

一季度全国出入境人员同比+13.5%， 关注酒旅需求持续复苏

核心观点

26Q1 全国移民管理机构累计查验出入境人员 1.85 亿人次，同比上升 13.5%。其中内地(大陆)居民 9166.2 万人次、港澳台居民 7249.1 万人次、外国人 2133.3 万人次，同比分别上升 14.2%、10.3%、22.3%。免签入境外国人占入境外国人的 77.9%；商务部等 4 部门日前印发通知，开展第二批全国零售业创新提升试点城市申报工作；淘天集团玩具潮玩行业负责人表示 2025 年是淘天玩具潮玩近几年发展最好的一年，行业望迎来 5-10 年左右的高速增长期。

行业动态信息

本周（4.3-4.10）中信消费者服务行业涨跌幅、商业贸易行业涨跌幅分别为 2.56%、3.59%，相对上证综指，分别跑输 0.18pct、跑赢 0.85pct，相对沪深 300 分别跑输 1.85pct、跑输 0.82pct，在中信一级行业中排名第 21、19。

板块表现：

社会服务：酒店板块涨跌幅第一（+1.62%），出境游>景区>餐饮>免税，涨跌幅分别为+0.53%、-0.34%、-0.94%、-0.98%。

商贸零售：电商及服务板块涨跌幅第一（+7.24%），贸易>一般零售>专营连锁>专业市场经营，涨跌幅分别为+3.78%、+3.05%、+3.03%、+1.72%。

板块新闻：

一季度，全国移民管理机构累计查验出入境人员 1.85 亿人次，同比上升 13.5%。其中内地(大陆)居民 9166.2 万人次、港澳台居民 7249.1 万人次、外国人 2133.3 万人次，同比分别上升 14.2%、10.3%、22.3%。免签入境外国人占入境外国人的 77.9%。

4 月 7 日，在 2026 淘天玩具潮玩行业大会上，淘天集团玩具潮玩行业负责人蕴皆基于行业发展成绩和趋势，对赛道未来发展做出了预判：“2025 年是淘天玩具潮玩近几年发展最好的一年，接下来，行业将迎来 5-10 年左右的高速增长期。”

4 月 8 日，商务部等 4 部门日前印发通知，开展第二批全国零售业创新提升试点城市申报工作。试点申报城市应为地级以上城市，在推动零售业发展方面积极性高、基础好、政策实，能够按照《零售业创新提升工程实施方案》要求编制试点工作方案。据介绍，2025 年以来，商务部扎实推进首批 38 个零售业创新提升城市试点建设，在扩内需、促消费、惠民生等方面取得积极成效。试点城市共完成项目更新改造 625 个、建筑面积 2410 万平方米，拉动投资约 756 亿元。围绕“购在中国”、消费品以旧换新、中华老字号、“一刻钟便民生活服务月”等主题，首批试点城市累计开展消费促进活动约 5000 场次，重点探索“一店一策”场景化改造、数字化赋能与供应链提升等多元创新路径。

社会服务

维持

强于大市

刘乐文

liulewen@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521080003

SFC 编号:BPC301

陈如练

chenrulian@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520070008

SFC 编号:BRV097

发布日期： 2026 年 04 月 14 日

市场表现



相关研究报告

目录

板块表现及投资建议.....	1
（一）重点数据跟踪.....	1
（二）投资建议.....	5
（三）板块行情.....	13
（四）子行业表现	14
公司动态.....	17
（一）休闲服务板块.....	17
（二）商业贸易板块.....	18
行业动态.....	19
（一）休闲服务板块.....	19
（二）商业贸易板块.....	21
风险分析.....	23

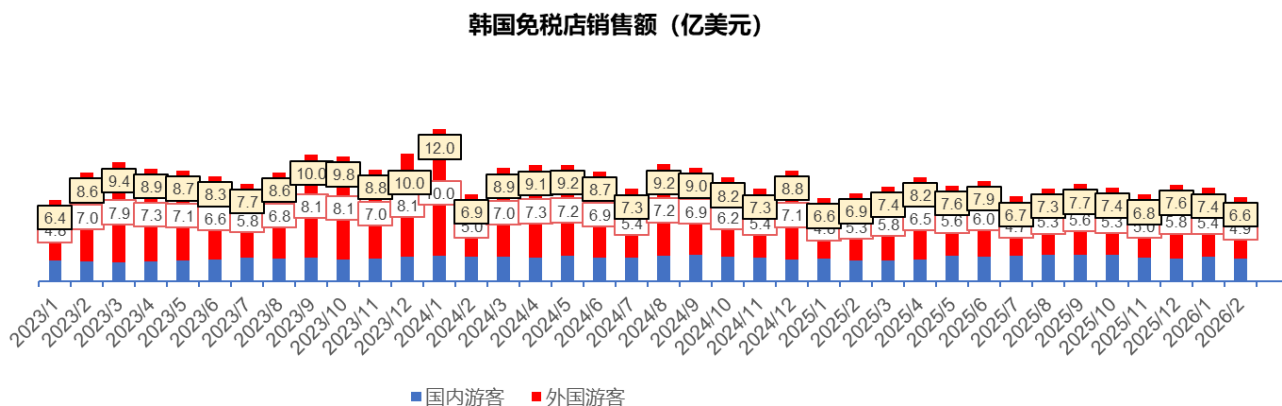
板块表现及投资建议

（一）重点数据跟踪

韩国免税：【外国游客】2月销售额达到4.87亿美元，同比-8.0%（上月为+13.5%），有去年基数原因，若对比24年2月为-2.2%（上月为-46.1%），同比19为-61.2%（上月为-55.3%）；其中购物人次+39.1%（上月为+26.8%）。客单价-33.9%达到534.27美元（上月为-10.4%），对比19同期-43.8%（上月为-31.0%）。2月销售额同比改善主要驱动仍来自客流好转，且客流增速环比提升，客单绝对值仅略好于去年Q3，环比1月-6.8%，而去年2月客单808美元为年内最高；2026年累计外国游客销售额10.27亿美元，同比+2.2%；其中购物人次+32.6%，客单价-22.9%，2月依赖客流增长而客单下滑的趋势更明显。

【整体市场】2月销售额达到6.65亿美元，同比-4.1%（上月为+12.2%），同比19同期-57.2%（上月为-51.8%）。同比降幅比外国游客小，因国内游客销售额+8.5%。整体：其中购物人次同比+12.6%（与上月持平），同比19同期-36.8%（上月为-36.1%）。客单价同比-14.8%达到281.30美元（上月为-0.3%），整体市场的客单yoy也明显环比下滑，对比19同期-32.3%（上月为-24.5%）；2026年累计销售额14.01亿美元，+3.8%。考虑到中国游客影响较明显，2月同比或有春节错期效应，若1-2月结合看，整体市场销售额同比24年-25.8%，恢复度仍明显弱于25H2。

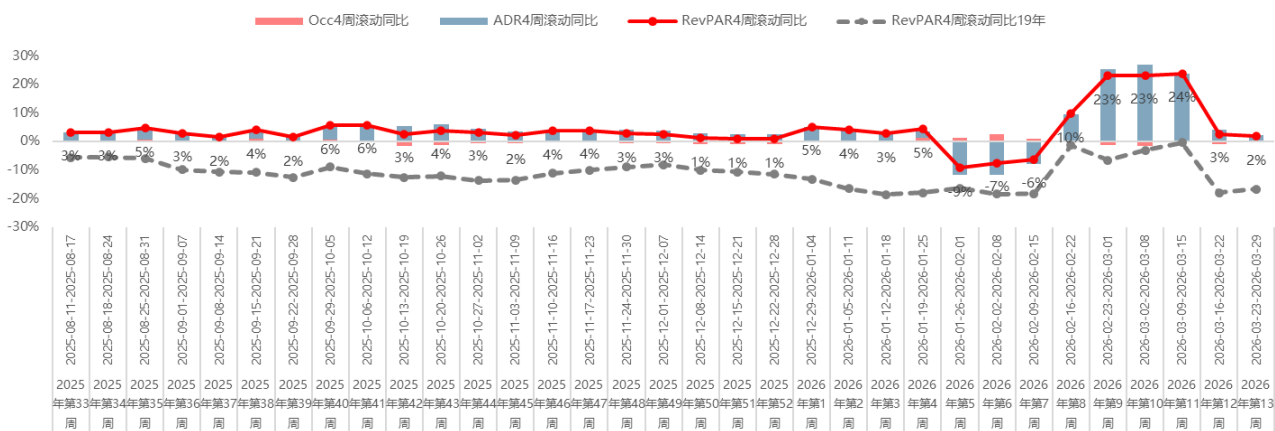
图 1:韩国免税店销售额（亿美元）



数据来源：KDFA，中信建投证券

酒店全国经营数据同比去年：周度数据比较为：1、公历对比（采取2026年第14周，与25和19年第14周对比；26年第14周仅包含清明节2天假期，而25、19年第14周均包含3天假期）2026年第14周全国RevPAR为135.74，较2019同期+0.2%（上周为-10.7%），较2025年同期+16.9%（上周为+3.1%）；其中经济型RevPAR为97.38，较2019同期+5.9%（上周为-5.1%），较2025年同期+10.9%（上周为+0.8%）；中端RevPAR为148.59，较2019同期-2.2%（上周为-10.6%），较2025年同期+16.4%（上周为+1.6%）；

图 2:酒店行业数据追踪



数据来源：同程驿镜，中信建投证券

1~2 月份，社会消费品零售总额 86079 亿元，同比增长 2.8%（环比+1.9pct）。其中，除汽车以外的消费品零售额 79827 亿元，增长 3.7%。商品零售额 75815 亿元，同比增长 2.5%；餐饮收入 10264 亿元，增长 4.8%。

1~2 月份，限额以上零售业单位中便利店、超市、百货店、专业店零售额同比分别增长 6.4%、4.9%、1.0%、0.2%，品牌专卖店零售额下降 2.3%。可选消费零售总体平稳。

1~2 月份，全国网上零售额 32546 亿元，同比增长 9.2%。其中，实物商品网上零售额 20812 亿元，增长 10.3%，占社会消费品零售总额的比重为 24.2%；在实物商品网上零售额中，吃类、穿类、用类商品分别增长 20.7%、18.0%、4.7%。

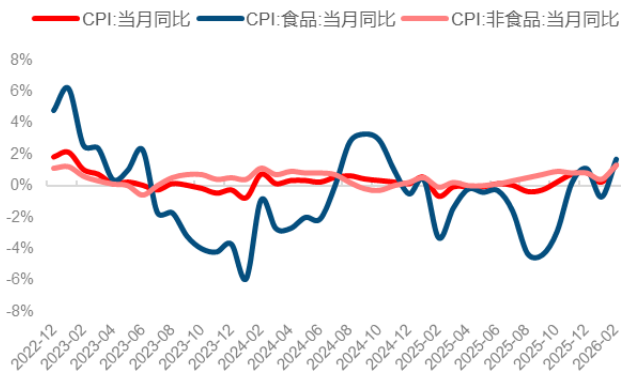
分品类：限额以上消费+2.5%，粮食+10.2%、饮料+6.0%、烟酒+19.1%、服装+10.4%、化妆品+4.5%、金银珠宝+13.0%、日用品+6.6%、体育娱乐+4.1%、家电+3.3%、文化办公+5.8%、家具+8.8%、通讯器材+17.8%、汽车-7.3%。

图 3:社会零售总额月度同比增速



数据来源：Wind，中信建投证券

图 4: CPI 同比变化



数据来源：Wind，中信建投证券

图 5:粮油、食品类零售额同比增速



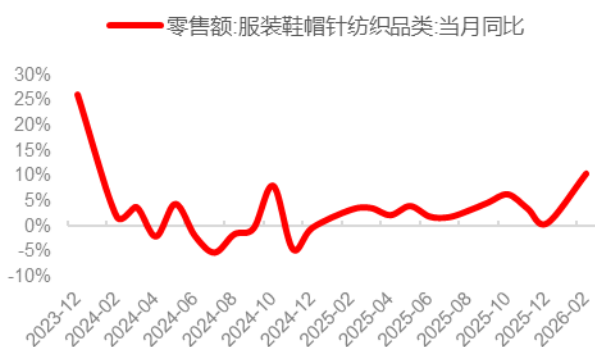
数据来源: Wind, 中信建投证券

图 6:烟酒类零售额同比增速



数据来源: Wind, 中信建投证券

图 7:服装鞋帽针纺织品类零售额同比增速



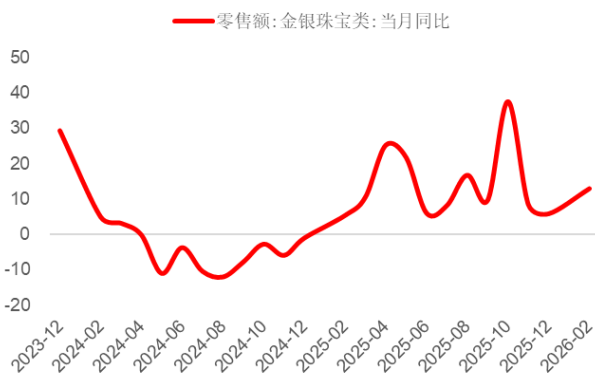
数据来源: Wind, 中信建投证券

图 8:化妆品类零售额同比增速 (%)



数据来源: Wind, 中信建投证券

图 9:金银珠宝类零售额同比增速 (%)



数据来源: Wind, 中信建投证券

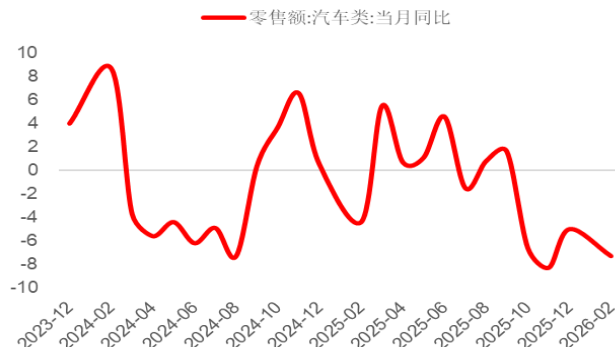
图 10:日用品类零售额同比增速



数据来源: Wind, 中信建投证券

图 11:家具类零售额同比增速

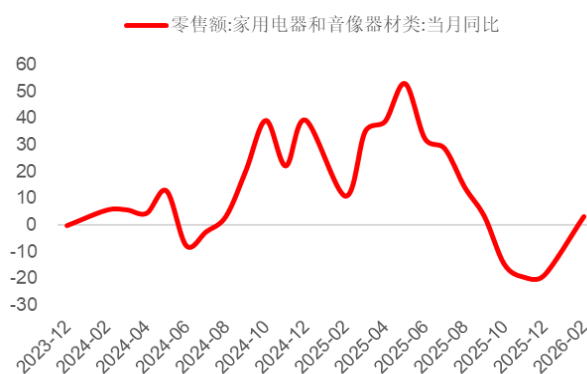

数据来源: Wind, 中信建投证券

图 12:汽车类零售额同比增速 (%)


数据来源: Wind, 中信建投证券

图 13:通讯器材类零售额同比增速 (%)


数据来源: Wind, 中信建投证券

图 14:家电类零售额同比增速 (%)


数据来源: Wind, 中信建投证券

3月，制造业PMI为50.4%，环比上升1.4pct，制造业景气度环比开始转正，且回升至荣枯线以上。生产指数为51.4%，环比上升1.8pct。新订单指数为51.6%，环比上升3.0pct。原材料库存指数为47.7%，环比上升0.2pct。从业人员指数为48.6%，环比上升0.6pct。供应商配送时间指数为49.5%，环比上升0.4pct；3月，非制造业商务活动指数为50.1%，环比上升0.6pct。服务业商务活动指数为50.2%，环比上升0.5pct。铁路运输、电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务、保险等行业商务活动指数均位于55.0%以上较高景气区间；零售、住宿、餐饮、房地产等行业商务活动指数均低于临界点。

（二）“全龄化”玩具潮玩浪潮来袭，品类深耕带动发展潜力

4月7日，在2026淘天玩具潮玩行业大会上，淘天集团玩具潮玩行业负责人蕴皆基于行业发展成绩和趋势，对赛道未来发展做出了预判：“2025年是淘天玩具潮玩近几年发展最好的一年，接下来，行业将迎来5-10年左右的高速增长期。”

据相关数据，2025年淘天玩具潮玩行业成交额已接近1000亿元，实现连续三年增长。根据中国玩具和婴童用品协会2025年统计的数据，全国玩具和潮玩国内零售总额约1712.2亿元，淘宝天猫的成交规模占比超过全国玩具潮玩市场的一半。淘天平台在售IP规模近15000个，超70个品牌全年成交规模过亿，近30%的品牌实现全年业绩翻倍。在用户侧淘宝天猫玩具潮玩行业新增用户近1亿，其中24岁以下年轻用户增长超1000万。淘天玩具负责人盛一在大会提出，“玩具正在跨入全龄化时代，2035年前中国将成为全球最大的全龄化玩具市场，我们正站在潮头上。”今年3月，淘天玩具潮玩行业将潮流毛绒和拼搭玩具从传统大类中剥离，正式跃升为一级类目。以毛绒品类为例，淘宝天猫18至29岁的成交占比超45%，成为绝对的消费主力，其功能已彻底打破低龄安抚属性，成为成年人寻求情绪价值的首要消费品。淘天潮玩负责人摧城介绍，过去三年，潮玩行业实现了高速增长，核心动力来自于行业基于长期对年轻消费者的研究，对趋势品类的持续拓展，涌现出越来越多的商品和越来越多的商家。

潮玩行业高速发展吸引了更多的商家跨界进入，淘天数据显示，潮玩的跨品类品牌同比增长40%。值得关注的是，潮玩正在和娱乐、游戏、赛事加速融合。业内人士认为，玩具潮玩是一条基于人口结构与消费习惯迭代的长期赛道，基于这一数据，玩具潮玩行业的核心消费群体在未来十年持续增长。

玩具潮玩行业所带来的情绪价值、悦己消费、陪伴属性、兴趣和身份认同等多重功能正在精准切中“全龄化”的各类痛点，在当前环境下需求较强，渗透率有望快速提升，且玩具潮玩的细分化、品类深耕和内容深耕趋势也将持续，以更精准覆盖市场并产生持续迭代的成长需求。

（三）投资建议

（1）免税板块：海口海关4月2日发布统计数据，今年一季度，海口海关共监管海南离岛免税购物金额142.1亿元，购物人数181.6万人次，购物数量1097.7万件，同比分别增长25.7%、18%、12%；根据海口海关数据，2026年2月海南离岛免税购物金额60.6亿元，yoy+14.8%，当月购物人次71.93万，yoy+13.28%，人均消费8427.15元，为39个月以来（2022年12月至今）的最高记录，计算同比+1.3%；1-2月，海口海关共监管离岛免税购物金额105.9亿元，免税购物人数127.9万人次，免税购物件数801.2万件，同比分别增长25.9%、16.6%以及9.9%，客单价8279.9元，计算同比+8.1%；两会政府工作报告中提出调整优化消费税征税范围、税率，并推进部分品目征收环节后移。预计消费税改革会推动地方侧重点从生产向消费推进，长期利好消费端高质量增长。我们预计完善征税体系及均衡线上线下渠道是大趋势，看好免税行业及海南自贸港渠道的受益趋势；海南离岛免税年内仍有优质增长预期，预计随海棠湾三期太古项目落地将大幅提升客流容纳能力，且免税渠道仍长期受益税收监管措施；海南公布首批岛民免税资质，共15家，其中6家免税运营商，3家外资，3家国企，3家民营。目前获批202项商品主要集中在食品、日用品、玩具等范畴，与离岛免税品类存在明显差异；中免收购DFS相关资产后，由于三亚亚龙湾DFS项目终止，中免在海南的竞争格局将进一步改善。五部门联合发布新增41个口岸免税店，横琴口岸进境免税店设立后，允许自澳门进境居民旅客在该口岸进境免税店购买一定数量(15000元人民币以内)的免税商品，预计有利于进一步促进入境消费和提升供给质量及渠道；全国加强税收监管以及后续可能的消费税后移，预计都将持续加强免税渠道的税收优势和差异化竞争能力。

后续预计免税渠道及龙头毛利率回归优质稳定区间，黄金、3C、高端香化等核心品类的价格优势逐步体现，整体受益渠道价值和封关价值将逐步体现；开年优质表现再度验证封关后海南作为优质渠道未来的发展潜力仍较大；商务部表示，将支持香港融入和服务国家发展大局，与海南优势互补，协同发展，共同在国家高水平对外开放中更好地发挥作用。机场口岸端随着新协议逐步落地实施，销售额有望逐步回暖，直邮模式预计有望逐步修复。自 2025 年 8 月浦东机场国际旅客吞吐量已经超过 2019 年同期，且继续保持增长态势，目前免税销售额距离 2019 年仍有显著空间，根据财政部最新免税支持政策，参考韩国发展路径，后续发力国产商品和市内免税店会成为公司出入境免税的增长机遇。

中国中免发布 2025 年业绩快报：收入利润端，2025 年营收 536.94 亿元/-4.9%，归母净利润 35.86 亿元/-16.0%，扣非净利润 35.44 亿元/-14.5%。2025Q4 营收 138.31 亿元/+2.8%，归母净利润 5.34 亿元/+53.5%，净利率 3.9%/+1.3pct。剔除商誉减值影响后，2025Q4 归母净利润同比 +150.6%（即 25Q4 为 8.7 亿）；毛利率与费用率端，2025 年主营业务毛利率同比 +0.51pct，2025Q4 毛利率同比 +4.12pct（提升幅度超过汇率升值部分），盈利能力显著改善。存货周转率同比 +10%，运营效率持续提升。商誉减值对全年净利润产生一定影响；业务亮点端，海南离岛免税：2025 年紧抓海南离岛免税新政及全岛封关机遇，海南重点门店春节期间销售额、进店客流创新高。其他业务：按计划稳步推进重点项目股权和资产收购（DFS 收购已交割），实现重点基础门店高效转场和开业，承接国内消费回流与全球游客增量需求。若考虑日上员工赔偿可能实际是 40 亿+，好于预期

【1】目前的封关政策更多针对的是进出口和制造业，即实施更加优惠的货物“零关税”政策。目前“一线”进口的“零关税”商品税目比例将由 21%提高至 74%，在岛内享惠主体之间可以免进口税收流通，加工增值达到 30%的可免关税销往内地。这方面的“免税”政策与实际消费相关度较低，与离岛免税不相关。【2】岛民免税目前的品类预计和离岛免税有一定差异，且目前研究方案是将多种税收集合为销售税（类似日本、新加坡的消费税模式），因此在核心品类上也会与离岛免税有一定价格差距。在购物方式上，离岛免税对于进出海南客户依旧需要对消费资格和提货方式进行特殊规定，岛民免税虽然可能同样减免一些税费，但是考虑到防止走私串货等行径，必然会匹配相应的监管措施。游客和本地居民的需求将会逐渐分化对应不同政策。【3】根据目前海南省政府的规划，海南封关后目标依旧是加快建设国际旅游消费中心。一方面，加快打造独具影响力的文旅消费新场景。将建设一批国际文旅 IP 和项目，并且同时推进现有的景区景点焕新升级，为游客提供更加丰富多元的旅游体验。另一方面，进一步营造安心、放心、开心、舒心的旅游消费环境。海南省 2024 年社零总额为 2406 亿元，而海南离岛免税经营主体销售额 470.3 亿元（离岛免税部分为 309.4 亿元），离岛免税在海南经济中一直占有举足轻重的地位，因此，近期海南省出台了离岛免税岛民即买即提的优惠政策也凸显了鼓励态度。

目前机场免税店的销售恢复明显弱于出入境客流，我们认为主要是因为原先的口岸免税店主要针对的是中国本土游客出入境需求，购买以国际品牌香化奢侈品为主，但是伴随品牌在抖音、天猫等渠道的激烈价格竞争，对国内香化价格体系造成长期扰动，免税的价格优势大幅削弱。但是对于入境外国旅客而言，国内电商的比较优势不能发挥作用，且目前政策鼓励的是引入国产品牌和新的消费品类，这有助于中国口岸和市内免税店将销售结构逐步调整到以外国游客为主，进而实现新的增长。资生堂、爱茉莉等国际香化品牌也是伴随日韩免税渠道漂洋过海，打开全球市场空间。由于国际旅行是无法被线上取代的体验，因此线下免税店作为入境旅游经济发展中至关重要的流量变现枢纽，其长期商业价值将再次被深度挖掘，关注后续市内店可能的政策优化。

从全球旅游零售和中高端香化、奢侈品销售情况以及龙头奢侈品公司业绩看，25Q2 除日本高基数外，其他亚洲区域取得较好回暖和增长，而从近两个季度恢复情况看，海南同比恢复度好于韩免渠道，有望在亚洲地区的整体恢复中保持向好态势。韩国近期受益赴日本的中国游客减少等，销售有所回升。当前海南与全球主要

香化奢侈品进入库存周期底部，后续预计毛利率也将受益于人民币升值的大趋势，免税渠道整体收入增长和盈利释放有望迎来共振。

(2) 酒店板块：根据 STR 数据，2026 包含两天清明假期的周度全国 RevPAR 较 2025 年包含三天清明假期的周度 RevPAR 同比+16.9%；2026 春节后 3 月第一周虽然全国整体 RevPAR 农历对比 2025 年约-3.7%，但第二周为+4.6%，明显好转，第三周+10.8%，第四周公历同比再度环比改善，预计主要受 2025 年春季假期后商务启动较慢的影响，后续公历进入相对高基数期仍需验证，但整体呈现向好态势。华住、亚朵发布 25Q4 及全年经营表现，25Q4 两品牌 RevPAR 均实现较明显的同环比改善。25Q4 锦江和首旅也明显呈现经营效率改善，开店质量逐步提升、渠道能力持续加强的趋势。节后整体 RevPAR 是否体现春节的虹吸效应仍待观察；酒店 REITs 项目申报逐步推进，丰富商业不动产 REITs 资产类型。根据 STR，2025 年中国内地酒店入住率指数同比-3pct，ADR 同比-1%，RevPAR 同比-3%。酒店整体产业链价值提升和赋能能力提升的大趋势加速。2026 年酒店及商务活动周期有企稳向好趋势，关注周期兑现度。2026 年预计头部酒店集团在中端及以上档次的酒店品牌验证和竞争中进入白热化，优质供给和产品逻辑将持续兑现。按携程程长营数据，25H1 供给端+11.8%，2025 全年的供给端增速约为 8~9%，预计主要为前几年仍存在观望的存量物业在寻求稳定现金流回报的商业模式、部分国有物业寻求处置和增值方案、大量单体小规模酒店和民宿进入市场等，但供给大幅进入已有改善趋势。商务环境在当前整体消费环境下，或仍承压，25H1 各星级房价有所下降，2025 年内酒店价格端竞争有所提升，整体处于缓慢修复的过程中。2025 年商务需求仍然偏弱恢复，但同比相对韧性，旅游需求韧性强，后续若商务需求得到较好修复则对于酒店大盘 RevPAR 企稳回升有较强支撑作用；当前商务需求环境下龙头集团中高端 UE 的验证继续成为产业端关键，资产运营和精细化管理逻辑突出。行业分档次看经济型 RevPAR 表现整体高于高端，但进入暑期后档次表现差异有缩小趋势。

龙头优化供给和强化产品矩阵的趋势凸显，平台和供应链能力预计逐步迎来价值兑现期。几大酒店集团 2025 年在 2024 年新开较高基础上，普遍维持较平稳的开店预期，继续注重核心品牌和各档次潜力品牌的培育和打造，同时也关注酒店布局范围和速度的提升，预计 2026 年开店速度均普遍与 2025 年保持同比较稳定；亚朵推出见野品牌，强化品牌矩阵和竞争力。2000 好店目标完成，25Q4 酒店运营毛利率 35.8%，-1.7pct（Q3 为+1.3pct），零售业务毛利率 52.6%，+2.95pct（Q3 为+0.05pct），其他业务毛利率 93.1%+28.2pct。整体毛利率 44.0%，同比+1.4pct，环比+0.6pct。销售费用率-0.6pct 至 16.5%，预计受益零售高毛利产品增速高，占比较 25Q3 由升转降（25Q3 为+2.0pct）。一般行政费剔除股权激励费后为 5.4%，+0.6pct。Q4 总店 Occ/ADR/RevPAR 同比-0.9pct/+1.5%/-0.4%（Q3 为-2.2%），亚朵同店 Occ/ADR/RevPAR 同比-2.4pct/-0.4%/-4.0%（Q3 为-5.0%），公司总店由于新开店的选址审核、议价能力持续提升，带动整体 RevPAR 表现好于同店。总店 ADR 自 2024 年初以来首次季度同比转正，RevPAR 接近打平；亚朵见野在营 RevPAR 为 430+，目前在营酒店数 55 家；亚朵 3.6 在营 RevPAR 为 380+；萨和在营酒店 RevPAR 为 950+；轻居 3 系 25Q4 在营酒店 RevPAR 同比恢复度 110%+，2025 全年恢复度为 100%+；华住关注供应链规模优势和变现空间、中高端品牌发力以及模型优化调整、中长期多品牌矩阵心智优势扩大且逐步受益扩张下沉，国内和海外均具备较强发展潜力，在行业内龙头优势和发展阶段优势凸显。2025 年城际酒店全年开业、签约项目双破百。25Q4 收入 65.25 亿/+8.3%，超过此前+2%~6%的指引上限，其中管理加盟 30.23 亿/+21.0%，达到此前指引+17~21%的上限，Legacy-Huazhu 收入 52.25 亿，+9.2%，超出指引+3~7%的区间。25Q4 的 GMV 281 亿元，同比+18.4%（25Q3 为+17.5%），增速环比提升。25Q4 经调 EBITDA 为 21.94 亿/+76.1%（上季+18.9%），其中 Legacy-Huazhu 18.65 亿/+24.9%（上季+16.9%），DH 3.29 亿/扭亏，24Q4 为-2.47 亿；调整后净利润 12.97 亿，+304.0%（上季为+10.8%）。DH 本季经调 EBITDA 和经营利润持续改善趋势且改善幅度进一步加大，其中 DH 经营利润大幅扭

亏为盈，得益于 Q4 的 RevPAR+7.0%且持续控费（25Q3 为+6.4%）。Q4 整体 Occ/ADR/RevPAR 分别同比-1.6pct/+4.1%/+2.0%；锦江酒店春节假期前 8 天累计接待住客人次同比+43%，外国游客人次同比+53%，整体入住率+14%；26Q1 整体 RevPAR 同比增长，2026 年预计直营减亏趋势良好，海外持续减亏约 1 亿元以上，中高端等矩阵模型逐步迭代和完善，直销渠道收入保持稳健增长态势；首旅酒店 25Q4 经营效率明显改善，开店质量明显提升，截至年末 pipeline 结构中标准管理酒店占比超 70%，同比提升约 20pct。

经营效率端，25Q4 明显改善，10~11 月各龙头 RevPAR 表现较正面，带来修复动能预期，Q4 整体 RevPAR 表现正向，26Q1 从各龙头表现看，基本维持 RevPAR 同比增长态势。龙头酒店集团经营指标在 25Q2 继续承压且预期后续季度仍有压力。亚朵 25Q4 零售收入 11.66 亿/+52.4%。2025 全年零售收入 36.7 亿元/+67%（快于此前+65%的增速目标，年内多次上调）。亚朵星球深睡标准的发布，为产品的高品质和高一致性树立了标杆，深度重塑上游产业链形成核心壁垒，并且逐步解决了前端产能瓶颈。深睡记忆棉枕 Pro 系列自推出以来累计销量已超 1000 万件。被子品类全年 GMV 同比增长超 90%，市场份额持续提升。新品类床笠和家居服在 2025 年获得积极的市场反馈；华住 25Q4 整体 Occ/ADR/RevPAR 分别同比-1.6pct/+4.1%/+2.0%，25Q3 为-0.8pct/+0.9%/-0.1%，可见 ADR 同比提升增速明显，带动 25Q4 整体 rp 同比转正；Q4 同比 2019 同期为-3.8pct/+24.1%/+18.3%，25Q3 为-3.6pct/+24.1%/+19.1%，恢复度基本环比接近。同店 Occ/ADR/RevPAR 分别同比-3.0pct/+1.2%/-2.5%（25Q3 为-2.1%/-2.3%/-4.7%）：其中同店 RevPAR 经济型/中高端-2.5%/-2.5%（25Q3 为-4.5%/-4.8%），同店 RevPAR 下滑幅度环比继续明显改善，反映当前行业供给基本缓和，需求逐步企稳向好，同时延续公司自 25H2 以来的改善领先趋势；

（3）餐饮板块：26Q1 茶饮餐饮外卖补贴力度退坡持续发生，自 25Q4 已有较明显信号，需要具体分析对不同公司竞争格局、收入变化、成本结构的综合影响幅度找寻 α 方向；港股餐饮公司发布 2025 年报，主要赛道龙头 2025 年业绩符合预期，2026 年预计行业仍可能受原材料价格波动、竞争格局重塑、外卖补贴退潮等因素影响。自身的强运营和组织能力仍是竞争基础和核心。涨价逻辑预计并不会成为年内餐饮业利润改善的助力。预计年内各餐企平衡毛利率和客户满意度之间的关系，中毛利率且一定程度让利消费者成为主流方向。各企业探索第二曲线动作频繁；对于茶饮行业来说，预计外卖补贴若退潮，则对于直营或加盟模式的影响比较复杂，核心仍看品牌旗下加盟盈利状况如何，以及 2025 年高峰期下品牌如何选择控制外卖占比，具体影响需具体分析。今年茶咖赛道的融合，以及咖啡赛道的竞争预计有明显加剧的趋势。茶饮行业进入下半场，产品升级周期或成为主导。

预计年内餐饮行业整体有望受益于消费磨底复苏，故而预计龙头餐饮中受益品质和体验升级的优质供给有望受益 β 趋势；茶饮仍受益平台补贴趋势，预计 2026 上半年仍维持，同店表现在补贴错期的情况下仍预期有较好表现。关注近期 IPO 交表及上市初期餐企，多数聚焦休闲餐饮和性价比餐饮赛道，从当前行业发展趋势看，当前由供应链和组织架构领先带来的细分赛道绝对性价比优势成为核心壁垒。近期赛道龙头价格竞争有所缓和，预计龙头议价能力将进一步突出；2 月 CPI 环比上涨 1.0%，为 2024 年 3 月以来最高值，同比+1.3%，为 2023 年 2 月以来最高值，一定程度受益于春节消费刺激。其中服务价格环比+1.1%，涨幅比上月扩大 0.9pct。外卖平台补贴战或仍将持续。餐饮龙头 11 月表现相对稳定，出现一定分化特征，行业供给端目前判断仍处较激烈竞争环境下。茶饮龙头仍维持稳定增速，预计 26H1 平台仍有补贴或龙头精准补贴，龙头有望凭借补贴错期和自身优质成长及补坪效措施带来明年初优质同店验证。社零表现好于大盘。餐饮近两年进入供给优化期的趋势明确。以茶饮行业为例，2025 年内平台补贴等带动行业整体单量快速提升，日均外卖单量突破 2 亿。但首先从开店数量来看，虽然主要的几十个茶饮品牌年内开店数量同比总体较稳定，但开店红利年内明显主要被头部 3~4 家获得，其新开店占整体新开店比例快速提升，根据壹览商业的数据，从过去两年头部三家占据新开店约三分之一，提升到今年 Q3 约占据 55%~60%；第二，从盈利能力角度看，餐饮行业内各品牌以及不

同体量和影响力的商家，对于外卖补贴大战的体感差距较大，比如对于茶饮头部企业之一古茗来说，补贴前后，加盟商分渠道来看，堂食和外卖的实收比例均没有发生明显变化，即在不同场景下加盟商的分渠道盈利能力基本保持稳定，而结构性的实收比例拉低也很好地被大幅提升的单量所抵消甚至进一步拉升整体利润。而部分中腰部及以下品牌在平台改变补贴比例的情况下，外卖单已面临较难产生利润的情况，但为不丢失份额，又必须应对外卖订单。同时，从 9 月以后各品牌所感受到的补贴力度减弱幅度，也可感觉到各品牌体感存在明显差异，**预计若 2026 年平台补贴力度明显退潮，将不排除平台改为精准补贴**，26Q1 情况看，补贴确实还是有环比下降趋势，且多数茶饮品牌开始主动控制外卖占比。

从供给端看，以红餐网大数据来看，截至 2025 年 8 月末，全国餐饮门店数量超 760 万家，同比-1.9%，2025 年初至 8 月，全国餐企注册量 166 万家，同比-11.4%。而从细分品类看，门店数量增加的细分赛道主要为今年受益于补贴等因素的现制饮品，以及中式正餐，其他赛道基本都同比下滑，其中火锅、亚洲料理等赛道下滑幅度较明显，该趋势整体符合我们判断 2023 年后餐饮业进入供给侧优化的状态，2023 年行业仍出现大量供给涌入和净增加，但 2024 年明显净增收窄，而 2025 年出现一定幅度的下滑，后续即 2023 年后逐步开始普及的餐饮精细化管理和核心竞争壁垒重要性逐步凸显，龙头份额进一步提升，出海模型持续验证，逐步呈现穿越周期的样貌。

餐饮整体连锁化率逐步稳健提升，且各个赛道基本均保持提升态势，其中现制饮品赛道连锁化率领先，达到近 50%；**从消费客单价看**，2024 年各餐饮赛道基本均为同比下滑，其中现制饮品和烘焙甜品下降幅度超 10%。而以 2025 年 8 月数据看，各赛道在 2024 年偏低基数情况下，客单进一步下滑，且现制饮品、亚洲料理、中式正餐、烧烤、西餐的下降幅度大于 2024 年，其中现制饮品预计受到平台补贴等因素扰动，但整体反映出餐饮行业当前竞争仍然激烈的状态，供给端逐步达到高峰下，对赛道内各品牌均产生较大压力。

2026 年及未来数年，龙头餐饮将着重在供应链优化、运营效率提升、多品牌和多发展曲线探寻等方面持续发力的趋势判断不变，建议优选供应链和组织效率领先优势较大、品牌效应和迭代优势较大的品牌，穿越周期属性更强。**重点关注：古茗**（当前在餐饮赛道 α 属性突出。2025 年经调业绩超预期，开店较超预期，预计 2026 年延续 2025 年开店超预期趋势，同店有望实现正向增长，新店型店效表现较老店更突出；供应链议价能力较突出，咖啡表现及杯数占比比较优且基本实现门店全覆盖，赛道竞争力逐步强化，推新和组织架构执行力进一步增强，单店数据当前仍保持优质增长，外卖实收比例稳定，北方等潜在市场空间较大。毛利率预计稳定）、**蜜雪集团**（2026 由于产品和供应链调整策略，预计毛利率合理承压。第二曲线探索较积极，现磨咖啡、鲜啤等业态逐步推进。由于其独特生态位，其在成本控制力和 margin 稳定性上具有较强优势，预计其毛利率仍然在近年保持稳定水平，供应链议价能力持续提升。美国首店开业预计带来海外逻辑验证，供应链议价能力、产能、稳定性突出，幸运咖及海外市场持续改善明显，旗舰店表现优质且营业额贡献较大仍将持续推进）、**瑞幸咖啡**（25Q4 同店增速略不及预期，反映出平台补贴规则有所弱化以及咖啡赛道竞争有所强化。海外市场逐步验证且潜力较大，国内细分赛道份额较高，前端供应链优势较大）、**百胜中国**（未来同店及系统销售额增速指引较优。27~28 预计年化 9~10 亿美金股东回馈较超预期。主力品牌持续开店且 margin 稳定改善，新模式提供新增长，股东回馈较高）、**海底捞**（创始人回归带来未来调整改革预期，副牌战略预计将调整更加清晰，副牌成长性值得期待，主品牌稳定性较高且后续有望逐步回归净增长稳定趋势，25H2 翻台整体较稳定，整体表现稳健）、**达势股份**（受益品质餐饮逻辑和线下消费可能改善的预期，25H2 预计同店表现较正向，部分新店将逐步打开外卖和折扣活动，预计对同店支撑力较强。赛道竞争环境和成长性优质，单店势能仍维持高位，核心竞争壁垒较强，中长期业绩成长空间大，margin 持续优化）。

（4）景区及休闲度假游板块：清明假期旅游总收入较 2019 同期修复度创下 2023 年以来节假日新高。旅

游出行和体育赛事经济预计仍将是今年拉动内需消费增长的重要驱动力。春节假期重点上市景区客流普遍增长亮眼。国办发布《加快培育服务消费新增长点工作方案》，预计持续利好服务业及出行消费；

旅游仍为促进内需发展的重要抓手，2026 年预计政策持续发力。根据航班管家数据，2025 全年民航旅客运输量 7.7 亿人次，同比+5.5%，同比 2019 年+16.7%；民航客座率较 2024 年+1.7pct；2025 民航国际客运航班恢复至 2019 同期的 87.8%；2025 年经济舱票价同比-3.1%。2025 年内旅游板块走势部分受到客流高基数、天气影响等而有所承压，我们在 2025 年投资策略报告中预计 2025 年景区和旅游板块的主要逻辑转变为新场景的落地、优质资产的注入，而年内相关案例较少的情况下，内生成长确实产生压力。新场景端，如低空旅行、AI 互动和机器人等业态仍处在快速发展期，与文旅结合的成熟时间点尚待验证，而优质资产注入的案例也偏少。预计 2026 年该两个方面仍然是文旅发展的主线逻辑。

OTA：OTA 巨头面临的监管压力有望逐步缓解，近年仍有望在入境游和旅游 AI 等领域发挥重要的赋能作用。互联网巨头入局预计将对行业竞争模式和迭代周期产生一定影响，行业趋势上需要积极应对，需要拓展市场空间以及协作共赢。互联网巨头过往核心比较优势在于 C 端流量集中和分发，而且在当前 OTA 的核心竞争模式中，预计对于机酒等高性价比资源的获取、机票联程计算等技术环节，以及下半场的定制游规划、UGC 内容生态、AI 等也有一定优势，预计有望在 2026 年迎来低基数下 GMV 的快速增长，从而获得一定的市场份额。而龙头 OTA 凭借长周期在该行业积累的垂类互联网认知、细节迭代，以及比较优势，仍维持行业领先地位，后续预计在出行定制化服务、内容生态构建、AI 能力提升、O2O 等方面持续发力，并借助先发优势快速获取较大的能力提升。

三峡旅游：新游轮建设逐步推进且有望加速，有望受益消费需求持续释放。**九华旅游：**25H1 业绩表现较优。年内持续受益池黄高铁及公司接待体验提升对客流的逐步培育效应，以及景区内部交通供给提振等逻辑。受益交通改善、池黄高铁开通后客流逐步培育、内部古村及酒店改造等项目推进等；**长白山：**截至 11 月 5 日景区年度游客接待量已突破 340 万人次，较去年提前近 2 个月，创历史新高。2025 年 1-12 月份，长白山主景区共接待游客 367.73 万人次，同比增长 7.9%。受益沈白高铁通车，开通运营后北京朝阳站、沈阳北站至长白山站最短旅行时间分别为 4 小时 33 分钟、1 小时 53 分钟，较现行分别压缩 1 小时 23 分钟、1 小时 31 分钟；**同程旅行：**25Q3 业绩及降本增效表现优质，接入 DeepSeek 提升自身深度服务能力，受益当前旅游需求韧性；**关注互联网巨头入局酒旅的战略变化。**全年收入预期略有下调至+13%~18%，全年 ANP 略提升至 33~34 亿元。度假受泰国等影响，一季度收入或有所下降。其他收入驱动力预计主要是酒管和线上旅行社。两大核心业务酒店和交通票维持稳定增速，产业链赋能推进，出境业务占比逐步提升，2024 年加强海外业务投资。赛道竞争格局优势较大。

(5) 博彩板块：关注 3 月 ggr 恢复度或较 2 月明显提升，龙头股息率持续提升趋势，估值偏低位置有望反弹。

3 月澳门 ggr 为 226.12 亿澳门元，约恢复至 2019 同期 87.5%，同比+15.0%，略好于此前预期。恢复度环比 2 月+6.2pct，明显好转且逐步接近 25H2 约 9 成的恢复水平。今年 1~3 月 ggr 整体为 658.73 亿元，恢复至 2019 同期的 86.5%，同比+14.3%。3 月 ggr 恢复基本延续了 2 月末较强劲的表现，验证博彩行业成长逻辑尚未明确终止。2025 全年澳门博彩表现主要系 VIP 和高端中场收入增长。25Q2~Q3，贵宾厅增长对澳门总收入增长贡献 5.5%，中场为 3.9%。中场中高端中场表现较好；**客流端**，2026 年 2 月访澳旅客共 417.29 万人次，约恢复至 2019 同期 117.7%，较 1 月恢复度+11.2pct，春节假期致 2 月大陆游客占比 79%环比+5pct，大陆游客较 19 同期恢复度 128.6%，是历史最高月份。2 月国际旅客 200848 人次，同比-3.3%。东南亚，菲律宾旅客同比

+16.3%；印尼旅客、泰国旅客分别-22.3%及-11.4%。南亚的印度旅客同比+42.5%；东北亚的韩国旅客-5.6%。长途客源中，美国旅客 11142 人次，同比+5.5%；酒店端，2 月澳门酒店入住率 94.6%，同比+4.0pct（上月为+0.2pct）。其中五星级(96.5%)、四星级(93.7%)，以及三星级(90.9%)酒店的入住率分别+2.8、+8.6，+3.6 个百分点；住客同比+10.1%至 122.6 万人次。中国内地(95.5 万人次)及香港特区(12.4 万人次)住客分别+11.8%及+6.6%；国际住客(8.1 万人次)同比-5.7%，当中日本住客-32.5%，韩国、泰国分别+1.3%及+0.6%。

3 月 ggr 恢复度环比较好，且考虑到 25H1 基数偏低，yoy 较高有望支撑全年同比增速，澳门 ggr 整体成长性仍未被证伪；结合金沙、银河 Q4 表现看，金沙末期股息提升优质，大众市场消费力仍有待企稳好转，中高端市场也仍需投入较高营销费用；银河娱乐 25Q4 收入和 ebitda 高增，但主要受到赢率偏高幅度较大的利好，主要物业投注额环比 25Q3 较为稳定，但 2025 全年利润分红比例超 60%，环比提升符合此前 CB 表述，且博彩桌增加的审批有望带来增量。仍可持续期待后续 capex 稳定且澳门唯一金牛属性带来的分红持续提升预期；2026 仍关注高端和超高端中场布局，关注核心物业增量及市占率提升逻辑明确、股东回馈超预期提升、现金流优质、海外市场拓展逻辑顺畅、EV/EBITDA 在前期回调中已提升性价比。

投资逻辑上首先仍然关注标的的三大要素：市占率变化、股息率、EV/EBITDA 估值。其中估值中枢又将受到 GGR 整体恢复度的高频影响，分情景假设，若较 2019 同期的恢复度持续在 90%附近或环比有所成长，则对于龙头的 EV/EBITDA 估值中枢接受度预计将有所提升，若恢复度在 85%附近或以下，则成长逻辑可能受到挑战。结合年内 6~10 月的 GGR 变化趋势来看，预计 9、10 月部分扰动主要受到一些一次性因素影响，如台风天气、景区改造、亚洲其他国家热门赛事活动对于节假日的分流等等，在正常环境下同比仍保持较强劲增速，暑期趋势得以延续，明年预计仍将在 ggr 端有稳定增速。

建议关注：银河娱乐（2025 全年利润分红比例超过 60%，环比持续提升，受益赢率，25Q4 贵宾及中场 ggr 较 19 同期恢复度均创 2023 以来新高；仍有增量物业预期、非博彩场馆优质，未来获取市占率提升的概率较大。中场业务增长亮眼，业绩表现优质。股息率持续提升。现金状况优质。海外发展潜力较大）、**金沙中国有限公司**（2025 年末市占率快速提升，后续市占率提升可能性较大，股息率逐步向好且有望在 2026 年继续迎来较大幅度提升，非博彩能力较强，伦敦人逐步培育丰富中高端业态）、**美高梅中国**（优质运营能力、物业体验、智能化。股息率领先，受益中高端业态需求提升而获取稳健市占率，估值具备优势）。

（6）可选消费板块：建议关注：①医美化妆品赛道具备修复和国产品牌份额提升逻辑，龙头产品矩阵和研发持续完善中，建议关注经营效率和弹性和龙头的研发创新趋势，**上海家化、毛戈平、润本股份**；②建议关注细分赛道龙头的长期发展空间，金价表现有望受益地缘政治博弈和美国降息预期、外贸环境等持续提升，预计黄金需求具有较强的持续性和稳健性，关注如黄金珠宝板块**菜百股份、潮宏基、老凤祥**；关注零售板块整体政策利好和调改差异化效果，关注本地零售与消费提振政策的敏感性和关联度，关注**名创优品、多点数智、步步高**等。

（7）跨境电商板块：近期关注美国关税变化与稳定水平，全球地缘形势变化等多重影响。当前美国进入降息周期，海外市场可能逐步进入通胀回升期，黑五超预期增长展现美区整体消费力仍较强，关税等影响短期进入缓和周期。**TikTok Shop 2025 年 GMV 接近千亿美元规模**，仅次于亚马逊、沃尔玛、Shopee、eBay，在海外主流电商平台中排名第五、增速第一。**Temu 全球市占率 2025 年快速上升至接近亚马逊水平**。贸易争端有望朝逐步博弈平衡的方向发展，龙头企业逐步发展出适应新竞争环境的能力，当前凭借坚挺汇率、全面优质的产业链体系和产能、不断升级迭代的产品质量、海外广阔市场的成长机遇，仍将成为中国经济的长期拉动引擎。出口产业预计整体有所受益，且预计对拉动国内国际双循环具有重要作用；出口产业仍将是未来很长一段

时间中国经济增长的重要支撑。从全球视角来看，即使年内存在美国关税的扰动，但世界各国与中国的贸易关联度仍在逐步提升。中国制造业整体质量和品牌效应，以及海外主要市场市占率也在快速攀升。而当前世界主要国家仍然面临着产业链能力不足、战略品类供应紧张、补库周期扰动、供需导致的通胀等问题，依托中国产业链进口来保持从生产到生活到科技品类等稳定核心产品稳定供应的需求越来越强。

GEO 有望重塑跨境电商服务和营销模式，GEO 即生成式引擎优化，核心是通过结构化信息输出，提升企业在 ChatGPT、Claude 等 AI 工具中的推荐权重。当全球买家以特定问题为 query 向 AI 提问时，经 GEO 优化的企业信息将获得优先展示位。合理运用 GEO 的选品公司或品牌公司有望获得营销端明显的优势，而这另一方面也是对当前买家端工具升级后必须要做的应对。GEO 技术后续有望成为跨境电商卖家的核心壁垒之一。

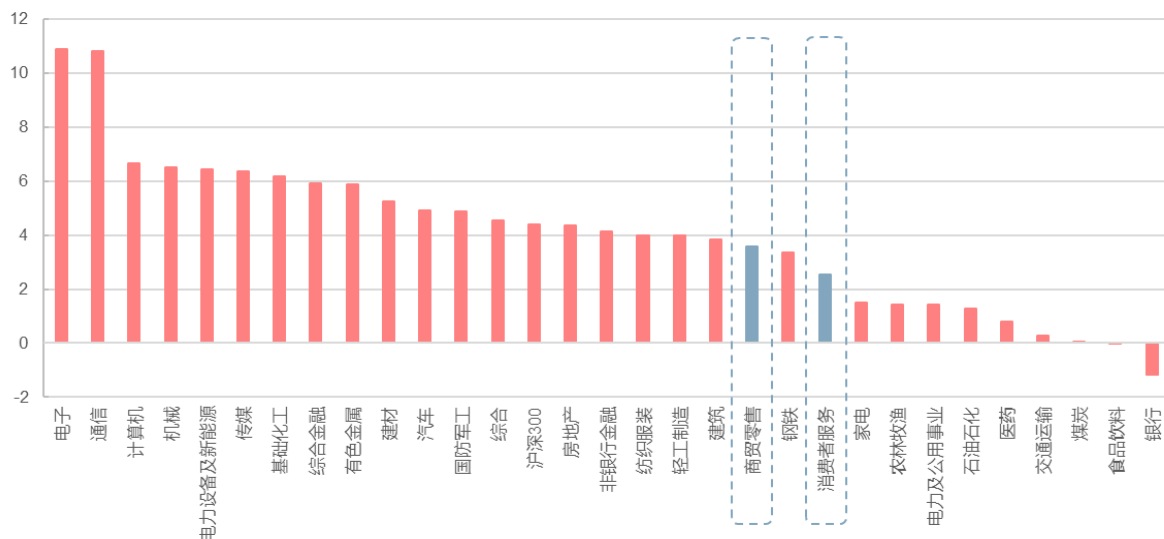
从跨境电商发展角度看，今年在备货节奏、销售节奏、税负成本等环节，均受到美国加征关税等外部因素的较大影响。从节奏上看，上半年 4 月份外贸形势达到低点，4 月 8 日美国宣布对中国商品加征 91% 的报复性关税，彼时头部卖家普遍在美国尚有一个季度左右的库存，情绪低点时销售毛利率和出货未受明显影响，且采取提前转移部分美区产业链至东南亚国家，C 端通过部分产品提价和产品矩阵迭代等模式，积极应对关税风险。5 月中旬日内瓦协议即取消了 91% 的报复性关税，但实际税负仍有超 50%，且 T86 小包免税的政策也被正式取消，使部分小包直邮卖家也实际要承担较大的边际关税增量。进入下半年，随着头部卖家在北美的库存逐步消化完毕，出口关税提升的实际影响逐步显现，但因为转移产能和产品及价格结构性调整的影响有所对冲，使龙头整体表现仍偏稳定，同时具体影响也会因为美区占比高低、产品科技属性和品牌效应、北美产能转移程度的差异而存在较明显区别。

绿联科技：预计 2026 年初 NAS 海外销量及市占率均取得亮眼提升，AI NAS 受益众筹及需求的快速提升。25H2 收入端大幅增长，预计境内和境外均取得较好增速，境外业务保持高增态势。同时品类端预计受到 NAS 产品认可度迅速提升带来的快速增长、国内移动电源 3C 认证要求提升带来的份额提升、公司渠道端包括线下渠道的快速布局 and 渗透、AI 等周边产品逐步成长等因素推动；同时公司利润率优化，也主要受核心品类毛利率向好及费用率优化，25Q3 公司整体毛利率 37.2%，同比+0.66pct。预计 NAS 产品在高毛利率的主要欧美国家进入并提升份额，带动整体毛利率向好。3C 类充电类产品也优化价格和毛利率等；**安克创新：25Q4 扣非业绩超预期，高毛利率产品占比明显提升。**UV 打印机逐步推进渠道销售，预计 2025 年末召回影响、关税及美国国会调查冲击、产能转移等影响逐步消化完毕，明年中大充仍受益欧洲缺电等趋势和本身产品差异化优势，创新类目市占率持续提升，智能产品有望带来新预期。25Q3 营收+19.88%，归母+27.76%，扣非-2.92%。25Q3 营收增速部分受到移动电源召回等影响，整体符合预期。毛利率在 25Q3 受到前期低成本备货销售出清、高成本库存开始销售的情况下，仍然有较好表现，预计得益于成本优化、供应链效率提升和部分品类定价策略调整，同时对美区出口的产能也在逐步迁移降低影响。线下渠道收入 66.23 亿元，同比+33.76%，已占整体收入 31.5%。坚定投入研发创新和品牌建设以构筑长期核心竞争力。25Q3 旗下各品类发布多款新品；**赛维时代：**去年三季度公司受到新品大幅推进、备货等费用投入，今年 Q3 优化投入力度和运营，实现同比扭亏。非服业务目前整体仍产生业绩拖累。整体今年经营策略更稳健，新品开发节奏都有所控制。从关税扰动影响看，今年 4 月部分产品通过涨价控制销量，Q2~Q3 服装增速比之前略有放缓，但整体仍保持较好增长。非服业务自去年三季度以来持续在处理消化。

（四）板块行情

本周消费者服务行业涨跌幅 2.56%，跑输上证综指 0.18 pct，跑输沪深 300 指数 1.85 pct，在中信一级指数排名第 21；商业贸易行业涨跌幅 3.59%，跑赢上证综指 0.85 pct，跑输沪深 300 指数 0.82 pct，在中信一级指数排名第 19。

图 15:本周各板块指数涨跌幅（单位，%）



数据来源: Wind, 中信建投证券

截至 2026 年 4 月 10 日，中信消费者服务板块 PE TTM 为 33.20，较上周的 32.38 上升 0.82。

截至 2026 年 4 月 10 日，中信商贸零售板块 PE TTM 为 24.36，较上周的 23.58 上升 0.78。

图 16:沪深 300、CS 消费者服务、CS 商业贸易板块市盈率对比

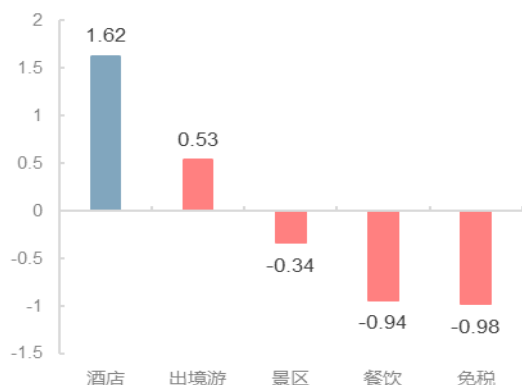


数据来源: Wind, 中信建投证券

（五）子行业表现

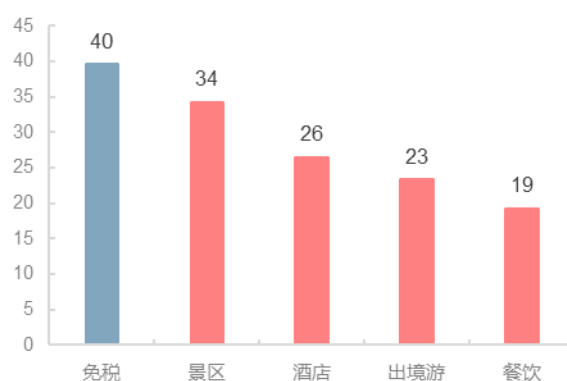
休闲服务行业子板块中，酒店板块本周涨跌幅第一，涨跌幅为+1.62%。其余板块中，出境游>景区>餐饮>免税，涨跌幅分别为+0.53%、-0.34%、-0.94%、-0.98%。免税板块估值水平最高，PE 达 40 倍。其余板块中，景区>酒店>出境游>餐饮，分别为 34、26、23、19 倍。

图 17:休闲服务子行业涨跌幅（单位：%）



数据来源：Wind，中信建投证券，注：总市值加权平均

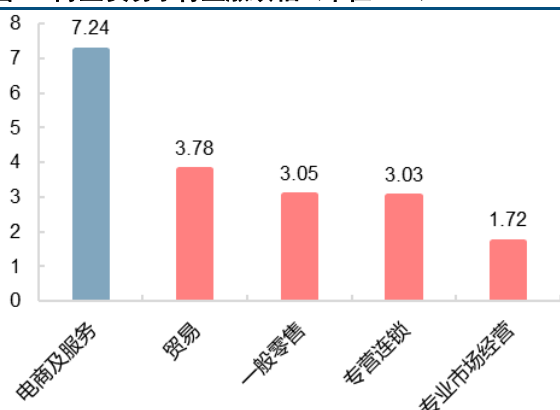
图 18:休闲服务子行业 PE（TTM 整体法，剔除负值）



数据来源：Wind，中信建投证券

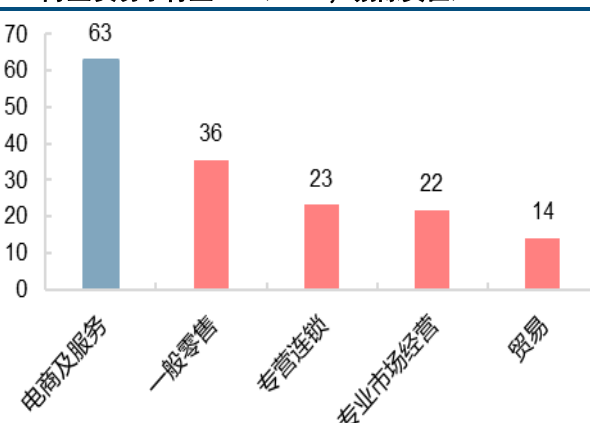
商贸零售行业子板块中，电商及服务板块本周涨跌幅第一，涨跌幅为+7.24%。其余板块中，贸易>一般零售>专营连锁>专业市场经营，涨跌幅分别为+3.78%、+3.05%、+3.03%、+1.72%。估值方面，PE 自高而低分别为电商及服务>一般零售>专营连锁>专业市场经营>贸易，PE 分别为 63、36、23、22、14 倍。

图 19:商业贸易子行业涨跌幅（单位：%）



数据来源：Wind，中信建投证券

图 20:商业贸易子行业 PE（TTM，剔除负值）



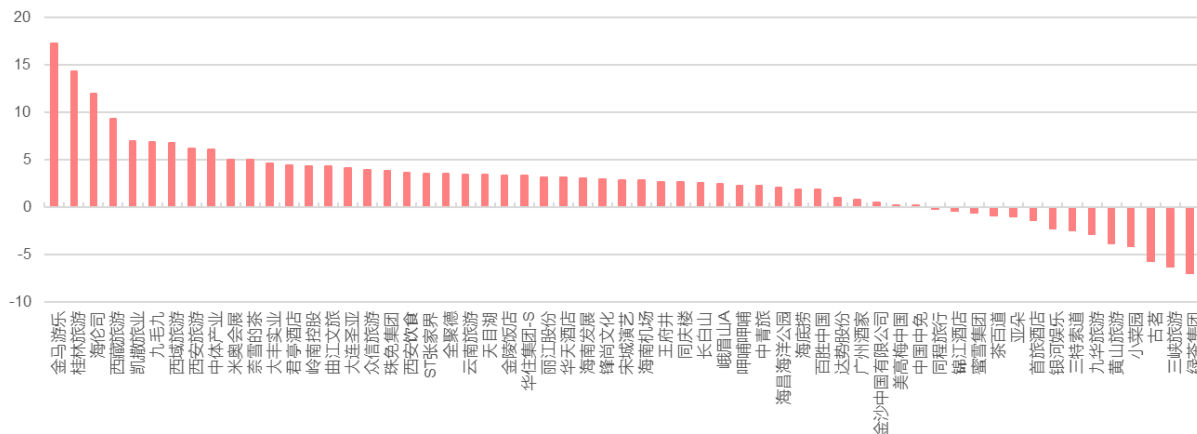
数据来源：Wind，中信建投证券

个股表现：（1）休闲服务：个股周涨跌幅方面，本周中信消费者服务板块涨跌幅前五公司分别为金马游乐、桂林旅游、海伦司、西藏旅游、凯撒旅业；涨跌幅后五公司分别为绿茶集团、三峡旅游、古茗、小菜园、黄山旅游。

（2）商业贸易：个股周涨跌幅，本周中信商贸零售板块涨跌幅前五公司分别为安克创新、壹网壹创、零点有数、水羊股份、丽人丽妆；涨跌幅后五公司分别为汇通达网络、上海家化、高鑫零售、名创优品、红旗连

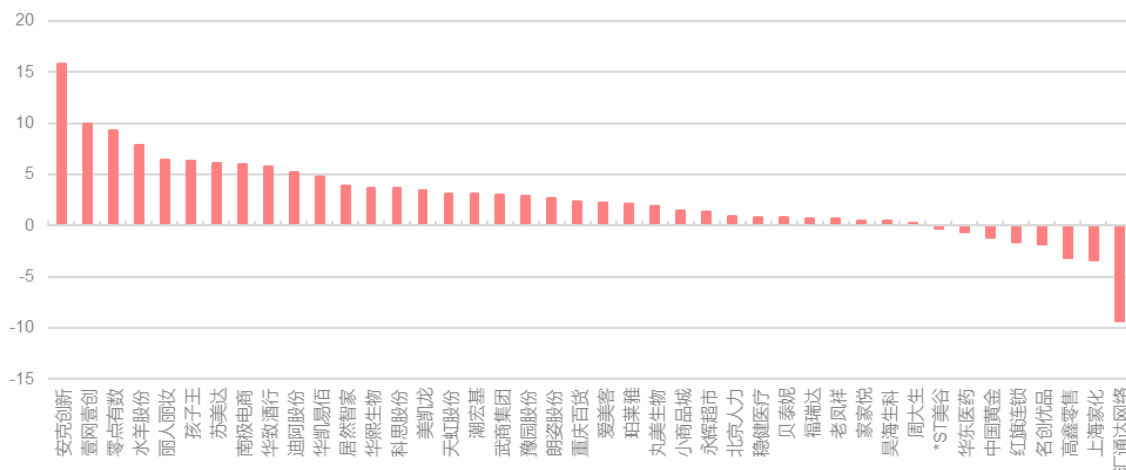
锁。

图 21:本周休闲服务板块个股涨跌幅(%)



数据来源: Wind, 中信建投证券

图 22:本周商业贸易板块个股涨跌幅(%)



数据来源: Wind, 中信建投证券

表 1: 大盘及社服商贸板块个股涨跌幅(%)

指数		消费者服务				商业贸易			
		涨幅前五		换手率前五		涨幅前五		换手率前五	
上证综指	2.74	金马游乐	17.19	绿茶集团	25.06	安克创新	15.83	美凯龙	18.80
深证成指	7.16	桂林旅游	14.31	桂林旅游	24.46	壹网壹创	9.95	壹网壹创	8.85
上证 50	2.44	海伦司	11.90	中体产业	15.83	零点有数	9.34	中国黄金	5.80
沪深 300	4.41	西藏旅游	9.26	陕西旅游	9.08	水羊股份	7.84	居然智家	5.43
创业板指	9.50	凯撒旅业	6.94	西藏旅游	8.91	丽人丽妆	6.42	丽人丽妆	5.17
消费者服务	2.56	跌幅前五		换手率前五		跌幅前五		换手率前五	
商贸零售	3.59	黄山旅游	-3.83	华住集团-S	0.34	红旗连锁	-1.66	老凤祥	0.90
道琼斯	3.04	小菜园	-4.12	海伦司	0.28	名创优品	-1.87	豫园股份	0.55
标普 500	3.56	古茗	-5.64	百胜中国	0.27	高鑫零售	-3.21	昊海生科	0.51
纳斯达克	4.68	三峡旅游	-6.22	呷哺呷哺	0.17	上海家化	-3.37	汇通达网络	0.20
USD/CNY	-0.40	绿茶集团	-6.99			汇通达网络	-9.36	高鑫零售	0.20

资料来源: Wind, 中信建投证券, 注: 周换手率统计 A 股中板块换手情况(基于自由流通股)

休闲服务沪深港通持股：截至 4.10，港股通中持股占总股本比排名前三为中国中免、九毛九、同程旅行。

表 2：休闲服务沪（深）港通持股一览（截至 2026. 4. 10）

分类	证券代码	股票简称	持股数量/万股	持股占比	上周持股占比	年初持股占比
港股通	1880.HK	中国中免	4,183	33.37%	32.85%	5.30%
	9922.HK	九毛九	22,120	15.89%	15.96%	15.32%
	0780.HK	同程旅行	30,697	13.03%	13.07%	5.97%
	2255.HK	海昌海洋公园	154,190	11.66%	11.81%	8.72%
	0520.HK	呷哺呷哺	11,715	10.77%	10.85%	19.92%
	1405.HK	达势股份	1,393	10.58%	10.31%	3.13%
	6862.HK	海底捞	54,624	9.79%	9.64%	3.75%
	0880.HK	澳博控股	59,645	8.39%	8.40%	7.31%
	0200.HK	新濠国际发展	16,481	7.24%	6.90%	3.96%
	2097.HK	蜜雪集团	943	6.23%	6.38%	0.00%
	1364.HK	古茗	14,295	6.00%	6.05%	0.00%
	0308.HK	香港中旅	32,892	5.93%	5.97%	2.05%
	0999.HK	小菜园	6,724	5.70%	5.79%	0.00%
	9987.HK	百胜中国	1,990	5.66%	5.55%	2.13%
	0341.HK	大家乐集团	2,566	4.41%	4.41%	1.04%
	2555.HK	茶百道	5,446	3.68%	3.66%	0.00%
	1128.HK	永利澳门	12,913	2.44%	2.42%	2.60%
	2282.HK	美高梅中国	7,945	2.08%	2.09%	1.64%
	0027.HK	银河娱乐	7,075	1.61%	1.60%	0.52%
	1928.HK	金沙中国有限公司	10,440	1.28%	1.28%	0.84%

资料来源：Wind，中信建投证券

公司动态

（一）休闲服务板块

1.【曲江文旅】（代码：600706.SH）

公司控股股东西安曲江旅游投资（集团）有限公司，持有公司股份 83,942,873 股，占公司总股本的比例为 32.91%；本次被司法拍卖的 17,585,141 股占公司总股本的 6.89%。本次拍卖后续还涉及竞买人缴纳拍卖余款、法院执行法定程序、股份变更过户等环节，其最终结果仍存在一定的不确定性。如未来股份完成变更过户，旅游投资集团仍持有公司股份 66,357,732 股，约占公司总股本 26.02%，不会导致公司控股股东及实际控制人发生变化。

2.【海底捞】（代码：6862.HK）

本公司董事会获其控股股东、执行董事、董事会主席兼首席执行官张勇先生告知，基于其对公司价值的认可，以及对公司整体业务发展、中国经济发展前景及消费市场增长潜力的积极判断，其计划自本公告日期起的 12 个月内，在公开市场以其自有资金直接或透过其控制的实体增持本公司股份，以增加其于本公司的持股，金额不少于一亿港元（「增持计划」）。

3.【三特索道】（代码：002159.SZ）

发布 2025 年报，实现营收 6.38 亿元，同比-7.81%。实现归母净利 1.43 亿元，同比+0.96%。

（二）商业贸易板块

1.【红旗连锁】（代码：002697.SZ）

发布 2025 年报，实现营收 95.56 亿元，同比-5.61%。实现归母净利 4.81 亿元，同比-7.78%。

2.【小商品城】（代码：600415.SH）

发布 2025 年报，实现营收 199.27 亿元，同比+26.62%。实现归母净利润 42.04 亿元，同比+36.76%。

3.【孩子王】（代码：301078.SZ）

发布 2025 年报，实现营收 102.73 亿元，同比+10.03%。实现归母净利 2.98 亿元，同比+64.21%。

4.【安克创新】（代码：300866.SZ）

发布 2025 年报，实现营收 305.14 亿元，同比+23.49%。实现归母净利 25.45 亿元，同比+20.37%。

5.【豫园股份】（代码：600655.SH）

经财务部门初步测算，公司预计 2026 年第一季度实现归属于母公司所有者的净利润为 16,000 万元左右，与上年同期（法定披露数据）相比，将增加 10,817.26 万元左右，同比增加 208.72%左右；公司预计 2026 年第一季度实现归属于母公司所有者的扣除非经常性损益的净利润为 9,000 万元左右，与上年同期（法定披露数据）相比，将增加 26,895.29 万元左右，同比增加 150.29%左右。

6.【若羽臣】（代码：003010.SZ）

公司全资孙公司 Ruoyuchen International Limited（若羽臣国际有限公司）拟以自有或自筹资金 4,382.21 万美元（以董事会召开日汇率折合人民币约 2.99 亿元）的价格收购 Bespoke GlobalLP 附属子公司 Bespoke Holding Corporation、Emo Laszlo Group Ltd（含其下属公司，以下合称“标的公司”或“目标公司”）100% 股权，并与交易对手方签署《股份购买协议》。本次交易完成后，公司将成为目标公司的控股股东，目标公司将纳入公司合并报表范围。

行业动态

（一）休闲服务板块

1. 清明假期全国重点零售和餐饮企业日均销售额增长

商务部商务大数据显示，清明假期，全国重点零售和餐饮企业日均销售额同比增长 2.4%，商务部重点监测的 78 个步行街(商圈)客流量、营业额分别增长 6.0%、6.7%。

商品消费方面，截至 4 月 5 日，2026 年汽车以旧换新共计收到补贴 152.6 万份，带动新车销售额 2468 亿元。家电以旧换新、数码和智能购新产品销售 6284.5 万台，带动销售额 2159.7 亿元。商务大数据显示，重点平台智能眼镜、智能手表手环销售额分别增长 3.2 倍、12.3%。

服务消费方面，数据显示，清明假期，商务部重点监测餐饮企业销售额增长 3.9%；重点平台酒店住宿消费增长 2.6%，跨城出游人次同比增长 15.1%，主题乐园消费同比增长 11.7%，亲子研学订单同比翻倍，租车订单量增长约 40%。

资料来源：<https://www.pinchain.com/article/344979>

2. 珠海拱北口岸一季度出入境人员超 3300 万人次

珠海出入境边检总站拱北边检站 5 日公布，2026 年第一季度，经拱北口岸来往珠澳两地的出入境人员数量超 3300 万人次，同比增长超 10%，创下近 6 年来同期客流最高纪录。

资料来源：<https://www.pinchain.com/article/344987>

3. 韩国五一出境游首选中国 中韩跨境游回暖显著

4 月 6 日，中国交通运输部表示，今年清明假期（4 月 4 日至 6 日），全社会跨区域人员流动量预计超过 8.45 亿人次，国内文旅消费活力充分释放。随着清明假期结束，“五一”旅游预订热度持续攀升。韩国今年“五一”出境游预订量走高，中国又一次超过日本，成为韩国游客首选海外目的地。

资料来源：<https://www.pinchain.com/article/344996>

4. 2026 年清明节假期国内出游 1.35 亿人次

2026 年清明节假期，全国文化和旅游市场安全平稳有序。经文化和旅游部数据中心测算，清明节假期 3 天，全国国内出游 1.35 亿人次，同比增长 6.8%；国内出游总花费 613.67 亿元，同比增长 6.6%。

资料来源：<https://www.pinchain.com/article/344997>

5. 湖北：武汉樱花季入境外籍旅客同比增 110.99%

今年 3 月以来，武汉樱花季“催热”入境游。武汉天河机场海关累计监管国际出入境人员超 12 万人次，

其中入境外籍旅客 1.61 万人次，同比增长 110.99%，主要来自韩国、马来西亚、新加坡、美国等地。

资料来源：<https://www.pinchain.com/article/345064>

6. 今年清明假期中国口岸日均出入境达 226 万人次

4 月 7 日从中国国家移民管理局获悉，今年清明节假期全国边检机关共保障 677.9 万人次中外人员出入境，日均 226 万人次，较去年同期增长 9.1%，单日出入境通关最高峰出现在 4 月 6 日，达 233.4 万人次。其中，港澳台居民出入境 329.1 万人次，较去年同期增长 19.5%；外国人出入境 84.3 万人次，较去年同期增长 20.9%；入境外国人中，适用免签政策入境 31.9 万人次，较去年同期增长 30.7%。

资料来源：<https://www.pinchain.com/article/345063>

7. 上海迪士尼乐园开园以来已接待游客超 1 亿人次

上海迪士尼乐园自开园以来已累计接待游客超 1 亿人次，跻身全球最成功的主题乐园之列，成为全球娱乐品牌在中国实现大规模本土化、持续释放经济与文化影响力的典范。

资料来源：<https://www.pinchain.com/article/345072>

8. 广深港高铁单日跨境北上客流创历史新高

深圳铁路累计运输旅客 374.1 万人次，同比增幅 11.7%。其中，发送旅客 190.5 万人次，到达旅客 183.6 万人次；广深港高铁单日跨境北上客流创历史新高。

资料来源：<https://www.pinchain.com/article/345084>

9. 一季度 1.85 亿人次出入境同比上升 13.5%

一季度，全国移民管理机构累计查验出入境人员 1.85 亿人次，同比上升 13.5%。其中内地(大陆)居民 9166.2 万人次、港澳台居民 7249.1 万人次、外国人 2133.3 万人次，同比分别上升 14.2%、10.3%、22.3%。免签入境外国人占入境外国人的 77.9%。

资料来源：<https://www.pinchain.com/article/345153>

（二）商业贸易板块

1. 亚马逊将迎来新一轮大规模裁员

4月7日，据报道，亚马逊正酝酿新一轮大规模裁员，预计于2026年5月集中执行，全球范围内约1.4万名员工将受影响。与以往的局部优化不同，此次调整涉及AWS云服务、零售、人力资源等多个核心部门，中国区部分团队也可能面临整体裁撤。

资料来源：零售圈

2. 京东团购上线

4月3日，京东团购正式上线，首批覆盖全国百城、超百万餐饮门店开启试运营，用户通过京东APP“秒送”频道进入“美食团购”即可享受优惠。即日起至4月30日，消费满99元起可领取大牌茶饮券，到店自提还能1分钱享星巴克。据介绍，京东团购已联合星巴克、蜜雪冰城、瑞幸咖啡、沪上阿姨、幸运咖等品牌参与“单单送茶饮”活动，不同消费档位对应不同面额茶饮券，最高可享满20减19.99元优惠。

资料来源：零售圈

3. 茶颜悦色深圳双店4月22日开业第三家门店筹备中

茶颜悦色官宣深圳湾万象城店与深圳万象天地店将于4月22日同期开业，第三家门店将入驻星河COCO Park，开业当天将推首发限定饮品。4月7日，新中式茶饮品牌茶颜悦色官宣深圳南山双店将于4月22日正式开业，两家门店分别落地深圳湾万象城与深圳万象天地。据介绍，4月22日开业当天，两家门店除常规菜单外，还将推出深圳区域首发饮品及零食。此次双店齐开标志着茶颜悦色正式以常态化直营门店形式扎根深圳市场。信息显示，除首批亮相的两家门店外，茶颜悦色第三家门店正在筹备中，将入驻星河COCO Park。门店具体位置分别为深圳湾万象城B区粉红大街B1-50与深圳万象天地LG层NLG06m。

资料来源：零售圈

4. 第二批全国零售业创新提升试点城市申报工作已启动

4月8日，商务部等4部门日前印发通知，开展第二批全国零售业创新提升试点城市申报工作。试点申报城市应为地级及以上城市，在推动零售业发展方面积极性高、基础好、政策实，能够按照《零售业创新提升工程实施方案》要求编制试点工作方案。据介绍，2025年以来，商务部扎实推进首批38个零售业创新提升城市试点建设，在扩内需、促消费、惠民生等方面取得积极成效。试点城市共完成项目更新改造625个、建筑面积2410万平方米，拉动投资约756亿元。围绕“购在中国”、消费品以旧换新、中华老字号、“一刻钟便民生活服务月”等主题，首批试点城市累计开展消费促进活动约5000场次，重点探索“一店一策”场景化改造、数字化赋能与供应链提升等多元创新路径。

资料来源：零售圈

5. 7-Eleven北美上市推迟

4月9日，日本零售巨头柒和伊控股宣布，将推迟其北美便利店业务板块的上市时间。该公司原计划于2026年下半年完成该业务的独立上市。根据公开资料，柒和伊控股是7-Eleven便利店的母公司。公司此前计划分拆北美7-Eleven业务上市，旨在通过资本市场力量释放业务价值。

资料来源：零售圈

6. 比亚迪与肯德基签署战略合作

双方在深圳比亚迪全球总部正式签约，将围绕闪充技术、智能座舱与车速取服务展开全链路深度协同，开创汽车产业与餐饮行业跨界融合新范式。4月8日，比亚迪与肯德基在深圳比亚迪全球总部正式签署战略合作协议。双方将整合各自在新能源汽车与餐饮零售领域的核心优势，围绕闪充技术、智能座舱与肯德基车速取服务展开全链路深度协同，共同打造“9分钟一站式人车补能”新生态。

资料来源：零售圈

7. 全家便利店全球门店首破 2.5 万家

4月8日，日本全家便利店 FamilyMart 正式发布 2026 年 2 月期财报。财报期内，公司实现营业收入 5056.26 亿日元（约合人民币 218.3 亿元），同比增长 0.4%；经营利润 1002.17 亿日元（约合人民币 43.3 亿元），归属母公司股东净利润 644.24 亿日元（约合人民币 27.8 亿元），同比下降 24.2%。门店规模方面，截至 2026 年 2 月末，全家在全球的门店总数达到 25263 家，净增 642 家，首次突破 2.5 万家大关；其中日本本土门店 16415 家，净增 164 家；中国大陆市场门店超 3000 家。

资料来源：零售圈

8. 星巴克中国首次提出“千店千面”战略

在 4 月 8 日的星巴克中国伙伴论坛上，星巴克中国首席执行官刘文娟首次提出了“千店千面”战略。围绕“千店千面”，她提出了五大战略举措，分别是专业咖啡首选、高品质创新、场景化门店拓展、伙伴打造“一店一社区”、AI 助力人文联结。近日，星巴克中国宣布与博裕资本的合资交易已正式完成交割，星巴克中国约 8000 家自营门店将逐步转为特许经营模式。

资料来源：零售圈

风险分析

- 1、离岛免税客单价、渗透率、品牌数量提升可能不及预期。
- 2、酒店行业在过去几年中明确供给出清，但物业和加盟商的争夺依旧激烈，头部企业如果签约和储备门店数量增速不足以支撑后续展店，也会在成长属性上受到极大压制。
- 3、行业竞争加剧：零售企业一方面面临同业间竞争，另一方面面临互联网巨头的竞争。互联网巨头凭借其资金和体量优势，在某一细分赛道的加码布局会导致竞争加剧。
- 4、渠道扩张不及预期：企业渠道扩张中面临诸多不确定因素，有可能导致扩张不及预期。
- 5、居民边际消费倾向下降：在外部冲击下，居民消费支出可能更加保守，导致边际消费倾向下滑。
- 6、市场对于美元降息预期的不确定性，如果降息进度低于预期，可能影响短期金价走势及外贸结汇预期。

分析师介绍

刘乐文

社服商贸行业首席分析师。本科毕业于西安交通大学，研究生毕业于美国约翰霍普金斯大学，从事商社行业研究数年，对于美容护理、珠宝时尚、餐饮酒店、零售贸易等行业拥有深度研究见解和丰富行业积累，曾获得水晶球社会服务行业最佳分析师第一名，新财富最佳海外研究第五名，新浪最佳分析师等评选。

陈如练

社服商贸行业分析师，上海财经大学国际商务硕士，2018 年加入中信建投证券研究发展部，曾有 2 年国有资本风险投资经验。目前专注于餐饮、酒店、博彩、跨境电商、免税、旅游等细分板块研究。2018、2019、2020、2024 年 Wind 金牌分析师团队成员，2019、2022、2024 年新浪金麒麟最佳分析师团队成员，2024 年新财富海外研究第五名团队成员。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 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 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅 -5%—5% 之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅 -10—10% 之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投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，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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。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。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

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。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼
 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号
 南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交
 汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk