

8月社服行业投资策略： 步入中报披露期，优选高景气赛道龙头

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

摘要：步入中报披露期，优选高景气赛道龙头



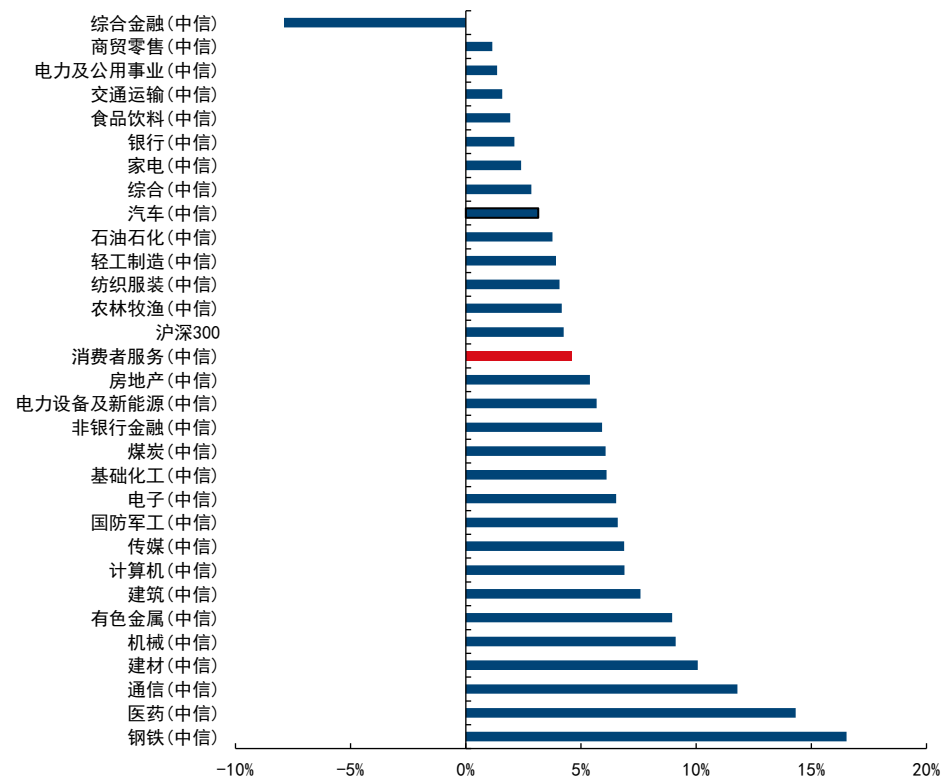
- **行情回顾：**7月A股社服涨4.59%，港股社服涨4.47%，AI+方向、区域政策红利、品质消费相关个股领涨。2025.7.1-8.6A股消费者服务板块涨4.59pct，跑赢沪深300 0.34pct；港股消费者服务板块涨4.47%，跑输中信港股通指数1.04pct。其中AI+板块、西藏海南等区域政策红利、品质消费相关个股表现领涨。
- **子板块观点：**
 - **连锁餐饮赛道：**2025年以来连锁消费行业逐渐走出低价竞争的内卷困境，以茶饮、快餐、部分大众餐饮品牌为代表的同店表现先后企稳。展望后续，1) 对于茶饮赛道而言，“反内卷”政策背景下监管机构倡导理性竞争，短期平台补贴策略调整预计影响同店冲高后预期，同时部分品牌临近解禁带来部分投资情绪压制，但长期看具备供应链与性价比优势的龙头依然有望持续巩固竞争份额，关注回调后配置机会；2) 部分大众餐饮品牌中期财报表现优异，目前低估背后主要反应市场对正餐模型门店持续扩张能力的担忧，但考虑部分龙头已经在单店模型与餐品SKU上做出诸多调整，后续伴随着扩张能力的持续验证，我们认为优秀大众餐饮龙头价值有望重新被市场定价重估。
 - **出行链赛道：**1) 天气不佳与局部疫情扰动下，暑期前半程表现相对平淡。7月国内铁路/民航旅客运输量同比增长4.3%/2.0%，出境航班班次同比增长14.5%。其中供给扩张周期下国内酒店行业总体有待修复，酒店之家数据7月酒店行业周平均RevPAR同比增长0.9%与Q2情况相近，希尔顿将大中华区RevPAR全年预期调整为略降；持续巩固直销与会员等战略的海外OTA龙头BookingQ2业绩超预期，固定汇率下全年增长预期符合长期指引框架；景区中长白山7月客流增长37.8%表现突出。2) 出行链整体表现渐进背景下，一是关注更顺应需求变迁的结构性景气方向，如用户思维主导的酒店+零售体验经济新模式、产业链话语权更强的平台、处于内外扩容周期的景区；二是兼顾周期拐点，目前酒店板块预期逐步回调至相对低位，等待供需两端边际改善信号；三是关注政策博弈，如海南自贸港推进、国家/地方服务消费支持政策等对增量带动。
 - **教育赛道：**1) 逐步进入业绩验证期，建议聚焦强刚需的K12教培赛道及把握蓝领技能培训政策及需求红利窗口，推荐学大教育、天立国际控股、中国东方教育、卓越教育集团等。2) 此外多邻国FY25Q2财报表现超预期，同时上修全年收入及Margin指引，验证AI教育变现能力。据我们跟踪测算，国内AI教育产品如豆神超练系列、粉笔AI刷题班及天立启鸣冲刺营均已有千万级别收款，建议关注豆神教育、粉笔、天立国际控股、好未来、新东方-S、高途集团、有道等。
- **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。
- **投资建议：**短期重点推荐亚朵、北京人力、科锐国际、学大教育、天立国际控股、携程集团-S、蜜雪集团、古茗、长白山等。

板块行情回顾：7月A股板块涨4.59%，港股板块涨4.47%



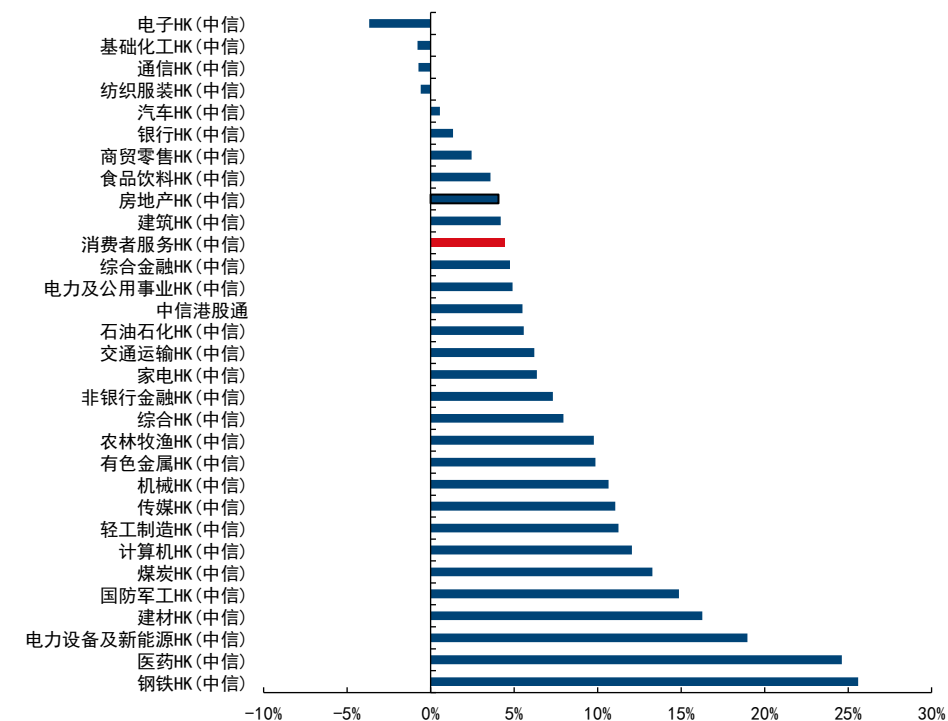
■ 行情回顾：7月A股社服板块涨4.59%，港股社服板块涨4.47%。2025.7.1-8.6A股消费者服务板块涨4.59pct，跑赢沪深300 0.34pct；港股消费者服务板块涨4.47%，跑输中信港股通指数1.04pct。

图：2025.7.1-8.6A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

图：2025.7.1-8.6港股板块涨跌幅（以中信行业指数分类）

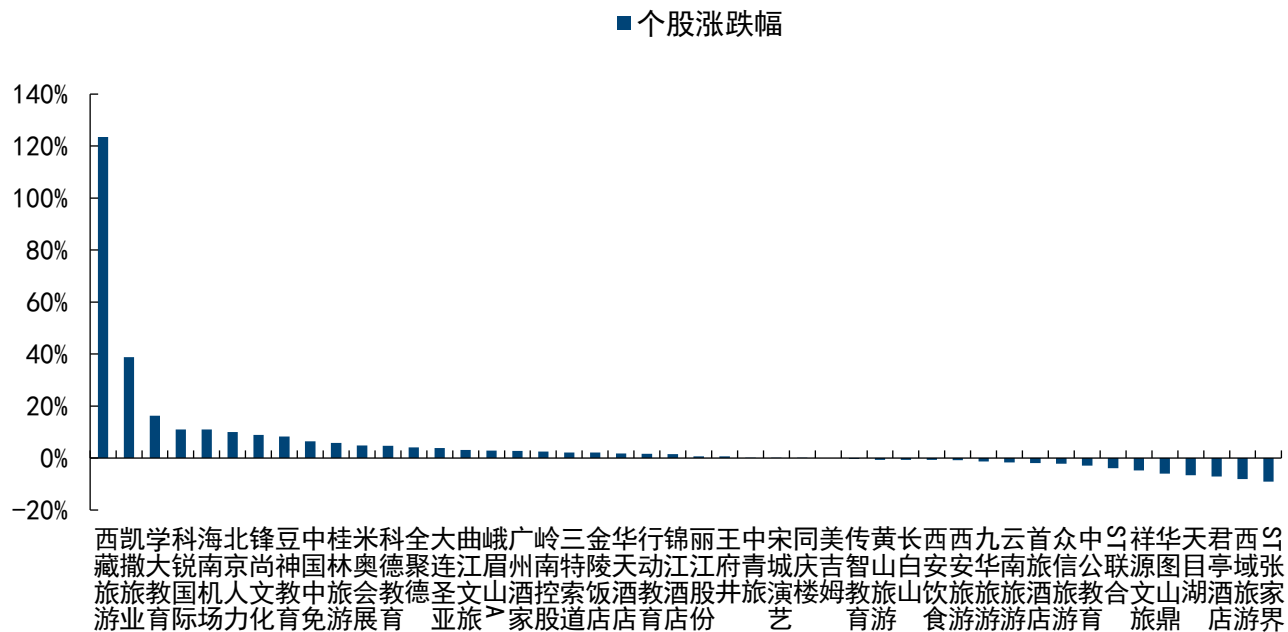


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

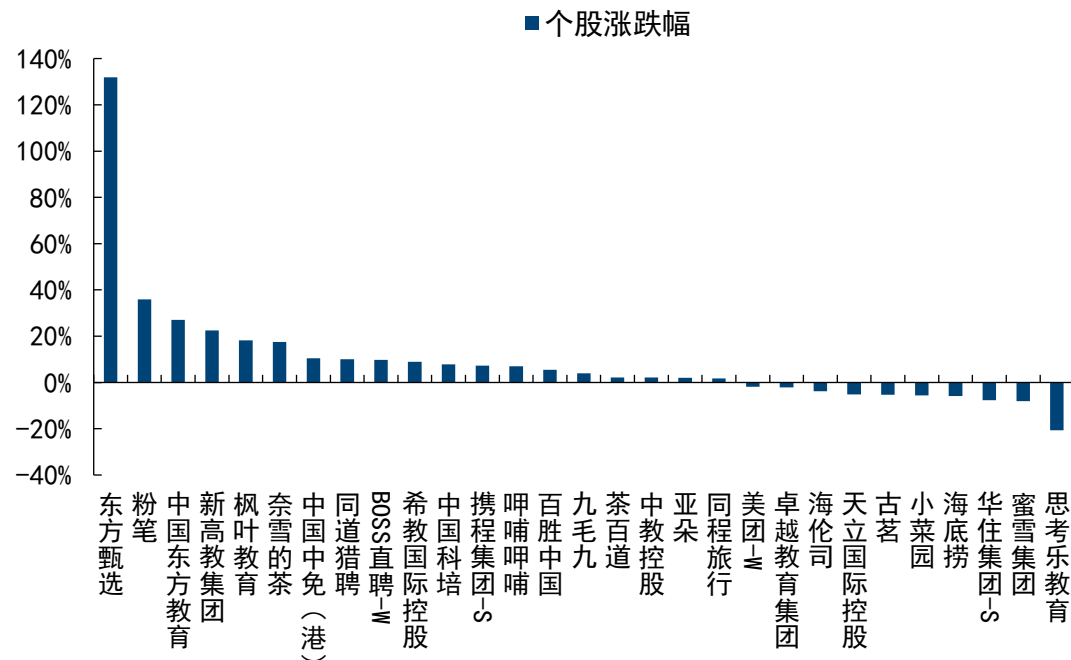
个股行情回顾：AI+方向、区域政策红利、品质消费相关个股领涨

- **A股区域主题、教育个股领涨。**7月A社服板块涨幅前五（非ST个股）分别是西藏旅游、凯撒旅业、学大教育、科锐国际、海南机场，跌幅前五分别为西域旅游、君亭酒店、天目湖、华图山鼎、祥源文旅。
- **港美股品质消费、教育个股领涨。**7月港美股社服板块涨幅前五分别是东方甄选、粉笔、中国东方教育、新高教集团、枫叶教育，跌幅前五分别为思考乐教育、蜜雪集团、华住集团-S、海底捞、小菜园。
- **总体上7月三个方向相对领涨：**1) AI+板块催化，2) 西藏、海南等区域政策红利，3) 品质消费相关个股。

图：2025. 7. 1-8. 6A股板块个股涨跌幅



图：2025. 7. 1-8. 6港美股板块个股涨跌幅



连锁茶餐饮：关注茶饮板块回调后配置机遇，部分大众餐饮龙头中报业绩优异



- 2025年以来连锁消费行业逐渐走出低价竞争的内卷困境，以茶饮、快餐、部分大众餐饮品牌为代表的同店表现先后企稳。
- 对于茶饮赛道而言，“反内卷”政策背景下监管机构倡导理性竞争，短期平台补贴策略调整预计影响同店表现预期，同时部分品牌临近解禁带来部分投资情绪压制，但长期看具备供应链与性价比优势的龙头依然有望持续巩固竞争份额。
- 部分大众餐饮中报业绩表现优异。小菜园2025H1预计实现净利润3.6-3.8亿元，同比增长28.6-35.7%，公告提及提升运营效率、成本管控以及精细化管理是利润改善的关键。绿茶集团2025H1收入预计同增21-25%，归母净利润2.3-2.37亿元，同增32-36%，经调整净利润2.47-2.54亿元，同增38-40%。大众餐饮龙头业绩优异背后是经营方法论的重塑（从规模扩张到效率至上）。品牌积极拥抱线上流量，弥补线下门店客流的不足，同时调整单店模型。
- 百胜中国同店重新转正，运营效率持续提升。2025Q2百胜中国收入27.87亿美元/+4.0%；经营利润3.04亿美元/+14.3%，经营利润率10.9%/+1pct，利润率提升主要是公司Fresh eye/Red eye效率提升；归母净利润2.15亿美元/+1.4%。公司同店收入2024年以来首度转正，但对25H2展望仍相对谨慎。

图：连锁消费龙头月度经营同比恢复度

口径说明：N年的比较基准为N-1年，除非申明特定年份；海底捞为整体翻台率、蜜雪&古茗为整体加盟店、其余均为同店收入													
	太二 (直营)	九毛九 (直营)	小菜园	绿茶	肯德基	必胜客	怂	海底捞	奈雪的茶 (直营)	蜜雪集团 (国内)	古茗	霸王茶姬	瑞幸咖啡
2023年3月	80% (同比19年)	76% (同比19年)						130%+	115%				
2023年4月	133%	131%					128%	140%+	120%				
2023五一	126%	121%					112%	~140%	130%				
2023年5月	108%	105%					105%	~130%	110%				
2023端午	90% (同比19年)				115%	113%		120%	~100%			167%	121%
2023年6月	105%	97%					104%	120%	~100%				
2023年7月	110%	99%					104%	120%	~100%				
2023年8月	107%	97%			104%	102%	93%	130%	85%			170%	120%
2023年9月	104%	100%					84%	128%	85%				
2023国庆	103%	92%					78%	125%					
2023年10月	109%	98%					77%	140%	80%				
2023年11月	116%	133%			103%	106%	80%	160%				257%	114%
2023年12月	142%	122%					108%	200%	106%				
2024年1月								124%	77%				
2024年2月	89%	96%			98%	95%	65%	140%	66%			146%	80%
2024年3月								130%	70%				
2024年4月								120%	73%				
2024年5月	82%	87%			97%	92%	63%	120%	78%			138%	79%
2024年6月								110%	71%				
2024年7月								100%	69%				
2024年8月	82%	90%			97%	92%	67%	100%	82%			102%	87%
2024年9月								95%					
2024年10月								95%	83%				
2024年11月	75%	81%			98%	94%	73%	90%	81%			82%	97%
2024年12月								87%	82%				
2025年1月								100%	92%	106%			
2025年2月													
2025年3月	79%	81%	个位数下滑	93%	101%	102%	76%	小个位数下滑	87%	102%	大个位数增长	81%	108%
2025年4月													
2025五一			小幅下滑	102%	98%	110%		双位数下滑	103%	113%	122%		
2025年5月	86%	82%	正增长	108%	104%	102%	86%	90%	125%	130%			
2025年5月			正增长	108%	104%	102%	86%	95%	114%	117%	122%	待披露	113%
2025年6月			正增长	102%	102%	110%		单位数下滑	113%	113%	120%		

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理；口径说明：N年的比较基准为N-1年，除非申明特定年份；海底捞为整体翻台率、蜜雪&古茗为整体加盟店、其余均为同店收入

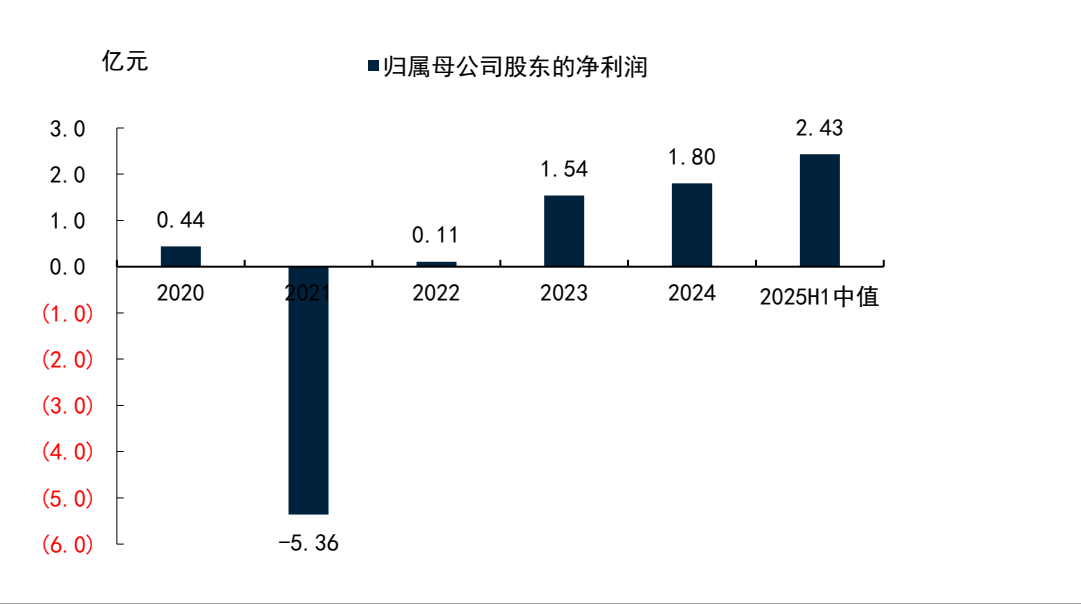
教育：逐步进入中报业绩验证期，持续看好K12教育培训及蓝领技能培训龙头



■中国东方教育发布2025H1业绩预告，业绩增速超预期，持续推荐受益于就业环境变化的蓝领职业技能培训。中国东方教育2025H1预计收入同比约+10%（对应约21.8亿元人民币），纯利同比+45%-50%（对应约3.9-4.1亿人民币），初步测算利润率已达18.1-18.7%左右，同比预计提升4-5pct。国办印发《关于进一步加大稳就业政策支持力度的通知》，推动“技能照亮前程”培训行动，强调做好技能培训提升就业能力。随高中及以上学历劳动力数量逐步扩张，技能型人才愈发重要，蓝领强技能培训赛道持续受益于结构性需求变化，维持推荐赛道龙头中国东方教育。

■K12教育延续分化，重视K9赛道区域性龙头投资价值及高中赛道。K12教育赛道仍具长坡厚雪特征，教育消费刚需韧性凸显，且10年内高考备考红利期持续，持续看好K12教育赛道。但边际上关注到K9分类监管常态化背景下，区域龙头深耕当地所带来的本地口碑及牌照壁垒优势；高中辅导龙头学大教育发布2025中期业绩预告，预计上半年实现归母净利润增速41.1%-60.0%，显著优于市场预期，再次验证相对温和监管背景下强刚需属性。综上我们持续推荐学大教育、天立国际控股、卓越教育集团，关注新东方-S、好未来、高途集团、有道、昂立教育、思考乐教育等。

图：学大教育2020-2024归母净利润，及2025H1预告中值



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表：广深五家机构2024年K12教育培训业务营收规模及按营收市占率情况测算

广州市				
	店均营收（亿元）	网点数量	营收测算（亿元）	营收市占率
卓越教育集团	0.06	152	9.12	5.1%
新东方	0.13	65	8.45	4.7%
好未来	0.22	18	3.96	2.2%
学大教育	0.11	13	1.43	0.8%
思考乐教育	0.04	15	0.60	0.3%
				13.1%
深圳市				
	店均营收（亿元）	网点数量	营收测算（亿元）	营收市占率
思考乐教育	0.05	160	7.60	4.2%
新东方	0.13	43	5.59	3.1%
好未来	0.22	13	2.86	1.6%
学大教育	0.11	14	1.54	0.9%
卓越教育集团	0.05	26	1.30	0.7%
				10.5%

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

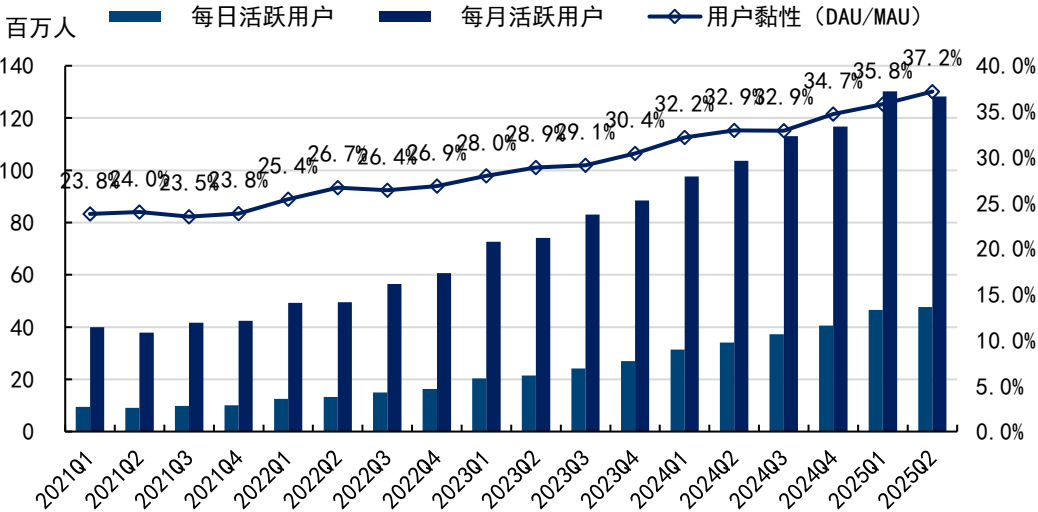
教育：多邻国FY2025Q2财务数据、指引优于预期，关注国内AI教育催化



■多邻国发布FY25Q2业绩，财务数据、指引优于预期。1) 用户规模：日活用户同比增长40%，月活用户同比增长24%，用户活跃度（DAU/MAU）提升至37.2%的历史高位；2) 付费转化：订阅付费率达8.93%，创历史新高；3) 财务表现：实现营收2.52亿美元（同比+41%），显著超越市场预期的2.41亿美元；调整后EBITDA达7870万美元（同比+31.2%），大幅超出预期的6090万美元，对应利润率31.2%，收入与盈利规模均刷新历史纪录；4) 业绩指引：全年收入预期上修至10.11-10.19亿美元（原指引9.87-9.96亿美元），调整后EBITDA利润率指引上调至28.5%-29.0%（原指引27.5%-28.5%），主要系高端产品Max的成本管控成效优于预期。建议关注国际龙头强劲财报对国内AI教育产业的催化。多邻国爆火出圈持续验证AI教育的应用潜力，同时季度超预期的收入业绩表现及指引则进一步验证AI教育的商业化前景。

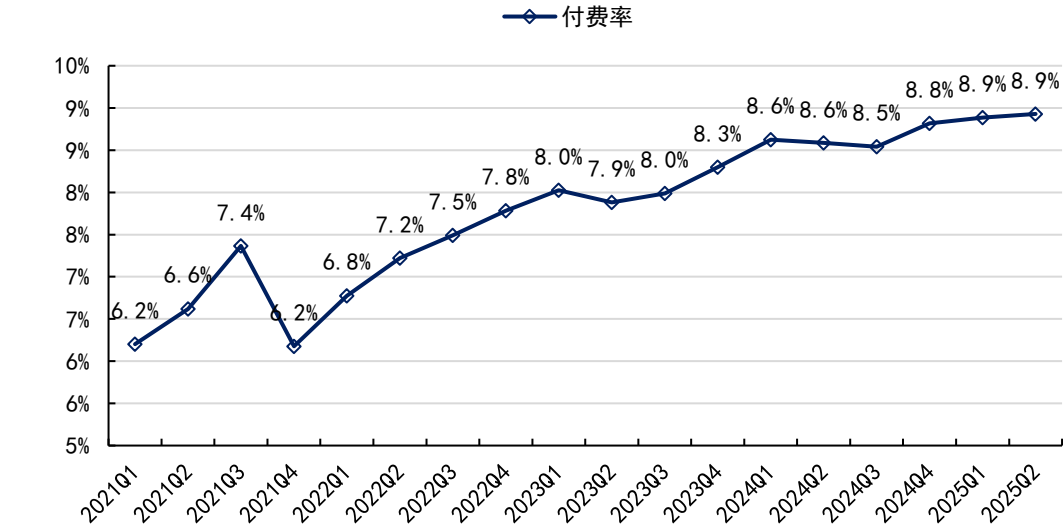
■豆神超练、粉笔AI刷题系统班、天立立高分等AI教育产品持续落地，我们持续看好国内AI教育商业化前景。1) 豆神AI超练作文+超练阅读产品发售至7月30日公域+私域GMV合计已突破1740万；2) 粉笔公告称截至6月30日，AI刷题系统班已销售约5万人次，收款约2000万元；3) 天立启鸣达人AI伴学北京旗舰店开业，第二期冲刺营已覆盖千名学生，我们初步测算有望实现2000-3000万元收款。

图：多邻国2021Q1至2025Q2每日/每月活跃用户及用户黏性数据



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：多邻国2021Q1至2025Q2付费率数据



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

酒店行业：供给扩张基础上行业继续磨底，暑期环比二季度趋势相近

- 2025年上半年国内酒店行业继续磨底，国际酒店龙头二季度大中华区RevPAR继续下滑。根据STR数据，中国内地2025年上半年RevPAR同比-5%，其中，团队客源恢复乏力、商务需求持续疲软成为制约市场复苏的核心因素。万豪2025Q2全系统酒店的RevPAR 大中华区录得0.5%同比下滑，美国和加拿大市场因政府旅行减少和商业需求疲软同比持平，国际市场增长5.3%；希尔顿2025Q2RevPAR中国地区下降3.4%，主要受企业旅行需求持续疲软以及二、三线城市和政府商务政策变化影响，预计2025年全年略微下降。
- 暑期行业表现与Q2趋势接近，供给延续高个位数扩张。根据酒店之家数据，7月行业周平均RevPAR同比增长0.9%，其中ADR同比+1.9%、OCC-0.7pct，环比6月略回升（6月周平均RevPAR-0.1%，其中ADR+0.9%、OCC-0.6pct），与Q2情况相近（Q2周平均RevPAR+1.0%，其中ADR+1.7%、OCC-0.3pct）。其中供给端延续扩张，7月末行业酒店房间量同比增长8.1%，其中15间房以上房间量同比增长7.6%。

图：中国境内酒店表现——STR

中国内地业绩 - 六月年累计

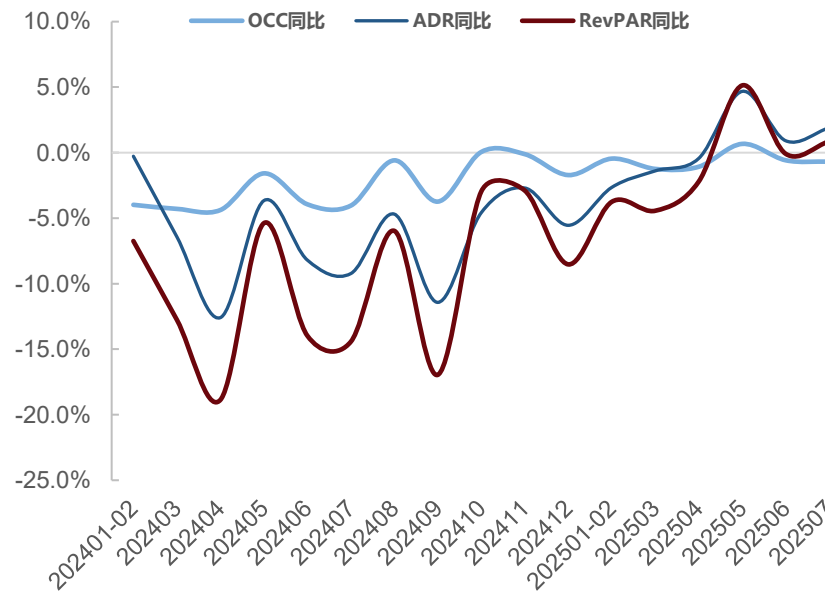
Mainland China 2025 YTD KPI indexed to 2023 & 2024



中国内地，年累计主要业绩指标指数，基于2023年与2024年同期，截至2025年6月
Mainland China, Occupancy, ADR & RevPAR indexed to 2023 & 2024, YTD Jun 2025

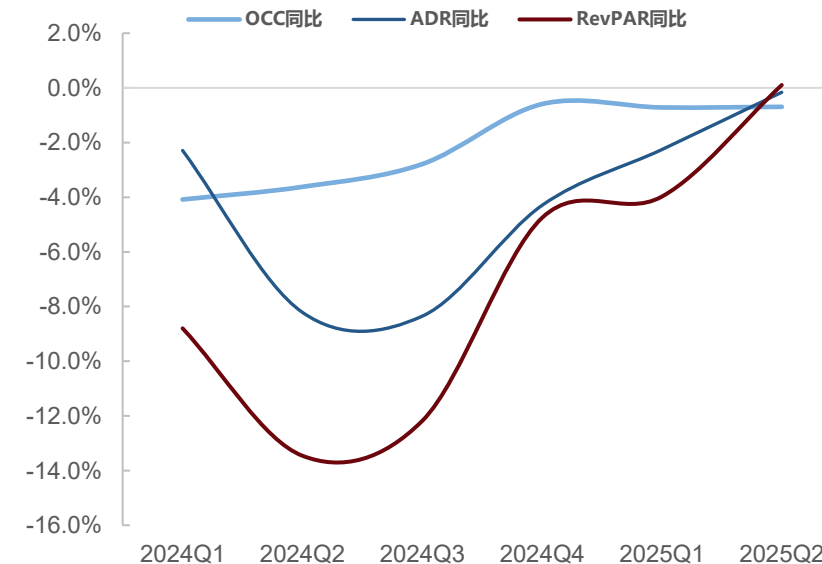
资料来源：STR，国信证券经济研究所整理

图：酒店行业经营数据变化-月度



资料来源：酒店之家，国信证券经济研究所整理

图：酒店行业经营数据变化-季度

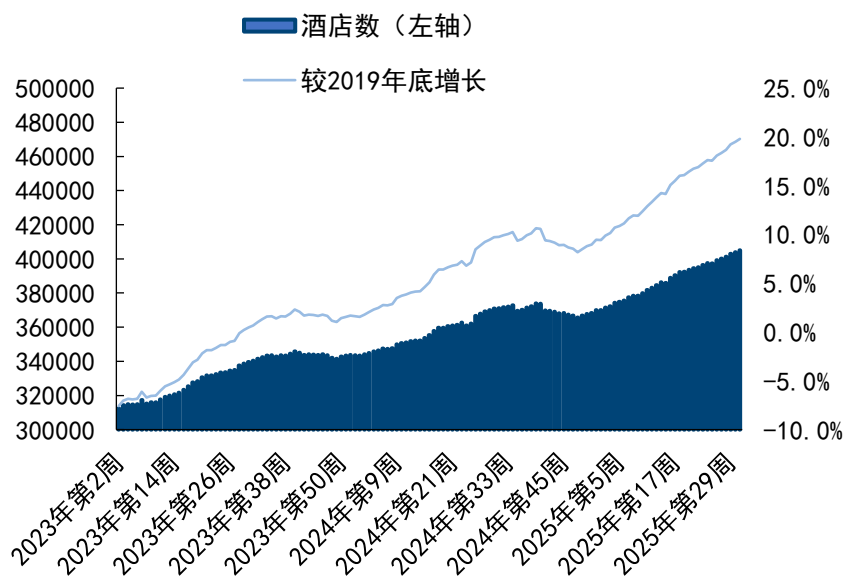


资料来源：酒店之家，国信证券经济研究所整理

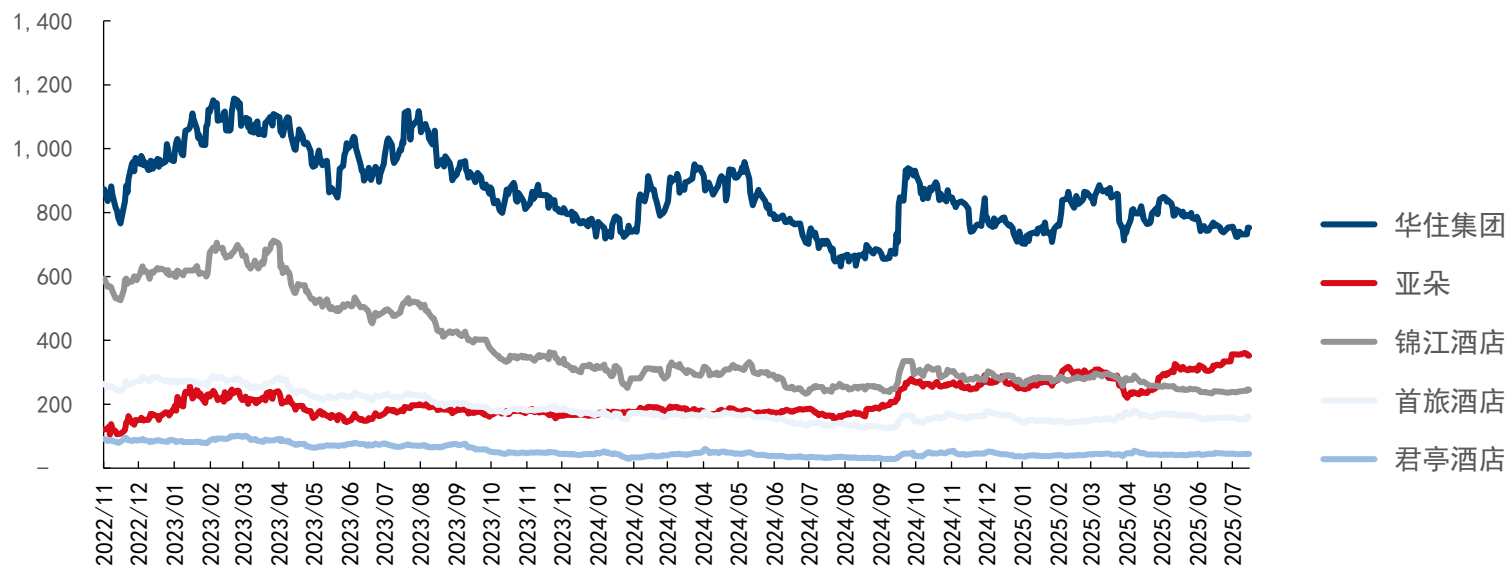
酒店行业：板块预期回调至相对低位，亚朵双轮驱动具备更强确定性

■ 酒店行业预期回调至相对低位，关注业绩确定性更强的龙头，同时适度关注板块左侧配置机会。当下供给扩张与需求不确定性是制约行业周期的关键，6月以来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。短期推荐“酒店+零售”模式下具备逆周期属性的亚朵，同时考虑部分龙头估值回调相对充分可适度关注板块阶段布局机会。

图：酒店行业供给变动（单位：家）



图：酒店龙头股价复盘



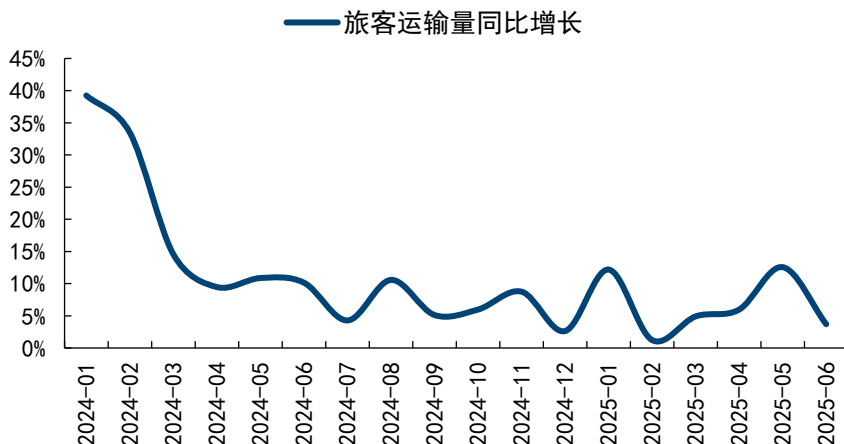
资料来源：酒店之家，国信证券经济研究所整理

资料来源：酒店之家，国信证券经济研究所整理

OTA行业：暑期出行表现平稳，海外Booking上修全年业绩预期

- **基本面跟踪：国内出行趋势平稳，出境游逐步恢复常态化增长，机票价格有所承压。**1) 量：国内方面，7月铁路旅客运输量同比增长4.3%、民航国内客流同比增长2.0%；与2019年相比，7月全民航国际航班班次恢复至89.1%，同比增长14.5%。2) 价：根据航班管家DAST数据显示，7月份民航国内经济舱平均票价达840元（含燃油附加费），同比下滑7.5%。
- **海外Booking业绩跟踪：1) Q2业绩好于预期，上修全年利润中枢。**Q2营收同比增长16%至68亿美元；调整后净利润18.1亿美元/同比增长25.8%，每股收益同比增长32%达55.40美元；预期2025年GMV和营收+low teens%（此前指引为MSD-HSD），Adjusted EBITDA+15%（此前HSD-LDD），Adjusted EPS +high-teens%（此前指引为mid-teens）；固定汇率下依然符合长期指引8%以上GMV、收入增长，15%Adjusted EPS增长。2) 分区域看亚洲增速最快，美国相对疲软。间夜量增速美国LSD/欧洲HSD/亚洲 low teens/其他地区HSD；美国为公司增长最低的地区但增速略高于1Q，ADR下降、停留时间和预订窗口较短，表明美国消费者在支出上更加谨慎。3) 各项战略进展：一是非标住宿。Q2末非标住宿房源量+8%，间夜量+10%，占比达到37%，同比提升1pct，由此估算酒店间夜量+6%。二是会员流量。Q2 Mobile间夜量占比mid 50%'s，去年同期为low 50%'s；Genius 2/3级会员占活跃用户比比重30%+，贡献间夜量50%左右；总间夜量中直接渠道来源（剔除B2B部分）占比mid 60%'s（去年low 60%'s）。三是Connected Trips（3天内预订多类出行服务的）预定量+30%，占比low teens（上个季度为HSD）；Q1机票预订量44%，低基数下景点门票预订量同比翻倍。四是AI应用，包括AI助手增强功能、提升客服效率、与领先的AI公司合作等方面。

图：火车旅客吞吐量变化



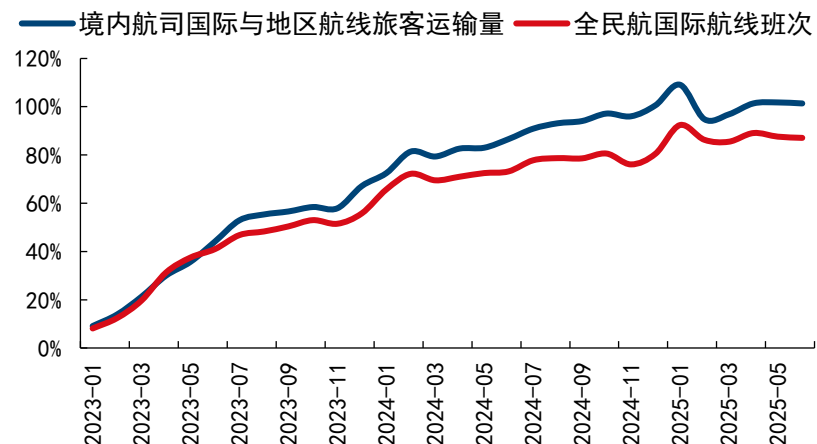
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：国内机票票量变化



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：国际航班恢复情况



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

OTA行业：关注震荡行情中的中线配置价值

■ 自去年OTA在出境游快速修复及国内话语权提升推动预期提升后，今年伴随整体需求增长回归常态化，以及公司国内收购不确定性或海外投资对利润率扰动等影响，OTA行情表现偏震荡。**携程集团**：国内竞争壁垒稳固，更多跟踪行业大盘表现；重点关注国际扩张节奏，一方面考虑Trip.com海外扩张拥有更强的一站式APP运营能力、更优的人工客服体验预计仍有望持续获得份额，过往中国香港、新加坡地区已充分验证，同时参考前述亚洲市场作为Booking重要增长区域，需要关注竞对海外价格变化补贴对利润率的影响。参考海外龙头，流量为王背景下OTA在整个出行链上的话语权仍然强，有望体现出好于产业链的业绩增长，综合龙头竞争优势与中线国际化成长在震荡行情中可逢低布局。**同程旅行**：公司当前OTA核心主业定位不变，其次是酒管业务投入与其他产业链布局，其中主业持续受益于下沉市场出行红利并继续演绎盈利能力改善逻辑，但产业链上收购不确定性等担忧或对短期估值存在一定扰动。

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



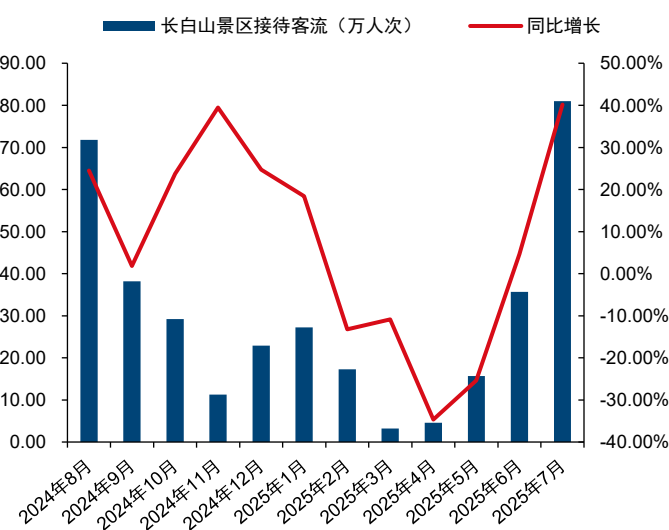
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

景区演艺行业：暑期景区存在结构性亮点，关注内外成长与区域催化



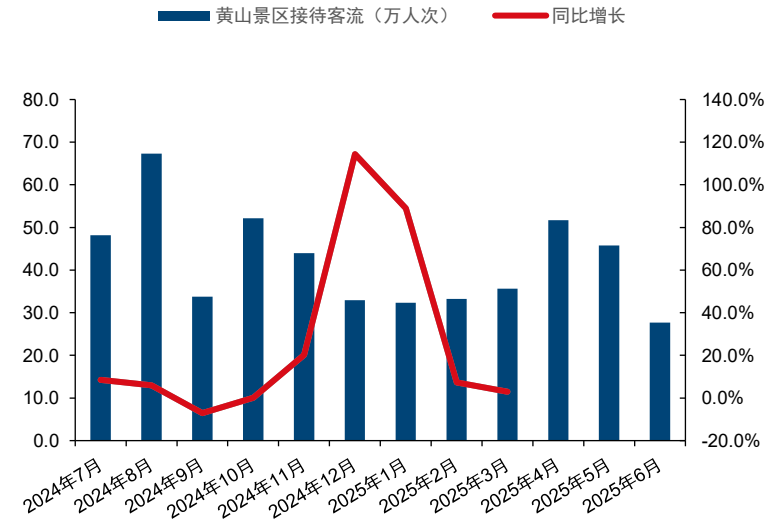
- 暑期自然景区表现向好，关注东北、新疆长线游。长白山7月共接待游客81.02万人次，同比增长37.8%，创单月历史新高。二季度因天气扰动客流相对回落，但暑期为全年最旺季，伴随后续817稻米节到来预计客流有望继续景气，从而支撑业绩增长；此外新疆旅游维持良好表现，7月1日—31日，南航在新疆市场执行航班超8600班次，承运旅客超160万人次，同比增长15%；九华旅游预计暑期维持正增长。7月宋城演艺总场次同比微降，各项目表现依旧分化。2025年7月宋城演艺项目场次合计同比下滑8%，自营项目中杭州、三亚、桂林、上海项目场次增长，但丽江、张家界、九寨、西安、佛山项目有所拖累（佛山受南方登革热疫情影响）；轻资产新郑千古情项目整改中，其余项目同比基本持平。
- 自然景区投资三大方向：一是处于内生长周期的景区龙头，关注长白山高铁通车与冰雪季增量、九华旅游定增项目推进、峨眉山新索道扩建；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：长白山景区客流跟踪



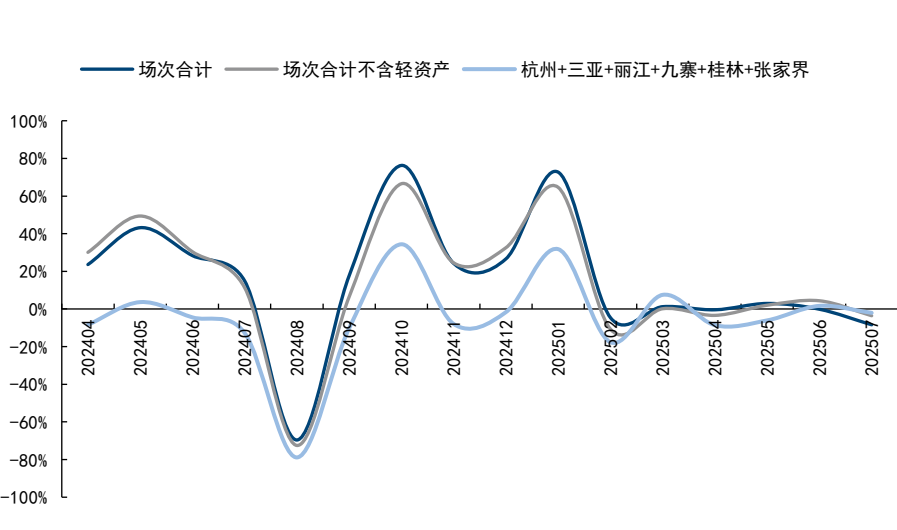
资料来源：官方公众号、国信证券经济研究所整理

图：黄山景区客流跟踪



资料来源：官方公众号、国信证券经济研究所整理

图：宋城演艺场次同比



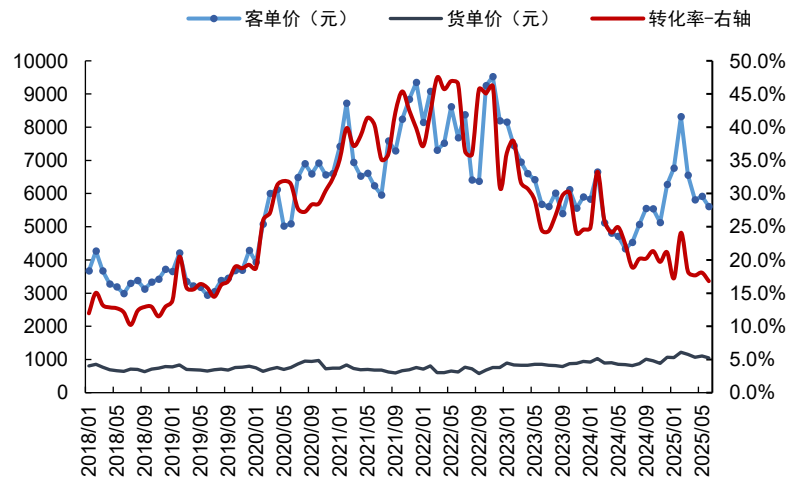
资料来源：官方公众号、国信证券经济研究所整理

免税行业：中免二季度业绩相对探底，关注龙头经营拐点与政策变化

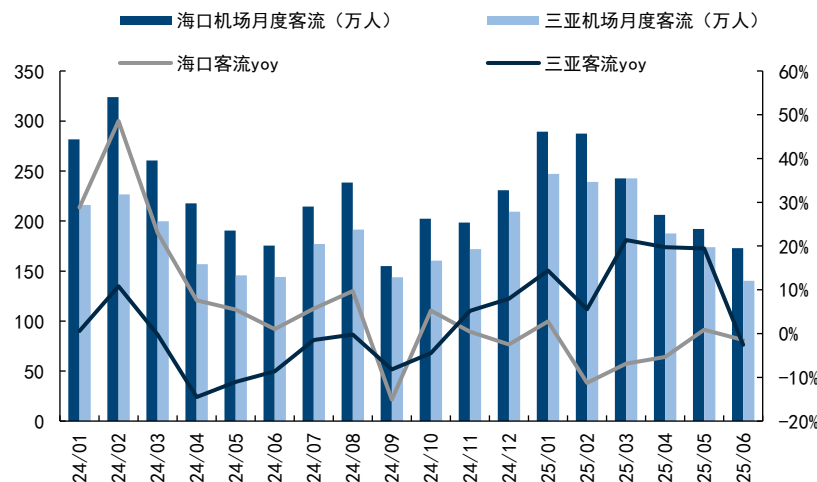


- **海南免税Q2降幅收窄，封关时间明确。**6月海南离岛免税销售额同比-4.7%，Q2同比-4.2%，环比Q1明显企稳（Q1为-28%）。量：6月海口与三亚机场合计接待客流同比-2%，但实际购物人次同比-26%，购物人次降幅远高于客流量，即海南整体进出岛客流转化率仍相对受限；价：6月海南免税客单价同比+29%。海南自贸港将于2025年12月18日正式启动全岛封关运作，其中“零关税”商品税目比例从21%提升至74%（约6600项），享惠主体从企业扩展至全岛企事业单位及民办非企业单位，加工增值超30%的商品可免关税销往内地政策，有望显著提升海南的国际吸引力；对免税运营商而言，预计将受益于总体客流提升，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。
- **中国中免发布业绩快报，二季度业绩相对探底。**2025H1公司预计收入281.51亿元/-9.96%；归母净利润26.00亿元/-20.81%，扣非归母净利润25.93亿元/-19.9%。2025Q2，公司预计收入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-16.0%承压；扣非净利润6.58亿元/-29.9%。Q2收入降幅收窄但利润有所下探。1）离岛免税销售已经逐步呈现企稳，海口海关统计2025Q2同比下滑约4.2%，公司市场占有率同比提升近1个百分点，预计海南收入降幅好于大盘，但毛利率受到一定扰动。2）公司日上线上销售受有税直接竞争扰动预计回落影响收入表现。近两年消费力和消费心态变化扰动业绩表现，但公司依然逆势修炼内功，积极开展费用管控和提升运营效率，存货周转率取得良好表现。后续建议跟踪海南经营拐点与封关推进，同时机场与线上销售也许关注企稳情况。

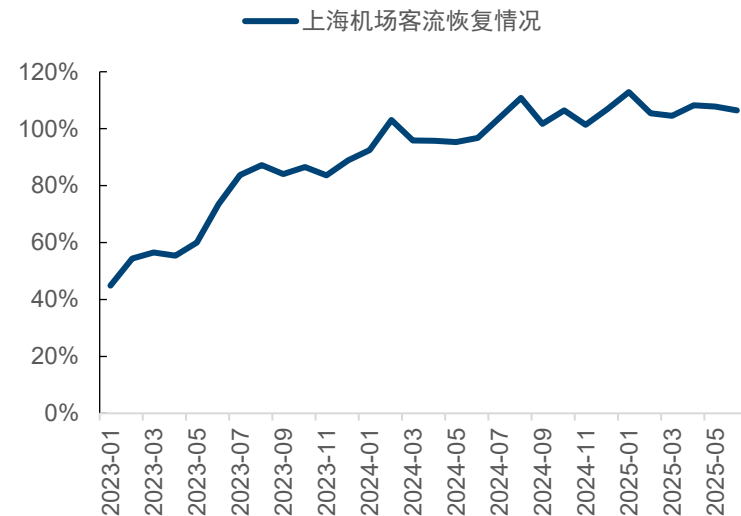
图：海南免税2019-2024年客单价、转换率变化趋势



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 25-8-8	投资评级	EPS			PE		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
601888.SH	中国中免	65	优于大市	2.06	2.34	2.68	31	28	24
600515.SH	海南机场	4	优于大市	0.04	0.06	0.08	94	60	49
600754.SH	锦江酒店	22	优于大市	0.85	1.12	1.37	26	20	16
600258.SH	首旅酒店	14	优于大市	0.72	0.82	0.95	19	17	15
1179.HK	华住集团-S	23	优于大市	1.20	1.50	1.73	19	16	13
ATAT.O	亚朵	253	优于大市	9.47	12.16	15.10	27	21	17
301073.SZ	君亭酒店	22	优于大市	0.15	0.30	0.45	150	74	50
605108.SH	同庆楼	19	优于大市	0.38	0.85	1.30	50	23	15
603043.SH	广州酒家	16	优于大市	0.87	0.97	1.07	18	17	15
9922.HK	九毛九	3	优于大市	0.04	0.15	0.21	66	17	13
6862.HK	海底捞	13	优于大市	0.84	0.97	1.10	15	14	12
9987.HK	百胜中国	46	优于大市	2.47	2.56	2.69	19	18	17
2150.HK	奈雪的茶	1	优于大市	0.06	0.14	0.24	23	10	6
2097.HK	蜜雪集团	450	优于大市	11.69	14.58	17.51	39	31	26
1364.HK	古茗	23	优于大市	0.65	0.84	1.06	35	27	21
3690.HK	美团-W	114	优于大市	7.16	7.32	9.61	16	16	12
9961.HK	携程集团-S	460	优于大市	25.28	25.56	29.34	18	18	16
0780.HK	同程旅行	18	优于大市	1.19	1.41	1.66	15	13	11
300144.SZ	宋城演艺	9	优于大市	0.40	0.43	0.50	21	20	17
603136.SH	天目湖	13	优于大市	0.39	0.47	0.56	32	27	23
000888.SZ	峨眉山A	14	优于大市	0.45	0.55	0.62	31	25	22
002159.SZ	三特索道	15	优于大市	0.93	1.04	1.16	16	15	13
600138.SH	中青旅	10	优于大市	0.48	0.62	0.77	20	16	13
603199.SH	九华旅游	36	优于大市	1.68	1.95	2.18	21	18	17
002033.SZ	丽江股份	9	优于大市	0.41	0.46	0.51	22	19	17
600054.SH	黄山旅游	12	优于大市	0.43	0.44	0.49	27	27	24
603099.SH	长白山	38	优于大市	0.60	0.73	0.85	64	52	45
300662.SZ	科锐国际	33	优于大市	1.04	1.44	1.72	32	23	19
600861.SH	北京人力	20	优于大市	1.40	2.06	1.78	15	10	11
BZ.O	BOSS直聘	19	优于大市	2.79	3.51	4.51	7	5	4
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	25	优于大市	0.97	1.12	1.27	25	22	19
0839.HK	中教控股	3	优于大市	0.77	0.84	0.90	3	3	3
9901.HK	新东方-S	5	优于大市	0.23	0.26	0.30	20	18	16
605098.SH	行动教育	36	优于大市	2.26	2.55	2.91	16	14	12
000526.SZ	学大教育	54	优于大市	1.48	2.06	2.47	36	26	22
0667.HK	中国东方教育	8	优于大市	0.23	0.28	0.33	35	29	25
2469.HK	粉笔	3	优于大市	0.26	0.33	0.40	13	10	8
1773.HK	天立国际控股	4	优于大市	0.27	0.37	0.50	14	10	8
3978.HK	卓越教育集团	5	优于大市	0.23	0.39	0.47	21	12	10

资料来源：wind、国信证券经济研究所整理 注：其中百胜中国、新东方-S为美元

- 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
GUOSEN SECURITIES

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