仅供内部参考，请勿外传

出行链财报总结暨四季度投资策略
景气筑底，盈利分化，优选龙头

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：杨玉莹
yangyuying@guosen.com.cn
S0980524070006

仅供内部参考，请勿外传

摘要

■ **行情回顾：年初交易复苏，清明后预期回落，7月以来低位修复。**截至9月22日，A股社服年内跌23%、跑输沪深300约22个百分点，7月以来涨12%。油价与资金风格压制前期行情，名山大川较抗跌，近期三峡及低估值景区修复领先，酒店免税仍处于股价底部。

■ **行业回顾：总体服务消费相对有韧性，出行Q2放缓，暑期前低后高。**1-8月服务零售同比+4.9%，高于商品的+1.0%。清明叠加春假出行表现较强，此后天气、油价扰动叠加量增价弱，传统出行景气回落；8月民航、铁路客运增速较7月改善，出境仍受油价制约。

■ **子行业：Q2本地平台竞争趋缓环比改善，传统出行环比普遍回落，结构上“需求、产品、经营”三重K型分化，监管、技术与出海重塑中线盈利。**分行业看，Q2收入增速排序为本地平台+12.8%、酒店+12.5%、OTA +5.8%、景区+2.8%、免税-4.8%；较Q1分别+5.6、-1.6、-10.7、-6.3、-6.9个百分点；需求端兼顾品质及性价比需求，同一行业内公司业绩分化加大，强品牌与经营能力、产品分层支撑增长，老化产品承压。此外，平台反内卷与合规调整并行，海外扩张提供增量，AI与Robotaxi提供远期期权。

○ **酒店：Q2Revpar景气环比回落，龙头进入周期预期底部，关注价值重估与周期修复。**板块Q2收入、扣非/经调利润同比+12.5%、+23.1%；华住、亚朵整体RevPAR+1.1%、+0.7%，环比回落。今年起行业供给增速放缓，但休闲游受外部环境扰动，Q4高基数下修复待验证，龙头估值均进入历史底部，华住亚朵看品牌、开店、变现与分红长期价值，锦江首旅看提效、分红及周期预期修复。

○ **平台：OTA短期消化监管影响，美团利润修复预期提升，曹操关注主业减亏与Robotaxi。**Q2携程、同程经调利润同比-4.3%、+9.8%，短期业绩消化合规调整与出行压力，中线关注海外盈利释放。美团Q2核心本地商业扭亏，后续考虑总体竞争环境趋缓利润有望继续波动中修复。曹操出行平衡网约车增长投放与盈利，H1主业增速放缓但有所减亏，后续关注主业盈利节奏及Robotaxi进展。

○ **免税：海南Q2进入常态化增长，中免利润率稳步改善，珠免进入盈利拐点。**中免Q2收入-5.75%、归母利润+14.54%，毛利率提升1.87个百分点，后续海南销售高基数不等于公司利润高基数，高毛利品类占比提升、后续机场与有税渠道优化有望支撑盈利改善，Q4关注市内店政策评估。

○ **景区：总量放缓，资源韧性与新产品成长构成分化，关注银发经济、冰雪经济、春秋假提振淡季经营。**19家公司Q2收入+1.0%、扣非利润-13.3%，7家山岳景区归母利润+7.0%。国企考核强化，丽江、黄山、九华等名山大川经营较稳，部分存量休闲产品承压。三峡Q2扣非+36.0%，省级游轮陆续下水支撑成长；三特核心项目经营稳健。关注银发经济、冰雪经济、春秋假提振淡季经营。

■ **投资策略：**今年清明后出行链缺乏持续行情，市场对信心普遍不足。我们认为尽管短期出行总量能见度不高，但强阿尔法龙头、政策预期、季节性题材仍有机会，关注华住集团-S、亚朵、三峡旅游、中国中免、美团-W、锦江酒店、首旅酒店、携程集团-S、长白山等，其中，强阿尔法或有增量产品的龙头公司业绩确定性更高；同时考虑出行信心处于底部，政策预期及旺季数据边际改善有望带来估值修复，此外关注Q4冰雪题材。长期而言，服务消费渗透率提升仍是趋势，当前板块预期底部为长线投资提供估值洼地。

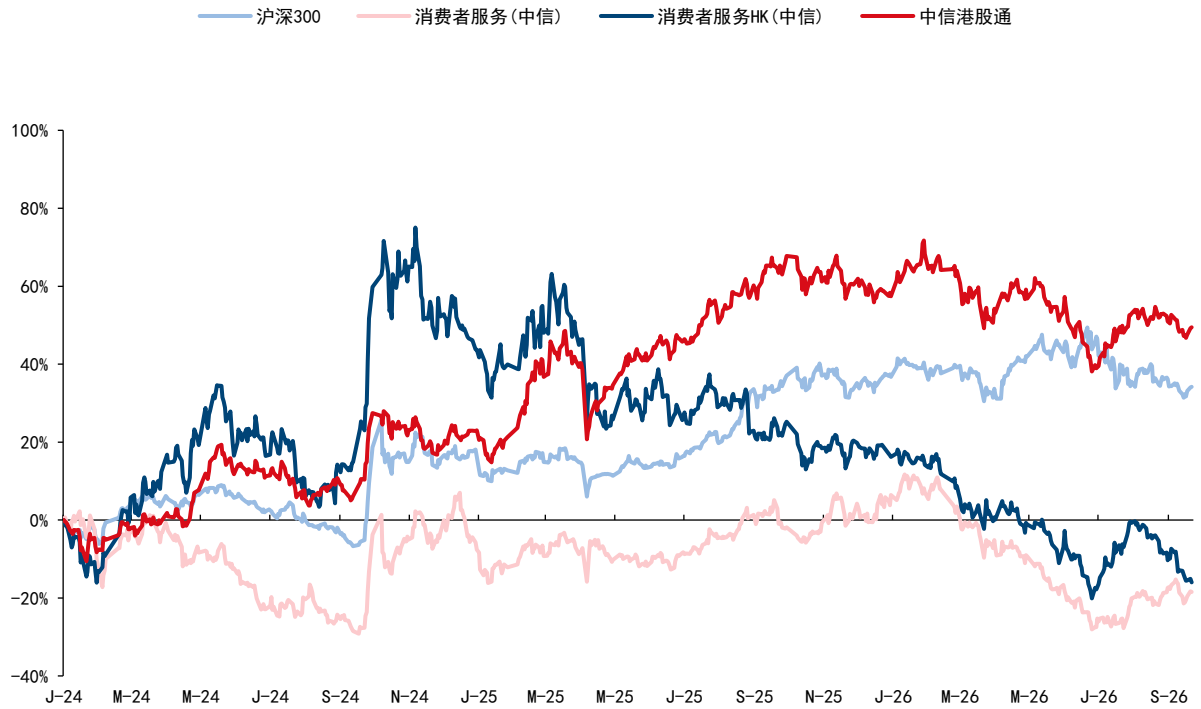
■ **风险提示：**需求及政策不及预期、竞争加剧、天气油价扰动、扩张并购回报不足及资金风格变化。

仅供内部参考，请勿外传

行情回顾：年初至今出行链总体承压，7月以来资金再平衡板块有所修复

■**行情回顾：年初至今社服显著跑输。**2026.1.1-9.22A股消费者服务板块跌23%，跑输沪深300 22pct。1-2月基于春节强预期整体板块走强，但节后兑现行情且油价上行，叠加资金面科技行情极致，板块回调显著；7月以来资金再平衡，板块有所修复，累计上涨12%，跑赢大盘。

图：2025.1-2026.9.22 A股板块涨跌幅、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

图：2025.1-2026.9.22 A股消费者服务细分板块涨跌幅



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

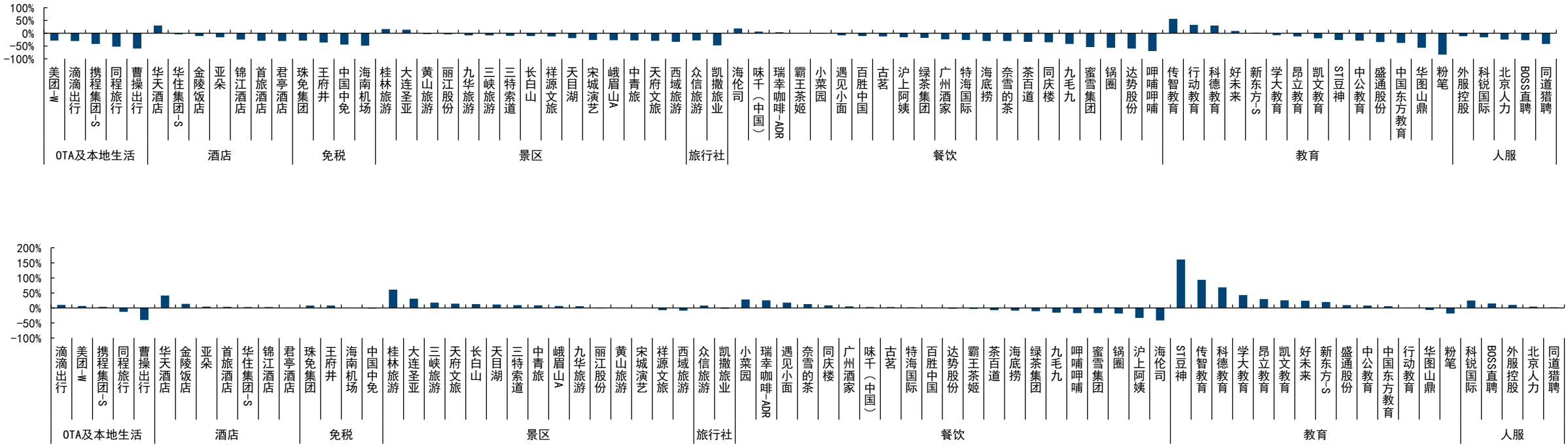
仅供内部参考，请勿外传

行情回顾：细分板块表现差异，7月以来重点交易基本面边际变化

■ **年初至今各板块分化显著，教育龙头相对领涨，景区相对抗跌，出行链总体承压。**从个股表现看，年初至今涨幅居前的标的主要集中于教育龙头，传智教育（+56%）、行动教育（+32%）、科德教育（+30%）位居前列；除此以外名山大川个股相对抗跌。

■ **下半年以来资金再平衡，出行链整体止跌，板块重点个股交易边际变化。**下半年AI应用与基本面拐点是两个主要方向，如AI教育ST豆神、传智教育等，AI文旅如桂林旅游等涨幅居前；基本面边际向好如K12教育，学大、新东方、好未来等涨幅居前。出行链中中报业绩拐点三峡旅游涨幅居前，此外主要系部分低估值景区标的底部修复，如三特索道、峨眉山A等，其他出行链权重股整体止跌、底部区间震荡。

图：2026.1-2026.9.22各公司涨跌幅（上）、2026.7.1-2026.9.22各公司涨跌幅（下）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

行业景气度：服务消费相对有韧性，但Q2起景气度有所回落

■ **服务消费增长快于商品，但增速亦有回落。**2026年1—8月服务零售额累计同比+4.9%，高于商品零售额的+1.0%及餐饮收入的+2.4%；服务零售增速逐步回落，相对韧性仍在。

■ **上半年假日出游延续量增价减。**清明、五一、端午国内旅游日均人次同比分别+6.8%、+3.6%、+4.4%，日均旅游花费分别+6.6%、+2.9%、+4.0%，花费增速均低于人次。前期清明受春假带动表现突出，此后因天气、油价多重因素扰动呈现回落。

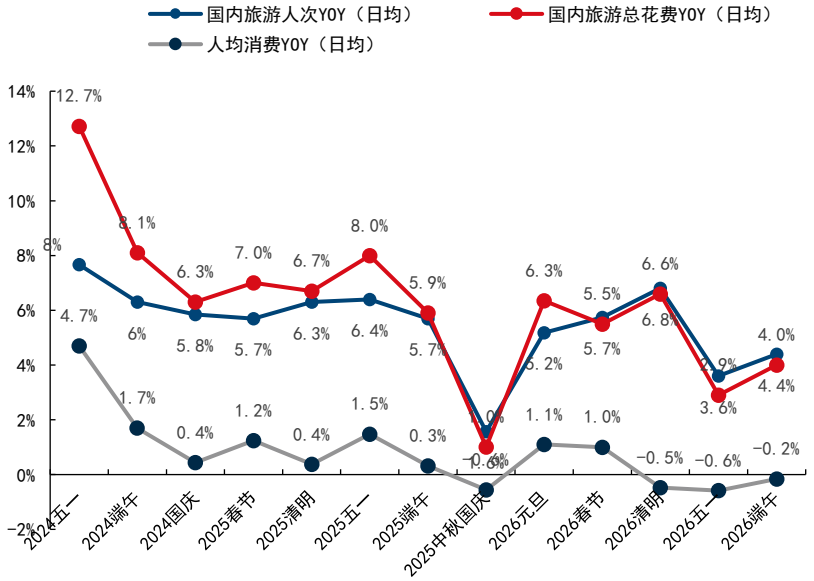
■ **暑期国内出行环比有所改善，呈现前低后高，出境需求受制于油价低位弱修复。**8月国内民航、铁路运输量分别同比+4.8%、+3.1%，较7月提高0.7、3.7个百分点；国际航班量同比+2.1%，较7月回落0.4个百分点，油价上涨压制出境长线游需求。

图：航空铁路出行情况

	国内航线情况	铁路运输量	地铁运输量	国际航班月度
月度	民航局（不含地区）	国家铁路局	十一城样本	民航局（国际+地区）
1月	-3.2%	-5.4%	3.0%	-0.9%
2月	10.4%	10.5%	3.0%	16.7%
3月	11.5%	11.7%	2.6%	16.7%
4月	-0.2%	10.5%	3.4%	5.5%
5月	-8.1%	1.9%	1.3%	0.1%
6月	-7.1%	1.6%	2.7%	-2.0%
7月	4.1%	-0.6%	-0.2%	2.5%
8月	4.8%	3.1%	1.5%	2.1%

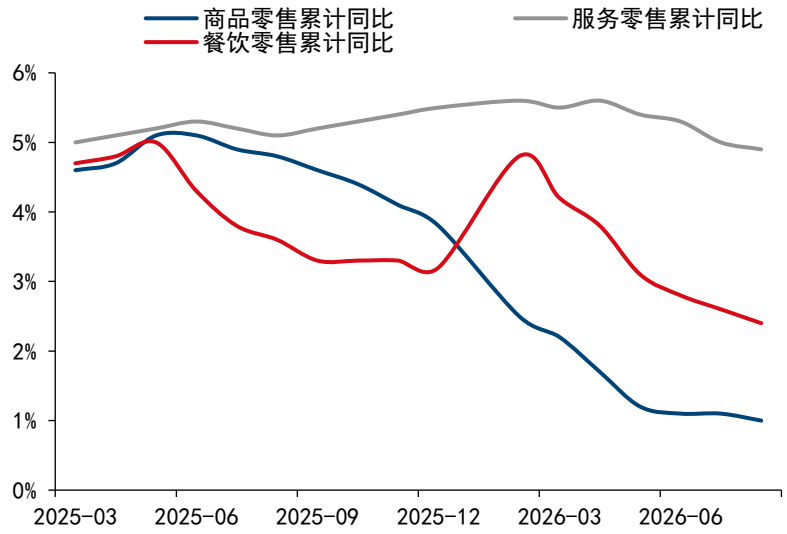
资料来源：wind、航班管家，国信证券经济研究所整理

图：节假日国内游情况



资料来源：文化和旅游部，国信证券经济研究所整理

图：社会零售额变化趋势



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

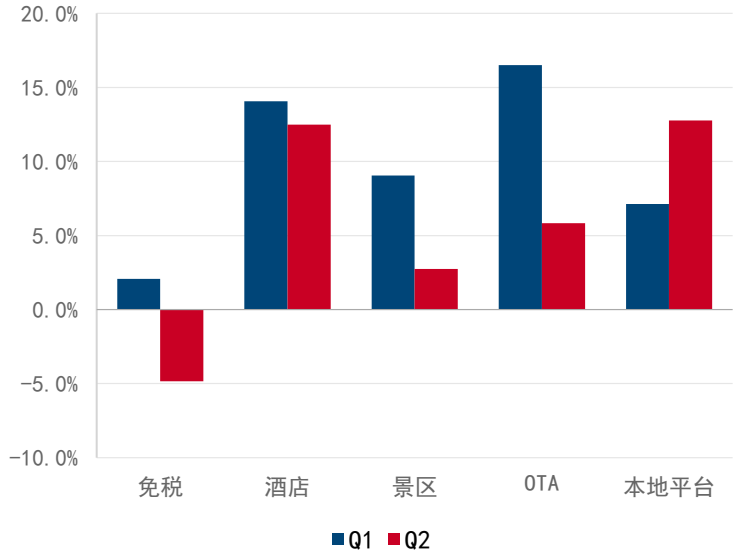
Q2财报趋势：收入增速放缓，利润变化分化

收入：竞争趋缓本地平台领跑，传统出行增速放缓。Q2同比由高到低为本地平台+12.8%、酒店+12.5%、OTA +5.8%、景区+2.8%、免税-4.8%；较Q1分别+5.6、-1.6、-10.7、-6.3、-6.9个百分点。平台竞争趋缓支撑交易量增长，酒店开店抵消部分同店压力，OTA合规调整及传统需求放缓形成拖累，景区总体表现平稳，免税受出境机场恢复渐进拖累。

归母净利润：扭亏与一次性项目放大分化。Q2同比依次为本地平台+242.5%、免税+43.6%、酒店+9.6%、景区-10.9%、OTA -133.3%。其中本地平台受益于竞争趋缓盈利改善，免税受珠免减亏支持，酒店稳健表现，OTA受携程一次性罚款等项目拖累。

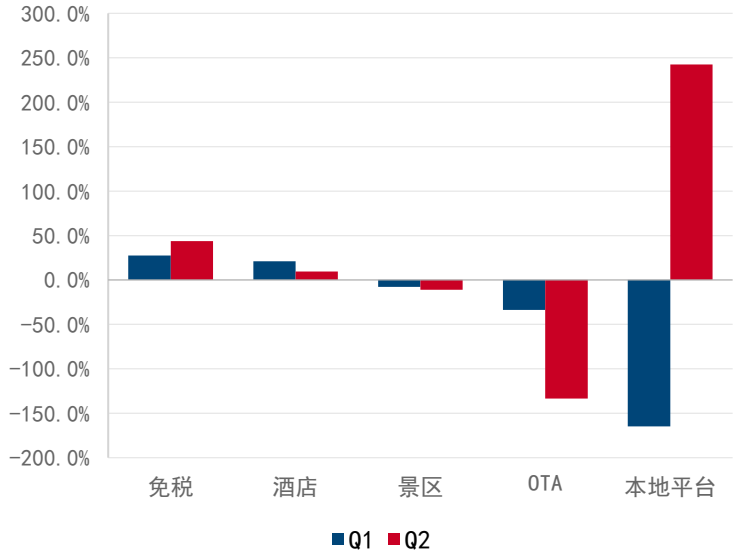
经调整净利润：酒店景区盈利景气回落，免税、本地平台环比提速，OTA环比基本持平。Q2同比依次为本地平台+383.0%、免税+44.4%、酒店+23.1%、OTA -2.4%、景区-13.3%；较Q1分别+529.5、+14.9、-25.3、+0.2、-2.3个百分点。本地平台竞争与效率改善、免税经营修复支撑利润；酒店开店成长与效率优化并进，景区分化较大、目的地竞争压力仍在。

图1：收入同比



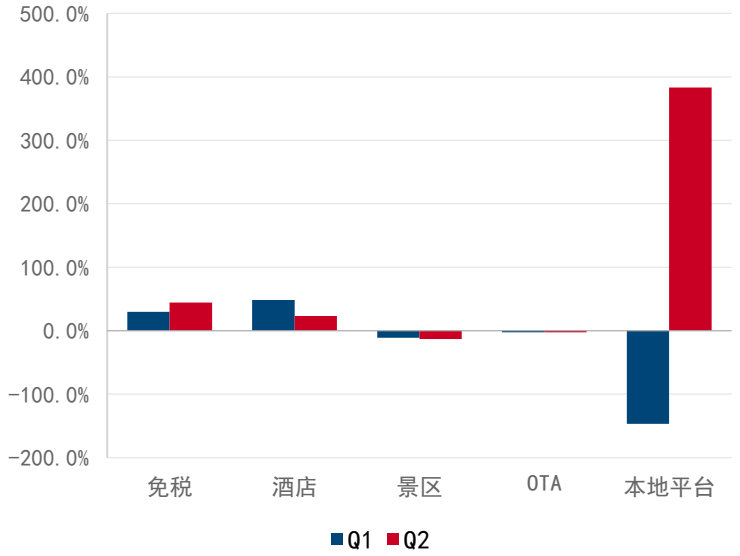
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图2：归母净利润同比



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图3：扣非／经调整净利润同比



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

仅供内部参考，请勿外传

Q2公司业绩概况

结构：沿四条主线识别公司差异。一是国内K型分化，看企业、产品与价格带；二是平台监管，重估盈利与变现；三是技术变化，看AI与Robotaxi；四是出海增量。

板块	公司	2026Q1						2026Q2					
		收入	同比	归母	同比	扣非/调整	同比	收入	同比	归母	同比	扣非/调整	同比
免税	中国中免	169.06	+1.0%	23.48	+21.2%	23.37	+20.8%	107.49	-5.7%	7.58	+14.5%	7.41	+12.3%
	王府井	27.31	-5.6%	0.52	-7.2%	0.29	+8.9%	22.56	-2.2%	0.03	-90.0%	0.05	+550.7%
	海南机场	16.83	+61.7%	1.12	+12.0%	1.06	+48.8%	13.29	+17.6%	0.06	-76.9%	-0.71	-583.8%
	珠免集团	6.93	-22.0%	0.39	+142.9%	0.43	+146.0%	5.38	-31.7%	-0.04	+97.7%	0.00	+100.2%
OTA	同程旅行	50.06	+14.4%	7.79	+16.5%	9.41	+19.4%	49.87	+6.8%	6.32	-1.5%	8.51	+9.8%
	携程集团	162.08	+17.2%	24.99	-41.6%	39.05	-6.8%	156.63	+5.5%	-24.58	-150.7%	47.98	-4.3%
本地平台	美团	910.39	+5.6%	-68.27	-167.9%	-49.68	-145.4%	1046.43	+14.4%	21.55	+490.0%	25.24	+69.0%
	曹操出行	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
	滴滴	587.43	+10.3%	-12.20	-151.8%	-12.19	-151.7%	625.22	+10.8%	8.66	+134.8%	2.84	+111.4%
酒店	首旅酒店	17.63	+0.6%	1.69	+18.5%	1.44	+31.8%	18.17	-3.4%	2.72	+6.8%	2.24	-1.0%
	锦江酒店	30.94	+6.4%	1.37	+280.1%	1.52	+472.7%	37.07	+4.4%	4.08	+22.0%	4.41	+15.4%
	君亭酒店	1.65	+2.1%	0.07	+135.2%	0.06	+227.6%	1.66	+1.1%	0.03	-16.0%	0.02	+69.6%
	华住集团	59.96	+11.1%	8.17	-8.6%	10.74	+38.6%	71.21	+10.8%	15.77	+2.1%	17.12	+26.9%
	亚朵	28.11	+47.5%	4.63	+90.9%	4.90	+42.0%	34.90	+41.4%	5.48	+29.1%	5.58	+30.8%
景区	长白山	1.55	+21.5%	0.08	+84.2%	0.08	+81.3%	1.22	+16.8%	-0.07	-5.9%	-0.08	-13.3%
	丽江股份	1.96	+24.0%	0.67	+93.3%	0.66	+94.1%	2.23	+6.6%	0.66	+10.1%	0.65	+5.2%
	九华旅游	2.31	+0.1%	0.70	+1.3%	0.68	+1.1%	2.69	+10.1%	0.82	+12.9%	0.81	+13.5%
	黄山旅游	4.10	+3.3%	0.35	-6.1%	0.33	-5.9%	5.78	+9.2%	0.96	+6.7%	0.94	+6.2%
	峨眉山A	2.19	-2.4%	0.59	+0.5%	0.58	+1.7%	2.24	-1.7%	0.63	+1.6%	0.64	+3.5%
	西藏旅游	0.24	-4.3%	-0.20	-119.2%	-0.21	-16.7%	0.70	+8.4%	0.23	+104.2%	0.20	+108.5%
	西域旅游	0.19	+18.7%	-0.27	+9.8%	-0.27	+10.0%	0.88	-8.7%	0.30	-25.6%	0.30	-25.7%
	三峡旅游	1.46	+6.5%	0.14	-14.8%	0.10	-30.2%	2.69	+21.6%	0.65	+39.1%	0.60	+36.0%
	天目湖	0.98	-4.5%	0.10	-24.5%	0.10	-20.8%	1.28	-7.5%	0.28	-31.8%	0.26	-36.2%
	桂林旅游	0.93	+15.8%	-0.12	+9.5%	-0.12	+38.5%	1.08	-3.2%	0.18	-14.8%	0.01	-67.3%
	大连圣亚	0.91	+10.2%	0.16	+292.8%	-0.08	+25.7%	0.99	-0.6%	0.01	+106.6%	0.04	-58.2%
	祥源文旅	2.39	+14.0%	0.18	-42.0%	0.20	-28.3%	3.16	+10.7%	0.28	-53.0%	0.28	-46.2%
	中青旅	23.49	+15.4%	-0.37	-9.5%	-0.32	+4.3%	30.37	+9.1%	0.59	-41.3%	0.63	-35.0%
	宋城演艺	5.23	-5.0%	2.11	-14.1%	2.03	-15.5%	4.39	-13.5%	1.36	-11.5%	1.26	-12.5%
	三特索道	1.35	+3.4%	0.21	-31.5%	0.31	+7.3%	1.53	-3.7%	0.33	-11.1%	0.33	-14.0%
	陕西旅游	1.64	-21.6%	0.41	-44.6%	0.39	-47.2%	2.56	-16.1%	0.83	-35.8%	0.80	-38.7%
	凯撒旅业	1.95	+39.7%	0.03	+161.7%	-0.17	-215.2%	2.40	+36.4%	-0.14	+30.1%	-0.26	-7.5%
	众信旅游	12.64	+8.6%	0.10	-47.8%	0.10	-47.2%	15.35	-10.1%	0.21	-3.1%	0.17	+4.7%
	岭南控股	10.10	+10.5%	0.33	+23.6%	0.26	+2.3%	12.26	+5.9%	0.24	+2.7%	0.23	+4.0%
其他	同庆楼	7.12	+3.4%	0.17	-67.7%	0.16	-67.2%	6.16	-2.9%	-0.15	-176.2%	-0.15	-178.5%
	广州酒家	11.33	+9.0%	0.53	+3.4%	0.53	+13.2%	10.45	+11.3%	-0.22	-84.1%	-0.09	+24.4%

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

仅供内部参考，请勿外传

公司结构性特征：四条主线解释盈利分化

■总量放缓是共同背景，结构差异决定盈利表现。Q2传统出行板块收入增速普遍回落，平台利润修复与部分公司经营承压并存。

■国内K型分化是核心，企业、产品与价格带形成三层差异。强品牌和运营能力提升韧性，新产品与体验升级创造增量，品质与性价比需求形成两端支撑。中间价格带及老化产品承压，但强品牌仍可依靠差异化经营实现增长。

■监管、技术与出海改变利润来源，兑现节奏各不相同。反内卷背景下，酒旅平台监管影响已扩展至多家企业，OTA合规调整带来利润波动；竞争趋缓下外卖业务修复带来盈利改善，头部网约车盈利延续改善；AI、Robotaxi及海外业务仍处于投入期，贡献未来期权。

表：四条结构主线及经营验证

结构主线	主要特征	典型公司或业务
一、国内K型分化	企业：品牌与经营能力 产品：创新优于老化供给 需求：品质与性价比支撑	华住、亚朵经营韧性 三峡省际游轮、滴滴产品分层 名山大川总体稳定
二、监管与竞争	外卖竞争趋于理性 酒旅监管扩展至多平台	美团外卖盈利修复 OTA酒旅与交通业务短期经历调整
三、技术变化	AI对入口、转化与运营带来影响 Robotaxi为传统网约车行业带来变量	海外OTA与酒店AI应用 滴滴、曹操Robotaxi
四、出海增量	平台扩张较快，盈利预期需分阶段渐进兑现 酒店品牌输出与免税并购	Trip、滴滴国际、Keeta 酒店海外布局、中免DFS

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

Q4总体策略：内需信心低位，精选成长与预期修复

- **清明后出行链缺乏持续行情，市场对内需修复信心普遍不足。**Q2及暑期出行链总体表现偏平稳使得市场对于行业韧性出现担忧，同时天气、油价扰动放大担忧，后续单次假期回暖尚不足以推动持续的盈利预期上修，市场但对周期拐点时点仍有分歧。
- **我们认为：Q4出行总体基数不低，但强阿尔法龙头、政策、季节性题材仍有机会。**一方面，8月以来部分酒店边际改善，有助于缓解悲观预期，但还需观察商务需求和价格延续性。在总量能见度不高的背景下，优选强阿尔法或有增量产品的龙头公司，优选华住、亚朵的品牌及变现能力；此外三峡旅游新产品有望贡献业绩增量，并关注长白山等冰雪旺季标的；考虑出行信心处于预期底部，政策预期及旺季数据边际改善有望带来的估值修复机会，其中中免关注市内店政策评估窗口，同时海南销售基数较高不等于公司利润基数高；锦江、首旅均处于历史低位，经营提效与股东回报提供安全边际。

表：Q4出行链投资策略

配置方向	
优质成长与盈利改善	华住、亚朵开店强劲、变现率优化；三峡新产品盈利释放 美团格局改善盈利修复，OTA政策风险落地
政策预期与周期修复	中免看精品扩容与市内店政策；锦江首旅看提效与回报
冰雪旺季和景区题材	长白山、峨眉山A、三特索道等

资料来源：国信证券经济研究所整理

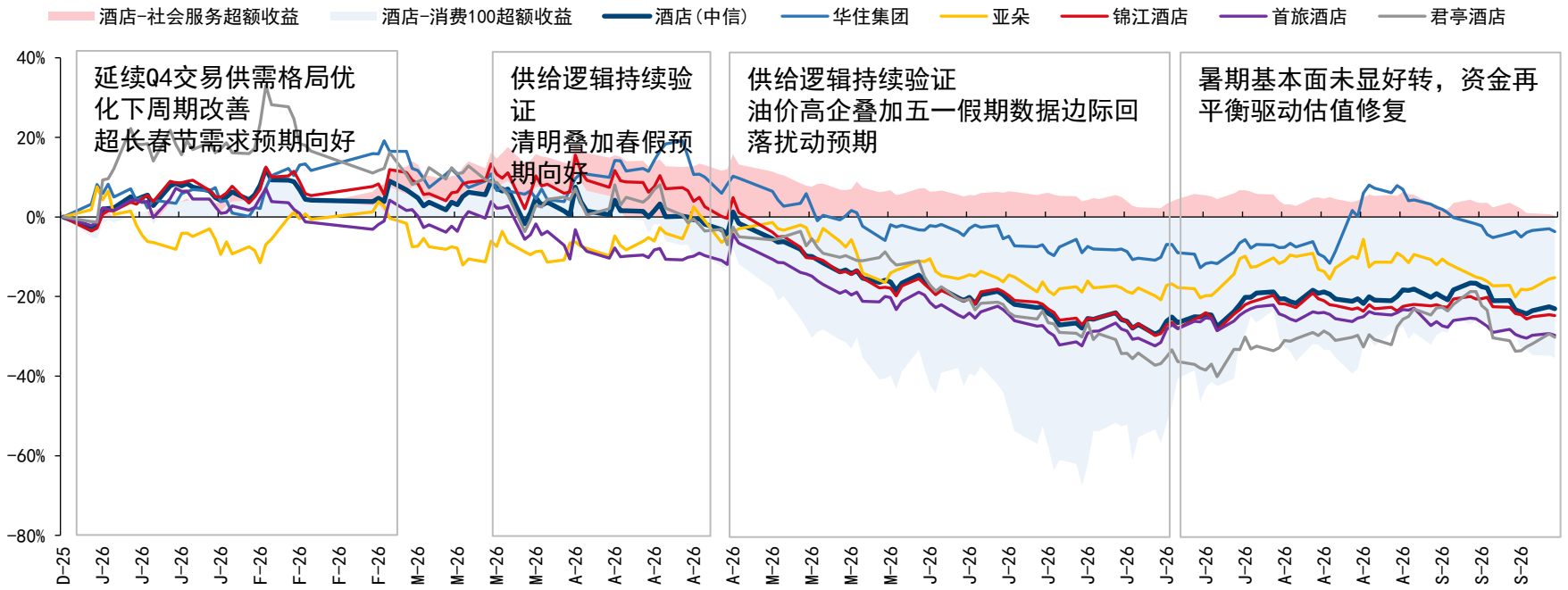
仅供内部参考，请勿外传

酒店行情复盘：年初至今酒店从交易复苏到供给验证，再到基本面回落和估值修复

国信证券 GUOSEN SECURITIES

■ **年初至今酒店行业呈现三段走势：从交易复苏到供给验证，再到情绪扰动，RevPAR预期是驱动变量。**阶段一（2025.1－2026.2）：交易周期改善，春节超长假期催化，延续 Q4 供需格局优化预期，市场提前交易周期向上；叠加超长春节需求预期向好，1－2 月高频数据持续验证，酒店板块（中信）及个股超额收益显著。阶段二（2026.3－4 月中）：供给逻辑持续验证，假期节点接力清明叠加春季假期预期向好，4 月高频数据再度验证复苏强度，板块相对社会服务及消费 100 维持超额收益。阶段三（2026.4 月下－5 月）：油价高企 + 五一数据边际回落，预期回调；7月暑期基本面未见好转但资金再平衡，龙头估值总体修复。

图：酒店行业行情复盘



涨跌幅	年初至2026年9月22日
酒店	-23.0%
酒店-消费100	**-35.4%**
酒店-消费者服务	**0.3%**
华住集团	-3.7%
亚朵	-15.3%
锦江酒店	-24.8%
首旅酒店	-29.7%
君亭酒店	-30.2%

资料来源：酒店之家，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

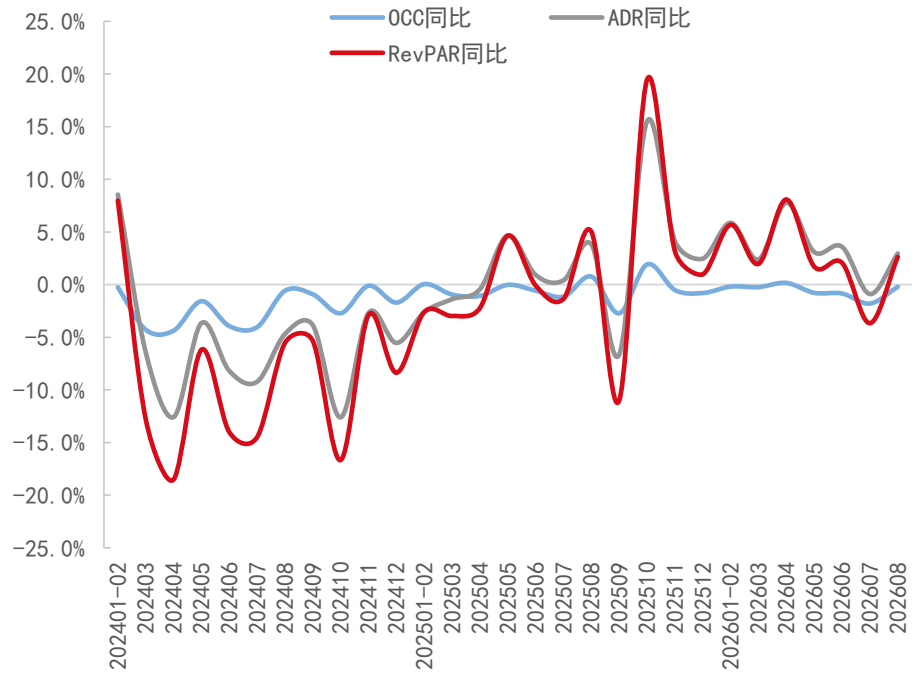
周期趋势：8月量价边际修复，景气持续性仍待验证

■ **8月RevPAR重回正增长，价格是主要驱动。**按图中酒店之家月度口径，7月RevPAR同比-3.67%，8月回升至+2.63%，同比增速改善6.30个百分点；8月ADR同比+2.95%，OCC同比下降0.21个百分点，较7月降幅明显收窄。

■ **供需缺口收窄，暑期后段需求改善。**8月间夜需求同比+5.42%，较7月提高2.25个百分点；房量供给同比+5.75%，需求增速落后供给0.33个百分点，较7月的2.97个百分点明显收窄，入住率压力随之减轻。

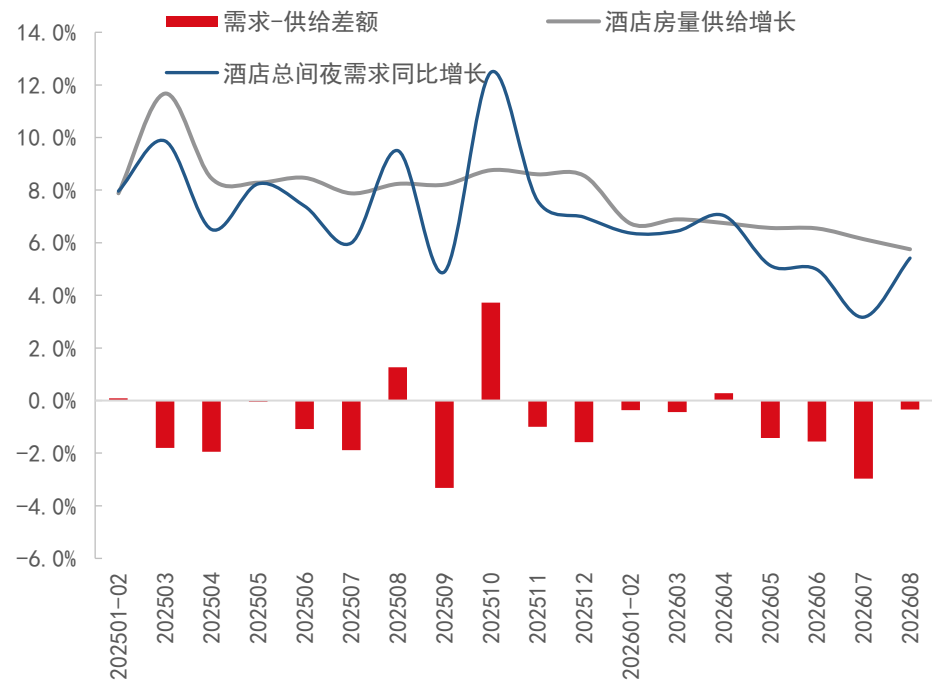
■ **后续看修复能否由旺季延续至平日。**8月改善尚不足以确认全面复苏，仍需跟踪中秋国庆及节后商旅需求、同店ADR与OCC。若需求继续恢复、供给增速回落，景气兑现将为龙头盈利与估值修复提供支撑。

图：2025年至今经营数据变动（月度）



资料来源：酒店之家，国信证券经济研究所整理

图：2024-2026我国酒店需求-供给差额和房量供给增长



资料来源：酒店之家，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

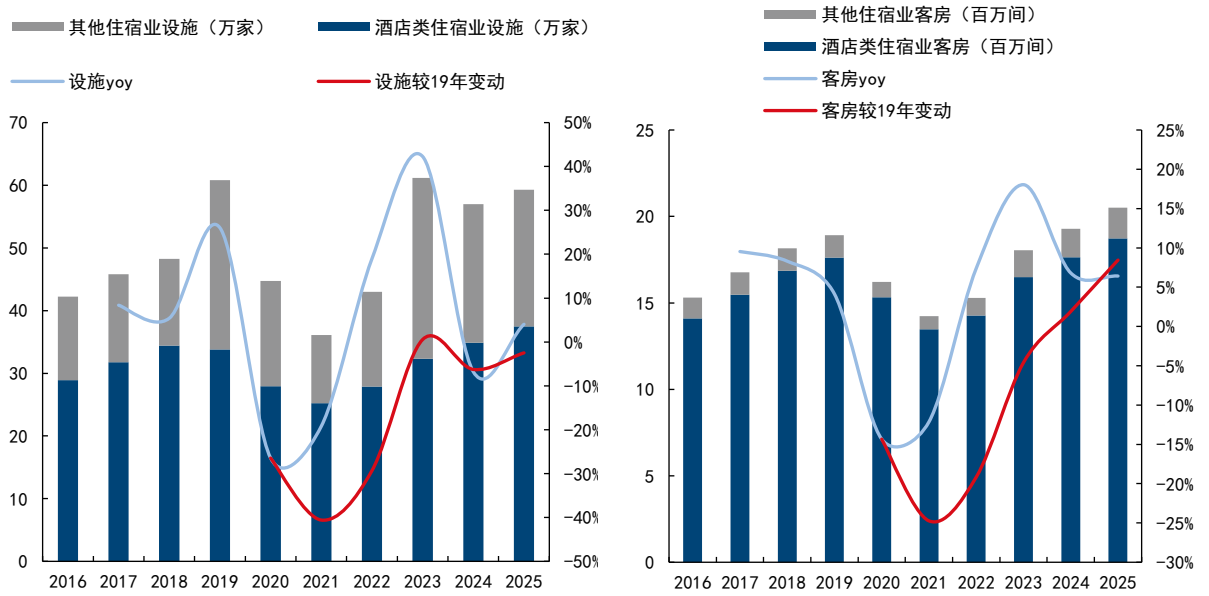
供给：新增投资持续收缩，存量供给增速趋缓

■ **年度供给仍增长，月度增速逐步回落。**2025年底全国住宿业客房量同比+6.4%，酒店类客房同比+6.2%；酒店之家月度样本房量增速由2026年1—2月的6.73%降至8月的5.75%，供给扩张速度放缓。

■ **第38周供给仍有增长，连锁扩张快于行业。**全国酒店房量同比+5.68%，较第37周的5.31%小幅回升；连锁酒店房量同比+6.54%，高于行业0.85个百分点。供给放缓并非单边下行，连锁份额仍在提升。

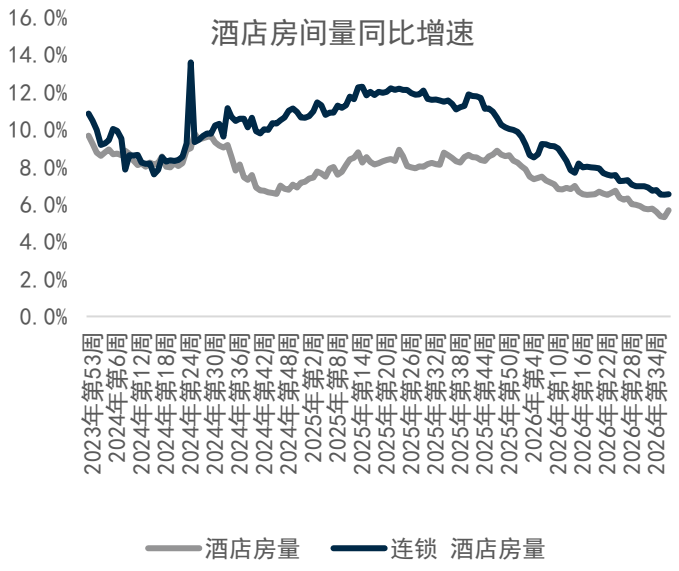
■ **投资收缩领先于开业放缓，供需再平衡需要时间。**2026年1—8月住宿和餐饮业固定资产投资累计同比-15.1%，降幅较1—7月扩大1.2个百分点。该口径包含餐饮，且筹建项目仍会转化为开业供给；后续需结合签约、开业及退出验证酒店供给变化。

图：中饭协我国酒店行业规模及增速（左口径为酒店数量，右口径为客房数量）



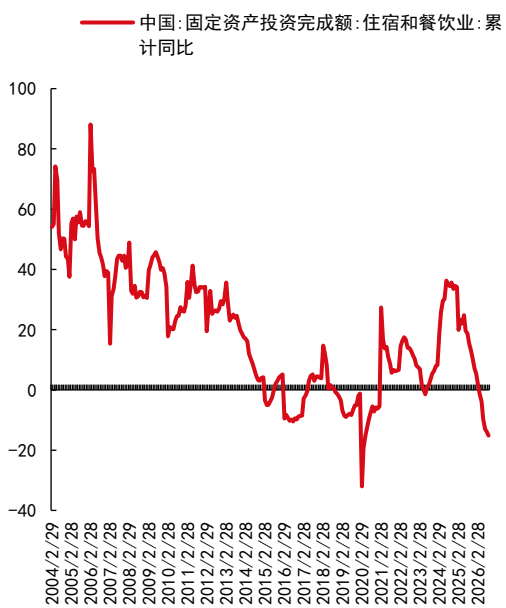
资料来源：中饭协，国信证券经济研究所整理

图：2024-2026我国酒店供给增速



资料来源：酒店之家，国信证券经济研究所整理

图：住宿餐饮投资增速



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

RevPAR趋势：Q2增速回落，龙头整体表现优于同店

■ **Q2整体RevPAR增速普遍低于Q1，华住、亚朵仍保持正增长。**华住境内、亚朵、首旅、锦江境内有限服务分别同比+1.1%、+0.7%、-1.0%、-2.35%，较Q1回落1.9、1.7、1.8、6.03个百分点。

■ **同店均承压，整体改善仍有产品及门店结构贡献。**华住、亚朵Q2同店RevPAR均同比-3.0%，首旅-5.9%、锦江-1.92%，较Q1均走弱。整体与同店的差异提示，不能将新店及结构贡献直接视作成熟门店需求复苏。

■ **价格韧性集中于龙头，入住率尚未普遍改善。**华住、亚朵整体ADR同比+2.6%、+1.2%，OCC分别下降1.2、0.2个百分点；锦江ADR下降2.6%，OCC提高0.26个百分点；首旅ADR、OCC分别下降0.2%、0.5个百分点。

图：酒店集团整体经营指标（2025Q2—2026Q2）

公司	2025Q2	2025Q2 YoY%	2025Q3	2025Q3 YoY%	2025Q4	2025Q4 YoY%	2026Q1	2026Q1 YoY%	2026Q2	2026Q2 YoY%
RevPAR（元）										
亚朵	343.10	-4.3	371.30	-2.2	335.70	-0.4	311.60	2.4	345.40	0.7
华住	235.00	-3.8	256.00	-0.1	226.00	2.0	214.00	3.0	238.00	1.1
锦江	154.25	-5.0	170.94	-2.0	147.85	-4.8	142.59	3.7	150.63	-2.4
首旅	143.00	-5.7	165.00	-2.8	134.00	0.0	125.00	0.8	142.00	-1.0
ADR（元）										
亚朵	432.80	-1.8	447.20	-1.9	426.40	1.5	426.80	2.1	437.90	1.2
华住	290.00	-1.9	304.00	0.9	288.00	4.1	285.00	4.5	298.00	2.6
锦江	236.00	-4.2	245.01	-7.8	232.91	-5.1	228.99	1.4	229.86	-2.6
首旅	225.00	-2.8	240.00	-1.7	220.00	0.5	214.00	0.8	224.00	-0.2
OCC（%）										
亚朵	76.40	-2.0	80.20	-0.1	76.10	-0.9	70.60	0.4	76.20	-0.2
华住	81.00	-1.6	84.10	-0.8	78.40	-1.6	75.10	-1.1	79.80	-1.2
锦江	65.36	4.6	69.77	-2.6	63.48	0.3	62.27	2.2	65.53	0.3
首旅	63.90	-2.0	68.90	-0.8	60.80	-0.3	58.30	0.0	63.40	-0.5

资料来源：公司公告（OCC同比为百分点；锦江整体为境内有限服务口径），国信证券经济研究所整理

图：酒店集团同店经营指标（2025Q2—2026Q2）

公司	2025Q2	2025Q2 YoY%	2025Q3	2025Q3 YoY%	2025Q4	2025Q4 YoY%	2026Q1	2026Q1 YoY%	2026Q2	2026Q2 YoY%
RevPAR（元）										
亚朵	350.90	-5.6	373.00	-5.0	334.40	-4.0	304.40	-1.7	336.80	-3.0
华住	233.00	-7.9	250.00	-4.7	222.00	-2.5	208.00	-2.3	233.00	-3.0
锦江	143.27	-7.6	151.05	-6.8	150.05	-5.8	139.38	0.7	143.37	-1.9
首旅	145.00	-8.2	165.00	-8.2	135.00	-4.0	125.00	-4.0	142.00	-5.9
ADR（元）										
亚朵	437.30	-2.2	445.40	-3.4	422.00	-0.4	414.30	-0.6	424.60	-1.7
华住	287.00	-4.6	297.00	-2.3	283.00	1.2	277.00	1.4	292.00	-0.1
锦江	226.88	-7.8	231.53	-4.7	231.34	-4.1	224.73	-0.3	225.17	-2.2
首旅	225.00	-4.1	238.00	-5.1	219.00	-0.6	212.00	-1.8	222.00	-2.4
OCC（%）										
亚朵	77.20	-2.8	80.90	-1.2	76.50	-2.4	70.90	-0.6	76.60	-0.8
华住	81.10	-2.9	84.10	-2.1	78.50	-3.0	75.00	-2.8	79.90	-2.4
锦江	63.15	0.1	65.24	-1.5	64.86	-1.1	62.02	0.7	63.67	0.2
首旅	64.50	-2.9	69.30	-2.4	61.40	-2.1	59.00	-1.4	63.80	-2.4

资料来源：公司公告（OCC同比为百分点；锦江整体为境内有限服务口径），国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

分档次经营：Q2同店普遍承压，韧性取决于品牌与量价组合

■ **同店RevPAR没有统一的档次强弱排序。**Q2华住中高端/经济型分别同比-2.7%/-3.7%；锦江为-2.62%/-1.64%，首旅为-6.2%/-5.9%，三家公司各档次增速均较Q1回落。

■ **量价驱动不同，门店迭代效果仍需经营数据验证。**华住中高端OCC降幅小于经济型；锦江经济型OCC提高1.45个百分点，部分抵消ADR下降4.0%；首旅中高端ADR下降3.3%，较经济型的-2.3%承压更大。

图：分档次同店经营指标（2025Q2—2026Q2）

公司 / 档次	2025Q2	2025Q2 YoY%	2025Q3	2025Q3 YoY%	2025Q4	2025Q4 YoY%	2026Q1	2026Q1 YoY%	2026Q2	2026Q2 YoY%
中高端同店 RevPAR（元）										
华住	275.00	-7.8	293.00	-4.8	263.00	-2.5	244.00	-1.9	272.00	-2.7
锦江	158.55	-8.6	165.97	-7.7	164.52	-6.7	152.70	-0.1	155.96	-2.6
首旅	193.00	-8.3	216.00	-9.0	178.00	-4.5	160.00	-3.9	183.00	-6.2
经济型同店 RevPAR（元）										
华住	178.00	-8.2	192.00	-4.5	167.00	-2.5	157.00	-3.0	177.00	-3.7
锦江	95.74	-7.2	103.26	-6.6	101.94	-5.3	91.10	1.1	97.08	-1.6
首旅	131.00	-7.5	154.00	-5.8	122.00	-2.4	117.00	-2.3	132.00	-5.9
中高端同店 ADR（元）										
华住	343.00	-4.5	352.00	-2.6	336.00	0.8	328.00	1.1	342.00	-0.4
锦江	244.53	-8.4	248.95	-5.0	248.22	-4.4	241.61	-0.8	241.53	-2.3
首旅	284.00	-4.4	298.00	-5.5	273.00	-1.5	261.00	-2.5	273.00	-3.3
经济型同店 ADR（元）										
华住	216.00	-4.8	226.00	-2.1	211.00	1.8	207.00	1.5	220.00	0.0
锦江	165.39	-7.7	170.22	-6.0	169.51	-5.2	157.72	-0.7	160.84	-4.0
首旅	191.00	-2.6	207.00	-2.8	185.00	1.3	181.00	-0.7	191.00	-2.3
中高端同店 OCC（%）										
华住	80.30	-2.8	83.40	-1.9	78.30	-2.6	74.40	-2.3	79.60	-1.9
锦江	64.84	-0.1	66.67	-2.0	66.28	-1.6	63.20	0.4	64.57	-0.2
首旅	68.00	-2.9	72.50	-2.8	65.00	-2.0	61.30	-0.9	67.10	-2.0
经济型同店 OCC（%）										
华住	82.20	-3.1	85.10	-2.2	78.90	-3.5	75.80	-3.5	80.40	-3.1
锦江	57.89	0.4	60.66	-0.4	60.14	-0.1	57.76	1.0	60.36	1.4
首旅	68.80	-3.6	74.40	-2.4	66.10	-2.5	64.70	-1.1	68.80	-2.6

资料来源：公司公告（OCC同比为百分点，锦江为累计），国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

海外酒店revpar趋势：入境游驱动中国区市场高端酒店领涨

Q2中国区增速普遍较Q1回落，但入境游驱动下好于国内酒店。万豪大中华RevPAR增长超过3%，凯悦增长7.2%，但均较Q1放缓。凯悦中国奢华酒店增长11%，万豪由豪华组合及香港、台湾、海南等市场带动。

品牌组合、城市和客源结构共同决定表现。希尔顿中国RevPAR下降2.2%，受团体需求拖累；雅高中端、经济型表现偏弱，温德姆下降5%。

表：中国/大中华区RevPAR同比（各公司披露口径）

公司	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2
万豪	-2.0%	-0.5%	持平	>+3%	近+6%	>+3%
希尔顿	-3.1%	-3.4%	-3.1%	-1.4%	+1.3%	-2.2%
凯悦	+0.1%	+2.1%	+1.7%	中个位数	+12.4%	+7.2%
洲际	-3.5%	-3.0%	-1.8%	+1.1%	+5.7%	+0.8%
雅高	负增长	负增长	负增长	—	低个位负	低个位负
温德姆	—	—	—	—	—	-5.0%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

仅供内部参考，请勿外传

开店趋势：龙头开店总体增速边际放缓，且各家表现分化

■ **头部酒店26年指引：开店端亚朵和华住继续领跑，各家维持全年开店指引。其中**华住维持2200-2300家高位扩张，剑指2030年2万店；亚朵稳步向2030年后的5000家迈进；锦江计划新开1200家；首旅预计新开1600-1700家。

图：酒店龙头开店指引

	2025末酒店数量	新开店	关店/转筹建	净增	2024年开店计划	2025年开店计划	2026开店计划
锦江	14037	1314	609	705	新开1200家，签约2500	新开1300家，签约2000	新开1200家，签约1800，净开700-800
华住	12858	2444	733	1711	上修后为1800-2200+家、维持关闭650家	新开2300家、关闭600家	新开2200-2300家，关闭600-700家
首旅	7802（标准店4351）	1510（标准店832）	614（标准店443）	739（标准店425）	新开1200-1400家	新开1500家	新开1600-1700家
亚朵	2015	488	92	396	上修后为450家	新开500家	新开与去年保持一致

资料来源：各酒店官网，国信证券经济研究所整理

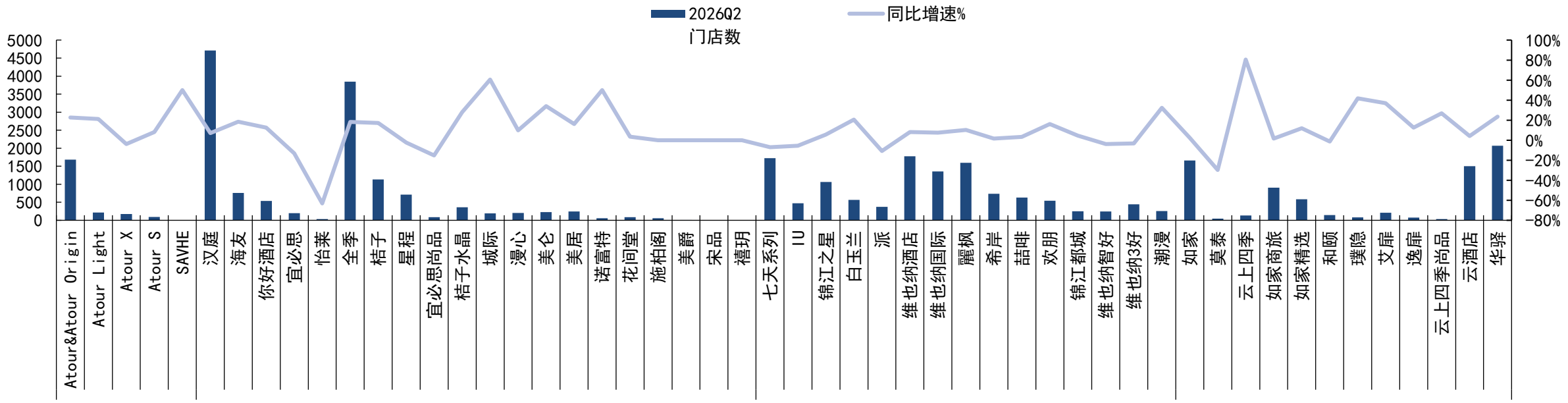
仅供内部参考，请勿外传

品牌拓展：Q2核心品牌贡献规模，新品牌增速分化

■ **核心品牌贡献规模，新品牌扩张提供后续空间。**Q2华住、亚朵经调整净利润分别同比+26.9%、+30.8%。Q2末华住全季3,845家、桔子1,134家，同比+18.2%、+17.1%；城际191家、+60.5%。亚朵主品牌1,685家、轻居217家，同比+22.7%、+21.2%，差异化产品帮助承接品质需求。

■ **锦江、首旅存量品牌亦有分化。**锦江Q2扣非利润+15.4%，H1净开272家。首旅如家品牌数量+2.3%、如家精选+11.8%。

图：2026Q2末酒店龙头各品牌门店数及同比增速



资料来源：公司2026Q2公告，国信证券经济研究所整理

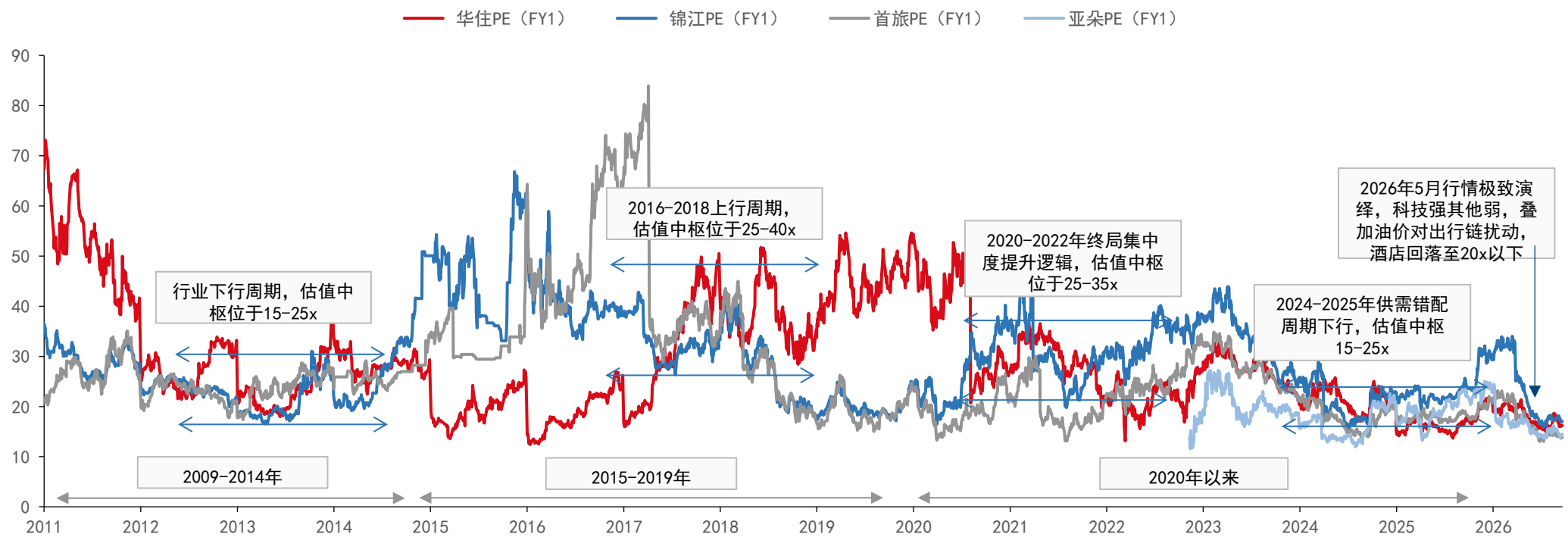
仅供内部参考，请勿外传

酒店投资策略：龙头看长期价值，国企看周期与经营兑现

■ **华住、亚朵：淡化周期思维，优先聚焦企业长期价值。**品牌、产品、会员与运营效率支撑长期份额及盈利，Q4基数不低，更需关注开店回报、常态利润。估值回调提供择机配置机会，分红增强持有回报，安全边际取决于盈利和现金流的可持续性。

■ **锦江、首旅：周期博弈仍在，但预期与估值已处于历史低位，预期改善与政策预期有望催化估值修复。**尽管锦江、首旅仍需考虑行业周期属性，目前二者在周期预期底部、估值回落至历史低位，考虑后续首旅红利属性提升、锦江费用管控下的利润兑现，我们认为后续若行业预期修复或交易政策预期有望带来估值修复。

图：酒店板块历史估值（FY1 PE）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

平台投资主线：国内消化监管扰动，盈利修复与海外期权并行

■今年以来反内卷与规范竞争是主线，酒旅平台进入政策消化期。1月携程被立案，7月罚没51.79亿元并责令整改，另退还订单储备金1.22亿元。9月行业行政指导后，北京公布对飞猪、同程、途家、美团相关主体立案，尚未披露处罚结论。监管强调服务品质、商家自主经营与公平竞争，携程流量分发将更重视履约和用户体验。

■年内平台股普遍回调，7月以来开始交易经营差异。截至9月21日，携程、美团、同程、滴滴、曹操年内分别-41.7%、-28.4%、-52.5%、-30.3%、-57.5%；7月以来美团、滴滴、携程分别+8.0%、+9.9%、+3.7%，同程与曹操仍承压。

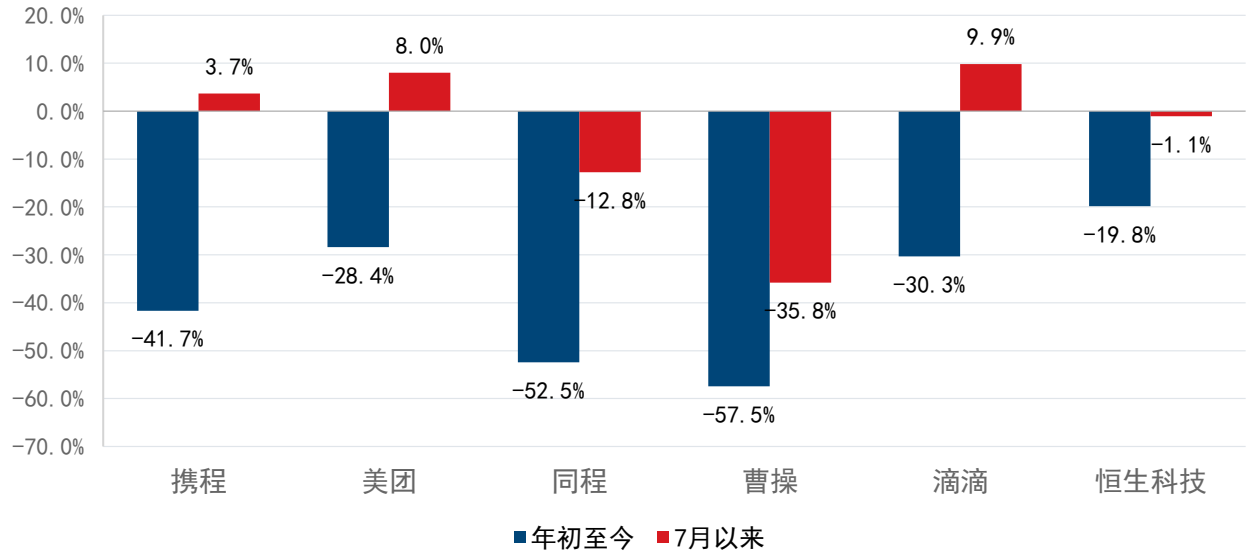
■按盈利兑现阶段配置平台，海外与技术增量提供期权。美团进入利润修复区间，重点看外卖单均盈利改善及竞争变化。曹操以国内减亏、盈利改善为核心，Robotaxi作为差异化期权，需以实际回报验证。OTA未来几个季度需消化规则与变现调整，中线海外扩张提供增量空间。

表：2025以来监管变化

时间 / 性质	事件及核心内容
2025/6 商家反馈	调价助手争议曝光 商家反映强制开通、自动追价等问题
2025/8 地方监管	贵州约谈携程、同程、抖音、美团、飞猪 关注经营规范与公平竞争
2025/9 地方监管	郑州约谈携程并下发责令改正通知 关注对商家交易及价格的不合理限制
2025/11 企业调整	原稿记录上线“AI生意助手” 在商家设定价格范围内运作
2025/12/8 协会行动	云南省旅游民宿行业协会启动维权 针对OTA不正当竞争、反垄断问题
2026/1/14 反垄断立案	市场监管总局对携程立案 调查涉嫌滥用市场支配地位行为
2026/7/25 处罚与整改	携程罚没51.79亿元，另退还1.22亿元 停止违法行为并全面整改
2026/9/15 行业行政指导	市场监管总局、文旅部要求平台自查 防范独家合作、“全网最低价”等风险
2026/9/19 四平台立案	北京对飞猪、同程、途家、美团主体立案 依据反不正当竞争法、电子商务法等 尚未披露具体违法认定及处罚结果

资料来源：wind、市场监管部门与平台9月公告，国信证券经济研究所整理

图：平台股价区间涨跌幅（截至2026/9/21）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

OTA：短期消化政策调整，中线海外扩张提供期权

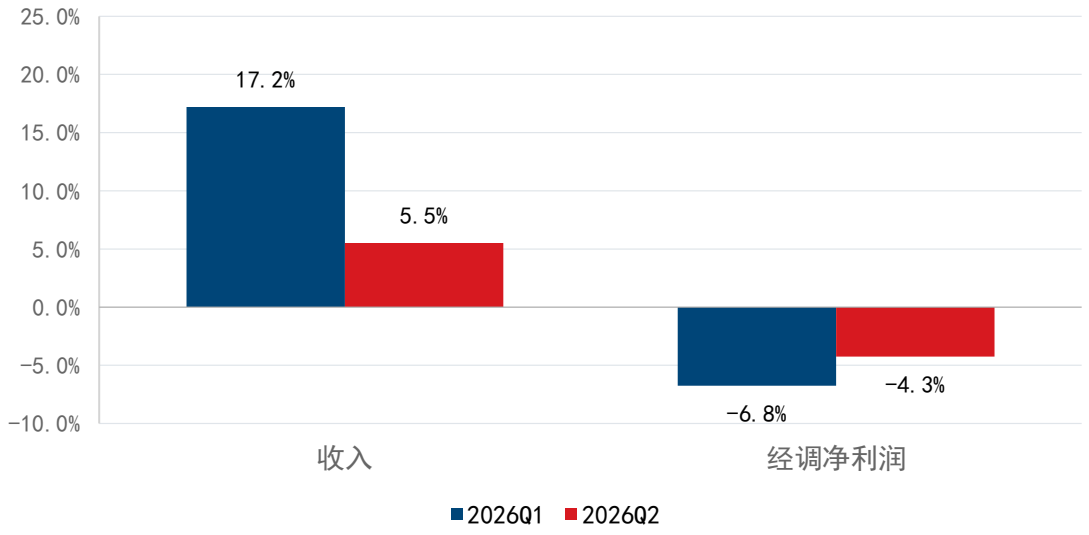
国信证券 GUOSEN SECURITIES

■携程：罚没影响表观报表，Trip增长延续强劲。Q2收入156.6亿元、同比+5.5%，经调净利润48.0亿元、同比-4.3%；约52亿元罚没计提导致报表净亏损。Trip收入增长50%以上，但国内交通及酒店变现调整将完整影响Q4，国际业务占比提升亦影响综合利润率。

■同程：住宿与酒管支撑增长，交通业务拖累收入。Q2收入49.9亿元、同比+6.8%，归母净利润6.3亿元、同比-1.5%，经调净利润8.5亿元、同比+9.8%。住宿收入+8.0%、交通-2.3%、其他业务+35.7%；酒管运营酒店超3,500家，费用优化有助于维持盈利韧性。

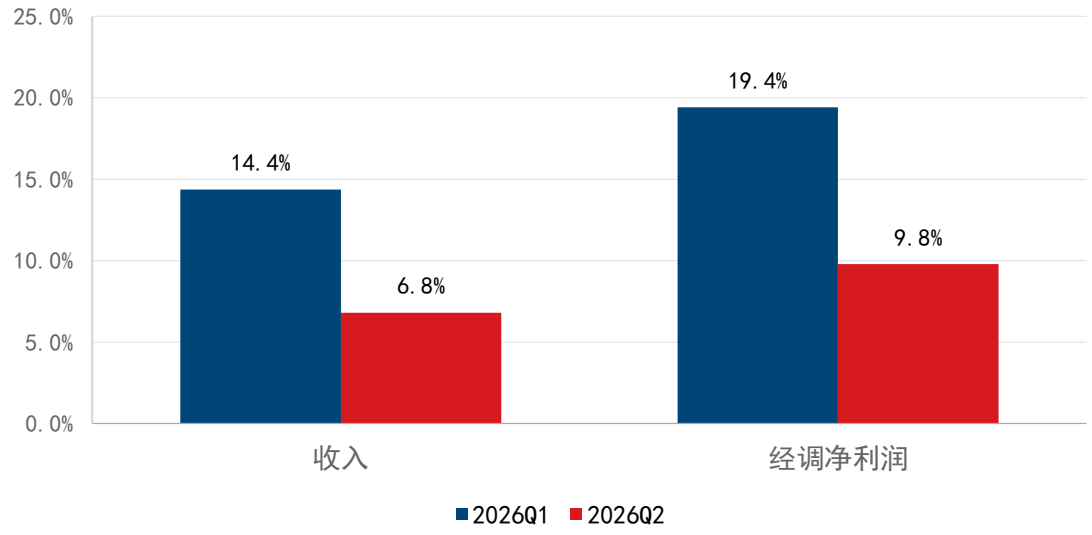
■短期消化规则调整，中线关注优质服务与海外扩张。我们判断OTA需用几个季度消化政策对流量分配、变现率及成本的影响，服务品质和履约能力的重要性提升，有利于低质供给出清。携程Trip已形成强势增长，有望打开远期估值空间。

图：携程收入与经调净利润同比增速



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：同程收入与经调净利润同比增速



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

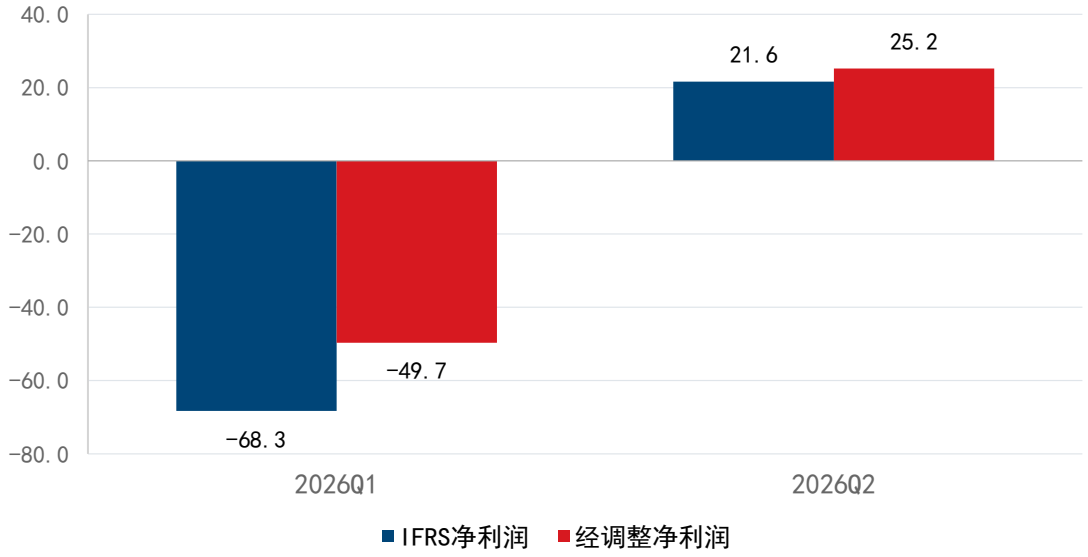
美团：外卖格局边际改善，中期修复仍有季度波折

国信证券 GUOSEN SECURITIES

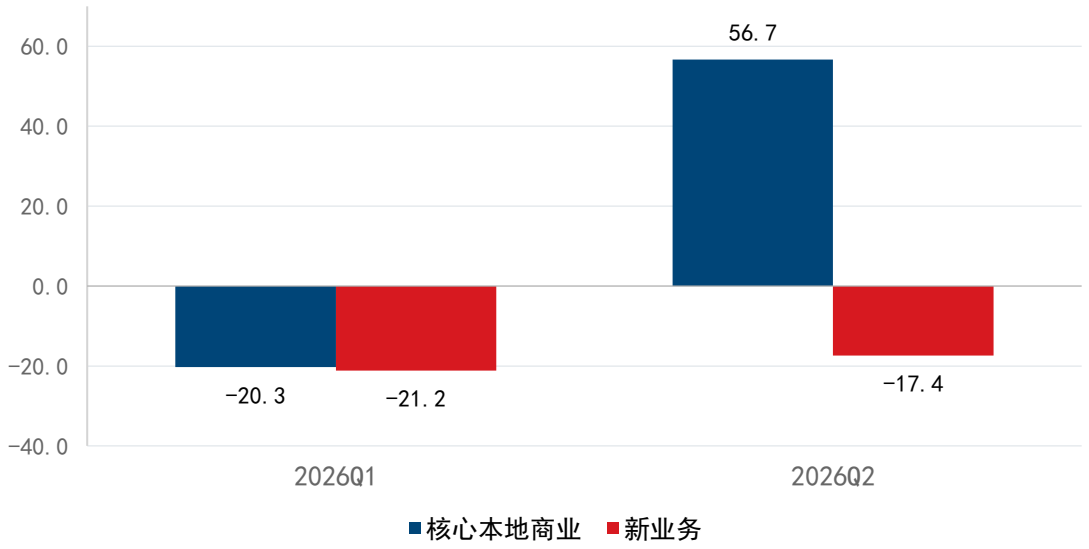
外卖竞争趋缓，Q2核心本地商业扭亏，到店改善与新业务减亏共同支撑利润。Q2集团经调净利润25.2亿元；核心本地商业收入715.3亿元、同比+10%，经营利润56.7亿元、利润率7.9%。新业务亏损17.4亿元，环比收窄3.8亿元。

Q3高温补贴与到店投入或带来波折，盈利修复应跨季度观察。季节性配送成本、到店竞争及出行需求偏弱或令Q3盈利能力环比回落。中期看高效履约和点评评价积累，海外逐市场验证盈利，AI以主营业务ROI和降本提效为导向。

图：美团净利润由亏转盈（亿元）



图：分部经营利润改善（亿元）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

网约车：国内盈利改善为核心，海外及Robotaxi提供期权

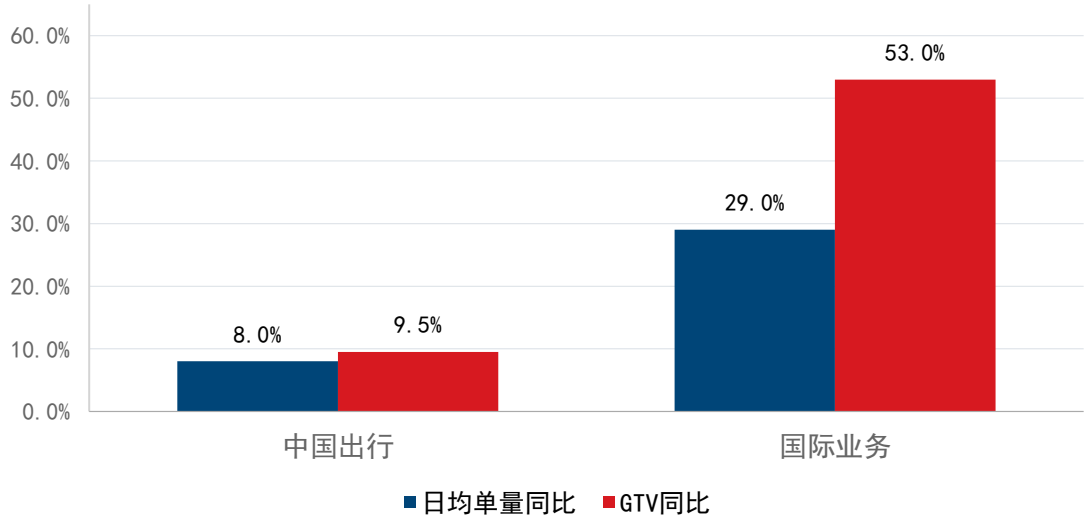
国信证券 GUOSEN SECURITIES

■滴滴：产品分层支撑国内量价，国际减亏提供中线期权。Q2中国出行单量+8%、GTV +9.5%，经调EBITA约42亿元；包含轻享的专车类产品增长超30%，甄选承接品质需求。国际GTV按恒汇率+53%，亏损率7.7%降至6.6%。

■曹操：扩城带动主业增长，盈利转正仍需验证。H1收入103.4亿元、同比+9.0%，出行服务收入97.9亿元、同比+13.9%，经调净亏损3.07亿元。车辆销售调整拖累收入，运力与补贴优化支持减亏。

■曹操的核心关注国内盈利改善节奏，Robotaxi是差异化期权。优先跟踪订单、运力效率和补贴优化能否支撑主业转盈。H1已部署140辆Robotaxi测试，后续车队扩张仍属规划，价值取决于许可、单车全成本和利用率。

图：滴滴Q2国内与国际业务增长



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表：曹操H1经营与Robotaxi验证节点

指标/节点	已披露情况或管理层规划
H1规模	收入103.4亿元；出行服务收入97.9亿元
H1盈利	毛利率9.0%；经调净亏损3.07亿元
H1运营	运营城市215个；Robotaxi测试车140辆
后续验证	H2网约车经营利润转正为目标 年底Robotaxi 300—500辆为规划

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

平台技术讨论：AI争夺消费入口，Robotaxi重塑运力供给

国信证券 GUOSEN SECURITIES

■海外OTA争取AI入口并落实降本，酒店同步推进直销与运营应用。Booking测试AI引流、迭代Penny，LLM来源间夜仍显著低于1%，每单客服成本双位数下降。Expedia推荐排序改善转化，自然语言功能尚未提升转化。酒店AI更关注直接预订、单店人效与业主净回报。

■Muse等通用智能体切入消费任务，垂直平台面临入口与分润重估。Meta于9月推出Muse，可跨应用购物及预订旅行，付款前需用户批准。我们判断其可能分流搜索入口、改变获客成本，但实时库存、价格、售后与履约仍依赖商家及垂直平台，能否替代交易关系需验证。

■Robotaxi改变供给成本，平台价值取决于需求组织与运营能力。自动驾驶企业可直连用户，也可与平台协作，运力成本下降如何在车队、平台与用户间分配尚未定型。滴滴看规模调度与新运力协同，曹操看主业改善及差异化布局，估值应以核心盈利为基础、技术期权分阶段兑现。

表：AI与Robotaxi的落地进展及验证

技术方向	已披露进展	对平台的影响 / 验证
海外OTA AI	Booking外接流量、内建Penny并降本 Expedia推荐有效，自然语言功能仍待转化	看直接预订、转化和客服成本 AI使用增长不等于集团利润增量
酒店直销与运营AI	温德姆Connect覆盖逾5,000家 AI Concierge用于1,500家酒店	精选国际团体询价转化+3.6个百分点 Charlie试点支持请求约-40%，非全网
通用消费智能体	Meta Muse跨应用执行购物及旅行任务 Google推进AI内酒店预订	可能分流入口和利润，但供给履约仍关键
Robotaxi新运力	滴滴、曹操按阶段推进部署 曹操H1测试140辆，后续数量属规划	平台牌照不等于Robotaxi许可 看安全许可、利用率及单车全成本

资料来源：海外OTA及酒店Q2业绩会，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

免税行业：销售增速放缓，品类优化支撑利润修复

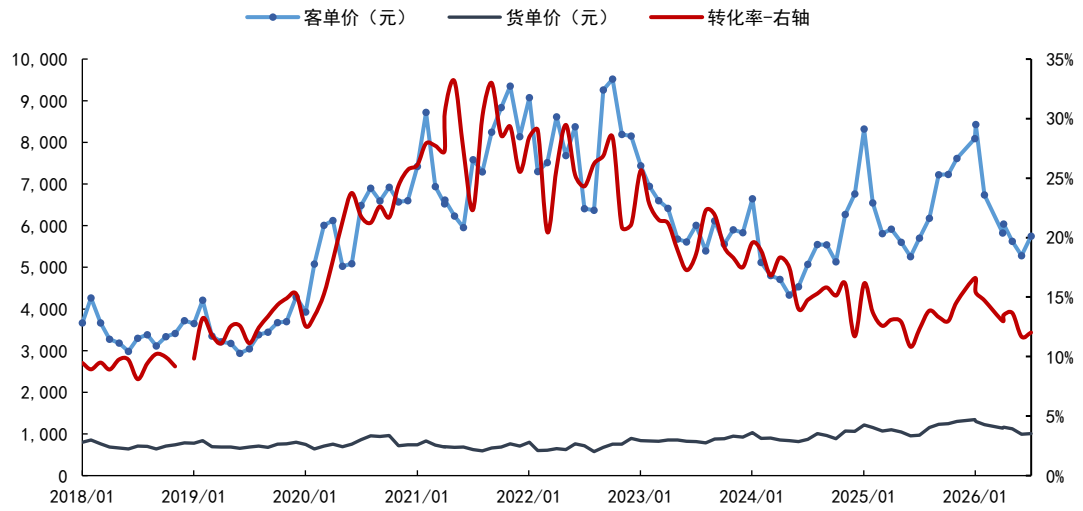
国信证券 GUOSEN SECURITIES

海南免税保持增长，销售增速回归常态后更看重品类质量。Q1政策、黄金及手机带动高增，Q2起放缓，我们预计海南2026全年销售+15%，7—8月有望双位数增长。9月起销售基数走高，但去年低毛利手机、黄金占比较高，中免利润基数并不高。

香化企稳与高毛利品类占比提升，有助于优化盈利结构。考虑高端进口香化边际向好，珠宝首饰占比提升，关注品类增长带来的盈利改善。

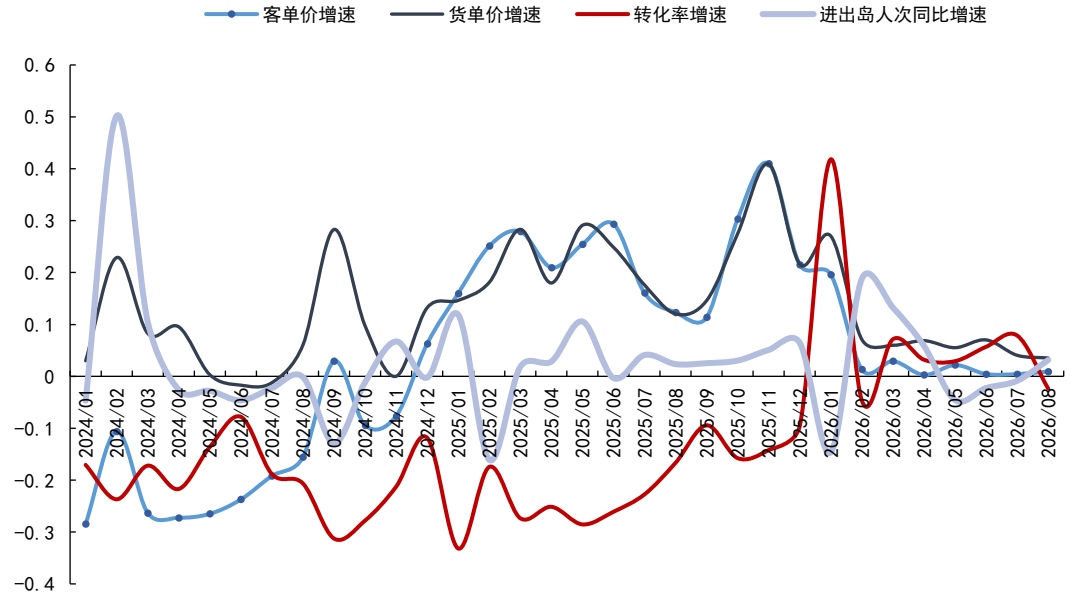
消费政策与优质客流有望形成增量，落地节奏仍需跟踪。海南目标2027年离岛免税经营主体销售额超600亿元。年末封关周年、演艺及三期项目有望引流，消费券仍有空间。三期开街与品牌开业需区分，机场及有税调整有望减轻收入拖累。

图：海南免税2019-2024年客单价、转换率变化趋势



资料来源：海口海关，国信证券经济研究所整理

图：海南机场客流情况



资料来源：海口海关，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

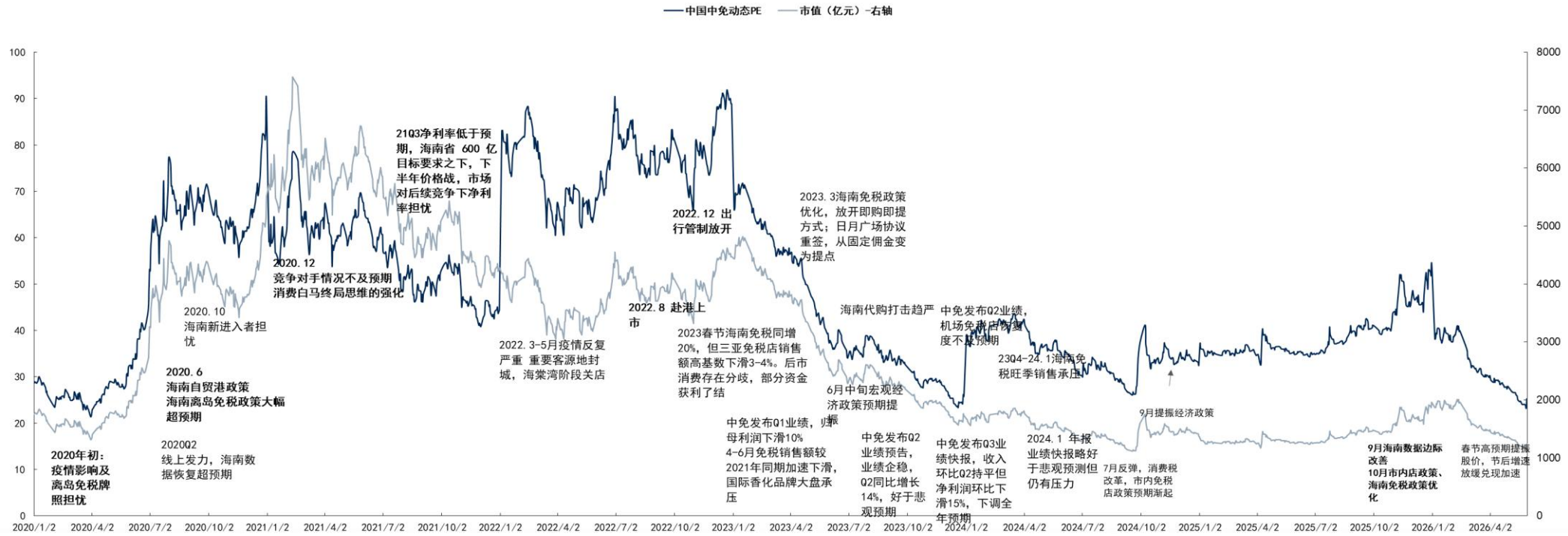
中国中免：公司市值回落至底部，品类和政策提供弹性

国信证券 GUOSEN SECURITIES

收入增速放缓，盈利能力稳定提升。2026Q2实现收入107.49亿元，同比下降5.75%，主要受机场业务交接及线上有税业务调整拖累；Q2归母净利润7.58亿元，同比增长14.54%；扣非净利润4.41亿元，同比增长12.33%。海南业务增长良好，上海地区及有税业务拖累收入，新并表DFS大中华区业务。上半年公司毛利率为33.9%，同比提升1.13个百分点。其中，免税商品毛利率为36.89%，有税商品毛利率为15.04%。Q2单季毛利率达34.32%，同比提升1.87个百分点，我们预计主要受益于免税收入占比提升，以及高毛利精品占比提升、销售折扣收窄及人民币汇率升值。

海南品类优化与渠道梳理，有望推动利润修复领先收入；市内店政策带来远期期权。消费板块经历调整，中免机构持仓回到历史低位；后续香化企稳、珠宝等高毛利品类提升带来结构改善，Q3—Q4海南销售基数高但公司利润基数并不高。机场恢复、线上有税业务优化推进，预计明年起表观收入拖累逐步消化。2024年市内免税政策自10月1日施行，并规定两年后评估效果，可关注评估及后续优化。

图：中国中免股价复盘



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

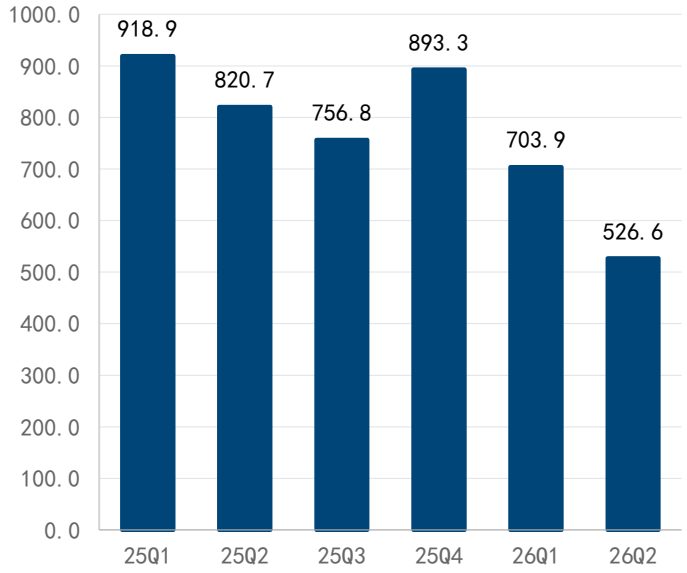
珠免集团：上半年进入盈利拐点

国信证券 GUOSEN SECURITIES

■**上半年公司利润进入盈利拐点。**Q2收入5.27亿元、同比-35.8%，去地产化后的收入变化不宜直接等同免税业务同店表现。营业利润1.33亿元、同比+217.1%；净利润7,438万元，但少数股东损益7,853万元，归母仍亏416万元。

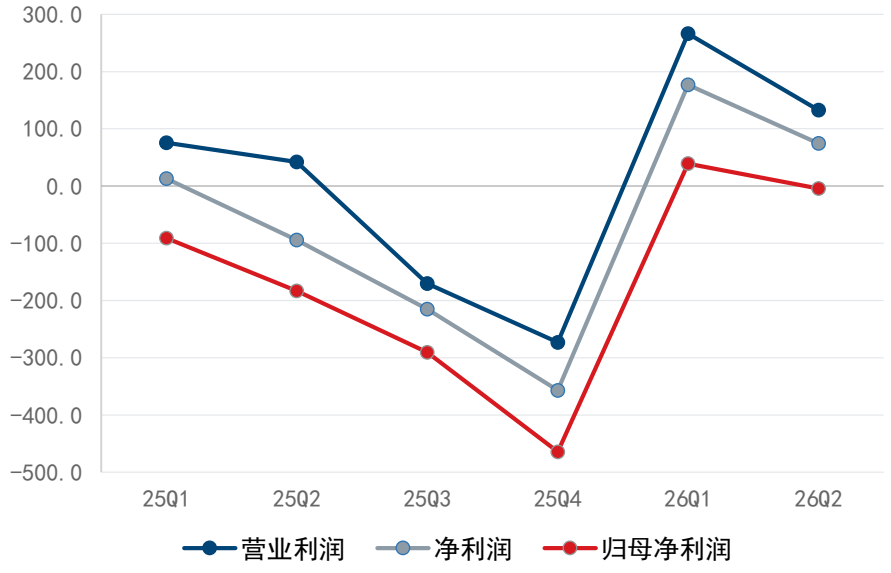
■**股东划转与债务优化并行，剩余股权整合尚待推进。**2024年底通过重大资产置换置入珠海免税51%股权、置出非珠海区域五家地产子公司，2025年5月正式更名，2025年末又完成格力房产100%股权出售（对价55.18亿元现金），地产业务彻底出清，公司转型为纯免税标的。此外公司资产负债率维持在超90%，后续核心关注债务化解节奏。9月公司公告，格力集团通过全资平台康格投资拟以现金45.27亿元受让华发集团持有的海投公司96.28%股权，交易完成后珠海免税集团股权结构变为：珠免集团51%、格力集团23%、海投公司26%。

营业收入（百万元）



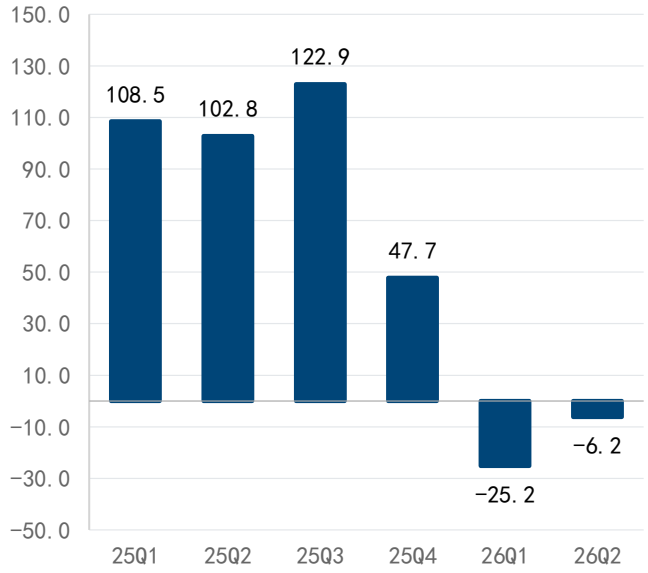
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

营业利润、净利润与归母净利润（百万元）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

财务费用（百万元）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

景区收入：Q2增速放缓，山岳资源与游轮新品相对占优

■ **Q2收入增长放缓，板块进入结构分化阶段。**19家公司Q2合计收入93.11亿元、同比+1.0%，增速较Q1回落7.9个百分点，14家公司增速下降。

■ **山岳景区整体更有韧性，但并非普遍提速。**7家山岳景区Q2收入合计同比+3.6%；长白山、九华、黄山分别+13.4%、+6.5%、+6.3%，丽江+1.4%，西域-10.1%，资源禀赋与区域客流共同影响表现。

■ **新产品带来增量，存量休闲与演艺项目压力延续。**三峡旅游Q2收入同比+16.9%，较Q1提速9.8个百分点，新省际游轮投运贡献增长；宋城、陕西旅游、天目湖分别-17.5%、-17.1%、-10.9%，产品迭代成为关键。

表：景区及旅行社上市公司单季度收入及同比增速

代码	公司	收入（亿元）						同比增速					
		25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2
603099.SH	长白山	1.29	1.07	4.01	1.52	1.56	**1.21**	0.7%	-15.7%	17.8%	2.0%	21.4%	**13.4%**
002033.SZ	丽江股份	1.62	2.15	2.82	2.01	2.01	**2.18**	-9.7%	5.0%	12.4%	16.1%	23.6%	**1.4%**
603199.SH	九华旅游	2.35	2.48	1.85	2.11	2.35	**2.65**	30.1%	15.6%	6.4%	7.7%	0.2%	**6.5%**
600054.SH	黄山旅游	4.03	5.37	5.95	5.74	4.17	**5.71**	19.8%	7.9%	3.1%	10.5%	3.5%	**6.3%**
000888.SZ	峨眉山A	2.26	2.31	2.76	2.01	2.21	**2.22**	-10.8%	-9.3%	-7.4%	-3.3%	-2.4%	**-3.8%**
600749.SH	西藏旅游	0.26	0.65	0.70	0.26	0.24	**0.70**	11.5%	-5.8%	-10.0%	-39.4%	-4.4%	**7.7%**
300859.SZ	西域旅游	0.16	0.97	1.73	0.39	0.19	**0.88**	-0.7%	11.5%	4.1%	16.3%	18.1%	**-10.1%**
002627.SZ	三峡旅游	1.41	2.26	2.43	1.48	1.50	**2.64**	7.6%	7.4%	12.7%	-20.1%	7.0%	**16.9%**
603136.SH	天目湖	1.05	1.41	1.40	1.22	1.00	**1.26**	-1.6%	-9.8%	-1.2%	-7.1%	-4.5%	**-10.9%**
000978.SZ	桂林旅游	0.83	1.14	1.42	1.02	0.95	**1.06**	-6.6%	6.1%	-2.7%	13.3%	15.5%	**-7.5%**
600593.SH	大连圣亚	0.84	1.02	2.43	0.78	0.93	**0.98**	-7.9%	-7.0%	7.3%	-0.2%	9.9%	**-4.0%**
600576.SH	祥源文旅	2.12	2.88	3.43	3.29	2.42	**3.13**	55.2%	23.8%	35.1%	36.7%	14.0%	**8.8%**
600138.SH	中青旅	20.54	28.12	31.61	33.10	23.59	**30.27**	6.8%	15.8%	17.2%	13.8%	14.9%	**7.6%**
300144.SZ	宋城演艺	5.61	5.19	7.53	4.25	5.34	**4.28**	0.3%	-16.1%	-9.9%	5.2%	-4.8%	**-17.5%**
002159.SZ	三特索道	1.32	1.61	2.11	1.35	1.36	**1.52**	-7.0%	-5.4%	-12.8%	-2.8%	3.3%	**-5.6%**
603402.SH	陕西旅游	2.10	3.07	3.73	1.40	1.65	**2.55**	—	—	-18.5%	-16.2%	-21.5%	**-17.1%**
000796.SZ	凯撒旅业	1.41	1.76	2.24	2.59	1.96	**2.39**	-12.6%	10.3%	19.8%	77.4%	39.4%	**35.2%**
002707.SZ	众信旅游	11.65	17.09	23.66	15.82	12.65	**15.34**	13.7%	7.3%	12.4%	-8.7%	8.6%	**-10.2%**
000524.SZ	岭南控股	9.23	11.67	13.24	10.90	10.19	**12.17**	2.4%	13.9%	-1.5%	4.9%	10.4%	**4.3%**

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

景区利润：Q2盈利仍承压，优质资源与新品兑现形成分化

■ **利润表现弱于收入，扣非降幅进一步扩大。**19家公司Q2归母净利润8.36亿元、同比-10.9%，扣非净利润7.82亿元、同比-13.3%；较Q1分别回落3.3、2.3个百分点，收入增长尚未带动整体盈利修复。

■ **山岳资源与游轮新品支撑盈利，重点公司表现领先。**7家山岳景区Q2归母利润合计同比+7.0%；三峡、九华、丽江、黄山归母利润分别+39.1%、+12.9%、+10.1%、+6.7%。三峡扣非同比+36.0%，新品增量已有业绩体现。

■ **收入扩张不必然转化为利润，需关注经营质量。**祥源、中青旅Q2收入同比+8.8%、+7.6%，归母利润-53.0%、-41.3%；宋城、天目湖归母分别-11.5%、-31.8%。

表：景区及旅行社上市公司单季度归母净利润及同比增速

代码	公司	归母净利润（亿元）						同比增速					
		25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2
603099.SH	长白山	0.04	-0.06	1.51	-0.20	0.08	**-0.07**	-58.9%	-162.4%	19.4%	-459.9%	84.2%	**-5.9%**
002033.SZ	丽江股份	0.34	0.60	0.97	0.22	0.67	**0.66**	-38.2%	6.3%	21.8%	15.9%	93.3%	**10.1%**
603199.SH	九华旅游	0.69	0.73	0.39	0.32	0.70	**0.82**	31.8%	17.4%	-0.7%	-0.9%	1.3%	**12.9%**
600054.SH	黄山旅游	0.37	0.90	1.27	0.39	0.35	**0.96**	44.7%	-15.5%	-17.2%	29.5%	-6.1%	**6.7%**
000888.SZ	峨眉山A	0.59	0.62	1.13	-0.14	0.59	**0.63**	-20.8%	7.4%	1.4%	-52.8%	0.5%	**1.6%**
600749.SH	西藏旅游	-0.09	0.11	0.30	-0.09	-0.20	**0.23**	53.9%	-34.9%	34.7%	-176.6%	-119.2%	**104.2%**
300859.SZ	西域旅游	-0.30	0.41	0.87	-0.24	-0.27	**0.30**	-147.2%	-1.2%	1.6%	17.0%	9.8%	**-25.6%**
002627.SZ	三峡旅游	0.17	0.47	0.22	-0.22	0.14	**0.65**	75.7%	5.4%	-61.6%	-488.1%	-14.8%	**39.1%**
603136.SH	天目湖	0.14	0.41	0.29	0.12	0.10	**0.28**	26.5%	-1.8%	-13.2%	-37.3%	-24.5%	**-31.8%**
000978.SZ	桂林旅游	-0.13	0.21	0.28	-0.25	-0.12	**0.18**	2.5%	471.1%	7.2%	88.3%	9.5%	**-14.8%**
600593.SH	大连圣亚	-0.08	-0.08	0.82	-0.39	0.16	**0.01**	-738.5%	-170.4%	-11.9%	77.9%	292.8%	**106.6%**
600576.SH	祥源文旅	0.31	0.60	0.65	-0.43	0.18	**0.28**	158.7%	27.5%	27.3%	-217.4%	-42.0%	**-53.0%**
600138.SH	中青旅	-0.34	1.01	0.54	-0.37	-0.37	**0.59**	-16.2%	-1.0%	-32.9%	-604.9%	-9.5%	**-41.3%**
300144.SZ	宋城演艺	2.46	1.53	3.54	0.64	2.11	**1.36**	-2.2%	-48.7%	-22.6%	56.4%	-14.1%	**-11.5%**
002159.SZ	三特索道	0.30	0.37	0.71	0.05	0.21	**0.33**	-10.7%	-12.1%	-10.7%	138.1%	-31.5%	**-11.1%**
603402.SH	陕西旅游	0.74	1.30	1.65	0.15	0.41	**0.83**	—	—	-25.0%	132.6%	-44.6%	**-35.8%**
000796.SZ	凯撒旅业	-0.05	-0.20	-0.02	0.55	0.03	**-0.14**	68.2%	-664.7%	-92.8%	164.5%	161.7%	**30.1%**
002707.SZ	众信旅游	0.19	0.21	0.27	-0.60	0.10	**0.21**	-32.4%	-50.9%	-48.6%	-241.0%	-47.8%	**-3.1%**
000524.SZ	岭南控股	0.27	0.23	0.16	0.05	0.33	**0.24**	10.2%	46.1%	-83.2%	-69.8%	23.6%	**2.7%**

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

景区投资策略：资源与分红托底，产品扩张打开成长空间

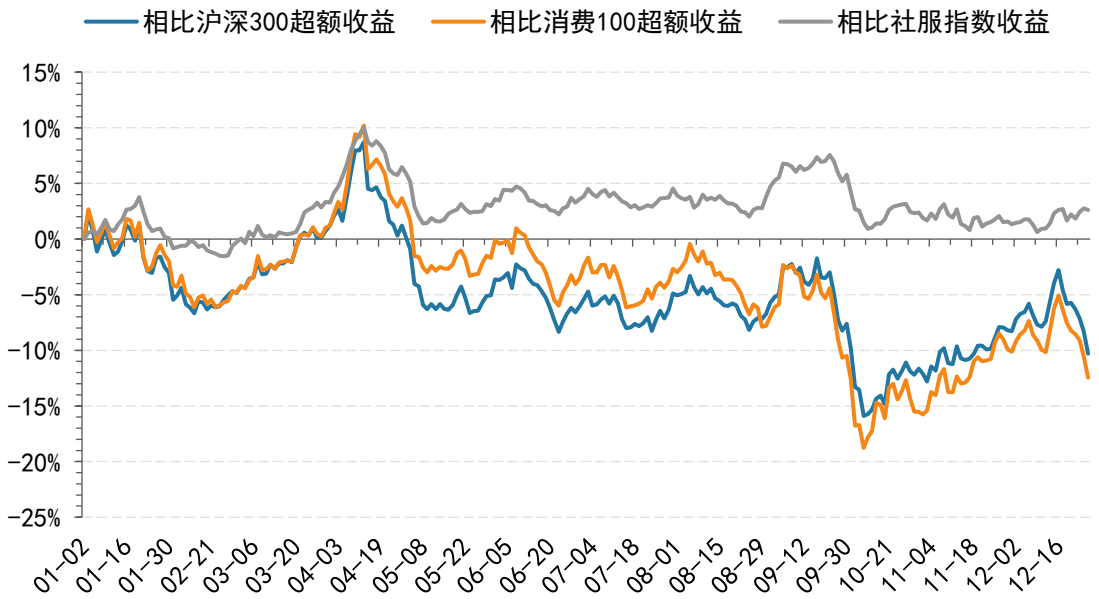
国信证券 GUOSEN SECURITIES

■投资策略：Q4优选成长与冰雪季节性机会，资源分红提供持有支撑。优先看三峡新产品带来的利润增量，长白山等冰雪标的跟踪雪季客流。政策与春节预期可能带来年末交易窗口，传统产品仍需观察老化、营销成本及同质化竞争。

■三峡旅游：观光基本盘稳健，省际度假游轮开启第二成长曲线。H1观光游轮客流+8.5%，其中“两坝一峡”+10.3%，年初结算价调整支撑量价。“揽月”截至7月28日床位载客率95.58%，Q2扣非利润+36.0%，验证新产品弹性。“极光”8月投运，双船运营与资产优化有望提升盈利中枢，另两艘船预计2028H2投运。

■三特索道：部分核心项目利润增长，存量经营与扩张共同验证。H1海南猴岛、庐山三叠泉、千岛湖净利润分别为2,381、950、461万元，同比+13.2%、+12.1%、+29.4%，受益于客流、客源结构及费用优化。盈利项目净利润合计1.17亿元、+0.13%，华山与梵净山仍承压。项目净利润不等于集团归母，后续关注存量修复、牧心谷建设及轻资产拓展回报。

图：2023-25年旅游景区（申万）相对消费100、沪深300、社服超额收益率



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：不同指数涨跌幅情况

	旅游及景区(申万)	沪深300	消费100	社服指数
2023	-21.98%	-11.75%	-13.16%	-21.49%
2024	4.67%	16.20%	11.68%	-5.14%
2025	9.29%	17.77%	30.65%	10.00%

景气交易与红利

波段操作

- **资源型景区**

成长型

成长溢价

- **产品型/平台型**

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

风险提示

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。

仅供内部参考，请勿外传

免责声明

国信证券 GUOSEN SECURITIES

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中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。

仅供内部参考，请勿外传

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

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容