下载日志已记录，仅供内部参考

掘金服务消费低位新机遇

社会服务行业中期投资策略

行业评级：看好（维持）

社会服务|行业策略

日期：2026年6月26日

姓	名	张鲁(证券分析师)	姓	名	李耀(证券分析师)
邮	箱	zhanglu1@orientsec.com.cn	邮	箱	liyao@orientsec.com.cn
电	话	010-66210535	电	话	021-63326320
执业证书编号		S0860526060001	执业证书编号		S0860525100001

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明

下载日志已记录，仅供内部参考

核心观点

消费行业回顾：2026 年国内消费波折复苏，社零增速虽边际放缓，但服务消费韧性依旧较强，核心驱动来自假期政策、场景供给创新、出行需求支撑；需求端呈现 K 型分化格局，性价比刚需与高端消费需求均有支撑，传统大众中端业态承压。受消费力复苏节奏以及高油价影响出行意愿等预期扰动，**消费者服务板块年初至2026年6月23日大幅跑输沪深 300，多数龙头股价回调至估值底部区域**，中长线配置窗口显现。

分板块拆解：

酒店：供给扩张节奏放缓，休闲出游及入境客流稳步修复，筑牢需求基本盘，头部酒店龙头季度RevPAR同比转正验证行业景气拐点；同时龙头品牌开店扩张节奏稳健，中长期国内酒店连锁化率提升的成长逻辑不变，板块兼具业绩确定性与成长性，叠加暑期旅游旺季临近，再迎来优质布局窗口。

免税：年初离岛免税数据阶段性冲高后增速有所回落，但在政策红利持续释放+K型消费复苏支撑下，行业中长期景气趋势未改。随着油价波动趋稳、免签政策改善，机场免税渠道有望成为新看点。中国中免凭借核心渠道卡位优势，叠加会员体系精细化运营持续落地，盈利水平具备长期改善空间。

餐茶饮：餐饮赛道受终端降价促销、外卖补贴退坡双重影响，头部企业同店营收及门店扩张数据呈现分化态势；茶饮龙头虽保持高速拓店节奏，但普遍面临外卖补贴高基数带来的增长压力。投资维度优选堂食与外卖营收结构均衡、产品迭代能力突出、同店增长韧性强劲、门店扩张逻辑清晰的核心龙头标的。

景区：政策红利加持下多地推行中小学春秋假制度，有效平滑景区淡旺季客流波动，叠加入境游市场持续复苏，国内休闲出游人次保持稳健增长，但消费力仍处于修复阶段。投资方向聚焦具备清晰内生增长逻辑、运营能力突出的景区龙头企业，兼顾暑期旺季催化下题材主线。

OTA：短期行业基本面与市场预期受反垄断监管政策压制，但中长期来看，头部OTA平台供应链壁垒稳固、核心竞争优势显著，板块估值与业绩修复节奏静待监管处罚细则落地。

教育 & 人力：人口结构变迁、AI技术赋能、升学机制改革三大核心因素，重塑教培、职业教育行业长期发展格局，短期重点布局产品力突出的教培龙头及企业家培训优质赛道；人力资源板块则静待宏观就业市场预期改善，以及AI技术商业化应用落地带来的行业机遇。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明

下载日志已记录，仅供内部参考

核心观点

风险提示：居民消费意愿持续走弱、油价高企压制出行、假期政策落地不及预期、行业监管政策变化、门店扩张不及预期等。

投资建议：短期优先聚焦中报业绩确定性充足、经营稳健兑现的龙头，相关标的：百胜中国(09987，未评级)、首旅酒店(600258，买入)、华住集团-S(01179，未评级)、古茗(01364，未评级)、行动教育(605098，未评级)、学大教育(000526，买入)、中国东方教育(00667，买入)。**中期看消费复苏预期修复、市场资金风格再平衡，估值性价比凸显的中长期优质超跌龙头**，相关标的：中国中免(601888，买入)、蜜雪集团(02097，未评级)、海底捞(06862，未评级)、携程集团-S(09961，未评级)、同程旅行(00780，未评级)、BOSS直聘-W(02076，买入)、三峡旅游(002627，未评级)、宋城演艺(300144，买入)、小菜园(00999，未评级) 。**同时兼顾暑期文旅旺季催化的主题性投资机会，相关标的**：长白山(603099，未评级)、君亭酒店(301073，未评级)、峨眉山A(000888，买入)。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

一、消费趋势回顾

二、子行业

1、酒店

2、景区/OTA

3、连锁餐茶饮

4、免税

5、教育人力

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明

下载日志已记录，仅供内部参考

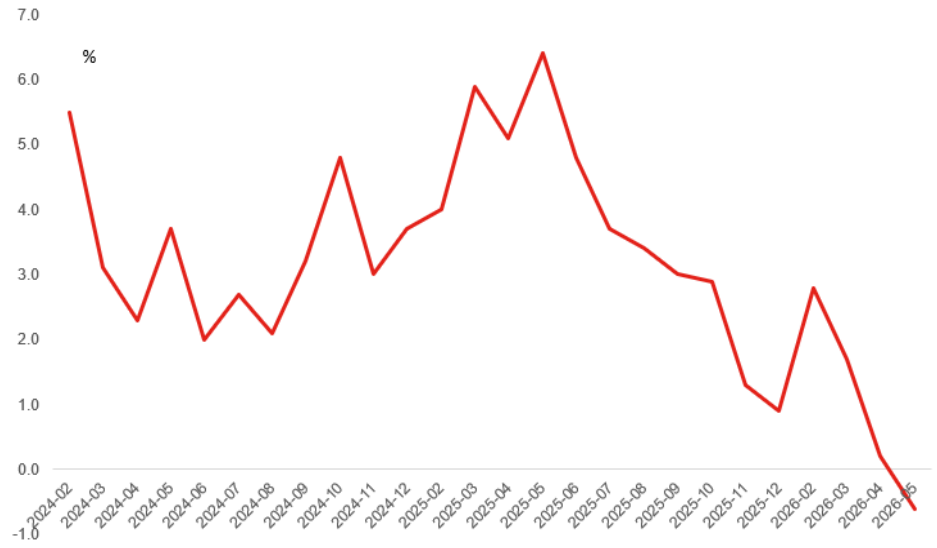
消费复苏中仍存波动，服务消费韧性强

2026年消费市场波动中复苏。参考统计局月度社零数据，2026年3月社零同比为1.7%，4月进一步放缓至0.2%，5月增速转负为-0.6%，补贴带来基数压力以及需求温和复苏的现状，国内消费年初回暖后呈现再度走弱态势。

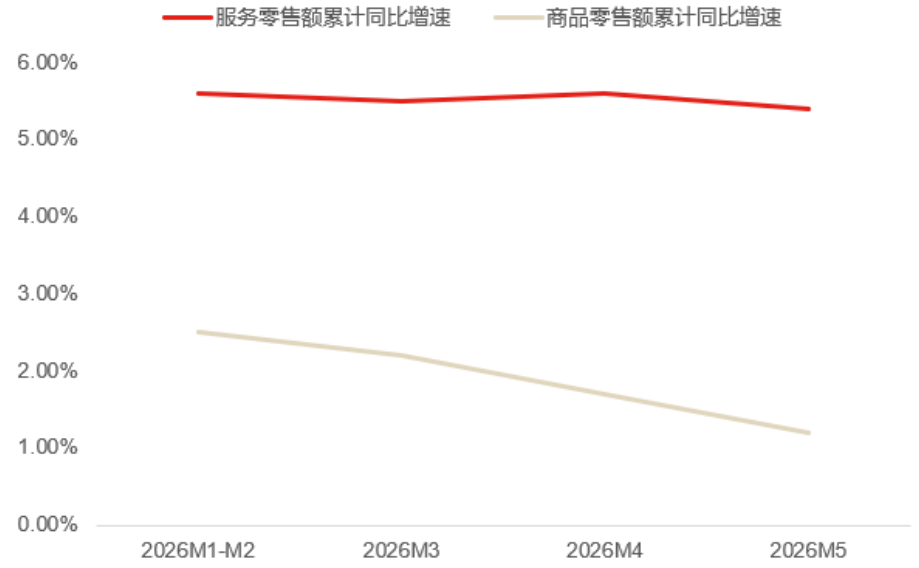
服务消费比商品消费更具韧性。我们认为二者区别在于传导链条不同，商品消费更依赖收入预期改善和财富效应回升，而服务消费需求更受假期制度、出行便利、场景供给创新、政策刺激驱动。在总量消费偏弱时期，只要政策端持续支持、供给端持续创新，服务消费领域仍可跑出相对收益。

当然服务消费并非没有压力。结合假期出行数据&餐饮客单价表现看， 服务消费当前更多表现为“量修复快于价修复”，价格仍有提升空间。

图：2026年社零收入增速逐月走低



图：2026年服务零售增速快于商品零售增速（累计增速）



资料来源：国家统计局，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明

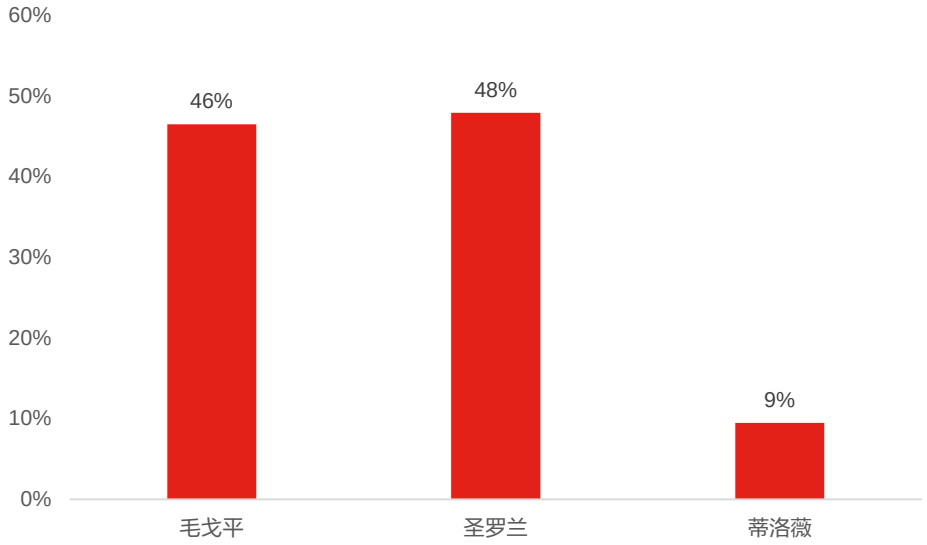
下载日志已记录，仅供内部参考

K型消费复苏趋势明显

消费内部结构分化，性价比刚需、情绪体验、高端场景相对占优，而传统中间价格带、缺乏产品力与场景力的泛大众消费相对承压。

消费结构一端，是理性化、性价比趋势加速深化。消费者在高频刚需领域重视价格透明、功能清晰、品质稳定，而非为品牌溢价无差别买单。另一端是为情绪圈层认同与体验升级付费买单，部分高端消费在部分人群结构仍维持韧性增长，且付费意愿反而可能提升。

图：毛戈平/圣罗兰/蒂洛薇618销售GMV同比增速



表：奢侈品公司亚太区域销售额增速也在改善

集团	统计区域	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
LVMH	亚洲不含日本	-11%	-6%	2%	1%	7%
爱马仕	亚太不含日本	1%	5%	6%	8%	2%
开云集团	亚太不含日本	-25%	-19%	-10%	-6%	-4%
Prada	亚太不含日本	10%	11%	10%	9%	5%
Tapestry	大中华区	5%	18%	19%	34%	55%

资料来源：青眼情报官方微信，公司公告，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明

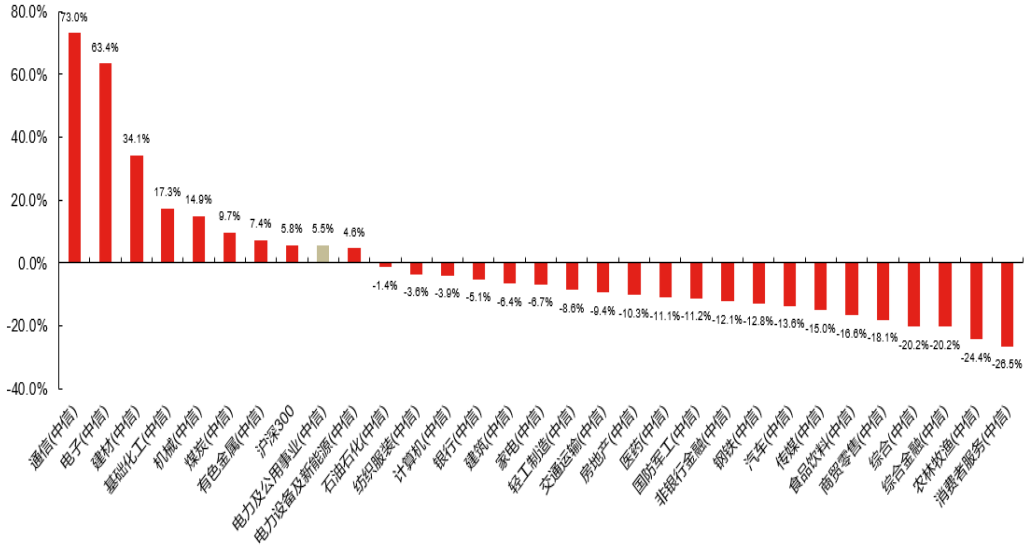
下载日志已记录，仅供内部参考

板块复盘：消费者服务板块大幅跑输基准，龙头多承压回调

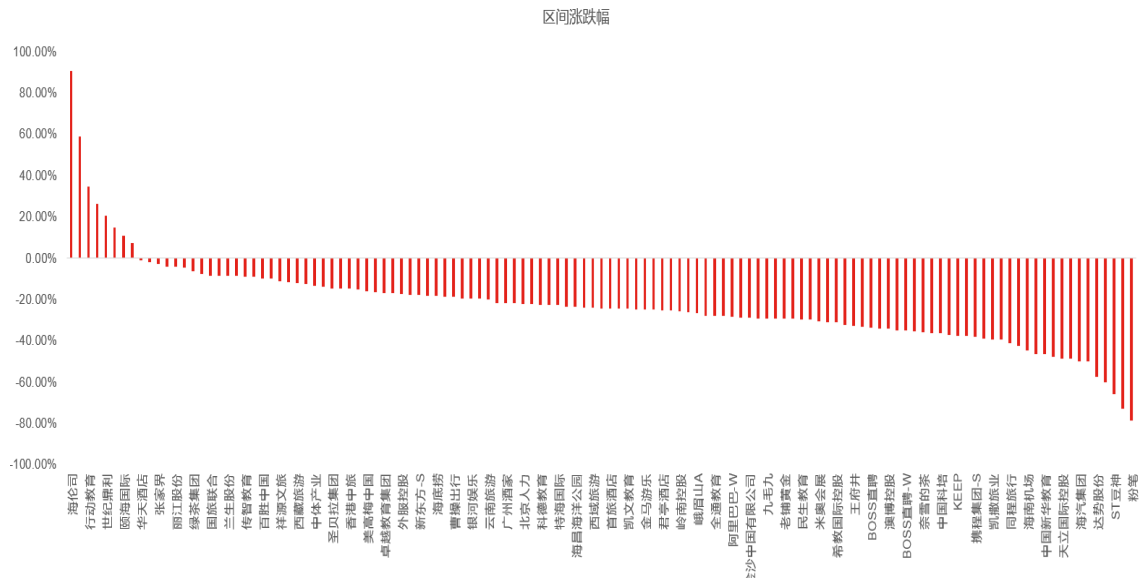
板块大幅跑输沪深300指数。年初至报告期末（2026/6/23），消费者服务指数累计下跌26.4%，大幅跑输沪深300指数。受服务消费预期催化，板块年初短暂冲高，但随后伴随消费环境承压、油价上行扰动出行情绪、市场资金风格等综合原因扰动回落，目前仍处于探底阶段。

多数龙头承压回调。截至2026年6月23日，涨幅居前的公司分别为海伦司（+91%）、沪上阿姨（+59%）、行动教育（+35%），其余赛道龙头股价均有不同程度回撤。

图：年初至6月23日消费者服务指数跌幅居首



图：消费者服务板块个股涨跌幅



资料来源：choice，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

一、消费趋势回顾

二、子行业

1、酒店

2、景区/OTA

3、连锁餐茶饮

4、免税

5、教育人力

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明

下载日志已记录，仅供内部参考

酒店：供需格局平稳改善，龙头RevPAR释放积极信号

核心景气度指标RevPAR仍处于波动复苏中。龙头RevPAR逐季度改善，我们分析供需格局改善是主要原因，供给端行业新增供给增速放缓，需求端商务平稳而休闲出游韧性强，如下表所示，龙头连续两个季度确认RevPAR景气度反转。

龙头开店策略延续稳健。2026年龙头开店策略依旧稳健，锦江、华住、亚朵展店策略基本稳健，首旅2026年开店预计边际提速。

表：龙头酒店集团2026年开店指引

	2025年末酒店数量	新开店	关闭/转筹建	2025开店计划	2026开店计划
首旅酒店	7802	1510	710	1500家	1600-1700家
锦江酒店	14132	1314	598	新增开业酒店1,300家，新增签约酒店2,000家	新增开业酒店1,200家，新增签约酒店1,800家
亚朵	2015	488	92	500家	与去年保持一致
华住集团	12858	2444	733	开设2300家酒店，关闭600家酒店	新开2000-2300家酒店，关闭600-700家酒店

表：龙头酒店RevPAR数据出现转正拐点

	2025年			2025Q4			2026Q1		
	RevPAR同比增速	OCC同比增速	ADR同比增速	RevPAR同比增速	OCC同比增速	ADR同比增速	RevPAR同比增速	OCC同比增速	ADR同比增速
首旅酒店	-2.7%	-1.0%	-1.3%	0.0%	-0.3%	0.5%	1.7%	0.9%	0.2%
锦江酒店（全服务）	-7.9%	-1.4%	-5.3%	-5.3%	-1.4%	-2.7%	3.3%	-1.1%	6.0%
锦江酒店（有限服务）	-3.0%	-0.5%	-2.2%	0.1%	0.2%	-0.2%	3.7%	1.4%	1.4%
亚朵	-3.3%	-1.5%	-1.1%	-0.3%	-0.9%	1.4%	2.4%	0.6%	2.1%
华住集团	0.3%	-1.0%	-1.3%	1.8%	-1.6%	4.0%	2.9%	-1.1%	4.8%
君亭酒店	-6.2%	1.0%	-7.7%	1.0%	3.3%	-4.1%	6.4%	3.4%	0.4%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明

下载日志已记录，仅供内部参考

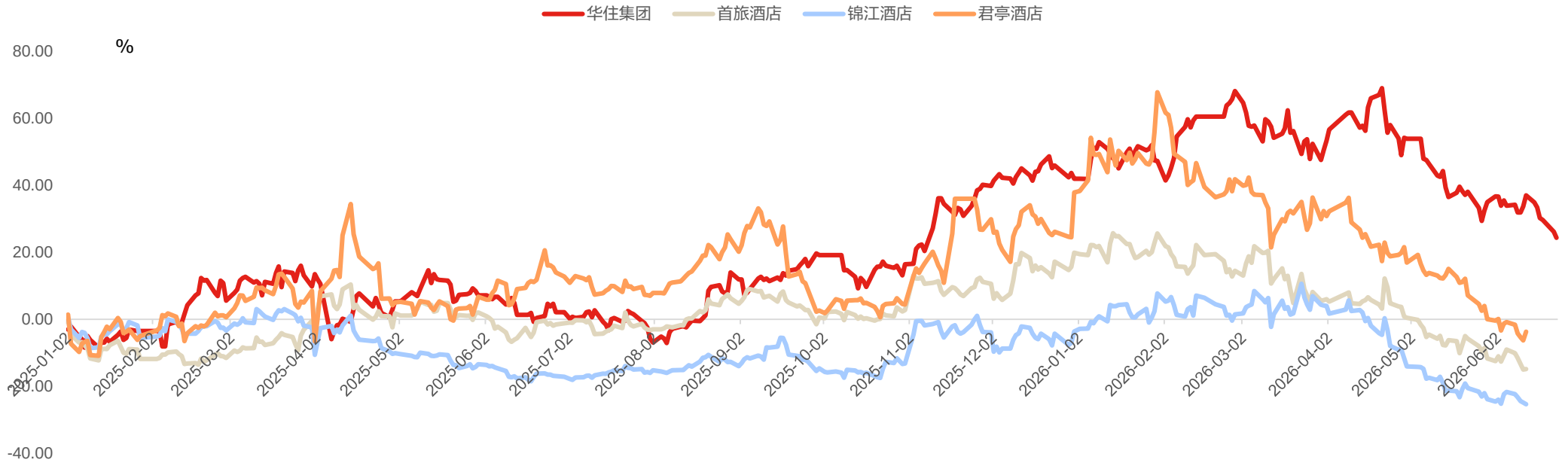
酒店龙头股价复盘：2026年先扬后抑，估值重回价值区间

2025.09-2026.03：酒店龙头RevPAR转正连续两个季度确认，叠加行业供给增速环比持续放缓，春节出行旺季+开年消费数据回暖带动板块情绪修复，资金押注顺周期改善，各家龙头均有不同程度表现。

2026.04—2026.06：受消费环境影响，龙头RevPAR复苏力度低于预期，叠加油价波动等扰动出行链情绪，酒店板块情绪持续受到压制。

本轮龙头股价复苏本质是市场提前定价供需改善逻辑，但因二季度RevPAR阶段波动与消费力兑现不足而回吐。

图：酒店龙头2025年至今股价累计涨跌幅



资料来源：公司公告，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明

下载日志已记录，仅供内部参考

酒店展望：关注暑期出行旺季催化，龙头修炼内功穿越周期

展望未来，我们认为龙头RevPAR波动复苏大方向不变，**核心逻辑在于供需关系的边际改善，供给端增速环比逐渐放缓，而需求端休闲游托底，入境游提供增量，商旅出行则相对平稳，供需格局优化下RevPAR有望持续复苏**。且长远看，连锁化率提升趋势下酒店龙头门店扩张逻辑依旧顺畅。

2026年4月以来，受二季度极端天气、消费力偏弱及资金风格等多因素影响，酒店龙头股价已回吐年初涨幅，目前酒店龙头估值已经回落至偏底部区域，提供了较好的左侧布局安全边际，考虑到接下来暑期出行旺季来临，酒店RevPAR有望迎来关键修复节点，建议逢回调左侧布局龙头，静待RevPAR反转机遇。

表：龙头酒店集团业绩梳理

	2025				2025Q4				2026Q1			
	收入（亿元）	yoy	归母净利润（亿元）	yoy	收入（亿元）	yoy	归母净利润（亿元）	yoy	收入（亿元）	yoy	归母净利润（亿元）	yoy
首旅酒店	76.1	-1.9%	8.1	0.6%	18.2	-2.0%	0.6	-32.1%	17.8	0.7%	1.7	18.5%
锦江酒店	2.5	6.7%	0.3	40.0%	35.7	9.1%	1.8	192.2%	31.2	6.1%	1.4	280.1%
亚朵	97.9	35.1%	16.2	27.1%	27.9	33.8%	4.9	44.7%	28.1	47.5%	4.9	42.0%
华住集团	253.1	5.9%	50.8	66.7%	65.0	8.3%	12.0	2349.0%	60.0	11.1%	8.2	-8.6%
君亭酒店	6.7	-0.4%	0.2	-8.4%	1.7	-3.3%	0.1	91.4%	1.7	2.2%	0.1	135.2%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明

下载日志已记录，仅供内部参考

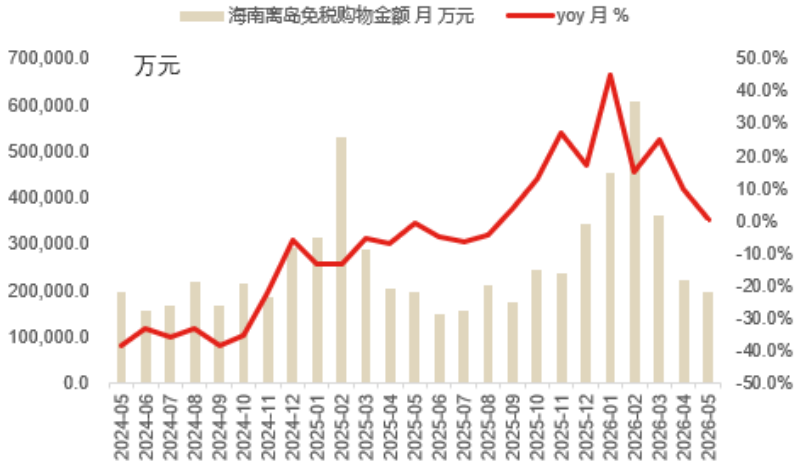
免税：月度增速环比回落，期待自贸岛红利持续释放

2025年09月-12月：离岛免税行业底部修复，其中9月同增3.4%，系过往18个月以来首次转正，**该阶段增长驱动为高净值客群客单价提升主导**；

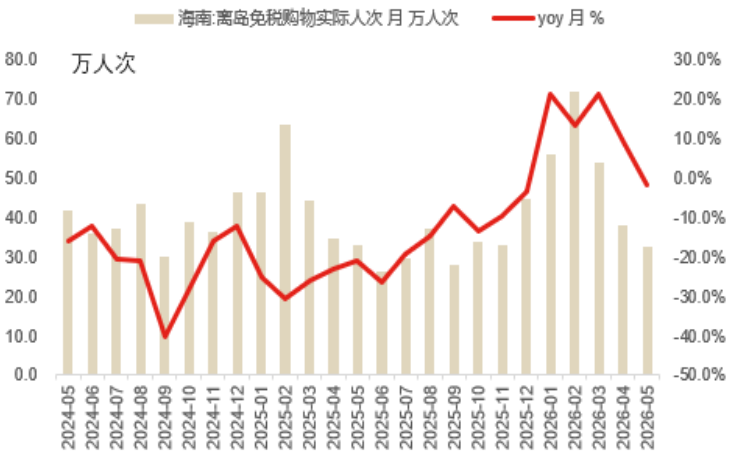
2025年12月-2026年3月：海南封关新政（2025/12/18）政策红利持续释放，**离岛免税销售呈现量价齐升趋势**；

2026年3月以来：新政脉冲消退，叠加整体消费偏弱，量价增速呈阶梯式回落，**5月购物金额、人次分别同比+0.4%/-1.8%**。2026年端午节前两天，海南离岛免税购物金额达1.46亿元，购物人数2.43万人次，购物件数11万件，分别同比增长41.7%/13%/8.9%，**又有阶段脉冲表现**。

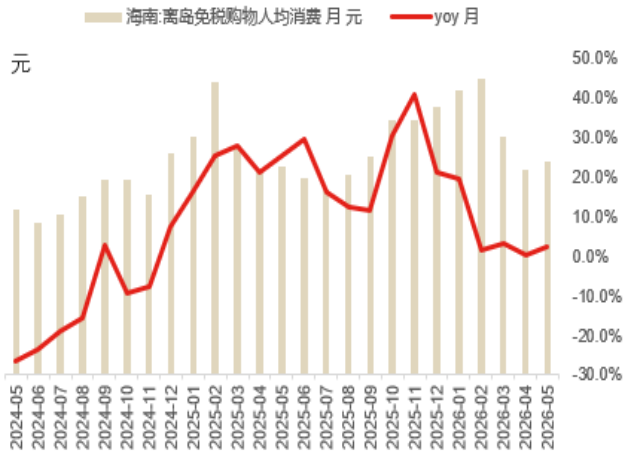
图：海南离岛免税购物金额以及同比增速



图：海南离岛免税购物人次以及同比增速



图：海南离岛免税购物人均消费以及同比增速



资料来源：海口海关，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明

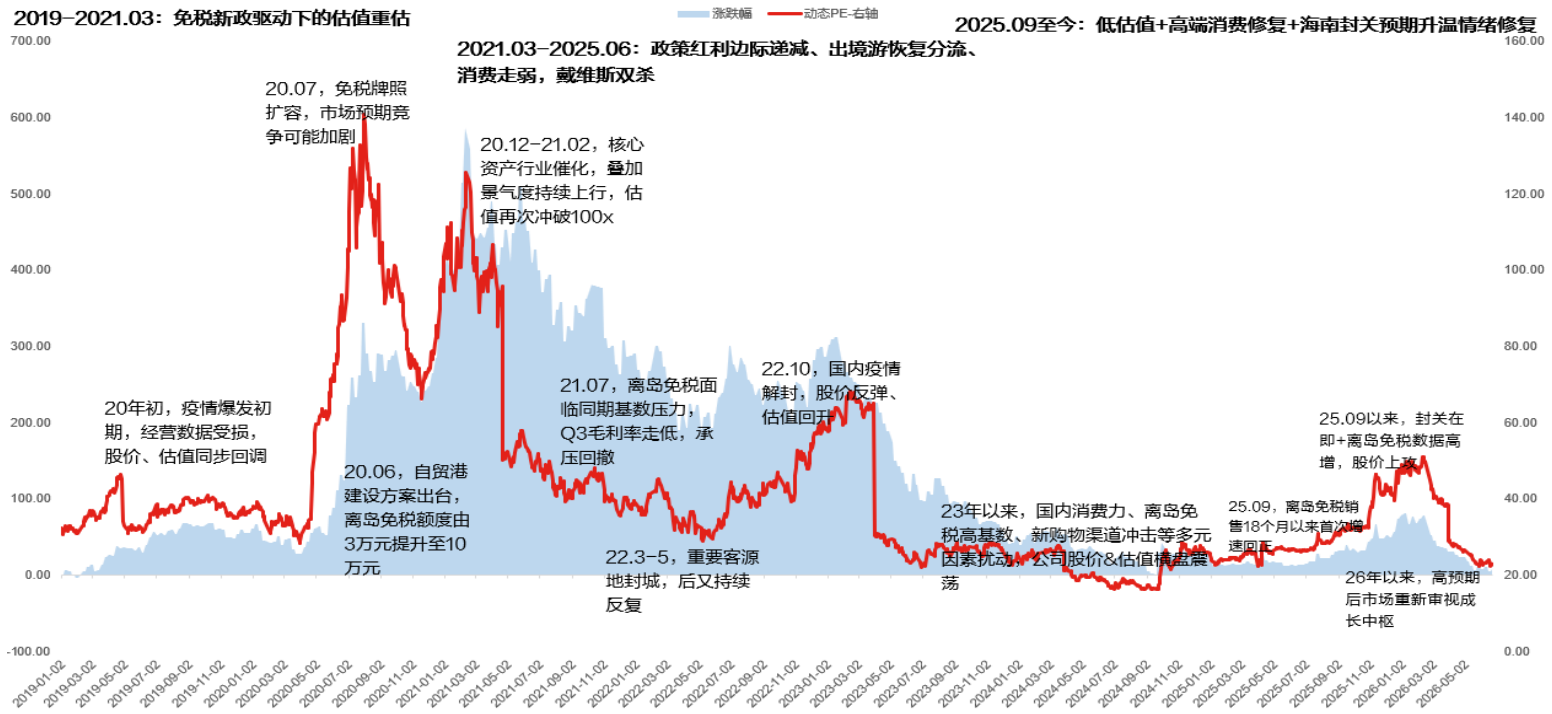
下载日志已记录，仅供内部参考

中国中免：高端消费风向标，经营效率持续改善

中国中免2026Q1实现收入169.06亿元/+0.96%；实现归母净利润23.48亿元/+21.18%，经营效率提升带动盈利能力改善。但公司股价自2月中旬触及高点后持续回撤，核心系当下消费环境下、封关红利高预期逐渐回归现实。

但展望未来，中免作为国内免税行业绝对龙头，长线逻辑依旧清晰，一看渠道卡位优势仍在，离岛/口岸/市内免税渠道卡位优势显著，且运营优势加持下效率更高；其次，2026年3月公司完成对DFS大中华区的收购，有望补齐高毛利奢侈品短板，消费K型复苏趋势下直接受益；三看效率改善，公司未来将通过优化供应链、降低机场租金、收窄折扣力度等系列措施，优化盈利模式，利润率中枢有望持续上移。

图：中国中免股价复盘以及动态估值情况



资料来源：公司公告，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明

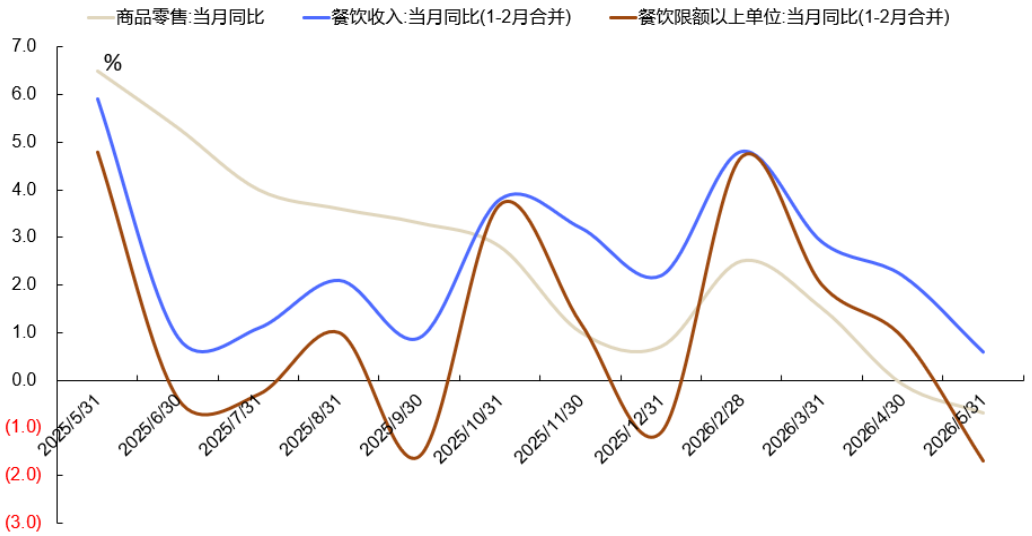
下载日志已记录，仅供内部参考

连锁餐茶饮：行业波动中复苏，龙头股价磨底中

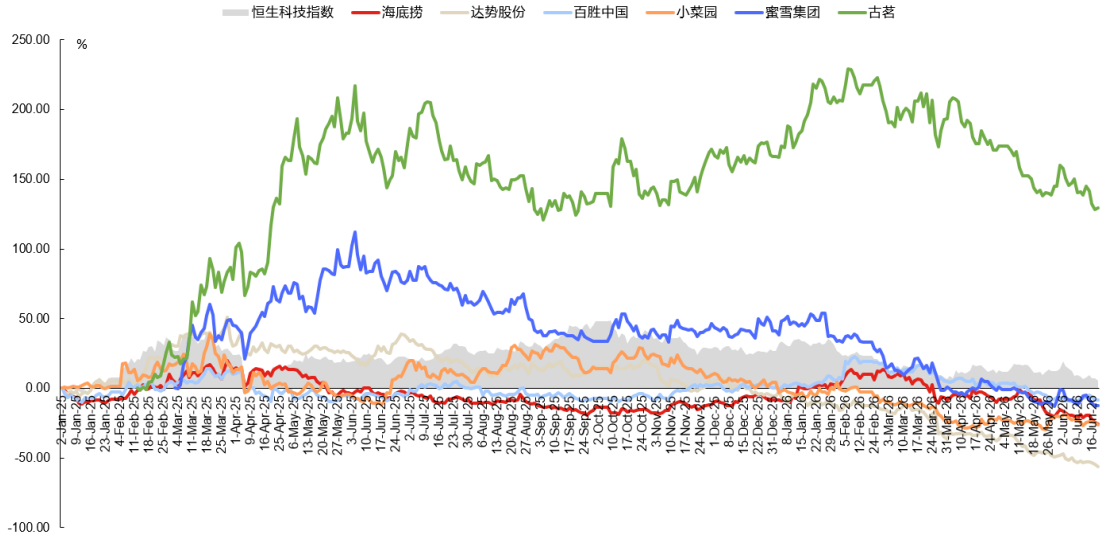
餐饮收入仍强于社零数据，近期恢复节奏再现波动。2026年以来餐饮行业延续“增速波动复苏、持续跑赢商品零售”的格局，2026年5月绝对增速骤降至0.6%，预计主要受去年同期高基数与消费环境走弱拖累。

餐茶饮龙头普遍跑输恒科指数，仅古茗相对跑赢。2025年外卖平台补贴战背景下，茶饮龙头古茗、蜜雪经营显著受益，股价也均创下上市新高，部分其他赛道龙头如百胜中国、小菜园、海底捞（下饭菜）不同程度受益股价也阶段表现。2025年三季度开始监管部分约谈叫停平台极端补贴行为。2026年以来，在经营基数压力+消费环境渐进复苏背景下，龙头股价持续承压走弱，仅古茗相对跑赢。

图：2025年5月至今商品零售以及餐饮收入同比增速



图：餐饮龙头2025年至今股价累计涨跌幅



资料来源：choice、国家统计局、上市公司公告，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明

下载日志已记录，仅供内部参考

连锁餐茶饮：餐饮龙头数据分化，茶饮龙头普遍面临基数影响

2025年显著受益于外卖战的茶饮赛道，2026年以来自然而然面临同店基数压力，其中Q2末以及Q3基数压力相对大，当然龙头也在积极多元化创收对冲影响；餐饮龙头经营更为分化，部分龙头若能较好兼顾外卖占比以及产品定价，则依然可以维持韧性增长。

表：头部上市公司核心品牌同店/单店数据同比恢复度数据

	太二（直营/同店）	九毛九（直营/同店）	小菜园（同店）	绿茶（同店）	肯德基（同店）	必胜客（同店）	怂（同店）	海底捞（整体翻台）	奈雪的茶（直营门店）	古茗（店均GMV）	茶百道（单店GMV）	沪上阿姨(同店GMV)	遇见小面（同店）
2025年4月			小幅下滑	102%				双位数下滑	103%	122%			
2025年五一	86%	82%	正向微增		101%	102%	86%	90%		130%	120%		
2025年5月			正向微增	108%				95%	114%	122%			
2025年6月			正向微增	102%				单位数下滑	113%	120%			
2025年7月			正向微增	103%				同比持平	129%	120%	120%	130%	102%
2025年8月	91%	85%	98%	103%	102%	101%	81%	同比小幅提升	115%	120%	120%	130%	102%
2025年9月			95%	95%				同比个位数下滑	105%	120%	115%	120%	99%
2025年10月			95%	101%				同比低单位数增长	103%	120%	108%	118%	105%
2025年11月	97%	84%	~92%	105%	103%	101%	81%	同比持平	113%	117%	115%	120%	105%
2025年12月			同比双位数降低	99%				同比持平	103%	115%	118%	120%	103%
2026年1月	107%	89%	85%	同比下降	101%	99%	80%	同比个位数下滑	107%	同比双位数增长	同比双位数增长	同比双位数增长	同比个位数下降
2026年春节				持平微增				105%+					
2026年2月								同比明显增长					
2026年3月			90%					同比微增	98%				
2026年4月	双位数同增	与Q1类似	90%	同比双位数下滑	同比增速提升	同比增速提升	与Q1类似	105%	89%	预计中个位数下滑	同比正增	同比正增	同比个位数下降
2026年5月	双位数同增	与Q1类似	90%	同比双位数下滑			与Q1类似	同比微降	76%		同比下滑	同比下滑	同比个位数下降

资料来源：上市公司公告，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明

下载日志已记录，仅供内部参考

连锁餐茶饮展望：聚焦同店韧性与开店确定性，优选龙头逢低布局

与酒店投资类似，餐茶饮后续投资核心锚点也在于“同店表现+开店潜力”：

1、餐饮板块：不同餐饮子赛道，同店&开店表现分化明显。如肯德基通过私域流量留存以及规模议价相对有效平滑了外卖退坡影响；小菜园则主动降价提升性价比、控制外卖占比、推行储值会员等调改，短期客单价虽有下行压力，但也带动了堂食客流回暖；太二则通过鲜活调改带动同店回暖。**综合而言，能够兼顾好外卖退坡影响与性价比消费趋势的餐饮龙头经营数据更为强韧**。

2、茶饮板块：VS餐饮板块，茶饮龙头2026Q2-3普遍面临高基数下同店压力，但展望未来，凭借自身高度标准化模型以及轻资产模型，行业头部集中逻辑更为顺畅，未来行业观测一是外卖补贴退坡后外卖与堂食的再平衡，茶饮龙头面临的压力较餐饮公司更大；二是快速展店背景下，平衡加盟商单店回报与闭店率；三是咖啡、烘焙等品类创新对同店的拉动。快速开店背景下的加盟商体感、创新&供应链能力分化下的同店韧性是重要观测项。

资料来源：东方证券研究所

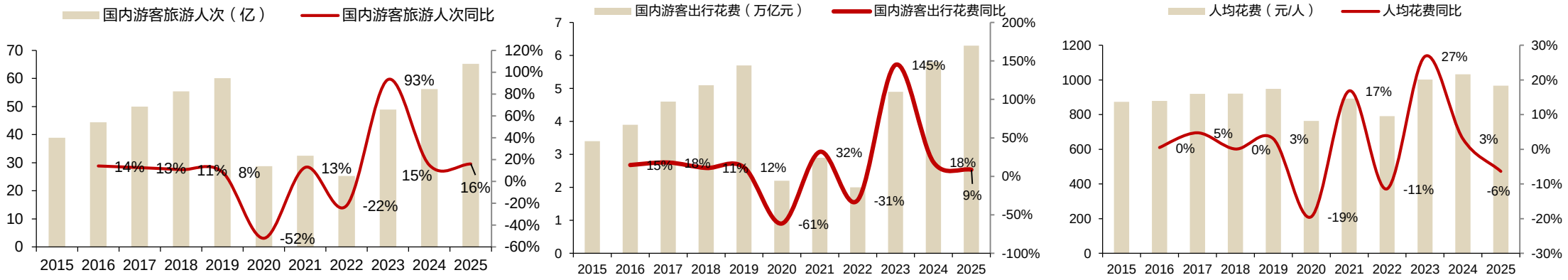
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明

下载日志已记录，仅供内部参考

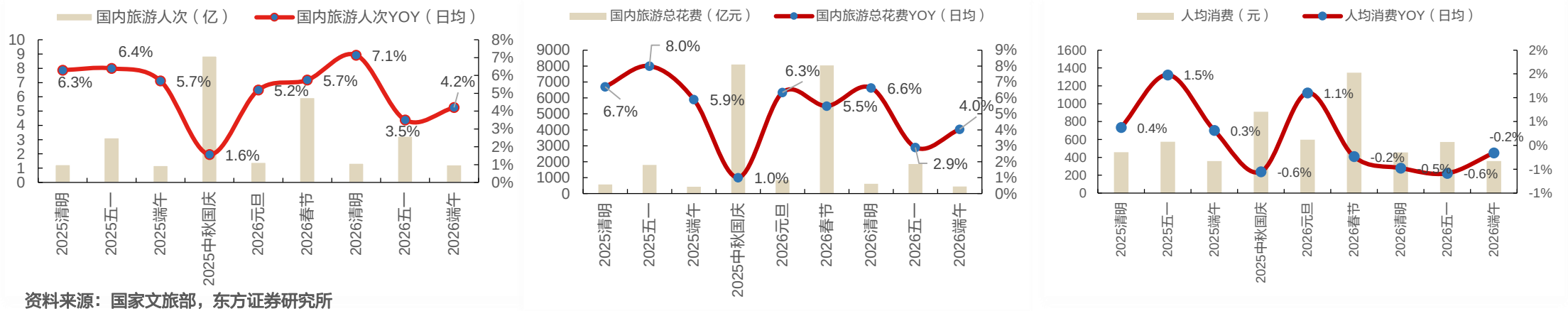
景区：休闲出行意愿依旧强韧，消费力恢复仍待时日

国内旅游市场延续“量增价减”。参考文旅部数据，2025年及2026年Q1，国内出游人次增速均明显快于旅游总花费增速，人均单次消费持续回落。居民出游意愿稳健与消费决策趋谨现象并存，性价比导向成为主流。

图：2015-2025年国内旅游人次/出行花费/人均消费数据以及同比增速



图：2025年至今重要节假日国内旅游人次/出行花费/人均消费数据以及同比增速



资料来源：国家文旅部，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明

下载日志已记录，仅供内部参考

景区：出游政策宽松贡献增量，出游趋势持续景气

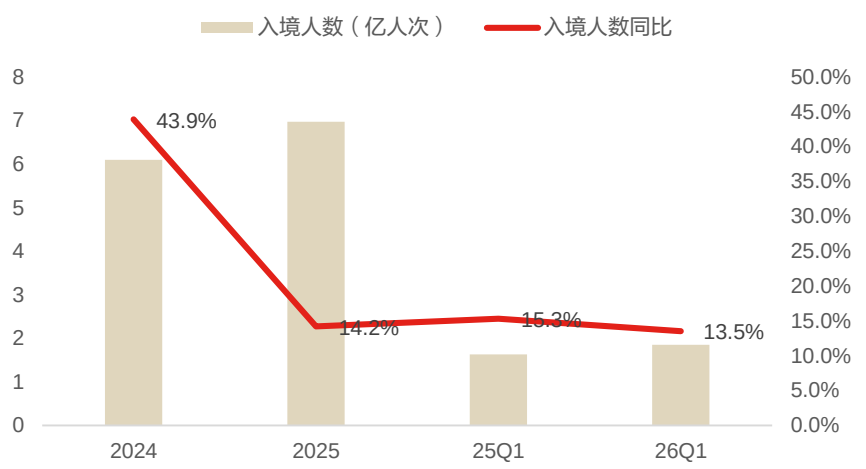
渐进推行春秋假，平滑旅游淡季表现。2025年3月《提振消费专项行动方案》提出鼓励有条件的地方结合实际探索设置中小学春秋假，2026年已有多个省份全省推行春秋春假和秋假能有效提高儿童或家庭出行意愿，春秋假在传统旅游淡季能为景区提供客流与营收，平滑景区季节性盈利，并为景区盈利提供增量。

入境游延续高景气态势。2026Q1，国内入境人数同增13.5%，其中外国人入境2133.3万人次/+22.3%，其中免签入境外国人831.5万人次，同增29.3%。截至2025年6月，240小时过境免签覆盖55国，此外离境退税“即买即退”、支付“外卡内绑”也便利了消费。

表：各地春秋假信息整理

地区	政策内容	备注
浙江	春假一般在4月底，与“五一”连休；秋假安排在9月底衔接国庆，或在11月中下旬与周末相连。	
四川	春假、秋假原则上各3天，春假多安排在4月清明节前后连休、秋假集中在11月（多为第二周周三至周五）	
江苏	2026年春假统一安排在4月1—3日，与清明假期连休形成6天假期，秋假则多在11月中下旬与周末连休形成5天假期	
安徽	首个春假定于4月1日至4月3日，与清明假期连休形成6天小长假。	
重庆	春秋假每学年各安排一次，原则上在4—5月、11月安排，每次2—3天。	
贵州	春假一般安排在每年清明节前后，秋假一般安排在每年11月中旬，时长原则上各3天。	
山东	每年设置春假、秋假各一次，原则上每次3天，安排在每学期期中前后。	
湖南	春假和秋假时长均为2至3天，通常安排在春季学期的4月至5月、秋季学期的10月至11月。	
海南	春秋假一般安排在春季学期和秋季学期的期中时段（4—5月、10—11月），春假、秋假 分别安排3天。	
云南	每年设置春假、秋假各一次，每次2至3天	
辽宁	春季和秋季学期各安排3天假期，春假一般在4月末至5月初与“五一”假期衔接，秋假一般在10月下旬至11月初的工作日与周末连休。	
河北	每年春假、秋假各设一次，每次2至3天，原则上春假安排在4至5月、秋假安排在10至11月。	
福建	春秋假原则上安排在每学年春季学期中期（4—5月）和秋季学期中期（10—11月），春假、秋假各为2至4天，全年合计不超过6天。	
甘肃	春假安排在4月28日至30日，与劳动节假期衔接形成8天连休；秋假安排在11月4日至6日，与周末衔接形成5天连休。	仅嘉峪关市确定
广东	2025-2026学年秋假安排在11月12日至14日共三天，春假则安排在“五一”假期前后共两天。	仅佛山市确定
湖北	每年春季学期放1次春假，秋季学期放1次秋假，春假和秋假时长均不少于1周。	仅恩施市确定

图：国内入境人次以及同比增速



资料来源：国家移民管理局、教育局官网，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明

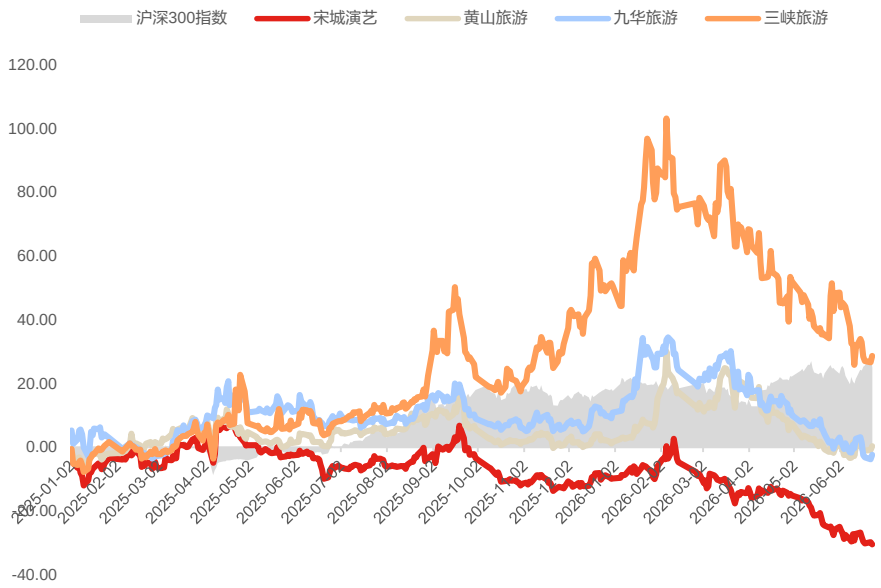
下载日志已记录，仅供内部参考

景区：盈利逐渐分化，优选供给侧存在增量逻辑标的

受服务消费预期预期提振，2025年下半年景区龙头股价均有不同程度表现，此外存在内生增长逻辑三峡旅游表现相对更为亮眼，3月以来受国内消费环境渐趋走弱、油价高企影响出行意愿影响，股价普遍回撤，此外26Q1景区板块业绩普遍偏弱，仅部分标的在低基数下有所表现，目前整体板块仍在持续探底中。

展望未来，出行目前仍呈现旺丁不旺财趋势，门票限价+物理承载力约束+成本刚性等因素也影响盈利能力释放，未来核心在于优选存在新项目落地、新运力投放进一步打开成长天花板，具备清晰内生增长逻辑的景区龙头。

图：2025年以来景区龙头累计涨跌幅



资料来源：公司公告，东方证券研究所

表：景区公司2025年以及2026Q1业绩梳理

股票代码	公司名称	2025年				2026Q1			
		营业收入（亿元）	营收yoy	归母净利润（亿元）	净利润yoy	营业收入（亿元）	营收yoy	归母净利润（亿元）	净利润yoy
600054.SH	黄山旅游	21.09	9.2%	2.92	-7.2%	4.17	3.5%	0.35	-6.2%
603199.SH	九华旅游	8.79	14.9%	2.13	14.4%	2.35	0.2%	0.70	-1.3%
002033.SZ	丽江股份	8.6	6.4%	2.13	1.2%	2.01	23.6%	0.67	93.3%
603099.SH	长白山	7.88	6.0%	1.29	-10.3%	1.56	21.4%	0.08	84.2%
000888.SZ	峨眉山A	9.33	-7.9%	2.20	-6.2%	2.21	-2.4%	0.59	0.5%
300144.SZ	宋城演艺	22.58	-6.6%	8.18	-22.0%	5.34	-4.8%	2.11	-14.1%
603136.SH	天目湖	5.08	-5.3%	0.95	-8.9%	1.00	-4.5%	0.10	-24.5%
000978.SZ	桂林旅游	4.4	2.0%	0.11	105.4%	0.95	15.5%	-0.12	9.6%
002627.SZ	三峡旅游	7.57	2.1%	0.64	-4564.0%	1.50	7.0%	0.14	-14.8%
603402.SH	陕西旅游	10.3	-18.5%	3.84	-24.9%	1.65	-21.5%	0.41	-44.6%
002159.SZ	三特索道	6.38	-7.8%	1.43	1.0%	1.36	3.3%	0.21	-31.5%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明

下载日志已记录，仅供内部参考

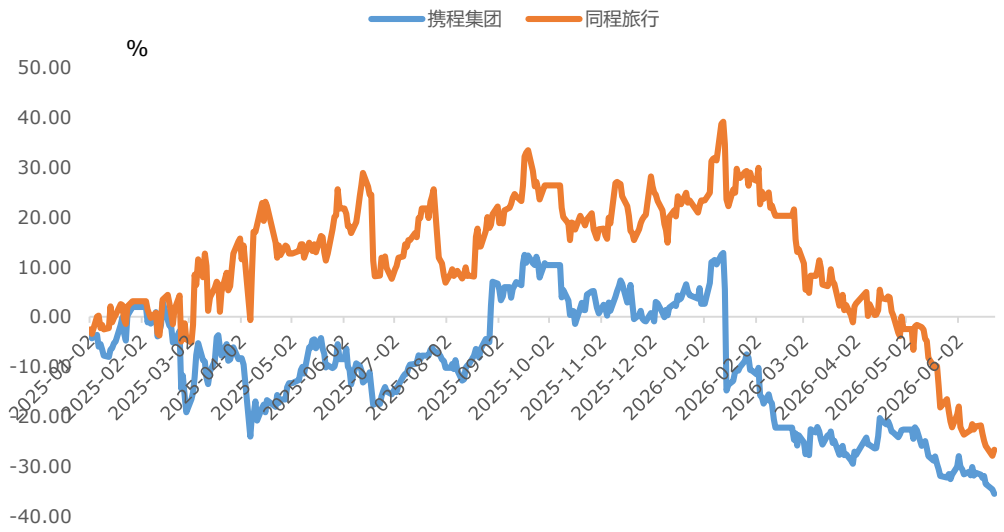
OTA：盈利依旧彰显韧性，关注监管动态进展

经营回顾：携程集团2025年收入归母净利润分别同增17%/95%；同程旅行2025年收入/归母净利润分别同增12%/20%，2026Q1收入50.06亿元，同增14.4%；经调整净利润9.41亿元，同增19.4%，依旧呈现较强经营韧性。

股价复盘：进入2026年，两大OTA龙头股价自2026年1月中旬触及阶段高点后回撤较多，携程/同程年初至6月23日累计下跌38.4%/41.6%。其中监管不确定性是主因，2026年1月，国家市场监管总局对携程启动反垄断调查，此外酒店、航司价格压力以及经营的高基数效应也扰动了投资情绪。

未来展望：短期龙头确实面临压力，但OTA行业的中长期增长逻辑依然清晰，供应链深度与服务履约能力构筑的竞争壁垒稳固，国际化&入境游逐渐构筑第二成长曲线，后续若反垄断调查结果最终落地，估值有望迎来情绪性修复。

图：2025年以来OTA龙头累计涨跌幅



资料来源：choice、公司公告，东方证券研究所

表:OTA龙头经营业绩表

		2025					2026Q1				
		收入	yoy	归母净利润	yoy	利润率	收入	yoy	归母净利润	yoy	利润率
09961.HK	携程集团-S	624.09	17.1%	332.94	95.1%	53.30%					
00780.HK	同程旅行	193.96	11.9%	23.71	20.1%	12.2%	50.06	14.4%	7.79	16.4%	15.6%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明

下载日志已记录，仅供内部参考

教育人力：聚焦行业供需远期逻辑，AI提供模式创新可能性

伴随2023-2024年细分监管政策的陆续出台，多数教育子赛道的政策折价逐渐修复失地，当下投资逻辑应该更加聚焦赛道新供需格局下的成长逻辑变化

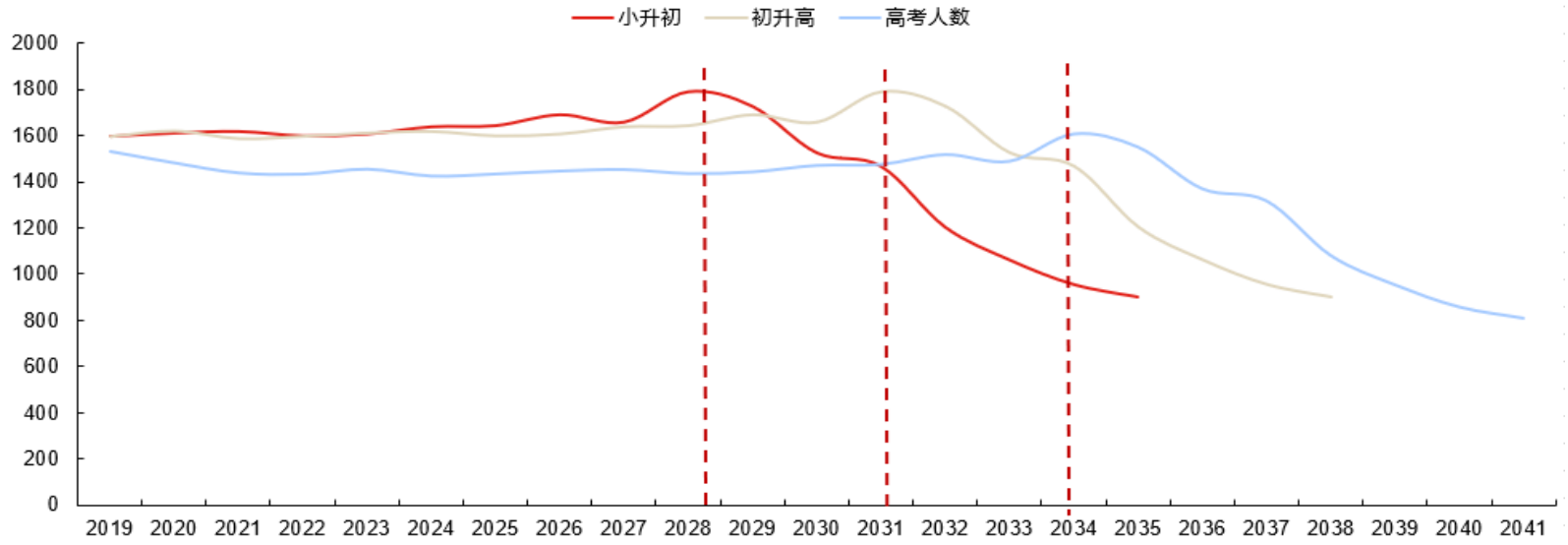
1、K12教培：总量陆续见顶、结构分化。适龄学龄人口陆续达峰，按学段不同人口红利顺延2-8年；供给端不排除会出现教师由“校内教学”流向“校外辅导”情况，培训供给边际提升扰动价格提升逻辑，行业进入比拼产品力新阶段。此外我们也观察到上海成都等省市也在试点12年一贯制学校，未来也需密切关注升学政策迁移调整的可能性。

2、港股学历：开支高峰期已过，静待反转。目前板块普遍为个位数动态估值，未来关注资本开支见顶+营利性选择落地+分红重启三重变化，若落地估值修复空间较大。

3、职业教育：就业导向刚需，关注AI影响。该赛道客群的学习自驱力强，传统技能培训类如IT培训类预计会受AI跨界玩家影响，偏蓝领就业实操类如厨师技能培训、企业家培训AI替代风险相对可控。

4、公考培训：报考热情高企、龙头创新寻求份额提升。2025年国家公务员共计招录3.97万人，连续5年扩招，但行业受龙头教师分流+价格内卷影响，头部集中趋势不显著，未来关注龙头战略调整后的改善效果。

图：未来各年龄段升学人数测算数据



资料来源：国家统计局，东方证券研究所；　注：中考、高考未考虑往届生考试人数

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明

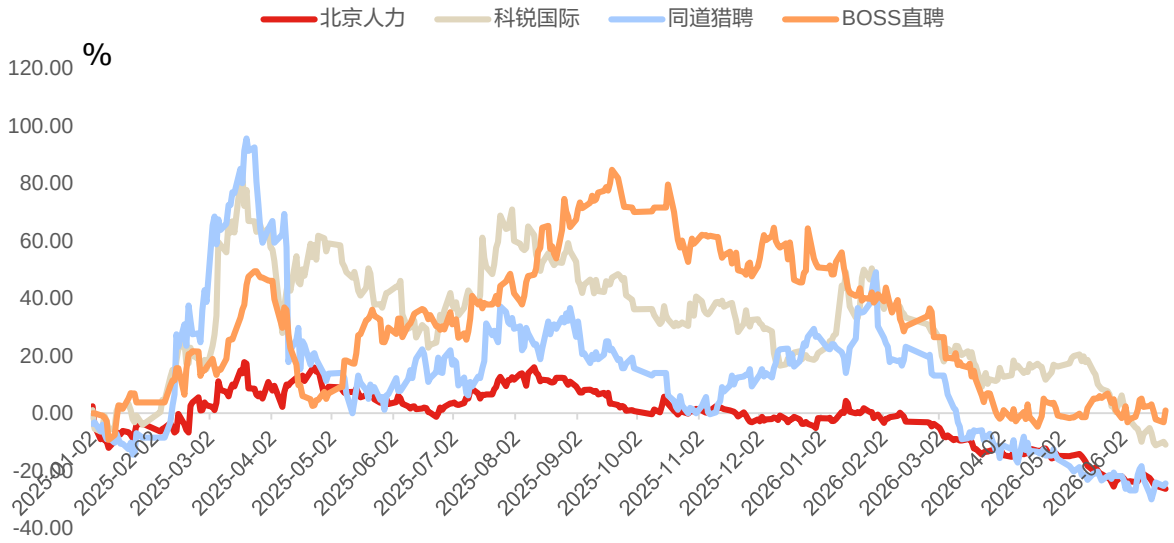
下载日志已记录，仅供内部参考

教育人力：聚焦行业供需远期逻辑，AI提供模式创新可能性

2025年至今，人力资源服务板块呈高开回落、持续走低趋势，2025年初板块受益于“用工新周期+AI赋能招聘”的主题催化，走出脉冲式反弹，此后随宏观经济走低同步回撤，板块进入长达一年的单边回落通道，A股与港股标的普遍回吐前期全部涨幅，估值中枢持续下移。

展望未来，人力资源服务行业未来投资机会可沿“灵活用工渗透（部分新兴景气行业）+顺周期复苏+AI赋能提效”三条主线梳理，其中前两者均与宏观经济相关，未来需更多关注宏观预期的改善。

图：2025年以来人力资源龙头累计涨跌幅



表：人力资源龙头2025/2026Q1经营数据

	2025年				2026Q1			
	营业收入（亿元）	yoy	归母净利润（亿元）	yoy	营业收入（亿元）	yoy	归母净利润（亿元）	yoy
科锐国际	145.40	23%	3.14	53%	37.89	15%	0.92	59%
北京人力	451.85	5%	11.7	48%	113.82	5%	2.63	-56%
同道猎聘	19.86	-5%	0.14	-17%	-			
BOSS直聘	82.67	12%	27.35	73%	20.68	8%	11.56	123%

资料来源：choice，公司公告，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

居民消费意愿持续走弱

油价高企压制出行

各地假期政策落地不及预期

行业监管政策变化

门店扩张不及预期

测算假设变动对测算结果会产生影响

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的12个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率5%～15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。
暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。
未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。
暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址： 上海市中山南路318 号东方国际金融广场26 楼
电话： 021-63325888
传真： 021-63326786
网址： www.dfzq.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

东方证券 ORIENT SECURITIES

东方研究 抱朴守真 积厚成器

悦享投资之美