

社服行业10月投资策略： 双节出游韧性增长，Q4兼顾高景气方向与周期预期修复

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

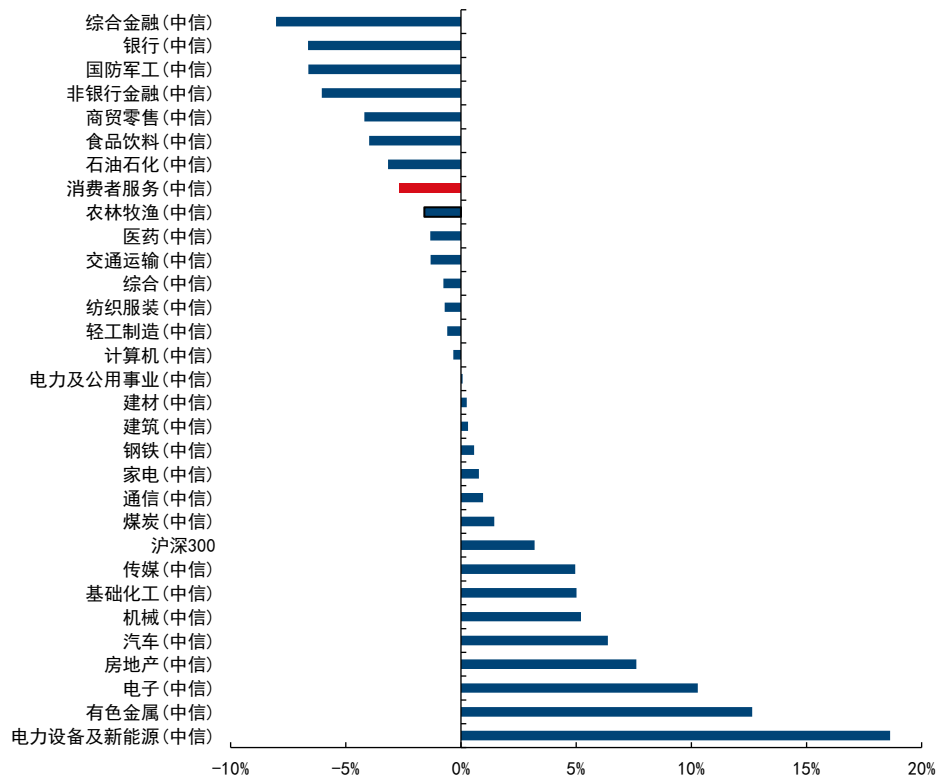
- **行情回顾：**9月板块跑输大盘，低估值且存在边际改善信号标的或区域题材相对领涨。2025.9.1-9.30 A股消费者服务板块涨2.69%，跑输沪深300 5.89pct；2025.9.1-10.6港股消费者服务板块涨0.27%，跑输中信港股通指数6.68pct，其中国庆假期跌1.78%，跑输2.15pct。个股来看，低估值且出现边际改善信号如行动教育、港股高教板块等，以及区域题材如海南自贸港相关个股相对领涨。
- **子板块观点：**
 - **出行链赛道：**国庆双节假期旅游需求韧性增长，10月1日—8日全社会跨区域人员流动量预计同比（2024年国庆日均）增长6.2%，好于节前交通运输部预测的3.2%，拼假模式助力长线游占比提升，其中长白山10月1日-3日客流增长22%、10.5中免三亚免税店销售额破亿表现突出。展望后续，四季度进入出行淡季，一是重点关注细分景气方向，如用户思维主导的酒店+零售体验经济新模式（双十一零售业务有望带来催化）、处于扩容周期的冰雪经济相关景区、产业链话语权更强的OTA平台等；二是兼顾顺周期预期拐点，其中免税四季度旺季随基数回落有望进入相对企稳阶段，酒店板块跟踪随供需再平衡降幅边际收窄；三是关注政策增量，如服务消费、海南自贸港与市内免税店等。
 - **连锁餐饮赛道：**统计局数据显示餐饮消费环比触底企稳，以茶饮、快餐、部分大众餐饮品牌为代表的龙头中期业绩表现也较为亮眼。展望后续，重点关注优质大众餐饮龙头成长潜力，目前估值低估背后主要反应市场对正餐模型门店持续扩张能力的担忧，但考虑部分龙头已经在单店模型与餐品SKU上做出诸多调整，后续伴随着扩张能力的持续验证，我们认为优秀大众餐饮龙头价值有望重新被市场定价重估。其次，在外卖平台补贴渐进退坡下，茶饮龙头均有不同程度股价回撤，且解禁边际也带来了情绪压制，但长期看具备供应链与性价比优势的龙头依然有望持续巩固竞争份额，关注回调后配置机会。
 - **教育人服赛道：**1) 外部不确定性边际减弱，企业家信心呈现修复态势，企业家培训、职业技能培训、人服赛道标的有望受益；2) 体制内吸纳就业，报考热度有望延续，逐步进入国考备考旺季，关注赛道催化；3) DeepSeek发布V3.2-Exp模型、Sora2音视频模型推出，AI教育产品有望受益于模型持续迭代；4) 疫后从供给缺失过渡到品质优先，推荐低估值、高品质的K12教培机构。
- **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。
- **投资建议：**结合目前经济环境和市场风格，建议配置携程集团-S、亚朵、同程旅行、BOSS直聘、小菜园、古茗、蜜雪集团、豆神教育、卓越教育集团、中国中免、长白山等。

板块行情回顾：9月社会服务板块跑输大盘



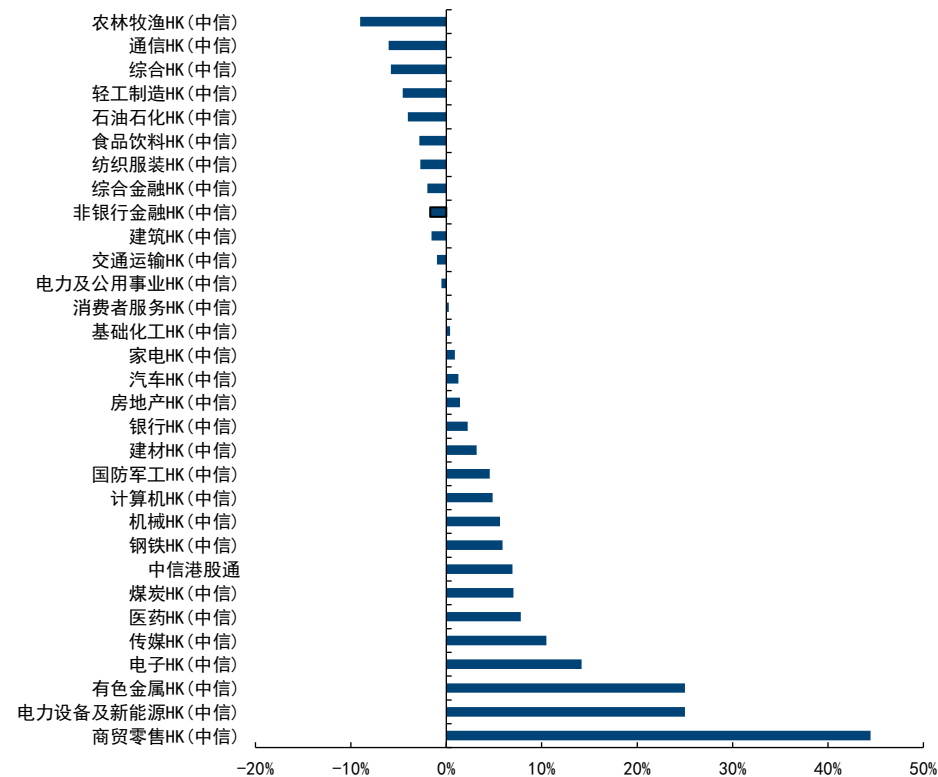
■ 行情回顾：9月A股社服板块跌2.69%，港股社服板块涨0.27%。2025.9.1-9.30 A股消费者服务板块涨2.69%，跑输沪深300 5.89pct；2025.9.1-10.6港股消费者服务板块涨0.27%，跑输中信港股通指数6.68pct，其中国庆假期跌1.78%，跑输2.15pct。

图：2025.9.1-9.30 A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：2025.9.1-10.6 港股板块涨跌幅（以中信行业指数分类）



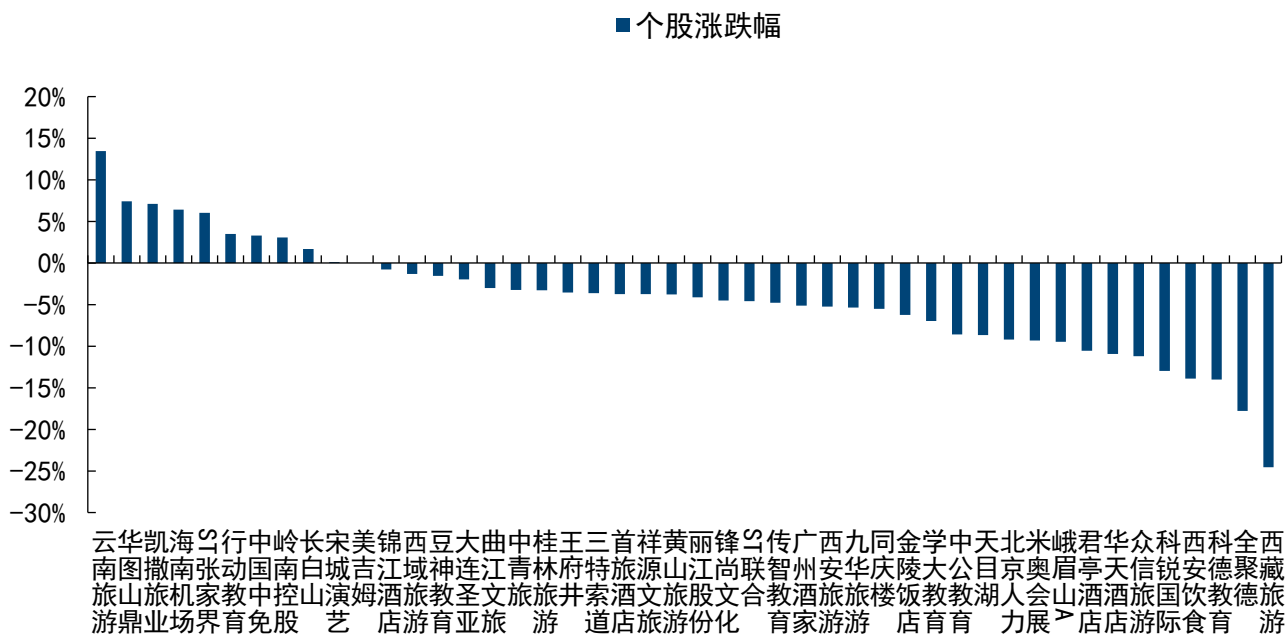
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

个股行情回顾：低估值且存在边际改善信号个股领涨

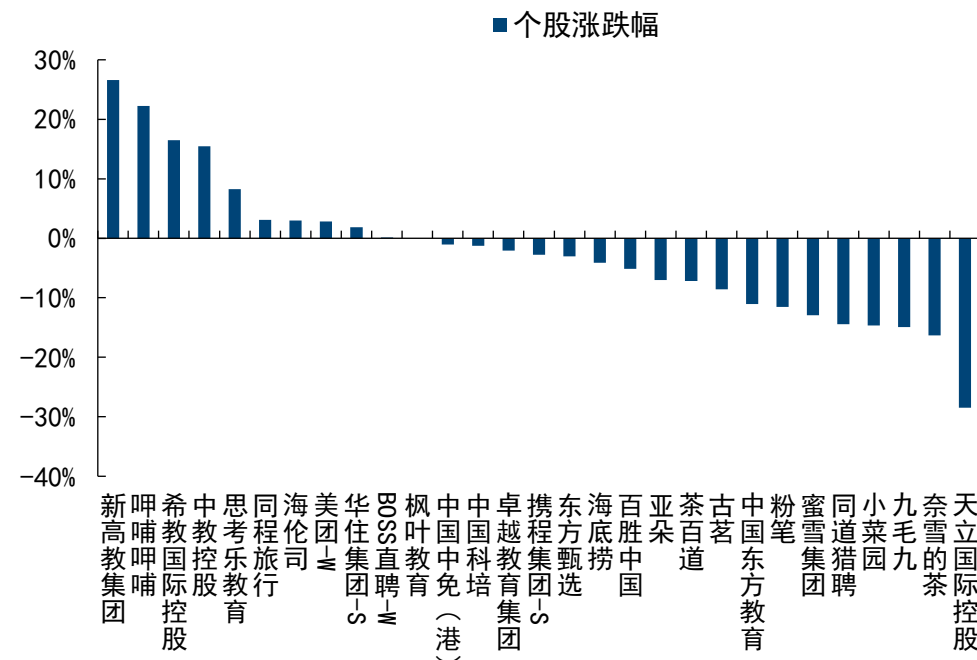


- **A股区域主题、低估值个股领涨。**9月A社服板块涨幅前五（非ST个股）分别是云南旅游、华图山鼎、凯撒旅业、海南机场、行动教育，跌幅前五分别为西藏旅游、全聚德、科德教育、西安饮食、科锐国际。
- **港股高教板块领涨。**9月港美股社服板块涨幅前五分别是新高教集团、呷哺呷哺、希教国际控股、中教控股、思考乐教育，跌幅前五分别为天立国际控股、奈雪的茶、九毛九、小菜园、同道猎聘。
- **总体上9月表现居前的方向有：**1) 低估值且存在边际改善信号，如行动教育、港股高教板块等；2) 区域个股，如海南自贸港相关。

图：2025. 9. 1-10. 6 A股板块个股涨跌幅



图：2025. 9. 1-10. 6 港美股板块个股涨跌幅



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

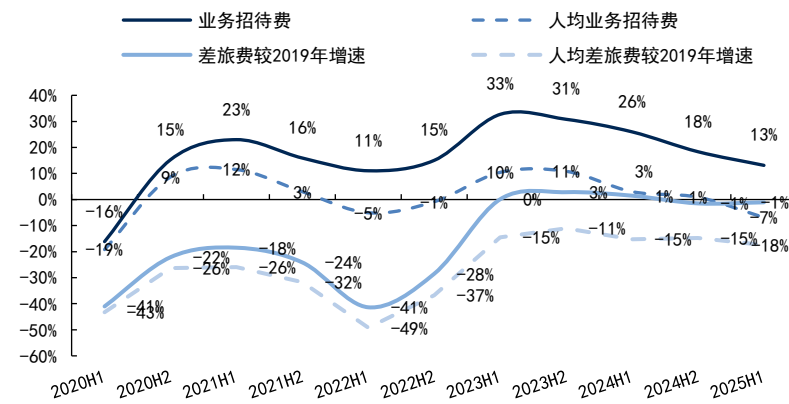
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

出行链回顾：C端出行消费韧性增长，B端商务需求处于触底阶段

■ 年初至今消费大盘总体平稳，服务消费呈现结构性景气。1-8月我国社会零售品总额同比增长4.6%，总体增长平稳。结构上服务消费占比提升，1-8月服务消费/商品消费同比增长5.1%/4.8%；参考城镇居民人均消费支出，2025Q1/Q2教育文娱支出增长维持双位数。

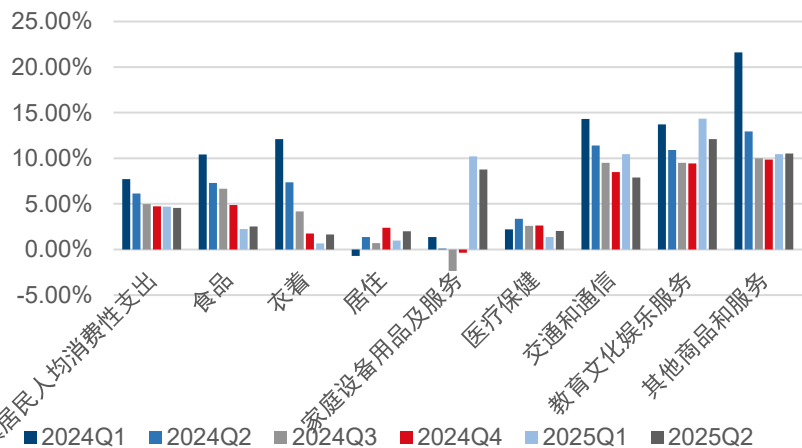
■ C端居民兼顾体验经济与质价比消费，B端商务需求仍处于触底阶段。一方面，居民理性消费趋势延续，兼顾体验经济与质价比消费，其中体验经济更注重自身感受，体现在悦己、注重身心健康、品质升级等方面，比如旅游延续韧性增长。国庆假期旅游需求景气度良好，10月1日—8日累计全社会跨区域人员流动量预计同比（2024年国庆假期7天日均）增长6.2%，好于节前交通运输部预测的3.2%。另一方面，商务需求与经济周期挂钩，伴随政策纠偏等落地禁酒令对商务需求的扰动有望逐步缓解，后续随需求基数回落预计有望逐步探底企稳。

图：商旅出行尚处于渐进修复（以A股上市公司为例）



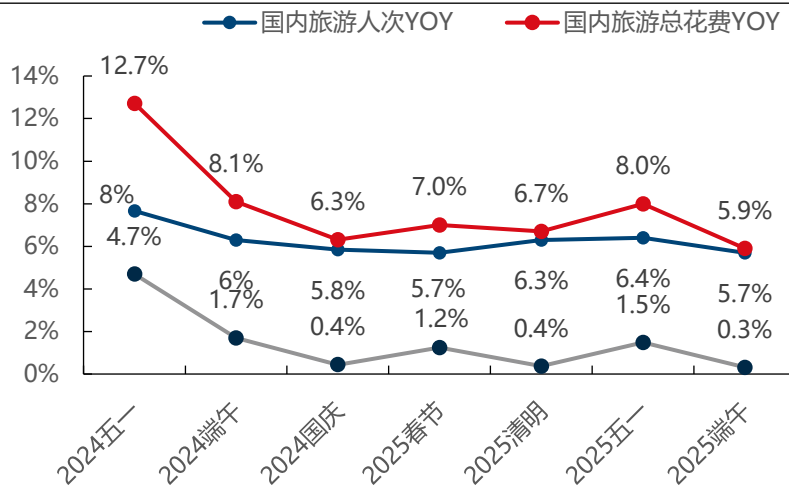
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：教育文化娱乐服务支出增速高于其他



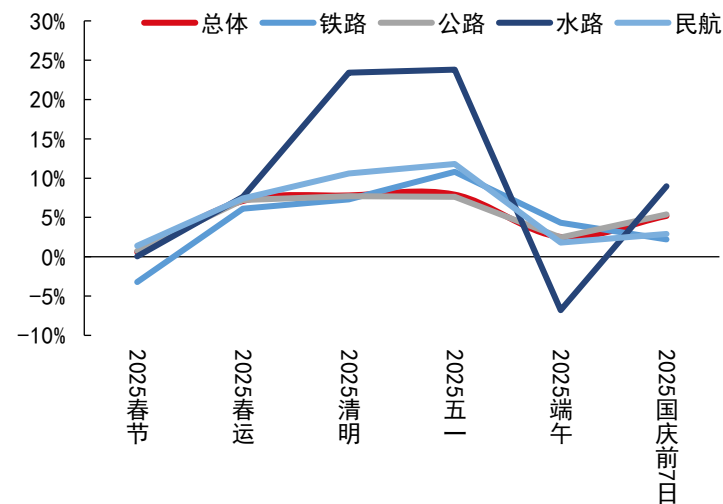
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：国内游情况



资料来源：文旅部、国信证券经济研究所整理

图：全社会跨区域流通人次同比增长



资料来源：交通运输部、国信证券经济研究所整理

■ 出行链展望：

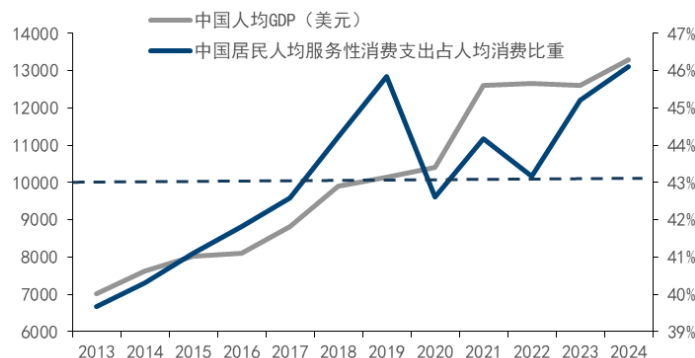
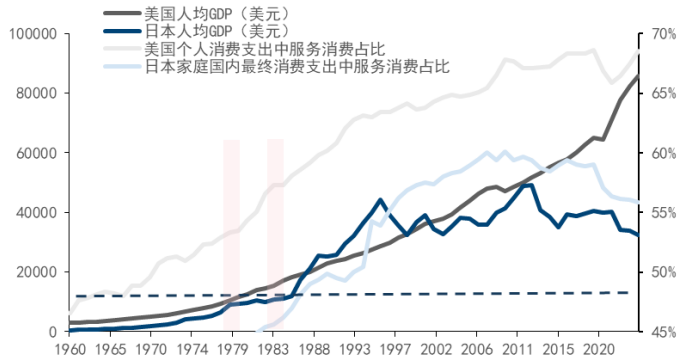
- 1) 政策加码，对标海外服务消费潜力大。2025年9月，商务部等9部门联合发布《关于扩大服务消费的若干政策措施》，这预计是继2024年7月《国务院关于促进服务消费高质量发展的意见》、2025年3月《提振消费专项行动方案》后的进一步细化举措。该政策涉及多方面，包括扩大服务业对外开放以增强供给、优化学生假期安排、推进入境游政策便利化等。在系列政策推动下，免签国家持续扩容，2025年上半年外国人出入境达3805.3万人次，同比+30.2%；其中免签入境外国人1364万人次，占入境外国人的71.2%，同比+53.9%。从国际经验来看，美国、日本在人均GDP突破1万美元后，服务消费便迎来快速增长阶段。我国2024年人均GDP已超1.3万美元，当年居民人均服务性消费支出同比增长7.4%，占人均消费支出比重为46.1%，对人均消费支出增长的贡献率达63%。对比发达国家，我国服务消费后续仍有较大提升空间，中改院预计到2030年我国居民服务消费支出占人均消费支出比重有望突破50%，正式迈入服务型消费社会。

图：政策汇总

政策名称	发布时间	发布主体	主要内容
《国务院关于促进服务消费高质量发展的意见》	2024/7/29	国务院	挖掘基础型消费潜力：餐饮住宿消费、家政服务消费、养老托育消费；激发改善型消费活力：文化娱乐消费、旅游消费、体育消费、教育和培训消费、居住服务消费（家政）；培育壮大新型消费：数字消费、绿色消费、健康消费
《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》	2025/1/9	国务院办公厅	发挥文化赋能、旅游带动作用，深化“文旅+百业”、“百业+文旅”，提升产品供给能力，丰富消费业态和场景，更好满足人民群众多样化、多层次、多方面的精神文化需求，增强人民群众文化获得感、幸福感，着力把文化旅游业培育成为支柱产业
《关于增开银发旅游列车 促进服务消费发展的行动计划》	2025/1/16	商务部、文化和旅游部、国铁集团等9单位	充分发挥我国铁路网络化运营和安全、舒适、便捷优势，健全旅游列车市场化开行服务保障机制，鼓励和支持各类社会资本参与银发旅游列车投资和运营，扩大服务供给，积极培育服务消费新增长点，更好满足银发群体旅游服务需求。到2027年，构建覆盖全国、线路多样、主题丰富、服务全面的银发旅游列车产品体系，银发旅游列车服务标准体系基本建立，形成一批主题旅游列车品牌，银发旅游列车开行数量、旅客运输量较2024年实现较大幅度增长。
《优化消费环境三年行动方案（2025—2027年）》	2025/2/17	市场监管总局等5部门	到2027年，消费供给提质、消费秩序优化、消费维权提效、消费环境共治、消费环境引领等五大行动深入开展，供给质量不高、市场秩序失范、维权效能不足等问题得到系统治理，商品、服务质量显著提高，消费风险明显降低，消费纠纷源头治理效果显著，经营者诚信意识普遍增强，消费便利度、舒适度、满意度大幅提升，全国消费环境明显优化。
《提振消费专项行动方案》	2025/3/16	中共中央办公厅、国务院办公厅	通过 30 条举措，从提升消费能力、供给质量、增强消费意愿等方面发力，如实施城乡居民增收促进行动，开展服务消费提质惠民行动，加大消费品以旧换新力度等；还涉及保障休息休假权益，鼓励带薪年假与小长假连休，鼓励有条件的地方探索设置中小学春秋假。
《关于进一步优化离境退税政策扩大入境消费的通知》	2025/4/26	商务部等6部门	推动离境退税商店增量扩容；丰富离境退税商品供给；提升离境退税服务水平
《个人消费贷款财政贴息政策实施方案》	2025/8/4	财政部、中国人民银行、金融监管总局	贴息范围包括单笔5万元以下消费，以及单笔5万元及以上的家用汽车、养老生育、教育培训、文化旅游、家居家装、电子产品、健康医疗等重点领域消费。对于单笔5万元以上的消费，以5万元消费额度为上限进行贴息。政策到期后，可视实施效果研究延长政策期限、扩大支持范围。
《关于释放体育消费潜力进一步推进体育产业高质量发展的意见》	2025/9/4	国务院	一是扩大体育产品供给，丰富体育赛事活动，优化赛事服务管理，发展户外运动产业，培育壮大冰雪经济，推动体育用品升级。二是激发体育消费需求，拓展体育消费场景，举办体育消费活动，实施消费惠民举措，扩大体育消费群体。三是壮大体育经营主体，做大做强体育企业，搭建优质对接平台，深化体育产业交流合作。四是培育体育产业增长点，深化行业融合发展，促进区域协调发展，推动体育数字化发展。五是强化产业要素支撑，加强人才队伍建设，加大金融支持力度，丰富体育场地供给。六是提升服务保障水平，营造良好市场环境，做好体育产业统计监测工作。
《关于扩大服务消费的若干政策措施》	2025/9/16	商务部、国家发展改革委、教育部等9部门	一是培育服务消费促进平台，包括实施提质惠民行动、开展消费新业态新模式新场景试点城市建设；二是丰富高品质服务供给，涵盖扩大服务业开放、提升文化与文博场馆服务、促进体育发展、培育多元教育培训市场、加强养老托育服务、增加中高端医疗供给；三是激发服务消费新增量，如吸引境外人员入境消费、拓展数字服务消费、优化学生假期安排；四是加强财政金融支持，通过支持设施建设、引导社会资本、扩大信贷投放、加大消费信贷支持与财政贴息，降低经营主体成本；五是健全统计监测制度。

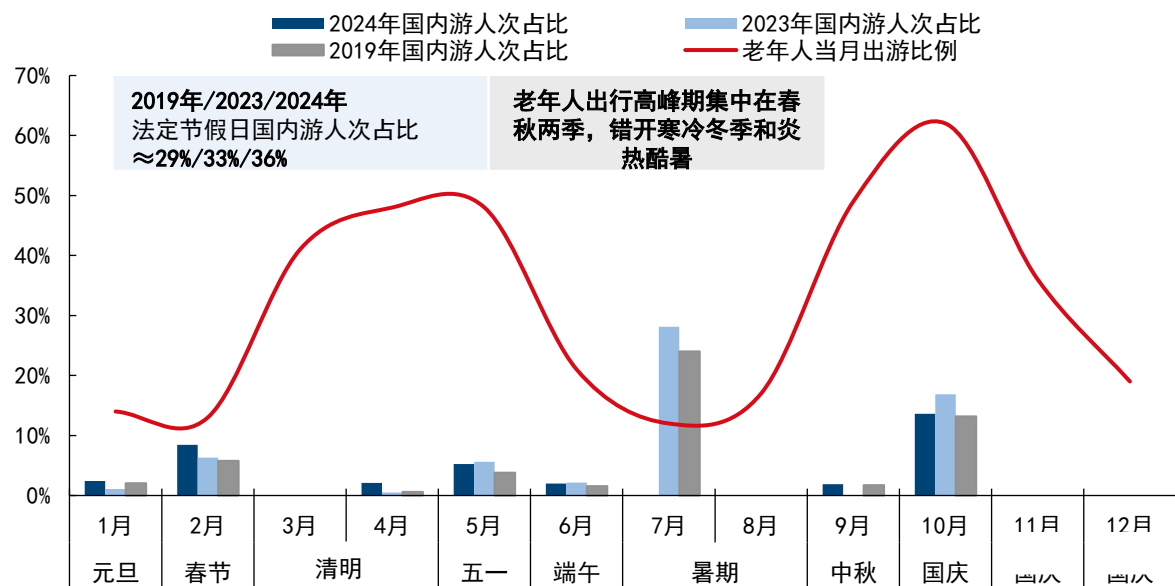
出行链展望——政策：服务消费政策加码，关注更多区域春秋假落实

图：我国服务性消费占比有提升潜力



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：节假日占全年国内游人次与收入比重



资料来源：文化旅游部、数据宝，国信证券经济研究所整理

图：各地春秋假探索

地区	春假时间	秋假时间	主要特点
浙江杭州	4月底 (2025年为4.28-30)	10月底 (2025年为9.28-30)	2004年起步，提供托管服务，与五一/国庆相连形成长假
湖北利川	清明后 (2025年为4.7-8)	-	与清明假期相连，组织综合实践活动
湖北恩施州	不少于1周	不少于1周	与法定节假日或双休日衔接
浙江舟山	2026年五一后3天	2025年11.19-21 (3天)	分年级试行
广东佛山	2026年五一前后 (2天)	2025年11.12-14 (3天)	全市义务教育阶段试点，总5天
新疆乌鲁木齐	4月底 (2025年为4.28-30)	12月初“雪假” (2025年为12.1-5)	全疆首个“春假+雪假”模式，结合本地冰雪与春季旅游资源，组织研学及文体活动
江苏	鼓励五一前3个工作日	鼓励国庆前3个工作日	非硬性要求，各设区市研究安排
四川成都	待定	待定	支持学校在征求家长意见基础上灵活调整教学计划

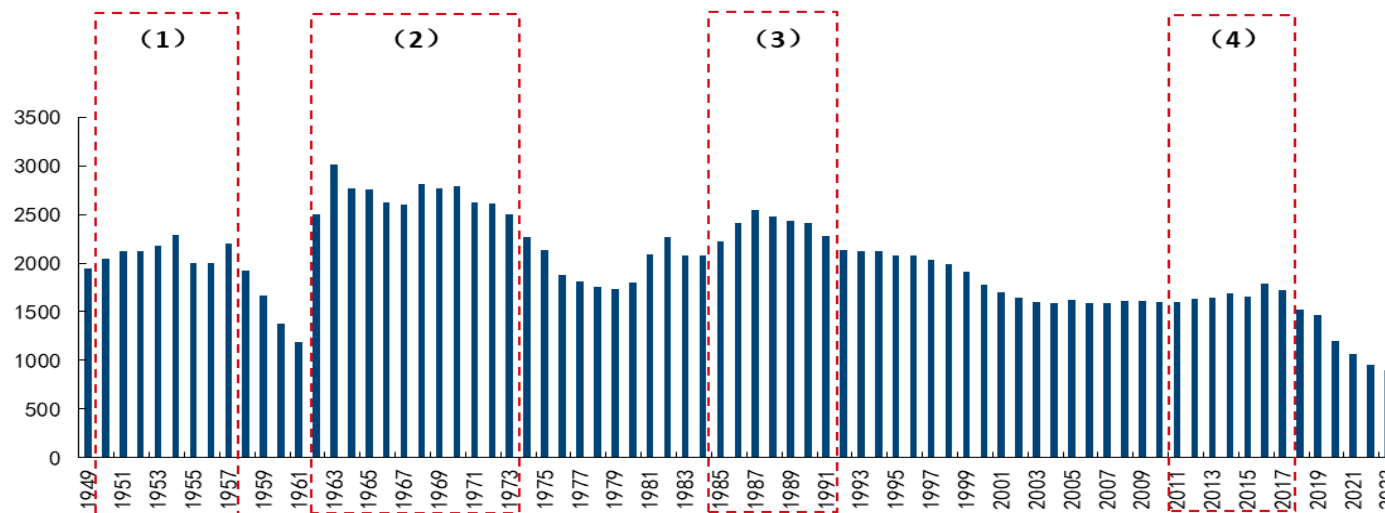
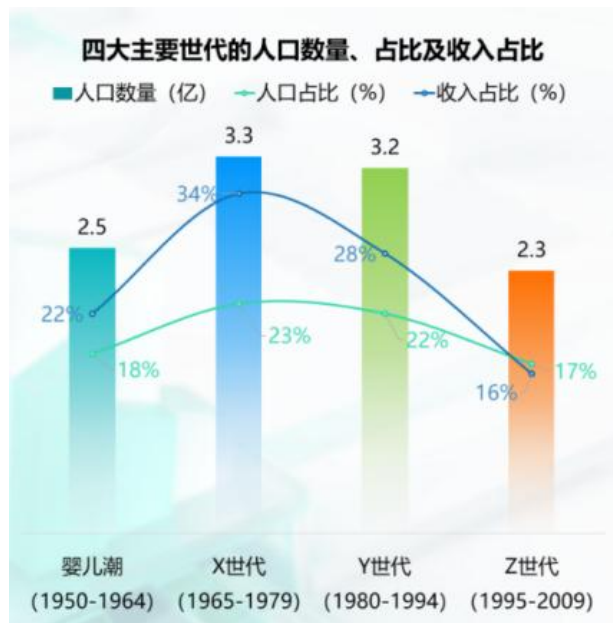
资料来源：地方政府官网，学校官网，国信证券经济研究所整理

■ 出行链展望：

- 2) 从人口结构看，关注Z世代与银发经济。Z世代以单身学生与普通职员为主，在餐饮、宠物、文化娱乐类的消费占比、金额及增速显著高于其他世代，年轻客群为互联网原住民（Questmobile调研显示90后/00后月人均上网时长比全网群人多17%），注重追求社交、情感陪伴与健康观念；根据麦肯锡2024、2025年连续两年问卷调查，Z世代对宏观经济和家庭财务状况态度维持相对乐观。我国新中国成立后经历4波人口出生高峰，其中1962年-1973婴儿潮每年出生人口2500多万，目前这一批次人口正在进入退休期；高线城市这部分人群曾经历改革开放经济发展期，拥有较强的资金支配自主性；根据麦肯锡消费趋势调查，这部分人群2024年曾是最乐观的群体，尽管2025年信心有所回落，但依然追求更高生活质量。

图：四大主要世代人口数量、占比及收入占比

图：新中国成立以来我国出生人口分布



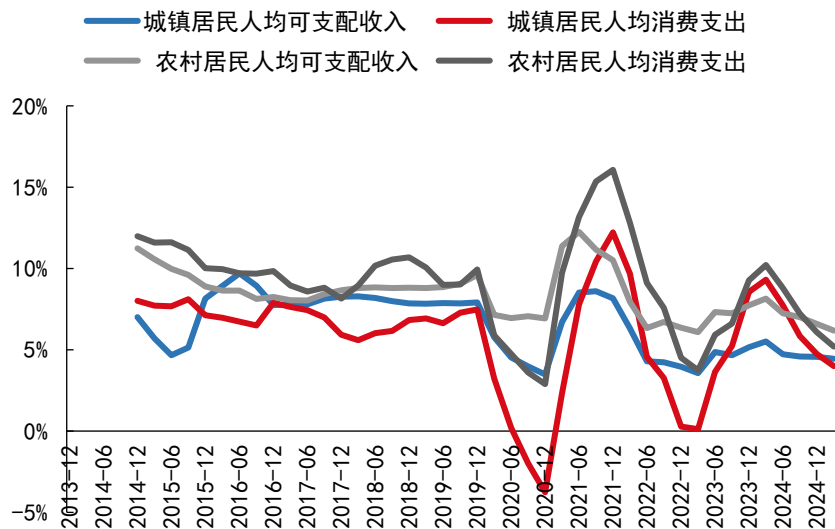
资料来源：MobTech研究院，国信证券经济研究所整理

资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

■ 出行链展望：

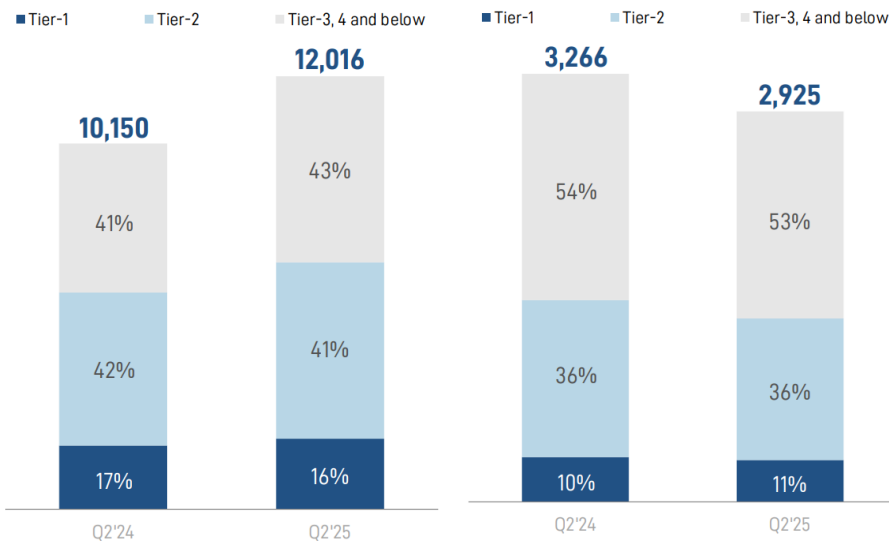
- 3) 出海与下沉提供增量。一方面，目前国内经济背景下低线城市客户仍在消费升级道路上，“需求未饱和”阶段家电、汽车、服务消费渗透率低，随收入提升边际消费释放空间远大于城镇。以深耕非一线城市的同程为例，25Q2平台上酒店预订业务ADR优先行业实现正增长，源于平台用户从低端酒店转往中端酒店的趋势在加快，同时平台月付费用户连续3个季度付费用户数在9%以上。又如华住集团，三大拳头品牌新模型积极拥抱下沉市场，集团储备店中三线及以下城市占比53%。另一方面，出海探索是企业获取增量重要途径，如携程把握出海发展窗口期及入境政策红利，国际平台以规模为先战略下保持投放增加与较快扩张，已经逐步在亚洲多个区域（如中国香港、新加坡）得到验证，Trip.com预定量增速连续处于60%以上，带动总体收入维持15%以上增速，需耐心等待分部利润释放。

图：农村居民人均可支配收入与人均消费支出增速领先



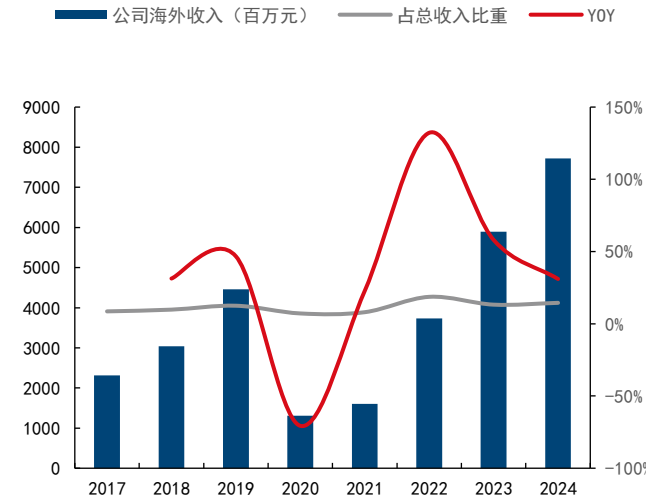
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：华住在营门店（左）与储备店（右）中不同城市分布



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图：携程海外收入占比

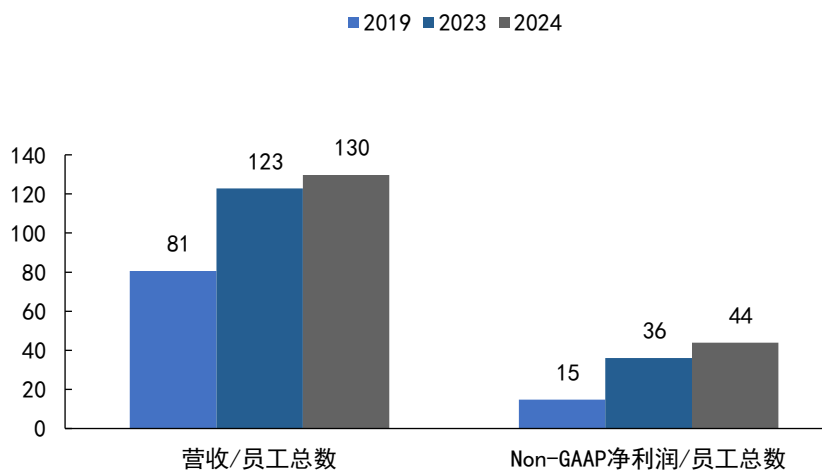


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

■ 出行链展望：

- 4) AI技术变革助力企业提效。AI技术发展提升效率，以OTA为例，OTA本质为线上预订+线下履约的模式，旅游产业链相对复杂，客服、开发团队等固定人员费用占比不低，补贴营销效率亦有优化空间，其中AI技术发展助力客服成本优化、编码效率提升、营销广告投放与流程效率优化，从而提升ROI。从网约车行业看，2025年以来Robotaxi商业化节奏显著提速，技术-政策-商业化Robotaxi产业飞轮逐步形成，中线有望重塑Robotaxi盈利模型。从酒店行业来看，收益管理能力是产品基础上影响营收的关键变量，龙头企业在区域达到一定市占率规模后可通过统筹区域内酒店调价实现一盘棋更优化发展。

图：携程集团人均创利情况



图：OTA龙头加码生成式AI布局

	平台	分类	名称	发展	功能
Booking	Booking	智能助手	AI Trip Planner	2023年6月推出，逐步从美国到覆盖其他国家	个性化旅行规划、智能搜索与筛选、即时问答、行程规划与优化、用户评价总结
	Priceline		Penny	2023年6月推出，从结算页面调整至预订全流程，并新拓展实时语音交流	多场景旅行预订、智能行程管理、个性化推荐、价格追踪与优惠管理、实时对话
	KAYAK		Ask Kayak、PriceCheck		个性化旅行规划、截图全网比价
	Open Table		AI语音机器人	2024年推出	协助餐馆回应客户电话并智能更新订单
	Agoda	内部开发	无外部应用		用于客户服务、软件开发、内容生成、财务、人力，其中尤其聚焦产品开发，AI智能编码份额增加
Airbnb	Airbnb	智能客服	AI驱动的客户支持	预计2025年夏季发布	智能客户服务，未来几年从旅行平台到生活方式平台
Expedia	Expedia	智能助手	Romie	2024年5月推出	个性化旅行规划、智能搜索与筛选、实时行程更新与动态服务、多平台集成与群聊、推荐与预订支持、智能行程管理、故障处理与实时支持
携程	携程	智能助手、榜单	携程问道	2023年7月推出	“问道”助手、境外TripGenie、榜单推荐、生成可分享的交互日程表
	去哪儿	智能助手	万能小骆驼		定制行程、旅行答疑
同程	同程	智能助手	同程程心	2024年10月上线	智能问答、行程规划、个性化推荐，腾讯元宝品牌智能体专区搭载的首批旅游类应用。
马蜂窝	马蜂窝	智能助手	AI小蚂	2024年12月上线	实时问答、行程线路规划和在线旅行向导；AI小蚂以具身智能机器狗形态在贵州景区首次亮相，搭载语音识别、手势交互功能，提供景点讲解、路线推荐及娱乐互动。

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

子行业——OTA：在出行产业链中景气度居前，格局向好推动国内利润稳步释放

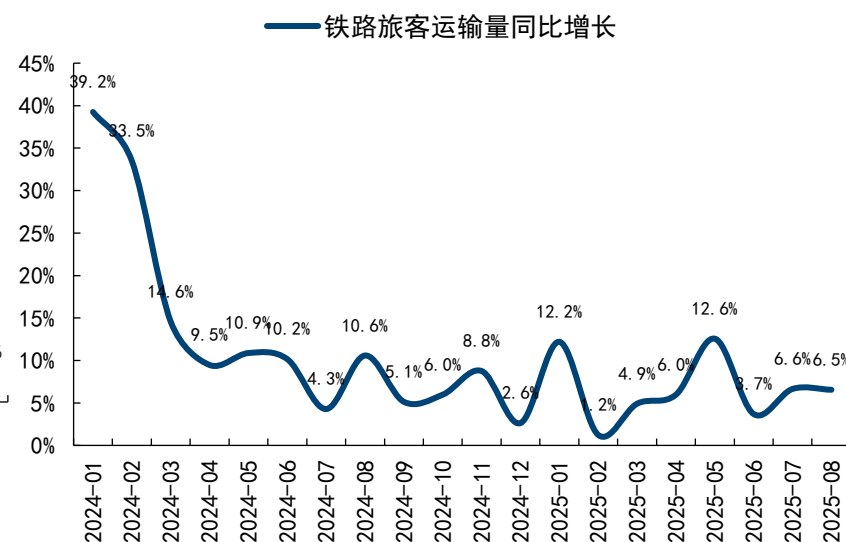
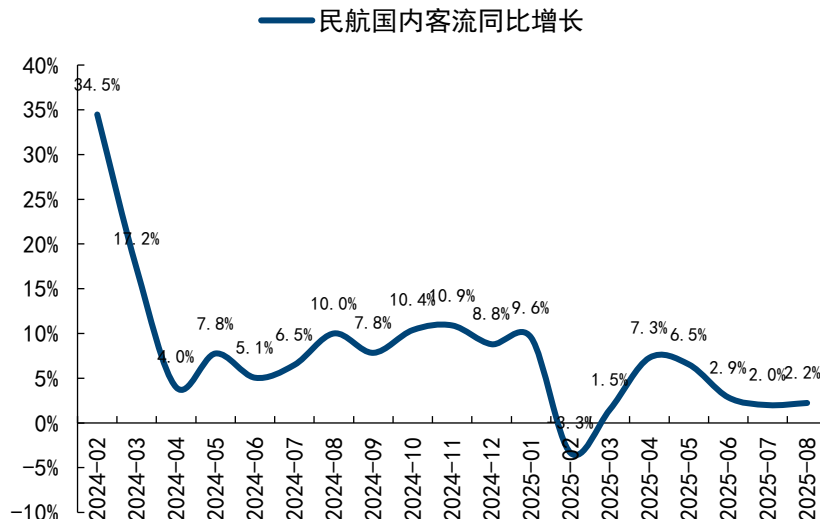
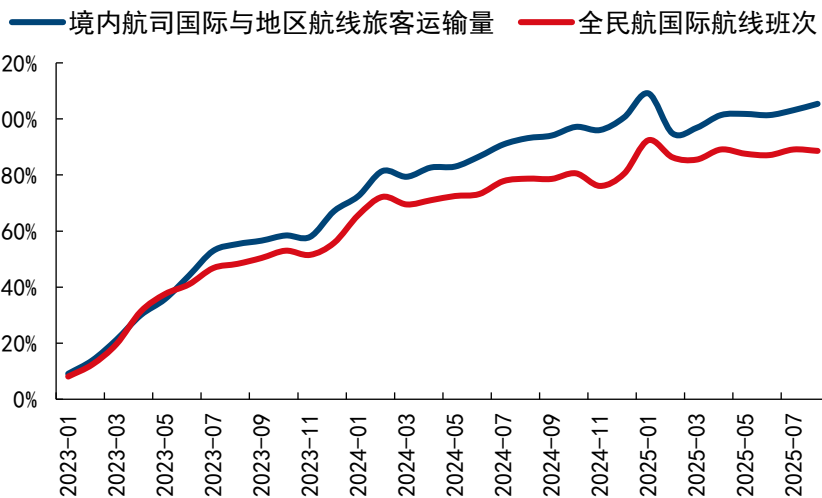


- **跟踪：国内出行趋势平稳，出境游常态化增长。** 1) 量：国内方面，8月铁路旅客运输量同比增长6.5%、民航国内客流同比增长2.2%；全民航国际航班班次恢复至2019年的88.6%，同比增长12.6%。 2) 价：根据航班管家DAST数据，8月份民航国内经济舱平均票价同比下滑5.5%。
- **观点：在出行产业链中景气度居前，出海积极进展有望打开估值空间。** 自去年OTA在出境游快速修复及国内话语权提升推动预期提升后，今年伴随整体需求增长回归常态化，以及海外投资对短期利润率扰动等影响OTA行情表现偏震荡。携程与同程代表高线与低线城市的旅游β，携程Q2收入超预期核心来自国内酒店间夜增长，而国际业务拉动收入连续两季度增长超16%；同程国内机酒业务稳步扩容、出境游带动向上增量，平台酒店价格优于行业率先转正，同时积极发力酒管等拓展新曲线；行业好格局下，龙头均持续优化营销与补贴效率，国内利润率持续改善。展望后续，OTA有望直接受益于服务消费政策加码，携程国际业务份额提升带动增长中枢，后续若兼顾规模与盈利则利润率有进一步向上空间；同程强化产品丰富度与上游产业链布局承接下沉出游红利，变现强化支撑利润率稳步上行。

图：国际旅客吞吐量

图：国内民航旅客运输量

图：火车旅客运输量



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

子行业——本地生活服务：补贴加大拖累美团经营表现，持续跟踪竞争格局变化

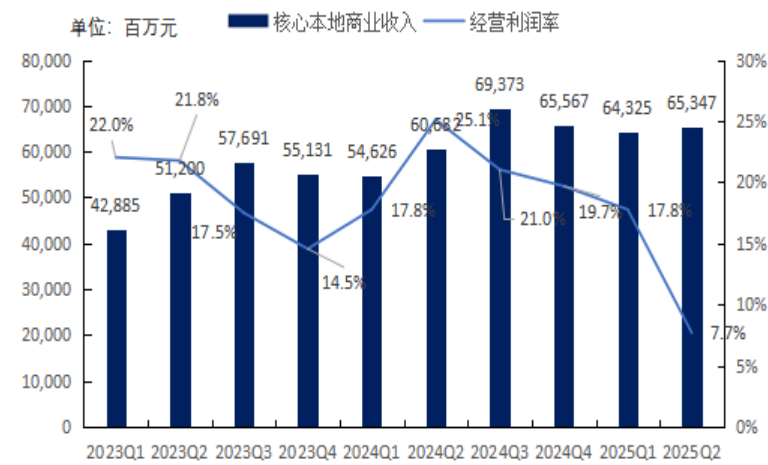
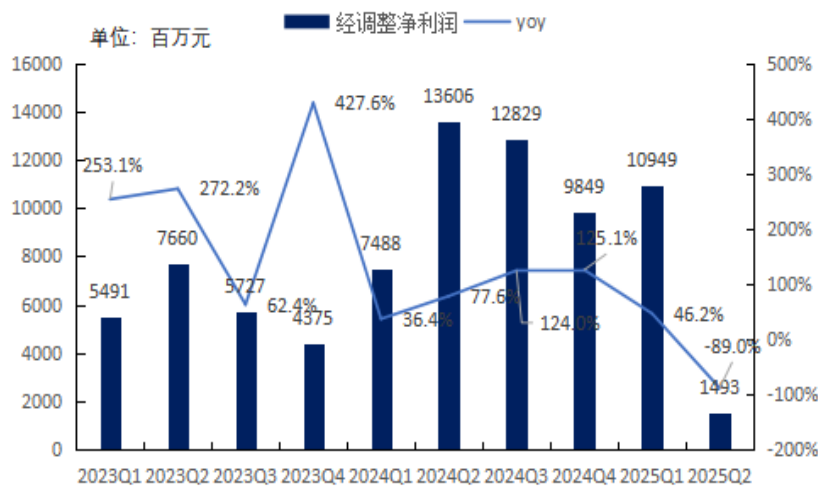
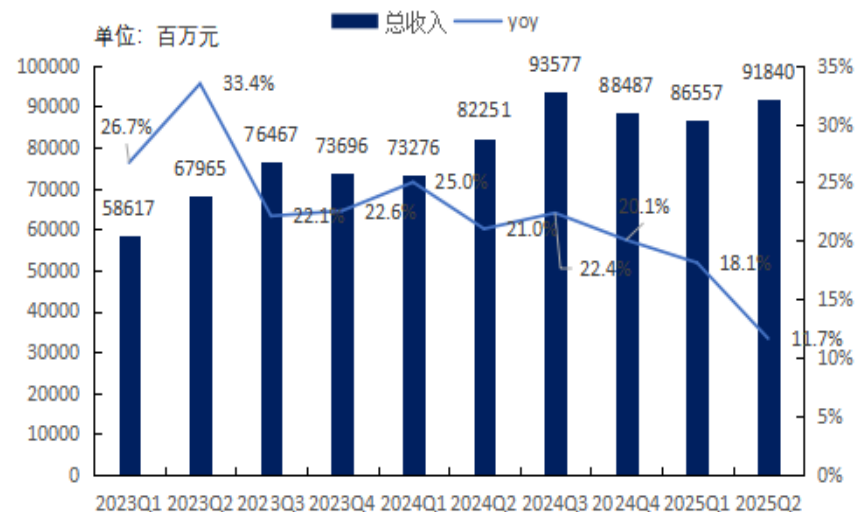


- **跟踪：补贴力度加大，2025Q2利润大幅亏损。**2025Q2，美团收入918.4亿元/+11.7%；经营溢利2.3亿元/-98.0%；经调整溢利为14.9亿元/-89.0%，其中核心本地商业收入653.5亿元/+7.7%，经营溢利37.2亿元/-75.6%。分月度来看，4月影响预计可控，但伴随竞争程度加剧，5-6月预计盈利受影响较大。到家业务方面受补贴扰动本季度预计亏损。到店业务盈利能力相对稳定，短期到店取代到家业务成为主要利润来源。
- **观点：在出行产业链中景气度居前，出海积极进展有望打开估值空间。**考虑到当下竞争加剧现状，公司会持续加大战略性投入，据管理层披露，公司核心本地商业业务在第三季度仍将出现较大规模亏损。目前美团更多把资源侧重在高价值的餐饮单而非在消费弹性较高的茶饮单上，同时补贴和流量扶持优质商家，提升平台商品和服务质量，承诺年底前取消超时惩罚，积极维护自身“C端流量+骑手+商家”生态闭环。展望后续，即时零售市场格局仍存变数，建议持续跟踪赛道竞争动态演变。

图：2023年以来美团季度收入数据

图：2023年以来美团季度经调整利润数据

图：核心本地商业收入及经营利润率



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

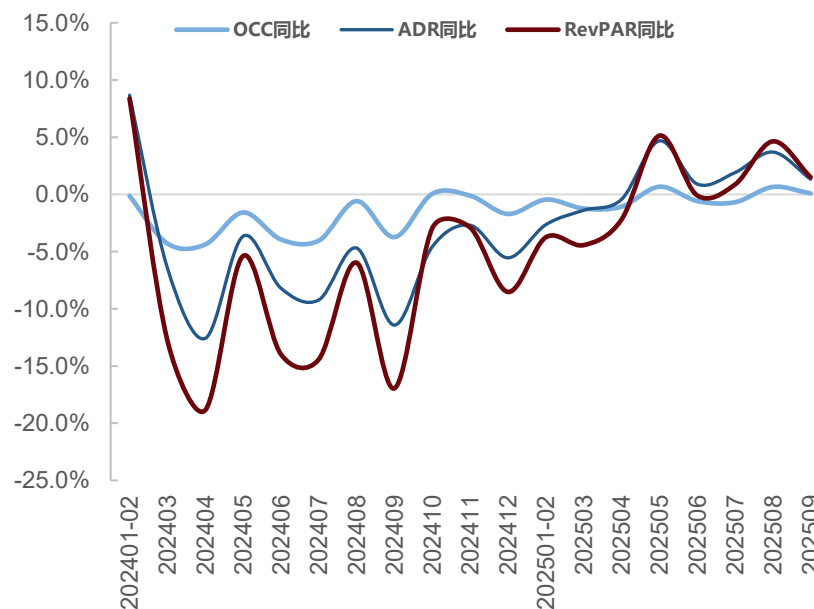
子行业——酒店：短期重视成长确定性龙头，兼顾周期企稳预期

- **跟踪：9月酒店行业继续企稳，供给延续高个位数扩张。**根据酒店之家数据，9月行业周平均RevPAR同比增长1.5%，其中ADR同比+1.3%、OCC+0.1pct；Q3周平均RevPAR同比增长2.4%，其中ADR同比+2.4%、OCC+0.0pct，环比Q2趋势进一步改善（Q2周平均RevPAR+1.0%，其中ADR+1.7%、OCC-0.3pct）。其中供给端延续扩张，9月末行业酒店房间量同比增长8.2%，其中15间房以上房间量同比增长7.4%。
- **观点：中报后龙头股价有所修复，重视成长确定性龙头，兼顾关注周期改善预期。**二季度总体酒店利润释放优于悲观预期，其中亚朵酒店与零售双主业势能均处于上行周期表现最为突出，短期具备较高成长确定性。酒店周期处于供需再平衡阶段，今年以来行业供给增速中高个位数，集团开店速度高于行业水平，但除亚朵外龙头集团储备店较此前高峰期放缓，考虑业态本身吸引力不变行业供给扩张降速可能偏渐进；行业与集团RevPAR降幅逐季度收窄，但行业供给扩容背景下新店老店表现分化加剧，在此背景下龙头通过效率提升、关闭亏损直营门店、轻资产占比提升等方式改善利润率水平；后续来看，Q4商旅主导下仍有不确定性，但国庆双节需求向好有望对继续企稳趋势构成一定支撑。

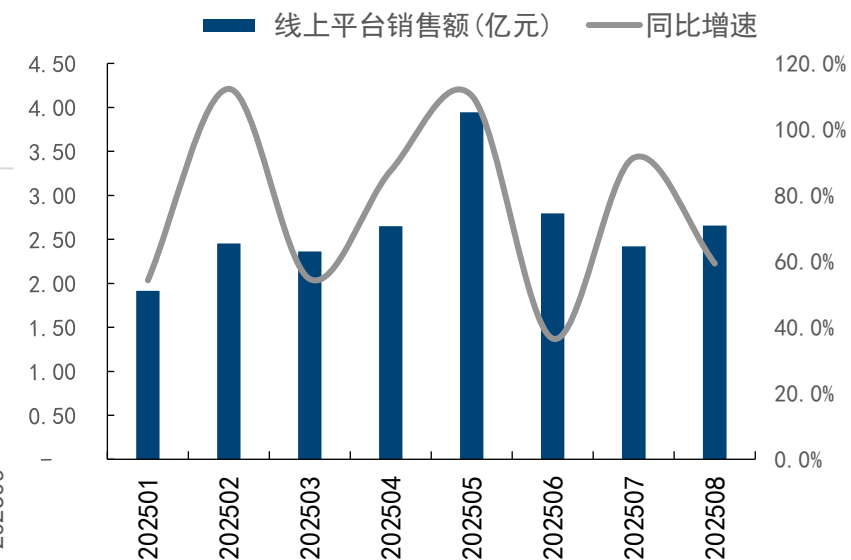
图：酒店行业供需变动与缺口



图：酒店行业RevPAR月度趋势



图：亚朵零售线上部分跟踪



资料来源：酒店之家，国信证券经济研究所整理

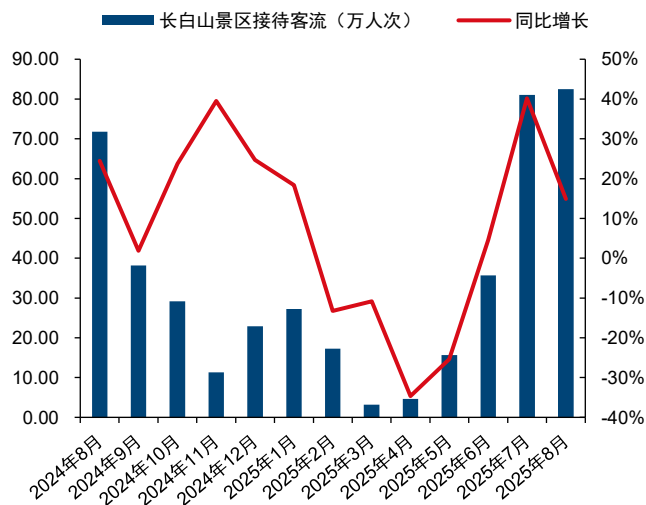
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：久谦数据，国信证券经济研究所整理

■跟踪：长白山暑期与国庆客流景气度向好，宋城国庆期间自营项目呈现企稳增长。7-8月长白山接待游客同比增长26.19%，创历史新高；伴随沈白高铁开通10.1-10.3景区客流同比增长22.16%呈现较高景气度；宋城自营项目演出场次8-9月同比个位数下滑，国庆假期在明星助阵下呈现企稳增长态势。

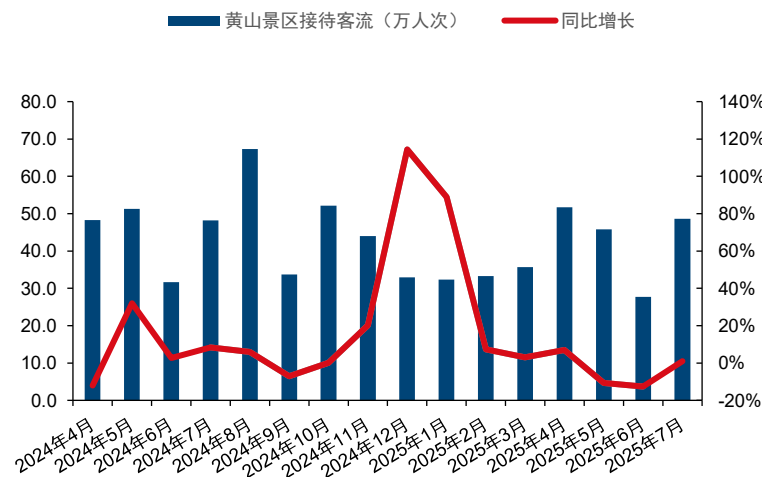
■观点：后续一是关注外部交通改善与内部产能扩容下的成长周期标的，其中长白山高铁通车与冰雪季增量、九华旅游与峨眉山新索道扩建逐步推进；二是外部资产整合。此前西域旅游更换聘任吕美蓉女士为公司非独立董事，2022.07--至今吕总任新疆文化旅游投资集团有限公司党委委员、总会计师，西域旅游为新疆境内唯一国有旅游上市平台预计后续资产整合有望加速；祥源文旅通过集团资产、外部并购等方式做大上市公司。三是区域政策、银发经济、热门IP等方向。

图：长白山景区客流跟踪



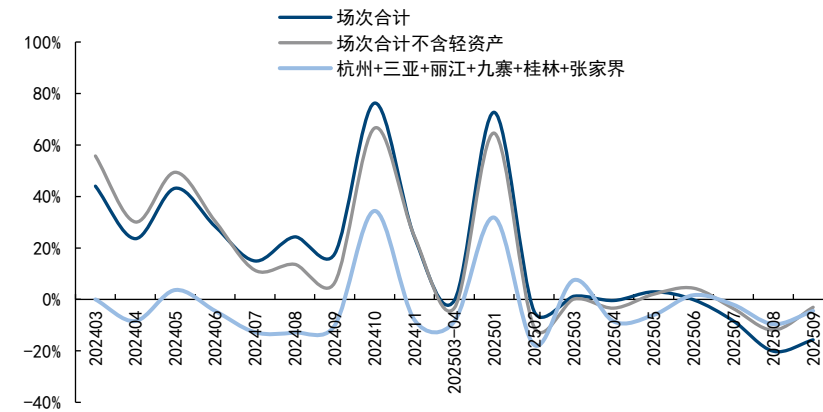
资料来源：官方公众号、国信证券经济研究所整理

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

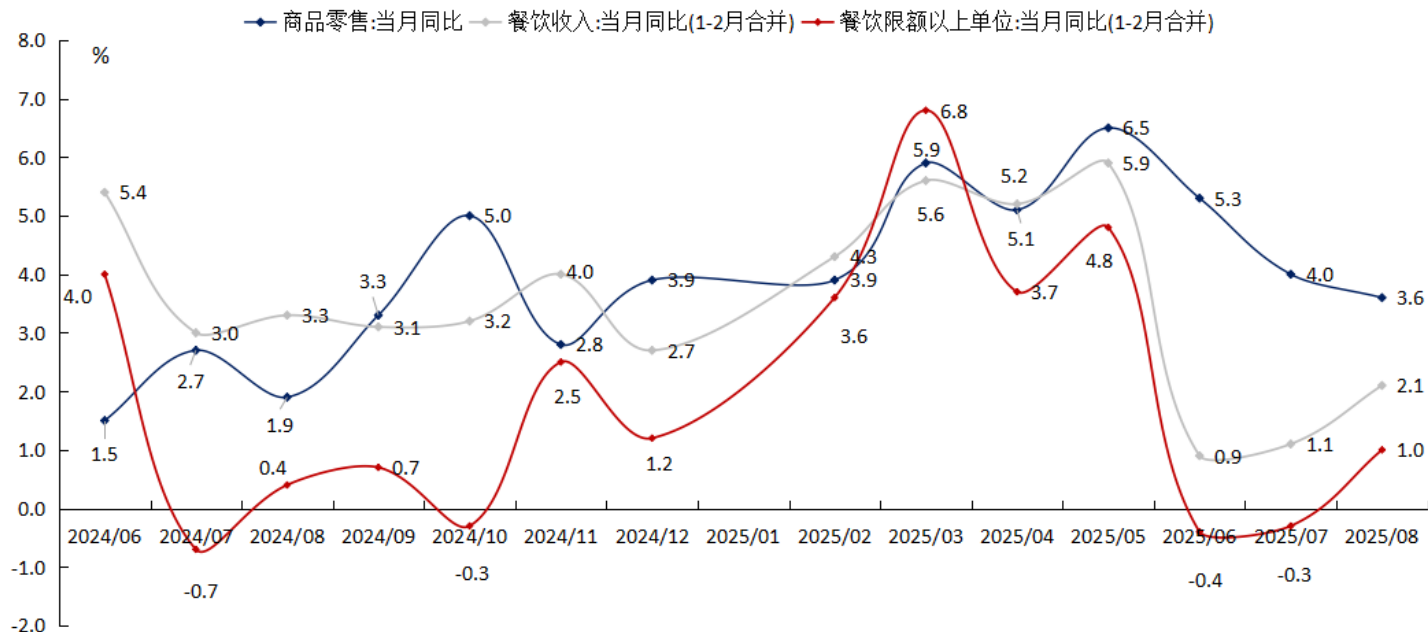


资料来源：官方公众号、国信证券经济研究所整理

子行业——餐饮：行业底部稳步复苏企稳，重视成长确定的餐茶饮龙头

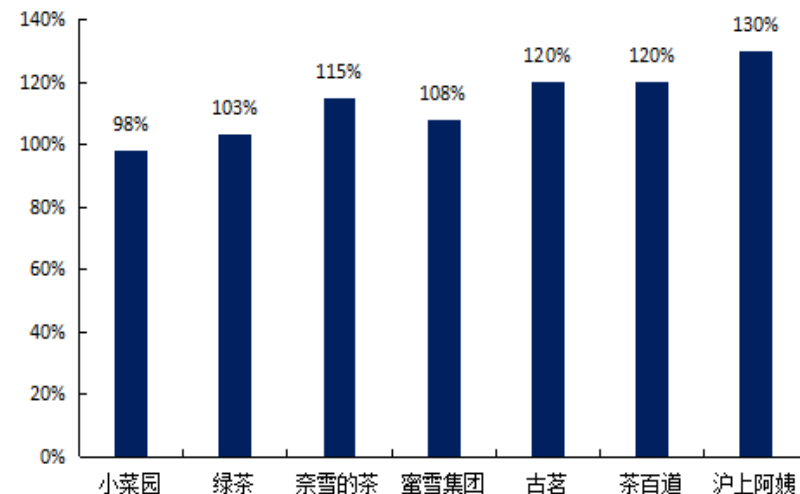
- **跟踪：8月餐饮行业增速仍落后与商品零售增速，但环比已企稳。**根据统计局数据，2025年8月，全国餐饮收入4496亿元，同比增长2.1%；限额以上单位餐饮收入1352亿元，同比增长1.0%。2025年1—8月，全国餐饮收入36480亿元，同比增长3.6%；限额以上单位餐饮收入10689亿元，同比增长2.8%。餐饮行业收入增速仍落后整体商品零售增速，但环比较6/7月增速已经触底企稳。
- **观点：行业步入触底复苏区间，重视成长确定的大众餐饮、茶饮龙头。**受益于平台外卖补贴竞争以及自身经营效能提升，二季度连锁餐饮龙头利润均实现良好增长，其中茶饮龙头受益于外卖补贴、大众餐饮龙头依托自身效能提升，表现最为亮眼。目前餐饮行业虽仍处底部区间，但行业增速已经环比2个月持续改善，伴随着消费力的渐进复苏，我们看好强品牌&强供应链品牌的盈利修复弹性。展望后续我们建议重视大众餐饮确定性较高的龙头，同时兼顾规模效应、加盟商粘性较强的茶饮龙头的中线经营确定性。

图：统计局数据餐饮行业收入增速环比企稳



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图：重点餐饮品牌月度同店数据跟踪



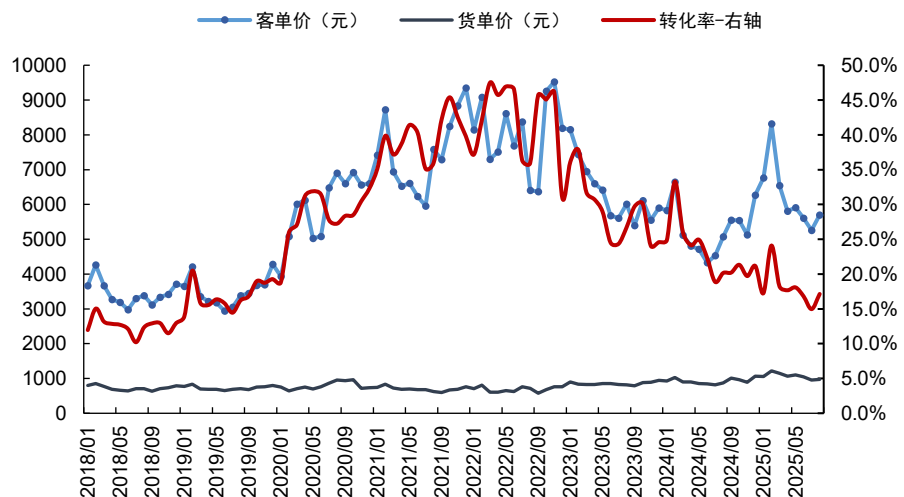
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理
注：相关数据系国信社服测算

子行业——免税：海南免税边际企稳，关注封关推进与市内店政策

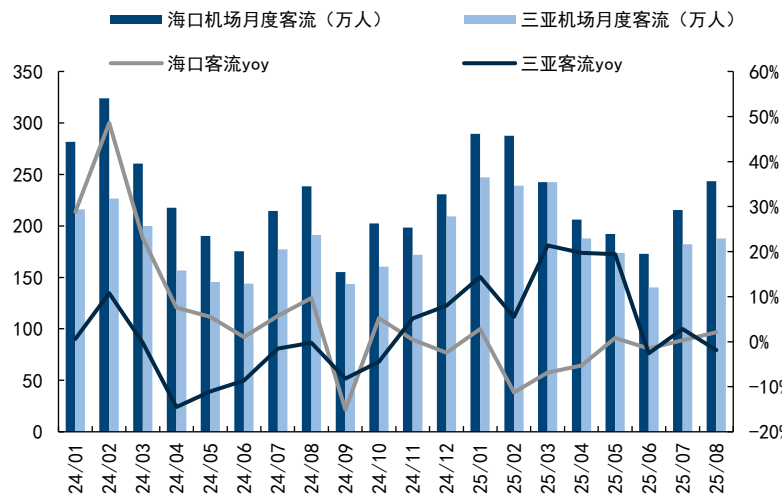


- **跟踪：8月海南免税降幅进一步收窄。**8月海南离岛免税销售额同比-4.2%，较7月同比-6.7%有所收窄。**量：**7/8月海口与三亚机场合计接待客流同比+1%/持平，实际购物人次同比-20%/-15%。**价：**7/8月海南免税客单价同比+16%/+12%，品类结构变化下客单价有所提振。
- **观点：**10月5日三亚国际免税城单日销售总额破1.2亿/同比增60%，海南免税销售逐月进入触底阶段，**Q4海南旺季低基数背景下有望继续企稳；**后续一看海南自贸港建设做大蛋糕，海南自贸港将于2025年12月18日正式启动全岛封关运作，由于封关注重实施“二线管住”预计短期免税运营商的牌照优势仍存，免税运营商或有望受益于海南自贸港整体蛋糕做大；二是关注市内店开业与政策优化，中免深圳/广州市内免税店已分别于8月23日/26日开启运营，未来若政策层面进一步简化购物提货流程、扩充商品品类，有望带来中线成长空间。

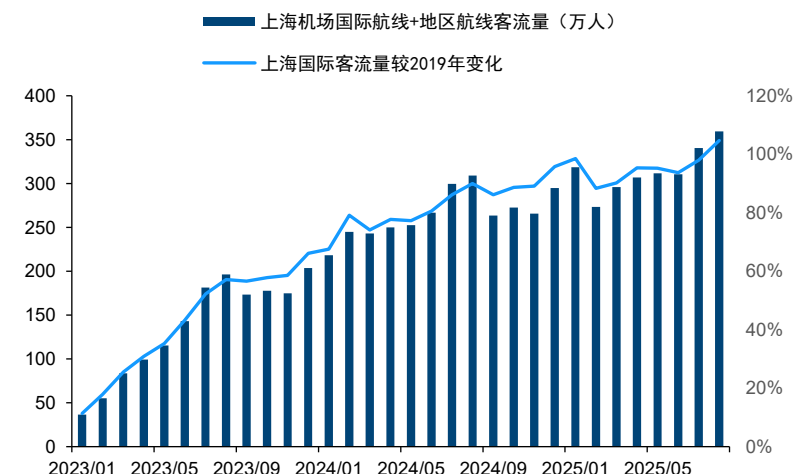
图：海南免税2018-2025年客单价、转换率变化趋势



图：海南机场客流情况



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

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

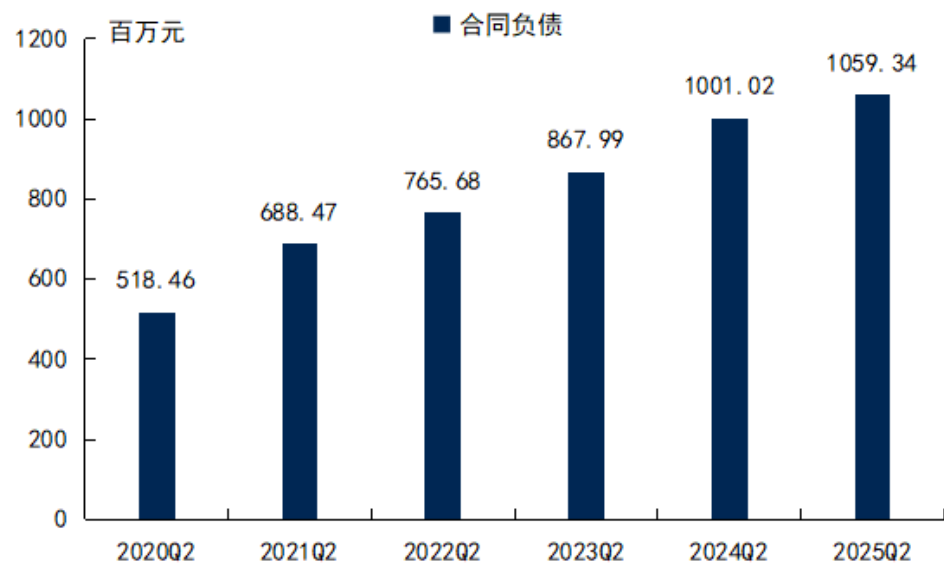
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

子行业——教育：外部不确定性边际减弱，关注上游企业家信心、就业直接相关标的

■ 1) 外部不确定性边际减弱，企业家信心呈现修复态势，关注与企业家信心、就业直接相关的标的

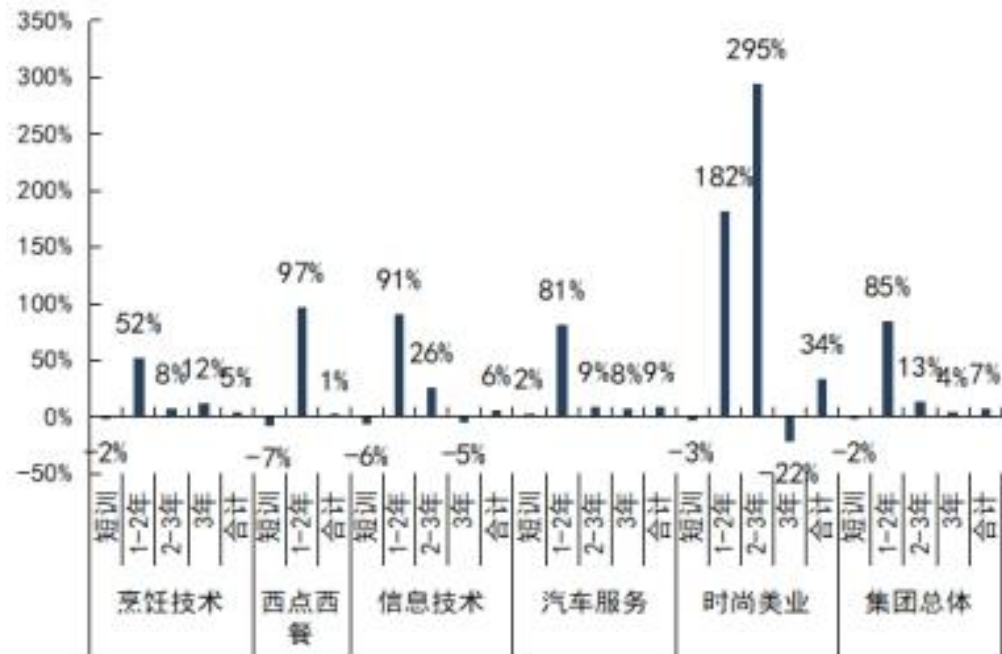
- 国内密集出台重点行业稳增长方案，外部中美双方宣布将关税休战期延长90天，不确定性边际减弱。
- 行动教育：此前面临具备挑战的经营环境，公司利用AI技术赋能团队，同时提出百校计划以期扩大业务覆盖面，Q2效果初步显现，毛利率实现逆势提升，收款降幅也环比收窄，分析有望支撑下半年经营环比改善。
- 中国东方教育：从新培训人次看，公司2025H1招生8.4万人次/+7%，受益于就业环境变化，主要面向四校生的1-2年课程继续维持高增，2-3年及3年新招生人数同比亦转正。

图：2020-2025年第二季度行动教育账上合同负债



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：中国东方教育2025年上半年各专业新招生人数同比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

子行业——教育：体制内吸纳就业，逐步进入国考备考旺季，关注赛道催化

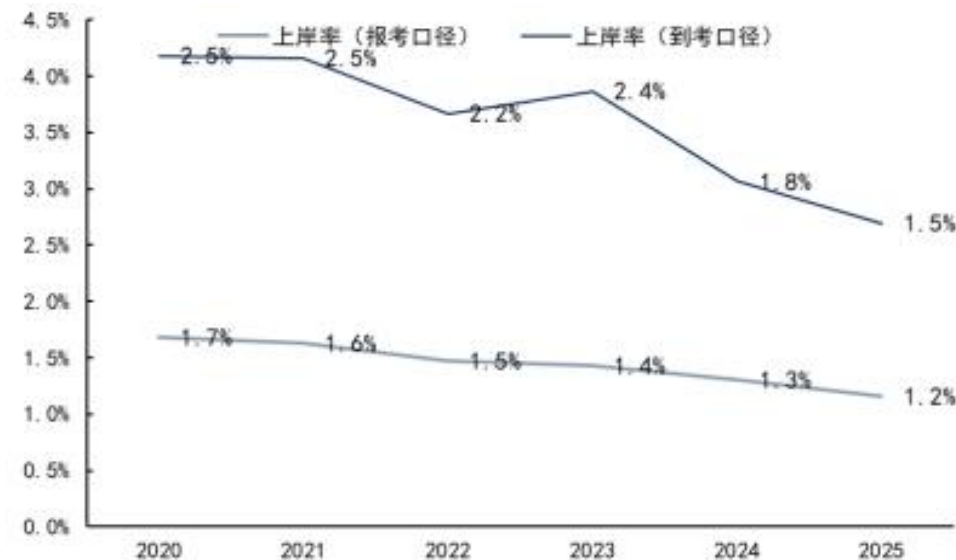
■ 2) 体制内吸纳就业，逐步进入国考备考旺季，关注赛道催化

- 公务员岗位对非技术岗的高学历人群具有较强吸引力，报名人数持续高涨，2025年国考报名合格人数达341.6万人。根据国家公务员数据，2025国考共有341.6万人报名合格，同增13%，实际到考258.6万人，同增15%。报名人数持续高涨，一方面考虑系总体就业环境下，对于部分非技术岗的高学历人群而言，公务员岗位保持较强吸引力，另一方面也与本年度招聘放宽限制有关，如此次国考明确对于2025年应届硕士、博士研究生，放宽到40周岁以下，另外不限制工作经历的岗位占比也有所提升。
- 2025H1面对行业激烈竞争及需求分层，华图山鼎凭借在下沉市场的竞争力，推进课程改革、收入逆势增长（由项目制向走班制调整）；粉笔收入端总体略有下滑，但线下小班仍维持正增，公司积极推进AI系统刷题班建设，打造高性价比产品满足不同层次需求。

图：2014-2025年国考报名及到考人数规模（万人）



图：2014-2025年国考上岸率



资料来源：国家公务员局，国信证券经济研究所整理

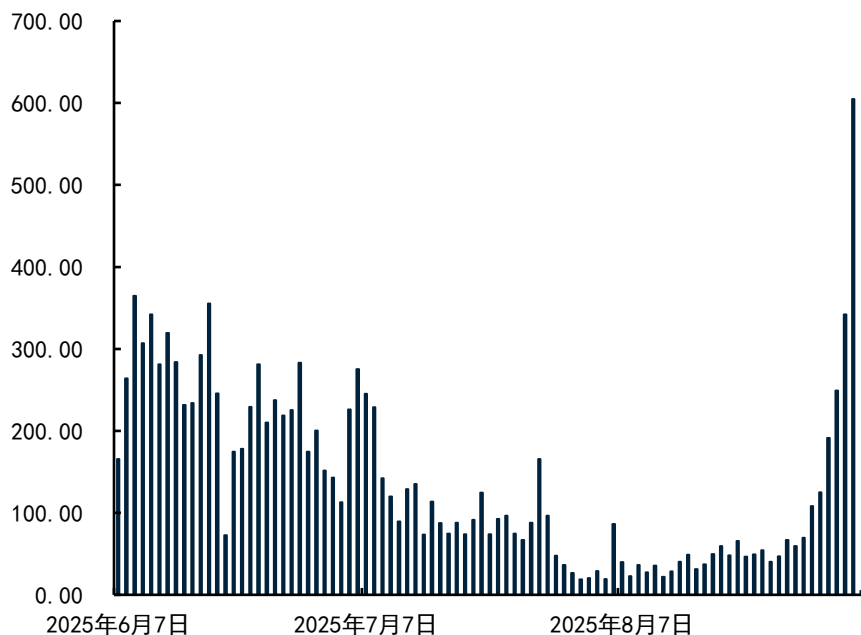
资料来源：国家公务员局，国信证券经济研究所整理

子行业——教育：AI教育产品有望受益于新一轮模型迭代



- AI大模型迎来新一轮迭代。9月29日，深度求索公司正式发布新一代大语言模型DeepSeek-V3.2-Exp，模型引入稀疏 Attention 架构，据悉该算法能降低计算资源消耗并提升模型推理效率、降低API输入/输出成本。伴随本次模型发布，DeepSeek宣布API价格大幅下调超过50%。9月30日，OpenAI正式发布新一代视频生成模型Sora 2，模型引入3D一致性架构，据悉该架构能实现物理规律的精准模拟并提升音画同步效率、降低高保真视频创作门槛。
- AI教育产品加速推新，传统教育公司亦加快开发AI教育产品。凯文教育与智谱华章成立主营业务为开发和运营AI智能产品的合资公司，业务版图进一步扩展至AI教育领域。

图：豆神教育爽神归来抖音GMV体量



资料来源：考古加，国信证券经济研究所整理

表：部分国内教育公司AI教育实践梳理

公司名称	AI+教育案例	对应教育场景	功能
方直科技	智慧教学评测系统 AI数字人	备课 备课	帮助教师自我提升教学水平、优化教学过程 课程高效制作与更新
粉笔	AI老师、公考行业垂直大模型 精品面试AI点评	授课 测试	答疑解惑 模拟面试环境
盛通股份	中鸣机器人教学方案	授课	智能教具、教学方案
科德教育	参股芯片子公司	/	投资的中昊芯英AI芯片及计算集群
凯文教育	与百度共育生成式人工智能人才	/	联合培养AI人才
昂立教育	启动昂立AI智学中心业务	授课	打造AI自习室
天立国际控股	启鸣云校·AI未来智慧学校 推出数学领域九章大模型	备课、校园管理	根据学生水平提供针对性课程
好未来	MathGPT	授课	答疑解惑
新东方-S	新东方AI开放平台	备课	高效备课工具
豆神教育	豆神超拟人AI录制课程 豆神AI私教问答	备课 授课	课程高效制作与更新 答疑解惑
视源股份	希沃旗下全系产品 智慧校园管理系统	授课 校园管理	赋予课程交互式体验 校园管理
有道	子曰大模型	授课	答疑解惑
卓越教育集团	“鲸准教”、“青椒助教”	备课	借助AI工具助力备课 精准诊断学生学习状况和个性化方案定制
学大教育	星图AI	备课、授课	

资料来源：各公司官网、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 25-9-30	投资评级	EPS			PE		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
601888.SH	中国中免	71.6	优于大市	2.1	2.3	2.7	35	31	27
600515.SH	海南机场	4.2	优于大市	0.0	0.1	0.1	102	65	53
600754.SH	锦江酒店	23.1	优于大市	0.9	1.1	1.4	27	21	17
600258.SH	首旅酒店	14.7	优于大市	0.7	0.8	1.0	20	18	15
1179.HK	华住集团-S	28.1	优于大市	1.2	1.4	1.6	24	20	17
ATAT.O	亚朵	261.5	优于大市	9.5	12.2	15.1	28	22	17
301073.SZ	君亭酒店	22.5	优于大市	0.1	0.3	0.4	151	74	50
605108.SH	同庆楼	19.9	优于大市	0.4	0.9	1.3	52	23	15
603043.SH	广州酒家	16.1	优于大市	0.9	1.0	1.1	19	17	15
9922.HK	九毛九	1.9	优于大市	0.0	0.2	0.2	48	12	9
6862.HK	海底捞	12.0	优于大市	0.8	0.8	0.9	14	16	14
9987.HK	百胜中国	42.3	优于大市	2.5	2.6	2.7	17	16	16
2150.HK	奈雪的茶	1.1	优于大市	0.1	0.1	0.2	19	8	5
2097.HK	蜜雪集团	350.4	优于大市	11.7	15.9	19.6	30	22	18
1364.HK	古茗	19.3	优于大市	0.6	0.9	1.2	30	21	17
0999.HK	小菜园	9.1	优于大市	0.5	0.7	0.8	18	14	11
3690.HK	美团-W	98.9	优于大市	7.2	-1.3	5.2	14	-	19
9961.HK	携程集团-S	535.4	优于大市	25.3	25.9	29.7	21	21	18
0780.HK	同程旅行	21.0	优于大市	1.2	1.4	1.7	18	15	13
300144.SZ	宋城演艺	8.8	优于大市	0.4	0.4	0.5	22	20	18
603136.SH	天目湖	11.8	优于大市	0.4	0.5	0.6	30	25	21
000888.SZ	峨眉山A	13.1	优于大市	0.4	0.5	0.6	29	26	23
002159.SZ	三特索道	15.1	优于大市	0.9	1.0	1.2	16	15	13
600138.SH	中青旅	9.9	优于大市	0.5	0.6	0.8	20	16	13
603199.SH	九华旅游	36.1	优于大市	1.7	2.0	2.2	21	19	17
600054.SH	黄山旅游	11.8	优于大市	0.4	0.4	0.5	27	27	24
603099.SH	长白山	45.7	优于大市	0.6	0.7	0.8	77	67	56
300662.SZ	科锐国际	28.5	优于大市	1.0	1.4	1.7	27	20	17
600861.SH	北京人力	18.8	优于大市	1.4	2.1	1.8	13	9	11
BZ.O	BOSS直聘	176.5	优于大市	5.6	7.3	9.2	32	24	19
6100.HK	同道猎聘	3.4	优于大市	0.3	0.4	0.4	13	9	8
1797.HK	东方甄选	24.4	优于大市	1.0	1.1	1.3	25	22	19
0839.HK	中教控股	3.1	优于大市	0.8	0.8	0.9	4	4	3
9901.HK	新东方-S	5.2	优于大市	0.2	0.3	0.3	22	19	17
000526.SZ	学大教育	44.8	优于大市	1.5	2.1	2.5	30	22	18
0667.HK	中国东方教育	6.7	优于大市	0.2	0.4	0.5	29	17	14
2469.HK	粉笔	2.6	优于大市	0.3	0.3	0.4	10	8	6
1773.HK	天立国际控股	2.5	优于大市	0.3	0.4	0.5	9	7	5
3978.HK	卓越教育集团	4.8	优于大市	0.2	0.4	0.5	21	12	10
300795.SZ	米奥会展	14.4	优于大市	0.6	0.9	1.1	24	16	13

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。

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.GSI）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
	行业投资评级	无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
		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、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