长江证券 CHANGJIANG SECURITIES

行业研究 | 专题报告 | 消费者服务 II

2026 年上半年业绩综述：营收稳增彰显韧性，盈利分化提质增效

报告要点

2026H1 行业整体营收同比+3.7%，教育大幅增长，仅免税略有下滑。整体看，出行链相关的酒店、景区等，二季度增速均弱于一季度，或与油价上涨压制出行预期相关。2026H1 行业整体毛利率同比-0.1pct，行业毛利率下滑推进降本增效落地,净利率整体上半年同比增长 0.9pct，行业扣非归母净利润同比上半年增长 27.3%。

分析师及联系人



赵刚

SAC：S0490517020001

SFC：BUX176



杨会强

SAC：S0490520080013

SFC：BXT850



马健轩

SAC：S0490526080004



曹淑蕊

消费者服务 II

2026 年上半年业绩综述：营收稳增彰显韧性，盈利分化提质增效

2026H1 业绩回顾

2026H1 行业整体营收同比+3.7%，教育大幅增长，仅免税略有下滑。整体看，出行链相关的酒店、景区等，二季度增速均弱于一季度，或与油价上涨压制出行预期相关。2026H1 行业整体毛利率同比-0.1pct，行业毛利率下滑推进降本增效落地,净利率整体上半年同比增长 0.9pct，行业扣非归母净利润同比上半年增长 27.3%。

景区：旅游人次增速放缓，板块公司业绩分化

二季度国内出游人次同比增速进一步放缓，人均旅游消费下滑。板块公司收入与利润分化，利润端相对承压。整体行业环境偏弱，黄山旅游等具备稀缺禀赋资源公司表现相对较好。

酒店：行业六月起承压，酒店集团业绩正向增长

2026 年上半年，酒店行业 RevPAR 自 6 月起同比承压。三大酒店集团 2026 年上半年营收增速分化，华住集团表现相对较好，锦江酒店、首旅酒店因直营店优化增长相对较弱，但成本端在直营店优化后有较高降幅，整体利润同比保持提升趋势。

免税：二季度离岛免税增速下滑，中免利润延续增长

海南离岛免税销售额二季度同比增速下滑，二季度购物人次同比增速下滑明显。中国中免整体收入端弱于海南离岛免税销售额，但利润端大幅增长。

餐饮：政策分化，头部餐饮企业收入增速优于大盘

2026 年，中国餐饮政策环境呈现出清晰的“双轨制”特征，公务餐饮市场与大众餐饮市场分化。餐饮行业增速二季度相比一季度有所下滑，头部餐饮企业收入增速优于大盘。

茶饮：补贴高基数下业绩分化，开店质量决定增长韧性

2026H1 古茗、沪上阿姨收入利润维持较快增长，蜜雪、霸王增速放缓。头部品牌延续扩店，但门店增量向业绩增长的转化有所分化，行业逐步由规模扩张转向开店数量与单店质量并重。

美团：竞争边际改善，盈利修复路径清晰

2026Q2 收入同比增长 14.4%，核心本地商业与新业务经营表现均明显改善。伴随行业竞争趋于理性、订单结构优化及运营效率提升，公司盈利能力有望逐步修复；长期“用户—商户—履约”网络竞争壁垒稳固，Keeta 出海打开新增量。

教育：竞争格局边际改善，龙头利润弹性释放

优质教育需求保持韧性，中小机构仍面临合规、资金及获客约束，行业供给继续向头部集中。新东方、好未来、学大教育收入均实现较快增长，龙头企业凭借品牌、教研及运营优势持续获取份额，招生改善与效率提升增强后续业绩确定性。

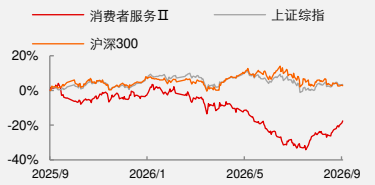
人资：需求结构分化，专业化服务彰显韧性

2026Q2 科锐国际收入、扣非利润较快增长，北京人力受业务结构调整及部分客户需求缩减影响有所承压。专业化招聘、技术类灵活用工及业务外包需求相对较好。

风险提示

1、消费复苏缓慢；2、业务成本上升；3、扩张不及预期；4、行业竞争加剧。

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

•《风起云涌处，静待曙色明——社服行业 2026 年度中期投资策略》2026-07-22

•《海外龙头复盘：OTA 平台价值何以持续——高利润、高现金流与稳定份额的护城河来源》2026-06-24

•《2025 年及 2026Q1 业绩综述：营收稳增延续复苏，盈利分化提质向好》2026-05-13

更多研报请访问
长江研究小程序

目录

2026H1 业绩回顾 6
营收：出行链一季度增长，二季度增速下滑 6
盈利：毛利率分化，期间费用率下降 6
现金流：增速弱于营收 8
景区：旅游人次增速放缓，板块公司业绩分化 8
推荐标的：三峡旅游 10
酒店：行业六月起承压，酒店集团业绩正向增长 10
推荐标的：华住集团、锦江酒店、首旅酒店 13
免税：二季度离岛免税增速下滑，中免利润延续增长 14
推荐标的：中国中免 15
餐饮：政策分化，头部餐饮企业收入增速优于大盘 15
推荐标的：百胜中国、海底捞 17
茶饮：回归堂食，同店表现分化 17
重点个股：古茗、蜜雪集团 19
美团：竞争趋缓，关注长期价值回归 20
外卖 UE 转正，盈利修复路径清晰 20
教育：格局改善，利润弹性释放 21
重点个股：学大教育、行动教育、中国东方教育 23
人资：需求分化，专业服务彰显韧性 23
重点个股：北京人力、科锐国际 26
风险提示 27

图表目录

图 1：2025H2 及 2026H1 年社服各子行业营收同比增速 6
图 2：2026Q1 及 2026Q2 社服各子行业营收同比增速 6
图 3：2016-2026 历年 H1 社服各子板块毛利率 7
图 4：2017-2026 历年 Q2 社服各子板块毛利率 7
图 5：2016-2026 历年 H1 社服各子板块期间费用率 7
图 6：2017-2026 历年 Q2 社服各子板块期间费用率 7
图 7：2016-2026 历年 H1 社服各子板块现金流量净额/营业总收入 8
图 8：2016-2026 历年 Q2 社服各子板块现金流量净额/营业总收入 8
图 9：国内季度旅游人次同比增速 8
图 10：国内居民出游人均消费 8
图 11：节假日旅游人次及收入恢复至 2019 年同期 9
图 12：景区板块公司二季报营业收入（亿元） 9
图 13：景区板块公司二季报归母净利润（亿元） 10

图 14：中国大陆整体酒店经营数据同比增速 11
图 15：三大酒店集团国内业务 RevPAR 同比增速 12
图 16：锦江和华住海外业务 RevPAR 同比增速 12
图 17：三大酒店集团经营数据同比增速 12
图 18：三大酒店集团季度营收增速 13
图 19：三大酒店集团季度净利润（亿元） 13
图 20：海南离岛免税购物人次 14
图 21：海南离岛免税客单价 14
图 22：海南离岛免税销售额 14
图 23：中国中免季度营业收入（亿元） 15
图 24：中国中免季度归母净利润（亿元） 15
图 25：社会消费品零售餐饮收入总额及同比增速 16
图 26：限额以上企业餐饮收入总额及同比增速 16
图 27：代表性餐饮企业营业收入增速 16
图 28：代表性餐饮企业扣非归母净利润增速 16
图 29：茶饮上市公司 2026H1 营业收入及同比增速 17
图 30：茶饮上市公司 2026H1 归母/经调整净利润及同比增速 17
图 31：茶饮上市公司 2026H1 毛利率及同比变动 18
图 32：茶饮上市公司 2026H1 归母/经调整净利率及同比变动 18
图 33：各茶饮品牌 2023-2025 年每年净增门店数量（家） 18
图 34：美团季度收入及同比增速 20
图 35：美团季度经调整净利润及对应利润率 20
图 36：美团年度按业务划分收入 20
图 37：美团季度按业务划分收入增速 20
图 38：美团的飞轮效应与 B、C 端生态矩阵 21
图 39：美团海外业务 Keeta 出海时间线 21
图 40：K12 教培龙头公司最新季度收入及同比增速 22
图 41：K12 教培龙头公司最新季度归母/Non-GAAP 利润及同比增速 22
图 42：科锐国际季度营业收入及同比增速 24
图 43：科锐国际季度扣非归母净利润及同比增速 24
图 44：北京人力季度营业收入及同比增速 24
图 45：科锐国际季度扣非归母净利润及同比增速 24
图 46：中国整体调查失业率（%） 25
图 47：16-24 岁调查失业率（不含在校生 %） 25
图 48：25-29 调查失业率（不含在校生 %） 25
图 49：30-59 岁调查失业率（不含在校生 %） 25
图 50：我国灵活用工渗透率提升空间广阔（日本为 2015 年数据，中国为 2020 年数据） 26

表 1：2026H1 及 2026Q2 社服各子行业盈利情况 7
表 2：国内三大酒店集团战略规划及门店数量 11
表 3：2026 年餐饮政策变化总结 15
表 4：茶饮上市公司收入、业绩、估值一览表 19

表 5：K12 教培上市公司收入、业绩、估值一览表 22
表 6：就业一直是政府及相关部委的重要关心领域，稳就业、岗位扩容等政策细节层出不穷 24

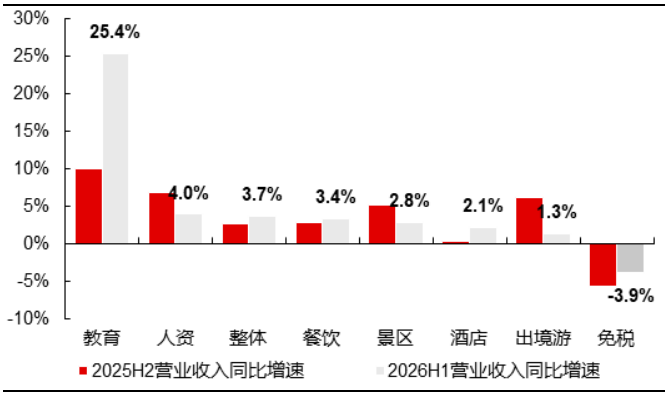
2026H1 业绩回顾

2026H1 行业整体营收同比+3.7%，教育大幅增长，仅免税略有下滑。整体看，出行链相关的酒店、景区等，二季度增速均弱于一季度，或与油价上涨压制出行预期相关。2026H1 行业整体毛利率同比-0.1pct，行业毛利率下滑推进降本增效落地,净利率整体上半年同比增长 0.9pct，行业扣非归母净利润同比上半年增长 27.3%。

营收：出行链一季度增长，二季度增速下滑

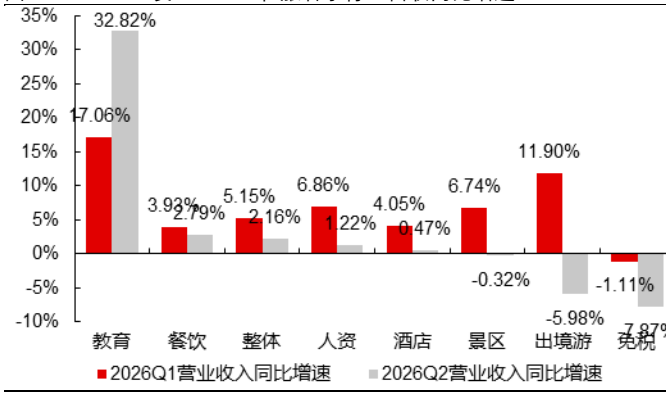
2026H1 行业整体营收同比+3.7%，教育大幅增长，仅免税略有下滑。分季度看，教育在一、二季度均实现大幅增长，景区、出境游板块在一季度收入提升，二季度下滑，免税则在一、二季度均有所下滑。整体看，出行链相关的酒店、景区等，二季度增速均弱于一季度，或与油价上涨压制出行预期相关。

图 1：2025H2 及 2026H1 年社服各子行业营收同比增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 2：2026Q1 及 2026Q2 社服各子行业营收同比增速



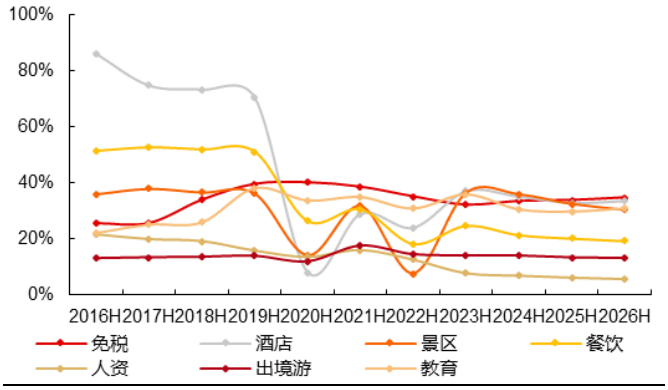
资料来源：Wind，长江证券研究所

公司层面，首旅酒店、锦江酒店 2026 上半年收入同比-2%/+4%，首旅在直营店优化下收入端有所下降；中国中免营业收入同比-1.76%，一季度略有增长但二季度下滑；景区宋城演艺、天目湖营业收入均承压下滑，整体行业环境偏弱，黄山旅游等具备稀缺禀赋资源公司表现相对较好；学大教育、科锐国际同比增长 13%、15%，表现相对较好；同庆楼与广州酒家表现分化，广州酒家零售业务增长带动整体，同庆楼则相对承压。

盈利：毛利率分化，期间费用率下降

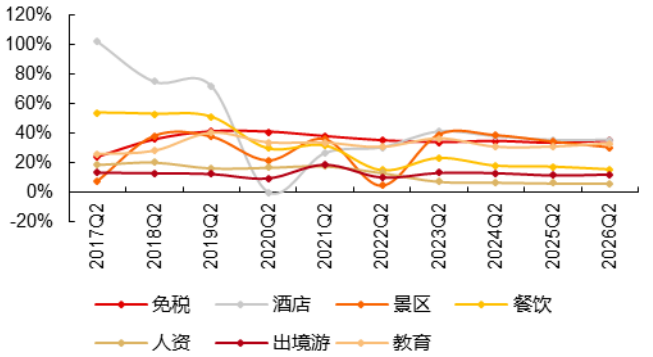
2026H1 行业整体毛利率同比-0.1pct 至 23.1%。分板块而言，免税/酒店/教育板块同比+0.9/+0.7/+1.1pct，其他板块同比则有所下滑，其中景区板块承压最严重，同比下滑 2.1pct，在行业客流承压下，景区板块重资产特征导致利润率承压相对更高。

图 3：2016-2026 历年 H1 社服各子板块毛利率



资料来源：Wind，长江证券研究所

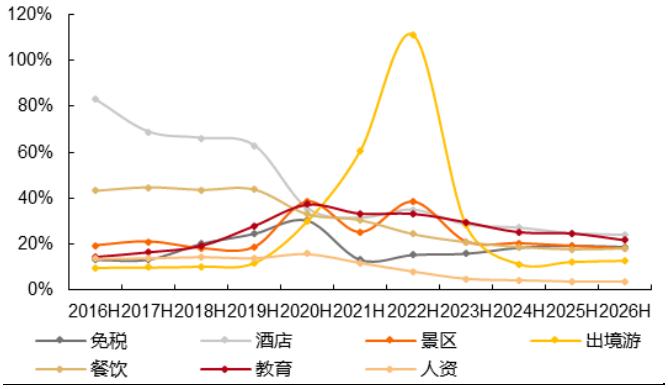
图 4：2017-2026 历年 Q2 社服各子板块毛利率



资料来源：Wind，长江证券研究所

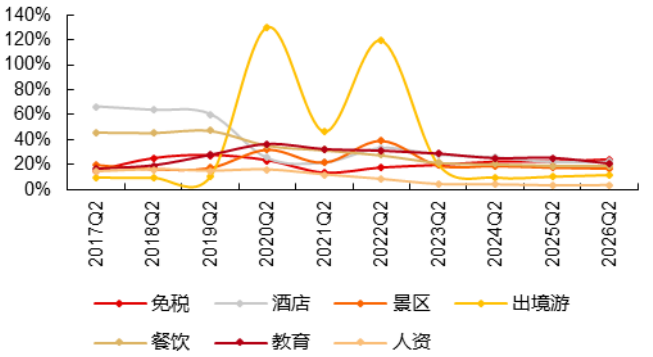
行业毛利率下滑推进降本增效落地,净利率整体上半年同比增长 0.9pct。2026H1，行业整体期间费用率同比-0.78pct，其中销售费用率-0.47pct，管理&研发费用率同比-0.27pct，财务费用率同比-0.03pct。降本增效成果兑现，免税/酒店/景区/教育/人资行业期间费用率同比得到改善，分别下降 0.54/0.72pct/1.18/2.95/0.06pct；出境游与餐饮略有增长。

图 5：2016-2026 历年 H1 社服各子板块期间费用率



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 6：2017-2026 历年 Q2 社服各子板块期间费用率



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 1：2026H1 及 2026Q2 社服各子行业盈利情况

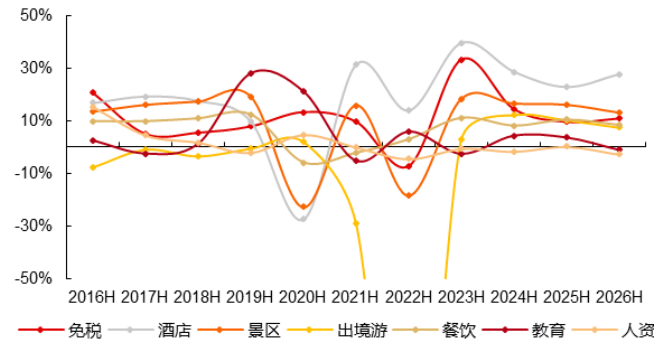
子行业	扣非净利润同比		毛利率		净利率	
	2026H1	2026Q2	2026H1	2026Q2	2026H1	2026Q2
免税	34.4%	56.1%	34.8%	35.1%	10.0%	5.7%
酒店	31.1%	8.6%	33.5%	35.5%	7.2%	9.3%
景区	-9.5%	-29.7%	30.4%	30.4%	11.0%	9.7%
餐饮	-158.3%	续亏	19.3%	15.5%	-0.2%	-2.8%
人资	-15.8%	-9.2%	5.8%	6.1%	2.8%	2.0%
出境游	转亏	续亏	13.2%	12.2%	0.5%	0.3%
教育	119.8%	181.9%	31.0%	33.1%	8.9%	13.5%
行业整体	**27.3%**	**23.0%**	**23.1%**	**23.5%**	**6.6%**	**6.2%**

资料来源：Wind，长江证券研究所

现金流：增速弱于营收

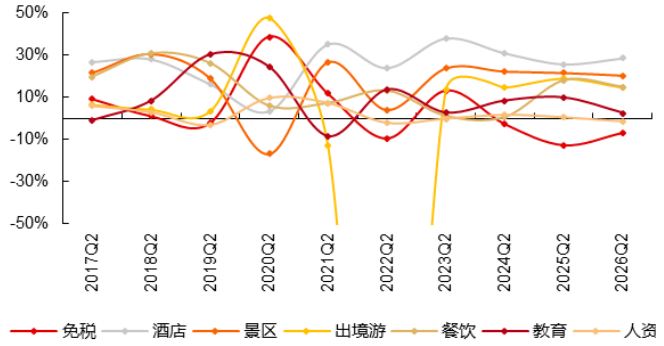
2026H1 整体营收实现增长，但现金流增速弱于营收增长趋势，行业整体经营现金流净额同比-19.59%。细分来看，酒店/免税行业同比+24.11%/+9.2%；人资、教育行业大幅下滑，景区/出境游/餐饮同比分别-16.36%/-26.35%/-16.77%。

图 7：2016-2026 历年 H1 社服各子板块现金流量净额/营业总收入



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 8：2016-2026 历年 Q2 社服各子板块现金流量净额/营业总收入

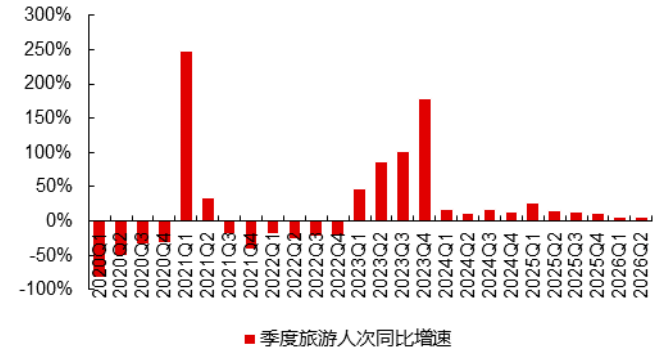


资料来源：Wind，长江证券研究所

景区：旅游人次增速放缓，板块公司业绩分化

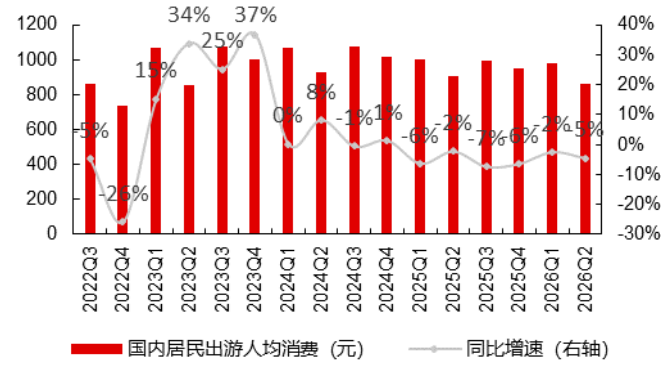
二季度国内出游人次同比增速进一步放缓，但节假日出行需求释放势头强劲，五一假期客流实现亮眼增长，充分印证居民出游意愿根基稳固。二季度人均旅游消费进一步下滑，且下滑幅度相比一季度进一步加深，五一假期人均消费同样下滑，反映出当前居民旅游消费仍然偏谨慎。三季度暑期客流规模有望迎来显著回升，全年文旅行业景气度具备上行空间。

图 9：国内季度旅游人次同比增速



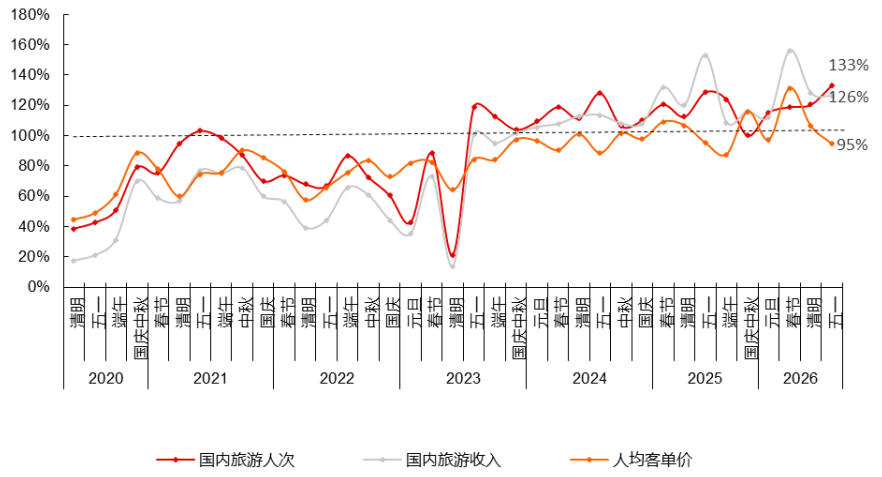
资料来源：文旅部，长江证券研究所

图 10：国内居民出游人均消费



资料来源：文旅部，长江证券研究所

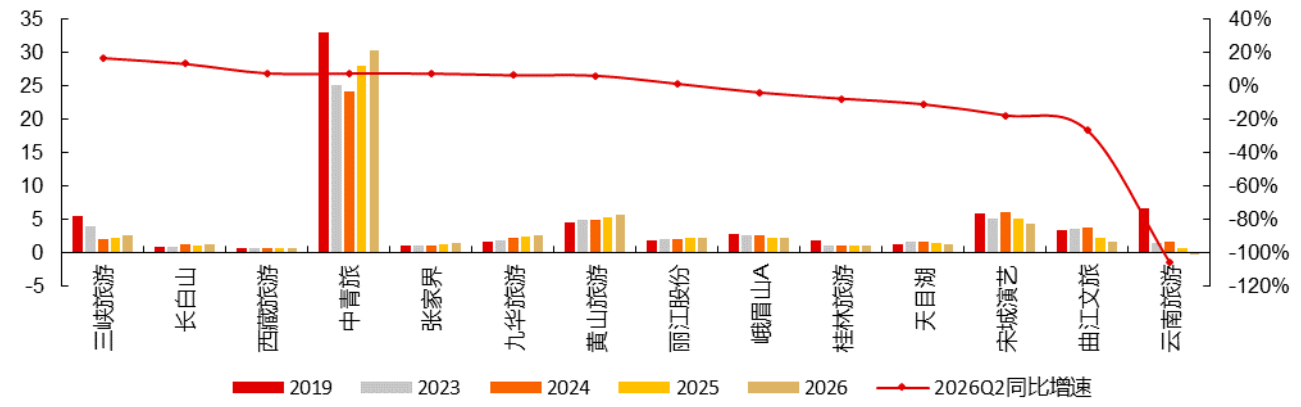
图 11：节假日旅游人次及收入恢复至 2019 年同期



资料来源：文旅部，长江证券研究所

板块公司收入与利润分化，利润端相对承压。2026 年第二季度，景区板块公司整体收入同比增长 1.39%，长白山、三峡旅游涨幅居前，天目湖、宋城演艺、曲江文旅、云南旅游相对承压；归母净利润方面整体板块二季度同比下滑 13.35%，西藏旅游、三峡旅游涨幅居前，曲江文旅、天目湖、中青旅等承压较严重。

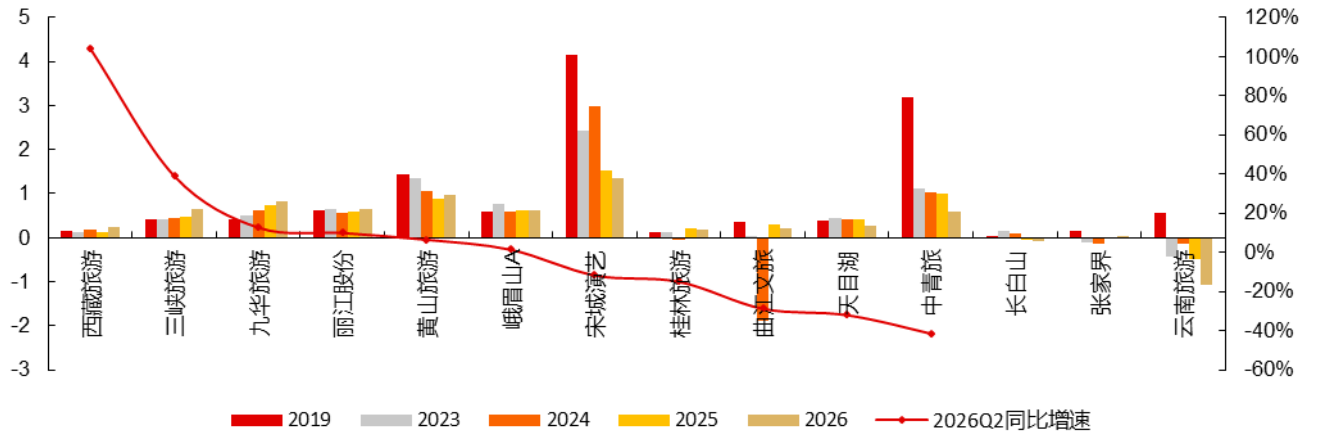
图 12：景区板块公司二季报营业收入（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所



图 13：景区板块公司二季报归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

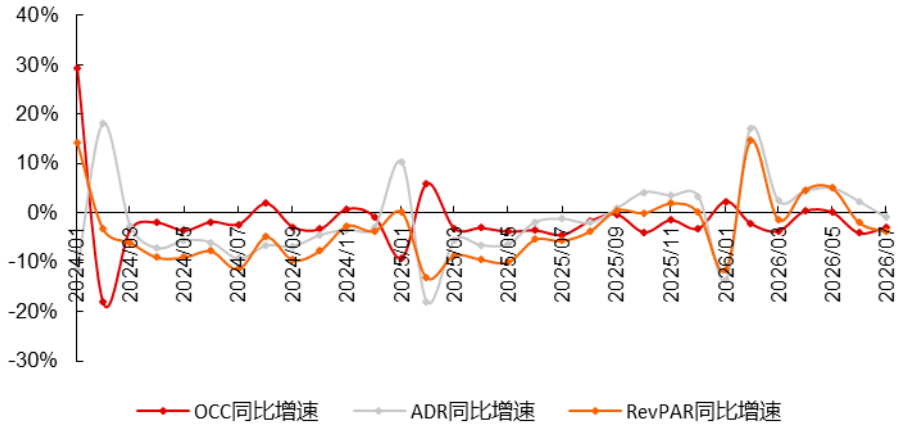
推荐标的：三峡旅游

三峡旅游：观光游轮量价齐升，省际游轮贡献增量。2026 年二季度：公司实现营业收入 2.64 亿元，同比+16.85%；归母净利润 0.65 亿元，同比+39.15%；扣非归母净利润 0.60 亿元，同比+36.01%。看好公司依托三峡区域核心旅游资源，持续推进旅游综合服务业务升级，并通过省际游轮项目等打开长期成长空间。“两坝一峡”客流及客单价增长、旅游产品结构优化、省际游轮等新增运力释放，共同助力公司释放业绩弹性，实现从区域观光旅游运营商向高端内河游轮运营商转型。

酒店：行业六月起承压，酒店集团业绩正向增长

2026 年上半年，酒店行业 RevPAR 自 6 月起同比承压。2026 年 1-2 月，酒店在春节错期影响下，1 月 ADR 大幅下滑，2 月增长，OCC 表现相对稳定；3 月酒店经营数据延续量减价增趋势，4-5 月 RevPAR 同比增速回正，6 月转负。1 月-7 月，STR 中国大陆样本酒店 RevPAR 同比分别-12%/+15%/-1%/+5%/+5%/-2%/-4%；其中，OCC 同比+2%/-2%/-4%/+0.3%/0.1%/-4%/-3%；ADR 同比-14%/+17%/+3%/+4%/+5%/+2%/-1%。7 月受到降雨天气影响，ADR 同比增速自今年 2 月起首次转负。

图 14：中国大陆整体酒店经营数据同比增速



资料来源：STR，长江证券研究所

华住集团延续较高开店增速。2026 年上半年华住保持了较高的开店速度，锦江与首旅仍在淘汰老旧、低效门店，新开店相对较少，净开店尚未放量。2026 年上半年，首旅酒店与锦江酒店，净开店分别为 211、272 家。从结构端看，三大酒店集团中高端化、以及轻资产化趋势延续。

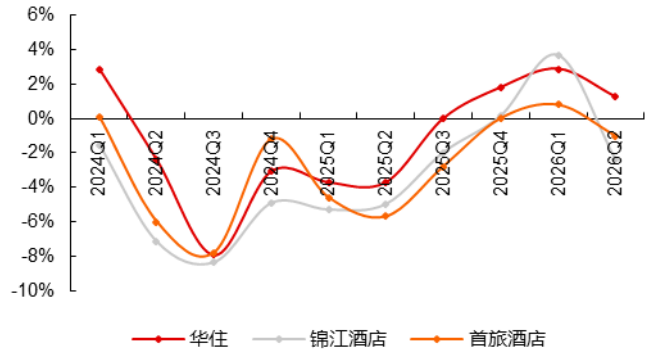
表 2：国内三大酒店集团战略规划及门店数量

酒店集团	战略规划	实施阶段	实施成果（家）				
			时间	新开店	净开店	总店数	完成进度
首旅酒店	三年万店	2021-2023 延期	2021 年	1,418	1,021	5,916	59%
			2022 年	879	66	5,982	60%
			2023 年	1203	281	6,263	63%
			2024 年	1353	739	7,002	70%
			2025 年	1,510	800	7,802	78%
			2026H1	606	211	8,013	80%
锦江酒店	中国区新开 7000 家店	2021-2023 延期完成	2021 年	1,763	1,207	10,613	25%
			2022 年	1,328	947	11,560	44%
			2023 年	1,407	888	12,448	64%
			2024 年	1,515	968	13,416	86%
			2025 年	1,540	716	14,132	100%
			2026H1	649	272	14,404	100%
华住酒店	千城万店	2019-2022 延期完成	2019 年	1,715	1,388	5,618	56%
			2020 年	1,759	1,171	6,789	68%
			2021 年	1,533	1,037	7,830	77%
			2022 年	1,257	713	8,543	84%
			2023 年	1,647	851	9,394	94%
			2024 年	2,430	1,753	11,147	100%
			2025 年	2,454	1,710	12,857	100%
			2026H1	1035	682	13,539	100%

资料来源：公司公告，环球旅讯，界面，长江证券研究所

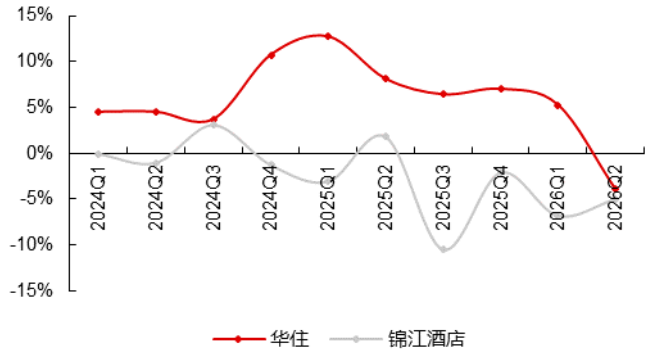
华住集团国内 RevPAR 同比增速展现 alpha，锦江与华住海外业务表现相对承压。2026 年 Q1 三大酒店集团 RevPAR 同比均实现正向增长，Q2 锦江酒店与首旅酒店在行业承压下同比转负，但华住展现经营韧性，同比保持正向增长。STR 数据显示，1-7 月三大酒店集团 RevPAR 同比分别：-3%/+2%/-2%/+4%/+3%/-4%/-3%。海外方面，华住集团 RevPAR 二季度同比均承压，锦江酒店下滑 4.98%，华住集团下滑 3.92%。

图 15：三大酒店集团国内业务 RevPAR 同比增速



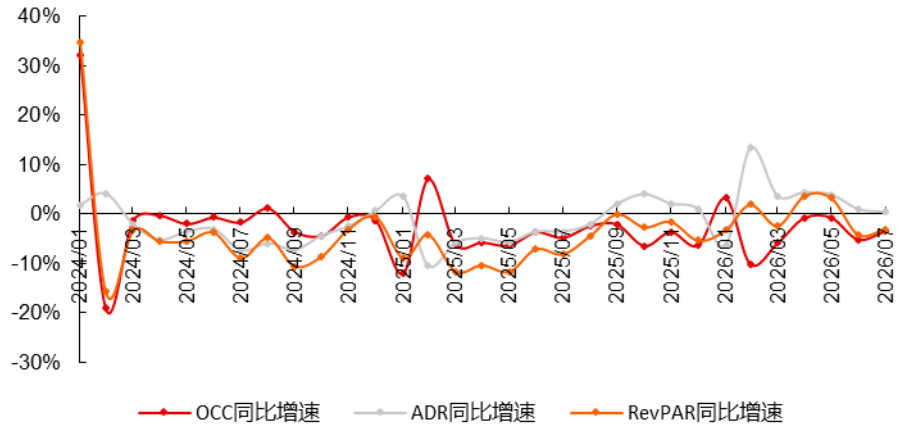
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 16：锦江和华住海外业务 RevPAR 同比增速



资料来源：公司公告，长江证券研究所

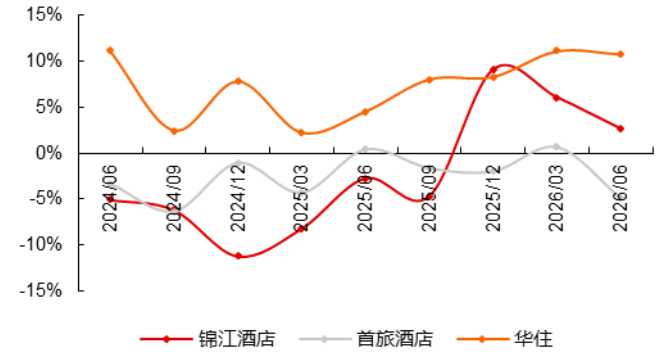
图 17：三大酒店集团经营数据同比增速



资料来源：STR，长江证券研究所

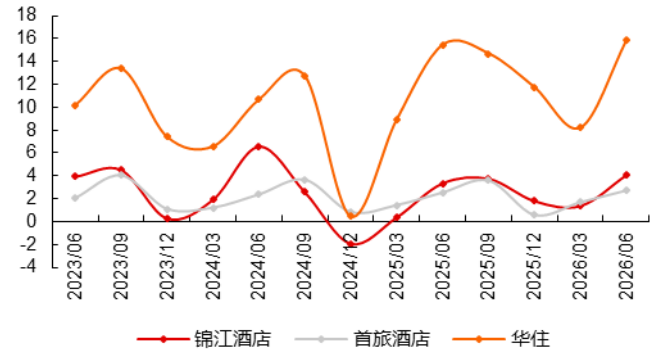
三大酒店集团在业绩方面均有亮点表现。三大酒店集团 2026 年上半年营收增速分化，华住集团表现相对较好，锦江酒店、首旅酒店因直营店优化增长相对较弱，但成本端在直营店优化后有较高降幅，整体利润同比保持提升趋势。

图 18：三大酒店集团季度营收增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 19：三大酒店集团季度净利润（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

推荐标的：华住集团、锦江酒店、首旅酒店

华住集团：收入增长超预期，公司上调全年收入指引。2026 年第二季度，公司管理加盟及特许经营收入同比增长 25.2%，分部门看，HWC 分部整体收入同比增长 14.9%，HWI 分部同比下降 5.8%。基于上半年优异表现，公司上调全年收入指引，预计 2026 年公司收入同比增长 4%-8%（此前 2%-6%），管理加盟及特许经营收入同比增长 16%-20%，HWC 分部整体收入同比增长 7%-11%（此前 5%-9%，不包括 DH）。实现归母净利润 16 亿元，同比增长 2.1%；HWC 分部实现经调整 EBITDA 为 26 亿元，同比增长 23.17%，HWI 分部实现经调整 EBITDA 为 1 亿元，同比下滑 20.12%。长期来看，随着门店结构持续优化、境外市场稳步复苏、盈利水平不断改善，华住有望凭借核心体系竞争力实现稳健增长，中长期发展前景向好。

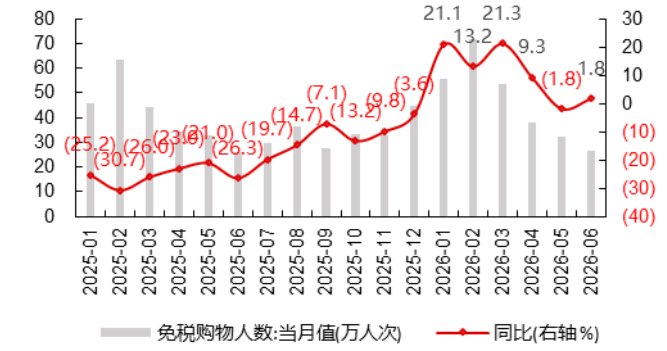
锦江酒店：直销预订率提升，财务费用下降。2026 年上半年，公司实现营业收入 68.01 亿元，同比增长 4.21%；归母净利润 5.45 亿元，同比增长 47.05%。境内直销预订率提升，直营店优化，净利润大幅增长。境外酒店退出与翻新并进，亏损收窄。展望 2026 年，在经营数据好转下，国内酒店利润有望实现中高单位数增长，食品及餐饮业务稳中有增；境外直营店资产处置下降，叠加港股上市还债利息费用下降预期，境外亏损有望大幅收窄。

首旅酒店：直营店优化提升盈利能力，经济型与轻管理经营表现良好。2026 年上半年，公司实现营业收入 35.8 亿元，同比下滑 2.22%，实现归母净利润 4.41 亿元，同比增长 10.98%。展望未来，随着经济的稳步复苏和加盟商投资意愿的逐步提升，酒店行业有望迎来稳健增长。短期看，公司 2026 年计划新开 1600-1700 家酒店，提速开店节奏，持续打造酒店产品力。长期看，公司在下沉市场的中高端酒店扩张仍有较大空间，高存量储备店为新店开拓打下坚实基础，如家 NEO 等产品迭代升级的持续进行有望进一步提升品牌形象。

免税：二季度离岛免税增速下滑，中免利润延续增长

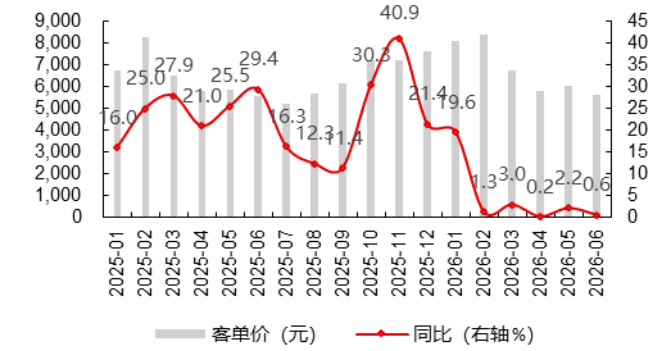
海南离岛免税销售额二季度同比增速下滑。海口海关数据，2026 年单二季度，海南离岛免税整体收入 57 亿元，同比+4%，其中购物人次同比+3%，客单价同比+1%；相比于一季度的高增速，二季度增长回归理性，购物人次同比增速下滑明显。

图 20：海南离岛免税购物人次



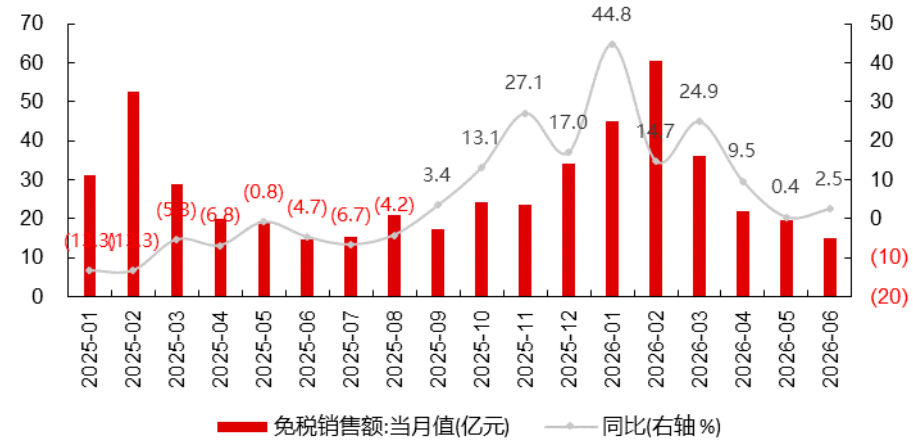
资料来源：海口海关，长江证券研究所

图 21：海南离岛免税客单价



资料来源：海口海关，长江证券研究所

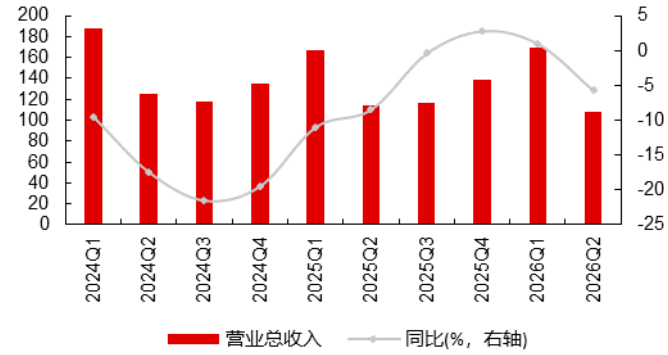
图 22：海南离岛免税销售额



资料来源：海口海关，长江证券研究所

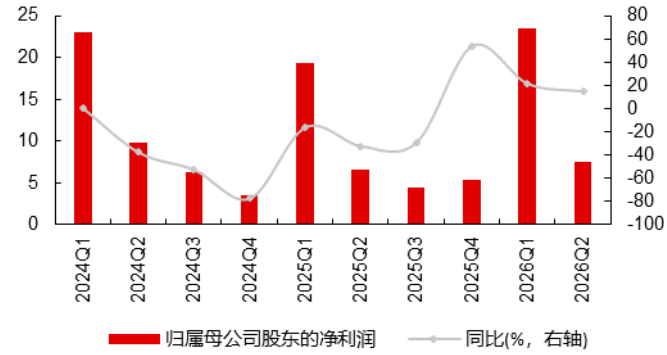
2026 年第二季度中国中免实现营业收入 107.49 亿元，同比-5.75%（略优于业绩快报的同比-6.30%），归母净利润 7.58 亿元，同比+14.5%（业绩快报的同比约+14.5%），整体收入端弱于海南离岛免税销售额，但利润端大幅增长。上半年公司新中标进出境免税项目 29 个，京沪机场门店完成升级运营，机场渠道有望逐步恢复。同时，公司完成 DFS 大中华区零售业务整合，进一步补强港澳高端零售渠道及国际品牌资源。

图 23：中国中免季度营业收入（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 24：中国中免季度归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

推荐标的：中国中免

中国中免：海南收入高增，盈利能力改善。2026 年上半年，公司实现营业收入 276.55 亿元，同比-1.76%（略优于业绩快报的同比-1.99%）；归母净利润 31.06 亿元，同比+19.49%（业绩快报同比+19.5%）。中国中免作为国内免税龙头，在海南离岛免税、机场、市内免税及海外渠道具备综合竞争优势。2026H1 海南业务增长较快、重点项目盈利明显修复，同时收入结构优化推动整体盈利能力改善。随着海南免税景气延续、机场渠道逐步恢复及 DFS 协同释放，公司收入增速有望逐步改善，盈利端仍具备一定弹性。

餐饮：政策分化，头部餐饮企业收入增速优于大盘

2026 年，中国餐饮政策环境呈现出清晰的“双轨制”特征：公务餐饮市场在“八项规定”的深化落实下持续规范、总量受控；而大众消费市场则在地方政府的扶持下获得发展动能。预期依赖公务消费的高端餐饮持续承压；面向大众、注重品质升级的品牌将受益于补贴和消费复苏。

表 3：2026 年餐饮政策变化总结

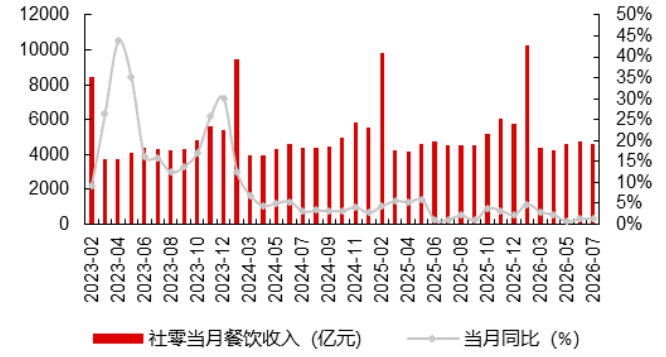
政策方向	影响时间	核心内容	2026 年具体变化与数据
八项规定、“禁酒令”（公务餐饮）	2012 年 12 月 4 日出台八项规定 2025 年 5 月 18 日发布《党政机关厉行节约反对浪费条例》 2026 年 1 月 14 日将“强化正风肃纪，巩固拓展深入贯彻中央八项规定精神学习教育成果”列为 2026 年主要工作	持续深化，管理更严更细，进入常态化、精细化阶段	- **顶层定调**：二十届中央纪委五次全会强调“强化正风肃纪”，纠治“四风” - **制度创新**：多地推行“零接待、自付费”公务餐改革。**湖北荆州** 1—4 月公务接待费同比下降 **40%** - **执行细化**：要求“有公函接待”、“N-1 点餐”，推行数字化监管（如“赣餐码”），科级及以下餐标≤100 元/人
地方补贴（社会餐饮）	近年持续发放，2026 年为前期政策的延续	多措并举刺激消费、降低经营成本、支持高质量发展	- **发放消费券**：福建“福建有口福”券（满 150 减 50/满 300 减 100/满 800 减 300）；贵州黔南州餐饮 **8 折**（封顶减 200） - **降成本**：扬州统筹 **2000 万元**专项资金，给予餐饮单位 **10%水电气补贴**，贷款 **1 个百分点贴息**，落实小规模纳税人免征增值税、减征六税两费 - **促升级**：上海发布专项资金指南，奖励新开门店、绿色化改造、环球美食等；舟山奖励新增限上企业；宜宾对获评老字号企业给予 5 万/3 万元奖励

总体特征	公务消费受压制，大众消费获扶持，政策呈“双轨制”	依赖公务消费的高端餐饮持续承压；面向大众、注重品质升级的品牌将受益于补贴和消费复苏

资料来源：中央纪委国家监委网站，荆州市财政局，经济网，证券日报，贵州省商务厅，上海市人民政府，长江证券研究所

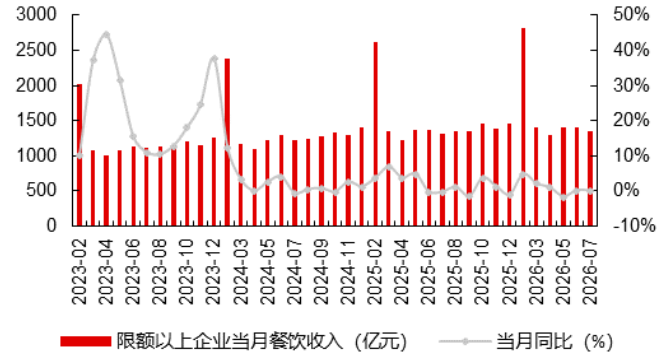
餐饮行业增速二季度有所下滑。2026 年上半年，社会消费品零售餐饮收入总额累计同比增速 2.8%，其中一季度增速较好，同比增长 4.2%，二季度有所下滑；限额以上企业餐饮收入总额上半年累计增速 1.8%，一季度增速 3.8%，同样优于二季度。7 月在降雨天气频繁下，餐饮收入同比增速回升，展现消费韧性。

图 25：社会消费品零售餐饮收入总额及同比增速



资料来源：国家统计局，长江证券研究所

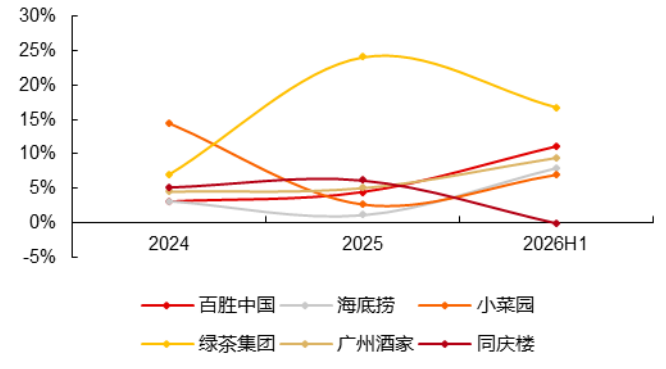
图 26：限额以上企业餐饮收入总额及同比增速



资料来源：国家统计局，长江证券研究所

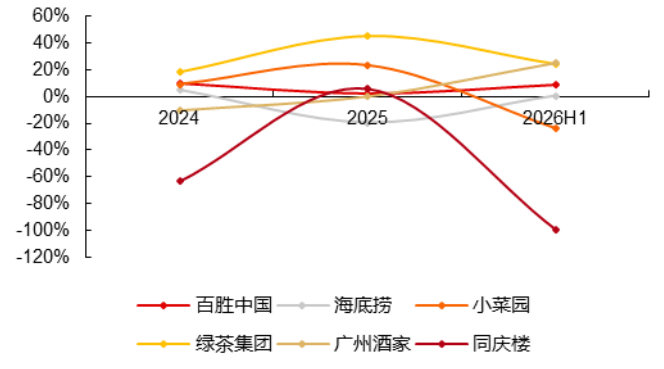
头部餐饮企业收入增速优于大盘。2026 年上半年，除同庆楼相对承压外，大部分餐饮企业在门店扩张下收入同比实现正向增长，增速高于整体社零餐饮收入增速；利润端，小菜园受到 2025 年末调降客单价以及外卖业务影响，2026 年上半年利润承压，同庆楼折旧摊销在酒店集中落地下达 1.66 亿元，同时新增门店处于客流培育期，阶段性亏损，整体业绩承压，其他餐饮公司利润端基本均实现正向增长。

图 27：代表性餐饮企业营业收入增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 28：代表性餐饮企业扣非归母净利润增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

推荐标的：百胜中国、海底捞

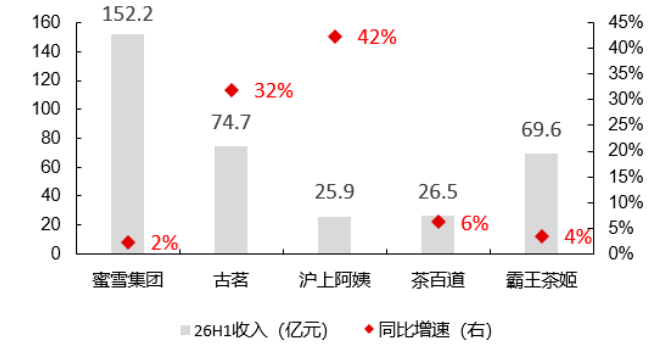
百胜中国：同店销售额恢复正向增长，收购必胜客中国有望推动利润率提升。2026 年第二季度，公司实现总收入 31 亿美元，同比增长 13%，不计外币换算影响同比增长 6%；实现经调整净利润 2.44 亿美元，同比增长 14%，不计外币换算影响同比增长 6%。公司数字化、中后台、本土化和品牌力等三大核心竞争力当前处于行业支配性地位，保证了成熟期品牌的业绩稳定性，2026 年公司预计净新增 1900 家门店，保持了较高开店速度，门店数量增长有望带动公司业绩持续上升。公司预计或将在 2026 年第三季度完成必胜客中国品牌全部股权交割，有望对利润率长期形成正向拉动。

海底捞：外卖业务快速增长，2027 年新开门店有望提升。2026 年上半年，公司实现营业收入 223.37 亿元，同比增长 7.9%，实现核心经营利润 25.13 亿元，同比增长 4.4%。公司持续推进中台建设，提升门店质量；对主品牌门店升级、搬迁焕新，加快高线及下沉市场新店布局，开店节奏较 2026 年提升。同时延续“红石榴计划”，重点孵化已具备规模化复制条件的大排档火锅与寿司业态，自 2026 年下半年逐步放量，有望于 2027 年成为其他餐厅收入增长重要来源。

茶饮：回归堂食，同店表现分化

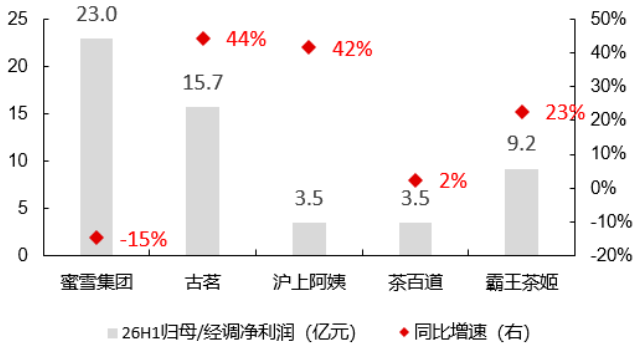
外卖补贴高基数下，头部品牌业绩分化，古茗、沪上阿姨维持高增长。2026H1，古茗、沪上阿姨收入分别同比增长 32%/42%，经调整净利润分别增长 44%/42%，门店扩张、同店韧性及规模效应共同驱动业绩较快释放；茶百道收入、经调整净利润分别增长 6%/2%，表现相对平稳。蜜雪集团、霸王茶姬收入同比增长 2%/4%，增速较此前有所放缓，其中蜜雪集团归母净利润同比下降 15%，主要由于在外卖补贴高基数、行业竞争加剧及价格带趋同背景下，店均营业额有所承压，叠加公司坚持提质不提价，围绕原材料品质、冷鲜生产工艺及仓储配送体系等持续投入，毛利率有所下滑；霸王茶姬收入端承压主要由于国内同店下降。整体来看，2026Q2-Q3 为外卖补贴高基数，行业由普遍高增转向经营分化，门店扩张质量、同店表现及供应链效率成为决定业绩韧性的核心。

图 29：茶饮上市公司 2026H1 营业收入及同比增速



资料来源：iFinD，公司公告，长江证券研究所

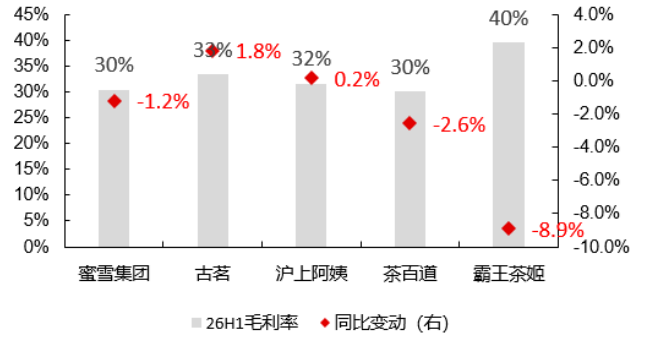
图 30：茶饮上市公司 2026H1 归母/经调整净利润及同比增速[1]



资料来源：iFinD，公司公告，长江证券研究所

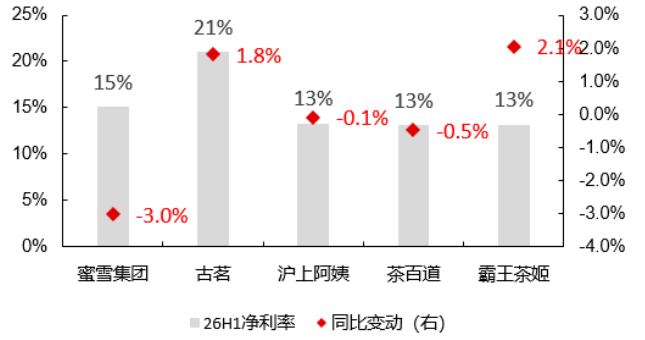
[1] 古茗、沪上阿姨、茶百道为经调整净利润，其余为归母净利润。

图 31：茶饮上市公司 2026H1 毛利率及同比变动



资料来源：iFinD，公司公告，长江证券研究所

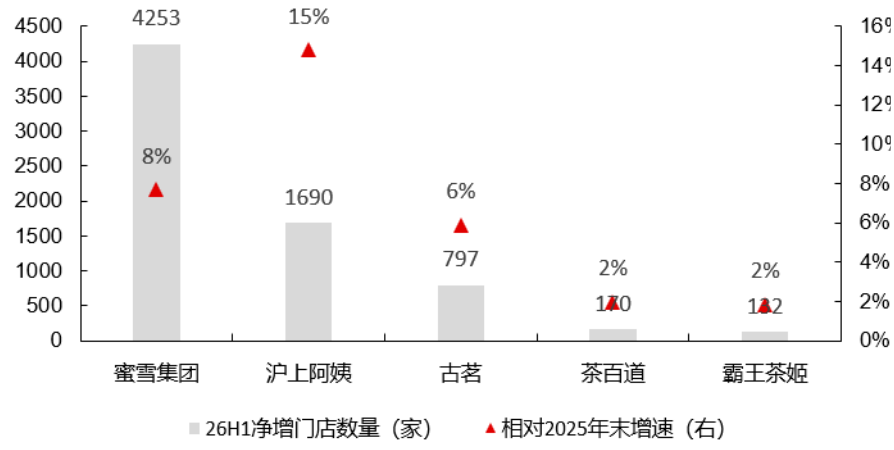
图 32：茶饮上市公司 2026H1 归母/经调整净利率及同比变动



资料来源：iFinD，公司公告，长江证券研究所

开店表现延续收入业绩分化，门店增量能否转化为有效增长更取决于单店经营质量。2026H1，蜜雪集团净增门店 4253 家，较 2025 年末增长 8%，门店增量仍居行业首位；沪上阿姨净增门店 1690 家，较 2025 年末增长 15%，保持高速扩张节奏；古茗净增 797 家，较 2025 年末增长 6%，门店增速同比有所放缓，主要由于公司在内外部相对承压时期主动调整开店节奏；茶百道、霸王茶姬分别净增门店 170/132 家，较 2025 年末均增长 2%。随着茶饮品牌开店密度进一步提升，行业已由规模扩张驱动转向开店数量与单店质量并重，供应链覆盖、加盟商回报及区域经营密度将决定门店增量的业绩转化效率。

图 33：各茶饮品牌 2023-2025 年每年净增门店数量（家）



资料来源：各公司公告，长江证券研究所

展望后市，预计 2026Q3 茶饮品牌同店将面临较高基数压力。然而，驱动各公司增长的核心为各品牌开店、拓品类的能力及空间。当前各茶饮上市公司依靠自身竞争优势，通过出海、向咖啡品类延展、延长门店营业时间等寻求新增量。补贴退坡下，预计具备成本规模优势、精细化运营优势、以及研发能力的茶饮品牌仍有能力以多种方式实现收入业绩的中长期增长，最终兑现为成长价值主题的超额收益。

表 4：茶饮上市公司收入、业绩、估值一览表

代码	公司	市值（亿元）	收入（亿元）			
			2024	2025	2026E	2027E
2097.HK	蜜雪集团	695	248.3	335.6	382.3	428.1
1364.HK	古茗	538	87.9	129.1	162.7	195.2
2589.HK	沪上阿姨	75	32.8	44.7	50.0	61.2
2555.HK	茶百道	56	49.2	54.0	60.5	67.4
2150.HK	奈雪的茶	9	49.2	43.3	-	-
CHA.O	霸王茶姬	140	124.1	129.1	147.3	161.1
代码	公司	市值（亿元）	归母净利润（亿元）			
			2024	2025	2026E	2027E
2097.HK	蜜雪集团	695	44.4	58.9	64.0	73.1
1364.HK	古茗	538	14.8	31.1	32.6	39.5
2589.HK	沪上阿姨	75	3.3	5.0	6.1	7.1
2555.HK	茶百道	56	4.7	8.0	9.2	10.5
2150.HK	奈雪的茶	9	-9.2	-2.4	-	-
CHA.O	霸王茶姬	140	23.8	11.4	17.9	19.4
代码	公司	市值（亿元）	PE			
			2024	2025	2026E	2027E
2097.HK	蜜雪集团	695	16	12	11	10
1364.HK	古茗	538	36	17	17	14
2589.HK	沪上阿姨	75	23	15	12	11
2555.HK	茶百道	56	12	7	6	5
2150.HK	奈雪的茶	9	-	-	-	-
CHA.O	霸王茶姬	140	6	12	8	7

资料来源：iFinD，长江证券研究所 数据截至 2026/8/30，盈利预测采用 iFinD 一致预期

重点个股：古茗、蜜雪集团

古茗：公司稳扎稳打，区域规模优势模式已经跑通，从区域走向全国的潜力可观，我们测算预计公司仍有一倍以上开店空间，同时咖啡及早餐贡献同店新增量。公司当前开店空间可观，成长空间明确，区域密集开店的发展战略、深度自控的供应链能力效率，高研发投入赋能产品快速推陈出新的能力，有望助力公司逐步拓展高密度开店的地域版图，实现收入业绩的稳健增长。

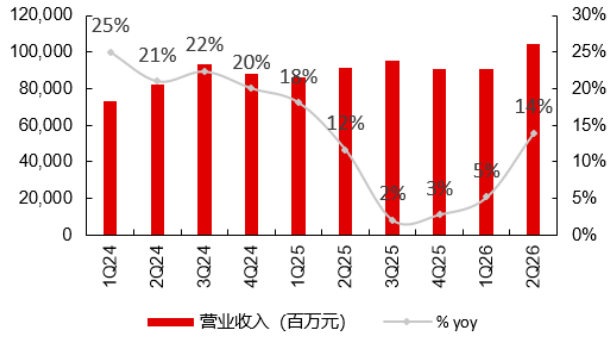
蜜雪集团：品牌端，当下现制茶饮行业激烈竞争，茶饮品牌高度依赖外部 IP 联名引流实现破圈，而蜜雪冰城凭借自有“雪王”IP 打破流量枷锁；供应链端，蜜雪集团供应链实现端到端控制，强大的供应链体系筑就极致性价比护城河。成长空间方面，国内凭借“高质平价”策略持续开拓市场空间，国外通过本地化研发和供应链中心建设，复制中国模式，有望实现门店数量及品牌价值的稳健增长。

美团：竞争趋缓，关注长期价值回归

外卖 UE 转正，盈利修复路径清晰

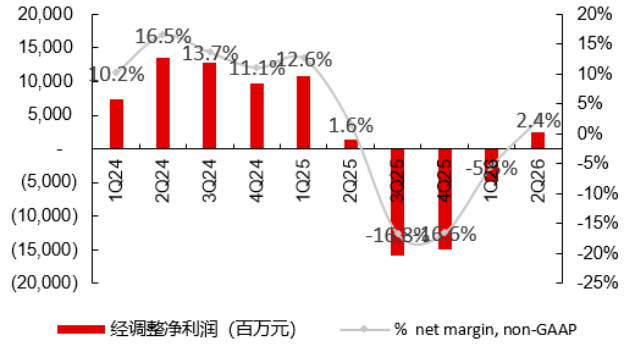
2026Q2 美团实现收入 1046 亿元，同比增长 14.4%，较 Q1 的 5.6%明显提速；经调整净利润 25 亿元、同比增长 69.0%，环比实现扭亏，收入及利润均好于市场预期。分业务看，核心本地商业收入 715 亿元，同比增长 10.1%，经营利润 57 亿元，经营利润率 7.9%、同比提升 2.2 个百分点，较 Q1 经营亏损 20 亿元显著修复；新业务收入 331 亿元，同比增长 25.0%，经营亏损收窄至 17 亿元，亏损率同比改善至-5.3%。伴随行业补贴趋于理性、订单结构改善及运营效率提升，公司盈利弹性在 Q2 得到验证。

图 34：美团季度收入及同比增速



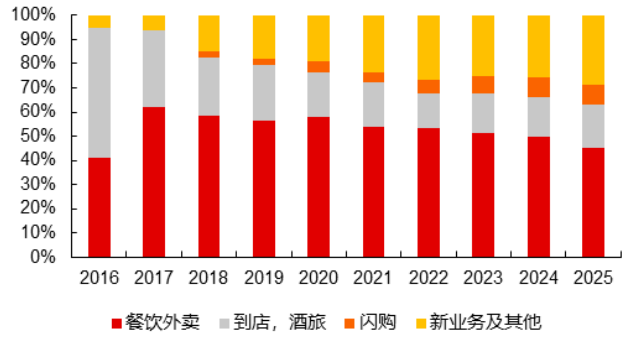
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 35：美团季度经调整净利润及对应利润率



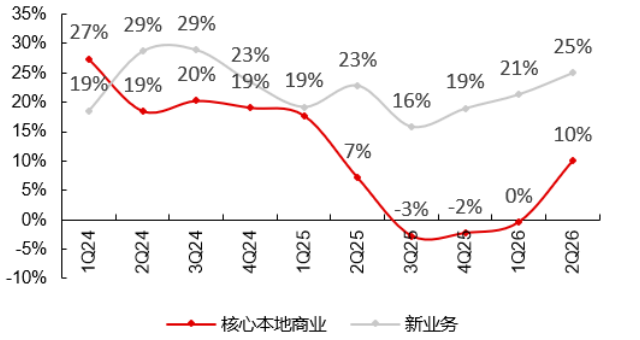
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 36：美团年度按业务划分收入



资料来源：公司公告，长江证券研究所测算

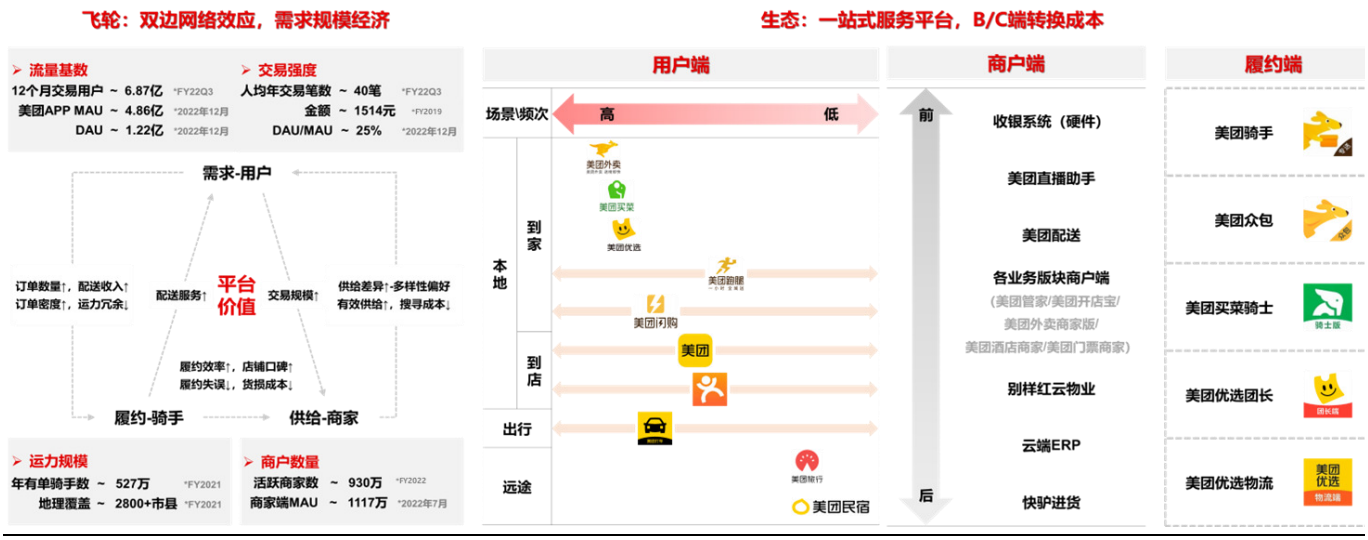
图 37：美团季度按业务划分收入增速



资料来源：公司公告，长江证券研究所

复盘外卖大战竞争演变，伴随 2025 年 5 月以来阿里加入外卖战场，补贴开始加大。2025 年三季度美团外卖补贴压力达到峰值，2025 年四季度竞争边际改善。2026 年以来，美团亏损环比持续收窄，公司中高价订单份额稳固，平台 ARPU 和用户忠诚度增强。展望后市，若外卖及即时零售竞争继续从补贴消耗转向效率比拼，美团凭借高价值用户结构、优质商户供给、即时配送履约网络及本地生活全场景交易闭环，仍有望维持领先份额，并推动 UE 持续修复。到店业务方面，短期仍受竞争投入扰动，但长期本地服务供给深度、用户心智与交易闭环优势仍是美团核心护城河。中长期看，公司“商户+用户+履约”三边网络飞轮仍具备较强护城河，盈利能力有望伴随竞争趋稳逐步回归。

图 38：美团的飞轮效应与 B、C 端生态矩阵



资料来源：公司公告，公司官网，Questmobile，月狐数据，长江证券研究所

此外，外卖出海空间广阔，Keeta 贡献新增量。自 2023 年 5 月美团在中国香港首次推出国际外卖品牌 Keeta 以来，Keeta 持续迎来新突破，目前已在中国香港、沙特阿拉伯、卡塔尔、科威特、阿联酋、巴西等地上线。巴西作为美团出海第三站，此前 Keeta 已于中国香港及中东取得阶段性成果（中国香港已在 2025 年 10 月实现盈利），有望将成熟经验进一步复制至海外。

图 39：美团海外业务 Keeta 出海时间线



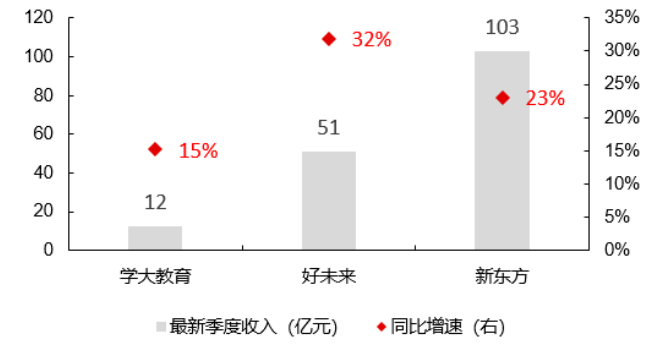
资料来源：美团公众号，长江证券研究所

教育：格局改善，利润弹性释放

竞争格局边际改善，韧性需求支撑龙头稳健增长。最新季度，学大教育、好未来、新东方收入分别同比增长 15%/32%/23%，教育培训需求延续较强韧性，其中好未来 Non-GAAP 利润同比大幅增长，学大教育归母净利润同比增长 35%；新东方净利润同比有所波动，但 Non-GAAP 经营利润同比增长 34.7%，主业盈利能力持续改善。需求端看，升学竞争、家庭教育投入意愿及优质供给稀缺支撑培训需求。供给端看，中小机构及小黑班面临获客周期，2026 年 K12 教培办学许可证总量有所收缩。当前行业龙头从追求数量增长转向追求单店利用率与运营效率的提升，龙头企业凭借品牌、资金、合规能力

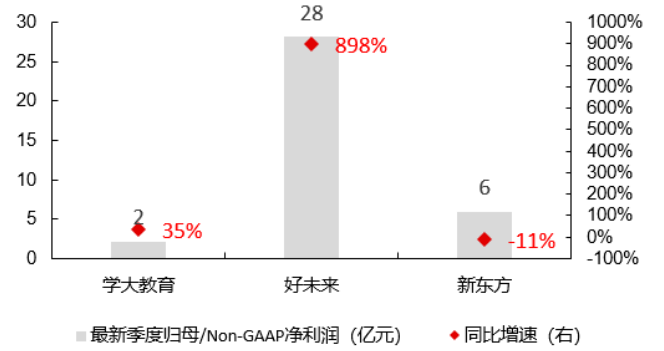
持续获取更大份额。同时，递延收入增长、招生改善及头部公司稳健扩产提高了后续业绩的可见度。

图 40：K12 教培龙头公司最新季度收入及同比增速[2]



资料来源：iFinD，公司公告，长江证券研究所

图 41：K12 教培龙头公司最新季度归母/Non-GAAP 利润及同比增速[3]



资料来源：iFinD，公司公告，长江证券研究所

行业常态化竞争下，中小机构或面临获客难度增加、生源流失等问题，行业龙头凭借领先的品牌力、渠道拓展能力及师资教研体系，有望实现稳健扩张，更多抢占市场份额。同时，行业的核心功能正从过去的“分层选拔优秀人才”向“分类培养社会所需人才”转变。然而，提供优质教育的底层逻辑始终未变，建议关注品牌力强、教学质量优、具备扩张能力的行业龙头企业。

表 5：K12 教培上市公司收入、业绩、估值一览表

代码	公司	市值（亿元）	收入（亿元）			
			2024	2025	2026E	2027E
9901.HK	新东方-S	675	313.2	352.4	377.0	442.7
TAL.N	好未来	449	107.3	163.9	206.3	256.2
GOTU.N	高途	30	45.5	61.5	70.4	81.7
000526.SZ	学大教育	43	27.9	32.3	37.3	42.5
600661.SH	昂立教育	25	12.3	13.7	15.5	18.0
3978.HK	卓越教育集团	21	11.0	19.0	22.4	25.8
1769.HK	思考乐教育	5	8.5	7.9	11.2	15.5
代码	公司	市值（亿元）	归母净利润（亿元）			
			2024	2025	2026E	2027E
9901.HK	新东方-S	675	22.5	26.7	34.4	41.9
TAL.N	好未来	449	-0.3	6.2	36.4	39.9
GOTU.N	高途	30	-10.5	-3.2	-9.1	1.6
000526.SZ	学大教育	43	1.8	2.0	3.2	3.9
600661.SH	昂立教育	25	-0.5	0.9	1.4	2.0
3978.HK	卓越教育集团	21	1.9	3.0	3.5	4.0
1769.HK	思考乐教育	5	1.5	-0.8	0.7	1.4
代码	公司	市值（亿元）	归母净利润增速			

[2] 学大教育最新季度截至 2026/6/30，新东方及好未来最新季度截至 2026/5/31

[3] 新东方、好未来为 Non-GAAP 净利润，学大教育为归母净利润

			2024	2025	2026E	2027E
9901.HK	新东方-S	675	78%	19%	29%	22%
TAL.N	好未来	449	—	—	491%	10%
GOTU.N	高途	30	—	—	—	—
000526.SZ	学大教育	43	17%	9%	66%	20%
600661.SH	昂立教育	25	—	—	67%	38%
3978.HK	卓越教育集团	21	111%	57%	16%	15%
1769.HK	思考乐教育	5	69%	-153%	-191%	90%

代码	公司	市值（亿元）	PE			
			2024	2025	2026E	2027E
9901.HK	新东方-S	675	30	25	20	16
TAL.N	好未来	449	—	73	12	11
GOTU.N	高途	30	—	—	—	19
000526.SZ	学大教育	43	24	22	13	11
600661.SH	昂立教育	25	—	29	18	13
3978.HK	卓越教育集团	21	11	7	6	5
1769.HK	思考乐教育	5	4	—	7	4

资料来源：iFinD，长江证券研究所 数据截至 2026/8/30，盈利预测采用 iFinD 一致预期

重点个股：学大教育、行动教育、中国东方教育

学大教育：公司作为个性化教育领军品牌，业务拓展思路清晰，期待业绩持续释放。看好公司凭借深耕个性化教育积累的品牌、管理、教研实力，通过网点稳健扩张，扩大招生规模，以及有效客单价提升等，实现收入业绩增长。中长期，随着前端业务收入增加、结构改善（小班业务占比有望提升）、规模效应摊薄总部成本费用，公司盈利能力有望改善。

行动教育：公司合同负债稳健增长，为 2026 年业绩释放提供有力支撑；百校计划提速打开收入增长空间；AI 战略深化有望进一步优化费用结构，改善盈利能力。看好公司有序开展“三大增长、六项任务”战略，坚持大客户战略，依托高绩效团队，从人数（百校计划，设立新分校，推动组织裂变成长）*人效（每人每月一家新大客户）两个维度，落地增长目标，并提升美誉度和忠诚度，持续升级公司品牌，反哺公司收入业绩增长。

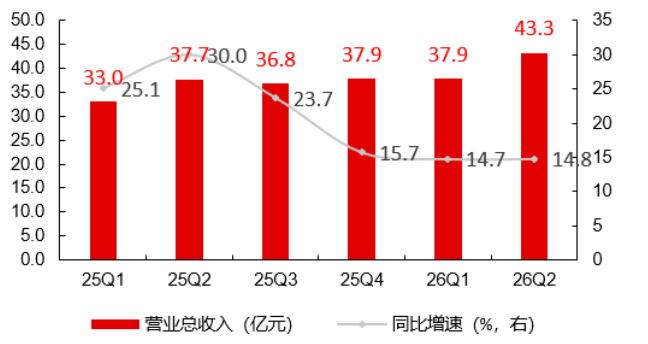
中国东方教育：公司以烹饪为代表的成熟业务具备较强的就业导向与品牌壁垒，维持稳定现金流与盈利能力，同时通过区域中心建设推动校区资源整合与费用率优化，盈利能力有望逐步修复。同时切入美业培训、宠物护理、康养服务等新兴赛道，开启成长空间。我们看好公司招生持续回暖、盈利能力修复及多元业务放量带来的价值重估空间。

人资：需求分化，专业服务彰显韧性

人资板块业绩表现分化，专业化招聘与灵活用工需求更具韧性。2026Q2，科锐国际收入同比增长约 15%，扣非归母净利润同比增长约 47%，灵活用工基本盘保持稳健，中高端人才访寻、招聘流程外包及技术服务需求较快增长，带动主业盈利明显改善。北京

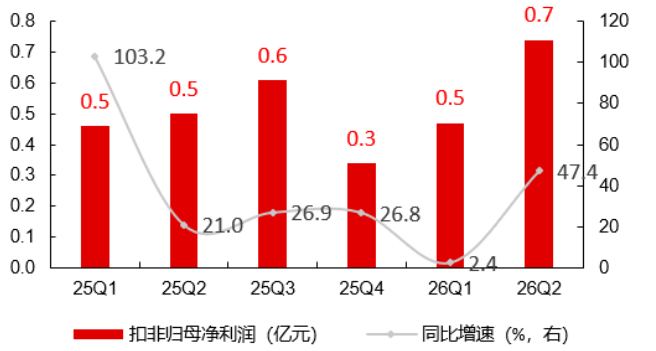
人力收入同比下降约6%，扣非归母净利润同比下降约34%，主要受市场用工需求波动、部分大客户需求缩减及公司主动调整灵活用工业务结构影响，业务外包仍对经营形成支撑。人资行业需求延续结构性分化，技术研发等高景气岗位、专业化招聘及外包服务表现相对较好，头部企业通过业务结构优化、数字化与 AI 赋能提升服务效率，中长期经营韧性仍然可期。

图 42：科锐国际季度营业收入及同比增速



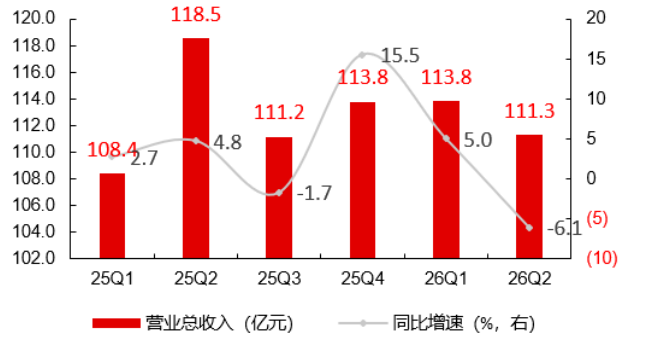
资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 43：科锐国际季度扣非归母净利润及同比增速



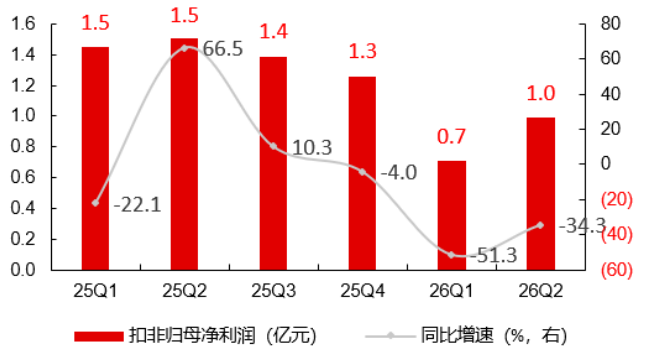
资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 44：北京人力季度营业收入及同比增速



资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 45：科锐国际季度扣非归母净利润及同比增速



资料来源：iFinD，长江证券研究所

2026 年以来我国就业市场依然面临压力，调查失业率，无论是整体还是分年龄段看，都相对 2025 年和 2024 年有所提升。而最新 2026 年 4 月数据显示，从调查失业率的绝对数值以及同比增加的幅度来看，16-24 岁群体（不含在校生）的就业压力都更为凸显。为应对相对严峻的就业形势，国家相关部委纷纷出台系列政策，致力于稳就业、岗位扩容，以达成政府工作报告中 2026 年新增城镇就业岗位 1200 万人以上，调查失业率 5.5%的目标。

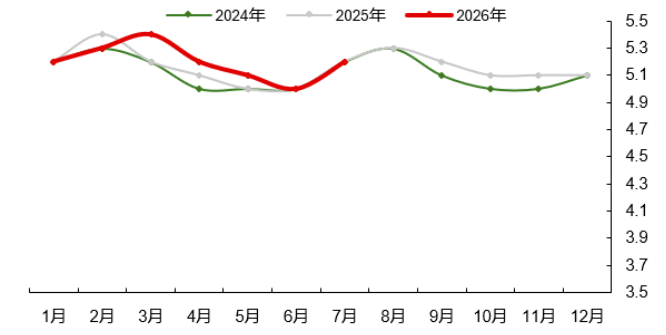
表 6：就业一直是政府及相关部委的重要关心领域，稳就业、岗位扩容等政策细节层出不穷

时间	颁发部门	政策及核心要点
2026-06	国务院	《实施就业优先战略"十五五"规划》明确"十五五"时期思路目标、10 项主要指标，围绕九项重点任务部署 32 项举措
2026-03	国务院	《政府工作报告》提出 2026 年发展主要预期目标城镇新增就业 1200 万人以上、调查失业率 5.5%左右；延续稳岗返还、社保补贴、以工代赈等政策；制定高校毕业生等青年就业支持政策

2026-02	人社部、财政部	《关于做好 2026 年高校毕业生等青年就业工作的通知》实施民营企业促就业行动，以先进制造、现代服务等行业为重点挖掘岗位；组织人社专员访企拓岗
2026-01	人社部	《关于开展 2026 年全国公共就业招聘专项活动的通知》部署全年专项活动，包括 1 月就业援助月、1-3 月春风行动暨就业援助季等
2025-12	中央经济工作会议	实施稳岗扩容提质行动，落实稳岗返还、就业补贴、担保贷款等存量政策，研究增量政策，重点支持劳动密集型等传统行业稳定岗位
2025-10	国务院就业促进和劳动保护工作领导小组	《关于印发加力重点领域、重点行业、城乡基层和中小微企业岗位挖潜扩容 支持重点群体就业创业实施方案的通知》挖掘先进制造业、消费新热点、重大工程项目、民生保障等领域就业潜力
2025-10	人社部	2025 年三季度新闻发布会：国办印发稳就业通知；实施岗位挖潜扩容方案；组织开展就业政策宣传月活动
2025-07	国务院办公厅	《关于进一步加大稳就业政策支持力度的通知》（国办发〔2025〕25 号）七方面举措：稳岗扩岗贷款、稳岗返还（中小微最高 90%）、缓缴社保、扩岗补助每人≤1500 元、以工代赈、技能培训、优化服务
2025-07	人社部	《关于开展 2025 年高校毕业生等青年就业服务攻坚行动的通知》7-12 月面向离校未就业毕业生和登记失业青年，落实“1131”实名帮扶
2025-06	民政部、教育部	《关于持续推动社会组织助力高校毕业生就业工作的通知》推动社会组织挖掘岗位助力高校毕业生就业
2025-06	人社部、教育部、财政部	《关于做好高校毕业生等青年就业创业工作的通知》合并一次性吸纳就业补贴和扩岗补助；延续国企增人增资政策
2025-04	人社部等 5 部门	《关于进一步健全就业公共服务体系的意见》（人社部发〔2025〕21 号）明确属地服务责任，统一服务标准，促进区域协同，精准开展职业介绍和创业服务

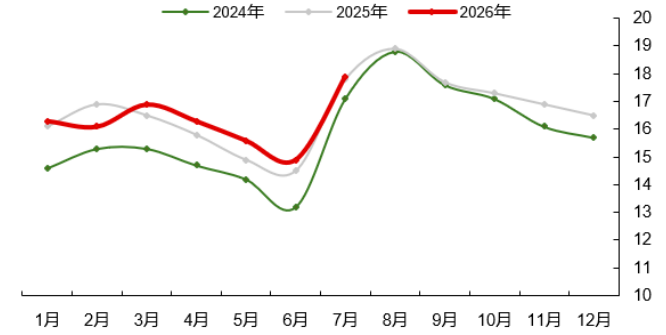
资料来源：中国政府网、教育部、人社部、民政部、财政部等，长江证券研究所

图 46：中国整体调查失业率（%）



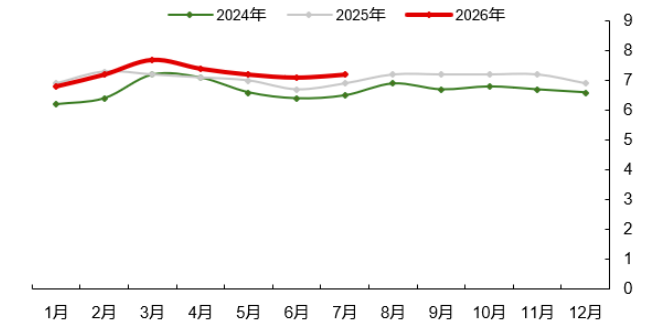
资料来源：Wind，国家统计局，长江证券研究所

图 47：16-24 岁调查失业率（不含在校生 %）



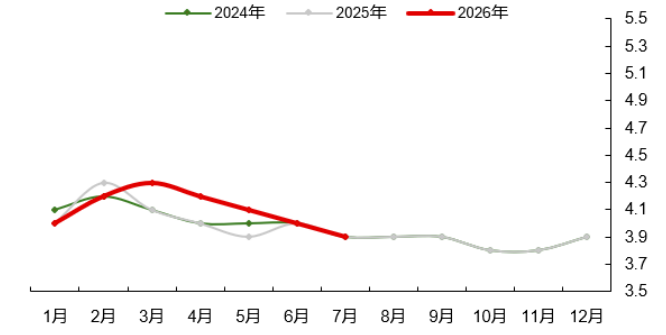
资料来源：Wind，国家统计局，长江证券研究所

图 48：25-29 调查失业率（不含在校生 %）



资料来源：Wind，国家统计局，长江证券研究所

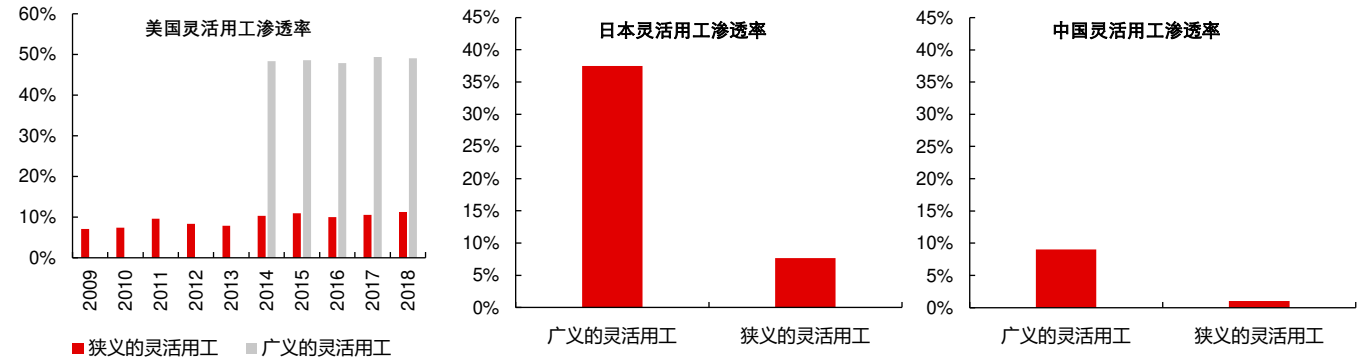
图 49：30-59 岁调查失业率（不含在校生 %）



资料来源：Wind，国家统计局，长江证券研究所

产业内部维度，我国人力资源服务行业，未来的核心看点有二：1、2020 年我国灵活用工人数剔除传统劳务派遣后，渗透率仅约 1%，市场空间广阔。2、AI 进步给人力资源企业弯道超车的机会，以往沉淀的外包管理、猎头撮合的数据流都将有希望赋能 AI 工作平台，打造新成长曲线。推荐科锐国际、北京人力等。

图 50：我国灵活用工渗透率提升空间广阔（日本为 2015 年数据，中国为 2020 年数据）



资料来源：《HR 人力资源》，statista，Wind，亿欧网，长江证券研究所

重点个股：北京人力、科锐国际

科锐国际：AI 赋能继续深化，关注技术提效及 AI 产品商业化前景。公司延续“技术+平台+服务”生态模式，持续推进禾蛙平台及 Mira/Mina 等智能体在招聘、匹配及外包员工管理等环节的应用，AI 与数字化对交付效率、内部人效和成本管控的贡献正在逐步兑现。展望下半年，重点关注招聘需求结构性边际修复、灵活用工规模增长、海外业务进展，以及 AI 提效、AI 产品商业化进程等。

北京人力：看好公司外包专业化与数智化持续深化，集约运营逐步释放提效红利。公司将持续聚焦智能制造、新能源汽车、生物医药、IT 互联网等重点赛道，推动外包模式由基础人力托管向专业化、流程化和高附加值 BPO 升级，并强化招聘能力对外包交付的赋能。运营端，公司持续推进共享中心及跨区域集约化管理，优化业务流程。虽然上半年费用率改善尚未充分体现，但组织集约化与技术提效持续推进，有望为后续盈利能力修复提供支撑。

风险提示

1、消费复苏缓慢：消费者服务行业业绩增长预期基于消费复苏前提，宏观居民消费力受损或导致经营恢复不及预期。

2、业务成本上升：消费者服务行业业务开展普遍依赖原材料、租金、人力等成本项，成本费用率上浮或导致业绩不及预期。

3、扩张不及预期：消费者服务公司发展依赖项目落地与门店扩张，项目不确定性或导致销售不及预期。

4、行业竞争加剧：消费者服务公司面临不同烈度的渠道竞争，行业竞争加剧或导致业绩不及预期。

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数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，投资建议的评级标准为：	
	看　　好：	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
	中　　性：	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
	看　　淡：	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内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，投资建议的评级标准为：	
	买　　入：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
	增　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～10%之间
	中　　性：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
	减　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海
Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C /（200080）

武汉
Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C /（430023）

北京
Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C /（100020）

深圳
Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C /（518048）

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。