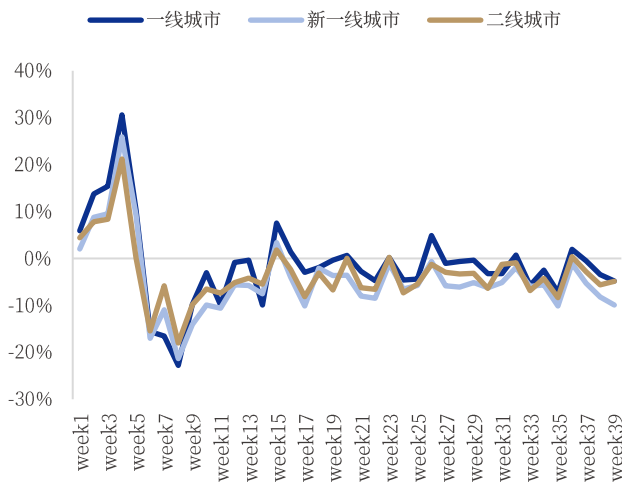
图21: 中国大陆整体酒店 RevPAR 涨幅



资料来源：酒店之家，中国银河证券研究院

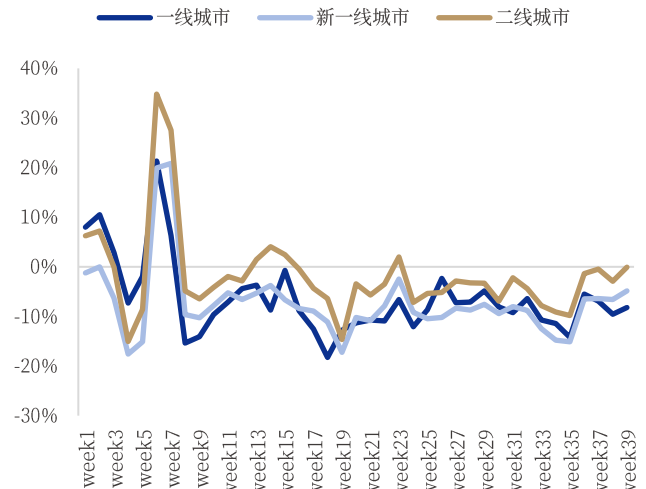
据酒店之家数据，9.29当周，国内一线/新一线/二线城市 OCC 分别为 62.9%/57.9%/53.5%，同比-4.8pct/-4.8pct/-4.9pct；ADR 分别为 294.6 元/221.4 元/215.8 元每间，同比-8.2pct/-4.8pct/-5.3pct。

图22: 中国二线及以上城市 OCC 涨幅



资料来源：酒店之家，中国银河证券研究院

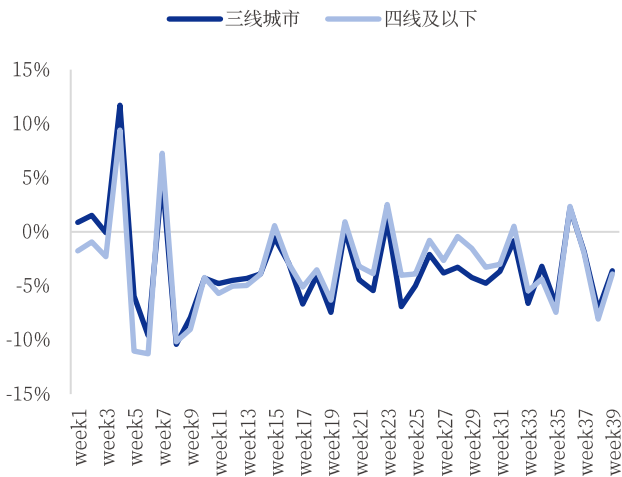
图23: 中国二线及以上城市 ADR 涨幅



资料来源：酒店之家，中国银河证券研究院

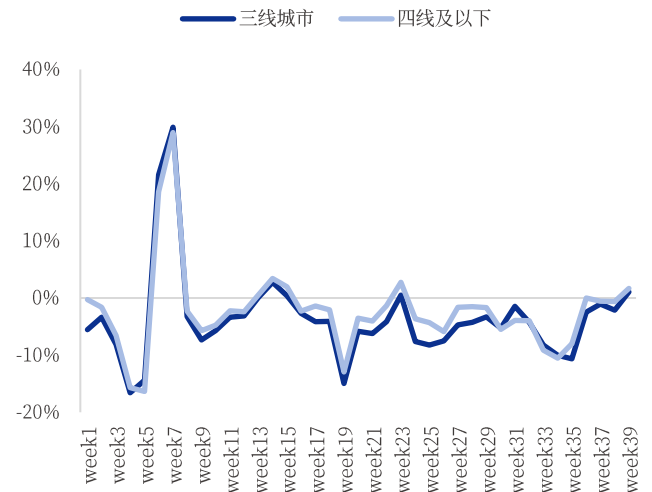
据酒店之家数据，9.29当周，国内三线/四线及以下 OCC 分别为 53.1%/52.3%，同比-3.6pct/-3.9pct；ADR 分别为 198.3 元/199.2 元每间。同比+1.08t/+1.7pct。

图24: 中国三线及以下城市 OCC 涨幅



资料来源: 酒店之家, 中国银河证券研究院

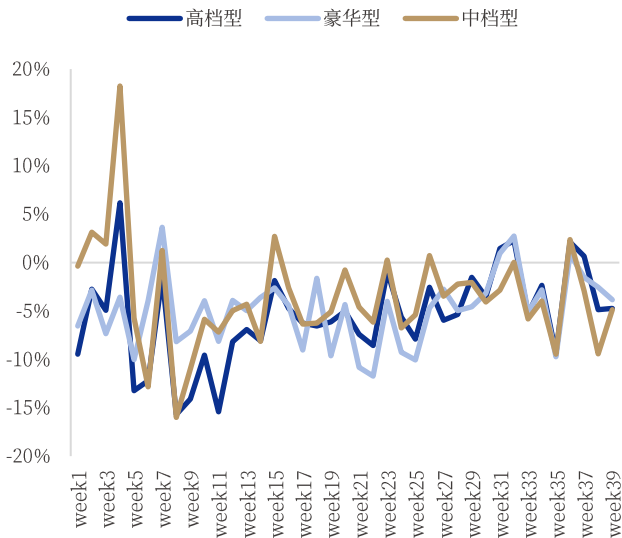
图25: 中国三线及以下城市 ADR 涨幅



资料来源: 酒店之家, 中国银河证券研究院

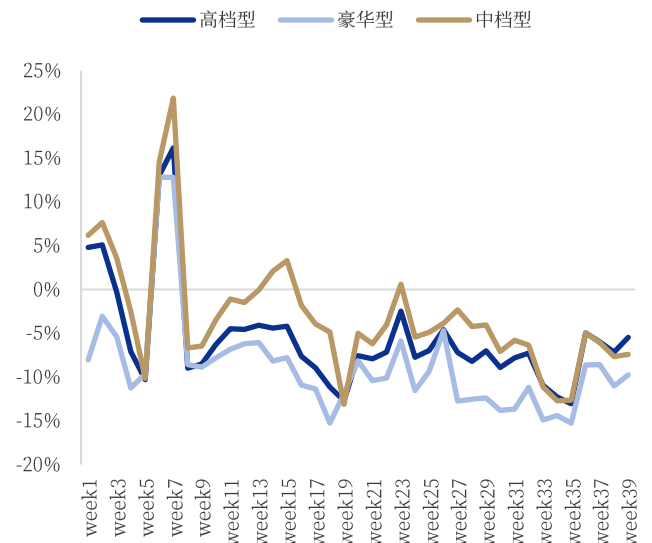
据酒店之家数据, 9.29当周, 国内豪华型/高档型/中档型酒店 OCC 分别为 40.9%/47.3%/56.1%, 同比-3.8pct/-4.7pct/-4.9pct; ADR 分别为 677.9 元/375.9 元/249.5 元每间, 同比-9.7pct/-5.5pct/-8.9pct。

图26: 中国中高端酒店 OCC 涨幅



资料来源: 酒店之家, 中国银河证券研究院

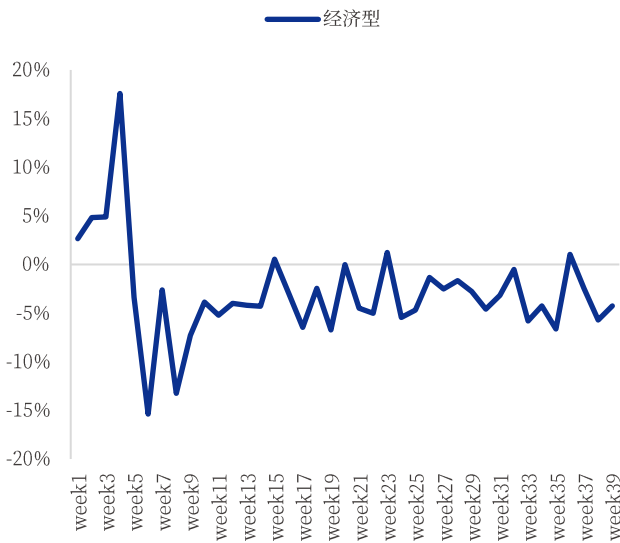
图27: 中国中高端酒店 ADR 涨幅



资料来源: 酒店之家, 中国银河证券研究院

据酒店之家数据, 9.29 当周, 国内经济型酒店 OCC 为 54.9%, 同比-4.25pct; ADR 为 133.9 元/间, 同比-0.7pct。

图28: 中国经济型 OCC 涨幅



资料来源: 酒店之家, 中国银河证券研究院

图29: 中国经济型 ADR 涨幅



资料来源: 酒店之家, 中国银河证券研究院

(六) 博彩: 9月 GGR 符合预期, 国庆假期人财两旺

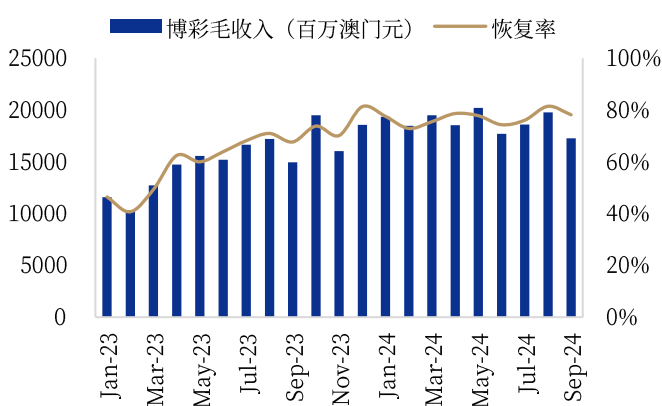
博彩毛收入: 9月澳门博彩毛收入 172 亿澳门元/同比+16%, 恢复至 2019 年同期的 78.1%, 恢复率环比 8 月-3.3pct; 9 月日均博彩毛收入 5.8 亿澳门元, 环比 8 月-10%。9 月环比回落主要受季节性因素、天气因素影响, 整体符合市场预期。

澳门入境旅客: 8 月澳门共录得入境旅客 365 万人次/同比+13%, 恢复至 2019 年同期的 101%, 恢复率环比 7 月+15pct, 为疫后首次超过 19 年水平。

人均博彩消费: 8 月人均博彩消费 5409 澳门元, 恢复至 2019 年同期的 81%, 恢复率环比 7 月-8pct。

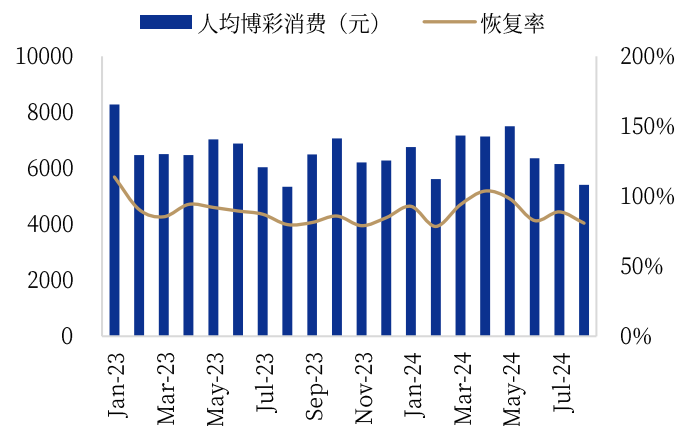
十一假期高频数据: 前 6 日预计日均博彩消费 10.8 亿澳门元, 同比+30% (8 日日均), 恢复至 2019 年 93% (7 日日均); 大陆旅客量访问量 77.4 万人次, 同比+31%, 较 19 年+4.5%

图30: 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31: 澳门博彩人均博彩消费及恢复率



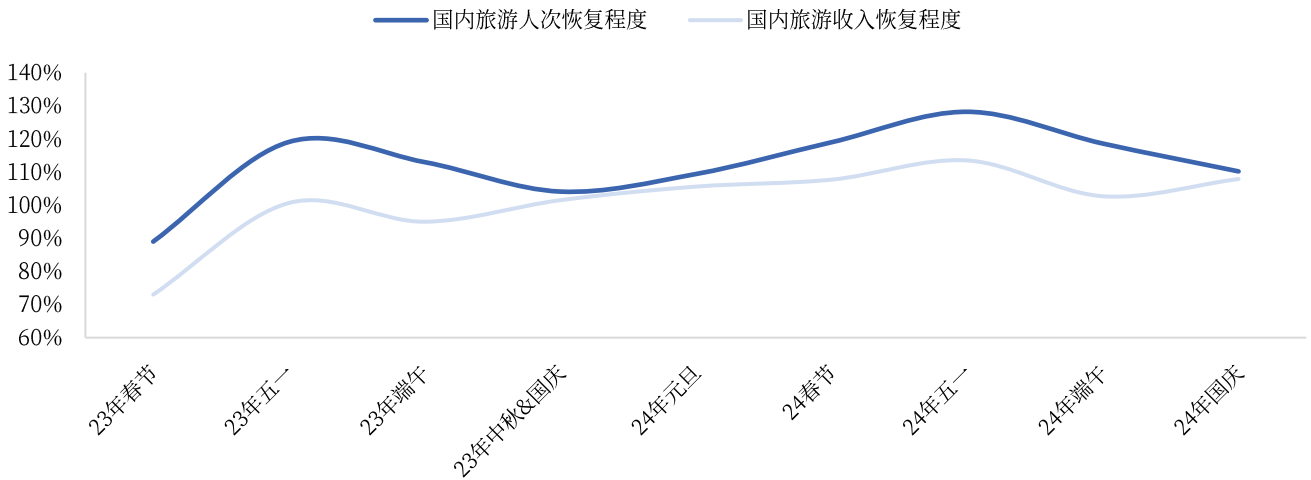
资料来源: DICJ, DSEC, 中国银河证券研究院

(七) 旅游: 出境游较国内游表现优异, 优势有望延续

国庆假期期间国内游出行人次增速放缓, 消费得到改善。据文旅部数据显示, 国庆假期期间国

内出游人次共计 6.54 亿人次，可比口径同比+5.9%，较 2019 年+10.2%，恢复率与 2024 年其他假期相比较低。消费方面，人均消费恢复至 2019 年 98%，优于五一、端午消费情况。从各省市数据来看，大部分省份人均消费均录得增长，仅小部分省份存在下滑情况，主要由于机酒成本的下降，和居民对乡村游、县域游等兼具性价比和体验感的旅游模式的追求加深。

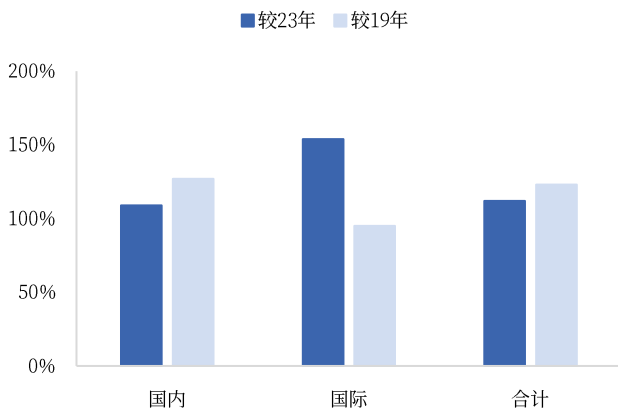
图32：2023 年以来假期国内旅游人次和国内旅游收入恢复程度



资料来源：文旅部，中国银河证券研究院

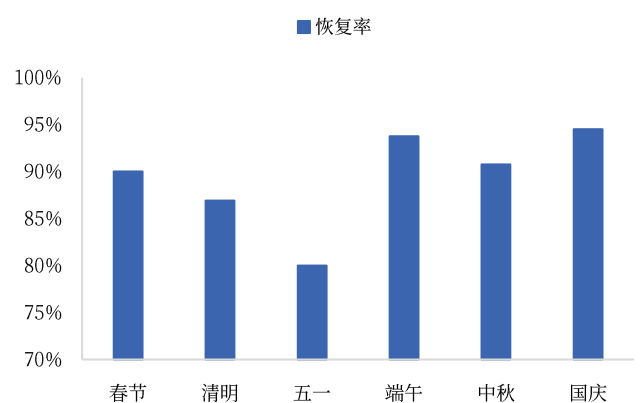
得益于低基数和国际航班票价下降，出境游表现超越预期。据 CADAS 和携程预订数据显示，国庆假期期间国际航班架次同比+37%，推动机票价格同比下降超 20%，其中日本、英国、新加坡机票均价降幅超 30%。受益于航班数量增多和出境成本下降，今年国庆期间出入境人次得到大幅提升，日均出入境旅客达 187 万人次/同比+26%，优于节前 175 万人次的预期，恢复至 2019 年的 95%，环比五一假期+15pct。同时，据 OTA 平台预定数据显示，下沉市场居民出境游订单量大幅提升，考虑到先前下沉市场出境游渗透率较低，未来下沉市场居民有望持续为出境游市场提供增长动能。

图33：国庆日均国内、国际航班旅客运输量变化



资料来源：CADAS，中国银河证券研究院

图34：24 年主要假期出入境人次恢复率



资料来源：移民管理局，中国银河证券研究院

(八) 教育：3Q24 教培公司业绩预计维持强劲

3Q24 教培公司前瞻指引均较高，龙头公司加速扩张。学大教育指引未来营收增速将高于 20%，核心区域 KPI 考核的收入增速将远超 20%，业务增速十分可观。同时，1H24 门店增长率为 10%-20%，下半年增速预计提升至 30%以上，部分优势区域门店面积接近翻倍。另外，天立国际控股新

学期在校人数约 13 万人，同比增幅达 30%，且目前新校区储备租赁项目朝 10 个，可支撑每天 3-5 所高中的扩张目标。除此之外，新东方-S、思考乐教育、卓越教育集团等公司均对其营收和利润率做出较高指引。

二、行业要闻

（一）免税/旅游零售

【雅诗兰黛召开 2024 财年第四季度业绩会：亚洲市场的旅游零售市场疲软】近日雅诗兰黛 (EL.US) 公布了 2024 财年第四季度财报，在 2024 财年，雅诗兰黛的有机销售额下降了 2%，但在下半年恢复增长，第三季度有机销售增长 6%，第四季度加速至 8%。中国和亚洲旅游零售市场的高端美容行业进一步疲软，且 2025 财年预计将继续下滑。（资料来源：公司公告）

【海南离岛免税“即购即提”购物金额超 50 亿元】据海口海关统计，自 2023 年 4 月 1 日海南离岛免税“即购即提”政策实施以来，截至 2024 年 9 月 9 日，海口海关共监管“即购即提”提货方式免税购物总金额 50.3 亿元，购物人数 255 万人次，购物件数 571 万件。海口海关口岸监管处相关负责人表示，下一步，海口海关将持续深化“双智”建设，持续优化监管流程，以“无感监管”为目标，探索免税品监管模式改革升级，为企业、旅客提供更优质服务，推动离岛免税政策良性健康发展。（资料来源：海口海关）。

（二）酒店

【酒店之家发布中秋数据解读】整体来看，全国出游人次和总花费呈现上涨态势。据文化和旅游部数据中心测算，2024 年中秋节假期全国国内出游 1.07 亿人次，按可比口径较 2019 年同期增长 6.3%；国内游客出游总花费 510.47 亿元，较 2019 年同期增长 8.0%。酒店之家综合 OTA&PMS&酒店之家等多渠道获取的数据显示，今年中秋节 3 天假期酒店 Revpar 平均为 107.3 元，较 2023 的 139.85 元和 2019 年的 123.26 元差距较大。假期首日（9.15）酒店价格最高，为 205.7 元/间，此后逐渐下降。到 9 月 17 日，平均价格下滑至 172.5 元/间。另外，酒店平均出租率为 56.28%，超过 2023 年 3 天的平均入住率 53.69%，逼近 2019 年的 59.32%。（资料来源：酒店之家）

【黄金周澳门酒店预订表现强劲】据报道，澳门旅游商会理事长、酒店业商会会长张健中表示，从今年旅游业运行情况看，业界对“十一”黄金周市场充满信心。目前新口岸区传统型酒店预订率接近八成，房价基本与 2019 年同期持平，旅客普遍预订两至三晚，留宿时间延长。假期趋近，预订数据将提升，黄金周期间预计日均旅客量 10 万人次或以上，预计酒店入住率逾九成。（资料来源：智通财经）

（三）餐饮

【《2024 北京餐饮业观察报告》发布】《报告》显示，上半年，北京市餐饮业注册量达 4842 家，平均每天新开餐厅数量约为 26.5 家。同时窄门餐眼数据显示，从 2023 年 8 月份到 2024 年 7 月份，北京餐饮门店数量持续上升，从 12.67 万家增长至 14.53 万家，反映出行业显著的扩张步伐。同时，到店就餐的消费近半数集中在 101 元至 500 元的价格区间，但深入分析发现，31 元至 50 元的价格区间占比最高，这主要得益于北京丰富的小吃和快餐品类。此外，9.9 元等低价策略在吸引客流方面效果显著，不仅在咖啡茶饮和快餐领域，高端餐饮也开始尝试推出平价单品，以吸引更多广泛的消费群体。（资料来源：北京商报社、北京烹饪协会、深蓝智库）

【2024 “乐品上海”餐饮消费券 9 月 28 日 10 点起发放】第一轮 2024 “乐品上海”餐饮消费券的领取时间从 9 月 28 日上午 10 点开始，后续具体发券日期为 10 月 5 日、10 月 12 日、10 月 19

日，均为上午 10 点。每周额度分别为 9000 万元、3000 万元、3000 万元和 3000 万元。第二轮发放时间为 11 月，根据第一轮发放情况，确定每周分配额度。两轮市级财政资金共投入 3.6 亿元，每轮均为 1.8 亿元。（资料来源：上海市商务委）

（四）旅游

【文旅部公布前三季度旅游统计数据】前三季度，预计国内旅游人次 42.9 亿、旅游花费 4.32 万亿元，同比分别增长 16.8%和 17.1%，接近 2019 年峰值水平；前三季度预计入境旅游人次 0.95 亿，同比增长 55.4%，恢复至 2019 年同期的 93.4%。此外，今年上半年，规上文化及相关产业企业实现经营收入近 6.5 万亿元，同比增长 7.5%。（资料来源：文旅部）

【飞猪与香港旅游发展局达成新合作，开发香港游新品、提供亿元补贴】飞猪与香港旅游发展局(以下简称“香港旅发局”)宣布最新合作计划，双方联合推出的“飞猪超级香港盛事季”即日起在飞猪 App 上线，将发放总额超亿元的出游消费券，覆盖香港往返机票、品质酒店、知名景区和乐园、高铁券、度假产品券等多元品类，补贴发放将持续至 2024 年 12 月 31 日。此外，飞猪及香港旅发局将围绕香港丰富多样的旅游和体验资源，在促进当地特色旅游服务的数字化营销、创新旅游产品等领域开展广泛且深入的合作。（资料来源：公司公告）

（五）教育

【OpenAI 聘请 Coursera 前高管领导教育业务,拟扩大在教育领域的影响力】OpenAI 表示，已聘请教育科技公司 Coursera 前首席营收官 Leah Belsky 担任其首任教育总经理。她将负责拓展 OpenAI 在教育领域的影响力，覆盖从 K-12 到高等教育的全阶段。随着 Belsky 的加入，OpenAI 正计划进一步加强与顶尖大学的合作。据悉，该公司将于 10 月与多所知名大学的校长和教务长举行会晤，共同探讨如何将 AI 技术恰当地融入教学和研究工作中。（资料来源：公司公告）

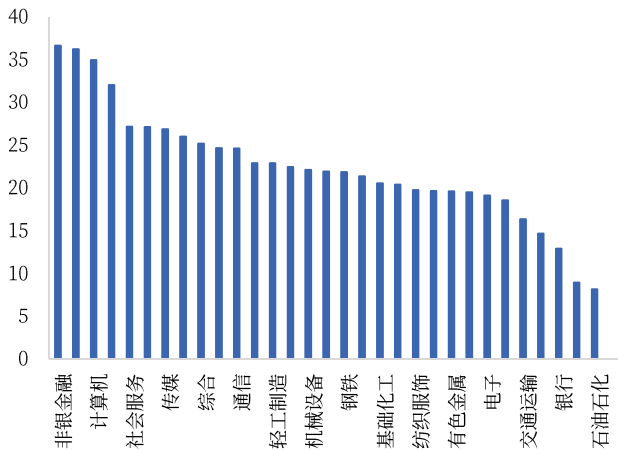
【促进青年交流，教育部未来三年开设 800 个国际暑期学校重点项目】“推动高质量发展”系列主题新闻发布会上，教育部副部长吴岩指出，党的十八大以来，中国教育国际影响力大幅度提高，不仅与世界各国普遍开展教育合作交流，还吸引了 195 个国家和地区的留学生来华求学。数据显示，来华求学的留学生中，学历生比例已经提高到了 60%以上。吴岩表示，下一步教育部将引进优秀的国外大学，特别是理工科大学，进行高水平的中外合作办学，加强青年交流。未来三年，教育部还将开设 800 个国际暑期学校重点项目，邀请 1 万名法国青少年来华交流，实现欧洲来华交流青少年人数翻番。未来 5 年，教育部还将邀请 5 万名美国青少年来华交流。（资料来源：新京报）

三、市场行情

(一) 市场整体

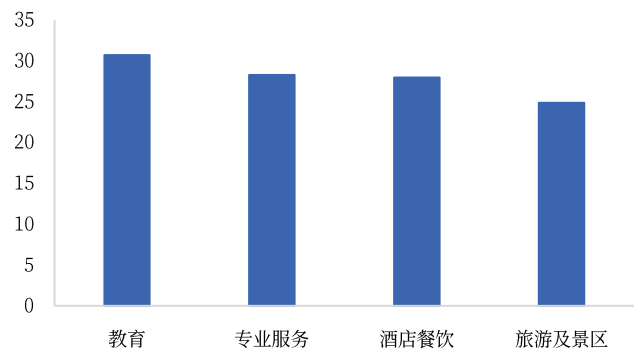
9月SW社服行业涨跌幅为+27.2%，领先沪深300指数6.2pct，在所有31个行业中涨跌幅排名第5。其中，各细分板块涨跌幅分别为：教育(+30.7%)、专业服务(+28.2%)、酒店餐饮(27.9%)、旅游及景区(+24.8%)。

图35: 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

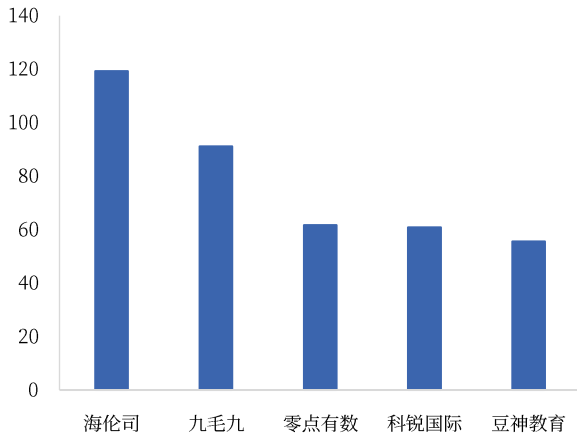
图36: SW社服细分行业本月涨跌幅情况(%)



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

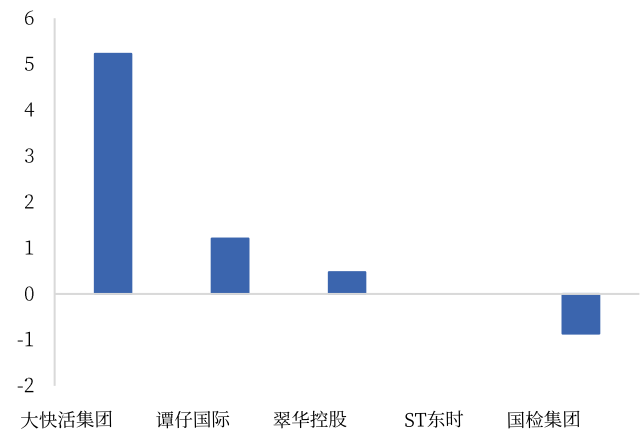
(二) 个股行情

图37: 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38: 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

四、重点覆盖股票盈利预测与估值

表4: 重点公司盈利预测与估值 (截至9月30日)

板块	公司	EPS (元)			PE (X)			评级
		2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
免税	中国免税龙头	3.31	3.03	3.70	23.3	25.5	20.9	推荐
	王府井	0.63	0.66	0.80	25.7	24.6	20.3	未评级
教育	学大教育	1.15	2.15	2.72	54.9	29.3	23.2	推荐
	天立国际控股	0.16	0.26	0.38	25.6	19.9	13.6	推荐
连锁服务	途虎-W	0.3	0.76	1.28	3.1	30.6	18.2	推荐
	锦江酒店	1.34	0.95	1.17	23.4	33.0	26.8	推荐
	首旅酒店	0.73	0.75	0.91	20.3	19.7	16.3	推荐
	华住集团-S	1.25	0.84	1.19	19.0	28.3	20.0	推荐
会展	米奥会展	1.31	1.11	1.44	13.5	15.9	12.3	推荐
	兰生股份	0.53	0.61	0.68	13.0	11.3	10.1	推荐
旅游	携程集团-S	19.11	23.08	25.67	25.7	21.3	19.1	推荐
	同程旅行	0.95	0.85	1.17	21.0	23.5	17.1	推荐
	美高梅中国	0.52	1.3029	1.6555	23.8	9.5	7.5	未评级
	三特索道	0.63	1.02	1.16	26.1	16.1	14.2	推荐
	天目湖	0.99	0.53	0.56	12.4	23.2	22.0	推荐
餐饮	百胜中国	2.18	2.28	2.49	168.9	161.8	148.1	未评级
	达势股份	-0.54	0.19	0.93	-145.2	411.5	83.9	未评级

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

五、风险提示

- 1) 自然灾害等不可抗力风险；
- 2) 政策进展低于预期的风险；
- 3) 宏观经济持续下行的风险。

图表目录

图 1: 社会服务行业公募基金配置比例	3
图 2: 2021 年 1 月-2024 年 9 月 23 日申万行业指数涨跌幅	3
图 3: 2022 年 11 月-2023 年 1 月细分行业区间 PE (2023 年预测值) 变化	3
图 4: 美国居民个人可支配收入和增长率	4
图 5: 美国居民个人消费支出 (分类别) 同比增长率	4
图 6: 美国食品服务和饮吧销售额和增长率	5
图 7: 美国酒店平均房价及增长率	5
图 8: 2019-2022 年日本家庭月消费支出和增长率	5
图 9: 1998-2004 年日本消费者信心指数 (整体生活)	5
图 10: 中、美、日三国居民服务消费占消费支出比例	7
图 11: 1980-2024 年美、日居民服务消费支出占比变化	7
图 12: 社零总额当月同比	7
图 13: 除汽车外社零总额当月同比	7
图 14: 网上&线下商品和服务零售额当月同比	8
图 15: 网上&线下商品和服务零售累计同比	8
图 16: 社零: 商品零售&餐饮收入当月同比	8
图 17: 社零: 商品零售&餐饮收入累计同比	8
图 18: 海口美兰机场运送旅客量及同比增速	8
图 19: 三亚凤凰机场进港旅客量及同比增速	8
图 20: 中国大陆整体酒店 OCC&ADR 涨幅	9
图 21: 中国大陆整体酒店 RevPAR 涨幅	9
图 22: 中国二线及以上城市 OCC 涨幅	9
图 23: 中国二线及以上城市 ADR 涨幅	9
图 24: 中国三线及以下城市 OCC 涨幅	10
图 25: 中国三线及以下城市 ADR 涨幅	10
图 26: 中国中高端酒店 OCC 涨幅	10
图 27: 中国中高端酒店 ADR 涨幅	10
图 28: 中国经济型 OCC 涨幅	11
图 29: 中国经济型 ADR 涨幅	11
图 30: 澳门博彩毛收入当月值及恢复率	11
图 31: 澳门博彩人均博彩消费及恢复率	11
图 32: 2023 年以来假期国内旅游人次和国内旅游收入恢复程度	12

图 33: 国庆日均国内、国际航班旅客运输量变化	12
图 34: 24 年主要假期出入境人次恢复率	12
图 35: SW 一级行业指数本月涨跌幅 (%)	16
图 36: SW 社服细分行业本月涨跌幅情况 (%)	16
图 37: 本月涨幅排名前 5 的个股 (%)	16
图 38: 本月跌幅排名前 5 的个股 (%)	16
表 1: 美国三轮经济刺激法案对比	4
表 2: 疫情期间日本现金补助政策	5
表 3: 行业维度评价评分表	6
表 4: 重点公司盈利预测与估值 (截至 9 月 30 日)	17

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