

超配（维持）

强政策刺激消费，关注结构性机会

消费者服务行业 2026 年投资策略

2025 年 11 月 24 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

分析师：魏红梅

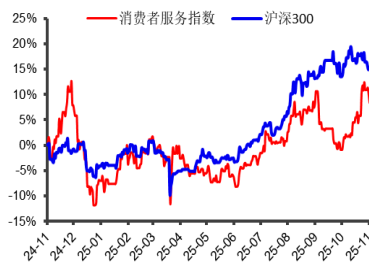
SAC 执业证书编号：

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：**2025年年初以来，消费者服务指数整体波动上涨。截至2025年11月20日，消费者服务指数整体上涨9.82%，跑输沪深300指数。细分板块均上涨，其中免税行业受到多重政策支持利好出现较大幅度上涨，带动旅游休闲板块上升，酒店餐饮板块竞争仍较激烈但供需格局有所缓和。在政策支持与国补资金的共振下，2025年以来消费意愿指数受补贴政策与刺激政策影响率先恢复，但消费者预期指数仍受宏观经济等多方面影响拖累，消费者信心指数整体缓慢修复。2025年消费整体保持增长，但增速先升后落，现阶段强政策更多表现为短期消费意愿的增长，对长期消费预期和信心的提振效果尚不明显。
- **展望2026年：**2026年仍看到一定的宏观环境改善趋势。一是在政策端可能看到监管的放松，2025年11月7日陕西旅游IPO审核过会有望成为近四年首支过会A股的旅游企业，或将为旅游等服务消费企业投融资带来更多活力。二是各地逐步落实中小学春秋假及消费补贴等政策，有望维持消费动能的持续增长。三是人工智能技术发展推动企业数字化改造，有望进一步改善消费体验。短期内政策刺激将继续强化消费意愿，但后周期的服务消费改善取决于经济环境的改善，政策刺激的景气传导相对滞后，2026年消费者服务行业或仍以结构性机会为主。
- **投资策略：**建议关注政策支持与经济发展共振带动免税消费重回增长的免税板块、冰雪基建逐步扩大带动旺季冰雪旅游的扩容、结构优化的同时受益于公商务出行修复的酒店板块，顺周期板块可期待进一步的政策支持。长期来看仍待“强政策”转化成“强预期”以扭转消费信心。
- **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。

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。

目 录

1. 扩内需促消费政策带动下消费需求回暖	4
2. 旅游：春秋假试点表现亮眼，再造出游黄金周	6
3. 酒店：酒店供给压力大，品牌升级规避竞争	9
4. 免税：政策支持力度逐步加大，基本面底部回暖	12
5. 人力资源服务：政策持续发力，AI 应用潜力大	14
6. 投资策略	16
7. 风险提示	17

插图目录

图 1：2025 年社零消费维持涨势（亿元，%）	4
图 2：消费者信心指数	4
图 3：消费者预期指数	4
图 4：消费者意愿指数	4
图 5：年初以来中信消费者服务行业指数走势（截至 2025 年 11 月 20 日）	5
图 6：年初以来细分行业指数涨跌幅（%，截至 2025 年 11 月 20 日）	5
图 7：中信消费者服务板块机构持仓比例变化（%）	6
图 8：浙江神仙居景区秋假门票约满	7
图 9：九寨沟景区秋假期间预约达到最大承载量	7
图 10：国内出游人数分季度（亿人次）	7
图 11：国内旅游人均消费（元）	7
图 12：节假日出游人数（亿人次）	8
图 13：节假日旅游收入（亿元）	8
图 14：节假日人均出游消费（元）	8
图 15：全国住宿业设施供给变化	9
图 16：分类型住宿业设施供给变化	9
图 17：锦江、首旅、华住新开业酒店数量（家）	9
图 18：锦江、首旅、华住 pipeline（家）	9
图 19：酒店业分档次设施数变化（万家）	10
图 20：酒店业分档次客房数变化（万间）	10
图 21：如家已迭代至 4.0 版本	10
图 22：华住在中高端市场打造多品牌矩阵	10
图 23：三大酒店集团入住率变化（%）	11
图 24：三大酒店集团平均房价变化（元）	11
图 25：2025 年三季度三大酒店集团 RevPAR 同比回升（元/间夜）	11
图 26：海南离岛免税购物人次（万人次）	13
图 27：海南离岛免税购物额（亿元）	13
图 28：海南接待国内过夜游客总人数（万人次）	13
图 29：海南离岛免税客单价（元）	13
图 30：首都机场国外航线客流量对比 2019 年（人次）	13
图 31：浦东机场国际旅客吞吐量（国际+地区，万人次）	13
图 32：中国各季度出入境总人数（亿人次）	14

图 33: 中国各季度外国人出入境人数 (亿人次)	14
图 34: 城镇调查失业率 (%)	14
图 35: 分年龄结构劳动力调查失业率 (%，不含在校生)	14
图 36: 科锐国际灵活用工业务派驻人数 (人)	15
图 37: 科锐国际灵活用工业务在册员工数 (人)	15
图 38: 2025 年社保新规重磅解读	16

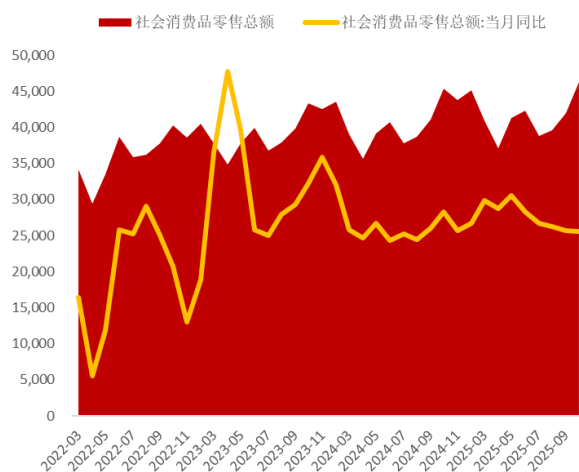
表格目录

表 1: 重点公司盈利预测及投资评级 (2025/11/20)	17
---------------------------------------	----

1. 扩内需促消费政策带动下消费需求回暖

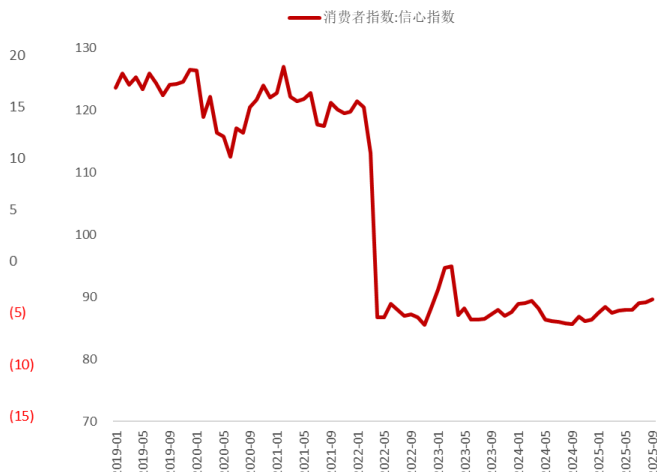
社零消费增速先升后落，“强政策”仍待转化“强预期”。2024 年以来的政策扶持力度较大，带动 2025 年上半年社零消费增速提升，但三季度社零消费增速快速回落可能受到部分地区国补资金耗尽资格暂停影响。2025 年上半年国补带动社零消费同比增长，但 6 月多地传出国补暂停消息，主要是国补资金结算机制等影响导致社零消费增速波动。在政策支持与国补资金的共振下，2025 年以来消费者信心指数缓慢修复。拆分来看，消费意愿指数受补贴政策与刺激政策影响率先恢复，但消费者预期指数仍受宏观经济等多方面影响拖累信心恢复。2025 年消费整体保持增长，但增速先升后落，目前强政策更多表现为短期消费意愿的增长，对长期消费预期和信心的提振效果尚不明显。

图 1：2025 年社零消费维持涨势（亿元，%）



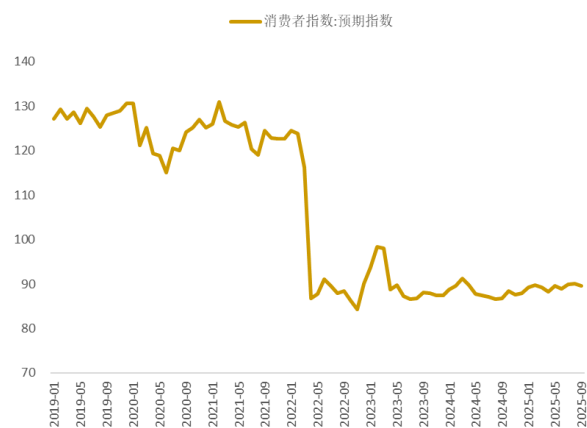
资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 2：消费者信心指数



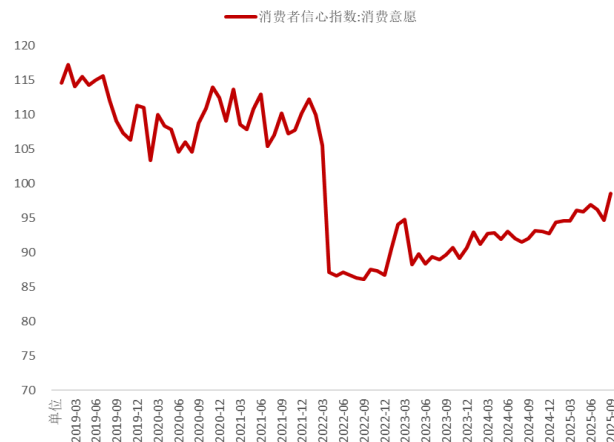
资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 3：消费者预期指数



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 4：消费者意愿指数



资料来源：Wind，东莞证券研究所

消费者服务指数波动上涨。2025 年年初以来，消费者服务指数整体走势波动上涨，与沪深 300 指数走势趋同。截至 2025 年 11 月 20 日，消费者服务指数整体上涨 9.82%，跑输沪深 300 指数。

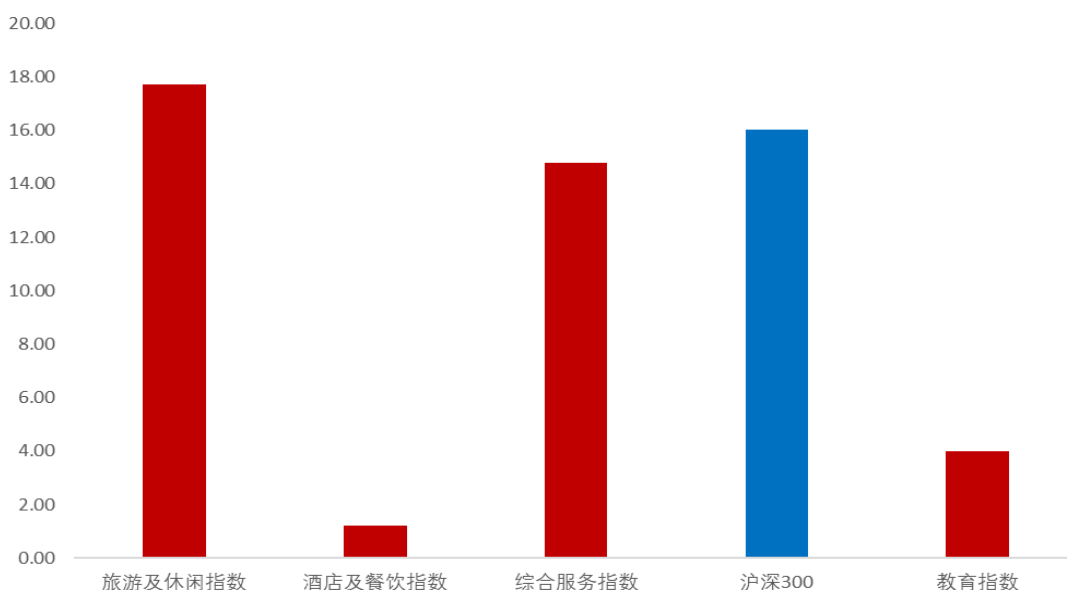
图 5：年初以来中信消费者服务行业指数走势（截至 2025 年 11 月 20 日）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

中信消费者服务行业的细分板块均有上涨。截至 2025 年 11 月 20 日，旅游休闲、酒店餐饮、综合服务、教育指数分别上涨 17.70%、1.21%、14.78%、3.99%。其中，近期免税行业受到多重政策支持利好出现较大幅度上涨，带动旅游休闲指数上升，酒店餐饮板块竞争仍较激烈但供需格局有所缓和。

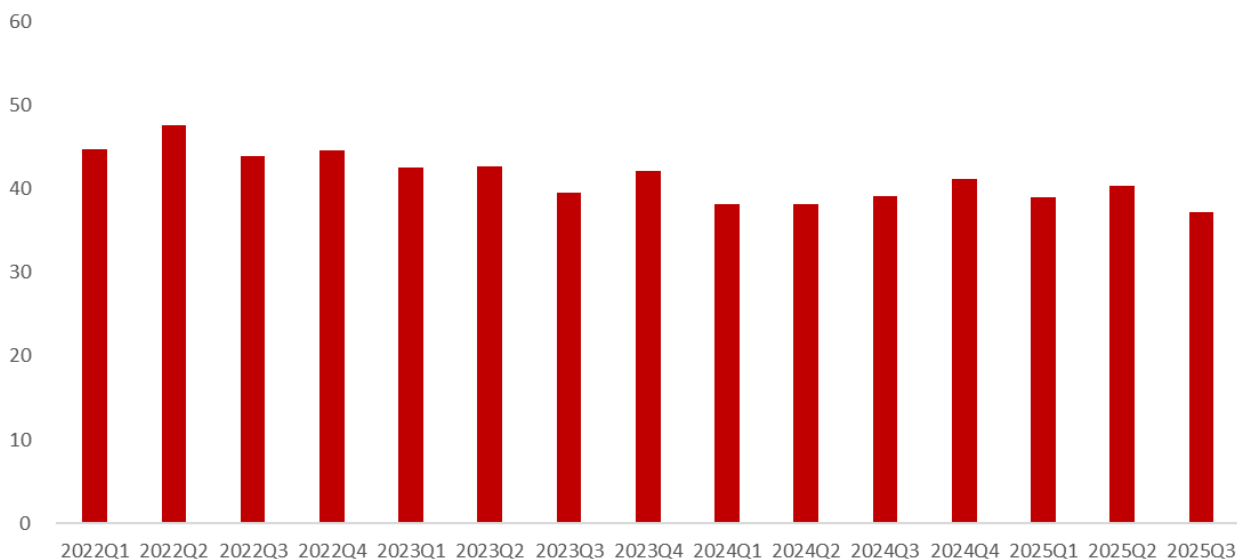
图 6：年初以来细分行业指数涨跌幅（%，截至 2025 年 11 月 20 日）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

2025 年第三季度机构持仓比例下降。2025 年上半年，中信消费者服务行业机构持仓比例同比小幅上升，但在三季度出现较大幅度的下降，Q1、Q2、Q3 机构持股比例分别为 38.97%、40.31%、37.20%。自 2024 年“924”后，政策的大力支持为市场信心托底，消费者服务行业机构持股比例提高，三季度消费者服务指数上涨但机构持股比例下降，可能系阶段性的资金切换影响。

图 7：中信消费者服务板块机构持仓比例变化（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

展望 2026 年：期待新一轮政策支持。展望 2026 年，我们仍看到一定的宏观环境改善趋势。一是在政策端可能看到监管的放松，2025 年 11 月 7 日陕西旅游 IPO 审核过会有望成为近四年首支过会 A 股的旅游企业，或将为旅游等服务消费企业投融资带来更多活力。二是各地逐步落实中小学春秋假及消费补贴等政策，有望维持消费动能的持续增长。三是人工智能技术发展推动企业数字化改造，有望进一步改善消费体验。短期内政策刺激将继续强化消费意愿，但后周期的服务消费改善取决于经济环境的改善，政策刺激的景气传导相对滞后，2026 年消费者服务行业或仍以结构性机会为主。

2. 旅游：春秋假试点表现亮眼，再造出游黄金周

春秋假试点表现亮眼。2025 年 3 月，国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》，其中消费环境改善提升行动专项中提到严格落实带薪年假制度，鼓励有条件的地方结合实际探索设置中小学春秋假。9 月 16 日，商务部等 9 部门印发《关于扩大服务消费的若干政策措施》，其中优化学生假期安排、完善配套政策项中提到，在放假总天数和教学时间总量保持不变的情况下，鼓励有条件的地方结合气候条件、生产安排、职工带薪休假制度落实等因素，科学调整每学年的教学和放假时

间，探索设置中小学春秋假，相应缩短寒暑假时间，增加旅游出行等服务消费时间。在政策出台后，多地积极响应。浙江全省、四川全省均已明确推行中小学春秋假，由各地因地制宜、弹性安排方案。而春秋假对出游也起到了明显的刺激作用，浙江 2025 年秋假安排出炉后上海迪士尼乐园、神仙居等景区门票均售罄，四川九寨沟等景区同样因秋假期间预约游客量超出最大承载量而停止预订。

图 8：浙江神仙居景区秋假门票约满



资料来源：神仙居景区公众号，东莞证券研究所

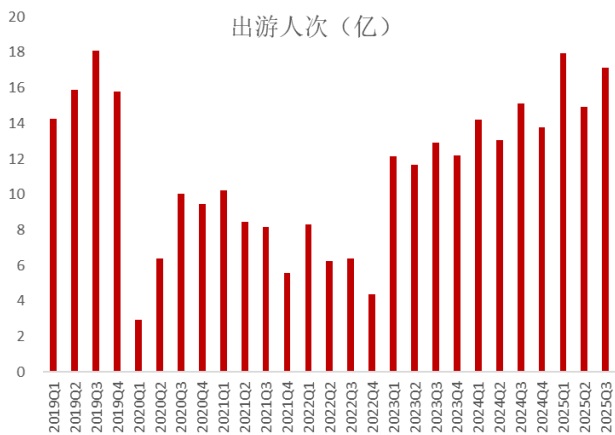
图 9：九寨沟景区秋假期间预约达到最大承载量



资料来源：九寨沟景区公众号，东莞证券研究所

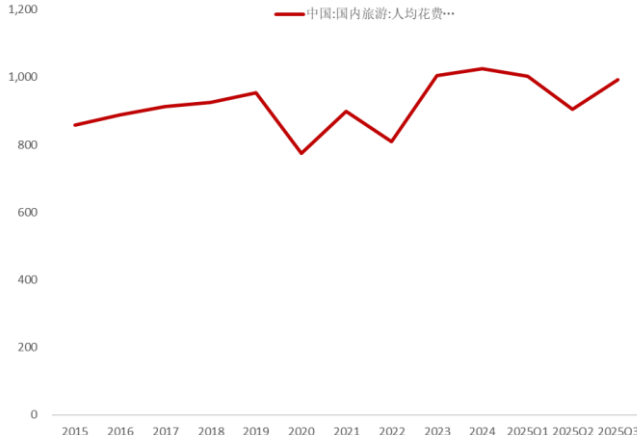
国内出游需求快速恢复。2025 年国内出游需求保持快速增长，前三季度出游总人数达到 49.98 亿人次，同比增长 18%。其中，Q1 出游 17.94 亿人次，较 2019 年同期增长 3.67 亿人次，节假日天数增加后春节超长假期带动出游人数进一步增长。收入方面恢复速度相对较慢，前三季度国内居民出游花费 4.85 万亿元，比上年同期增加 0.50 万亿元，同比增长 11.5%，人均旅游消费回落。

图 10：国内出游人数分季度（亿人次）



资料来源：Wind，文旅部，东莞证券研究所

图 11：国内旅游人均消费（元）



资料来源：Wind，文旅部，东莞证券研究所

2025 年节假日制度变化带动出游火热，人均消费下降。从节假日旅游表现来看，旅游出行进一步向节假日集中，但 2025 年中秋国庆双节人均消费同比小幅下降，或与出行方式多元化及酒店等行业以价换量有关。

图 12：节假日出游人数（亿人次）

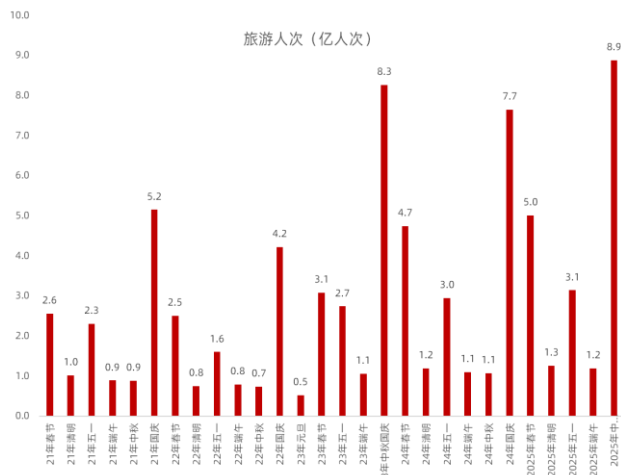
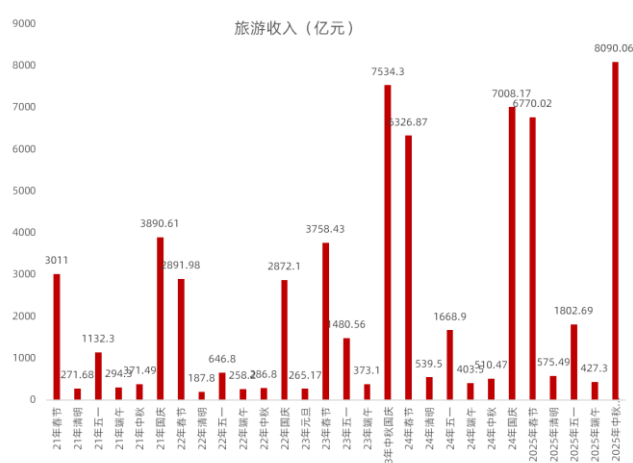


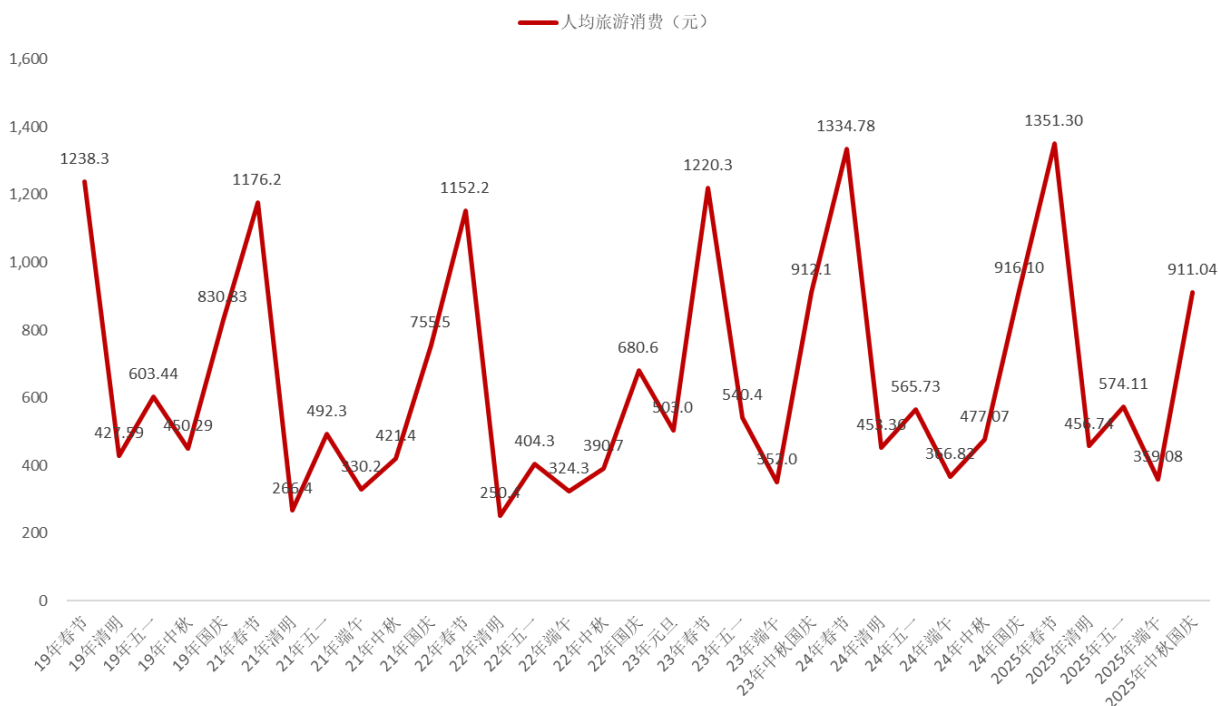
图 13：节假日旅游收入（亿元）



资料来源：文旅部，东莞证券研究所

资料来源：文旅部，东莞证券研究所

图 14：节假日人均出游消费（元）



资料来源：文旅部，东莞证券研究所

展望 2026 年，春秋假的设置配合周末有望在成为小“黄金周”的同时平抑旅游行业的淡旺季波峰谷，改善旅游行业的盈利表现，同时景区行业拥有稀缺的旅游资源和稳定的门票价格，盈利能力有望得到改善。

3. 酒店：酒店供给压力大，品牌升级规避竞争

酒店数量快速增长，竞争压力加剧。2021 年后国内酒店业设施数量稳步增长，尽管 2024 年住宿业竞争激烈、其他住宿业设施规模在 2024 年出现明显回落，酒店业设施供给仍维持增长但增速放缓。

图 15：全国住宿业设施供给变化

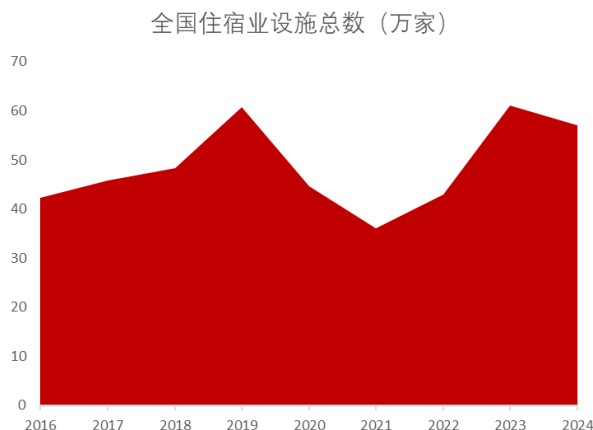
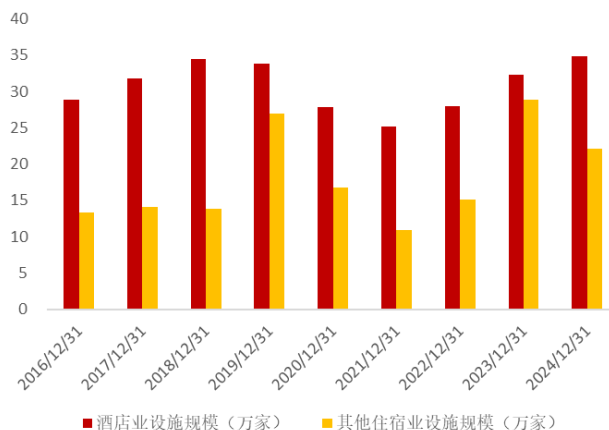


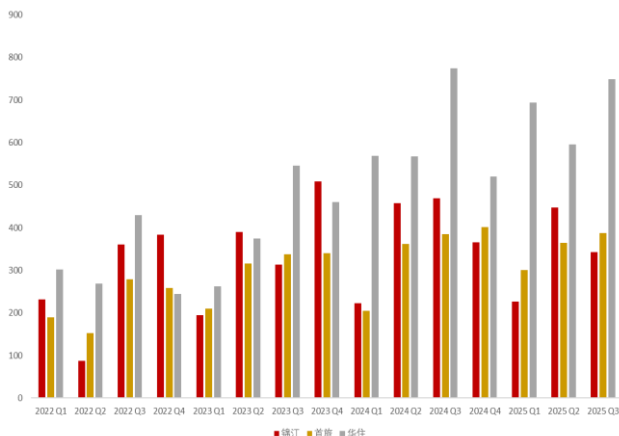
图 16：分类型住宿业设施供给变化



资料来源：《2017-2025 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

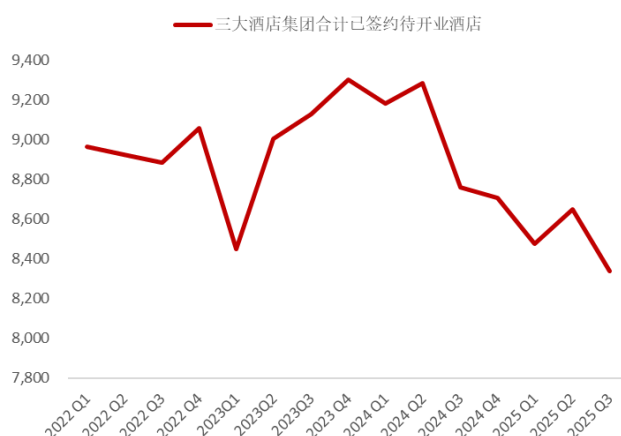
酒店增长爆发期或接近尾声，看好供需格局改善。供给视角下 2023 年到 2024 年上半年酒店签约爆发期带来的增量阶段或接近尾声，2025 年三季度锦江、首旅、华住三大酒店集团新开业酒店数量合计达 1479 家，同比减少 149 家。酒店行业供给变化滞后于需求，供需格局难以平衡，预计 2026 年酒店业设施供给规模将保持缓慢增长，在国内宏观环境改善、国内出游需求持续增长、公商务差旅需求回暖的背景下看好酒店市场供需格局逐步改善。

图 17：锦江、首旅、华住新开业酒店数量（家）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 18：锦江、首旅、华住 pipeline（家）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

酒店行业加速中高端化应对竞争。2021 年后酒店市场供给快速增长，从数量上看主要集中在经济型酒店市场和中档酒店市场，导致中低档酒店在 2024 年下半

年以来竞争格局快速恶化。从比例上看，中档及高档酒店增长最快。截至 2024 年末，中档酒店数量达到 5.1 万家，较 2021 年增长了 64.87%；高档酒店数量为 2.1 万家，较 2021 年增长了 52.18%。

图 19：酒店业分档次设施数变化（万家）

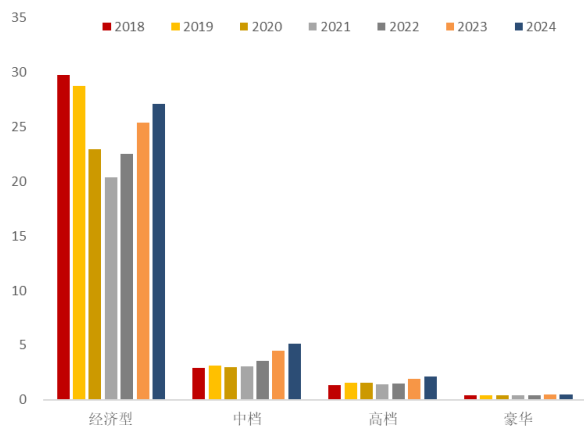
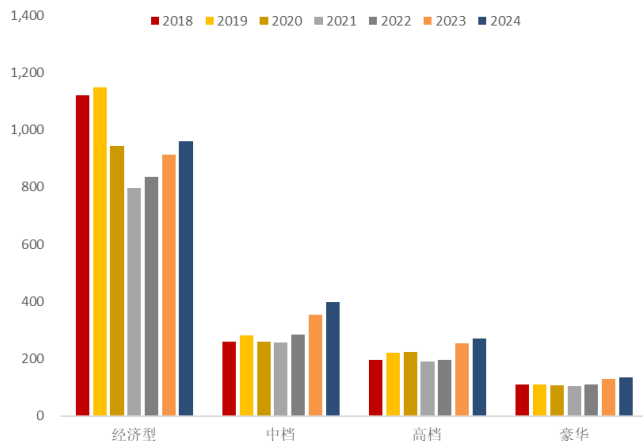


图 20：酒店业分档次客房数变化（万间）



资料来源：《2019-2024 年中国酒店业发展报告》盈蝶咨
询、中国饭店协会，东莞证券研究所

资料来源：《2019-2024 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

连锁酒店龙头持续优化品牌矩阵。随着消费升级与中低端酒店竞争格局恶化，连锁酒店龙头均在通过品牌升级和调整品牌结构以调整加盟酒店结构。其中，锦江酒店 2024 年装入高端及以上档次全服务酒店资产，首旅酒店持续打磨旗下如家品牌模型，目前已推出 4.0 版本，华住 2025 年三季度运营中及 pipeline 中高端酒店数量同比增长 25.3%，推出全季大观等品牌丰富中高端市场品牌矩阵。

图 21：如家已迭代至 4.0 版本



资料来源：首旅酒店，东莞证券研究所

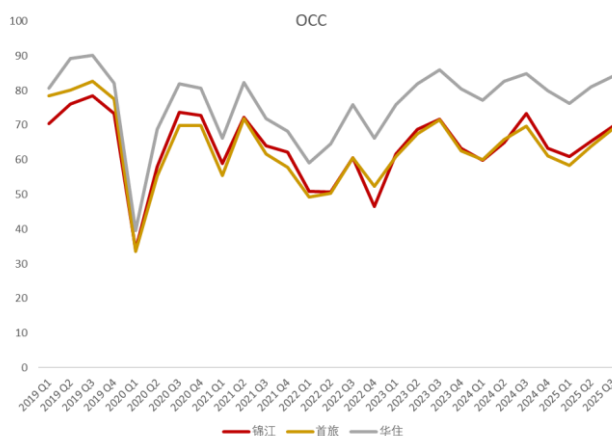
图 22：华住在中高端市场打造多品牌矩阵



连锁酒店龙头 RevPAR 降幅收窄，品牌势能提升竞争力。尽管 2025 年出游需求继续增长，但商旅需求仍待恢复，整体来看供需格局不匹配，酒店集团经营指标仍在下降。好的方面是，与 2024 年同期相比，2025 年三大酒店集团经营指标降幅逐季收窄，三大酒店集团持续中高端化并关闭亏损、老旧和经营不善的酒店成功带动 ADR

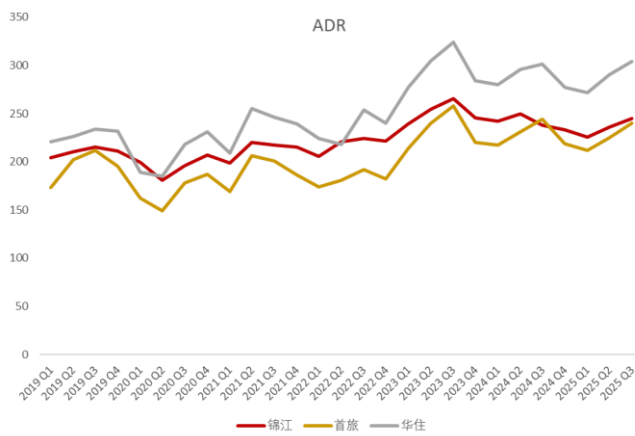
提升，从而实现 RevPAR 降幅收窄。此外，连锁酒店龙头持续推进供给差异化，通过升级塑造品牌势能、提供独特的住宿体验避免价格竞争，而是通过服务体验产生附加值吸引客户。我们认为，连锁酒店龙头十数年的中高端化与品牌升级成功塑造了品牌黏性和差异性，拥有独特的竞争力，2026 年酒店行业供给延续增长趋势，但仍看好连锁酒店龙头的稳步扩张。

图 23：三大酒店集团入住率变化（%）



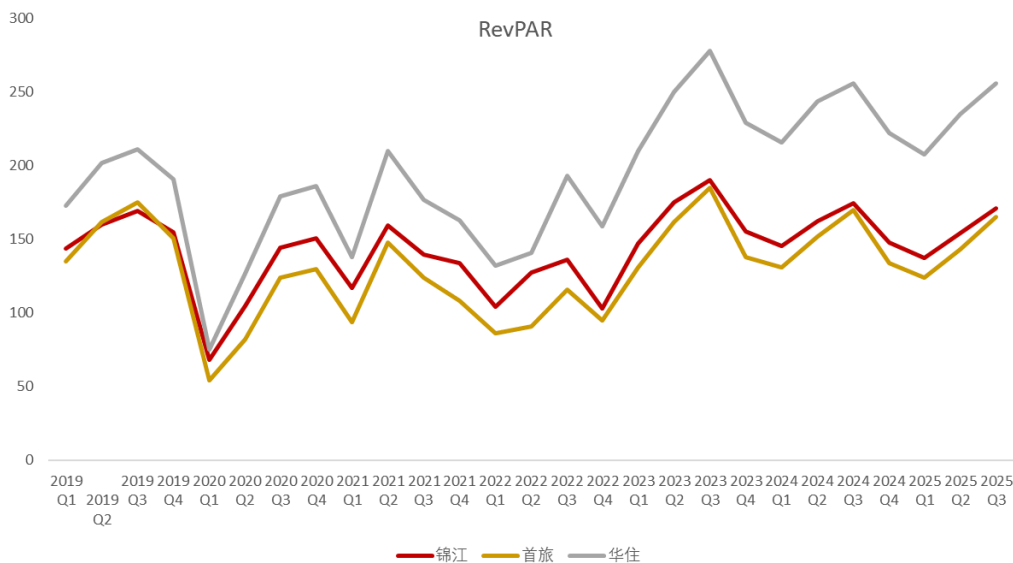
资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 24：三大酒店集团平均房价变化（元）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 25：2025 年三季度三大酒店集团 RevPAR 同比回升（元/间夜）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

4. 免税：政策支持力度逐步加大，基本面底部回暖

海南自由贸易港将于今年 12 月 18 日正式启动封关，免税政策调整提速。随着海南自由贸易港临近封关期限，近期相关政策细节密集出炉，离岛免税等相关政策调整同步提速：

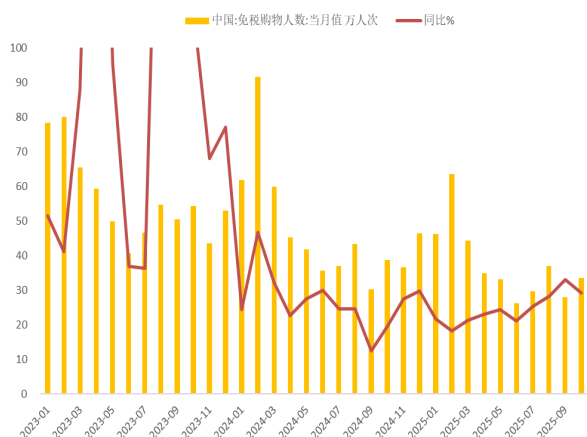
- 2025 年 10 月 17 日，财政部官网发布了《调整海南离岛旅客免税购物政策，满足消费者多元化购物需求》的公告，调整主要为扩大离岛免税商品范围，允许服装服饰等国内商品进入离岛免税店销售并退（免）增值税、消费税，明确一个自然年度内有离岛记录的岛内居民，在本自然年度内可按“即购即提”提货方式有关要求，不限次数购买离岛免税商品。
- 间隔近两周，2025 年 10 月 30 日财政部等多部门印发《关于完善免税店政策支持提振消费的通知》，进一步发挥免税店政策支持提振消费的作用，引导海外消费回流，吸引外籍人员入境消费，明确自 2025 年 11 月 1 日起完善免税店政策。该次调整进一步优化国内商品退（免）税政策管理，积极支持口岸出境免税店和市内免税店销售国产品；进一步扩大免税店经营品类，丰富旅客购物选择；放宽免税店审批权限，支持地方因地制宜整合优化免税店布局，下放口岸出境免税店设立、口岸出境免税店及口岸进境免税店经营主体确定方式变更等审批权限；完善免税店便利化和监管措施，旅客在市内免税店预订后，进境时在口岸进境免税店付款提货，视为在口岸进境免税店购物，按口岸进境免税店有关政策规定执行。针对免税与离岛免税的政策陆续出台，政策层面从指导性文件到细节的逐步落地，显示中央对免税消费市场的支持力度逐步加大。海南市场即将封关，预计将有更多细节性政策文件出台完善免税体系，使离岛免税税率独立于海南自贸港封关后的优惠税率，以吸引更多游客前往海南消费。

近期针对免税与离岛免税的政策陆续出台，政策层面从指导性文件到细节的逐步落地，显示中央对免税消费市场的支持力度逐步加大。海南市场即将封关，预计将有更多细节性政策文件出台完善免税体系，使离岛免税税率独立于海南自贸港封关后的优惠税率，以吸引更多游客前往海南消费

海南免税销售额反弹。海南离岛免税销售在 2023 年后逐渐下降，2025 年二季度起离岛免税销售额降幅已降至个位数，9 月、10 月离岛免税销售额分别实现同比增长 3.42%、13.12%。受政策利好刺激，离岛免税销售已表现出见底反弹信号，免税购物人数同比仍有下降但降幅收窄，客单价保持正增长。随着海南游客人数的增长和自贸港政策利好落地，长期来看离岛免税底部改善趋势确立。近期 CPI

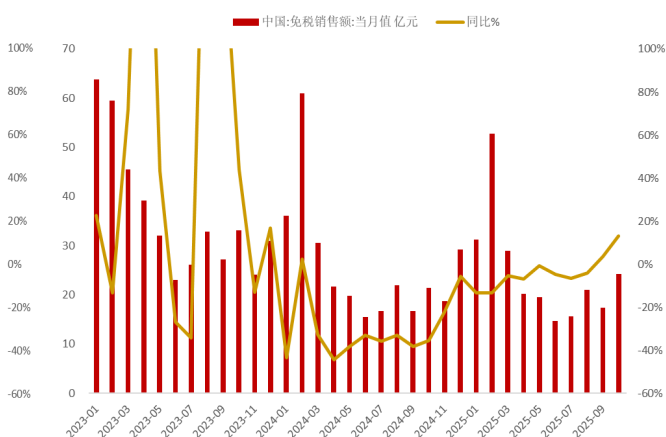
的回升可能预示着消费信心拐点的临近，免税消费整体仍受宏观经济影响，期待居民收入增长带动消费信心改善。

图 26：海南离岛免税购物人次（万人次）



资料来源：海口海关，Wind，东莞证券研究所

图 27：海南离岛免税购物额（亿元）



资料来源：海口海关，Wind，东莞证券研究所

图 28：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 29：海南离岛免税客单价（元）

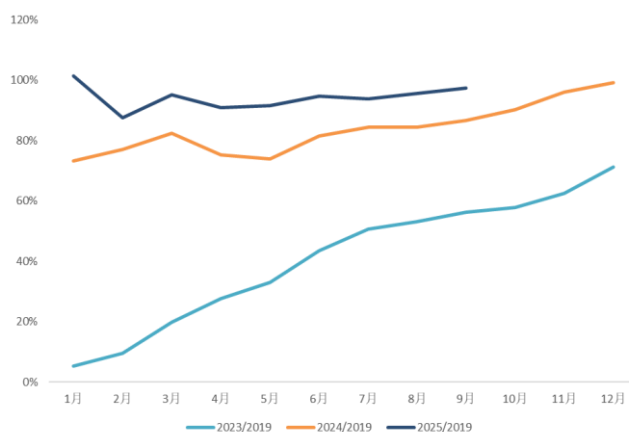


资料来源：海口海关，Wind，东莞证券研究所

国际客流快速恢复，口岸及市内免税有望受益。随着免签朋友圈的持续扩大和过境免签 240 小时政策的推出，2024 年以来我国出入境旅客数量持续增长。2025 三季度中国出入境人数达到 1.78 亿人次，同比增长 12.9%，外国人 2013.4 万人次、同比上升 22.3%，其中免签入境外国人 724.6 万人次、占入境外国人 72.2%、同比上升 48.3%。受国际客流快速增长带动，2024 年以来国际航班持续恢复，2025 年 9 月首都机场国外航线客流量已恢复至 2019 年同期的 97%，浦东机场国际旅客吞吐量较 2019 年同期增长 8.13%。从客流来看，国际客流已基本恢复并有望进一步增长，口岸免税店及市内免税店有望受益。

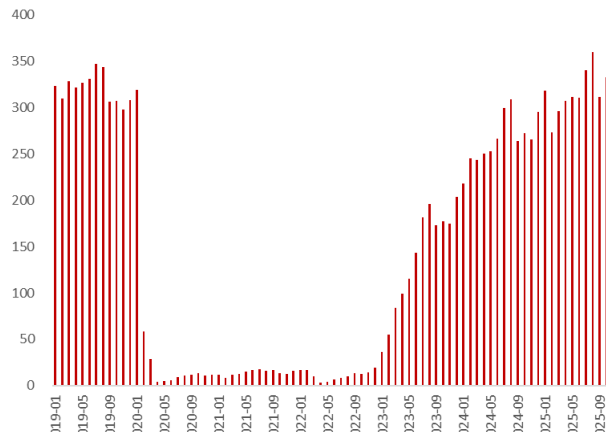
图 30：首都机场国外航线客流量对比 2019 年（人次）

图 31：浦东机场国际旅客吞吐量（国际+地区，万人次）



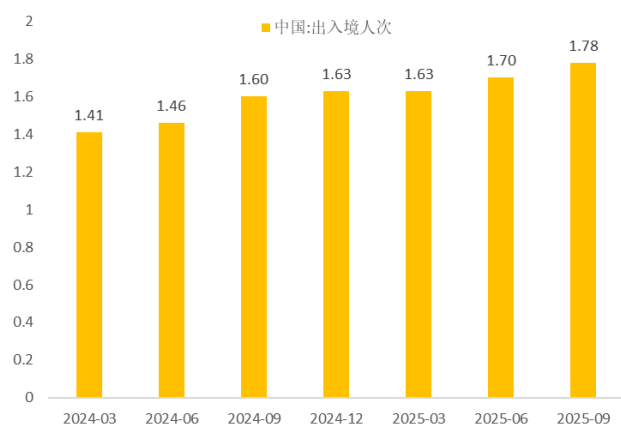
资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 32：中国各季度出入境总人数（亿人次）

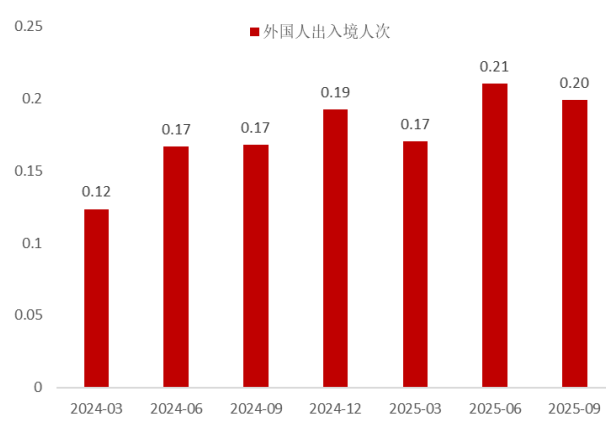


资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 33：中国各季度外国人出入境人数（亿人次）



资料来源：Wind，东莞证券研究所



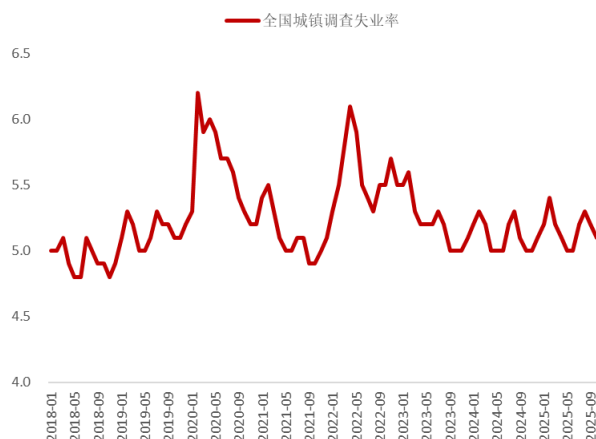
资料来源：Wind，东莞证券研究所

5. 人力资源服务：政策持续发力，AI 应用潜力大

灵活用工助力失业率稳定。2024 年以来全国调查失业率逐渐企稳，16-24 岁青年劳动力调查失业率逐步下降，除了疫情结束后国内经济好转外，灵活用工业务吸纳了大量就业。以科锐国际为例，2024 年起科锐国际的灵活用工业务注册员工数快速上涨，截至 2025 年三季度末达到 5.09 万余人，较 2023 年同期增长近 45%。灵活用工需求增长同样提速，2025 年前三季度科锐国际灵活用工业务累计派出 44.5537 万人次，较 2023 年同期增长 44.42%。人力资源服务行业的逆周期属性显现。

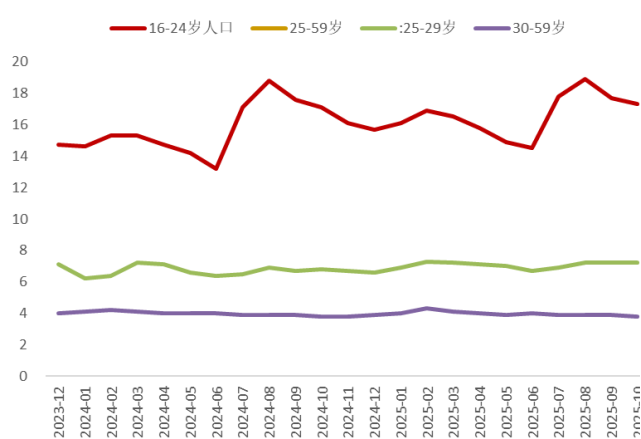
图 34：城镇调查失业率（%）

图 35：分年龄结构劳动力调查失业率（%，不含在校生）



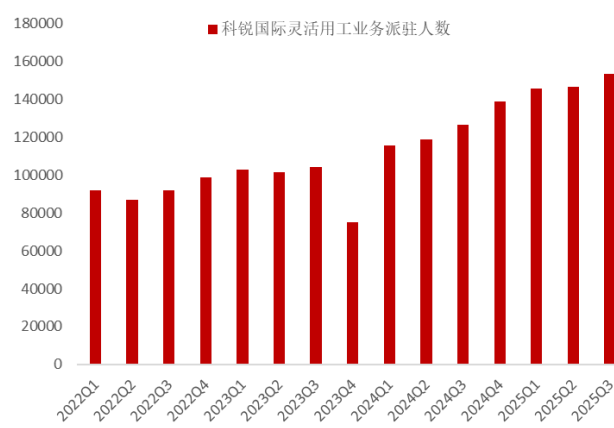
资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 36：科锐国际灵活用工业务派驻人数（人）

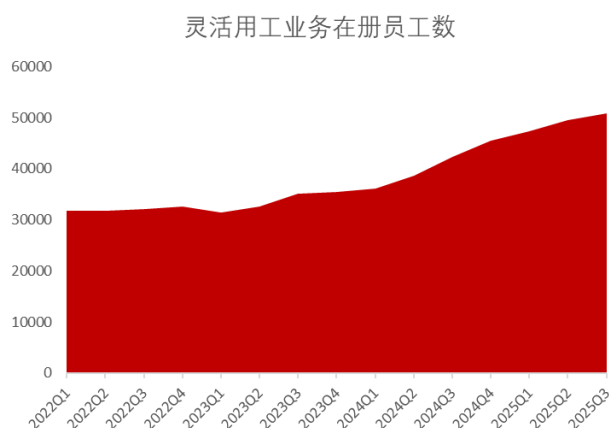


资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 37：科锐国际灵活用工业务在册员工数（人）



资料来源：Wind，东莞证券研究所



资料来源：Wind，东莞证券研究所

社保新规出台，合规需求或促进人力资源服务需求。针对普遍存在的转包、分包、挂靠、混同用工、不缴纳社会保险费等现象，2025 年 8 月 1 日最高人民法院发布《最高人民法院关于审理劳动争议案件适用法律问题的解释（二）》，自 2025 年 9 月 1 日起施行。《解释（二）》明确，劳动者以用人单位未依法缴纳社会保险费为由解除劳动合同，要求用人单位支付经济补偿的，人民法院依法予以支持。根据劳动法及社会保险法的相关规定，强制用人单位和劳动者必须依法参加社会保险，缴纳社保费。受新规影响，放弃社保协议无效，企业仍需依法参保，若企业未缴社保员工可随时解除劳动合同并索赔经济补偿。随着社保新规的生效，企业用工的合规成本将小幅上升，预计将导致人力资源服务外包需求增长。

图 38：2025 年社保新规重磅解读

新规解读

一、所有“不缴社保协议”无效

用人单位与劳动者签订的任何形式放弃社保协议（包括书面声明、口头约定）均属无效，即使员工主动要求放弃社保以换取现金补贴，企业仍需依法参保。

追溯补缴义务：企业需为未参保员工补缴社保，并支付每日0.5‰的滞纳金（例：欠缴10万元，每天罚50元）。

二、员工维权升级

若企业未缴社保，员工可随时解除劳动合同并索赔经济补偿，标准为N倍月工资，N=工作年限：工作每满1年支付1个月工资，不满半年按半月工资计算。

企业已发放的“社保补贴”，补缴后可要求员工返还。

新规将员工离职后追索社保权益的时效从2年延长至3年，为少缴维权提供更长时间窗口。

资料来源：高台县人民政府，东莞证券研究所

AI 赋能人力资源服务。人力资源服务企业对劳动力需求大、重复性文书工作多且具备庞大的数据样本，有望受益于 AI 技术发展带来的效率提升。在招聘环节，企业可能通过 AI 基于职位描述和历史成功样本的候选人简历、公开数据等自动生成优先名单，自动评估进行岗位匹配、智能面试等；在 HR 外包环节可能利用 AI 实现自动化薪酬绩效计算和排班等。以科锐国际为例，公司自 2023 年起基于大规模计算的模型训练范式，研发了基于招聘和技能的行业级模型 CRE Embedding 和 Match System 匹配系统。该系统能够深刻理解岗位需求和候选人简历中的复杂语义关系，显著提升了招聘流程的自动化水平，使招聘需求与人选库的匹配能力达到中级顾问水平。截至 2025 年三季度末，科锐国际推出的禾蛙 AI 招聘平台生态累计运营招聘中高端岗位超 100,000 个，同比增长 57.41%；累计交付岗位 21,800 余个，同比增长 108.71%。

6. 投资策略

维持对行业的超配评级。建议关注政策支持与经济发展共振带动免税消费重回增长的免税板块：中国中免（601888），冰雪基建逐步扩大带动旺季冰雪旅游的扩容：长白山（603099）、峨眉山 A（000888）、祥源文旅（600576），结构优化的同时受益于公商务出行修复的酒店板块：首旅酒店（600258）、君亭酒店（301073），顺周期板块可期待进一步的政策支持：科锐国际（300662）、力盛体育（002858）。长期来看仍待“强政策”转化成“强预期”扭转消费信心。

表 1：重点公司盈利预测及投资评级（2025/11/20）

股票代码	股票名称	股价 (元)	EPS (元)			PE			评 级	评级变 动
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E		
002858.SZ	力盛体育	14.52	-0.24	0.25	0.44	-60.50	58.08	33.00	买入	维持
600258.SH	首旅酒店	15.50	0.72	0.81	0.89	21.53	19.14	17.42	增持	维持
603099.SH	长白山	52.00	0.54	0.62	0.77	96.30	83.87	67.53	增持	下调
600576.SH	祥源文旅	7.48	0.14	0.29	0.39	53.43	25.79	19.18	增持	维持
000888.SZ	峨眉山 A	12.75	0.45	0.5	0.56	28.33	25.50	22.77	增持	维持
301073.SZ	君亭酒店	23.66	0.13	0.15	0.3	182.00	157.73	78.87	持有	维持
300662.SZ	科锐国际	27.72	1.04	1.43	1.78	26.65	19.38	15.57	增持	维持
601888.SH	中国中免	81.73	2.06	1.93	2.35	39.67	42.35	34.78	增持	维持

资料来源：iFind，东莞证券研究所

7. 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。本报告清晰准确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