

7月社服行业投资策略： 三条主线：大众茶餐饮、优质出行龙头、AI教育

行业研究 · 行业投资策略

社会服务

投资评级：优于大市（维持评级）

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

联系人：周瑛皓

zhouyinghao@guosen.com.cn

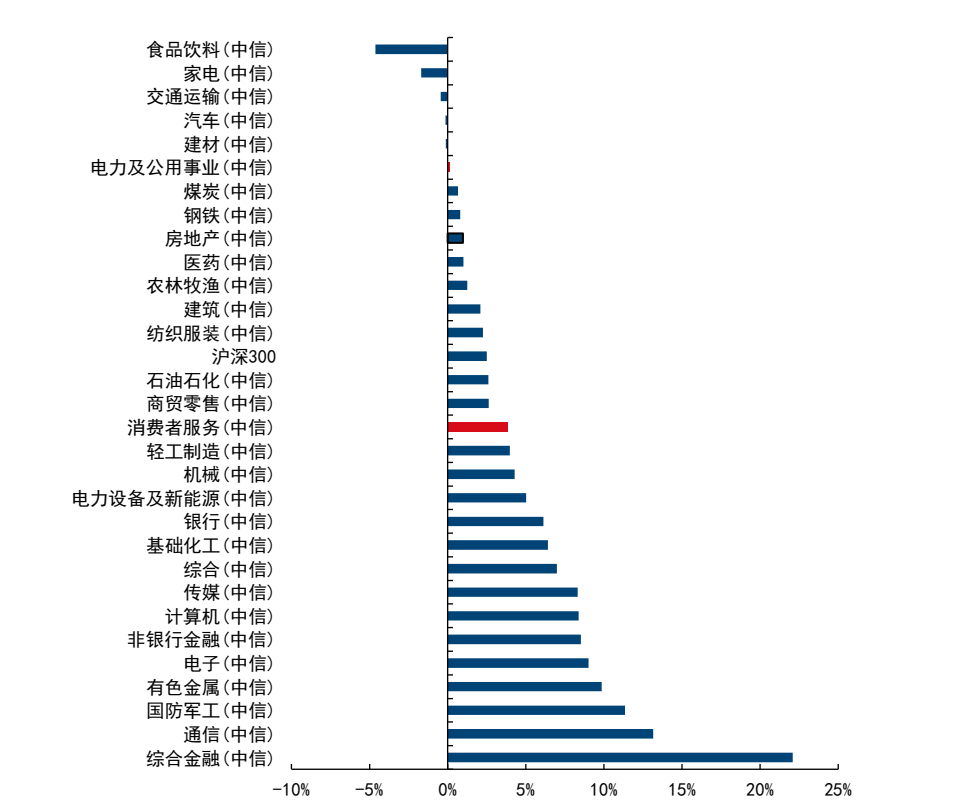
- **行情回顾：6月A股社服涨3.85%，港股社服跌4.64%，AI教育、景区、大众餐饮领涨。**2025.6.1-6.30A股消费者服务板块涨3.85%，跑赢沪深300 1.36pct；港股消费者服务板块跌4.64%，跑输中信港股通指数8.08pct。其中AI+教育、区域赛事受益景区、公务消费限制下性价比更突出的大众餐饮龙头整体表现领涨。
- **关注社服板块三大主线：**
 - **内在调整效果显现+外部平台助力，看好大众茶餐饮同店持续表现。**2025年以来连锁消费行业逐渐走出低价竞争的内卷困境，以茶饮、快餐、部分大众餐饮品牌为代表的同店表现先后企稳。一方面是品牌调整运营模型效果逐渐显现，其次头部平台纷纷加大补贴抢占即时零售市场份额，下游品牌方直接受益，且连锁消费业态覆盖面更广。重点推荐大众餐饮、茶饮，其中大众餐饮赛道估值相对更低，与宴请类消费相比一日三餐消费场景明确，且部分品牌外卖适配度也较高，补贴效果相对显著；茶饮虽非必需消费，但日常消费频次更加高频，比餐饮的复购场景更高，京东等平台补贴对于茶饮日均订单的带动也已在二季度验证。
 - **暑期旺季，看好出行链优质龙头估值修复。**酒店：酒店消费具有低频高客单计划性强的属性，平台竞争对存量再分配的作用大于增量带动，行业核心仍需要跟踪供需周期。考虑暑期休闲旅游主导，同时行业基数回归常态，预计高频数据转暖有望带动板块估值修复，其中看好亚朵凭借零售业务产品迭代与品类扩张走出周期之上的 α 。OTA：暑期休闲景气叠加上游供给扩张，继续看好OTA产业链生态位优势。6月下旬京东官宣入局酒旅阶段带来扰动，但高星酒店资源与用户壁垒稳固，预计补贴与佣金率有望维持相对平稳，且龙头股东回报有望更积极；而低星级酒店用户敏感性较高，易受竞争扰动，此前股价调整已有所反应，考虑龙头补贴效率改善、平台价格率先转正带来缓冲，影响相对可控。
 - **K12教育投资守正，职业教育与AI主题投资出奇。**K12教育赛道监管环境边际清晰、刚需韧性凸显，高考人口红利有望长期延续，持续重点推荐K12教育赛道。边际上，双减四周年后尾部机构及个人工作室面临存量生源毕业带来的暑期招生难点，竞争格局有望持续动态优化。蓝领职业技能培训需求旺盛，中国东方教育持续受益于强外部需求与自身降本增效，建议关注秋季招生动态。此外7月豆神教育预计发布超练作文产品，延续6月AI教育产品密集发布节奏，AI教育有望持续催化，维持教育板块较高关注度。
- **投资建议：短期重点推荐蜜雪集团、古茗、亚朵、天立国际控股、中国东方教育、携程集团-S、美团-W、同程旅行、科锐国际、北京人力、峨眉山A等。**
- **风险提示：宏观、疫情等系统性风险；政策风险；收购低于预期、股东减持风险、市场资金风格变化等。**

板块行情回顾：6月A股板块涨3.85%，港股板块跌4.64%



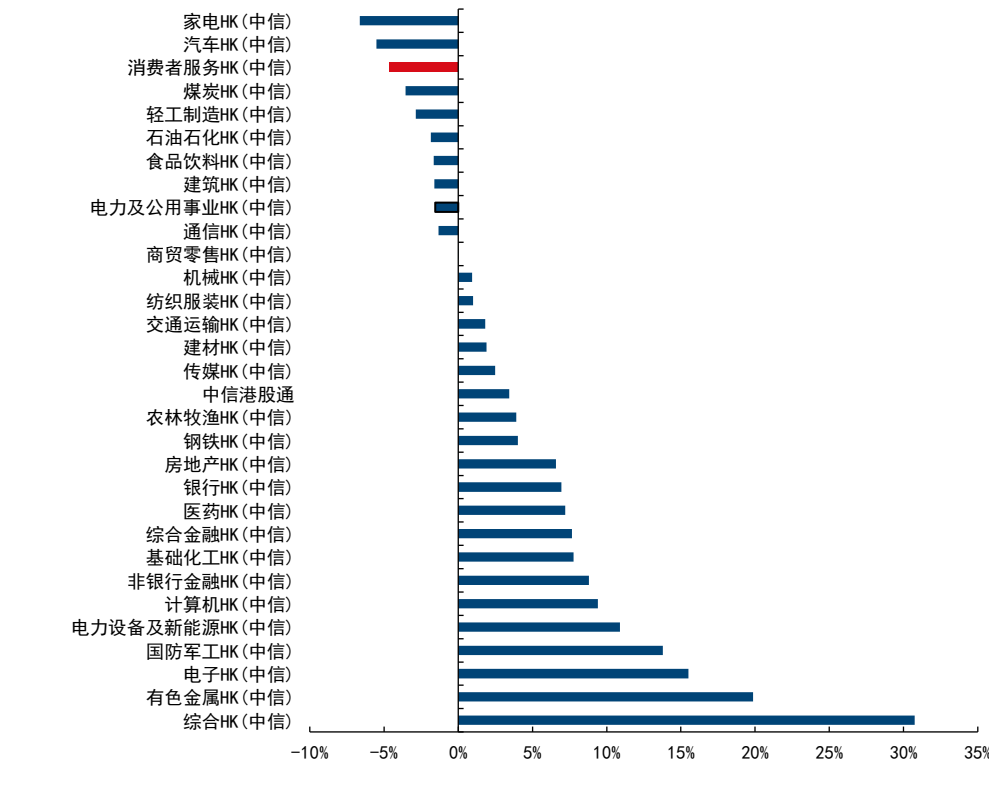
■ 行情回顾：6月A股社服板块涨3.85%，港股社服板块跌4.64%。2025. 6. 1-6. 30A股消费者服务板块涨3.85pct，跑赢沪深300 1.36pct；港股消费者服务板块跌4.64%，跑输中信港股通指数8.08pct。

图：2025. 6. 1-6. 30A股板块涨跌幅（以中信行业指数分类）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：2025. 6. 1-6. 30港股板块涨跌幅（以中信行业指数分类）

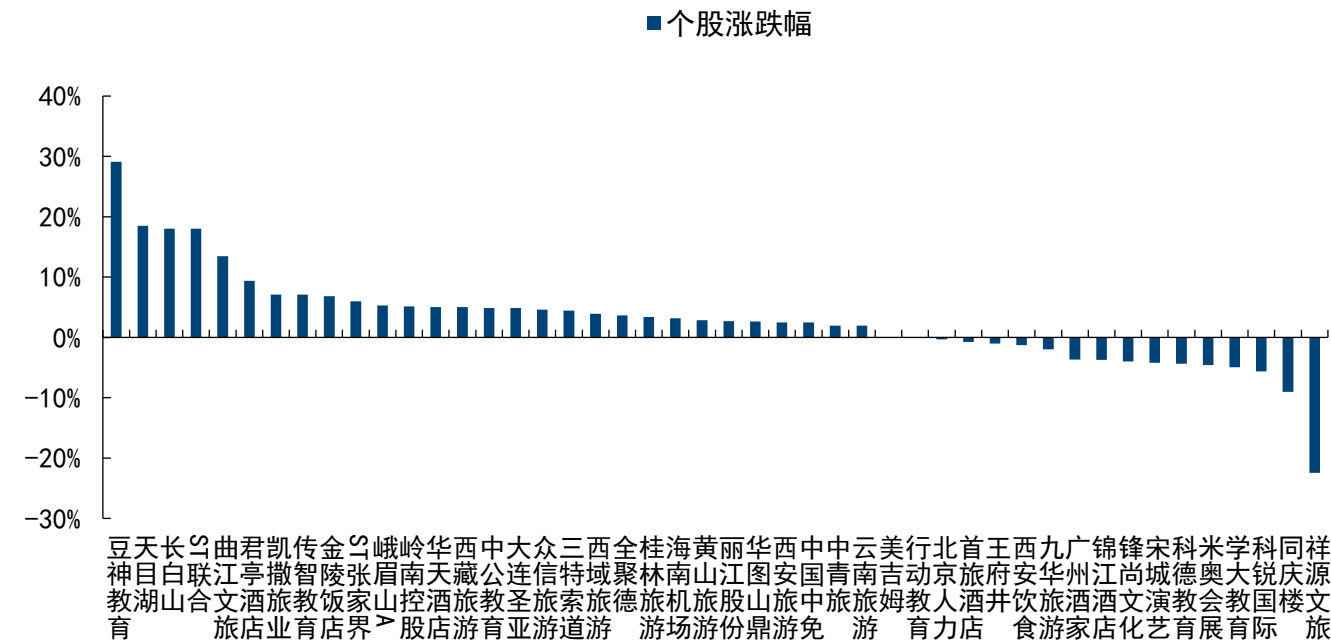


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

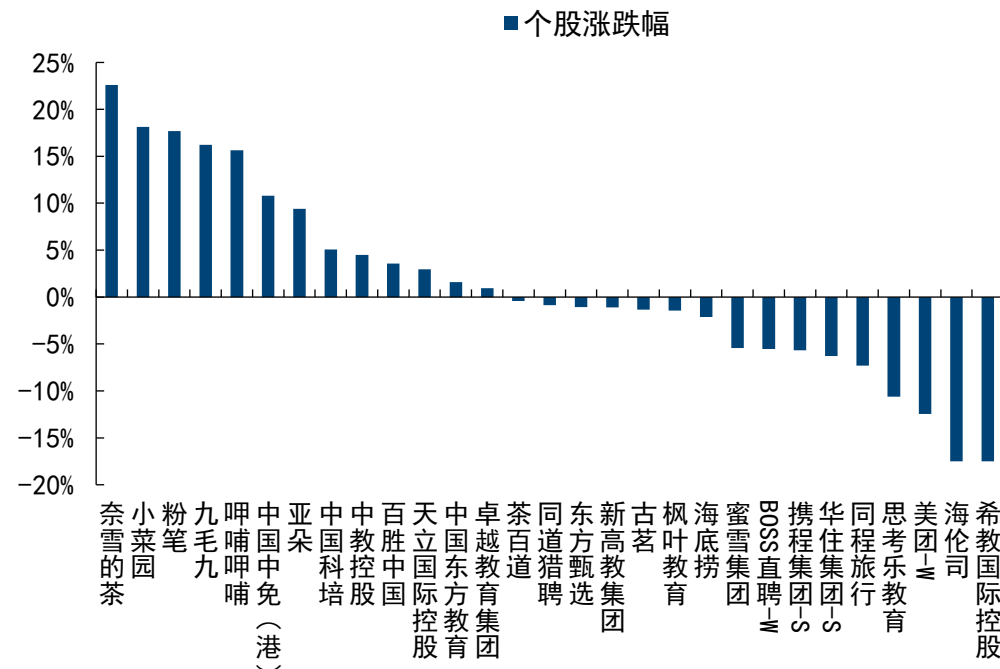
个股行情回顾：教育、景区、大众餐饮领涨板块

- **A股教育、景区个股领涨。**6月A社服板块涨幅前五（非ST个股）分别是豆神教育、天目湖，长白山、君亭酒店、西域旅游，跌幅前五分别为祥源文旅、同庆楼、学大教育、宋城演艺、广州酒家。
- **港美股大众餐饮、教育龙头领涨。**6月港美股社服板块涨幅前五分别是小菜园、天立国际控股，九毛九、粉笔、呷哺呷哺，跌幅前五分别为希教国际控股、海伦司、同程旅行、美团-W、东方甄选。
- **总体上6月三个方向相对领涨：**1) AI+产品密集落地带来教育板块催化，2) 暑期旺季临近叠加区域赛事带动景区板块，3) 公务消费限制下大众餐饮同店回暖。

图：2025. 6. 1-6. 30A股板块个股涨跌幅



图：2025. 6. 1-6. 30港美股板块个股涨跌幅



■ 宏观企稳、平台助力，板块同店筑底企稳

1、**板块复盘：**经历2024年行业深度低价内卷竞争后，2025年行业竞争变化缓和，以茶饮、快餐、部门大众餐饮品牌为代表的部分业态同店表现先后企稳。除去赛道内部调整外，二季度京东以补贴强势入局外卖，三季度淘宝、美团纷纷加大补贴抢占即时零售市场份额，受上述两大因素催化，连锁消费龙头同店复苏提速。

2、**重点推荐大众餐饮、茶饮。**2025年以来连锁消费行业逐渐走出低价竞争的内卷困境，以茶饮、快餐、部分大众餐饮品牌为代表的同店表现先后企稳。一方面是品牌调整运营模型效果逐渐显现，其次头部平台纷纷加大补贴抢占即时零售市场份额，下游品牌方直接受益，且连锁消费业态覆盖面更广。重点推荐大众餐饮、茶饮，其中大众餐饮赛道估值相对更低，与宴请类消费相比一日三餐消费场景明确，且部分品牌外卖适配度也较高，补贴效果相对显著；茶饮虽非必需消费，但日常消费频次更加高频，比餐饮的复购场景更高，京东补贴对于茶饮日均订单的带动也已在二季度验证。。

图：连锁消费龙头月度经营同比恢复度

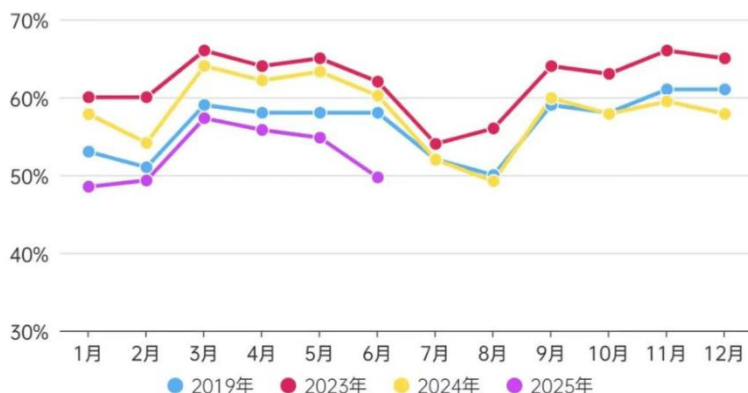
	太二	九毛九	怂	海底捞	奈雪的茶 (直营同店)	肯德基	必胜客	蜜雪集团 (国内)	古茗	小菜园
2023年3月	80% (同比19年)	76% (同比19年)		130%+	115%					
2023年4月	133%	131%	128%	140%+	120%					
2023五一	126%	121%	112%	~140%	130%					
2023年5月	108%	105%	105%	~130%	110%	115%	113%			
2023端午	90% (同比19年)			120%	~100%					
2023年6月	105%	97%	104%	120%	~100%					
2023年7月	110%	99%	104%	120%	~100%					
2023年8月	107%	97%	93%	130%	85%	104%	102%			
2023年9月	104%	100%	84%	128%	85%					
2023国庆	103%	92%	78%	125%						
2023年10月	109%	98%	77%	140%	80%					
2023年11月	116%	133%	80%	160%		103%	106%			
2023年12月	142%	122%	108%	200%	106%					
2024年1月				124%	77%					
2024年2月	89%	96%	65%	140%	66%	98%	95%			
2024年3月				130%	70%					
2024年4月				120%	73%					
2024年5月	82%	87%	63%	120%	78%	97%	92%			
2024年6月				110%	71%					
2024年7月				100%	69%					
2024年8月	82%	90%	67%	100%	82%	97%	92%			
2024年9月				95%						
2024年10月				95%	83%					
2024年11月	75%	81%	73%	90%	81%	98%	94%			
2024年12月				87%	82%					
2025年1月				100%	92%			106%		
2025年2月	79%	81%	76%	小个数下滑	87%	101%	102%	102%	大个数增长	个数下滑
2025年3月				大个数下滑	93%			105%		
2025年4月		延续3月弱复苏趋势			103%	98%	110%	113%	122%	小幅下滑
2025年五一	89%	单位数下滑	低双位数下滑	90%				125%	130%	正增长
2025年5月	环比改善，下滑幅度收窄至低双位数~高单位数			95%	114%	104%	102%	117%	延续4月趋势	正向微增

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理；口径说明：N年的比较基准为N-1年，除非申明特定年份；海底捞为整体翻台率、蜜雪&古茗为整体加盟店、其余均为同店收入

酒店行业：行业经营Q2环比Q1改善，6月环比有所走弱

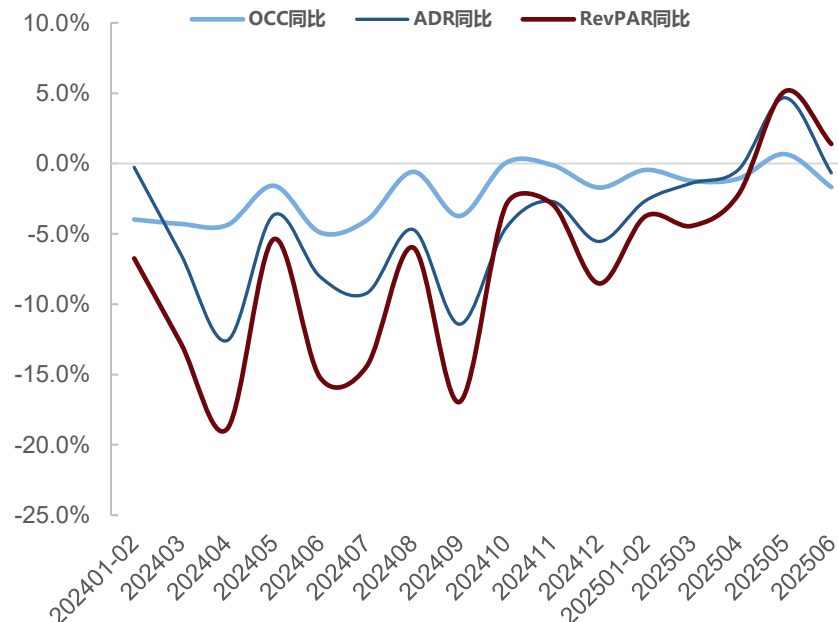
- **基本面跟踪：行业经营Q2环比Q1改善，6月环比有所走弱。**根据酒店之家数据，6月行业周平均ADR同比-0.5%、OCC-2.6pct，环比5月走弱（5月周平均ADR+4.7%、OCC+0.7pct），其中供给端延续扩张（月末行业酒店房间量同比增长8.1%，其中15间房以上房间量同比增长7.5%），需求差异带来月度环比变化，5月五一休闲旅游表现突出，6月端午天气扰动叠加平日商旅渐进恢复，行业经营环比略走弱。Q2行业周平均ADR同比-0.1%、OCC-1.0pct，环比Q1表现更好（Q1行业周平均ADR同比-2.3%、OCC-0.7pct）。
- 根据Qunar航旅大数据研究院，受到“中美关税战”、“八项规定”等因素影响，公商务旅客不论是占比还是总量都呈现下降趋势，尤其是6月份，公商务旅客的总量回落到2019年的水平，预计对6月酒店行业经营数据亦带来扰动。

图：国内航线公商务旅客占比



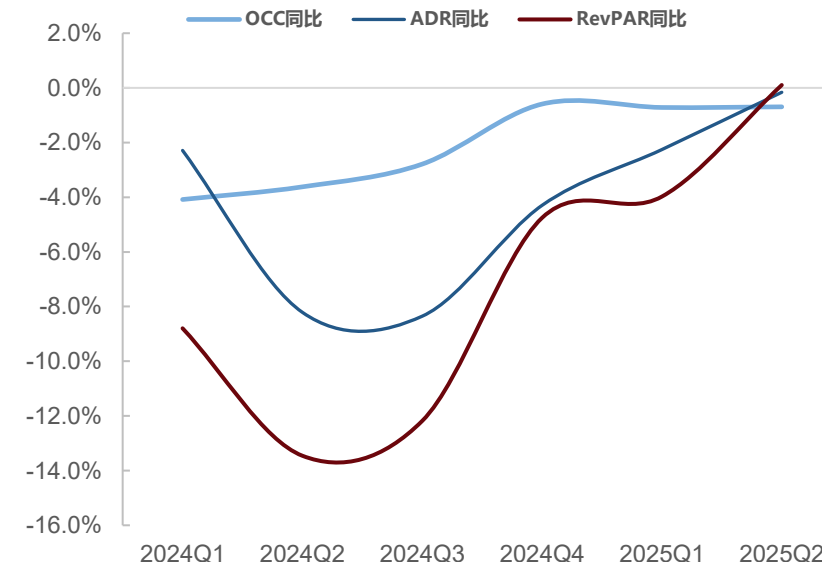
资料来源：去哪儿航旅，国信证券经济研究所整理

图：酒店行业经营数据变化-月度



资料来源：酒店之家，国信证券经济研究所整理

图：酒店行业经营数据变化-季度

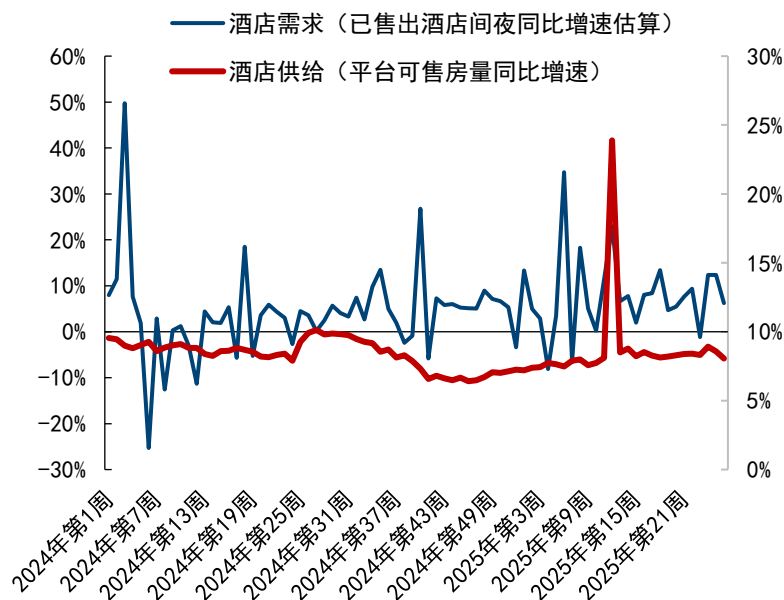


资料来源：酒店之家，国信证券经济研究所整理

酒店行业：预计暑期高频数据边际向好，更长维度供给拐点是关键

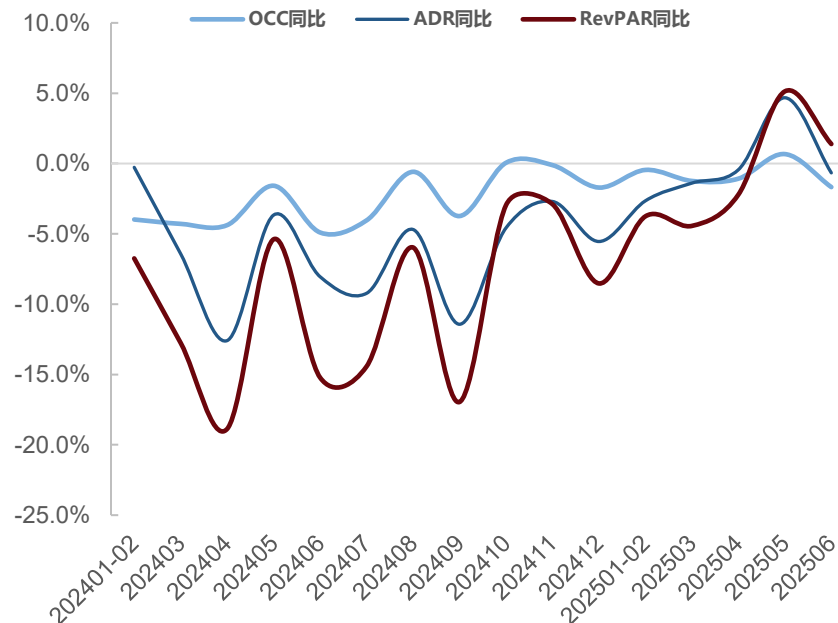
■ **观点更新：预计暑期高频数据边际向好，更长维度供给扩张拐点是关键。**2025Q2酒店行业景气度环比角度呈现改善，但短期仍面临供给扩张带来的同店向下压力。短期来看，考虑去年Q3大多酒店龙头基数已经回调到相对常态化水平，同时华住对OTA渠道进行更严格的管理带来相对低基数，叠加暑期休闲旅游主导与地方政府补贴增加，预计暑期酒店行业边际经营有望转暖。更长维度看，供给扩张是制约行业周期的关键因素。从产业角度看，加盟商投资回报周期受租金、资金等成本降低与前端收入共同影响，二者平衡点决定着加盟商继续开店意愿。今年以来我们观察部分加盟商投资回收期有所拉长，龙头签约速度已经逐步开始分化，加之考虑连锁酒店从流量与效率方面均优于单体，单体开店速度拐点或更提前，反映到未来6-12月行业总供给扩张对行业经营的压力或有望边际缓和，其中头部经营效能领先的酒店龙头或有望继续推进行业连锁集中。

图：酒店行业供需变动-周度



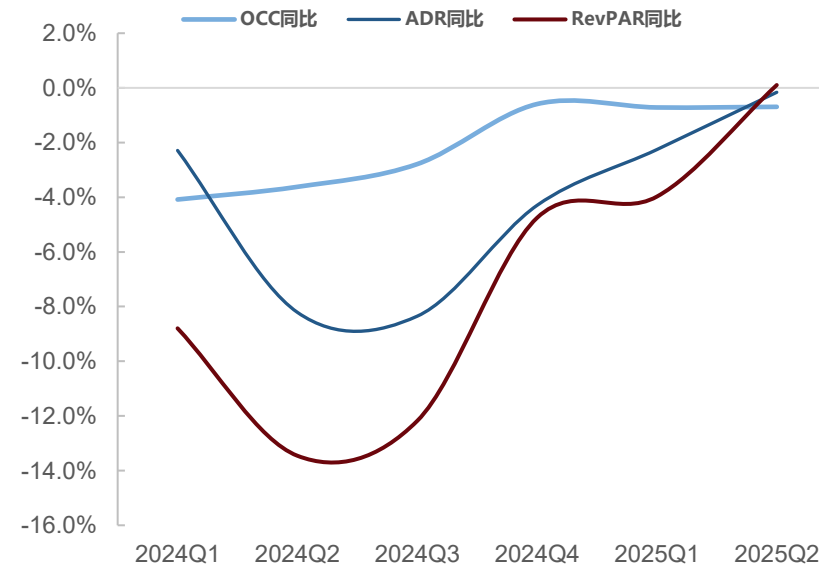
资料来源：酒店之家，国信证券经济研究所整理

图：酒店行业经营数据变化-月度



资料来源：酒店之家，国信证券经济研究所整理

图：酒店行业经营数据变化-季度



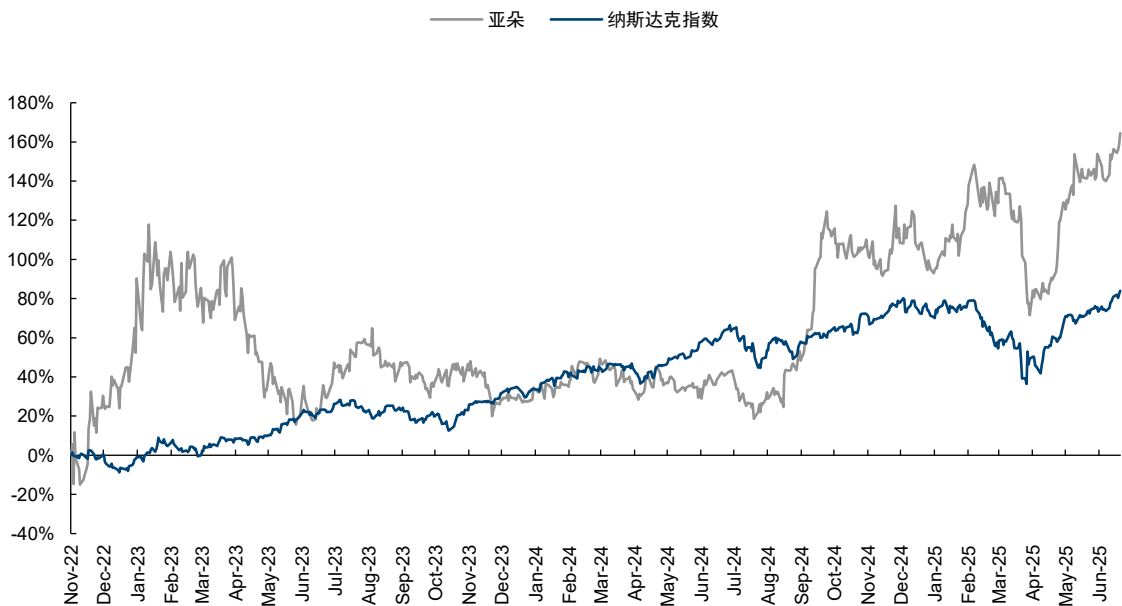
资料来源：酒店之家，国信证券经济研究所整理

亚朵：抵御逆风周期，零售产品迭代效果良好，中高端酒店市占率提升



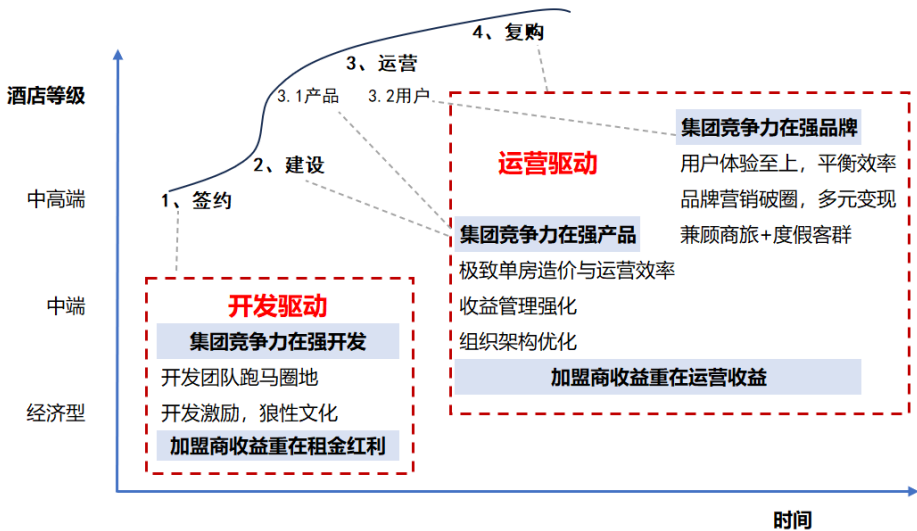
■ 亚朵的“住宿+零售”模式更是为公司抵御经济β提供了很好的保障，走出相对独立的创新高行情。一是来自零售业务趋势向好，且下半年陆续迎新品催化。2025Q1公司零售业务占总收入比重已突破36%，GMV同比增长70.9%；基于Q1良好增长态势，公司将全年零售收入同比增长指引从35%提高至50%。最新跟踪4/5月亚朵星球全部线上渠道的零售额同比+79.3%/72.1%（久谦数据），618期间亚朵星球全网累计支付金额同比增长超80%（官方口径）。近期亚朵上线深睡床笠，结合跟踪下半年除了既有大单品枕头、被子的单品迭代升级，零售爆品公式持续验证，产品上聚焦解决睡眠场景中传统品类痛点，依托面料升级与技术研发打开价格与毛利率空间，以全渠道营销及高效的产品迭代，打开品类边界。参考二季度以来线上GMV增速，以及下半年新品类发力+产品升级，预计零售业务存在上行潜力。二是亚朵酒店处于快速扩张期，经营人群的思维推动中高端市占率持续提升。亚朵产品注重体验主义，牢牢绑定中高端会员用户，中央预订维持行业优异水平；同时经营效率提升对冲更高的人房比，带来加盟商维持良好投资回报周期，推动中高端市占率持续提升。

图：亚朵股价走势



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：有限服务酒店进阶路径

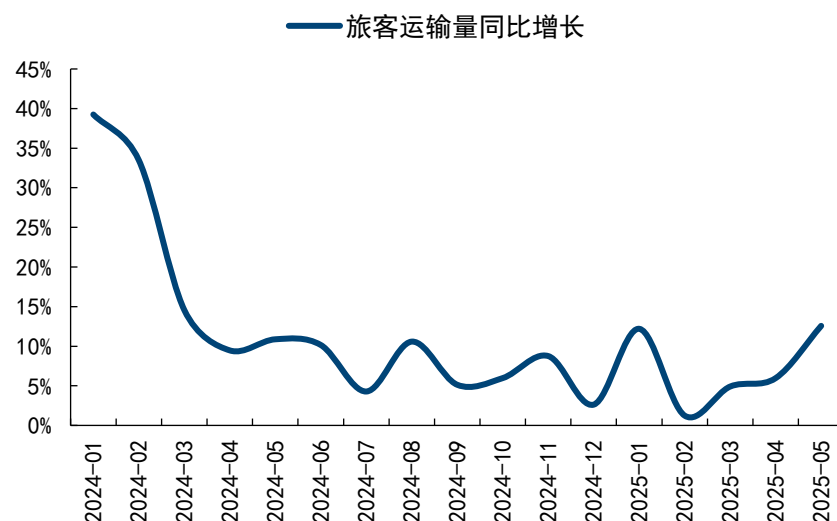


资料来源：国信证券经济研究所整理

OTA行业：暑期旺季量增核心受益，价格压力有望逐步缓解

- **基本面跟踪：量维持韧性，价格压力逐步边际改善。** 1) 量：国内方面，5月铁路旅客运输量同比增长12.6%，民航国内客流同比增长6.5%，Q2民航国内客流量增长5.4%；国际游方面，与2019年相比，6月国际航班恢复至101.7%（不含外航），全民航国际航班班次恢复至87.1%。2) 价：根据航班管家DAS数据显示，截至7月6日暑期预订的经济舱裸票均价为806元，同比持平，较2019年相比下降4.4%，暑运高峰尚未来临但首周相较于6月票价回落约3.8%已经逐步企稳。同时如前文所述，Q2酒店行业价格压力边际改善，对平台收入与利润率贡献有望逐步转正。
- **暑期展望：**根据交通运输部，7月1日至8月31日，全国铁路预计发送旅客9.53亿人次，同比增长5.8%，日均发送旅客1537万人次；据航班管家预计，2025年中国民航境内航司整体旅客运输量预计达1.5亿人次，日均超240万人次，预计同比增长5.4%。

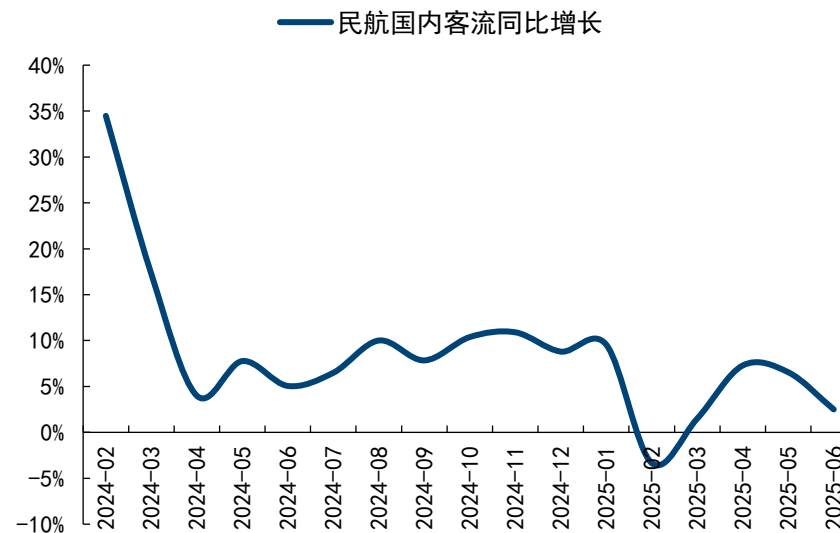
图：火车旅客吞吐量变化



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

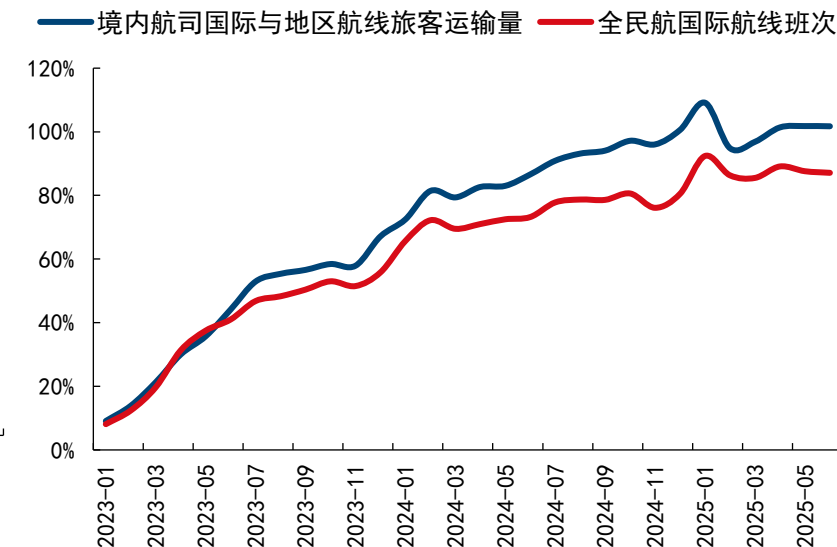
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：国内机票票量变化



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：国际航班恢复情况



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

OTA行业：携程演绎估值修复，关注股东回报；同程悲观情绪已经反映，关注价格提升助力

■ **观点更新：**此前市场对于OTA行业竞争对龙头短期季度性业绩扰动存在担忧，但目前来看一方面互联网平台即时零售外卖配送补贴可能对酒旅竞争形成部分分流，同时OTA行业本身是侧重资源整合与履约服务的行业，注重BD与客服等人力资源的搭建，在龙头对中高星酒店库存资源的把控力更强背景下，短期单靠补贴增加难以持续获取更强调服务品质的用户。往后看，一方面暑期出游预计维持景气，同时价格压力也已经逐步扭转，OTA估值有望逐步修复。公司层面：1) **携程集团：**竞对价格补贴预计对酒店分部利润由中高端主导贡献的携程业绩影响有限；结合过往经验与国际地缘政治的扰动，可关注携程海外实际投资情况，同时考虑公司近期以30亿美元出售Makemytrip部分股权，美元现金回款有望为其股东回报政策提供更多空间；2) **同程旅行：**低星级酒店用户敏感性较高，易受竞争扰动，此前股价调整中已经有所反应，但考虑公司自身补贴效率改善、平台价格已经率先转正带来的缓冲，预计整体影响也相对可控。

图：携程估值复盘



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

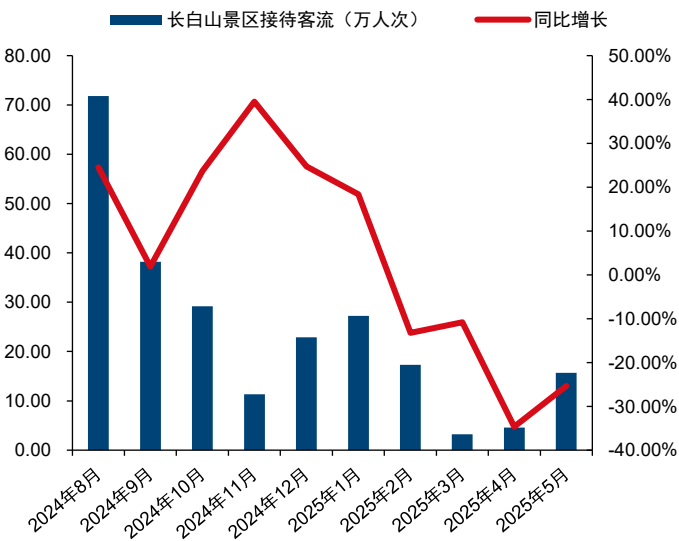
图：同程估值复盘



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

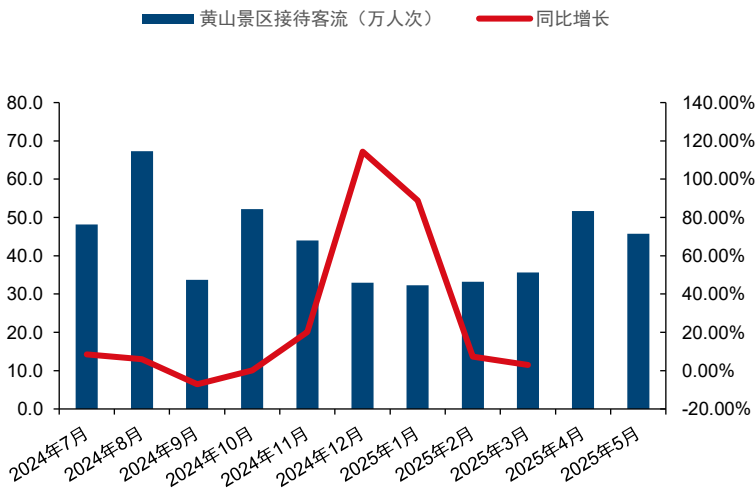
- **基本面跟踪：**1) Q2自然景区多数表现平稳，阶段天气扰动客流。自然景区：长白山6月主景区接待游客同比增长4.5%，Q2因天气扰动累计下滑10.0%；有交通改善促进、运营提升逻辑的景区客流同比增长如九华旅游、祥源文旅；有区域赛事带动的区域性景区表现突出，自然景区多数受6月降雨天气扰动，但Q2客流整体表现相对平稳。2) Q2艺总场次同比微增，核心成熟项目依然探底，项目爬坡贡献主要增量。2025Q2宋城演艺项目场次合计同比增长1%，自营项目中上海、佛山项目场次增长，核心成熟项目同比下降5%；轻资产新郑千古情项目整改中。
- **观点更新：**二季度自然景区客流受天气扰动但整体稳健，高客单人造景区量价上依然探底。往后看，自然景区投资三大方向：一是**高温避暑线**。根据国家气候中心6月30日发布预测，预计未来15-30天我国大部地区气温较常年同期偏高，长白山2025年暑期扩容日均运力扩容近20%，预计有望承接增长的避暑需求，同时预计2025年10月前后通车预计有望带来国庆与冰雪客流提振；二是**资产整合**。此前西域旅游更换聘任吕美蓉女士为公司非独立董事，2022.07--至今吕总任新疆文化旅游投资集团有限公司党委委员、总会计师，西域旅游为新疆境内唯一国有旅游上市平台预计后续资产整合有望加速；三是**区域赛事、热门IP等客流催化**。

图：长白山景区客流跟踪



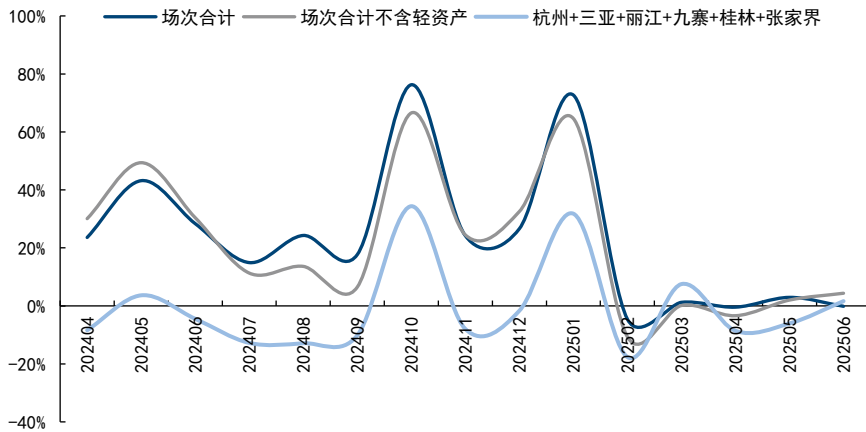
资料来源：官方公众号、国信证券经济研究所整理

图：黄山景区客流跟踪



资料来源：官方公众号、国信证券经济研究所整理

图：宋城演艺场次同比

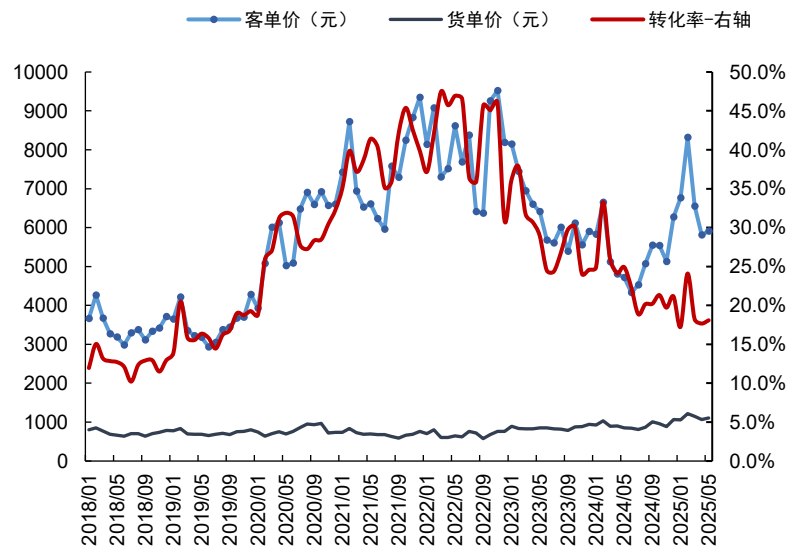


资料来源：官方公众号、国信证券经济研究所整理

免税行业：Q2海南免税降幅边际收窄，关注封关推进与消费力恢复

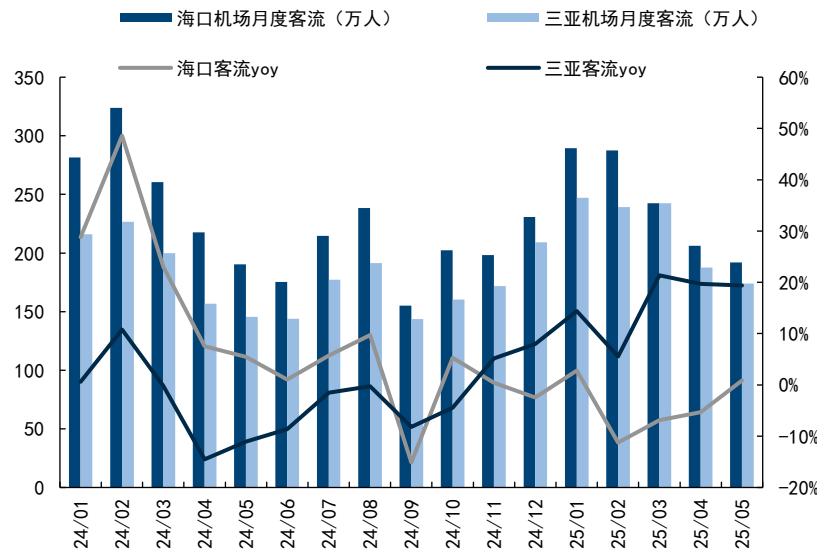
- **基本面跟踪：海南免税Q2仍在寻底，但降幅已经明显收窄。**4-5月海南离岛免税销售额同比分别-6%/-1%，环比Q1明显企稳（Q1为-28%）。量：4-5月海口与三亚机场合计接待客流同比分别增长5%/9%，但实际购物人次同比-23%/-21%，即海南整体进出岛客流维持良好增长但转化率仍相对受限；价：4-5月海南免税客单价分别为+21%/+25%。作为对比，韩国免税4-5月销售额分别为8.2/7.6亿美元，同比变化-10%/-18%，4-5月的消费人次分别为243.0/257.2万人次，同比变化+4%/+6%；其中本国人消费金额同比变化-8%/+1%，外国人消费金额同比变化-10%/-23%；本国人人次同比变化-5%/0%，外国人人次同比+21%/+17%。
- **观点更新：免税行业2025Q2产业景气度仍在寻底，但边际上降幅已有所收窄；**后续建议持续关注海南封关政策推进、市内店开业进展，中线来看国内消费力恢复、免税相较于有税的价差优势仍需进一步跟踪，针对此龙头也积极完善线下服务体验及精品品类丰富提升市场份额，同时积极挖掘出海潜力。

图：海南免税2019-2024年客单价、转换率变化趋势



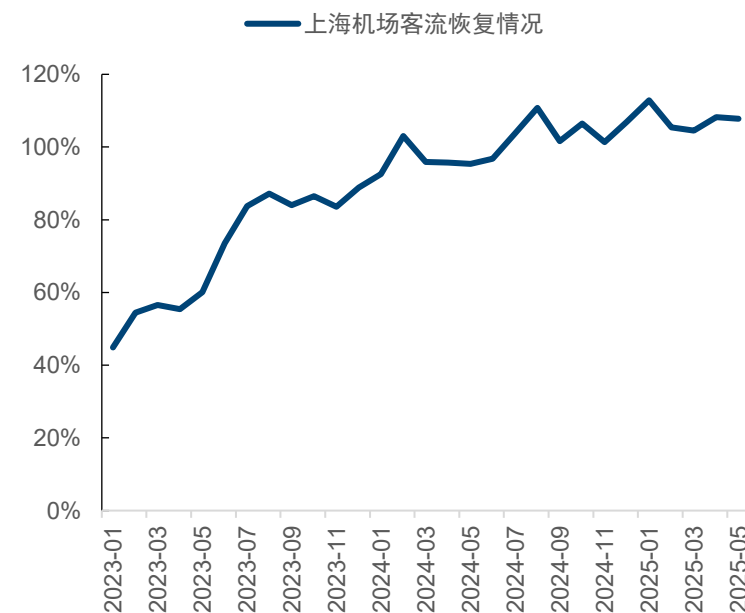
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：海南机场客流情况



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：上海机场客流恢复情况



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

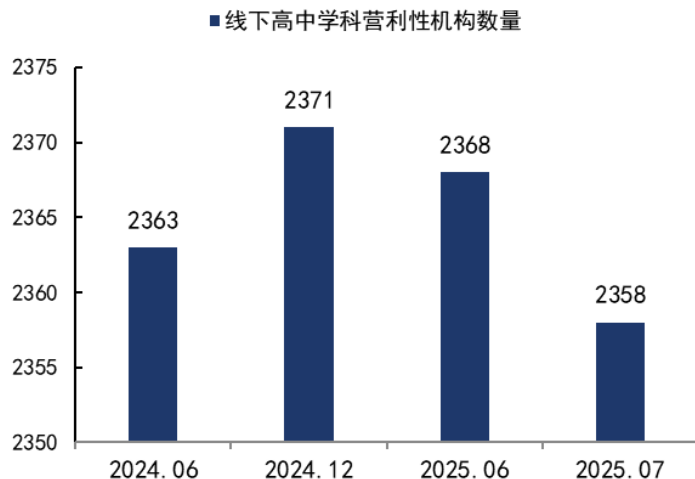
教育：K12教育投资守正，职业教育与AI主题投资出奇

■持续推荐K12教育赛道，关注暑期招生竞争格局动态优化进程。K12教育赛道仍具长坡厚雪特征，监管环境边际清晰，教育消费刚需韧性凸显，且10年内高考备考红利期持续。边际上建议关注K12教培竞争格局动态优化进程，双减四周年后尾部机构及个人工作室面临存量生源毕业带来的招生困境，新流量有望向教研实力强、品牌壁垒高的头部教培企业集中。

■持续推荐受益于就业环境变化的蓝领职业技能培训赛道。随高中及以上学历劳动力数量逐步扩张，技能型人才愈发重要，蓝领强技能培训赛道持续受益于结构性需求变化，维持推荐赛道龙头中国东方教育，边际上建议关注公司秋季招生进展。

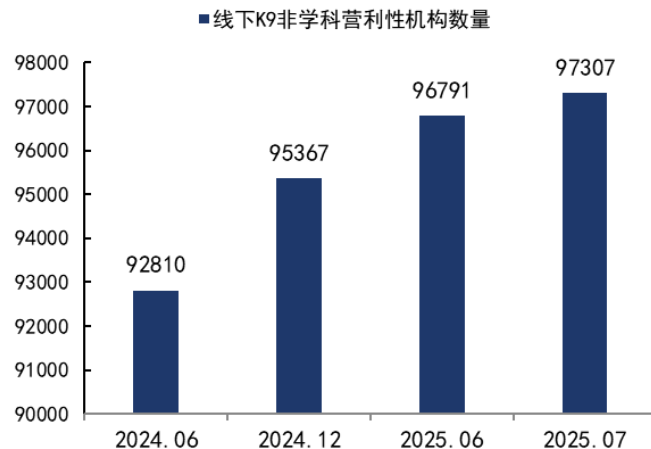
■建议关注AI教育新品陆续发布对教育赛道的持续催化。AI技术有望改善教育供给的“高质量、大规模、个性化”不可能三角。近期AI教育领域产品持续落地，近期新东方、天立国际控股、豆神教育也相继召开AI教育产品发布会，其中豆神教育预计2025年7月21日进一步发布超练作文产品，AI教育新品陆续发布有望持续催化教育行业，建议关注有道，天立国际控股、粉笔、豆神教育、新东方-S、好未来等公司。

图：线下K9非学科营利性机构数量（单位：家）



资料来源：校外监管平台，国信证券经济研究所整理

图：线下K9非学科营利性机构数量（单位：家）



资料来源：校外监管平台，国信证券经济研究所整理

重点公司盈利预测及估值



附表：重点公司盈利预测及估值										
公司代码	公司名称	收盘价 25-7-7	投资评级	EPS			PE			
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
601888.SH	中国中免	61	优于大市	2.06	2.34	2.68	30	26	23	
600515.SH	海南机场	4	优于大市	0.04	0.06	0.08	90	57	47	
600754.SH	锦江酒店	22	优于大市	0.85	1.11	1.36	26	20	16	
600258.SH	首旅酒店	14	优于大市	0.72	0.82	0.95	20	17	15	
1179.HK	华住集团-S	25	优于大市	1.20	1.50	1.73	21	16	14	
ATAT.O	亚朵	258	优于大市	9.47	12.16	15.10	27	21	17	
301073.SZ	君亭酒店	23	优于大市	0.15	0.30	0.45	157	77	52	
605108.SH	同庆楼	19	优于大市	0.38	0.85	1.30	49	22	15	
603043.SH	广州酒家	16	优于大市	0.87	0.97	1.07	18	16	15	
9922.HK	九毛九	3	优于大市	0.04	0.15	0.21	65	17	12	
6862.HK	海底捞	14	优于大市	0.84	0.97	1.10	16	14	13	
9987.HK	百胜中国	48	优于大市	2.46	2.64	2.82	20	18	17	
2150.HK	奈雪的茶	2	优于大市	0.06	0.14	0.24	26	11	6	
2097.HK	蜜雪集团	502	优于大市	11.69	14.58	17.51	43	34	29	
1364.HK	古茗	26	优于大市	0.65	0.84	1.06	40	31	24	
3690.HK	美团-W	114	优于大市	7.16	7.32	9.61	16	16	12	
9961.HK	携程集团-S	445	优于大市	25.28	25.56	29.34	18	17	15	
0780.HK	同程旅行	19	优于大市	1.19	1.41	1.66	16	14	12	
300144.SZ	宋城演艺	9	优于大市	0.40	0.43	0.50	21	20	17	
603136.SH	天目湖	13	优于大市	0.39	0.47	0.56	34	28	24	
000888.SZ	峨眉山A	14	优于大市	0.45	0.55	0.62	32	26	23	
002159.SZ	三特索道	15	优于大市	0.93	1.04	1.16	17	15	13	
600138.SH	中青旅	10	优于大市	0.48	0.62	0.77	20	16	13	
603199.SH	九华旅游	36	优于大市	1.68	1.95	2.18	21	18	17	
002033.SZ	丽江股份	9	优于大市	0.41	0.46	0.51	22	19	17	
600054.SH	黄山旅游	12	优于大市	0.43	0.44	0.49	27	27	24	
603099.SH	长白山	39	优于大市	0.60	0.73	0.85	65	53	46	
300662.SZ	科锐国际	29	优于大市	1.04	1.44	1.72	28	20	17	
600861.SH	北京人力	20	优于大市	1.40	2.06	1.78	14	10	11	
BZ.O	BOSS直聘	17	优于大市	2.79	3.51	4.51	6	5	4	
6100.HK	同道猎聘	3	优于大市	0.26	0.36	0.41	13	9	8	
1797.HK	东方甄选	12	优于大市	0.97	1.12	1.27	13	11	10	
0839.HK	中教控股	3	优于大市	0.77	0.84	0.90	3	3	3	
9901.HK	新东方-S	5	优于大市	0.23	0.28	0.35	23	19	15	
605098.SH	行动教育	36	优于大市	2.26	2.55	2.91	16	14	12	
000526.SZ	学大教育	47	优于大市	1.48	2.06	2.47	32	23	19	
0667.HK	中国东方教育	6	优于大市	0.23	0.28	0.33	27	22	19	
2469.HK	粉笔	2	优于大市	0.26	0.33	0.40	9	7	6	
1773.HK	天立国际控股	4	优于大市	0.27	0.37	0.50	14	10	8	
300795.SZ	米奥会展	15	优于大市	0.60	0.90	1.07	25	17	14	

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理 注：其中百胜中国、新东方-S为美元

- 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。

免责声明

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

分析师承诺

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。

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
GUOSEN SECURITIES

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楼

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