

超配（维持）

## 板块景气分化，顺周期与成长为先

消费者服务行业 2025 年上半年投资策略

2024 年 11 月 22 日

## 投资要点：

分析师：邓升亮

SAC 执业证书编号：

S0340523050001

电话：0769-22119410

邮箱：

dengshengliang@dgzq.com.cn

n

分析师：魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

电话：0769-22119462

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

## 消费者服务指数走势



资料来源：iFind, 东莞证券研究所

## 相关报告

- **行业回顾：**2024年以来消费者服务行业指数进一步下探，截至2024年11月20日细分板块累计收益率均为负。具体到业绩上，2024年前三季度消费者服务行业营收合计达1786.45亿元，同比增长2.8%，实现归母净利润112.52亿元，同比下降8.2%，主要系受去年同期高基数和服务消费价格下行影响。
- **2025年投资建议：**2022年后消费者信心指数持续低迷压制可选消费预期，消费者服务板块自2021年以来连续下跌，估值已极具性价比，924一揽子政策出台至11月20日，细分板块涨幅均超沪深300基准，彰显低估值下的高弹性。展望2025年，消费者服务板块作为后周期行业仍需看到政策兑现改善消费预期，经济数据回暖有望踩实估值拐点。具体到细分板块层面：顺周期的人服、教育、会展板块普遍受到政策支持，疫情期间精练内功经营效率提升，若经济修复将优先受益。旅游出行板块旅游出行人数稳步增长，春节、五一假期增加及调休原则公布有望刺激游客提前计划长假出行，性价比消费背景下周末和短假期拼假周边游趋势延续，免签朋友圈持续扩容推动出入境游快速增长。2024年四季度起高基数影响将逐步消退，旅游出行板块基本面向好，叠加疫情以来持续推进的降本增效，行业盈利能力持续改善。我们建议关注：（1）行业完成出清，政策前景清晰、监管放松的教育板块。（2）顺周期业绩逐步改善的人力资源服务板块。（3）热点频出、需求旺盛的景区及OTA板块。（4）业绩高成长性的酒店板块。
- **细分板块投资策略：**
- **旅游景区 OTA：**国内出游人数持续增长，节假日人均旅游消费已超2019年同期，考虑到2023年需求集中释放的高基数，2024年以来旅游出行数据表现足够亮眼。随着2025年公共假日放假天数增加和调休原则公布，预计2025年节假日长途出行比例将进一步增长，旅游收入有望继续提升。
- **酒店：**供给快速增加及游客出游决策时间变短导致行业竞争加剧，呈现量增价减的趋势。龙头酒店集团拥有高品牌附加值，同时近年来持续调整酒店结构、增加中高端酒店比例，仍维持了较高的平均房价。2025年酒店供给或保持较快增长，竞争高压下或有更多投资

本报告的风险等级为中高风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

人转向挂牌加盟龙头酒店集团，看好龙头业绩逆势增长，期待经济修复带动商旅住宿需求复苏。

- **教育板块：**教育板块学科类培训政策逐渐清晰，非学科类培训和高中阶段学科类培训市场有望重新打开。双减后学科类培训机构基本出清，龙头机构完成业务调整，市场空间广阔。国考报考人数连创新高，考培市场火热高景气。
- **人力资源服务：**人服行业具备顺周期属性，2023 年以来国内失业率逐步下降，促就业政策频出，且毕业生失业率高企的背景下预计将持续有促就业政策出台。若宏观调控下经济回暖，中高端人才招聘业务复苏有望提高盈利能力。
- **风险提示：**（1）宏观经济波动；（2）行业政策变化；（3）自然灾害影响；（4）行业竞争加剧；（5）市场复苏不及预期。

## 目 录

1. 2024 年上半年消费者服务板块回顾 .....	5
1.1 行情回顾 .....	5
1.2 业绩回顾 .....	7
2. 旅游景区：出游需求持续恢复，景区及 OTA 有望受益。 .....	8
3. 免税：2024 年前三季度离岛免税承压，出境免税复苏可期 .....	10
4. 酒店：竞争加剧，看好龙头业绩逆势增长 .....	12
5. 教培：政策前景明朗，国考市场持续扩大 .....	16
5.1 K12 教培政策趋势明朗，供给出清 .....	16
5.2 2024 年国考招录及报名人数均创新高，考培市场仍在壮大 .....	17
6. 人力资源服务：就业回暖，政策持续发力 .....	19
7. 投资策略 .....	21
8. 风险提示 .....	22

## 插图目录

图 1：2024 年年初以来中信消费者服务行业指数走势（截至 2024 年 11 月 20 日） .....	5
图 2：2024 年社零消费总额稳定增长 .....	6
图 3：消费者信心指数 .....	6
图 4：中信一级行业年初至今涨跌幅对比沪深 300（截至 2024 年 11 月 20 日） .....	6
图 5：中信消费者服务板块基金持仓比例变化 .....	7
图 6：消费者服务行业营收及同比变化 .....	7
图 7：消费者服务行业归母净利润及同比变化 .....	7
图 8：节假日出游人数及恢复情况（亿人次，%） .....	8
图 9：节假日旅游收入及恢复情况（亿元，%） .....	8
图 10：节假日人均出游消费（%） .....	9
图 11：国内铁路客运量及同比增速（万人次，%） .....	9
图 12：国内铁路客运平均运距及同比增速（公里） .....	9
图 13：国务院决定修改《全国年节及纪念日放假办法》增加春节五一放假天数共 2 天 .....	10
图 14：海南离岛免税购物人次（万人次） .....	11
图 15：海南离岛免税购物额（亿元） .....	11
图 16：海南接待国内过夜游客总人数（万人次） .....	11
图 17：海南离岛免税客单价（元） .....	11
图 18：首都机场国外航线客流量对比 2019 年（人次） .....	11
图 19：浦东机场国际旅客吞吐量（国际+地区，万人次） .....	11
图 20：全国住宿业设施供给变化 .....	12
图 21：分类型住宿业设施供给变化 .....	12
图 22：酒店业设施数变化及占比 .....	13
图 23：其他住宿业设施数变化及占比 .....	13
图 24：酒店业分档次设施数变化（万家） .....	13
图 25：酒店业分档次客房数变化（万间） .....	13
图 26：三大酒店集团入住率变化（%） .....	14
图 27：三大酒店集团平均房价变化（元） .....	14

图 28: 2023 年旺季结束后三大酒店集团 RevPAR 明显回落, 仍好于 2019 年同期 .....	15
图 29: 锦江、首旅、华住新开业酒店数量 (家) .....	15
图 30: 锦江、首旅、华住 pipeline (家) .....	15
图 31: 义务教育阶段线下学科类培训机构数量变化 .....	17
图 32: 义务教育阶段线上培训机构数量变化 .....	17
图 33: 本专科及研究生毕业生人数快速增长 .....	18
图 34: 青年劳动力调查失业率 (不包含在校学生) .....	18
图 35: 近十年国考参考人数与招录人数对比 (万人) .....	18
图 36: 近十年国考报录比 .....	18
图 37: 中国出生人口变化 .....	19
图 38: 城镇调查失业率 (%) .....	19
图 39: 劳动力调查失业率 (分年龄结构) .....	19

## 表格目录

表 1: 消费者服务行业细分板块涨跌幅 (截至 2024 年 11 月 20 日) .....	5
表 2: 消费者服务行业细分板块 2024 年前三季度业绩回顾 .....	7
表 3: 近年来课外培训逐步规范, 政策方向更为清晰 .....	16
表 4: 2023 年以来出台多个政策文件促进就业 .....	20
表 5: 重点公司盈利预测及投资评级 (2024/11/21) .....	22

## 1. 2024 年上半年消费者服务板块回顾

### 1.1 行情回顾

行业指数回调较大，持续跑输沪深 300 指数。2024 年初消费者服务行业指数一度跑赢沪深 300 指数取得超额收益，但春节前指数开始出现大幅波动，随后持续深度回调。

“924 一揽子新政”后行业指数在大幅拉升，但截至 2024 年 11 月 20 日相对沪深 300 基准仍有较大差距。

图 1：2024 年年初以来中信消费者服务行业指数走势（截至 2024 年 11 月 20 日）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

截至 2024 年 11 月 20 日，中信消费者服务指数累计下跌 4.88%，全年累计收益为负，年初以来的涨跌幅在中信一级行业中排二十六位。行业的细分板块在“924 一揽子新政”后均大涨，但 2024 年以来的累计收益仍为负。

表 1：消费者服务行业细分板块涨跌幅（截至 2024 年 11 月 20 日）

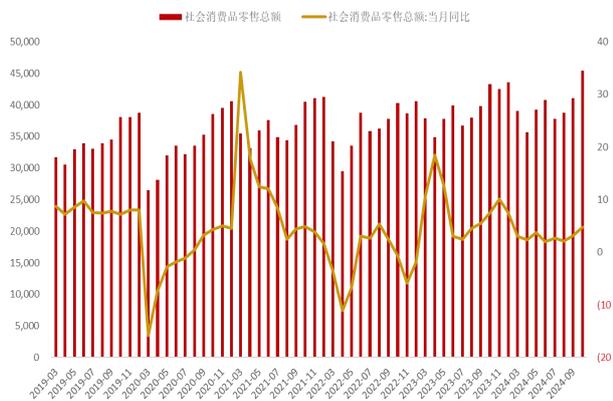
代码	名称	11 月至今涨跌幅	9.24 以来涨跌幅	年初至今涨跌幅
000300.SH	沪深 300	2.21	23.78	15.91
CI005816.CI	教育指数	-5.15	43.51	-0.68
CI005143.CI	旅游及休闲指数	1.53	26.70	-4.21
CI005817.CI	综合服务指数	-1.49	42.23	-10.32
CI005144.CI	酒店及餐饮指数	1.29	24.10	-13.34

资料来源：Wind，东莞证券研究所

2024 年社零消费整体保持稳定增长，消费者信心拖累估值。影响消费者服务行业收益率的因素较多，2024 社零消费整体保持稳定增长，但消费者信心指数在一季度后再次下行，对消费预期造成较大压力。消费者服务行业以可选消费为主，受消费预期影响较大，2024 年经济预期下行及性价比消费趋势的抬头都对行业估值产生了一定影响。

图 2：2024 年社零消费总额稳定增长

图 3：消费者信心指数

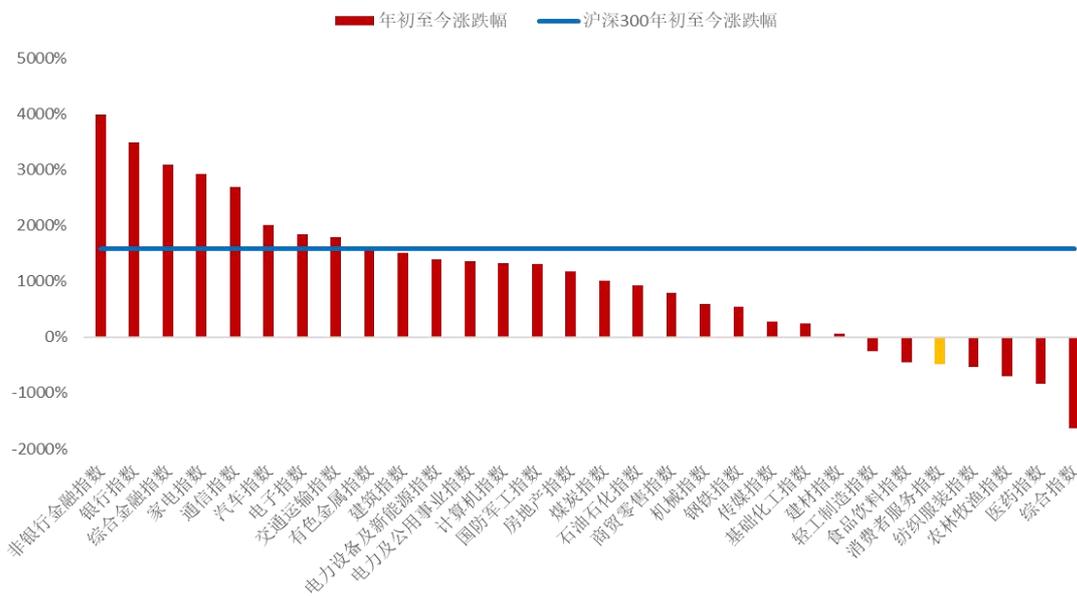


资料来源：Wind，东莞证券研究所

资料来源：Wind，东莞证券研究所

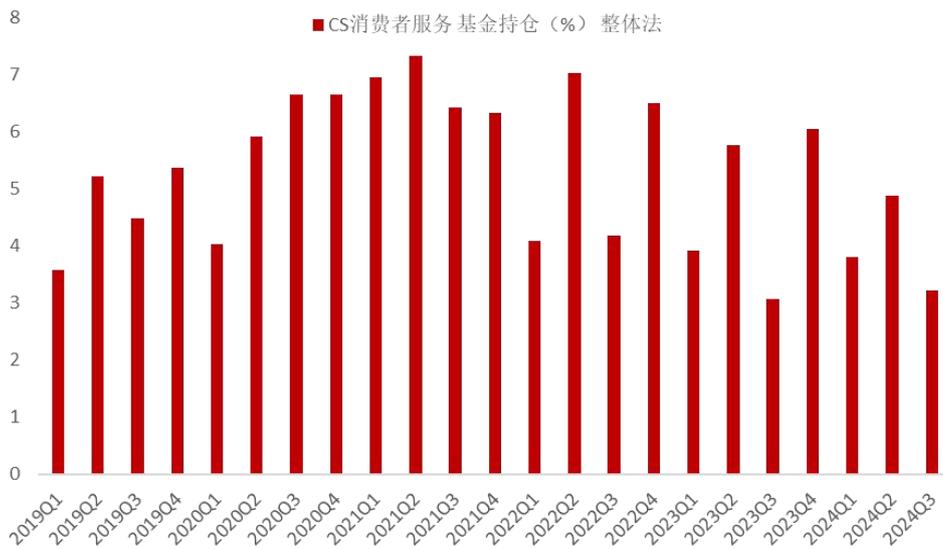
消费类板块涨跌幅多数靠后，2024 年前三季度基金持仓下降。横向对比来看，2024 年以来消费类行业涨跌幅排名普遍靠后且多数为负收益。受消费预期下行影响，2024 年三季度基金持股比例环比下降。

图 4：中信一级行业年初至今涨跌幅对比沪深 300（截至 2024 年 11 月 20 日）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 5：中信消费者服务板块基金持仓比例变化

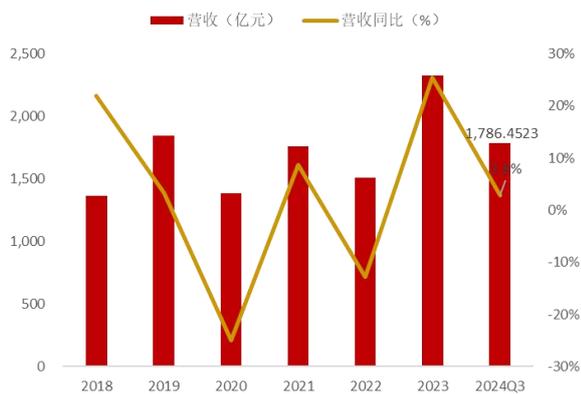


资料来源：iFind，东莞证券研究所

## 1.2 业绩回顾

高基数下消费者服务行业整体利润下降。2024 年前三季度，消费者服务行业营收合计达 1786.45 亿元，同比增长 2.8%，实现归母净利润 112.52 亿元，同比下降 8.2%，扣非净利润为 96.29 亿元，同比下降 14.33%。受性价比消费和 2023 年同期高基数影响，2024 年前三季度行业营收增速明显放缓，利润下滑。

图 6：消费者服务行业营收及同比变化



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 7：消费者服务行业归母净利润及同比变化



资料来源：Wind，东莞证券研究所

具体到板块来看，2024 年前三季度实现归母净利润同比增长的包括人力资源服务、旅游服务及酒店板块，而餐饮、旅游零售、景区、教育板块净利润下降。

表 2：消费者服务行业细分板块 2024 年前三季度业绩回顾

	2024Q1-3 营收 (亿元)	2024Q1-3 营收同 比增长 (%)	2024Q1-3 归母净利 润 (亿元)	2024Q1-3 归母净利 润同比 (%)	2024Q1-3 扣非归母净 利润 (亿元)
CS 教育	259.51	5.01	15.55	(10.82)	13.74
CS 人力资源服务	576.11	15.53	12.78	31.09	9.11

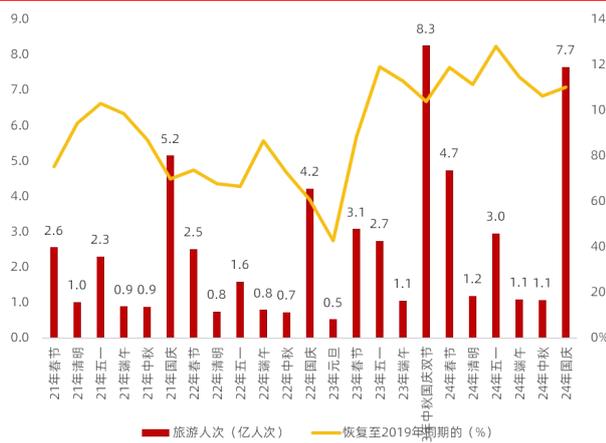
CS 旅游零售	430.21	(15.38)	39.19	(24.72)	38.73
CS 景区	166.20	3.76	24.32	(11.50)	23.81
CS 旅游服务	85.00	68.54	2.41	246.82	1.50
CS 餐饮	35.73	1.98	0.27	(73.48)	0.11
CS 酒店	190.25	(1.05)	17.77	7.45	12.23

资料来源：Wind，东莞证券研究所

## 2. 旅游景区：出游需求持续恢复，景区及 OTA 有望受益。

国内出游人数快速恢复，人均消费支出增长。2023 年以来国内出游需求集中爆发，高基数影响下 2024 年节假日出游客流整体仍保持增长，国内游市场已恢复至超越 2019 年同期水平。从节假日人均出游消费来看，需求集中释放后 2024 年节假日人均旅游支出同比略有提升，除五一外均已超越 2019 年同期人均消费水平。

图 8：节假日出游人数及恢复情况（亿人次，%）



资料来源：文旅部，东莞证券研究所

图 9：节假日旅游收入及恢复情况（亿元，%）



资料来源：文旅部，东莞证券研究所

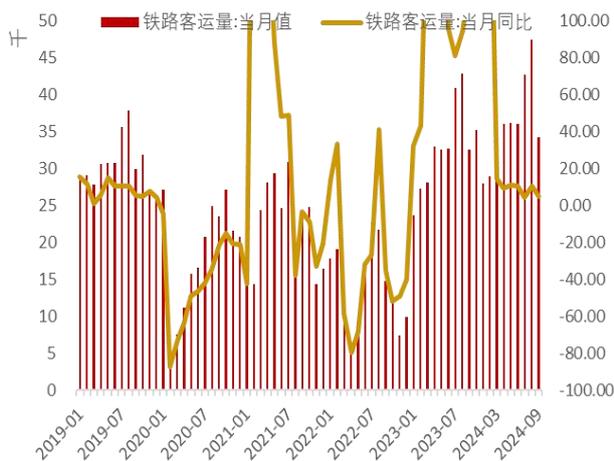
图 10：节假日人均出游消费（%）



资料来源：文旅部，东莞证券研究所

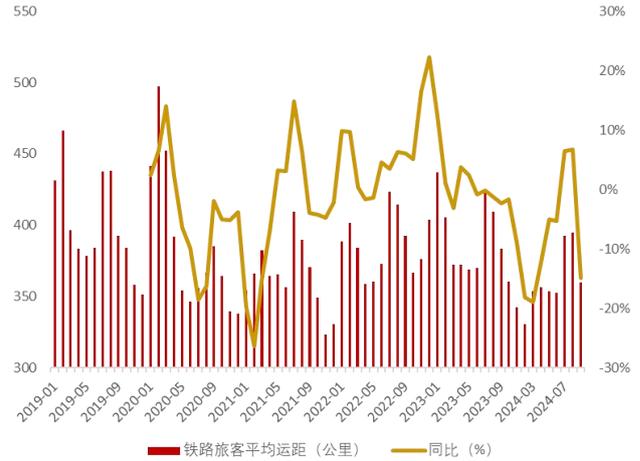
**铁路网逐步完善，景区有望受益于游客中短途出游增加。**随着我国高铁网络逐步修建完成，中短途出行变得愈发可及、便捷，吸引更多游客在短假期或周末配合年假制度短途出游。2023 年来，我国铁路客运力快速增长，至 2024 年，铁路客运量已全面超越 2019 年同期，2024 年 9 月，我国铁路运输旅客 34166 万人次，同比增长 5.13%，较 2019 年同期增长 14.37%。2023 年以来铁路平均运距呈现下降趋势，意味着短途占比增加。2024 年暑假旺季结束后铁路客运量仍保持较高水平，短途出行或重回增长，有望带动景区客流增长。

图 11：国内铁路客运量及同比增速（万人次，%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 12：国内铁路客运平均运距及同比增速（公里，%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

**节假日天数增加，有望促进长途出游，释放消费潜力。**近期国务院对《全国年节及纪念日放假办法》作出修改。其中，春节放假天数增加一天，变更为放 4 天（农历除夕、正月初一至初三）；劳动节放假天数增加一天，变更为放假 2 天（5 月 1 日、2 日）。

此外，《办法》新增第七条“全体公民放假的假日，可合理安排统一放假调休，结合落实带薪年休假等制度，实际形成较长假期。除个别特殊情形外，法定节假日假期前后连续工作一般不超过 6 天”。这是在 1999 年国务院第一次对《全国年节及纪念日放假办法》做出修改以来第四次修改，而距 2013 年上一次修改已经过去十年。长假对出游消费具有明显的刺激作用，本次修改增加放假天数并明确公布调休原则，方便群众自行规划安排未来假期，有望促进节假日长途出行，释放消费力。

图 13：国务院决定修改《全国年节及纪念日放假办法》增加春节五一放假天数共 2 天

### 国务院关于修改《全国年节及纪念日放假办法》的决定

国务院决定对《全国年节及纪念日放假办法》作如下修改：

一、将第二条第二项修改为“（二）春节，放假4天（农历除夕、正月初一至初三）”，第四项修改为“（四）劳动节，放假2天（5月1日、2日）”。

二、增加一条，作为第七条：“全体公民放假的假日，可合理安排统一放假调休，结合落实带薪年休假等制度，实际形成较长假期。除个别特殊情形外，法定节假日假期前后连续工作一般不超过6天。”

此外，对条文顺序和个别文字作相应调整和修改。

本决定自2025年1月1日起施行。

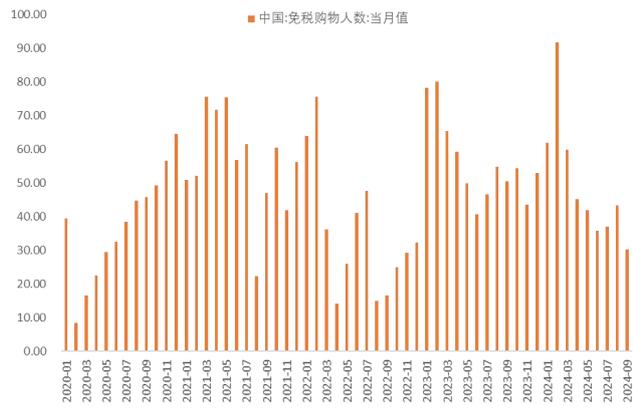
《全国年节及纪念日放假办法》根据本决定作相应修改，重新公布。

资料来源：国务院，东莞证券研究所

## 3. 免税：2024 年前三季度离岛免税承压，出境免税复苏可期

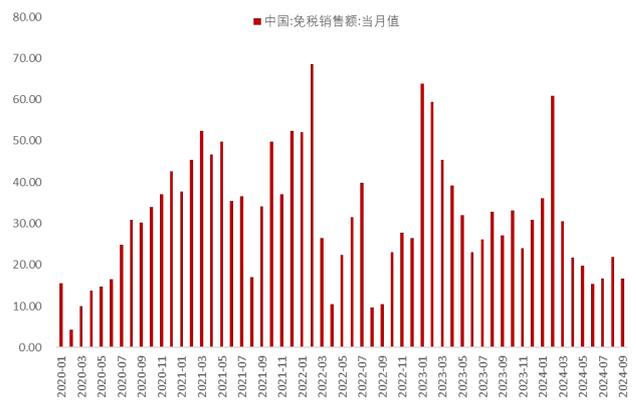
**海南客流逐步复苏，2024 年三季度客单价止跌回升。**2023 年海南离岛免税购物额累计达 437.35 亿元，同比增长 25.32%，免税购物人次累计达 675.6 万人次，同比增长 59.96%创下历史新高。离岛免税客单价自 2023 年以来却持续下滑，预示着消费者结构和心理发生变化。2023 年国内出游客流爆发式反弹，购物人次的增长推动海南离岛免税额修复，但仍较 2021 年免税额下降 57.35 亿元，消费者在消费过程中表现得更加理性，原因之一是国内整体收入预期下降，但也离不开 2023 年海南海关对代购的打击促使海南离岛免税回归真实的客单价。进入 2024 年，海南接待国内过夜客流数开始复苏。2024 年一季度海南接待国内过夜游客 2027.86 万人次，同比 2023 年同期增长 16.17%，同比 2019 年同期增长 18.93%。但免税购物游客人次下降，2024 年一季度离岛免税购物 213.32 万人次，同比减少 10.28 万人次，免税销售额同比下降 24.34%，受此影响，客单价在 2024 年上半年进一步下降。2024 年三季度淡季客流降至低谷，但仍高于 2023 年同期，同时观察到客单价止跌回升趋势，预计房地产市场企稳、政策发力及经济预期改善将对离岛免税消费产生积极影响。

图 14: 海南离岛免税购物人次 (万人次)



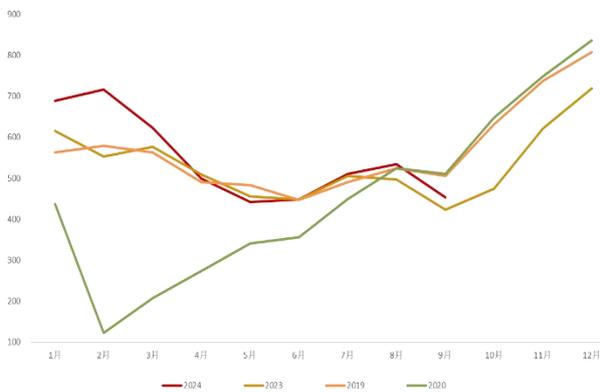
资料来源: 海口海关, 东莞证券研究所

图 15: 海南离岛免税购物额 (亿元)



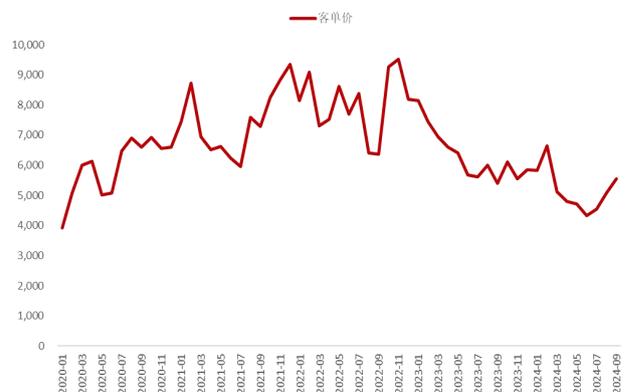
资料来源: 海口海关, 东莞证券研究所

图 16: 海南接待国内过夜游客总人数 (万人次)



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

图 17: 海南离岛免税客单价 (元)



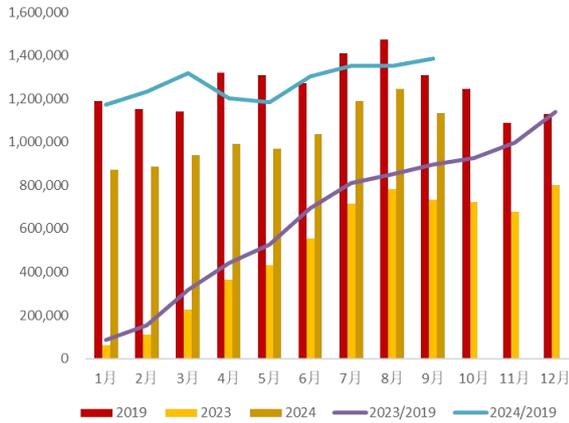
资料来源: 海口海关, 东莞证券研究所

北京上海国际客流快速恢复, 口岸免税复苏可期。出境游分流与离岛免税在 2023 年后走弱有关, 但也带着口岸免税的持续修复。疫情结束后, 政府大力推动入出境旅游发展, 截至 2024 年 11 月 20 日, 我国已与 25 个国家实现全面互免签证, 对 16 个国家实行免签入境政策, 对 54 个国家实行 72 小时或 144 小时过境免签。受国际贸易和免签朋友圈扩容影响, 我国国际客流快速恢复。至 2024 年 9 月, 北京首都机场国外航线客流量达 113.48 万人次, 同比增长 54.36%, 恢复至 2019 年同期的 87%。上海浦东机场国际+地区旅客吞吐量达 263.57 万人次, 恢复至 2019 年同期的 86.11%。整体来看, 作为我国口岸免税核心的首都机场和浦东机场国际客流已恢复至接近疫情前水平, 机场免税店营业面积有望完全恢复, 口岸免税有望与离岛免税共同支撑免税销售额。

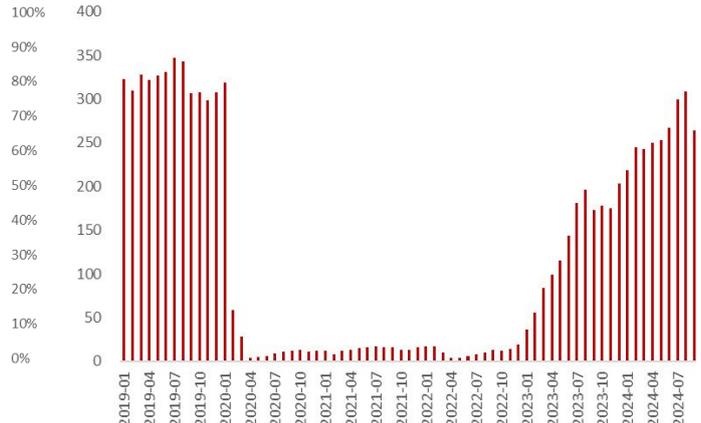
图 18: 首都机场国外航线客流量对比 2019 年 (人次)

图 19: 浦东机场国际旅客吞吐量 (国际+地区, 万人次)





资料来源：Wind，东莞证券研究所



资料来源：Wind，东莞证券研究所

#### 4. 酒店：竞争加剧，看好龙头业绩逆势增长

酒店数量快速增长，竞争压力加剧。2023 年防疫措施取消后，国内旅游需求爆发式反弹推动住宿业入住率和房价大幅上涨，高收入吸引了大量原先停业的住宿业设施回到市场，同时也吸引了大量中小建筑改造为民宿等住宿业设施进入市场，住宿业供给快速增长。截至 2023 年末，全国住宿业设施数达 61.15 万家，客房规模达 1804.91 万间，均超越 2019 年末创下的疫情前最高水平。分类型来看，2023 年酒店业设施数为 32.32 万家，恢复至 2019 年的 95.63%，同比仅增加 4.42 万家酒店；而其他住宿业设施数为 28.83 万家，恢复至 2019 年的 106.78%，同比增加 13.73 万家。考虑到 2023 年三季度为出游旺季，或吸引了更多酒店投资并在 2024 年投入市场，预计 2024 年酒店等住宿业供给将保持较快增长，行业竞争压力或加剧。

图 20：全国住宿业设施供给变化

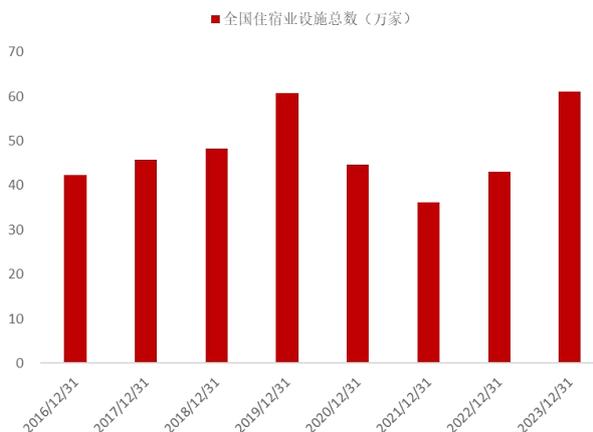
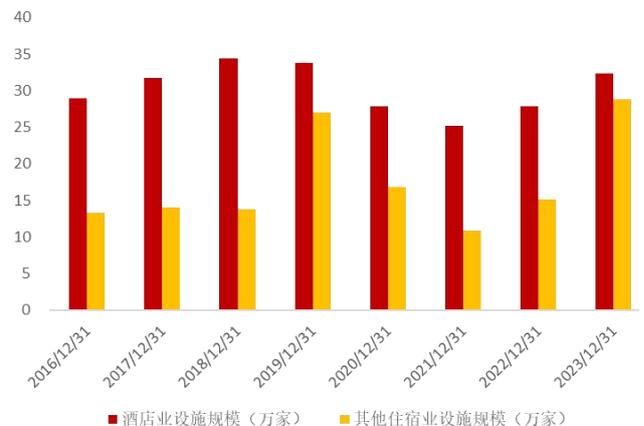


图 21：分类型住宿业设施供给变化



资料来源：《2017-2024年中国酒店业发展报告》盈蝶咨询、中国饭店协会，东莞证券研究所

图 22：酒店业设施数变化及占比

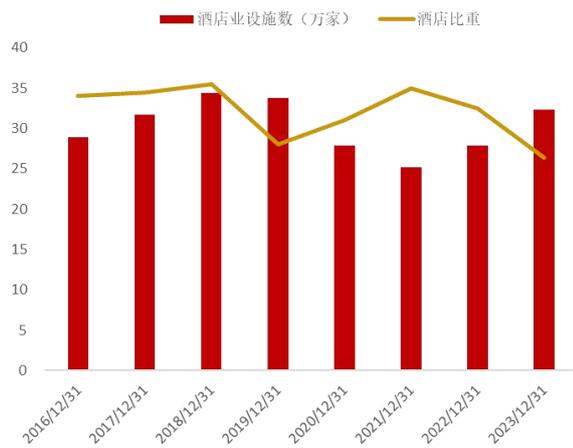


图 23：其他住宿业设施数变化及占比



资料来源：《2017-2024 年中国酒店业发展报告》盈蝶咨询、中资料来源：《2017-2024 年中国酒店业发展报告》盈蝶咨询、中国饭店协会，东莞证券研究所

**出游决策时间缩短，酒店价格体系受冲击。**供给增加及 2024 年经济增速下行改变了游客出游的决策心理，更多游客选择随心出游，不再提前抢机票酒店。携程数据显示，受旅客随性出游及临近价格变动因素影响，国庆假期，旅客平均提前预订天数从 2023 年的 6.8 天下降到 2024 年的 6 天，而且，近三成旅客选择当天或提前 1 天出行，同比增加了 6 个百分点。对于酒店业主而言，游客出游决策时间缩短，将更难构建酒店价格体系。2024 年内观测到部分酒店业主在节前“以价换量”提前降价保证入住率，进而迫使更多酒店降低价格，进一步加剧了价格竞争压力。

**中低端酒店供给增长最多，压力较大。**供给增长对于竞争压力的影响最为直接。分档次来看，经济型酒店受疫情影响最大，因此疫后供给增长最快，2023 年经济型酒店达 25.4 万家，同比增长 12.92%，恢复至 2019 年同期的 88%；而中档酒店数量达到 4.5 万家，同比增长 27.56%，较 2019 年增长 44%；高档酒店为 1.9 万家，同比增长 29.55%，较 2019 年增长 25%；豪华酒店约 0.5 万家，同比增长 21.21%，较 2019 年增长 24%。2023 年中档及以上酒店供给均创新高，但由于数量较少且分散，竞争压力较小；中端及低端酒店供给增长最多，压力较大。

图 24：酒店业分档次设施数变化（万家）

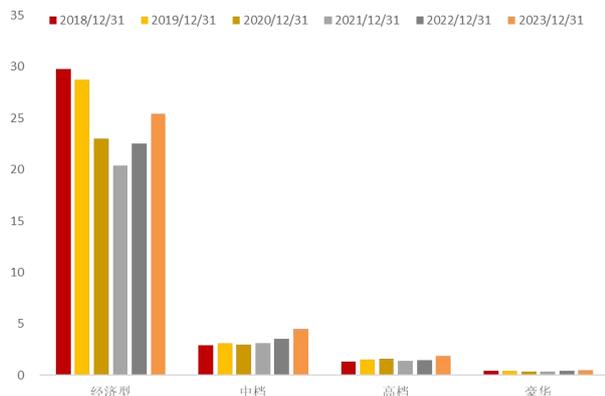
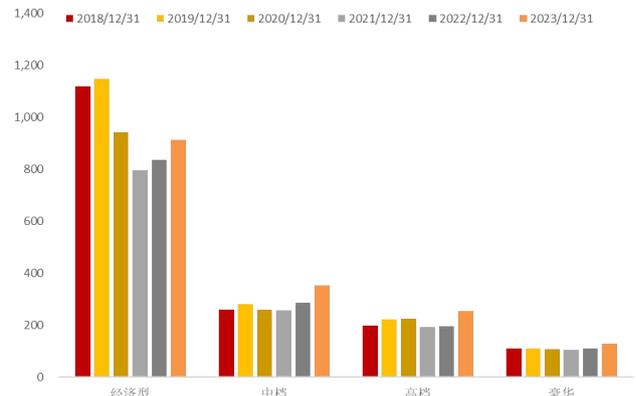


图 25：酒店业分档次客房数变化（万间）



资料来源：《2019-2024 年中国酒店业发展报告》盈蝶咨询、资料来源：《2019-2024 年中国酒店业发展报告》盈蝶咨询、

**龙头酒店集团品牌黏性凸显，竞争中价格附加值高。**在中低端酒店竞争压力加剧的背景下，龙头酒店集团品牌黏性显现。2023 年暑期出游需求释放达到巅峰，此后进入淡季酒店入住率快速下降，2023 年国庆出现了机票酒店等提前预订产品的价格跳水并延续至 2024 年，导致酒店价格明显下行。锦江、华住、首旅三大酒店集团依靠品牌黏性和近年来持续的中高端酒店结构优化在竞争中房价降幅较小。2024 年 Q1-3，三大酒店集团平均房价降幅明显较小且均高于 2019 年同期房价水平。从 RevPAR 角度看，2024 年 Q1-3 锦江酒店集团 RevPAR 略高于 2019 年同期，首旅酒店集团较 2019 年同期略有下降，主要受入住率拖累；华住集团 2024 年 Q1、Q2 RevPAR 分别恢复至 2019 年 Q1、Q2 的 125%、121%，主要系平均房价较 2019 年同期大幅提升。

图 26：三大酒店集团入住率变化（%）

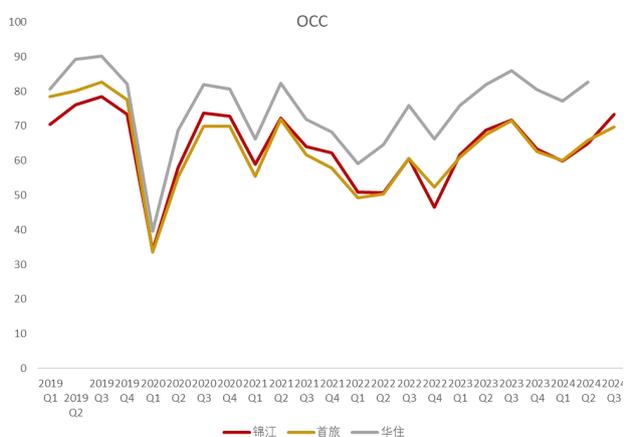


图 27：三大酒店集团平均房价变化（元）

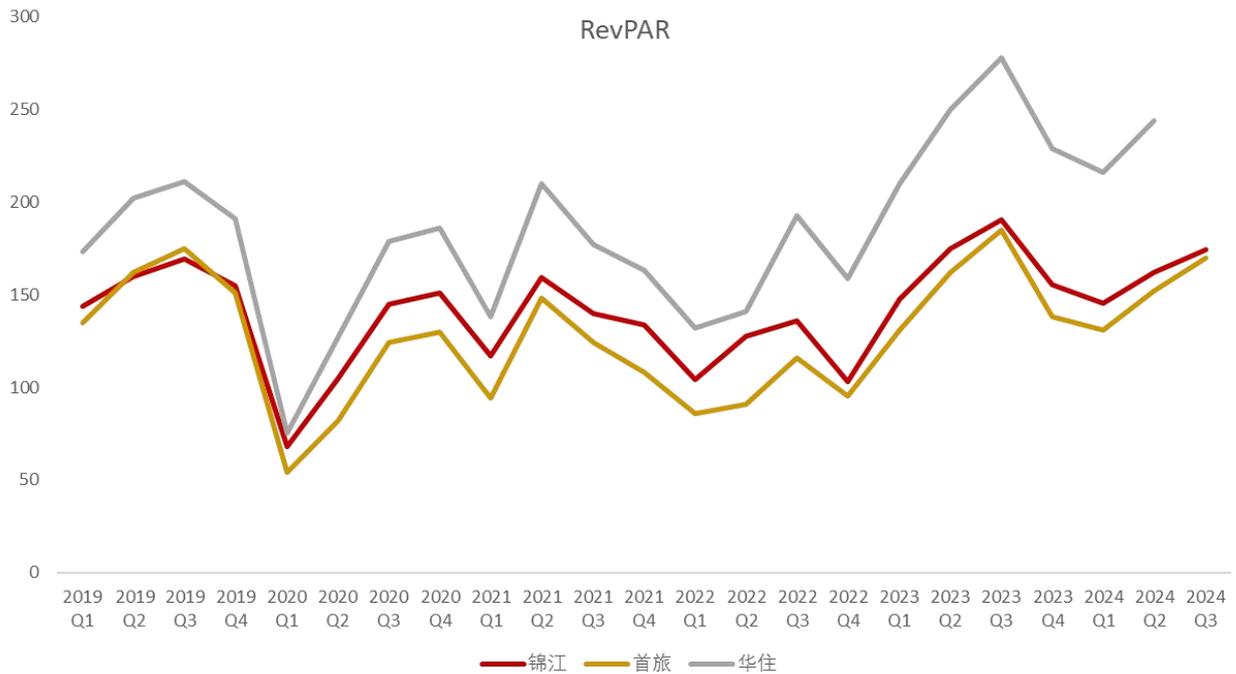


资料来源：锦江酒店、首旅酒店、华住集团2019年至2024年财报，东莞证券研究所

资料来源：锦江酒店、首旅酒店、华住集团2019年至2024年财报，东莞证券研究所

注：华住集团2024年三季度未披露

图 28：2023 年旺季结束后三大酒店集团 RevPAR 明显回落，仍好于 2019 年同期

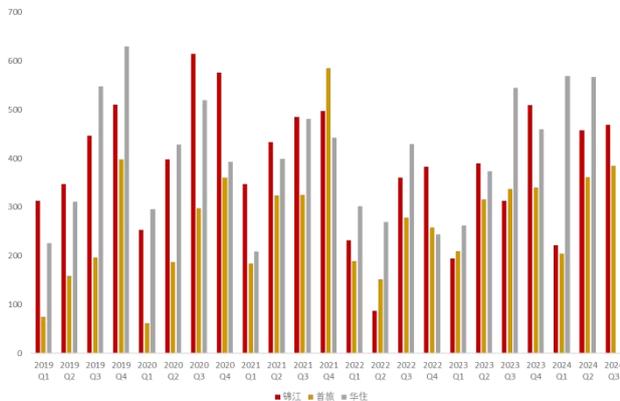


资料来源：锦江酒店、首旅酒店、华住集团 2019 年至 2024 年财报，iFind，东莞证券研究所

注：华住集团 2024 年三季度报未披露

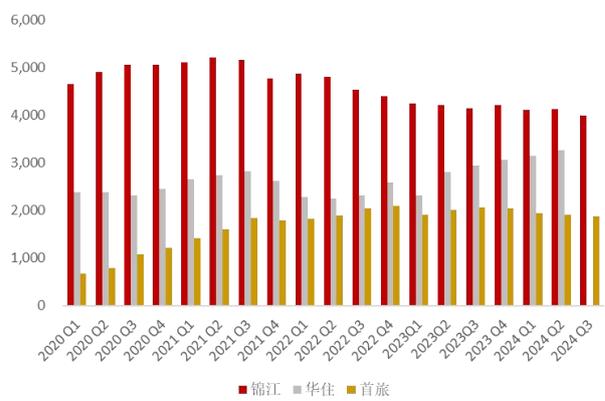
三大酒店龙头开店稳步增长，储备店庞大，看好龙头业绩逆势增长。展望 2025 年，供给压力或将延续，整体呈现量减价增的趋势。但三大酒店集团自身品牌附加值高，具备较强的用户黏性，或将吸引更多投资者挂牌加盟。考虑到 2024 年 Q1-2 锦江、首旅、华住（仅 Q1-2）合计新开酒店 2383 家，新开酒店同比增长 36%，且 2024 年 Q2 锦江、首旅、华住 pipeline 分别为 4116 家、1906 家、3266 家，储备店庞大，未来三年有望保持稳健增长，轻资产模式下看好龙头业绩增长。

图 29：锦江、首旅、华住新开业酒店数量（家）



资料来源：锦江酒店、首旅酒店、华住集团 2019 年至 2024 年财报，东莞证券研究所

图 30：锦江、首旅、华住 pipeline（家）



资料来源：锦江酒店、首旅酒店、华住集团 2019 年至 2024 年财报，东莞证券研究所

## 5. 教培：政策前景明朗，国考市场持续扩大

### 5.1 K12 教培政策趋势明朗，供给出清

政策方向清晰，明确限制范围为义务教育阶段。近年来政策引导对 K12 教培行业影响深远。2020 年前教培行业整体竞争较为激烈，2021 年《民办教育促进法》和双减落地结束行业粗放式发展的阶段，从供给端直接压降学科类培训机构、更改为非营利性机构，严监管下新东方、好未来等大量教培机构因此放弃学科类培训业务或转型其他业务。2022 年后，政策态度开始出现缓和并逐渐转向，行业进入规范发展阶段。其中，2022 年底《关于规范面向中小学生的非学科类校外培训的意见》明确了非学科类培训是学校的有益补充，在强监管的同时放开了非学科类培训的办学门槛；2023 年《校外培训行政处罚暂行办法》在处罚范围中排除了高中阶段；2024 年《校外培训管理条例（征求意见稿）》明确学科类培训限制范围为 K9，恢复高中阶段培训合规地位。整体来看，在双减落地后学科类培训的监管思路逐渐清晰，明确非学科类培训的补充作用和合法地位，明确高中学科类培训的合法地位，政策落地后现有取得办学许可证的机构有望恢复相关业务。

表 3：近年来课外培训逐步规范，政策方向更为清晰

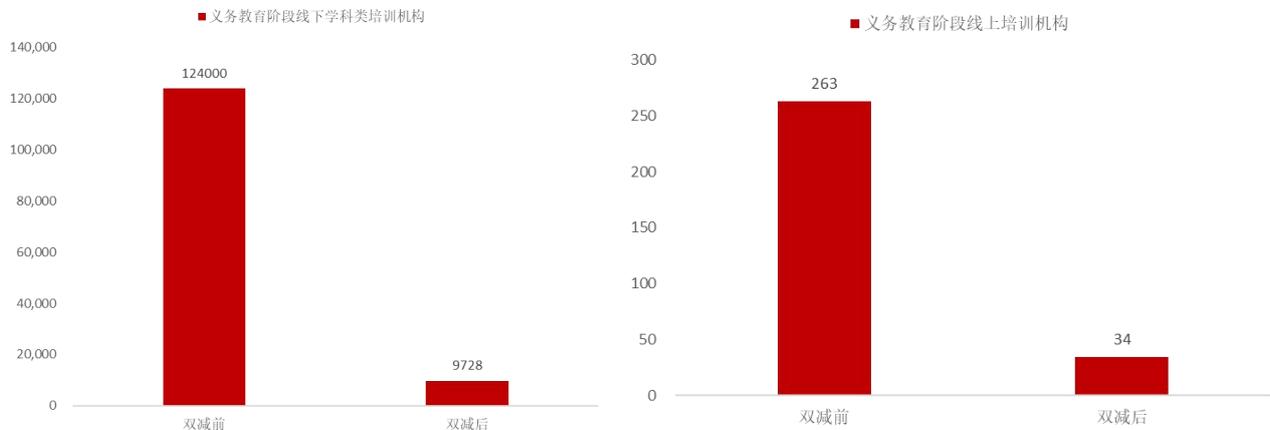
发文单位	日期	文件名	要点提炼	思路变化
中共中央办公厅 国务院办公厅	2021/7/24	《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》	1. 减少作业总量提高作业质量 2. 各地不再审批新的面向义务教育阶段学生的学科类校外培训机构，现有学科类培训机构统一登记为非营利性机构，对线上学科类培训机构改为审批制 3. 对非学科类培训机构，要求各地区分体育、文化艺术、科技等类别，明确相应主管部门，分类制定标准、严格审批 4. 学科类培训机构一律不得上市融资，严禁资本化运作	学科类培训全面转为非营利性机构
教育部等十三部门	2022/12/29	《关于规范面向中小学生的非学科类校外培训的意见》	1. 加快解决非学科类培训出现的问题，全面规范非学科类培训行为 2. 各地要明确非学科类培训主管部门、设置标准和准入流程 3. 非学科类机构须依法取得有关主管部门的行政许可后，再依法进行法人登记。要对现有机构进行全面排查、对标整改	排查整改
教育部	2023/8/23	《校外培训行政处罚暂行办法》	1. 自然人、法人或者其他组织面向社会招收 3 周岁以上学龄前儿童、中小學生，违法开展校外培训，应当给予行政处罚的，适用本办法。 2. 明确通过即时通讯、网络会议、直播平台等方式有偿开展校外培训的；利用居民楼、酒店、咖啡厅等场所有偿组织开展“一对一”、“一对多”等校外培训的；以咨询、文化传播、素质拓展、竞赛、思维训练、家政服务、家庭教育指导、住家教师、众筹私教、游学、研学、冬夏令营、托管等名义有偿开展校外培训的属于变相开展学科类校外培训。	明确违法行为，开始提出属于违法开展校外培训的范围包括 3 周岁以上学龄前儿童、中小學生。

教育部	2024/2/8	《校外培训管理条例（征求意见稿）》	<p>1. 明确本条例所称校外培训是指学校教育体系外，面向社会开展的，以中小学生和 3 至 6 岁学龄前儿童为对象，以提高学业水平或者培养兴趣特长等为主要目的，有组织或系统性的教育培训活动。</p> <p>2. 正视家长的合理培训需求，提出鼓励、支持少年宫、科技馆、博物馆等各类校外场馆（所）开展校外培训，引导非学科类校外培训机构参与学校课后服务等举措。</p> <p>3. 开展校外培训活动，应当依法取得相应的校外培训办学许可，具备法人条件。面向义务教育阶段的学科类校外培训机构，应当登记为非营利性法人。</p>	明确学科类培训限制范围为 K9，恢复高中阶段培训合规地位
-----	----------	-------------------	---	------------------------------

资料来源：国务院、教育部，东莞证券研究所

**双减压降行业供给，市场空间广阔。**双减政策落地后学科类培训行业供给端遭到强监管压降。截至 2022 年 2 月底，原来的 12.4 万个义务教育阶段线下学科类培训机构已经压减到 9728 个，减少约 92.14%；线上学科类培训机构从 263 个压缩到 34 个，压减率为 87.07%。未来行业政策落地后市场空间广阔。目前监管对学科类教培不再“一刀切”但仍保持严监管的态度，学科类培训机构办学仍需取得办学许可，行业维持高门槛。部分行业龙头在双减后完成业务转型但仍保留有相关资产和资质，有望快速恢复办学抢占市场。

图 31：义务教育阶段线下学科类培训机构数量变化 图 32：义务教育阶段线上培训机构数量变化



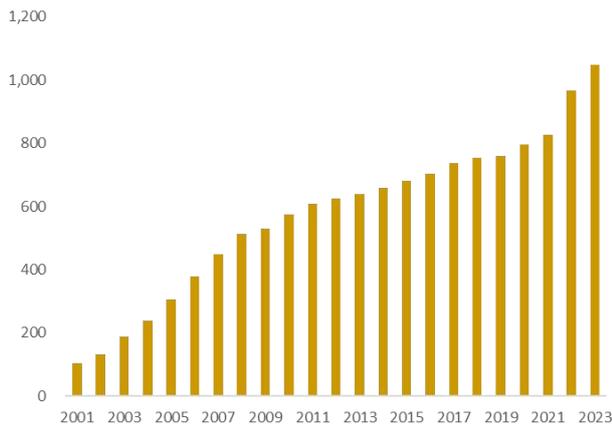
资料来源：教育部，东莞证券研究所

资料来源：教育部，东莞证券研究所

## 5.2 2024 年国考招录及报名人数均创新高，考培市场仍在壮大

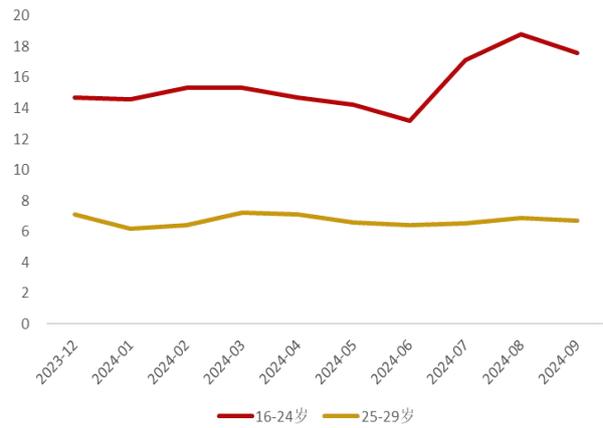
疫情期间毕业生人数大幅增长超出职位增长，“毕业即失业”促使更多毕业生转向提前准备国考。普通高等教育毕业生人数在疫情期间大幅增长，2021、2022、2023 年本科、专科及研究生毕业生人数分别达 826.51 万人、967.26 万人、1047.03 万人，新增毕业生人数较疫情前大幅增长。大量毕业生进入劳动力市场造成就业率下降，同时疫情期间及近两年失业率提高，尤其是 25-29 岁调查失业率在 2024 年长期处于较高水平，引致毕业生就业心理变化。应届生和毕业生对就业前景产生担忧，更加倾向于传统观念中的“铁饭碗”工作，国考需求随之大幅增长。

图 33: 本专科及研究生毕业生人数快速增长



资料来源: iFind, 东莞证券研究所

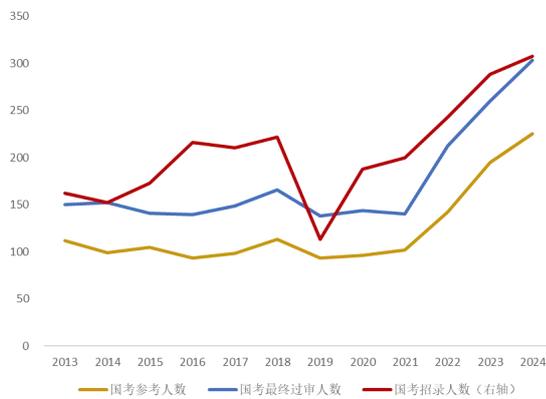
图 34: 青年劳动力调查失业率 (不包含在校学生)



资料来源: iFind, 东莞证券研究所

国考报考人数连创新高, 考培需求旺盛。2020 年起国考招录人数快速增长, 至 2024 年招录人数达 3.96 万人, 较 2019 年招录人数增长了 1.7 倍。但报考人数同样大幅提高, 2021 年至 2024 年国考参考人数分别达 101.7 万人、142.2 万人、194.8 万人、225.2 万人, 报录比逐年上涨。参考我国出生人口变化趋势, 未来数年内普通高等教育毕业生人数或将保持缓慢增长, 国考考培需求旺盛。

图 35: 近十年国考参考人数与招录人数对比 (万人)



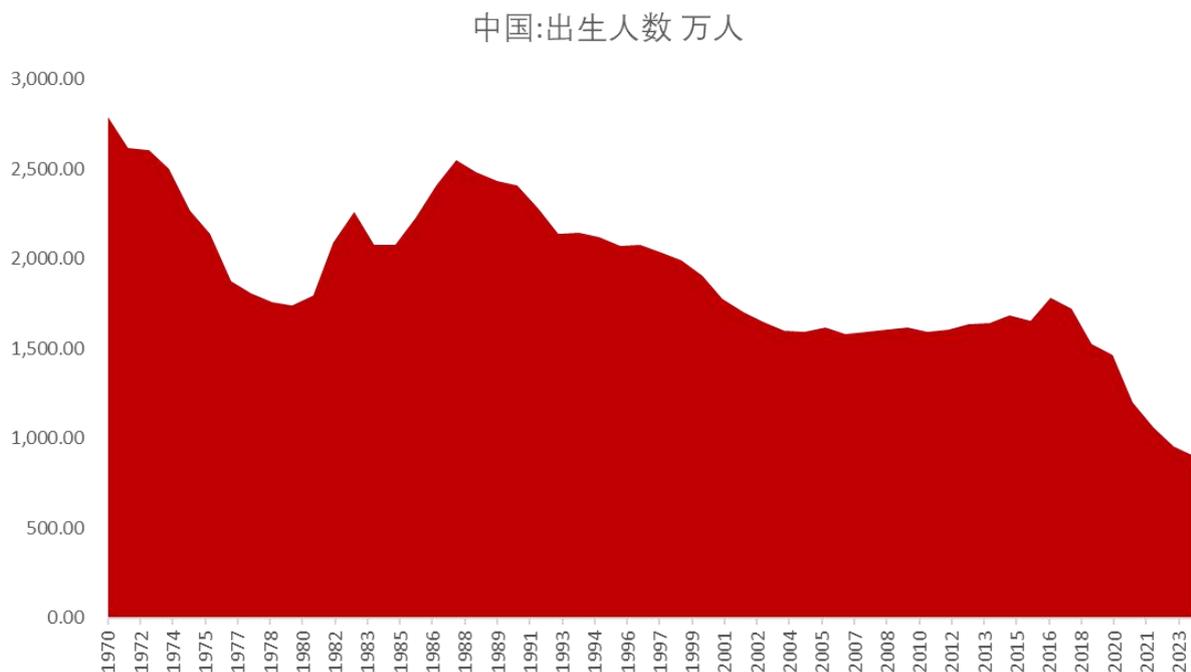
资料来源: iFind, 东莞证券研究所

图 36: 近十年国考报录比



资料来源: iFind, 东莞证券研究所

图 37：中国出生人口变化



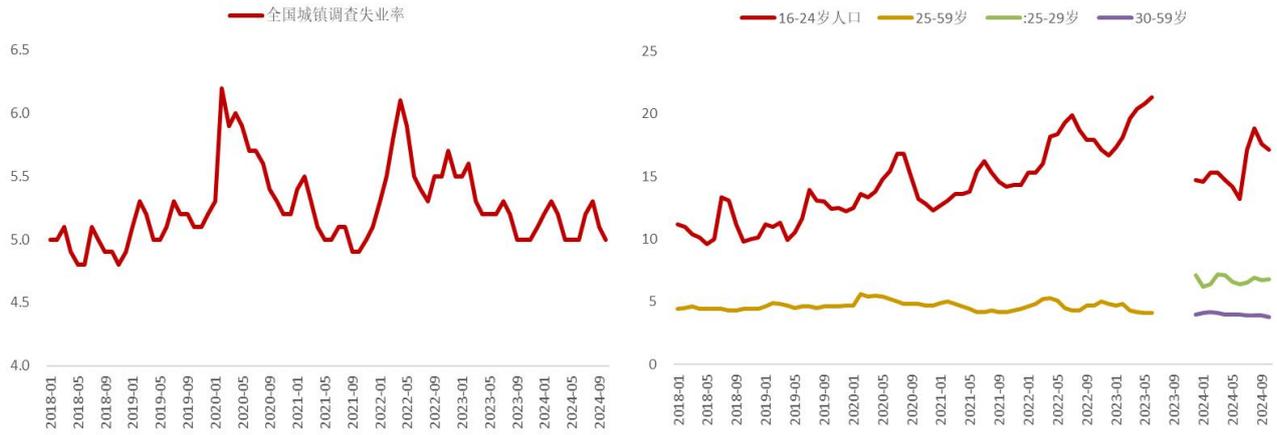
资料来源：Wind，东莞证券研究所

## 6. 人力资源服务：就业回暖，政策持续发力

**国内失业率下降，就业回暖。**2023 年以来，疫情影响结束后国内经济快速复苏，需求回暖叠加促就业政策推动下全国城镇调查失业率较疫情期间明显改善，至 2024 年 10 月我国城镇调查失业率为 5.00%，已低于 2019 年同期水平。分年龄结构来看，16-24 岁人口失业率在近年来呈现逐步上升趋势，剔除在校学生后 2024 年 1-10 月算术平均失业率为 15.79%，青年人口就业压力仍较大；25-59 岁人口调查失业率近五年中维持在 4.6% 上下，较为稳定，2023 年 12 月起不再包含在校学生后重新按 25-29 岁人口和 30-59 岁人口划分，其中 25-29 岁人口调查失业率为 6.8%，高于城镇调查失业率水平，而 30-59 岁人口调查失业率为 3.80%，环比持续下降。考虑到人力资源服务行业为顺周期行业，随着国内经济在逆周期调节政策下逐步企稳回暖、经济增速回升，预计人力资源相关服务需求将随之增长，当前我国失业率正逐步回归正常水平，就业需求逐步回暖改善人服行业业绩预期。

图 38：城镇调查失业率 (%)

图 39：劳动力调查失业率 (分年龄结构)



资料来源：iFind，东莞证券研究所

资料来源：iFind，东莞证券研究所

注：2023 年 12 月起分年龄劳动力失业率不包含在校学生

**促就业政策频出。**在 16-24 岁人口失业率高企的背景下促就业政策频出，2023 年以来多个政策通过扩岗政策支持、就业创业补贴、国企和机关事业单位扩招等支持方式推动就业增长。近期国务院发布《关于实施就业优先战略促进高质量充分就业的意见》，提出将强化宏观调控就业优先导向、推动经济社会发展与就业促进协调联动、支持各类经营主体稳岗扩岗、着力解决结构性就业矛盾、健全精准高效的就业公共服务体系，从宏观调控层面转向就业优先导向，政策发力及经济基础改善有望降低失业率。

表 4：2023 年以来出台多个政策文件促进就业

时间	发文单位	标题	摘要
2023/4/26	国务院办公厅	关于优化调整稳就业政策措施全力促发展惠民生的通知	加大对吸纳就业能力强的行业企业扩岗政策支持、支持金融机构开展稳岗扩岗服务和贷款业务、发挥创业带动就业倍增效应、支持国有企业扩大招聘规模、稳定机关事业单位岗位规模
2023/8/28	人社部、财政部	关于进一步加强就业政策落实有关工作的通知	集中开展就业政策分类宣传、盘点核查就业政策落实进度、将就业见习补贴、一次性创业补贴纳入“直补快办”范围
2023/11/30	人社部	关于强化人社支持举措助力民营经济发展壮大的通知	扩大民营企业技术技能人才供给、支持民营企业稳岗扩岗、强化民营企业就业服务、加大民营企业创业扶持、推动民营企业构建和谐劳动关系、加大社会保险惠企支持力度
2023/11/16	国家发展改革委	落实好就业优先政策，全面实施促进青年就业三年行动方案	国家发展改革委将通过促消费、扩投资、稳外资、稳外贸等方式释放需求潜力，同时提升各类经营主体创造就业活力和城乡基层就业承载能力，通过稳岗扩岗吸纳一批青年就业。
2024/5/17	人社部、教育部、财政部	关于做好高校毕业生等青年就业创业工作的通知	整合优化吸纳就业补贴和扩岗补助政策，合并实施一次性吸纳就业补贴和一次性扩岗补助政策、延续实施国有企业增人增资政策、大规模组织招聘对接服务
2024/9/25	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	强化宏观调控就业优先导向、推动经济社会发展与就业促进协调联动、支持各类经营主体稳岗扩岗、着力解决结构性就业矛盾、健全精准高效的就业公共服务体系

资料来源：国务院、教育部等多个部门官方网站，东莞证券研究所

## 7. 投资策略

**维持对行业的超配评级。**2022 年后消费者信心指数持续低迷压制可选消费预期，消费者服务板块自 2021 年以来连续下跌，估值已极具性价比，924 一揽子政策出台至 11 月 20 日，细分板块涨幅均超沪深 300 基准，彰显低估值下的高弹性。展望 2025 年，消费者服务板块作为后周期行业仍需看到政策兑现改善消费预期，经济数据回暖有望踩实估值拐点。具体到细分板块层面：顺周期的人服、教育、会展板块普遍受到政策支持，疫情期间精练内功经营效率提升，若经济修复将优先受益。旅游出行板块旅游出行人数稳步增长，春节、五一假期增加及调休原则公布有望刺激游客提前计划长假出行，性价比消费背景下周末和短假期拼假周边游趋势延续，免签朋友圈持续扩容推动出入境游快速增长。2024 年四季度起高基数影响将逐步消退，旅游出行板块基本面向好，叠加疫情以来持续推进的降本增效，行业盈利能力持续改善。我们建议关注：（1）行业完成出清，政策前景清晰、监管放松的教育板块。（2）顺周期业绩逐步改善的人力资源服务板块。（3）热点频出、需求旺盛的景区及 OTA 板块。（4）业绩高成长性的酒店板块。

### 细分板块投资要点：

- **酒店：**供给快速增加及游客出游决策时间变短导致行业竞争加剧，呈现量增价减的趋势。龙头酒店集团拥有高品牌附加值，同时近年来持续调整酒店结构、增加中高端酒店比例，仍维持了较高的平均房价。2025 年酒店供给或保持较快增长，竞争高压下或有更多投资人转向挂牌加盟龙头酒店集团，看好龙头业绩逆势增长，期待经济修复带动商旅住宿需求复苏。个股可关注：锦江酒店（600754）、首旅酒店（600258）、君亭酒店（301073）。
- **旅游景区 OTA：**国内出游人数持续增长，节假日人均旅游消费已超 2019 年同期，考虑到 2023 年需求集中释放的高基数，2024 年以来旅游出行数据表现足够亮眼。随着 2025 年公共假日放假天数增加和调休原则公布，预计 2025 年节假日长途出行比例将进一步增长，旅游收入有望继续提升。建议关注：长白山（603099）、峨眉山（000888）、三特索道（002159）、众信旅游（002707）、黄山旅游（600054）。
- **教育板块：**教育板块学科类培训政策逐渐清晰，非学科类培训和高中阶段学科类培训市场有望重新打开。双减后学科类培训机构基本出清，龙头机构完成业务调整，市场空间广阔。国考报考人数连创新高，考培市场火热高景气。建议关注：凯文教育（002659）、盛通股份（002599）。
- **人力资源服务：**人服行业具备顺周期属性，2023 年以来国内失业率逐步下降，促就业政策频出，且毕业生失业率高企的背景下预计将持续有促就业政策出台。若宏观调控下经济回暖，中高端人才招聘业务复苏有望提高盈利能力。建议关注：外服控股（600662）。

表 5：重点公司盈利预测及投资评级（2024/11/21）

股票代码	股票名称	股价 (元)	EPS (元)			PE			评级	评级变动
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E		
600754	锦江酒店	26.85	0.94	1.19	1.32	28.56	22.56	20.34	增持	维持
600258	首旅酒店	14.24	0.71	0.76	0.86	20.06	18.74	16.56	增持	维持
301073	君亭酒店	23.12	0.16	0.22	0.40	144.50	105.09	57.80	增持	维持
603099	长白山	41.10	0.52	0.64	0.80	79.04	64.22	51.38	买入	维持
002707	众信旅游	7.35	0.03	0.15	0.25	245.00	49.00	29.40	买入	维持
000888	峨眉山 A	12.78	0.43	0.51	0.57	29.72	25.06	22.42	持有	下调
002159	三特索道	15.94	0.72	0.97	1.10	22.14	16.43	14.49	增持	上调
600054	黄山旅游	11.57	0.58	0.50	0.58	19.95	23.14	19.95	增持	维持
002599	盛通股份	7.48	0.01	0.04	0.10	748.00	187.00	74.80	买入	维持
002659	凯文教育	5.09	-0.08	0.01	0.05	-63.63	509	101.8	增持	首次
600662	外服控股	5.30	0.26	0.27	0.30	20.38	19.63	17.67	增持	维持

资料来源：iFind，东莞证券研究所

## 8. 风险提示

- (1) **自然灾害风险**。消费者服务板块受自然灾害等影响较大，可能产生阻断客流等风险。
- (2) **政策风险**。景区、教育等板块受政策监管影响较大。可能产生政策变动强制要求降价或免门票导致收入下降等情况，或产生政策限制 K12 学历教育培训等情况。
- (3) **市场竞争加剧**。市场竞争加剧可能导致行业价格战等，进而导致盈利能力下降。
- (4) **市场复苏不及预期**。国内国际旅游出行修复可能不及预期等。
- (5) **宏观经济波动**。宏观经济波动可能影响居民消费意愿，从而导致旅游消费形式变化等。

**东莞证券研究报告评级体系：**

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

**证券分析师承诺：**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券股份有限公司为全国综合性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，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本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券股份有限公司研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn