

社服板块2025H1中报总结：萌芽中的“新消费”

吴劲草 证券分析师 执业证书S0600520090006

石旖瑄 证券分析师 执业证书S0600522040001

王琳婧 证券分析师 执业证书S0600525070003

2025年 9 月 8 日

请务必阅读正文之后的免责声明部分



- 1.2025H1社服行业大盘数据
- 2.社服板块2025年中报及股价复盘
- 3.细分版块数据：免税、酒店、旅游、景区、餐饮、茶饮、教育、人服
- 4.服务业的“新消费”和“提效逻辑”
- 5.盈利预测与投资建议
- 6.风险提示

□ 2025Q2报表来看社服细分板块分化明显：

- ✓ **营收方面**，茶饮板块超高速增长，教育、OTA、人服中高速增长，免税延续下滑。
- ✓ **营业利润方面**，茶饮、教育高增，景区、免税龙头下滑。
- ✓ **经营性净现金流入方面**，茶饮现金流强劲增长，酒店、餐饮由下滑转增。

- 上半年出行及服务板块普遍迎来以价换量的消费降级趋势。虽然2025H1涌现了不少的商品“新消费”，但由于服务业态的重要生产要素是“人”，通常带着很重的“消费升级”色彩，因而在宏观承压的大环境下，除了茶饮品牌在“补贴助力”背景下提速，还未跑出其他成规模高增长的大赛道。**我们进一步梳理了服务业“新消费”和“提效逻辑”两条路径下的典型消费数据，认为当前服务业的“新消费”正在萌芽，值得持续关注。**

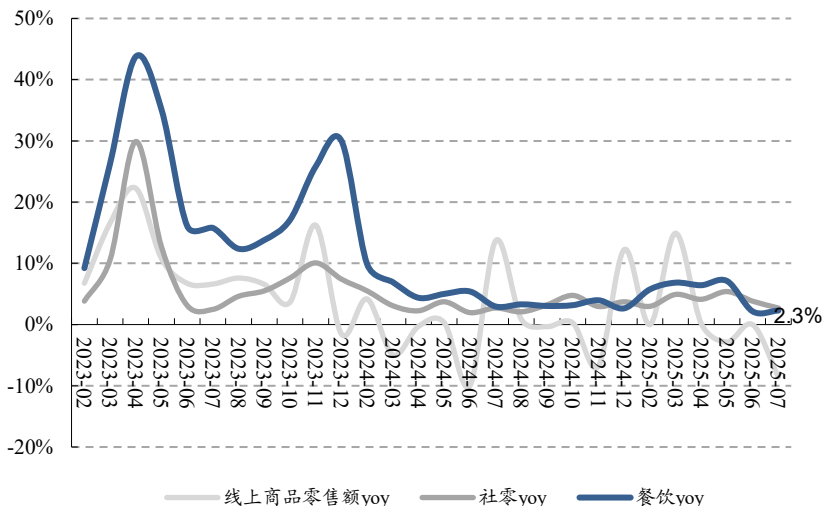
□ 建议关注：

- **有望受益政策及免税市场企稳回升的：**中国中免、王府井、中烟香港。**有望受益于消费意愿复苏、经营杠杆带来经营弹性的：**首旅酒店、锦江酒店、华住集团-S、蜜雪集团、古茗、小菜园、同庆楼等。**AI+教育应用方面有望被持续催化的：**粉笔。**估值低、稳健释放利润有望获得估值抬升的：**好孩子国际、华夏控股等。**有望受益文旅政策催化的：**丽江股份、峨眉山A、长白山、西域旅游、祥源文旅等。
- **风险提示：**居民消费意愿与能力修复的不确定性、地缘政治与宏观经济的波动性、行业监管政策的持续演变、市场竞争加剧与创新瓶颈、成本刚性上涨压力、公共卫生与安全事件的潜在冲击等

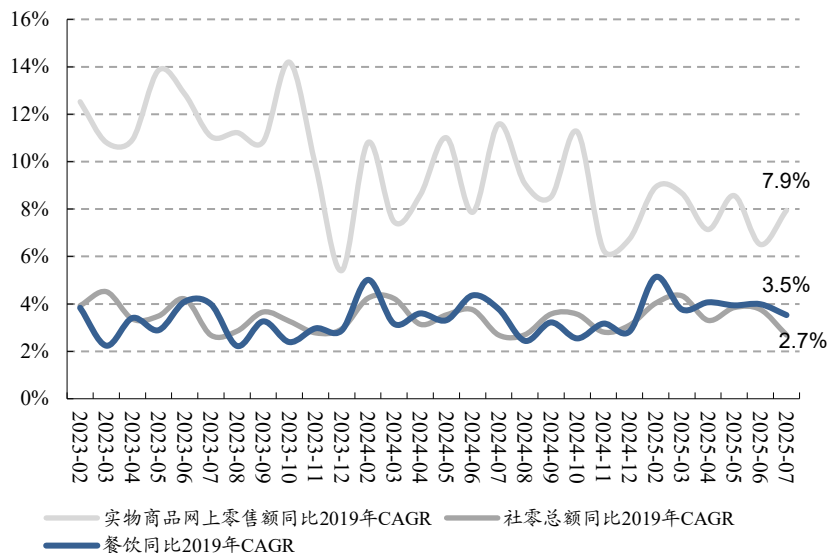
1. 2025H1社服行业大盘数据

- ❑ **社零结构：**线上增长乏力，线上线下融合趋势加强。
- ❑ 我们将月度社零各项当月值进行月度的同比和复合增速计算，贯穿过去数年的线上化趋势似有初步见顶迹象，2025年以来仅有3月份增速超过社零整体。从5月份开打的“外卖大战”似乎也印证这一数据，即意味着线上平台加快切入线下场景。
- ❑ 餐饮2025年上半年增速好于社零，5月到达7.1%的同增高点，6/7月增速回落。

图：社零、线上商品、餐饮零售额月度yoy



图：社零、线上商品、餐饮月频同比2019年CAGR



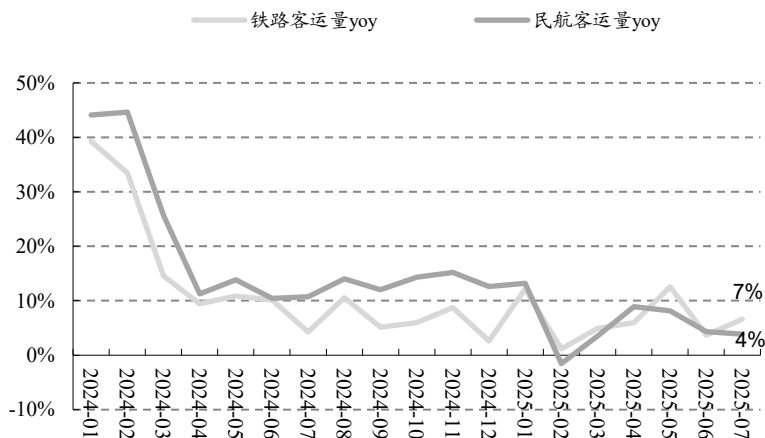
数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

注：本数据由统计局公布当月指标数值与2024年及2019年同期相比计算获得，与统计局的同比增长口径有区别

1.2 出行：长途出行降速，文旅需求仍旺盛

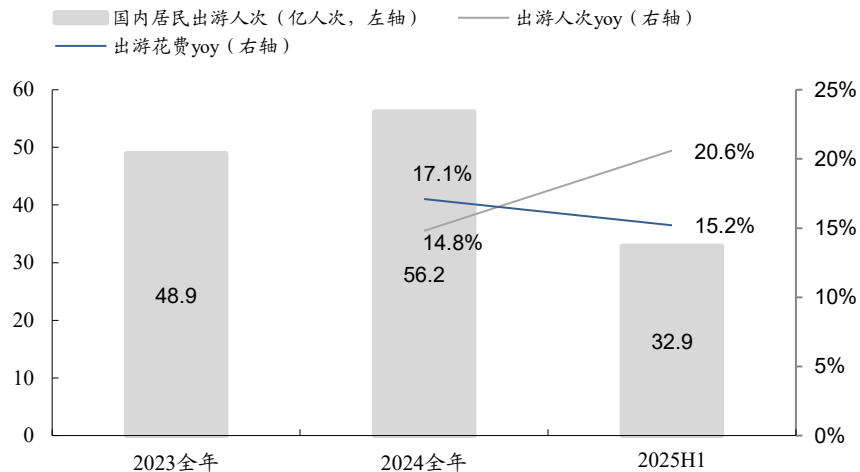
- **长途出行人次降速：**民航及铁路客运量增速从去年的10-15%降至2025H1的5-10%区间。
- **国内居民出游人次20%以上增速，文旅需求仍然旺盛：**但出游花费增速仅15.2%，人均出游花费减少。

图：长途出行人次降至高中高单位数增速



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图：国内居民出游人次高增，人均花费减少

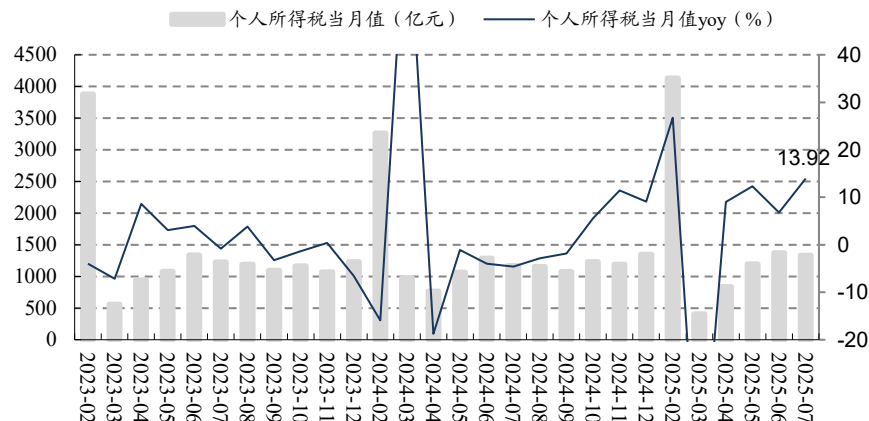


数据来源：国家文旅局，东吴证券研究所

1.3 行业生产要素观察：人力成本企稳回升，商业地产租金下降

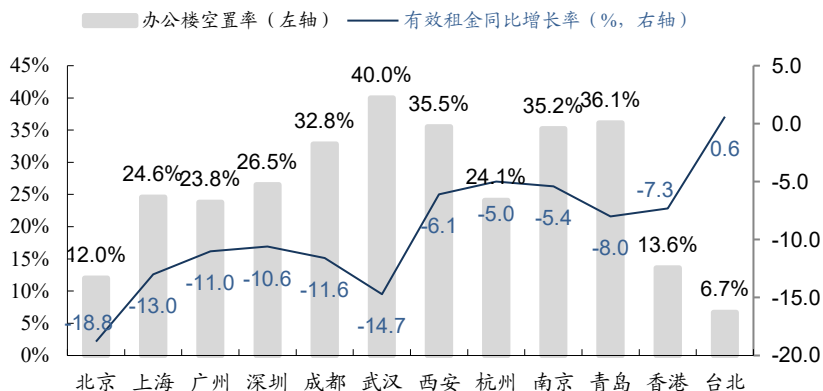
- ❑ **人力成本企稳回升**：个税增速自2024年10月回正后持续回暖，自2025年年后保持10%上下的增速。
- ❑ **商业地产租金下降**：根据仲量联行数据，2025Q2主要城市办公楼及零售地产租金普降。其中**办公楼**：一线城市普降10-20%，新一线普降5-15%；**零售地产**：普降4-9%，较办公楼降幅幅度相对低。

图：个人所得税当月值及yoy



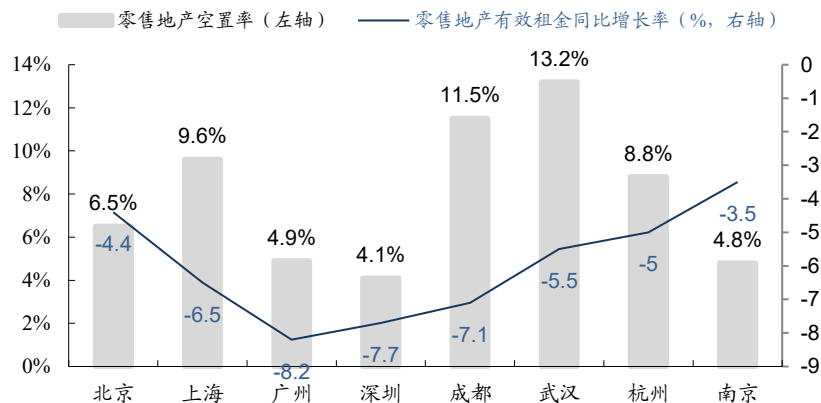
数据来源：财政部，东吴证券研究所

图：12城办公楼空置率及有效租金同比增长率（2025Q2）



数据来源：仲量联行，东吴证券研究所

图：11城零售地产空置率及有效租金同比增长率（2025Q2）



数据来源：仲量联行，东吴证券研究所

2. 社服板块2025年中报及股价复盘

- 营收增速：**2025Q2茶饮板块超高速增长，教育、OTA、人服中高速增长，免税延续下滑。茶饮板块以加盟开店驱动，且受益于外卖大战同店高增，实现龙头贯穿上半年的高增。教育板块Q2营收增速环比Q1加速，系教培业务贡献提升。OTA旅游及人服Q2增速环比基本持平相对稳定。酒店增速从Q1的2%抬升至6%，系由于直营店关店高峰过去，加盟扩张结构对营收贡献更大。景区、餐饮仍保持中低单位数增长。
- 营业利润：**2025Q2茶饮、教育高增，景区、免税龙头下滑。其中茶饮、教育因基数及景气度原因高增。其他板块营业利润增速均未超过15%。其中免税因珠免基数问题行业整体呈现增长，但若剔除珠免房地产计提，实际营业利润下滑27%。景区则由于天气或费用调整原因龙头（宋城、黄山）呈现显著的利润下滑。
- 经营性净现金流入：**2025Q2茶饮现金流强劲增长，酒店、餐饮由下滑转增。茶饮行业经营性现金流同比增长42%，与利润表匹配。酒店、餐饮虽然收入增速不亮眼，但经营性现金流均由25Q1的下滑转为增长，经营情况改善。

图：各细分板块营收、利润总额、经营性现金流季度同比增速

	营业收入总计同比						营业利润总计同比						经营性现金流总计同比					
	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
免税	-6%	-18%	-21%	-12%	-12%	-6%	-11%	-42%	-45%	-58%	-13%	11%	-50%	-	-80%	63%	-14%	331%
酒店	20%	9%	3%	5%	2%	6%	73%	25%	-9%	6%	-5%	2%	-39%	-9%	-2%	-8%	-29%	6%
OTA旅游	41%	26%	24%	27%	13%	12%	42%	25%	37%	-10%	13%	14%	-8%	-15%	-63%	161%	-25%	110%
景区	15%	3%	0%	6%	4%	5%	20%	3%	-12%	-	-10%	-18%	-32%	-12%	-23%	-40%	-6%	-6%
餐饮	7%	4%	0%	1%	1%	2%	-3%	0%	8%	13%	3%	6%	-11%	-5%	-5%	-1%	-4%	16%
茶饮	57%	50%	45%	32%	33%	32%	-44%	3%	31%	50%	68%	39%	-37%	2%	28%	47%	166%	42%
人服	0%	-22%	17%	12%	13%	13%	52%	14%	17%	39%	40%	2%	-	85%	33%	17%	-	0%
教育	46%	31%	30%	32%	12%	17%	427%	87%	5%	46%	66%	65%	32%	28%	-34%	28%	-	10%

数据来源：Wind、东吴证券研究所

注：该数据由相应细分板块中所有公司当季指标加总后同比算得。由于部分港股公司披露频率为半年度，涉及到的季度数据按半年度平均算得，另未披露季度性经营性现金流的港、美股公司在相应板块中剔除后计算。当季指标数值正转负或负转正的，同比显示为“-”。

图：2025年初至今消费者服务（中信）指数叠加沪深300走势

CI005015.WI(消费者服务(中信)) | 000300.SH(沪深300) |

2025/01/02-2025/09/03(164日)



2.3 2025年初至今个股涨幅分析

- 76只广义社服标的中36只跑赢社服板块：超过半数年初至今涨幅跑赢中信消费者服务指数，其中23只为港美股，占池中40只港美股数量的58%，跑赢概率大于A股。
- 涨幅前10的公司全部为港美股，其中6个在港股通中：2025年至今港美股呈现更好的股价弹性，一方面由于此前衰退预期叠加流动性衰竭出现大量低盈利预期、低估值标的，2025年随着基本面修复及流动性回归，出现更好的涨幅。
- 2025年初至今涨幅显著超过当年利润增速预期的有：中国东方教育、高途集团、Boss直聘、美高梅中国、中烟香港、好孩子国际、亚朵、瑞幸咖啡、岭南控股。说明其涨幅中包含了显著的估值提升，可能代表着市场对其叙事逻辑产生了变化。
- 当前社服板块PE中位数 (2025E) 在22.5。筛选PEG小于1、PE绝对值小于30的公司，发现仍有半数标的符合，我们将其底色标蓝。

表：年初至今涨幅超过10%的社服板块上市公司

简称	年初至今 (9月3日) 涨幅 (%)	2025盈利预期 (亿元人民币)	2024利润 (亿元人民币)	2025年增速 (%)	PE (2025E)	PEG (2025)
学大教育	10.4	2.6	1.8	45.3	22.3	0.5
澳博控股	10.2	4.7	0.0	-	40.2	-
凯文教育	16.0	0.3	-0.4	-	127.7	-
长白山	22.9	1.8	1.4	27.9	74.4	2.7
九华旅游	15.1	2.2	1.9	15.9	19.5	1.2
天目湖	16.8	1.3	1.0	28.0	26.4	0.9
同程旅行	17.7	27.0	19.7	36.6	17.1	0.5
华住集团-S	16.2	43.7	30.5	43.4	18.0	0.4
科德教育	15.7	1.6	1.5	11.0	40.6	3.7
君亭酒店	16.3	0.7	0.3	173.8	70.2	0.4
西域旅游	21.0	1.0	0.9	20.8	63.8	3.1
华图山鼎	17.6	3.5	0.5	552.0	35.8	0.1
绿茶集团	24.6	5.0	3.5	41.4	9.4	0.2
银河娱乐	26.8	92.9	81.1	14.6	17.6	1.2
祥源文旅	27.0	3.7	1.5	154.2	24.2	0.2
小菜园	25.1	7.5	5.7	32.5	15.6	0.5
同道猎聘	33.7	1.9	1.3	45.2	9.4	0.2
永利澳门	37.3	30.3	29.6	2.3	10.9	4.8
华夏控股	39.8	2.7	0.9	188.5	9.4	0.0
蜜雪集团	41.0	57.2	44.4	29.0	24.7	0.9
科锐国际	40.9	2.8	2.1	38.3	21.0	0.5
岭南控股	44.4	1.7	1.5	16.2	54.9	3.4
凯撒旅业	47.6	-	-1.0	-	-	-
瑞幸咖啡-ADR	47.1	39.8	29.3	35.7	18.5	0.5
卓越教育集团	42.7	3.3	1.9	72.0	11.8	0.2
亚朵	47.4	16.2	12.8	26.9	23.4	0.9
太兴集团	50.4	-	0.6	-	-	-
好孩子国际	56.6	3.3	3.3	0.3	6.0	23.8
中烟香港	81.7	8.7	7.9	10.4	30.7	3.0
美高梅中国	71.2	46.4	42.6	8.8	12.0	1.4
BOSS直聘-W	71.6	23.4	15.8	47.9	33.8	0.7
高途集团	75.0	-2.7	-10.5	-	-	-
新濠国际发展	78.4	5.0	-7.3	-	24.5	-
金界控股	100.3	20.6	7.9	160.9	11.4	0.1
古茗	129.0	26.9	14.8	81.6	17.2	0.2
中国东方教育	198.1	7.6	5.1	47.9	20.7	0.4

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注1：拉取股票池中包含76家广义社服上市公司，主要细分板块包括免税、机场、酒店、OTA、景区、餐饮、人服、教育、其他、博彩。A股公司加粗表示。

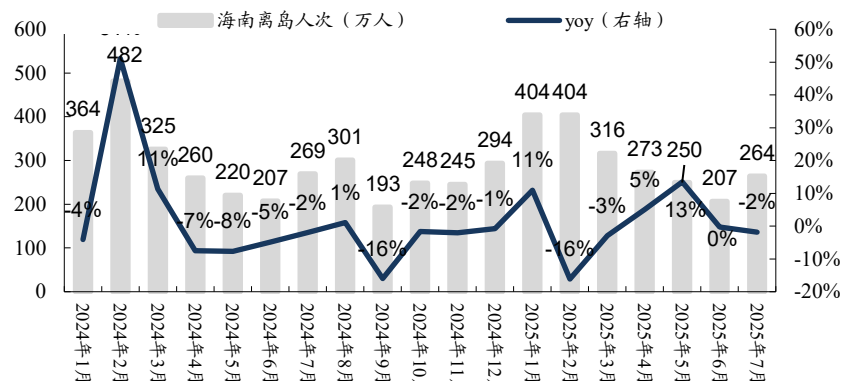
注2：2025盈利预期全部采用万得一致预期，无一致预期或PE为负、不可比等情况用“-”列示。

3. 细分版块：免税、酒店、旅游、景区、餐饮、茶饮、教育、人服

3.1 免税：流量同比增长，平均单客消费下滑

- ❑ **离岛免税**：赴岛客流降幅收窄，临近转正，离岛免税销售额同比降幅收窄，单客消费同比仍单位数下滑。
- ❑ **口岸免税**：Q2民航出入境人次同比增长21%，因基数问题增速下降。口岸免税单客平均消费同比下滑。

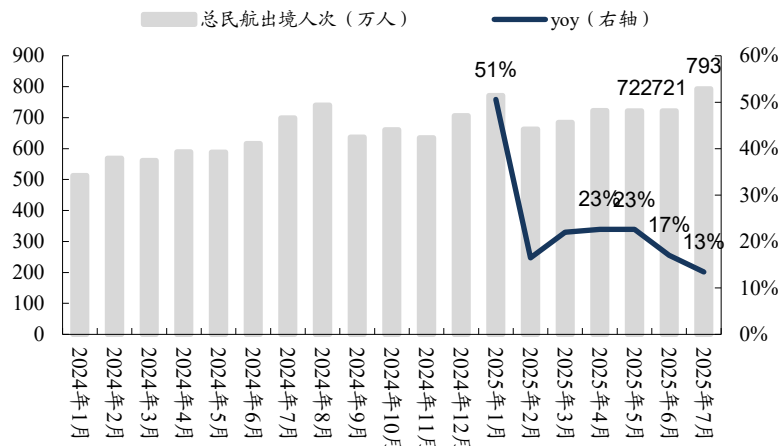
图：2024-2025海南离岛人次（万人）及yoy



数据来源：海南省统计局，东吴证券研究所

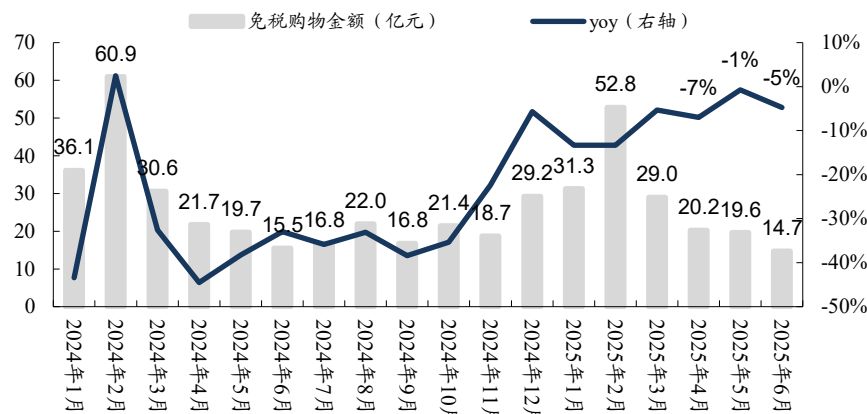
注：由于2025年1-2月合并披露，使用平均数测算造成增速波动，实际两月加总后同比增速为-4.5%。

图：全国民航出入境人次（万人）及yoy



数据来源：民航局，东吴证券研究所

图：2024-2025海南免税购物金额（亿元）及yoy

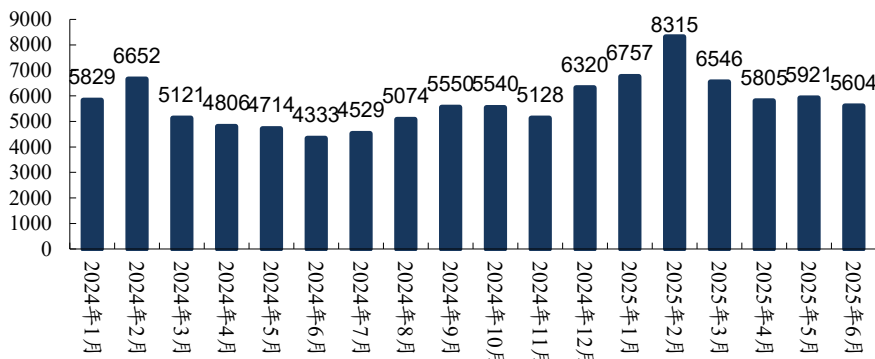


数据来源：海口海关，东吴证券研究所

3.1 免税：离岛免税渗透率下行，客单价、件均价提升

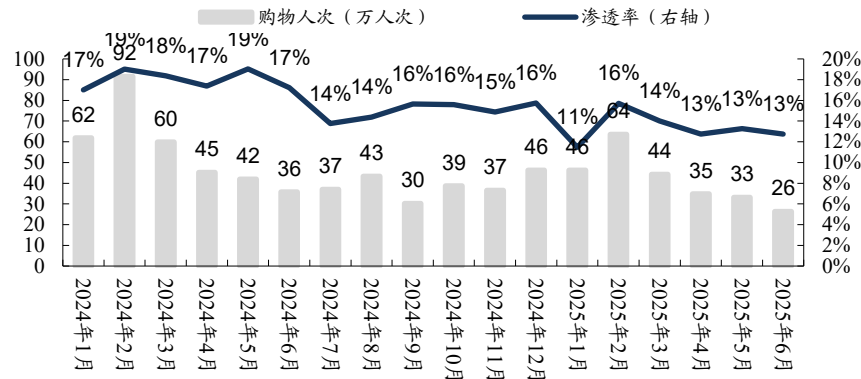
□ 海南离岛免税销售数据月频跟踪：渗透率下移至10-15%区间。结构带动客单价、件均价提升。

图：2024-2025海南离岛免税月度平均客单价（元）



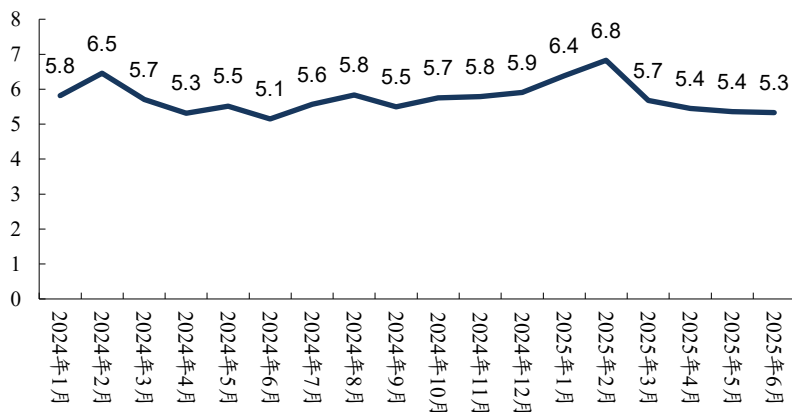
数据来源：海口海关，东吴证券研究所

图：海南离岛免税购物人次（万人）及渗透率（右轴）



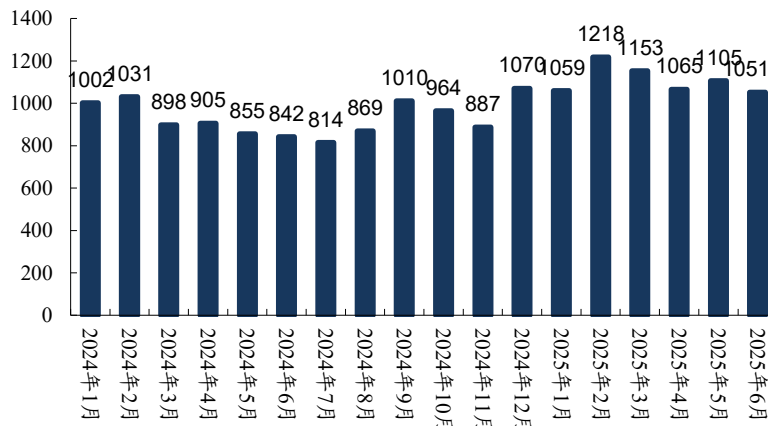
数据来源：海口海关，东吴证券研究所

图：2024-2025海南离岛免税购物连带率



数据来源：海口海关，东吴证券研究所

图：2024-2025海南离岛免税件均价（元）

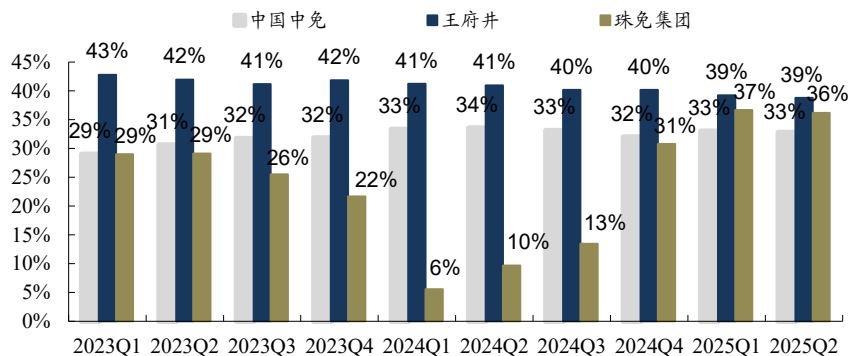


数据来源：海口海关，东吴证券研究所

3.1 免税：Q2中免业绩环比改善，珠免整合后减亏

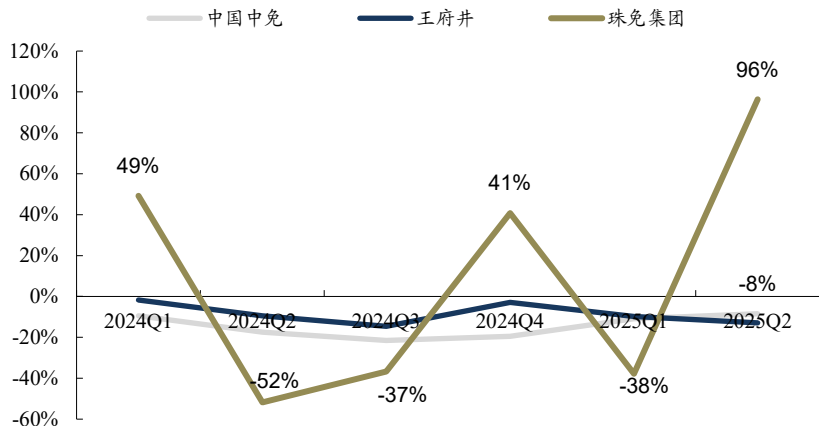
- 上市公司Q2表现：
- 中免Q2淡季收入同比下滑，海南带动降幅收窄，利润率受毛利率略降和费用率提升影响有所下滑，环比较Q1有所改善；
- 王府井受闭店影响，收入利润加速下滑；
- 珠免完成资产置换后，H1免税业务净利润3.91亿元，助力减亏。

图：2023-2025各公司毛利率



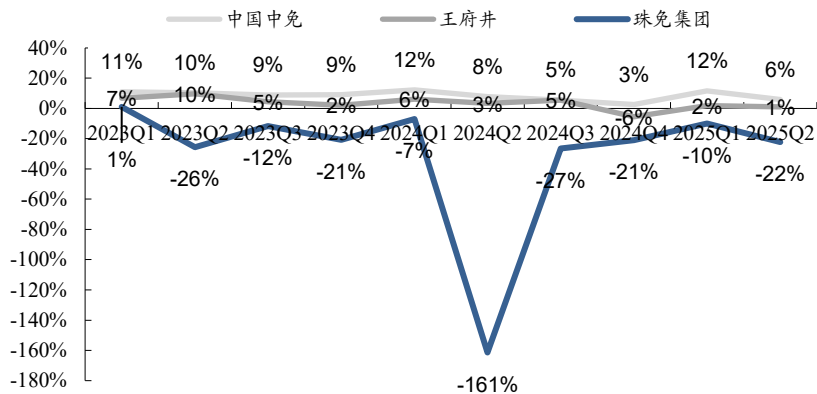
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图：2024-2025各公司收入增速



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图：2023-2025各公司净利率

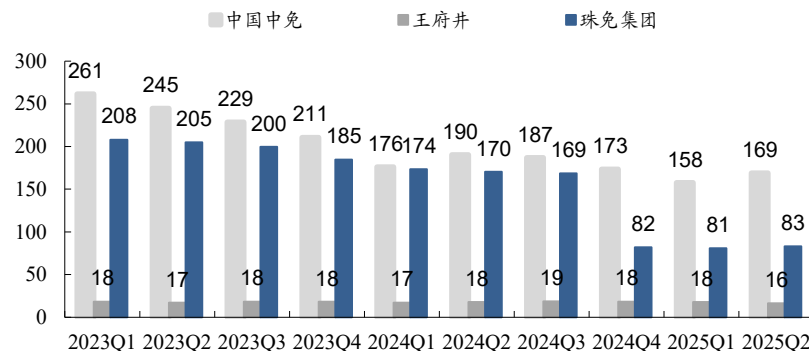


数据来源：WIND，东吴证券研究所

3.1 免税：存货和资本开支规模缩小

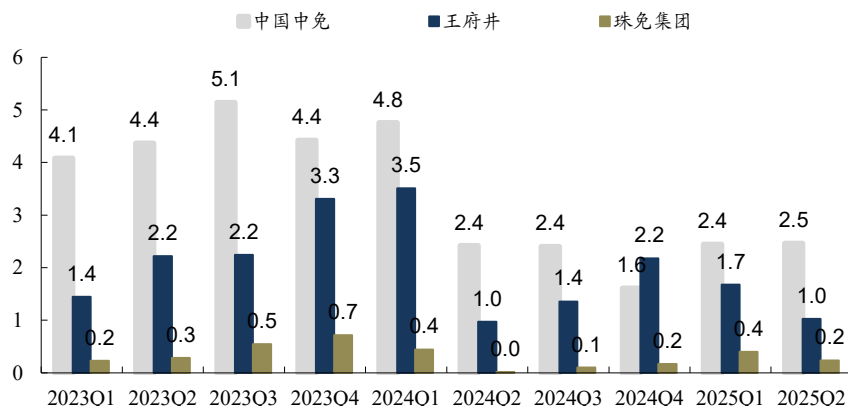
- ❑ **存货：**免税上市公司在行业需求承压期谨慎囤货和扩产，存货规模同比下行。
- ❑ **CAPEX：**免税商自2024Q1后资本开支下台阶，行业扩张速度放缓。
- ❑ **存货周转率：**中免库存周转率相对稳定，王府井同比略走弱，珠免集团由于有大量房地产库存周转绝对值较低，不可比。

图：2023-2025各公司存货（亿元）



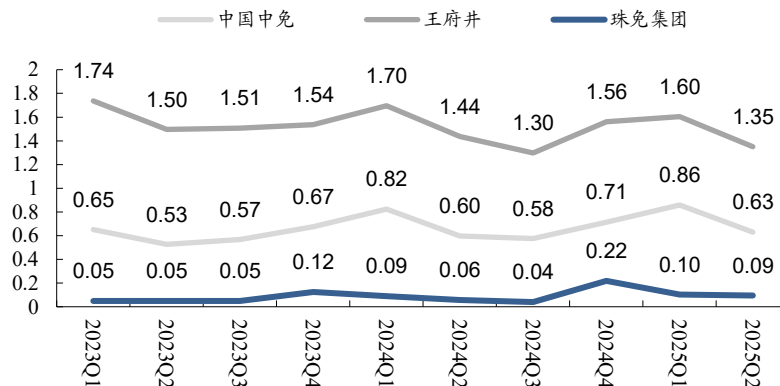
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图：2023-2025各公司CAPEX（亿元）



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图：2023-2025各公司季度库存周转情况



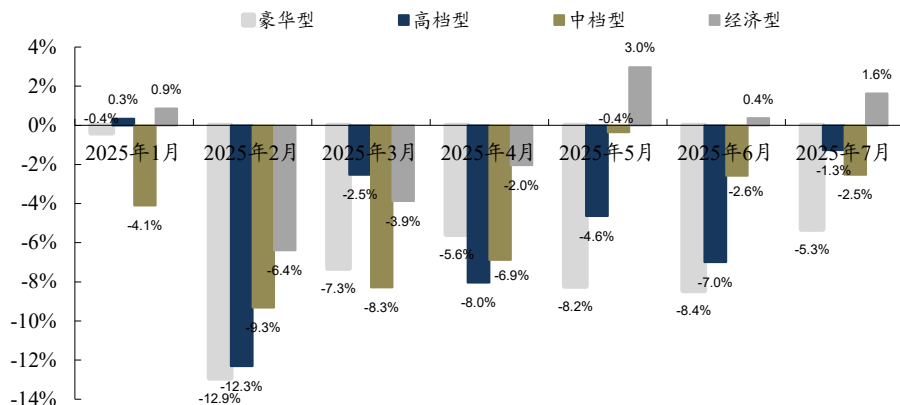
数据来源：WIND，东吴证券研究所

注：按当季销售成本/(季度初库存+季度末库存)/2计算得

3.2 酒店：房量同增6-9%，RevPAR降幅收窄

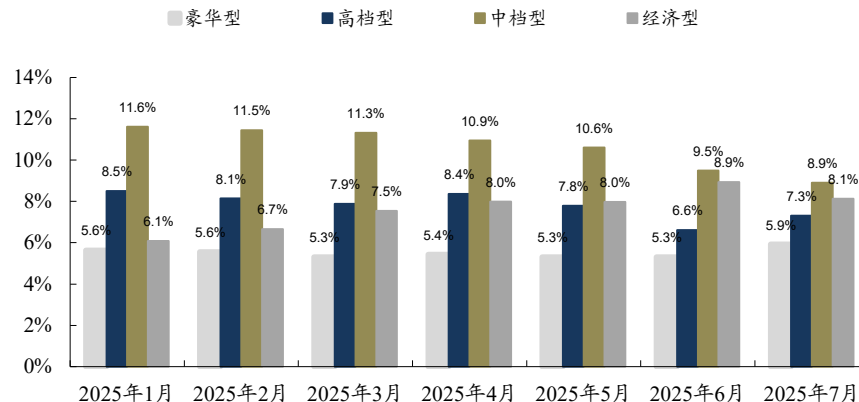
□ 行业量价要素：房量延续中高个位数增长；OCC普降，RevPAR降幅收窄，其中经济型价格跌无可跌率先转正。

图：2025年酒店行业RevPar同比



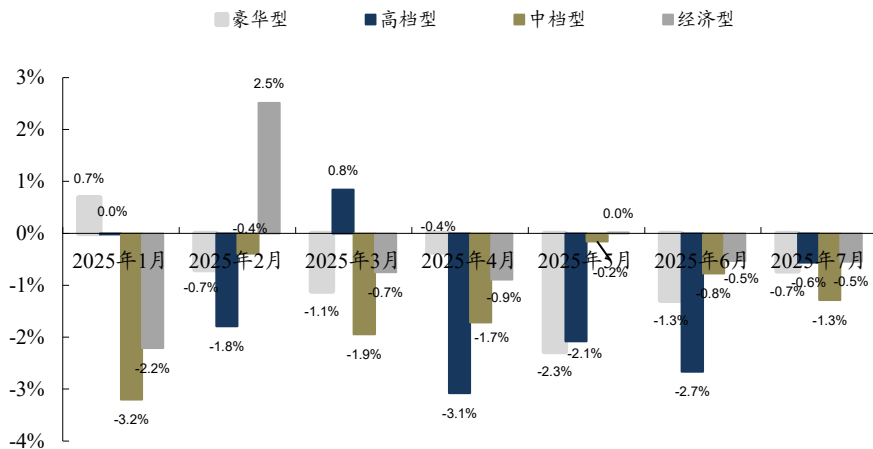
数据来源：酒店之家，东吴证券研究所

图：2025年酒店行业房量同比增速



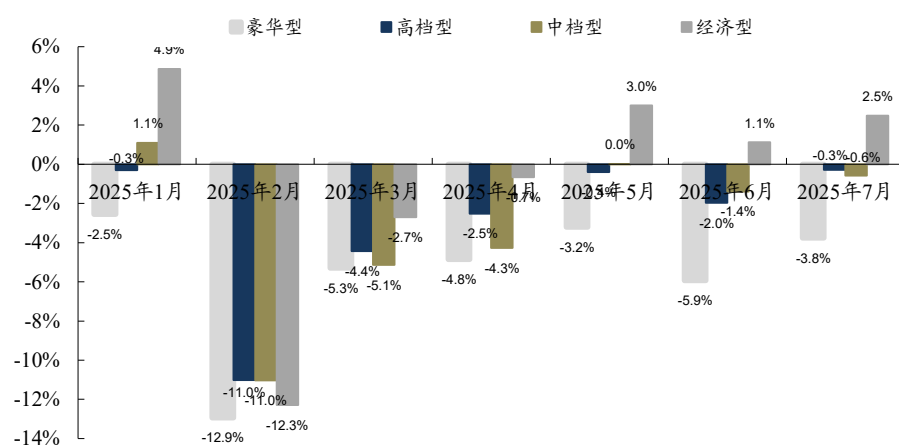
数据来源：酒店之家，东吴证券研究所

图：2025年酒店行业OCC同比



数据来源：酒店之家，东吴证券研究所

图：2025年酒店行业ADR同比

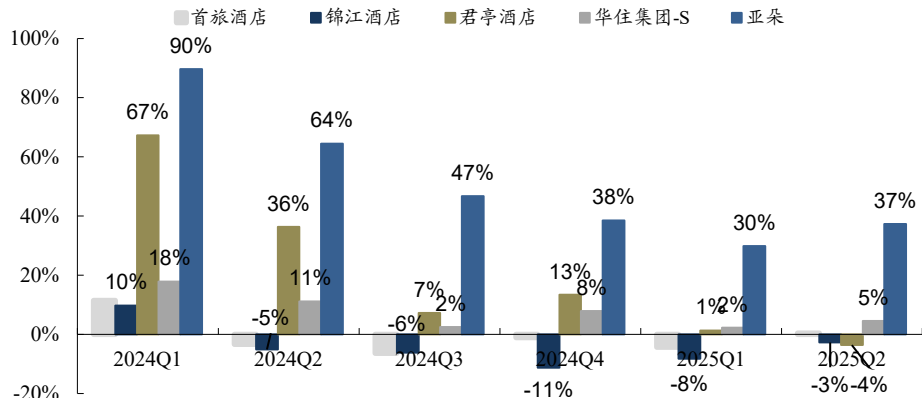


数据来源：酒店之家，东吴证券研究所

3.2 酒店：Q2增速环比改善，亚朵、华住领先

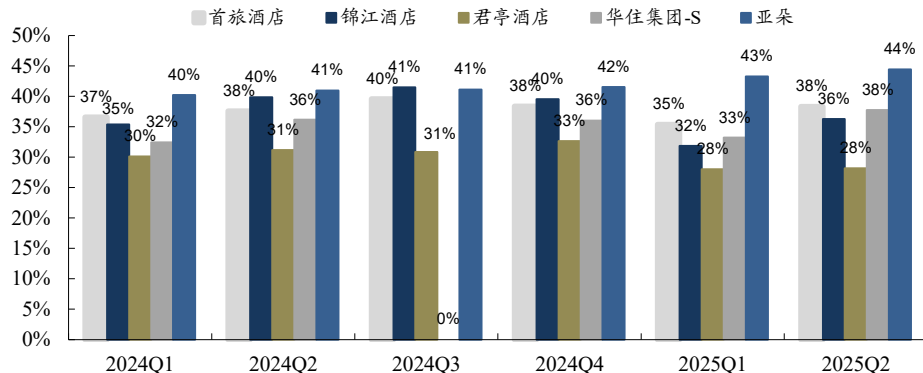
□ 上市公司表现：Q2收入和利润增速环比改善，龙头经营性现金流出现改善。

图：2024-2025年各公司收入同比增速



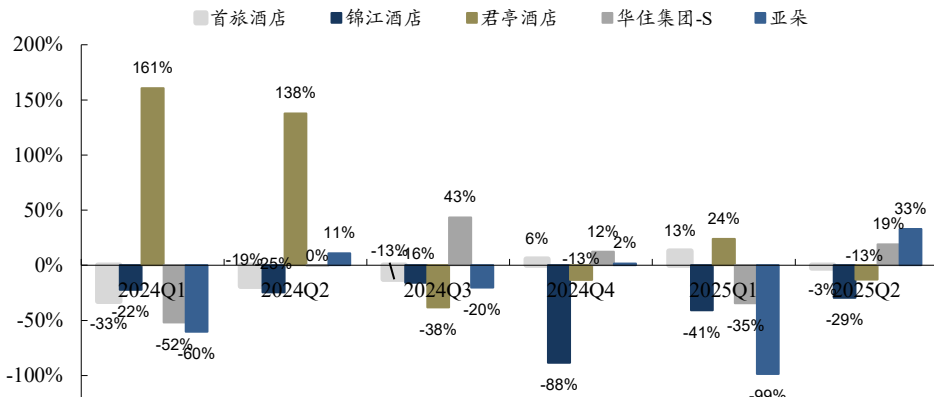
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图：2024-2025年各公司毛利率



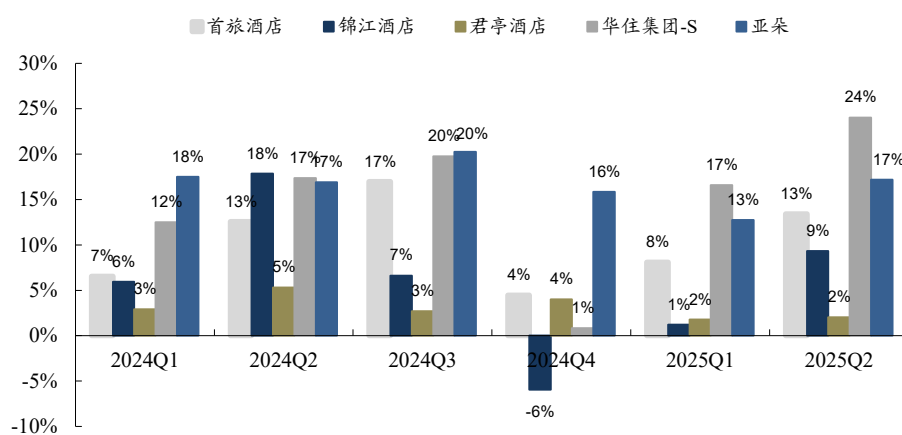
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图：2024-2025年经营性现金流同比增速



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图：2024-2025年各公司归母净利润率



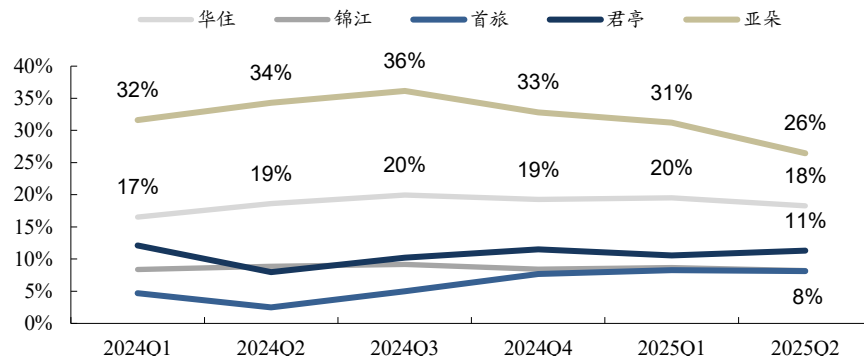
数据来源：WIND，东吴证券研究所

3.2 酒店：亚朵华住房量增速领先，加盟模式高速扩张

□ **Q2房量增速：**亚朵26%>华住18%>君亭11%>锦江/首旅8%

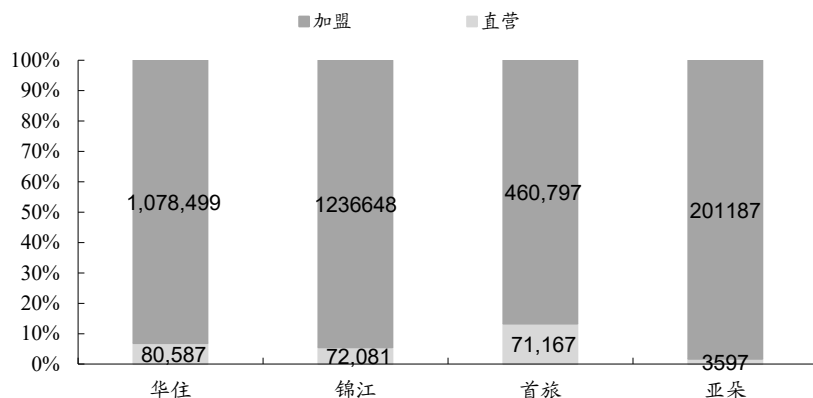
□ **直营收入占比：**君亭81%>首旅61%>锦江58%>华住53%>亚朵6%

图：总房量增速



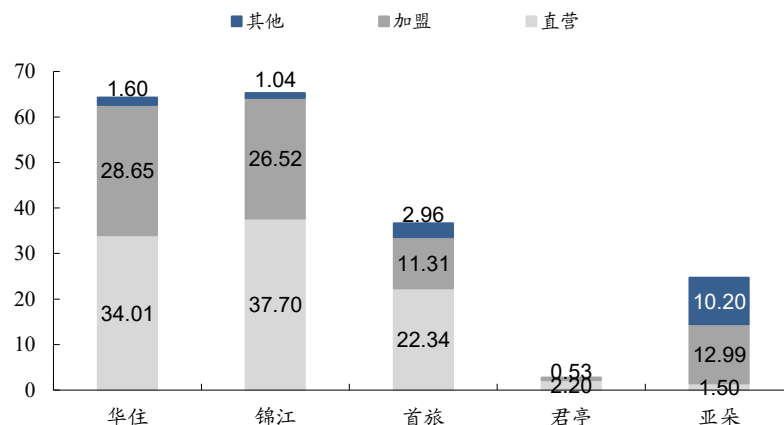
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图：房量结构（间）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图：收入结构（亿元）

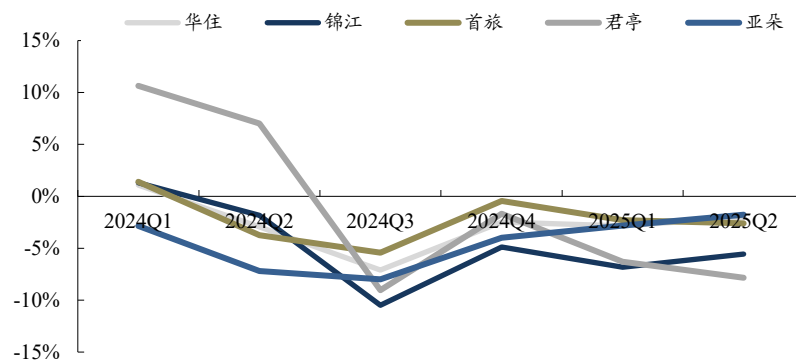


数据来源：公司公告，东吴证券研究所；注：华住、亚朵为Q2收入，其余为H1收入

3.2 酒店：RevPAR普降中个位数，降幅环比持平或略降

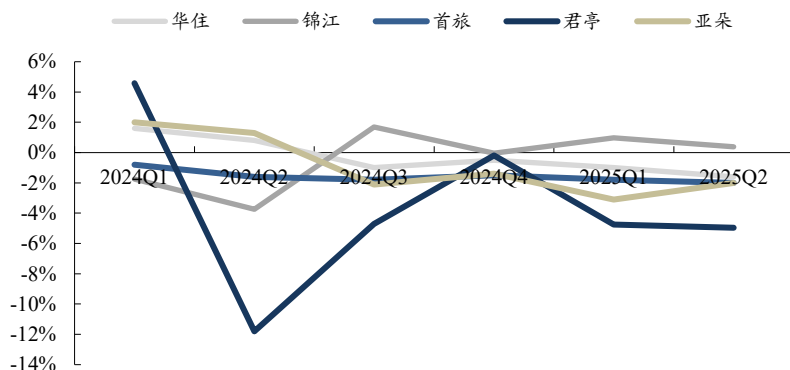
- **RevPAR普降中个位数**：华住-4%、亚朵-4%、锦江-5%、首旅-6%、君亭-15%
- **OCC普降低个位数**：锦江+0.4%，系降价维持入住率，华住/首旅/亚朵-2%
- **ADR普降中低个位数**：华住/亚朵-2%、首旅-3%、锦江-6%、君亭-8%

图：2024-2025年各公司RevPar同比增速



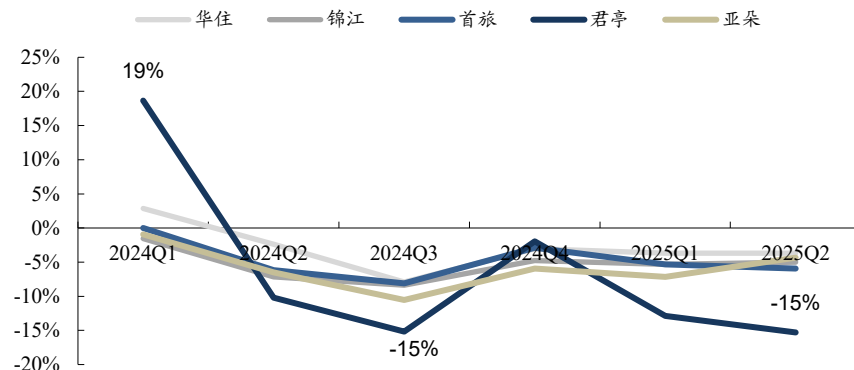
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图：2024-2025年各公司OCC同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图：2024-2025年各公司ADR同比增速

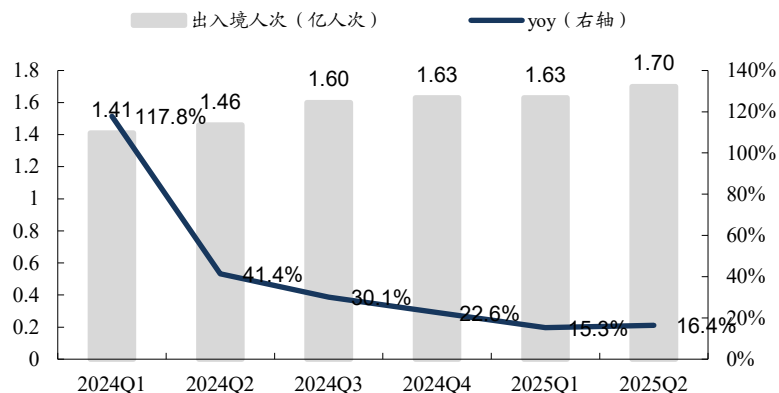


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.3 旅游：出境游量增价减

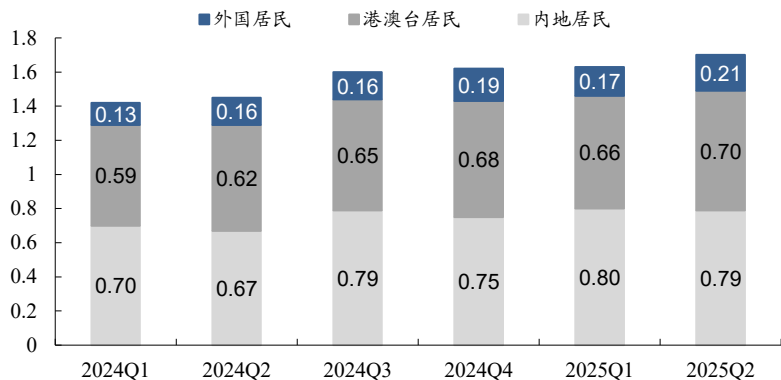
□ 行业量价要素：出入境人次同比延续15-20%区间增长。外国居民出入境增速超30%。

图：出入境人次增速



数据来源：移民管理局，东吴证券研究所

图：出入境人次结构（亿人次）



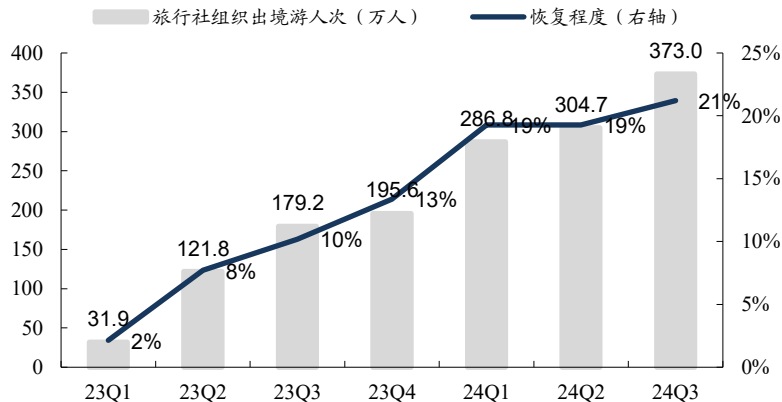
数据来源：移民管理局，东吴证券研究所

图：民航出入境人次增速



数据来源：民航局，东吴证券研究所

图：旅行社组织出境游人次

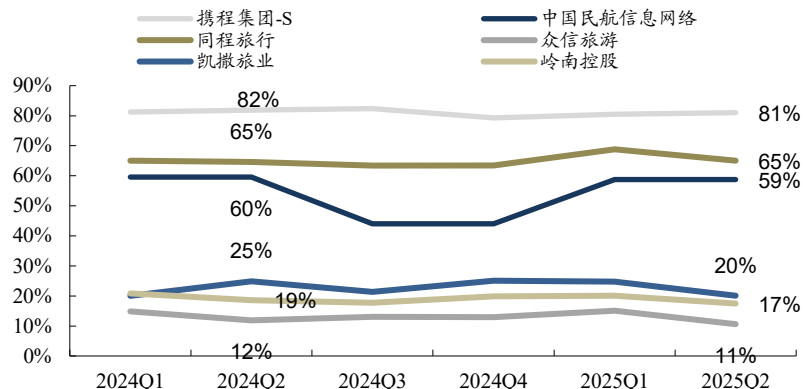


数据来源：文旅部，东吴证券研究所；数据披露截至24Q3

3.3 旅游：收入增速放缓，毛利率略下滑

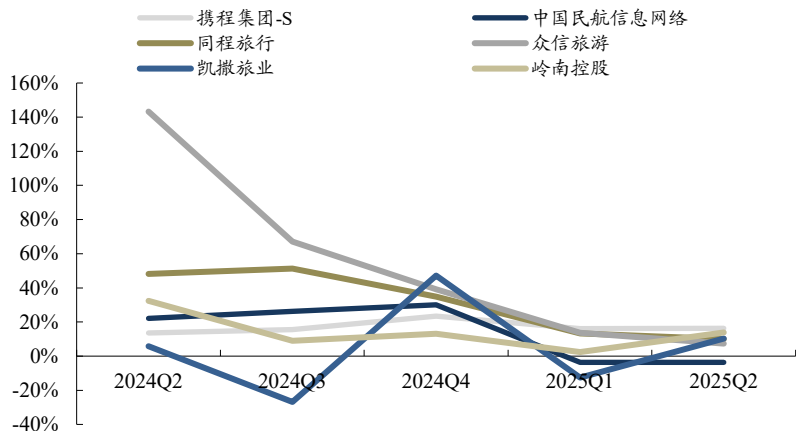
- **收入端**：除岭南控股和凯撒旅业低基数外，旅游OTA上市公司Q2收入增速环比普遍收窄。
- **毛利率**稳中略降，反映行业整体价格端承压。
- **净利率**相对平稳。

图：毛利率



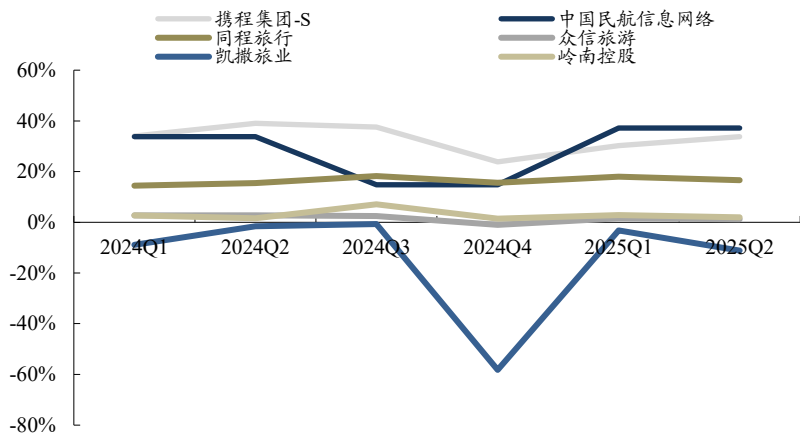
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图：收入增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图：归母净利率

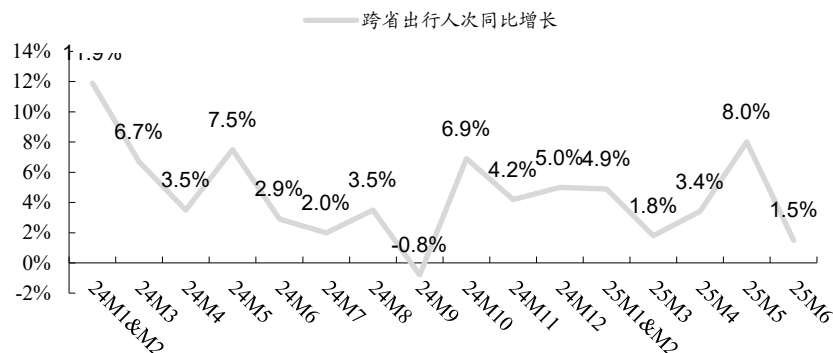


数据来源：公司公告，东吴证券研究所；注：携程及同程使用non-GAAP净利润

3.4 景区：出行人次同增中单个位数，客单价同比基本持平

- 跨省出行人次高基数低增长，同比增速降至5%以内。
- 节假日国内休闲游延续高景气，量增带动收入增加。
- 出行人次同比增长中单个位数，25年节假日消费客单价同比持平略增。

图：跨省出行人次月度



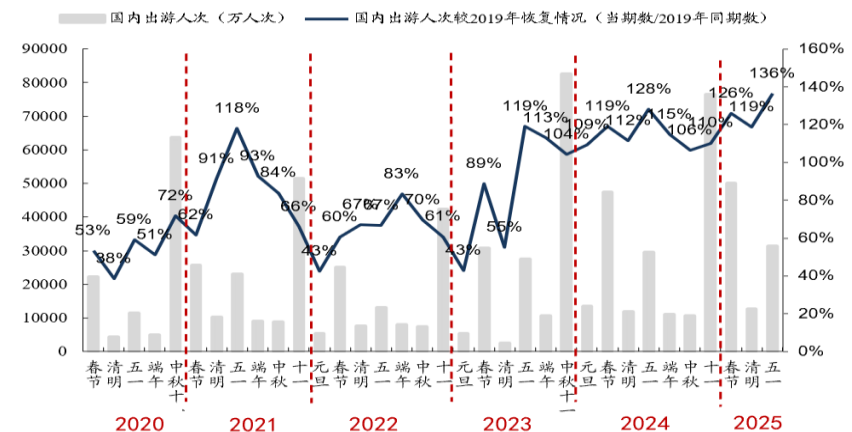
数据来源：交通部，东吴证券研究所

图：节假日出行消费同比



数据来源：文旅部，东吴证券研究所

图：节假日出行人次同比

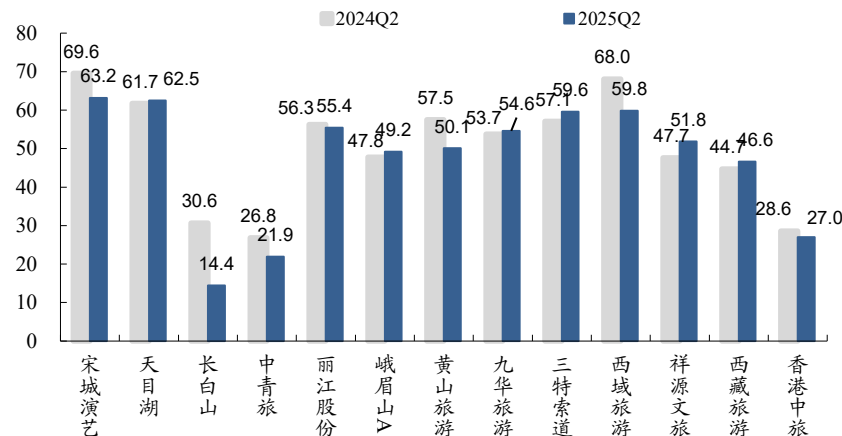


数据来源：文旅部，东吴证券研究所

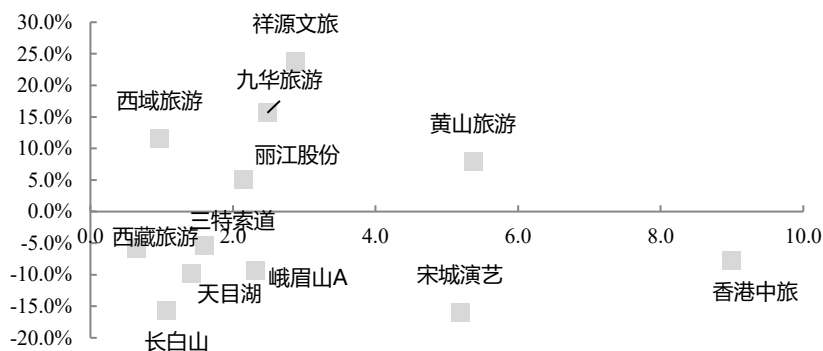
3.4 景区：Q2上市公司收入增速环比普遍走弱

- **收入端：**因天气和需求承压等因素，上市公司Q2收入增速环比普遍走弱，祥源文旅因资产并购、九华旅游因交通改善，收入增速领先。
- **净利率：**祥源文旅、九华旅游和丽江股份收入增长驱动利润率提升，天目湖、黄山旅游降本增效提升利润率。

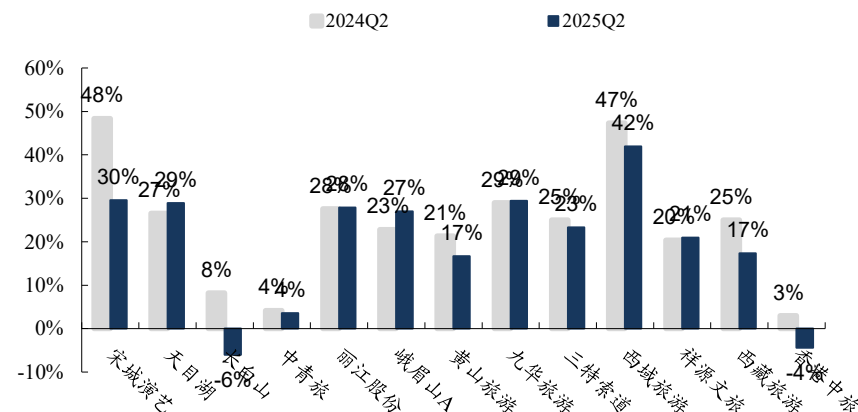
图：景区公司24Q2/25Q2毛利率



图：25Q2公司收入规模（亿元，横轴）及yoy（纵轴）



图：景区公司24Q2/25Q2归母净利润率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

□ 景区上市公司稳步推进产能扩张或资产整合，提高接待能力

表：景区上市公司增长预期

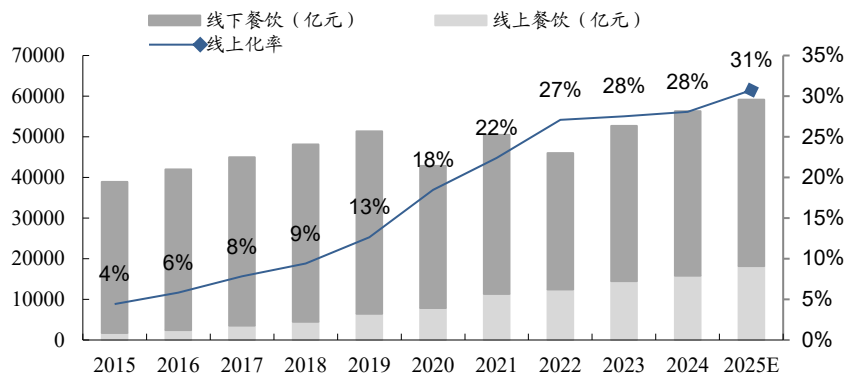
公司	在建或拟新增项目
宋城演艺	H1新签约青岛和浙江两个轻资产项目
天目湖	在建项目有南山小寨二期、平桥文旅综合体，动物王国一期和御水温泉改造
长白山	定增获批，温泉部落二期明年开业，新增景区交通车
丽江股份	牦牛坪索道改扩建项目
峨眉山A	金顶索道改造提升项目预计今年底完工
黄山旅游	北海宾馆和东大门将于今年投运，在建酒店改造项目
九华旅游	拟定增，狮子峰索道项目于26年完工，在建酒店改造项目，百岁宫缆车改造项目
西域旅游	H1遇见喀什、遇见赛湖项目开业
祥源文旅	1月收购卧龙中景信，与控股股东签署委托管理协议
香港中旅	8月签署协议收购松花湖滑雪度假区

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.5 餐饮：门店供给回补，线上化率进一步提升

- **行业供给：**24年Q3以来，主要市场北上广江浙餐饮行业供给出清，25Q2门店数出现回补，五地总门店数环比增加5.6%，较前两季度的-5.7%/-2.5%环比增速转正。
- **线上化：**疫情后餐饮行业线上化率进入瓶颈期，25Q2起以即时零售为中长期目标的平台外卖大战将助推餐饮线上化率进一步提升至30%以上。

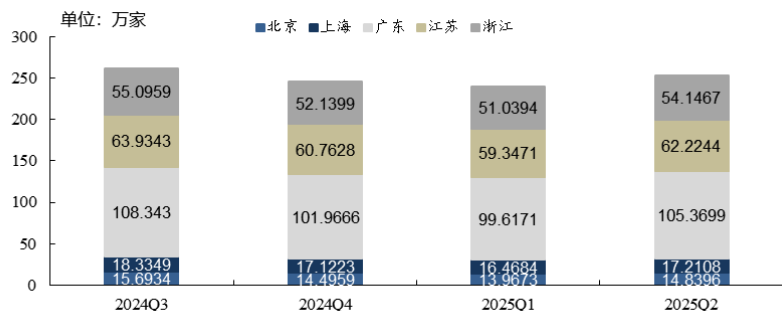
图：2022-2025年餐饮公司线上订单占比



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

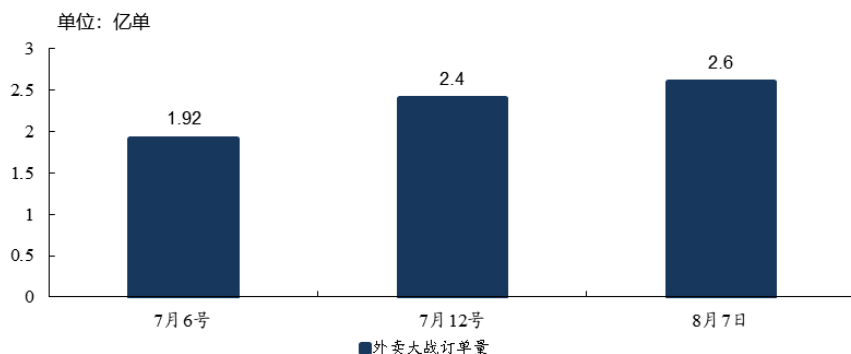
注：假设2025年整体餐饮增速5%，线上15%增速估算2025年线上化率。

图：北上广江浙五地区餐饮门店数量变化/万家



数据来源：窄门餐眼，东吴证券研究所

图：外卖大战以来日订单数量/亿单



数据来源：晚点报道，东吴证券研究所

3.5 餐饮：收入增速分化，利润率普遍上行

- **餐饮公司收入表现分化：**25H1港股餐饮公司环比24H1普遍增速略降；季频披露的同庆楼、广酒、百胜中国25Q2收入增速环比Q1有所提速；
- **利润率：**毛利率相对平稳，得益于规模优势、降租和人工成本下降，百胜、海底捞和九毛九外的餐饮公司H1净利率普遍上行。

图：餐饮公司季度收入同比增速

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
同庆楼	28.0%	7.0%	-1.2%	-8.1%	0.2%	10.0%
广州酒家	10.0%	10.6%	2.3%	-0.4%	3.3%	5.1%
百胜中国	4.7%	-0.4%	2.9%	5.6%	2.0%	4.5%
海底捞	13.8%	13.8%	-5.8%	-5.8%	-3.7%	-3.7%
达势股份	48.3%	48.3%	35.7%	35.7%	27.0%	27.0%
特海国际	12.9%	12.9%	17.1%	17.1%	7.4%	7.4%
九毛九	6.4%	6.4%	-3.1%	-3.1%	-10.1%	-10.1%
海伦司	-37.8%	-37.8%	-37.6%	-37.6%	-34.0%	-34.0%
呷哺呷哺	-15.9%	-15.9%	-23.2%	-23.2%	-18.9%	-18.9%
太兴集团	-1.9%	1.8%	7.6%	7.6%	6.1%	6.1%
小菜园					6.5%	6.5%
绿茶集团					23.1%	23.1%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所；注：除同庆楼、广州酒家和百盛中国外，其余公司季度数据为半年度平均

图：餐饮公司季度毛利率

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
同庆楼	25%	18%	17%	16%	22%	19%
广州酒家	30%	21%	39%	26%	25%	22%
百胜中国	22%	20%	22%	18%	23%	21%
海底捞	61%	61%	63%	63%	60%	60%
达势股份	73%	73%	73%	73%	73%	73%
特海国际	67%	67%	68%	68%	66%	66%
九毛九	64%	64%	65%	65%	64%	64%
海伦司	64%	64%	50%	50%	60%	60%
呷哺呷哺	65%	65%	64%	64%	67%	67%
太兴集团	74%	74%	74%	74%	73%	73%
小菜园	68%	68%	68%	68%	70%	70%
绿茶集团	68%	68%	69%	69%	70%	70%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所；注：同庆楼、广州酒家和百胜中国为单季度数据，扣除原材料和人工成本，其他公司季度数据为半年度平均，成本仅包含原材料成本

图：餐饮公司季度归母净利率

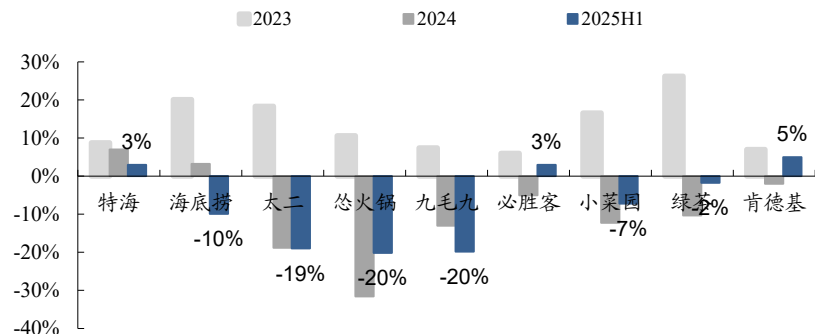
公司	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
同庆楼	9.5%	2.6%	0.4%	2.5%	7.5%	3.2%
广州酒家	7.0%	-1.4%	17.8%	4.5%	4.9%	-1.3%
百胜中国	9.7%	7.9%	9.7%	4.4%	9.8%	7.7%
海底捞	9.5%	9.5%	12.6%	12.6%	8.5%	8.5%
达势股份	0.5%	0.5%	1.9%	1.9%	2.5%	2.5%
特海国际	-1.2%	-1.2%	6.4%	6.4%	7.1%	7.1%
九毛九	2.4%	2.4%	-0.5%	-0.5%	2.2%	2.2%
海伦司	15.8%	15.8%	-47.5%	-47.5%	17.3%	17.3%
呷哺呷哺	-11.4%	-11.4%	-5.4%	-5.4%	-4.3%	-4.3%
太兴集团	0.7%	0.7%	3.1%	3.1%	2.4%	2.4%
小菜园	11.1%	11.1%	11.2%	11.2%	14.1%	14.1%
绿茶集团	9.4%	9.4%	8.9%	8.9%	10.2%	10.2%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所；注：除同庆楼、广州酒家和百盛中国外，其余公司季度数据为半年度平均

3.5 餐饮：外卖占比高的平价大众餐饮经营好于火锅等品类

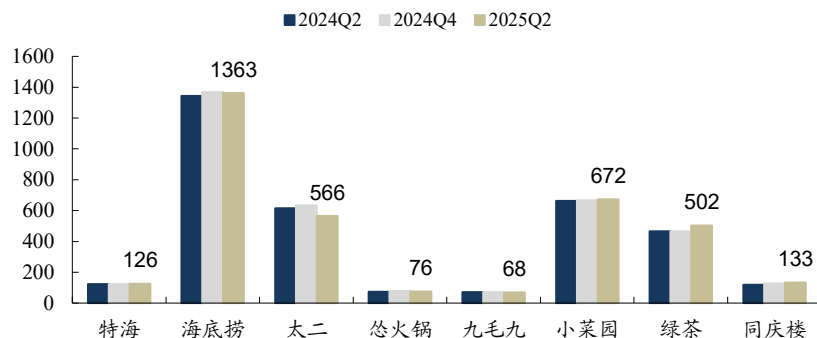
- H1外卖占比相对高的平价正餐小菜园、绿茶和必胜客及快餐肯德基门店数据环比改善，且均处在开店扩张期。

图：2023-2025Q2主要上市餐饮公司同店销售额增速



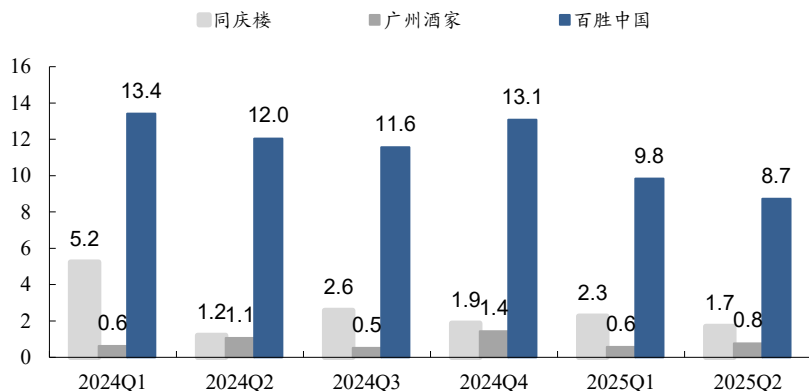
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图：2023至2025Q2主要餐饮公司门店数量



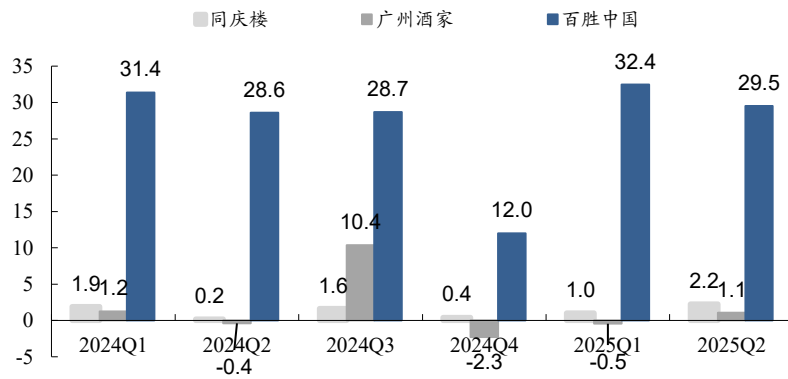
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图：餐饮公司季度CAPEX



数据来源：公司公告，东吴证券研究所；注：大部分港股公司在正式中报中才披露现金流量表

图：餐饮公司季度经营性现金流入（亿元）

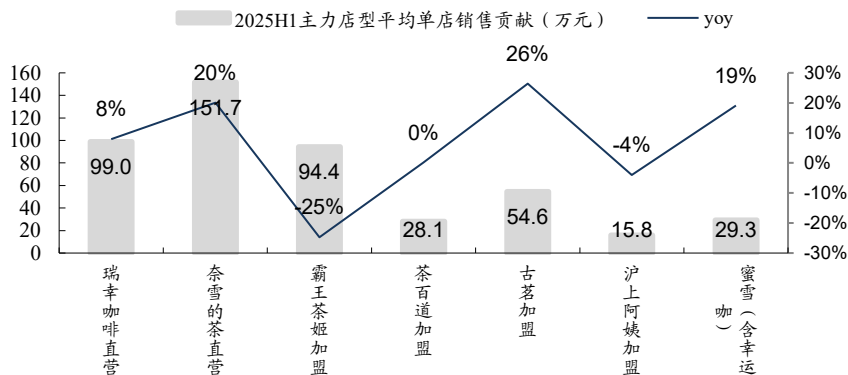


数据来源：公司公告，东吴证券研究所；注：大部分港股公司在正式中报中才披露现金流量表

3.6 茶饮：品牌势能强化，门店扩张提速

- **行业景气度上行，单量带动单店销售增长：**各品牌主力店型单店贡献走势分化。
- 由于各集团披露口径不一，为保持可比性，我们计算各集团的主力店型（瑞幸、奈雪为直营，其他为加盟）2025H1的平均创收，发现25H1店均贡献明显提升的是古茗、奈雪的茶、蜜雪集团、瑞幸咖啡，有明显下降的是霸王茶姬。由于2025年前后茶饮品牌相继上市，品牌声量都有不同程度强化，我们认为单店销售贡献大幅强化的原因或与外卖大战相关性更大。
- **头部茶饮品牌加速开店：**
 - 蜜雪H1新开门店7721家，净开6534家，总数53014家，同增22.6%；
 - 古茗H1新开门店1570家，净开1265家，总数11179家，同增17.5%，25/26年新开店指引3000+家；
 - 瑞幸咖啡H1净开3842家，总数26206家，同增31.3%。

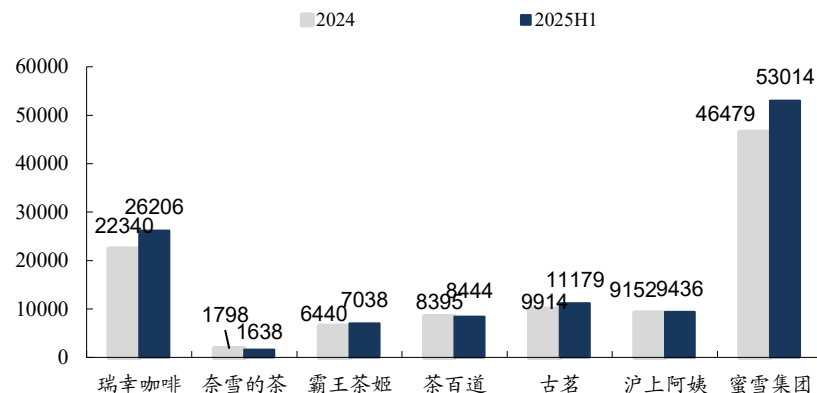
图：25H1各品牌主力店型平均销售额贡献及yoy



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：由于各集团披露口径不一，采用各集团主力店型创收/（（期初门店数+期末门店数）/2）算得，与同店口径有差异

图：各品牌门店数



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.6 茶饮：品牌收入增长提速，净利率同比提升

- 由于开店叠加同店改善，茶饮上市公司H1收入增长普遍提速。
- 毛利率持平或提升：蜜雪、古茗保证加盟商利润，毛利率微降，茶百道、奈雪、瑞幸和霸王茶姬毛利率提升。
- 规模效应下，品牌净利率同比普遍提升。

图：茶饮公司季度毛利率

公司简称	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
蜜雪集团	31.9%	31.9%	32.9%	32.9%	31.6%	31.6%
茶百道	31.7%	31.7%	30.7%	30.7%	32.6%	32.6%
古茗	31.6%	31.6%	29.7%	29.7%	31.5%	31.5%
奈雪的茶	63.3%	63.3%	63.1%	63.1%	65.9%	65.9%
沪上阿姨	31.2%	31.2%	31.3%	31.3%	30.9%	30.9%
瑞幸咖啡-	23.9%	35.5%	38.7%	35.3%	33.4%	41.2%
霸王茶姬	41.3%	40.6%	41.5%	41.2%	43.4%	43.1%

图：茶饮公司季度收入增速

公司简称	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
蜜雪集团					39.3%	39.3%
茶百道					4.3%	4.3%
古茗					41.3%	41.3%
奈雪的茶	-1.9%	-1.9%	-7.5%	-7.5%	-14.4%	-14.4%
沪上阿姨	6.0%	6.0%	-8.8%	-8.8%	9.7%	9.7%
瑞幸咖啡-	41.5%	35.5%	41.4%	36.1%	41.2%	47.1%
霸王茶姬	501.1%	312.8%	145.3%	62.9%	35.4%	10.2%

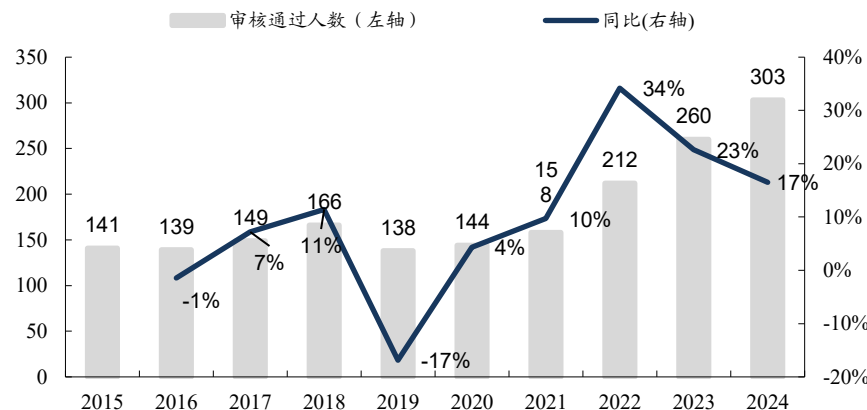
图：茶饮公司季度净利率

公司简称	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
蜜雪集团	17.7%	17.7%	18.0%	18.0%	18.1%	18.1%
茶百道	9.9%	9.9%	9.3%	9.3%	13.0%	13.0%
古茗	18.5%	18.5%	15.4%	15.4%	28.7%	28.7%
奈雪的茶	-17.1%	-17.1%	-20.3%	-20.3%	-5.4%	-5.4%
沪上阿姨	10.1%	10.1%	9.9%	9.9%	11.2%	11.2%
瑞幸咖啡-	-1.9%	11.1%	23.6%	35.3%	8.4%	19.8%
霸王茶姬	28.2%	48.0%	63.4%	86.6%	24.2%	27.9%

3.7 教育：K12、职业教育和高考培训需求旺盛

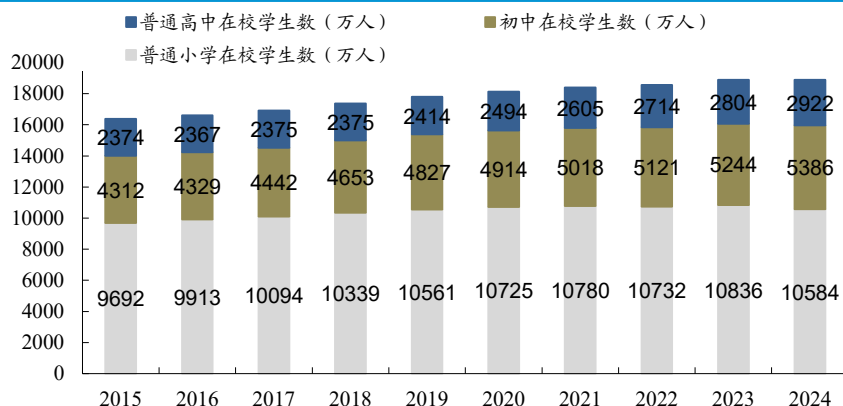
- **教培（非全日制）** 行业潜在消费人群规模持续增长。
- **K12**：2024年中小学在校生人数为1.89亿人，20-24年CAGR为1%，取消“普职分流”后普高人数有望进一步提升。
- **职教**：高考报名人数过去5年大幅提升，而本专科学位复合增速不超过2%，使得录取率走低。大量就业导向教育需求释放。
- **公考**：公考报名人数屡创新高，20-24年CAGR为20%，量增景气。

图：2015-2024年公考报名人数次（万人）&同比增速



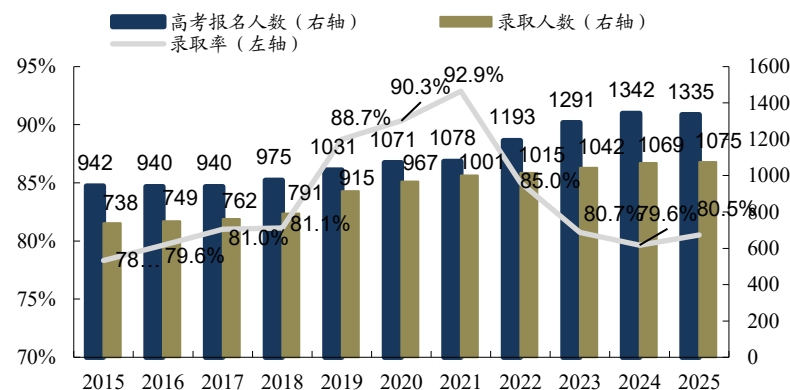
数据来源：中公教育，东吴证券研究所

图：2015-2024年小学、初中、高中在校学生数（万人）



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图：2015-2025年大学报录人数（万人）及录取率

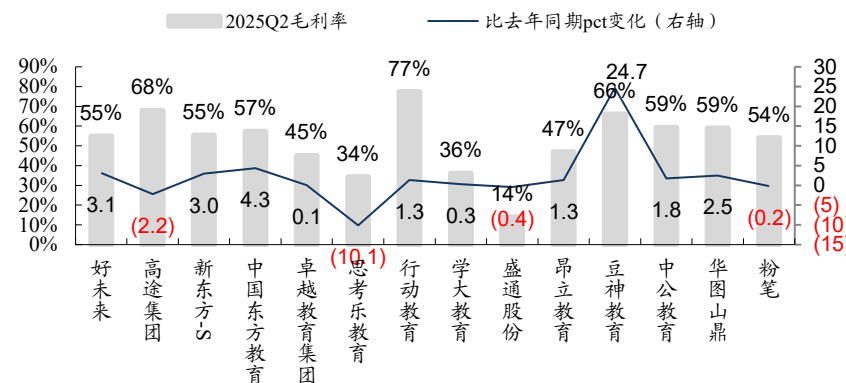


数据来源：国家统计局、历年全国高考报名人数统计表，东吴证券研究所

3.7 教育：K12教培营收增速有所放缓，职业教培提速

- K12公司Q2收入增速在前两年的高景气基础上放缓，进入业绩兑现期，普遍毛利率提升，盈利能力继续修复。
- 部分教培公司由于扩张爬坡期毛利率、净利率下降。
- 职业教育龙头中国东方教育收入增速稳步提升。

图：教育公司25Q2毛利率及同比pct变化

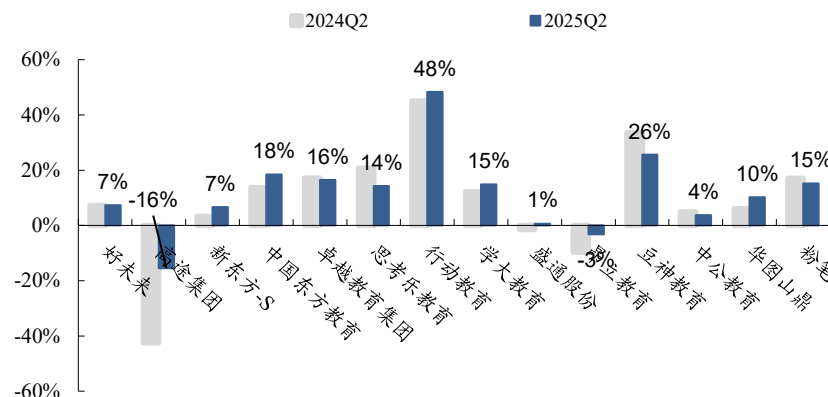


数据来源：WIND，东吴证券研究所

图：2025Q2教育上市公司收入增速

公司简称	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
好未来	63.2%	50.9%	48.9%	64.3%	43.5%	40.3%
高途集团	33.9%	43.6%	53.1%	82.5%	57.7%	37.6%
新东方-S	63.6%	32.6%	29.2%	20.9%	-1.0%	10.5%
中国东方教育	1.6%	1.6%	5.3%	5.3%	10.2%	10.2%
卓越教育集团	68.1%	68.1%	161.1%	161.1%	188.9%	188.9%
思考乐教育	58.8%	58.8%	41.9%	41.9%	10.1%	10.1%
行动教育	101.6%	39.5%	0.3%	4.5%	-7.2%	-14.2%
学大教育	36.0%	24.8%	15.7%	28.6%	22.5%	15.0%
盛通股份	-18.9%	-7.2%	-22.0%	-9.6%	-6.0%	0.0%
昂立教育	201.6%	31.4%	30.6%	4.7%	10.8%	12.9%
豆神教育	301.6%	-54.7%	28.9%	-43.4%	-0.6%	86.5%
中公教育	-14.1%	-18.5%	-30.4%	25.2%	-24.7%	-15.2%
华图山鼎	4494.2%	4697.1%	4964.3%	246.2%	18.9%	10.7%
粉笔	301.6%	-3.1%	-13.4%	-13.4%	-8.5%	-8.5%

图：教育上市公司归母净利润率

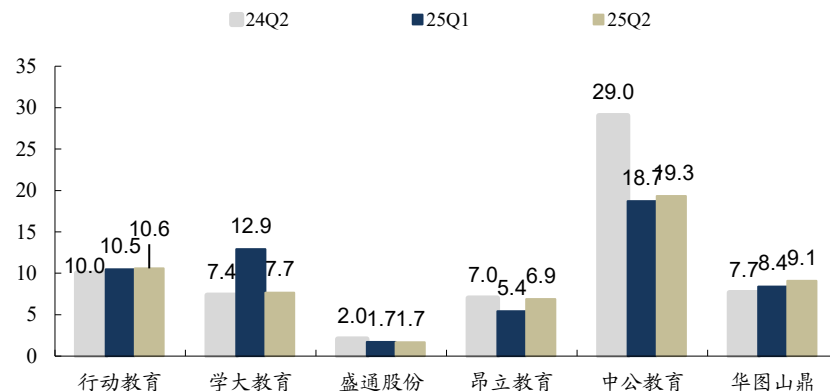


数据来源：WIND，东吴证券研究所；注：好未来与新东方-S 25Q2数据为20250531财年数据；港股仅披露半年报，季度数据为半年度平均

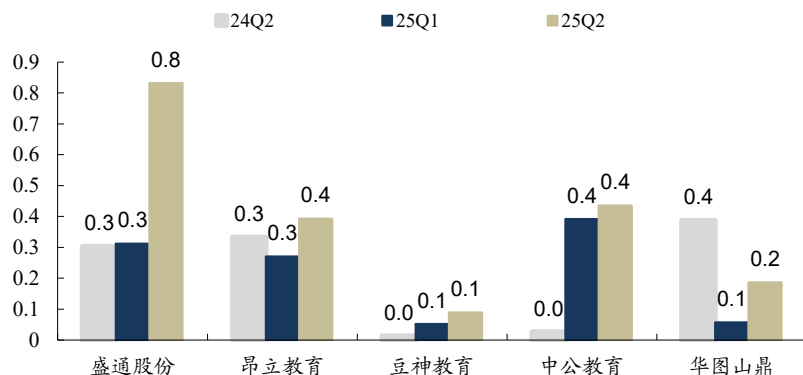
3.7 教育：K12增加资本投入，经营现金流改善

- ❑ A股教育公司资本投入普遍边际增加，说明行业扩张仍在继续。
- ❑ K12教培公司好未来、新东方、学大教育和昂立教育等经营性现金流入同比普遍增长。

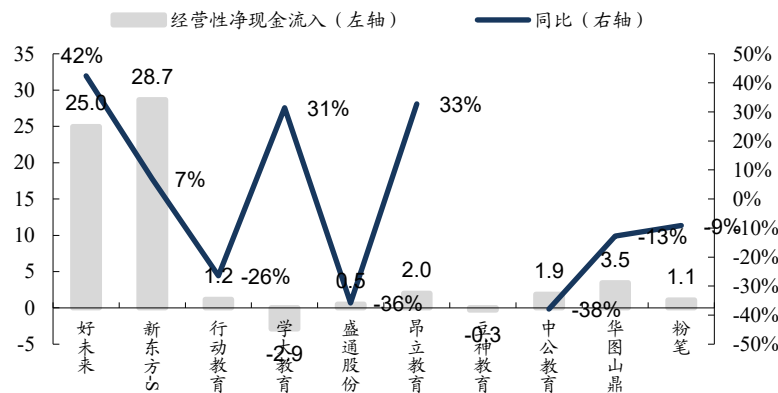
图：教育公司期末预收款+合同负债（亿元）



图：教育公司CAPEX（亿元）



图：2025Q2经营性净现金流流入（亿元）&同比



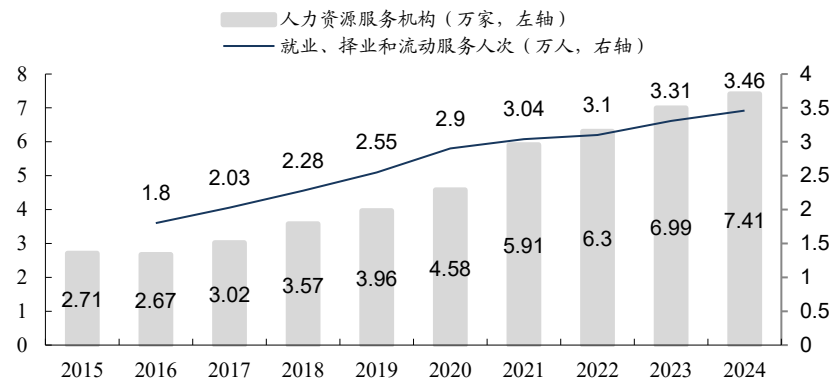
数据来源：WIND，东吴证券研究所；注：好未来、高途、新东方只披露年度CAPEX，多数港股大多未披露H1正式报表，此项仅记录A股公司

数据来源：WIND，东吴证券研究所；注：高途仅披露年度净现金流量，部分港股公司未披露25H1经营性净现金流入

3.8 人力资源服务：市场稳增，格局分散

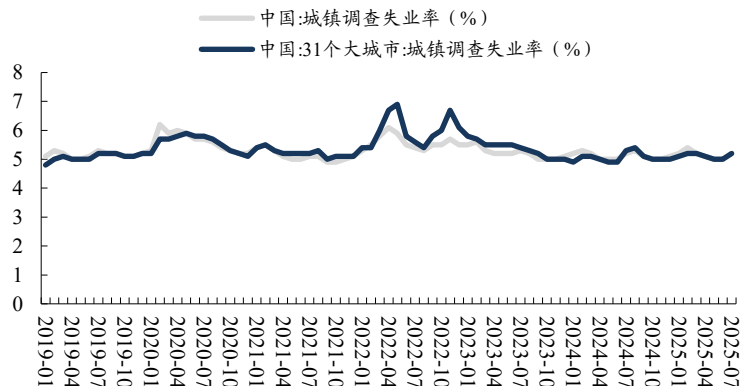
- ❑ 人力资源服务市场格局近年呈现分散化的情况，服务机构数量增速高于服务人次。
- ❑ 2025H1就业市场整体稳定，失业率在5%出头，城镇职工养老保险收入增速2025年以来在高单位数。

图：人力资源服务机构数量及年度服务人次



数据来源：人社部《人力资源和社会保障事业发展统计公报》，东吴证券研究所

图：中国城镇调查失业率（月度）



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图：社保基金城镇职工养老保险收入稳步增长

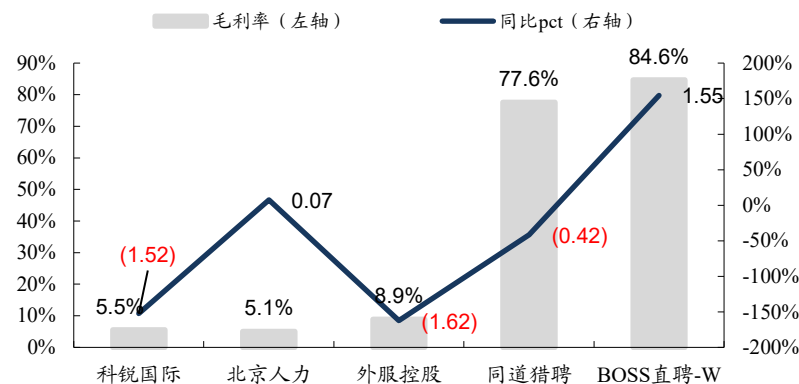


数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

3.8 人服公司：科锐国际营收高增，Boss直聘净利率显著提升

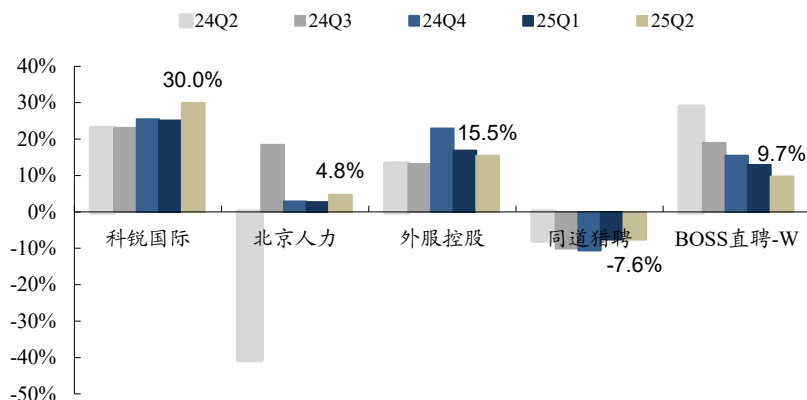
- 上市公司Q2表现：科锐国际收入增速领先，alpha凸显；北京人力增速环比提升，外服控股和BOOS-直聘增速收窄。
- A股人服公司Q2毛利率、净利率相对稳定；Boss直聘净利率环比显增。

图：2025Q2人服公司毛利率及同比



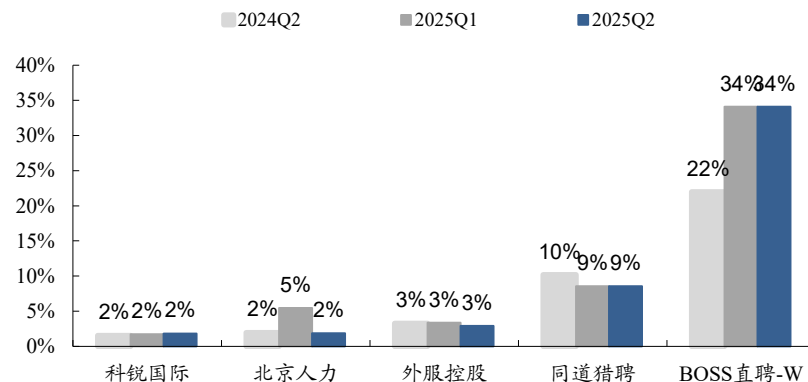
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图：人服公司季度收入增速



数据来源：WIND，东吴证券研究所；注：同道猎聘2025改为一年两次披露，25Q1/Q2增速按H1增速计

图：人服公司季度归母净利润率



数据来源：WIND，东吴证券研究所；注：同道猎聘2025改为一年两次披露，Q1/Q2净利率为H1数据

4. 服务业的“新消费”和“提效逻辑”

4.1 服务业“新消费”在哪里？

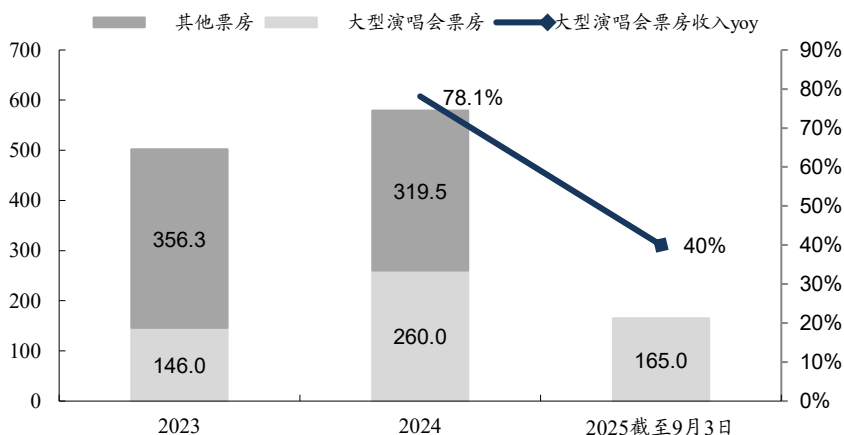
- ❑ 2025H1涌现了不少的商品“新消费”，但由于服务业态的重要生产要素是“人”，通常带着很重的“消费升级”色彩，因而在宏观承压的大环境下，除了茶饮在“补贴助力”背景下提速，还未跑出成规模高增长的大赛道。
- ❑ 我们将服务性业态从消费群体年龄和消费诉求两方面进行拆解，认为长期可做出溢价、规模天花板高的赛道可能分布在“少年~老年” X “成事~求同”区域。在消费群体年龄方面，国情是年龄结构缓慢上移；消费诉求方面，可分为功能性诉求（成事）、情感性诉求（悦己）、社会性诉求（求同）、个性化与自我实现诉求（立异）四个层面，背后代表的是对服务型消费产品差异化、综合性的要求逐步加强。当然，实际落地的产品可能是多种诉求的叠加。

表：服务性业态各年龄段的消费诉求拆解

		消费诉求			
		功能性诉求（成事）	情感性诉求（悦己）	社会性诉求（求同）	个性化与自我实现诉求（立异）
人口年龄结构上移 消费群体年龄	婴童（0~11岁）	托育服务、营养午餐	儿童乐园、玩具店	高端早教中心	特长培训
	少年（12~28岁）	高等教育、职业教育	奶茶店、电玩城、追星	夏令营、国际游学	小众兴趣社团
	青年（19~35岁）	共享办公、生鲜配送	精品咖啡馆、短途旅行	户外运动俱乐部、音乐节	健身私教、观展
	中年（36~59岁）	家政服务、教育咨询	高端餐厅、家庭旅行	高尔夫俱乐部、商学院 EMBA	健康管理、投资顾问
	老年（60岁及以上）	送药上门、养老机构	养生度假、戏曲观赏	社区舞蹈队、老年大学	养生课程、书法绘画班

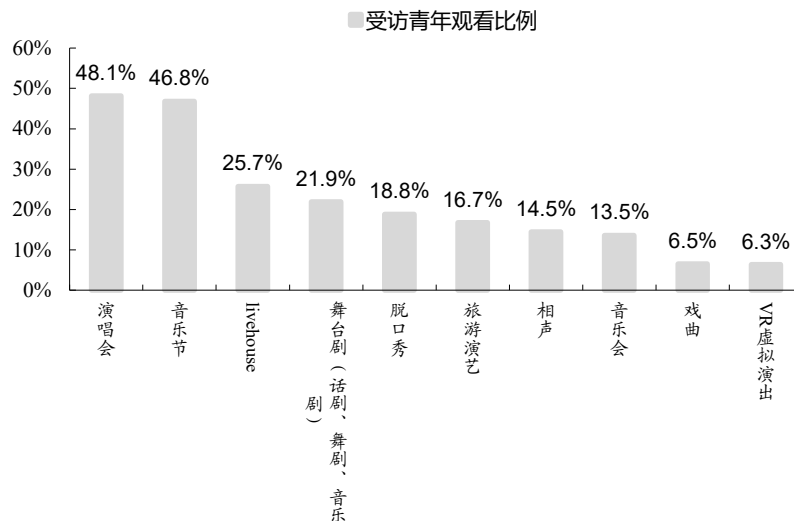
- 2023年以来大型演唱会以供给恢复为核心驱动因素高速增长，2025年截至9月数据显示仍有40%的高增速，今年有望达到300亿元以上规模，拉动消费整体规模有望近1500亿元。大型演出带动“吃住行游购娱”一站式消费，形成“3小时演出撬动72小时消费”联动效应。中国演出行业协会发布的数据显示，演唱会对当地消费的拉动比达到1:4.8，所以我们看到越来越多的地方政府以鼓励、补贴的姿态吸引演唱会在本地举办。
- 演唱会和音乐节是青年大学生消费偏好最强的演出形式。根据中国青年报的中青校媒面向大学生等青年群体的调查显示，75%的受访者每年至少观看一次演出。超过45%的受访大学生观看过演唱会和音乐节。

图：大型演唱会（5000人以上）票房持续高增



数据来源：灯塔数据，东吴证券研究所

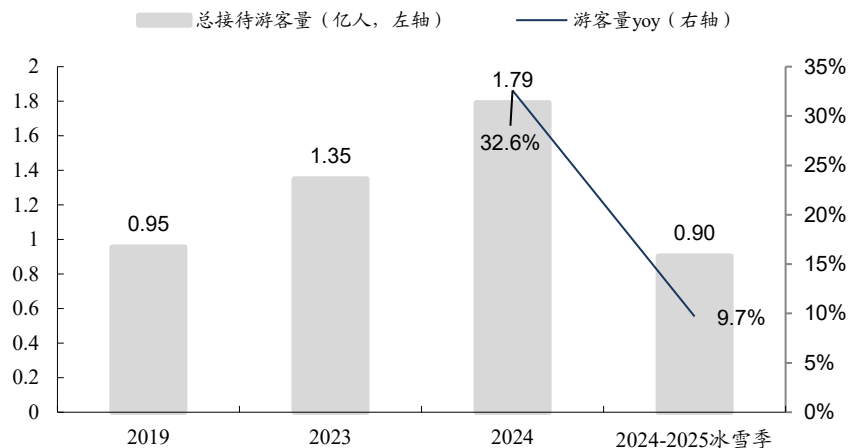
图：48%的受访大学生观看过演唱会



数据来源：中青校媒调查，东吴证券研究所

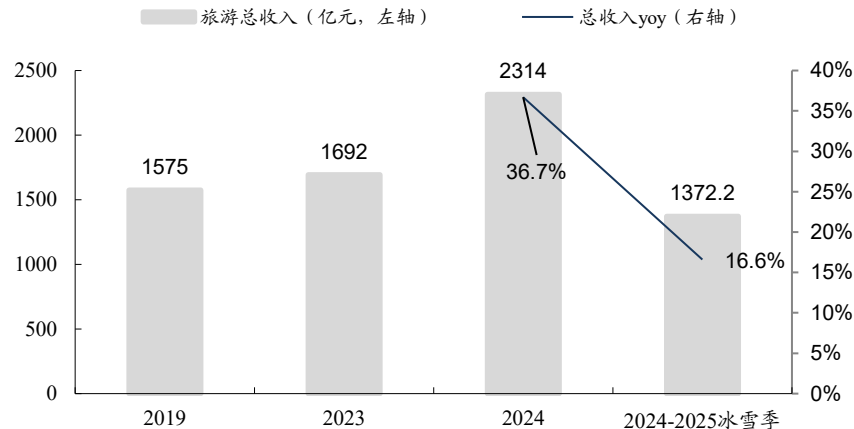
- ❑ **冰雪经济支出降速，但绝对增速仍高达15-20%区间。**经过2年的冰雪旅游大力倡导和发展，作为传统出行淡季的冬天也出现了撬动居民消费意愿的有力抓手。
- ❑ **作为冰雪旅游的核心目的地，哈尔滨2024-2025雪季的游客量增速为9.7%，旅游收入增速为16.6%。**量价齐升的数据说明冰雪旅游景气度仍高，需求旺盛且出现了消费升级的趋势。

图：哈尔滨总接待游客量及yoy



数据来源：哈尔滨文旅局、东吴证券研究所

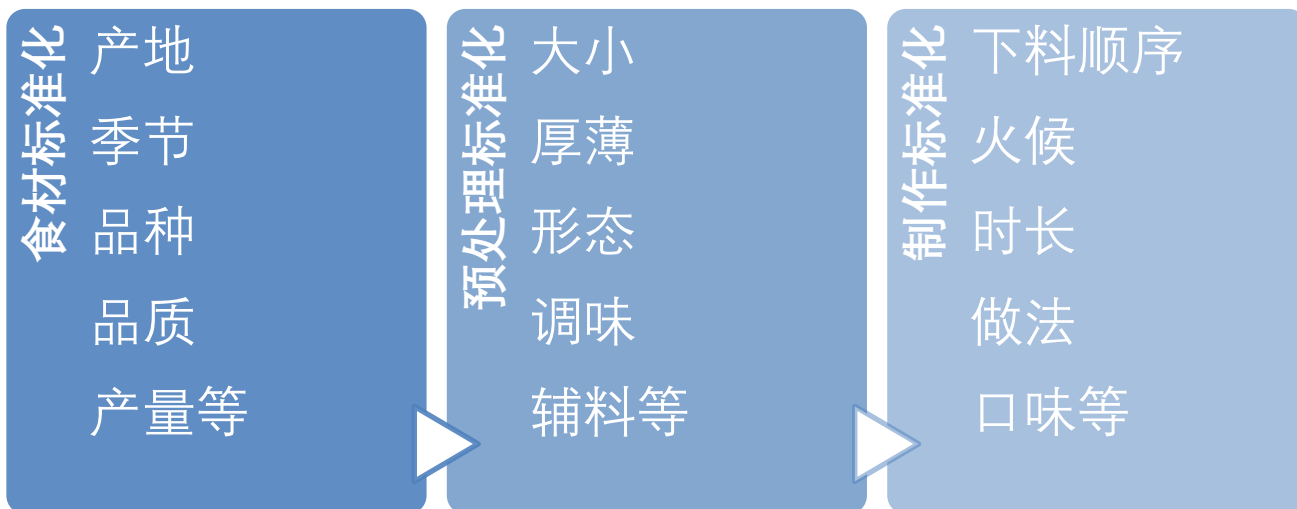
图：哈尔滨旅游总收入及yoy



数据来源：哈尔滨文旅局、东吴证券研究所

- ❑ 中式餐饮标准化、乃至工业化是一个目前还没有被市场完全认知和认可的事情。
- ❑ 中式“现炒”由于涉及到的食材种类多、口味分布广，标准化进程一直慢于单品类快餐。此前并无主打“现炒”的公司做到全国千店以上。但是通过今年绿茶集团、小菜园的相继上市，及近两年大米先生、老乡鸡、费大厨的高速扩张，我们认为这个趋势已经逐渐证实。
- ❑ 供给端来看，食品工业近几年快速发展，餐饮企业流程数字化管理能力持续提升；需求端来看，人们对健康及口味的要求逐步提升，对菜品“现炒”的需求增强。我们看到餐饮企业在逐步投入自动化机器，乃至炒菜机器人进一步将餐饮产品制作过程标准化。**全流程的标准化带来的是效率的提升、出品的稳定和消费者长期认可。**

表：中式餐饮（现炒）标准化过程分解



- 生成式AI给教育带来了大规模商用化的契机。教育企业抓住技术拐点纷纷推出应用型产品。
- 从目前已发布和拟发布的产品来看：学生端，AI+教育产品能够真正实现快速生成内容且不限次数问答、对话，同时实现了**因材施教和教育普惠**。教学端，AI使得老师的响应和服务效率大幅提升，减少重复劳动。

表：部分上市教育公司AI化布局

公司简称	核心AI战略/定位	代表性AI产品/技术	2025 H1营收/净利润表现	AI相关投入与进展摘要
粉笔	AI+职业教育	粉笔AI老师、公考/事业编AI刷题系统班、AI面试点评等	营收14.92亿元 净利润2.27亿元	研发开支1.08亿元；重新分配6080万港元IPO资金，其中1200万港元投向AI模型研发及商业化；用户基础庞大。
学大教育	个性化教育	AI技术主要用于提升个性化学习方案的精准度和效率	营收19.16亿元 净利润2.3亿元	传统个性化教育优势显著
卓越教育	ALL IN AI战略；AI降本增效	AI优化教学和营销流程	营收9.2亿元 净利润1.5亿元	AI应用推动成本控制
豆神教育	AI教育生态矩阵服务商	豆神AI大模型应用（超拟人数字人教师）、AI双师、AI超能训练场	营收4.49亿元 净利润1.04亿元	AI战略深化；大模型技术用于知识图谱、授课目标识别
华夏控股	传媒及艺术领域	AI教授及课程	营收7.82亿元 净利润1.25亿元	计划于2025年下半年推出订阅制产品

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 投资建议

□ **建议关注：**

- **有望受益政策及免税市场企稳回升的：**中国中免、王府井、中烟香港。**有望受益于消费意愿复苏、经营杠杆带来经营弹性的：**首旅酒店、锦江酒店、华住集团-S、蜜雪集团、古茗、小菜园、同庆楼等。**AI+教育应用方面有望被持续催化的：**粉笔。**估值低、稳健释放利润有望获得估值抬升的：**好孩子国际、华夏控股等。**有望受益文旅政策催化的：**丽江股份、峨眉山A、长白山、西域旅游、祥源文旅等。

	总市值（亿元人民币）	归母净利润（亿元人民币）				P/E				投资评级
		2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E	
中国中免	1,402	43.2	43.3	50.0	55.2	32	32	28	25	买入
王府井	164	2.7	6.0	6.3	7.5	61	27	26	22	增持
中烟香港	256	7.9	8.5	9.5	11.0	32	30	27	23	买入
首旅酒店	168	8.1	9.1	9.9	10.6	21	19	17	16	买入
锦江酒店	245	9.1	10.3	12.6	14.4	27	24	19	17	买入
蜜雪集团	1,384	44.4	58.5	65.2	73.0	31	24	21	19	买入
古茗	445	14.8	26.9	25.0	28.8	30	17	18	15	买入
小菜园	122	5.8	7.1	8.8	11.2	21	17	14	11	买入
同庆楼	55	1.0	2.2	3.6	4.3	55	25	15	13	增持
粉笔	59	2.4	2.7	3.3	3.9	25	22	18	15	未评级
好孩子国际	20	3.3	4.5	5.3	5.9	6	4	4	3	买入
华夏控股	25	0.9	2.7	3.6	4.4	28	10	7	6	未评级
丽江股份	51	2.1	2.3	2.5	2.7	24	22	21	19	未评级
峨眉山A	77	2.3	2.6	3.0	3.2	33	29	26	24	未评级
长白山	149	1.4	1.8	2.2	2.6	103	82	67	57	未评级
西域旅游	69	0.9	1.0	1.3	1.5	79	66	55	47	增持
祥源文旅	89	1.5	3.4	4.1	4.8	61	27	22	19	增持

数据来源：wind，东吴证券研究所

注：总市值为截至9月4日数据，已覆盖标的的使用东吴证券研究所盈利预测（港币汇率使用2025年9月5日的港币：人民币=0.91换算得），其余使用万得一致预期。

6. 风险提示

- ❑ **风险提示：**
- ❑ **居民消费意愿与能力修复的不确定性：**若未来居民人均可支配收入增长持续承压，或由于就业市场波动、资产价格表现低迷等因素导致“财富效应”减弱，将可能再次抑制消费者的边际消费倾向。服务消费具有一定的非必需属性，可能受到冲击的幅度较一般消费品更大。
- ❑ **地缘政治与宏观经济的波动性：**全球地缘政治冲突的复杂性与长期化，可能持续扰动能源与大宗商品价格，间接推高服务业的运营成本。同时，全球经济的不确定性可能导致外贸需求走弱，影响国内宏观经济大盘的稳定性，从而传导至消费端。汇率的异常波动也可能对拥有海外业务或大量原材料进口需求的企业带来负面影响。
- ❑ **行业监管政策的持续演变：**服务业细分领域众多，是政策监管的重点。劳动保障政策的趋严可能普遍推高人力密集型服务企业（如餐饮、物流、线下零售）的用工成本；此外，教育、互联网平台等敏感领域的政策风向变化也值得关注。
- ❑ **市场竞争加剧与创新瓶颈：**服务的可复制性较强，一旦出现高回报的细分赛道，资本会迅速涌入导致竞争格局恶化，引发价格战与获客成本急剧攀升，侵蚀企业利润。同时，若企业无法在服务体验、商业模式或技术应用上持续创新，将难以构建坚实的护城河。
- ❑ **成本刚性上涨压力：**即使在需求波动的情况下，服务业的诸多成本项呈现刚性特征。一线员工的薪酬、核心商圈的租金、以及为维持服务品质所需的培训与品控投入等易涨难跌。在需求端疲软时，这种成本刚性将显著压缩企业的盈利空间。
- ❑ **公共卫生与安全事件的潜在冲击等**

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园