

# 社会服务行业专题

## 如果复苏节奏渐进展开，我们优先看好哪些机会？

优于大市

### 核心观点

**政策回顾：重磅消费政策接连出台，扩大内需目标居首。**中共中央办公厅、国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》；次日国新办举行新闻发布会，介绍提振消费有关情况。《方案》强调供需两侧综合协调协同发力，且服务消费政策支持力度明显加大，服务消费潜力释放有望推动消费市场继续扩容提质，最终旨在解决制约消费的突出矛盾，达到全方位扩大国内需求目的。

**数据跟踪：部分行业数据印证经济复苏趋势。**2025年1-2月社零总额及限额以上社零增速环比均有小幅提升，且限额以上社零增速高于整体，年初社零数据呈现向好态势；2025年以来企业招聘需求也在回暖，猎聘《招聘趋势调研报告》显示，2025年第一季度雇主招聘意愿提升显著，BOSS直聘也提及2025年春节后企业招聘意愿呈现同比增长；酒店行业RevPAR降幅自去年四季度以来已环比改善，供需再平衡下后续商旅传导拐点也值得期待。长线看国内经济复苏不会一蹴而就，但部分行业数据线索印证了复苏趋势。

**赛道PK：沿赛道行业复苏时间轴，寻找投资机会。**1) 人服行业系经济晴雨表，直接受益于企业招聘需求回暖、内部降本增效以及AI赋能，故复苏逻辑上领先；2) 连锁餐饮(C端消费主导)复苏弹性同样居前，年初以来赛道低价竞争趋缓，2025年龙头品牌店收入有望转正，叠加消费券额外弹性，强运营&品牌流量的龙头预计引领复苏；3) 美团-W 2024年创新与流量打通助力下经营呈现强阿尔法，消费复苏下2025经营有望提速；4) 教育行业中与企业信心相关赛道短期边际受益，如行动教育受益于企业参培意愿回暖、传智教育/中国东方教育等技能培训课程需求则受益于企业招聘意愿回暖。此外消费力持续复苏下，中线也为教培赛道重新打开高端化和提价空间；5) 酒店行业经历供给与需求的再平衡，RevPAR降幅自2024Q4以来环比已改善，仍跟踪商旅需求复苏拐点，供需格局稳定下龙头收入盈利有望率先改善。

**风险提示：**宏观经济恢复低于预期；行业竞争加剧；监管政策风险；内部孵化、外延并购低于预期；食品安全风险等；

**投资建议：紧循复苏脉络，布局优质龙头。**2023-2024年国内经济整体呈现温和复苏态势，经营承压下板块龙头估值大多回撤至历史底部区域，但在过去2年偏极端经营环境下，龙头也积极修炼打磨内功。2024年四季度以来，企业端信心呈现边际改善态势，部分龙头公司经营数据也触底回暖，基本面最差时刻已过，优质龙头估值已具备较高性价比。叠加近期出台的系列内需提振政策，板块投资信心预计也将迎来提振。综合考虑板块复苏节奏以龙头阶段经营现状，重点推荐科锐国际、海底捞、美团-W、同庆楼、行动教育、首旅酒店、携程集团-S，同时建议关注顺周期预期强化扩散后人力资源、连锁餐饮、教育、酒店、演艺、免税等板块整体β投资机遇。

### 重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EPS		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
300662.SZ	科锐国际	优于大市	36.26	71	1.04	1.41	35	26
6862.HK	海底捞	优于大市	16.74	933	0.81	0.91	21	18
3690.HK	美团-W	优于大市	161.83	9,887	7.04	8.56	23	19
605108.SH	同庆楼	优于大市	22.77	59	0.53	1.08	43	21
605098.SH	行动教育	优于大市	43.21	52	2.30	2.85	19	15

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

### 行业研究·行业专题

#### 社会服务

#### 优于大市·维持

证券分析师：曾光

0755-82150809

zengguang@guosen.com.cn

S0980511040003

证券分析师：张鲁

010-88005377

zhanglu5@guosen.com.cn

S0980521120002

证券分析师：杨玉莹

yangyuying@guosen.com.cn

S0980524070006

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《社服行业3月投资策略：提振内需政策预期强化，龙头经营回暖信号初现》——2025-03-10

《社会服务行业双周报（第102期）-如何理解蜜雪集团上市首周股价的优异表现？》——2025-03-10

《OTA行业专题：海外OTA龙头财报跟踪与国际视角下的“AI”应用观察》——2025-02-25

《社会服务行业双周报（第101期）-外卖行业提升骑手职业保障，蜜雪冰城启动港股招股》——2025-02-24

《社会服务行业点评-国产AI大模型迎突破进展，社服板块应用落地场景多元可期》——2025-02-12

## 内容目录

<b>行业跟踪：政策提振信心，基本面边际改善</b>	<b>4</b>
政策回顾：多重促消费政策发布，扩大内需被列为首要任务	4
复苏线索：社零数据显现向好态势，企业信心触底回暖	4
<b>赛道跟踪：把握复苏脉络，布局优质龙头</b>	<b>6</b>
人力资源：经济晴雨表，盈利受益于需求复苏与成本杠杆	6
连锁餐饮：最差时间已过，强运营/品牌龙头有望率先复苏	7
美团-W：创新与流量打通助经营阿尔法，消费企稳经营望提速	9
教育板块：短期重视顺周期需求修复，中线关注成长确定性	9
酒店板块：阶段供需再平衡，跟踪商旅需求传导拐点	11
<b>投资建议：紧循复苏脉络，布局优质龙头</b>	<b>12</b>
<b>风险提示</b>	<b>13</b>

## 图表目录

图 1：2025 年 1-2 月社零总额及限额以上社零增速环比均有小幅提升 .....	5
图 2：2025 年一季度计划增加员工队伍的雇主比例回升明显 .....	5
图 3：2025 年一季度调研雇主招聘数量环比变化 .....	5
图 4：酒店行业 RevPAR 跟踪 .....	6
图 5：国内旅客运输量 .....	6
图 6：招聘业务具有强顺经济周期属性 .....	7
图 7：人力资源服务行业龙头动态估值处历史底部 .....	7
图 8：2024H1 低价竞争下连锁餐饮品牌同店大多承压 .....	8
图 9：2024 年线下餐饮各品类闭店率均处高位 .....	8
图 10：上市至今海底捞收入利润表现 .....	8
图 11：“焰请烤肉铺子”创始人&高管团队均有持股 .....	8
图 12：美团-W 核心商业收入与经营利润率 .....	9
图 13：美团-W 新业务收入与经营利润率 .....	9
图 14：行动教育单季度营收同比与 PMI 有较强关联性 .....	10
图 15：2020-2024 年前三季度公司扣非前后归母净利润 .....	10
图 16：2020-2024 年第三季度公司销售订单（百万元） .....	10
图 17：首旅酒店动态估值水平 .....	11
图 18：亚朵酒店动态估值水平 .....	11
表 1：2024 年 9 月 24 日以来提振消费相关政策梳理 .....	4

## 行业跟踪：政策提振信心，基本面边际改善

### 政策回顾：多重促消费政策发布，扩大内需被列为首要任务

消费提振政策围绕需求端与供给端协同发力。需求侧重点推进四方面举措：一是各地以旧换新、消费券发放等制度创新直接刺激消费，如上海市将消费券申领模式调整为“报名摇号”；二是延长法定假期强化休闲消费基础，；三是通过生育支持政策稳定人口基本盘；四是实施居民增收行动，覆盖工资增长、财产性收入扩容及民生保障强化。供给侧则着力改善消费环境，重点支持“一老一小”服务、文旅消费及新业态发展，同步打通资本市场资金入市通道。

最新出台的《提振消费专项行动方案》则进一步强化育儿补贴、保障休息休假权益等长效机制建设。呼和浩特市率先实施覆盖一孩至三孩的阶梯式育儿补贴政策，最高补贴达 10 万元并分阶段发放，系首次将育儿补贴政策落实到一孩家庭，深圳等城市快速响应称将根据国家部署积极稳妥做好部署。另一方面针对社会反映突出的“加班文化盛行”等痛点，明确保障劳动者休息休假权益，通过落实带薪休假、限制违法加班及鼓励错峰休假、有条件的地方设置中小学春秋假等等举措，为文旅、教育等消费释放时间与精力空间。

表1：2024 年 9 月 24 日以来提振消费相关政策梳理

时间	会议/文件	相关表述
2024 年	9 月 24 日 国新办金融支持高质量发展新闻发布会	央行首次表述货币政策从三方面着手支持经济高质量发展降低存款准备金率和政策利率、存量房贷利率、创设新的货币政策工具
	9 月 26 日 中央政治局会议	强调“努力完成全年经济社会发展目标任务”、政策调节上，强调“要加大财政货币政策逆周期调节力度，保证必要的财政支出”、“要降低存款准备金率，实施有力度的降息”。资本市场方面，“要努力提振资本市场，大力引导中长期资金入市，打通社保、保险、理财等资金入市堵点”促消费上，“要把促消费和惠民生结合起来，促进中低收入群体增收，提升消费结构”、“要加强对低收入人口救助帮扶”
	9 月 28 日 上海开始发放总额度 5 亿元的餐饮、住宿、体育、电影消费券	
	10 月 8 日 国新办新闻发布会	国家发展改革委表述，将进一步扩大内需
	10 月 10 日 杭州开始发放 4.3 亿元额度的餐饮专项消费券、商超消费券和消费电子产品消费券	
	11 月 12 日 国务院办公厅关于 2025 年部分节假日安排的通知	2025 年全体公民放假的假日增加 2 天
	12 月 4 日 广州开始滚动发放 1 亿元“食在广州”消费券	
	12 月 9 日 中央政治局会议	中共中央政治局会议提出，要“实施更加积极的财政政策”以及“适度宽松的货币政策”，以及“要大力提振消费”，“全方位扩大国内需求”
	12 月 12 日 中央经济工作会议	强调提振消费与扩大内需，2025 年首次实施“更加积极的财政政策”，并将连续实施了 14 年的“稳健的货币政策”改为“适度宽松的货币政策”。要积极开发更加多样化的消费场景，积极发展首发经济、冰雪经济、银发经济
	2 月 18 日 上海 2025 “乐品上海”餐饮消费券改原有“先到先得”为“报名摇号”模式，进一步优化消费券使用感，	
2025 年	3 月 5 日 2025 年中央政府工作报告	政府工作报告再次聚焦“提振消费”，并在介绍今年工作的十大任务时，将“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”放在第一位。制定提升消费能力、增加优质供给、改善消费环境专项措施，释放多样化、差异化消费潜力，推动消费提质升级。多渠道促进居民增收，推动中低收入群体增收减负，完善劳动者工资正常增长机制。
	3 月 14 日 育儿补贴	呼和浩特发布落实育儿补贴项目实施细则，明确符合要求的家庭，生育一孩一次性发放育儿补贴 1 万元，二孩发放 5 万元，三孩及以上发放 10 万元，三类均以每年发放 1 万元进行分期发放，投放力度较大。
	3 月 16 日 《提振消费专项行动方案》 关于〈深圳市住房公积金贷款管理规定〉的补充规定	从增收保障、服务消费提质、大宗消费扩容升级等多维度发力，通过优化休假制度、清理行业限制、强化信贷支持等举措，系统性激发消费潜力，提升市场活力。 上调个人申请最高（基础）额度，两个及以上子女的家庭购房上浮比例自 10%提升至 50%。

资料来源：新华社，国信证券经济研究所整理

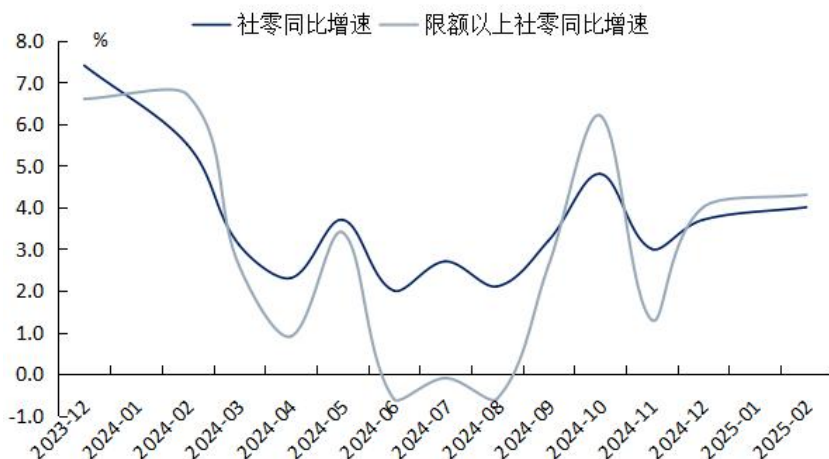
### 复苏线索：社零数据显现向好态势，企业信心触底回暖

正如上文所述，2025 年政府工作报告将“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”作为政府工作任务之首，中央近日又印发《提振消费专项行动方

案》，宏观政策呈现更为积极的态势。从长线看，经济的复苏不会是一蹴而就，大概率是曲折中前行的。但我们确实也跟踪到招聘、酒店等行业高频数据也呈现出企稳回暖趋势。

**2025 年 1-2 月社零数据趋势向好。**2025 年，1-2 月社零总额及限额以上社零增速环比均有小幅提升，且限额以上社零增速高于整体。1-2 月社零总额同比增长 4.0%，增速环比去年 12 月提升 0.3%。限额以上社零同比增长 4.3%，增速高于整体增速，环比同样提升 0.3%。整体来看，随着各项宏观政策发力显效，年初消费延续向新向好态势。

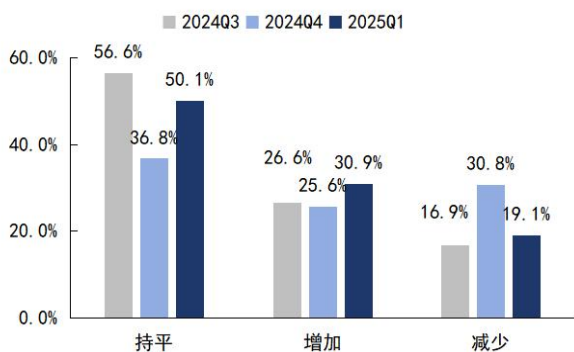
图1：2025 年 1-2 月社零总额及限额以上社零增速环比均有小幅提升



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

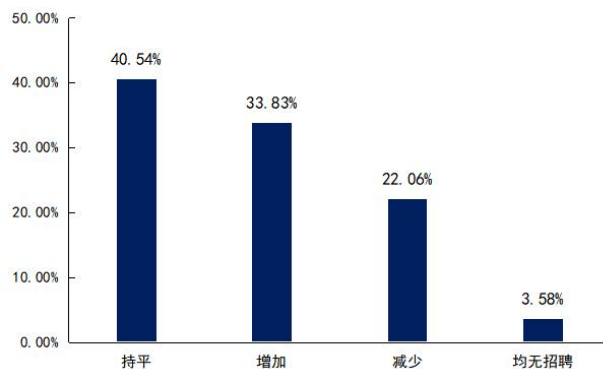
**在线招聘平台数据显示，2025Q1 企业招聘需求有所回暖。**根据猎聘《2025 年第一季度招聘趋势调研报告》，2025 年第一季度计划增加员工队伍的雇主比例明显环比上季度+5.3%，提升显著，同时对雇主的调研情况显示，雇主一季度招聘数量出现小幅增加。同时 BOSS 直聘在 2024 年报交流时也提及，2025 年春节过后至今，平台日均新增职位数同比增加 10%，AI 相关的岗位同比增长 64%，技术类相关的岗位招聘需求展现积极的环比走势。

图2：2025 年一季度计划增加员工队伍的雇主比例回升明显



资料来源：猎聘招聘趋势调研报告，国信证券经济研究所整理

图3：2025 年一季度调研雇主招聘数量环比变化

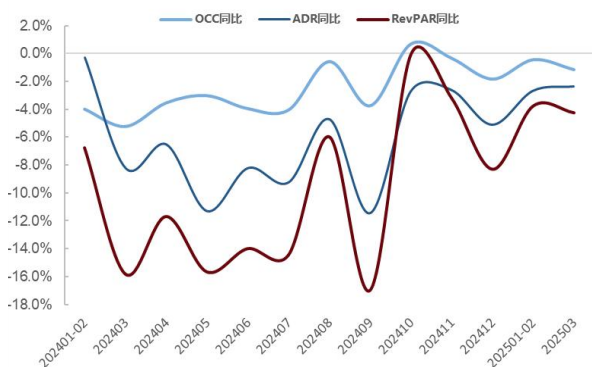


资料来源：猎聘招聘趋势调研报告，国信证券经济研究所整理



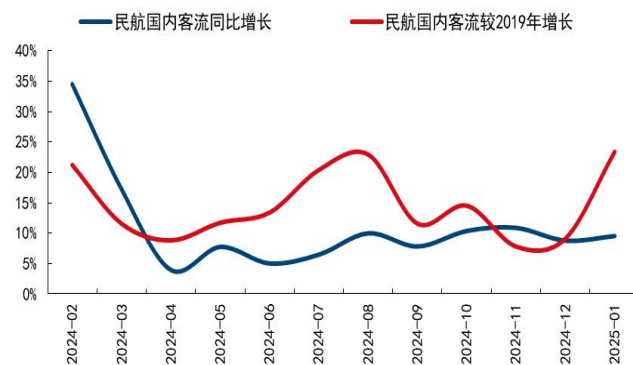
酒店行业 RevPAR 降幅自去年四季度以来已环比改善，供需再平衡下后续商旅传导拐点值得期待。供给端，2023 至 2024 前三季度酒店供给恢复性增长，2024Q4 以来增速相对放缓、15 间以上酒店房量同比增长约 7% 左右。需求端经过 2023 年补偿性需求释放，2024 年以来回归常态化增长。基于上述供需再平衡过程，2024Q4 酒店行业 RevPAR 同比下降 4% 左右，降幅环比二三季度显著收窄。春节前后 2 周农历同比数据出现增长，第 3-4 周降幅落在 4% 以内，即并未出现如 2024 年同期的节后降幅扩大态势，初步判断商旅需求并未进一步走弱；进入 3 月后，前 2 周行业 RevPAR 同比下降约 4%，剔除周度的波动因素后依然比较平稳，且高档型酒店降幅表现好于其他类型，不排除与高管出行有关。后续伴随政策作用传导及基数继续走低，供需关系如能继续边际改善，则行业 RevPAR 经营拐点可以有所期待。

图4：酒店行业 RevPAR 跟踪



资料来源：酒店之家，国信证券经济研究所整理

图5：国内旅客运输量



资料来源：公司公告，彭博，国信证券经济研究所整理

## 赛道跟踪：把握复苏脉络，布局优质龙头

### 赛道 PK：紧跟复苏节奏脉络，布局赛道优质龙头

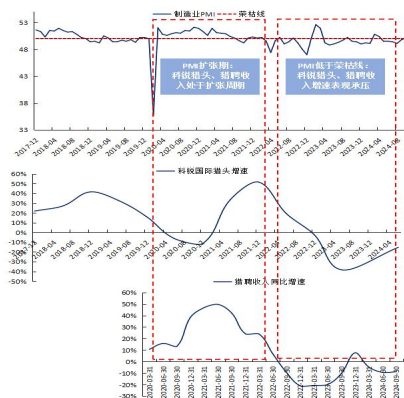
站在 2025 年初，在消费信心逐渐强化以及基本面边际改善的背景下，我们建议结合各子行业的变化，沿袭子行业复苏时间轴，寻找投资机会。**人力资源服务**行业系国内经济的晴雨表，复苏逻辑上领衔；**其次为连锁餐饮**，但餐饮细分龙头相对分化，强运营&品牌流量的龙头复苏较快，其他则需要看扩张方式与复苏节奏；**互联网消费龙头美团**在创新与流量打通助力下经营呈现强阿尔法，消费企稳经营望提速；**教育板块部分顺周期赛道**如企业管理培训、技能培训等赛道预计同样受益；**酒店行业**仍在经历供给与需求的再平衡，RevPAR 降幅自 2024 年四季度以来已环比改善，但后续仍跟踪商旅传导拐点。

### 人力资源：经济晴雨表，盈利受益于需求复苏与成本杠杆

**人服行业经济的晴雨表，业务具备较强周期性。**招聘业务与经济活跃度呈现强相关，且招聘业务略滞后于经济周期 1-2 个季度。在经济扩张周期中，企业会涌现出较多用工需求，人力资源机构作为招聘中介，上游需求一般会同步增加，2020 年 4 月至 2021 年 6 月期间，国内 PMI 位于荣枯线以上处扩张期，同期的科锐国际、猎聘的猎头收入增速表现十分强劲。反之，在经济下行期，企业招聘意愿走低、缩减用人规模以降低支出，人服机构需求也跟随减少。2021 年 6 月至今，国内 PMI 长期低于荣枯线，同期招聘相关业务也增长承压。当然，除招聘业务外，人服行业还包括外包服务、软件&咨询服务等，上述业务周期属性虽弱于招聘业务，但实

际与经济关联度也较高。综上所述，人力资源行业往往被称作经济的“晴雨表”，与之匹配的是，在 2023-2024 年国内经济宏观承压期，经营端的承压，也导致人服龙头股价估值也基本回撤至历史底部区域。

图6：招聘业务具有强顺经济周期属性



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图7：人力资源服务行业龙头动态估值处历史底部



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

**展望 2025 年**，一方面伴随提振经济政策陆续出台，企业端招聘需求呈现回暖迹象；其次，2023-2024 年行业需求承压期，人服龙头实际也已做了诸多降本增效措施，如部分业务条线精简人员、聚焦 KA 客户、热门行业等；此外，AI 新技术正在积极赋能人服行业，deepseek 开源属性给了人服龙头低成本部署 AI 大模型的机遇，AI 新技术正在积极提升业务的匹配效率，改善业务的规模效应，未来新产品的推出也存在改善收入的预期。

**科锐国际：灵活用工保持快速增长，猎头&新业务减亏贡献弹性。**一看灵活用工韧性增长。公司过往 2 年持续深耕绑定大客户，灵活用工业务净增人数保持韧性增长，宏观企稳叠加 AI 爆发产业需求爆发下，2025 年 1 月单月灵活用工净增人数已超过 2024Q1 净增数据；二看招聘需求回暖&内部降本增效，猎头盈利边际改善：2023-2024 年公司积极降本增效，2024 年猎头人效同比已提升至约 40 万/年，招聘需求回暖下 2025 年人效进一步提升盈利杠杆效应值得期待；三看新技术平台减亏：伴随新业务研发投入进入尾声叠加规模效应显现，技术平台减亏有望达到千万量级。综合而言，公司过去 2 年对 3 条业务管线潜心耕耘布局，2025 年有望迎来收获期。

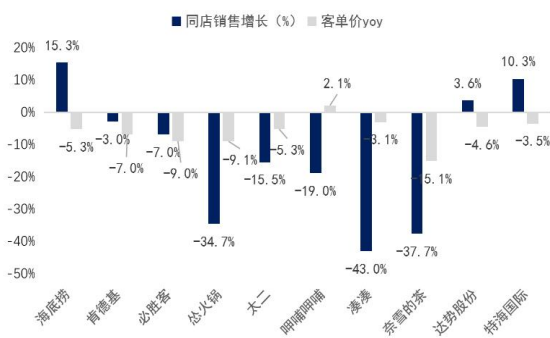
**同道猎聘**作为高端在线招聘龙头，同样受益于 2025 年招聘需求的回暖，叠加内部的降本增效，盈利弹性也值得期待；**北京人力**核心业务岗位外包增速稳健，系人服行业稳健型选手，未来一看宏观企稳后外包业务增长提速以及补贴落地节奏，二看 AI 赋能下的降本提效成效，此外关注国家对新兴就业群体如外卖骑手、网约车司机规范化下的外包新机遇；**BOSS 直聘**系在线招聘领域龙头，2023-2024 年弱势宏观环境下，公司依靠蓝领市场逆势增长，且控费成效显著利润增长强劲，2025 年以来平台招聘需求也已回暖，此外 AI 布局的深化有望提供额外收入利润弹性；**外服控股**系上海国资人服巨头，积极拥抱 AI 提质增效，关注公司外延并购机遇。

**连锁餐饮：最差时间已过，强运营/品牌龙头有望率先复苏**

连锁餐饮行业同样具备强顺周期属性。餐饮门店存在房租、人工等固定成本。当经济向好时，受益于就餐频次、消费意愿提升，餐饮门店收入持续提升，规模效

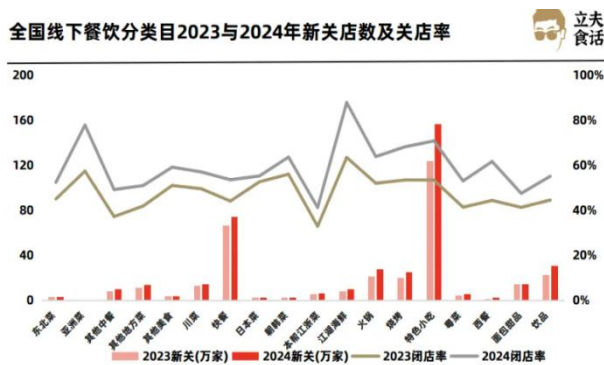
应体现下利润弹性极大；而经济下行期则因需求收缩、价格竞争加剧导致盈利承压，极端情况下甚至出现闭店洗牌的情况。2023-2024 年，国内餐饮行业经历了需求缓慢复苏、供给阶段增加的周期扰动，品牌主动降价竞争下盈利大多承压。

图8: 2024H1 低价竞争下连锁餐饮品牌同店大多承压



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图9: 2024 年线下餐饮各品类闭店率均处高位



资料来源：久谦中台，国信证券经济研究所整理

**展望 2025 年，赛道竞争格局最差时间已过。**一是经过 2024 年的行业价格战，多数品牌同店销售普遍面临增长压力，2024H1 降幅在 4-43%之间，仅极个别品牌同店能维持增长，但 2024 年下半年开始，头部品牌如肯德基、蜜雪冰城、海底捞纷纷宣布提价或收窄折扣告别低价竞争，客单回暖带动下，**部分头部连锁消费龙头 2025 年同店有望回归正增长**；二是 2025 年提振内需关键年份，各地消费券陆续推出，根据上海市商务委对第一轮前两批的统计，餐饮消费券的资金撬动比达 5.1，连锁消费龙头经营预计也有望受益。

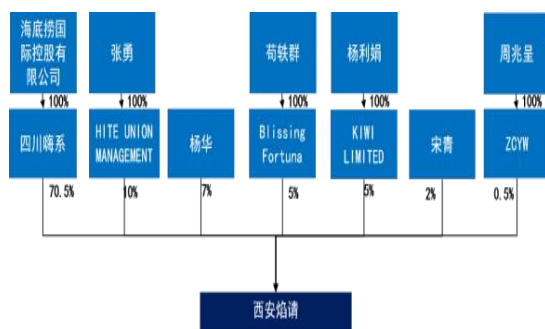
**海底捞：2025 年火锅主业同店&开店有望双改善，烤肉品牌确认加速发展。一看同店经营改善，修炼内功（菜品上新、营销活动）、消费场景延展（企业店、校园店、创新店型）翻台有望稳中有增；伴随赛道竞争趋缓、折扣投放更为精准，客单价有望回暖；二看火锅门店扩张，目前翻台率已达到重启规模扩张临界点 4.0 次，扩张主动权重回公司手中，2025 年开店预计重回净增长；三看新品牌孵化，2024 年公司提出“红石榴计划”，意在孵化餐饮新品牌，其中烤肉品牌“焰请烤肉铺子”进入加速发展期，2025 年底门店数有望达百家。**

图10: 上市至今海底捞收入利润表现



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图11：“焰请烤肉铺子”创始人&高管团队均有持股



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理



**同庆楼：2025 年婚宴需求有望反弹，公司门店扩张望迎收获期。**公司系大型宴会兼日常宴请区域餐饮龙头民企，多次关键期迭代升级门店，2023-2024 年在行业需求与投资节奏变化下业绩经历从顶峰到谷底。展望后续，公司“一半宴会，一半包厢”模式有望优先受益于“2025 年农俗偏好改善下婚庆反弹+经济顺周期提振”双弹性，新增富茂等直营店利润弹性有望逐步显现。此外“生育友好型社会”政策导向将可预见持续的政策利好，公司作为婚宴、宝宝宴、升学宴等领域的特色餐饮龙头，亦有望直接受益。

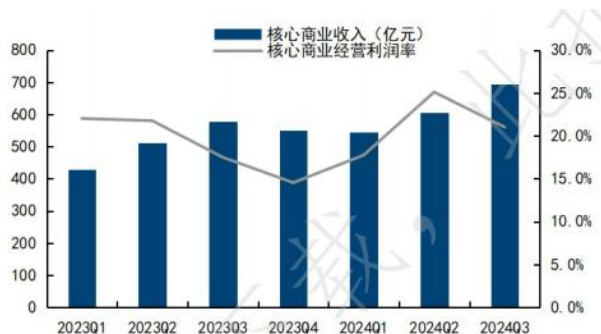
**百胜中国**作为西式快餐龙头，依托于创新（菜品推新、店型创新）与成本精细化管理，2024 年经营数据实现逆势增长，2025 年门店扩张步伐依旧稳健，主品牌同店增速重回正向通道、必胜客效率提升前提下，有望持续贡献惊喜；**蜜雪集团、古茗控股**受益于赛道竞争阶段缓和，同店阶段受益，其次下沉、出海也将贡献额外增长看点；**达势股份**门店持续扩张、效率提升减亏综合带动下，远期成长逻辑依旧清晰；此外，也可关注**九毛九、海伦司**等公司在板块估值重估下的机会。

### 美团-W：创新与流量打通助经营阿尔法，消费企稳经营望提速

**2024Q3 经调整业绩继续靓丽增长，新业务加速减亏。**2024Q3，公司实现收入 935.8 亿元/+22.4%，实现净利润 128.3 亿元/+258.0%，实现经调整净利润 128.3 亿元/+124.0%；均超过彭博一致预期的预测（收入/净利润/经调整利润预估为 919.9/94.1/116.6 亿元），经营业绩表现突出。主要来自核心本地商业收入良好增长、经营利润率同比改善和新业务加速减亏等推动。

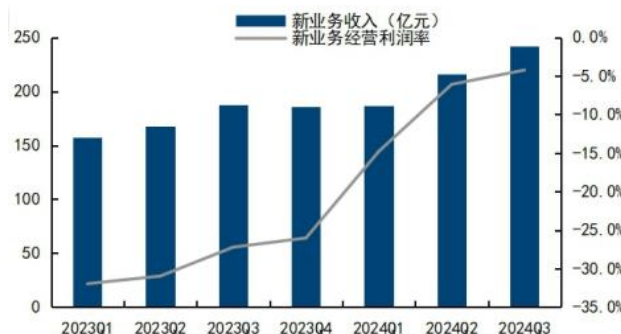
**多元创新与流量打通助经营阿尔法，顺周期弹性可期。**正如上文所述，消费行业面临众多挑战，但公司依托组织变更经营提效，流量打通促交叉销售（7 月起神会员打通，目前用户数 1 亿+，且到店酒旅商户参与率超 50%），产品模式创新（深入供应链等，拼好饭等集约创新），加速下沉等，整体订单量仍实现坚实增长，经营效率明显提升，显示出强劲的经营阿尔法。若未来消费企稳复苏，公司经营业绩进一步加速成长弹性可期。

图12：美团-W 核心商业收入与经营利润率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图13：美团-W 新业务收入与经营利润率



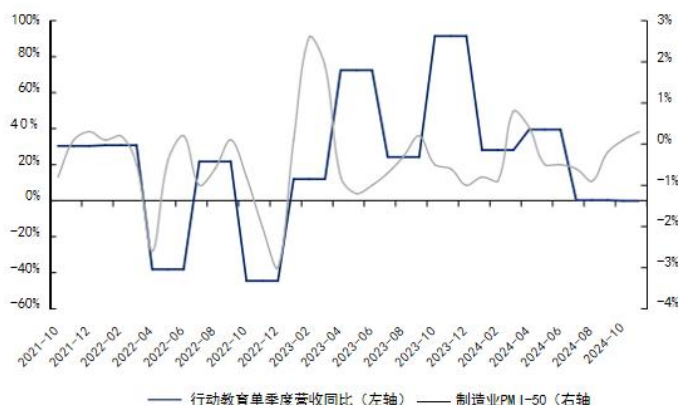
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 教育板块：短期重视顺周期需求修复，中线关注成长确定性

教育板块标的在顺周期假设下具有两条演绎逻辑，主要体现在需求释放路径的路径差异上。**第一类是与企业信心相关的赛道，如管理培训参培/招聘意愿等。**行动教育提供企业家培训、传智教育主业提供 IT 方面的非学历培训，中国东方教育

提供涵盖烹饪、信息技术、汽修、时尚美业等在内的职业技能培训，总体而言业务都直接与企业信心相关；**第二类以消费升级型服务为驱动，消费意愿回暖有望打开高端化和提价空间。**尽管教育板块需求总体具备刚性，导致顺周期下消费量向上动能相对弱于其他弹性更大板块，但居民收入预期改善可强化支付意愿，能够为 K12 教培、语言培训等成熟业务打开价格上浮空间，又能激活高端教育服务产品的需求弹性，如出国考培、高端教培等。

图14: 行动教育单季度营收同比与 PMI 有较强关联性



资料来源：公司公告、wind，国信证券经济研究所整理

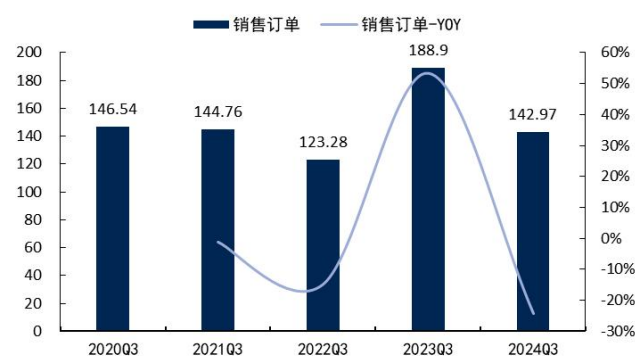
**行动教育：2024Q3 以来收款有望边际改善，公司进一步积极扩充销售团队。**此前受宏观经济环境影响导致客户消课决策谨慎，公司第三季度收入增速有所下滑，**但 2024 年三季度以来政策提振企业家信心，叠加年末、年初为客户决算、预算关键节点，公司收款有望呈现边际改善；2025 年公司进一步通过“百校计划”提前在各区域城市储备销售管理人才，构建业务扩张长效支撑；同时公司布局 AI 应用，2025 年接入 DeepSeek-R1 大模型强化全链条智能化，前主要用于训练销售人员。**

图15: 2020-2024 年前三季度公司扣非前后归母净利润



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图16: 2020-2024 年第三季度公司销售订单（百万元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**中国东方教育：主动调整校区及专业结构业绩迎拐点，AI 多维度赋能。**公司 2024 年中期共有学校及中心共 234 个，同比减少 11 个，系公司主动关闭部分低效校区及优化专业结构以控制成本费用。预计 2025 年随公司积极主动调整，相关影响将逐步淡化，据跟踪公司 2025 年招生预报名有所恢复。另一方面，公司积极推动多

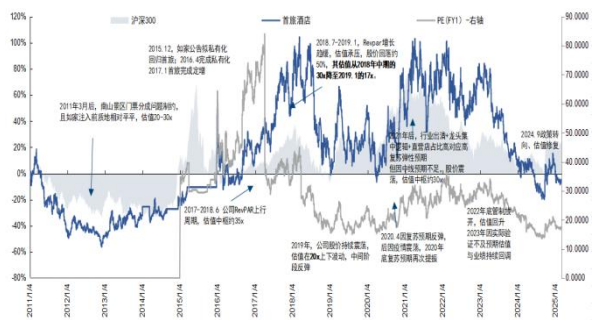
学历层次职业教育建设，2024 年 10 月 21 日，公司旗下安徽万通高级技工学校已升格为安徽万通技术学院（对应可发大专学历证书），长期来看有望维持旗下学校对学生吸引力。此外 AI 产业需求爆发以及新技术对营销端的赋能也值得关注。

其余传统教培公司顺周期假设下更多演绎提价和高端化逻辑。新东方-S：K12 教培及出国业务龙头，出国业务市占率高。此前受到消费力影响，出国业务收入增速放缓，受此影响股价承压回撤；伴随消费意愿提振，定价较高的出国业务及高端文旅游研学业务需求有望恢复，估值端有望修复；**学大教育**关注 2025 年上半年度高中个性化教育旺季叠加消费力持续复苏背景下，新建网点爬坡情况；**卓越教育集团**：2024 年公司收入增长 115-135%至 10.5-11.5 亿元；净利润增长 100%-123%至 1.8-2.0 亿元，预计剔除 K9 业务重新回表影响，口径下收入业绩也有中高双位数增速，公司维持较快增速，体现区域龙头优势；**思考乐教育**：公司 2024 收入不少于 8.35 亿元/+46.3%以上，经调净利润不少于 1.65 亿元/+52.8%，公司营收和利润已达历史新高，特别是净利润率显著提升，若后续消费意愿持续复苏，公司广州市场开拓进程或更加顺畅。此外建议关注**高途集团**收入端逐季提速下的减亏进程。

### 酒店板块：阶段供需再平衡，跟踪商旅需求传导拐点

**酒店行业当前供需再平衡，商旅需求复苏节奏影响周期拐点。**行业供需错位带来 RevPAR 变化，龙头投资一般需要兼顾  $\alpha$  与  $\beta$ 。周期与成长共振时，酒店龙头估值相对最高；周期下行或波动较大时，酒店龙头股价也承压，估值阶段偏低或波动。周期波动直接影响酒店行业总体大盘，但更多取决于外部环境变化，优秀的酒店龙头通过自身良好的品牌运营管理能够赚取更多流量和相对溢价。结合近期跟踪，去年四季度以来酒店行业供需再平衡，RevPAR 降幅自去年四季度以来已环比改善，后续跟踪商旅传导拐点，如果需求相对中性，在供需格局相对稳定时龙头定价权增强和管理升级有助于龙头推动其收入端的改善和盈利能力提升。

图17: 首旅酒店动态估值水平



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图18: 亚朵酒店动态估值水平



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**首旅酒店：**公司系酒店行业北京国资龙头，卡位关键物业资源，此前稳健发展下市场预期相对不高。去年以来开店质量逐步提升，后续万店目标下我们预计公司未来几年门店规模增长有望提速，同时国企经营考核强化有望提振公司经营激励与经营效率。**亚朵：**国内首家以极致用户体验为核心的中高端酒店品牌，住宿场景实现用户留存，零售业务实现客群拓圈，双轮驱动和双向导流下实现快速扩张，目前估值具备性价比，未来若周期复苏有望迎来戴维斯双击。

**华住集团-S：**国内酒店经营效能领先的民企龙头，以较高的品牌势能和管理能力打造高效的拳头品牌，维持较强拓展能力与盈利能力，未来若周期复苏，公司卓

越的经营能力有望继续支持其业绩进一步向上弹性，良好现金流下股东回报存在进一步改善潜力；**锦江酒店**：公司系国内酒店行业 TOP1 龙头，具备规模与资本优势，近两年积极推进国内直营改造升级、运营中台优化、前端中央预订渠道建设、海外减亏等专项工作，同时通过轻资产化、并表铂涛等动作改善中线 ROE 水平，如若后续行业周期企稳，公司在相对积极的股权激励目标下，整合改革潜力有待发挥；**君亭酒店**：公司系中高端精品酒店龙头，逐步走出浙江实现全国重点城市布局，旗下品牌兼顾商旅以度假属性，君亭系直营店构筑业绩核心，如若商旅周期回暖则新店弹性可期，同时积极尝试以 REITs、开放加盟模式扩张成长；君澜系全国铺开持续巩固高端度假龙头地位。

## 投资建议：紧循复苏脉络，布局优质龙头

2023-2024 年国内经济整体呈现温和复苏态势，经营承压下板块龙头估值 大多回撤至历史底部区域，但在过去 2 年偏极端经营环境下，龙头也积极修炼打磨内功。2024 年四季度以来，企业端信心呈现边际改善态势，部分龙头公司经营数据也触底回暖，基本面最差时刻已过，优质龙头估值已具备较高性价比。叠加近期出台的系列内需提振政策，板块投资信心预计也将迎来提振。综合考虑板块复苏节奏以龙头阶段经营现状，**重点推荐科锐国际、海底捞、美团-W、同庆楼、行动教育、首旅酒店、携程集团-S**，同时建议关注顺周期预期强化扩散后人力资源、连锁餐饮、教育、酒店、演艺、免税等板块整体  $\beta$  投资机遇。



## 风险提示

- 一、宏观疫情等系统性风险，政策不及预期等。
- 二、行业竞争加剧。
- 三、国企改革进度节奏等低于预期，激励优化低于预期。
- 四、并购整合风险、商誉减值风险等。
- 五、扩张速度不及预期等。

单击此处输入文字。

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032