



结构分化，看好教育、OTA 业绩趋势

——24 年业绩前瞻

2025 年 1 月 19 日

核心观点

- 旅游出行：旅游需求回归理性，看好出境游/国际业务驱动 OTA 平台业绩增长。**2024 年居民出游意愿依然强烈，四季度国内民航客运量同比+10%，国际线客流同比+62%，尤其是免签入境政策后，外国旅客入境大增贡献增量。1) OTA: 确定性受益出境游/国际业务占比提升同时行业格局+补贴优化推动净 TR 稳步提升。我们预计携程 4Q24 营收同比 118 亿元/同比+14.5%，经调净利润为 30-35 亿元/同比增长 12%-31%；同程 40 亿元/同比+24%，经调净利润为 6.1 亿元/同比+25.8%。2) 景区：预计三特索道 2024 年营收同比持平，暂不考虑一次性计提事项，归母净利润同比增 30%-50%。其中，4Q24 营收同比+18%，归母净利润同比扭亏。
- 连锁服务：酒店行业以价换量趋势延续。**参考酒店之家数据，受供需失衡+基数影响，2024 年全国酒店 Occ/ADR/Revpar 同比-2.5pct/-5.8%/-9.7%。其中，4Q24 全国酒店 Occ/ADR/Revpar 同比-0.4pct/-2.2%/-2.8%，降幅收窄因 4Q23 同期基数下降及酒店供给增长边际放缓。参考全国酒店 Revpar 降幅，我们预计锦江酒店 2024 年营收同比降 0%-5%，归母净利润同比增 10%-15%；首旅酒店 2024 年营收同比降 0%-3%，归母净利润同比增 0%-6%。
- 教育&人力资源：教育需求仍具韧性，人服预计承压。**1) 教育：K12 行业需求刚性，且政策优化的趋势清晰，Q3 核心教育上市公司均进入产能阶段，市场份额预计在 Q4 开始将有提升。其中，我们预计 K12 非学科培训需求更为旺盛，新东方预计 2Q25 营收同比增 25%-28%，学大教育 4Q24 受益产能扩张，预计营收环比提速，剔除股权激励影响后归母净利润同比增长 50%-60%。民办高中仍处于人口红利窗口期，天立国际控股 2024 年秋季学期校网学生总数 13.0 万人/同比+30%，同时公司正加快轻资产托管+多支业务扩张，我们预计 FY1H25 归母净利润同比增 30%-35%。2) 人服：仍受宏观环境影响：预计北京人力 4Q24 营收为 108 亿元/同比+12.7%，归母净利润为 2.3-2.4 亿元/同比增长 15%-20%，外服控股 4Q24 营收预计为 60 亿元/同比+16.3%，归母净利润为 1.2 亿元/同比增长 6.2%-6.4%。
- 免税：基本面短期延续承压，关注市内店新政效应。**受有效需求不足及海南旅游市场承压影响，核心渠道海南市场免税销售额 309 亿/同比-29%。其中前三季度同比-32%，四季度受益于基数降低+补贴，降幅收窄至 20%；机场免税渠道全年预计受益于国际航班恢复带来的客流增加，门店销售有显著增长，但考虑到 Q4 国际航班恢复率已超过 80%，后续增量欧美航线恢复节奏难以预测，叠加当前消费环境下客单价修复存在瓶颈，后续增长或边际放缓。此外，Q4 市内免税新政处于招投标阶段，多数门店尚未正式投运，后续需重点关注市内店新政效果。我们预计中国中免 2024 年营收同比-16%，归母净利润同比-37%，其中 4Q24 营收同比-19%，扣非净利同比-81%。
- 风险提示：**自然灾害风险；政策进展低于预期风险；宏观经济下行风险。

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

2025-1-17



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

相关研究

- 【银河社服】公司点评: 复星国际 (00656.HK): 聚焦主业资产优化, 公司估值存在改善空间
- 【银河社服】行业点评_扩内需方向明确, 服务新消费有望受益
- 【银河社服】行业周报: 茶饮 IPO 获进展, 关注春节旺季布局机遇

目录

Catalog

一、 业绩前瞻.....	3
(一) 旅游出行：需求回归理性，看好出境游/国际业务驱动平台业绩增长	3
(二) 教育&人力资源：教育需求仍具韧性，人服预计承压	3
(三) 免税：基本面短期延续承压，关注市内店新政效应.....	4
二、 行业数据.....	5
(一) 社零：12月社零增速环比提升，商品零售表现较优.....	5
(二) 免税：2025年起海南客流量同比呈增长趋势.....	6
(三) 酒店：本周核心经营指标同比下滑，二线城市和中高端酒店承压	6
(四) 博彩：12月GGR符合预期，同比下滑受节庆活动影响.....	9
三、 行业要闻.....	10
(一) 免税/旅游零售	10
(二) 酒店.....	10
(三) 餐饮.....	10
(四) 旅游.....	11
(五) 教育.....	11
四、 市场行情.....	12
(一) 市场整体	12
(二) 个股行情	12
五、 重点覆盖股票盈利预测与估值	13
六、 风险提示.....	14

一、业绩前瞻

（一）旅游出行：需求回归理性，看好出境游/国际业务驱动平台业绩增长

1. 旅游大盘：国内出行人次增速逐渐平缓，出/入境游市场需求释放

国内旅游需求逐渐进入平缓期，疫后“报复性”需求开始消退，增速朝疫情前水平靠拢，2024年前三季度国内旅游出游人次同比+15.3%，四季度民航客运量同比+10.2%。同时，出境游不断恢复，第三季度国际航班班次已恢复至2019年的77%，全年国际旅客量恢复至2019年的88%，同比+130%。另外，入境游热度大涨，2024年国家移民局签发口岸签证次数同比+87.3%，尤其在240过境免签政策后来华人数环比+29.5%。

2. OTA：板块业绩持续领跑，出境游/国际业务是未来核心驱动力

受益于消费习惯迁移和行业内竞争格局稳定，OTA板块业绩持续领先行业。受益于居民旅游习惯向线上迁移，OTA平台的渗透率和用户规模较疫情前大幅提升，2024年整体表现优于旅游大盘。同时，行业竞争格局趋于稳定，7月抖音上调酒旅佣金削弱了其价格优势，且美团对即时零售等新兴领域投入加大，分散了其在在线旅游方面的资源分配。结合行业出海趋势明显，出境游恢复配合海外业务的扩张机遇行业增量空间和盈利能力优化机会。

业绩前瞻：1) 携程：海外业务持续扩张，酒店板块占比提升，业务增量和盈利能力双丰收。公司2024年大力发展其海外平台Trip.com，现已成为携程营收增长的重要驱动力之一，占总营收的10%左右。此外，截至3Q24，携程住宿预订板块在总营收中占比达到43%。海外业务和住宿板块作为盈利能力较强板块，在整体业务中占比的提升有利于公司盈利水平进一步增强。我们预计2024年全年营收预计为524亿元/同比+17.7%，经调净利约在180-185亿元之间/同比增长38%-42%，其中，4Q24营收同比118亿元/同比+14.5%，经调净利润为约为30-35亿元/同比增长12%-31%。2) 同程：盈利能力改善，出境游板块驱动营收增长。同程2024年起发力出境游业务，业务增速可观但目前营收中占比较小，早期由于大量营销投入导致利润率承压。自3Q24起得益于公司补贴和广告投放精细化运营盈利能力逐步改善。我们认为，受益于出境游业务的持续拓展，且补贴力度的逐渐回收和精细化投放导致销售和营销开支在营收中占比下降，公司业务增量和盈利能力均有较大提升空间。2024年全年营收预计为172亿元/同比+44.7%，经调净利为27亿元/同比+24.2%，其中，4Q24营收为40亿元/同比+24%，经调净利润为6.1亿元/同比+25.8%。

3. 景区：三特索道前三季度经营改善趋势明确，中长期有储蓄项目持续驱动业绩增长。预计三特索道2024年营收同比持平，暂不考虑诉讼减值计提，归母净利同比增30%-50%。其中，4Q24营收同比+18%，归母净利同比扭亏。

4. 酒店：供需失衡，以价换量趋势延续。参考酒店之家数据，受供给增长+商旅偏弱+去年同期高基数影响，2024年全国酒店Occ/ADR/Revpar同比-2.5pct/-5.8%/-9.7%。其中，4Q24全国酒店Occ/ADR/Revpar同比-0.4pct/-2.2%/-2.8%，降幅收窄主要因4Q23同期基数下降及酒店供给增长边际放缓。参考全国酒店Revpar降幅，我们预计锦江酒店2024年营收同比降0%-5%，归母净利同比增10%-15%；首旅酒店2024年营收同比降0%-3%，归母净利同比增0%-6%。

（二）教育&人力资源：教育需求仍具韧性，人服预计承压

1. 教育：K12行业需求刚性，且政策优化的趋势清晰，Q3核心教育上市公司均进入产能阶段，市场份额预计在Q4开始将有提升。其中，我们预计K12非学科培训需求更为旺盛，新东方预计2Q25营收同比增25%-28%，学大教育4Q24受益产能扩张，预计营收环比提速，剔除股权激励影

响后归母净利润同比增长 50%-60%。民办高中仍处于人口红利窗口期，天立国际控股 2024 年秋季学期校网学生总数 13.0 万人/同比+30%，同时公司正加快轻资产托管+多支业务扩张，我们预计 FY1H25 归母净利同比增 30%-35%。

2.人服：行业受宏观经济影响承压，等待消费回暖下用工企业需求增加带来反转机遇。人力资源服务顺周期属性较强，其需求主要依赖用工企业的人才需求，2024 年由于我国经济疲软，用工企业为缩减开支普遍压缩用人成本，导致人事管理和薪酬福利等传统业务板块承压，存量客户需求减少。但随一系列消费刺激政策出来，宏观经济条件有望回暖，企业用工需求预计同步回升，为人力资源服务行业业务规模改善提供机遇。

业绩前瞻：1) 北京人力：客户资源优质，营收利润增长良好。北京人力作为国内老牌人力资源服务商，业务基础扎实，全流程服务覆盖使其在部分业务承压情况下仍能实现一定程度的风险对冲。多年来积累了以华为为首的大量优质且粘性极高的用户，同时持续完善客户的开发、服务与维护流程。公司 3Q24 业务增速稳定，且利润增长超出市场预期，我们认为，公司 2024 年将如期完成业绩承诺，全年收入预计为 440 亿元/同比+14.8%，归母净利润为 8.7-8.8 亿元/同比增长 59%-61%，其中，4Q24 营收预计为 108 亿元/同比+12.7%，归母净利润为 2.3-2.4 亿元/同比增长 15%-20%。2) 外服控股：新兴业务稳定增长，有望通过收购拓展新赛道。外服控股同为一站式全流程人力资源服务商，2024 年前三季度受宏观经济影响存量客户需求减少，传统业务承压，但公司新兴业务如业务外包和灵活用工部分增长稳定，且自身客户储备池较大，新型业务转换空间充足。此外，公司早先收购的绛门科技和远茂整合效果良好，未来有望通过收购新标的的方式继续优化业务布局，进军新专业赛道，驱动营收增加。公司 2024 年营收预计为 220 亿元/+14.7%，归母净利约为 6.2 亿元/同比+5.6%，其中，4Q24 营收预计为 60 亿元/同比+16.3%，归母净利润为 1.2 亿元/同比增长 6.2%-6.4%。

（三）免税：基本面短期延续承压，关注市内店新政效应

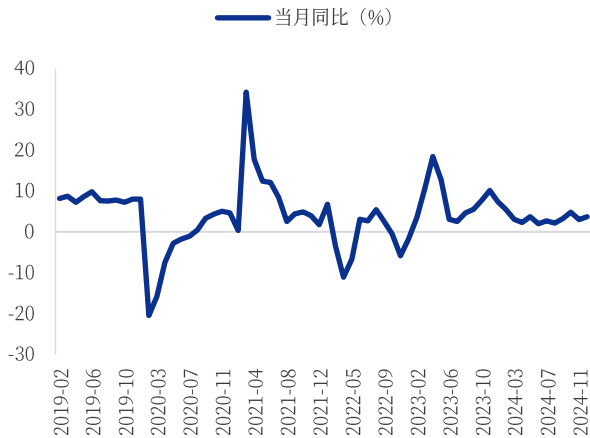
受有效需求不足及海南旅游市场承压影响，2024 年中国免税行业承压明显。核心渠道海南市场免税销售额 309 亿/同比-29%，其中前三季度同比-32%，四季度受益于基数降低+补贴力度加大，降幅收窄至 20%；机场免税渠道预计受益于国际航班恢复带来的客流增加，门店销售有显著增长，但考虑到国际航班恢复率已超过 80%，后续增量欧美航线恢复节奏难以预测，叠加当前消费环境下客单价修复存在瓶颈，后续增长或边际放缓。此外，Q4 市内免税新政处于招投标阶段，多数门店尚未正式投运，后续需重点关注市内店新政效果。我们预计中国中免 2024 年营收同比-16%，归母净利同比-37%，其中 4Q24 营收同比-19%，扣非净利同比-81%

二、行业数据

(一) 社零：12月社零增速环比提升，商品零售表现较优

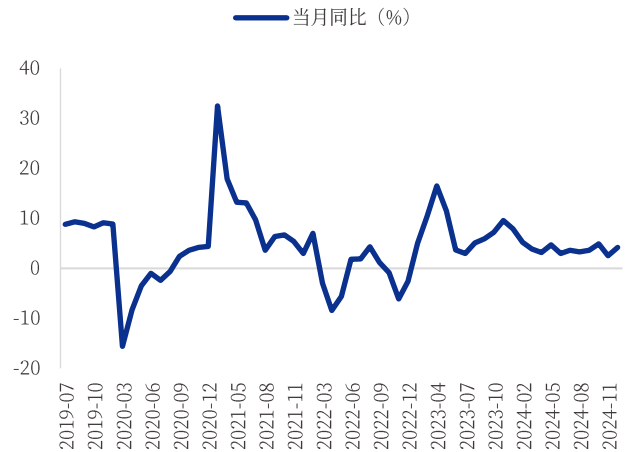
2024年12月我国社会消费品零售总额45172亿元，同比+3.7%。据国家统计局数据显示，2024年12月我国社会零售总额4.5万亿元，同比+3.7%，环比+0.7%，增速较11月有所提升。其中，除汽车以外的消费品零售额4万亿元，同比+4.2%，环比+1.7%。

图1：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2：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

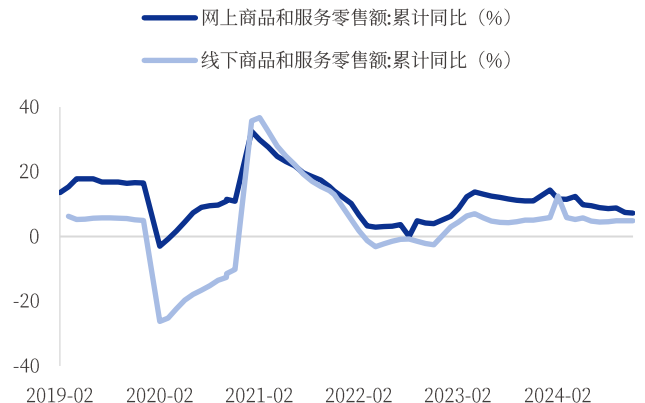
分渠道看，当月线下增速持续领先线上增速。2024年全年，全国网上、线下累计零售额分别同比增加7.2%、4.9%。

图3：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

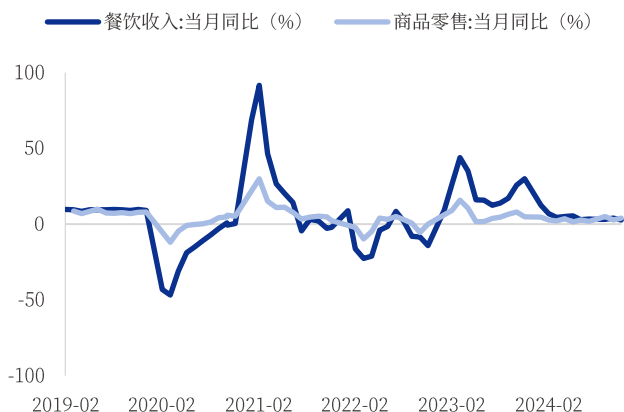
图4：网上&线下商品和服务零售累计同比



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

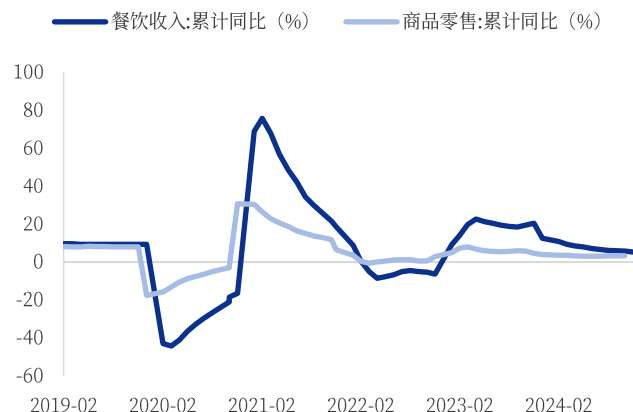
分类型来看，本月商品零售增速领先餐饮收入增速。2024年12月，餐饮收入、商品零售额分别同比增长+2.7%、+3.9%，增速分别环比-1.3pct、+1.1pct。

图5：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

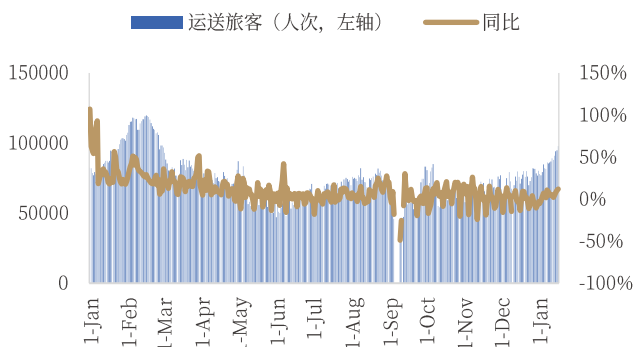
图6：社零：商品零售&餐饮收入累计同比



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

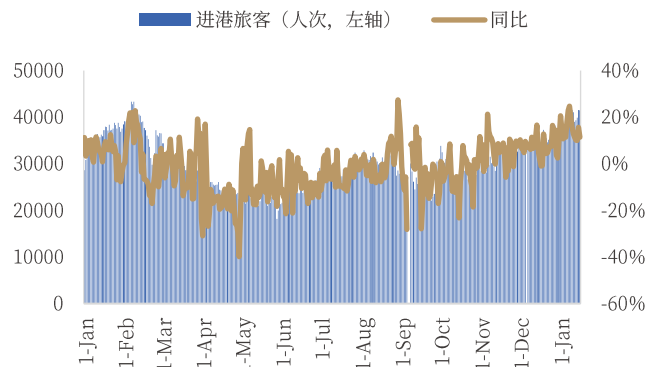
(二) 免税：2025年起海南客流量同比呈增长趋势

图7：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8：三亚凤凰机场进港旅客量及同比增速

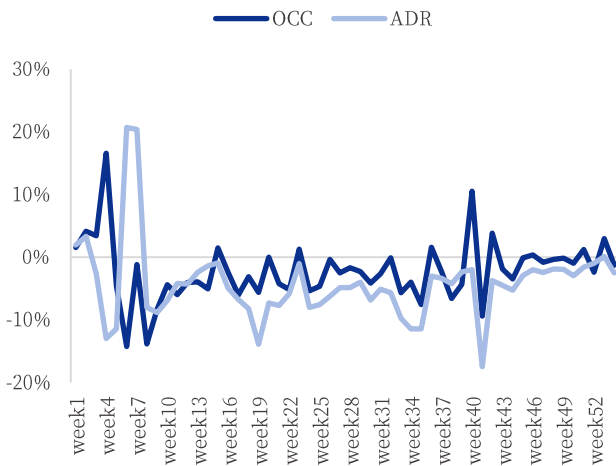


资料来源：凤凰机场官方微博，中国银河证券研究院

(三) 酒店：本周核心经营指标同比下滑，二线城市和中高端酒店承压

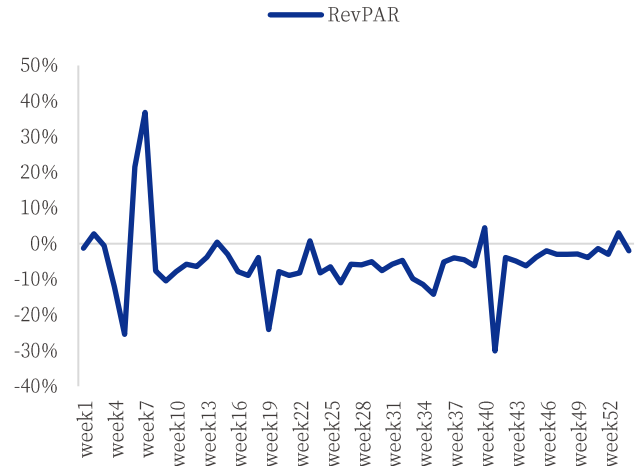
据酒店之家数据，1.12当周，国内酒店 OCC 为 55.3%，同比-1.3pct；ADR 为 192.1 元/间，同比-2.5pct；RevPAR 为 181.2 元/间，同比-2pct。本周各项指标下滑明显，2025 年整体趋势仍有待观察。

图9：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

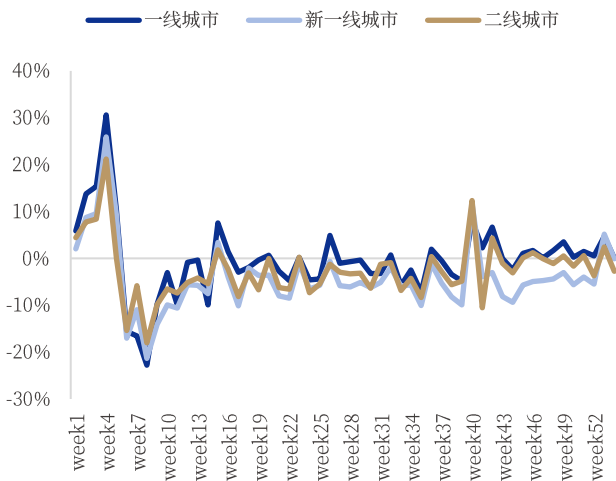
图10：中国大陆整体酒店 RevPAR 涨幅



资料来源：酒店之家，中国银河证券研究院

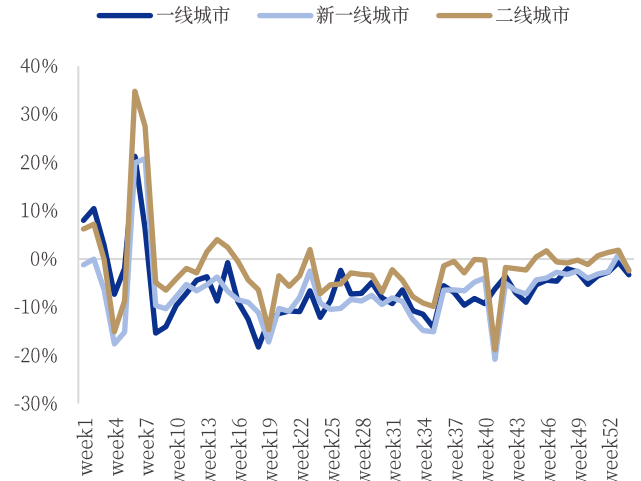
据酒店之家数据，1.12当周，国内一线/新一线/二线城市 OCC 分别为 64.9%/59.8%/54.0%，同比+0.1pct/-0.1pct/-2.7pct；ADR 分别为 281.3 元/187.7 元/192.0 元每间，同比-3.3pct/-2.2pct/-2.5pct。

图11：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12：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

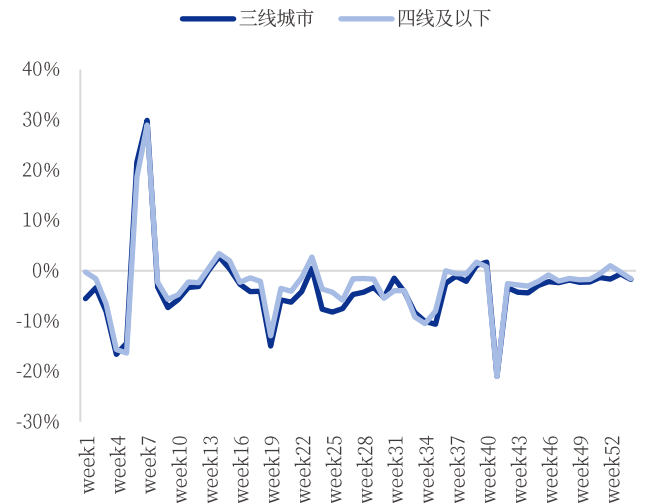
据酒店之家数据，1.12当周，国内三线/四线及以下 OCC 分别为 55.0%/50.2%，同比-0.4pct/-2.0pct；ADR 分别为 175.5 元/167.5 元每间。同-1.7pct/-1.6pct。

图13: 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

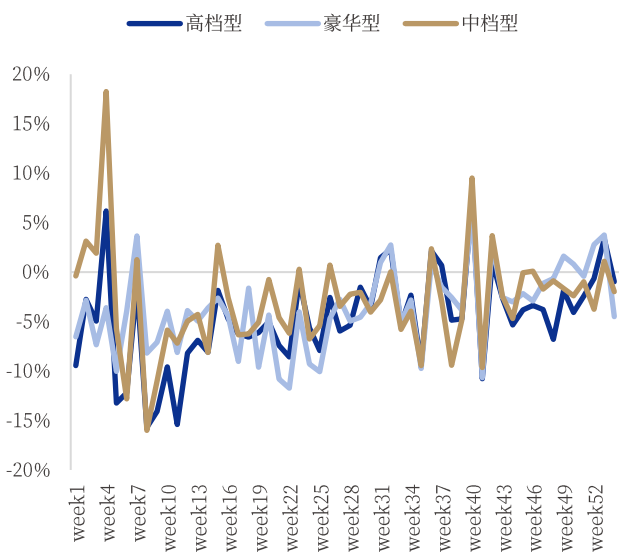
图14: 中国三线及以下城市 ADR 涨幅



资料来源: 酒店之家, 中国银河证券研究院

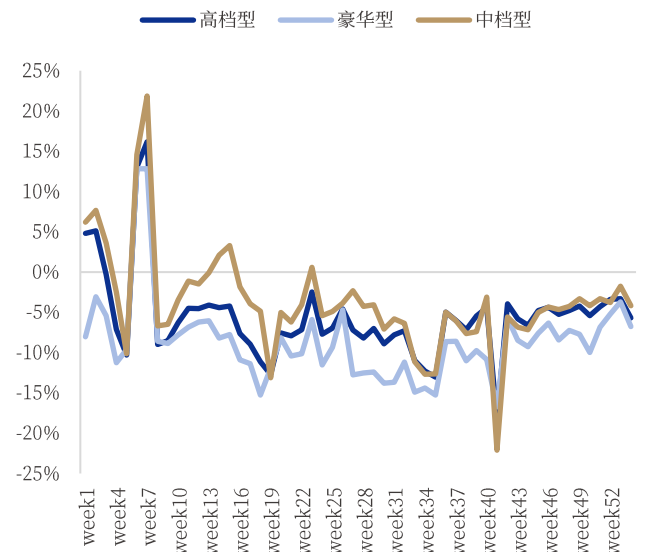
据酒店之家数据, 1.12 当周, 国内豪华型/高档型/中档型酒店 OCC 分别为 41.6%/49.0%/53.8%, 同比-4.5pct/+1.0pct/-2.0pct; ADR 分别为 727.6 元/330.9 元/218.4 元每间, 同比-6.8pct/-5.7pct/-4.2pct。

图15: 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

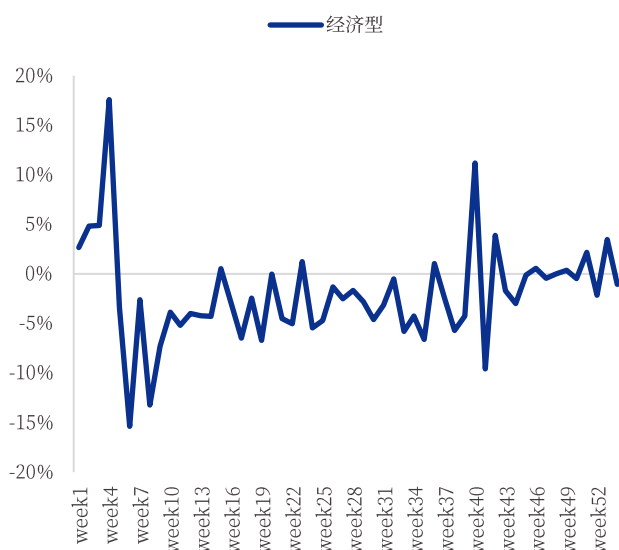
图16: 中国中高端酒店 ADR 涨幅



资料来源: 酒店之家, 中国银河证券研究院

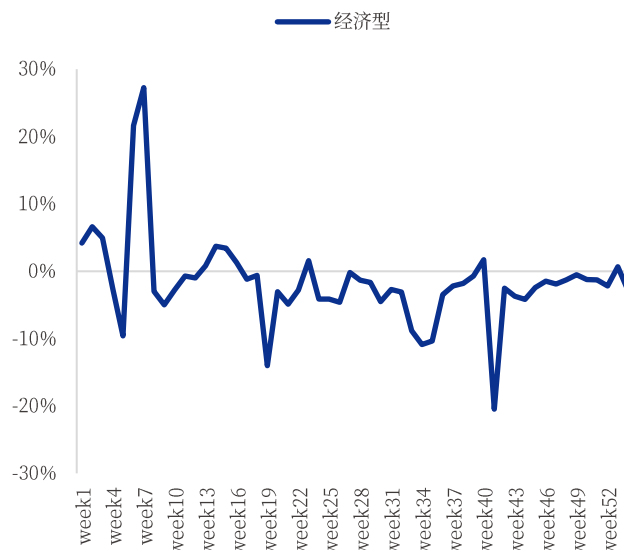
据酒店之家数据, 1.12 当周, 国内经济型酒店 OCC 为 56.3%, 同比-1.1pct; ADR 为 134.8 元/间, 同比-2.9pct。

图17: 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18: 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

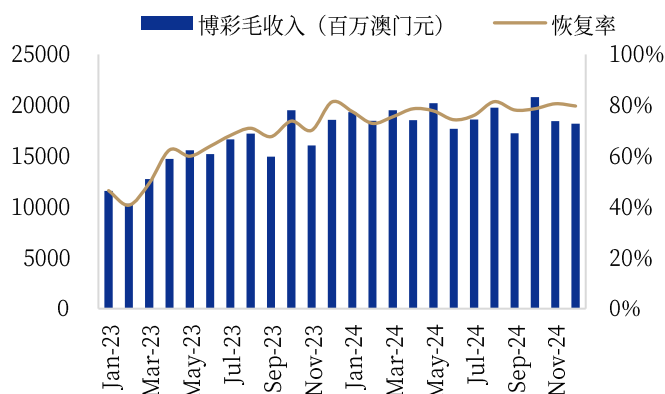
(四) 博彩: 12月 GGR 符合预期, 同比下滑受节庆活动影响

博彩毛收入: 12月澳门博彩毛收入 182 亿澳门元/同比-2%, 恢复至 2019 年同期的 79.7%, 恢复率环比 11 月-0.9pct; 12 月日均博彩毛收入 5.9 亿澳门元, 环比 11 月-5%。12 月 GGR 同比下滑及环比回落, 主要受 12 月澳门回归周年庆典事项影响, 整体恢复率仍维持 80%左右, 反映需求仍具韧性。

澳门入境旅客:11 月澳门共录得入境旅客 283 万人次/同比+10%, 恢复至 2019 年同期的 97%, 恢复率环比 10 月-1pct。

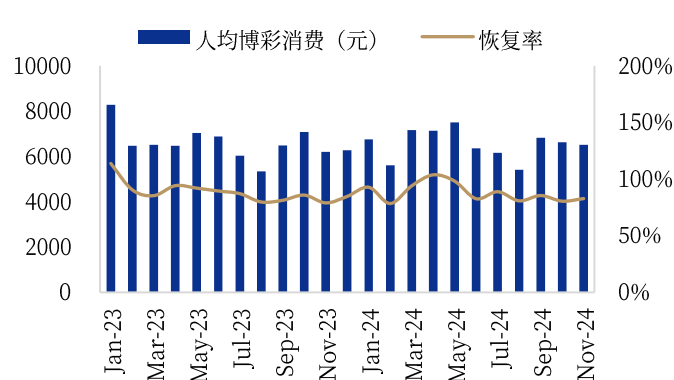
人均博彩消费: 11 月人均博彩消费 6510 澳门元, 恢复至 2019 年同期的 83%, 恢复率环比 10 月+2pct。

图19: 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20: 澳门博彩人均博彩消费及恢复率



资料来源: DICJ, DSEC, 中国银河证券研究院

三、行业要闻

（一）免税/旅游零售

【中国中免全资子公司中标 6 家市内免税店经营权】近日，公司陆续收到通知，公司全资子公司中国免税品（集团）有限责任公司先后成功中标深圳、广州、西安、福州、成都、天津 6 家市内免税店经营权。加上公司原来拥有的 7 家市内免税店，公司目前已在 13 个城市拥有市内免税店。本次中标 6 家市内免税店经营权，有利于公司充分发挥自身优势，整合既有采购和运营资源，充分打造“免税+有税”“进口+国产”“线下+线上”新零售模式。同时公司积极参与市内免税店建设，有助于提升所在城市消费活力，加快建设国际消费中心城市，有效引导国人海外消费回流，促进外籍人员在国内消费。（资料来源：公司公告）

【海南今年将多举措提振离岛免税消费】今年海南省政府工作报告提出，将推动优化离岛免税政策，引导差异化经营，加快“免税+”行业融合，离岛免税经营主体销售额 520 亿元。海南省商务厅厅长张斌 16 日在海南省七届人大四次会议“厅局长通道”上接受记者采访时表示，今年海南将从多个方面提振离岛免税销售：在优化供给方面，支持离岛免税企业引进更多国际消费品牌，让更多中国国内“潮品”进入免税店，有更多消费新品在免税店展示和销售。在改进服务上，海南将推进优化免税品购买方式，扩大“即购即提”商品品类。2024 年，海南密集发放离岛免税政府消费券。张斌表示，今年还将加大消费券投放力度。（资料来源：海南省商务厅）

（二）酒店

【三亚酒店行业协会声明，所有酒店同等房型价格均不会超过近两年同期】据三亚酒店行业协会官方微信 1 月 16 日消息，近期，关于三亚酒店春节价格上涨的信息，严重诋毁了三亚酒店行业的整体形象，误导了广大游客和消费者，对三亚旅游市场秩序造成了不良影响。在此，三亚旅游酒店行业协会郑重声明并发布此公告。我们一直致力于为游客提供优质的服务与合理的价格体系，特别在春节期间这一旅游高峰时段，三亚酒店行业在保障服务质量提升的同时，为确保每位游客都能拥有舒适、满意的住宿体验，以高质量服务做好春节假期期间旅客的三亚服务保障工作，我们严格遵循三亚市发改委《关于三亚市 2025 年春节期间旅游饭店标准客房价格管理的通知》（三发改价格〔2024〕70 号）文件要求执行房价报备，所有酒店同等房型价格均不会超过近两年同期。（资料来源：三亚酒店行业协会）

【春节期间中国县域高星酒店预订量同比翻番】去哪儿 12 日发布数据，从春节期间的酒店预订量情况看，热门目的地包括：北京、广州、哈尔滨、上海、西安、成都、深圳、重庆、福州、大理。其中，福州成为新晋热门城市“黑马”，春节期间酒店预订量同比增长一倍。此外，特色小城延边，酒店预订增幅超过四成；昆明、武汉、佛山春节酒店预订量同比增幅也达到两成左右。近年来，县域旅游的火爆，吸引了不少连锁酒店、国际大牌酒店到县城开店。去哪儿数据显示，截至 1 月 12 日，春节期间可预订高星酒店的县城数量同比增加两成。从预订量看，今年春节期间县域整体的高星酒店预订量也走俏，实现同比翻番。（资料来源：去哪儿）

（三）餐饮

【茶饮品牌一年关店 1.76 万家】根据中国连锁经营协会数据，我国现制茶饮店行业规模虽然保持增长，但是新茶饮市场规模增速预计将从 2023 年的 44.3% 放缓至 2025 年的 12.4%。尽管一些品牌如蜜雪冰城和霸王茶姬仍在快速扩张，但整体来看，过半品牌门店发展处于滞缓或收缩状态。

增速放缓的同时，关店量提升。据 GeoQData 数据显示，2024 年上半年 101 家连锁新茶饮品牌新开店量与去年同期持平，但闭店量却提升了近 3000 家。纵观整个行业，在连续几年高速增长之后，2024 年新茶饮整体呈现收缩态势，门店总数减少了 1.76 万家。（资料来源：中国连锁经营协会，GeoQData）

【春节餐饮市场活力涌动，年夜饭线上预订量同比涨超 3 倍】截至 1 月 16 日，美团平台上，“年夜饭预订”“年夜饭餐厅推荐”相关搜索量月环比提升 256%，年夜饭线上预订量同比增长 305%，“非遗美食”需求激增。最新数据显示，超百万餐饮商户在美团报名“春节不打烊”活动，年夜饭线上预订、外带配送、吃住玩一站式等服务新模式涌现，进一步激发春节餐饮消费市场活力。（资料来源：美团）

（四）旅游

【蛇年春节泰国将迎接 77 万中国游客赴泰旅游，同比增长 22.6%】泰国交通部数据显示，预计在 1 月 24 日至 2 月 2 日当周，入境泰国游客数量将超过 400 万人次，同比增长 10.4%；其中中国游客约 77 万人次，同比增长 22.6%。泰国机场公司预计，农历新年期间旗下六大机场的航空运输量将增长 10.4%，预计累计接待旅客 403 万人次；日均航班 2460 架次，比去年增长 16.7%。泰国机场管理局将在中国春节期间增加机场工作人员数量，保障游客出行安全，提高游客旅行体验。

（资料来源：泰国交通部）

【日元疲软推动日本旅游业刷新纪录，2024 年中国游客大幅增长】日本国家旅游局（JNTO）1 月 15 日公布的最新数据显示，受日元疲软推动，2024 年全年游客量创下历史新高。全年抵达日本旅游的海外游客数量为 3687 万人次，超过了 2019 年（3190 万）时创下的最高纪录。同时，这一数据较 2023 年全年增幅约为 47.1%。就地区来看，在访日外国游客数量中，韩国游客位居第一，达 881.7 万人次，较 2023 年全年增长 26.1%。来自中国的游客数量位居第二，约为 698.1 万人次，较 2023 年全年增幅为 187.9%。值得注意的是，去年中国游客的增幅，是所有海外游客中最多的。仅次于中国游客增幅的是来自俄罗斯的游客，约为 9.93 万人次，增幅为 136.6%。（资料来源：JNTO）

（五）教育

【1 月 17 日中公教育发布公告，其股东增持 4816.24 万股】1 月 17 日中公教育发布公告《中公教育:关于控股股东之一致行动人增持公司股份达到 1%的公告》，其股东鲁忠芳于 2025 年 1 月 9 日至 2025 年 1 月 17 日间合计增持 4816.24 万股，占公司目前总股本的 0.7809%，变动期间该股股价上涨 4.05%，截止 1 月 17 日收盘报 3.34 元。（资料来源：公司公告）

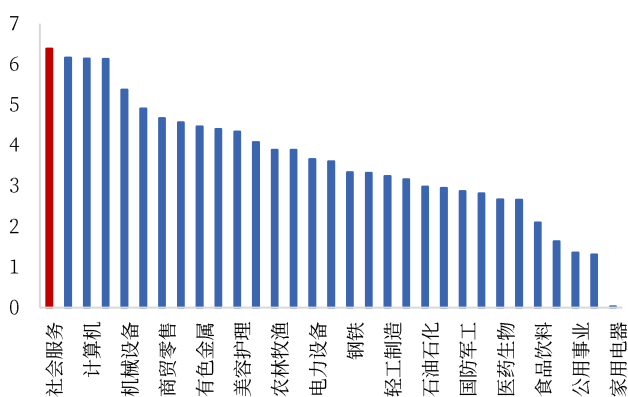
【学大教育 1 月 16 日发布关于借款事项的进展公告】经学大（厦门）教育科技集团股份有限公司（以下简称“公司”）第十届董事会第七次会议、2022 年年度股东大会审议通过，同意公司与西藏紫光卓远科技有限公司（曾用名：西藏紫光卓远股权投资有限公司，以下简称“紫光卓远”）签署《展期协议书三》，紫光卓远同意就人民币 10.14 亿元相关债权继续向公司展期，展期期限自 2023 年 9 月 30 日起至 2025 年 12 月 31 日止，展期借款利率为 4.35%/年。公司在 2024 年度已向紫光卓远偿还借款本金人民币 5.15 亿元及所对应的利息约人民币 5128.23 万元。经友好沟通，公司已于近日向紫光卓远偿还借款本金人民币 0.5 亿元，上述借款本金对应利息由公司在 2025 年 12 月 31 日前另行支付。截至目前，公司对紫光卓远的剩余借款本金金额约为人民币 0.49 亿元。（资料来源：公司公告）

四、市场行情

(一) 市场整体

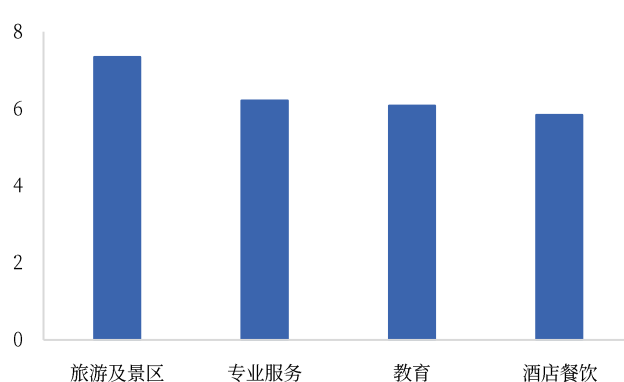
本周社服行业涨跌幅为+6.4%，领先沪深300指数+4.3pct，在所有31个行业中周涨跌幅排名第1位。其中，各细分板块涨跌幅分别为：旅游及景区(+7.4)，专业服务(+6.2)，教育(+6.1)，酒店餐饮(+5.8)。SW社服板块本周涨幅亮眼，除受益于整体大盘趋势向好外，主要归因于1月13日国务院发布《关于进一步培育新增长点繁荣文化和旅游消费的若干措施》（下称《措施》）。《措施》以丰富消费惠民举措、满足不同年龄群体消费需求、扩大特色优质产品供给、培育消费场景、创新产业政策、优化消费环境为主题，提出多项关于将文化旅游业培育成支柱产业的具体举措，极大程度上提振了市场对旅游业及相关消费的信心，推动1月14日板块单日涨幅高达4.3%。

图21: SW一级行业指数本周涨跌幅(%)



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图22: SW社服细分行业本周涨跌幅情况(%)

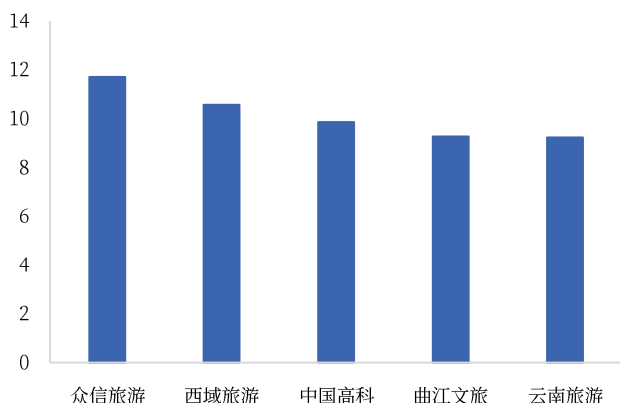


资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

(二) 个股行情

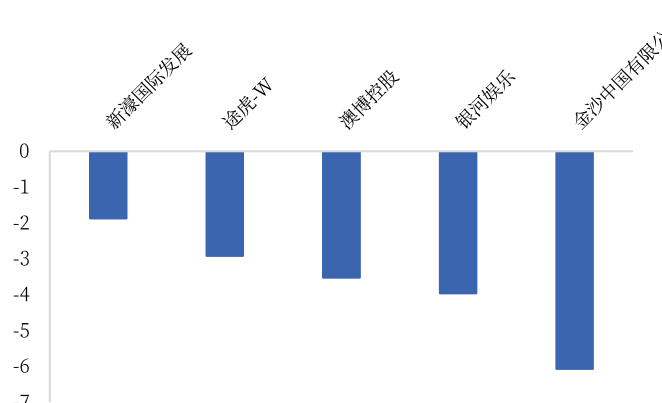
受益于1月13日国务院发布的《关于进一步培育新增长点繁荣文化和旅游消费的若干措施》，市场对旅游板块较为乐观，整体板块涨幅可观，其中众信作为旅行社龙头公司大幅收益。同时，泰国持续推进赌场合法化草案，若该草案通过，将对澳门博彩业造成一定影响，导致博彩港股整体承压。

图23: 本周涨幅排名前5的个股(%)



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图24: 本周跌幅排名前5的个股(%)



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

五、重点覆盖股票盈利预测与估值

表1: 重点公司盈利预测与估值

板块	公司	EPS (元)			PE (X)			评级
		2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
免税	中免集团	3.25	2.39	2.48	18.8	25.5	24.6	推荐
	王府井	0.63	0.52	0.64	21.8	26.4	21.5	未评级
教育	学大教育	1.25	1.75	2.82	33.8	24.1	14.9	推荐
	天立国际控股	0.16	0.28	0.35	24.4	13.9	11.1	推荐
连锁服务	途虎-W	0.59	0.80	1.19	29.3	21.6	14.5	推荐
	锦江酒店	0.94	1.18	1.15	27.6	21.9	22.5	推荐
	首旅酒店	0.71	0.75	0.90	19.1	18.1	15.0	推荐
	华住集团-S	1.25	1.18	1.38	19.4	20.6	17.6	推荐
会展	米奥会展	0.82	1.00	1.38	23.3	19.1	13.9	推荐
	兰生股份	0.37	0.35	0.39	22.0	23.3	20.9	推荐
旅游	携程集团-S	19.11	28.04	29.77	26.8	18.3	17.2	推荐
	同程旅行	0.95	1.18	1.53	19.2	15.5	11.9	推荐
	美高梅中国	0.69	1.30	1.43	15.1	8.0	7.3	未评级
	三特索道	0.72	1.05	1.16	21.9	14.9	13.6	推荐
	天目湖	0.54	0.43	0.46	21.3	26.7	25.0	推荐
餐饮	百胜中国	1.97	2.35	2.53	172.4	144.5	134.2	未评级
	达势股份	-0.22	0.22	0.89	-354.5	354.5	87.6	未评级
人力资源	外服控股	0.26	0.28	0.31	18.4	16.7	15.5	推荐
	北京人力	0.97	1.56	1.73	18.8	11.6	10.5	推荐

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

六、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: 社零总额当月同比.....	5
图 2: 除汽车外社零总额当月同比.....	5
图 3: 网上&线下商品和服务零售额当月同比.....	5
图 4: 网上&线下商品和服务零售累计同比.....	5
图 5: 社零: 商品零售&餐饮收入当月同比.....	6
图 6: 社零: 商品零售&餐饮收入累计同比.....	6
图 7: 海口美兰机场运送旅客量及同比增速.....	6
图 8: 三亚凤凰机场进港旅客量及同比增速.....	6
图 9: 中国大陆整体酒店 OCC&ADR 涨幅.....	7
图 10: 中国大陆整体酒店 RevPAR 涨幅.....	7
图 11: 中国二线及以上城市 OCC 涨幅.....	7
图 12: 中国二线及以上城市 ADR 涨幅.....	7
图 13: 中国三线及以下城市 OCC 涨幅.....	8
图 14: 中国三线及以下城市 ADR 涨幅.....	8
图 15: 中国中高端酒店 OCC 涨幅.....	8
图 16: 中国中高端酒店 ADR 涨幅.....	8
图 17: 中国经济型 OCC 涨幅.....	9
图 18: 中国经济型 ADR 涨幅.....	9
图 19: 澳门博彩毛收入当月值及恢复率.....	9
图 20: 澳门博彩人均博彩消费及恢复率.....	9
图 21: SW 一级行业指数本周涨跌幅 (%).....	12
图 22: SW 社服细分行业本周涨跌幅情况 (%).....	12
图 23: 本周涨幅排名前 5 的个股 (%).....	12
图 24: 本周跌幅排名前 5 的个股 (%).....	12
表 1: 重点公司盈利预测与估值.....	13

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