

# 行业竞争格局优化，关注性价比消费

## ——社服行业2025年投资策略






2024年11月11日



作者：陈彦彤（执业证书编号：S0930518070002）  
汪航宇（执业证书编号：S0930523070002）  
聂博雅（执业证书编号：S0930522030003）



证券研究报告

-  **餐饮：**餐饮行业整体收入正处于缓慢复苏进程中，低线城市表现优于高线城市。餐饮客单价同比增速下行的拐点发生在23年10月，与房价指数变化趋势较相似；低线城市客单价下滑幅度更小，餐饮门店收入增速更快。性价比、效率、加盟、出海，成为餐饮主要趋势。
-  **教育：**教育需求刚性，“双减”后行业格局改善，政策优化和新课改落地促进教培行业进一步发展。教育竞争加剧促使参培率逐渐提升，一定程度上抵销了出生人口下滑带来的影响，家长对教育支出的低敏感性推动行业稳定增长。当前大部分教培企业收入水平尚未恢复至“双减”前，仍有提升空间。
-  **旅游：**建议关注OTA板块：1) 疫情加速竞争格局优化，费投效率有望持续提升；2) 率先受益于国内游、出境游的复苏，且受旅游目的地热度转化快、分散化的趋势影响较小；3) 积极布局国际业务，打造第二增长曲线。建议关注景区板块：1) 门票与客运业务为“现金奶牛”，为上市公司贡献稳定现金流，持续分红奠定坚实基础；2) 外部交通条件改善，景区内部扩容，逐渐从观光旅游向休闲度假旅游转型。3) 精耕淡季，淡旺季供需配比逐渐优化。
-  **投资建议：**展望2025年，餐饮板块：餐饮行业弱复苏背景下，推荐餐饮龙头中业绩弹性大、确定性高的**海底捞（H）**，及业绩增长稳健、分红比例高的**百胜中国（H）**。  
教育板块：教培需求旺盛，行业竞争格局显著改善，随着政策边界逐步明晰，行业不确定性逐步消除，建议关注全国性行业龙头**新东方-S（H）**和**高中一对一龙头学大教育**。  
旅游板块：OTA赛道，推荐深耕下沉市场的**同程旅行（H）**，建议关注**携程集团-S（H）**。景区赛道建议关注具有较强差异化优势的龙头景区——**九华旅游**、**峨眉山A（佛教文化）**以及**长白山（冰雪旅游）**。另外，建议关注出境游赛道龙头企业——**众信旅游**。
-  **风险提示：**宏观经济下行风险，政策风险，天气等自然灾害风险。

# 板块回顾：今年以来社服板块跑输大盘

2024年以来社服板块跑输大盘，各细分板块呈现分化。

- ▶ 参照中信行业分类，社服板块2024年年初至10月31日累计下跌5%，跑输沪深300约19pcts。
- ▶ 从二级子板块表现看，子板块均下跌。
- ▶ 从三级子板块表现看，旅游服务及K12基础教育涨幅最高，分别为17%/17%；旅游零售及餐饮跌幅最大，分别为17%/29%。

图1：2024年以来社服板块涨跌幅跑输大盘

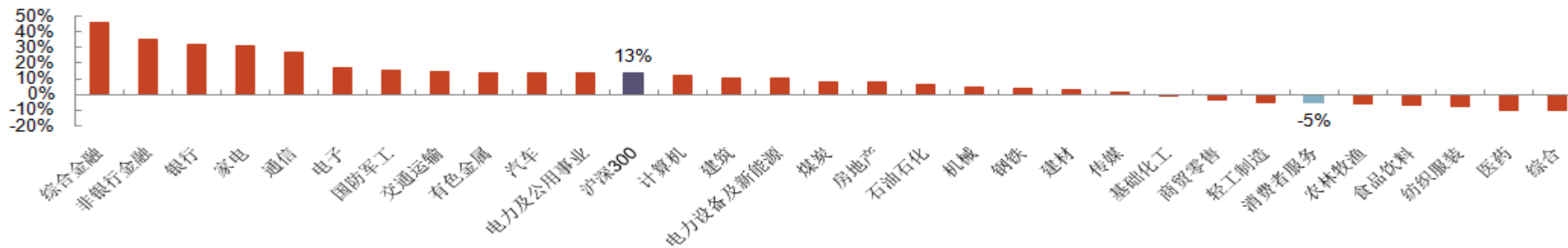


图2：2024年以来社服二级子板块表现

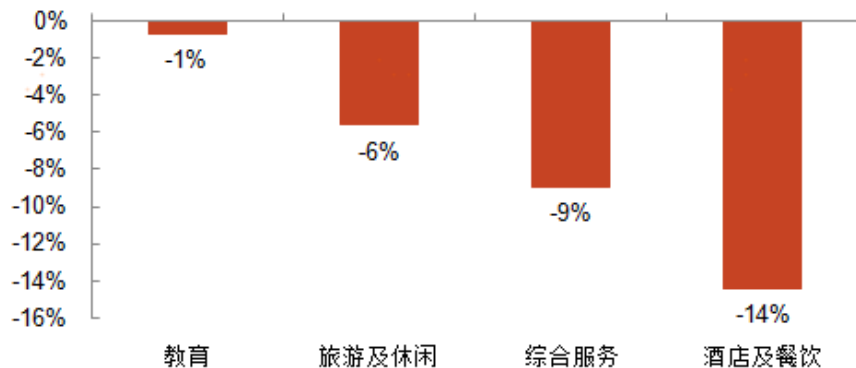
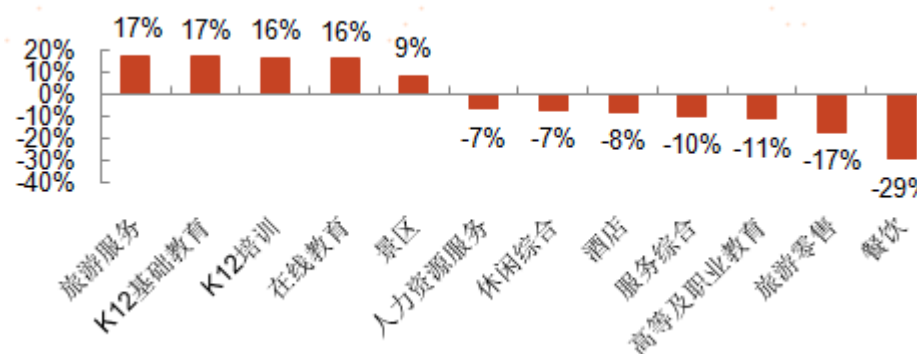


图3：2024年以来社服主要三级子板块表现



- 1、餐饮：疫后弱复苏，质价比为王
- 2、教育：需求坚挺，格局改善
- 3、旅游大盘：景气度延续复苏，下沉市场贡献增量
- 4、OTA：竞争格局优化，渗透率具备提升空间
- 5、景区：内外部条件升级，平衡淡旺季供需配比
- 6、投资建议
- 7、风险提示

# 1.1 餐饮：复苏缓慢，行业进入质价比时代

- 整体来看，餐饮行业整体收入正处于缓慢复苏进程中，低线城市表现优于高线城市。低线城市客单价下滑幅度更小，餐饮门店收入增速更快。
- 餐饮客单价同比增速下行的拐点发生在23年10月，与房价指数变化趋势较相似。受财富预期下降、行业竞争加剧等影响，高线城市餐饮市场客单价表现弱于低线市场。

图4：70个大中城市一线城市二手房价格指数

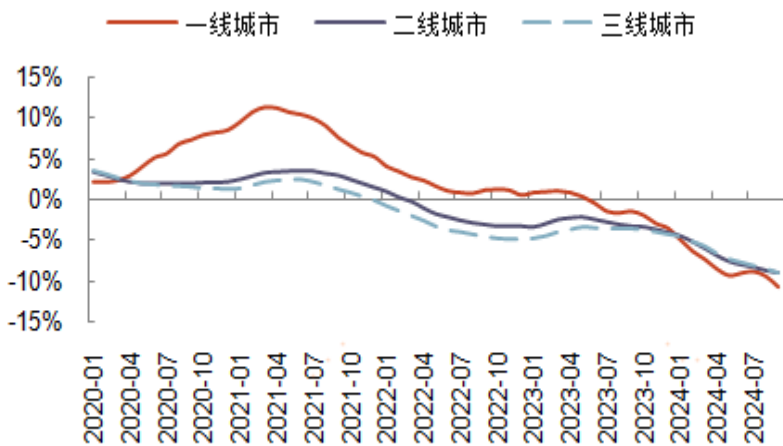


图5：中国CPI指数

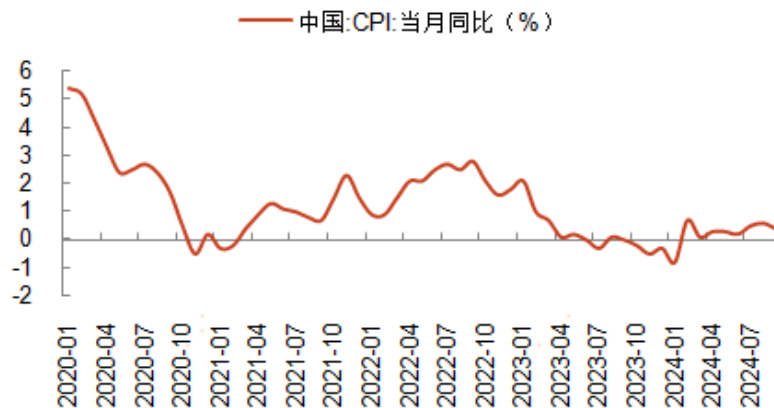
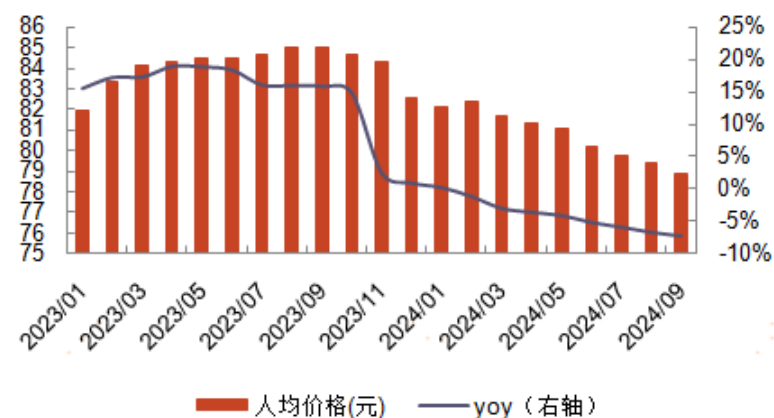


图6：餐饮行业客单价变化



资料来源：国家统计局，光大证券研究所（注：数据截至2024.9）

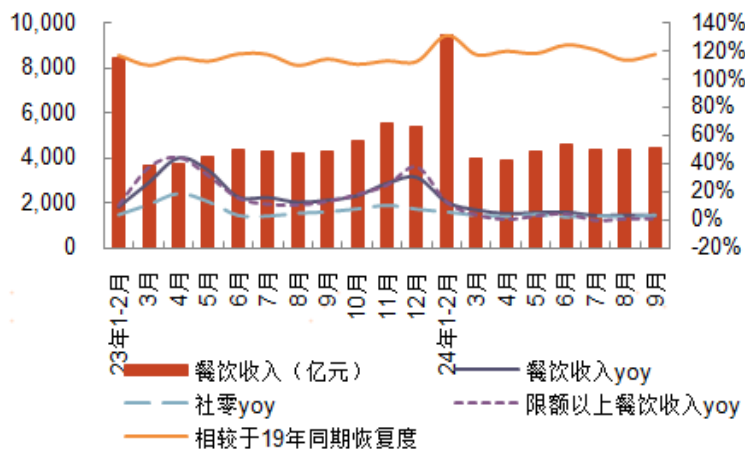
资料来源：国家统计局，光大证券研究所（注：数据截至2024.9）

资料来源：久谦咨询，光大证券研究所（注：数据截至2024.9）

# 1.1 餐饮：复苏缓慢，行业进入质价比时代

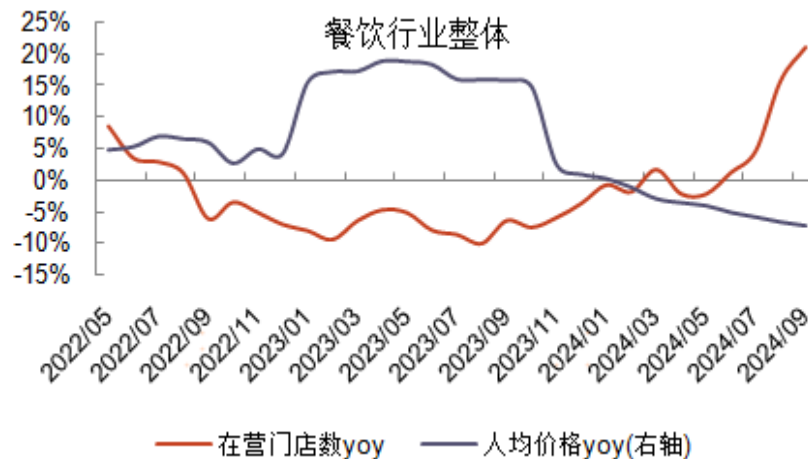
- 2023年餐饮行业整体收入增速快于社零增速，整体温和恢复。从统计局公布的餐饮行业收入看，23年基本恢复至疫情前水平，单月收入较2019年同期增长10%左右。2023年餐饮行业收入整体呈现上涨趋势，受基数影响，单月收入增速呈现两头高中间低的情况。
- 餐饮行业客单价持续承压。23年11月以来，餐饮行业门店数量同比降幅收窄，受需求疲软以及竞争加剧影响，人均价格承压，均价从23年10月的85元下降至24年9月的79元（单9月均价yoy-7%）。
- 经过疫情三年，餐饮市场份额向头部集中。疫情期间，限额以上餐饮企业抗风险能力及恢复能力更强，表现出更好的经营韧性，行业集中度提升，限额以上餐饮企业收入占比从2019年的20.2%提升至24年1-9月的28.0%。

图7：2023年至今餐饮行业收入及增速情况



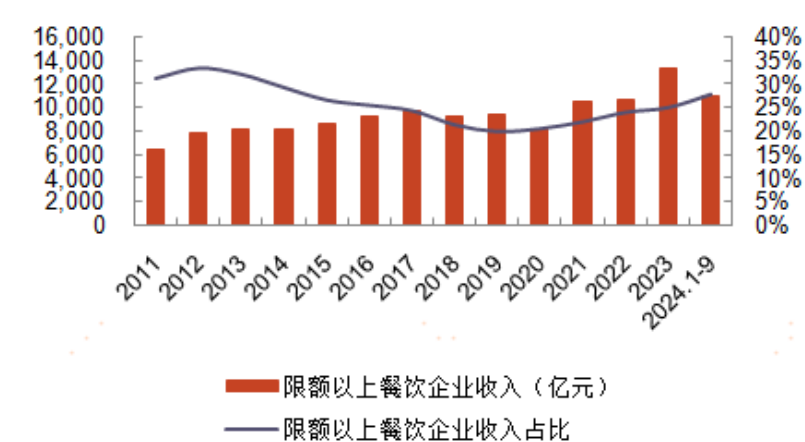
资料来源：国家统计局，光大证券研究所（注：数据截至2024.9）

图8：23年10月以来人均价格同比增速逐渐走低



资料来源：久谦咨询，光大证券研究所（注：数据截至2024.9）

图9：2020年以来限额以上企业份额提升



资料来源：国家统计局，光大证券研究所（注：数据截至2024.9）

# 1.1 餐饮：复苏缓慢，行业进入质价比时代

- 24年餐饮业收入出现城市间分化，一线城市承压。分城市看，一线城市如北京、上海、广州，24年1-8月住宿餐饮收入表现弱于行业平均，其中8月收入同比增速分别为-7.4%/-7.9%/-0.5%，其中北京、广州降幅收窄，上海降幅扩大。
- 分行业看：高客单价（人均100元以上）品类如西餐的客单价自23年11月起同比下滑明显；火锅等高标准化品类客单价自23年11月起同比下滑明显，一方面由于品牌主动降价，另一方面由于竞争加剧（品类门店数量连续同比提升）。

图10：2023年至今餐饮行业收入及增速情况

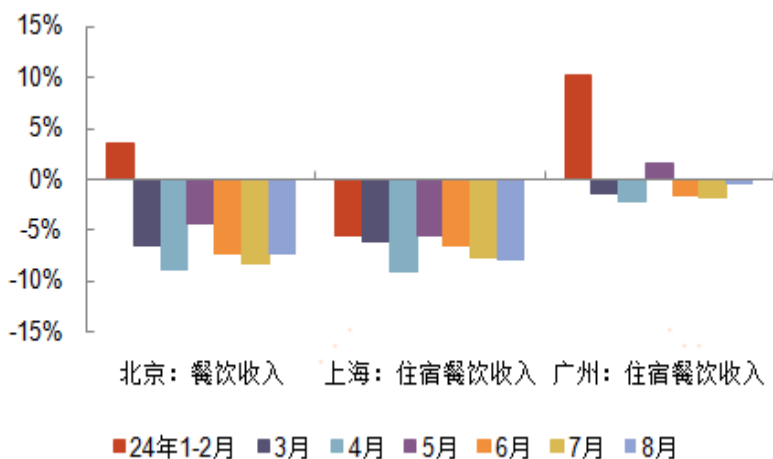


图11：西餐门店数及人均价格同比增速

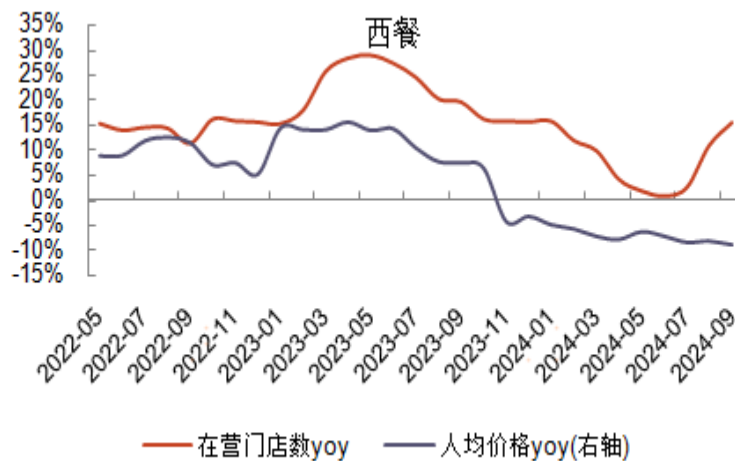
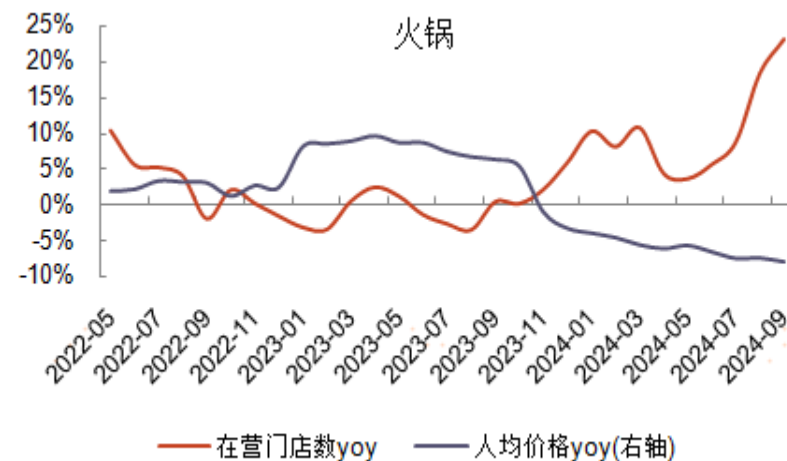


图12：火锅门店数及人均价格同比增速



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

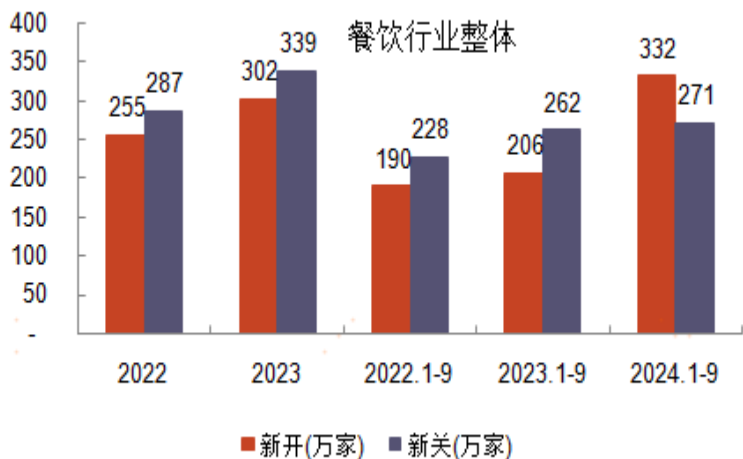
资料来源：久谦咨询，光大证券研究所（注：数据截至2024.9）

资料来源：久谦咨询，光大证券研究所（注：数据截至2024.9）

# 1.1 餐饮：复苏缓慢，行业进入质价比时代

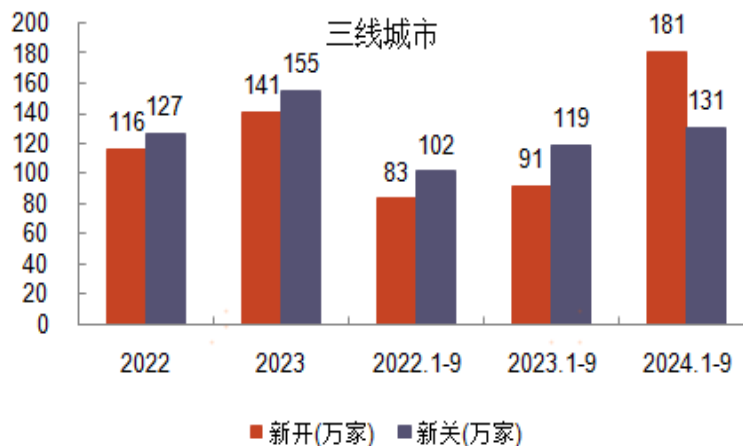
- 24年1-9月整体开店较22和23年同期有明显加速。
  - ✓ 分城市等级看：24年1-9月新开店主要集中在三线及以下城市。
  - ✓ 分行业看：24年1-9月高标准化品类如特色小吃开店较22和23年同期有明显提速。

图13：行业整体开店和关店



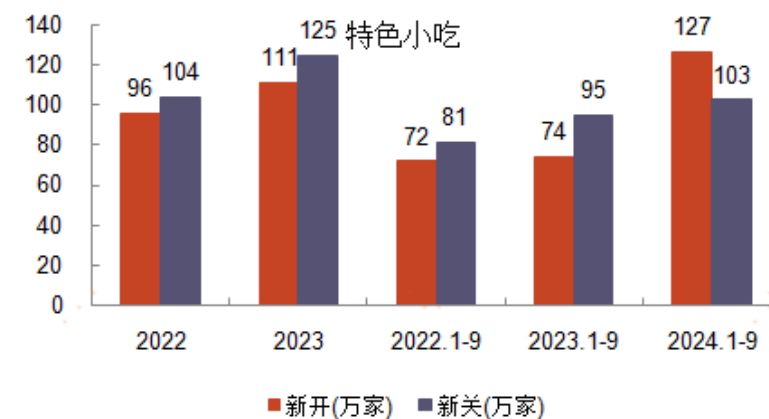
资料来源：久谦咨询，光大证券研究所

图14：三线及以下城市开店和关店



资料来源：久谦咨询，光大证券研究所

图15：特色小吃门店开店与闭店



资料来源：久谦咨询，光大证券研究所

## 1.2 餐饮：性价比、效率、加盟、出海，成为餐饮主要趋势

- 从细分行业看，低投资门槛、低客单价、标准化程度高的子行业的门店收入增长弹性更高；高客单价子行业受经济影响，门店收入下滑幅度更高。
- 从餐饮企业战略趋势看，疫情之后有几大变化趋势：
  - ✓ 趋势一：顺应消费趋势，更加注重性价比，促销力度加大。
  - ✓ 趋势二：降低经营杠杆，开放加盟。
  - ✓ 趋势三：提升效率，优化长期复制扩张能力。
  - ✓ 趋势四：餐饮出海，寻求需求增量。

## 1.2 餐饮：性价比、效率、加盟、出海，成为餐饮主要趋势

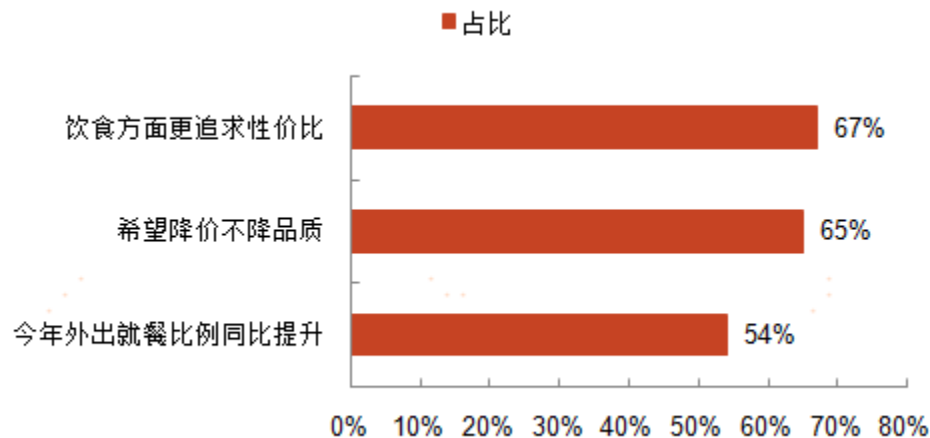
### ➤ 趋势一：顺应消费趋势，瞄准性价比。

从消费趋势来看，消费者更加注重性价比，希望降价的同时仍能享受不降级的品质。为满足当下消费者对性价比的追求，各餐饮品牌开始“卷”价格，通过低价渗透下沉市场，增加菜品丰富度，提高品质打造极致质价比来吸引消费者。举例来看：

截至2024年10月7日，塔斯汀已开出8125家门店。除了塔斯汀在产品上的创新以及对汉堡的细分品类定位，真正让它异军突起的还是价格（24年10月塔斯汀/肯德基客单价分别为18.75/33.54元）。

太二推出低价版黑鱼酸菜鱼，整体向高性价比方向调整；必胜客加大50元以下披萨SKU占比，并开出Pizza Hut Wow店型（餐品售价和萨莉亚相当）；肯德基等促销活动增加；喜茶、奈雪的茶相继宣布降价。

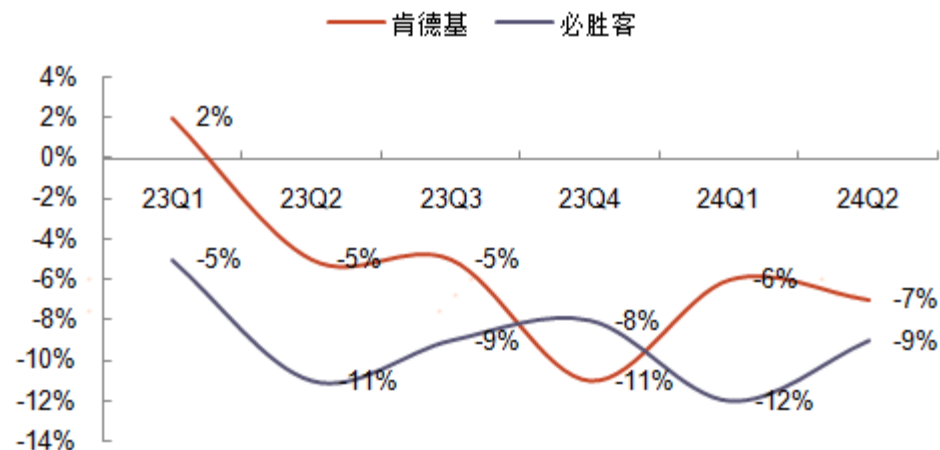
图16：消费者外出就餐观念调查结果



资料来源：雀巢专业餐饮x欧睿国际中式餐饮趋势调研，光大证券研究所

注：统计时间为23年11月

图17：肯德基&必胜客单季度客单价同比增速



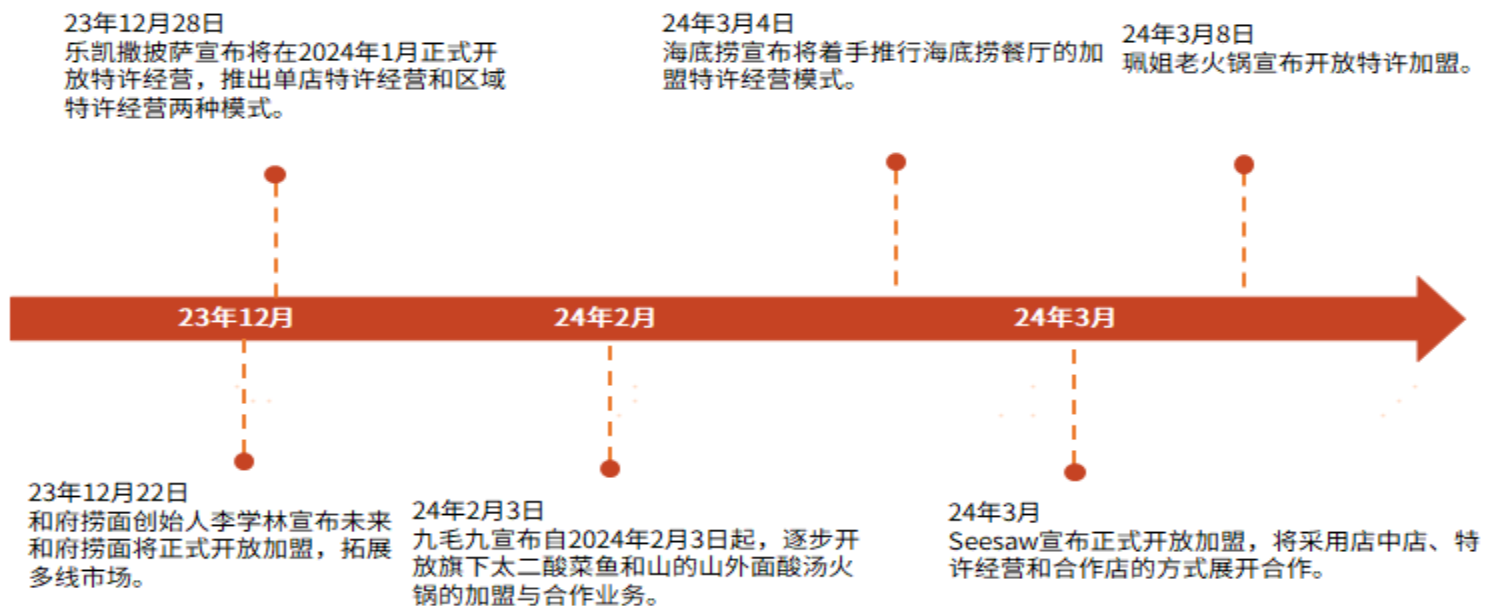
资料来源：百胜中国公司公告，光大证券研究所

## 1.2 餐饮：性价比、效率、加盟、出海，成为餐饮主要趋势

### ➤ 趋势二：降低经营杠杆，开放加盟。

与之前开放加盟为了扩张的目的不同，本轮直营餐饮企业开放加盟主要为了降低经营杠杆。以肯德基为例，我们观察到餐饮品牌经历了加盟——收归直营——开放加盟的过程，和上一轮开放加盟不同的是，彼时是需要借助加盟商的资源，加快扩张步伐、抢占市场；本轮开放加盟则是餐饮公司经历了疫情的冲击后，希望通过加盟来降低自身经营杠杆，以保持经营稳定性。

图18：23年底以来餐饮品牌陆续开放加盟





资料来源：各公司公告，各公司微信公众号，光大证券研究所

## 1.2 餐饮：性价比、效率、加盟、出海，成为餐饮主要趋势

- **趋势三：提升效率，优化长期复制扩张能力。** 疫后餐饮复苏软着陆，客单价拖累下同店恢复速度较缓，企业延续降本增效提升经营效率。
  - ✓ **门店模型小店化：** 餐饮行业门店模型逐渐趋向小店化，以降低开店成本，提升开店效率。百胜中国2023年卫星店/其他小店在新开门店中占比约2/3。喜茶自2022年底开放加盟后，探索出了面积更加灵活适合更广泛城市的全新店型，门店面积约为50-80平米。海底捞亦探索小店模型提升经济效益。
  - ✓ **兼职员工占比提升：** 《2022年中国连锁餐饮行业报告》显示，样本企业平均灵活用工比例从2020年的13.9%提升到了2021年的17.5%。百胜餐厅员工超过一半为兼职，未来还会继续提升其兼职员工的比例以提高整体经营弹性。
  - ✓ **提升数字化和供应链水平：** 数字化能力提升下，企业采取灵活排班提升人效；增加自动化工具，降低人员依赖和员工数量；供应链效率提升降低采购成本和耗材，提升整体毛利率水平。

图19：百胜中国小店模型更经济

	 整体	小店模型	 整体	卫星店模型
平均单店税前 现金回收期	~2年	~2年	~3年	~2年
现金投入 (百万元)	~1.8	~1.5	~1.4	~1.0
单店年收入 (百万元)	~4.5	~3.4	~3.5	~2.6
现金利润率	~19%	~21%	~13%	~16%

资料来源：百胜中国投资者日交流材料，光大证券研究所

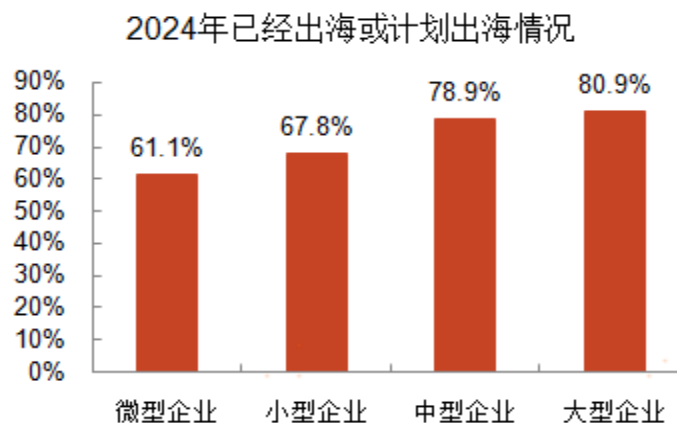
# 1.2 餐饮：性价比、效率、加盟、出海，成为餐饮主要趋势

- **趋势四：餐饮出海，寻求需求增量。**国内餐饮竞争愈发激烈，存量竞争之下除了进行渠道下沉，出海也愈发成为拓展品牌市场边界、获取新增量的重要机会。
  - ✓ **从出海企业规模看，**越大型的餐饮企业越倾向于出海。
  - ✓ **从出海品类看，**标准化程度高的火锅、兼具高标准化和低投资门槛的饮品仍为出海的主力；湘菜、浙菜品牌亦尝试出海。
  - ✓ **从出海目的地看，**作为全球华人汇聚区域，东南亚通常成为茶饮品牌出海的首站，正餐品牌通常选择欧美、日本、新加坡等发达国家或地区作为首站。

表1：中国餐饮品牌首次出海时间及地点不完全统计

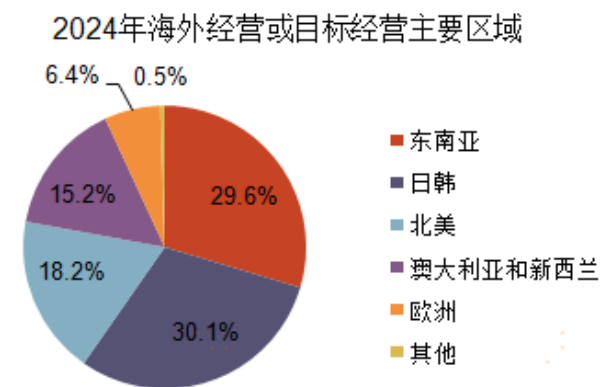
品类	品牌	首次出海年份	海外首店国家	品类	品牌	首次出海年份	海外首店国家	
茶饮及咖啡	快乐柠檬	2010	菲律宾	火锅	小肥羊	2003	美国	
	Coco都可	2011	美国		德庄	2011	加拿大	
	蜜雪冰城	2018	越南		海底捞	2012	新加坡	
	喜茶	2018	新加坡		小龙坎	2017	新西兰	
	奈雪的茶	2018	新加坡		大龙燚	2017	新西兰	
	霸王茶姬	2019	马来西亚		蜀大侠	2018	日本	
	库迪咖啡	2021	韩国		湊湊	2022	新加坡	
	瑞幸咖啡	2023	新加坡		朱光玉	2024	美国	
	甜啦啦	2023	印尼		狗不理	2014	澳大利亚	
	传统正餐	云海肴	2019		新加坡	小吃	沙县小吃	2017
太二		2021	新加坡	酒吧	胡桃里		2017	澳大利亚
新荣记		2024	日本		海伦司		2023	新加坡
外婆家		2024	美国					

图20：大型餐饮企业更倾向于出海



资料来源：艾媒咨询，光大证券研究所  
 注：样本来自草莓派数据调查与计算系统，调研时间为24年3月；微型企业（员工数<20人或营业收入<300万元），小型企业（员工人数≤X<300人或营业收入300≤Y<2000万元），中型企业（员工人数300≤X<1000人或营业收入2000万元≤Y<4亿元），大型企业（员工人数X≥1000人或营业收入Y≥4亿元）

图21：餐饮企业主要向亚洲国家出海



资料来源：艾媒咨询，光大证券研究所

资料来源：各公司官网，各公司官方公众号，光大证券研究所  
 （注：品牌的品类根据主要菜品类型划分）  
 请务必参阅正文之后的重要声明

## 2.1 教育：需求刚性，家庭付费意愿高

- 对于教培行业来说，**行业规模=参培率↑\*K12学生人数↓\*客单价↑**，竞争加剧促使参培率逐渐提升，一定程度上抵销了出生人口下滑带来的影响，家长对教育支出的低敏感性推动行业稳定增长。
- ✓ **参培率**：我们根据弗若斯特沙利文测算的2017-2021年小、初、高参培人数，以及教育部公布的在校生人数，可以计算出2017-2021年整体参培率分别为30.5%/30.6%/31.5%/32.4%/33.4%，其中2021年高中/小初参培率分别为60.7%/28.9%。考虑到“双减”政策对高中阶段仍有影响，我们估计2022年高中参培率降至40%，假设2023-2026年逐年递增2pct。考虑到“双减”后线下义务教育阶段教培机构数量缩减96%，我们估计参培率也有类似下降幅度，再考虑到仍有部分“小黑班”的存在，我们估计2022年小初课外培训参培率为5.8%，假设2023-2025年参培率提升加速，分别为7.3%/9.8%/12.8%，预计2026年小初参培率增速恢复至与高中阶段的2pct一致，参培率预计为14.8%。
- ✓ **在校生数**：按照历史出生人口等数据对于未来各阶段适龄人口规模，以及2022年各阶段毛入学率计算得出2023-2026年在校生人数，预计在校生人数于2026年有较明显下滑。
- ✓ **客单价**：参考2017-2021年客单价变化，我们预计2022-2026年客单价增速维持在6%。
- ✓ **市场规模**：经测算，我们预计2022-2026年全国小初高校外培训市场规模分别为2197/2681/3400/4274/4955亿元，对应增速分别为-65%/+22%/+27%/+26%/+16%。

表2：全国小初高教培行业市场规模测算

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
小初高在校生人数 (万人)	16911	17367	17802	18133	18403	18567	18728	18648	18521	18090
高中在校生人数 (万人)	2375	2375	2414	2494	2605	2714	2709	2726	2715	2713
小初在校生人数 (万人)	14536	14992	15388	15639	15798	15853	16019	15922	15806	15378
总参培率 (%)	30.5%	30.6%	31.5%	32.4%	33.4%	10.8%	12.2%	14.7%	17.6%	19.7%
高中课外培训参培率	56.4%	57.7%	59.7%	59.7%	60.7%	40%	42%	44%	46%	48%
小初课外培训参培率	26.2%	26.3%	27.0%	28.0%	28.9%	5.8%	7.3%	9.8%	12.8%	14.8%
参培人数 (百万人)	51.5	53.1	56	58.7	61.4	20.0	23.0	27.6	32.7	35.7
客单价 (元)	8120	8583	9197	9784	10360	10982	11641	12339	13080	13865
yoy		6%	7%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
高中课外培训市场规模 (亿元)	1088	1176	1324	1458	1637	1192	1324	1480	1634	1805
小初课外培训市场规模 (亿元)	3094	3382	3826	4286	4724	1005	1356	1920	2641	3150
小初高校外培训市场规模 (亿元)	<b>4182</b>	<b>4558</b>	<b>5150</b>	<b>5743</b>	<b>6361</b>	<b>2197</b>	<b>2681</b>	<b>3400</b>	<b>4274</b>	<b>4955</b>
yoy		9%	13%	12%	11%	-65%	22%	27%	26%	16%

资料来源：思考乐招股说明书，弗若斯特沙利文，教育部，光大证券研究所

## 2.2 教育：政策属性强，行业逐步规范

- 2024年2月出台《校外培训管理条例（征求意见稿）》，对原有“双减”政策进行了深化，对高中阶段未提及。政策对教育培训机构实施了严格的规范和限制措施，严禁以商业化的方式运作，同时禁止资本投资于学科教育领域。这些措施打击了主要业务为学科类培训的机构，目的在于促进教育的回归本质。

表3：“双减”政策和征求意见稿对比

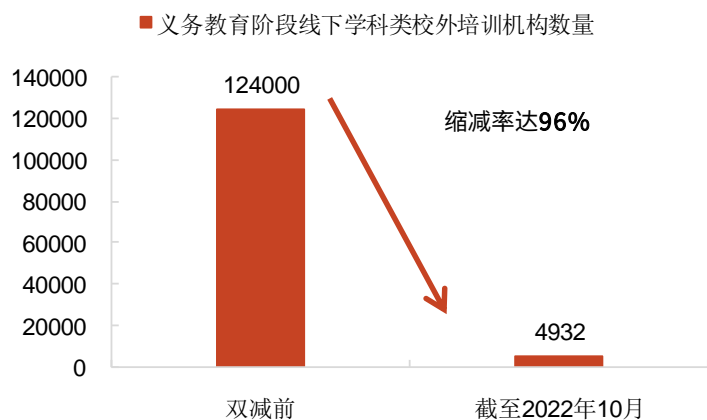
比较维度	“双减”政策	征求意见稿	主要变化
校外培训的定义	未作明确定义。	指学校教育体系外，面向社会开展的，以中小学生和3至6岁学龄前儿童为对象，以提高学业水平或者培养兴趣特长等为主要目的，有组织或系统性的教育培训活动。校外培训贯彻国家的教育方针，落实立德树人根本任务，遵循公益性原则，促进素质教育的实施，成为学校教育的有益补充。	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 明确校外培训的定义。</li> <li>➢ 明确非学科校外培训在学校教育中的有益地位。</li> </ul>
审批情况	各地不再审批新的面向义务教育阶段学生的学科类校外培训机构，现有学科类培训机构统一登记为非营利性机构。对非学科类培训机构，各地要区分体育、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。	校外培训按照学科类和非学科类实行分类管理。校外培训办学许可由县级以上人民政府教育行政部门审批。利用互联网技术在线开展校外培训活动的，由省级人民政府教育行政部门审批。非学科类校外培训办学许可，在向教育行政部门申请许可前，应当报同级行业主管部门审核同意。	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 明确审批主体，对线上培训审批主体作出特别规定。</li> <li>➢ 对非学科类培训删掉了“严格”审批的字样。</li> </ul>
课后服务	课后服务不能满足部分学生发展兴趣特长等特殊需要的，可适当引进非学科类校外培训机构参与课后服务。	县级以上地方人民政府应当完善经费保障机制，通过多种方式，引入质量好、信用好的非学科类校外培训机构参与学校课后服务。	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 对非学科类校外培训机构参与学校课后服务更加积极。</li> </ul>
培训时间	校外培训机构不得占用国家法定节假日、休息日及寒暑假组织学科类培训。线上培训每课时不超过30分钟，课程间隔不少于10分钟，培训结束时间不晚于21点。	校外培训应当安排在培训所在地中小学教学时间之外的时间，不得占用国家法定节假日、休息日及寒暑假组织义务教育阶段学科类培训。省级人民政府教育行政部门可以会同行业主管部门对培训时长、时段等作出具体规定。	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 规定范围收窄至“义务教育阶段学科类培训”，非学科类和高中阶段学科类未在规定范围内。</li> <li>➢ 各省份可以自行规定培训时长、时段。</li> </ul>
课程价格	将义务教育阶段学科类校外培训收费纳入政府指导价管理。根据市场需求、培训成本等因素确定培训机构收费项目和标准，向社会公示、接受监督。	面向义务教育阶段学生实施的学科类校外培训，应当依法实行政府指导价管理，由省级人民政府制定收费管理办法。其他校外培训的收费价格，应当报审批机关备案。	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 进一步明确监管主体。</li> <li>➢ 非义务教育阶段学科类校外培训收费价格需备案。</li> </ul>
融资和收费用途	培训机构融资及收费应主要用于培训业务经营。	校外培训机构融资及收取的费用，应当主要用于培训业务活动、改善培训条件和保障员工待遇。	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 融资和收费用途适当放宽，员工待遇得以保障。</li> </ul>

资料来源：教育部，光大证券研究所

## 2.3 教育：竞争格局改善

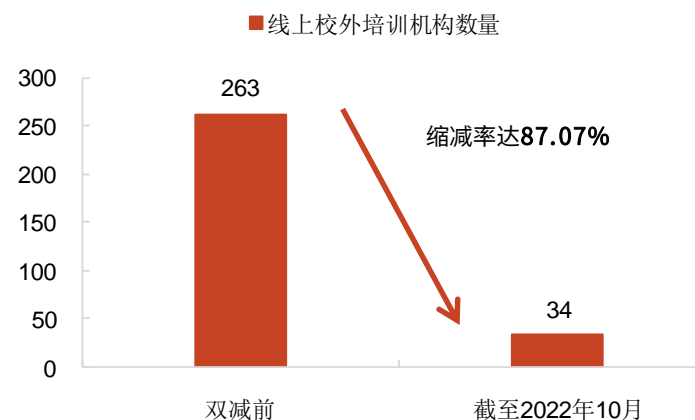
- ▶ 行业大幅出清，竞争格局优化利好龙头。“双减”政策落地后，大量中小教培机构因无法满足进入门槛、经营合规和资金管控等更高要求逐步被市场淘汰。而头部企业具备强大品牌信誉和资源支持，并积极转型培育新增长点，优势显著，市场集中度进一步提高。根据教育部部长怀进鹏2022年10月28日在第十三届全国人民代表大会常务委员会第三十七次会议上所作的报告，“不再审批新的学科类培训机构，2021年底前实现‘营转非’、‘备改审’完成率100%”。截至2022年10月，原12.4万个义务教育阶段线下学科类校外培训机构压减到4932个，压减率为96%，原263个线上校外培训机构压减到34个，压减率为87.07%。

图22：“双减”后义务教育阶段线下学科类校外培训机构数量变化



资料来源：中国人大网，光大证券研究所；单位：家

图23：“双减”后义务教育阶段线上学科类校外培训机构数量变化



资料来源：中国人大网，光大证券研究所；单位：家

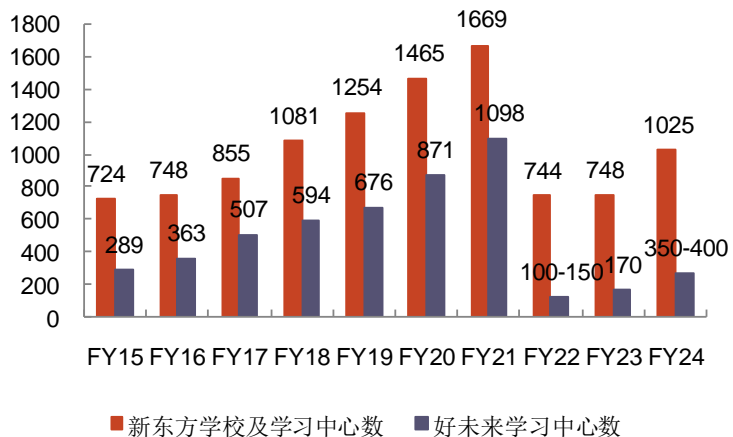
## 2.4 教育：“双减”致网点数大幅收缩，23年重启扩张

根据业务区域布局的不同，教育培训头部机构可以分为全国性龙头、区域性龙头、区域性大型机构。考虑到目前申请新区域的教育培训牌照仍有难度，牌照壁垒下全国性龙头优势进一步巩固。

“双减”政策实施后，全国性龙头新东方、好未来、学大教育均大幅缩减学习中心数量，但仍实行全国化布局。

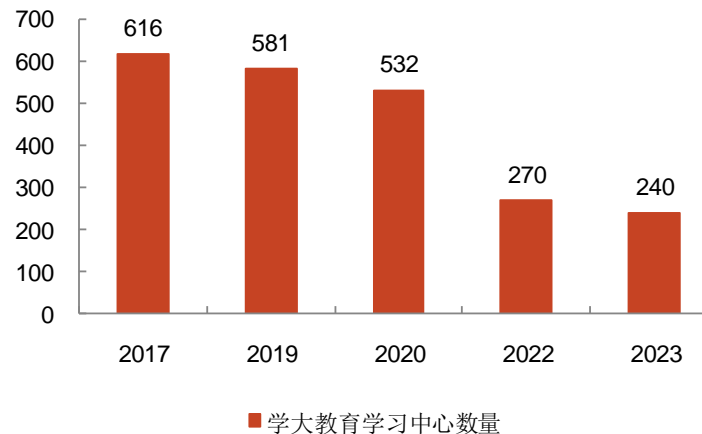
- 新东方：覆盖城市数从FY2021的108个缩减至FY2022年的98个，覆盖城市数量收缩不明显，主要缩减单个城市学习中心数量；其中北京收缩最明显，从FY2021的126所学校及学习中心缩减至FY2022的26所学校及学习中心。
- 好未来：学习中心数量收缩最明显，从FY2021的1098个缩减至FY2022的100-150个。
- 学大教育：学习中心数量从2020年的532个缩减至2022年的270个，区域覆盖上仍为覆盖主要一、二线城市，并辐射三、四线城市，截至2023年仍覆盖100余城市。

图24：新东方及好未来FY2015-FY2024学校及学习中心数量（个）



资料来源：新东方公司公告，好未来公司公告，光大证券研究所  
注：新东方以每年5月31日划分财年，好未来以每年2月28日(或29日)划分财年

图25：学大教育学习中心数量（个）



资料来源：学大教育公司公告，光大证券研究所  
注：学大教育以每年12月31日划分财年

## 2.4 教育：“双减”致网点数大幅收缩，23年重启扩张

华南区域龙头聚焦华南优势地区。自“双减”以来，华南区域龙头卓越教育关停了部分校区，剩下的校区转为素质教育成长中心，学习中心数量从2020年的268个逐步下降；区域上，卓越教育也逐步关停或出售了广东省外如南宁、武汉、北京等校区，业务聚焦于大湾区，省内以广州大本营为主，24年之后将以深圳和佛山为重点拓展市场。

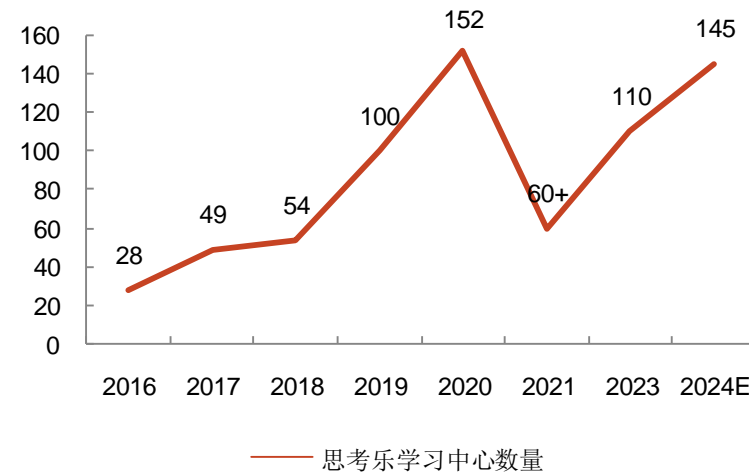
思考乐作为华南区域的领先机构，21年关停大量校区，主要聚焦强势的华南区域，到23年底校区数量较21年底有所回升。

图26：卓越教育学习中心数量（个）



资料来源：卓越教育公司公告，光大证券研究所  
注：2021年起公司未披露学习中心数量

图27：思考乐学习中心数量（个）



资料来源：思考乐公司公告，光大证券研究所  
注：思考乐以每年12月31日划分财年，2024年末数据为思考乐公司规划数

## 2.5 教育：关注新课改落地

- 新世纪以来，我国经历了三次重大教育改革，平均约10年改革一次。2001年版的新课程标准注重的是“双基”，即基础知识和基本技能，以“育分”为主；2011年版的新课程标准由“双基”到“四基”，由原来注重培养学生的“分析问题、解决问题”能力转变为培养学生“发现问题、提出问题、分析问题、解决问题”的能力，以“育能”为主；2022年版的新课程标准由“育分”“育能”向“育人”转换，提出了更高要求。
- 2022年教育部发布了《教育部关于印发义务教育课程方案和课程标准（2022年版）的通知》，对教育目标、教育内容和教学方式提出了新要求。根据教育部通知，2024年教材将迎来全面改版，2024年9月，小学、初中所有科目的教材全面改革。
- ✓ 2024年秋季的教材更换情况如下：1) 小学一年级：语文、英语、科学使用新版教材。2) 小学三年级：英语使用新版教材。3) 初中一年级：所有学科（可能包括五四制的六七年级）使用新版教材。4) 初中八年级：物理使用新版教材。5) 初中九年级：化学使用新版教材。
- ✓ 2025年秋季：更换八年级、九年级物理、小学二三年级的相关科目。
- ✓ 2026年秋季：更换九年级、小学四五年级的相关科目。用三年时间，使新教材覆盖所有年级。

## 2.5 教育：关注新课改落地

- 新课改对学生阅读广度、深度，知识灵活运用以及跨学科学习能力有了更高的要求。例如，小学语文阅读的种类与数量大幅度增加，考查面更广泛，要求整本阅读名著；小学数学主观题的发挥空间会越来越大，题目更加灵活，而且强调真实背景下的考查方式；小学英语词汇数量增多、难度提升，更贴近原版教材，听力、口试考试比重提升。
- 当前K12校外辅导机构的素养课程能较好地满足新课标要求，随着新课标的落地，后续校外培训参培率有望提升。

表4：新课标变化

变化方面	内容
新目标	从对“分数”、“能力”的查考转为培育“全面发展的人”。
新教材	所有教材围绕培育核心素养改革，今年秋季义务教育阶段起始年级改为新版本；到2026年秋季，1-9年级所有学科教材更换为新版本。
新题型	基础知识考察更深入，考查对原理、方法、技能的深入理解和综合运用；新增综合性考查，要求具备完整、体系化的知识结构，能够做到对知识本身的融会贯通。
新能力	强调阅读、思辨和表达能力。

资料来源：教育部，小猿智能设备公众号，光大证券研究所

# 3.1 旅游大盘：出游景气度延续，旅游人次与收入逐渐恢复

- 疫情期间国内旅游市场低迷，2020/2021/2022年国内旅游人次分别为2019年同期的48%/54%/42%；国内旅游收入分别为2019年的39%/51%/36%。随着2023年疫情管控措施优化，国内旅游人次和国内旅游收入快速恢复，分别恢复至2019年的81%/86%。
- 根据文旅部，2024上半年国内出游人次27.25亿，同比增长14.3%；国内游客出游总花费2.73万亿元，同比增长19.0%。分季度看，一季度国内出游人次14.19亿，同比增长16.7%；二季度国内出游人次13.06亿，同比增长11.8%。

图28：2019-2024Q2国内游客人次及较2019年的恢复率

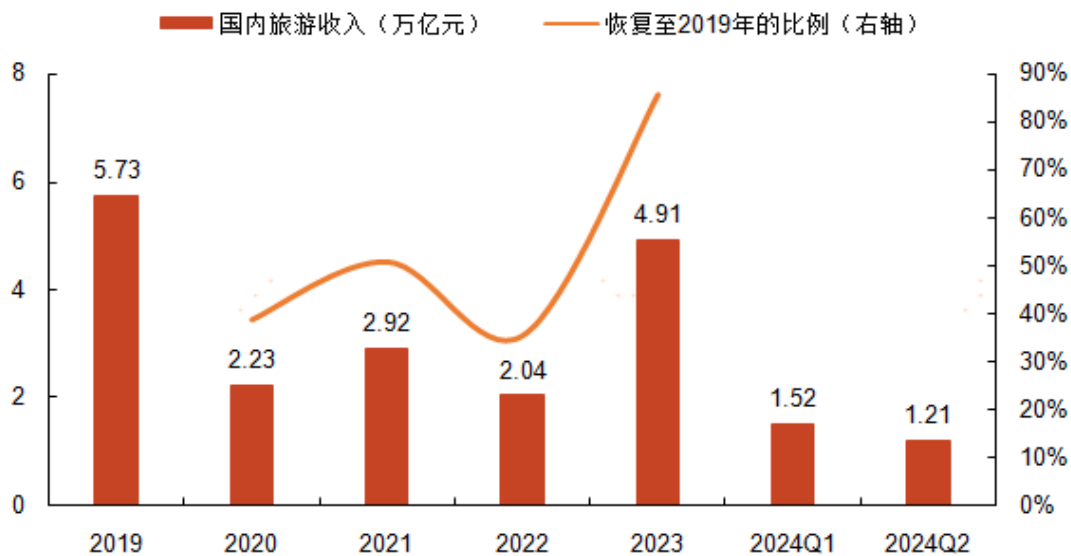
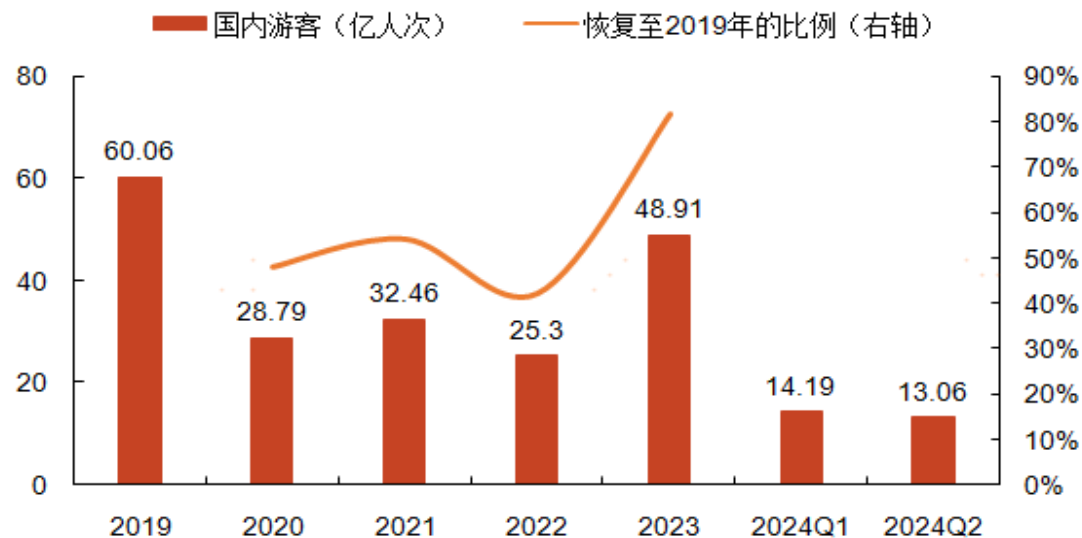


图29：2019-2024Q2国内旅游收入及较2019年的恢复率



资料来源：QuestMobile，文旅部，光大证券研究所

资料来源：QuestMobile，文旅部，光大证券研究所

## 3.2 旅游大盘：下沉市场居民出游热情旺盛，消费力较强

- 疫情管控措施优化后，下沉市场用户展现出较强的活力。根据同程平台：24年国庆出境长线游的客源地开始由一线城市向非一线城市转移，众多低线城市和县城居民将欧洲、中东、非洲等目的地作为假期旅行首选。在出境长线游消费者中，三线及以下城市居民占比超过40%，相关产品预订热度增长超200%。
- 2024年上半年，城镇居民国内出游人次20.87亿，同比增长12.3%；出游花费2.31万亿元，同比增长16.8%。农村居民国内出游人次6.38亿，同比增长21.5%；出游花费0.42万亿元，同比增长32.6%。农村居民虽然整体出游人次和花费的金额仍然较低，但是增速较快，体现旺盛出游热情。

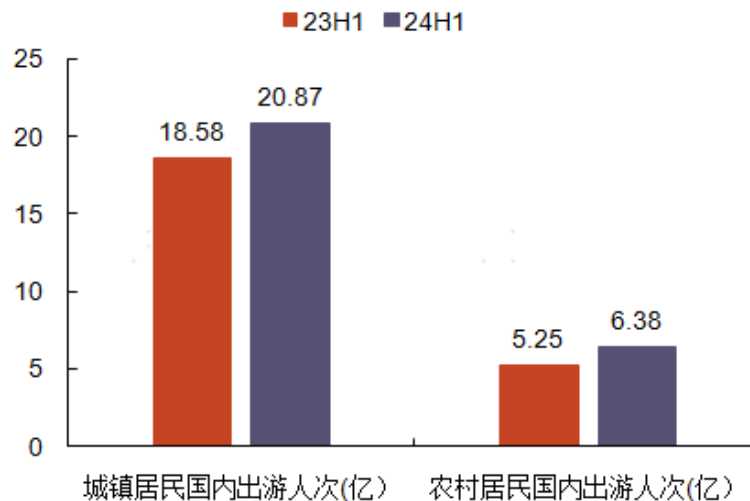
图30：24年十一假期同程平台出境机票热门出发地涨幅榜



资料来源：同程旅行公众号，光大证券研究所

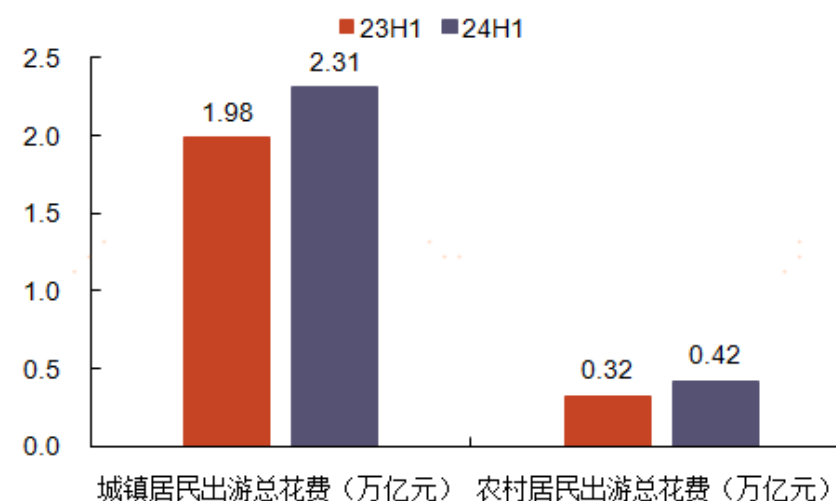
请务必参阅正文之后的重要声明

图31：2023H1/2024H1国内城镇居民和农村居民出游人次



资料来源：文旅部，光大证券研究所

图32：2023H1/2024H1国内城镇居民和农村居民出游花费

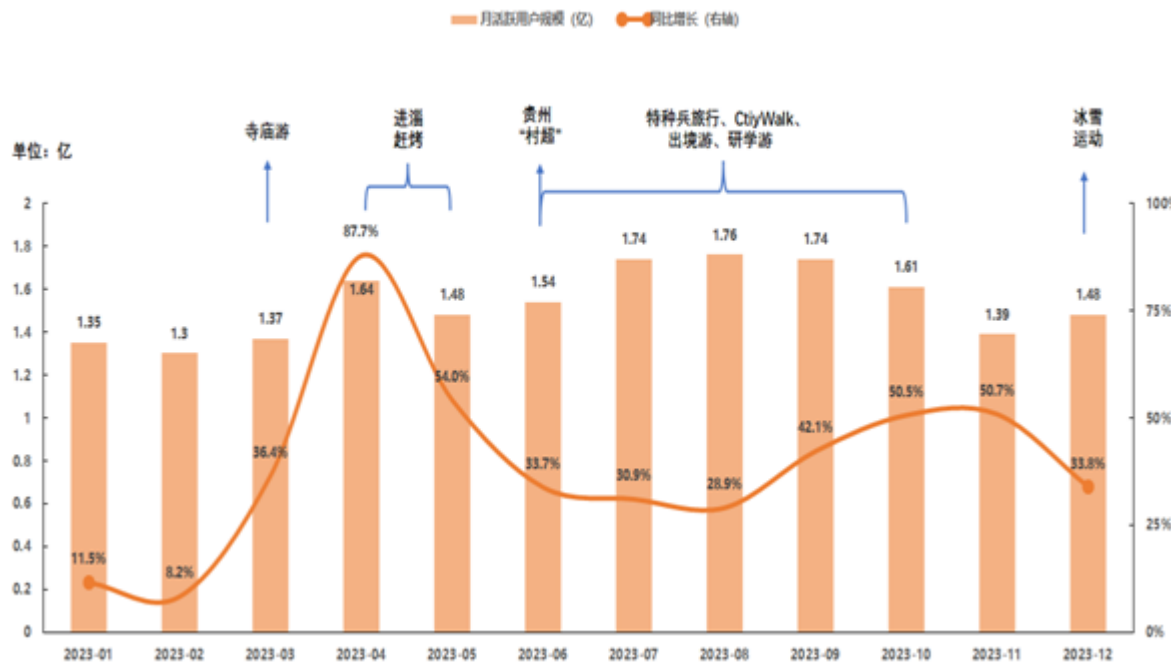


资料来源：文旅部，光大证券研究所

# 3.3 旅游大盘：国内旅游目的地分散化、下沉化趋势明显

- 2023年呈现旅游热点切换节奏较快的特点，例如2023年4-5月，淄博烧烤热度较高，2023年6月，旅游热点即切换至贵州村超。以2个月为周期看，2023年每个周期均具有不同的文旅消费热词，体现出消费者的旅游需求向碎片化、个性化演进的趋势。
- 2024年，下沉市场旅游热度仍然较高。根据携程，24年十一假期乡村游订单同比增长超60%，县域游订单同比增长20%，县城大部分游客来自一、二线城市。网红目的地的热度持续，天水、淄博、阿勒泰等网红城市的热度均保持10%以上的增长。

图33：2023年旅游服务APP行业月活跃用户规模趋势



资料来源：QuestMobile，光大证券研究所；注：标注的各月热点事件为该事件热点时刻，部分事件后续仍在延续。

图34：2023年文旅消费热词



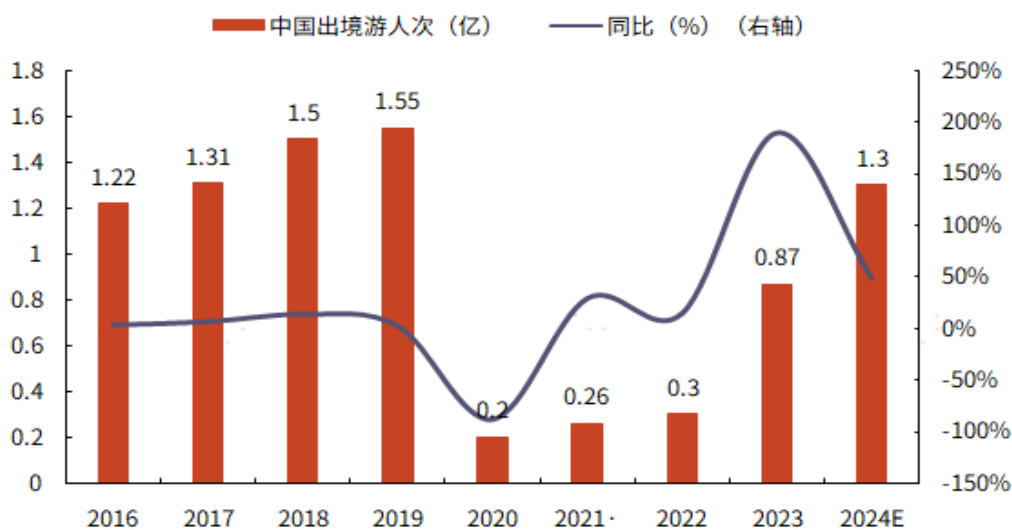
资料来源：途牛，光大证券研究所

### 3.4 旅游大盘：出境游恢复迅速，24年出境游人次有望达1.3亿



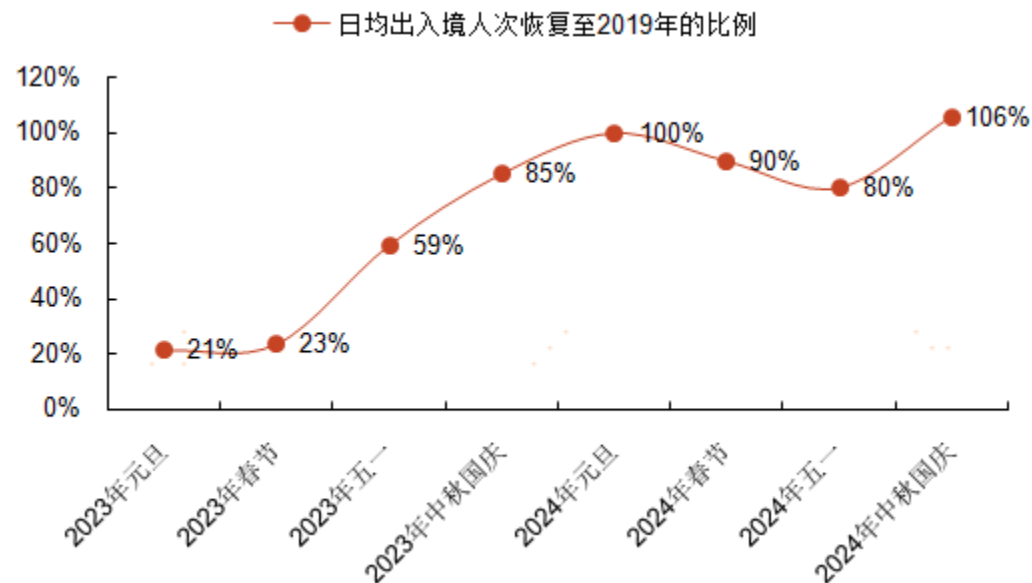
- 2023年文旅部分三次有序开放出境跟团游的目的地，2023年2月首批开放20个国家；2023年3月新增开放40个国家；2023年8月再次新增开放78个国家和地区。在一定程度上，使得2023年元旦、春节、五一的日均出入境人次恢复相对较慢。另外23年国际航班供给有限，票价较高。
- 2024上半年中国民航国际客运航班日均为1468班次，同比2023年增长179.3%，恢复至2019年的70.5%。
- 根据中国旅游研究院的预测，2024年中国出境游人次有望达到1.3亿，恢复至2019年的84%。2023年中国出境游人次达到0.87亿，恢复至2019年的56%。

图35：2016-2024E中国出境游人次（亿）



资料来源：中国旅游研究院，光大证券研究所。24年数据为中国旅游研究院预测

图36：2023年至今主要节日的日均出入境人次恢复度

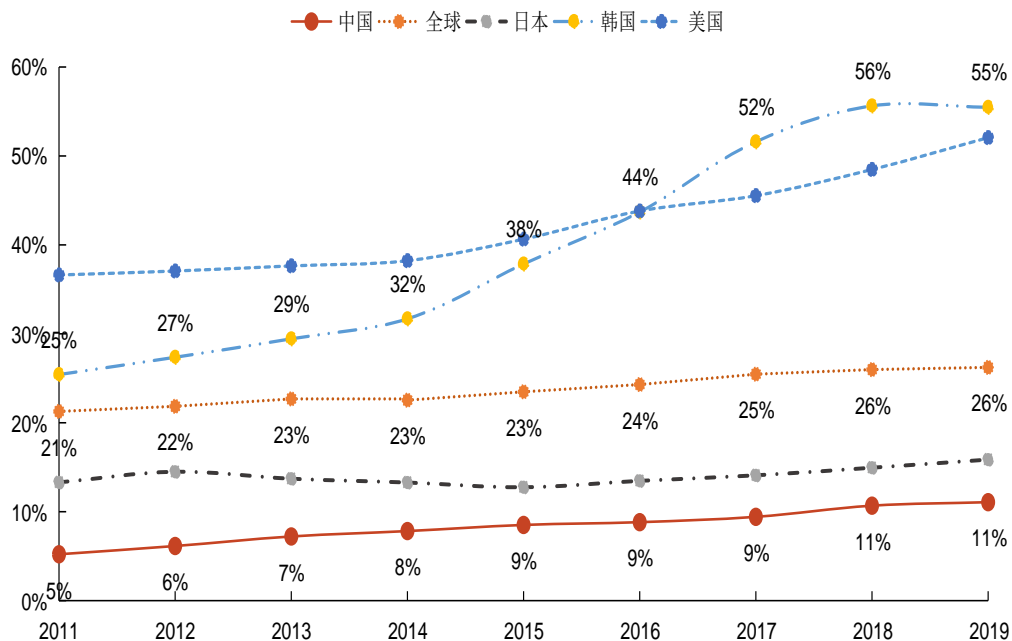


资料来源：国家移民管理局，光大证券研究所

# 3.5 旅游大盘：出境游渗透率尚有较大提升空间

- 中国出境游渗透率相比发达国家仍有较大提升空间。疫情前中国居民出境游渗透率稳步提升，从2011年的5.2%提升至2019年的11.1%。但横向对比来看，2019年中国居民出境游渗透率仍低于全球平均水平（26.2%），远低于美国（52.1%）、韩国（55.5%），与日本（15.9%）也有一定差距。
- 从中国因私护照持有人比例来看，2023年估计中国持有护照人数不到总人口的10%，我国尚有90%的人口没有进入出境旅游市场，仍然具备充足的“人口红利”。

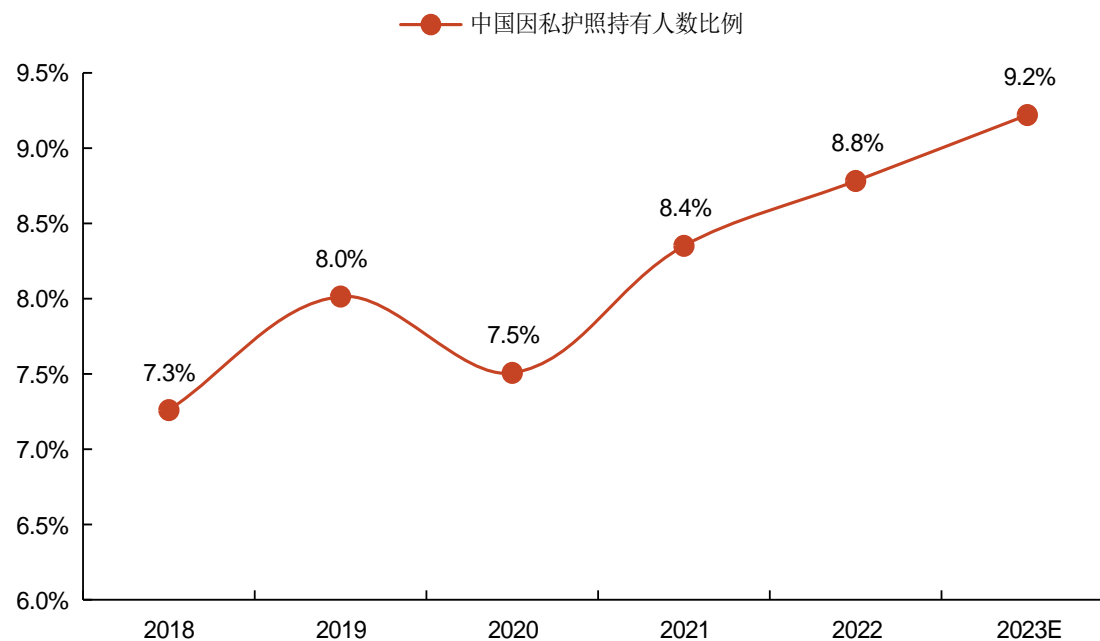
图37：中国出境游渗透率相比发达国家及全球均有较大提升空间



资料来源：世界银行，光大证券研究所；注：渗透率=出境人数/总人口数

请务必参阅正文之后的重要声明

图38：2018-2023E中国因私护照持有人比例



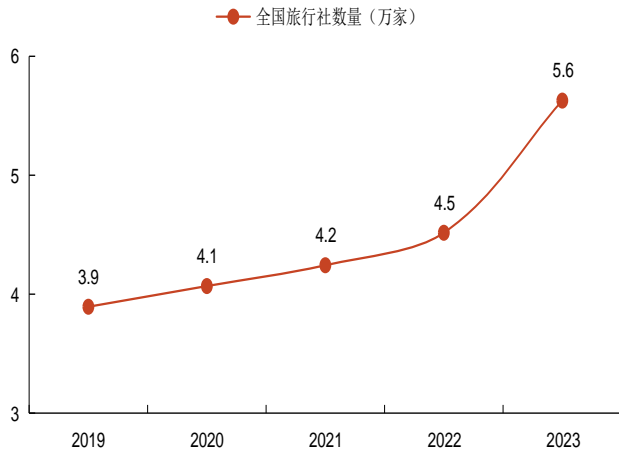
资料来源：中国公安部统计及预测，光大证券研究所；注：比例=因私护照持有人数/总人口数

# 3.6 旅游大盘：疫情加速行业出清，促使行业竞争格局集中



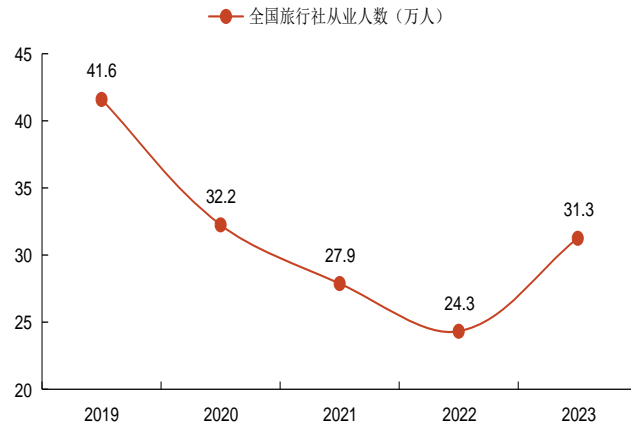
- 线下旅行社来看，疫情期间中小参与者入局增多，但腰部及以上企业受损严重，行业供给能力实际大幅降低。疫情期间旅行社数量不降反增，我们认为主要系：1) 疫情期间大量旅行社暂停营业，但并未及时申请注销资格牌照；2) 露营、自驾游等旅游新业态兴起，吸引了新的入局者；3) 部分教育培训机构、自驾车俱乐部等转型开展旅行社业务。实际上，行业低门槛、竞争格局分散背景下，线上或中小参与者的进入和退出成本更低、更灵活，疫情期间腰部及以上玩家受损严重，行业供给能力实际大幅降低。
- 线上OTA平台来看，2019H1-2021年，中国在线旅游市场CR5从91.7%提升至92.9%。2021年，中国在线旅游市场市占率排名前三的头部OTA平台为携程、美团与同程旅行，市场份额分别为36.3%、20.6%、14.8%。

图39：2019-2023年全国旅行社数量



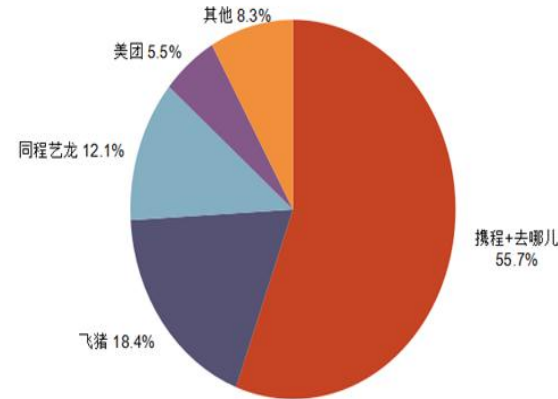
资料来源：文旅部，光大证券研究所

图40：2019-2023年全国旅行社从业人数



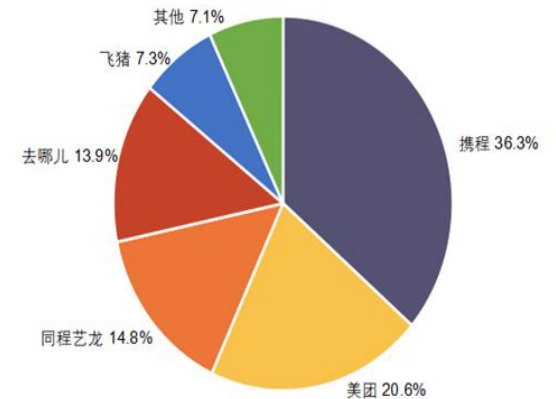
资料来源：文旅部，光大证券研究所

图41：2019H1中国在线旅游市场竞争格局 (GMV口径)



资料来源：Fastdata，光大证券研究所

图42：2021年中国在线旅游市场竞争格局 (GMV口径)



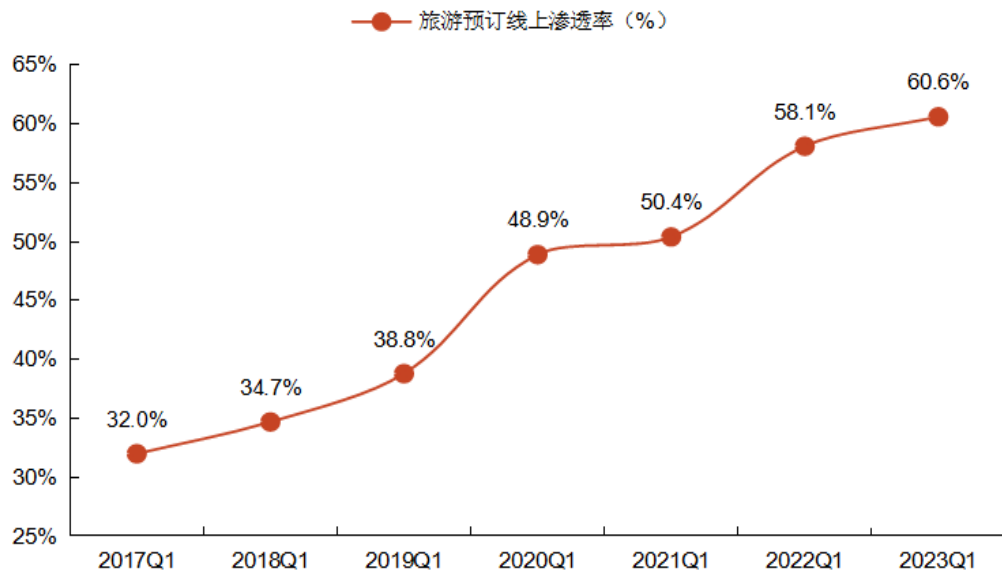
资料来源：Fastdata，光大证券研究所

# 4.1 OTA：用户习惯逐渐养成，在线旅游市场规模达万亿元



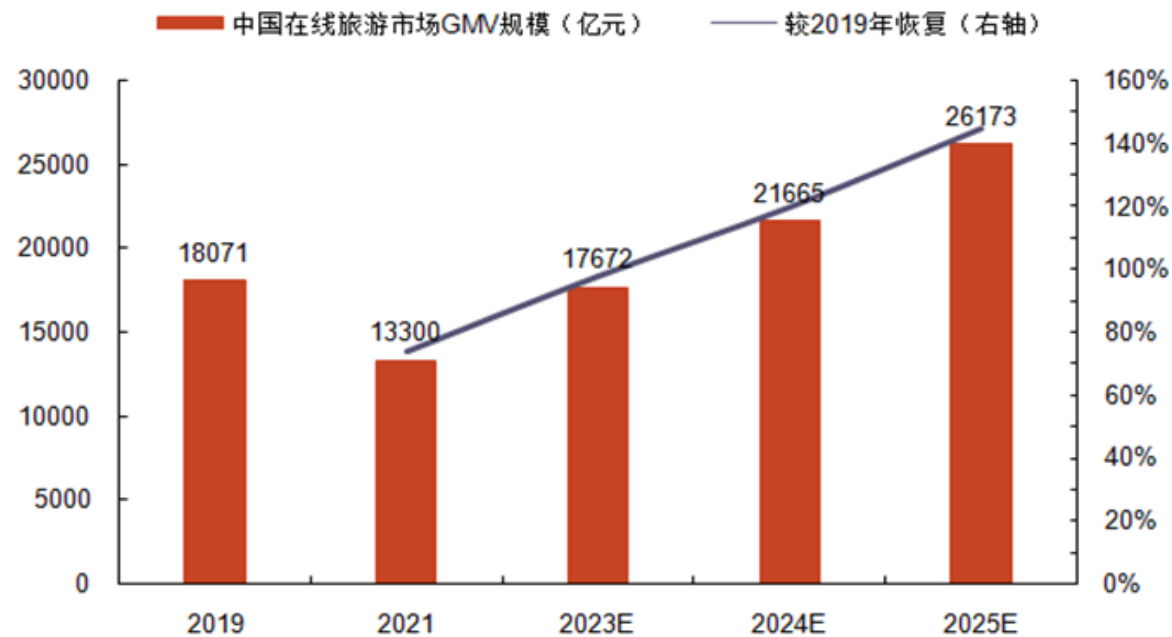
- 从游客的消费习惯来看，中国游客已逐步培养起通过网络预订机票、酒店的消费行为。根据Fastdata，在线旅行预订GMV占中国国内旅游收入的份额在不断上升。2017Q1-2023Q1，旅游预订的线上渗透率从32.0%提升至60.6%。
- 根据嘉世咨询《2024在线旅游行业简析报告》，2021/2023年中国在线旅游市场GMV规模逐步恢复至2019年的74%/98%；市场交易规模有望从2019年的1.8万亿元增至2025年的2.6万亿元。

图43：2017Q1-2023Q1中国旅游预订线上渗透率



资料来源：Fastdata《2023年中国旅游业复苏趋势报告》，光大证券研究所；  
注：1) 在线旅游交易额统计按照订单提交口径统计，不考虑退改签等情况；  
2) 旅游预订线上渗透率=在线预订GMV/国内旅游收入

图44：中国在线旅游市场GMV规模

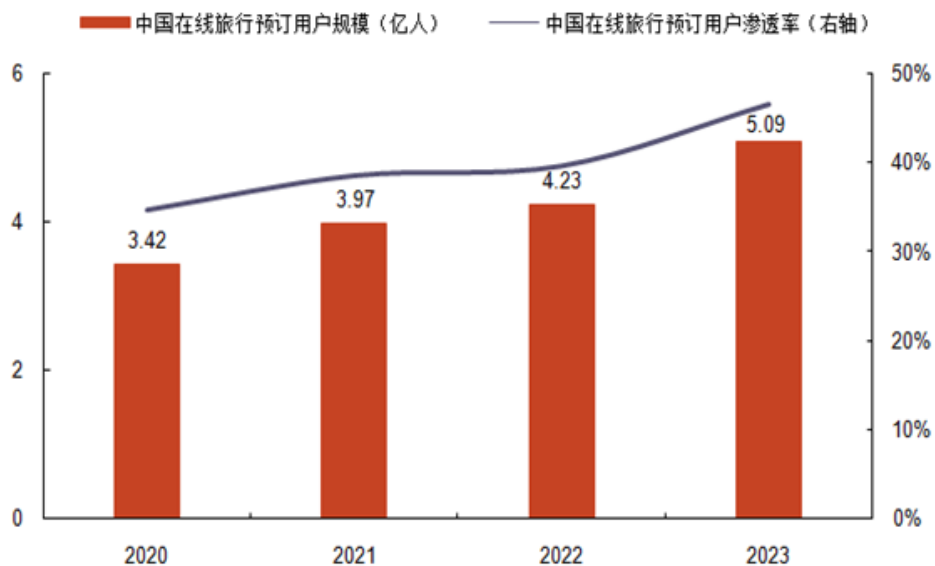


资料来源：嘉世咨询统计及预测，光大证券研究所

## 4.2 OTA：网民渗透率未到50%，线上化率仍有提升空间

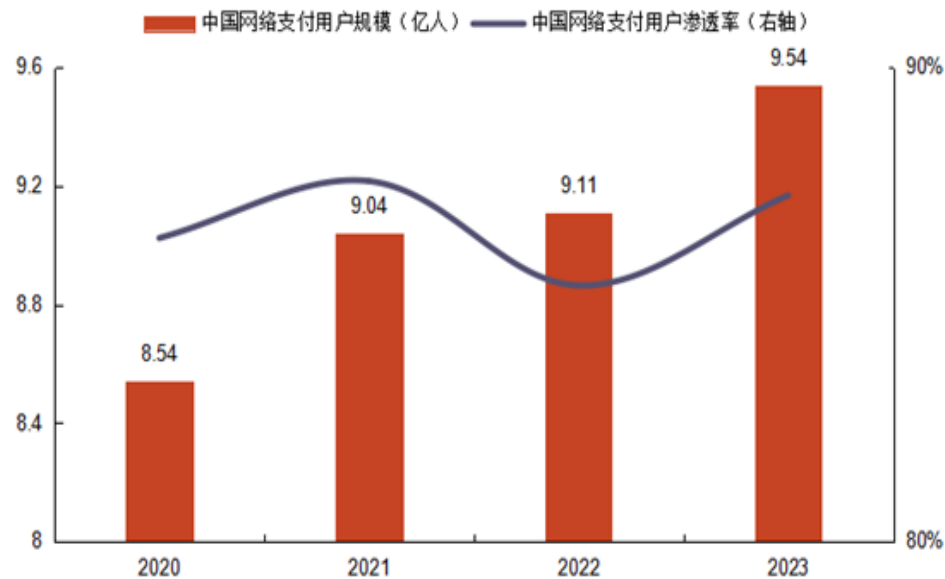
- 根据中国互联网络信息中心，中国在线旅行预订的用户规模数持续增长，从2020年的3.42亿人增至2023年的5.09亿人。
- 与其他商务交易类应用的用户渗透率相比，在线旅行预订应用的用户数量在整体网民中的占比仍然较低。例如，2023年网络支付应用的用户渗透率是在线旅游预订应用用户渗透率的1.87倍。在整体网民中，在线旅游应用的渗透率仍有提升空间。

图45：2020-2023年中国旅游预订应用的用户规模与渗透率



资料来源：CNNIC，光大证券研究所；用户渗透率=在线旅行预订用户数量/整体网民数量。

图46：2020-2023年中国网络支付应用的用户规模与渗透率

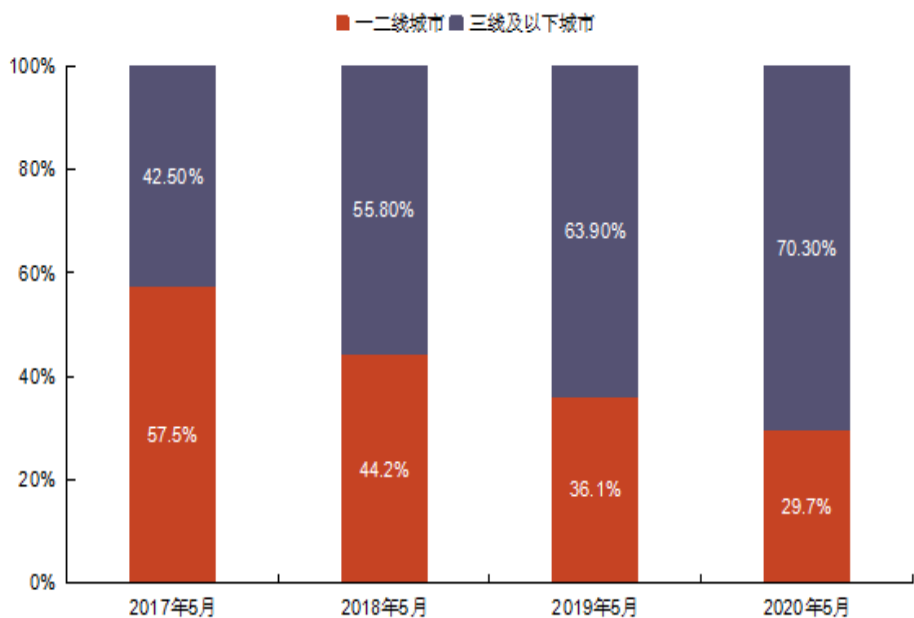


资料来源：CNNIC，光大证券研究所；用户渗透率=网络支付的用户数量/整体网民数量

# 4.3 OTA：下沉市场与银发经济贡献重要增量

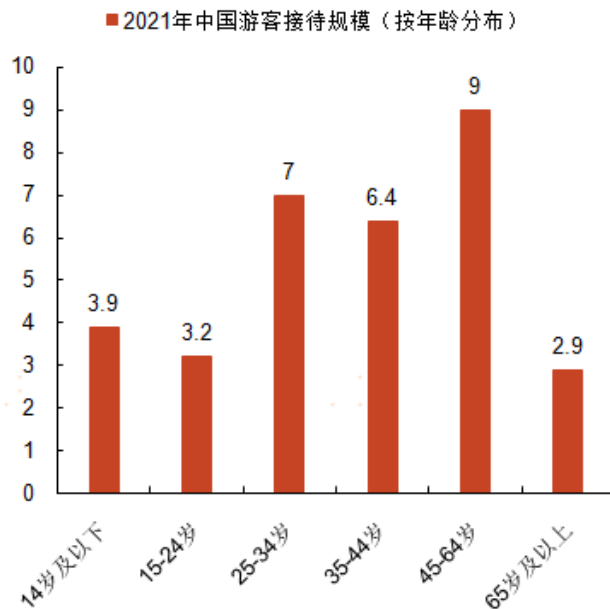
- ▣ 下沉市场用户潜力较高，为行业发展提供重要增量。2017年5月至2020年5月，三线及以下城市的用户已逐渐成为在线旅游平台的主要新客来源，新客贡献占比从42.5%提升至70.3%。
- ▣ 中老年旅游群体是中国旅游市场第一大客源，2021年45岁以上的中老年旅游者合计出游11.9亿人次，占中国旅游客源市场的36.7%。中老年旅游群体对OTA平台的使用增加，且头部OTA平台携程旅行、去哪儿旅行吸引了较多的银发旅游用户增量。

图47：在线旅游平台的新增用户来源城市等级分布



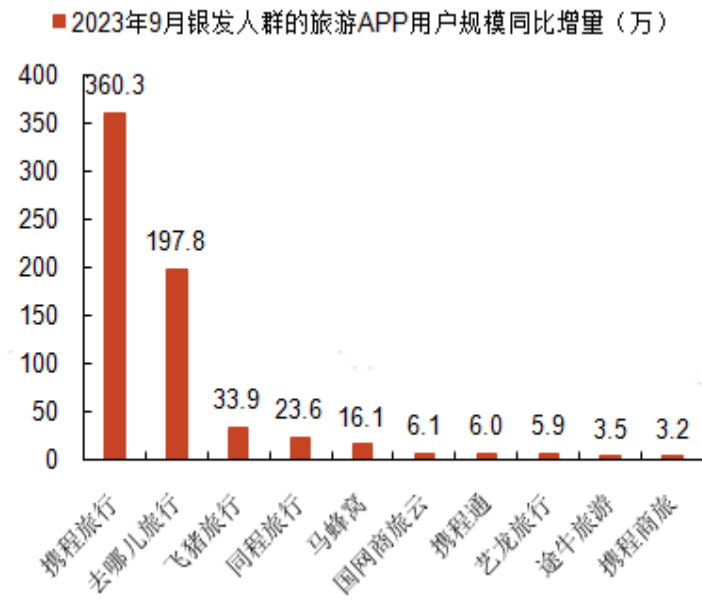
资料来源：Fastdata，光大证券研究所

图48：2021年中国游客接待规模



资料来源：头豹，光大证券研究所

图49：2023年9月银发人群旅游APP用户同比增量



资料来源：Questmobile，光大证券研究所

# 5.1 景区：优质景区分红力度增加，提升股东回报



景区板块，我们主要关注三点：1) 分红力度；2) 交通条件改善、景区扩容；3) 淡旺季供需配比逐渐平衡。

分红方面，景区的现金流较稳定充沛，疫后客流回暖情况下，叠加“国九条”加强上市公司分红管理，部分景区的利润反弹较好，且景区多为国资背景，未来有望进一步提升分红比例。

表5：2018-2023年景区上市公司的分红情况

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
九华旅游	20.43%	20.81%	30.43%	31.09%		50.06%
峨眉山A	25.18%	23.30%		174.82%		46.30%
长白山	10.25%	15.24%				15.07%
黄山旅游	16.53%	23.37%		171.14%		36.05%
云南旅游	10.05%	32.07%	10.17%			
张家界						
桂林旅游	35.83%	13.09%				
丽江股份	43.01%	32.41%	155.91%		3728.25%	84.57%
三特索道						30.59%
西域旅游				57.51%		44.04%
天目湖	58.13%		218.87%			67.93%
宋城演艺	13.54%	21.68%	1.3亿元	41.49%	1.3亿元	2.6亿元
曲江文旅	10.62%	8.13%				
中青旅	16.96%	5.10%				31.72%

资料来源：wind，光大证券研究所 注：除特别标识外，表内数据为股利支付率，空白表示当年未分红

## 5.2 景区：外部交通条件改善，内部扩容向度假休闲转型

各个景区积极“修炼内功”，通过修建停车场、翻新酒店、扩建索道等方式，延长游客停留时间，向度假休闲转型。从“门票经济”向多元化业务转型的过程中，政府的“外力支持”，即目的地的交通等基础设施建设亦尤为重要。

表6：部分景区新建项目列举与政府配套梳理

自然景区	新建项目	预期运营时间	政府作为			
			高铁	机场	会展等品宣	其他政府规划
长白山	火山温泉部落二期	2027年	2025年沈白高铁将竣工，开通后将缩短北京/沈阳与长白山通行距离。	长白山二期扩建项目验收，机场内游客吞吐量将提升至近200万人次。	积极承办2024年国际雪联亚洲杯系列赛，举办环长白山森林自行车赛、“天池云路”登山赛等特色化冰雪、山地赛事活动。	推出演艺项目《粉雪传奇》，搭建首家室内情景体验式大市集；践行“两山”理念试验区，实施“一山两江”品牌战略。
九华山	狮子峰项目	2026年	1、池黄高铁已经于24年4月份开通，九华山接入武黄高速打通华中区域市场；2、上海-上海虹桥环线高铁开通，串联沪、苏、浙、皖三省一市，连通上海、南京、合肥、杭州四大城市。	九华山机场改扩建，至2030年可实现旅客吞吐量190万人次目标。	举办九华山庙会、佛教讲经交流会等活动，打造世界一流旅游目的地和佛教文化观光胜地。	加快环九华山文旅资源整合开发。
峨眉山	金顶索道升级	2025年	/	/	开办“仙山灵韵·峨眉记忆”2024峨眉山首届文化创意征集大赛，促进文创产业创新发展；举行峨眉雪芽祈福法会和“峨眉雪芽般若茶会”，推动打造世界级康养胜地。	开发峨眉南山片区，探索发展峨眉山索道；新开工成都至峨眉山高速公路；推动产业集聚集群，打造中国威士忌、竹叶青、峨眉雪茶叶等产业基地。
天目湖	动物王国项目	/	沪苏湖高铁开通在即，推动长三角地区一体化，缩短上海旅客来天目湖的时间	/	溧阳天目湖马拉松；举行2024“夜游天目湖”活动，推动夜间经济持续实现量的增长和质的提升。	加大天目湖大米、天目湖白茶品牌培育力度，打造知名农业品牌集群。

资料来源：各公司公告，各地文旅局官网，光大证券研究所

## 5.3 景区：外部交通条件改善，内部扩容向度假休闲转型

九华旅游：池黄高铁开通，串联起九华山、太平湖、黄山等风景名胜区，有助于九华山拓展湖北、湖南等中部省份的客源。另外，新设的九华山站位于青阳县，距离九华山风景区仅6公里，极大地方便了游客出行。

峨眉山A：金顶新增客运索道，有望打开盈利空间。2023年7月公司通过了《关于实施金顶索道改造提升项目的议案》，将对客货两用索道进行改造，即利用废弃货运索道的廊道建设一条专用的客运索道，原有的客货两用索道改造为专用的货运索道。金顶片区游客占比达90%，其中游客乘索率超80%，此项目完成后，有望解决金顶游客拥堵与滞留的问题，并且预计贡献年营收2.13亿元。

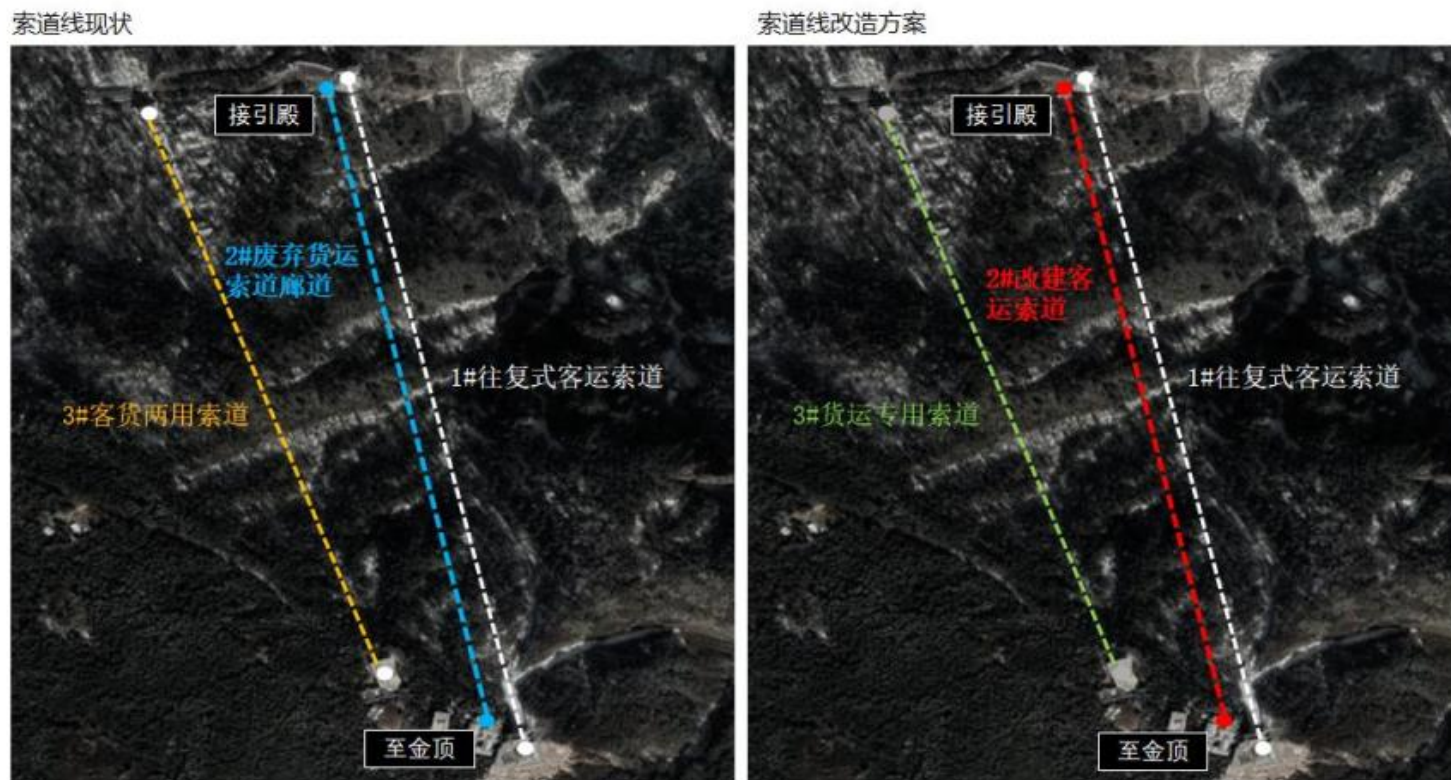
图50：池黄高铁走向示意图



请务必

资料来源：中国铁路，光大证券研究所

图51：峨眉山金顶索道项目改造方案



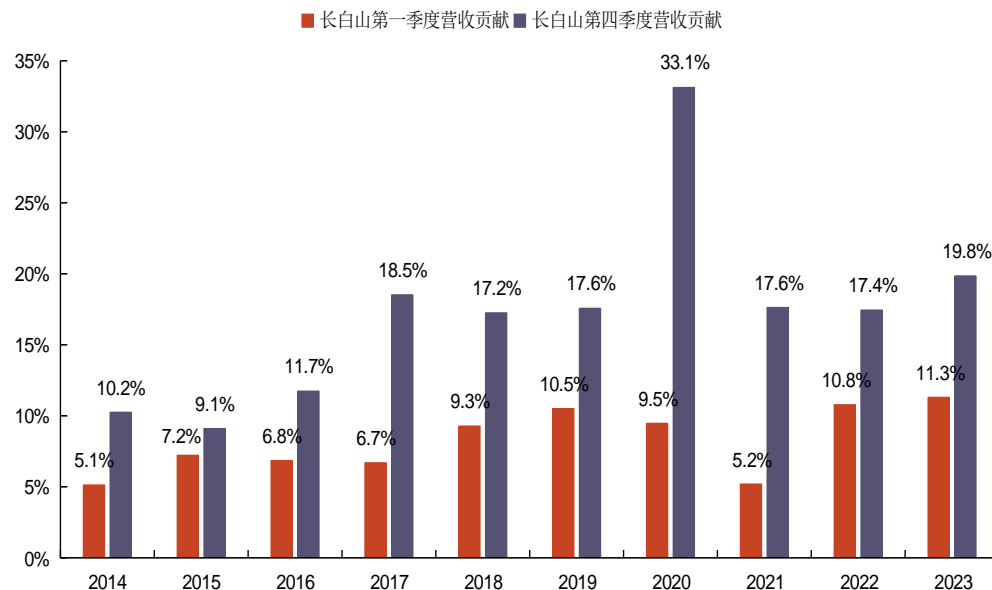
资料来源：公司公告，光大证券研究所

## 5.4 景区：发力淡季旅游，逐渐平衡淡旺季供需配比

长白山在淡季旅游方面取得一定成绩，其利用丰富且优质的冰雪资源，开发雾凇漂流、飘雪温泉、雪谷穿越等冬季旅游项目，提升第一、第四季度的传统淡季营收。

2014-2019年，长白山第一季度/第四季度/第三季度的营收CAGR分别为26.7%/22.3%/3.9%。2020年-2023年，长白山第一季度/第四季度/第三季度的营收CAGR分别为71.0%/35.9%/64.6%。2014-2023年，长白山第一季度营收占比从5.1%提升至11.3%，第四季度营收占比从10.2%提升至19.8%。

图52：2014-2023年长白山第一季度/第四季度营收贡献



资料来源：公司公告，光大证券研究所



### 投资建议：

展望2025年，餐饮板块：餐饮行业弱复苏背景下，推荐餐饮龙头中经营稳健、分红率高的**海底捞（H）**、**百胜中国（H）**。

教育板块：教培需求旺盛，行业竞争格局显著改善，随着政策边界逐步明晰，行业不确定性逐步消散，建议关注全国性行业龙头**新东方-S（H）**和高中一对一龙头**学大教育**。

旅游板块：逐渐走出疫情阴霾，下沉市场表现优异的背景下，OTA赛道推荐深耕下沉市场的**同程旅行（H）**，建议关注**携程集团-S（H）**。景区赛道建议关注具有较强差异化优势的龙头景区——**九华旅游**、**峨眉山A（佛教文化）**以及**长白山（冰雪旅游）**。另外，建议关注出境游批发龙头企业——**众信旅游**。

# 6.1 推荐标的：海底捞 (6862.HK)

**翻台率同比改善，客单价环比表现平稳。** 24H1海底捞整体/同店翻台率分别为4.2/4.2次/天，分别同比+0.9/+0.8次/天，主要系公司系列经营和营销措施带动客流恢复。24H1整体客单价同比下降5.5元至97.4元，客单价同比下降主要系菜品消费结构的变化以及优惠的增加；环比来看，24H1整体客单价较23H2略微提升，客单价基本平稳。

**推行“红石榴计划”，有望打开增长空间。** 24年海底捞推出“红石榴计划”，一改过往自下而上提报新品牌开店计划，改由公司总部进行统筹规划。门店管理方面亦作了新的变化，公司推行多管店模式，店经理可以申请管理多家门店（海底捞火锅或者集团其他餐饮品牌门店），提升员工工资的同时，也将提升公司运营效率，节约部分人工成本。截至7月底，公司有超过 100 位店经理成为多管店店长，所管理的门店超过 200 家。

展望下半年及25年，公司高效的运营能力已得到初步验证，后续“红石榴计划”和多管店模式若能顺利执行，公司有望打开新的增长空间。我们维持公司2024-2026年归母净利润预测分别为44.69/51.06/55.65亿元，2024-2026年EPS分别为0.80/0.92/1.00元。海底捞单店模型较为成熟、品牌仍具备较强势能，考虑到公司提升运营效率的能力基本得到验证，后续随着政策刺激和经济恢复，公司业绩有望较快增长，维持“买入”评级。

**风险提示：** 餐饮需求恢复低于预期，公司调整时间超预期。

表7：海底捞盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	31,039	41,453	46,020	50,494	54,284
营业收入增长率	-21%	34%	11%	10%	8%
归母净利润（百万元）	1,374	4,499	4,469	5,106	5,565
归母净利润增长率	NA	227%	-1%	14%	9%
EPS（元）	0.25	0.81	0.80	0.92	1.00
P/E	66	20	20	18	16

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截至2024-11-07，HKD/CNY=0.9123

## 6.2 推荐标的：百胜中国（9987.HK）



**重视性价比，迎合消费趋势。**公司在5月开始尝试必胜客WOW店，针对年轻人以及高价格敏感群体推出了一系列入门款价格产品，契合了当下消费降级环境下的需求。WOW门店投资轻量，短期以改造老店为主，预计年底WOW门店数将达到200家以上。同样主打高性价比的K咖啡门店数从3月的100家快速增长至7月的近300家，预计年底将扩张至500-600家门店。24H1 K咖啡售出近上亿杯咖啡，实现了较快增长。轻量投资+极致性价比的组合下，K咖啡有望在不同线级城市尤其是低线级城市进行快速扩张。K咖啡也是目前百胜咖啡板块中最值得重视的。

**加强效率提升，盈利能力仍有提升空间。**近期通过推出Project Fresh Eye 和Project Red Eye 两个项目，从餐厅经理和客户两个维度减少不必要的物品提供以降低成本。两个计划的效果在二季度已有所体现，长期看有望对利润率有进一步贡献。在行业艰难时刻，百胜积极调整经营模型并持续推动成本节约，我们看好公司高性价比业务的长期潜质。

肯德基和必胜客在渠道下沉方面仍具备一定增长空间，小店模型助力更好下沉；咖啡业务蓬勃发展，有望给公司带来新的成长动力。公司经营稳健，重视股东回报，我们维持百胜中国2024-2026年归母净利润预测分别为8.62/9.31/10.31亿美元，维持“买入”评级。

**风险提示：**食品安全风险，汇率波动风险。

表8：百胜中国盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万美元）	9,569	10,978	11,560	12,438	13,563
营业收入增长率	-2.9%	14.7%	5.3%	7.6%	9.0%
归母净利润（百万美元）	442	827	862	931	1,031
归母净利润增长率	-55.4%	87.1%	4.3%	8.0%	10.7%
EPS（美元）	1.06	2.03	2.27	2.45	2.71
P/E	49	25	23	21	19

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截至2024-11-07，USD/HKD=7.8040 注：公司2022-2024年总股本数分别为 4.19/4.07/3.81亿股

## 6.3 推荐标的：同程旅行（0780.HK）



**微信小程序贡献8成流量，公司积极开拓流量新入口：**公司与腾讯的合作关系已近10年。腾讯生态是公司流量的主要来源。除腾讯渠道，公司亦积极拓展其他流量入口。线上侧重对抖音的投入，并加强独立APP运营，2023年8月至2024年3月，同程旅行APP的流量贡献从4.0%提升至4.7%。线下方面，公司积极触达音乐节等旅游圈层，并捕捉疫后本地及短途游机遇，加强布局汽车票务，同时启动线下门店加盟计划，打通“线上+线下”旅游度假服务链路。

**与携程共享酒店库存，自建供应链进行时：**携程作为公司的大股东，截至2018H1，公司44.3%的酒店来自于携程，2022年公司约60%~70%的酒店库存来自于携程。除携程之外，公司持续扩大供应商范围，完善对酒店管理与旅行社的布局。国外方面，公司通过开发APP与线下开设门店，加速布局北美市场。

**盈利预测：**我们维持公司2024-2026年归母净利润分别为19.02、24.46、29.06亿元。我们看好公司今后的发展前景，维持“买入”评级。

**风险提示：**居民旅游支出不及预期风险、市场竞争加剧风险、与大股东的战略合作不及预期的风险、商誉减值风险。

表9：同程旅行盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	6,585	11,896	17,336	20,355	23,369
营业收入增长率	-12.64%	80.67%	45.72%	17.42%	14.81%
归母净利润（百万元）	-146	1,554	1,902	2,446	2,906
归母净利润增长率	NA	NA	22.35%	28.64%	18.80%
EPS（元）	-0.07	0.69	0.82	1.05	1.25
经调整归母净利润（百万元）	664	2,188	2,681	3,227	3,791
经调整EPS（元）	0.30	0.95	1.15	1.39	1.63
经调整P/E	60	19	16	13	11

资料来源：Wind，光大证券研究所预测。

注：股价截至2024-11-07，2022/2023年末的股本数分别为22.40/22.55亿股；2024年10月末股本数为23.26亿股。港币兑人民币为1: 0.9123。

## 6.4 重点公司列表



表10: 重点公司列表

证券代码	证券代码	股价	EPS			2024年PE (X)	评级
			2024E	2025E	2026E		
6862.HK	海底捞	16.35元	0.80元	0.92元	1.00元	20	买入
9987.HK	百胜中国	51.46美元	2.25美元	2.43美元	2.70美元	23	买入
0780.HK	同程旅行	17.97元	1.15元	1.39元	1.63元	16	买入

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价截至2024-11-07。HKD/CNY=0.9123, USD/HKD=7.8040。注: 同程使用经调整EPS。

- ❑ **宏观经济下行风险：**若宏观经济下行明显，居民的消费能力和消费意愿将降低，可能会导致需求端疲软，造成企业收入及盈利不及预期。
- ❑ **政策风险：**若政策产生变化，或导致企业经营策略调整，对企业的可持续稳定经营产生一定风险。
- ❑ **不可控因素风险：**自然天气/经济等不可控因素。旅游行业外部存在较多重大的不可控因素，比如恶劣天气、自然灾害等影响客流。

# 衷心 感谢

光大证券研究所



食品饮料研究团队

陈彦彤

- 📄 执业证书编号: S0930518070002
- ☎ 电话: 021-52523689
- ✉ 邮件: chenyt@ebscn.com

聂博雅

- 📄 执业证书编号: S0930522030003
- ☎ 电话: 021-52523808
- ✉ 邮件: nieboya@ebscn.com

汪航宇

- 📄 执业证书编号: S0930523070002
- ☎ 电话: 021-52523174
- ✉ 邮件: wanghangyu@ebscn.com

中庚基金

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；  
增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；  
中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；  
减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；  
卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%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，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A股市场基准为沪深300指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普500指数。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于1996年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界500强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。