

# 社会服务业行业研究

**行业周报**

证券研究报告

国金证券研究所

分析师：赵中平（执业 S1130524050003） 分析师：叶思嘉（执业 S1130523080001）

zhaozhongping@gjzq.com.cn

yesijia@gjzq.com.cn

## 教培格局望改善，OTA 三季度报继续靓丽

### 周观点

**广东省民办培训机构设置标准利好存量教培规范竞争。**11月11日，广东省教育厅、广东省人力资源和社会保障厅联合印发《广东省民办培训机构设置标准》，自2025年1月1日起实施，有效期五年。截至11月22日，广东有高中阶段营利性学科牌照53个，高中阶段营利性非学科牌照2860个，高中阶段非营利性学科牌照286个，高中阶段非营利性非学科牌照434个；义务教育阶段非营利性学科牌照110个，义务教育阶段非营利性非学科牌照1080个，无义务教育阶段营利性学科牌照，义务教育阶段营利性非学科牌照7880个。本次修订明确了广东不再审批新的面向中小学生的学科类校外培训机构，现有存量的少数学科类培训机构仍需要符合一定条件，因此新修订的《设置标准》对存量的学科类校外培训机构继续适用。新《设置标准》对办学资质、办学场地、办学安全等多方面提出了更高要求。

**25年法定假期增加利好休闲出游，尤其是远距离旅游。**11月12日，国务院发布关于修改《全国年节及纪念日放假办法》的决定，其中包括延长春节、五一假期各一天等修改。当前国内休闲游主要集中在法定假期，19年、23年法定假期旅游人次分别占全年旅游人次的29%、33%，法定假期旅游收入分别占全年旅游收入的29%、27%。我们认为延长假期时间将直接利好旅游板块，具体体现在：1）直接推动休闲游人次、收入更好释放，假期从11天延长至13天，若线性外推，影响人次增幅望达15%；2）更好平抑假期内游客数波峰波谷，改善旅游体验，打开部分热门景区承接能力上限。

**OTA业绩继续超预期，看好持续性。**携程3Q24收入159亿/+15.6%，经调整净利59.6亿/+21.8%、NPM 37.6%/+1.9pct，经调整EBITDA 56.8亿元/+22.9%、对应EBITDA利润率35.8%/+2.1pct，利润率超预期。同程3Q24实现营收49.9亿元/+51.3%，核心OTA业务take rate 5.4%/+0.8pct，得益于竞争格局稳中向好、补贴有所收缩，经调整EBITDA 13.2亿元/+51.6%，经调整净利润9.1亿元/+46.6%，业绩超预期，得益于期间费用率显著优化。

**亚朵高基数下维持高增，多品牌矩阵逐渐清晰。**亚朵3Q2实现营收19.0亿元/+46.7%，净利润3.8亿元/+45.3%，经调整净利3.84亿元/+41.2%，经调整EBITDA 5.32亿元/+40.0%。Q3RevPAR高基数下承压，国庆表现回暖、预计Q4环比降幅收窄。Q3RevPAR 380元/-10.5%（前值-6.5%），同店RevPAR同比-8.4%（前值-3.8%）、好于整体；拆分看OCC 80.3%/-2.1pct（前值+1.3pct），ADR 456元/-8.0%（前值-7.2%），ADR下滑主因暑期高基数、OCC受出境游分流，9月受台风天气、新店集中开业负面影响。24年国庆期间公司RevPAR-3.9%，OCC同比+0.5pct，ADR-7.9%，OCC恢复正增长，我们预计Q4基数下降情况下经营表现望回暖。Q4公司推出全新萨合品牌，定位高端精选服务酒店，目前亚朵4.0、轻居3.0运营表现、签约进度表现突出，看好公司成长为多品牌酒店集团。

### 行情回顾

上两周（2024/11/11~2024/11/22）上证指数、深证成指、沪深300、恒生指数、恒生科技指数分别-5.85%、-8.34%、-6.43%、-5.86%、-8.72%，社会服务（申万）-8.93%，细分来看，餐饮A股、港股指数分别-7.11%、-10.11%，酒店A股、港股指数分别-9.34%、-3.47%，旅游指数-4.85%，人力服务指数-9.90%，教育指数-8.53%。板块对比来看，社会服务板块上周涨幅在30个申万一级行业板块中位列第25。

### 投资建议

1) 顺周期方向，重点关注酒店、餐饮、人服、职教中弹性公司。2) 景气延续，重点关注直接受益休闲游持续、竞争格局向好的OTA平台，K12政策边界不断明晰，预期调整到位后看好龙头竞争优势兑现能力，自然景区关注热点催化个股（如冰雪经济）。3) 强红利属性，市场风险偏好短期波动时建议配置部分防御属性标的，如业绩增速稳健、股息率较高的百胜中国等。本周投资组合：百胜中国、同庆楼、亚朵、首旅酒店、九毛九等（更详细组合见正文）。

### 风险提示

消费需求恢复不及预期，政策实际落地效果风险，原材料价格上涨，劳动力短缺风险等。

## 内容目录

1、周观点：标准明晰利好教培规范竞争, OTA 三季度持续靓丽	3
1.1、行业更新：广东省发布民办培训机构设置标准利好教培规范竞争，法定节假延长落地利好旅游板块	3
1.2、重点公司更新：OTA 三季度持续靓丽，亚朵高基数下业绩高增	4
2、行情回顾	6
3、重点上市公司估值	9
4、风险提示	9

## 图表目录

图表 1：广东省民办培训机构设置标准部分修订内容	3
图表 2：19 年、23 年法定假期旅游人次占全年约三成	4
图表 3：相较其他国家或地区，我国法定假期仍有增长空间	4
图表 4：携程 3Q24 收入 159 亿元/+16%	4
图表 5：携程各业务较 19 年增长势头良好 (%2019)	4
图表 6：携程 3Q24 收入 159 亿元/+16%	4
图表 7：23 年以来携程利润率持续超越 19 年水平	4
图表 8：同程 3Q24 经调整净利 9 亿元/+47%	5
图表 9：同程核心 OTA 业务 Take Rate 稳中有升	5
图表 10：上周板块涨跌幅情况	6
图表 11：上两周餐饮板块涨跌幅走势	6
图表 12：上两周酒店板块涨跌幅走势	6
图表 13：上两周旅游板块涨跌幅走势	7
图表 14：上两周教育板块涨跌幅走势	7
图表 15：上两周人服板块涨跌幅走势	7
图表 16：上两周行业涨跌幅排序	7
图表 17：上两周餐饮行业涨幅前五名	8
图表 18：上两周酒店行业涨幅前五名	8
图表 19：上两周旅游行业涨幅前五名	8
图表 20：上两周人服行业涨跌幅前五名	8
图表 21：上两周会展行业涨幅	8
图表 22：上两周教育行业涨幅前五名	8
图表 23：上周行业机构资金净流入前五	9
图表 24：上周行业机构资金净流出前五	9
图表 25：重点上市公司估值表	9

## 1、周观点：标准明晰利好教培规范竞争,OTA 三季度持续靓丽

双周投资观点：

- 1) 顺周期方向，重点关注酒店（亚朵、首旅酒店）、餐饮（同庆楼、九毛九）、人服（科锐国际）、职教（中国东方教育）中弹性公司。
- 2) 景气延续，重点关注直接受益休闲游持续、竞争格局向好的 OTA 平台（携程集团、同程旅行），K12 政策边界不断明晰，预期调整到位后看好龙头竞争优势兑现能力（新东方），自然景区关注热点催化个股（如冰雪经济）。
- 3) 强红利属性，市场风险偏好短期波动时建议配置部分防御属性标的，如业绩增速稳健、股息率较高的百胜中国等。

### 1.1、行业更新：广东省发布民办培训机构设置标准利好教培规范竞争，法定节假日延长落地利好旅游板块

广东省民办培训机构设置标准利好存量教培规范竞争。11月11日，广东省教育厅、广东省人力资源和社会保障厅联合印发《广东省民办培训机构设置标准》，自2025年1月1日起实施，有效期五年。截至11月22日，广东有高中阶段营利性学科牌照53个，高中阶段营利性非学科牌照2860个，高中阶段非营利性学科牌照286个，高中阶段非营利性非学科牌照434个；义务教育阶段非营利性学科牌照110个，义务教育阶段非营利性非学科牌照1080个，无义务教育阶段营利性学科牌照，义务教育阶段营利性非学科牌照7880个。本次修订明确了广东不再审批新的面向中小学生的学科类校外培训机构，现有存量的少数学科类培训机构仍需要符合一定条件，因此新修订的《设置标准》对存量的学科类校外培训机构继续适用。新《设置标准》对办学资质、办学场地、办学安全等多方面提出了更高要求。

图表1：广东省民办培训机构设置标准部分修订内容

广东省民办培训机构设置标准2024/11/11	
新设标准	详细内容
落实义务教育“双减”要求	《设置标准》新增《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》作为制定依据；同时，国家文件规定的，《设置标准》不再重复规定。其含义是：我省贯彻落实中央“双减”文件要求，不审批新的面向中小学生的学科类校外培训机构。《设置标准》涉及学科类培训机构的内容，其目的是规范和管理存量的学科类校外培训机构。
增加民办培训机构的分类	将民办培训机构分为民办教育培训机构和民办职业培训机构；民办教育培训机构分为面向中小学生的机构和面向其他人员的机构，并针对不同类型的培训机构提出了差异化的设置标准，从而提高了《设置标准》的科学性和精准性。
强化培训机构的安全要求	在原设置标准要求的提交消防安全材料基础上，新修订的《设置标准》增加以下规定：面向中小学生的民办教育培训机构应当符合《校外培训机构消防安全管理九项规定》，建立健全防护设施和检查制度，实现视频监控全覆盖，并配备数据存储设施。开展职业技能培训的机构应当建立器械操作和安全管理的工作制度，制定应急预案等。
完善培训机构的准入门槛	明确了设立面向中小学生的非学科类的民办教育培训机构的开办资金、注册资本要求，设立民办职业培训机构的开办资金、注册资本要求。
修订从业人员的管理要求	细化民办教育培训机构、民办职业培训机构的行政负责人教育从业经历年限要求。《设置标准》规定，民办培训机构聘任专职教学、教研人员，在合同中除依法约定必备条款外，应当对教学、教研人员岗位及其职责要求、师德和业务考核办法、福利待遇、培训和继续教育等事项作出约定。
完善培训机构的场地要求	完善民办教育培训机构和民办职业培训机构不同的租赁期要求、面向中小学生的民办教育培训机构培训场所要求。删除了民办教育培训机构的培训场所占比不少于三分之二的要求，增加了同一时间段教学培训区域的生均占地面积不低于三平方米的规定，确保不拥挤、易疏散。
新增互联网线上培训规定	针对近年来利用互联网开展线上培训活动发展的新业态，《设置标准》提出民办培训机构利用互联网技术在线实施培训活动，应当符合国家互联网管理、网络安全、个人信息保护有关法律、行政法规的规定，同时符合电信主管部门的有关要求。

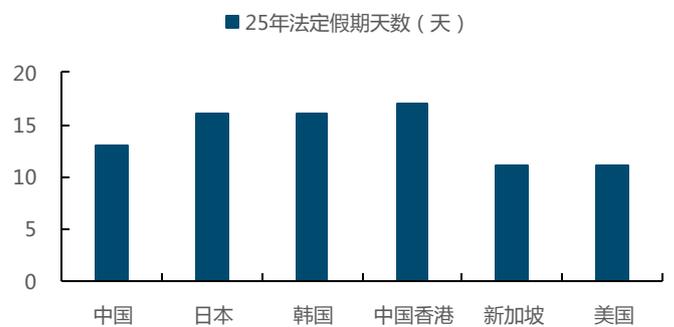
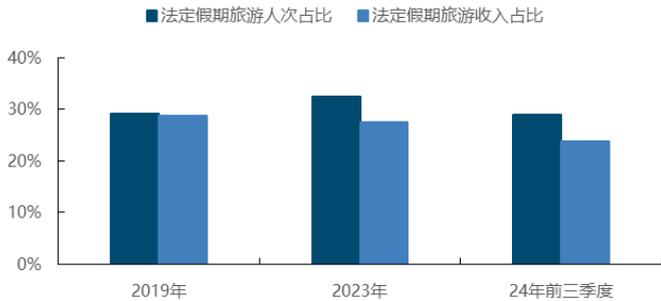
来源：广东省教育厅，国金证券研究所

25年法定假期增加利好休闲出游，尤其是远距离旅游。11月12日，国务院发布关于修改《全国年节及纪念日放假办法》的决定，其中包括延长春节、五一假期各一天等修改。当前国内休闲游主要集中在法定假期，19年、23年法定假期旅游人次分别占全年旅游人次的29%、33%，法定假期旅游收入分别占全年旅游收入的29%、27%。我们认为延长假期时间将直接利好旅游板块，具体体现在：1) 直接推动休闲游人次、收入更好释放，假期从11天延长至13天，若线性外推，影响人次增幅望达15%；2) 更好平抑假期内游客数波峰波谷，改善旅游体验，打开部分热门景区承接能力上限。

我们认为对比日韩等发达国家及地区假期时长仍有增长空间，延长假期对财政不造成直接压力，我们认为或为促进旅游消费的重要政策抓手。

图表2: 19年、23年法定假期旅游人次占全年约三成

图表3: 相较其他国家或地区, 我国法定假期仍有增长空间



来源: 国家文旅部, 国金证券研究所

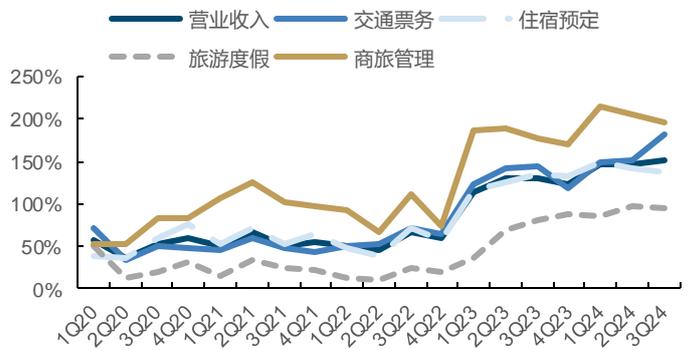
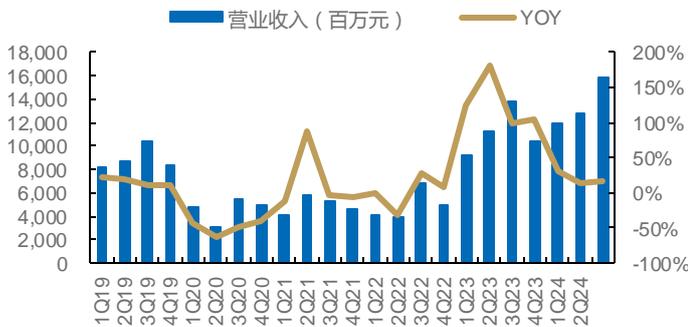
来源: 国家文旅部, 国金证券研究所

### 1.2、重点公司更新: OTA 三季度持续靓丽, 亚朵高基数下业绩高增

**携程三季度报:** 继续超预期, 持续看好休闲景气持续、格局向好、出境&海外成长。11月19日公司公告3Q24业绩, Q3收入159亿/+15.6%, 分业务收入, 酒店/交通/度假/商旅/其他分别同比+19.9%/+5.3%/+42%/+8.4%/+31%, 其中度假、其他业务(主要为广告收入增长较好)表现明显好于预期。3Q24经调整净利59.6亿/+21.8%、对应经调整净利率37.6%/+1.9pct, 利润率水平超预期; 细分项中, 毛利率82.4%/+0.3pct, 剔除股权激励后的研发/销售/管理费用率分别为21.5%/21.1%/5.3%, 同比-2.7/+1.3/-0.5pct, 其中人员相关成本增速继续低于收入增速、规模效应提升, 销售费用率继续维持历史偏低水平, 主要受益国内业务ROI提升。

图表4: 携程3Q24收入159亿元/+16%

图表5: 携程各业务较19年增长势头良好(%2019)

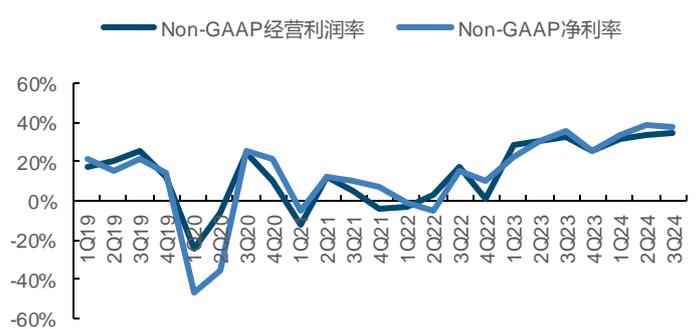
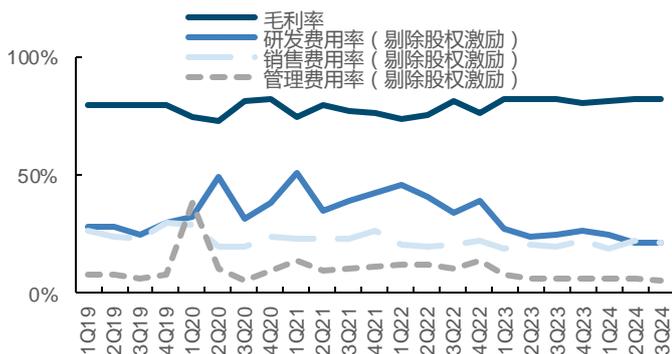


来源: 公司财报, 国金证券研究所

来源: 公司财报, 国金证券研究所

图表6: 携程3Q24收入159亿元/+16%

图表7: 23年以来携程利润率持续超越19年水平



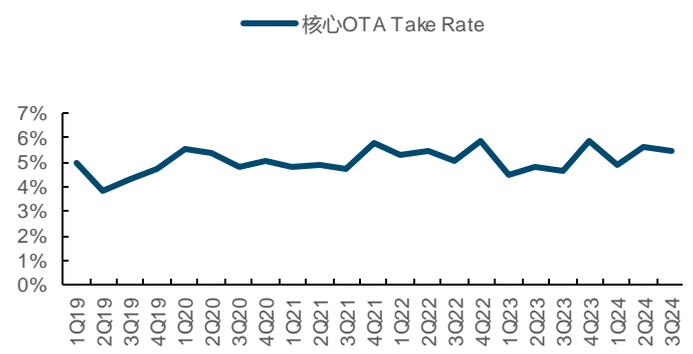
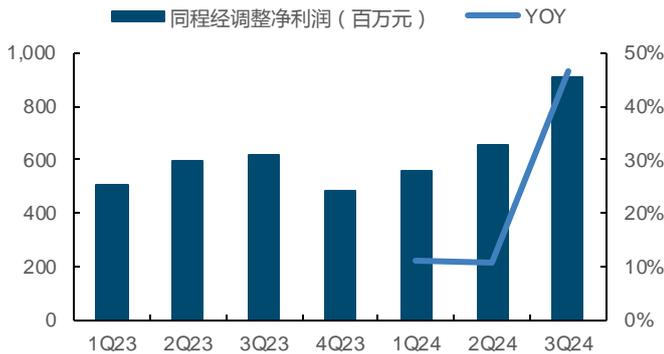
来源：公司财报，国金证券研究所

来源：公司财报，国金证券研究所

**同程三季报：业绩超预期，Take Rate 同比提升。**3Q24 公司实现营收 49.9 亿元/+51.3%，核心 OTA 业务 take rate 为 5.4%/+0.8pct，得益于竞争格局稳中向好、补贴有所收缩，经调整 EBITDA 13.2 亿元/+51.6%，经调整净利润 9.1 亿元/+46.6%，收入符合预期、业绩超预期，主要得益于期间费用率显著优化。分业务看，Q3 核心 OTA 业务中住宿预订/交通票务/其他分别实现收入 13.8/20.3/6.1 亿元，同比+22.2%/20.6%/23.7%，主要受益 Q3 国内旅游需求强劲及出境游市场快速增长。成本费用端看，公司毛利率 63.4%/-11.1pct，主因旅游业并表影响，管理/研发/销售费用率分别为 6.6%/10.1%/29.4%，同比-4.0pct/-9.1pct/+0.6pct，经调整净利润率 18.2%/-0.6pct，盈利能力好于预期，主要得益于公司持续挖掘用户价值、推进精细化运营，期间费用率显著改善。

图8：同程 3Q24 经调整净利 9 亿元/+47%

图9：同程核心 OTA 业务 Take Rate 稳中有升



来源：公司财报，国金证券研究所

来源：公司财报，国金证券研究所

**亚朵：高基数下维持高增，多品牌矩阵逐渐清晰。**11 月 19 日公司公告 3Q24 业绩，实现营收 19.0 亿元/+46.7%，净利润 3.8 亿元/+45.3%，经调整净利 3.84 亿元/+41.2%，经调整 EBITDA 5.32 亿元/+40.0%。Q3 公司加盟酒店业务收入+51.0%，RevPAR 下滑情况下主要由开店驱动；酒店毛利率 36.0%/-3.5pct，主因 RevPAR 下降及毛利率更低的供应链收入占比提升；零售业务毛利率 52.7%/+0.4pct、同比改善；销售费用率 11.5%/+2.8pct 主因零售业务线上品牌投放；剔除股权激励后的管理费用率 4.2%/-1.2pct、继续下行。Q3 公司其他运营收入同比增加 2899 万元，其他净收益同比增长 715 万元，对业绩产生一定影响，我们测算若剔除该部分同比高增影响，经调整净利润约 3.6 亿元/+31%(按 25%所得税测算)，业绩增速仍符合预期。

酒店业务 Q3 RevPAR 高基数下承压，国庆表现回暖、预计 Q4 环比降幅收窄。Q3RevPAR 380 元/-10.5% (前值-6.5%)，同店 RevPAR 同比-8.4% (前值-3.8%)、好于整体；拆分看 OCC 80.3%/-2.1pct (前值+1.3pct)，ADR 456 元/-8.0% (前值-7.2%，ADR 下滑主因暑期高基数、OCC 受出境游分流，9 月受台风天气、新店集中开业负面影响。24 年国庆期间公司 RevPAR-3.9%，OCC 同比+0.5pct，ADR-7.9%，OCC 恢复正增长，我们预计 Q4 基数下降情况下经营表现望回暖。Q3 新开酒店 140 家、再创单季度新高，截至 3Q24 末门店 1533 家/+38%，pipeline732 家、环比 Q2+20 家，签约意愿持续强。Q4 公司推出全新萨合品牌，定位高端精选服务酒店，目前亚朵 4.0、轻居 3.0 运营表现、签约进度表现突出，看好公司成长为多品牌酒店集团。

零售业务 Q3 GMV5.7 亿元/+108%，零售收入+104%，维持高增长，双十一于多个电商平台在枕头、被子品类排名第一，目前公司已打通酒店、零售会员体系，有望加速两大业务相互转换导流、提升用户粘性。

**天立国际控股：经调利润高增。**公司 11 月 14 日公告正面盈利预警，FY24 预计收入 33 亿元、同增 43%；预计经调净利润 5.77 亿元、同增 56%。

**学大教育：偿还股东借款。**公司 11 月 14 日公告向紫光卓远偿还借款本金人民币 4000 万元，上述借款本金对应利息由公司在 24 年 12 月 31 日前另行支付。截至目前，对紫光卓远的剩余借款本金金额约为人民币 1.59 亿元。

**中教控股：经调利润稳定增长，减值不改分红预期。**11 月 12 日公司公告未经审计 FY23/24 业绩，FY23/24 预计净利润为 4.2-5.9 亿元，同比-61.7%至-72.7%；预计 FY23/24 经调非 IFRS 净利润约为 21.9-22.9 亿元，较 2023 财年调整后非 IFRS 净利润 20.77 亿元增长约 5.4%-10.3%，调整项目主要为外汇收益/亏损、股份支付、独立学院转设为民办学校的相关费用、校舍建设成本应付款的公允价值变动及商誉及无形资产的减值损失。截至 24 年 10 月，集团全日制在校生数同比增长 5.2%。

净利润下滑主要为非现金一次性商誉减值，预计不影响分红 (过去 3 年公司分红比例为经调归母的 43%-61%)。

FY23/24 对四川、西安及澳大利亚学校计提一次性商誉减值：1) 四川学校因融资成本预计增加以及学费增长预期调减，计提减值；2) 西安学校因西安市场需求变化，计提减值；3) 澳大利亚学校因政策变化致招生预期调减计提相应减值。FY23/24 预计共计计提减值 16.8-17.5 亿元减值，减值损失不超过集团总资产的 5%，由于该减值损失为非现金性，不会影响集团经营利润与现金流，不改分红预期。

## 2、行情回顾

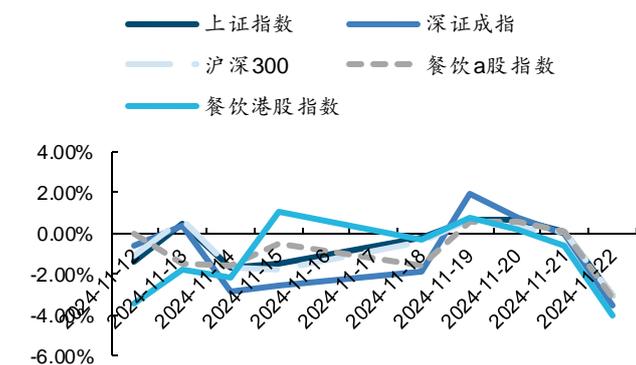
上两周（2024/11/11~2024/11/22）上证指数、深证成指、沪深 300、恒生指数、恒生科技指数分别-5.85%、-8.34%、-6.43%、-5.86%、-8.72%，社会服务（申万）-8.93%，细分来看，餐饮 A 股、港股指数分别-7.11%、-10.11%，酒店 A 股、港股指数分别-9.34%、-3.47%，旅游指数-4.85%，人力服务指数-9.90%，教育指数-8.53%。板块对比来看，社会服务板块上周涨幅在 30 个申万一级行业板块中位列第 25。

图表10：上周板块涨跌幅情况

板块名称	上周涨跌幅
上证指数	-5.85%
深证成指	-8.34%
沪深 300	-6.43%
恒生指数	-5.86%
恒生科技指数	-8.72%
社会服务（申万）	-8.93%
餐饮 A 股	-7.11%
餐饮港股	-10.11%
酒店 A 股	-9.34%
酒店港股	-3.47%
旅游	-4.85%
人力服务	-9.90%
教育	-8.53%

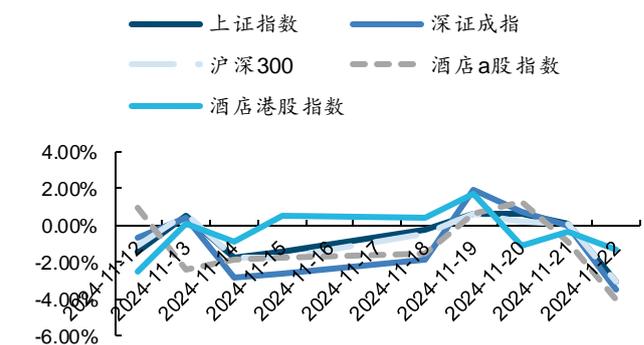
来源：iFind，国金证券研究所

图表11：上两周餐饮板块涨跌幅走势



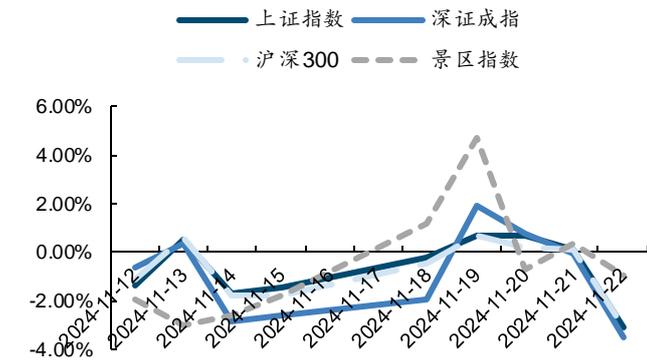
来源：iFind，国金证券研究所

图表12：上两周酒店板块涨跌幅走势



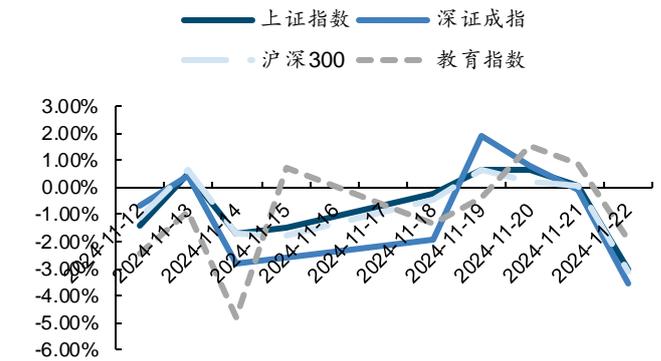
来源：iFind，国金证券研究所

图表13: 上两周旅游板块涨跌幅走势



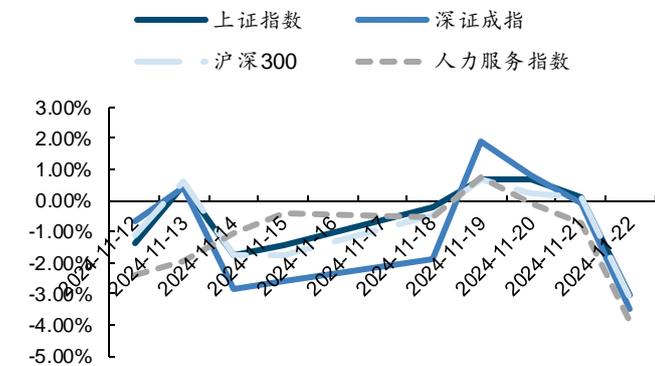
来源: iFind, 国金证券研究所

图表14: 上两周教育板块涨跌幅走势



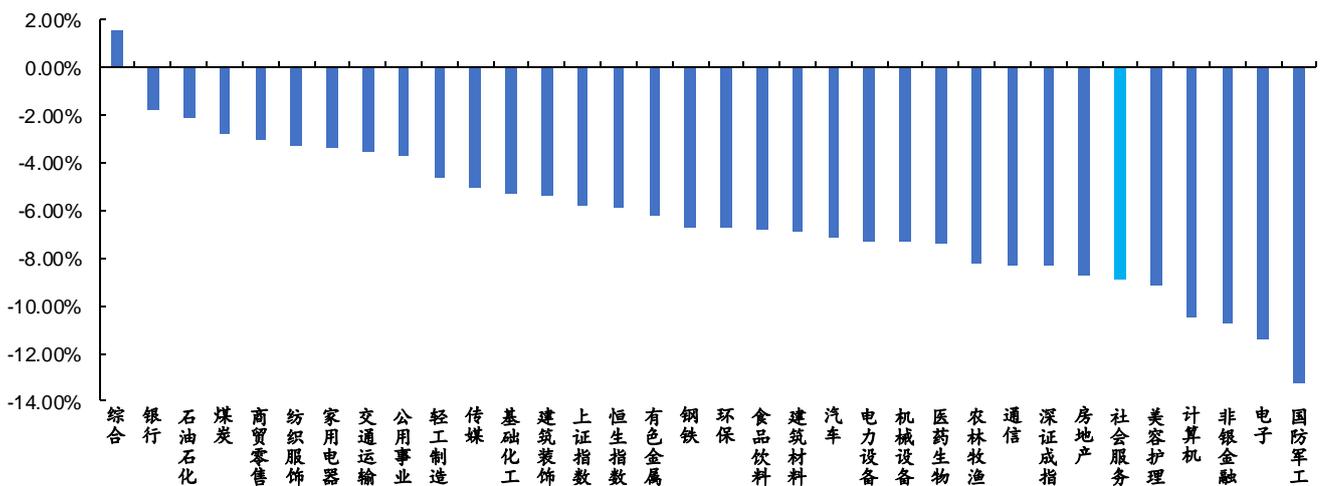
来源: iFind, 国金证券研究所

图表15: 上两周人服板块涨跌幅走势



来源: iFind, 国金证券研究所

图表16: 上两周行业涨跌幅排序



来源: iFind, 国金证券研究所

餐饮个股方面, 大家乐集团、中科云网、同庆楼涨幅居前,

酒店个股方面, 大酒店、鹰君、锦江B股涨幅居前。

旅游个股方面, 大连圣亚、携程旅行、同程旅行涨幅居前。

人力服务个股方面, 人瑞人才、万宝盛华、外服控股涨幅居前。

教育个股方面，华夏视听教育、卓越教育集团、博骏教育涨幅居前。

图表17: 上两周餐饮行业涨幅前五名

证券简称	两周涨跌幅	周度收盘价 (元)	两周成交量 (万股)
大家乐集团	0.27%	7.51	966
中科云网	-1.09%	3.62	44866
同庆楼	-1.99%	22.63	5111
达势股份	-3.23%	71.8	138
特海国际	-4.76%	12.8	570

来源: iFind, 国金证券研究所

图表18: 上两周酒店行业涨幅前五名

证券简称	两周涨跌幅	周度收盘价 (元)	两周成交量 (万股)
大酒店	10.57%	6.17	178
鹰君	-3.02%	10.92	205
锦江B股	-3.11%	1.494	384
香格里拉(亚洲)	-4.44%	5.16	355
华住集团-S	-4.54%	27.35	1158

来源: iFind, 国金证券研究所

图表19: 上两周旅游行业涨幅前五名

证券简称	两周涨跌幅	周度收盘价 (元)	两周成交量 (万股)
大连圣亚	0.79%	27.92	12252
携程旅行	-3.47%	500	2137
同程旅行	-4.43%	18.14	10772
中青旅	-5.57%	10	19822
桂林旅游	-6.39%	6.15	9306

来源: iFind, 国金证券研究所

图表20: 上两周人服行业涨跌幅前五名

证券简称	两周涨跌幅	周度收盘价 (元)	两周成交量 (万股)
人瑞人才	-0.44%	4.48	46
万宝盛华	-5.38%	4.22	7
外服控股	-6.76%	5.1	14045
同道猎聘	-9.96%	2.44	2019
Boss直聘	-10.34%	52	1

来源: iFind, 国金证券研究所

图表21: 上两周会展行业涨幅

证券简称	两周涨跌幅	周度收盘价 (元)	两周成交量 (万股)
兰生股份	18.44%	9.12	59303
米奥会展	-12.56%	16.84	4025

来源: iFind, 国金证券研究所

图表22: 上两周教育行业涨幅前五名

证券简称	两周涨跌幅	周度收盘价 (元)	两周成交量 (万股)
华夏视听教育	41.30%	1.3	5716
卓越教育集团	11.29%	3.45	1021
博骏教育	5.42%	0.175	376
传智教育	2.86%	11.49	34969
ST开元	1.46%	4.87	38758

来源: iFind, 国金证券研究所

个股机构资金流动方面，传智教育、中科云网、行动教育净流入居前，中公教育、宋城演艺、长白山净流出居前。

图表23: 上周行业机构资金净流入前五

图表24: 上周行业机构资金净流出前五

证券简称	所属行业	主力净资金流入 (万元)	证券简称	所属行业	主力净资金流入 (万元)
传智教育	教育	17,151.41	西安饮食	餐饮	-11,970.95
中科云网	景区	2,350.60	锦江酒店	酒店	-16,313.78
行动教育	教育	325.64	长白山	景区	-27,586.50
三特索道	景区	171.40	宋城演艺	景区	-30,957.20
同庆楼	餐饮	-61.92	中公教育	教育	-105,922.16

来源: iFind, 国金证券研究所

来源: iFind, 国金证券研究所

### 3、重点上市公司估值

图表25: 重点上市公司估值表

代码	简称	营业收入 (亿元, 报表货币)				营业收入 (YOY, 报表货币)				归母/经调整净利 (亿元, 报表货币)				归母/经调整净利 (YOY, 报表货币)				PE			
		23	24E	25E	26E	23	24E	25E	26E	23	24E	25E	26E	23	24E	25E	26E	23	24E	25E	26E
旅游																					
300144.SZ	宋城演艺	19.3	24.2	27.6	30.6	321%	26%	14%	11%	8.3	10.8	12.5	14.3	848%	30%	16%	14%	29	22	19	17
603099.SH	长白山	6.2	7.5	8.6	9.9	219%	20%	15%	16%	1.4	1.7	2.1	2.6	341%	23%	25%	20%	76	62	50	41
600138.SH	中青旅	96.3	104.1	115.0	124.3	50%	8%	10%	8%	1.9	2.1	2.7	3.3	158%	8%	31%	21%	37	35	26	22
000888.SZ	峨眉山A	10.4	10.9	11.7	12.7	142%	5%	7%	9%	2.3	2.7	3.0	3.3	256%	17%	11%	11%	28	24	22	20
600054.SH	黄山旅游	19.3	19.6	21.6	23.1	141%	2%	10%	7%	4.2	3.6	4.2	4.7	424%	-15%	16%	12%	16	19	17	15
300859.SZ	西域旅游	3.1	3.5	4.4	5.5	198%	14%	26%	25%	1.1	1.2	1.6	2.1	1235%	18%	26%	37%	55	47	37	27
600576.SH	祥源文旅	7.2	8.8	12.8	14.9	56%	22%	46%	16%	1.5	1.9	3.3	4.2	671%	24%	78%	26%	44	35	20	16
002033.SZ	丽江股份	8.0	8.2	8.8	9.3	152%	3%	7%	6%	2.3	2.2	2.5	2.7	5972%	-5%	15%	9%	20	21	19	17
603199.SH	九华旅游	7.2	7.6	8.4	9.1	118%	5%	10%	8%	1.7	1.9	2.1	2.3	1375%	8%	14%	10%	21	19	17	15
603136.SH	天目湖	6.3	5.9	6.6	7.3	71%	-7%	12%	11%	1.5	1.3	1.5	1.8	624%	-12%	20%	14%	20	23	19	17
002159.SZ	三特索道	7.2	7.2	8.0	8.7	181%	0%	11%	9%	1.3	1.7	2.0	2.2	266%	35%	14%	12%	21	16	14	12
酒店																					
1179.HK	华住集团	218.8	238.4	259.5	279.5	58%	9%	9%	8%	35.1	40.1	47.5	56.0	578%	14%	19%	18%	23	20	17	14
600754.SH	锦江酒店	146.5	151.1	161.9	169.0	33%	3%	7%	4%	10.0	13.6	15.0	17.7	783%	35%	10%	19%	25	19	17	14
ATAT.O	亚朵	46.7	70.7	86.5	104.7	106%	52%	22%	21%	9.0	12.9	15.8	19.7	244.87%	43%	23%	25%	28	19	16	13
600258.SH	首旅酒店	77.9	77.1	80.7	82.9	53%	-1%	5%	3%	8.0	9.1	10.5	11.3	扭亏	14%	15%	8%	19	17	15	14
301073.SZ	君亭酒店	5.3	6.8	8.1	9.5	56%	27%	20%	17%	0.3	0.4	0.8	1.1	3%	35%	85%	44%	137	102	55	38
1992.HK	复星旅游文化	171.5	192.5	204.8	219.8	24%	12%	6%	7%	3.1	3.5	4.1	4.9	156%	13%	18%	19%	13	11	10	8
餐饮																					
9987.HK	百胜中国	109.8	114.1	125.0	133.9	15%	4%	10%	7%	8.3	9.2	10.1	10.9	87%	11%	10%	8%	21	19	17	16
2555.HK	茶百道	57.0	56.6	59.7	61.6	35%	-1%	6%	3%	11.4	-	-	-	19%	-	-	-	11	-	-	-
603043.SH	广州酒家	49.0	53.6	58.3	63.2	19%	9%	9%	8%	5.5	5.0	6.1	7.0	6%	-9%	21%	16%	16	17	14	12
605108.SH	同庆楼	24.0	26.8	33.1	40.5	44%	11%	24%	22%	3.0	1.5	3.1	4.2	-51%	-51%	105%	37%	19	39	19	14
9922.HK	九毛九	59.9	61.6	70.2	79.0	49%	3%	14%	13%	4.5	1.9	2.8	3.3	820%	-59%	49%	21%	9	22	15	12
605338.SH	巴比食品	16.3	16.7	19.0	21.4	7%	2%	14%	13%	2.1	2.5	2.5	2.8	-4%	15%	2%	13%	18	16	16	14
605089.SH	味知香	8.0	6.8	6.9	7.1	0%	-14%	1%	3%	1.4	0.9	0.9	0.9	-5%	-36%	1%	7%	23	35	35	33
9869.HK	海伦司	12.1	7.8	9.3	11.1	-22%	-36%	20%	19%	2.8	1.7	2.1	3.1	214%	-39%	23%	49%	10	16	13	9
9658.HK	特海国际	6.9	8.1	9.4	10.9	23%	18%	16%	15%	0.3	0.2	0.5	0.7	162%	-5%	115%	31%	42	44	20	16
免税																					
601888.SH	中国中免	675.4	603.8	686.1	761.6	24%	-11%	14%	11%	67.1	54.9	65.3	74.6	33%	-18%	19%	14%	20	25	21	18
600859.SH	王府井	122.2	115.6	123.2	132.9	13%	-5%	7%	8%	7.1	5.8	7.2	8.3	264%	-18%	23%	16%	23	28	22	19
教育																					
9901.HK	新东方-S	30.0	43.3	52.4	63.9	-3%	44%	21%	22%	1.8	3.6	4.8	6.5	115%	103%	33%	35%	53	26	20	14
002607.SZ	中公教育	30.9	37.5	43.8	50.1	-36%	21%	17%	14%	-2.1	4.9	7.1	8.2	81%	-334%	44%	17%	-89	38	26	23
0839.HK	中教控股	56.2	64.7	71.9	85.4	18%	15%	11%	19%	13.8	0.0	0.0	26.9	-25%	-100%	#DIV/0!	#DIV/0!	7	#DIV/0!	#DIV/0!	4
1773.HK	天立国际控股	23.0	32.9	44.5	58.4	160%	43%	35%	31%	3.3	5.5	7.6	10.1	246%	64%	38%	34%	25	15	11	8
0667.HK	中国东方教育	39.8	42.2	45.8	50.1	4%	6%	9%	9%	2.7	4.3	5.2	6.3	-26%	58%	22%	20%	20	13	10	9
300192.SZ	科德教育	7.7	8.2	9.2	10.3	-3%	7%	12%	12%	1.4	1.6	1.9	2.3	84%	15%	21%	18%	32	28	23	20
1969.HK	中国春来	15.0	16.3	18.4	21.4	14%	9%	13%	16%	6.8	7.6	8.8	10.3	24%	11%	15%	18%	7	6	6	5
605098.SH	行动教育	6.7	8.0	9.9	11.9	49%	20%	23%	20%	2.2	2.6	3.2	4.0	98%	20%	23%	23%	17	14	12	10
003032.SZ	传智教育	5.3	2.8	4.1	5.2	-33%	-47%	44%	28%	0.2	-0.4	0.1	0.6	-91%	-366%	扭亏	360%	296	-	358	78
1769.HK	思考乐教育	5.7	8.5	12.0	16.0	42%	49%	41%	33%	0.9	1.7	2.4	3.2	58%	99%	39%	33%	30	15	11	8
2001.HK	新高教育集团	21.2	24.1	26.6	29.0	10%	14%	10%	9%	7.0	7.7	8.6	9.5	13%	10%	11%	10%	4	3	3	3
3978.HK	卓越教育集团	4.9	10.5	17.4	22.2	0%	114%	66%	27%	0.9	1.8	2.9	3.7	62%	97%	64%	27%	30	15	9	7
1598.HK	21世纪教育	4.2	5.3	6.0	6.6	35%	26%	14%	9%	0.4	0.5	0.7	0.8	46%	15%	46%	24%	3	3	2	2
2469.HK	粉笔	30.2	30.9	33.8	37.0	8%	2%	9%	9%	1.9	4.7	5.7	6.9	109%	148%	22%	20%	26	11	9	7
000526.SZ	学大教育	22.1	27.6	33.5	39.8	23%	25%	21%	19%	1.5	2.2	2.9	3.8	1035%	40%	扭亏	30%	33	24	18	14
人服会展																					
600662.SH	外服控股	191.6	222.6	259.9	302.7	31%	16%	17%	16%	5.9	6.3	6.8	7.3	7%	7%	8%	7%	20	19	17	16
600861.SH	北京人力	383.1	437.5	503.4	575.9	18%	14%	15%	14%	5.5	8.6	9.6	10.7	32%	56%	12%	11%	19	12	11	10
300662.SZ	科锐国际	97.8	115.2	136.5	159.4	8%	18%	19%	17%	2.0	2.0	2.5	3.1	-31%	1%	25%	22%	20	20	16	13
6100.HK	同道猎聘	22.8	21.4	21.8	22.1	-13%	-6%	2%	2%	0.01	1.1	1.6	2.0	-98%	14932%	39%	30%	1,547	10	7	6
300795.SZ	米奥会展	8.3	10.4	13.0	15.6	140%	25%	25%	20%	1.9	2.4	3.1	3.9	274%	27%	32%	25%	21	16	12	10
600826.SH	兰生股份	14.2	15.0	16.6	18.2	84%	6%	10%	10%	2.8	2.7	3.0	3.2	140%	-1%	9%	9%	24	25	23	21
2076.HK	BOSS直聘	59.5	74.5	88.7	102.8	32%	25%	19%	16%	11.0	17.3	24.4	30.7	925%	58%	41%	26%	39	25	18	14

来源: iFind, 国金证券研究所

注: 其中未标灰部分为 ifind 一致预期; 百胜中国、特海国际、新东方-S 收入及利润单位以美元计, PE 估值对应 11 月 22 日收盘价

### 4、风险提示

食品安全风险: 食品安全事故或公众对食品安全的担忧可能导致餐饮类可选消费企业业绩表现下滑。

用工成本上升风险：服务业为劳动密集型行业，若服务业工资水平上涨且难以较好传导或将较大影响可选消费。

消费意愿不及预期的风险：经济增速放缓、居民收入水平及消费意愿增长不及预期导致社会服务需求下滑的风险。

**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806