

## 营收利润双提升，旅游景区边际向好

## ——社会服务行业 2025H1 业绩综述报告

强于大市 (维持)

2025 年 09 月 11 日

## 投资要点:

社会服务板块上半年营收利润双提升，业绩排名居前。2025 年上半年上市公司业绩公布，社会服务板块营收利润双双提升，营业收入合计 954.36 亿元，同比增长 5.44%，在申万一级行业中排名第 9；归母净利润合计 48.70 亿元，同比增长 1.13%，在申万一级行业中排名第 16。

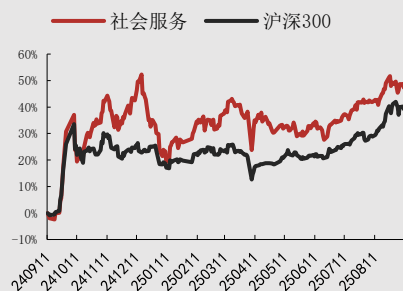
**旅游及景区板块：**2025 上半年旅游及景区板块实现营收 166.10 亿元，同比+4.39%，归母净利润 10.41 亿元，同比-4.30%。在居民旅游出行需求持续复苏以及政策支持的双重驱动下，旅游及景区公司营收回暖。从五一黄金周旅游数据来看，居民旅游热情高涨，旅游市场持续回暖，240 小时免签入境停留时间叠加新推出的离境退税“即买即退”优惠政策陆续出台，共同推动入境人数再攀高峰。调休工作日的减少使得更多游客选择拼假开启早鸟游或节末错峰游，推动长线游目的地表现亮眼，各地创新和丰富消费场景，以多元供给激发消费潜力、市场活力，为游客带来深度体验。

**酒店餐饮板块：**2025 年上半年酒店餐饮板块实现营收 140.56 亿元，同比-3.40%，归母净利润 7.08 亿元，同比-40.36%。板块个股普遍业绩不佳，仅首旅酒店归母利润同比增长，其他个股上半年均亏损或利润同比下降。上半年消费需求偏弱影响板块利润承压，下半年如果消费环境回暖拉动餐饮业务复苏，板块业绩仍有改善空间。

**投资建议：**为支撑经济平稳增长，提振消费、扩大内需成为核心路径。下沉市场潜力持续释放夯实消费基础，海外拓展开辟新增量空间，同时服务消费占比接近 50% 临界点，预计将加速成为居民消费主体。经济增长动能转换驱动消费顺周期  $\beta$  行情，有效需求释放与服务结构优化创造系统性机遇。下半年，国家对外免签政策的落实与优化对旅游市场的带动作用仍将持续；市内免税店落地也同样为免税行业带来新的发展机遇；县域商业体系逐步健全，下沉化市场利好将渐渐浮现，酒店与连锁餐饮行业有望加速扩张；教育领域有望成为人工智能应用的代表性落地场景，建议关注受益于政策重点利好的旅游、免税、酒店、餐饮、教育龙头。

**风险因素：**1、自然灾害和安全事故风险；2、政策风险；3、宏观经济不及预期风险。

## 行业相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

## 相关研究

重仓比例回落，维持低位布局

旅游业绩分化，教育边际改善

海南封关年底启动，开放性政策再突破

分析师：

叶柏良

执业证书编号：

S0270524010002

电话：

18125933783

邮箱：

yebli@wlzq.com.cn

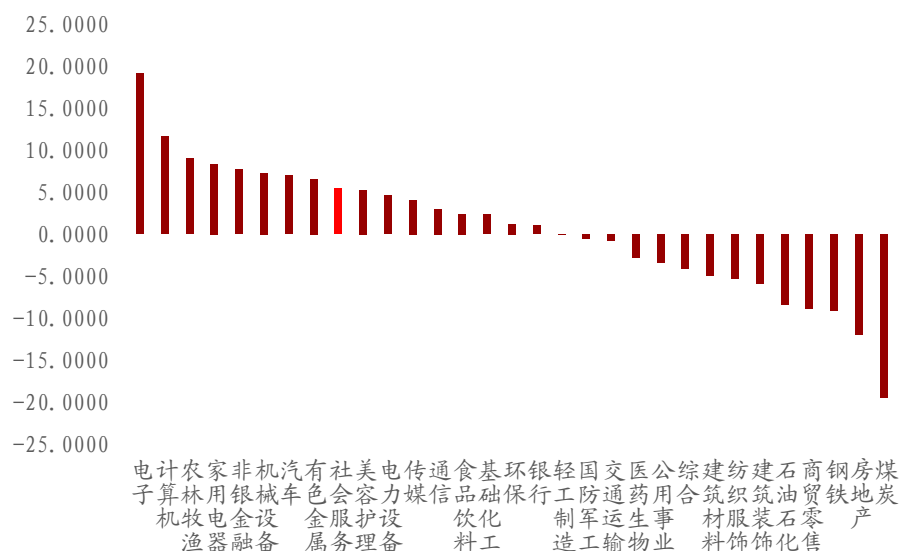
## 正文目录

|                                          |          |
|------------------------------------------|----------|
| <b>1 社会服务行业业绩表现</b>                      | <b>3</b> |
| <b>2 社会服务子板块业绩表现</b>                     | <b>5</b> |
| 2.1 旅游及景区                                | 5        |
| 2.2 酒店餐饮                                 | 5        |
| 2.3 专业服务                                 | 6        |
| 2.4 教育                                   | 7        |
| 2.5 体育                                   | 8        |
| 2.6 免税                                   | 8        |
| <b>3 投资建议与风险因素</b>                       | <b>9</b> |
| 3.1 投资建议                                 | 9        |
| 3.2 风险因素                                 | 9        |
| 图表 1: 申万一级行业 2025H1 营收增速(%)              | 3        |
| 图表 2: 申万一级行业 2025H1 归母净利润增速(%)           | 3        |
| 图表 3: 2019H1-2025H1 社会服务板块营收及同比          | 4        |
| 图表 4: 2019H1-2025H1 社会服务板块归母净利润及同比       | 4        |
| 图表 5: 2019H1-2025H1 社会服务板块 ROE (%)       | 4        |
| 图表 6: 2019H1-2025H1 社会服务板块毛利率&净利率        | 4        |
| 图表 7: 2019H1-2025H1 社会服务板块费用率            | 4        |
| 图表 8: 旅游及景区板块个股 2025H1 业绩概览 (按归母净利润增速排序) | 5        |
| 图表 9: 酒店餐饮板块个股 2025H1 业绩概览 (按归母净利润增速排序)  | 6        |
| 图表 10: 专业服务板块个股 2025H1 业绩概览 (按归母净利润增速排序) | 6        |
| 图表 11: 教育板块个股 2025H1 业绩概览 (按归母净利润增速排序)   | 7        |
| 图表 12: 体育板块个股 2025H1 业绩概览 (按归母净利润增速排序)   | 8        |
| 图表 13: 免税板块个股 2025H1 业绩概览 (按归母净利润增速排序)   | 8        |

## 1 社会服务行业业绩表现

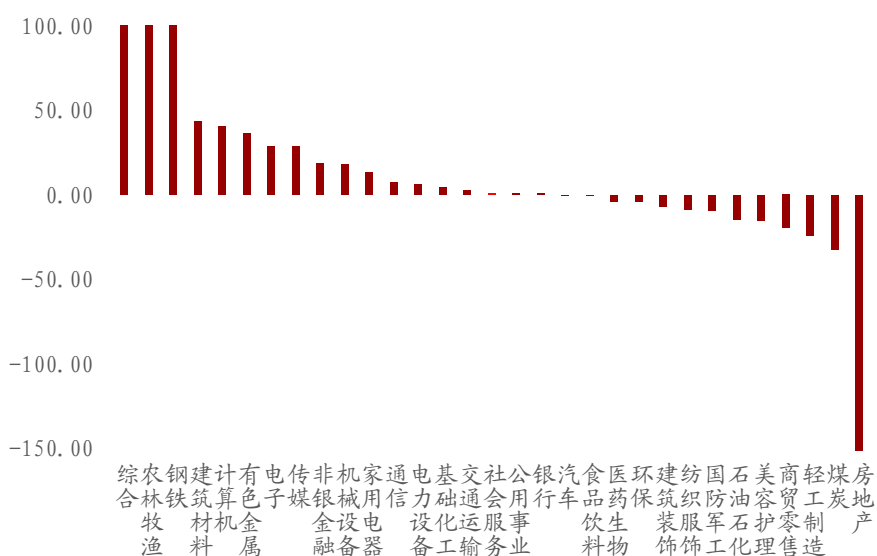
社会服务板块上半年营收利润双提升，业绩排名居前。2025年上半年上市公司业绩公布，社会服务板块营收利润双双提升，营业收入合计954.36亿元，同比增长5.44%，在申万一级行业中排名第9；归母净利润合计48.70亿元，同比增长1.13%，在申万一级行业中排名第16。

图表1：申万一级行业2025H1营收增速(%)



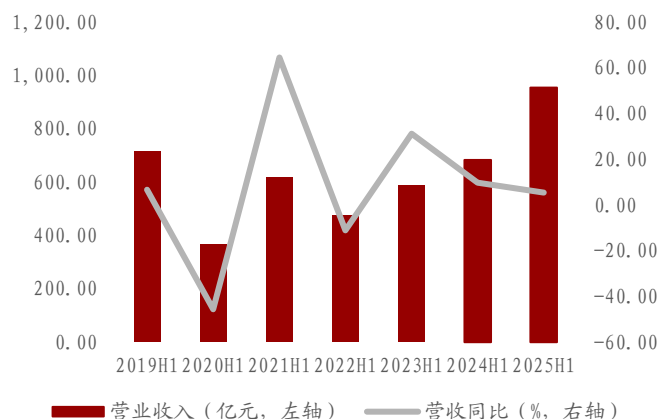
资料来源：同花顺，万联证券研究所

图表2：申万一级行业2025H1归母净利润增速(%)



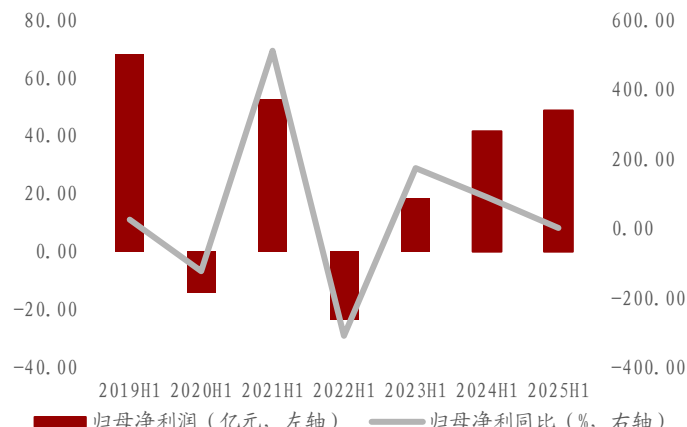
资料来源：同花顺，万联证券研究所

图表3: 2019H1-2025H1社会服务板块营收及同比



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表4: 2019H1-2025H1社会服务板块归母净利润及同比



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

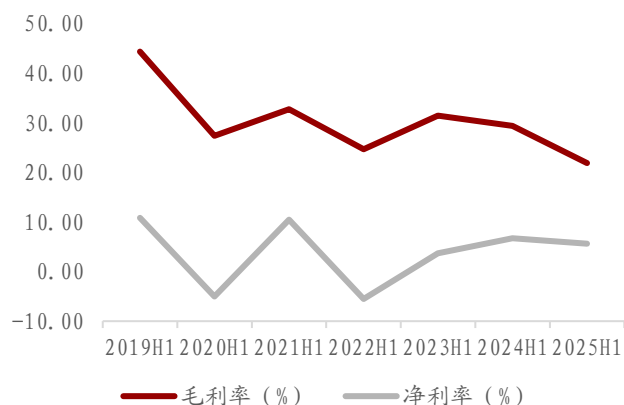
**ROE温和复苏, 费用率持续下行。**上半年社会服务板块ROE持续回暖, 三费费率整体下行。其中板块ROE为2.92%, 同比+0.26pct, 毛利率、净利率分别为21.90%、5.65%, 同比分别-7.47pct、-1.10pct, 销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为5.58% (YoY-1.55pct)、7.32% (YoY-2.87pct)、1.05% (YoY-0.50pct)。

图表5: 2019H1-2025H1社会服务板块ROE (%)



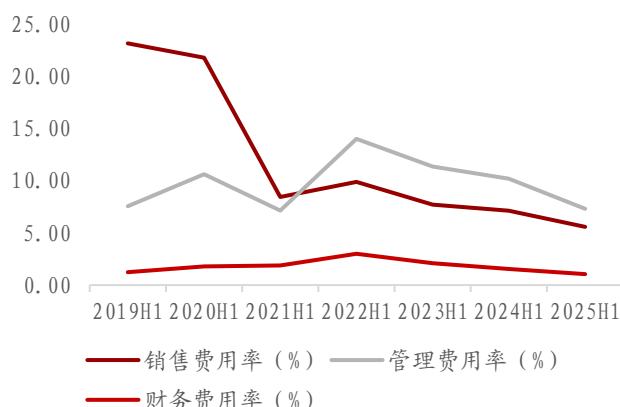
资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表6: 2019H1-2025H1社会服务板块毛利率&净利率



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表7: 2019H1-2025H1社会服务板块费用率



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

2 社会服务子板块业绩表现

2.1 旅游及景区

营收同比提升，业绩边际向好。2025上半年旅游及景区板块实现营收166.10亿元，同比+4.39%，归母净利润10.41亿元，同比-4.30%，天府文旅、祥源文旅、九华旅游上半年营收增速排名前三。板块营收同比提升，利润增速环比一季度跌幅收窄，业绩边际向好。板块毛利率、净利率分别为27.70%、6.73%，同比分别-3.07pct、-1.26pct，期间费用率为17.14%（YoY-0.34pct）。

图表8：旅游及景区板块个股2025H1业绩概览（按归母净利润增速排序）

| 证券简称   | 2025H1 |        |       |         |        |       |        |
|--------|--------|--------|-------|---------|--------|-------|--------|
|        | 营收     | YoY    | 归母净利  | YoY     | 毛利率    | 期间费用率 | 净利率    |
|        | (亿元)   | (%)    | (亿元)  | (%)     | (%)    | (%)   | (%)    |
| 西藏旅游   | 0.90   | -1.49  | 0.02  | 181.22  | 29.12  | 37.82 | 2.61   |
| 桂林旅游   | 1.97   | 0.33   | 0.08  | 141.94  | 29.00  | 35.60 | 2.98   |
| 曲江文旅   | 5.32   | -30.95 | -0.14 | 92.58   | 6.62   | 19.35 | -2.94  |
| 祥源文旅   | 5.00   | 35.41  | 0.92  | 54.15   | 51.08  | 25.40 | 21.00  |
| ST 张家界 | 1.94   | 11.40  | -0.33 | 45.60   | 13.44  | 25.45 | -17.17 |
| 岭南控股   | 20.90  | 8.52   | 0.50  | 24.39   | 18.61  | 14.93 | 2.44   |
| 九华旅游   | 4.83   | 22.26  | 1.42  | 23.96   | 54.60  | 14.44 | 29.34  |
| 西安旅游   | 2.18   | -13.54 | -0.56 | 12.06   | 2.09   | 29.12 | -28.28 |
| 天目湖    | 2.46   | -6.49  | 0.55  | 4.12    | 53.55  | 19.52 | 25.42  |
| 天府文旅   | 2.04   | 86.75  | 0.07  | -1.65   | 34.14  | 20.90 | 9.26   |
| 黄山旅游   | 9.40   | 12.70  | 1.27  | -3.87   | 45.43  | 21.71 | 14.58  |
| 中青旅    | 48.66  | 11.84  | 0.67  | -7.88   | 21.35  | 15.75 | 2.00   |
| 峨眉山 A  | 4.57   | -10.07 | 1.21  | -8.48   | 48.07  | 17.93 | 24.30  |
| 三特索道   | 2.92   | -6.16  | 0.68  | -11.49  | 59.48  | 25.77 | 24.62  |
| 丽江股份   | 3.78   | -1.85  | 0.95  | -15.86  | 53.79  | 17.87 | 28.06  |
| 宋城演艺   | 10.80  | -8.30  | 4.00  | -27.40  | 65.72  | 15.22 | 38.09  |
| 众信旅游   | 28.75  | 9.85   | 0.40  | -43.64  | 12.42  | 10.71 | 1.43   |
| 凯撒旅业   | 3.17   | -1.20  | -0.24 | -43.98  | 22.12  | 28.05 | -6.97  |
| 西域旅游   | 1.14   | 9.59   | 0.11  | -61.78  | 36.11  | 24.88 | 7.79   |
| 长白山    | 2.35   | -7.44  | -0.02 | -109.75 | 19.04  | 17.78 | -1.13  |
| 云南旅游   | 1.17   | -61.22 | -0.97 | -110.85 | -28.76 | 65.67 | -94.93 |
| 大连圣亚   | 1.86   | -7.43  | -0.16 | -229.45 | 48.76  | 37.89 | -4.76  |
| 旅游及景区  | 166.10 | 4.39   | 10.41 | -4.30   | 27.70  | 17.14 | 6.73   |

资料来源：同花顺，万联证券研究所

2.2 酒店餐饮

消费需求不振，板块业绩承压。2025年上半年酒店餐饮板块实现营收140.56亿元，同比-3.40%，归母净利润7.08亿元，同比-40.36%，\*ST云网、同庆楼与君亭酒店上半年

营收增速排名前三。板块个股普遍业绩不佳，仅首旅酒店归母净利润同比增长，其他个股上半年均亏损或利润同比下降。板块毛利率、净利率分别为32.06%、5.31%，同比分别-1.70pct、-3.25pct，期间费用率为24.12%（YoY-2.43pct）。

图表9：酒店餐饮板块个股2025H1业绩概览（按归母净利润增速排序）

| 证券简称   | 2025H1 |        |       |        |       |       |        |
|--------|--------|--------|-------|--------|-------|-------|--------|
|        | 营收     | YoY    | 归母净利  | YoY    | 毛利率   | 期间费用率 | 净利率    |
|        | (亿元)   | (%)    | (亿元)  | (%)    | (%)   | (%)   | (%)    |
| *ST 云网 | 1.71   | 155.37 | -0.13 | 53.82  | 6.60  | 20.22 | -10.81 |
| 首旅酒店   | 36.61  | -1.93  | 3.97  | 11.08  | 38.33 | 24.02 | 11.50  |
| 西安饮食   | 3.07   | -12.08 | -0.54 | 9.19   | 2.32  | 20.08 | -17.95 |
| 金陵饭店   | 8.51   | -7.03  | 0.23  | -3.74  | 24.77 | 17.19 | 4.07   |
| 同庆楼    | 13.31  | 4.67   | 0.72  | -11.06 | 20.65 | 13.10 | 5.41   |
| 华天酒店   | 2.53   | -17.34 | -1.07 | -35.46 | 13.14 | 58.03 | -52.17 |
| 君亭酒店   | 3.26   | -1.24  | 0.06  | -54.96 | 28.16 | 27.23 | 2.38   |
| 锦江酒店   | 65.26  | -5.31  | 3.71  | -56.27 | 36.28 | 27.68 | 6.18   |
| 全聚德    | 6.30   | -8.34  | 0.12  | -57.79 | 16.87 | 15.95 | 2.24   |
| 酒店餐饮   | 140.56 | -3.40  | 7.08  | -40.36 | 32.06 | 24.12 | 5.31   |

资料来源：同花顺，万联证券研究所

## 2.3 专业服务

多数个股业绩增长，利润率承压。2025年上半年专业服务板块实现营收569.50亿元，同比+8.76%，归母净利润25.85亿元，同比+22.66%，胜科纳米、科锐国际与中钢天源上半年营收增速排名前三。多数个股利润同比增长，但板块利润率承压，毛利率与净利率均同比下降。板块毛利率、净利率分别为15.01%、5.26%，同比分别-8.21pct、-0.70pct，期间费用率为8.04%（YoY-4.60pct）。

图表10：专业服务板块个股2025H1业绩概览（按归母净利润增速排序）

| 证券简称 | 2025H1 |        |       |       |       |       |        |
|------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|
|      | 营收     | YoY    | 归母净利  | YoY   | 毛利率   | 期间费用率 | 净利率    |
|      | (亿元)   | (%)    | (亿元)  | (%)   | (%)   | (%)   | (%)    |
| 北京人力 | 226.91 | 3.77   | 8.13  | 87.43 | 5.34  | 2.76  | 4.51   |
| 科锐国际 | 70.75  | 27.67  | 1.27  | 46.96 | 5.52  | 3.54  | 1.97   |
| 力合科创 | 10.94  | 4.40   | 1.18  | 45.76 | 23.23 | 26.72 | 7.72   |
| 中钢天源 | 15.17  | 16.94  | 1.47  | 43.07 | 25.12 | 11.77 | 11.22  |
| 联检科技 | 6.41   | 7.93   | 0.25  | 37.75 | 36.26 | 35.11 | 4.86   |
| 中纺标  | 0.88   | -4.52  | 0.08  | 33.23 | 44.94 | 37.81 | 10.34  |
| 广电计量 | 14.78  | 10.01  | 0.97  | 22.11 | 43.36 | 37.79 | 6.25   |
| 天纺标  | 1.06   | 14.76  | 0.12  | 21.68 | 51.51 | 37.69 | 11.44  |
| 钢研纳克 | 4.99   | 9.24   | 0.58  | 20.92 | 44.93 | 41.02 | 9.63   |
| 零点有数 | 0.89   | -11.97 | -0.38 | 17.36 | 30.48 | 68.20 | -45.67 |
| 苏试试验 | 9.91   | 8.09   | 1.17  | 14.18 | 41.88 | 28.57 | 13.51  |

|      |        |        |       |         |       |       |        |
|------|--------|--------|-------|---------|-------|-------|--------|
| 西高院  | 4.20   | 11.57  | 1.33  | 14.09   | 55.96 | 20.44 | 35.16  |
| 国缆检测 | 1.69   | 14.48  | 0.43  | 13.32   | 60.36 | 26.79 | 28.04  |
| 胜科纳米 | 2.39   | 29.03  | 0.33  | 11.48   | 43.68 | 33.61 | 13.95  |
| 中机认检 | 3.88   | 1.46   | 0.73  | 7.24    | 47.89 | 22.93 | 18.78  |
| 华测检测 | 29.60  | 6.05   | 4.67  | 7.03    | 49.59 | 31.29 | 15.69  |
| 安邦护卫 | 13.33  | 6.03   | 0.57  | 6.99    | 23.63 | 9.07  | 9.02   |
| 外服控股 | 122.45 | 16.15  | 3.84  | 5.51    | 8.54  | 5.02  | 3.59   |
| 安车检测 | 2.20   | 0.30   | -0.14 | 4.05    | 31.41 | 43.13 | -7.88  |
| 开普检测 | 1.11   | 3.23   | 0.41  | 3.73    | 68.90 | 25.54 | 36.64  |
| 广东建科 | 5.02   | -3.95  | 0.34  | 2.74    | 46.16 | 29.97 | 6.49   |
| 信测标准 | 3.72   | 1.35   | 0.95  | 2.40    | 60.68 | 31.62 | 25.71  |
| 中金辐照 | 1.80   | 0.58   | 0.66  | 1.75    | 61.61 | 23.55 | 37.48  |
| 实朴检测 | 1.67   | -15.97 | -0.27 | -2.45   | 19.48 | 36.26 | -16.01 |
| 谱尼测试 | 5.65   | -22.43 | -1.80 | -4.83   | 24.36 | 49.59 | -31.73 |
| 兰生股份 | 5.53   | -6.21  | 0.57  | -30.74  | 34.13 | 21.15 | 13.49  |
| 国义招标 | 1.28   | -8.68  | 0.20  | -31.17  | 45.04 | 26.97 | 15.28  |
| 锋尚文化 | 1.91   | -1.79  | 0.13  | -33.56  | 25.03 | 25.33 | 6.94   |
| 米奥会展 | 2.41   | -7.43  | 0.16  | -61.84  | 50.56 | 40.77 | 8.55   |
| 国检集团 | 10.55  | 1.31   | 0.06  | -77.94  | 32.95 | 32.43 | 0.42   |
| 建研院  | 3.24   | -12.06 | 0.03  | -83.08  | 46.52 | 48.61 | 2.02   |
| 电科院  | 2.37   | -23.95 | -0.26 | -718.26 | 24.70 | 36.46 | -10.96 |
| 专业服务 | 569.50 | 8.76   | 25.85 | 22.66   | 15.01 | 8.04  | 5.26   |

资料来源：同花顺，万联证券研究所

## 2.4 教育

**利润大幅提升，龙头表现回暖。**2025年上半年教育板块实现营收64.82亿元，同比+1.84%，归母净利润5.44亿元，同比+29.95%，\*ST国化、博瑞传播与\*ST传智上半年营收增速排名前三。昂立教育、豆神教育、学大教育等龙头公司利润持续回暖。板块毛利率、净利率分别为46.25%、7.80%，同比分别+1.47pct、+4.37pct，期间费用率为35.26%（YoY+0.75pct）。

图表11：教育板块个股2025H1业绩概览（按归母净利润增速排序）

| 证券简称   | 2025H1 |        |       |        |       |       |        |
|--------|--------|--------|-------|--------|-------|-------|--------|
|        | 营收     | YoY    | 归母净利  | YoY    | 毛利率   | 期间费用率 | 净利率    |
|        | (亿元)   | (%)    | (亿元)  | (%)    | (%)   | (%)   | (%)    |
| *ST 国化 | 1.15   | 69.77  | 0.07  | 118.96 | 73.28 | 80.69 | 6.06   |
| 昂立教育   | 6.32   | 11.84  | 0.03  | 116.87 | 47.32 | 45.11 | 0.97   |
| 凯文教育   | 1.71   | 12.51  | 0.01  | 107.44 | 29.33 | 23.57 | 0.67   |
| 国脉科技   | 2.50   | 11.78  | 1.51  | 94.39  | 52.25 | 15.18 | 61.38  |
| *ST 传智 | 1.63   | 46.39  | -0.07 | 5      | 51.93 | 61.44 | -4.29  |
| 创业黑马   | 0.71   | -30.09 | -0.12 | 65.30  | 47.68 | 88.19 | -32.37 |
| 豆神教育   | 4.49   | 36.13  | 1.04  | 50.33  | 66.21 | 56.08 | 21.62  |

|           |              |             |             |              |              |              |             |
|-----------|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| 学大教育      | 19.16        | 18.27       | 2.30        | 42.18        | 36.30        | 22.02        | 11.98       |
| 博瑞传播      | 3.05         | 60.14       | 0.09        | 6.29         | 24.11        | 27.45        | 2.42        |
| 行动教育      | 3.44         | -11.68      | 1.31        | -3.51        | 77.49        | 36.94        | 38.28       |
| 科德教育      | 3.66         | -1.15       | 0.53        | -15.16       | 32.50        | 12.35        | 14.29       |
| 中公教育      | 11.55        | -20.21      | 0.62        | -46.69       | 59.61        | 50.71        | 5.35        |
| ST 东时     | 2.96         | -31.15      | -1.07       | -47.00       | 25.68        | 62.93        | -42.48      |
| 中国高科      | 0.48         | -32.07      | -0.05       | -121.11      | 74.61        | 79.97        | -17.53      |
| ST 开元     | 0.76         | -22.60      | -0.44       | -146.22      | 47.58        | 107.97       | -59.03      |
| 全通教育      | 1.25         | -36.58      | -0.32       | -153.25      | 18.26        | 43.90        | -27.50      |
| <b>教育</b> | <b>64.82</b> | <b>1.84</b> | <b>5.44</b> | <b>29.95</b> | <b>46.25</b> | <b>35.26</b> | <b>7.80</b> |

资料来源：同花顺，万联证券研究所

## 2.5 体育

**体育公司表现分化。**两家体育公司上半年业绩表现差距较大，力盛体育营收与归母净利润同比均提升，中体产业利润大幅下滑。

图表12：体育板块个股2025H1业绩概览（按归母净利润增速排序）

| 证券简称 | 2025H1 |        |       |         |       |       |       |
|------|--------|--------|-------|---------|-------|-------|-------|
|      | 营收     | YoY    | 归母净利  | YoY     | 毛利率   | 期间费用率 | 净利率   |
|      | (亿元)   | (%)    | (亿元)  | (%)     | (%)   | (%)   | (%)   |
| 力盛体育 | 2.72   | 21.94  | 0.15  | 11.97   | 22.96 | 13.41 | 10.91 |
| 中体产业 | 7.87   | -25.24 | -0.24 | -207.40 | 19.42 | 21.20 | -1.14 |

资料来源：同花顺，万联证券研究所

## 2.6 免税

**业绩表现不佳，期待政策东风。**三家免税相关公司2025年上半年业绩均表现不佳，中国中免营收同比下降9.96%，归母净利润同比下降20.81%；王府井营收同比下降11.17%，归母净利润同比下降72.33%，珠免集团营收同比下降45.62%但利润减亏。免税新政出台后市内免税有望迎来快速增长，免税行业预计形成机场免税、市内免税、离岛免税三大渠道共同发展的格局，期待政策加码带来行业业绩改善。

图表13：免税板块个股2025H1业绩概览（按归母净利润增速排序）

| 证券简称 | 2025H1 |        |       |        |       |       |       |
|------|--------|--------|-------|--------|-------|-------|-------|
|      | 营收     | YoY    | 归母净利  | YoY    | 毛利率   | 期间费用率 | 净利率   |
|      | (亿元)   | (%)    | (亿元)  | (%)    | (%)   | (%)   | (%)   |
| 珠免集团 | 17.40  | -45.62 | -2.74 | 50.54  | 36.17 | 25.23 | -4.70 |
| 中国中免 | 281.51 | -9.96  | 26.00 | -20.81 | 32.77 | 16.54 | 10.32 |
| 王府井  | 53.61  | -11.17 | 0.81  | 33     | 38.76 | 32.93 | 1.66  |

资料来源：同花顺，万联证券研究所

### 3 投资建议与风险因素

#### 3.1 投资建议

为支撑经济平稳增长，提振消费、扩大内需成为核心路径。下沉市场潜力持续释放夯实消费基础，海外拓展开辟新增量空间，同时服务消费占比接近50%临界点，预计将加速成为居民消费主体。经济增长动能转换驱动消费顺周期β行情，有效需求释放与服务结构优化创造系统性机遇。下半年，国家对外免签政策的落实与优化对旅游市场的带动作用仍将持续；市内免税店落地也同样为免税行业带来新的发展机遇；县域商业体系逐步健全，下沉化市场利好将渐渐浮现，酒店与连锁餐饮行业有望加速扩张；教育领域有望成为人工智能应用的代表性落地场景，建议关注受益于政策重点利好的**旅游、免税、酒店、餐饮、教育龙头**。

#### 3.2 风险因素

- 1.自然灾害和安全事故风险。**游客流动性和异地性，造成旅游行业面临自然灾害和全事故时应对更加复杂困难，游客接待量是影响旅游行业的主要因素，自然灾害、重大疫情、大型活动、安全事故等因素将会对旅游行业经营业绩产生负面影响。
- 2.政策风险。**主要包括免税专营政策变化、签证政策变化风险。口岸进境免税店通过招标方式确定经营主体，进境免税业务的争夺进入了市场化阶段，免税行业面临国家免税专营政策逐步放开的风险、签证政策变化的风险，给免税企业预期经营收益带来不确定性。如果签证政策收紧，可能影响免税和出境游业务。
- 3.宏观经济不及预期风险。**如果宏观经济增速不及预期，会导致居民收入增长不及预期，并负面影响旅游、餐饮、免税等消费服务行业的景气度。

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场