

社服行业2026年中期投资策略 服务消费投资价值重估新起点

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：杨玉莹

yangyuying@guosen.com.cn

S0980524070006

联系人：周瑛皓

zhouyinghao@guosen.com.cn

- **当前我们站在哪里：我们判断板块处于低位置、低持仓、低预期状态。**年初至今社服板块与大盘走出极致分化，A股消费者服务板块跌22.4%跑输沪深300达28.1pct，港股跌22.7%跑输中信港股通指数19.3pct，当前板块较924前低点仅高10%而沪深300仍高50%；其中，1-2月春节强预期兑现后，在油价上行与科技行情极致演绎背景下，4月清明叠加春假良好基本面也没能带来股价支撑，进入5月出行阶段性边际放缓则对预期带来更严峻考验；2026Q1末基金重仓持仓比例降至0.36%的历史低位，Q2以来预计占比进一步回落。
- **硬币的另一面：服务消费韧性凸显，政策、人口结构与供需两侧的积极因素正在积聚。**数据验证：1-4月服务消费同比+5.6%，显著跑赢商品消费（+1.7%）。尽管短期旅游出行受假期前置分流和油价高企阶段带来噪音扰动，但对标海外增长路径，预计在供给优化和在居民需求结构占比提升过程中行业韧性与相对景气仍在。**政策发力服务消费：**春秋假制度从中央到地方加速落地，短期有望拉动社零0.4-0.6个百分点，中长期贡献1-1.66个百分点；入境游持续扩容，2025年外国游客入境3517万人次/+30.6%，国际酒店龙头在华Q1经营明显改善。**人口结构提供双重支撑：**银发方面，1965-1973年出生人群进入集中退休期，年均超2000万人的退休高峰有望释放错峰旅游与高品质消费需求；年轻群体方面，Z世代驱动演出、赛事等体验消费高景气。**需求压制因素边际缓解：**一线城市房价边际企稳、股市居民财富效应以及出口景气抬升对于相关制造企业利润贡献，有助于修复居民预期；而奢侈品角度看高端消费从去年开始逐步修复。**供给龙头内功夯实：**行业龙头持续通过产品&品类迭代、渠道结构优化与运营提效夯实内功，有望强化头部份额，表现优于行业。
- **投资建议：**短期高考后端午紧接暑期旺季来临有望带来催化，中线服务消费受政策、人口结构与供需两侧的积极因素正在积聚，参考海外服务消费孕育牛股机遇，我们预计当前板块正处于长周期底部位置，中期策略推荐：1) 超跌优质龙头：华住集团-S、亚朵、锦江酒店、首旅酒店、古茗、蜜雪集团、海底捞、百胜中国、锅圈、三峡旅游、中国中免、携程集团-S、美团-W、曹操出行、BOSS直聘等。2) 红利高股息标的：行动教育、中国东方教育、北京人力、宋城演艺等。3) 主题类标的：长白山、峨眉山A、黄山旅游、九华旅游等。

■ 子行业观点：

- **酒店：复苏趋势不变，关注龙头超跌与估值修复。** 今年以来行业进入供需再平衡新周期，供给增速放缓趋势验证，1-4月在超长春节及春假试行范围推广带动下休闲旅游表现突出；进入5月受前期休闲需求分流和节后商务出行平淡，短期高频数据有所波动，但我们认为行业复苏趋势并未改变，出境转国内与多元交通替代下酒店受油价上行扰动相对更有限。结构上需求品质改善以及龙头稳定价，民企龙头份额高质量扩张，国企龙头费用管控效果逐步显现，短期估值波动至历史低位关注后续情绪修复。
- **餐茶饮：处理外卖及堂食结构问题仍是核心命题，品牌分化中寻找结构机会。** 2026年中期核心关注点在于：1) 此前外卖占比相对较低的品牌外卖渠道拓展有望直接贡献同店增量，但带来的弹性预计有差异；2) 餐饮品牌中，小菜园、遇见小面等主动聚焦堂食场景价值，社区化场景与性价比定位或为堂食客流提供支撑；3) 茶饮板块外卖占比普遍较高，核心关注补贴退坡后的同店韧性。锅圈等社区零售型业态投资逻辑围绕“社区央厨战略转型+下沉市场渗透+万店规模壁垒”展开。
- **免税：高端消费复苏受益，关注海南政策支持。** 免税自去年9月以来迎复苏拐点，其中封关叠加部分特殊品类带动高频数据增长推高预期，Q1龙头海南收入增长获得良好验证，利润率在传统旺季高基数上略有提升；4-5月伴随品类常态化增速有所放缓，后续若海南政府促消费力度提升对行业有望形成正向带动，而企业端利润则受益于精品结构升级、促销力度收窄以及人民币升值综合带动，短期在资金面影响下股价已极致回调至去年低位，关注政府边际政策力度变化以及利润率优化。
- **平台：竞争趋于稳定，反垄断预计落地在即，关注情绪修复。** 年初至今OTA经历了政策、技术、基本面、流动性的多重压力，任何一方出现边际变化有望催动情绪修复；其中反垄断调查自年初启动至今已间隔5个月，有望更范平台与上游关系；AI方面，前期一次性叙事扰动已过，当前进入分层讨论，OTA线下履约重、交易闭环深；基本面角度，针对油价带来国内交通与出境业务影响已带来盈利调整预期。此外，网约车国内利润率逐步演绎修复逻辑，关注Robotaxi推进节奏；外卖一季度已验证竞争最差时间已过，筑底有望更为明确。
- **景区：短期关注避暑需求主题，内河游轮开启增长阶段。** 短期厄尔尼诺效应概率提升带来高温避暑需求提振，相关东北标的有望受资金关注；另一方面，成长性景区中三峡旅游省际游轮扩张承接银发与入境需求，有望打开短期景气度与长期增长；而名山大川受资金扰动以回落至历史低位，防御属性逐步凸显。
- **教育人服：效率改善验证，AI商业化与结构性景气成估值分水岭。** 2025年教育人服板块利润增速显著快于收入，AI正从效率提升、商业模式赋能与冲击、宏观就业结构变化三个维度重塑行业：日常运营中AI办公已显著改善人效，AI个性化教学或改变传统教培交付方式，而“温和总量+剧烈结构”的就业影响特征将强化蓝领技能培训与灵活用工需求。2026年中期三大主线：1) 升学与就业刚需培训；2) AI赋能效率与模式创新；3) 就业结构变化受益的灵活用工与蓝领培训、蓝领招聘。

一、行业总体回顾

1、我们当前站在哪里：情绪与预期低点

- 行情复盘
- 基金持仓

2、硬币的另一面：服务消费呈现更强韧性

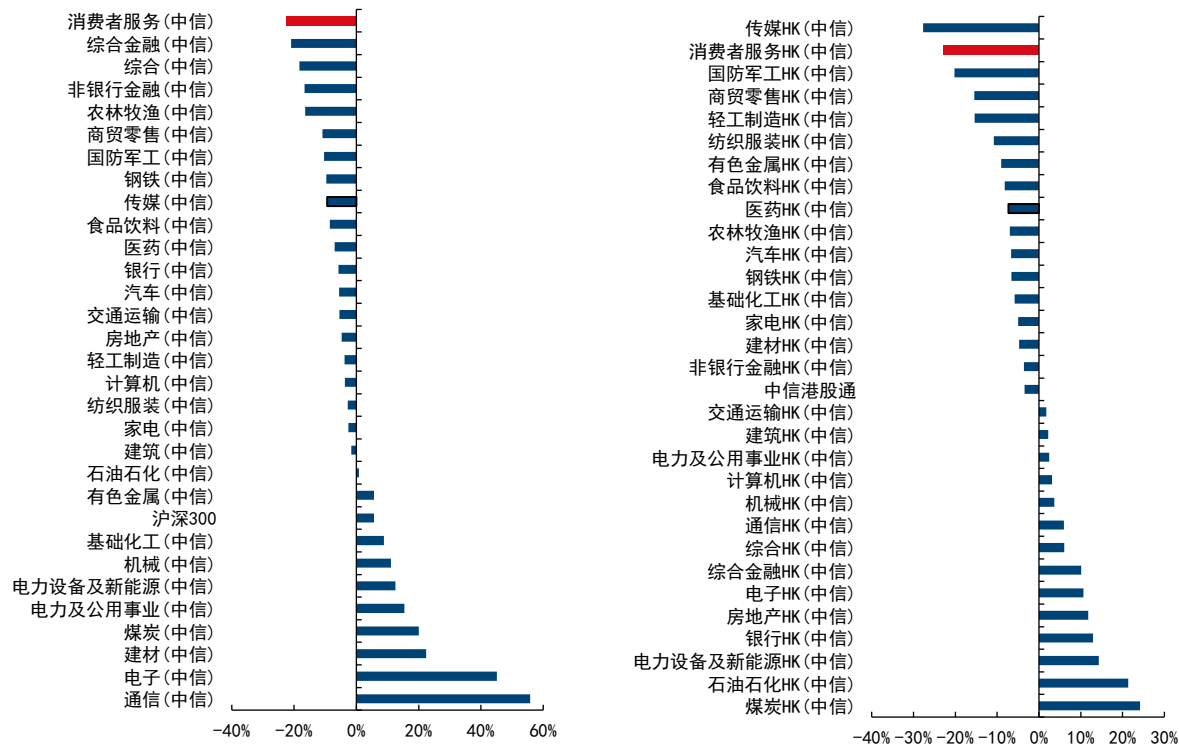
- 政策
- 人口
- 需求
- 供给

我们当前站在哪里：年初至今社服板块整体跑输，消费与大盘走出极致不同

■ **行情回顾：年初至今社服显著跑输。**2026. 1. 1-5. 31A股消费者服务板块跌22. 4%，跑输沪深300 28. 1pct；港股消费者服务板块跌22. 7%，跑输中信港股通指数19. 3pct。1-2月基于春节强预期整体板块走强，但节后兑现行情且油价上行，叠加资金面科技行情极致，板块回调显著。目前社服板块较924前低点仅高10%vs沪深300仍高50%。

图：2026. 1-2026. 5. 31 A股板块涨跌幅、港股板块涨跌幅（以中信行业指数分类）

图：2025. 1-2026. 5. 31 A股板块涨跌幅、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

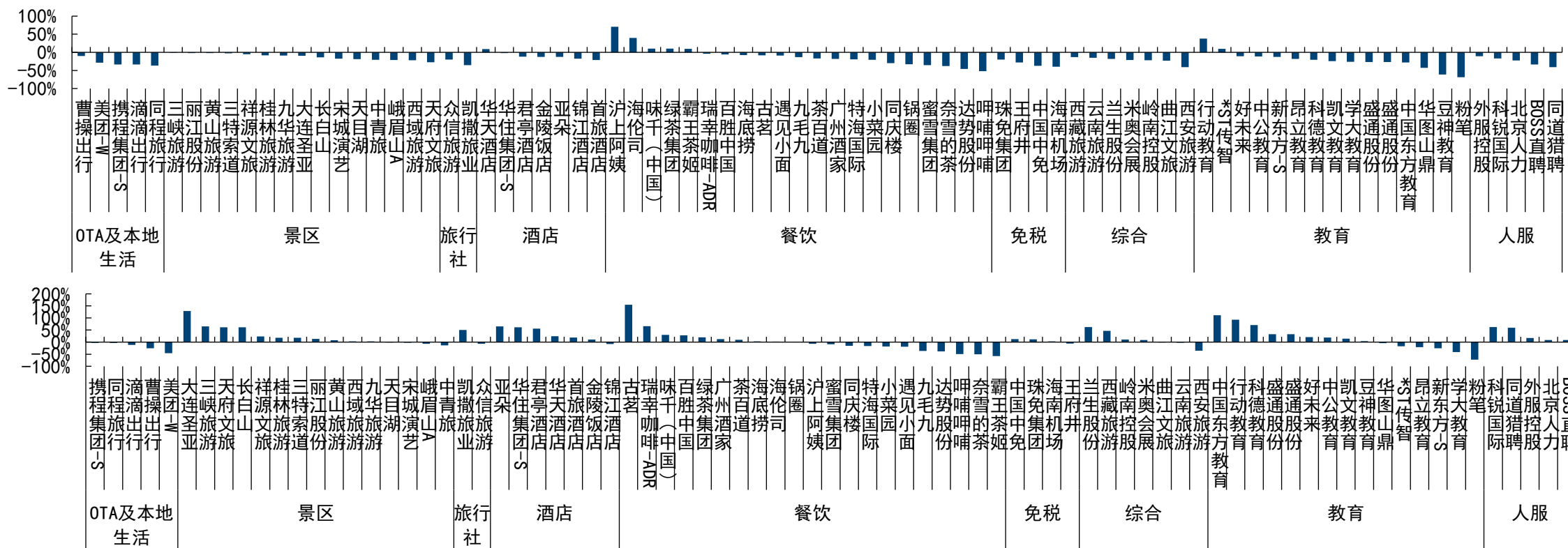
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

我们当前站在哪里：年初至今个股分化显著，资金面和基本面边际催化主导



- 年初至今各板块分化显著，个别茶饮龙头、教育龙头相对领涨，景区相对抗跌。从个股表现看，年初至今涨幅居前的标的主要集中于茶饮龙头、景区、酒店和部分教育龙头，沪上阿姨（+70.7）、海伦司（+39.8%）、行动教育（+38.1%）位居前列。
- 与2024年924前相比，A股龙头走跌的是学大教育、同庆楼、中青旅、锦江酒店、峨眉山A、众信旅游、王府井、华图山鼎、宋城演艺、天目湖。

图：2026. 1-2026. 5. 31各公司涨跌幅（上）、2024. 9. 23-2026. 5. 31各公司涨跌幅（下）



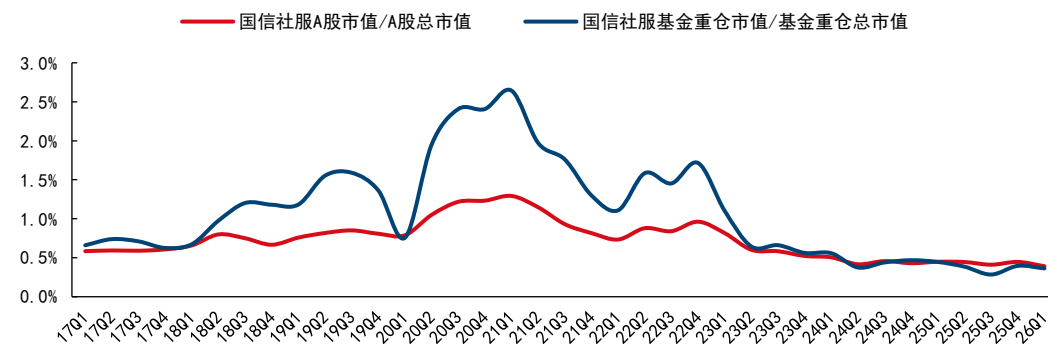
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

我们当前站在哪里：基金持仓回落至历史低位，板块总体低配

- 2026Q1末，国信社服板块重仓基金持仓比例0.36%，历史低位/低配。
- 子板块：免税、演艺、OTA、人服减持居前，酒店、餐茶饮、景区、教育获增持。
- 重仓股：中国中免、首旅酒店、宋城演艺、同程旅行减持居前，锦江酒店、行动教育、锅圈、古茗、百胜中国增持居前。

注：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。

图：国信社服基金持仓和市值占比



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图：社服行业各板块基金配置占比

	19Q4	20Q4	21Q4	22Q4	23Q4	24Q4	25Q4	26Q1	环比变化
餐茶饮	0.007%	0.065%	0.011%	0.096%	0.041%	0.115%	0.136%	0.144%	0.008pct
免税	0.600%	2.040%	0.847%	1.043%	0.214%	0.120%	0.158%	0.113%	-0.045pct
酒店	0.139%	0.096%	0.293%	0.401%	0.093%	0.074%	0.046%	0.060%	0.015pct
景区	0.003%	0.008%	0.010%	0.024%	0.010%	0.010%	0.005%	0.011%	0.007pct
演艺	0.473%	0.103%	0.094%	0.075%	0.075%	0.041%	0.018%	0.011%	-0.007pct
OTA	0.000%	0.000%	0.000%	0.006%	0.005%	0.072%	0.016%	0.010%	-0.006pct
教育	0.129%	0.074%	0.004%	0.016%	0.067%	0.004%	0.001%	0.007%	0.005pct
人服	0.011%	0.021%	0.039%	0.048%	0.055%	0.032%	0.017%	0.007%	-0.010pct
国信社服板块基金重仓比例	1.363%	2.407%	1.299%	1.715%	0.562%	0.468%	0.396%	0.363%	-0.033pct

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

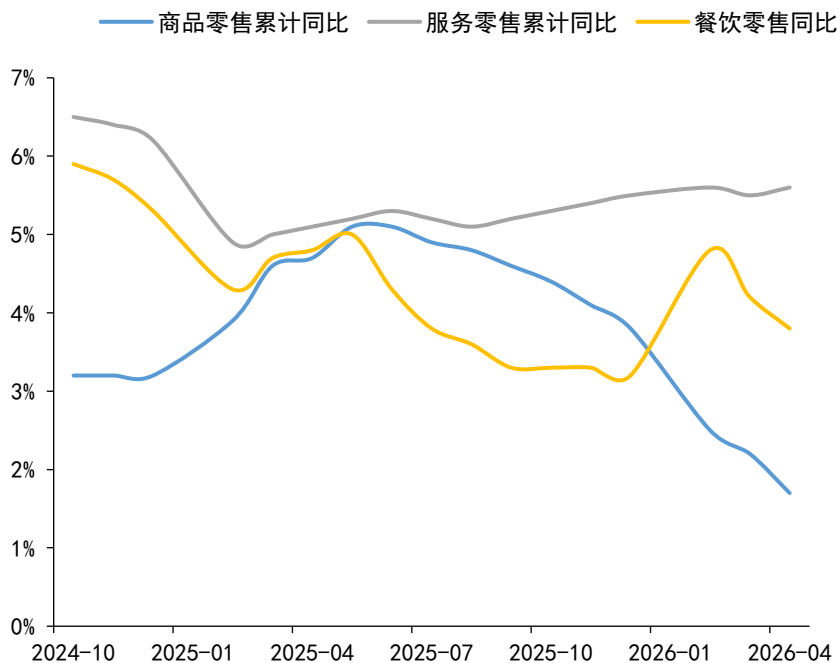
	19Q4	20Q4	21Q4	22Q4	23Q4	24Q4	25Q4	26Q1	环比变化
中国中免	0.599%	2.039%	0.844%	0.966%	0.180%	0.119%	0.158%	0.113%	-0.045pct
百胜中国	0.000%	0.000%	0.000%	0.001%	0.005%	0.085%	0.093%	0.093%	0.000pct
锦江酒店	0.109%	0.076%	0.234%	0.257%	0.046%	0.031%	0.013%	0.036%	0.023pct
首旅酒店	0.031%	0.020%	0.059%	0.127%	0.047%	0.042%	0.032%	0.022%	-0.010pct
古茗	0.000%	0.000%	0.000%	0.000%	0.000%	0.000%	0.017%	0.019%	0.002pct
蜜雪集团	0.000%	0.000%	0.000%	0.000%	0.000%	0.000%	0.014%	0.014%	0.000pct
宋城演艺	0.473%	0.102%	0.091%	0.073%	0.065%	0.041%	0.018%	0.011%	-0.007pct
同程旅行	0.000%	0.000%	0.000%	0.006%	0.005%	0.072%	0.016%	0.010%	-0.006pct
锅圈	0.000%	0.000%	0.000%	0.000%	0.000%	0.000%	0.005%	0.008%	0.003pct
行动教育	0.000%	0.000%	0.000%	0.002%	0.002%	0.000%	0.001%	0.006%	0.006pct

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

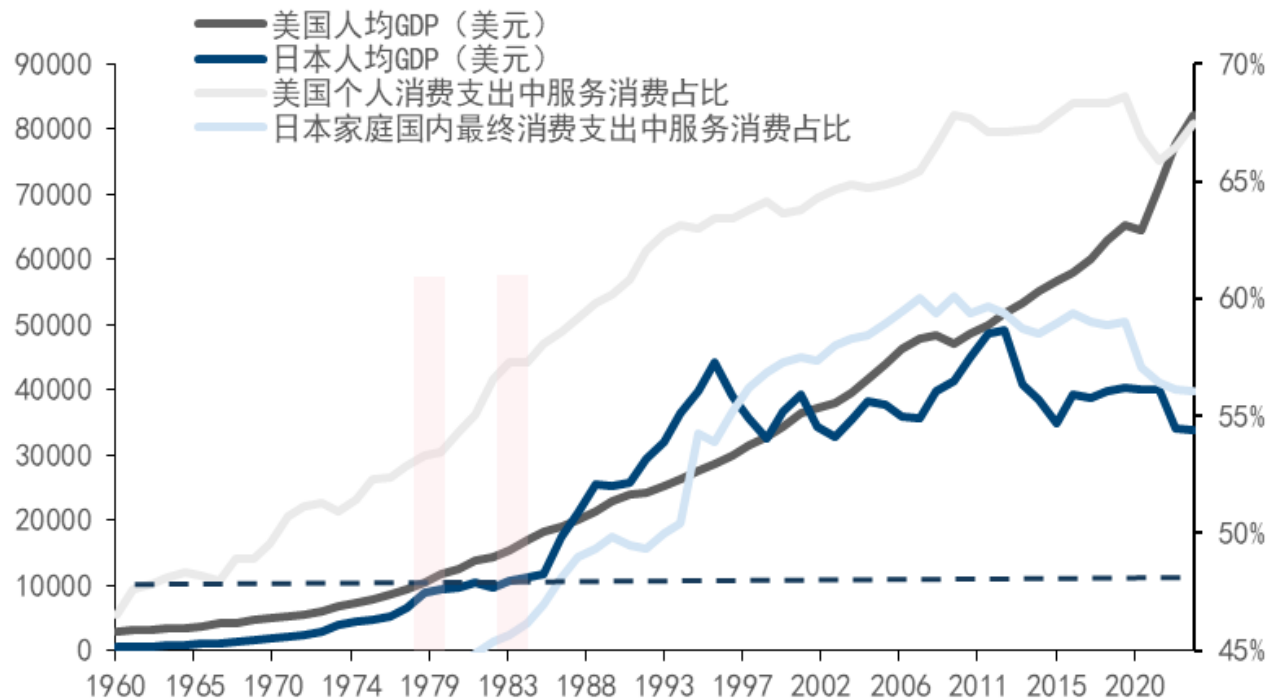
硬币另一面：服务消费呈现更强韧性，对标海外发达国家提升空间大

- 一方面我国服务消费内生潜力仍大。1-4月服务消费/商品消费/餐饮消费同比分别增长5.6%/1.7%/3.8%。
- 对标海外发达国家提升空间大。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：服务消费增速韧性较高



图：美、日人均GDP突破1万美元后服务消费加速提升



硬币另一面：政策角度，春秋假与入境游从内生与外部双重发力



■ 春秋假从政策到区域落地，展现出潜力。2025年以来，国家层面明确鼓励探索春秋假制度，商务部等9部门联合印发的《关于扩大服务消费的若干政策措施》提出，支持有条件的地方调整中小学寒暑假时间、增设春秋假，以释放旅游出行等服务消费潜力。截至目前，政策推进呈现“全面推广+地方试点”的双轨格局；根据中国宏观经济研究院专家测算，春秋假短期可贡献社零增量 0.4%至 0.6%，中长期可达 1%至1.66%（以2024年483345亿元为基数）。

图：春假刺激力度

省份	实施范围	假期安排	省/市常住人口 (万人)	常住人口占全国比重	涉及初中小学生人数 (万人)	占全国初中小学生人数比重
浙江省	全省	春秋假各 3 天，各市区县2026春假多与五一连休	6701	5%	598	4%
四川省	全省	春秋假各 3 天，各市区县2026春假多与清明连休	8318	6%	767	5%
江苏省	全省	春秋假各 3 天，各市区县2026春假多与清明连休	8518	6%	854	5%
安徽省	全省	春假 4 月 1-3 日，与清明连休 6 天	6082	4%	771	5%
重庆市	全省	在4—5月、11月，每次时长建议2—3天，各区县2026春假多与清明连休	3187	2%	478	3%
贵州省	全省	春秋假各 3 天，各市区县2026 春假统一4 月 1-3 日	3857	3%	691	4%
山东省	全省	春秋假各 3 天，各市区县2026春假多与五一连休	10043	7%	1222	8%
湖南省	全省	春秋假各 3 天，各市区县春假多与五一衔接	6492	5%	754	5%
海南省	全省	在4—5月、10—11月，分别安排3天，可与法定节假日或双休日相连，民族地区也可与“三月三”传统节日相连	1055	1%	124	1%
云南省	全省	在4—5月、10-11月，各2—3天，鼓励将春秋假与法定节假日、双休日、春秋游、运动会等相衔接	4644	3%	570	4%
辽宁省	全省	春秋假各3天，各市区县春假多与五一连休，秋假多与周末公休日连休	4131	3%	285	2%
河北省	全省	在4—5月、10—11月，每次2至3天，鼓励中小学春秋假与法定节假日、周末相连	7354	5%	922	6%
福建省	全省	在4—5月、10-11月，各2—3天，鼓励将春秋假与法定节假日、双休日相衔接	4190	3%	522	3%

图：2025年部分国家假期制度对比

国家	公假天数	带薪年假天数	合计	特色制度
中国	13	5-15 (按工龄)	~ 23	黄金周调休制度
加拿大	7-12 (各州)	10-20	~ 24	各省独立休假制度
荷兰	0-11	20-25	~ 28	公假不强制带薪，另有8%薪资假期金制度
澳大利亚	10-13 (各州)	20	~ 31	带薪年假20天，部分州有额外公假
英国	8	20-28	~ 32	法定年假至少28天
意大利	12	20	~ 32	夏季集中休假文化
印度	16 (各邦)	12-20	~ 32	法定公假最多，含宗教、民族节日
美国	11	0-42	~ 32	无联邦法定带薪年假，雇主自定
墨西哥	11	12-32 (按工龄)	~ 33	近年提升法定带薪年假，另有25%假期奖金
日本	19	10-20 (按工龄)	~ 34	黄金周 (4月末-5月初)
西班牙	8-14 (各州)	22-25	~ 34	法定年假至少30天
德国	9-13 (各州)	20-30	~ 36	法定带薪年假至少20天
韩国	16	15-25 (按工龄)	~ 36	秋夕、春节等传统节日
巴西	12	30	~ 42	法定带薪年假至少30天
法国	11	30-35	~ 43	RTT 35小时工时上限
俄罗斯	18	20-40	~ 48	法定年假至少28天，部分职业有更长年假
沙特	13	21-30 (按工龄)	~ 48	含两个开斋节/宰牲节长假

资料来源：各省市官方网站、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：各国官方公告、国信证券经济研究所整理

- 入境游释放潜力，国际酒店大中华区经营数据走强。我国持续扩大免签“朋友圈”，从单方面免签到过境免签形成多层次的便利化政策体系。截至2025年底，我国单方面免签国家已增至48个，互免签证国家扩大至29个，240小时过境免签政策适用国家达55个、适用口岸增至65个，形成“覆盖主要客源国、衔接重点城市”的开放网络。政策红利在数据上得到充分印证，根据国家统计局数据，2025年入境游客15450万人次，同比增长17.1%，其中外国人3517万人次，同比增长30.6%。

图：入境游人数增速



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图：入境游带动国际高端酒店RevPAR

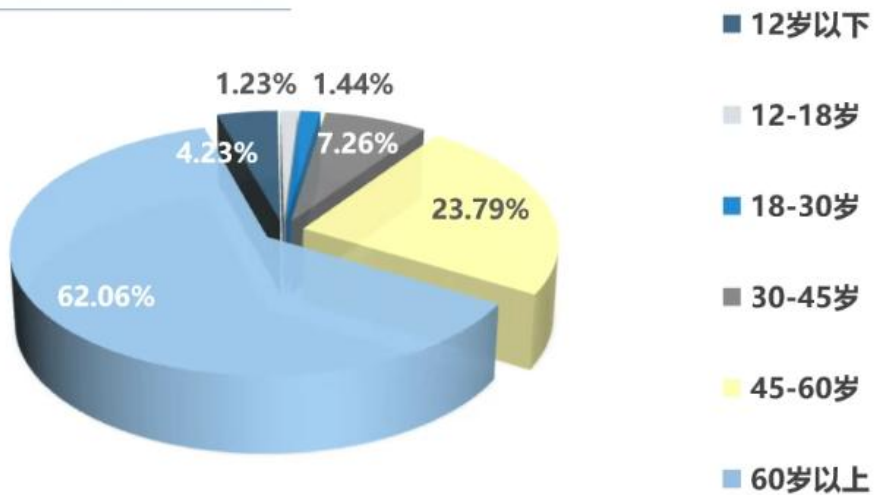
酒店	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
万豪	-2.00%	-0.50%	持平	+3%以上	上涨近6%
希尔顿	-3.10%	-3.40%	-3.10%	-1.40%	1.30%
凯悦	0.10%	2.10%	1.70%	中个位数增长	12.40%
洲际	-3.50%	-3.00%	-1.80%	1.10%	5.70%
雅高	负值	负值	负值	全年中个位数下跌	低单位数下滑

资料来源：各公司公告、国信证券经济研究所整理

- 我国正迎来退休高峰，老龄化进程加速，为银发经济提供重要结构性机会。2025年我国60岁及以上人口约3.2亿人，占总人口的23%。预计1965-1973年出生人群将在2025-2033年间集中退休，形成年均超2000万人的退休高峰，有望成为中国银发经济核心驱动力。此外，中国低龄退休群体活力与财富积累优势显著，老龄化速度亦远快于欧美国家，代际红利有望释放，为银发经济市场带来增量空间。
- 我国银发人群旅游需求旺盛，错峰出行与高品质偏好凸显市场潜力。以三峡游轮为例，在银发与入境游带动下行业呈现豪华好于经济型的趋势。

图：重庆三峡航线2026年4月年龄结构

国内游客年龄结构



图：重庆三峡航线游轮运行情况

分船型运行情况

年份	2026年				2025年			
	4月		1-4月		4月		1-4月	
月份	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)	发船数 (航次)	客运量 (万人)
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)	发船数 (航次)	客运量 (万人)
豪华型	354	12.15	725	23.49	314	10.02	689	20.47
经济型	142	3.82	293	7.13	214	4.65	542	9.55
合计	496	15.96	1018	30.61	528	14.67	1231	30.02

硬币另一面：人口角度，年轻人体验消费景气度高

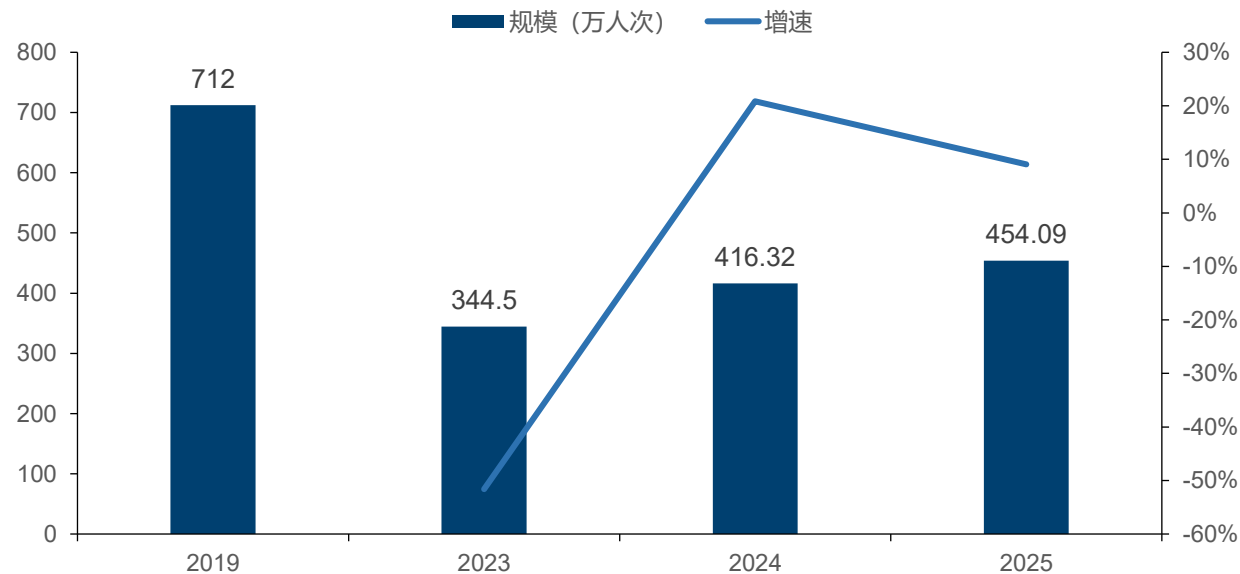
- **Z世代逐步成为消费主力，体验与情绪价值优先于物质拥有。** 95后/00后群体消费呈现“该省省、该花花”的鲜明特征：日常消费追求极致性价比，但愿意为兴趣、体验与情绪价值支付显著溢价，直接驱动特种兵旅游、Citywalk、沉浸式演艺、谷子经济等新业态爆发，社交媒体“种草-打卡-分享”闭环重塑了流量逻辑与消费决策路径。Z世代对标准化商品的需求边际递减，但对独特体验、圈层认同与情感共鸣的追求持续升温，成为社服板块结构性景气的重要支撑。
- **演艺、赛事等体验消费维持高景气，成为文旅引流核心入口。** 2025年全国营业性演出（不含娱乐场所）场次达64.04万场，同比+6.58%，票房收入616.55亿元，同比+6.39%，观众人数1.94亿人次，同比+4.22%；其中五千人以上大型营业性演出3000场，同比+12.70%，票房324.48亿元，同比+9.49%，大型演出维持更高增速。马拉松赛事同样呈井喷态势，2025年全国共举办马拉松赛事594场，参赛总规模达454.09万人次，较2023年344.5万人次、2024年416.32万人次持续扩容；2026年热门赛事报名人数屡创新高，无锡马拉松报名人数达49.56万人、武汉马拉松45.14万人，半马中签率低至2.9%。据田协测算，2025年284场A类认证赛事共创造185.1亿元直接经济影响，同比+16.8%，对“吃住行游购娱”文旅六要素的拉动效应达201.1亿元，占总拉动效应的44.3%。

图：全国营业性演出场次和票房收入及各自增速

年份	场次（万场）	增速	票房（亿元）	增速
2019	19.71		200.41	
2020	5.45	-72.35%	44.70	-77.69%
2021	18.97	248.07%	140.28	213.80%
2022	17.33	-8.65%	89.88	-35.93%
2023	44.06	154.24%	502.32	458.88%
2024	48.84	10.85%	579.54	15.37%
2025	64.04	6.58% (按可比口径)	616.55	6.39%

资料来源：中国演出行业协会、国信证券经济研究所整理

图：全国马拉松参赛规模及增速



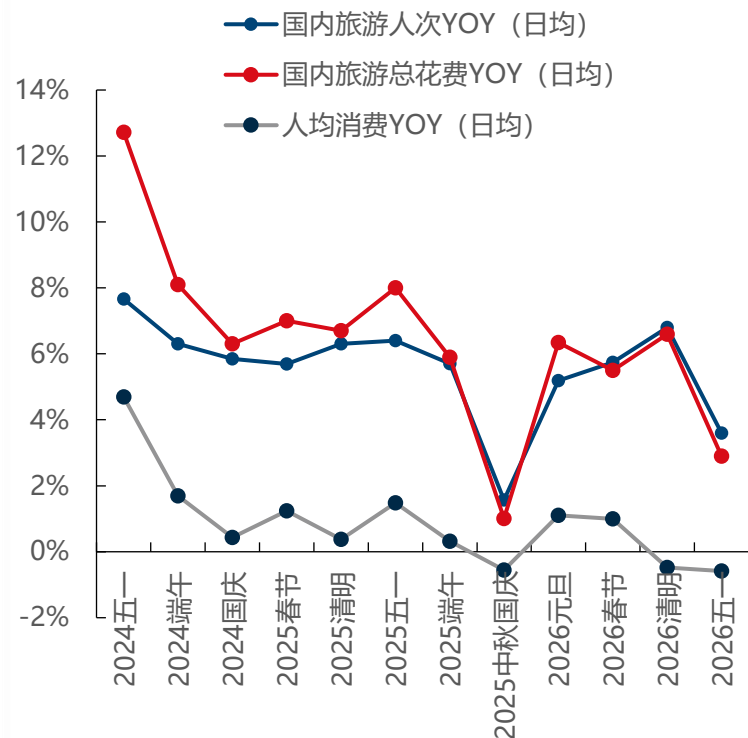
注：2019年数据含越野赛等非路跑项目，2023年起仅统计纯路跑赛事（800人以上），2020-2022年受疫情影响，官方未发布全年数据

资料来源：中国田径协会、国信证券经济研究所整理

硬币另一面：需求看，旅游呈现量增价减，5月噪音扰动不改韧性趋势

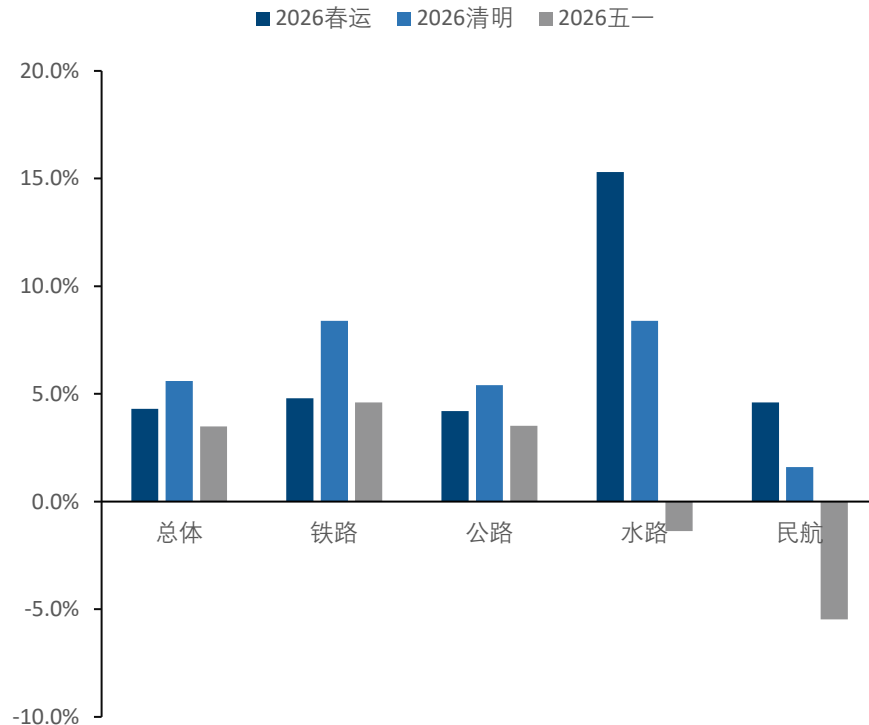
- **旅游呈现量增价减趋势。**从节假日文旅部数据观察，2024年以来国内旅游人次维持稳健增长，2024年五一至2026年清明期间，主要节假日旅游人次同比增速基本保持在5%-8%区间，显示居民出行意愿仍具韧性。但与之相对，旅游总花费增速与人次增速的剪刀差持续收窄，人均消费增速明显承压，2024年五一后多数节假日回落至-1%-2%区间。
- **5月以来受前期春假分流与油价高企影响有所回落，但总体韧性趋势预计不变。**

图：节假日文旅部数据



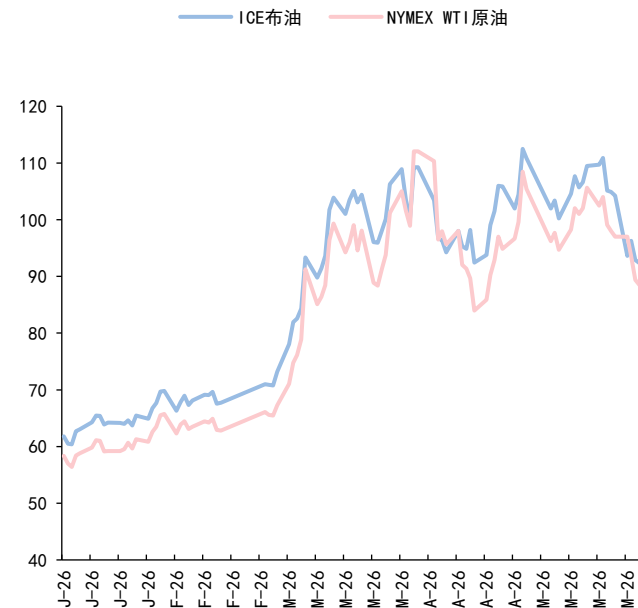
资料来源：交通运输部、国信证券经济研究所整理
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：交通运输部人次增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：布伦特/WTI原油趋势



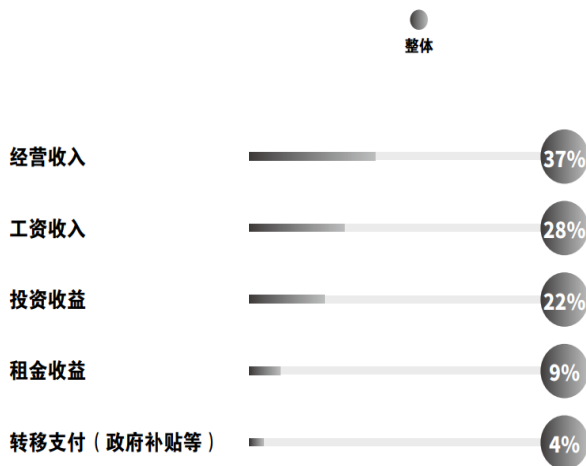
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

硬币另一面：需求看，高端消费韧性凸显，大众居民预期渐进修复

- 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%），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。
- 同时，出口制造业景气抬升与内部房价边际企稳有助于修复居民预期。更核心的预期层面，出口景气抬升对于相关制造企业利润贡献对于居民收入的传导，以及一线城市房价自今年以来呈现边际企稳迹象，有助于修复居民预期。

图：高净值人群资产配置情况

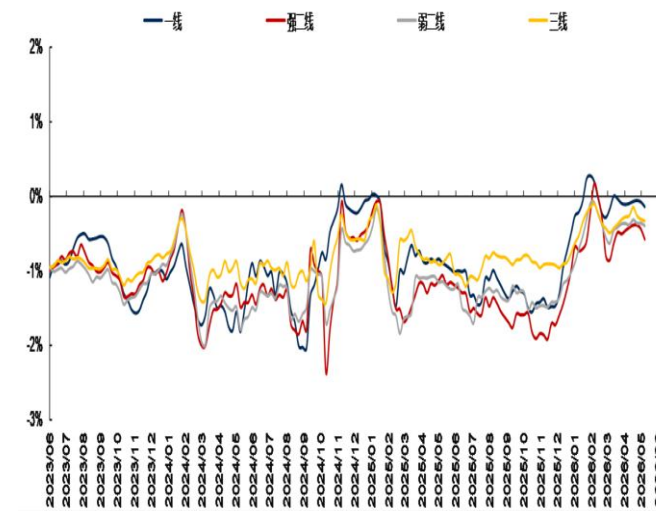
◆ 高净值人群的资金来源



表：国际奢侈品集团销售额增速

	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
LVMH（亚洲不含日本）	-11%	-6%	2%	1%	7%
爱马仕（亚太不含日本）	1%	5%	6%	8%	2%
开云集团（亚太不含日本）	-25%	-19%	-10%	-6%	-4%
历峰集团（大中华区）	-23% (FY25)	-7%	7%	2%	3% (FY26)
Prada（亚太不含日本）	10%	11%	10%	9%	5%
Tapestry（大中华区）	5%	18%	19%	34%	55%

图：房价趋势：二手房价格月环比



硬币另一面：供给看，龙头内功夯实为复苏积蓄力量

- 从供给端观察，社服各子行业龙头正通过产品迭代、渠道优化与运营提效夯实内功，为后续需求回暖积蓄力量。免税方面，封关带来转化率大幅改善，近期客流回归稳健增长，客单增速虽较此前手机黄金等品类高增阶段回落但仍贡献正增长，龙头持续强化供应链和品类迭代，以丰富的线下场景与体验优势取代纯价格竞争。酒店行业供给增速趋缓，年初至今ADR驱动RevPAR回升，头部集团聚焦产品迭代与中高端升级、会员渠道强化及费率管控提升。景区客流量稳健，但二次消费和支付意愿仍存压力，供给端配合需求趋势推进度假产品升级与项目扩容迭代。OTA线上流量优势仍在，年初至今量价齐升，但监管侧变化下交通与酒店变现出现分化，平台配合监管反垄断优化行业准则，同步推进AI提效及纵向出海、横向产业链扩张。餐饮在高性价比消费趋势下客单承压，部分品牌以价稳量或实现客流增长，供给端侧重渠道梳理，探索合适的堂食外卖比例。茶饮外卖补贴下总体量增价减趋势明显，后续需关注补贴回落后的量价演绎，龙头以咖啡等新品类、早餐等新场景寻找门店增量。整体而言，供给端优化为行业复苏提供了结构性支撑。

图：子行业量价趋势与龙头供给方向

	量价趋势	龙头供给优化方向
免税	封关带来转化率大幅改善，近期客流回归稳健增长，客单增速相比于此前手机黄金等品类高增阶段有所回落但仍正贡献	强化供应链和品类迭代，以丰富的线下场景供给和体验优势取代纯价格竞争
酒店	行业供给增速趋缓，年初至今ADR驱动行业RevPAR回升	优化产品迭代与中高端升级、会员渠道强化、国企费率管控提升
景区	客流量稳健，但二消和支付意愿存在压力	配合行业需求趋势，度假产品升级与景区项目扩容或迭代
OTA	线上流量优势仍在，年初至今量价齐升，但监管侧变化下交通变现和酒店变现有一定分化	配合监管反垄断优化行业准则，AI提效，纵向出海或横向产业链扩张
餐饮	高性价比消费趋势下客单承压，部分品牌能以价稳量或实现客流增长	侧重于渠道梳理，不同类型餐饮企业探索合适的堂食外卖比例
茶饮	外卖补贴下总体量增价减趋势明显，关注补贴回落后量价演绎	以咖啡等新品类、早餐等新场景寻找门店增量

二、子行业分析

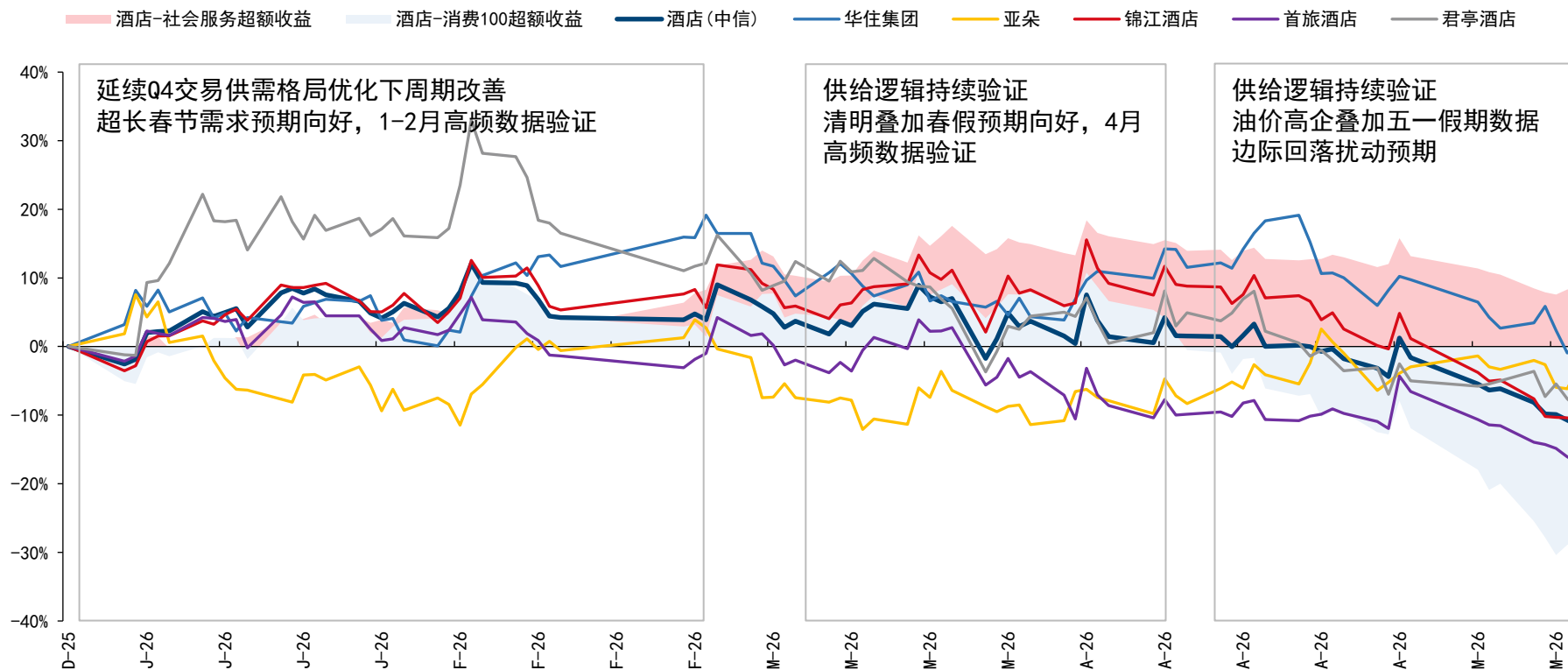
- 1、免税
- 2、酒店
- 3、景区
- 4、OTA
- 5、餐饮
- 6、茶饮
- 5、教育人服

酒店行情复盘：年初至今酒店行业呈现三段走势，从交易复苏到供给验证，再到情绪扰动



■ 年初至今酒店行业呈现三段走势：从交易复苏到供给验证，再到情绪扰动，RevPAR趋势是驱动变量。阶段一（2025.1 - 2026.2）：交易周期改善，春节超长假期催化，延续 Q4 供需格局优化预期，市场提前交易周期向上；叠加超长春节需求预期向好，1 - 2 月高频数据持续验证，酒店板块（中信）及个股超额收益显著。阶段二（2026.3 - 4 月中）：供给逻辑持续验证，假期节点接力清明叠加春季假期预期向好，4 月高频数据再度验证复苏强度，板块相对社会服务及消费 100 维持超额收益。阶段三（2026.4 月下 - 5 月）：油价高企 + 五一数据边际回落，预期回调；截至 5 月 15 日，酒店（中信）较年初下跌 11.6%，跑输消费 100 指数约 28 个百分点。

图：酒店行业行情复盘



涨跌幅	年初至2026年5月15日
酒店	-11.6%
酒店-消费100	-28.2%
酒店-消费者服务	8.4%
华住集团	0.4%
亚朵	-2.9%
锦江酒店	-11.0%
首旅酒店	-17.0%
君亭酒店	-9.1%

资料来源：酒店之家、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

酒店行情复盘：年初至今酒店行业呈现三段走势，从交易复苏到供给验证，再到情绪扰动

- 年初至今酒店行业呈现三段走势：从交易复苏到供给验证，再到情绪扰动，RevPAR趋势是驱动变量。阶段一（2025.1 - 2026.2）：交易周期改善，春节超长假期催化，延续 Q4 供需格局优化预期，市场提前交易周期向上；叠加超长春节需求预期向好，1 - 2 月高频数据持续验证，酒店板块（中信）及个股超额收益显著。阶段二（2026.3 - 4 月中）：供给逻辑持续验证，假期节点接力清明叠加春季假期预期向好，4 月高频数据再度验证复苏强度，板块相对社会服务及消费 100 维持超额收益。阶段三（2026.4 月下 - 5 月）：油价高企 + 五一数据边际回落，预期回调，；截至 5 月 15 日，酒店（中信）较年初下跌 11.6%，跑输消费 100 指数约 28 个百分点。

图：酒店行业行情复盘

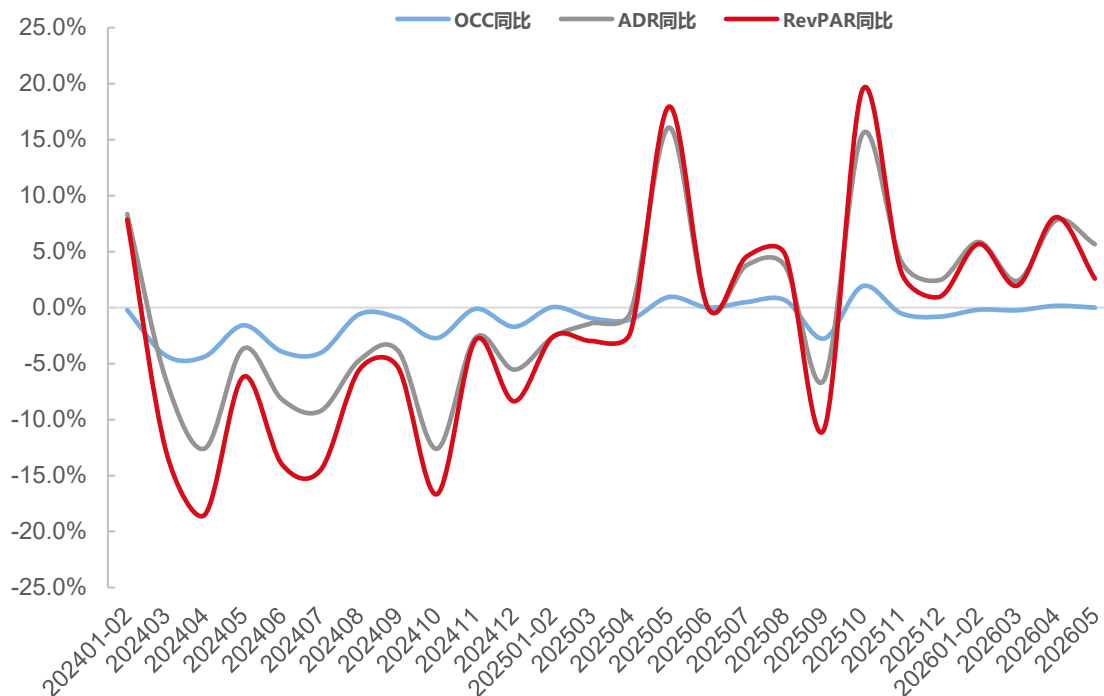


周期趋势：2026提价驱动RevPAR边际改善，节假日边际阶段性噪音扰动



- 2026年4月：根据酒店之家数据，清明+春假叠加酒店行业RevPAR表现突出。2026年4月酒店行业OCC平均同比+1.38%，ADR平均同比+16.3%，对应RevPAR平均同比+19.0%。
- 五一假期：根据酒店之家数据，酒店行业OCC平均同比-1.4%，ADR平均同比+3.6%，对应RevPAR平均同比+1.0%。
- 今年以来酒店供需进入进一步再平衡阶段，为酒店龙头更优收益管理奠定基础；4月在春秋假叠加清明基础上行业景气向好，五一受出行人次回落扰动对OCC产生一定影响，但行业价格依然坚挺，其中中高端综合表现优于其他，预计受益于国际出行回流以及品质体验追求趋势，具备产品力的龙头公司有望更为受益。

图：2025年至今经营数据变动（月度）



资料来源：酒店之家，国信证券经济研究所整理

表：2026年节假日同比数据

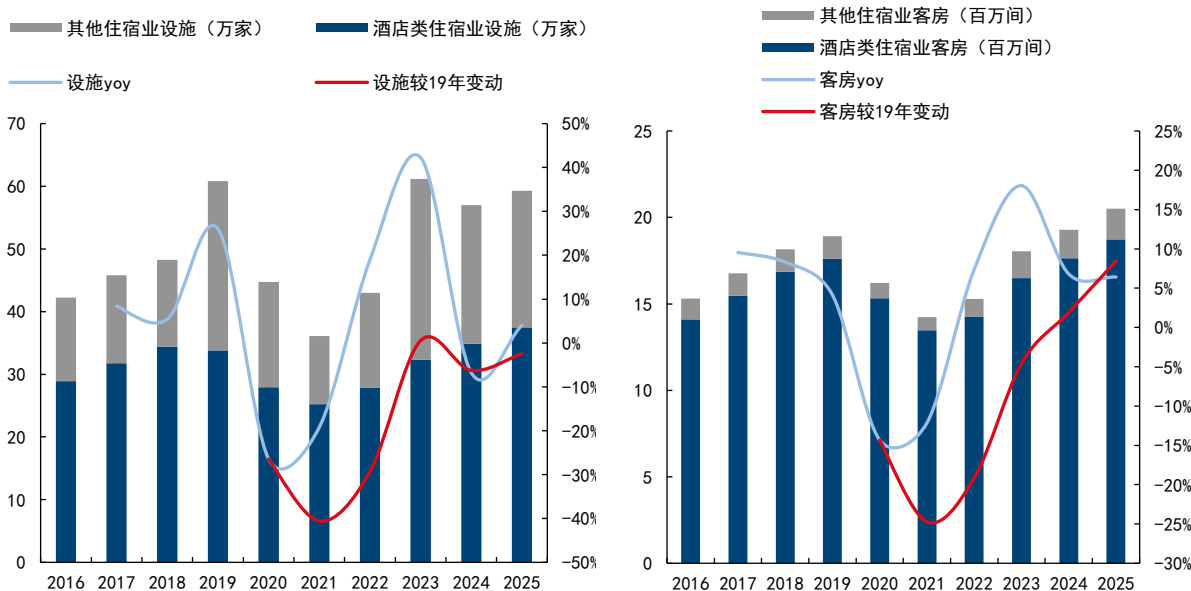
2026年	OCC (pct)	ADR (%)	RevPAR (%)
春节假期	2.5%	10.9%	16.6%
清明假期	-1.6%	7.3%	4.4%
五一假期	-1.4%	3.6%	1.0%

资料来源：酒店之家，国信证券经济研究所整理

供给侧的逻辑：供给增速有所回落，酒店供需差剧收窄

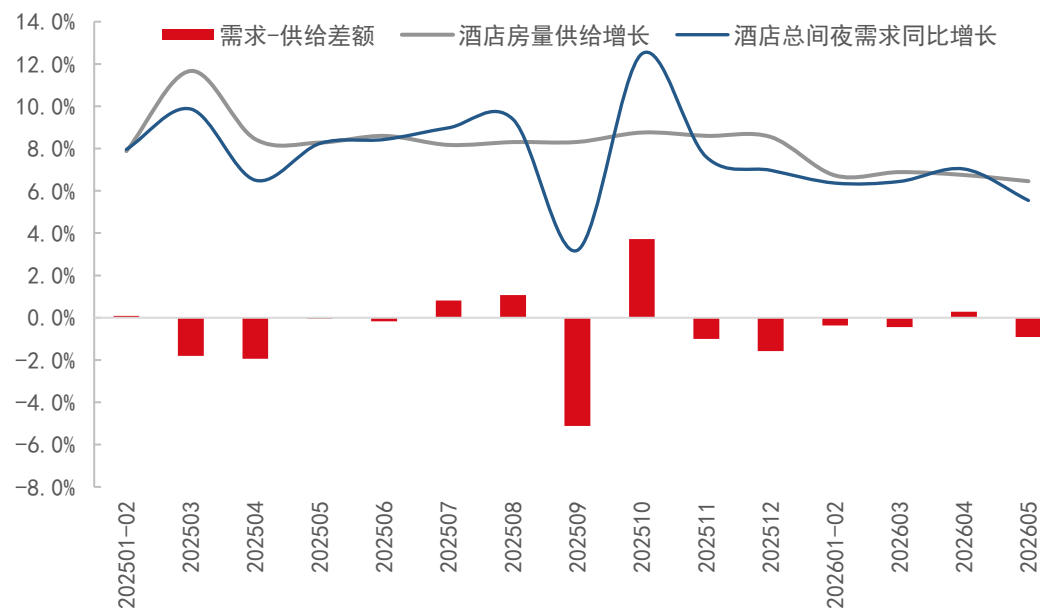
- 从年度数据看，根据中国饭店业协会，2025年底全国住宿业客房量同比增长6.4%，其中15间以上的酒店类设施同比增长6.2%，环比此前有所减缓。
- 从月度数据看，根据酒店之家数据，2025年需求逐步修复、供需差距收窄；到2026年需求增速进一步回升并逐渐接近供给增速，但5月在油价上行和前期春假分流背景下供需边际走弱。

图：中饭协我国酒店行业规模及增速（左口径为酒店数量，右口径为客房数量）



资料来源：中饭协，国信证券经济研究所整理

图：2024-2026我国酒店需求-供给差额和房量供给增长

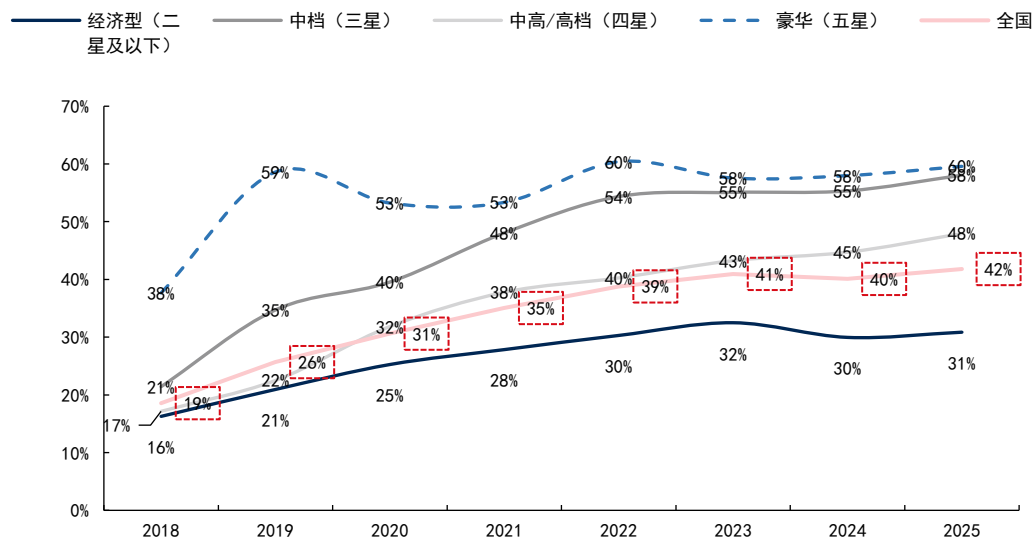


资料来源：酒店之家，国信证券经济研究所整理

供给侧的逻辑：龙头溢价能力更强，量价策略迭代是重要佐证

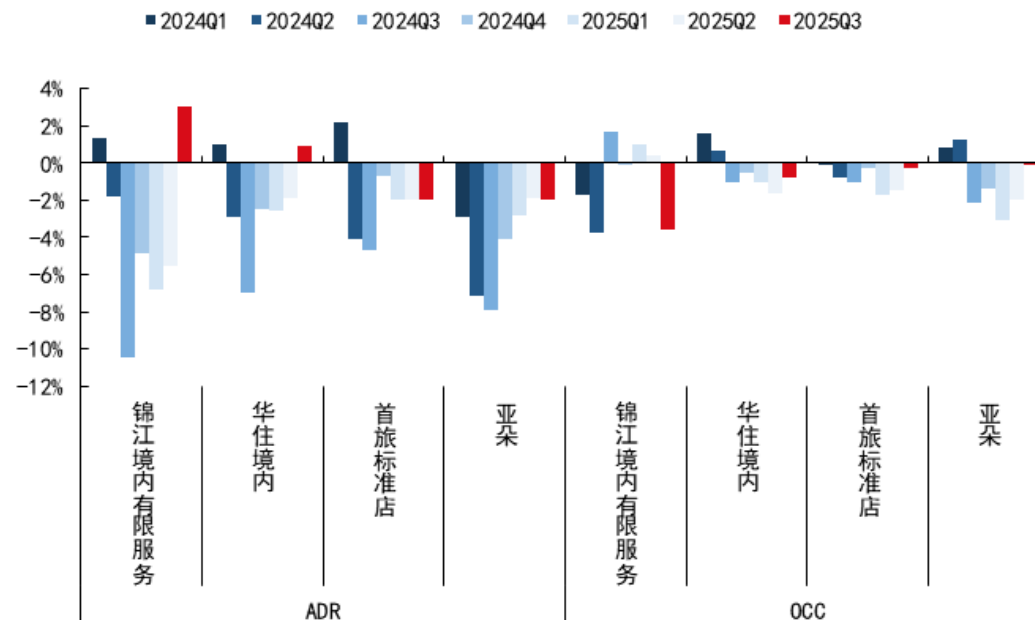
- 此前国内酒店：周期复苏和下降时一般均为量先行，价滞后。2011-2019年，国内以华住为例，酒店经营周期波动一般是量先行，价格恢复次之。如2016-2019年周期中，出租率增速在2017年Q2\Q3见顶，在2018Q1-Q2开始OCC转负，房价增加2018Q2见顶，此后增速向下，但在2019年出租率下行期间整体增速仍然为正（结构升级助力和部分龙头开始注意中端酒店的价格管理共同影响），只是增长趋势逐步放缓。
- 龙头新变化：经营策略从OCC优先到最优RevPAR。2024年报复性需求退坡、供给回补期间，酒店龙头普遍采取“OCC优先”策略，如下图所示。进入2025年随着商务及休闲出行需求常态化，龙头重心明确转向RevPAR最优策略。

图：连锁化率持续提升



资料来源：中国饭店协会，携程网，国信证券经济研究所整理

图：龙头经营策略从OCC优先到最优RevPAR



资料来源：公司公告、公司官网，国信证券经济研究所整理

酒店财报趋势：Q1进入利润释放周期



■ 公司层面关注边际改善与强经营效能龙头低估机会。2025年酒店龙头分化明显：华住、亚朵凭借强运营能力实现收入利润双位数增长，全年收入分别同比+5.9%/+35.1%，利润分别同比+32.9%/+34.2%，2026Q1延续高增，收入同比+11%/+48%，利润同比+39%/+42%，份额提升与会员运营优势持续兑现。首旅展现积极边际变化，核心产品迭代与组织优化驱动标准店扩张提速，Q1收入同比+1%、利润同比+19%，利润改善优于收入。锦江仍处于整合改善阶段，Q1利润同比+280%主要受低基数影响。行业供给增速趋缓背景下，具备产品迭代与会员运营优势的龙头有望持续受益，国企酒店也积极管控费用推动利润释放，后续若出行链预期修复有望带动估值修复。

图：酒店龙头业绩与经营情况（亿元）

股票名称	总市值（亿元）	2026Q1				2025			
		收入（亿元）	YOY	归母/经调整净利润（亿元）	YOY	收入（亿元）	YOY	归母/经调整净利润（亿元）	YOY
首旅酒店	147	17.63	1%	1.69	19%	75.51	-1.8%	8.11	0.6%
锦江酒店	218	30.94	6%	1.37	280%	138.11	-1.8%	9.25	1.6%
君亭酒店	45	1.65	2%	0.07	135%	6.72	-0.4%	0.23	-8.4%
华住集团	948	59.96	11%	10.74	39%	253.07	5.9%	49.41	32.9%
亚朵	318	28.11	48%	4.90	42%	97.90	35.1%	17.53	34.2%

资料来源：酒店之家、国信证券经济研究所整理

RevPAR趋势：Q1拐点明确，价格驱动彰显板块周期修复与龙头溢价能力



- **RevPAR趋势：2026Q1迎来拐点，同店仍存在一定压力。**亚朵RevPAR连续两个季度恢复，2026Q1同店降幅收窄至-1.7%，整体增速转正至+2.4%；华住（境内）RevPAR2026Q1整体增速+3%，边际改善显著。华住与亚朵同店与整体gap有所加大，预计系新店位置更优带动，同时快速开店也带来一定分流；锦江同店RevPAR前期承压较大（YoY-7.9%），2026Q1增幅转正至+0.7%；首旅RevPAR2026Q1整体持平，同店压力仍存。
- **ADR与OCC驱动拆解：龙头价格驱动为主，部分维持最优OCC策略。**亚朵ADR从418→427元（+2.1%），OCC从70.2%→70.6%（+0.4pp），量价齐升驱动RevPAR转正；华住境内ADR从272→285元（+4.5%），OCC从76.2%→75.1%（-1.1pp），收益管理更强，优于量表现；锦江同店RevPAR核心驱动因素为OCC；首旅整体ADR正增长，OCC持平。

图：酒店集团RevPAR同比趋势

公司	2025Q1	2025Q1 YoY%	2025Q2	2025Q2 YoY%	2025Q3	2025Q3 YoY%	2025Q4	2025Q4 YoY%	2026Q1	2026Q1 YoY%
RevPAR (元)										
亚朵	304.40	-7.2	343.10	-4.3	371.30	-2.2	335.70	-0.4	311.60	2.4
华住	208.00	-3.9	235.00	-3.8	256.00	-0.1	226.00	2.0	214.00	3.0
锦江	135.37	-7.9	143.27	-7.6	151.05	-6.8	150.05	-5.8	139.38	0.7
首旅	124.00	-5.3	143.00	-5.7	165.00	-2.8	134.00	0.0	125.00	0.8
ADR (元)										
亚朵	417.90	-2.8	432.80	-1.8	447.20	-1.9	426.40	1.5	426.80	2.1
华住	272.00	-2.6	290.00	-1.9	304.00	0.9	288.00	4.1	285.00	4.5
锦江	221.78	-8.4	226.88	-7.8	231.53	-4.7	231.34	-4.1	224.73	-0.4
首旅	212.00	-2.5	225.00	-2.8	240.00	-1.7	220.00	0.5	214.00	0.8
OCC (%)										
亚朵	70.20	-3.1	76.40	-2.0	80.20	-0.1	76.10	-0.9	70.60	0.4
华住	76.20	-1.0	81.00	-1.6	84.10	-0.8	78.40	-1.6	75.10	-1.1
锦江	61.04	0.3	63.15	0.1	65.24	-1.5	64.86	-1.1	62.02	0.7
首旅	58.30	-1.8	63.90	-2.0	68.90	-0.8	60.80	-0.3	58.30	0.0

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：酒店集团同店RevPAR趋势

公司	2025Q1	2025Q1 YoY%	2025Q2	2025Q2 YoY%	2025Q3	2025Q3 YoY%	2025Q4	2025Q4 YoY%	2026Q1	2026Q1 YoY%
RevPAR (元)										
亚朵	313.90	-7.2	350.90	-5.6	373.00	-5.0	334.40	-4.0	304.40	-1.7
华住	205.00	-8.3	233.00	-7.9	250.00	-4.7	222.00	-2.5	208.00	-2.3
锦江	135.37	-7.9	143.27	-7.6	151.05	-6.8	150.05	-5.8	139.38	0.7
首旅	125.00	-8.5	145.00	-8.2	165.00	-8.2	135.00	-4.0	125.00	-4.0
ADR (元)										
亚朵	423.00	-2.6	437.30	-2.2	445.40	-3.4	422.00	-0.4	414.30	-0.6
华住	269.00	-5.3	287.00	-4.6	297.00	-2.3	283.00	1.2	277.00	1.4
锦江	221.78	-8.4	226.88	-7.8	231.53	-4.7	231.34	-4.1	224.73	-0.4
首旅	211.00	-4.6	225.00	-4.1	238.00	-5.1	219.00	-0.6	212.00	-1.8
OCC (%)										
亚朵	71.50	-3.3	77.20	-2.8	80.90	-1.2	76.50	-2.4	70.90	-0.6
华住	76.50	-2.5	81.10	-2.9	84.10	-2.1	78.50	-3.0	75.00	-2.8
锦江	61.04	0.3	63.15	0.1	65.24	-1.5	64.86	-1.1	62.02	0.7
首旅	59.30	-2.5	64.50	-2.9	69.30	-2.4	61.40	-2.1	59.00	-1.4

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

RevPAR趋势：不同档次同店有所分化，门店迭代程度是差异核心

- **分档次表现：不同档次同店分化，门店迭代不同反而是差异核心。**华住同店中高端比经济型降幅更小，主要系门店迭代差异；锦江同店，经济型边际修复更快，主因直营店低基数下整合效果显现；首旅同店经济型韧性更好。

图：酒店集团RevPAR同比趋势

公司 / 档次	2025Q1	2025Q1 YoY%	2025Q2	2025Q2 YoY%	2025Q3	2025Q3 YoY%	2025Q4	2025Q4 YoY%	2026Q1	2026Q1 YoY%
中高端同店 RevPAR (元)										
华住	245.00	-7.9	275.00	-7.8	293.00	-4.8	263.00	-2.5	244.00	-1.9
锦江	151.24	-9.7	158.55	-8.6	165.97	-7.7	164.52	-6.7	152.70	-0.2
首旅	166.00	-8.3	193.00	-8.3	216.00	-9.0	178.00	-4.5	160.00	-3.9
经济型同店 RevPAR (元)										
华住	156.00	-9.1	178.00	-8.2	192.00	-4.5	167.00	-2.5	157.00	-3.0
锦江	87.47	-5.6	95.74	-7.2	103.26	-6.6	101.94	-5.3	91.10	1.1
首旅	113.00	-9.2	131.00	-7.5	154.00	-5.8	122.00	-2.4	117.00	-2.3
中高端同店 ADR (元)										
华住	325.00	-5.3	343.00	-4.5	352.00	-2.6	336.00	0.8	328.00	1.1
锦江	240.90	-9.1	244.53	-8.4	248.95	-5.0	248.22	-4.4	241.61	-0.9
首旅	271.00	-5.4	284.00	-4.4	298.00	-5.5	273.00	-1.5	261.00	-2.5
经济型同店 ADR (元)										
华住	201.00	-5.7	216.00	-4.8	226.00	-2.1	211.00	1.8	207.00	1.5
锦江	156.82	-8.4	165.39	-7.7	170.22	-6.0	169.51	-5.2	157.72	-0.7
首旅	178.00	-3.5	191.00	-2.6	207.00	-2.8	185.00	1.3	181.00	-0.7
中高端同店 OCC (%)										
华住	75.40	-2.1	80.30	-2.8	83.40	-1.9	78.30	-2.6	74.40	-2.3
锦江	62.78	-0.4	64.84	-0.1	66.67	-2.0	66.28	-1.6	63.20	0.4
首旅	61.40	-1.9	68.00	-2.9	72.50	-2.8	65.00	-2.0	61.30	-0.9
经济型同店 OCC (%)										
华住	77.90	-2.9	82.20	-3.1	85.10	-2.2	78.90	-3.5	75.80	-3.5
锦江	55.78	1.7	57.89	0.4	60.66	-0.4	60.14	-0.1	57.76	1.0
首旅	63.40	-4.0	68.80	-3.6	74.40	-2.4	66.10	-2.5	64.70	-1.1

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

开店趋势：龙头开店总体增速边际放缓，且各家表现分化



■ 头部酒店26年指引：开店端亚朵和华住继续领跑，开店总量稳定增速边际放缓。其中华住维持2200-2300家高位扩张，剑指2030年2万店；亚朵稳步向2030年后的5000家迈进；锦江计划新开1200家、签约1800家，较前两年有一定降速；首旅预计新开1600-1700家，万店目标下有所提速。

图：酒店龙头开店指引

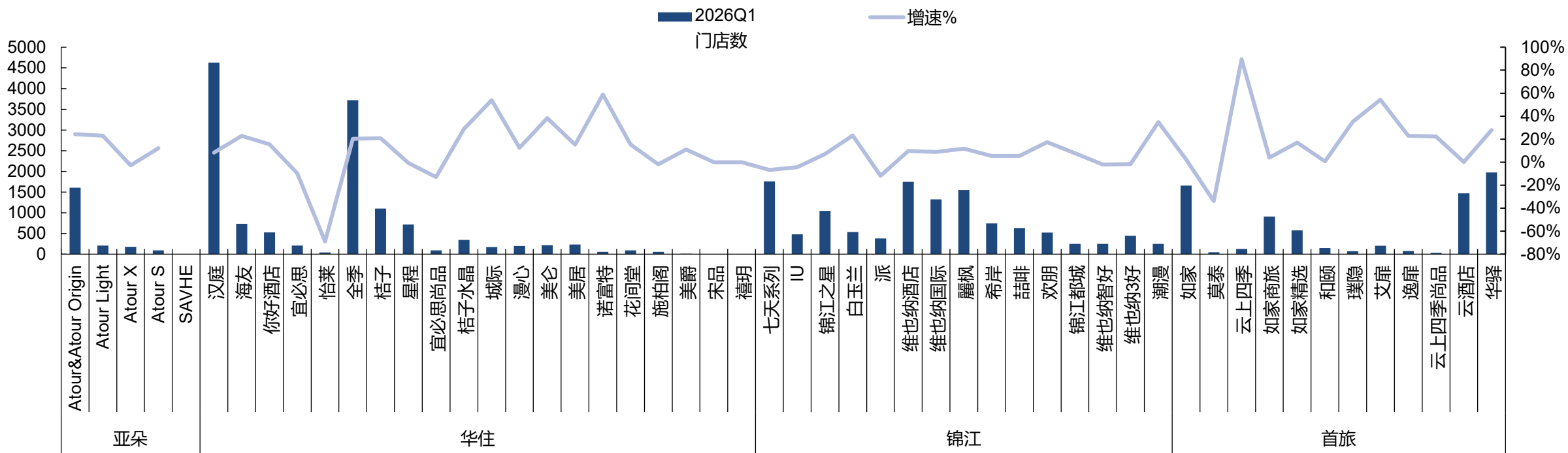
	2025年末酒店数量	新开店	关店/转筹建	净增	2024年开店计划	2025年开店计划	2026开店计划	远期目标
锦江	14037	1314	609	705	新开1200家，签约2500	新开1300家，签约2000	新开1200家，签约1800，净开700-800	
华住	12858	2444	733	1711	上修后为1800-2200+家、维持关闭650家	新开2300家、关闭600家	新开2200-2300家，关闭600-700家	2万家（2030年
首旅	7802 (标准店4351)	1510 (标准店832)	614 (标准店443)	739 (标准店425)	新开1200-1400家	新开1500家	新开1600-1700家	万店（2026年底）
亚朵	2015	488	92	396	上修后为450家	新开500家	新开与去年保持一致	5000家（2030年或以后）

资料来源：各酒店官网，国信证券经济研究所整理

品牌拓展分化：经济型与中端守规模强者恒强，中高端提速布局

品牌拓展特点：2026Q1酒店龙头品牌拓展延续分化态势。华住集团以汉庭（4500+家）、全季（3700+家）、桔子（1000+家）为绝对主力，基本盘增速稳固；同时桔子水晶、城际、美居等中高端品牌保持20%-50%高增速，结构升级趋势明确。锦江集团依托维也纳系（酒店+国际合计3000+家）及七天系列巩固基本盘，但增速稍显放缓；麗枫、希岸、喆啡等中端品牌稳步扩张。首旅集团如家系门店规模保持在1600家左右，如家商旅及中高端贡献重要增长。亚朵高端亚朵与见野拆分，轻居、萨和等差异化产品补充细分赛道。整体看，头部集团呈现“经济型守规模、中高端提增速”的拓展特征。

图：酒店龙头各品牌开店



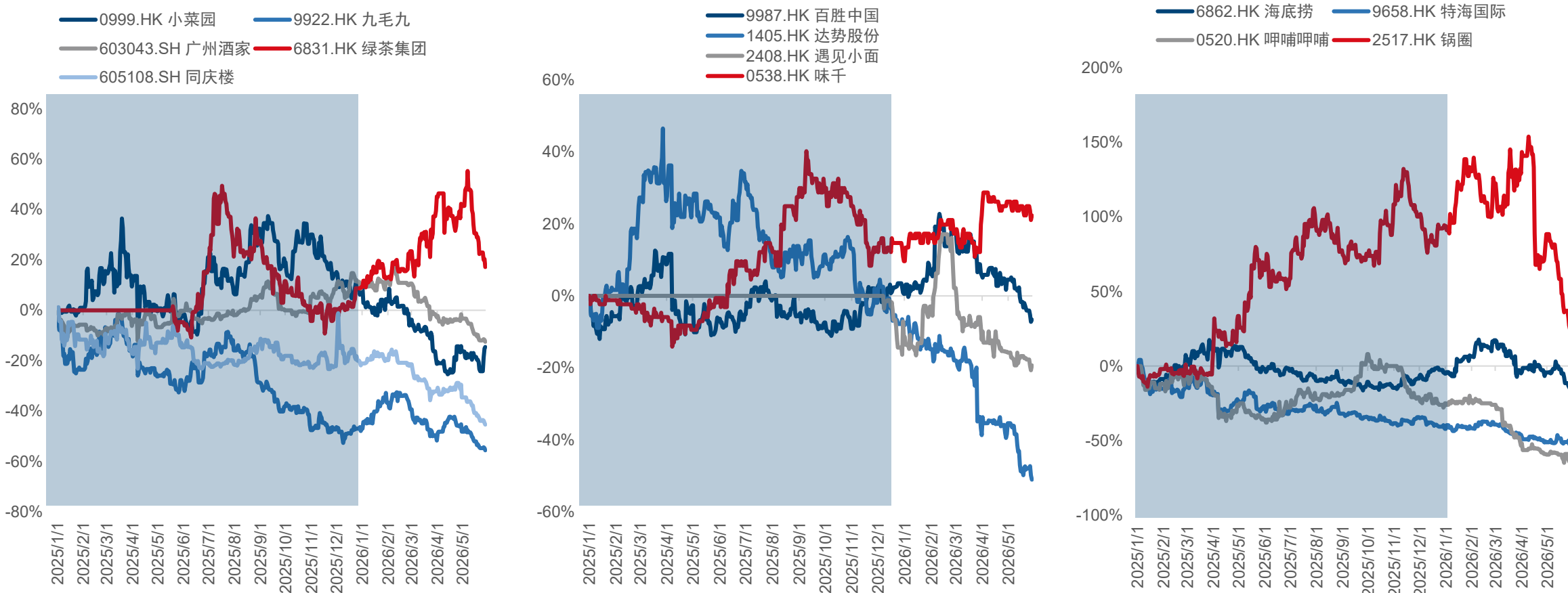
资料来源：各酒店官网，国信证券经济研究所整理

餐茶饮标的2025股价复盘：餐饮整体表现平淡，同店表现影响显著



2025年餐饮板块整体表现平淡，个股呈现显著分化。锅圈全年超额收益突出，核心逻辑在于万店规模壁垒夯实、社区央厨战略转型见效，叠加下沉市场供应链效率持续释放，业绩多次验证战略有效性。正餐赛道中，绿茶集团、小菜园6-8月受益于新消费投资偏好升温及同店正增长，迎来阶段性强势上涨；但9月预制菜舆论事件冲击板块情绪，叠加门店表现环比回落，股价随之回调。快餐赛道方面，百胜中国受益于肯德基同店增速逐季加速，2025Q4-2026Q1股价迎来明显修复。总体来说餐饮板块标的驱动股价波动的普遍及核心因素还是以同店表现为主。

图：按细分板块汇总的股价表现

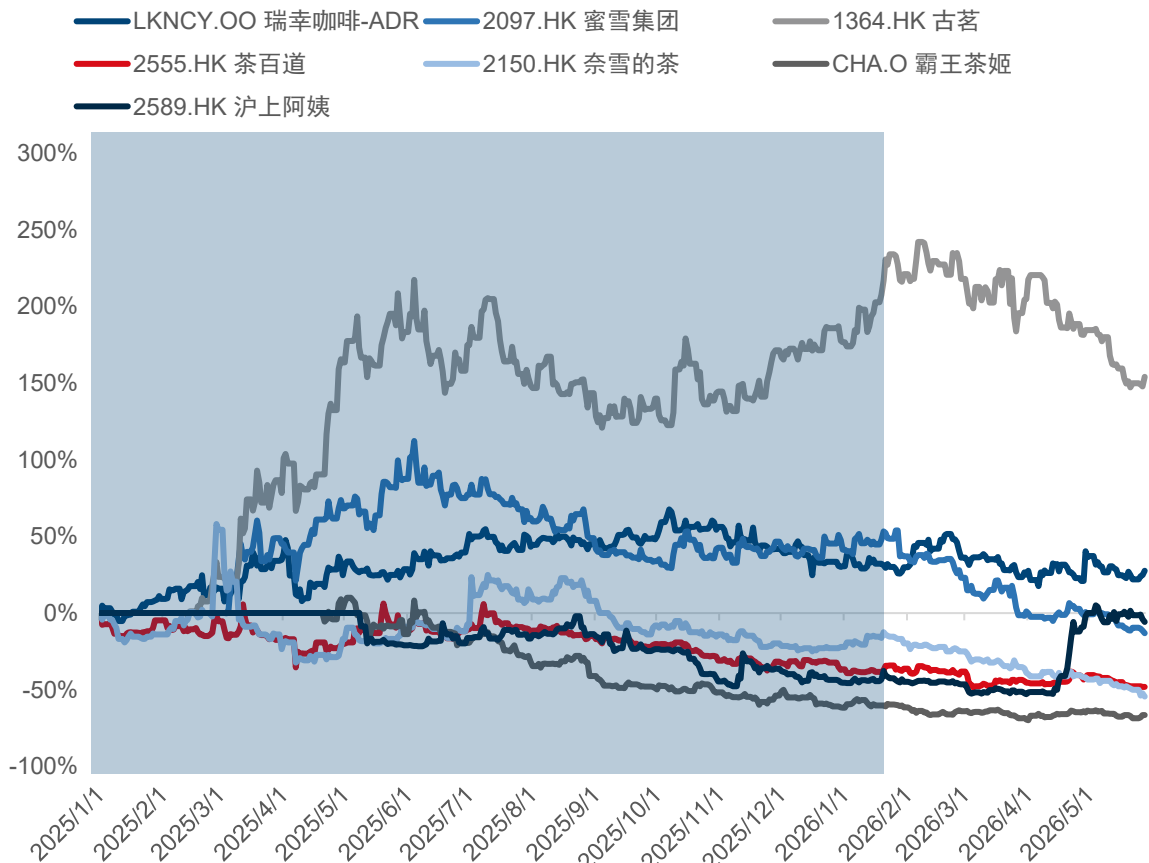


餐茶饮标的2025股价复盘：外卖补贴背景下茶饮股价表现分化显著



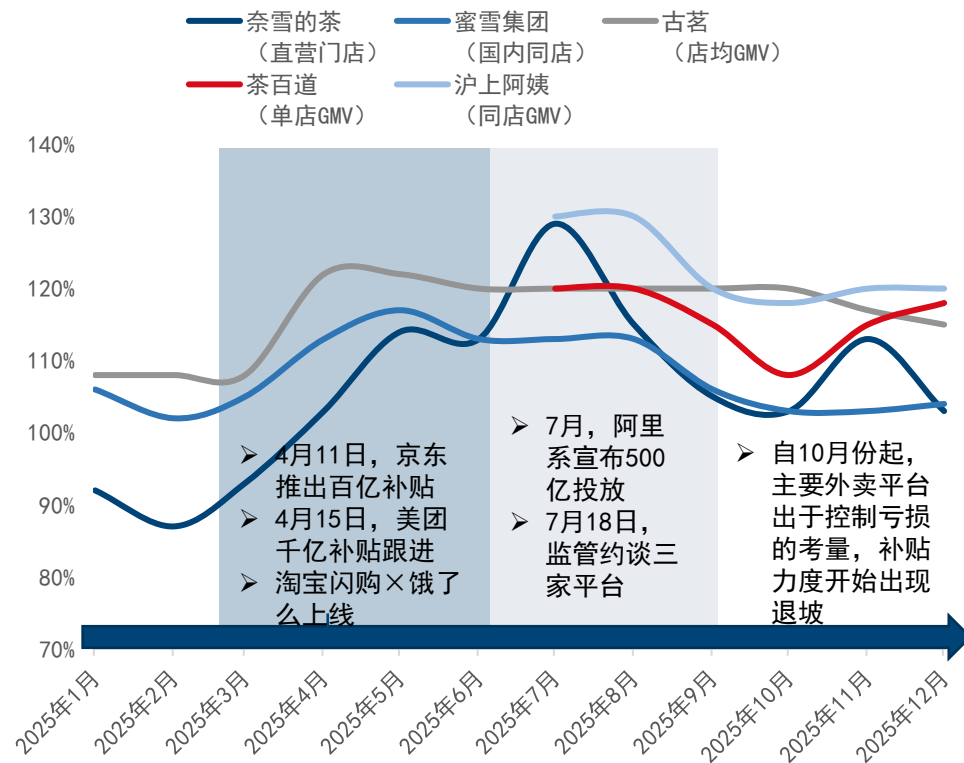
2025全年来看，同店表现与股价高度正相关，补贴周期主导茶饮咖啡估值节奏，下半年补贴收缩后同店韧性成估值分水岭。古茗领涨板块，区间涨幅一度突破200%，品类推新能力强、外卖补贴红利充分兑现，店均GMV持续攀升、在补贴略有回退后依旧保持了优异的同店表现。蜜雪集团与瑞幸咖啡，万店规模壁垒与下沉开店空间在外卖补贴背景下提供了较充足弹性；茶百道、奈雪的茶、沪上阿姨及霸王茶姬在2025年表现则相对较弱，各公司彼时仍在处理各自的结构性掣肘。

图：茶饮咖啡标的区间涨跌幅



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：茶饮品牌同店表现回顾



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

餐茶饮-收入：板块增速分化，外卖补贴驱动茶饮咖啡高增

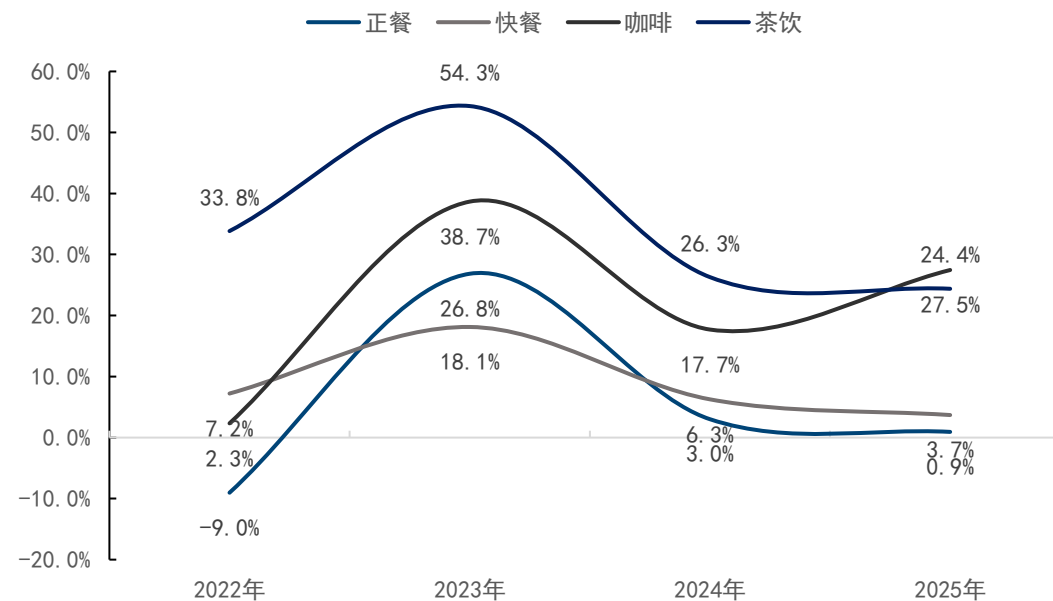
- 2025年社零餐饮收入同比增长3.2%，环比2024年（5.3%）有所回落。上市餐饮茶饮公司中，2025年各餐饮板块增速进一步分化：咖啡（+27.5%）>茶饮（+24.4%）>快餐（+3.7%）>正餐（+0.9%），现制饮品品类继续展现出远优于餐饮的收入增长弹性。
- 这一分化与2025年平台外卖大战的差异化影响密切相关。现制饮品凭借高复购、低客单价及轻度成瘾性，在外卖补贴下订单弹性更为显著，补贴进一步驱动消费习惯养成，收入增长最为突出；正餐板块则相对较少受益于外卖补贴，同时受性价比消费趋势影响，品牌多主动降价让利，阶段性同店承压，收入增速相应放缓。

表：统计范围内的餐茶饮公司收入表现

	公司	2023年	2024年	2025年	2024YoY	2025YoY
茶饮	1364.HK 古茗	76.8	87.9	129.1	14.5%	46.9%
	2589.HK 沪上阿姨	33.5	32.8	44.7	-1.9%	36.0%
	2097.HK 蜜雪集团	203.0	248.3	335.6	22.3%	35.2%
	2555.HK 茶百道	57.0	49.2	54.0	-13.8%	9.7%
	CHA.O 霸王茶姬	46.4	124.1	129.1	167.4%	4.0%
咖啡	2150.HK 奈雪的茶	51.6	49.2	43.3	-4.7%	-12.0%
	LKNCY.OO 瑞幸咖啡-ADR	249.0	344.7	492.9	38.4%	43.0%
火锅	暂未单独分拆上市 星巴克中国	215.7	202.5	204.8	-6.1%	1.1%
	2517.HK 锅圈	60.9	64.7	78.1	6.2%	20.7%
	9658.HK 特海国际	48.6	55.9	59.1	15.1%	5.6%
	6862.HK 海底捞	414.5	427.5	432.3	3.1%	1.1%
	0520.HK 呷哺呷哺	59.2	47.5	37.9	-19.7%	-20.3%
快餐	2408.HK 遇见小面	8.0	11.5	16.2	44.2%	40.5%
	1405.HK 达势股份	30.5	43.1	53.8	41.4%	24.8%
	0538.HK 味千（中国）	18.2	17.2	18.3	-5.4%	6.7%
	9987.HK 百胜中国	777.5	812.5	829.2	4.5%	2.1%
	9869.HK 海伦司	12.1	7.5	5.4	-37.8%	-28.3%
正餐	6831.HK 绿茶集团	35.9	38.4	47.6	6.9%	24.1%
	605108.SH 同庆楼	23.9	25.1	26.7	4.9%	6.2%
	603043.SH 广州酒家	48.6	50.8	53.4	4.6%	5.0%
	0999.HK 小菜园	45.5	52.1	53.5	14.5%	2.6%
	9922.HK 九毛九	59.9	60.7	52.3	1.5%	-13.8%

资料来源：Wind、星巴克投资者关系官网、国信证券经济研究所整理

图：按细分板块汇总的收入增速

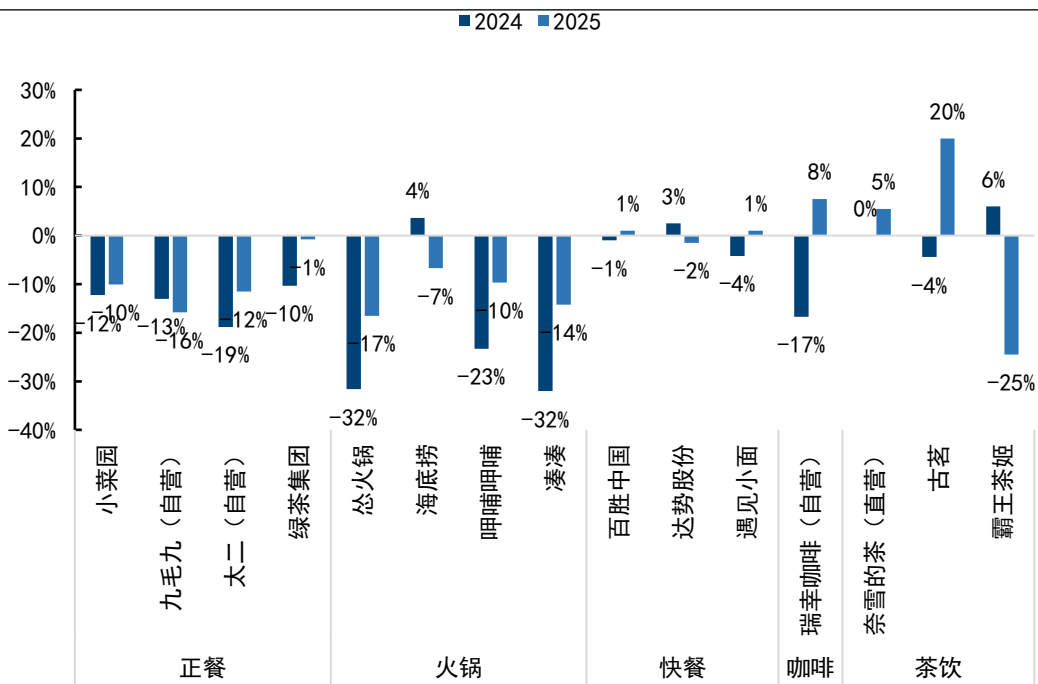


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

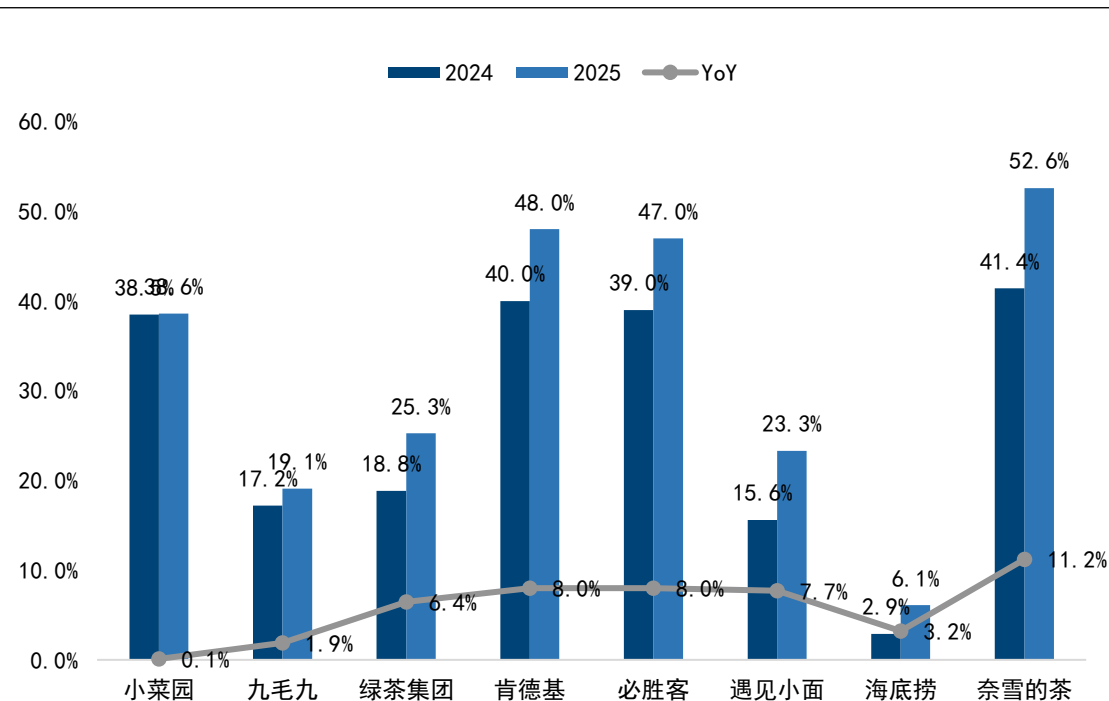
餐茶饮-同店/单店：外卖增量对同店拉动效应分化

- 从门店经营看，茶饮咖啡表现要优于餐饮企业。茶饮咖啡中，古茗单店同比收入增长20%，除外卖补贴拉动外，自身积极布局咖啡品类打造新增长点也起到显著效果；瑞幸咖啡直营门店同店销售额实现增长7.5%，奈雪的茶直营门店与蜜雪集团单店表现也均实现5-6%的同比增长。餐饮企业中，快餐赛道相对具备韧性，百胜中国与遇见小面同店销售额均回正至1%，外卖业务创造新的重量；正餐赛道则进一步受挤压，其中绿茶集团（-0.8%）、海底捞（-6.7%）同店降幅相对控制良好，小菜园同店日均销售额同比降幅也缩窄至-10.0%。
- 外卖占比提升并未带来普遍的同店改善。对于茶饮、咖啡等原本外卖占比较高的业态，外卖占比进一步提升通常伴随绝对额增长，同店收入正向反馈明确；而对于过去以堂食为核心的赛道（如正餐、火锅），一方面本身代表和外卖的适配性仍待挖掘，另一方面外卖增量难以对冲堂食减量，对整体同店拉动有限。

图：经上市公司财报披露的品牌同店/单店数据



图：经上市公司财报披露的品牌外卖收入占比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理
注：其中茶饮品牌均为单店数据，其余为同店数据
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、国信证券经济研究所整理

餐茶饮-量价：以价换量成效分化，低客单品类弹性突出

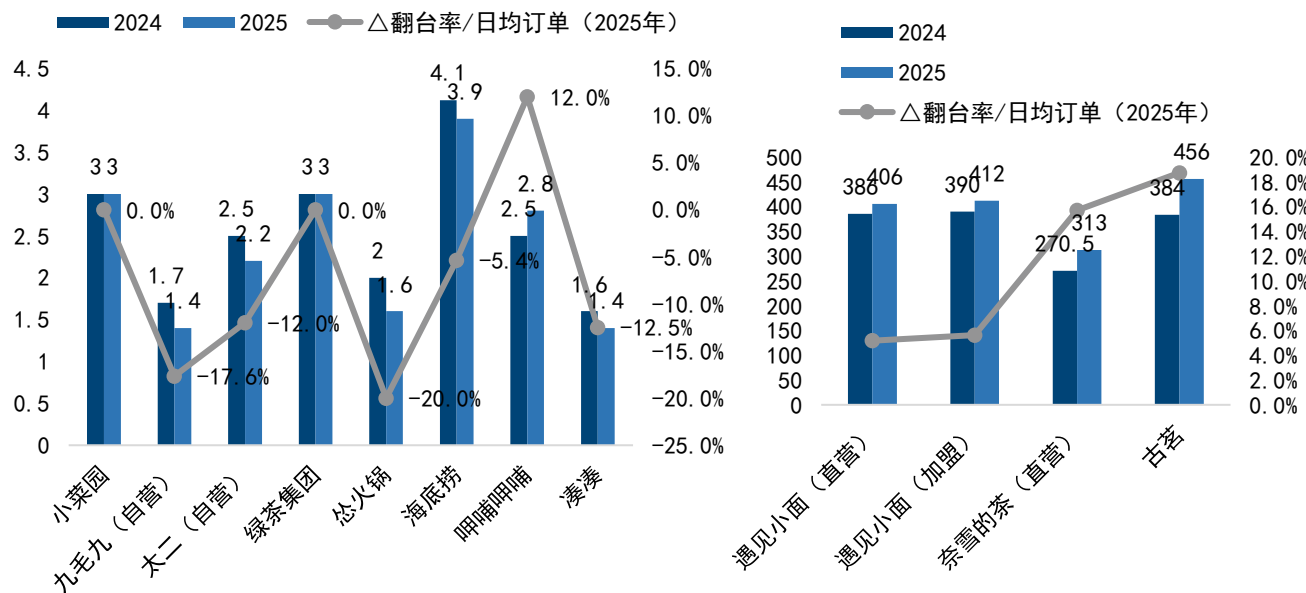
- 2025年餐茶饮品牌客单价普遍承压，多数品牌顺应性价比消费趋势主动下调价格以吸引客流。九毛九、太二及凑凑等品牌客单价同比提升，主要受益于菜单结构调整、门店模型调改或自助餐模式探索；古茗在外卖补贴环境下提价，旨在维护价格体系稳定。
- 对比来看，低客单价、高频消费的品类价格弹性更为突出，降价对客流拉动效果更强。从策略效果看，肯德基、必胜客等西式快餐、呷哺呷哺相对平价火锅、以及星巴克、奈雪的茶等咖啡茶饮品牌，通过降价促销实现翻台率/订单量显著提升，“以价换量”策略成效明显；小菜园、绿茶集团等中式休闲餐饮则通过价格让利维持翻台率基本稳定。

表：按季度披露的门店客单价和客流情况

	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4
肯德基	0%	1%	2%	3%
AC	4%	0%	3%	3%
AT	-4%	1%	-1%	0%
必胜客	0%	2%	1%	1%
AC	17%	17%	17%	13%
AT	-14%	-13%	-13%	-11%
星巴克中国				
AC	4%	6%	9%	5%
AT	-4%	-4%	-7%	2%
瑞幸咖啡				
AC	24%	32%	41%	27%

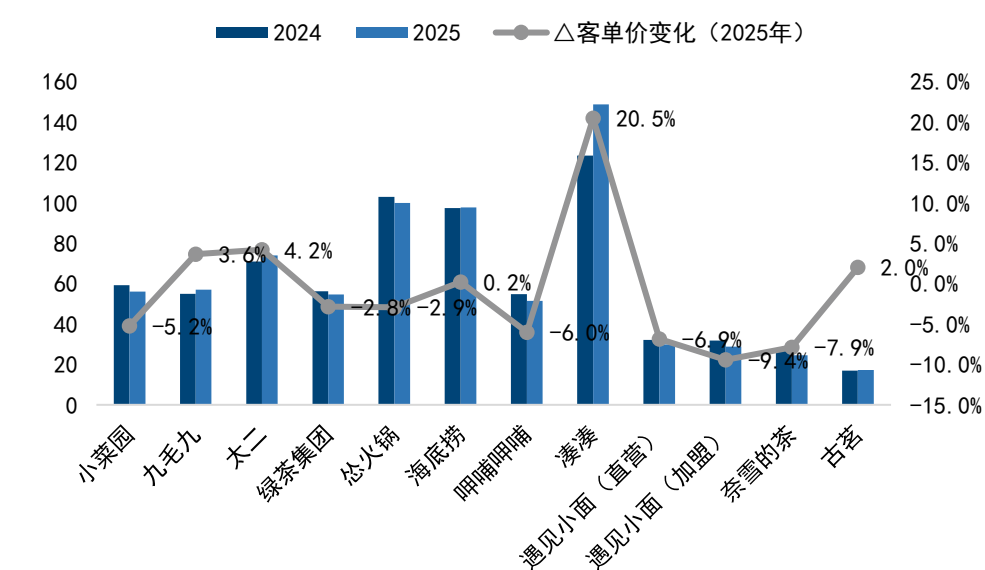
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图：经上市公司财报披露的翻台率/日均订单数（单）数据



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图：经上市公司财报披露的客单价数据

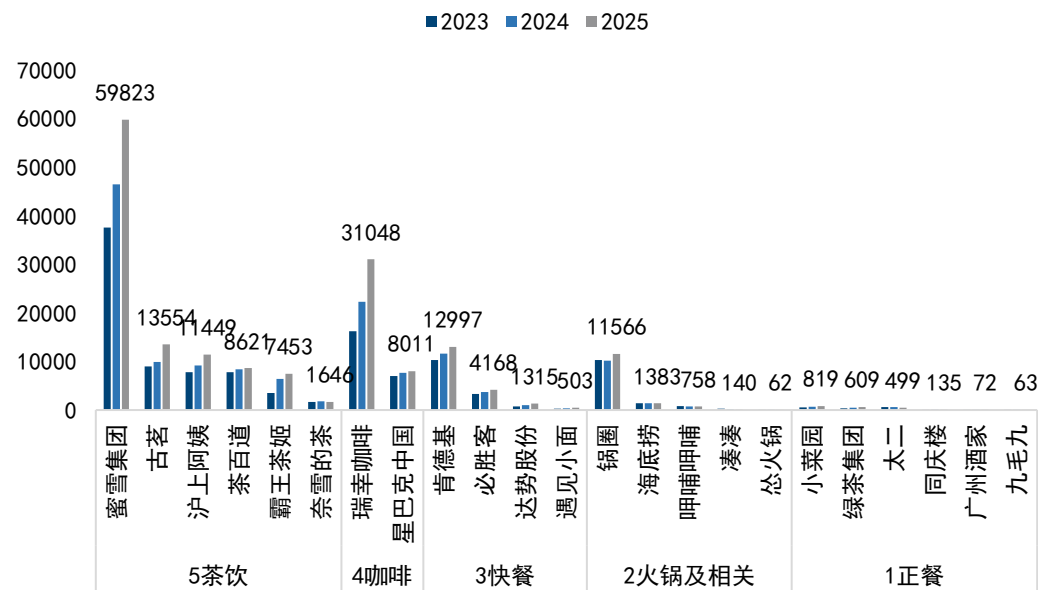


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

餐茶饮-开店：茶咖、快餐积极扩容，加盟模式效率优势凸显

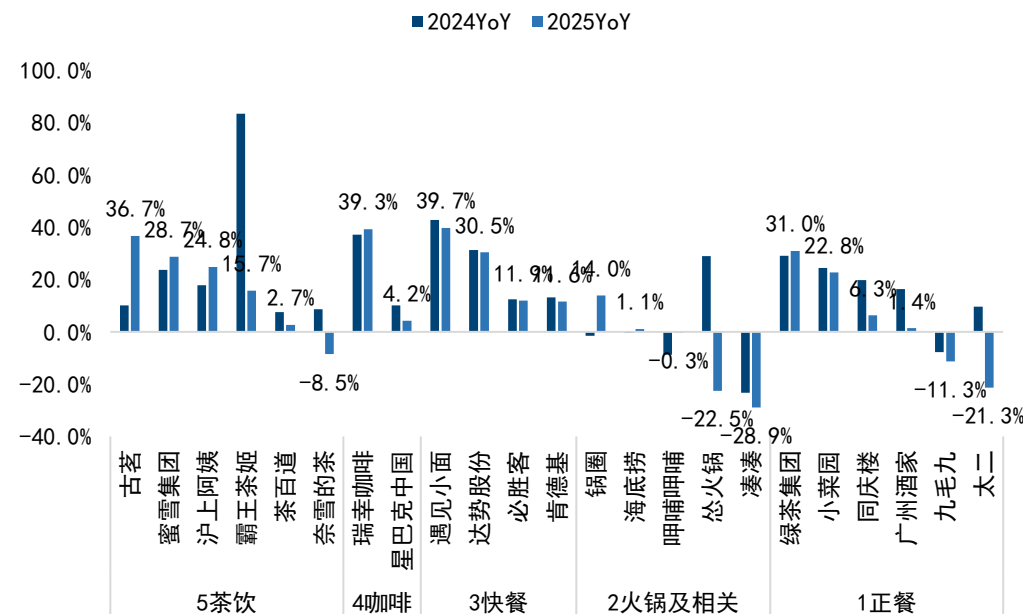
- **赛道表现分化，茶咖快餐积极扩容。**2025年茶饮咖啡持续扩容但内部分化：瑞幸咖啡、古茗、蜜雪集团、沪上阿姨保持25%-39%较快门店增长，门店扩张同比提速，霸王茶姬、星巴克、茶百道开店节奏同比有所放缓，奈雪的茶门店调整。快餐表现参差，肯德基稳健增长12%，必胜客收缩2%，达势股份凭差异化定位增长43%。火锅及相关业态整体收缩，锅圈门店逆势增长14%。正餐开店承压较明显、大多放缓开店或关店调改，品牌优先保盈利质量，绿茶集团逆势维持较快开店。
- **加盟模式效率优势凸显。**古茗、蜜雪集团等加盟驱动品牌逆势扩张，资金效率与风险分散优势持续放大；直营占比高的品牌相对更加直面资本回报与扩张节奏的平衡难题。往后看，开店逻辑预计也将聚焦同店盈利模型验证。

图：餐茶饮品牌存量门店数



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图：餐茶饮品牌净开门店增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

餐茶饮-利润：现制饮品领跑、正餐修复、火锅调整

■ 2025年上市餐茶饮企业中，盈利改善的企业占比整体较高。分赛道来看，利润端表现最突出的同样为现制饮品赛道——受益于旺季单量的提升，赛道利润总额同比增长26.5%，规模效应下盈利能力也大多有所改善。正餐赛道利润总额同比转正至9.0%（2024年同比增速对应为-22.6%），一方面受益于低基数，另一方面也源于经营提效。快餐利润增速有所放缓，总体同增4.7%，预计主要系快餐龙头百胜中国持续巩固此前门店经营优化成效、同时外卖业务占比提升人力成本有所提升，板块内其他品牌利润增速仍较亮眼；火锅赛道利润增速承压转负，主要系龙头海底捞受翻台率下降以及产品、场景等创新模式方面的调整影响。

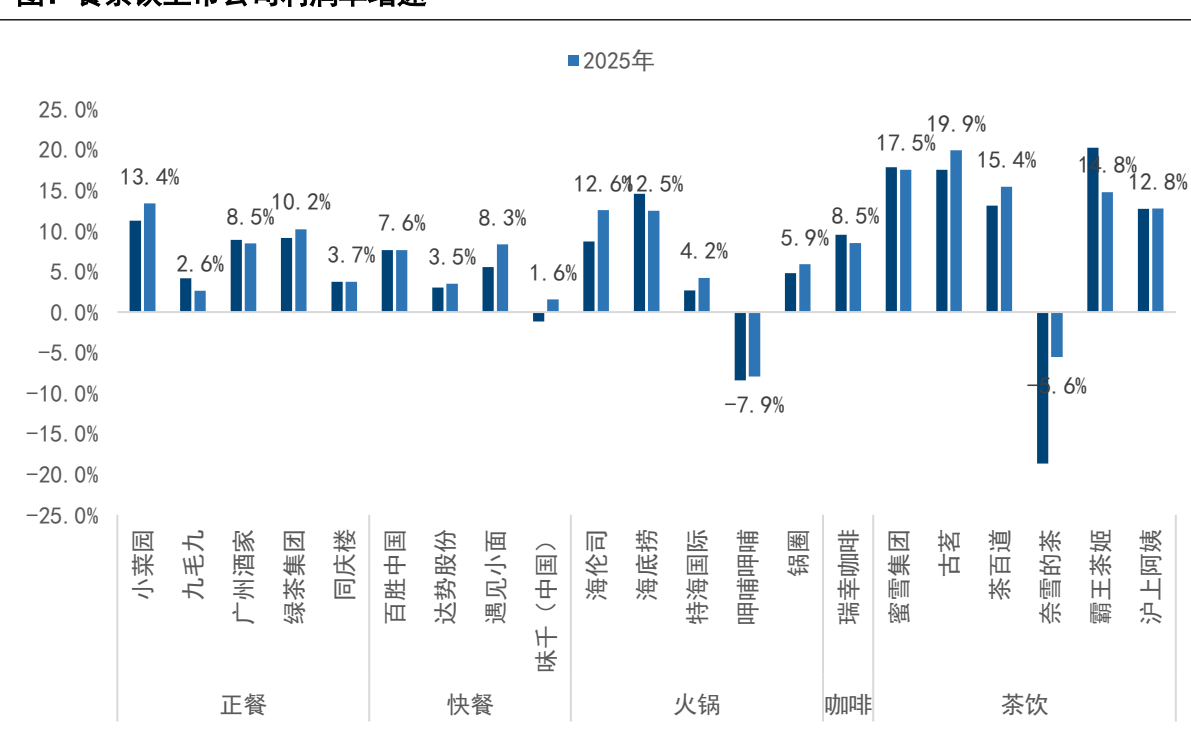
表：餐茶饮上市公司经调整归母净利润及对应增速

	公司	2023年	2024年	2025年	2024YoY	2025YoY
茶饮	1364.HK 古茗	1458990	1542385	2574769	5.7%	66.9%
茶饮	2589.HK 沪上阿姨	416347	418086	570333	0.4%	36.4%
茶饮	2097.HK 蜜雪集团	3186605	4454203	5886704	39.8%	32.2%
茶饮	2555.HK 茶百道	1257553	644970	833337	-48.7%	29.2%
茶饮	CHA.O 霸王茶姬	918565	2515194	1909883	173.8%	-24.1%
茶饮	2150.HK 奈雪的茶	20912	-918687	-240510	-4493.1%	-73.8%
咖啡	LKNCY.OO 瑞幸咖啡	3174102	3286707	4196294	3.5%	27.7%
火锅	9658.HK 特海国际	175056	148770	248592	-15.0%	67.1%
火锅	2517.HK 锅圈	301482	310847	460700	3.1%	48.2%
火锅	6862.HK 海底捞	5246494	6229880	5403233	18.7%	-13.3%
火锅	0520.HK 呷哺呷哺	-199466	-400681	-300546	100.9%	-25.0%
快餐	2408.HK 遇见小面	46978	63888	135353	36.0%	111.9%
快餐	1405.HK 达势股份	8778	131160	187900	1394.2%	43.3%
快餐	9987.HK 百胜中国	5745808	6216664	6339496	8.2%	2.0%
快餐	0538.HK 味千(中国)	181188	-20224	28408	-111.2%	240.5%
正餐	6831.HK 绿茶集团	303297	350167	486481	15.5%	38.9%
正餐	0999.HK 小菜园	545984	586189	715092	7.4%	22.0%
正餐	605108.SH 同庆楼	253462	93660	99091	-63.0%	5.8%
正餐	603043.SH 广州酒家	506396	452035	452044	-10.7%	0.0%
正餐	9922.HK 九毛九	632077	252272	137714	-60.1%	-45.4%
小酒馆	9869.HK 海伦司	291088	65384	67686	-77.5%	3.5%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：部分未披露经调整归母净利润数据则以经调净利润或归母净利润替代。

图：餐茶饮上市公司利润率增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

■ 2025年外卖平台补贴大战显著拉升了茶饮品牌及部分餐饮品牌的同店表现，但7月监管约谈后补贴结构性退坡，2025Q4起各品牌同店增速逐步回归常态。同店增速作为衡量存量门店经营质量的核心指标，直接反映品牌真实的客流吸引力、定价能力及运营效率，是门店扩张的先行信号，也是资本市场估值定价的关键锚点。因此，如何处理外卖和堂食的关系仍是餐茶饮品牌2026年需要处理的重要命题，而我们对于相关品牌的投资建议，也延续着外卖与堂食对同店的影响、进而传递到业绩上进行分析：

1、此前外卖占比相对较低的品牌，外卖渠道拓展有望实现对同店的贡献

- **百胜中国、绿茶集团**：快餐及休闲餐饮品类外卖适配性较高，外卖渠道拓展有望直接贡献同店增量。百胜中国肯德基同店逐季加速，外卖渠道成熟度高，2026年外卖占比优化或进一步支撑同店韧性；绿茶集团外卖弹性相对较高，建议关注其外卖品类标准化进展。
- **海底捞、九毛九**：外卖场景仍在培育期，当前外卖贡献以特定场景或支线外卖品牌为主，同店核心驱动仍取决于堂食翻台率修复及模式创新成效。外卖渠道作为补充性触点，长期或有助于品牌触达延伸，短期同店弹性需持续观察。

2、餐饮品牌中，小菜园、遇见小面等主动聚焦堂食场景价值。该策略下社区化场景与性价比定位或为堂食客流提供支撑，关键看客流留存能否对冲定价让利客户及控制外卖占比的影响；同庆楼等宴会型品牌外卖占比相对较低，场景特色提供差异化定位。

3、茶饮板块外卖占比普遍较高，2026年核心关注点为补贴退坡后的同店韧性。古茗凭借持续的产品创新维持同店韧性，通过早餐场景驱动回归堂食的抓手较为明确；蜜雪集团主品牌计划加速布局现制咖啡创造杯增量。推荐同店表现相对稳健的古茗、蜜雪集团，关注茶百道、沪上阿姨、霸王茶姬、奈雪的茶优化进展。

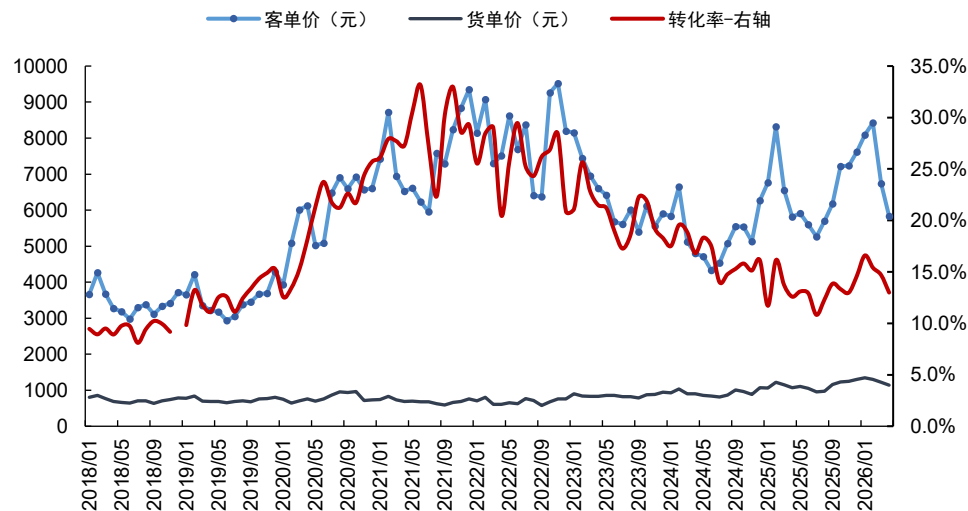
4、此外锅圈等社区零售型业态，外卖与堂食框架适用性相对有限，投资逻辑更多围绕“社区央厨战略转型+下沉市场渗透+万店规模壁垒”展开。其同店驱动与即时零售、到家场景关联度较高，公司披露26Q1业务情况验证战略成效，建议单独跟踪评估。

免税行业：海南免税预期从高点回归常态化增长，反而验证可持续性

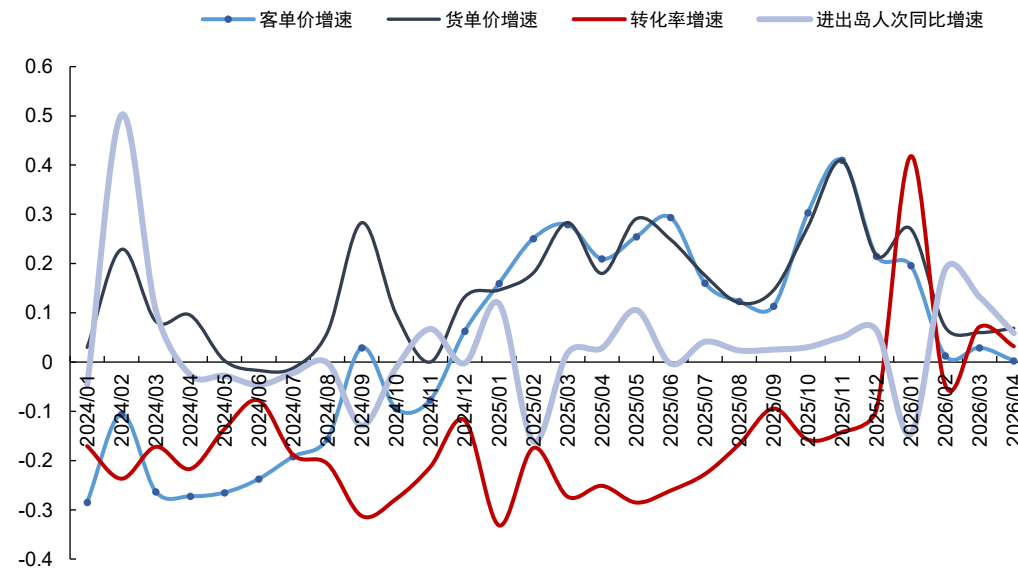


■ 2025年9月海南离岛免税销售转正，25Q4/26Q1销售额同比+19%/26%，4月/五一同比+9.5%/10.4%。2025年11月离岛免税新政实施叠加12月全岛封关运作，政策红利集中释放：封关首月（2025.12.18-2026.1.17）离岛免税销售金额48.6亿元，同比+46.8%；新政实施半年（至2026年4月）累计销售额222.2亿元，同比+22.6%，购物人次同比+9.4%，4-5月伴随手机、黄金等品类增速回归常态化，免税增速有所回落。

图：海南免税2019-2024年客单价、转换率变化趋势



图：海南机场客流情况



资料来源：海口海关，国信证券经济研究所整理

资料来源：海口海关，国信证券经济研究所整理

图：免税龙头业绩情况

代码	股票名称	总市值	2026Q1				2025			
			收入 (亿元)	YOY	归母净利润 (亿元)	YOY	收入 (亿元)	YOY	归母净利润 (亿元)	YOY
601888.SH	中国中免	1,238	169.1	1%	23.5	21%	536.9	-5%	36.4	-16%
600859.SH	王府井	126	27.3	-6%	0.5	-7%	98.4	-11%	-0.4	-115%
600515.SH	海南机场	367	16.8	62%	1.1	12%	41.7	3%	2.2	-52%
600185.SH	珠免集团	103	6.9	-22%	0.4	143%	32.8	-31%	-10.3	32%

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

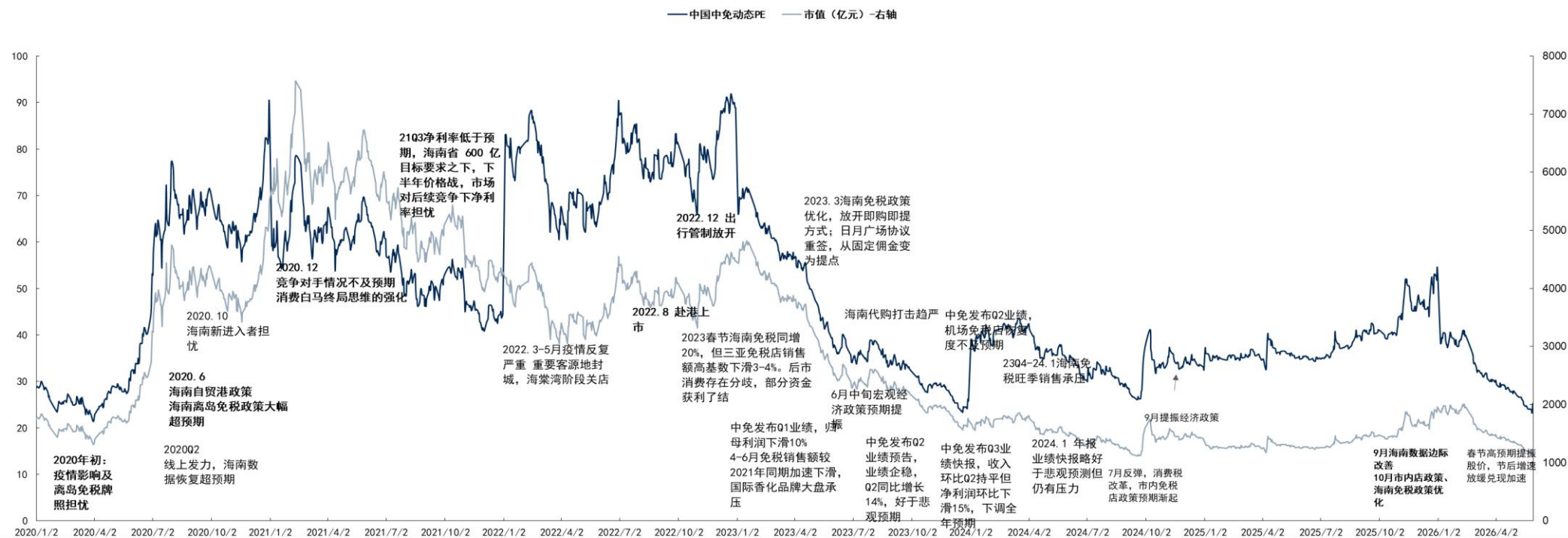
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

中国中免：公司股价回落至去年启动前低点水平，消费预期改善有望催化股价修复



- **中国中免Q1业绩验证拐点。**2025Q4营收138.3亿元，同比+2.8%；归母净利润5.3亿元，同比+53.6%（剔除商誉减值后同比+150.6%）；26Q1海南地区收入125.9亿元，同比+28.3%，毛利率修复至33%左右，盈利能力显著改善。只是有税业务清退及机场免税经营权重投后的租金模式变化仍对收入结构与利润端形成一定扰动。**盈利弹性较此前高点回落具备较大修复空间：**中免此前高峰期利润率14%，近两年基本接近砍半，后续有望逐步修复，一是来自毛利率改善，免税占比提升、品类结构优化、人民币升值、规模效应等带动；二是费用端规模效应与销售费率优化。
- **股价走势：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。**2025年9月起伴随政策扩容，以及高端消费复苏、日本消费回流，在黄金、手机带动下海南免税高频数据触底回升，中免股价也创新高；2026年春节免税销售数据与市场预期分化，股价回调至25Q4启动前水平。后续而言，作为免税行业龙头，目前个股基金持仓已降低至历史低位，对应当期估值约25x，后续若消费板块预期有一定修复，则有望对公司股价形成正面催化；持续性则需看海南封关后更多利好动作以及高端引入超预期。

图：中国中免股价复盘



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

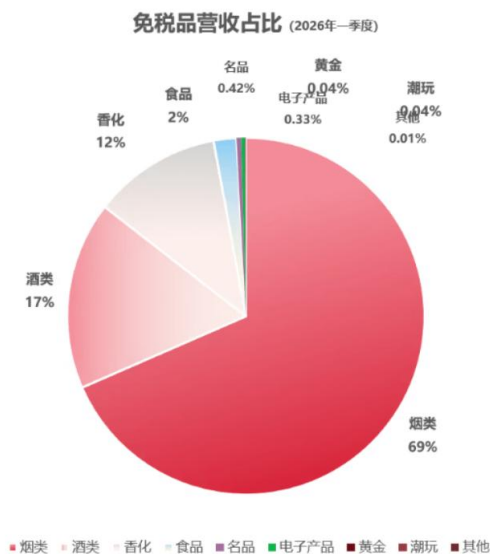
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

珠免集团：重组改革后利润转暖初显成效，后续关注进一步整合深化与海南布局



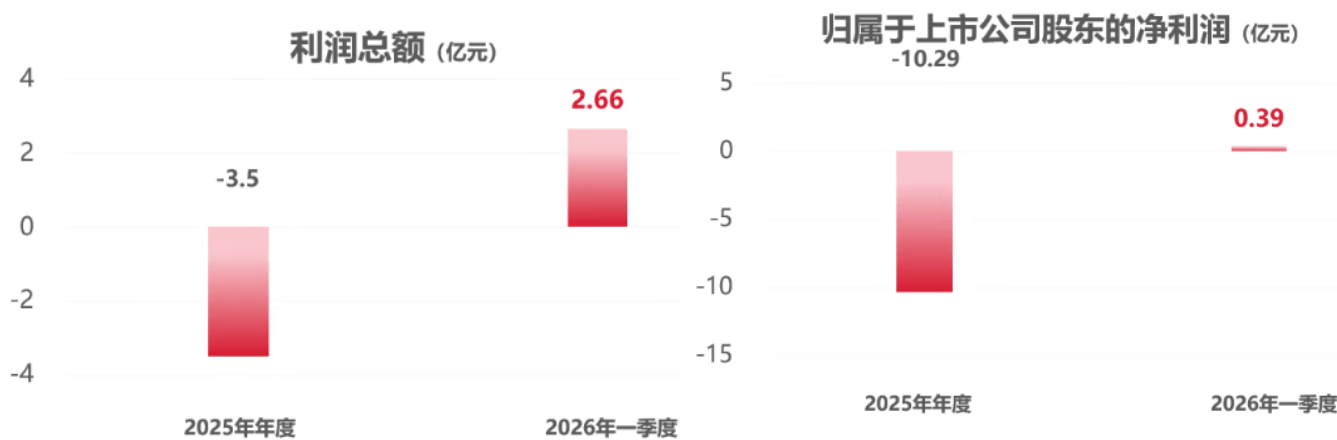
■ 珠免集团重组改革后利润转暖初显成效。2020年，按照珠海市部署，珠海免税与珠海投资控股有限公司进行战略性整合；同年，格力地产启动与珠海免税的重大资产重组，并于2024年底完成重大资产重组。2025年，上市公司正式更名为“珠免集团”并纳入华发集团。同年，珠免集团以55.18亿现金出售格力房产100%股权事项收官，完成去地产化全部流程。2026年，中标三亚市首批日用消费品免税店经营主体资格，开启海南市场发展。2026年第一季度，公司实现利润总额2.66亿元，归属于上市公司股东的净利润为0.39亿元，成功实现扭亏为盈。伴随公司业务布局优化、有序出清低效亏损房地产业务后，2026年第一季度公司经营活动产生的现金流量净额达1.83亿元，同比增长14.73%，整体盈利结构与现金回流质量得到有效改善。后续关注免税剩余股权整合进展、利息费用优化节奏、海南免税布局空间。

图：公司品类构成



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图：公司盈利变化



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

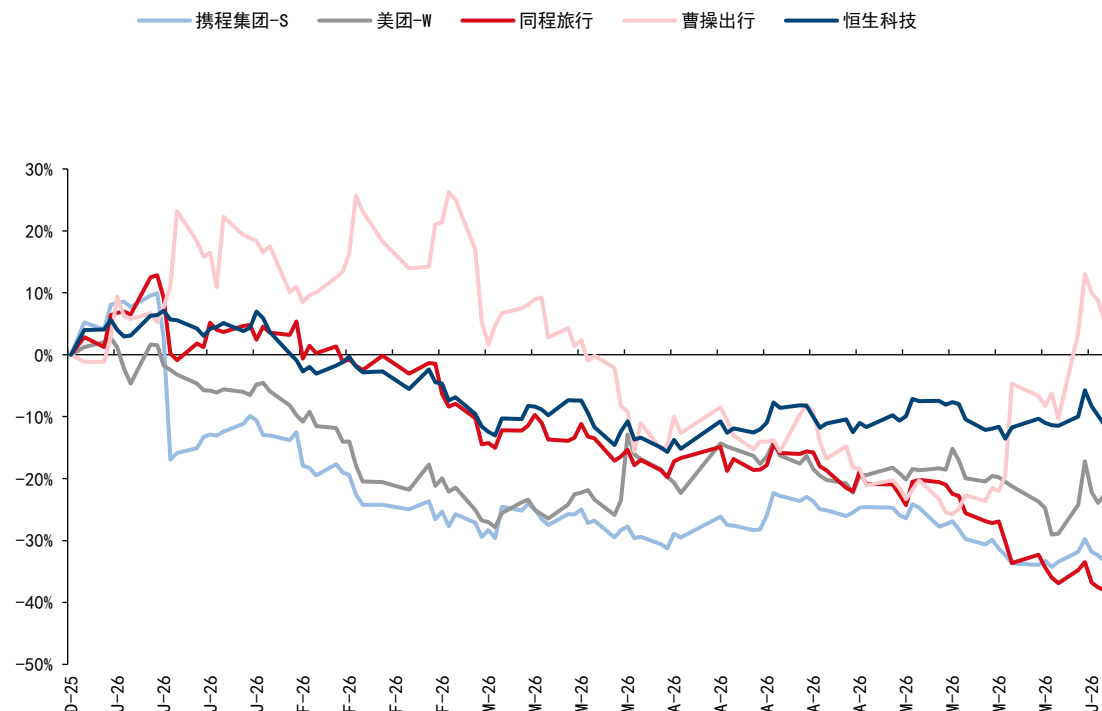
- 年初至今OTA经历了政策、技术、基本面、流动性的多重压力，任何一方出现边际变化有望催动情绪修复。其中反垄断调查自年初启动至今已间隔5个月，参考此前历史案例不排除预计近期落地，有望更范平台与上游关系；AI方面，前期一次性叙事扰动已过，当前进入分层讨论，OTA线下履约重、交易闭环深，AI搜索短期内难以替代其预订和服务履约价值，影响预计有限。油价上行对机票出行形成一定压制，但酒店受扰动程度小于机票，中高端酒店客群价格敏感度低于中低端。此外，网约车关注Robotaxi节奏；外卖平台进入相对良性竞争，筑底有望相对明确。

图：OTA监管复盘

时间	事件	核心内容
2025年6月	“调价助手”问题曝光	多家酒店商家反映“调价助手”被强制开通，若其他平台价格更低，系统会自动追价，关闭后仍可能被重新开启。
2025年8月	地方监管约谈涉旅平台	贵州地方监管部门对携程、同程、抖音、美团、飞猪等涉旅平台开展约谈，方向聚焦平台经营规范与公平竞争问题。
2025年9月	郑州监管下发整改通知	郑州市市场监管局约谈携程并下发《责令改正通知书》。
2025年11月	上线“AI生意助手”	携程以“AI生意助手”替代原有调价助手，模式调整为在商家设定价格范围内运作。
2025年12月8日	行业协会启动维权	云南省旅游民宿行业协会启动对OTA平台的反垄断维权行动。
2026年1月14日	市监总局正式立案	市场监管总局依据《反垄断法》对携程集团有限公司涉嫌滥用市场支配地位实施垄断行为立案调查。

调整措施	具体内容	直接目的
取消特牌/金牌酒店标识	调查后用户端已取消特牌、金牌展示；其中“特牌”被市场理解为与独家房源相关，“金牌”与跨平台价格约束相关。	降低“二选一”“最低价协议”合规风险
下线调价助手	公司宣布下架调价助手；此前该功能被商家质疑为自动追价、关闭无效。	切断最具争议的算法价格干预工具

图：平台股价走势



景区板块：旺丁不旺财下的财报特征

- 景区收入端韧性延续，名山大川表现突出。1) 节假日数据人次稳定增长，但人均消费相对平稳。2) Q1-3上市公司总收入环比提速，但细分表现分化。①自然山岳景区总体优于人造景区，人流刚性但二销承压；②顺应需求趋势、人口结构变化与外延并购的景区增长突出；③不同于名山大川自带IP，人造休闲景区内卷环境下营销费用增长扰动利润表现，游轮业态因顺应人口结构变化发展潜力大；④传统成熟景区表现平稳，但积极优化效率，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。

图：景区上市公司收入增速情况

代码	股票名称	收入（亿元）					YOY				
		2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
603099.SH	长白山	1.3	1.1	4.0	1.5	1.56	0.7%	-15.7%	17.8%	2.0%	21.4%
002033.SZ	丽江股份	1.6	2.2	2.8	2.0	2.01	-9.7%	5.0%	12.4%	16.1%	23.6%
603199.SH	九华旅游	2.3	2.5	1.9	2.1	2.3	30.1%	15.6%	6.4%	7.7%	0.2%
600054.SH	黄山旅游	4.0	5.4	6.0	5.7	4.2	19.8%	7.9%	3.1%	10.5%	3.5%
000888.SZ	峨眉山A	2.3	2.3	2.8	2.0	2.2	-10.8%	-9.3%	-7.4%	-3.3%	-2.4%
600749.SH	西藏旅游	0.3	0.6	0.7	0.3	0.2	11.5%	-5.8%	-10.0%	-39.4%	-4.4%
300859.SZ	西域旅游	0.2	1.0	1.7	0.4	0.2	-0.7%	11.5%	4.1%	16.3%	18.1%
002627.SZ	三峡旅游	1.4	2.3	2.4	1.5	1.5	7.6%	7.4%	12.7%	-20.1%	7.0%
603136.SH	天目湖	1.0	1.4	1.4	1.2	1.0	-1.6%	-9.8%	-1.2%	-7.1%	-4.5%
000978.SZ	桂林旅游	0.8	1.1	1.4	1.0	1.0	-6.6%	6.1%	-2.7%	13.3%	15.5%
600593.SH	大连圣亚	0.8	1.0	2.4	0.8	0.9	-7.9%	-7.0%	7.3%	-0.2%	9.9%
600576.SH	祥源文旅	2.1	2.9	3.4	3.3	2.4	55.2%	23.8%	35.1%	36.7%	14.0%
600138.SH	中青旅	20.5	28.1	31.6	33.1	23.6	6.8%	15.8%	17.2%	13.8%	14.9%
300144.SZ	宋城演艺	5.6	5.2	7.5	4.3	5.3	0.3%	-16.1%	-9.9%	5.2%	-4.8%
002159.SZ	三特索道	1.3	1.6	2.1	1.4	1.4	-7.0%	-5.4%	-12.8%	-2.8%	3.3%
603402.SH	陕西旅游	2.1	3.1	3.7	1.4	1.6			-18.5%	-16.2%	-21.5%
000796.SZ	凯撒旅业	1.4	1.8	2.2	2.6	1.96	-12.6%	10.3%	19.8%	77.4%	39.4%
002707.SZ	众信旅游	11.7	17.1	23.7	15.8	12.7	13.7%	7.3%	12.4%	-8.7%	8.6%
000524.SZ	岭南控股	9.2	11.7	13.2	10.9	10.2	2.4%	13.9%	-1.5%	4.9%	10.4%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

景区板块：旺丁不旺财下的财报特征

- 利润端呈现“旺丁不旺财”特征：客流稳健但二消占比下降、毛利率下行；销售费用率提升，竞争加剧与渠道线上化推升获客成本；龙头注重管理效率，管理费率有所优化以部分对冲压力。2025年景区上市公司利润有所波动，九华旅游等具备强IP禀赋的标的相对韧性。2026Q1边际改善初显，长白山、丽江股份等利润同比转正，但其他分化格局明显。
- 后续需关注消费力修复节奏及暑期旺季二消转化情况，具备内容迭代与运营提效能力的标的有望率先走出利润低谷。

图：景区上市公司利润增速情况

代码	股票名称	利润 (亿元)					YOY				
		2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
603099.SH	长白山	0.04	-0.06	1.51	-0.20	0.08	-59%	-162%	19%	-460%	84%
002033.SZ	丽江股份	0.34	0.60	0.97	0.22	0.67	-38%	6%	22%	16%	93%
603199.SH	九华旅游	0.69	0.73	0.39	0.32	0.70	32%	17%	-1%	-1%	1%
600054.SH	黄山旅游	0.37	0.90	1.27	0.39	0.35	45%	-16%	-17%	29%	-6%
000888.SZ	峨眉山A	0.59	0.62	1.13	-0.14	0.59	-21%	7%	1%	-53%	1%
600749.SH	西藏旅游	-0.09	0.11	0.30	-0.09	-0.20	54%	-35%	35%	-177%	-119%
300859.SZ	西域旅游	-0.30	0.41	0.87	-0.24	-0.27	-147%	-1%	2%	17%	10%
002627.SZ	三峡旅游	0.17	0.47	0.22	-0.22	0.14	76%	5%	-62%	-488%	-15%
603136.SH	天目湖	0.14	0.41	0.29	0.12	0.10	26%	-2%	-13%	-37%	-24%
000978.SZ	桂林旅游	-0.13	0.21	0.28	-0.25	-0.12	2%	471%	7%	88%	10%
600593.SH	大连圣亚	-0.08	-0.08	0.82	-0.39	0.16	-739%	-170%	-12%	78%	293%
600576.SH	祥源文旅	0.31	0.60	0.65	-0.43	0.18	159%	28%	27%	-217%	-42%
600138.SH	中青旅	-0.34	1.01	0.54	-0.37	-0.37	-16%	-1%	-33%	-605%	-9%
300144.SZ	宋城演艺	2.46	1.53	3.54	0.64	2.11	-2%	-49%	-23%	56%	-14%
002159.SZ	三特索道	0.30	0.37	0.71	0.05	0.21	-11%	-12%	-11%	138%	-31%
603402.SH	陕西旅游	0.74	1.30	1.65	0.15	0.41			-25%	133%	-45%
000796.SZ	凯撒旅业	-0.05	-0.20	-0.02	0.55	0.03	68%	-665%	-93%	165%	162%
002707.SZ	众信旅游	0.19	0.21	0.27	-0.60	0.10	-32%	-51%	-49%	-241%	-48%
000524.SZ	岭南控股	0.27	0.23	0.16	0.05	0.33	10%	46%	-83%	-70%	24%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

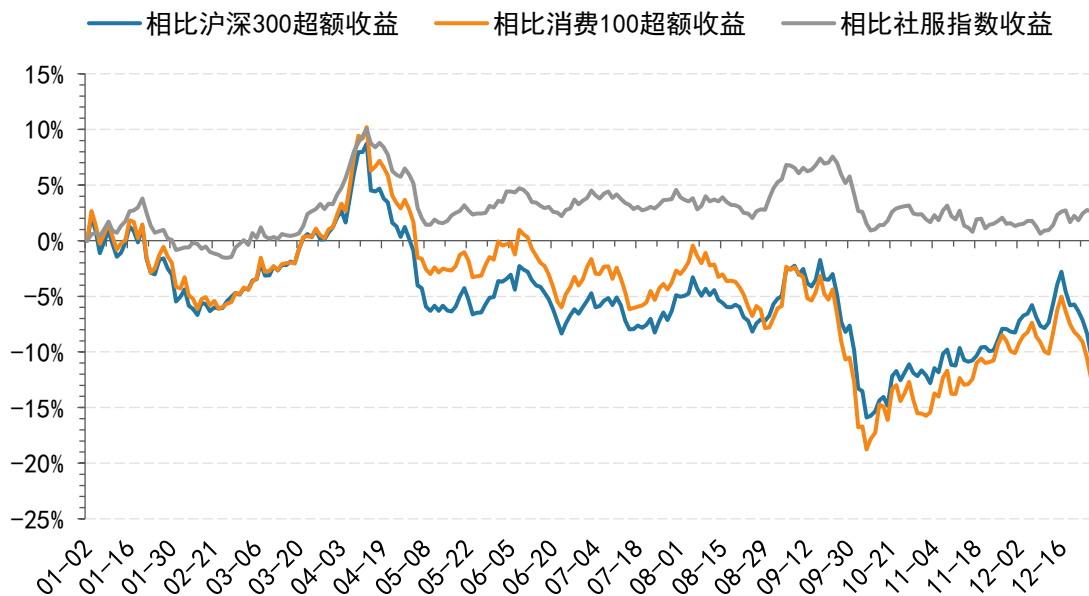
日历效应：景区板块天然围绕节假日交易

景区板块具备高频事件交易属性。核心窗口：春节/清明五一/端午暑期/中秋十一/冰雪季。复盘2023-2025年，旅游景区有节假日和季报行情，1-12月超额分别在春节前后-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。从下表看景区超额收益主要体现在日历效应中。但日历效应只能解释beta，不能解释个股分化，市场更偏好产品升级能提利润率的公司、容量释放能提周转率的公司、资产整合能提资本效率的公司。三类ROE改善对应三类alpha：

- ▶ ①产品升级型——提利润率：客单价提升、毛利率改善、新项目爬坡兑现。
- ▶ ②容量释放型——提周转率：交通改善带来的客流天花板突破、内部运力扩容、资产周转率改善。
- ▶ ③资产整合型——提资本效率：区域资产注入、低效资产出清、轻资产转型、分红率提升。

其中，内生成长或通过资产整合注入增长预期有望对业绩与股价带来正面提振作用。

图：2023-25年旅游景区（申万）相对消费100、沪深300、社服超额收益率



图：不同指数涨跌幅情况

	旅游及景区(申万)	沪深300	消费100	社服指数
2023	-21.98%	-11.75%	-13.16%	-21.49%
2024	4.67%	16.20%	11.68%	-5.14%
2025	9.29%	17.77%	30.65%	10.00%

景气交易与红利

波段操作

• 资源型景区

成长型

成长溢价

• 产品型/平台型

教育、人服标的2025股价复盘：AI催化与模式差异主导超额收益

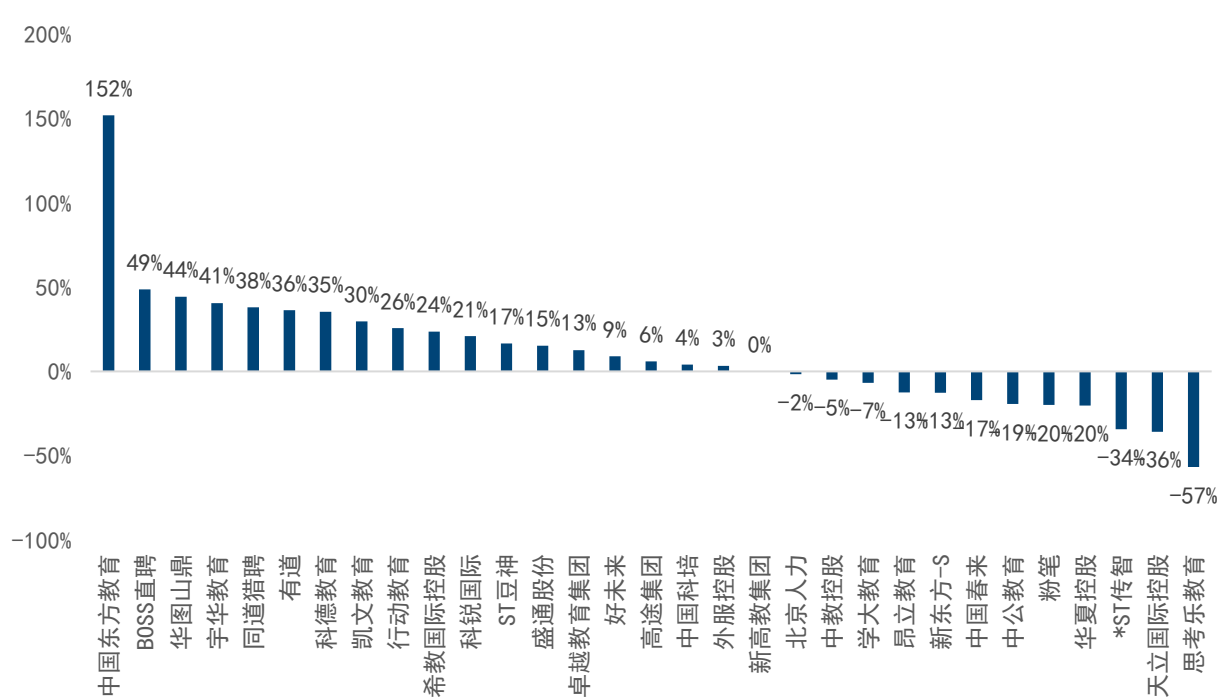
- 教育板块是2025年结构性行情最明显的社服子板块之一。板块指数虽有上涨，但超额收益主要集中在少数强阿尔法标的，尤其是职业教育、AI+教育、区域K12（大湾区人口红利）三条主线；中国东方教育、华图山鼎、有道、科德教育、凯文教育、行动教育等显著跑赢，而传统全国性教培和招录培训表现分化。AI主题是全年教育股估值扩张的核心催化。好未来、有道、豆神等因AI产品布局 and 商业化预期受到资金追捧，但市场也逐步从“题材驱动”转向关注业绩落地效果，部分标的波动加大。职业教育/技能培训表现强于公考与民办高教。中国东方教育大涨，反映就业环境变化下蓝领技能培训需求被重估；相反，公考、IT培训受竞争加剧、消费偏弱和支付意愿不足影响，股价整体承压。
- 人力资源服务板块分化也较为显著，在线招聘、猎头平台股价弹性更强。BOSS直聘（+49%）股价表现亮眼，一方面受益于制造业、服务业用工需求回暖，以及公司自身在蓝领业务上的持续布局，另一方面AI赋能预期强化盈利能力优化预期；同道猎聘同样受益于AI赋能预期（+38%），而其他入服标的则相对更侧重于传统模式、就业及白领用工环境温和复苏对业绩预期造成一定影响。

图：教育人服板块涨跌幅走势



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图：教育人服标的2025年区间涨跌幅



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

教育人服-收入：2025年总体表现稳健，职业培训收入增速提速

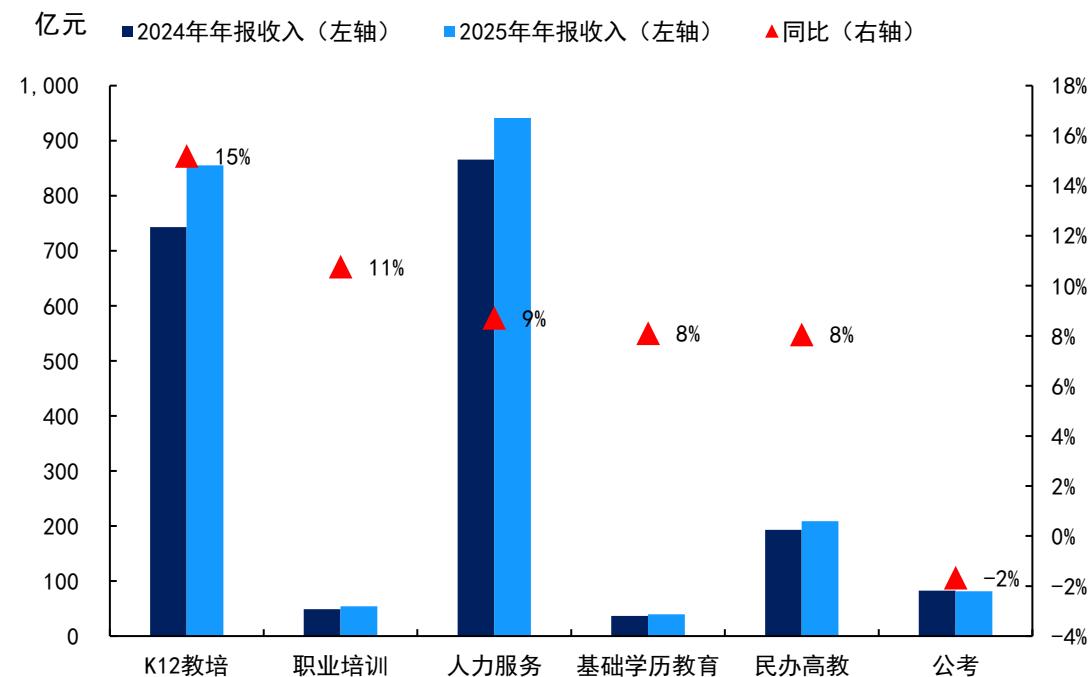


- 2025年教育人服行业整体维持稳健增长，仅公考赛道有所承压。从收入增速看，2025年国信社服教育人服板块总体营收同比增长11.0%，收入维持双位数增长，景气度仍存。教育板块受益于产能增长、招生规模扩张，人服板块受益于招聘及用工环境结构性边际改善。
- 从细分板块看，K12教培仍是收入同比增长最快的板块（+15%），但在供给端竞争加剧及基数逐步走高背景下，增速较2024年明显回落（+31%）；职业培训收入增速位居第二（+11%），且较2024年有所加快（+5%）；人力服务、基础学历教育与民办高教均维持稳健增长。公考龙头受竞争加剧及国考、部分区域省考减招影响，收入承压。

表：统计范围内的教育人服公司收入表现

子版块	股票代码	股票名称	2023年报	2024年报	2025年报	2025年同比
K12教培	000526.SZ	学大教育	22.13	27.86	32.27	15.8%
	9901.HK	新东方-S	280.54	376.12	400.87	6.6%
	TAL.N	好未来	94.41	148.69	202.80	36.4%
	1769.HK	思考乐教育	5.71	8.52	7.86	-7.8%
	3978.HK	卓越教育集团	4.89	11.02	19.04	72.8%
	GOTU.N	高途集团	29.61	45.54	61.47	35.0%
	002599.SZ	盛通股份	23.96	20.45	20.38	-0.4%
	300010.SZ	ST豆神	9.93	7.57	10.06	33.0%
	600661.SH	昂立教育	9.66	12.30	13.73	11.6%
	DAO.N	有道	53.89	56.26	59.09	5.0%
职业培训	002599.SZ	盛通股份	23.96	20.45	20.38	-0.4%
	300192.SZ	科德教育	7.71	7.95	7.55	-5.0%
公考	605098.SH	行动教育	6.72	7.83	8.11	3.5%
	0667.HK	中国东方教育	39.79	41.16	46.16	12.1%
基础学历教育	2469.HK	粉笔	30.21	27.90	26.77	-4.1%
	002607.SZ	中公教育	30.86	26.27	22.37	-14.8%
	300492.SZ	华图山鼎	0.00	28.33	31.98	12.9%
民办高教	1773.HK	天立国际控股	23.03	33.21	35.89	8.1%
	002659.SZ	凯文教育	2.54	3.20	3.47	8.4%
	0839.HK	中教控股	56.16	65.79	73.63	11.9%
	2001.HK	新高教集团	21.19	24.12	25.99	7.8%
	1765.HK	希教国际控股	35.82	37.32	39.60	6.1%
	1890.HK	中国科培	15.17	16.93	18.72	10.6%
	6169.HK	宇华教育	23.80	24.85	24.97	0.5%
	1969.HK	中国春来	14.98	16.31	17.91	9.8%
人力	1981.HK	华夏控股	7.59	7.82	7.88	0.7%
	BZ.O	BOSS直聘	59.52	73.56	82.68	12.4%
	6100.HK	同道猎聘	22.82	20.81	19.86	-4.6%
	600861.SH	北京人力	383.12	430.32	451.85	5.0%
	600662.SH	外服控股	191.56	223.07	241.29	8.2%
	300662.SZ	科锐国际	97.78	117.88	145.40	23.4%

图：教育人服板块收入体量及同比增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

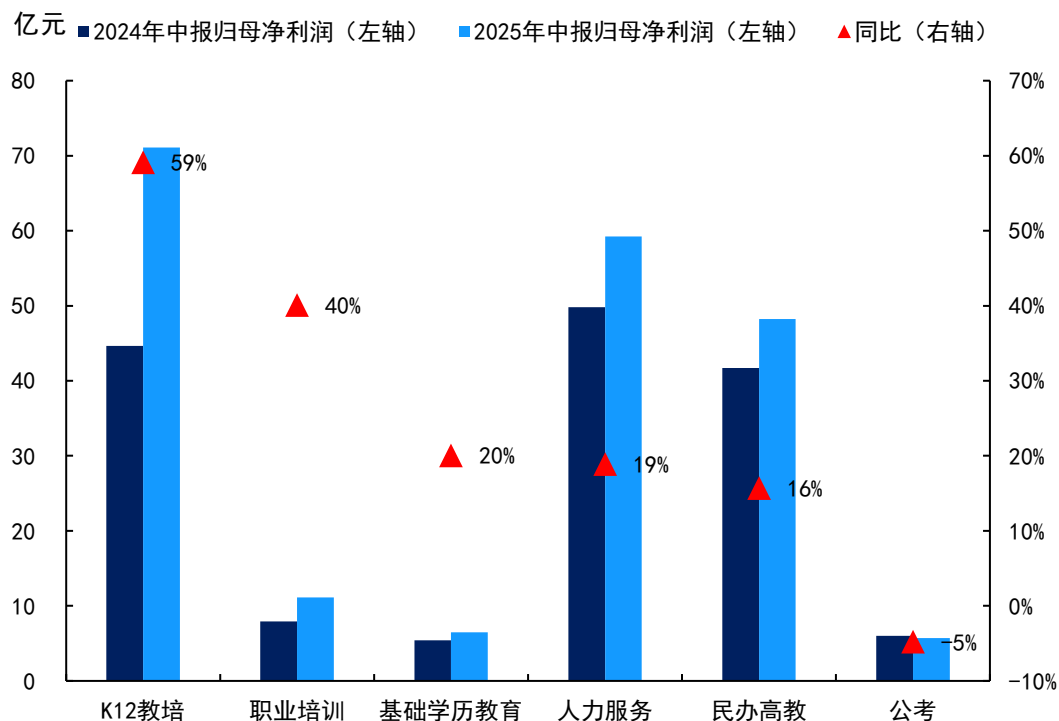
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理；注：新东方-S、好未来收入按自然年拟合

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

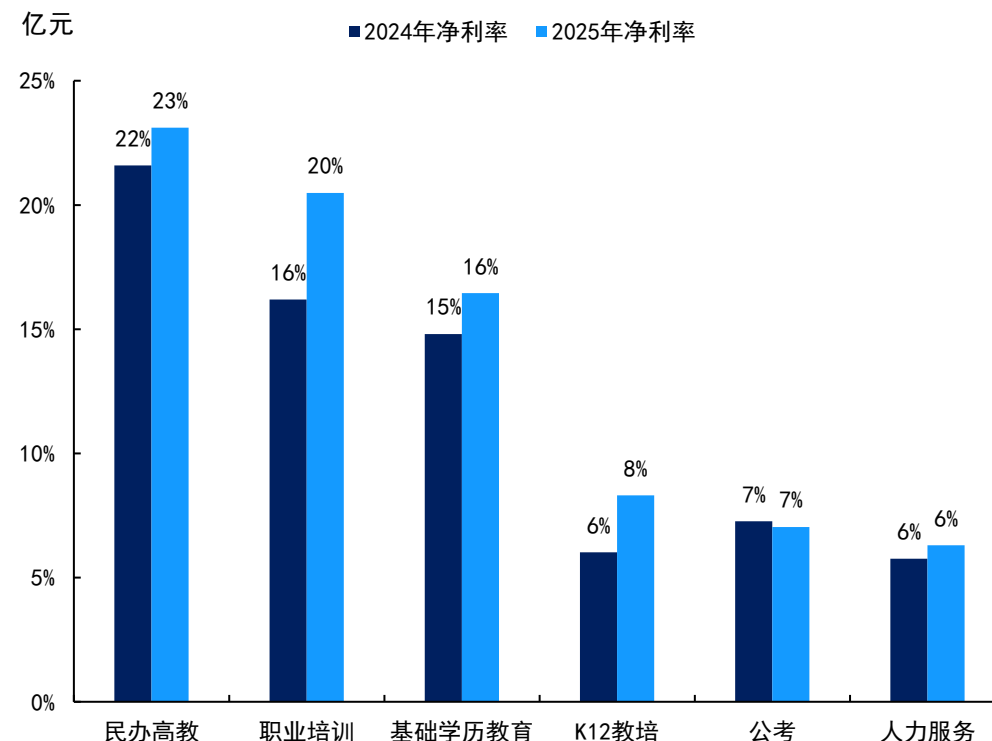
教育人服-利润：2025年盈利能力持续改善

- 2025年教育人服板块利润端表现优于收入端，延续改善趋势，归母净利润整体同比增长近30%。从利润增速看，K12教培仍是同比增长最快的板块（+59%），在收入增速较2024年明显放缓背景下，利润弹性大幅跑赢收入，反映产能爬坡期经营杠杆充分释放、班均人数提升及费率优化成效显著；职业培训利润增速位居第二（+40%），净利率从16%跃升至20%，提升幅度居板块首位，经营效率改善与业务结构优化双重驱动；基础学历教育、人力服务、民办高教利润增速分别为+20%、+19%、+16%，与收入端稳健增长相匹配。公考板块受收入下滑及竞争加剧拖累，归母净利润同比下降5%，为唯一利润负增长的子板块。
- 从盈利能力看，民办高教净利率维持板块最高（23%），职业培训跃升至20%紧随其后，基础学历教育16%稳健改善；K12教培净利率虽仅8%，但同比提升2个百分点，利润率改善弹性居板块前列，未来随产能持续爬坡仍有较大提升空间；公考净利率持平于7%，收入承压下控费见效、利润率未进一步恶化；人力服务净利率6%维持稳定。总体而言，板块利润增速与收入增速的剪刀差显示，K12教培和职业培训仍处于经营杠杆释放期。

图：教育人服板块归母净利润体量及同比增速



图：分子板块净利率对比



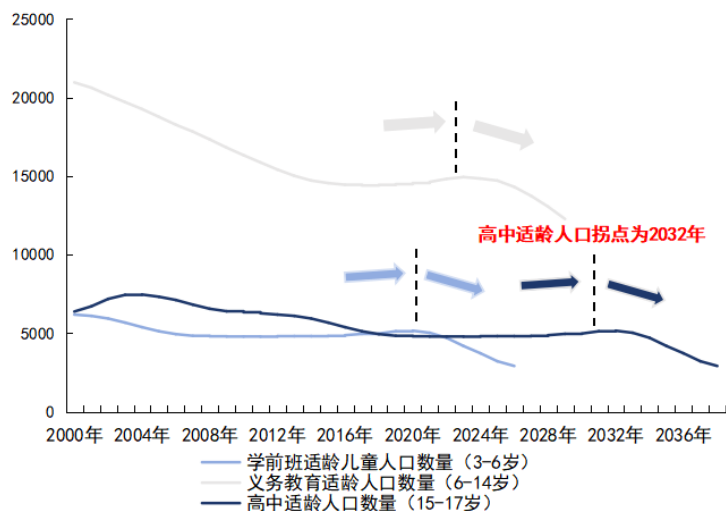
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理
注：港美股公司若披露经调整净利润的，按经调整后的计入
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理
注：港美股公司若披露经调整净利润的，按经调整后的计入

教育人服-趋势与展望：人口、政策与就业

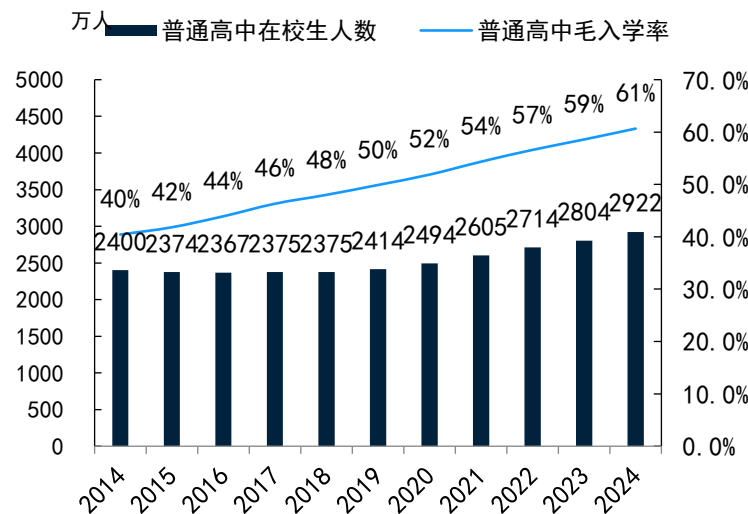
- 人口下行对教育板块的影响是结构性的，1) 高考参考人数预计仍将维持高位。2011-2017年我国迎来新一轮出生人口高峰，适龄参考人数至少十年内仍将维持高位。且2018年以来，随着教育资源供给的不断完善，普通高中持续扩招，我国普通高中毛入学率持续走高。2) 此外，人口区域流动也在重塑教育资源配置。2022-2024年人口净流入主要集中在广东、浙江等东南沿海省份，且省内继续向省会和中心城市集聚，大湾区K12教培机构预计仍将继续受益于人口红利。
- 结构性就业矛盾仍存，蓝领和技能型岗位迎来再定价。2026年全国普通高校毕业生预计1270万人，2025年青年城镇调查失业率高于平均，意味着青年就业焦虑仍然处于高位。叠加产业升级过程中的传统行业转岗压力，以及AI对传统白领行业的冲击，就业市场已从总量不足转向结构错配。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。根据人社部信息中心发布的《2024大学生就业力调研报告》，从学历来看，截至2024年6月大专应届毕业生获得offer的比例最高，占比56.6%，同比提升2.2pct。

图：出生人口数拐点



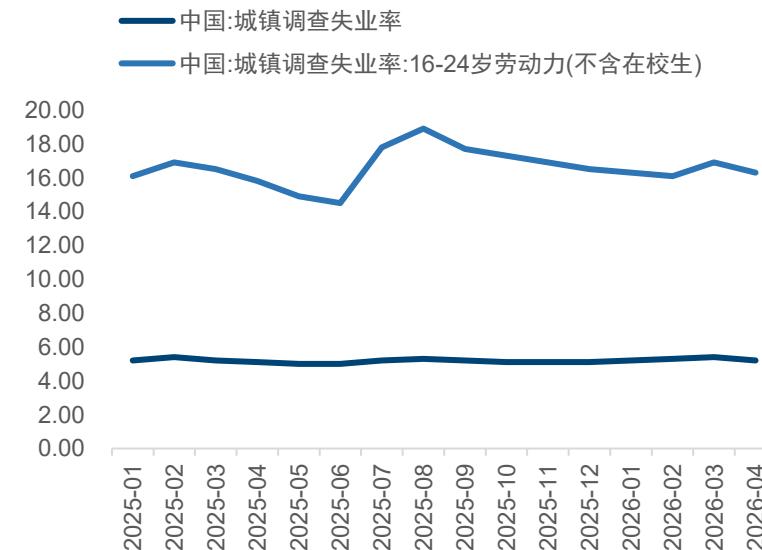
资料来源：教育部，国信证券经济研究所整理

图：普高毛入学率数据测算



资料来源：教育部，国信证券经济研究所整理

图：城镇调查失业率

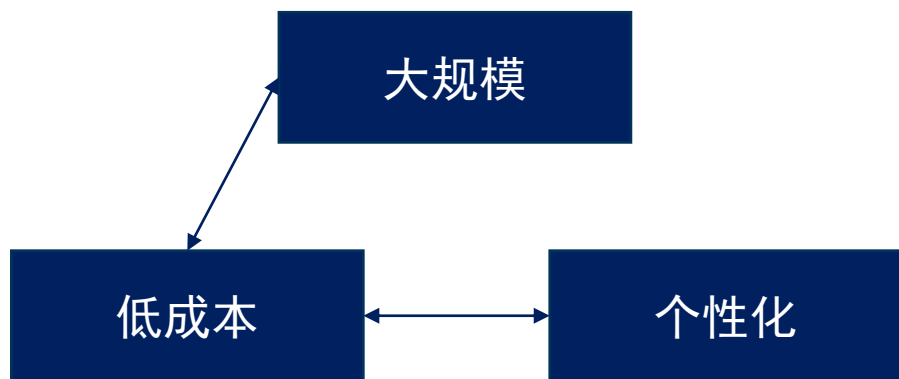


资料来源：教育部，国信证券经济研究所整理

教育人服-趋势与展望：AI对教育人服板块的系统性影响

■ AI正从三个维度重塑教育与人服行业底层逻辑。效率提升层面，教育人服公司已在日常运营中融入AI办公教师/顾问人效显著提升、费用率下行、毛利率中枢抬升，并已反映在2025年上市的教育人服板块公司利润率的提升上。商业模式层面，AI正在重塑教育“规模化、个性化、公平化”的不可能三角，推动收费逻辑从人头制向订阅制、智能学伴、AI训练场及硬件+内容一体化延伸；人服端则在探索AI招聘Agent，强化匹配效率、打造数字化交付。而伴随AI coding的诞生，市场也有部分担忧，AI将缩短中小机构与头部机构间的技术差异，但目前来看，头部机构和平台积攒的多年运营信息数据仍是重要的护城河。更为宏观的就业层面，AI对总体就业环境影响温和，但对知识密集型白领、初级岗位的挤压可能更为显著，中国AI应用落地较快，在此背景下，蓝领技能培训、灵活用工与精准人岗匹配的重要性将进一步强化，职业教育与外包交付赛道具备逆周期配置价值。

图：教育行业的不可能三角



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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
有效提高教学质量	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
	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	能围绕教学场景为学生提供教学辅助	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

资料来源：多鲸，国信证券经济研究所整理

教育人服-展望：聚焦升学与就业主线，关注AI产品落地商业化进程



- 主线一：升学与就业刚需驱动的培训服务。推荐直接赋能就业的蓝领职业技能培训龙头中国东方教育、企业家培训龙头行动教育、中高考个性化培训龙头学大教育等。
- 主线二：技能错配驱动的职业教育与灵活用工。AI冲击白领岗位，蓝领技能再培训、灵活就业匹配需求具备逆周期属性。推荐蓝领职业技能培训龙头中国东方教育，人服板块优先重点推荐持续布局蓝领业务及推出首个AI招聘垂类大模型的招聘平台巨头BOSS直聘；其次推荐业绩确定性高、AI应用各有特色的北京人力、科锐国际、同道猎聘等，关注中高端招聘修复
- 主线三：AI从主题走向利润表兑现的教育科技与人服科技。疫后从供给缺失过渡到品质优先，AI成为提供个性化教学、满足旺盛需求同时控本的关键工具，建议关注AI产品落地商业化进程。

盈利预测表

表：出行链盈利预测

	代码	股票名称	总市值	业绩预测			业绩预测对应YoY			PE	
				2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2026PE	2027PE
免税	601888.SH	中国中免	1,188	35.86	50.67	60.08	-0.16	41%	19%	23	20
	600859.SH	王府井	120	-0.40	2.15	2.50	-1.15	640%	16%	56	48
	600515.SH	海南机场	352	2.19	2.35	2.62	-0.52	8%	11%	150	134
	600185.SH	珠免集团	98	-10.29	4.68	6.28	0.32	145%	34%	21	16
平台	0780.HK	同程旅行	285	34.03	39.21	44.73	22.2%	15%	14%	7	6
	TCOM.O	携程集团	2,327	318.39	200.03	230.16	76.5%	-37%	15%	12	10
	3690.HK	美团	4,295	-186.48	-94.46	30.35	-142.6%	49%	132%	-	142
	2643.HK	曹操出行	160	-5.08	-1.48	1.86	59.3%	71%	226%	-	86
酒店	600258.SH	首旅酒店	146	8.11	9.52	10.67	0.6%	17%	12%	15	14
	600754.SH	锦江酒店	214	9.25	11.55	13.80	1.6%	25%	19%	19	16
	301073.SZ	君亭酒店	42	0.23	0.66	1.05	-8.4%	188%	58%	63	40
	HTHT.O	华住集团	950	49.41	56.24	63.13	32.9%	14%	12%	17	15
	ATAT.O	亚朵	310	17.53	21.13	25.59	34.2%	21%	21%	15	12
景区	603099.SH	长白山	102	1.29	1.69	2.02	-10.3%	31%	20%	60	50
	002033.SZ	丽江股份	48	2.13	2.46	2.74	1.2%	15%	11%	20	18
	603199.SH	九华旅游	36	2.13	2.41	2.66	14.4%	13%	10%	15	14
	600054.SH	黄山旅游	79	2.92	3.55	4.03	-7.2%	21%	14%	22	20
	000888.SZ	峨眉山A	53	2.20	2.40	2.76	-6.2%	9%	15%	22	19
	002627.SZ	三峡旅游	51	0.64	1.68	2.16	-45.6%	163%	29%	31	24
	300144.SZ	宋城演艺	173	8.18	9.52	10.56	-22.0%	16%	11%	18	16
	002159.SZ	三特索道	26	1.43	1.80	2.19	1.0%	25%	22%	14	12

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；注：货币单位为人民币，其中王府井、珠免集团、君亭酒店、黄山旅游、峨眉山A、三特索道为Wind一致预期

盈利预测表

表：餐饮、茶饮、教育人服板块

类型	代码	股票名称	总市值	业绩预测			业绩预测对应YoY			PE估值	
				2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2026PE	2027PE
正餐	0999. HK	小菜园	74	7.15	6.86	7.87	22%	-4%	15%	11	9
	9922. HK	九毛九	19	0.58	1.91	2.82	-45%	228%	48%	10	7
	603043. SH	广州酒家	80	4.88	5.22	5.55	0%	7%	6%	15	14
	6831. HK	绿茶集团	43	4.86	6.50	8.15	39%	34%	25%	7	5
	605108. SH	同庆楼	35	1.02	1.20	1.53	2%	17%	28%	29	23
快餐	9987. HK	百胜中国	1,039	63.34	69.48	75.38	2%	10%	9%	15	14
	2408. HK	遇见小面	25	1.35	2.35	3.51	112%	74%	49%	11	7
	9869. HK	海伦司	13	0.68	-	-	4%	-	-	-	-
火锅	6862. HK	海底捞	619	40.50	45.05	50.28	-13%	11%	12%	14	12
	9658. HK	特海国际	58	2.48	3.17	4.07	67%	28%	28%	18	14
	2517. HK	锅圈	57	4.61	6.20	7.70	48%	35%	24%	9	7
咖啡	LKNCY. 00	瑞幸咖啡	621	36.00	42.80	56.15	28%	19%	31%	15	11
	2097. HK	蜜雪集团	872	58.87	67.40	78.10	32%	14%	16%	13	11
茶饮	1364. HK	古茗	472	25.75	32.09	38.97	67%	25%	21%	15	12
	2555. HK	茶百道	68	8.33	9.18	10.51	29%	10%	14%	7	6
	2589. HK	沪上阿姨	134	5.01	5.78	6.77	36%	15%	17%	23	20
K12教培	000526. SZ	学大教育	35	1.95	2.82	3.52	9%	45%	25%	13	10
	9901. HK	新东方-S	501	25.30	33.57	38.49	23%	33%	15%	15	13
职业培训	3978. HK	卓越教育集团	24	3.05	3.63	4.21	58%	19%	16%	7	6
	605098. SH	行动教育	69	3.20	3.88	4.46	19%	21%	15%	18	15
	0667. HK	中国东方教育	92	7.92	10.98	13.75	51%	39%	25%	8	7
基础学历教育	300492. SZ	华图山鼎	84	2.41	3.51	4.33	354%	46%	23%	24	19
	1773. HK	天立国际控股	26	6.64	7.41	8.21	15%	12%	11%	4	3
人力	BZ. 0	BOSS直聘	440	36.47	42.27	47.97	34%	16%	13%	10	9
	6100. HK	同道猎聘	10	1.03	1.18	1.42	-17%	15%	21%	9	7
	600861. SH	北京人力	81	11.70	8.79	10.04	48%	-25%	14%	9	8
	300662. SZ	科锐国际	41	3.14	3.6	4.17	53%	15%	16%	11	10

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；注：货币单位为人民币，其中九毛九、绿茶集团、沪上阿姨、茶百道、海伦司、特海国际、瑞幸咖啡、同道猎聘为Wind一致预期

- 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