

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

三胎政策落地望提振 K12 估值，关注各地餐饮消费券跟进

周观点

三胎政策密集落地，多地出台住房保障+教育优待一揽子生育激励政策。10月28日国务院办公厅印发了《关于加快完善生育支持政策体系推动建设生育友好型社会的若干措施》的通知。要求各地方根据当地人口状况、经济实力、政策空间等实际情况，相应出台支持生育政策。截至目前已有明确政策出台的有浙江杭州、湖南长沙、甘肃酒泉、福建泉州等地区。出台的政策包括直接生育奖励、住房补贴、鼓励企业进行生育补贴、幼儿园托育补贴、自主选择学校等重磅政策，标明各地落实中央政策决心，发挥示范作用，有望在全国范围内引起三胎政策的出台与落地，缓和当前低生育率与少子化局面，长期来看或将对人口形成支撑作用，有望提升 K12 板块估值。

步入深冬冰雪游势头强劲，政策出台聚焦冰雪经济高质量发展。12月5日，中央区域协调发展领导小组办公室印发了《推动东北地区冰雪经济高质量发展助力全面振兴取得新突破实施方案》。《方案》指出，要着力提升冰雪旅游品质，支持以冰雪为主题的旅游度假区和旅游景区建设，支持以冰雪为主题的国家级、省级旅游度假区和 A 级旅游景区建设，支持具备条件的地区培育全球知名冰雪旅游高质量目的地。政策出台将进一步利好冰雪游相关景区公司。

出入境政策持续优化，免签范围扩大至 38 国。外交部发言人林剑 11 月 22 日在例行记者会上表示，为进一步便利中外人员往来，中方决定扩大免签国家范围，自 2024 年 11 月 30 日起至 2025 年 12 月 31 日，对保加利亚、罗马尼亚、克罗地亚、黑山、北马其顿、马耳他、爱沙尼亚、拉脱维亚、日本持普通护照人员试行免签政策。144 小时过境免签、单方面免签政策等是推动中国入境游增长的重要动力。加上此次新增的 9 个国家，中国实施单方面免签政策的国家已将近 40 个，截至目前，这些国家的游客订单已占中国入境游整体订单超 3 成，随着免签效应的释放，中国入境游将迎来进一步增长。预计免签范围扩大利好 OTA 于海外客群中渗透率提升，同时强 IP 属性的景区、口岸城市占比较高的酒店也将受益。

广州将发放一亿元“食在广州”政府消费券，有力提振当地餐饮消费。11月28日，16届86次广州市政府常务会议审议通过了“食在广州”政府消费券有关实施方案（以下简称《实施方案》），计划发放1亿元“食在广州”政府消费券，释放本地消费需求，吸引国内外游客来穗，激发广州国际消费中心城市活力。此次消费券发放进一步扩大了活动覆盖对象范围。消费券对餐饮业有直接拉动作用，有利于刺激当地餐饮行业的消费需求。建议关注中高客单休闲餐、火锅等品类收入端弹性。

行情回顾

上两周（2024/11/25~2024/12/06）上证指数、深证成指、沪深 300、恒生指数、恒生科技指数分别+4.30%、+3.56%、+3.25%、+3.43%、+5.41%，社会服务（申万）+6.60%，细分来看，餐饮 A 股、港股指数分别+13.19%、+7.98%，酒店 A 股、港股指数分别+2.88%、-2.19%，旅游指数+7.03%，人力服务指数+9.76%，教育指数+6.07%。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 7。

投资建议

25 年年度策略：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，重点关注冰雪旅游持续、竞争格局向好的 OTA 平台，三胎政策出台，利好 K12 教育板块，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、达势股份、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：三胎政策落地或提升教育板块估值，关注各地餐饮消费券跟进.....	3
1.1、重点更新：各地三胎政策落地或提升教育估值，广州新增餐饮消费券，冰雪游、入境游政策加码... 3	
1.2、行业数据跟踪：酒店 RevPAR 环比 Q3 持续改善，高中阶段学科类牌照仍具稀缺性.....	7
1.3、重点公司更新：民办学校表现亮眼，高基数下 Q3 华住收入承压.....	8
2、行情回顾.....	9
3、重点上市公司估值.....	13
4、风险提示.....	13

图表目录

图表 1：三胎政策梳理.....	4
图表 2：“食在广州”政府消费券简介.....	5
图表 3：推动冰雪旅游高质量发展.....	6
图表 4：冰雪经济持续升温.....	6
图表 5：中国入境免签政策梳理.....	7
图表 6：全国酒店数环比上周-0.12%.....	7
图表 7：全国酒店 RevPAR 同比-3.6%.....	7
图表 8：义务教育非学科牌照数发放顺利.....	8
图表 9：四川、天津等地环比新增高中学科类牌照.....	8
图表 10：广东、湖南等地义务教育非学科牌照发放顺利.....	8
图表 11：上周板块涨跌幅情况.....	9
图表 12：上两周餐饮板块涨跌幅走势.....	9
图表 13：上两周酒店板块涨跌幅走势.....	9
图表 14：上两周旅游板块涨跌幅走势.....	10
图表 15：上两周教育板块涨跌幅走势.....	10
图表 16：上两周人服板块涨跌幅走势.....	10
图表 17：上两周行业涨跌幅排序.....	11
图表 18：上两周餐饮行业涨幅前五名.....	11
图表 19：上两周酒店行业涨幅前五名.....	11
图表 20：上两周旅游行业涨幅前五名.....	12
图表 21：上两周人服行业涨跌幅前五名.....	12
图表 22：上两周会展行业涨幅.....	12
图表 23：上两周教育行业涨幅前五名.....	12
图表 24：上周行业机构资金净流入前五.....	12
图表 25：上周行业机构资金净流出前五.....	12
图表 26：重点上市公司估值表.....	13

1、周观点：三胎政策落地或提升教育板块估值，关注各地餐饮消费券跟进

25 年年度选股思路：

- 1、若政策效果良好、内需反转，主推顺周期板块困境反转标的，重点板块排序：酒店>餐饮>人服>职教。酒店重点推荐亚朵、首旅，餐饮重点推荐九毛九、同庆楼，人服重点关注科锐国际，职教重点关注中国东方教育。
- 2、若经济仍有波动，主推景气延续、强红利属性。1) 景气延续，重点关注冰雪旅游持续、竞争格局向好的 OTA 平台（携程、同程），三胎政策出台，利好 K12 教育板块（重点关注龙头新东方），自然景区关注热点催化个股（如冰雪经济）。2) 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：

近期市场活跃度提升，过去两周餐饮、人服、旅游、教育等板块涨幅相对明显，关注政策刺激催化作用，如餐饮行业消费券，旅游冰雪、低空热点，教育三胎政策等。展望后市，我们建议关注：1) Q4&Q1 基本面向好或有改善，如酒店（亚朵、首旅）、快餐（达势股份、百胜中国）、OTA（携程、同程）；2) K12 龙头受益竞争格局改善，明后两年业绩较快增长而估值仍具性价比，如新东方、好未来；3) 临近寒假、元旦时节，关注旅游热点对中小市值公司催化（西域旅游、祥源文旅、九华旅游、长白山等）。

1.1、重点更新：各地三胎政策落地或提升教育估值，广州新增餐饮消费券，冰雪游、入境游政策加码

三胎政策密集落地，多地出台住房保障+教育优待一揽子生育激励政策。10月28日国务院办公厅印发了《关于加快完善生育支持政策体系推动建设生育友好型社会的若干措施》的通知。要求各地方根据当地人口状况、经济实力、政策空间等实际情况，相应出台支持生育政策。随着地方解读中央精神，部署制定相应政策，部分地市已出台并试行相应的生育激励政策，目前已有明确政策出台的有浙江杭州、湖南长沙、甘肃酒泉、福建泉州、山西吕梁、江西上犹等地区。出台的政策包括直接生育奖励、住房补贴、鼓励企业进行生育补贴、幼儿园托育补贴、自主选择学校等重磅政策，标明各地落实中央政策决心，发挥示范作用，有望在全国范围内引起三胎政策的出台与落地，缓和当前低生育率与少子化局面，长期来看或将对人口形成支撑作用，有望提升 K12 板块估值，建议关注新东方。

图表1：三胎政策梳理

时间	政策名称	政策主要内容
2021年7月	中共中央 国务院关于优化生育政策促进人口长期均衡发展的决定	优化生育政策，实施一对夫妻可以生育三个子女政策，各省（自治区、直辖市）综合考虑本地区人口发展形势、工作基础和政策实施风险，实施三孩生育政策，做好政策衔接，依法组织实施。
2021年7月	国家医疗保障局办公室关于做好支持三孩政策生育保险工作的通知	为贯彻落实党中央关于优化生育政策促进人口长期均衡发展的任务部署，积极支持三孩生育政策落地实施，确保参保女职工生育三孩的费用纳入生育保险待遇支付范围，各地医保部门要按规定及时、足额给付生育医疗费用和生育津贴待遇，切实保障参保人员生育保险权益。
2021年8月	全国人大通过对人口与计划生育法修改的表决	人口与计划生育法完成修改，规定“一对夫妻可以生育三个子女”
2022年3月	政府工作报告	完善三孩生育政策配套措施，将3岁以下婴幼儿照护费用纳入个人所得税专项附加扣除，多渠道发展普惠托育服务，减轻家庭生育、养育、教育负担。
2023年8月	《杭州市育儿补助实施办法（试行）》	怀孕（生产）二孩给予一次性补助2000元，怀孕（生产）三孩给予一次性补助5000元。生产多胞胎的按其子女的孩次分别计算。生育二孩给予一次性补助5000元，生育三孩给予一次性补助20000元。生育多胞胎的按其子女的孩次分别计算。
2024年10月	国务院办公厅印发《关于加快完善生育支持政策体系推动建设生育友好型社会的若干措施》	强化生育服务支持，加强育幼服务体系，强化教育、住房、就业等支持措施，营造生育友好社会氛围
2024年10月	山西省卫健委“推动高质量发展 深化全方位转型”发布会	长治市对2021年5月31日起生育二、三孩家庭，分别享受一次性补贴3000元、5000元；2025年1月1日起山西吕梁市对符合政策生育一、二、三孩家庭，分别给予2000元、5000元、8000元一次性奖励。
2024年10月	《上犹县关于落实优化生育政策及完善生育配套支持措施的实施意见（试行）》	三孩女方产假增加至218天，生育三孩的家庭，生育后且已上户口后的给予一次性13000元奖励。怀孕二孩、三孩的孕妇住院分娩时，如入住特需病房的，床位费减半收取。第三孩在6周岁以前，每年免费开展一次血常规、视网膜视力检查、斜视度检查等健康体检。第二孩在本县就读义务教育学校，免收课后服务费。对二孩、三孩家庭子女在义务教育阶段可享受“长幼随学”入学政策。对生育二孩、三孩的家庭，生育后三年内可在县内购买新建商品房的，按照我县相关政策分别奖补10000元、20000元
2024年11月28日	《海东市优化生育政策促进人口长期均衡发展工作方案》	积极稳妥实施一对夫妻可以生育三个子女的政策，取消社会抚养费及再生育审批制度。个人生育情况与入户、入学、入职、评优、评先、干部提职、各级各类代表和委员选举等全面脱钩。做好三孩政策实施前后奖励扶助和制约处罚措施的衔接。市域内符合政策生育子女的职工，在《青海省人口与计划生育条例》规定假期188天的基础上增加产假30天，合计218天；从2025年1月1日起，夫妻双方以及生育子女的户籍均在我市，符合政策生育第二个子女和第三个子女的家庭，由子女户籍所在地分别发放一次性生育补贴1000元和2000元。多胎生育的，按照存活子女人数发放。市县区两级所需资金按照2:8比例承担。严格落实《中华人民共和国个人所得税法》，落实个人所得税子女教育专项附加扣除及3岁以下婴幼儿照护专项附加扣除政策。阶段性提高住房公积金贷款额度，自2024年10月1日至2025年12月31日，双缴存职工家庭首套住房公积金贷款最高额度为80万元，单缴存职工首套住房公积金贷款最高额度为60万元；二孩及以上多子女家庭申请住房公积金贷款购买自住住房的，在最高贷款额度基础上增加20万元，即双缴存职工多子女家庭提高至100万元，单缴存职工多子女家庭提高至80万元。缴存职工家庭购买二套房公积金贷款最高额度为60万元，多子女家庭贷款额度再增加10万元，提高至70万元。
2024年12月4日	福建省泉州市德化县生育支持政策升级加码	对在本地县城新购买商品住房三孩家庭，县财政给予10%（限额10万元）补贴，鼓励和引导开发商对二孩、三孩家庭购买商品住房相应给予5%、10%以上优惠；三孩家庭符合购买进城务工人员安居工程限价房条件的，不用摇号申请，直接参与选房。对生育三孩的德化县户籍家庭给予一次性生育补贴1万元，连续3年给予免费购买计生家庭意外伤害保险，全家保障20万元。对住房困难德化县户籍三孩家庭予以优先租赁公租房，并给予免租两年，两年后按50%租金优惠。最高可享受31.75万元补贴。在德就业的，并与企业建立劳动关系满三个月以上的德化户籍生育三孩女职工，在生育休假期间，鼓励企业每月给予发放不低于1500元的补贴，县财政给予企业7500元补助。德化户籍三孩家庭子女就读可以优先照顾在相同学校或同路邻近学校就读，第三个子女可以自主选择有学位的学校就读。

来源：国务院，全国人大，泉州晚报，山西省人民政府，杭州市人民政府，上犹县人民政府，国金证券研究所

广州将发放一亿元“食在广州”政府消费券，预计利好提振餐饮消费。为深入贯彻落实商务部及省、市关于促消费、稳增长、惠民生有关工作要求，发挥“食在广州”金字招牌效应，强化广州在本地及外地消费者群体中的“美食”标签印记，11月28日，16届86次广州市政府常务会议审议通过了“食在广州”政府消费券有关实施方案（以下简称《实施方案》），计划发放1亿元“食在广州”政府消费券，释放本地消费需求，吸引国内外游客来穗，激发广州国际消费中心城市活力。此次消费券发放进一步扩大了活动覆盖对象范围。根据《实施方案》，位置信息定位在广东省内和港澳地区的消费者均可报名领消费资格，通过信用核查且能开具相应消费发票的餐饮企业，以及提供餐饮服务的住宿企业均可报名。消费券对餐饮业有直接拉动作用，有利于刺激当地餐饮行业的消费需求。考虑全面额度200元起，预计利好客单较高的休闲餐、火锅等品类，建议关注九毛九、海底捞、广州酒家等。

图表2: “食在广州”政府消费券简介

“食在广州”政府消费券简介	
金额	1亿元
发放时间	拟于近期至2025年上半年,覆盖精品消费月、元旦、春季广交会等重要节点
发放方式	计划发放三个轮次,多周期滚动发放,首轮消费券将于近期发放
券面额度	分三档 1) 满200减50 2) 满500减100 3) 满1000减200
参与对象	定位在广东省内和粤港澳地区的消费者均可报名领取消费券资格
使用地点	广州
使用方式	消费者可登录活动平台领取消费券资格参与活动
发放渠道	遴选多家平台参与活动,已与银联广东、微信、支付宝、抖音、美团等密切沟通,进一步提高活动的覆盖面

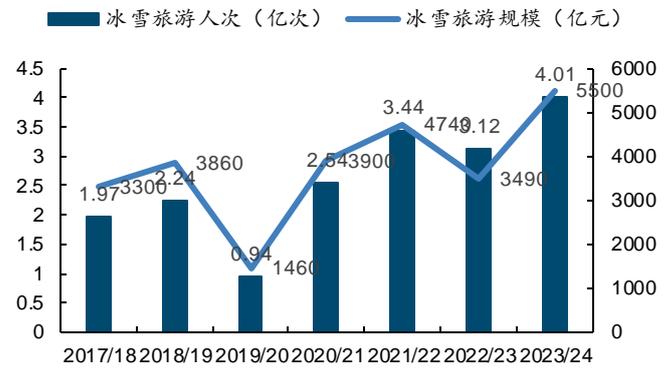
来源: 广州政府网, 国金证券研究所

步入深冬冰雪游势头强劲,政策出台聚焦冰雪经济高质量发展。12月6日,农历大雪节气到来。目前,我国居民冰雪运动参与人数超3亿人,冰雪经济正不断升温。2023年~2024雪季,我国冰雪旅游人次超过4亿次,冰雪旅游收入达到5500亿元,均为近年来最高。美团数据显示,2023年~2024年雪季,冰雪旅游带动全国餐饮、酒店、民宿、休闲娱乐、即时零售等业态消费规模同比增长76.4%、146.8%、196.5%、356.6%和65.7%,东北、华北等滑雪热门目的地的消费增长更为显著。根据国家体育总局公布的数据,2023年,我国共有935个滑雪场地和1912个滑冰场地,相比2018年分别增长了78.4%和214.1%。12月5日,中央区域协调发展领导小组办公室印发了《推动东北地区冰雪经济高质量发展助力全面振兴取得新突破实施方案》。《方案》指出,要着力提升冰雪旅游品质,支持以冰雪为主题的旅游度假区和旅游景区建设,支持以冰雪为主题的国家级、省级旅游度假区和A级旅游景区建设,推动黑龙江亚布力、吉林北大湖、内蒙古扎兰屯、辽宁天桥沟等国家级滑雪旅游度假地建设,升级改造哈尔滨冰雪大世界、黑龙江雪乡、漠河北极村、吉林长白山等景区,支持具备条件的地区培育全球知名冰雪旅游高质量目的地。引导冰雪旅游目的地从单季开放向四季运营转变,探索发展夏季服务业态,因地因时开发避暑康养、乡村休闲等旅游度假产品。探索设立地方冰雪日和专门假期,增加冰雪旅游旺季列车班次、航线航班供给,推动中小学与体校、冰场、雪场合作开展冰雪运动教育,加快发展冰雪运动,积极发展冰雪文化产业,培育壮大冰雪装备器材等产业,政策出台将进一步利好冰雪游相关景区公司,建议关注长白山、西域旅游等。

图表3: 推动冰雪旅游高质量发展

- 01 建设高品质冰雪旅游目的地。
- 02 丰富冰雪旅游消费场景。
- 03 加强冰雪旅游市场开发。
- 04 完善冰雪旅游交通设施。
- 05 提升冰雪旅游服务水平。
- 06 深化区域冰雪旅游合作。

图表4: 冰雪经济持续升温



来源: 国家发改委, 国金证券研究所

来源: 中国旅游协会长城分会, 国金证券研究所

入境免签范围继续扩大至 38 国。外交部发言人林剑 11 月 22 日在例行记者会上表示, 为进一步便利中外人员往来, 中方决定扩大免签国家范围, 自 2024 年 11 月 30 日起至 2025 年 12 月 31 日, 对保加利亚、罗马尼亚、克罗地亚、黑山、北马其顿、马耳他、爱沙尼亚、拉脱维亚、日本持普通护照人员试行免签政策。同时表示还决定进一步优化免签政策, 将交流访问纳入免签入境事由, 将免签停留期限自现行 15 日延长至 30 日。携程数据显示, 消息公布半小时后, 携程海外平台欧洲站点、日本站点, 中国相关目的地搜索热度环比分别增长 65%、112%。尤其从日本多地直飞国内目的地的航班热度大涨。携程方面指出, 单方面免签政策的出台, 有助于便利在日华人回国探亲、旅游, 同时进一步促进中日旅游交流, 促进国内针对日本游客的旅游产品开发。携程集团副总裁秦静表示, 今年 1-10 月份, 携程平台上, 入境游订单同比增长约 2 倍。144 小时过境免签、单方面免签政策等是推动中国入境游增长的重要动力。加上此次新增的 9 个国家, 中国实施单方面免签政策的国家已将近 40 个, 截至目前, 这些国家的游客订单已占中国入境游整体订单超 3 成, 随着免签效应的释放, 中国入境游有望迎来进一步增长。

深圳、珠海、横琴粤港澳深度合作区实施港澳旅行“一签多行”“一周一行”。国家移民管理局 2024 年 11 月 29 日发布公告, 符合条件的签证人员可一年内不限次数往来港澳, 一周一次, 每次逗留不得超过 7 天。临近圣诞、公历新年和春节, 香港进入传统旅游旺季, 一签多行”个人游签证恢复有望增加深圳居民赴港旅游、消费的频次。

我们预计出入境政策持续放松, 利好: 1) OTA 平台, 尤其是海外业务布局较早的携程, 入境免签范围扩大利于加速海外客户渗透; 2) 景区, 尤其是强 IP 属性、靠近口岸城市的名山大川型景区; 3) 酒店, 对酒店需求端形成一定补充。

图表5: 中国入境免签政策梳理

日期	免签相关政策
2023年1月	恢复24/72/144小时过境免签
2023年3月	海南恢复59国公民入境免签, 与阿尔巴尼亚互免签
2023年5月	全面实施外国旅游团乘坐邮轮入境免签
2023年7月	恢复对文莱、新加坡单方面免签
2023年11月	与马达加斯加、哈萨克斯坦互免签 对挪威实行实施72/144小时过境免签, 政策适用国家范围增至54国
2023年12月-2024年11月	对法国、德国、意大利、荷兰、西班牙、马来西亚、试行单方面免签 (已延长至2025年12月)
2023年12月	与伊拉克、黎巴嫩互免签
2024年2月	与新加坡互免签
2024年3月	与泰国互免签
2024年3月-2024年11月	对瑞士、爱尔兰、匈牙利、奥地利、比利时、卢森堡试行单方面免签 (已延长至2025年12月)
2024年7月-2025年12月	对新西兰、澳大利亚、波兰三国试行单方面免签
2024年7月	新增郑州新郑国际机场、丽江三义国际机场和磨憨铁路口岸为144小时过境免签政策适用口岸, 适用口岸总数增至37个, 实施港澳地区外国旅游团入境海南144小时免签政策
2024年10月-2025年12月	对葡萄牙、希腊、塞浦路斯、斯洛文尼亚试行单方面免签
2024年1月-2025年12月	对斯洛伐克、挪威、芬兰、丹麦、冰岛、安道尔、摩纳哥、列支敦士登、韩国试行单方面免签 对保加利亚、罗马尼亚、克罗地亚、黑山、北马其顿、马耳他、爱沙尼亚、拉脱维亚、日本试行单方面免签; 免签停留期限自现行15日延长至30日

来源: 央广网, 国金证券研究所

1.2、行业数据跟踪: 酒店 RevPAR 环比 Q3 持续改善, 高中阶段学科类牌照仍具稀缺性

酒店周度跟踪 (11.25-12.01): 11 月一线城市表现好于全国。11 月(按周均计算)全国 RevPAR 同比-3.8% (前值-3.0%), ADR-3.0% (前值-4.6%), OCC-0.5pct (前值+0.1pct), 降幅环比 10 月基本持平; 分城市线看, 一线 RevPAR-2.5% (前值-4.4%), 好于全国水平、环比降幅亦有收窄, 我们推测主要受益会展需求、供给降速更快 (一线酒店数同比+4.7%、低于全国的 6.9%)。

第 48 周 (24/11/25~24/12/01 vs 23/11/20~23/11/26) 全国酒店 RevPAR 同比-3.6% (前值-4.3%), 拆分量价, ADR 同比-3.0% (前值-3.0%)、OCC 同比-0.4pct (-0.8pct)。Q4 低基数下, 经营表现持续好于 Q3。分城市线 RevPAR, 一线+0.1%/新一线-4.8%/二线-4.3%/三线-0.7%/四线及以下-4.4%, 一线相对表现较好。分档次 RevPAR, 经济型-2.1%/中档-6.4%/高档-18.1%/豪华-9.9%, 经济型好于高端。行业供给量: 15 间客房以上酒店数同比+7%、环比上周-0.12%。Q4 低基数下酒店行业 RevPAR 改善, 供给增速放缓+OCC 基本止跌, 供需格局边际向好, 个股建议关注排序: 首旅、亚朵、华住、锦江。

图表6: 全国酒店数环比上周-0.12%



来源: 酒店之家, 国金数字中心 lab

图表7: 全国酒店 RevPAR 同比-3.6%

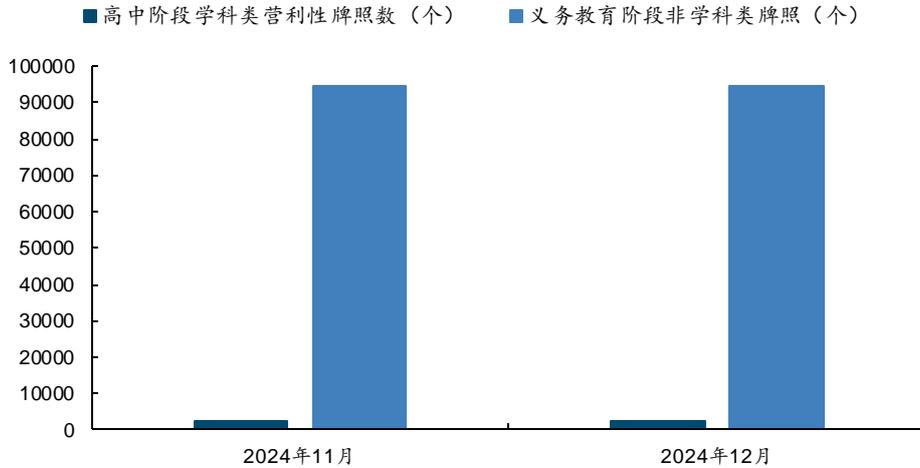


来源: 酒店之家, 国金数字中心 lab

教育数据跟踪: 高中学科牌照仍具备稀缺性, 素质教育牌照正常发放。截至 12 月 4 日, 高中阶段学科类营利性牌照数达 2373 个/环比-3 个; 义务教育阶段非学科类营利性牌照数达 94810 个/环比+143 个。高中阶段学科类牌照环比减

少，仍具备稀缺属性。义务教育阶段非学科类牌照整体来看发放进展顺利。

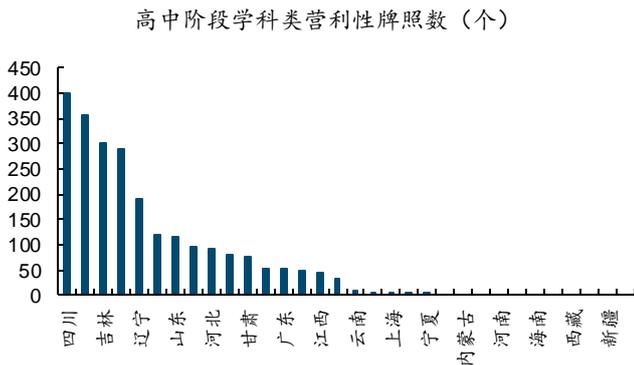
图表8: 义务教育非学科牌照数发放顺利



来源: 校外培训监管平台, 国金证券研究所

图表9: 四川、天津等地环比新增高中学科类牌照

图表10: 广东、湖南等地义务教育非学科牌照发放顺利



来源: 校外培训监管平台, 国金证券研究所; 注: 截至 12 月 4 日数据

来源: 校外培训监管平台, 国金证券研究所; 注: 截至 12 月 4 日数据

1.3、重点公司更新: 民办学校表现亮眼, 高基数下 Q3 华住收入承压

希教国际控股: 办学规模创新高, 业绩端承压。公司 12 月 2 日发布截至 2024 年 8 月 31 日业绩公告, 公司 24 年收入 37.32 亿/+4.2%。在校生达 291264 人, 创历史新高, 新增教师超 500 人, 教师队伍结构全面优化, 新增副高以上职称近 100 人, 新建成一批特色专业实训室, 强化专业技能教学。海外院校招生及学术排名均实现较大突破, 马来西亚英迪国际大学 QS 排名提升 40 个位次, 全球排名 516 位; 海外院校在校生规模持续增长/+15%。经调整净利达 6.93 亿元/-20.8%, 主要是毛利率下滑(实行小班教学、增配师资; 院校改造维修费增加)致利润承压。

中国春来: 获益学费提升, 营收利润双增。公司 11 月 29 日公告 2024 年度经营业绩, FY23/24 收入 16.31 亿元/+8.9%, 经调整净利润 7.78 亿元/+17.3%, 公司业绩增加主要得益于学费提升, 目前公司已开展约 1100 项校企合作, 毕业生平均就业率为 93.56%, 高就业率有望在未来为公司增加学生人数。

成实外教育: FY23/24 业绩亮眼, 学校使用率稳步提升。公司 11 月 29 日发布 2024 年度经营业绩, FY23/24 营业收入 9.55 亿/+25.3%, 经调归母 0.70 亿元/+22.2%。高中学校收入同增 39.3%, 贡献主要收入增长。24/25 学年招生总人数 34307, 可容纳学生总人数 48020, 整体使用率 71.4%, +9.3pct。

华住集团: 高基数下国内承压, Q4 预计收入同增 1-5%。Q3 收入 64.4 亿元/+2.4% (指引 2-5%), 其中国内收入 51.6 亿元/+1.0% (指引 1~4%)、海外 DH 收入 12.8 亿元/+8.9%; 经调整 EBITDA 21.3 亿元/-2.7%、对应 EBITDA 利润率 33.0%/-1.7pct, 其中国内 20.9 亿元/-7.5%、EBITDA 率 40.5%/-3.7pct, 海外约 2100 万元/-71% (主因一次性重组); 经调整净利 13.7 亿元/-10.8%、对应 NPM 21.3%/-3.2%。收入增速靠近指引下限、略低于市场预期, 主因国内 RevPAR 压力大。

LH 国内: RevPAR-8.1% (前值-2.0%)、OCC-1.0pct (前值+0.7pct)、ADR-7.0% (前值-2.9%); 成熟店整体/经济型/中高端 RevPAR-10.3%/-11.0%/-9.9% (前值-3.6%/-4.2%/-3.2%); 新开 774 家/关 217 家, 环比 Q2 (567/101 家) 新开、新关均有增加, 净开店环比+91 家, Q3 末客房量+20.4%。

DH 海外: RevPAR+3.7% (前值+4.5%)、OCC+0.8pct (前值+1.2pct)、ADR+2.5% (前值+2.7%); 新开 16 家加盟店, 关 10 家直营、4 家加盟, 净增 2 家。

科锐国际: 获得政府补助, 利好公司业绩。公司 2024 年 12 月 3 日发布公告, 科锐国际及其子公司累计收到各项政府补助资金共计人民币 5398.8 万元并已全部到账, 其中计入“营业外收入”4691 万元, 计入“其他收益”707.8 万元

2、行情回顾

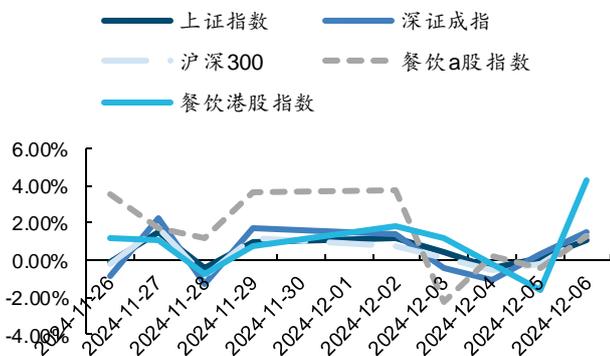
上两周 (2024/11/25~2024/12/06) 上证指数、深证成指、沪深 300、恒生指数、恒生科技指数分别+4.30%、+3.56%、+3.25%、+3.43%、+5.41%, 社会服务 (申万) +6.60%, 细分来看, 餐饮 A 股、港股指数分别+13.19%、+7.98%, 酒店 A 股、港股指数分别+2.88%、-2.19%, 旅游指数+7.03%, 人力服务指数+9.76%, 教育指数+6.07%。板块对比来看, 社会服务板块上周涨幅在 30 个申万一级行业板块中位列第 7。

图表 11: 上周板块涨跌幅情况

板块名称	上周涨跌幅
上证指数	+4.30%
深证成指	+3.56%
沪深 300	+3.25%
恒生指数	+3.73%
恒生科技指数	+5.41%
社会服务 (申万)	+6.60%
餐饮 A 股	+13.19%
餐饮港股	+7.98%
酒店 A 股	+2.88%
酒店港股	-2.19%
旅游	+7.03%
人力服务	+9.76%
教育	+6.07%

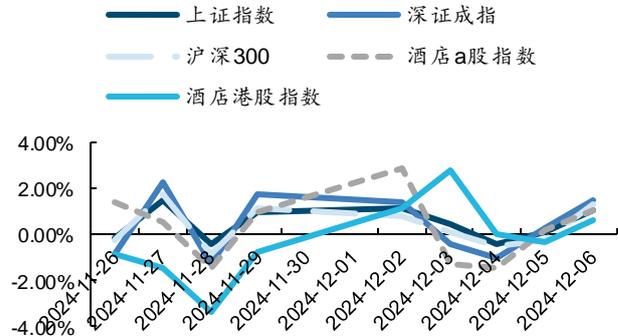
来源: iFind, 国金证券研究所

图表 12: 上两周餐饮板块涨跌幅走势



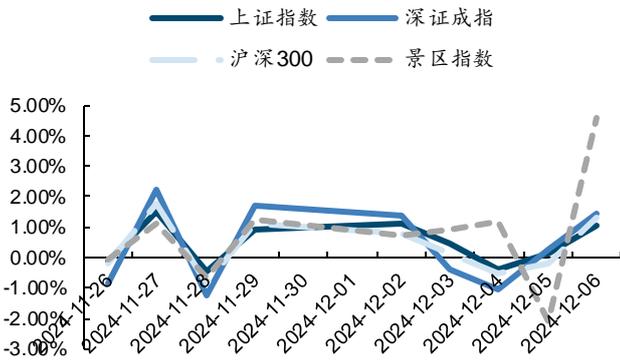
来源: iFind, 国金证券研究所

图表 13: 上两周酒店板块涨跌幅走势



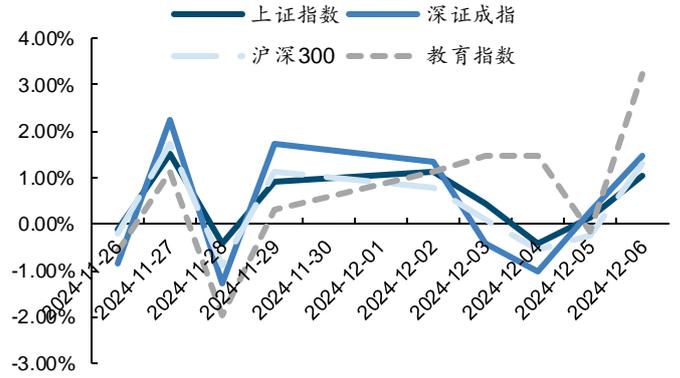
来源: iFind, 国金证券研究所

图表14: 上两周旅游板块涨跌幅走势



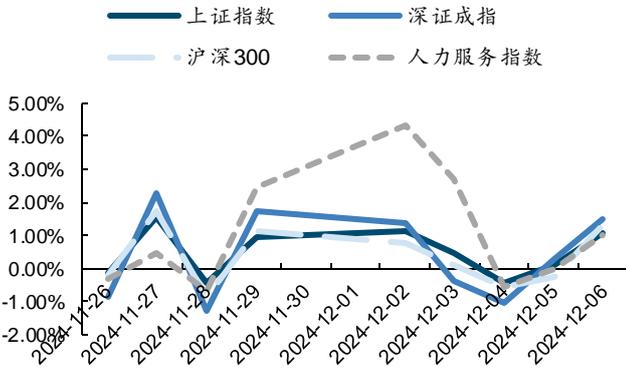
来源: iFind, 国金证券研究所

图表15: 上两周教育板块涨跌幅走势



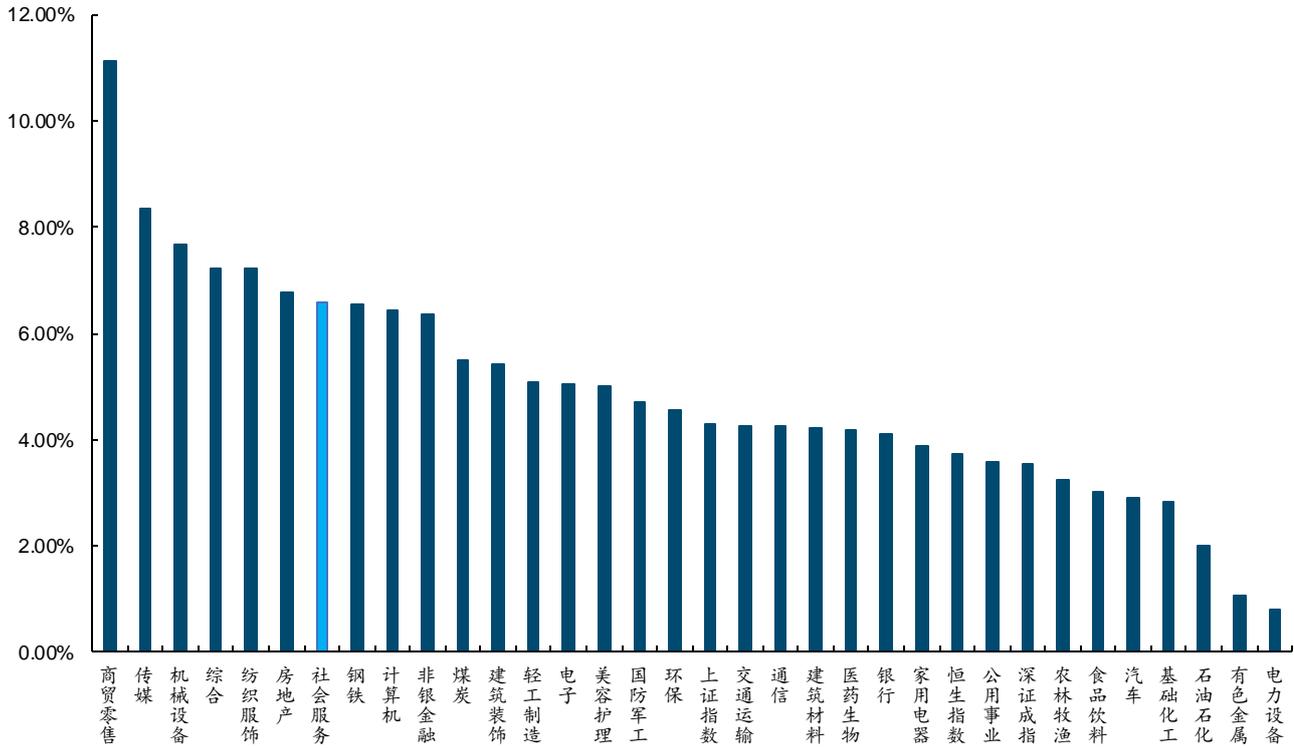
来源: iFind, 国金证券研究所

图表16: 上两周人服板块涨跌幅走势



来源: iFind, 国金证券研究所

图表17: 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, 特海国际、呷哺呷哺、全聚德涨幅居前,
酒店个股方面, 华天酒店、复兴旅游文化、君亭酒店涨幅居前。
旅游个股方面, 大连圣亚、长白山、祥源文旅涨幅居前。
人力服务个股方面, 同道猎聘、Boss 直聘涨幅居前。
教育个股方面, 中公教育、希望教育、枫叶教育涨幅居前。

图表18: 上两周餐饮行业涨幅前五名

图表19: 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)
特海国际	37.58%	18.16	2550
呷哺呷哺	29.89%	1.13	3819
全聚德	29.87%	13.48	26537
味知香	21.43%	27.37	4977
同庆楼	15.73%	25.31	7065

证券简称	两周涨跌幅	周度收盘价 (元)	两周成交量 (万股)
华天酒店	10.84%	3.68	28583
复星旅游文化	8.11%	4	2609
君亭酒店	8.02%	23.7	6367
金陵饭店	6.98%	7.51	13226
首旅酒店	5.12%	14.77	11356

来源: iFind, 国金证券研究所

来源: iFind, 国金证券研究所

图表20: 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	37.06%	42.09	17164
长白山	15.95%	48.86	20331
祥源文旅	12.72%	7.71	51211
张家界	9.46%	7.52	20062
西域旅游	8.65%	42.6	6012

来源: iFind, 国金证券研究所

图表21: 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)
同道猎聘	40.34%	3.34	4114
Boss 直聘	12.50%	54	15
科锐国际	5.27%	22.18	3925
外服控股	3.68%	5.36	10108

来源: iFind, 国金证券研究所

图表22: 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)
米奥会展	8.12%	18.78	3498
兰生股份	-3.09%	9.09	32157

来源: iFind, 国金证券研究所

图表23: 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)
中公教育	23.78%	4.06	518109
希望教育	20.15%	0.161	12390
枫叶教育	13.04%	0.26	1275
行动教育	12.38%	36.48	3227
科德教育	12.16%	15.59	20266

来源: iFind, 国金证券研究所

个股机构资金流动方面, 中公教育、全聚德、西安饮食净流入居前, 祥源文旅、宋城演艺、ST 开元净流出居前。

图表24: 上周行业机构资金净流入前五

证券简称	所属行业	主力净资金流入 (万元)
中公教育	教育	141,907.97
全聚德	餐饮	21,609.94
西安饮食	餐饮	5,552.90
科德教育	教育	4,960.19
味知香	餐饮	4,172.16

来源: iFind, 国金证券研究所

图表25: 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)
祥源文旅	景区	-4,717.05
宋城演艺	景区	-4,872.00
ST开元	旅游	-6,191.94
中青旅	景区	-6,982.47
长白山	景区	-12,120.31

来源: iFind, 国金证券研究所

3、重点上市公司估值

图表26：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	8488%	30%	16%	14%	30	23	20	18
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%	94	77	61	51
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%	39	36	28	23
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%	31	27	24	21
600054.SH	黄山旅游	19.3	19.8	21.7	23.3	141%	2%	10%	7%	4.2	3.6	4.2	4.7	424%	-14%	16%	11%	17	20	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%	63	53	42	31
600576.SH	祥源文旅	7.2	8.9	13.1	15.3	56%	24%	47%	16%	1.5	1.8	3.6	4.4	671%	18%	100%	25%	54	46	23	18
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%	22	23	20	18
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%	22	20	18	16
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%	22	25	21	18
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%	23	17	15	13
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%	21	19	16	13
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%	29	20	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%	21	18	16	15
301073.SZ	君亭酒店	5.3	6.8	8.1	9.6	56%	27%	20%	17%	0.3	0.4	0.8	1.1	3%	31%	89%	48%	151	116	61	41
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%	15	13	11	9
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%	23	20	18	17
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%	8%	5%	5.0	6.1	7.0	6%	-9%	21%	16%	17	19	15	13	
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%	22	44	21	16
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%	10	25	17	14
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%	21	18	18	16
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%	28	44	43	41
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%	11	17	14	9
9658.HK	特海国际	6.9	8.0	9.3	10.6	23%	17%	15%	15%	0.3	0.3	0.5	0.7	162%	25%	67%	30%	59	47	28	22
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%	21	26	22	19
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%	24	30	24	21
教育																					
9901.HK	新东方-S	30.0	43.3	52.3	63.7	-3%	44%	21%	22%	1.8	3.6	4.8	6.5	115%	103%	33%	35%	60	29	22	16
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%	-120	51	35	30
0839.HK	中教控股	56.2	64.7	71.9	85.4	18%	15%	11%	19%	13.8	0.0	21.0	26.9	-25%	-100%	#DIV/0!	28%	6	#DIV/0!	4	3
1773.HK	天立国际控股	23.0	32.9	44.3	57.2	160%	43%	35%	29%	3.3	5.5	7.6	10.0	246%	64%	38%	32%	24	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%	21	13	11	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%	37	32	27	23
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	5	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%	20	17	13	11
003032.SZ	传智教育	5.3	2.8	4.0	5.2	-33%	-48%	42%	30%	0.2	-0.4	0.1	0.6	-91%	-374%	扭亏	405%	316	-	435	86
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%	31	16	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%	2	2	2	2
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%	28	14	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	2	2	1
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%	34	14	11	9
000526.SZ	学大教育	22.1	27.6	33.5	39.7	23%	25%	21%	19%	1.5	2.2	2.9	3.7	1035%	40%	扭亏	30%	36	26	19	15
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%	21	20	18	17
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%	21	13	12	11
300662.SZ	科锐国际	97.8	114.9	135.9	158.4	8%	18%	18%	17%	2.0	2.0	2.5	3.0	-31%	0%	26%	21%	22	22	17	14
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%	2,115	14	10	8
300795.SZ	来奥会展	8.3	10.2	12.7	15.2	140%	22%	25%	20%	1.9	2.3	3.1	3.9	274%	24%	33%	25%	23	19	14	11
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	24	22	21
2076.HK	BOSS直聘	59.5	74.4	87.2	101.2	32%	25%	17%	16%	11.0	17.2	24.4	30.4	925%	57%	42%	24%	41	26	18	15

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 12 月 6 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
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建国内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806