

社会服务板块2026年度策略

重视服务消费布局元年，看好细分景气与周期改善

行业研究 · 行业专题

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

S0980524070006

联系人：周瑛皓

zhouyinghao@guosen.com.cn

2026年投资策略：重视服务消费布局元年，看好细分景气与周期改善



- **板块回顾：**1) 总体温和复苏，结构性景气。消费大盘温和复苏，1-11月服务消费增速>商品消费增速>餐饮增速，服务消费占比逐步提升。2) 需求、政策、技术的三重变化。一是消费行为更趋理性，年轻客群注重情感满足于体验消费，推动旅游、演唱会赛事、国潮文化、潮玩等细分领域增长；B端商务需求仍处于触底阶段。二是政策因素与全球化布局影响企业决策与发展，部分行业规范限制加速市场洗牌与企业如高端餐饮的变革，海南封关运作打造更大开放平台吸引消费回流，出海仍是重要新增长曲线之一。三是技术迭代加速与商业模式重构，AI+教育、AI+人力等发展提升效率与体验，外卖大战催生即时零售快速渗透下的上游品牌与平台份额重构。
- **行情回顾：**年初至今社服板块整体跑输，板块基金持仓回落至历史低位，Q4以来底部企稳跑赢基准。今年以来社服板块整体涨14.55%，跑输沪深300 3.81pct；伴随国家逐步出台促进消费相关政策，部分龙头预期迎来企稳好转，叠加本身市场流动性好转，25Q4板块涨7.81%，跑赢沪深300 7.45pct。细分板块以结构性行情主导。细分来看，年初至今强α茶饮酒店龙头与强就业导向龙头领涨，Q4以来底部顺周期切换下免税、酒店龙头领涨。2025Q3末国信社服板块重仓基金持仓比例0.29%，较25Q2下降0.10pct，处于历史低位。
- **子行业：**需求分层与供给迭代下表现分化，后续服务消费政策与CPI趋势是关键变量。**免税：**伴随政策发力、供给侧核心枢纽协议落地与龙头供应链强化，国内免税有望逐步承接高端需求β，政策驱动的消费回流叙事与国货平台搭建有望助力新一轮周期与估值抬升；**酒店：**关注未来供需格局改善的顺周期机遇，需求端休闲旅游稳健增长叠加服务消费政策提振、商旅需求基数走低逐步筑底，供给回补最陡峭阶段已过，龙头经营策略从OCC优先转向最优RevPAR推动价格企稳；**景区：**景区交易上日历效应显著，关注祈福、游轮等顺应年龄结构趋势且有内生增长的方向，同步关注地方资产整合；**OTA：**作为出行ETF有望直接受益于服务消费政策刺激，行业稳定格局下利润率稳步抬升仍然是主旋律，关注龙头海外投资进展与下沉景气度；**连锁餐饮：**伴随外卖补贴渐进退坡，龙头积极在新产品线扩充如奶茶咖啡的相互渗透、产品的持续创新、新品牌曲线应对基数压力；餐饮龙头收入受价格降价内卷、高端餐饮政策扰动、预制菜舆论等多因素扰动增速平稳，若CPI传导回暖则平台与品牌有望在低基数下迎来触底反弹。**教育：**把握“就业导向”及AI商业化，强就业导向、受人口冲击相对滞后的公考招录及职业教育培训赛道行业景气度有望持续，同步关注行业AI应用迭代。**人服：**人力是关注经济复苏的风向标，关注企业端用工情绪的改善与AI技术赋能。
- **投资建议：**2026年提振内需成为经济发展重中之重，其中我国居民服务消费对比海外具备较大提升潜力，有望成为国家在商品消费补贴进一步优化基础上的新抓手，金钱、时间、供给侧约束都为政策提供良好着力点。板块资金配置处于历史低位且整体估值已反映诸多悲观预期，我们建议重视2026年服务消费元年，伴随政策逐步向居民收入预期等传导，全年维度布局通胀预期修复与细分景气两条主线：1) **主线之周期预期修复：**高端复苏与政策逐步加码的免税新周期、供需再平衡的酒店拐点、CPI预期改善的餐饮同店表现，推荐中国中免、华住集团-S、亚朵、首旅酒店、美团-W、海底捞、小菜园、同庆楼等；2) **主线之细分景气方向：**稳就业导向下的公考与职教、银发旅游、产品持续迭代创新的茶饮、新技术迭代与AI应用方向，推荐华图山鼎、中国东方教育、古茗、蜜雪冰城、携程集团-S、同程旅行等，建议关注三峡旅游。
- **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。

[01] 2025复盘：基本面与持仓回落至历史低位，结构性行情主导

[02] 2026展望：我国服务消费潜能大，政策发力下的布局元年

[03] 子行业：需求分层与供给迭代下表现分化

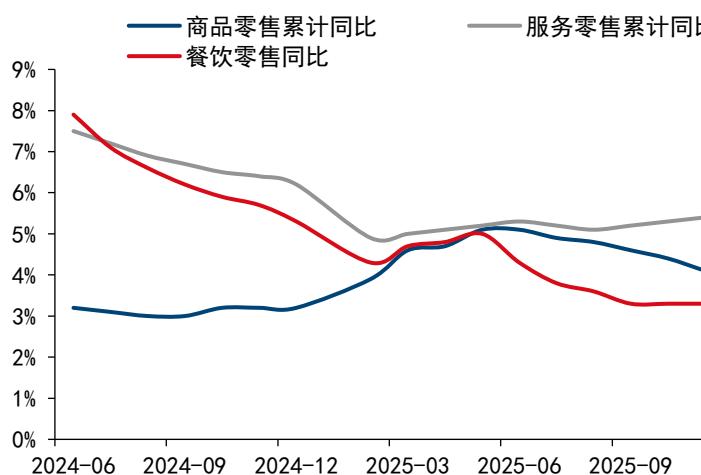
[04] 投资策略：看好细分景气与周期改善

板块特点回顾：总体温和复苏，结构性景气

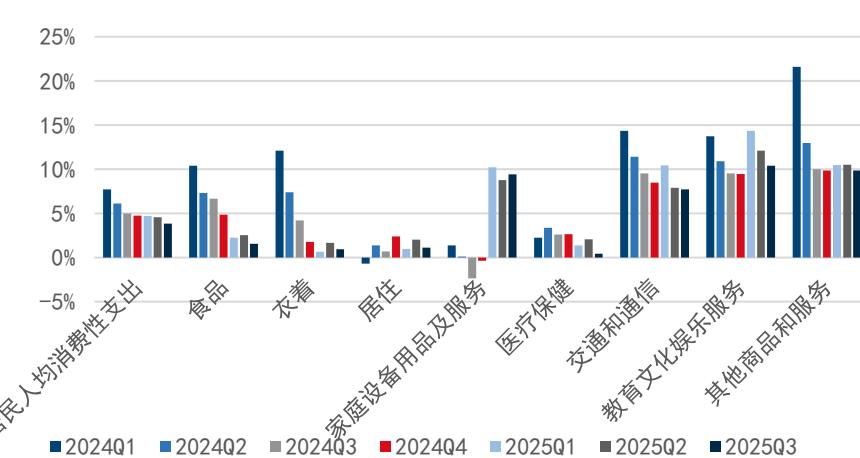


- **消费大盘总体平稳，服务消费优于商品消费。**1-11月我国社会零售品总额同比4.0%，总体消费表现平稳。从结构上，居民服务消费占比持续提升，1-11月服务消费/商品消费/餐饮消费同比分别增长5.4%/4.1%/3.3%；另外参考城镇居民人均消费支出，2025Q1-Q3教育文娱支出增长均维持双位数，可选服务消费呈现结构性景气。
- **C端居民兼顾体验经济与性价比消费，B端商务需求仍处于触底阶段。**一方面，居民理性消费趋势延续，兼顾体验经济与质价比消费，其中体验经济更注重自身感受，体现在悦己、注重身心健康、品质升级等方面，比如旅游延续韧性增长。国庆假期旅游需求景气度良好，9.30-10.6全社会跨区域流动人次累计同比增长5.2%，好于此前交通运输部对于8天假期增长3.2%的预期。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。
- **需求、政策、技术的三重变化。**一是消费行为更趋理性，注重情感满足于体验消费，推动旅游、演唱会赛事、国潮文化、健康化等细分领域增长；政策因素与全球化布局影响企业决策与发展，部分行业规范限制加速市场洗牌与企业变革，海南封关运作打造更大开放平台吸引消费回流，出海仍是重要新增长曲线之一；技术端，AI+教育、AI+人力等发展提升效率与体验，外卖大战催生即时零售快速渗透下的品牌与渠道重构。

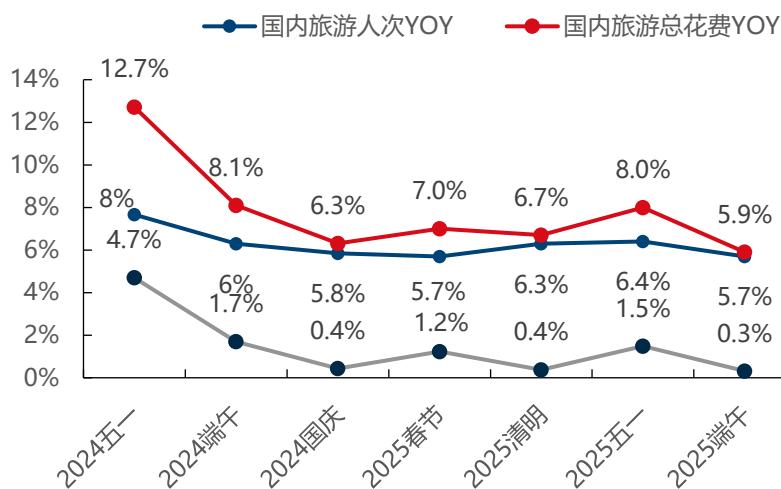
图：商品零售与服务零售累计同比增速



图：教育文化娱乐服务支出增速高于其他



图：国内游情况



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

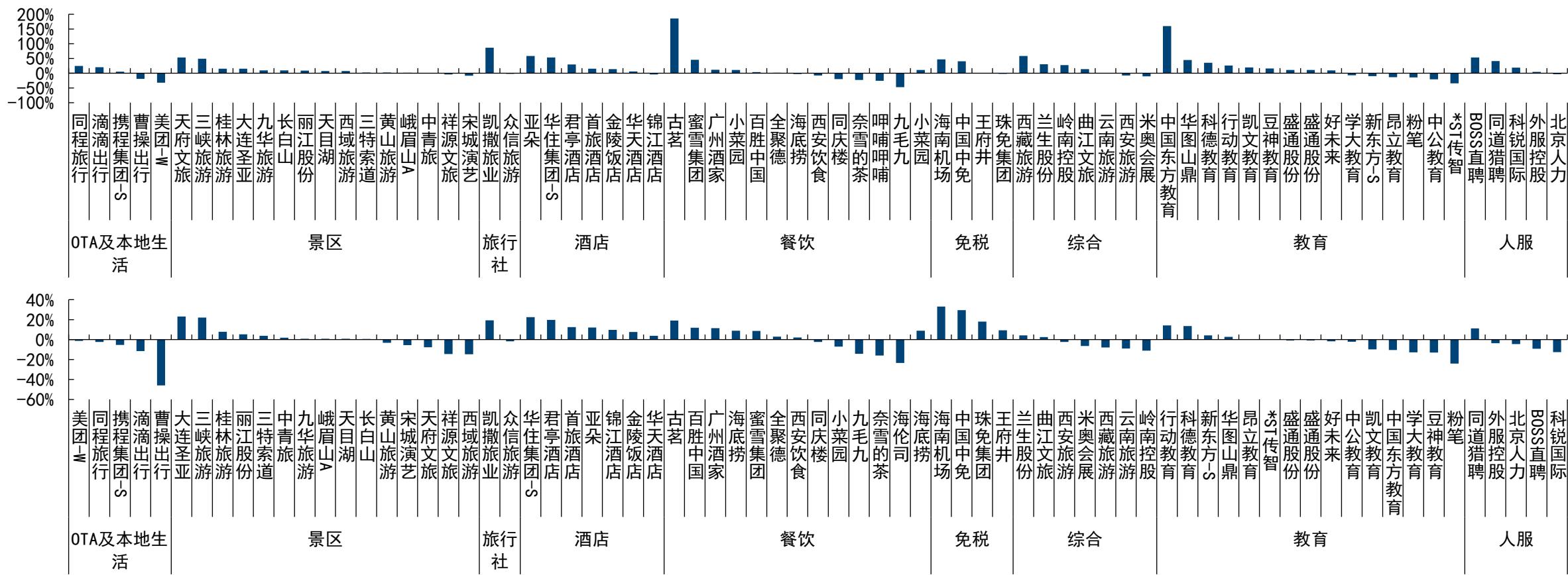
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

行情复盘：年初至今社服板块整体跑输，结构性行情主导



- 年初至今社服板块整体跑输，Q4以来底部企稳跑赢。回顾今年以来社服板块行情，社服板块整体涨14.55%，跑输沪深300 3.81pct；伴随国家逐步出台促进消费相关政策，部分龙头预期迎来企稳好转，叠加本身市场流动性好转，25Q4板块涨7.81%，跑赢沪深300 7.45pct。
- 细分板块以结构性行情主导。2025年以来强α茶饮酒店龙头与强就业导向龙头领涨，涨幅居前TOP5为古茗+186%、中国东方教育+160%、凯撒旅业+87%、亚朵+59%、华住集团+53%；Q4以来底部顺周期布局叠加高频数据催化，免税、酒店龙头领涨，如中国中免涨29%。

图：2025.1-2025.12.29各公司涨跌幅（上）、2025.10-2025.12.29各公司涨跌幅（下）



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

社服板块持仓：回落至历史低位，消费投资相对理性



- 由于一季度、三季度基金披露重仓股数据，而非像半年报和年报一样披露全部持仓数据，因此以下测算主要通过重仓股情况进行分析。
- 2025Q3末，国信社服板块重仓基金持仓比例0.29%，较25Q2下降0.10pct，处于历史低位。
- 子板块：各板块均减持，餐饮、人服、OTA减持居前。2025Q3 VS 2025Q2，各子板块均减持，其中餐饮、人服、OTA减持居前，环比各减持0.018/0.018/0.015pct。其中餐饮板块目前持仓占比居各子板块首位，占比0.09%（主要系百胜中国、蜜雪集团等贡献）。
- 前十大基金重仓股：前十大基金重仓股均减持，同程旅行、北京人力减持居前。2025Q3 VS 2025Q2，十大基金重仓股均减持，同程旅行、北京人力减持居前减持，环比各减持0.015/0.010pct；免税、酒店龙头减持较少，锦江酒店、首旅酒店、中国中免各减持0.004/0.006/0.006pct，。

图：社服行业各板块基金配置占比

	19Q4	20Q4	21Q4	22Q4	23Q4	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	环比变化
餐饮	0.007%	0.065%	0.011%	0.096%	0.041%	0.115%	0.116%	0.111%	0.094%	-0.018pct
免税	0.600%	2.040%	0.847%	1.043%	0.214%	0.120%	0.090%	0.097%	0.090%	-0.006pct
酒店	0.139%	0.096%	0.293%	0.401%	0.093%	0.074%	0.067%	0.046%	0.036%	-0.010pct
演艺	0.473%	0.103%	0.094%	0.075%	0.075%	0.041%	0.039%	0.027%	0.018%	-0.009pct
人服	0.011%	0.021%	0.039%	0.048%	0.055%	0.032%	0.043%	0.037%	0.018%	-0.018pct
OTA	0.000%	0.000%	0.000%	0.006%	0.005%	0.072%	0.076%	0.031%	0.016%	-0.015pct
景区	0.008%	0.010%	0.010%	0.024%	0.010%	0.010%	0.006%	0.014%	0.007%	-0.006pct
教育	0.129%	0.074%	0.004%	0.016%	0.067%	0.004%	0.010%	0.022%	0.007%	-0.014pct
国信社服板块基金重仓比例										
	1.368%	2.409%	1.299%	1.712%	0.562%	0.468%	0.446%	0.384%	0.287%	-0.098pct

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

注：1) 本文选取开放式基金；2) 持仓比例计算方式为国信社服板块重仓股票市值/所有基金重仓股票市值

图：前10大基金重仓股持仓情况

	19Q4	20Q4	21Q4	22Q4	23Q4	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	环比变化
中国中免	0.599%	2.039%	0.844%	0.966%	0.180%	0.119%	0.090%	0.097%	0.090%	-0.006pct
百胜中国	0.000%	0.000%	0.000%	0.001%	0.005%	0.085%	0.088%	0.090%	0.082%	-0.009pct
首旅酒店	0.031%	0.020%	0.059%	0.127%	0.047%	0.042%	0.037%	0.028%	0.022%	-0.006pct
宋城演艺	0.473%	0.102%	0.091%	0.073%	0.065%	0.041%	0.039%	0.027%	0.018%	-0.009pct
同程旅行	0.000%	0.000%	0.000%	0.006%	0.005%	0.072%	0.076%	0.031%	0.016%	-0.015pct
锦江酒店	0.109%	0.076%	0.234%	0.257%	0.046%	0.031%	0.029%	0.018%	0.014%	-0.004pct
北京人力	0.000%	0.000%	0.000%	0.018%	0.036%	0.022%	0.027%	0.022%	0.012%	-0.010pct
豆神教育	0.019%	0.000%	0.000%	0.000%	0.000%	0.002%	0.003%	0.016%	0.007%	-0.009pct
科锐国际	0.011%	0.021%	0.039%	0.030%	0.018%	0.010%	0.015%	0.015%	0.006%	-0.008pct
蜜雪集团	0.000%	0.000%	0.000%	0.000%	0.000%	0.000%	0.000%	0.004%	0.004%	0.000pct

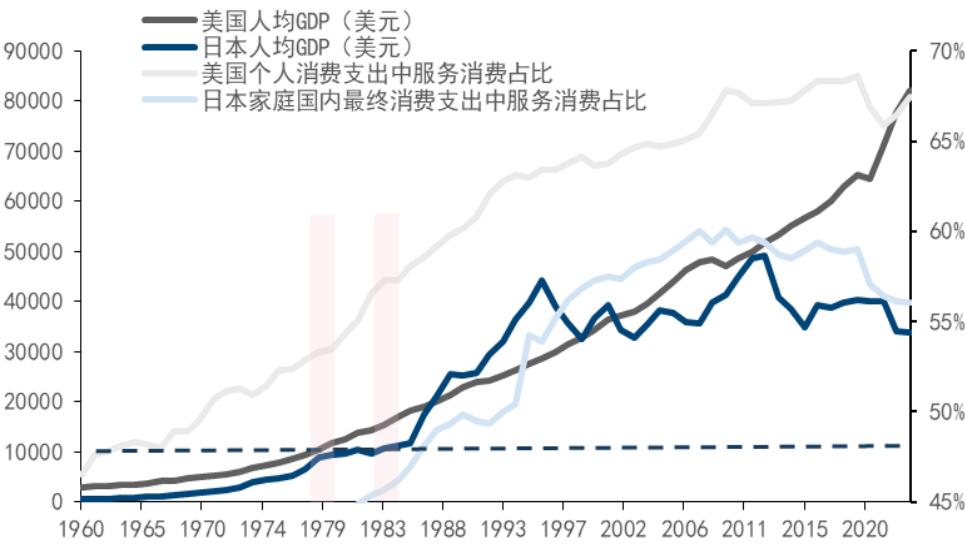
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

2026展望：我国服务消费发展潜力大

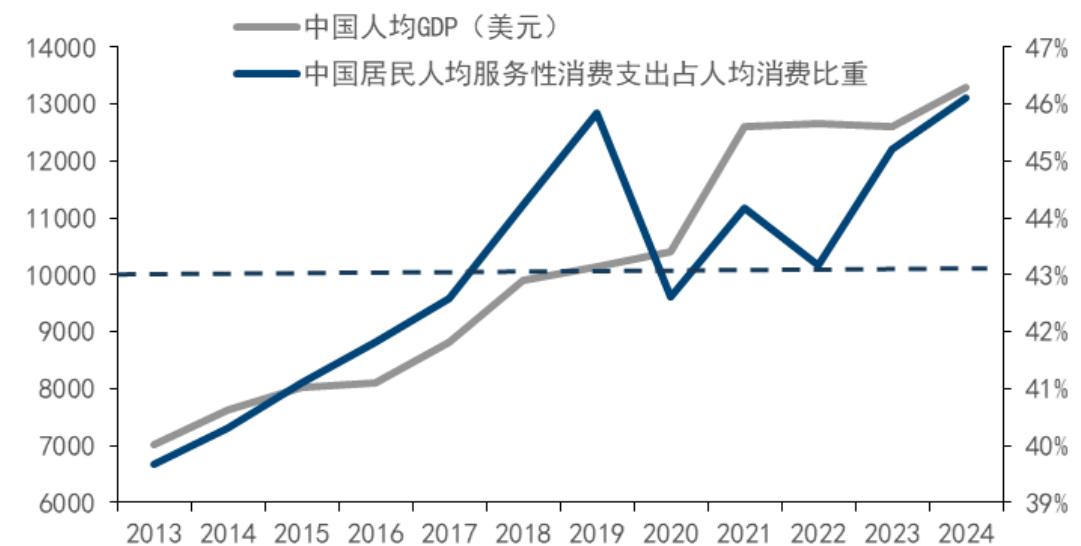


■ 我国服务消费处于上行通道，对标海外发达国家提升潜力大。从国际经验来看，美国、日本在人均GDP突破1万美元后，服务消费便迎来快速增长阶段。我国2024年人均GDP已超1.3万美元，当年居民人均服务性消费支出同比增长7.4%，占人均消费支出比重为46.1%，对人均消费支出增长的贡献率达63%。对比发达国家，我国服务消费后续仍有较大提升空间，中改院预计到2030年我国居民服务消费支出占人均消费支出比重有望突破50%，正式迈入服务型消费社会。

图：美、日人均GDP突破1万美元后服务消费加速提升



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

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

2026展望：国家从政策积极发力服务消费



■ **服务消费政策加码，有望打开时间、金钱、供给约束。**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。

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，鼓励带薪年休假与小长假连休，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、养老服务、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。

资料来源：中国政府网、国信证券经济研究所整理

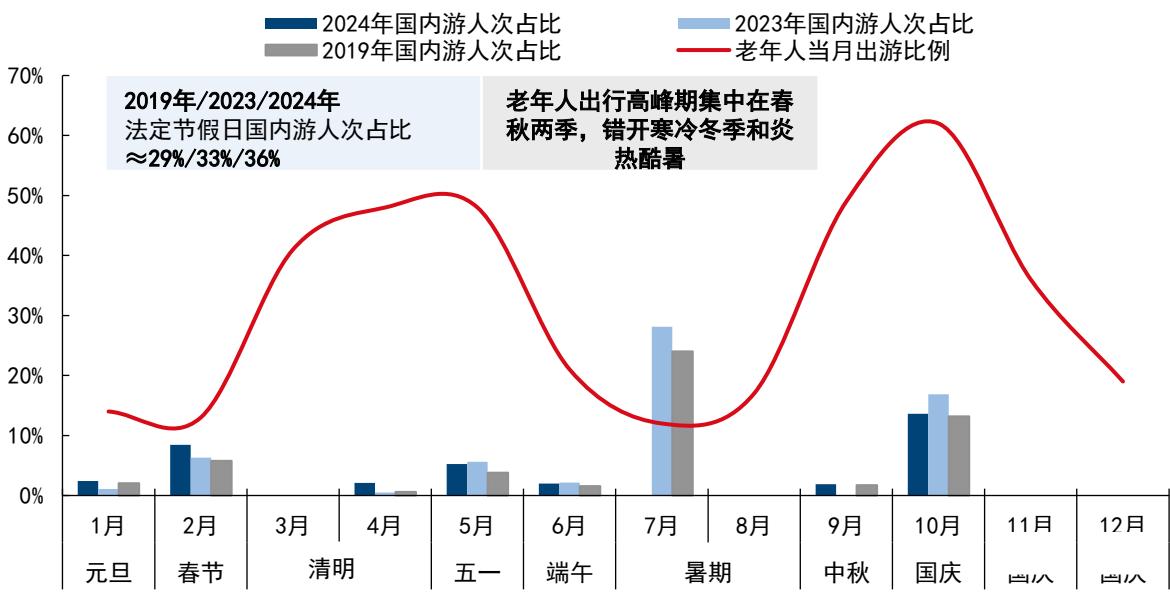
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

2026展望：国家从政策积极发力服务消费



- 春秋假国家发文，地方政府相继落实。商务部、国家发展改革委、教育部等9部门联合印发《关于扩大服务消费的若干政策措施》（以下简称“《政策措施》”），其中提出，鼓励有条件的地方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。截至目前，全国已有浙江、四川两省全面推行春秋假制度；山东、湖北、广东、陕西、江西、湖南等省在部分地区试点；另有江苏、河南、贵州、福建、河北等省发文鼓励探索。春秋假正从地方试点逐步走向全国推广，但各地实施进度和具体安排存在明显差异。
- 春秋假有望带动国内错峰出行，短期研学游为直接带动方向。1) 春秋假有助于分流长假压力，创造“淡季消费窗口”。当前我国法定节假日中，国庆、春节等长假贡献了全年多数旅游消费，但也引发了交通拥堵、景区超载、服务质量下降等问题。2) 各地区春秋假时间设置有所差异，总时长从5天到14天不等，一般安排在劳动节和国庆节前后，拉长假期，可分流高峰期客流。参考3天类型小长假，若春秋假带动1亿人次错峰出游，按人均消费800元计算，可新增消费800亿元，对旅游大盘的拉动在1.4%。3) 考虑目前春秋假主要针对中小学生义务教育阶段，若家长出行还需配合带薪休假的进一步落实，因此短期预计更多从研学游等角度率先带动。

图：节假日占全年国内游人次与收入比重



图：各地春秋假探索

省份	实施范围	假期安排	假期天数
浙江	全省	春假与清明/五一相连，秋假11月与周末相连	春秋假各3天
四川	全省	春假与清明相连，秋假11月	春秋假各3天
湖北	恩施州	春假与清明相连，秋假11月	春秋≥2天，秋假9天
广东	佛山市	春假与五一相连，秋假11月与周末相连	春假2天，秋假3天
山东			
江西	九江市	春假与五一相连，秋假11月	春假2天，秋假3天
湖南	衡阳市南岳区	秋假11月与周末相连	秋假3天
陕西	汉中市	春假与五一相连，秋假11月与周末相连	春秋假各3天
吉林	部分地区	雪假5天	全省部分地区
新疆	部分地区	雪假5天	乌鲁木齐、阿勒泰
内蒙古	呼伦贝尔市	雪假5天（12月24-28日）	呼伦贝尔

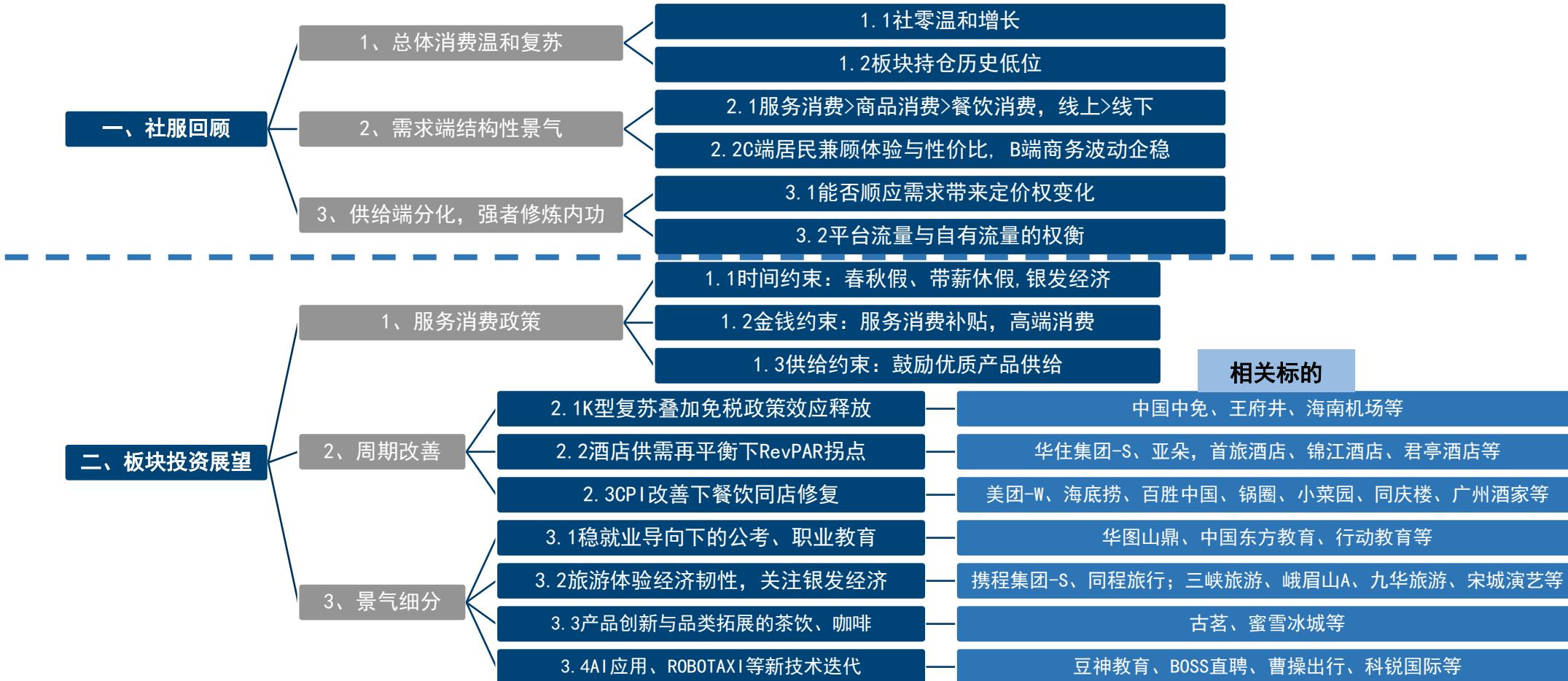
资料来源：文化旅游部、数据宝，国信证券经济研究所整理

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

2026年社服板块投资策略



图：2026社服投资策略



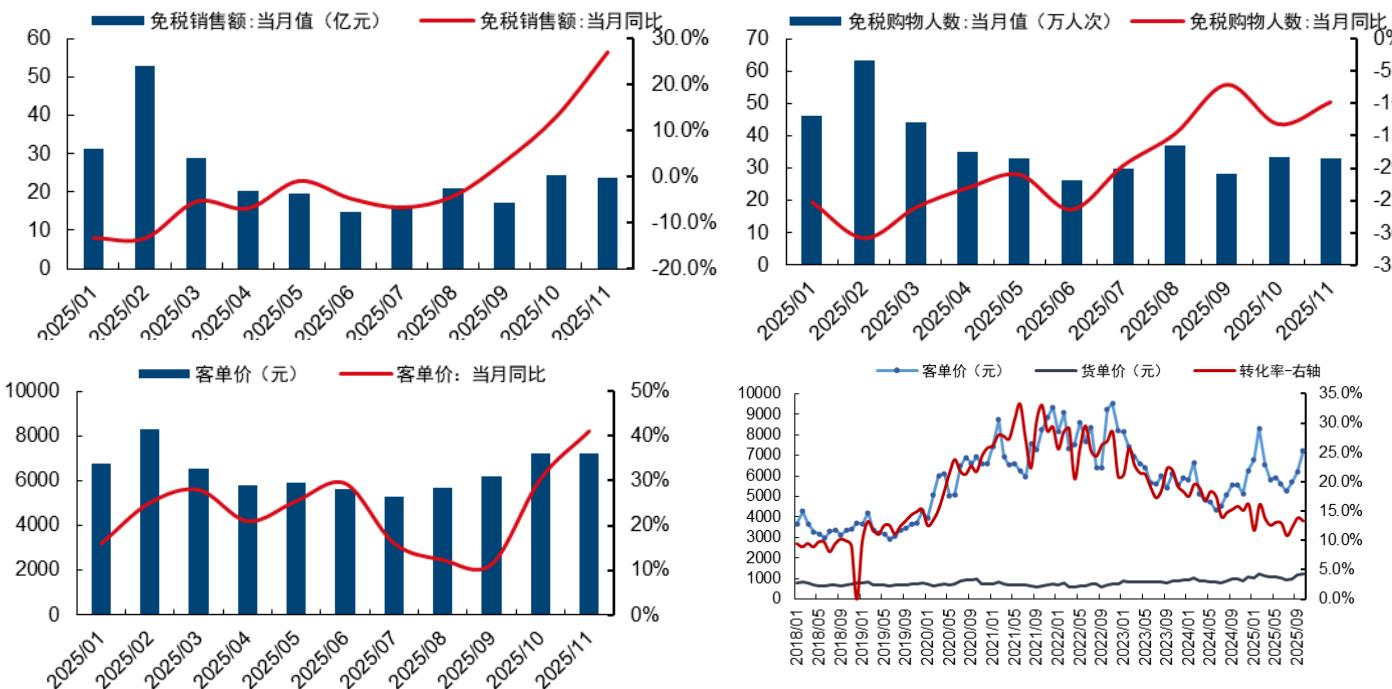
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

免税：中国免税市场新周期拉开帷幕



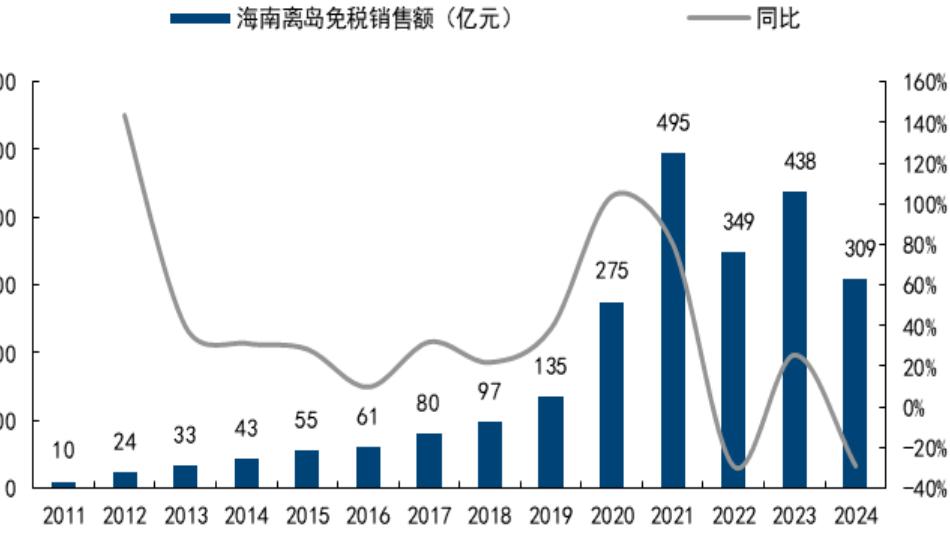
- 复盘历史，海南免税景气度是板块龙头业绩关键，政策驱动的消费回流叙事主导估值。2011-2019年政策红利下海南离岛免税销售额CAGR达39%，因自贸港政策大幅优化2020-2021年销售均翻倍，峰值达495亿。2022-2024年受消费信心不足、客群稀释及国际香化周期等叠加进入调整期，2024年销售额较高点下滑37%。2020-2021年强预期下中免市值逼近8000亿（估值超80x），后随销售趋势进入估值与业绩回落。
- 9月以来海南免税销售拐点向上，封关运作首周数据再超预期。2025年9月起海南免税销售同比转正，9-11月同比+3%、+13%、+27%，10-11月品类结构变化带动客单价+30%、+41%。海南免税作为中高端消费晴雨表，近期在政策利好与数据改善下，龙头股价自6月份信心低点反弹约40%，市场关注点转向“复苏持续性与强度的分歧”后12月中旬有所震荡；封关首周海南免税购物金额、购物人数同比+54.9%、+34.1%强化市场预期，龙头中国中免股价再度走高。

图：海南免税销售额近期跟踪



资料来源：海口海关，国信证券经济研究所整理

图：海南免税销售额历史复盘

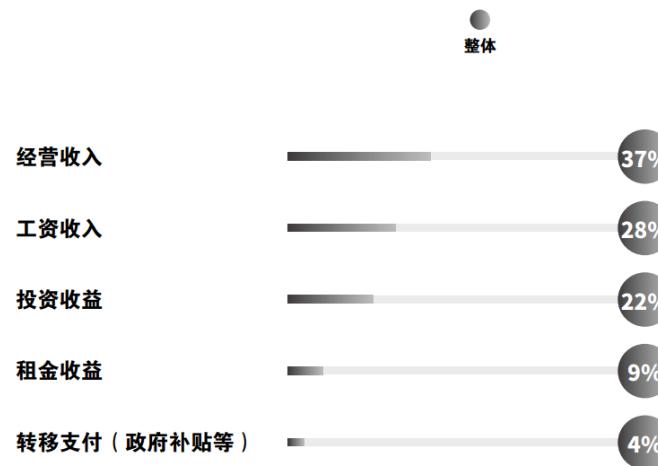


资料来源：海口海关，国信证券经济研究所整理

■ 需求端：资产价格企稳带来的财富效应正逐步向高端消费传导，地缘关系有望带动精品回流。国际奢侈品集团最新数据显示，2025年三季度以来中国市场呈现改善信号：LVMH、爱马仕等品牌在中国境内市场已恢复正增长，开云集团跌幅收窄，历峰、Prada等亦观察到从日本回流至大中华区的购买行为增加。从资产配置角度，高端消费人群资产配置中资本市场比重相对更高（高净值人群投资收益占比22%VS2024年全国居民财产性收入占8%），2024年9月以来股市走强对高端消费逐步形成支撑，伴随汇率、地缘关系等外部因素变化，精品消费回流大中华区趋势正在有所体现。

图：高净值人群资产配置情况

◆ 高净值人群的资金来源



表：国际奢侈品集团销售额增速

	25Q1	25Q2	25Q3
LVMH (亚洲不含日本)	-11%	-6%	2%
爱马仕 (亚太不含日本)	1%	5%	6%
开云集团 (亚太不含日本)	-25%	-19%	-10%
历峰集团 (大中华区)	-23% (FY25)	-7%	7%
Prada (亚太不含日本)	10%	11%	10%
Tapestry (大中华区)	5%	18%	19%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理（按固定汇率计）

资料来源：胡润，国信证券经济研究所整理

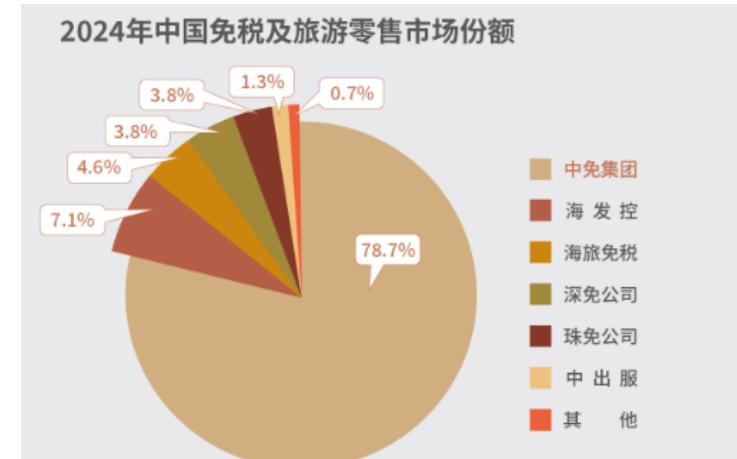
免税：海南封关落定，政策效应持续释放

- **供给端：中免在全渠道布局与供应链优势领先，其他玩家差异化发展。**在2024年中国免税及旅游零售市场中，中免集团全渠道覆盖以78.7%的市场份额稳居第一，其次是海发控、海旅免税、深免、珠免、中出服、其他。当前来看，**1) 机场出入境：**重点渠道如机场免税正迎来合约到期租金重签，机场渠道格局演绎需要关注。**2) 海南免税：**海南免税截止目前市内门店超50万m²，其中中免约36万m²，占据核心卡位优势；王府井则通过差异化打造吸引冲浪等玩家；机场免税面积约2.5万m²，本身占比较市内店相对有限，由中免主导。**3) 市内免税：**市内免税尚处于起步阶段，目前来看中免卡位核心机场预期有望承载主要政策红利。总体上我国免税全渠道预计仍将一超多强格局。
- **展望后续，海南省目标2027年离岛免税经营主体销售额超600亿元，政策端效果释放助力免税景气抬升。**《海南省提振和扩大消费三年行动方案》提出擦亮免税购物金字招牌，至2027年离岛免税经营主体销售额超600亿元。结合此前2023/2024年分别为580亿元、470亿元，2025年1-10月累计免税销售额同比-6%，若假设2025年销售最终录得同比持平，则未来2年复合增速在12%。我们认为：1、11.1新政效果尤其岛民消费有望逐步释放潜力；2、封关后，鉴于旅游业在海南省经济中的重要地位，我们预计后续政府有望加大支持与宣介力度，进一步助力海南离岛免税发展。此前市场对于12月基数走高后的增速有不确定性，但目前在政府补贴作用和新政策效果释放下增速超预期。

图：海南离岛免税店布局



图：2024年中国免税及旅游零售市场份额



免税：机场枢纽引入适度竞争，与市内店协同助推消费回流



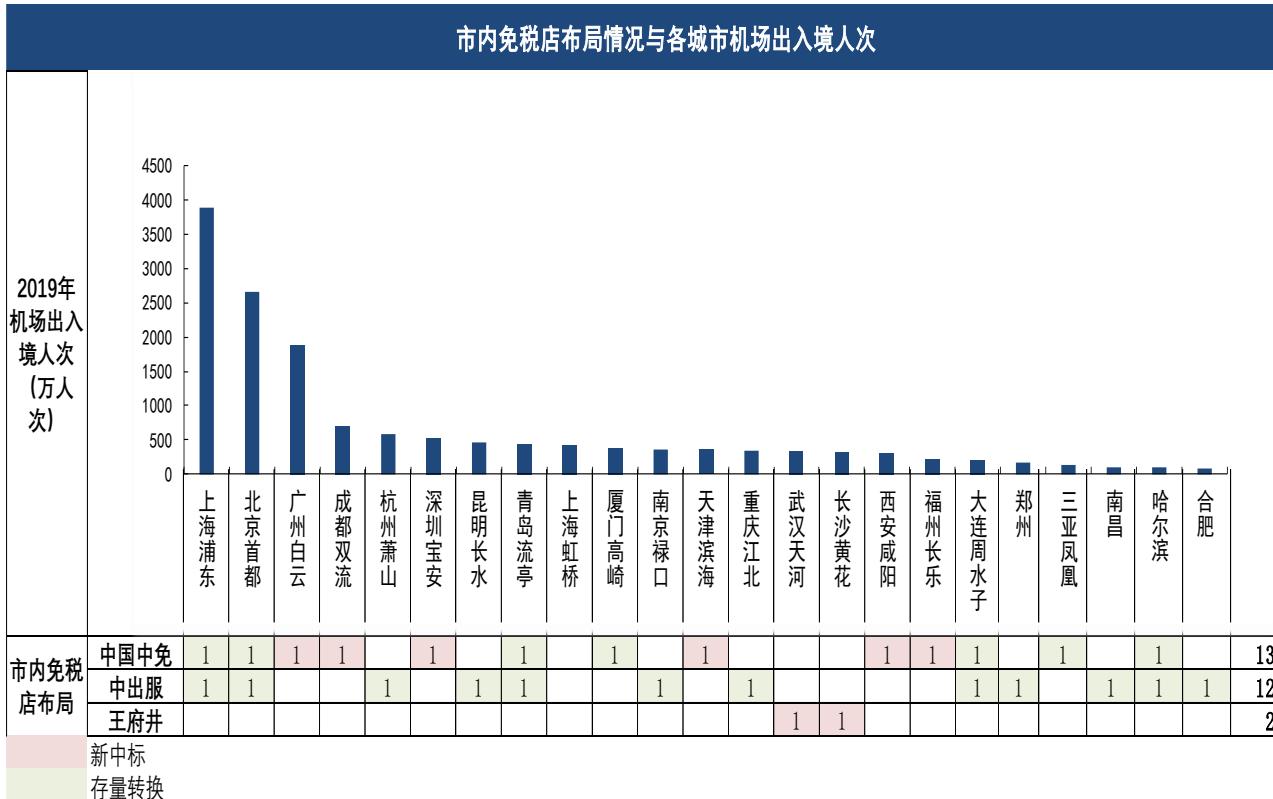
- 北上机场招标落定，预期后续市内店开业有望进一步催化。
- 上海机场：上海机场公告与Dufry、中国中免分别成立合资公司，以其作为口岸免税店运营载体，持股比例均为49%。中免持股51%的免税合营公司将作为载体经营上海浦东国际机场（T2航站楼及S2卫星厅国际区域场地）进出境免税店和上海虹桥国际机场（T1航站楼国际区域场地）进出境免税店；考虑采用固定+更低的提成模式，同时设置年度考核的销售激励（超目标阶梯奖励返还），预计有利于共同做大机场免税蛋糕。
- 首都机场：中国中免和王府井相继公告，分别以全资子公司运营首都机场T3和T2未来8年的经营合同。其中王府井首都机场T2合同关键条款：首年保底费1.13亿元+首年销售额提成5%；中国中免首都机场T3合同关键条款：首年保底费4.80亿元+首年销售额提成5%。
- 招标落定，中免依然占据免税核心地位，未来可以通过市内店和线上平台构建最强大的生态体系，适度竞争有望进一步激发中免供应链潜能。

图：机场免税初步中标结果

上海机场	经营面积 (m²)	2023年补充合同				2025新中标候选公式				
		运营方	月保底 (万元)	月提成	收取方式	第一候选人	月固定 (万元)	月固定 (万元)	月提成	收取方式
浦东 T1+S1	8466	日上上海	5245	18%-36%		Dufry	3141	2659	8-24%	
浦东 T2+S2	9631	日上上海	5245	18%-36%	二者孰高	中免公司	3090	2976	8-24%	固定+提成
虹桥T1	2471	日上上海	647	18%-36%		中免公司	2827	698	8-22%	
2021年补充合同		2025新中标候选公式								
首都机场	经营面积 (m²)	运营方	年保底 (万元)	月提成	收取方式	第一候选人	月固定 (万元)	首年保底 (万元)	首年提成	收取方式
T3航站楼	10647	日上中国	55828	18-36%	保底使用面积调节系数	中免公司	4002	48027	5%	二者叠加
T2航站楼	3566	中免集团				王府井	942	11300	5%	

资料来源：招标网，国信证券经济研究所整理

市内免税店布局情况与各城市机场出入境人次

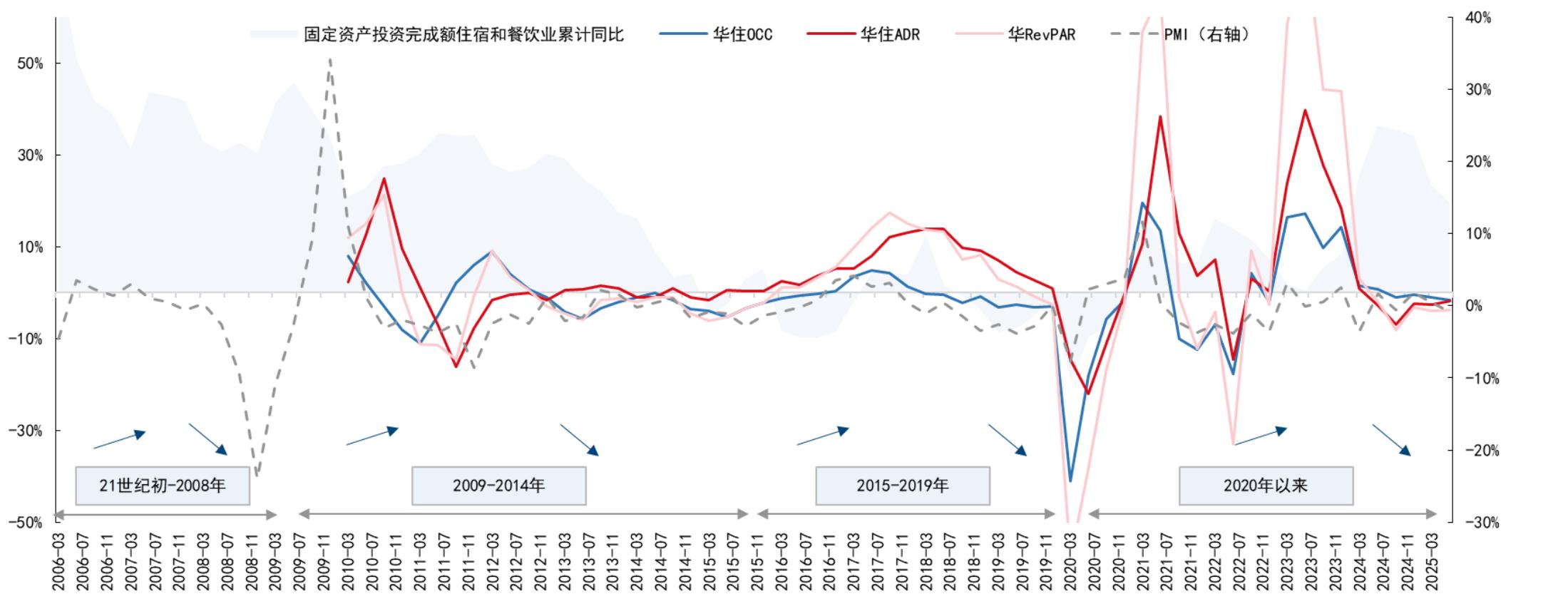


酒店：供需关系改善



■ 疫前供需错配对应三轮周期，疫后供需持续再平衡。疫前国内酒店行业供需错配对应三轮大周期，其中伴随着供给侧结构性升级。21世纪以来，国内酒店行业的发展围绕“供需错配”核心逻辑展开，2000年至2019年期间已完整经历三轮周期性波动，其中又伴随着行业从传统招待所主导到经济型爆发、中端崛起再到中高端发展的结构性成长主线。

图：酒店行业复盘



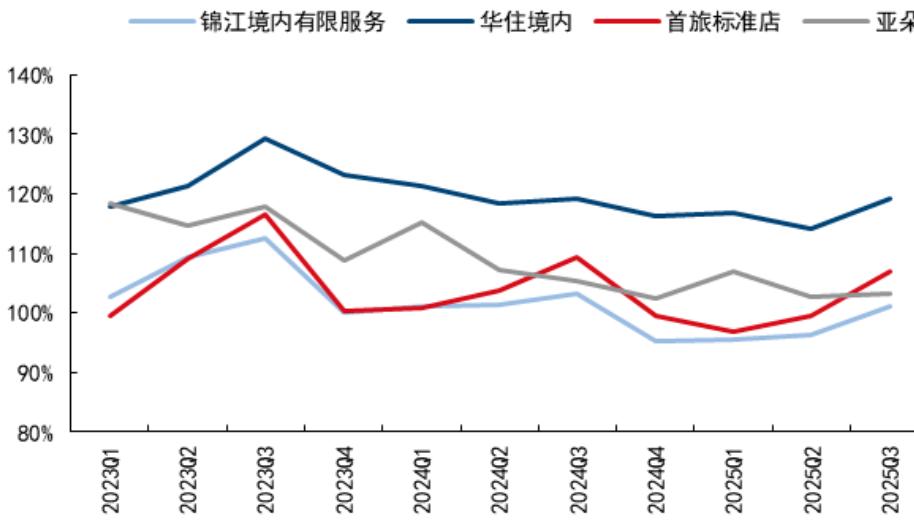
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

酒店：行业经营两年下行，当前处于周期底部

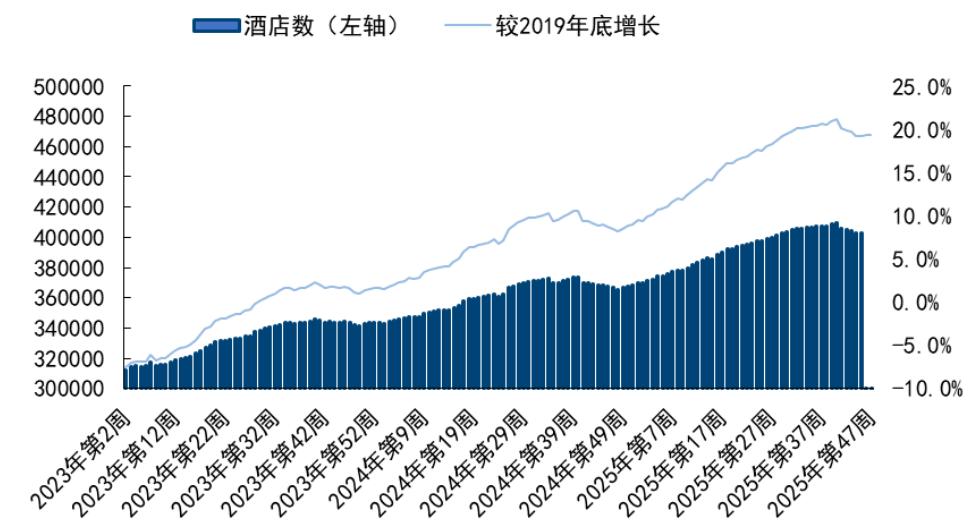


- 疫后供需再平衡过程中，从2023年高位回落2年。2023年以来酒店行业供需关系经历显著调整，整体从“需求反弹→供给回补”的供需边际失衡有望逐步向再平衡演进：2023年疫后需求集中释放，供给恢复滞后致短期供需缺口，市场阶段性呈现“供小于求”格局；2024年供给加速回补叠加需求分化，休闲旅游需求保持韧性，但商务出行复苏节奏偏缓，供需关系逐步呈现边际失衡特征；2025年供给扩张动能平缓，但仍高于需求，需求改善有望推动供需再平衡。

图：2023年以来酒店龙头较2019年恢复度情况



图：酒店房间量供给较2019年增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：酒店之家，国信证券经济研究所整理

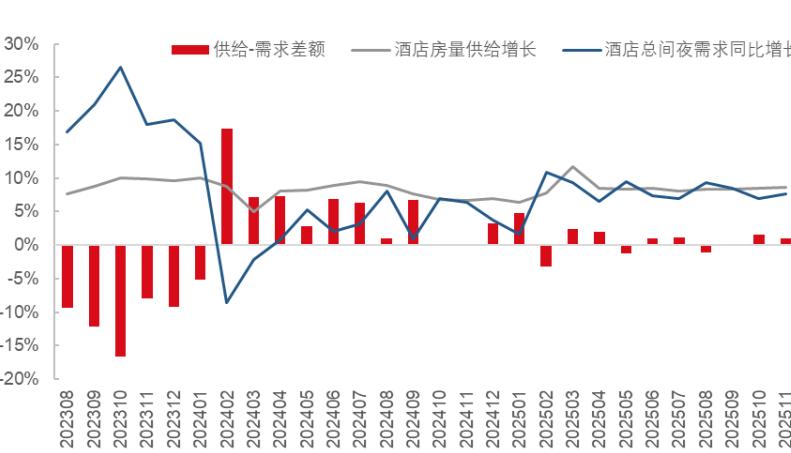
酒店：当前酒店进入底部周期的几点信号



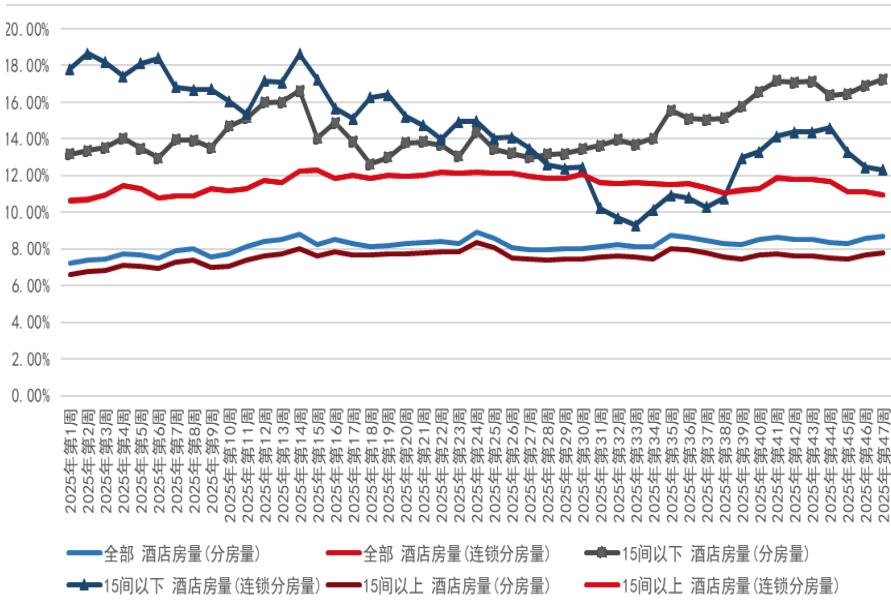
供给：

➤ 当下来看供给增速有所分化，大房量供给增速有所平缓。考虑到投资人进入成本降低（部分城市对酒店用地审批的优化、城市物业租金下行）以及酒店行业本身稳定的现金流属性，吸引多元投资人参与投资。但伴随行业RevPAR持续回落，根据次方点评，其统计的2025年酒店行业平均回本周期拉长至5.4年，51%项目需5年以上回本；结合龙头储备店较高峰期放缓，不排除行业供给增长有望逐步趋于合理性。根据酒店之家数据，15间以上客房量同比增速自国庆后逐步放缓，而部分小房量酒店仍在向上加速。

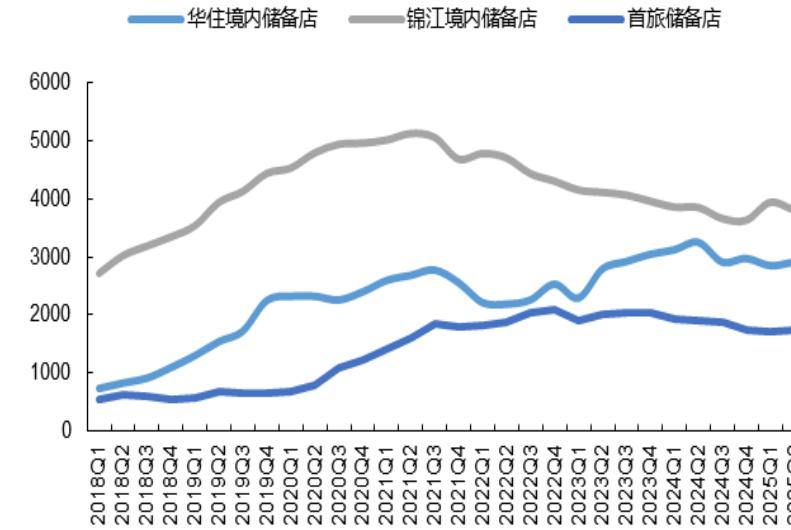
图：行业供需变化



图：国庆后规模以上房间量供给同比增速略有放缓



图：酒店龙头储备店数量变化



资料来源：酒店之家，国信证券经济研究所整理

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

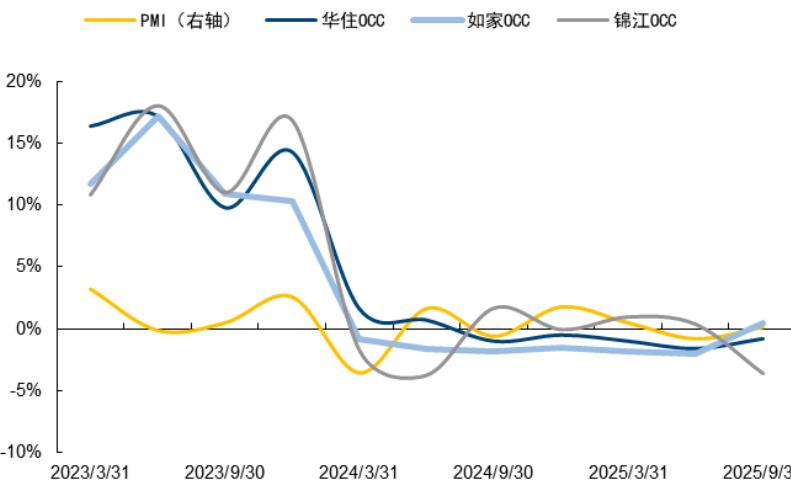
酒店：当前酒店进入底部周期的几点信号



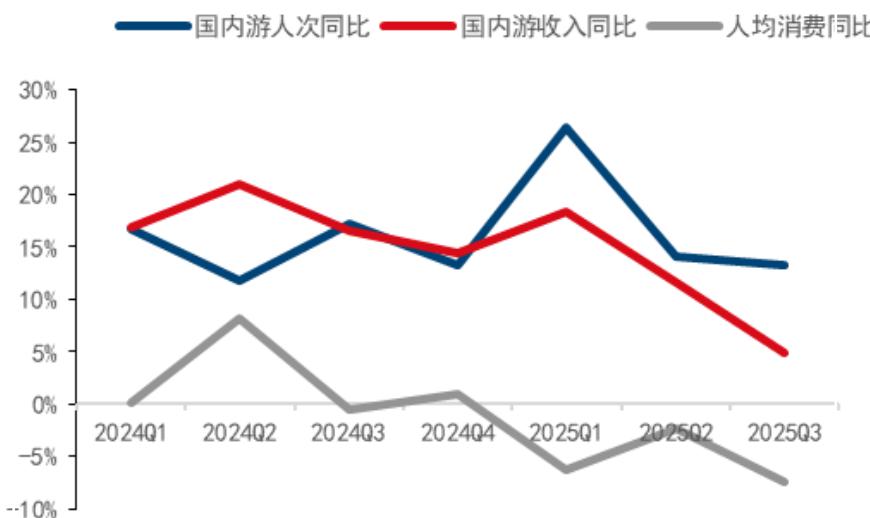
需求：

- 需求端而言，休闲旅游维持稳健增长，商旅需求边际波动中企稳。今年以来节假日期间提价能力带动RevPAR酒店龙头阶段转正，彰显假期出游依然景气度向好。进入2025Q4，高线城市ADR、中高端酒店ADR在低线城市、低星酒店转正之后阶段同比转正，基数走低背景下高线城市展会等带动商务活动阶段有所企稳。明年来看，商旅需求仍需跟踪经济走势（尤其PMI），但在政策提振服务消费大方向与居民体验经济偏好下休闲需求韧性增长有望为总体酒店出行需求奠定基础。

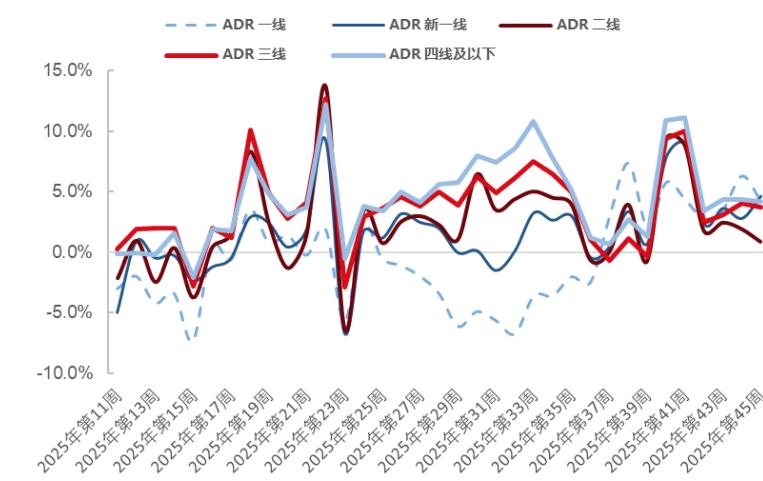
图：PMI及OCC同比趋势



图：国内旅游人次增速



图：各线城市ADR变化



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：酒店之家，国信证券经济研究所整理

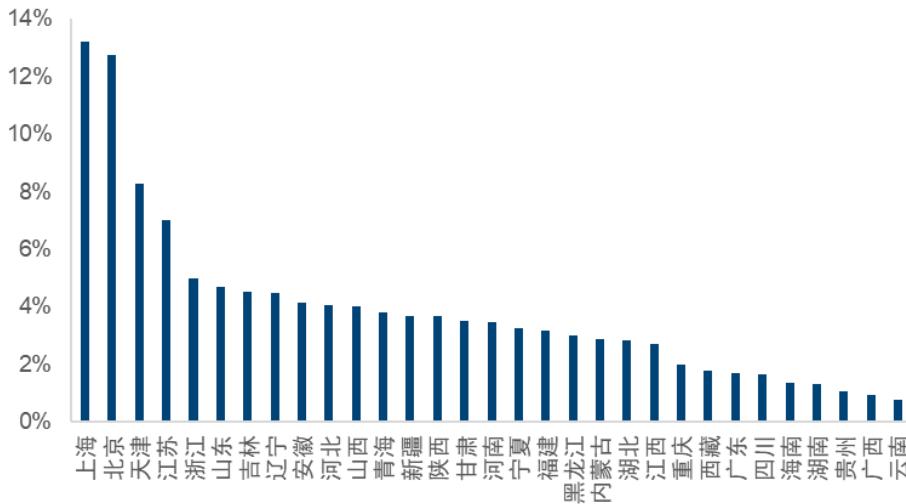
酒店：当前酒店进入底部周期的几点信号



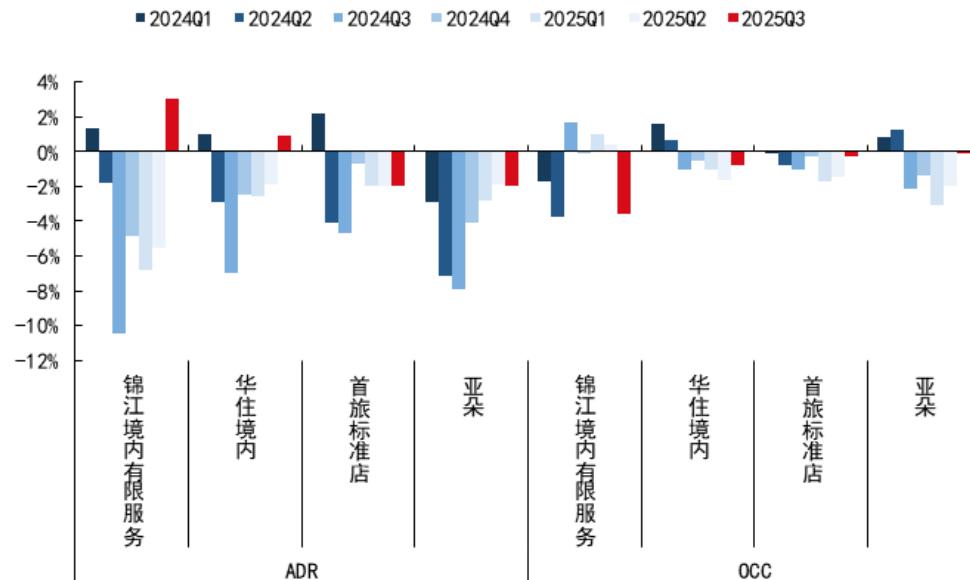
龙头：

- 龙头经营策略从OCC优先到最优RevPAR有助于行业价格先行企稳。2024年报复性需求退坡、供给回补期间，酒店龙头普遍采取“OCC优先”策略，如下图所示。进入2025年随着商务及休闲出行需求常态化，龙头重心明确转向RevPAR最优策略，如Q3华住ADR同比转正至+0.9%，入住率微降0.8pct。尽管全国酒店集中度仍不高，行业价格更多是供需决定；但区域市场集中度差异有望放大龙头定价权。以上海为例，连锁化率超70%，华住与锦江合计市场份额近50%，在龙头把控价格体系对周边酒店形成价格锚效果一定程度上有望反过来助推行业价格企稳。

图：华住各省市市占率（酒店数口径）



图：龙头经营策略从OCC优先到最优RevPAR



资料来源：中国饭店协会，携程网，国信证券经济研究所整理

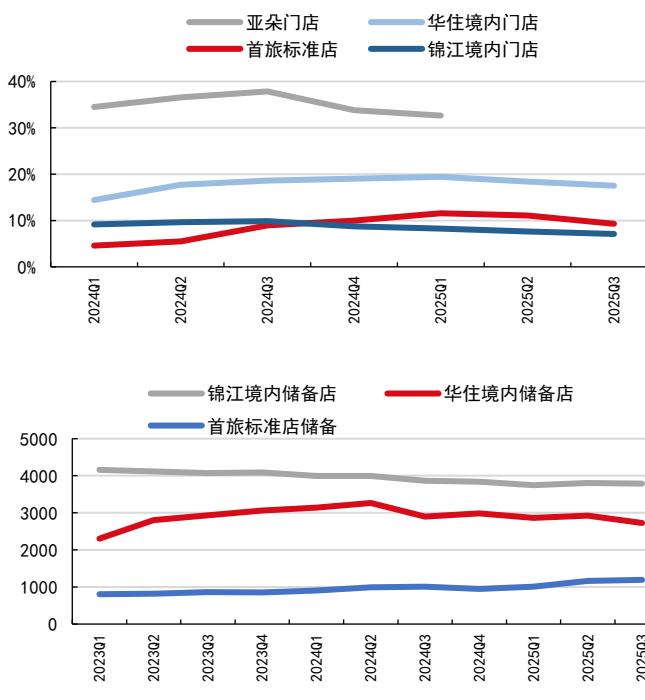
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

酒店：酒店板块经历阶梯式上涨，关注周期预期改善机会



■ 龙头公司股价经历了阶梯式上涨，从龙头新曲线验证，到强α龙头RevPAR先行转正，后续可逐步布局周期好转下其他龙头预期修复。短期Q4延续企稳，明年看行业供给增速有望渐进理性，同时若政策带动商旅需求企稳叠加休闲旅游假期灵活安排，估值往往早于行业周期拐点先行修复。亚朵凭借零售业务景气度股价强势，后续酒店周期修复有望接力；华住作为本土标杆龙头Q2发布财报后股价先行修复，后续仍有估值与业绩提升空间；锦江酒店近期拟赴港上市缓解海外借款和经营压力，公司董事长提名集团董事长可关注人事变动后的积极变化；首旅酒店在明年万店目标下亦继续发力开店与提效；君亭拥抱湖北文旅后续资产整合方向具备期待。

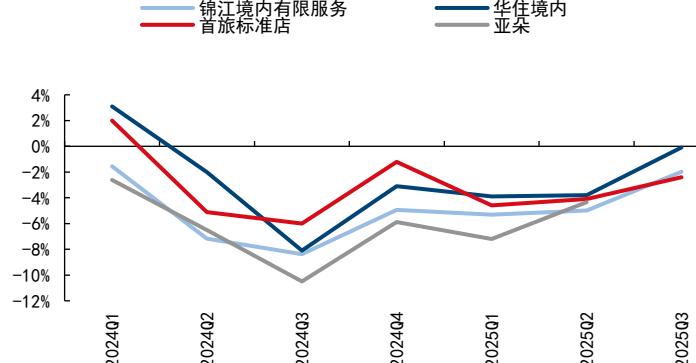
图：门店增速与储备店趋势



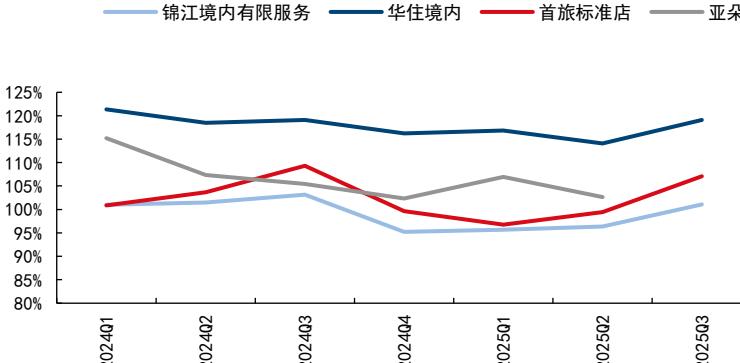
图：酒店龙头业绩与经营情况（亿元）

	收入						归母净利润						经调/扣非净利润					
	2025Q1	YOY	2025Q2	YOY	2025Q3	YOY	2025Q1	YOY	2025Q2	YOY	2025Q3	YOY	2025Q1	YOY	2025Q2	YOY	2025Q3	YOY
首旅酒店	17.7	-4.3%	19.0	0.4%	21.2	-1.6%	1.4	18.4%	2.5	7.4%	3.6	-2.2%	1.1	12.0%	2.3	0.3%	3.4	0.6%
锦江酒店	29.4	-8.3%	35.8	-2.7%	37.1	-4.7%	0.4	-81.0%	3.3	-49.1%	3.8	45.4%	0.3	-57.3%	3.8	17.1%	4.3	72.2%
君亭酒店	1.6	1.3%	1.6	-3.6%	1.8	4.1%	0.0	-38.7%	0.0	-63.3%	0.0	-19.1%	0.0	-60.1%	0.0	-88.4%	0.0	40.1%
华住集团-S	54.0	2.2%	64.3	4.5%	69.6	8.1%	8.9	35.7%	15.4	44.7%	14.7	-15.4%	7.8	0.5%	13.5	7.6%	15.2	10.8%
亚朵	19.1	29.8%	24.7	37.4%	26.3	38.4%	2.4	-5.6%	4.2	39.7%	4.7	23.2%	3.5	32.3%	4.3	30.2%	4.9	27.0%

RevPAR
同比增速



RevPAR
恢复度



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

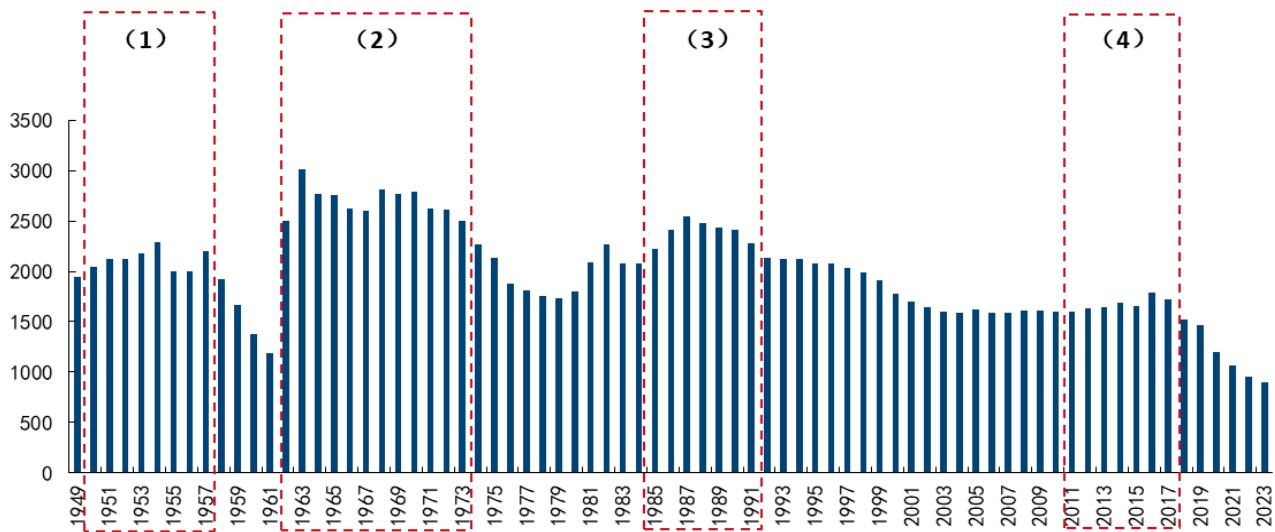
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

景区：从人口结构看，关注银发经济



■ 从人口结构看，关注银发经济，重视游轮市场。从基数看，根据第七次人口普查数据，中国60岁到70岁的人口数量约1.6亿，加上55岁到60岁的女性人口0.5亿，合计约2.1亿人，再考虑60岁-70岁基本健康人群占比约9成左右，即约1.9亿参与老年旅游的人口基本盘。2022年起，1963年出生的老年人逐步进入退休潮，每年新增2500万人以上，而进入70岁不到2000万，形成为期10年左右的净增量。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。其中以长江三峡游轮市场为例，11月60岁以上客流量占比6成左右，其中豪华型游轮发送游客比经济型更稳健增长，彰显一定支付实力。

图：新中国成立以来我国出生人口分布



资料来源：国家统计局，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：长江三峡游轮年龄构成及分档次客流情况

年份	2025年				2024年							
	月份	11月	1-11月	11月	1-11月	类型	发船数(航次)	客运量(万人)	发船数(航次)	客运量(万人)	发船数(航次)	客运量(万人)
豪华型	327	9.40	3006	87.55	315	8.87	2940	87.63				
经济型	150	2.53	1800	29.36	212	3.42	2312	33.52				
合计	477	11.93	4806	116.91	527	12.28	5252	121.16				
年龄	渝直线				万宜、奉直线							
	2025年11月	2024年11月	2025年11月	2024年11月								
12岁以下	2.38%	1.87%	1.85%	1.01%								
12-18岁	0.33%	0.14%	0.44%	0.49%								
18-30岁	1.94%	1.83%	1.58%	1.31%								
30-45岁	7.92%	7.86%	6.83%	5.63%								
45-60岁	29.79%	31.66%	27.64%	29.38%								
60岁以上	57.63%	56.64%	61.65%	62.18%								

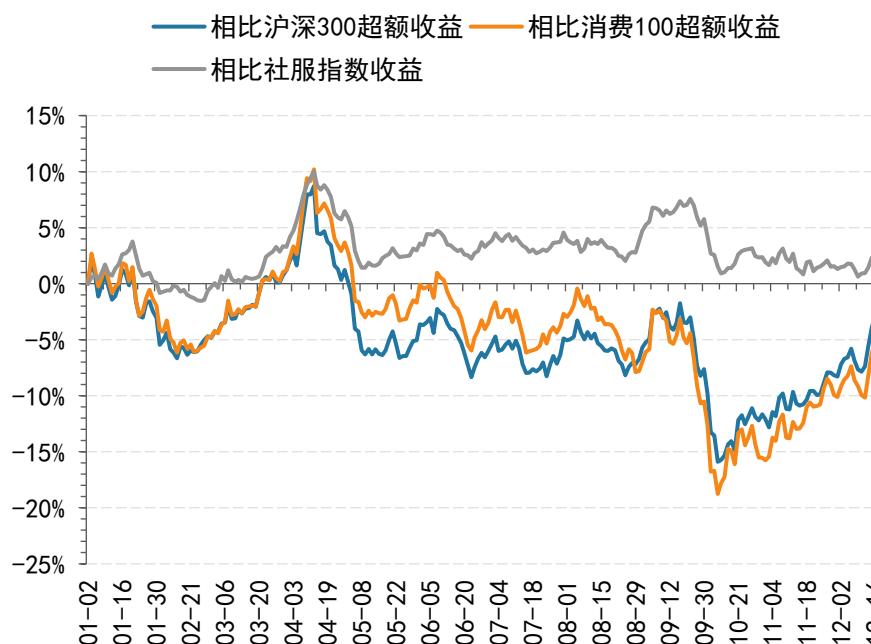
资料来源：重庆游轮中心，国信证券经济研究所整理

景区：把握日历效应下的超额收益



- **景区回顾：**自然景区总体优于人造景区，顺应需求趋势与外延并购的景区增长突出，其他景区营销投放加大扰动利润。Q3顺应消费趋势或外延并购增量表现居前；部分景区展现更强主观能动性，峨眉山关停演艺项目优化利润率水平，黄山旅游优化门票优惠政策降低免票人数占比，均发布中期分红回报资本市场；不同于名山大川自带IP，天目湖、宋城演艺应对市场竞争积极作为，但内卷环境下营销费用增长扰动利润表现。
- **行情复盘：**复盘2023-2025年平均收益率相较于沪深300与消费100的超额收益，旅游景区有节假日和季报行情，其中分别体现在春节前后-4月中旬、端午左右博弈暑期、7-8月、国庆前、三季报后博弈政策。
- **后续展望：**一是顺应年龄结构趋势方向且有内生增长的标的，祈福方向峨眉山A、九华旅游均逐步推进新索道扩建，三峡旅游顺应银发经济与入境游趋势拓展省际游轮增量，黄山北海宾馆与东黄山建设开发增量；二是外部资产整合，关注西域旅游、君亭酒店等。

图：2023-2025年旅游景区（申万）相对消费100、沪深300超额收益率



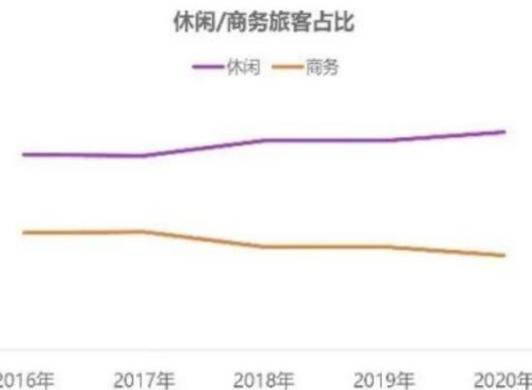
图：景区收入与业绩情况（亿元）

	收入						归母净利润						经调/扣非净利润					
	2025Q1	YOY	2025Q2	YOY	2025Q3	YOY	2025Q1	YOY	2025Q2	YOY	2025Q3	YOY	2025Q1	YOY	2025Q2	YOY	2025Q3	YOY
祥源文旅	2.1	55.2%	2.9	23.8%	3.4	35.1%	0.3	158.7%	0.6	27.5%	0.6	27.3%	0.3	112.4%	0.5	15.3%	0.6	29.2%
九华旅游	2.3	30.1%	2.5	15.6%	1.9	6.4%	0.7	31.8%	0.7	17.4%	0.4	-0.7%	0.7	36.4%	0.7	18.6%	0.4	1.1%
峨眉山A	2.3	-10.8%	2.3	-9.3%	2.8	-7.4%	0.6	-20.8%	0.6	7.4%	1.1	1.4%	0.6	-22.5%	0.6	6.7%	1.1	1.2%
黄山旅游	4.0	19.8%	5.4	7.9%	6.0	3.1%	0.4	44.7%	0.9	-15.5%	1.3	-17.2%	0.3	55.8%	0.9	-13.3%	1.2	-16.3%
丽江股份	1.6	-9.7%	2.2	5.0%	2.8	12.4%	0.3	-38.2%	0.6	6.3%	1.0	21.8%	0.3	-38.4%	0.6	9.1%	1.0	20.5%
长白山	1.3	0.7%	1.1	-15.7%	4.0	17.8%	0.0	-58.9%	-0.1	-162.4%	1.5	19.4%	0.0	-62.1%	-0.1	-142.8%	1.5	18.3%
西域旅游	0.2	-0.7%	1.0	11.5%	1.7	4.1%	-0.3	147.2%	0.4	-1.2%	0.9	1.6%	-0.3	146.0%	0.4	-0.7%	0.9	1.2%
天府文旅	1.8	90.5%	0.3	63.7%	0.2	-9.1%	0.3	5.0%	-0.2	7.6%	-0.3	57.8%	0.3	27.6%	-0.2	18.7%	-0.3	55.0%
三特索道	1.3	-7.0%	1.6	-5.4%	2.1	-12.8%	0.3	-10.7%	0.4	-12.1%	0.7	-10.7%	0.3	-13.1%	0.4	-2.3%	0.7	-18.6%
天目湖	1.0	-1.6%	1.4	-9.8%	1.4	-1.2%	0.1	26.5%	0.4	-1.8%	0.3	-13.2%	0.1	34.5%	0.4	-2.6%	0.3	-13.3%
中青旅	20.5	6.8%	28.1	15.8%	31.6	17.2%	-0.3	16.2%	1.0	-1.0%	0.5	-32.9%	-0.3	19.5%	1.0	-4.7%	0.5	-38.0%
宋城演艺	5.6	0.3%	5.2	-16.1%	7.5	-9.9%	2.5	-2.2%	1.5	-48.7%	3.5	-22.6%	2.4	-3.9%	1.4	-51.5%	3.4	-23.4%

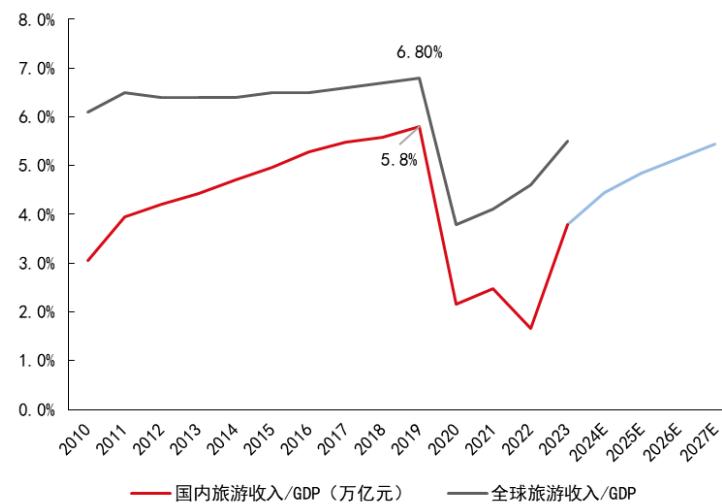
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- OTA平台休闲客群主导，旅游贝塔向好，OTA作为出行ETF有望直接受益。OTA作为信息与服务的一站式平台，拥有链条化且差异化的供给能力，满足休闲旅客对产品的丰富多样性需求，故平台流量往往以休闲用户为主。以携程为例，其最初以服务商旅客人为主，但目前休闲游客占比已达7成。OTA是信息与服务的一站式平台，拥有链条化且差异化的供给能力，满足休闲旅客对产品的丰富多样性需求。可结合大数据分析，基于庞大的供应链体系灵活动态调整自身产品配置并针对客户特点进行有效推广。
- 格局总体比较稳定，老牌OTA三分天下。OTA行业本身低频消费靠补贴带动作用有限，其他互联网巨头考虑投入产出比后并未强势补贴，OTA成为垂类互联网行业中格局相对稳定的方向。其中携程卡位一二线和头部三线，美团做下沉市场，相对更侧重本地生活市场和民宿等，同程通过微信平台做下沉市场相对而言更侧重异地和交通枢纽场景。

图：携程休闲与商旅占比



图：我国国内旅游总收入占GDP的比重



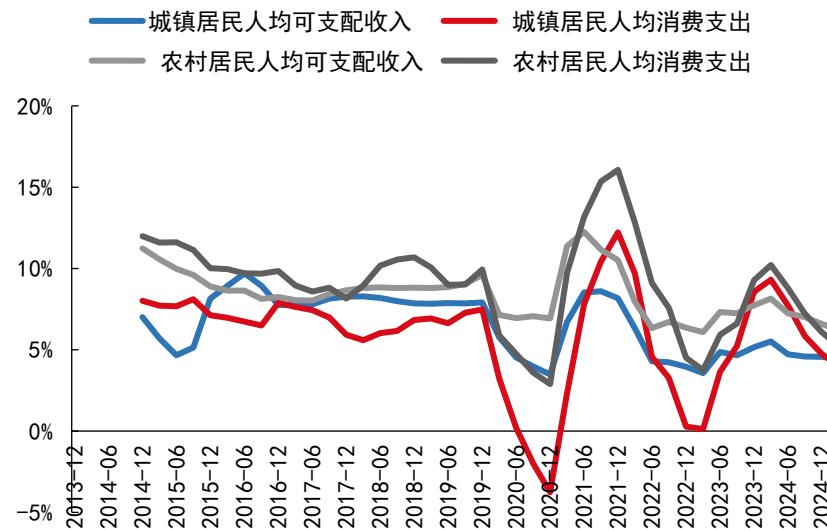
资料来源：wind、2020民航趋势论坛，Questmobile，国信证券经济研究所整理

表：OTA出行分层

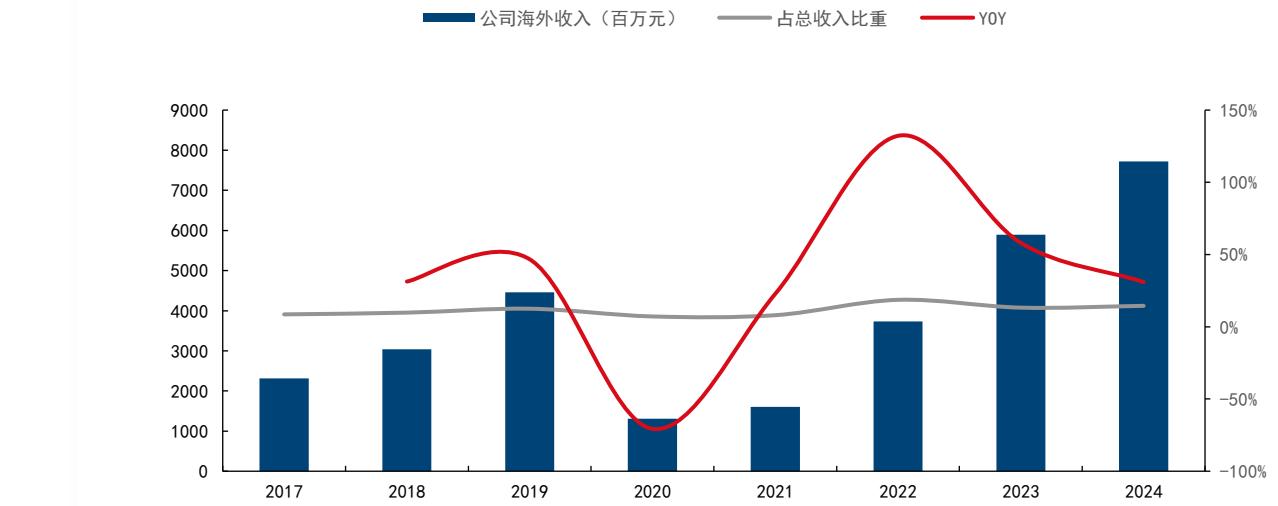
	定位	中高端出行	大众出行
需求	消费场景	商旅出差、长线旅游、出境游、周边游	本地消费、周边旅游、出差
	出行消费特点	重视品质效率与服务，价格不敏感，品牌粘性	看重价格，粘性不强
	酒店选择	高端、中高端、中端	经济型、中端
	出行方式	飞机、高铁、自驾	高铁、自驾、汽车
	代表人群	中高端商务人士/家庭	小镇青年、年轻白领、学生
供给	平台供应特点	中高端酒店资源绑定 重服务（提供自营人工客服） 强调会员增值服务、突出质价比	中低星酒店与本地场景供给充足 重视高效履约效率 突出性价比
	流量渠道	APP	APP生态导流、第三方小程序
	当前获客成本	APP较高	第三方生态、内部转化渠道低，APP较高
	代表平台	携程	美团、同程、去哪儿

■ **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。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



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

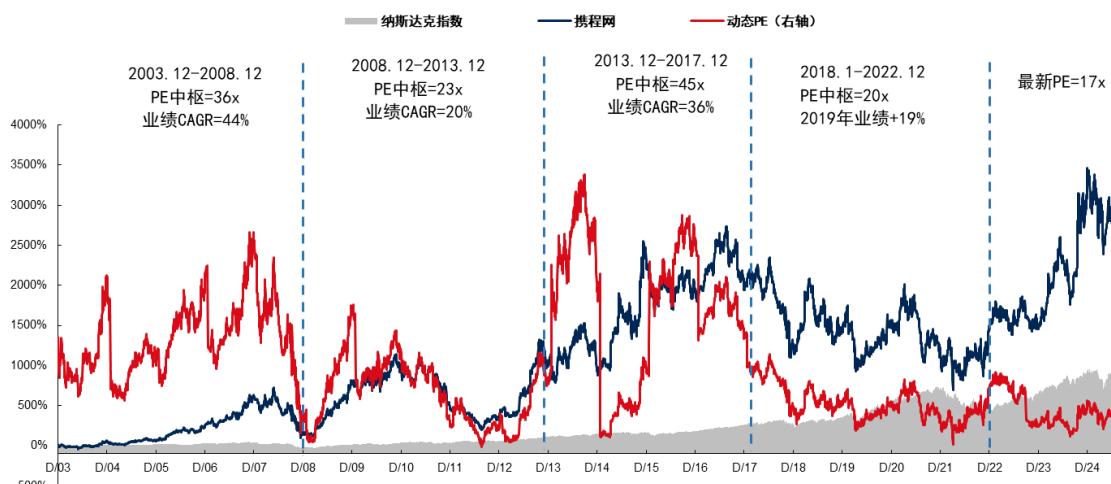
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

OTA：关注国内服务消费政策提振，出海与下沉贡献新增量

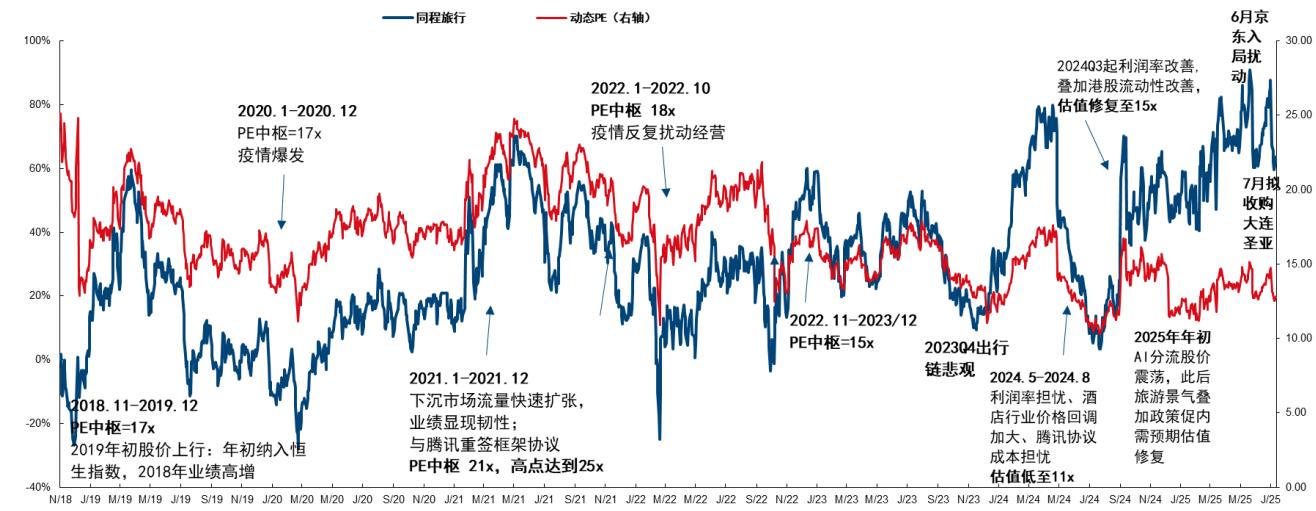


■ 展望后续，旅游需求预计整体仍将稳健释放，携程凭借完善的产品供给与优质服务，国内主站基本盘稳健且护城河深厚，份额还在持续增加，利润率有望逐步优化。同时把握出海发展窗口期及入境政策红利，国际平台以规模为先战略下保持较快扩张，已经逐步在多个区域得到验证，带动总体收入维持15%以上增速；此外公司大额回购计划与常规股息安排彰显股东回报端积极姿态。同程此前市场对其他新进竞争者扰动以及公司资源分配不确定性担忧，我们认为目前OTA行业竞争态势依然维持相对良好，公司付费用户保持良性增长、在核心用户价值提升战略下主业利润率稳步上行趋势，同时资金利用效率不确定性已经在股价中有所反应，后续随旅游行业 β 预期向好有望提供上涨动能。

图：携程估值复盘



图：同程估值复盘



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

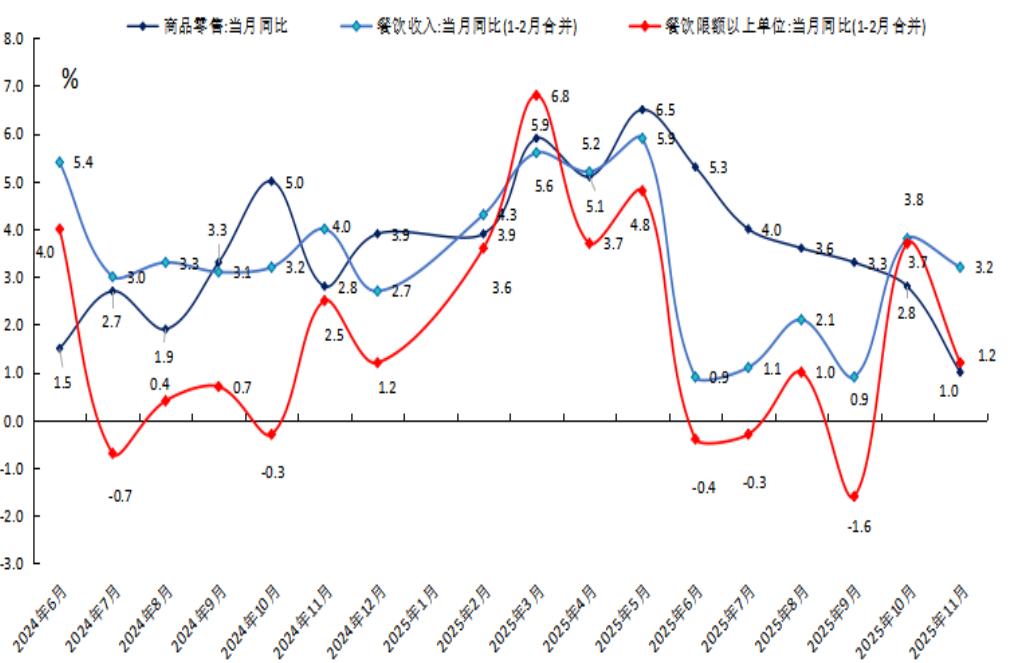
连锁餐茶饮：2025年回顾，弱复苏现实、结构性增长亮点、聚焦效率提升



■ 2025年回顾：弱复苏现实、结构性增长亮点、效率为王

- 1) 餐饮需求复苏节奏慢于商品消费。参考国家统计局数据，2025年初至今，餐饮收入复苏节奏持续弱于商品零售大盘，其中5月新修订的《党政机关厉行节约反对浪费条例》部分程度上抑制了高端宴请需求，其次平台外卖补贴大战预计也影响了餐饮商家的实收率。参考下表龙头25H1同店数据，除奶茶咖啡龙头受益于外卖大战单店GMV同比高增，呈现结构性增长亮点外，多数赛道龙头同店收入仍面临增长压力。
- 2) 经营效能提升是主旋律。透视AH上市连锁餐茶饮龙头中报数据，赛道呈现出归母净利润端增速显著快于收入增速的特征，背后系在相对弱势经营环境下，连锁餐茶饮龙头在规模效应议价（毛利率）、内部经营效能提升（费率改善）持续深耕努力。

图：2025年餐饮收入增速慢于商品零售收入增速



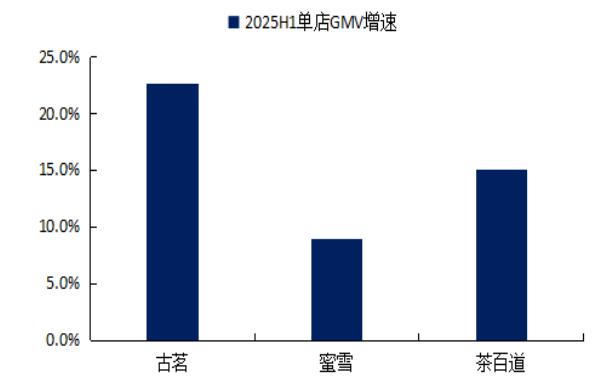
资料来源：统计局数据，国信证券经济研究所整理

表：2018H1至今餐饮品牌同店收入增速

	2022H1	2023H1	2024H1	2025H1
西式餐饮	百胜中国		-3.0%	0.0%
	达势股份		3.6%	-1.0%
大众餐饮	太二	-23.2%	16.1%	-15.5%
	九毛九	-9.6%	7.8%	-8.5%
火锅及食	怂火锅	25.4%	-34.7%	-20.1%
	小菜园			-7.2%
	绿茶集团			-1.7%
火锅及食	海底捞	-10.6%	16.0%	15.3%
	特海国际		12.9%	8.2%
材	呷哺呷哺	-44.1%	29.1%	-19.0%
				-15.6%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：2025年茶饮龙头单店日均GMV同比大增



资料来源：36氪，国信证券经济研究所整理

表：2025H1统计范围内公司收入、门店、利润增速、归母净利润同比变动数据

	咖啡茶饮	西式餐饮	大众餐饮	火锅及食材
收入增速	32.5%	8.9%	3.2%	-2.4%
门店增速	21.5%	11.3%	6.7%	5.5%
归母净利润增速	58.0%	14.8%	13.2%	3.2%

资料来源：公司公告，Wind, bloomberg, 国信证券经济研究所整理

连锁餐茶饮：2025年回顾，茶饮同店高增，快餐维持韧性，其余赛道阶段承压



- 茶饮赛道龙头显著受益于外卖大战。茶饮品牌天然消费频次较高，是外卖大战平台补贴资源核心倾注方向，正如下表所示，2025Q2-3外卖补贴力度最大时间点，茶饮龙头店均GMV普遍同增20-30%显著受益；Q4补贴虽有退坡，但消费习惯养成+品牌主观经营动能维持韧性增长。
- 快餐赛道龙头维持韧性增长。肯德基、遇见小面同店分别同增约个位数，契合性价比消费趋势+品牌创新综合带动。
- 大众餐饮龙头同店仍呈现压力。受国内预制菜舆论影响、消费力下行扰动，餐饮龙头同店均呈现压力，仅部分品牌依托外卖优化同店表现。
- 火锅龙头海底捞经营先抑后扬。年初受同期高基数、消费力下行（桌均就餐人数下滑）扰动，同比有压力、但Q4以来逐渐缓解。

表：连锁餐茶饮龙头同店/单店恢复度数据

	太二 (直营)	九毛九 (直营)	小菜园	绿茶	肯德基	必胜客	怂	海底捞 (整体翻台)	奈雪的茶 (直营门店)	蜜雪集团 (国内同店)	古茗 (店均GMV)	茶百道 (单店GMV)	沪上阿姨 (同店GMV)	遇见小面
2024年1月								124%	77%					
2024年2月	89%	96%			98%	95%	65%	140%	66%					
2024年3月								130%	70%					
2024年4月								120%	73%					
2024年5月	82%	87%			97%	92%	63%	120%	78%					
2024年6月								110%	71%					
2024年7月								100%	69%					
2024年8月	82%	90%			97%	92%	67%	100%	82%					
2024年9月								95%						
2024年10月								95%	83%					
2024年11月	75%	81%			98%	94%	73%	90%	81%					
2024年12月								87%	82%					
2025年1月								100%	92%	106%				
2025年2月	79%	81%	个位数下 滑	93%	101%	102%	76%	小个位数下 滑	87%	102%	大个位数同增			
2025年3月								大个位数下 滑	93%	105%				
2025年4月			小幅下 滑	102%				双位数下 滑	103%	113%	122%			
2025年五一	86%	82%	正向微增		101%	102%	86%	90%		125%	130%			
2025年5月			正向微增	108%				95%	114%	117%	122%			
2025年6月			正向微增	102%				单位数下 滑	113%	113%	120%			
2025年7月			正向微增	103%				同比持平	129%	113%	120%	120%	130%	102%
2025年8月	91%	85%	98%	103%	102%	101%	81%	同比小幅提升	115%	113%	120%	120%	130%	102%
2025年9月			95%	95%				同比个位数下 滑	105%	106%	120%	115%	120%	99%
2025年10月	中高个位数下 滑	低双位数下 滑	95%	101%	同比小幅正增		低双位数下 滑	同比低单位数增长	103%	103%	120%	108%	118%	105%
2025年11月	低单位数下 滑	低双位数下 滑	~92%	105%	同比小幅正增		低双位数下 滑	同比持平	113%	103%	117%	115%	120%	105%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

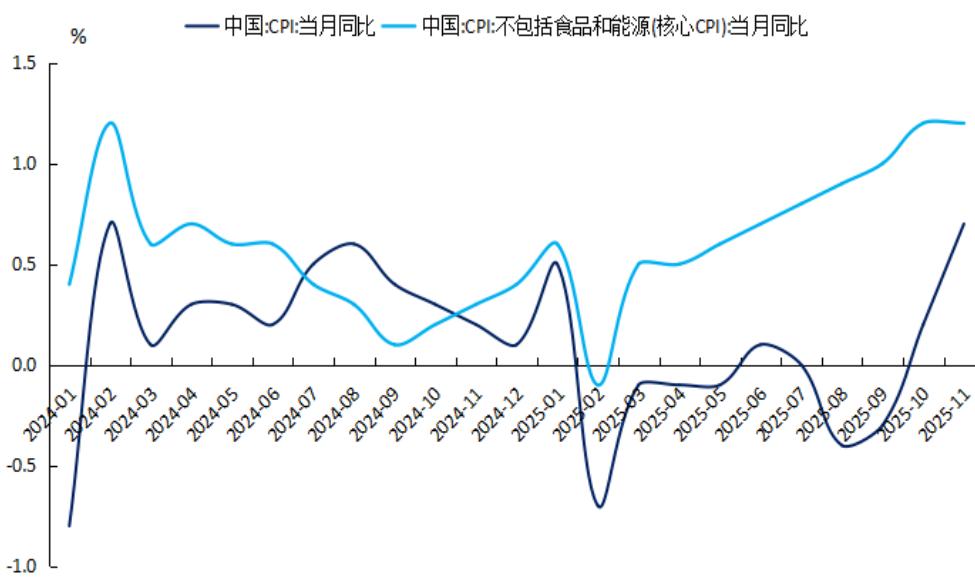
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

连锁餐茶饮：2026年展望，政策β叠加龙头创新α，板块低基数下复苏在即



- **2026年展望：服务业消费政策提供β看点，龙头业态创新叠加出海构筑α新增量**
- 1) **服务业消费政策值得期待。**如江西省9部门印发《提振餐饮消费若干措施》，大力发展夜间餐饮经济，支持延长餐饮经营时间，鼓励各地联合平台企业发放消费券；推行“美食+”联动模式，通过饮消费抵扣景区门票等举措，对符合条件的餐饮企业提供最高100万元、年贴息1%的财政贴息贷款等。近期以求是网为代表的官媒发文提及提振内需&服务消费，后续政策陆续出台值得期待。
- 2) **业态创新+品牌孵化带动。**除去前文提及的龙头内部经营提效外，餐茶饮龙头依托扩展消费场景来提振消费店效，如茶饮龙头扩展咖啡&早餐产品线、百胜中国旗下肯德基的三合一门店（主店+肯律轻食+肯悦咖啡）来提升存量门店收入；其次部分龙头也积极探索新品牌孵化寻求新增长路线，如蜜雪集团收购鲜啤酒品牌福鹿家、孵化幸运咖品牌，海底捞红石榴计划坚持品类创新探索。
- 3) **品牌出海机遇。**考虑到国内阶段竞争压力，茶饮龙头蜜雪集团、霸王茶姬、瑞幸咖啡纷纷在东南亚、北美且取得出海阶段成果，复盘国家饮品龙头发展历程，海外市场未来有望成为品牌重要增长曲线。

图：政策持续发力下国内核心CPI数据持续同比高增

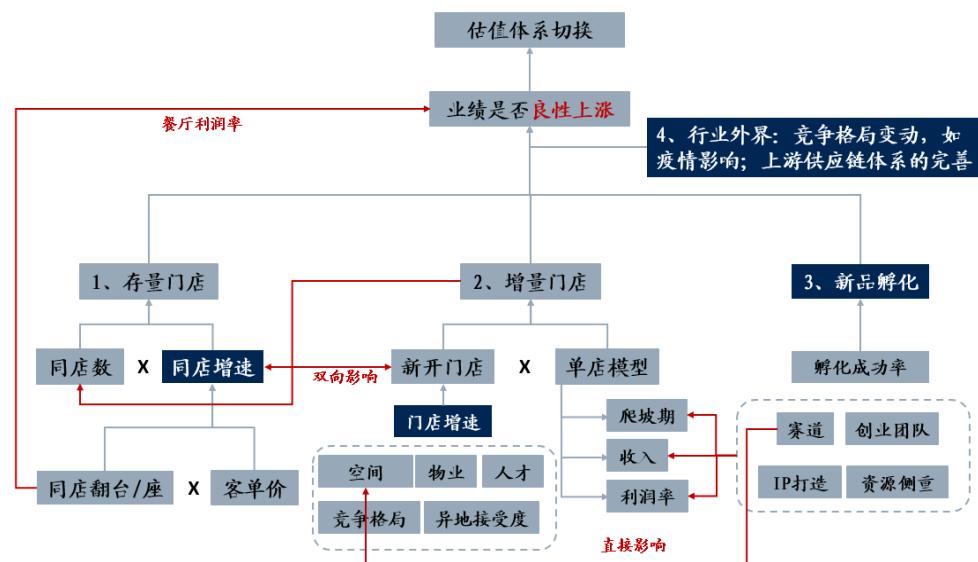


资料来源：统计局数据，国信证券经济研究所整理

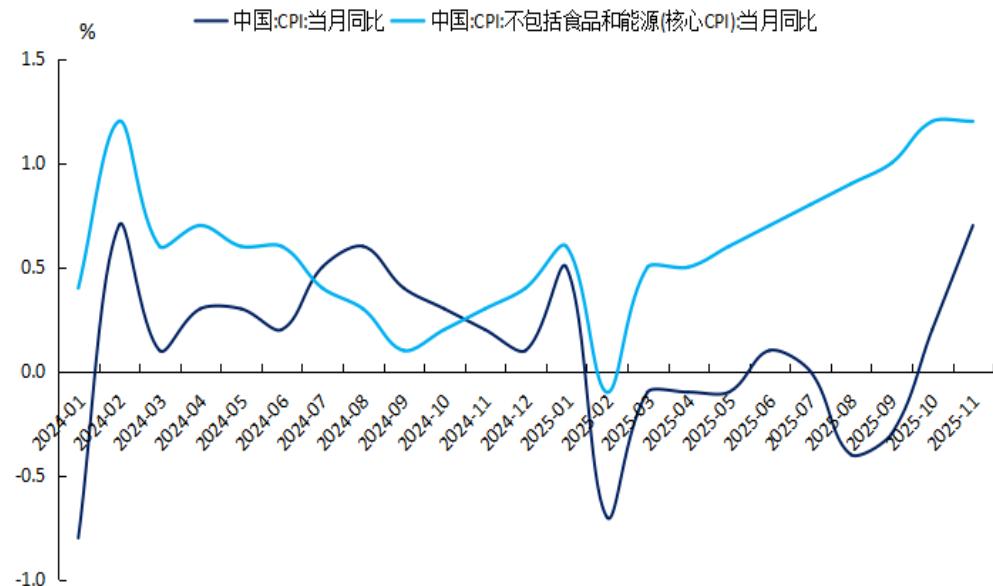
品牌	主营业务	创新业态/举措	内容与特点
古茗	新茶饮	现磨咖啡	截至2025年6月，咖啡产品已覆盖全国超8000家门店，主打“好喝不贵”。通过“30天鲜豆周期”和成熟冷链保障品质，产品线涵盖经典款及融合鲜果的特色款。
蜜雪冰城	新茶饮	早餐业务	2025年底在大连、西安等4城试点早餐，套餐7.9元起。核心是利用现有门店将营业时间提前至早7点，以极低成本覆盖早餐高峰，创造增量收入。
		新品牌孵化	孵化新品牌幸运咖，结合门店官网最新数据目前门店数已经突破1万家。
奈雪的茶	新茶饮	“奈雪Green”轻食店型	推出茶饮+轻食的“奈雪Green”门店，是其探索“茶饮+”复合业态的尝试之一。
霸王茶姬	新茶饮	“超级茶仓”店型	开设茶饮+烘焙的“超级茶仓”门店，打造融合仓储、零售、社交的体验空间。
喜茶	新茶饮	主题概念店	通过“白日梦计划”推出“叠院”等主题店，深度融合地域文化，并推出城市限定产品，强化品牌文化与沉浸式体验。
肯德基	西式快餐	“KPRO”轻食品牌	旗下能量轻食品牌，主打谷物能量碗等均衡餐食，承诺使用可生食鸡蛋等“安心六承诺”。常与肯德基餐厅、肯悦咖啡以“三合一”模式并肩开店，共享供应链。
海底捞	火锅	夜宵“火锅Live House”	将部分门店在夜间（通常晚上十点后）改造为夜宵主题店，引入DJ打碟、花式调酒、灯光舞美等表演，营造派对氛围，迎合年轻人“早C晚A”的社交习惯
		创新概念店	如北京亦庄店，集成了甜品站、互动娱乐区（娃娃机）、BAR调酒区、AI儿童乐园、母婴室等五大功能区，并可通过智能系统在正餐、清吧、俱乐部派对三种场景模式间切换
		红石榴计划	通过“红石榴计划”内部创业机制，孵化了焰清烤肉铺子、嗨妮牛肉麻辣烫、拾掇要烘焙、举高高自助小火锅等超14个子品牌，涵盖烤肉、麻辣烫、烘焙等多个品类

- 餐饮投资框架更新思考（2025年）：餐茶饮龙头估值切换源自业绩成长预期变化。1) 同店收入增速为估值锚，既表征存量门店盈利能力，也影响未来门店扩张节奏；2) 门店增速为估值放大器，上升期品牌若门店加速扩张，估值/业绩有望双击；同店下行期门店若激进扩张估值则可能回调；3) 新品孵化提供新动能，但需配套激励制度、兼顾新老品牌团队利益；4) 外界因素：疫情下龙头集中度逆势提升、外卖战下的茶饮龙头发展机遇均可带来估值提升投资机会。5) 估值溢价/折价：历史上龙头PE溢价如动态PE达100x源自模式的确定性/成长，而溢价程度与赛道空间/竞争格局/企业治理相关。
- 板块配置思路方面，优选“同店韧性强、门店扩张逻辑顺（同店稳健增长保障开店确定性）”的餐茶饮龙头。具备强运营的餐饮龙头已显现配置价值；而茶饮虽面临增长基数压力，但运营与创新能力突出、能够保障加盟商稳定回报的龙头公司也有望穿越周期提升市场份额。

图：连锁餐饮公司估值变量影响途径图解



图：政策持续发力下国内核心CPI数据持续同比高增



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：统计局数据，国信证券经济研究所整理

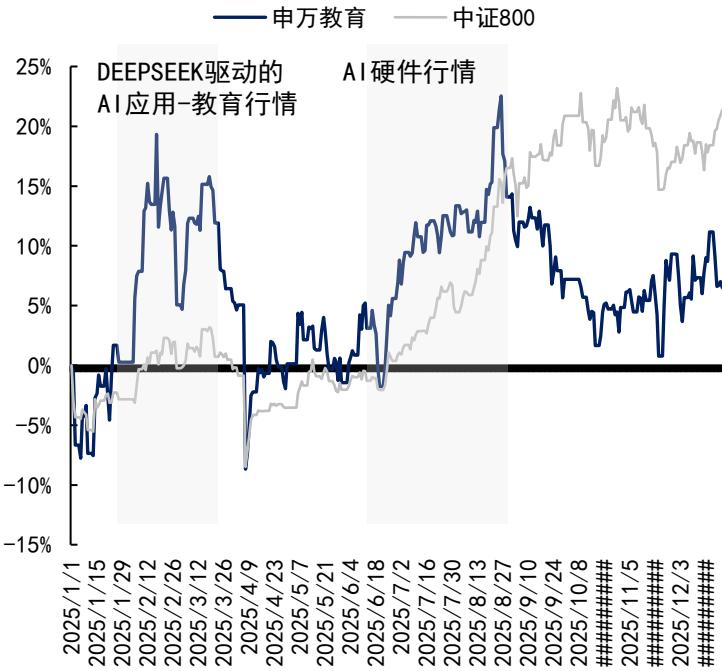
教育：行业估值中枢有待修复，把握“就业导向”及AI商业化两条主线



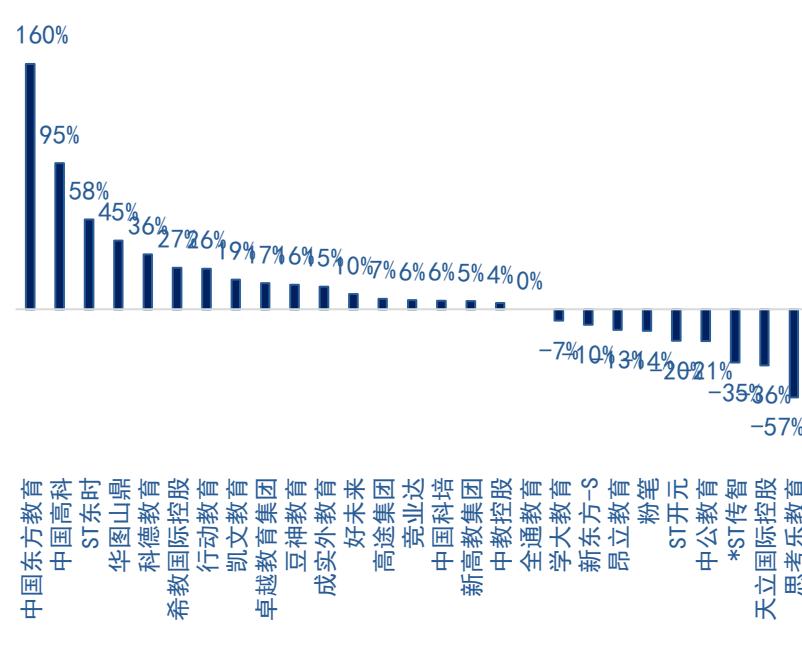
■ 2025年行情回顾：总体行情较为平淡，年内两次上涨主要以AI主题催化，个股涨幅居前的主要系职业教育/AI教育

- 总体来看，2025.1.2-12.27，教育（申万）指数上涨6.50%，跑输中证800 14.88pct (+21.38%)。双减后曾阶段出现供需错配而高增的K12教培行业在2024H2-2025年迎来增速普遍放缓及龙头业绩同比波动；情绪面上受出生人口下滑的悲观预期影响及对教育政策理解存在分歧，行业整体估值、特别是题材相对较弱的港股教育估值较前两年有明显回落。期间1月至3月，以及6月至9月初板块内有两拨较显著行情，均为AI主题催化。前者主要受DEEPEEK发布催化，豆神教育、全通教育涨幅领先；后者主要受AI硬件催化，中国高科、科德教育涨幅领先。
- 个股层面，涨幅领先的标的聚焦职业教育、AI教育。为中国东方教育(+160%)、中国高科(+95%)、ST东时(+58%)、华图山鼎(+45%)、科德教育(+36%)。其中东方教育、ST东时及华图山鼎主要聚焦职业教育赛道。

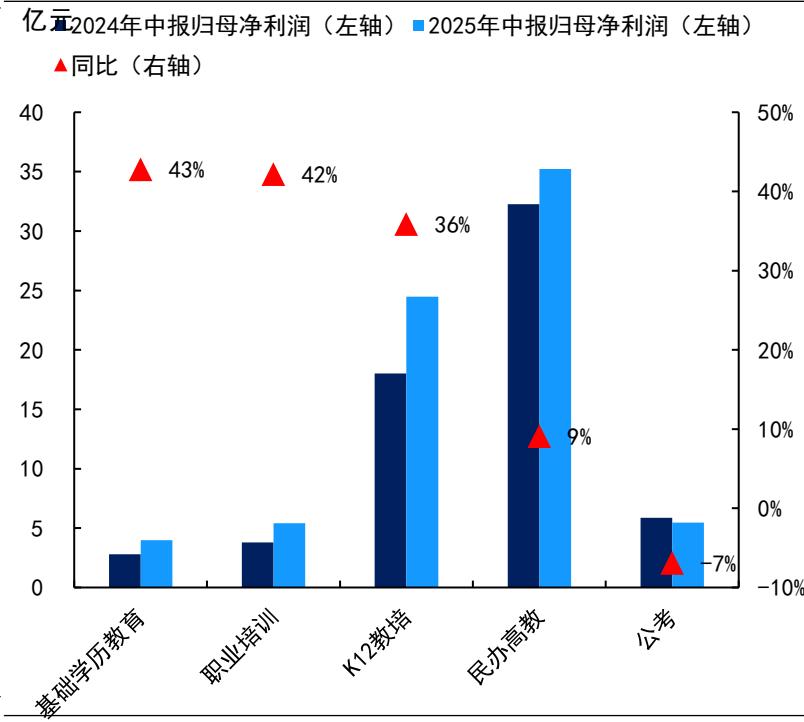
图：教育（申万）指数年内涨跌幅



图：教育板块内个股涨跌幅



图：细分赛道中报业绩对比



资料来源：Wind，国信经济研究所整理

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，国信经济研究所整理

资料来源：Wind，国信经济研究所整理

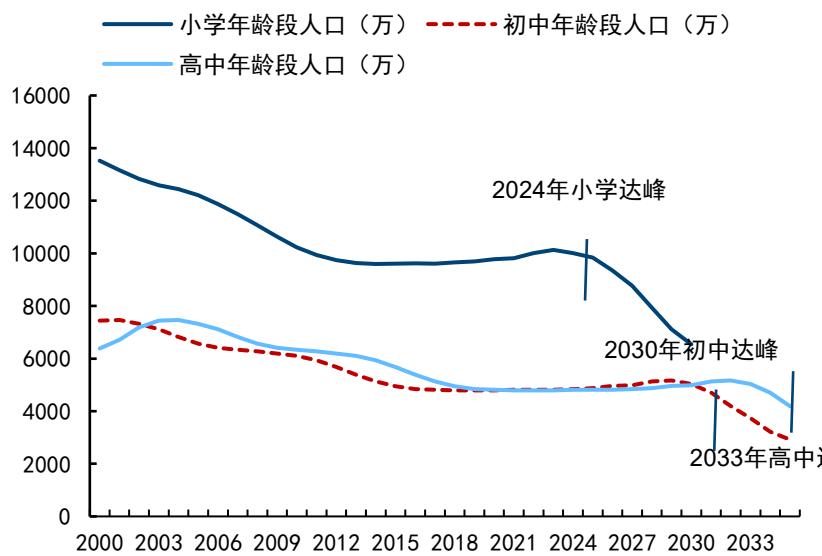
教育：行业估值中枢有待修复，把握“就业导向”及AI商业化两条主线



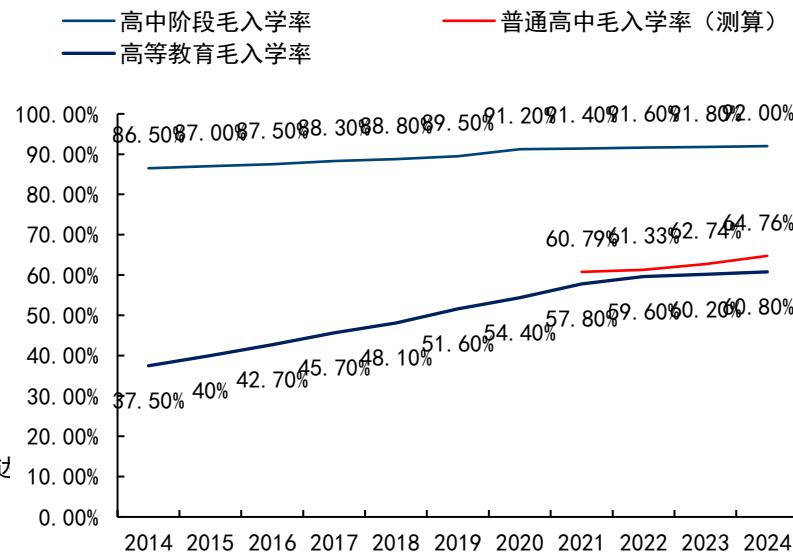
■ 人口与政策：学龄人口渐进达峰、普高扩招、稳就业及存量高教转营取得一定进展

- 幼小人口红利渐进消退，高中预计延续至2033年，十五五规划增加普通高中学位供给、重视高校毕业生就业。2025年小学一、二年级适龄人口已下滑，小学三年级一般为教培机构入口培训年级；测算普高毛入学率从2018年的约48%提升至2024年的65%，对应职普比约三七开。
 - 推进“技能照亮前程”培训行动。伴随普通高中及高校扩招，应届高校毕业生人数预计持续走高，青年就业结构性矛盾相对更突出。人力资源社会保障部、财政部印发《关于实施“技能照亮前程”培训行动的通知》，健全终身职业技能培训制度，支持劳动者就业成才。
 - 民办高教转营释放积极信号。2025年宇华教育湖南涉外经济学院获批复，同意开展营利性民办学校分类登记；广东省2025年11月出台分类管理细则，后续进展仍需进一步观察。
- 投资建议：1) 优先推荐和就业关联度最高、受人口冲击相对滞后、行业景气度高的公考招录及职业教育培训赛道，重点推荐华图山鼎、中国东方教育、行动教育等，建议关注粉笔AI产品迭代进程。2) K12赛道建议优选能够积极顺应变化、提升办学质量的K12教培龙头，此外建议持续关注行业AI教育硬软件等否创造新的增长曲线。3) 存量民办高教此前转营进展较缓，估值中枢低于教育板块其他赛道，年内广东、湖南释放转营边际信号，建议关注后续进展，若转营落地，预计具备一定估值修复弹性

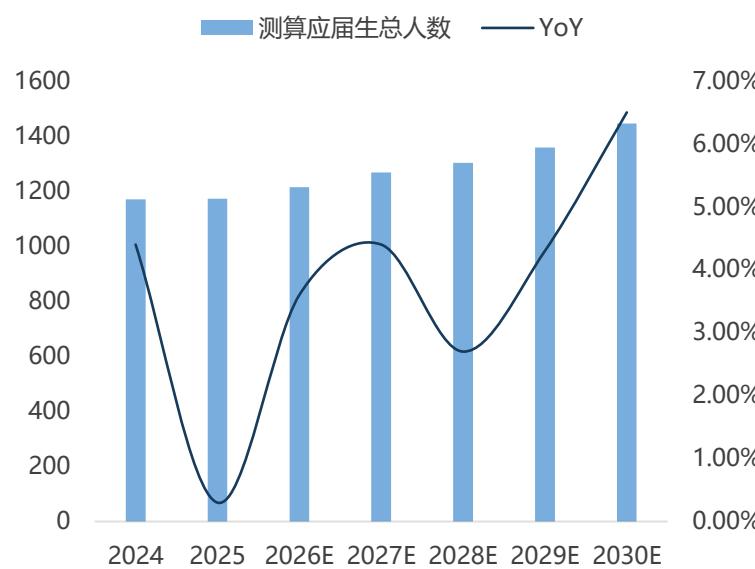
图：小初高适龄人口数



图：高中、普通高中、高等教育持续扩招



图：应届高校毕业生人数及后续年度测算（万人）

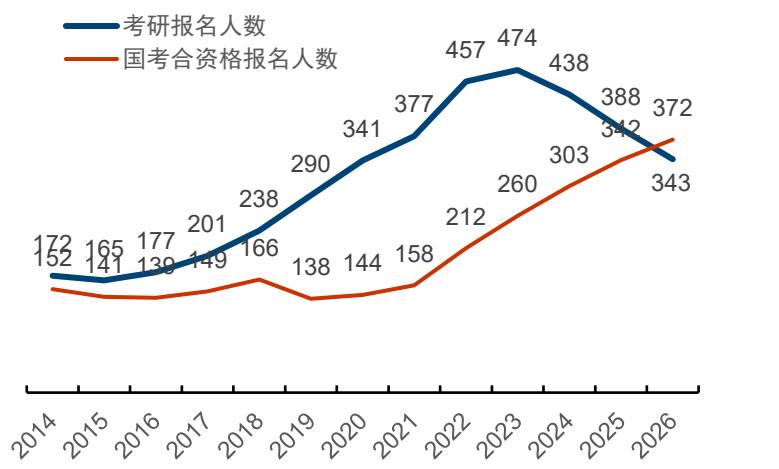


职业教育-招录培训：报考景气度延续，竞争格局有望优化



- 外部就业环境波动+应届毕业生扩容，招录考试报考景气度预计维持，看好激烈竞争下参培率提升，以及AI、考编直通车等产品创新提升付费意愿。2026年国考合资格报考人数首次超过考研，外部就业环境波动下，公务员岗位的稳定性溢价持续凸显，预计随应届高校毕业生人数走高，招录考试报考热将延续。此前行业受限于网络盗版课程泛滥以及用户对课程的付费习惯仍在培养中，我们预计此前公考行业付费在100元以下的用户数占多数。但展望后续，伴随1000元价格带的AI产品渗透率提高，以及激烈竞争下考生付费寻求机构赋能，有望促进整体价格带上移。
- 预计公考招录行业的历史包袱逐渐出清。1) 2021年前协议班“高收高退”降低考生决策成本、放大需求，为机构提供了充裕现金流，助力行业CR3一度近50%。但本质是财务承诺替代教学深化，实收扩张受制于自然通过率。21年内外部多重因素下弊端突显，龙头退费率激增，2024营收CR3降至19%。2) 22年起行业龙头逐步降低协议班比重、同时考试难度增加对机构长周期交付能力提高要求。2025年末华图与粉笔签署战略合作框架，双方有望通过合作发挥各自资源禀赋、共研AI、改善行业竞争环境等。

图：2026年国考合资格报名人数超越考研



资料来源：教育部，国信经济研究所整理

表：测算招录考试培训赛道龙头市占率

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
中公教育	32.6%	27.9%	23.9%	37.8%	36.4%	22.7%	14.1%	8.0%	6.1%
华图宏阳/华图山鼎	9.4%	9.4%	-	-	5.7%	4.9%	6.1%	-	6.5%
粉笔	-	-	-	4.8%	6.9%	11.2%	8.2%	7.8%	6.5%
CR2/CR3					48.9%	38.8%	28.4%	20.9%	19.1%

资料来源：中公教育公司公告、华图教育/华图山鼎公司公告、粉笔公告、弗若斯特沙利文，国信证券经济研究所整理及测算

华图山鼎：公考热下竞争格局重塑，产品创新抢占成长先机

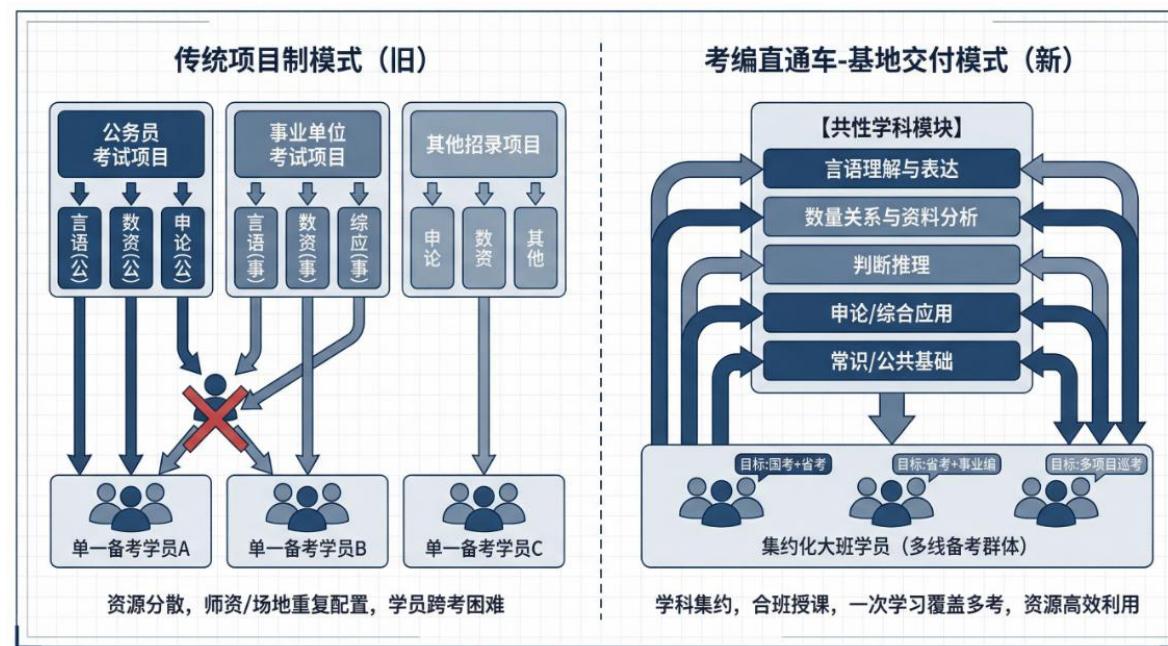


- 经营回顾：**2025年前三季度公司实现归母净利润2.49亿元，同比增长92%。2025年前三季度，公司实现营业收入24.64亿元，同比增长15.7%，基地班下沉战略成效显著；实现归母净利润2.49亿元，同比增长92%；扣非后归母净利润2.32亿元，同比增长127.5%。其中，核心的非学历培训业务在前三季度实现营业收入24.43亿元，业务基本盘稳固增长。
- 投资建议：**此前华图山鼎包袱相对较轻（17年协议班占比40%，远低于中公73%），后协议班时代抢占先机，2024年营收超越中公，成为行业第一。展望后续，公司创新科目制交付，将单月交付天数从83天缩至43天，大幅优化模型，使下沉市场基地班盈利成为可能，同时借助300+地市的千余家网点覆盖，有望率先承接下沉市场的高质量培训需求，稳固龙头地位。我们预测公司2025-27年归母净利润为3.5/4.3/5.6亿元。综合考虑员工持股计划明确业绩目标、公考热下考培标的稀缺性与龙头溢价、以及公司正处在“考编直通车”推广与生态合作改善竞争环境的起点，再结合绝对估值及相对估值，我们给予公司2026年39-41xPE。

图：华图山鼎2021-2025年Q3收入及利润表现



图：传统项目制与“考编直通车”学科集约模式对比示意图



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

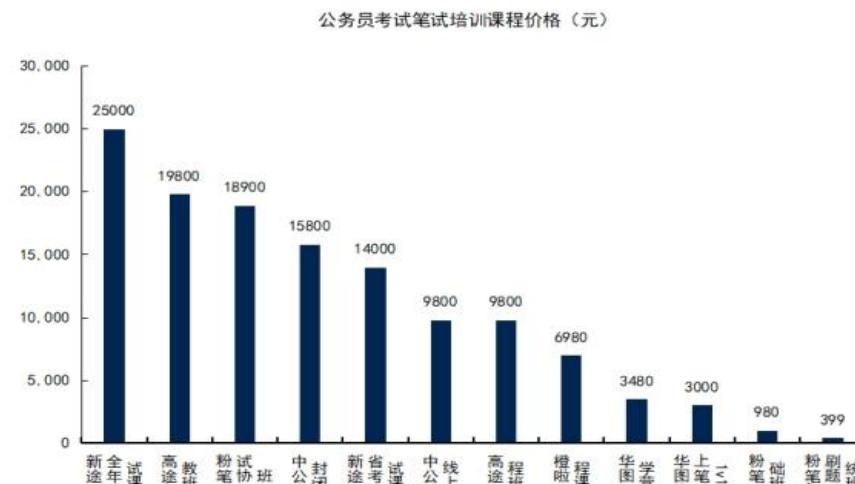
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

粉笔：笔试备考刷题模式与AI系统高度契合，AI产品矩阵逐步扩展

- 经营回顾：粉笔此前于4月2日推出AI刷题系统班，搭载全新升级的粉笔AI老师2.0，首次实现数字人导师从“被动应答”到“主动引导”的功能跃迁。通过启发式对话交互，AI老师不再仅提供答案，而是以连续追问引导学生深度思考，通过系统动态规划最优学习路径，精准定位薄弱考点，推送适配的专项训练任务，避免用户陷入盲目备考困境。
- 笔试备考刷题模式与AI系统高度契合，AI系统班进一步扩充粉笔AI产品矩阵。公考分为笔试和面试两个阶段。笔试阶段中行测涉及知识面十分广泛，因此许多考生会倾向于选择刷题，在练中备考。而刷题模式本身与AI精准识别与生成题目等功能高度契合。面试阶段相对灵活，具体的评价标准可能与考官存在紧密联系，因此对AI面试备考产品提出较高要求，若后续技术能进一步更新，也有望能够为考生提供高性价比的AI面试备考产品。此前粉笔已布局AI老师（粉笔头）、AI面试点评等服务。其中截至2025年4月，粉笔头累计会话量已达4000万次，日活峰值22万次，用户满意度高达4.92分（满分5分），印证技术落地的有效性。目前公司已将AI产品推进至事业单位班、面试班、冲刺班等。

图：公务员考试笔试培训课程单价中粉笔课程价格优势显著



表：测算AI刷题系统班成本有望显著优化

	AI刷题系 统班	AI刷题冲 刺班	AI刷题系 统班 (25 班) (预 计26年)	AI刷题系 统班 (25 班) (预 计26年)
图书	21%	15%	0%	12%
师资	15%	2%	0%	1%
学习激励	2%	5%	6%	6%
毛利率	62%	78%	94%	81%

图：粉笔AI刷题系统班操作界面



资料来源：新途径、高途、中公教育、橙啦、粉笔官网，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：粉笔AI、国信证券经济研究所整理

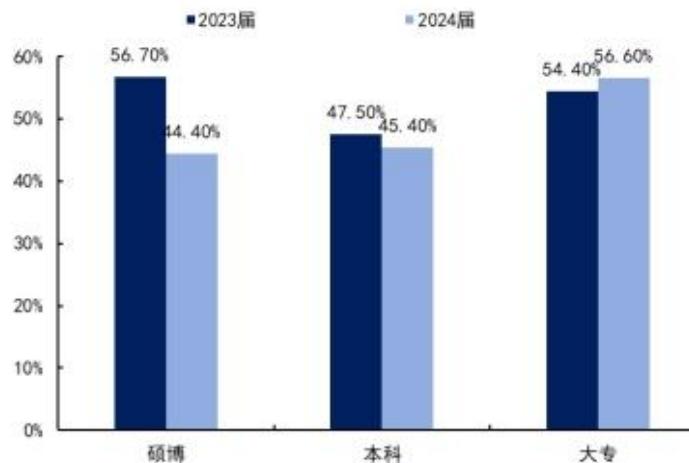
资料来源：粉笔、国信证券经济研究所整
理

职业教育-职业培训：就业结构性矛盾仍存，技能型人才获重视

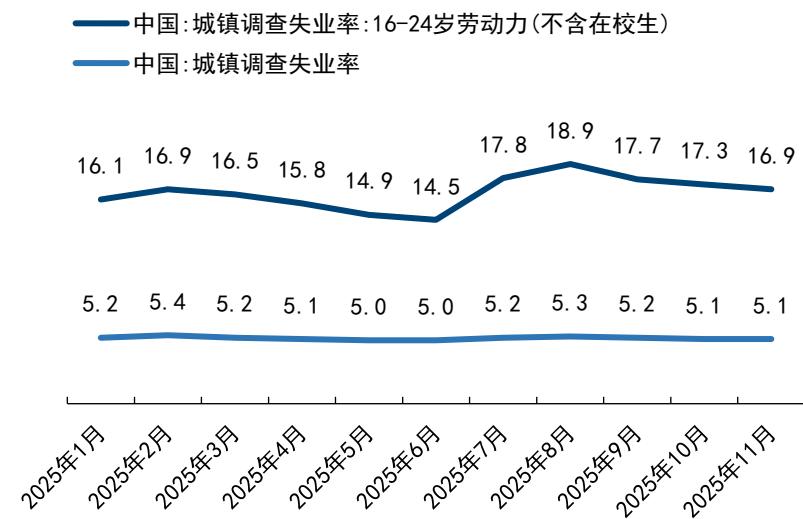


- 从求职端看，2024-2025年一定程度上出现了“技能型人才重要性突显”的现象。人社部信息中心分析其背后的原因在于，大专学历毕业生拥有技能优势，同时也会合理调整就业预期，offer进展更顺利。硕博学历毕业生offer获得率主要是由普本院校毕业生带来，今年普本院校的硕博毕业生offer获得率为33.2%/同比下降17pct，因此对于硕博应届生而言，学历并非是唯一关键因素，院校选择同样重要。
- 近年出现许多大学毕业生“回炉”职校学技能趋势，希望获得本科学历和实用技能的双重优势，拓宽求职之路。据人社部信息中心2024年6月作出的调研，对于“回炉”学习技能是否有助于就业这一问题，52.2%的毕业生给出了肯定答案，认为市场对专业技能需求大，“回炉”后就业机会更多，占比最高。其次，43.2%认为多个技能多条路，33.2%认为可以以此积累社会经验。可见，多数毕业生对此表示赞同。但是，也有一部分毕业生考虑到时间成本、社会偏见、学习精通程度等原因，认为“回炉”学习技能并不能帮助就业。

图：2023年及24年6月不同学历应届生获得offer情况



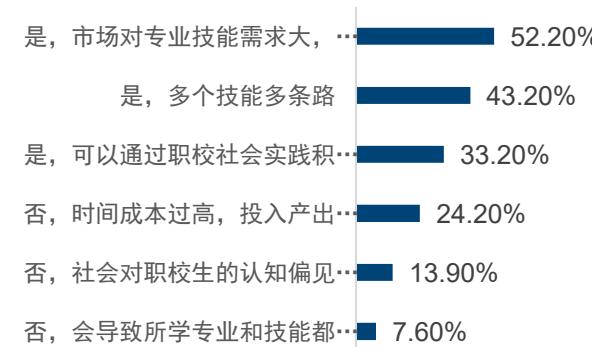
图：青年就业结构性矛盾仍存（%）



资料来源：人社部信息中心，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：2024年6月大学毕业生是否愿意“回炉”学技能调研



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

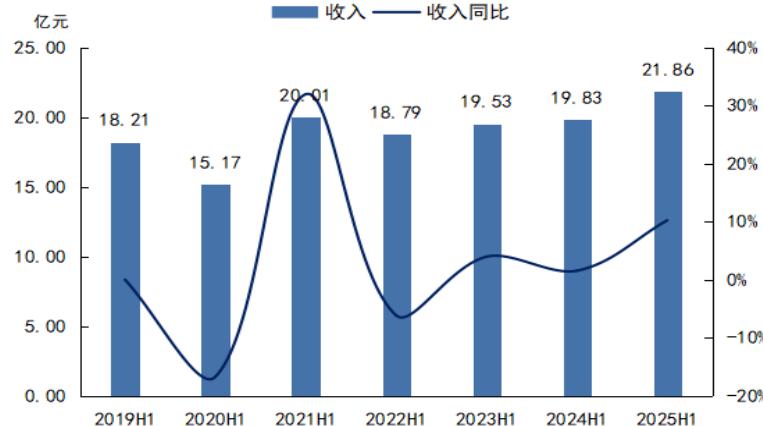
资料来源：人社部信息中心，国信证券经济研究所整理

中国东方教育：高中生源提供增长新引擎，提效控费利润释放

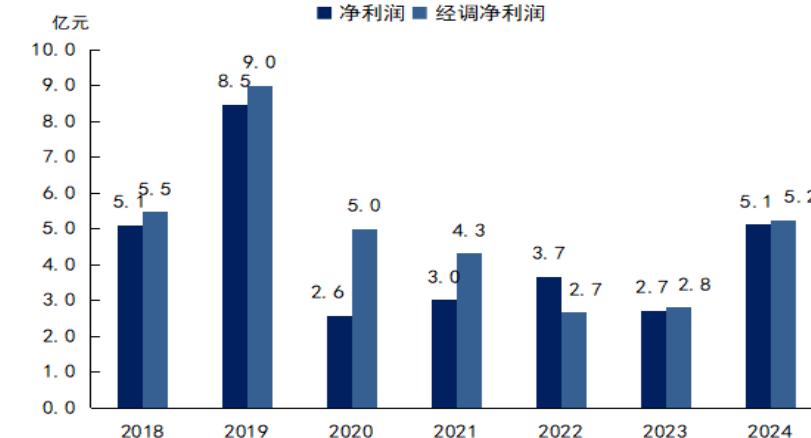


- **公司主要提供蓝领职业技能培训服务。**2025年上半年度烹饪技术/西点西餐/信息技术及互联网技术/汽车服务/时尚美业/其他杂项业务分别实现收入10.2/1.8/3.7/4.9/0.7/0.4亿元，同比分别+11.4%/+14.3%/-3.0%/+9.6%/+90.2%/+18.2%。信息及互联网技术长训平均学生人数占比较高（2025H1为95%，其余低于90%），考虑此前年度招生下滑对平均就读人数持续造成影响，但伴随新招生人数同比回正，后续收入有望恢复增长。
- **高中生源提供增长新引擎。**公司发力面向高中生源的1-2年期培训课程，以及内部打通纵向升学，提高对中职学生吸引力，缓释中职学生人数增长压力。叠加疫情对公司3年制学生人数影响逐步淡化，2025年总培训人次预计重回上升通道。2025年上半年主要面向四校生、高中生源的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。
- **投资建议：**当前就业环境下，随高中及以上学历劳动力数量扩张，技能人才愈发重要，公司提供的蓝领技能培训需求旺盛，带动期内长训学生人数恢复增长、平均学费稳步提升。考虑到新生结构对未来收入具有持续影响，25-27年收入增长有望提速（预计对应年度收入增速10%/14%/14%）。叠加上半年公司通过有效成本费用管控，运营效率进一步显著提升，我们预测公司2025-27年归母净利润8.0/10.5/13.0亿元，对应PE为17/13/10x，估值吸引力突显。

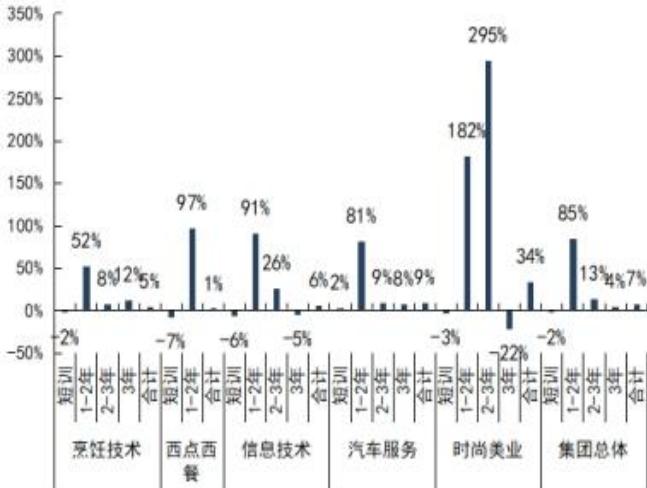
图：公司2018-2024年间收入表现



图：公司2018-2024年间利润表现



图：公司2025年上半年各专业新招生人数同比



资料来源：公司公告、Wind、Bloomberg、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：公司公告、Wind、Bloomberg、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、Wind、Bloomberg、国信证券经济研究所整理

行动教育：百校计划初显成效，企业家信心修复释放需求弹性

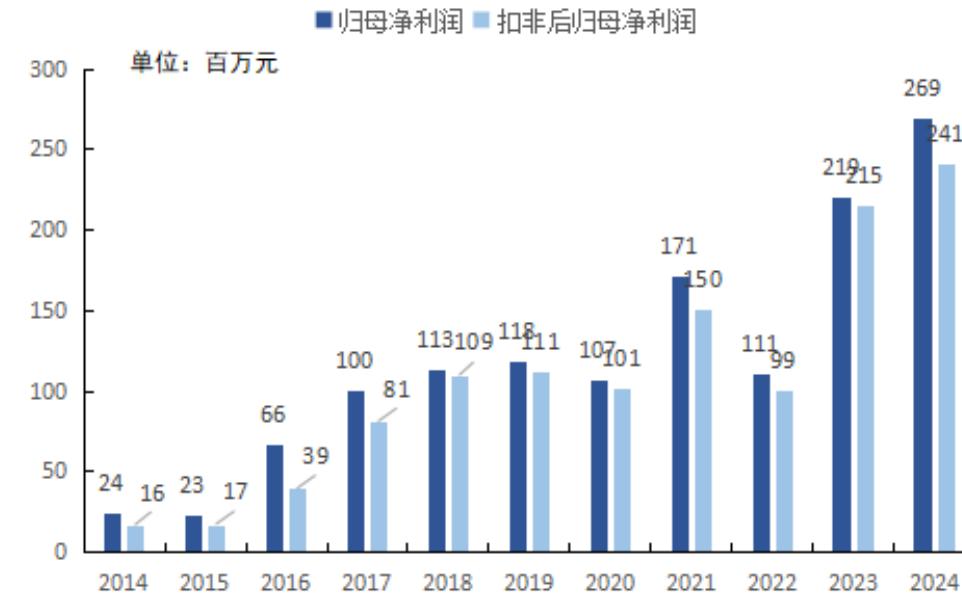


- **2025Q3经营回顾：**2025年Q3公司实现营业收入2.22亿元，同比增长27.93%；实现归母净利润0.83亿元，同比增长42.78%；扣非归母净利润0.80亿元，同比增长62.25%。公司业绩在二季度短暂承压后实现强劲反弹，增长动能恢复。截至期末，公司合同负债仍高达10.48亿元，为后续季度业绩释放提供了坚实保障。预计主要受益于外部不确定性减弱、同时公司销售策略调整，百校计划初显成效聚焦“大订单”客户开发。
- **AI应用赋能破冰，百校计划稳步推进。**据公司2025年中报，公司借助AI赋能，新人业绩同比增长46%；客户触达从“日均见1人”升级为“触达13人”；财务管理团队人效大幅提升。另一方面，“百校计划”加速推进，25年3-7月期间，已成功复制出9位分校总经理。股东回报方面，公司2025年度拟累计派发现金红利共计1.79亿元（含税），占公司2025年1-9月归属于上市公司股东的净利润比例为83.27%，并计划自2025年12月17日起后续12个月内以不超过45元/股回购2000-2500万元价值的公司股票用以员工持股计划或股权激励。

图：公司2014-2024年间收入表现



图：2014-2024年行动教育归母净利润及扣非归母净利润



资料来源：公司公告、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

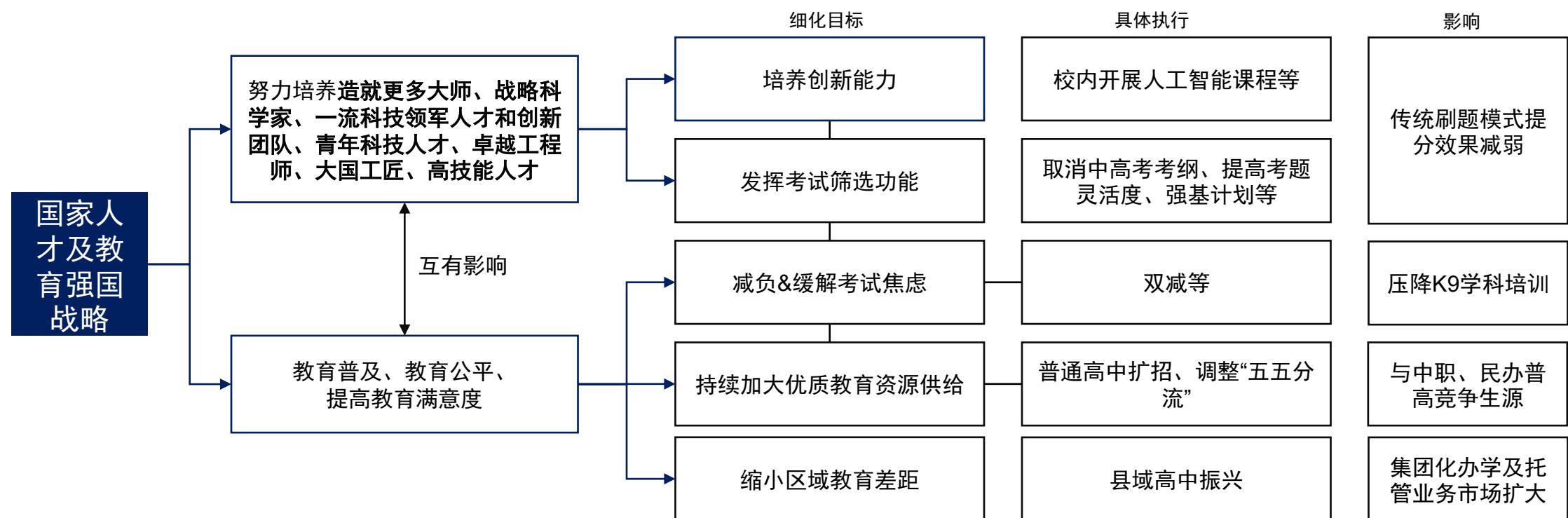
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

K12教育：中高考与招生改革进一步驱动教育服务转型



■ “五分流”调整、普高扩招等中高考改革响应国家人才战略需求，对K12教育服务公司是挑战亦是机遇。“双减”四周年之际，政策一方面持续调整“五分流”、推进普高扩招（按出生人口规模测算普通高中毛入学率已从2018年的约48%提升至2024年的65%）、缓解应试焦虑；另一方面通过中高考改革、强基计划等，削弱“刷题”效益，发挥考试筛选创新潜力人才功能，推动实现教育、科技、人才的良性循环。不同于双减快速压降K9学科培训供给，预计此轮和升学相关的教育服务将面临需求持续调整。如中职、民办高中预计会面临公办普高扩招竞争生源，补差为目的的学科培训预计会面临“刷题套路提分弱”、“焦虑缓释而削弱培训动力”等问题。但对调整能力相对较强的上市公司则也存在市占提升的机遇，目前头部K12教培公司已开始侧重质量提升、转向真实赋能能力，民办高中借助AI精准教学、提升自身办学质量，中职学校开始拓宽高中生源等等。

图：国家人才及教育强国战略对K12教育赛道的影响



资料来源：多鲸、国信证券经济研究所整理

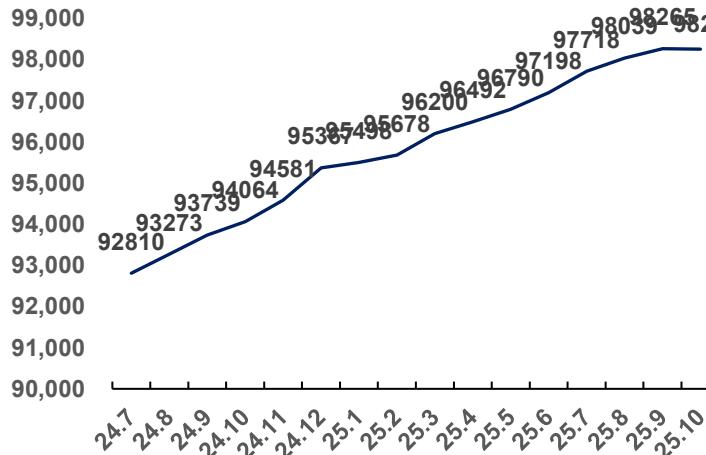
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

K12教育：龙头注重发展质量及股东回报，关注潜在超跌反弹机会

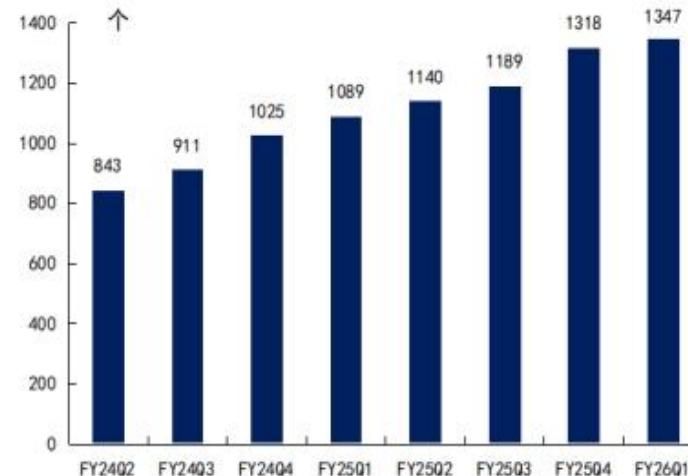


- 2025年供给回补进入新阶段，预计本轮K12教培线下网点快速扩张将逐步放缓，愈发聚焦已有网点爬坡。1) K9素养：经过2023-2024年以门店快速扩张后，门店扩张速度边际放缓。据校外培训监管平台数据统计，2025年10月，K9线下非学科营利性机构出现了自双减后首次净关店。同时头部机构网点扩张也有所放缓，**新东方学习中心FY2026计划YOY+10%**；2) 高中学科培训：以存量牌照经营为主。
- 头部机构重视发展质量及股东回报：1) **新东方**：宣布一项为期三年的股东回报计划，拟将前一财年归母净利润不低于50%用于回馈股东。为实施2026财年的回报计划，董事会已批准派发总额约1.9亿美元的现金股息。以及一项未来12个月内最多3亿美元的股份回购计划，金额合计达2025财年归母净利的132%。2) **好未来**：公司持续推进股票回购，自2025年7月宣布新计划以来，已回购约1.35亿美元股票。3) **卓越教育集团**：宣派中期股息每股10.7分人民币，总金额为9075万元，分红率约为60%（2024年分红率约50%），三年分红计划持续兑现。4) **学大教育**：公司于2025年1月启动股份回购计划，拟以不超过66.8元/股回购1.1-1.5亿元股份。

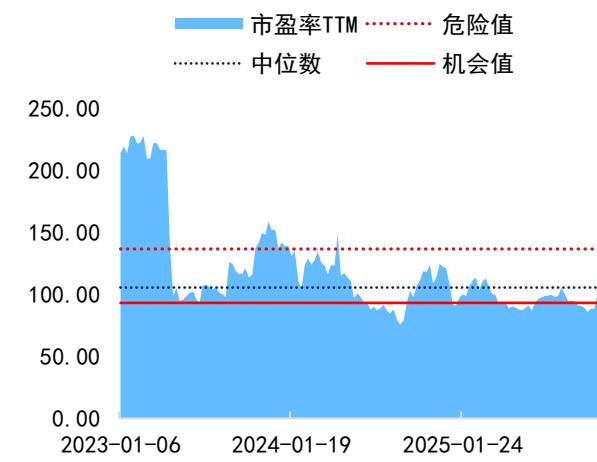
图：2025年10月 K9线下非学科营利性机构数量增速放缓



图：新东方季度末学习中心及学校数量



图：教育（申万）指数估值底部波动



资料来源：校外监管平台、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：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

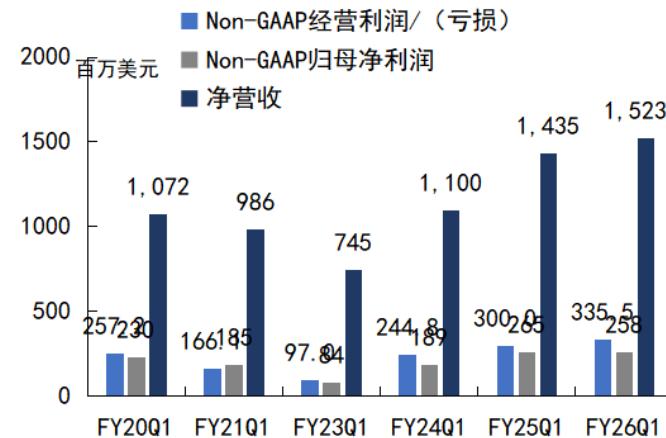
资料来源：Wind、国信经济研究所整理

新东方-S：经调经营利润率提升，K12展望积极，更新股东回报计划



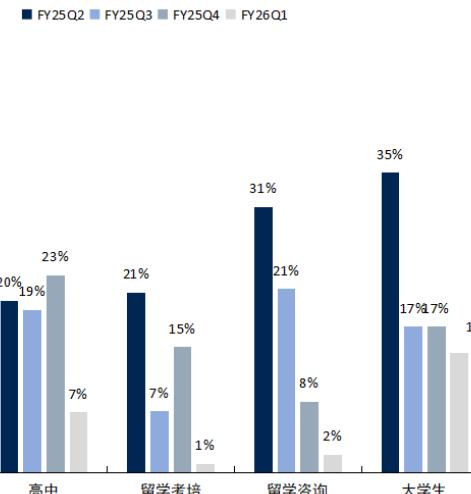
- 提升能力与品质战略下，Non-GAAP经营利润率稳步提升。2026财年第一季度，公司实现收入15.23亿美元，同比提升6.1%，超出此前预期区间的上限（5%）。实现Non-GAAP经营利润3.36亿美元/+11.3%。Non-GAAP经营利润率提升1pct至22%。实现Non-GAAP归母净利润2.58亿美元/-1.6%，下滑分析主要系分红预提所得税影响。截至期末，递延收入19.07亿美元/+10.0%。
- 具体看各业务表现：留学及大学生业务优于预期，K12业务展望积极1) K9教育新业务收入同增15%，非学科素养培训人次为53万/+10%，学习机付费活跃用户45.2万人/+40%，依旧维持较为快速增长。收入同比增速环比上季度有所放缓（33%），预计主要系暑期排课和部分区域折扣影响；但另一方面学生人次环比提速（FY25Q4非学科+5%，学习机+36%），体现品牌口碑对家庭仍有较强吸引力。2) 高中培训收入同增7%，高基数上同样受排班和区域折扣影响；展望FY26Q2，公司将进一步提升K12业务产品能力与质量，预计续班率提升下K12业务收入有望提速。3) 留学考培/咨询期内收入分别同增1%/2%，预计受益于外部环境的阶段性转好及公司在非美国家和年轻群体留学业务上的布局，优于此前下滑预期；4) 大学生业务收入同比+14%，优于此前预期（预计增长10%），分析公司凭借教学和服务实现份额提升。
- FY2026Q2收入预计提速，全年维持稳健展望，并更新股东回报计划。展望FY2026Q2，公司预计净营收同增9%-12%。同时维持FY2026全年净营收同比增长5%-10%的指引。股东回报方面，宣布一项为期三年的股东回报计划，拟将前一财年归母净利润不低于50%用于回馈股东。为实施2026财年的回报计划，董事会已批准派发总额约1.9亿美元的现金股息。以及一项未来12个月内最多3亿美元的股份回购计划，金额合计达2025财年归母净利的132%。

图：新东方第一季度收入及利润表现



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：FY2025财年分季度新东方核心业务增速



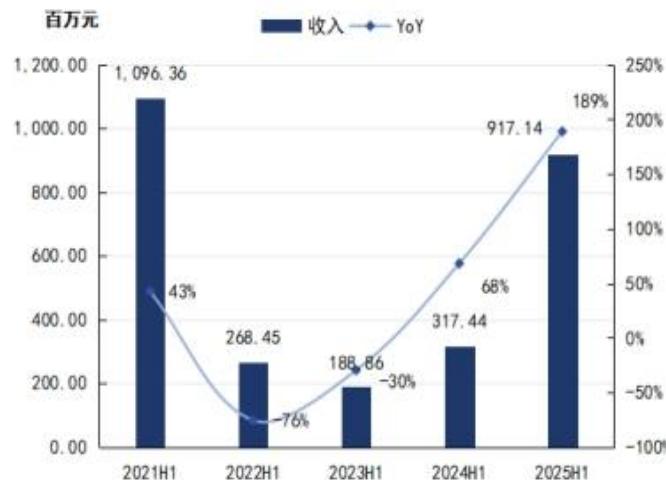
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

卓越教育集团：2025H1收入业绩快速增长，三年分红计划持续兑现

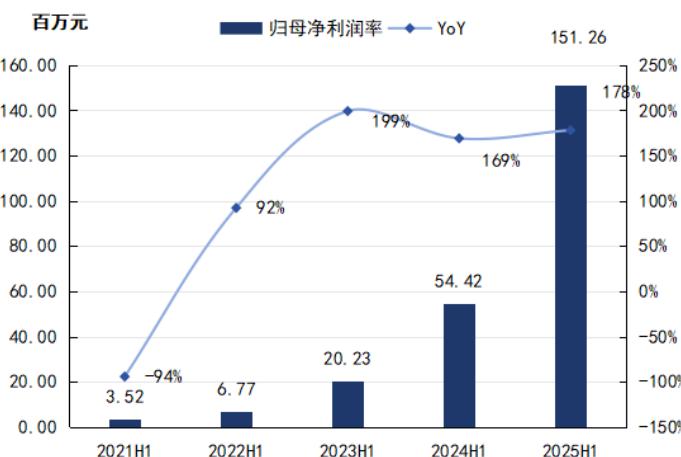


- 2025年上半年公司收入、业绩维持快速增长。2025H1，公司实现营收9.17亿元/+189%；实现经调整净利润1.52亿元/+179%。收入与业绩表现均优于此前盈利预告（预告期内营收/净利分别不低于8.5/1.4亿元），受益于素质教育产品与服务质量不断提升、合规转型后素养业务重新并表、市场开拓效果显著。分业务看，2025H1综合素养业务实现收入7.23亿元/+513%，辅导项目实现收入0.89亿元/+18%，素养及辅导业务期内报读人次和续保率等各项指标创新高。全日制复习项目实现收入1.01亿元/-18%，分析系省内普通高中扩招，初四复读需求承压，但我们预计对高四复读业务影响相对有限。
- 快速扩张的同时成本费用控制能力表现突出，研发等其他经营开支略微影响归母净利率。2025H1公司毛利率为45.0%，同比持平；费用端销售开支收入占比为6.8%/-0.3pct；公司行政开支收入占比为12.5%/-0.4pct，成本控制成效初显；其他经营开支收入占比为5.9%/+1.4pct，分析系“ALL IN AI”战略下加大相关投入。总体来看，受其他经营开支项目影响，期内归母净利率略微下滑0.7pct至16.5%，但综合考虑公司目前处于快速扩张阶段，净利率保持在可控范围内，已能体现公司较优的成本费用管控能力。
- 合同负债同比增长28%，人才储备支撑持续成长。截至2025年上半年末，公司账上合同负债为5.87亿元/+28.2%，员工总数从3072人增至3592人。
- 全面推进“ALL IN AI”战略，三年分红计划持续兑现。一方面公司积极打造人工智能课程，培养学生使用AI工具能力，另一方面公司将AI技术广泛应用于经营各个环节，助力降本增效。此外，公司本次宣派中期股息每股10.7分人民币，总金额为9075万元，分红率约为60%（2024年分红率约50%），三年分红计划持续兑现。

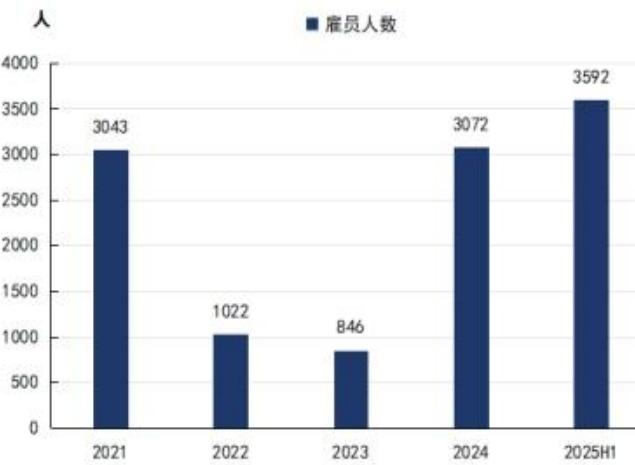
图：卓越教育集团营业收入及增速



图：卓越教育集团归母净利润及增速



图：卓越教育集团雇员人数



资料来源：公司公告、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：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

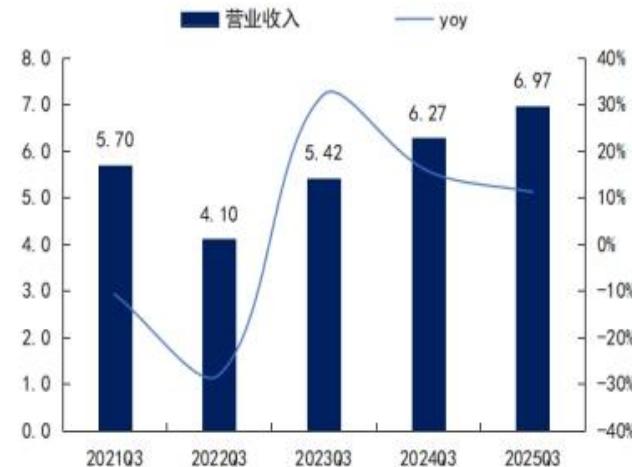
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

学大教育：前置性投入致淡季利润承压，收款增速回升成效初显



- 2025年前三季度公司实现归母净利润2.31亿元，同比增长31.5%。2025Q1-Q3，公司实现收入26.13亿元/+16.3%；实现归母净利润2.31亿元/+31.5%；扣非后归母净利润为2.09亿元/+29.8%，差值主要系1642万元非流动性资产处置损益等。其中2025Q3单季实现收入6.97亿元/+11.2%，归母净利润143万元/-89.9%。Q3利润下滑主要受股权激励产生的股份支付费用576.74万元影响，若不考虑该影响，Q3归母净利润为720万元。前三季度累计股份支付费用达3220万元。
- 前置性成本费用投放增加，单季盈利能力承压，但投入取得一定成效，前置性指标合同负债、收款增速回升。2025年三季度末，公司合同负债余额为12.0亿元，同比增长22.5%，增速边际明显回升（2025年二季度末合同负债余额5.97亿元，同比增长3.73%）。2025第三季度，公司销售商品或提供劳务收到的现金为13.0亿元，同比增长19.8%，增速同样显著回升（2025年单二季度同比增长4.81%）。我们分析公司第三季度前置性投入取得一定成效，考虑到公司商业模式仍以预收款模式为主，伴随着后续消课有望逐步确认收入利润。

图：公司2021-2025Q3营收及同比情况



图：公司2021-2025Q3扣非前后归母净利润



图：公司2024Q1-2025Q3期末账上合同负债规模及同比增速



资料来源：公司公告，国信证券研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券研究所整理

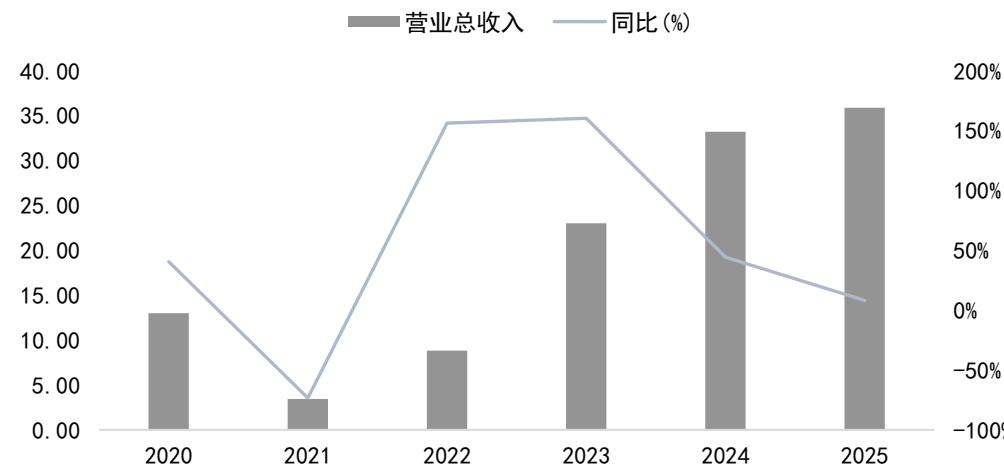
资料来源：公司公告，国信证券研究所整理

天立国际控股：外部环境导致招生增速放缓，集团办学质量坚实



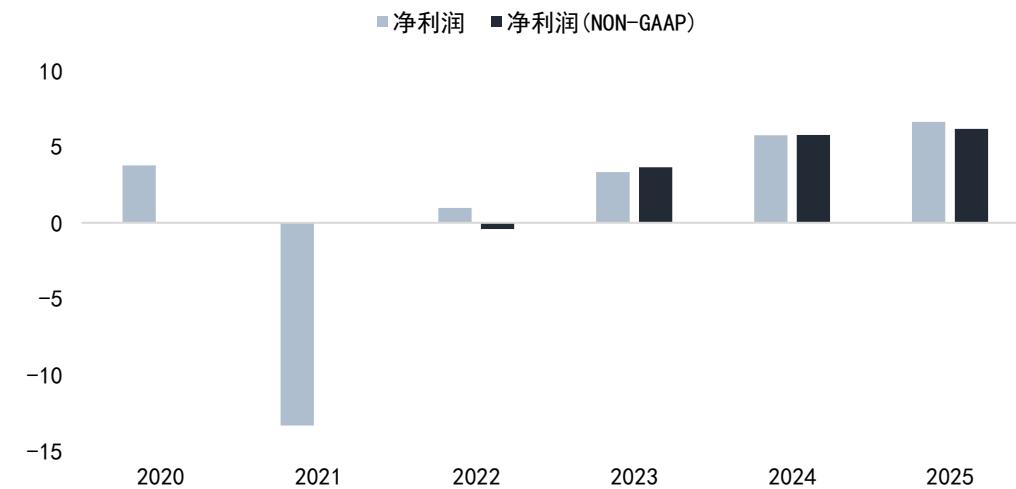
- 公司2025财年业绩稳健增长，实现营业收入35.9亿元，同比增长8%；实现归母净利润6.64亿元，同比增长15.3%。经调整年内溢利为6.18亿元，同比增长7.0%，调整项主要包括约1.00亿元的物业、厂房及设备减值亏损拨回等非经营性项目。分业务看，核心的综合教育服务收入同比增长7.0%至18.68亿元，主要得益于高中生入读人数的增长；轻资产的管理及特许经营费收入表现亮眼，因新增管理八所学校，该业务收入同比大幅增长93.9%至1.16亿元，成为重要增长引擎。
- 外部环境导致招生增速放缓，集团办学质量坚实。2025年秋季学期初服务学生人数同比增长8%，高中服务学生人数同比增长11%，增速边际放缓。考虑主要系学生家长消费行为更加谨慎保守，同时公办普通高中扩招影响家庭决策。但另一方面公司办学质量坚实，2025年集团共培养28位清北学子，成熟期学校维持高标准水平，高考本科率维持约90%，一本率约58%（2024年：55%）。成长期学校本科率、一本率较生源入口成绩也分别提升32%/14%，预计对具备支付能力的家庭仍有较强的吸引力。

图：公司收入及收入增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：公司净利润及经调净利润



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

AI教育：有望以极低的边际成本助力行业克服“不可能三角”

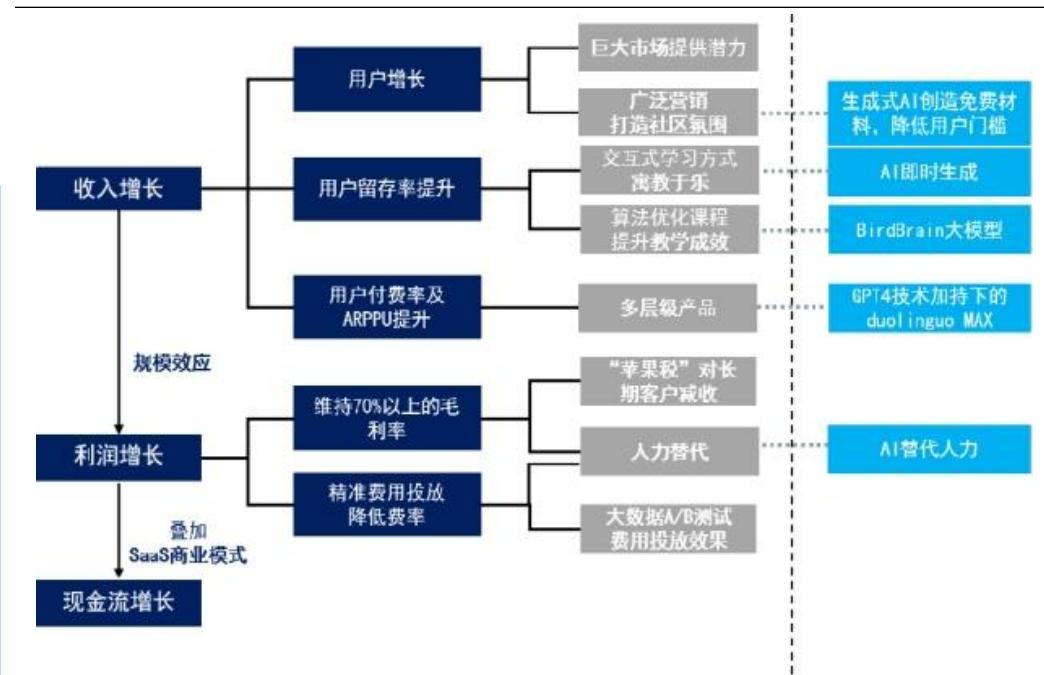


- AI能以极低的边际成本替代人力、扩大个性化教育资源供给，有望为破解“不可能三角”提供新路径。以虚拟教师、AI答疑大模型、AI录播课、AI教育监督管理平台等为核心的AI教育产品，有望以边际成本趋近于零的方式为每个学生匹配教学资源、降低人力依赖、提高教学管理效率，推动“大规模高质量因材施教”的个性化培养理念走向现实，为教育质量、公平、个性化升级注入技术动力。而对于机构，低成本大规模高效普及意味着更强劲的用户增长潜力，个性化培养方案与高质量信息输出意味着以学习效果提高用户粘性。
- 以多邻国为例：支撑多邻国在为用户提供大量免费内容的基础上，维持超过70%的毛利率。自2021年上市以来，多邻国的毛利率维持在70%以上，2024年第三季度为72.91%。多领国为用户提供大量免费内容，付费用户仅占月活跃用户（MAU）的7.60%，但毛利率与高付费率的在线教育公司相当，如CHEGG（2020年以来毛利率60%-78%）和新东方在线（转型前最高毛利率71%）。凸显AI降本及推动教育普惠的重要意义。

表：AI对教育行业的赋能方式

赋能点	功能	解释	案例	AI类型
教育成本的节约	生成重复性较高的内容	减少教师的重复工作	Duolingo重复训练、出题	生成式AI
	根据文本生成音频、视频	提高课堂稿件的生成效率	豆神“超拟人”系统	生成式AI
	提供个性化教育内容	通过满足个性化需求提高教学质量	粉笔的智能出题和天立的智能网课	决策式AI
有效提高教学质量	提供超越时空限制的知识资源库	低成本且高效的获取高质量的信息和辅导	引入ChatGPT或DeepSeek的教育软件或智能学习平板	生成式AI
	行为识别提高课堂效率	能围绕教学场景为师生提供教学辅助	教学监督管理平台	决策式AI
	创造实践环境	能根据学生反馈的薄弱点加强训练	盛通中鸣机器人	决策式AI
	提供情感陪伴	通过个性化干预方案为患者及其家庭带来情感支持	Buddy In少儿自闭症数字疗法	生成式AI

图：多邻国免费增值模式下的新用户漏斗模型



资料来源：多鲸，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：多邻国公司公告，国信证券经济研究所整理

AI教育：产品受益于模型持续迭代，静候消费心智建设成果



- 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。
- 2025年第三季度，部分头部AI教育产品运营商产品销售费用率仍处高位，市场教育成本巨大，行业呈现“营销驱动”特征。看好大模型等底层技术持续迭代优化，竞争核心将转向“产品力驱动”，通过教育AI智能体提供更优的学习体验来赢得用户。同时，消费者认知也日趋理性，从好奇尝试转向关注真实学习效果，推动行业走向健康可持续的发展路径。

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 科德教育	中鸣机器人教学方案 参股芯片子公司	授课 /	智能教具、教学方案 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 与智谱华章成立主营业务为开放和运营AI智能产品的合资公司	/	
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	备课、校园管理	根据学生水平提供针对性课程
好未来	推出数学领域九章大模型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
学大教育	星图AI	备课、授课	精准诊断学生学习状况和个性化方案定制
思考乐教育	与深圳华夏隽永联手打造教育类AI机器人	授课	

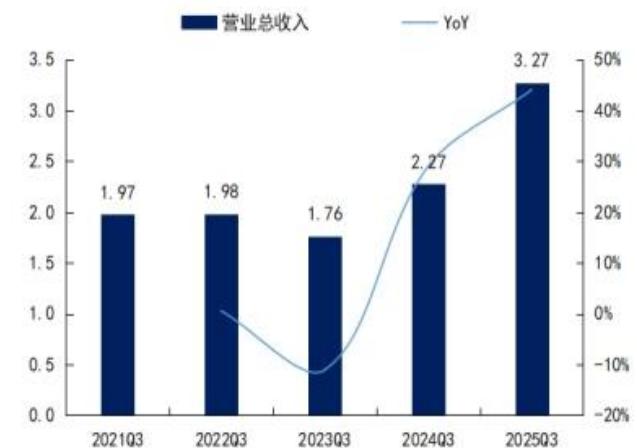
资料来源：各公司官网、国信证券经济研究所整理

豆神教育：收入维持高增验证动能，市场投入走高致单季亏损

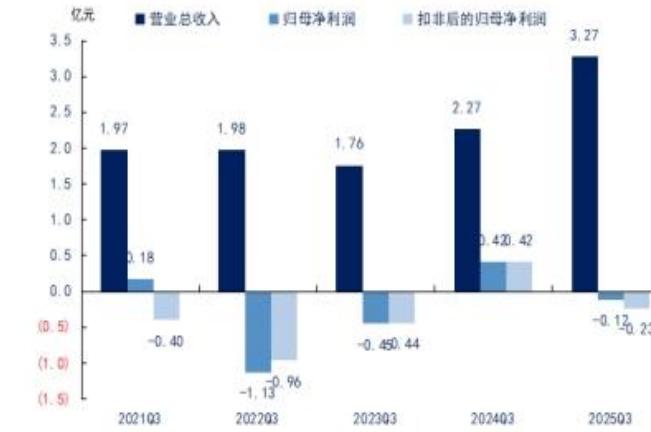


- 2025年第三季度收入增长44.1%，AI教育收入增长潜力持续验证。2025Q1-Q3，公司实现收入7.76亿元，同比增长39.4%；实现归母净利润0.92亿元，同比下滑17.2%；扣非后归母净利润为0.44亿元，同比下滑60.0%。核心原因是公司多款AI产品上市，为加速扩大市场规模，扩充C端体量，本季度有较大额的销售费用投放。2025Q3末，公司账上合同负债2.44亿元，同比增长10.5%，是“双减”后公司合同负债余额首次实现同比上升，一定程度上为后续收入增长提供支撑。
- AI赋能教育业务毛利率显著改善，但同时因加大市场推广，销售费率显著走高。2025Q3公司毛利率为78.6%/+28pct，分析系1) 业务结构中高毛利的教育业务走高，“AI超能训练场”及“AI双师”产品第三季度累计收入达到约5000万元，已占第三季单季收入比例的15.3%，而2024年AI教育业务仅实现收入2730.91万元；2) 窦神归来等直播课程覆盖学生规模扩大，规模效应下摊薄成本；3) AI赋能教育业务，提高人效。2025Q3期间费用率走高，其中销售费率走高61pct至81.7%，预计主要系AI教育产品推新，需进行市场投放，以培养消费习惯及消费者付费意愿，且当前面临流量成本走高的外部压力。2025Q3管理费率控制良好，第三季度缩减7pct至9.0%。

图：豆神教育营业收入及增速（单位：亿元、%）



图：豆神教育扣非前后归母净利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

有道/好未来/高途集团：积极布局AI教育业务，业绩有所分化



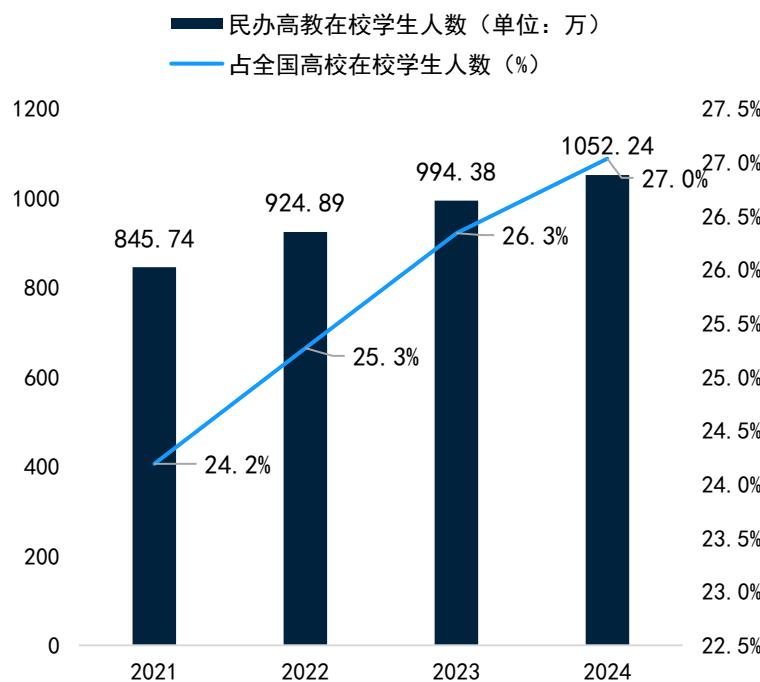
- 1) **好未来：**据公司财报，好未来FY26Q2财年营收达 8.61亿美元，同比增长39.1%，超出彭博一致预期。非美国会计准则（Non-GAAP）经营利润为1.08亿美元，同比增长67.2%，利润率提升至12.5%；Non-GAAP净利润为 1.36亿美元，同比增长82.7%。增长主要由学习服务和智能学习硬件业务驱动，两者收入均实现同比及环比增长。期末递延收入达8.23亿美元，同比增长58.9%。公司持续推进股票回购，自2025年7月宣布新计划以来，已回购约1.35亿美元股票。
- 2) **有道：**据公司财报，2025Q3净收入达16.3亿元，同比增长3.6；营业利润为0.28亿元，连续五个季度盈利。学习服务三季度净收入达6.4亿，同比下滑16%，战略调整仍在进行。其中，数字内容服务净收入4.3亿元。有道领世（高中）净收入同比增长约40%，环比继续提速。在线营销服务板块创下7.4亿元收入新高，同比增长51.1%，该业务成为本季度增长最快的板块，但新客户储备广告生成材料有限，致毛利率阶段下滑。
- 3) **高途集团：**据公司财报，2025三季度，高途实现收入约15.8亿元，同比增长30.7%；现金收入达11.89亿元，同比增长11.2%。同时非美国会计准则下的净亏损同比大幅收窄至亏损1.38亿元（基期亏损4.57亿元）。合同负债强劲增长至近人民币18亿元，同比增长23.2%，一定程度上为未来几个季度的收入提供了可见性。高途在2025年提出“AI with AI, Always AI”战略，据公司公告，公司目前将AI深度融入教学与服务全流程。其打造的“名师主讲+二讲服务+AI伴学”的“三师模式”有效提升了个性化学习体验和教学精准度。运营端，AI技术的应用助力公司经营费用占收入比重显著下降，获客效率显著提升。股东回报方面，公司已完成始于2022年11月的8000万美元股票回购计划，并于2025年5月启动了新的1亿美元回购计划。展望后续，公司指引2025Q4实现收入同比增速17.2%-18.7%。

民办高教：招生边际上受外部环境冲击，头部高校韧性较强

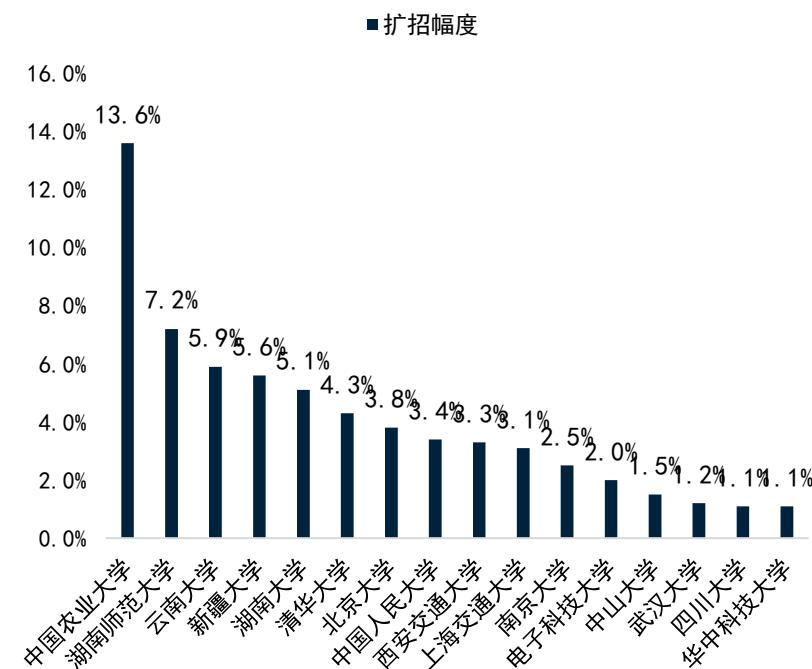


- 高等教育需求旺盛，民办高教总体受益，在校学生人数走高。1) **庞大的生源基数**：中国每年有超过1000万的高考考生，即使公办高校持续扩招，仍然有大量学生因为分数、地域、专业选择等原因，无法进入理想的公办院校。民办高校是重要的补充。2) 当前就业环境下，本科文凭仍然是一块重要的“敲门砖”。对于分数在本科线边缘的考生来说，民办本科是其获得全日制本科学历的重要途径。
- 随就业环境变化及公办高校扩招，近年部分民办高校招生遇冷，但办学质量突出、就业率靠前的民办高校依旧获得学生追捧。我们观察到部分上市公司旗下高等教育在校学生人数仍能实现稳健扩张。我们分析目前头部民办高等教育学校在就业率方面仍有优势，因此新招生也相对更顺利。

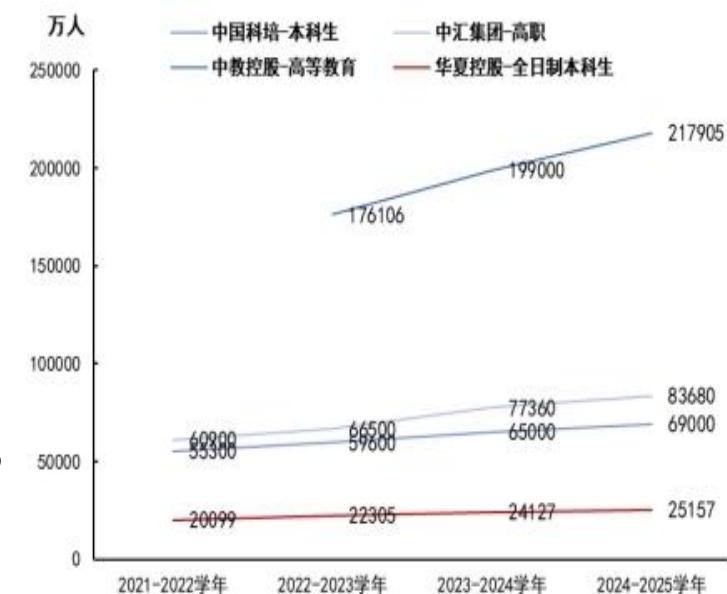
图：民办高教学校在校人数（万）



图：公办高校2025年扩招幅度



图：2021-2024学年部分民办高校在校人数



资料来源：软科职教等，国信证券经济研究所整理

资料来源：软科职教等，国信证券经济研究所整理

资料来源：上市公司公告，国信证券经济研究所整理

民办高教：非营利性与营利性分类管理



以民促法实施条例、《外商投资负面清单》为据，“民办学校的举办者可以自主选择设立非营利性或者营利性民办学校”

1) 政策态度：对社会资本参与职业教育办学持鼓励态度，而对参与学前教育&义务教育阶段（K9）民办学校明确约束。2) 收购/兼并：禁止K9学校兼并收购、协议控制行为，但并未涉及民办高教上市公司（2018年送审稿部分说法曾引发此担忧）。3) 关联交易：非营利性学校利润无法直接提取至上市公司。因此在非营利性学校背景下，上市公司若需分红，则需通过关联交易自学校提取利润，期间会有利润的折损。此外明确非义务教育民办学校关联交易的可行性（义务教育阶段明令禁止），但需遵循“公开、公平、公允”原则，合理定价、规范决策。

表：民促法实施条例送审稿与正式稿对比

	民促法送审稿（2018年）	民促法正式稿（2021年）	解读
	第五条（节选）：鼓励社会力量依法设立基金会举办 非营利性民办学校 。以捐资等方式举办，不设举办者的 非营利性民办学校 ，其办学过程中的举办者权责由捐赠人、发起人或者其代理人履行。	第五条（节选）：国家鼓励以捐资、设立基金会等方式依法举办 民办学校 。以捐资等方式举办民办学校，无举办者的，其办学过程中的举办者权责由发起人履行。	将捐资、设立基金会方式举办院校的范围由非营利性民办学校扩展至民办学校，放松了营利性民办学校的资金筹措来源。
	第七条（节选）： 公办学校不得举办或者参与举办营利性民办学校 。公办学校举办民办学校设立或者参与举办非营利性民办学校的，应当经主管部门批准，并不得利用国家财政经费，不得影响公办学校教学活动，不得以品牌输出方式获得收益。	第七条（节选）：实施义务教育的公办学校不得举办或者参与举办民办学校，也不得转为民办学校。其他公办学校不得举办或者参与举办营利性民办学校。 但是，实施职业教育的公办学校可以吸引企业的资本、技术、管理等要素，举办或者参与举办实施职业教育的营利性民办学校。	对义务教育阶段与职业教育阶段施以不同政策态度，义务教育政策更加严格，职业教育政策更加灵活， 明确允许职业教育阶段的公办学校可以举办和参与营利性民办学校 。
	-	第九条：国家鼓励企业以独资、合资、合作等方式依法举办或者参与举办实施职业教育的民办学校。	明确鼓励企业以资本化方式参与职业教育阶段民办学校经营。
举办者变更	第十一条（节选）：非营利性民办学校举办者变更的，应当签订变更协议， 并不得从变更中获得收益 ；现有民办学校的举办者可以根据其依法享有的合法权益与继任举办者协议约定变更收益，但不得以牟利为目的，不得涉及学校的法人财产。	第十二条（节选）：民办学校举办者变更的，应当签订变更协议，但不得涉及学校的法人财产，也不得影响学校发展，不得损害师生权益； 现有民办学校的举办者变更的，可以根据其依法享有的合法权益与继任举办者协议约定变更收益。	送审稿要求非营利性学校变更举办者时， 不得从变更中获益，引发投资人对于上市公司是否能够收购非营利性学校的担忧 。正式稿删除不得获取收益的表述，明确允许新老举办者约定变更收益，可以消除对于上市公司获取民办学校举办权的担忧。
收并购	第十二条（节选）：实施集团化办学的，不得通过兼并收购、加盟连锁、协议控制等方式控制 非营利性民办学校 。	第十三条（节选）：任何社会组织和个人不得通过兼并收购、协议控制等方式控制 实施义务教育的民办学校、实施学前教育的非营利性民办学校 。	删除“集团化办学”表述，明确禁止K9学校以及非营利性幼儿园兼并收购、协议控制行为， 但并未涉及民办高教上市公司 。
	第十三条：实施国家认可的教育考试、职业资格考试和技术等级考试等考试的机构， 不得举办与其所实施的考试相关的民办学校 。	第十四条：实施国家认可的教育考试、职业资格考试和职业技能等级考试等考试的机构， 举办或者参与举办与其所实施的考试相关的民办学校应当符合国家有关规定 。	拓展职业教育参与主体的范围。
关联交易合法性界定	第四十四条： 非营利性民办学校与利益关联方发生交易的，应当遵循公开、公平、公允的原则，不得损害国家利益、学校利益和师生权益。	第四十五条： 实施义务教育的民办学校不得与利益关联方进行交易。其他民办学校与利益关联方进行交易的，应当遵循公开、公平、公允的原则，合理定价、规范决策，不得损害国家利益、学校利益和师生权益。	明确非义务教育民办学校关联交易的可行性（义务教育阶段明令禁止），但需遵循“公开、公平、公允”原则，合理定价、规范决策。
	第四十六条： 在每个会计年度结束时，非营利性民办学校应当从年度净资产增加额中，营利性民办学校应当从年度净收益中，按不低于年度净资产增加额或者净收益的25%的比例提取发展基金，用于学校的建设、维护，教学设备的添置、更新和教职工的进修培训等。	第四十六条： 在每个会计年度结束时，民办学校应当委托会计师事务所对年度财务报告进行审计。非营利性民办学校应当从经审计的年度非限定性净资产增加额中，营利性民办学校应当从经审计的年度净收益中，按不低于年度非限定性净资产增加额或者净收益的10%的比例提取发展基金，用于学校的发展。	发展基金的比例由25%下降至10%，营利性学校资金安排更加灵活自主。

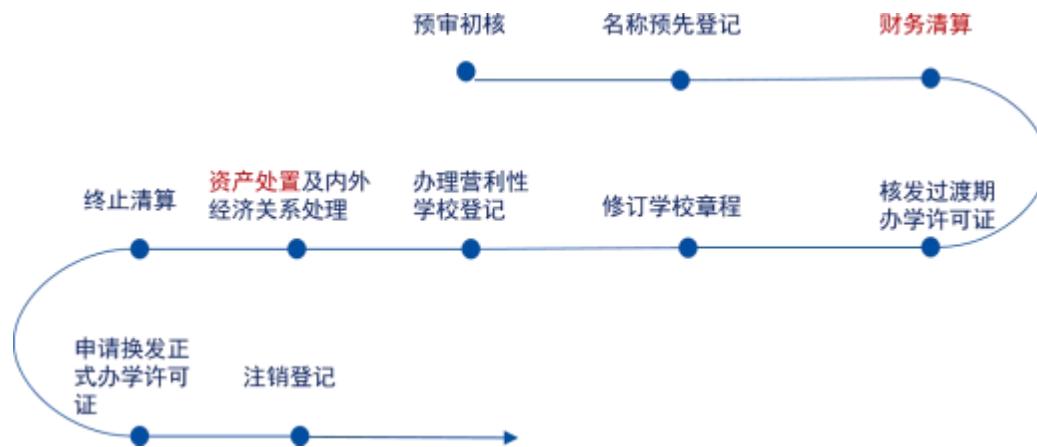
资料来源：《民促法实施条例（送审稿）》，《民促法实施条例（正式稿）》，国信证券经济研究所整理

民办高教：存量转营边际取得进展，后续仍需持续跟踪各地推进



- **进展回顾：**实际执行中，有诸多新设立的民办学校在成立伊始变可设置为营利性。而存量的民办高教大多未取得实质性进展，近期湖南、广东等地释放积极信号。宇华教育旗下湖南涉外经济学院成功拿到营利性分类登记批复，广东省也于11月出台分类管理细则，为行业转型奠定政策基础。
- **堵点分析：**1) **税费、土地费用补缴**。申请转营需要依法明确出资者出资、土地、校舍、办学积累、财政投入、社会捐赠等资金资产和债权债务情况，并缴纳相关税费。对于债权债务不清、资产存在争议、历史遗留尚未解决的需要暂缓办理；土地定价需协商；同时多年补税体量大，是否能够分期缴款都是需要协商的要点。2) **教育关系社会民生，政策性相对较强**。
- 展望2026年，民办高教选营推进节奏需要考虑多方因素。对于学校而言，需权衡转营所需的税费成本与长期经营自主权、资产市场化重估的收益，对监管部门而言则要在财政补充、教育公益属性、区域教育资源均衡等目标间寻找支点，后续仍需持续跟踪各地政策执行力与校企协商进展。

图：《四川省民办学校分类登记实施办法》（2019）中明确的选营流程



资料来源：四川省教育厅、国信证券经济研究所整理

图：民办高教选营推进节奏驱动及制约因素分析



资料来源：多鲸、国信证券经济研究所整理

人力资源：行业仍处磨底阶段，人服龙头聚焦经营效率提升



- **人力资源行业：行业情绪磨底，10月企业招聘信心边际改善。**企业招工前瞻指数是衡量企业家对未来半年内企业招聘活动预期的指标，指数数值在50以上代表改善或者变好，而50以下则代表恶化或者恶化。2025年6-8月BCI指数始终处于50以下，9月开始复苏恢复至50.49，10月复苏至54.87，企业招聘信心边际回暖。
- **经营回顾：25Q3经营效率提升是主旋律。**人服龙头收入端增速环比表现较为稳健，北京人力因业务结构调整25Q3收入同比增速转负；龙头效率提升带动下利润改善明显，人服龙头利润增速均优于收入端表现，反应出弱势经营环境下龙头更加注重效率的提升。
- **后续展望：**渐进复苏的宏观经济环境仍系人服龙头经营核心因子变量，后续一是关注企业端用工情绪的改善，用工情绪复苏能否从科技制造等行业点状复苏向行业面状改善；二是AI技术赋能，从经营效率提升到贡献新成长曲线，如科锐自研的CRE Embedding模型提升招聘匹配效率。

图：中国BCI企业招工前瞻指数10月回暖



表：2025Q3人力资源龙头业绩概览

单位： 亿元	营业收入				归母净利润				扣非净利润			
	2025Q2	YOY	2025Q3	YOY	2025Q2	YOY	2025Q3	YOY	2025Q2	YOY	2025Q3	YOY
科锐国际	37.7	30%	36.8	24%	0.69	51%	0.93	90%	0.5	21%	0.61	27%
北京人力	118.54	5%	111.16	-2%	2.22	0%	1.94	-7%	1.51	66%	1.39	10%
外服控股	59.71	15%	63.21	18%	1.73	2%	1.37	0%	1.31	-12%	1.18	-11%
BOSS直聘	21.02	10%	预计 11.4%- 13%		7.16	70%			9.46	31%		

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

附表：重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	收盘价 25-12-29	投资评级	EPS			PE			正券 URITIES
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	
601888.SH	中国中免	92.3	优于大市	2.1	1.9	2.3	45	48	40	
600515.SH	海南机场	5.5	优于大市	0.0	0.1	0.1	138	87	71	
600754.SH	锦江酒店	25.3	优于大市	0.9	1.1	1.4	30	23	18	
600258.SH	首旅酒店	16.5	优于大市	0.8	0.7	1.0	20	22	17	
1179.HK	华住集团-S	35.3	优于大市	1.2	1.4	1.7	30	25	21	
ATAT.O	亚朵	302.8	优于大市	9.5	12.2	15.2	32	25	20	
301073.SZ	君亭酒店	26.9	优于大市	0.1	0.1	0.2	209	348	114	
605108.SH	同庆楼	19.5	优于大市	0.4	0.4	0.6	51	50	34	
603043.SH	广州酒家	18.0	优于大市	0.9	1.0	1.1	21	19	17	
9922.HK	九毛九	1.7	优于大市	0.0	0.2	0.2	42	11	8	
6862.HK	海底捞	13.6	优于大市	0.8	0.8	0.9	16	18	16	
9987.HK	百胜中国	48.7	优于大市	2.6	2.6	2.8	19	19	17	
2150.HK	奈雪的茶	1.0	优于大市	0.1	0.1	0.2	17	7	4	
2097.HK	蜜雪集团	393.1	优于大市	11.7	15.9	19.6	34	25	20	
1364.HK	古茗	23.9	优于大市	0.6	0.9	1.2	37	26	21	
0999.HK	小菜园	8.9	优于大市	0.5	0.7	0.8	18	14	11	
3690.HK	美团-W	96.2	优于大市	7.2	-1.3	5.2	13	-	19	
9961.HK	携程集团-S	525.2	优于大市	25.3	44.5	29.7	21	12	18	
0780.HK	同程旅行	20.9	优于大市	1.2	1.4	1.7	18	14	12	
300144.SZ	宋城演艺	8.3	优于大市	0.4	0.3	0.4	21	24	22	
603136.SH	天目湖	11.9	优于大市	0.4	0.4	0.4	31	31	28	
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	15.7	优于大市	0.8	1.0	1.2	20	15	14	
600138.SH	中青旅	10.0	优于大市	0.2	0.6	0.8	45	16	13	
603199.SH	九华旅游	36.4	优于大市	1.7	2.0	2.2	22	19	17	
600054.SH	黄山旅游	11.4	优于大市	0.4	0.4	0.5	26	26	23	
603099.SH	长白山	45.9	优于大市	0.5	0.7	0.8	87	69	57	
300662.SZ	科锐国际	25.0	优于大市	1.0	1.5	1.8	24	17	14	
600861.SH	北京人力	18.0	优于大市	1.4	2.1	1.8	13	9	10	
BZ.O	BOSS直聘	152.7	优于大市	5.5	7.3	9.2	28	21	17	
6100.HK	同道猎聘	3.8	优于大市	0.3	0.4	0.4	15	11	9	
1797.HK	东方甄选	16.8	优于大市	0.0	0.3	0.5	2958	67	31	
0839.HK	中教控股	3.2	优于大市	0.8	0.8	0.9	4	4	4	
9901.HK	新东方-S	5.6	优于大市	0.2	0.3	0.3	23	21	18	
605098.SH	行动教育	42.0	优于大市	2.3	2.3	2.6	19	18	16	
300492.SZ	华图山鼎	69.4	优于大市	0.3	1.8	2.2	258	39	32	
000526.SZ	学大教育	39.0	优于大市	1.5	2.1	2.5	26	19	16	
0667.HK	中国东方教育	6.4	优于大市	0.2	0.4	0.5	27	16	13	
2469.HK	粉笔	2.1	优于大市	0.3	0.3	0.4	8	6	5	
1773.HK	天立国际控股	2.2	优于大市	0.3	0.3	0.3	8	7	6	
3978.HK	卓越教育集团	3.9	优于大市	0.2	0.4	0.5	17	10	8	

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

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

风险提示



- 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。本公司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中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