

财报总结系列之出行链暨9月投资策略： 板块结构性景气，双节叠加政策红利提振预期

行业研究 · 行业投资策略

社会服务

投资评级：优于大市（维持评级）

证券分析师：曾光

0755-82150809

zengguang@guosen.com.cn

S0980511040003

证券分析师：张鲁

010-88005377

zhanglu5@guosen.com.cn

S0980521120002

证券分析师：杨玉莹

yangyuying@guosen.com.cn

S0980524070006

联系人：周瑛皓

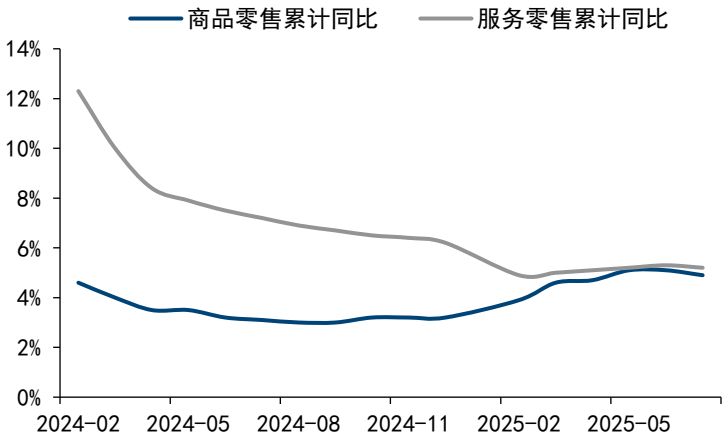
zhouyinghao@guosen.com.cn

- **行业回顾与展望：体验经济与性价比结构性景气共存，服务消费政策加码、AI迭代、出海与下沉筑增量。**出行链呈现四大特点：1) 消费大盘总体平稳中结构景气，居民服务消费占比持续提升，理性消费趋势延续，体验经济与性价比消费受青睐。2) 强品牌、强渠道份额提升，OTA受益于线上化渗透酒店间夜增速高于行业，头部酒店凭借产品+供应链+会员三重优势门店增速快于行业。3) 平台分化明显，龙头核心思路在于构筑流量生态闭环并提高总体变现，其中网约车、OTA格局稳定，国内利润率持续优化，外卖闪购因竞争扰动短期承压。4) OTA、酒店龙头公司均注重提高现金分红。**展望后续：**1) 政策加码助力服务消费潜力释放，对标海外我国服务消费占比有较大提升潜力。2) Z世代与银发经济值得关注，前者情绪价值等悦己型消费表现突出，后者高线人群追求品质生活。3) 出海与下沉市场提供增量，同程、华住等深入下沉市场，携程国际平台快速获取份额。4) AI技术变革将助力企业提效，在OTA、网约车、酒店等领域均有应用潜力，优化成本、提升ROI。
- **板块总结：2025Q2出行链总体稳健，强渠道与强品牌具备结构性亮点。****财报端，**2025Q2出行链总体收入同比+9%，归母/扣非净利润同比-65%/-43%，本地生活竞争加剧下环比走弱；其中A股出行链总体收入-3%，归母/扣非净利润同比-25%/-18%，环比改善。子板块中平台公司表现分化，其中OTA与网约车格局稳定下总体业绩兑现突出，随基数回落酒店、景区、A股餐饮板块环比Q1改善，演艺、免税、旅行社环比Q1承压。**行情端，**出行链总体平淡，年初至今A股社服板块整体跑输基准2.72pct，Q2末社服板块基金持仓环比回落0.07pct，较25Q1下降0.07pct。但结构性亮点突出，网约车、部分景区、部分酒店收获超额收益，OTA去年收获较高涨幅后今年以震荡为主但中报后也逐步接近历史新高水平。结合子行业景气度高低，依次整理基本面情况如下：
 - **OTA：旅游需求稳健增长，强渠道线上渗透提升与好格局叠加，利润释放优于预期表现。**携程与同程代表高线与低线城市的旅游β，携程Q2收入超预期核心来自国内酒店间夜增长，而国际业务拉动收入连续两季度增长超16%；同程国内机酒业务稳步扩容、出境游带动向上增量，平台酒店价格优于行业率先转正，同时积极发力酒管等拓展新曲线；行业好格局下，龙头均持续优化营销与补贴效率，国内利润率持续改善。展望后续，OTA有望直接受益于服务消费政策加码，携程国际业务份额提升带动增长中枢，后续若兼顾规模与盈利则利润率有进一步向上空间；同程强化产品丰富度与上游产业链布局承接下沉出游红利，变现强化支撑利润率稳步上行。
 - **网约车：行业总体利润率改善，Robotaxi积极推进。**网约车行业正处于盈利良性发展阶段，背后是格局稳定向好。曹操出行背靠吉利系主机厂，立足自有定制车车队，通过轻资产开城模式与聚合平台战略，实现规模与效率的双重提升，短期网约车主业份额提升与推进减亏初显成效，卡位吉利Robotaxi关键环节赋能中线成长。
 - **酒店：强品牌公司表现领先，板块有望逐步进入供需预期企稳阶段。**二季度总体酒店利润释放优于悲观预期表现，其中亚朵酒店与零售势能均处于上行周期表现最为突出。今年以来行业供给增速中高个位数，集团开店速度高于行业水平，但除亚朵外龙头集团储备店较此前高峰期放缓，考虑业态本身吸引力不变行业供给扩张降速可能偏渐进；经营逐步企稳，行业与集团RevPAR降幅逐季度收窄，但行业供给扩容背景下新店老店表现分化加剧，在此背景下龙头通过效率提升、关闭亏损直营门店、轻资产占比提升等方式改善利润率水平；后续来看，Q4商旅主导下仍有不确定性，但国庆双节需求向好有望对继续企稳趋势构成一定支撑。
 - **景区演艺：板块总体表现分化，关注双节催化与资产扩容。**二季度成熟自然景区收入大多个位数上下波动，长白山因天气扰动承压，九华受益于交通改善、祥源有资产整合加持维持双位数增速，宋城演艺有所承压；利润端固定杠杆也会放大营收变化，部分景区推进精细化管理、费用率优化。暑期景区板块整体表现平稳，其中长白山增势突出。国庆中秋双连有望带动暑期因天气扰动未充分释放的出游需求，结合超长假期拼假方案预计对长线游有望形成带动。
 - **免税：海南免税降幅收窄但线上有税竞争扰动，关注龙头经营拐点与封关推进。**二季度中免收入降幅改善但毛利率边际走弱下净利润降幅环比一季度扩大，后续来看继续跟踪海南免税企稳节奏及封关政策推进；同时多个城市市内店逐步开业带来中线增长空间，但当前政策尚存在优化空间，短期业绩贡献预计相对有限。
- **投资建议：**总体上出行链呈现结构性亮点，其中尤其强渠道、强品牌公司走出自身α，国庆双节叠加政策加码有望提振板块预期。结合目前经济环境和市场风格，建议配置**携程集团-S、亚朵、同程旅行、BOSS直聘、小菜园、古茗、蜜雪集团、卓越教育集团、中国东方教育、豆神教育、长白山**等。
- **风险提示：**宏观、疫情等系统性风险；政策风险；收购低于预期、股东减持风险、市场资金风格变化等。

■ 出行链特点回顾：

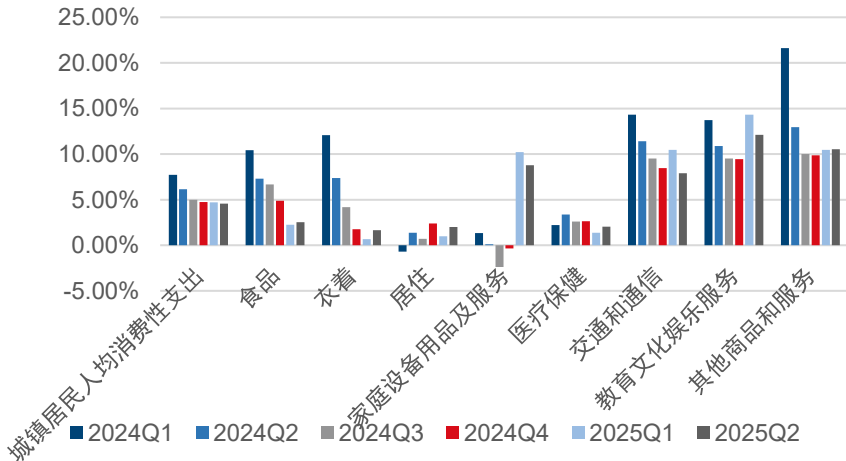
- 1) 消费大盘总体平稳，结构性景气。1-8月我国社会零售品总额同比4.6%，总体消费表现平稳。从结构上，居民服务消费占比持续提升，1-8月服务消费/商品消费同比分别增长5.1%/4.8%；另外参考城镇居民人均消费支出，2025Q1/Q2教育文娱支出增长均维持双位数，可选服务消费呈现结构性景气。从特点上，居民理性消费趋势延续，同时注重体验经济与性价比消费，其中体验经济更注重自身感受，体现在悦己、注重身心健康、品质升级等方面，其中出行链中代表如旅游人次持续维持稳健增长、亚朵星球零售立足睡眠产品升级销量持续上行；而性价比不等于低价，更多是质价比，参考STR数据节假日期间高端酒店入住率表现更优，众多小县城、三四线城市等凭借自身的特色旅游资源、日益完善的基础设施以及高性价比，吸引高线城市游客。

图：商品零售与服务零售累计同比增速



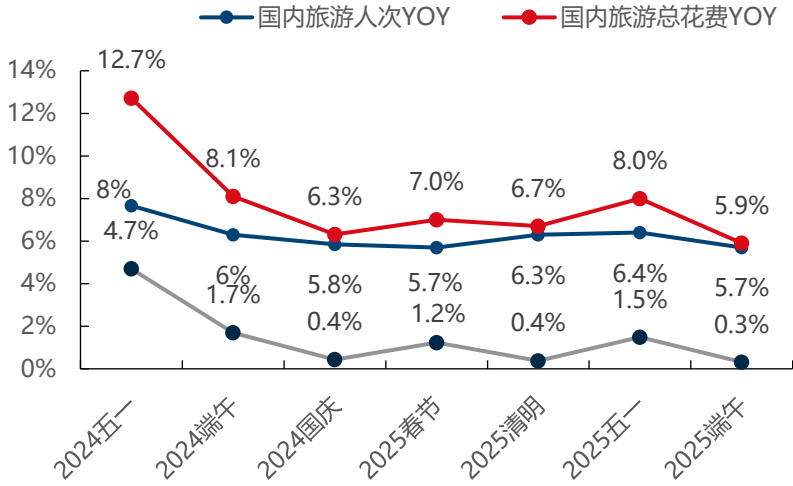
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：教育文化娱乐服务支出增速高于其他



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：国内游情况

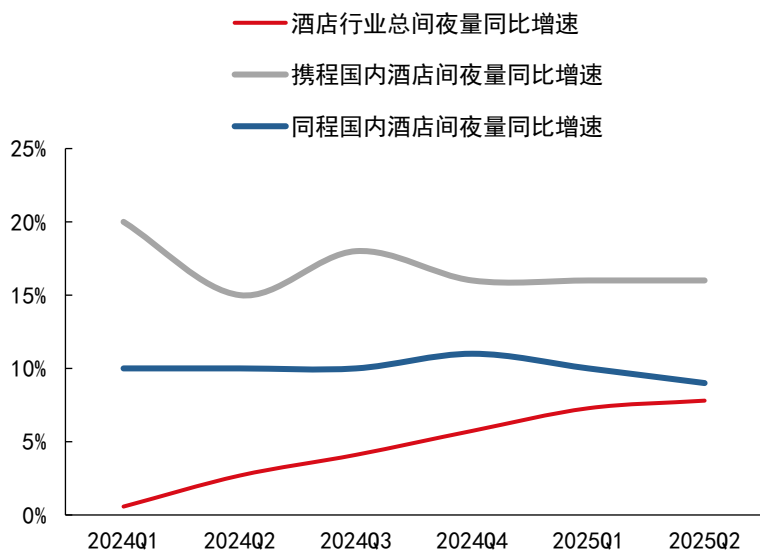


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

■ 出行链特点回顾：

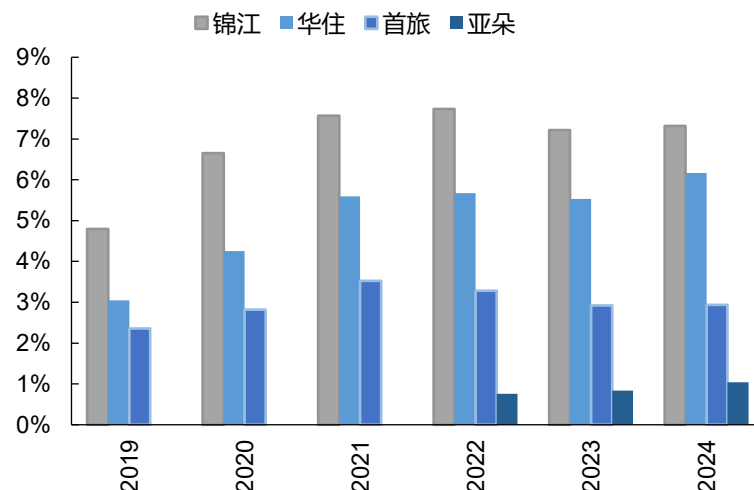
- 2) 供给侧，优质龙头集中度提升。消费总体稳健背景下，流量向优质产品与渠道集聚，推动龙头集中度提升；以酒店行业为例，酒店行业供给扩张，对于第三方多元渠道的依赖度增加，反映出OTA酒店间夜量增速高于行业整体，其中携程集团间夜量增速进一步领先，背后预计来自平台对于年轻客群演唱会经济、银发族出游等新消费增量的挖掘。同时，头部酒店集团门店增速亦快于行业整体，供给扩张内卷背景下行业RevPAR下滑，龙头通过打磨迭代产品、供应链、会员体系，获得更多加盟商青睐，推动集中度提升。

图：OTA间夜量增速高于行业大盘



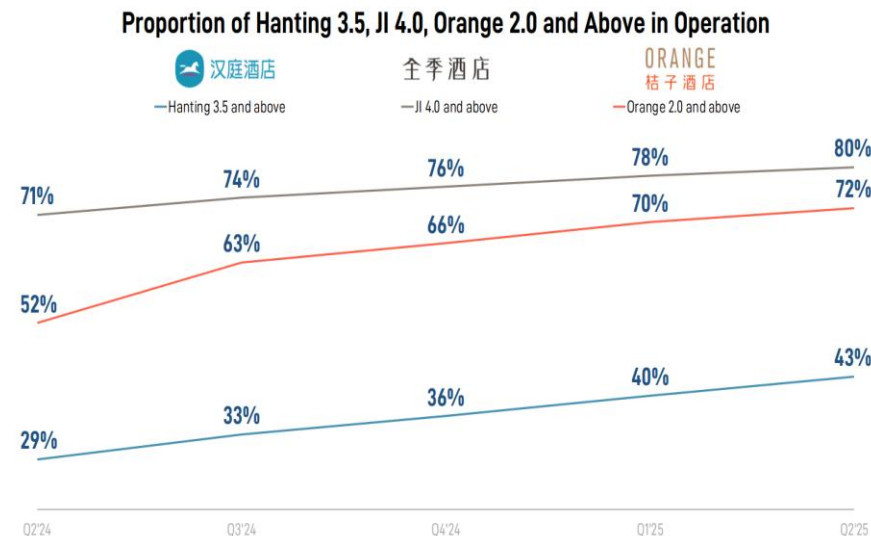
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：酒店龙头份额提升



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

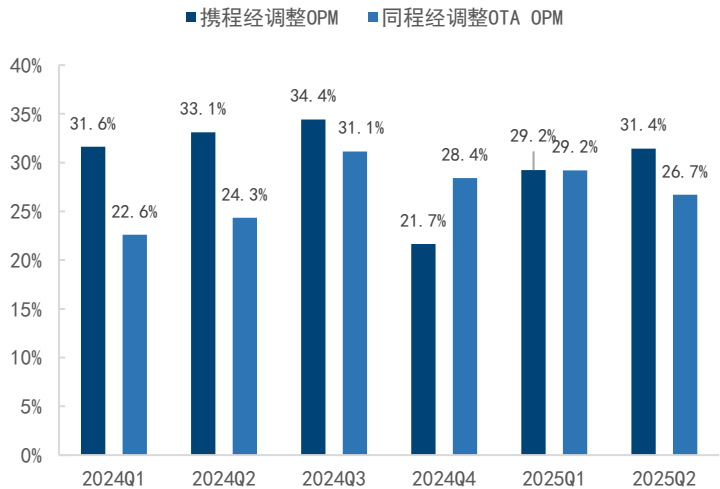
图：酒店龙头产品持续优化迭代



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

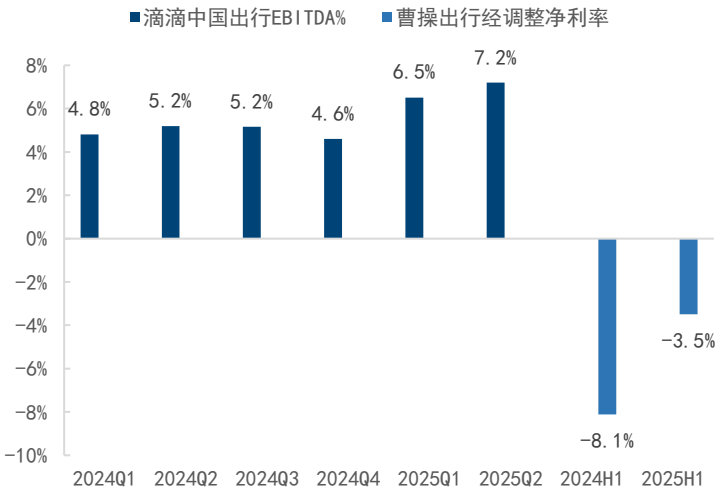
- 出行链特点回顾：
- 3) 线下服务平台竞争分化，龙头注重流量生态闭环。线下服务平台经济呈现出分化发展态势，OTA、网约车总体格局稳定进入变现提升阶段；外卖闪购则因高频入口再掀补贴利润短期承压。**OTA行业**，头部平台凭借丰富的供应链资源和完善的服务体系，格局相对稳定。携程2025Q2经调整营业利润率为31.4%/-1.7pct，主因海外投资增加，剔除海外后估算主站利润率同比提升；同程Q2OTA业务经调整营业利润率为26.7%/+2.4pct。**网约车行业**，滴滴“一超多强”格局稳定，2025Q2中国出行 GTV 同比增长 12.2%，经调整EBITDA/收入为7.2%/+2pct；曹操出行在快速渗透阶段订单高增长同时亏损幅度逐渐收窄。**外卖行业**，补贴力度加大拖累经营表现，2025Q2美团经调整净利率为1.6%，同比-14.9pct，受补贴扰动到家业务Q2预计亏损；考虑到当下竞争加剧现状，公司预计核心本地商业业务在第三季度将出现较大规模亏损。

图：携程、同程利润率变化



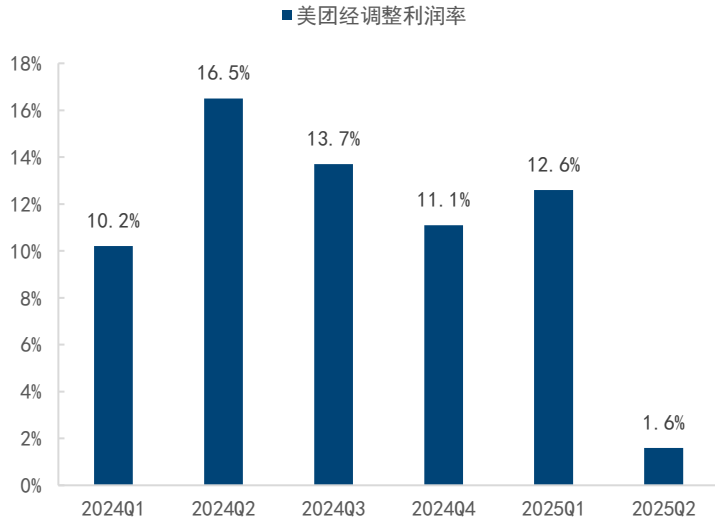
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：滴滴中国出行业务、曹操出行利润率变化



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：美团利润率变化



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

- 出行链特点回顾：
- 4) 龙头注重提高现金分红提升。部分行业稳定增长+良好竞争格局下股东回报持续性增强。酒店行业龙头公司主要业绩增长来自轻资产门店扩张，头部玩家龙头地位稳固；OTA赛道酒店供应链与用户的双边积累巩固龙头地位，形成壁垒后竞争格局相对稳定；由此也给予现金流稳定增长提供基础，海外公司成熟期股东回报均相对积极。国内玩家去年以来也在逐步增加股东回报力度，比如亚朵继续执行去年制定的三年派息计划，即每年累计派息不低于上一财年净利润的50%；此外公司2025年一季报宣布为期3年、总价值最高4亿美元回购计划；华住集团2024年推出3年最高可达20亿美元的股东回报计划；携程集团继出售部分海外资产股权后新增50亿美元大额回购计划。

图：国内外上市公司回购力度

名称公司	回购/股息计划	2024股东回报（百万美元）	总市值-20241231（百万美元）	2024年回报率
华住集团-S	3年累计最高20亿美元股东回报	767	10,753	7.1%
亚朵	3年分红率不低于50%，3年累计回购额度不超过4亿美元	/	3,700	/
携程集团-S	2025年初宣布6亿股东回报额度（2亿股息+4亿回购），新增50亿美元回购额度	298	47,550	0.6%
万豪国际 (MARRIOTT INTL)	约40亿美元回报计划，目前已完成12亿美元+25Q1每股普通股0.67美元的季度现金股息	4400	77,516	5.7%
希尔顿酒店 (HILTON)	2025年增加35亿美元的普通股回购计划，总授权额度将近48亿美元	3043	60,253	5.1%
洲际酒店集团	11亿美元回报额度（8亿回购+2.59亿股息）	1059	19,796	5.3%
BOOKING	2025年宣布不超过 2 亿美元普通股回购计划，剩余授权总额为2.59亿美元 + 25Q1每股9.60美元的季度现金股息	7683	164,438	4.7%
亿客行 (EXPEDIA)	50亿美元回购（2023年起）	1600	23,915	6.7%
爱彼迎 (AIRBNB)	2024年宣布60亿美元回购额度，目前已完成12亿	3430	83,310	4.1%

出行链展望：政策持续加码支持发展，对标海外潜在空间大

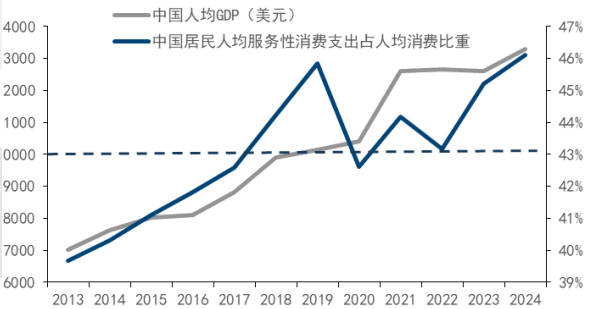
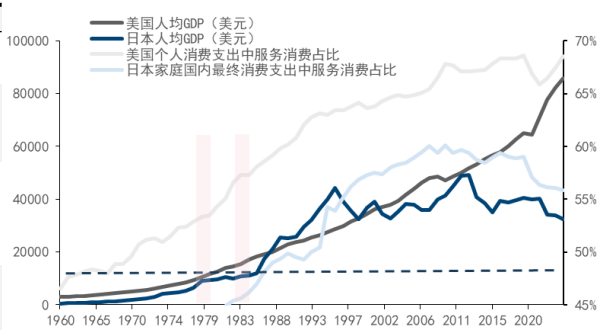
■ 出行链展望：

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

图：政策汇总

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

图：我国服务性消费占比有提升潜力

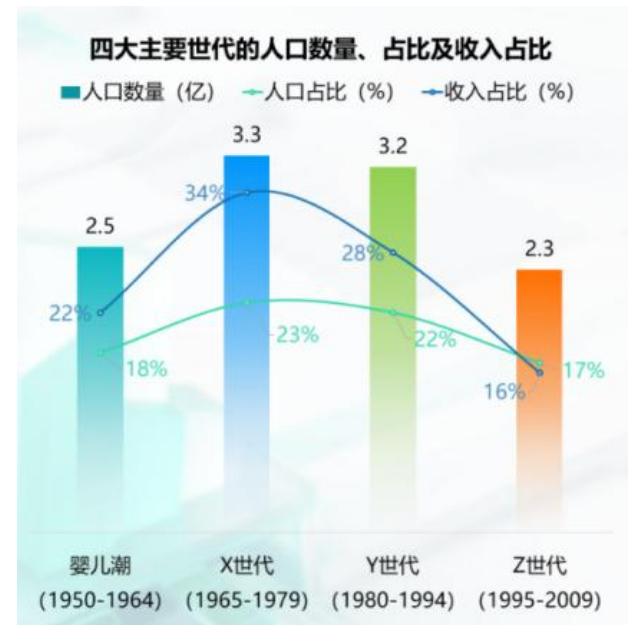


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

■ 出行链展望：

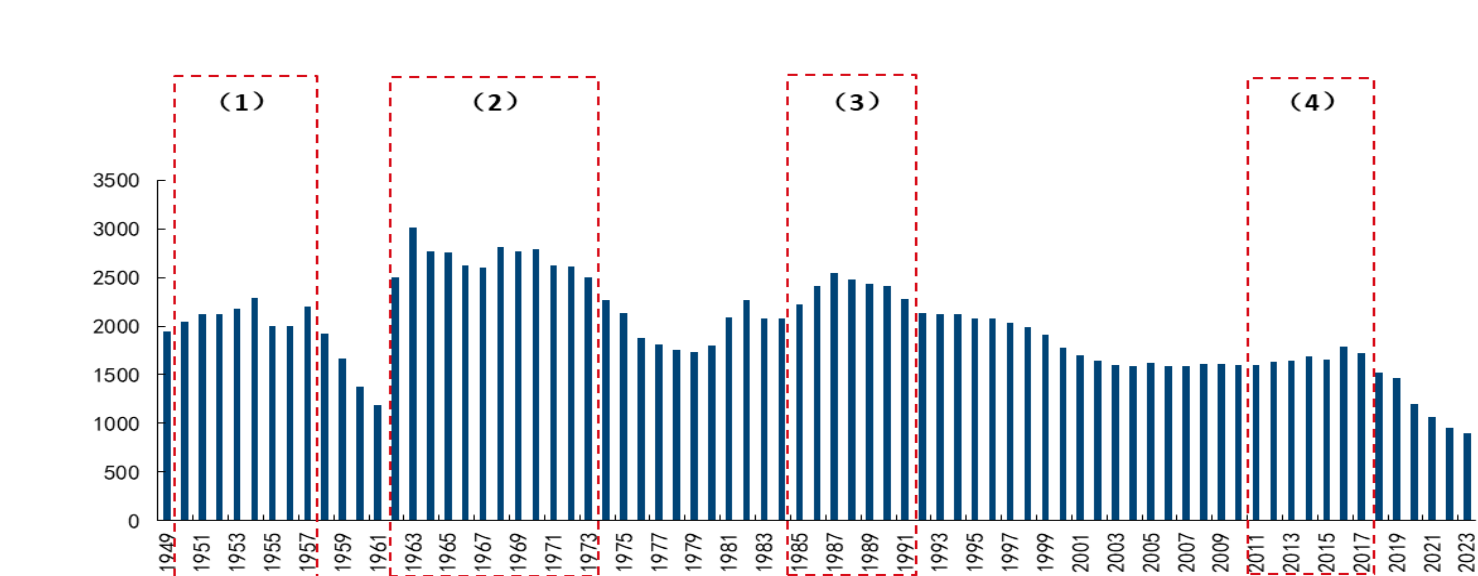
■ 2) 从人口结构看，关注Z世代与银发经济。Z世代以单身学生与普通职员为主，在餐饮、宠物、文化娱乐类的消费占比、金额及增速显著高于其他世代，年轻客群为互联网原住民（Questmobile调研显示90后/00后月人均上网时长比全网群人多17%），注重追求社交、情感陪伴与健康观念；根据麦肯锡2024、2025年连续两年问卷调查，Z世代对宏观经济和家庭财务状况态度维持相对乐观。我国新中国成立后经历4波人口出生高峰，其中1962年-1973婴儿潮每年出生人口2500多万，目前这一批次人口正在进入退休期；高线城市这部分人群曾经历改革开放经济发展期，拥有较强的资金支配自主性；根据麦肯锡消费趋势调查，这部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

图：四大主要世代人口数量、占比及收入占比



资料来源：MobTech研究院，国信证券经济研究所整理

图：新中国成立以来我国出生人口分布

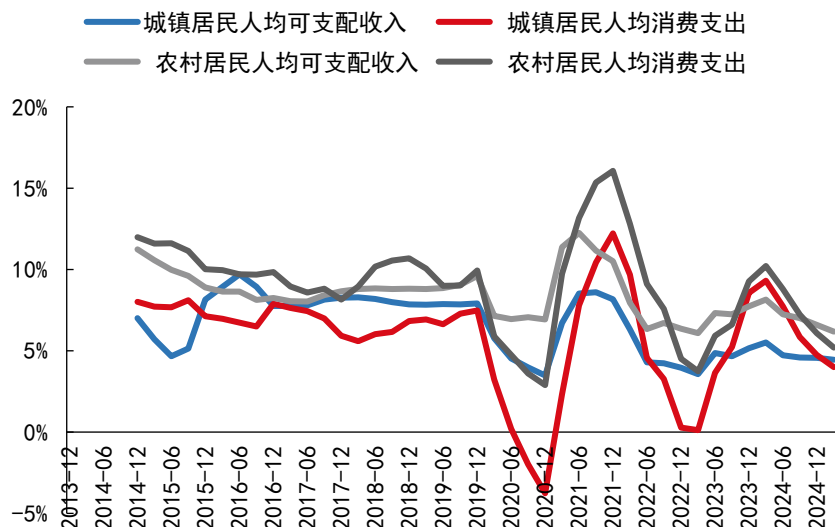


资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

■ 出行链展望：

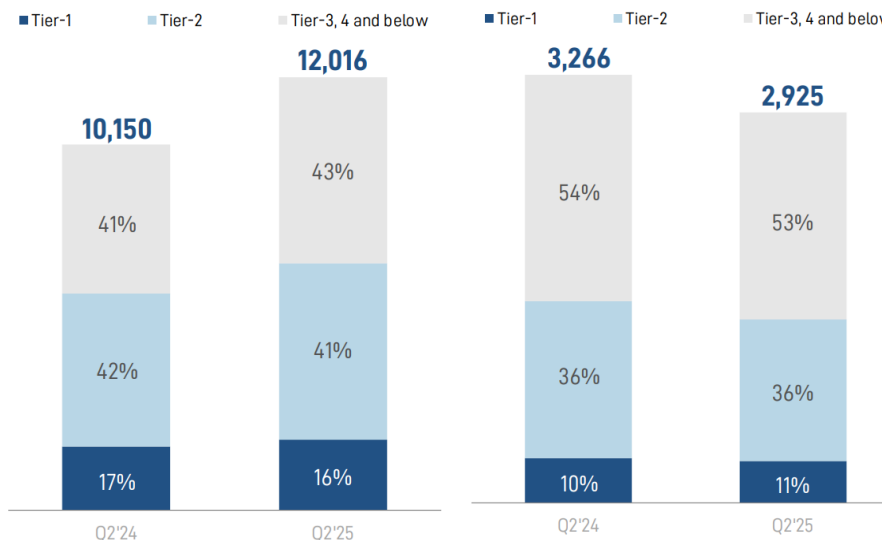
- 3) 出海与下沉提供增量。一方面，目前国内经济背景下低线城市客户仍在消费升级道路上，“需求未饱和”阶段家电、汽车、服务消费渗透率低，随收入提升边际消费释放空间远大于城镇。以深耕非一线城市的同程为例，25Q2平台上酒店预订业务ADR优先行业实现正增长，源于平台用户从低端酒店转往中端酒店的趋势在加快，同时平台月付费用户连续3个季度付费用户数在9%以上。又如华住集团，三大拳头品牌新模型积极拥抱下沉市场，集团储备店中三线及以下城市占比53%。另一方面，出海探索是企业获取增量重要途径，如携程把握出海发展窗口期及入境政策红利，国际平台以规模为先战略下保持投放增加与较快扩张，已经逐步在亚洲多个区域（如中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

图：农村居民人均可支配收入与人均消费支出增速领先



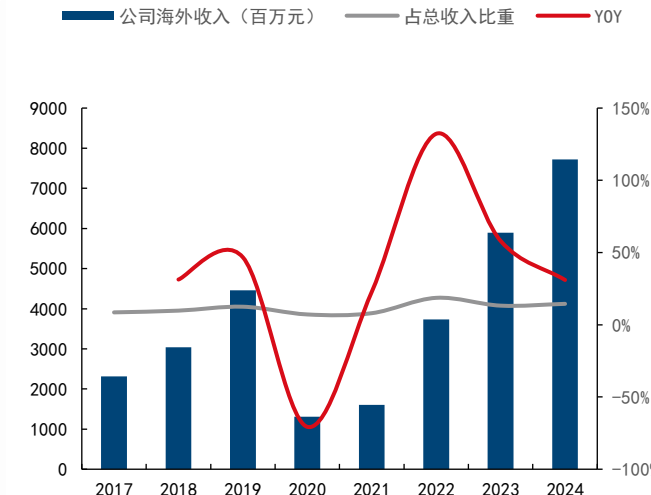
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：华住在营门店（左）与储备店（右）中不同城市分布



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图：携程海外收入占比

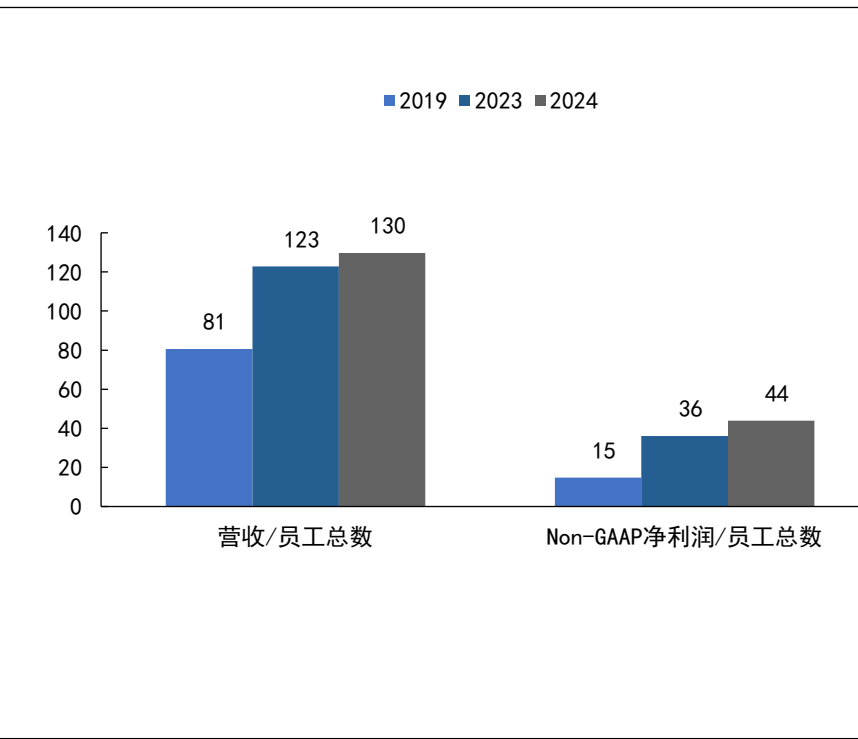


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

■ 出行链展望：

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

图：携程集团人均创利情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：OTA龙头加码生成式AI布局

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

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

出行链财报总结：Q2总体增速环比Q1放缓，部分行业呈现企稳改善



- 下文以社会服务行业-出行链公司为样本重点分析。
- 总体概述：2025Q2出行链总体收入增速环比略放缓，A股出行链收入降幅收窄；出行链总体利润降幅扩大，其中A股出行链降幅平稳收窄。2025Q2出行链总体收入同比+9%，归母/扣非净利润同比-65%/-43%，环比边际向下；其中A股出行链总体收入-3%，归母/扣非净利润同比-25%/-18%，环比边际改善。
- 子表现：2025Q2 OTA及本地生活平台走势分化，随基数回落景区、酒店、餐饮板块环比Q1改善，演艺、旅行社、免税环比Q1承压。子板块中，OTA及本地生活平台内部分化，美团受外卖业务竞争格局恶化扰动利润大幅下滑，其他平台格局偏稳定（OTA平台综合增速平稳，网约车平台中滴滴延续利润释放）。酒店、A股餐饮、景区随基数回落环比Q1边际改善，其中酒店行业向企稳逐步发展，景区中；演艺、免税、旅行社相对走弱，仍有一定压力。

图：社会服务行业-出行链年度业绩一览（同比增速）

	收入		归母净利润		扣非/经调净利润	
	25Q1vs24Q1	25Q2vs24Q2	25Q1vs24Q1	25Q2vs24Q2	25Q1vs24Q1	25Q2vs24Q2
出行链	10%	9%	62%	-65%	28%	-43%
A股出行链	-7%	-3%	-25%	-25%	-24%	-18%
OTA及本地生活	14%	12%	0%	0%	42%	-50%
景区	10%	11%	-7%	-2%	-7%	-4%
旅行社	10%	8%	5%	-96%	-50%	-150%
酒店	1%	6%	6%	12%	4%	11%
餐饮	0%	3%	-36%	34%	-41%	27%
综合	-11%	-6%	-203%	255%	-154%	154%
免税	-11%	-9%	-21%	-36%	-21%	-38%
演艺	0%	-16%	-2%	-49%	-4%	-51%

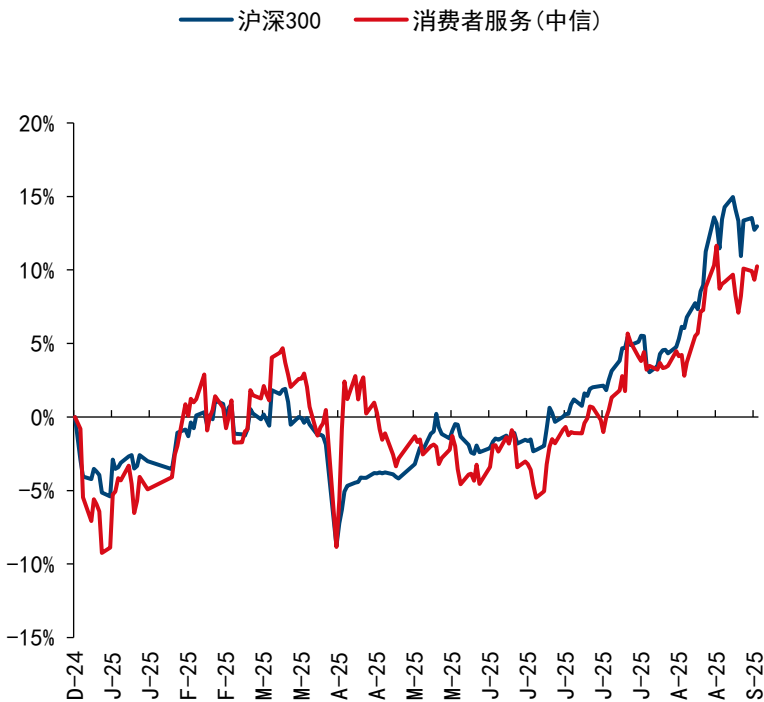
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

出行链行情复盘：年初至今部分景区、部分酒店、网约车收获超额



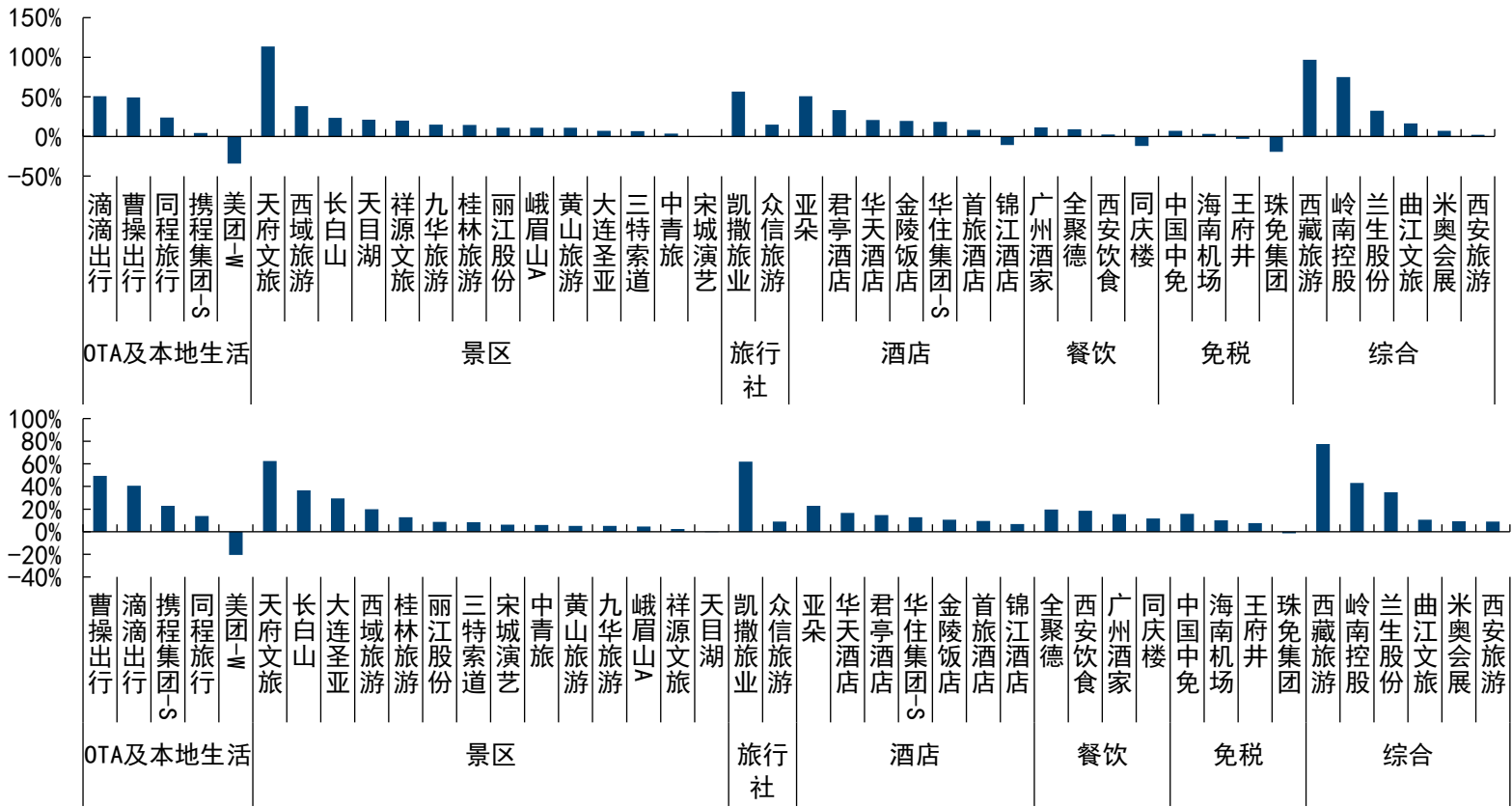
- 年初至今A股社服板块整体跑输基准。回顾今年以来社服板块行情（以中信行业分类为例），社服板块整体涨10.26%，跑输沪深300 2.72pct；伴随国家逐步出台促进消费相关政策，部分龙头预期迎来企稳好转，叠加本身市场流动性好转，板块录得上涨，但仍以结构性行情为主，相对跑输大盘。
- 出行链中，部分景区、网约车、酒店龙头涨幅居前。从出行链细分板块来看，2025年以来川超、避暑需求等带动天府文旅、长白山、西域旅游涨幅居前，滴滴出行利润处于释放通道、曹操出行叠加robotaxi主题在OTA与本地生活板块涨幅居前；酒店中亚朵业绩持续逆势上调预期股价表现突出。

图：2025.1-2025.9.10板块涨跌幅



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

图：2025.1-2025.9.10各公司涨跌幅（上）、2025.7-2025.9.10各公司涨跌幅（下）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

出行链基金持仓：2025Q2末社服板块基金持仓环比回落0.07pct，免税餐饮龙头增持居前



- 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。
- 2025Q2末，国信社服板块重仓基金持仓比例0.38%，较25Q1下降0.07pct。2025Q2末国信社会服务板块基金重仓持股比例为0.38%，环比25Q1下降0.068pct，板块基金持仓连续7个季度回落。
- 子板块：出行链中免税、景区增持居前，OTA减持居前。2025Q2 VS 2025Q1，免税、景区各增持0.007/0.008pct，其余板块均减持，OTA减持居前-0.045pct。其中餐饮板块目前持仓占比居各子板块首位，占比0.11%。
- 前十大基金重仓股：出行链中中国中免、百胜中国增持居前，同程旅行减持居前。2025Q2 VS 2025Q1，免税、餐饮龙头增持居前，中国中免、百胜中国各增持0.007/0.003pct，同程旅行减持0.045pct。

图：社服行业各板块基金配置占比

	19Q4	20Q4	21Q4	22Q4	23Q4	24Q4	25Q1	25Q2	环比变化
餐饮	0.007%	0.065%	0.011%	0.096%	0.041%	0.115%	0.116%	0.105%	-0.011pct
免税	0.600%	2.040%	0.847%	1.043%	0.214%	0.120%	0.090%	0.097%	0.007pct
OTA	0.000%	0.000%	0.000%	0.006%	0.005%	0.072%	0.076%	0.031%	-0.045pct
酒店	0.139%	0.096%	0.293%	0.401%	0.093%	0.074%	0.067%	0.046%	-0.021pct
演艺	0.473%	0.103%	0.094%	0.075%	0.075%	0.041%	0.039%	0.027%	-0.012pct
景区	0.003%	0.008%	0.010%	0.024%	0.010%	0.010%	0.006%	0.014%	0.008pct
教育	0.129%	0.074%	0.004%	0.016%	0.067%	0.004%	0.010%	0.022%	0.012pct
人服	0.011%	0.021%	0.039%	0.048%	0.055%	0.032%	0.043%	0.037%	-0.006pct
国信社服 板块基金 重仓比例	1.363%	2.407%	1.299%	1.712%	0.562%	0.468%	0.446%	0.378%	-0.068pct

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	环比变化
中国中免	0.599%	2.039%	0.844%	0.966%	0.180%	0.119%	0.090%	0.097%	0.007pct
百胜中国	0.000%	0.000%	0.000%	0.001%	0.005%	0.085%	0.088%	0.090%	0.003pct
同程旅行	0.000%	0.000%	0.000%	0.006%	0.005%	0.072%	0.076%	0.031%	-0.045pct
首旅酒店	0.031%	0.020%	0.059%	0.127%	0.047%	0.042%	0.037%	0.028%	-0.009pct
宋城演艺	0.473%	0.102%	0.091%	0.073%	0.065%	0.041%	0.039%	0.027%	-0.012pct
北京城乡	0.000%	0.000%	0.000%	0.018%	0.036%	0.022%	0.027%	0.022%	-0.005pct
锦江酒店	0.109%	0.076%	0.234%	0.257%	0.046%	0.031%	0.029%	0.018%	-0.011pct
豆神教育	0.019%	0.000%	0.000%	0.000%	0.000%	0.002%	0.003%	0.016%	0.013pct
科锐国际	0.011%	0.021%	0.039%	0.030%	0.018%	0.010%	0.015%	0.015%	-0.001pct
海底捞	0.004%	0.031%	0.000%	0.027%	0.010%	0.024%	0.022%	0.010%	-0.012pct

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

OTA：在出行产业链中景气度居前，格局向好推动国内利润稳步释放



- **携程集团：**2025Q2公司收入148.4亿元/+16.2%，环比Q1增速16.2%稳定，好于彭博预期的14.7%；Non-GAAP归母净利润50.1亿元/+0.6%，对应利润率为33.8%/-5.3pct。其中主业相关的经调整EBITDA为48.8亿元/+10.0%，环比Q1增速6.9%提升，好于彭博预期的1.5%，对应利润率为32.9%/-1.9pct。总体上，今年以来海外投入及占比提升带来利润率同比回落，但公司凭借优异执行力带来业绩超预期表现。
- **同程旅行：**Q2收入46.69亿元/+10.0%，归母净利润6.42亿元/+48.0%（股权激励同比降低、汇兑收益同比提升）；经调整净利润7.75亿元/+18.0%，利润率改善继续演绎。其中OTA收入+13.7%，OPM为24.7%/+2.4pct，去年上半年海外投入相对激进但此后公司更注重变现效率与盈利改善；受东南亚地区需求压力公司战略性收缩打包业务，Q2收入-8.0%，OPM为0.7%/+0.6pct，维持正向利润贡献。

图：同程旅行2024年业绩

百万元（2023为较2019年增速）	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
总营收	3,866	4,245	4,991	4,238	4,377	4,669
YoY	49.5%	48.1%	51.3%	34.8%	13.2%	10.0%
归母净利润	397	434	793	351	669	642
YoY	5.0%	21.9%	55.5%	13.1%	68.6%	48.0%
经调整归母净利润	558	657	910	660	788	775
YoY	10.9%	10.9%	46.6%	36.8%	41.1%	18.0%
经调整归母净利率	14.4%	15.5%	18.2%	15.6%	18.0%	16.6%
YoY	-5.0%	-5.2%	-0.6%	0.2%	3.6%	1.1%
1、OTA业务收入	3,203	3,526	4,013	3,457	3,792	4,008
YoY	23.9%	23.0%	21.6%	20.2%	18.4%	13.7%
交通票务服务	1,737	1,743	2,027	1,723	2,000	1,881
YoY	25.6%	16.6%	20.6%	17.0%	15.2%	7.9%
住宿预订服务	965	1,191	1,378	1,135	1,190	1,371
YoY	15.6%	12.8%	22.2%	28.6%	23.3%	15.2%
其他产品	502	592	609	599	603	755
YoY	36.0%	87.3%	23.7%	14.8%	20.0%	27.5%
OTA业务经营利润	724	858	1,249	983	1,107	1,070
YoY	6.6%	12.8%	50.4%	44.4%	52.8%	24.7%
经营利润率	22.6%	24.3%	31.1%	28.4%	29.2%	26.7%
2、Tourism收入	663	719	979	780	585	662
YoY					-11.8%	-8.0%
Tourism经营利润	44	0.7	24	18	26	4.4
经营利润率	6.6%	0.1%	2.4%	2.3%	4.4%	0.7%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：携程集团2024年业绩

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
总营收	11,905	12,772	15,873	12,744	13,830	14,843
YoY	29%	13.6%	15.5%	23.4%	16.2%	16.2%
Non-GAAP归母净利润	4,055	4,985	5,963	3,038	4,188	5,013
YoY	96%	45.2%	21.8%	13.6%	3.3%	0.6%
%	34.1%	39.0%	37.6%	23.8%	30.3%	33.8%
YoY	11.6pct	8.5pct	1.9pct	-2.1pct	-3.8pct	-5.3pct
Non-GAAP 营业利润	3,765	4,229	5,465	2,760	4,043	4,668
YoY	43.8%	21.7%	23.7%	4.3%	7.4%	10.4%
%	31.6%	33.1%	34.4%	21.7%	29.2%	31.4%
YoY	3.2pct	2.2pct	2.3pct	-4.0pct	-2.4pct	-1.7pct
住宿预订	4,496	5,136	6,802	5,178	5,541	6,225
YoY	29%	20%	22%	32.7%	23.2%	21.2%
交通票务	5,000	4,871	5,650	4,780	5,418	5,397
YoY	20%	1%	5%	16.4%	8.4%	10.8%
旅游度假	883	1,025	1,558	870	947	1,079
YoY	129%	42%	17%	23.6%	7.2%	5.3%
商旅管理	511	633	656	702	573	692
YoY	15%	8%	11%	10.7%	12.1%	9.3%
其他	1,031	1,123	1,234	1,238	1,371	1,471
YoY	39%	31%	41%	24.9%	33.0%	31.0%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

OTA：短期关注双节催化与政策提振，稀缺的好格局赛道

- 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



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：同程估值复盘



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

网约车：行业利润率持续优化，Robotaxi赋能中线成长



- 上半年回顾：滴滴集团层面从2024年开始进入盈利释放阶段，2025H1公司营收1097亿元/+9.7%，经调EBITDA 63亿元/+76%，经调净利润60亿元/+116%，经调净利润率5.4%。曹操出行为网约车行业龙二，背靠主机厂生态以定制车差异化竞争，2025年上半年营收95亿元/+53.5%，经调亏损3.3亿元/同比减亏34%，经调整亏损率3.5%。
- 网约车行业正处于盈利良性发展阶段，背后是格局稳定向好。曹操出行背靠吉利系主机厂，立足自有定制车车队，通过轻资产开城模式与聚合平台战略，实现规模与效率的双重提升，短期网约车主业份额提升与推进减亏初显成效，卡位吉利生态Robotaxi关键环节赋能中线成长。

图：滴滴出行业绩情况

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
国内出行业务						
交易数量（百万）	2,954	3,004	3,183	3,250	3,258	3,376
YoY	27.1%	12.3%	10.6%	10.8%	10.3%	12.4%
GTV（百万）	71,417	73,528	78,121	78,371	78,046	82,523
YoY	21.1%	8.7%	7.8%	9.3%	9.3%	12.2%
单订单GTV	24.2	24.5	24.5	24.1	24.0	24.4
平台销售（百万）	12,863	14,463	16,054	16,678	16,033	18,019
YoY	34.8%	22.2%	23.7%	23.3%	24.6%	24.6%
平台销售/GTV=take rate	18.0%	19.7%	20.6%	21.3%	20.5%	21.8%
日均订单（万）	3,246	3,301	3,460	3,533	3,541	3,670
YoY	25.7%	12.3%	10.6%	10.8%	9.1%	11.2%
收入（百万）	44,538	45,618	48,184	47,401	48,022	50,330
YoY	14.1%	2.6%	3.3%	5.6%	7.8%	10.3%
经调整EBITA（non-IFRS，百万）	2,144	2,367	2,488	2,182	3,127	3,623
经调整EBITA/GTV	3.0%	3.2%	3.2%	2.8%	4.0%	4.4%
经调整EBITA/交易数量（元/单）	0.73	0.79	0.78	0.67	0.96	1.07
国际业务						
交易数量（百万）	792.00	871.00	935.00	1,016	989	1,088
YoY	44.0%	39.1%	33.4%	29.8%	24.9%	24.9%
GTV（百万）	20,814	22,812	22,755	24,877	23,558	27,051
YoY	51.4%	39.3%	19.7%	15.8%	13.2%	18.6%
单订单GTV	26.3	26.2	24.3	24.5	23.8	24.9
平台销售（百万）	2,273	2,363	2,411	2,386	2,505	2,751
YoY	29.3%	23.7%	16.5%	22.0%	10.2%	16.4%
平台销售/GTV=take rate	10.9%	10.4%	10.6%	9.6%	10.6%	10.2%
日均订单（万）	870.33	957.14	1,016.30	1,104.35	1,075.00	1,195.60
YoY	47.2%	56.6%	33.4%	29.8%	23.5%	24.9%
收入（百万）	2,433	2,670	2,932	3,008	3,148	3,413
YoY	43.9%	40.9%	44.1%	35.4%	29.4%	27.8%
经调整EBITA（non-IFRS，百万）	-317	-536	-296	-706	-176	-748
经调整EBITA/GTV	-1.5%	-2.3%	-1.3%	-2.8%	-0.7%	-2.8%
经调整EBITA/交易数量（元/单）	-0.02	-0.02	-0.01	-0.03	-0.01	-0.03

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：曹操出行业绩情况

	2023	2024	2024H1	2025H1
营业收入	10668	14657	6160	9456
YOY	40%	37%		54%
收入拆分				
1、出行服务收入	10,300	13,567	5,742	8,600
YOY	37.9%	31.7%		49.8%
2、车辆租赁收入	151	187	83	104
YOY	49.0%	24.2%		25.7%
3、车辆销售收入	115	867	313	744
YOY	256.0%	656.6%		182.8%
4、其他	103	37	22	8
YOY	237.4%	-63.9%		-62.2%
综合毛利	615	1186	428	796
毛利率	5.8%	8.1%	7.0%	8.4%
销售费用/收入	7.8%	8.3%	8.4%	8.9%
管理费用/收入	11.3%	5.2%	6.2%	4.8%
研发费用/收入	3.2%	1.6%	2.0%	1.2%
归母净利润	-1916	-1251	-767	-495
年内经调整亏损	-966	-724	-500	-330
利润率	-9.1%	-4.9%	-8.1%	-3.5%

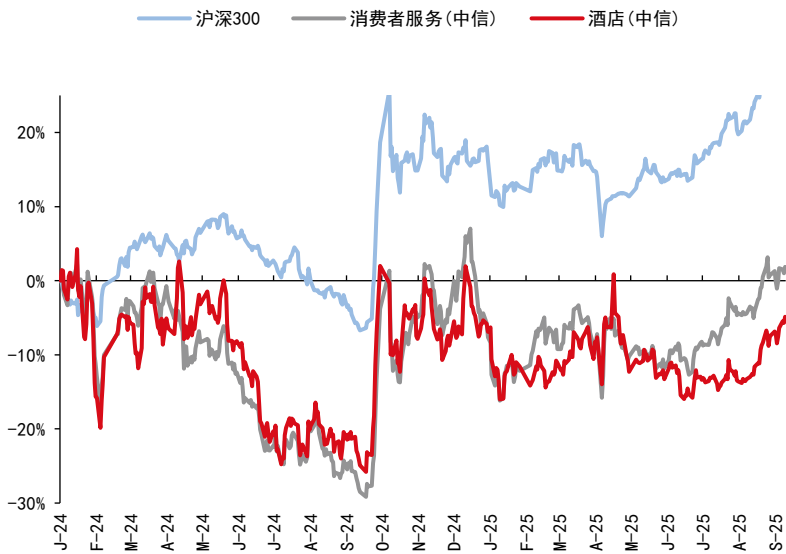
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

酒店：二季度业绩趋势环比改善，经营逐步向企稳发展



■ 酒店：25Q2龙头收入环比略提速，利润率普遍同比优化。酒店行业继续处于逐步企稳阶段，伴随基数逐步走低行业与集团RevPAR降幅环比收窄，但行业供给扩容背景下新店老店表现分化加剧；行业供给增速依然处于中高个位数，集团开店速度高于行业水平，除亚朵外储备店较此前高峰期均放缓，龙头通过效率提升、关闭亏损直营门店、高利润率加盟业务占比提升等方式改善利润率水平。亚朵+零售创新模式持续支撑公司业绩取得超预期表现，高势能阶段逐季度上调零售业务收入。

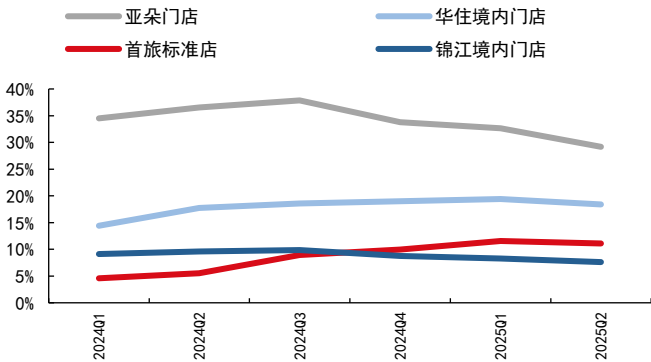
图：A股酒店行情



资料来源：酒店之家、国信证券经济研究所整理

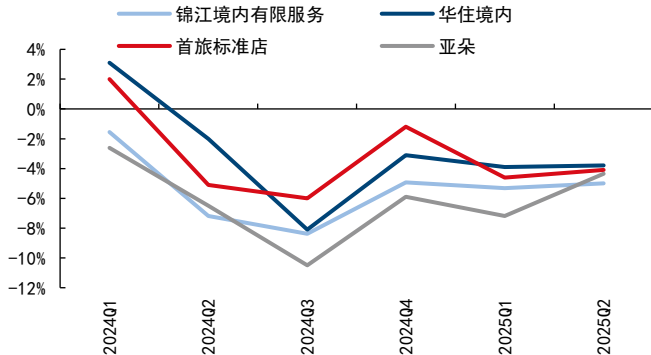
图：酒店龙头业绩与经营情况（亿元）

	收入				归母净利润				经调/扣非净利润			
	2025Q1	YOY	2025Q2	YOY	2025Q1	YOY	2025Q2	YOY	2025Q1	YOY	2025Q2	YOY
首旅酒店	17.7	-4.3%	19.0	0.4%	1.4	18.4%	2.5	7.4%	1.1	12.0%	2.3	0.3%
锦江酒店	29.4	-8.3%	35.8	-2.7%	0.4	-81.0%	3.3	-49.1%	0.3	-57.3%	3.8	17.1%
君亭酒店	1.6	1.3%	1.6	-3.6%	0.0	-38.7%	0.0	-63.3%	0.0	-60.1%	0.0	-88.4%
华住集团-S	54.0	2.2%	64.3	4.5%	8.9	35.7%	15.4	44.7%	7.8	0.5%	13.5	7.6%
亚朵	19.1	29.8%	24.7	37.4%	2.4	-5.6%	4.2	39.7%	3.5	32.3%	4.3	30.2%



资料来源：酒店之家、国信证券经济研究所整理

存量门店增速



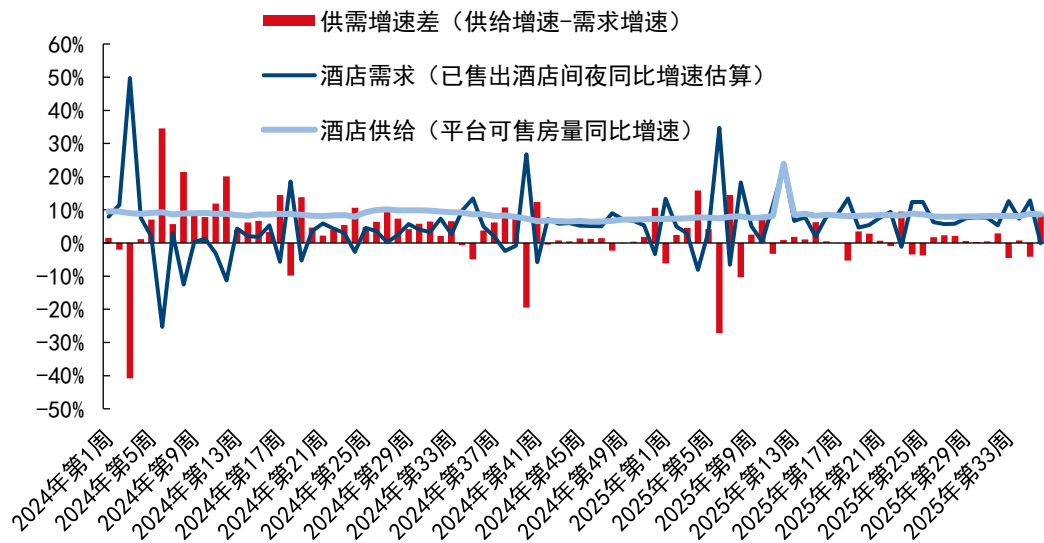
RevPAR同比增速

酒店行业：中报后龙头股价有所修复，关注强经营效能龙头与周期改善预期



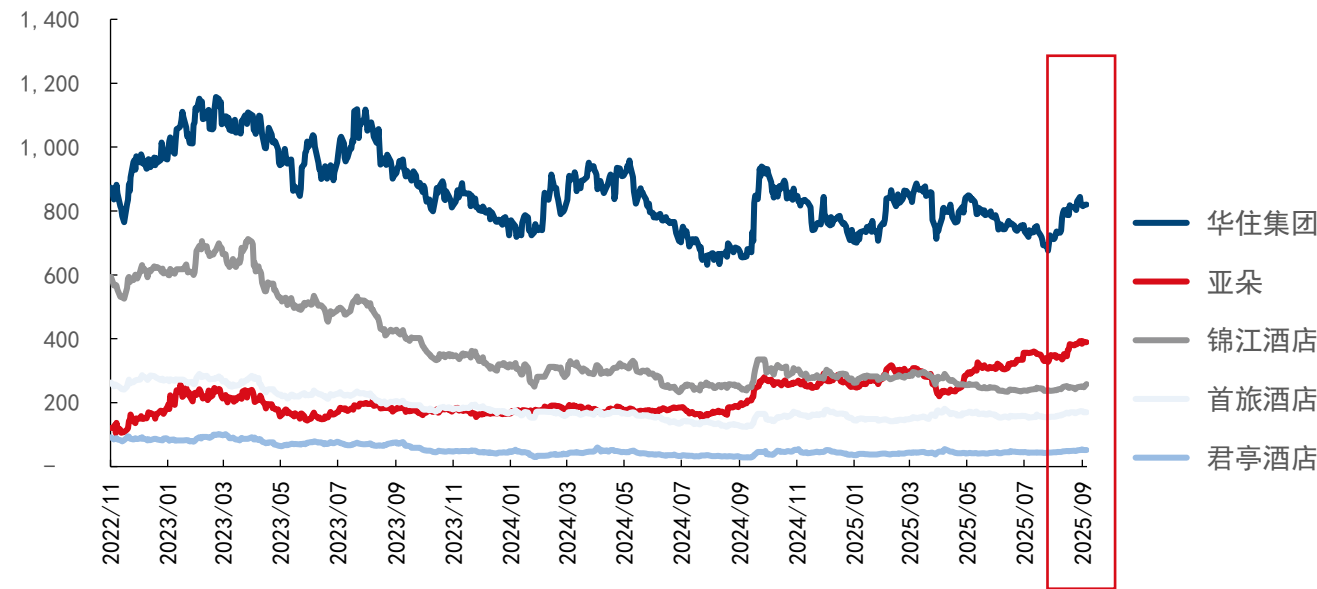
■ 中报后龙头股价有所修复，关注强经营效能龙头与周期改善预期。当下供给扩张是制约行业周期的关键，6-8月行业相对平淡表现使得预期持续调整，暑期表现整体依然延续二季度情况，部分龙头估值回落至相对低位。但8月末龙头公布中报业绩整体表现好于此前悲观预期，股价有所提振。展望后续，暑期RevPAR降幅环比收窄，尽管Q4商旅仍有不确定性，但国庆双节需求向好大概率支撑继续企稳趋势；供给端增速预计边际放缓，但速度可能偏渐进，考虑业态本身吸引力不变。同时，我们逐步观察到供给端部分加盟商投资回收期有所拉长，龙头签约速度已经逐步开始分化，加之考虑连锁酒店从流量与效率方面均优于单体，单体开店速度拐点或更提前，反映到未来6-12月行业总供给扩张对行业经营的压力或有望边际缓和。短期来看重点关注“酒店+零售”模式下具备逆周期属性的亚朵，同时关注行业周期预期改善机会。

图：酒店行业供需变动与缺口



资料来源：酒店之家，国信证券经济研究所整理

图：酒店龙头股价复盘



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

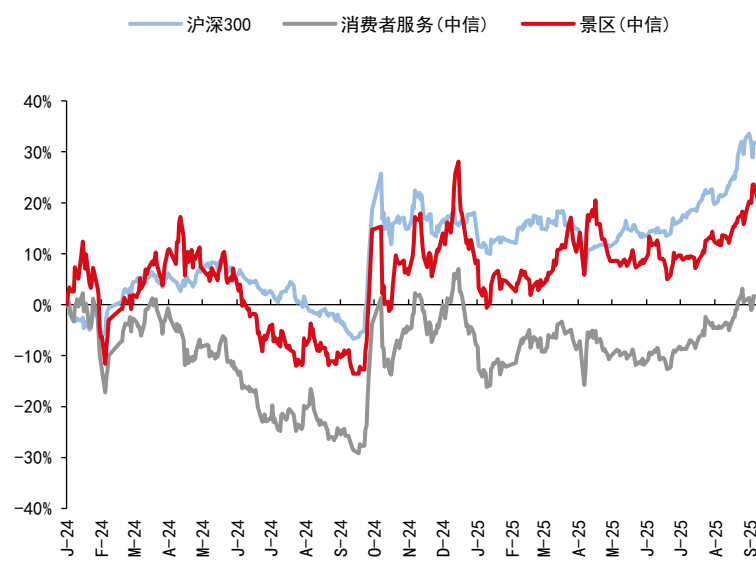
景区：二季度业绩表现分化，关注长线目的地、交通改善与资产整合



■**板块回顾：二季度业绩表现分化。**成熟自然景区收入大多个位数上下波动，成长性自然景区当中长白山因天气扰动承压，九华受益于交通改善、祥源有资产整合加持维持双位数增速；人造休闲景区中，宋城演艺有一定承压。利润端固定杠杆放大营收变化，部分景区推进精细化管理、费用率在优化（如峨眉山A、丽江股份、中青旅）。

■**后续展望：**短期来看，国庆中秋双连有望带动暑期因天气扰动未充分释放的出游需求，结合超长假期拼假方案预计对长线游有望形成带动。后续一是**关注外部交通改善与内部产能扩容下的成长周期标的**，其中长白山高铁通车与冰雪季增量、九华旅游与峨眉山新索道扩建逐步推进；二是**外部资产整合**。此前西域旅游更换聘任吕美蓉女士为公司非独立董事，2022.07--至今吕总任新疆文化旅游投资集团有限公司党委委员、总会计师，西域旅游为新疆境内唯一国有旅游上市平台预计后续资产整合有望加速；祥源文旅通过集团资产、外部并购等方式做大上市公司。三是**区域政策、热门IP等催化**。

图：景区去年以来涨幅跑出相对收益



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			
	收入				归母净利润				经调/扣非净利润			
	2025Q1	YOY	2025Q2	YOY	2025Q1	YOY	2025Q2	YOY	2025Q1	YOY	2025Q2	YOY
祥源文旅	2.1	55.22%	2.9	23.78%	0.3	158.67%	0.6	27.54%	0.3	112.44%	0.5	15.31%
九华旅游	2.3	30.13%	2.5	15.65%	0.7	31.83%	0.7	17.38%	0.7	36.44%	0.7	18.63%
峨眉山A	2.3	-10.83%	2.3	-9.31%	0.6	-20.84%	0.6	7.35%	0.6	-22.52%	0.6	6.73%
黄山旅游	4.0	19.79%	5.4	7.91%	0.4	44.69%	0.9	-15.53%	0.3	55.79%	0.9	-13.34%
丽江股份	1.6	-9.69%	2.2	5.04%	0.3	-38.24%	0.6	6.26%	0.3	-38.43%	0.6	9.07%
长白山	1.3	0.73%	1.1	-15.71%	0.0	-58.93%	-0.1	-162.39%	0.0	-62.13%	-0.1	-142.79%
西域旅游	0.2	-0.74%	1.0	11.53%	-0.3	147.22%	0.4	-1.23%	-0.3	145.96%	0.4	-0.72%
天府文旅	1.8	90.54%	0.3	63.71%	0.3	4.98%	-0.2	7.64%	0.3	27.57%	-0.2	18.73%
三特索道	1.3	-7.03%	1.6	-5.44%	0.3	-10.73%	0.4	-12.09%	0.3	-13.11%	0.4	-2.30%
天目湖	1.0	-1.60%	1.4	-9.82%	0.1	26.45%	0.4	-1.76%	0.1	34.46%	0.4	-2.60%
中青旅	20.5	6.84%	28.1	15.80%	-0.3	16.23%	1.0	-1.00%	-0.3	19.49%	1.0	-4.69%
宋城演艺	5.6	0.26%	5.2	-16.06%	2.5	-2.18%	1.5	-48.66%	2.4	-3.88%	1.4	-51.49%

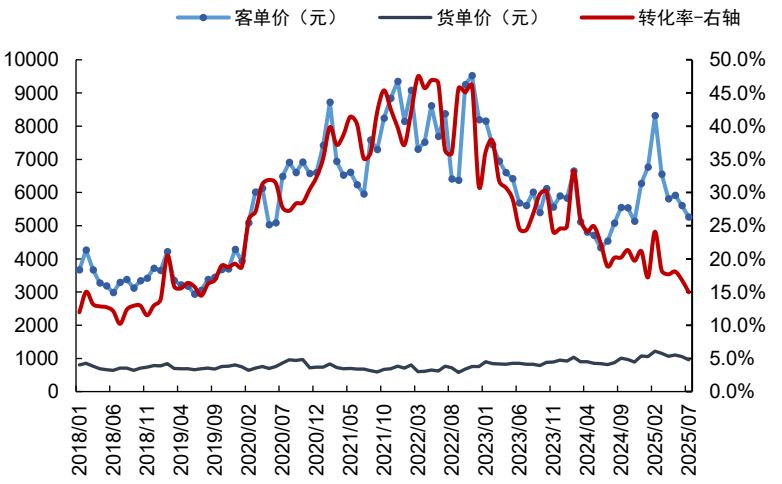
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

免税：海南免税降幅收窄但线上有税竞争扰动，关注龙头经营拐点与封关推进

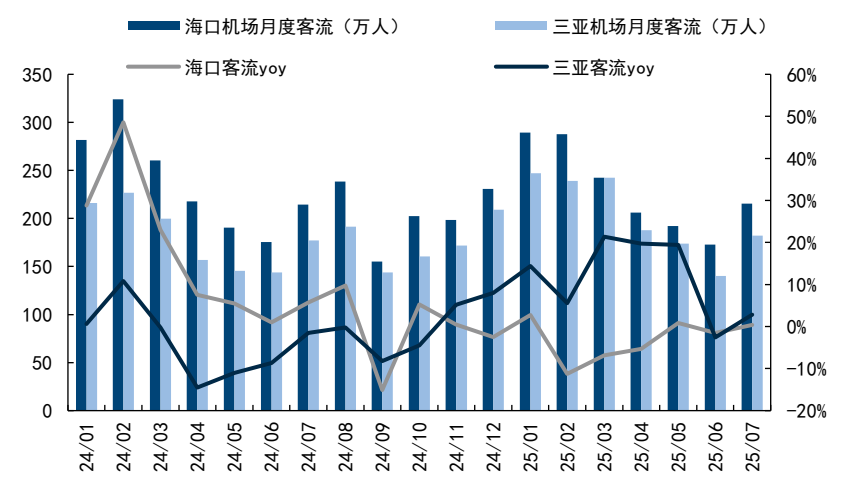


- **行业：海南免税降幅收窄，封关逐步推进。**7月海南离岛免税销售额同比-6.7%，较2025H1同比-9.2%有所收窄。**量：**7月海口与三亚机场合计接待客流同比+1%，实际购物人次同比-20%；2025H1合计入岛客流同比+3%，但实际购物人次同比-26%。**价：**7月海南免税客单价同比+16%，H1同比+6%，品类结构变化下客单价有所提振。海南自贸港将于2025年12月18日正式启动全岛封关运作，其中“零关税”商品税目比例从21%提升至74%，享惠主体从企业扩展至全岛企事业单位及民办非企业单位，加工增值超30%的商品可免关税销往内地政策，有望提升国际吸引力；对免税运营商而言，预计将受益于总体客流提升，此外由于封关注重实施“二线管住”预计短期免税运营商的牌照优势仍存。
- **公司：龙头磨练内功，跟踪经营拐点。**2025H1中国中免收入281.51亿元/-9.96%；归母净利润26.00亿元/-20.81%；2025Q2公司收入114.05亿元/-8.5%，环比Q1-11%改善；归母净利润6.62亿元/-32.2%，环比Q1业绩-16%承压；2025Q1/Q2公司毛利率分别为33.0%/32.5%，同比分别-0.3/1.4pct，Q2同比回落预计系海南品类结构差异等影响。面对复杂的市场环境，公司苦练内功，在海南的市场份额同比提升近1个百分点；但线上有税业务或受市场竞争及消费环境影响有所承压，公司2025H1线上收入为78.28亿元，其中日上上海收入同比下滑约19%，考虑到线下机场业务的恢复，预计收入下滑主要受线上有税业务拖累。公司作为国内免税行业绝对龙头，正持续推进精细化运营和巩固机场+海南+市内免税店渠道卡位优势，但外围环境变化下仍待跟踪经营拐点。

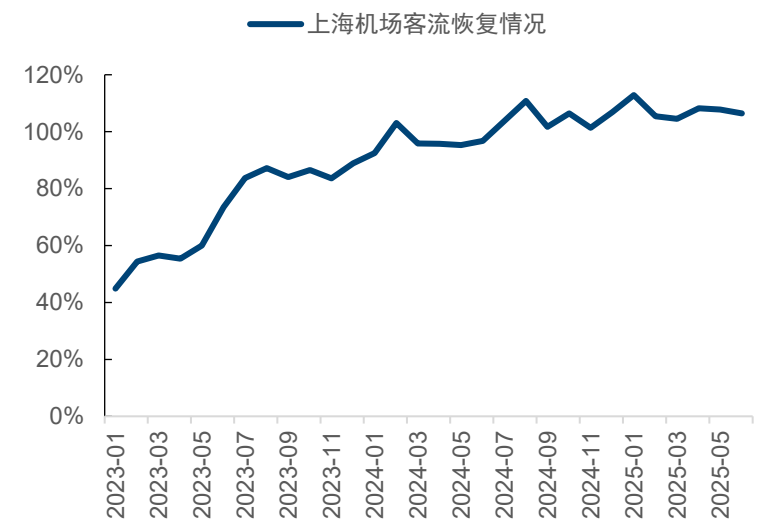
图：海南免税2019-2024年客单价、转换率变化趋势



图：海南机场客流情况



图：上海机场客流恢复情况



重点公司盈利预测及估值

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	收盘价 25-9-16	投资评级	EPS			PE		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
601888.SH	中国中免	72	优于大市	2.06	2.34	2.68	35	31	27
600515.SH	海南机场	4	优于大市	0.04	0.06	0.08	100	64	52
600754.SH	锦江酒店	24	优于大市	0.85	1.12	1.37	28	22	18
600258.SH	首旅酒店	15	优于大市	0.72	0.82	0.95	21	19	16
1179.HK	华住集团-S	27	优于大市	1.20	1.41	1.62	23	19	17
ATAT.O	亚朵	287	优于大市	9.47	12.16	15.10	30	24	19
301073.SZ	君亭酒店	27	优于大市	0.15	0.30	0.45	180	88	60
605108.SH	同庆楼	21	优于大市	0.38	0.85	1.30	54	25	16
603043.SH	广州酒家	18	优于大市	0.87	0.97	1.07	20	18	17
9922.HK	九毛九	2	优于大市	0.04	0.15	0.21	53	14	10
6862.HK	海底捞	12	优于大市	0.84	0.76	0.85	14	16	14
9987.HK	百胜中国	45	优于大市	2.49	2.58	2.71	18	17	17
2150.HK	奈雪的茶	1	优于大市	0.06	0.14	0.24	20	9	5
2097.HK	蜜雪集团	372	优于大市	11.69	15.88	19.62	32	23	19
1364.HK	古茗	21	优于大市	0.65	0.93	1.15	32	22	18
0999.HK	小菜园	11	优于大市	0.49	0.65	0.80	21	16	13
3690.HK	美团-W	93	优于大市	7.16	-1.26	5.20	13	-	18
9961.HK	携程集团-S	557	优于大市	25.28	25.89	29.70	22	22	19
0780.HK	同程旅行	21	优于大市	1.19	1.44	1.68	18	15	13
300144.SZ	宋城演艺	9	优于大市	0.40	0.43	0.50	23	22	19
603136.SH	天目湖	13	优于大市	0.39	0.47	0.56	34	28	24
000888.SZ	峨眉山A	15	优于大市	0.45	0.50	0.56	33	30	26
002159.SZ	三特索道	16	优于大市	0.93	1.04	1.16	18	16	14
600138.SH	中青旅	10	优于大市	0.48	0.62	0.77	22	17	13
603199.SH	九华旅游	40	优于大市	1.68	1.95	2.18	24	20	18
600054.SH	黄山旅游	13	优于大市	0.43	0.44	0.49	29	29	26
603099.SH	长白山	51	优于大市	0.60	0.68	0.82	85	75	62
300662.SZ	科锐国际	31	优于大市	1.04	1.44	1.72	29	21	18
600861.SH	北京人力	20	优于大市	1.40	2.06	1.78	14	10	11
BZ.O	BOSS直聘	23	优于大市	5.58	7.37	9.23	32	24	20
6100.HK	同道猎聘	4	优于大市	0.26	0.36	0.41	14	10	9
1797.HK	东方甄选	20	优于大市	0.96	1.11	1.27	21	18	16
0839.HK	中教控股	3	优于大市	0.77	0.84	0.90	4	4	3
9901.HK	新东方-S	5	优于大市	0.23	0.26	0.30	23	20	18
605098.SH	行动教育	37	优于大市	2.26	2.27	2.56	16	16	15
000526.SZ	学大教育	47	优于大市	1.48	2.06	2.47	32	23	19
0667.HK	中国东方教育	7	优于大市	0.23	0.39	0.49	29	18	14
2469.HK	粉笔	3	优于大市	0.26	0.33	0.40	11	8	7
1773.HK	天立国际控股	3	优于大市	0.27	0.37	0.50	11	8	6
3978.HK	卓越教育集团	5	优于大市	0.23	0.40	0.49	23	13	10
300795.SZ	米奥会展	16	优于大市	0.60	0.90	1.07	27	18	15

- 一、宏观疫情等系统性风险，政策不及预期等。
- 二、行业竞争加剧。
- 三、国企改革进度节奏等低于预期，激励优化低于预期。
- 四、并购整合风险、商誉减值风险等。
- 五、扩张速度不及预期等。

免责声明

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

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