

供给优化，成长可期

—— 2H26 社会服务业投资策略

分析师：顾熹闽

研究助理：邱爽



供给优化，成长可期

—— 2H26 社会服务业投资策略

2026年06月05日

核心观点

- **1H26 复盘：假期制度优化与高油价对冲，市场预期仍在低位。**2026 年是中国再次推动假期制度改革的起点，在黄金周天数增加、调休优化以及全面推广中小学生春秋假影响下，出行人次增长推动服务消费表现好于商品消费。但地缘政治波动带来的油价上行驱动出行成本上涨，并自二季度起开始深刻影响居民消费决策，使产业及市场对滞胀的担忧开始向服务消费领域蔓延。受此影响，A 股社会服务业持仓比例继续维持在历史最低水平徘徊，同时港股新消费公司在基数及消费力放缓影响下，估值较 2025 年有明显回撤，性价比开始凸显。
- **2H26 展望：制度优化增量贯穿全年，供给优化奠定长期空间。**基于春假省份数据表现，我们预计假期制度改革红利将在 2H26 对总量形成更明显的拉动效应，核心逻辑在于将有更多省份开始实施春秋假政策，以及后实施省份对已实施省份的学习效应。此外，我们认为外部冲击（高油价及外卖大战）短期虽使需求承压，但从供给角度看也将加速落后服务产能出清，能够提供优质产品与服务的公司成长属性将再次释放。
- **餐饮：布局具备穿越周期能力的公司。**2H26 餐饮大盘复苏仍将继续，一方面是假期制度优化驱动外食人数增加，另一方面是 2025 三季度禁酒令+外卖平台巨额补贴降低堂食基数，而今年在禁酒令优化、外卖平台退补的驱动下，堂食需求将有回补，叠加“以价换量”策略接近尾声，头部餐饮品牌 UE 模型有望优化。推荐古茗、蜜雪集团、沪上阿姨，建议关注百胜中国、海底捞。
- **顺周期：高端消费复苏逻辑延续，酒店结构性优化支撑龙头修复。**全球经济 K 型趋势显著，主要体现为资本密集型产业高景气以及相应的财产性收入增长，因此高净值人群需求增长无虞。酒店行业供给端新增供给增速持续放缓，供需格局逐步趋于均衡，为行业房价韧性提供基础。需求端商旅修复偏弱，但在促消费政策与春秋假制度加持下，居民休闲出行需求保持高韧性，持续托底酒店 RevPAR 稳步修复，头部酒店集团凭借精细化运营、存量提质改造能力，充分受益于行业供给出清与休闲住宿景气提升的结构性红利，推荐锦江酒店、首旅酒店，建议关注华住集团。
- **旅游：细分赛道逻辑分化，转型与增量机会并存。**下半年多省份春秋假加快落地持续打开短途及亲子研学需求，游客消费重心转向体验化高品质产品带动演艺与高端邮轮业态扩容，油价抬升带来的航空出行扰动可依靠高铁替代进行对冲。OTA 行业迎来反垄断合规整改，但取消特牌、下架调价工具等整改举措难以撼动平台客源与供应链壁垒，行业佣金锚定服务价值、对标海外仍处低位，平台核心经营逻辑与商业价值未发生实质变化，推荐同程旅行、携程集团；资源型景区受门票限价与物理承载力约束出现客流旺而盈利偏弱的特征，依托索道运力升级、新建特色项目等新增优秀供给突破原有经营天花板成为板块核心投资主线，建议关注三峡旅游、黄山旅游。
- **风险提示：**宏观经济进一步下行的风险；行业政策波动的风险；新业务布局拓展不及预期的风险。

社会服务行业

推荐 维持评级

分析师

顾熹闽

☎：18916370173

✉：guximin_yj@chinastock.com.cn

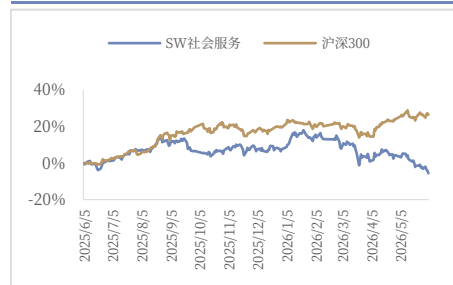
分析师登记编码：S0130522070001

研究助理：邱爽

✉：qiushuang_yj@chinastock.com.cn

相对沪深 300 表现图

2026年06月04日



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

- 1.【银河社服】5月投资月报：五一假期数据平稳，关注淡季需求走势
 - 2.【银河社服】连锁酒店行业深度：周期有望开启上行
- 【银河社服】4月投资月报：Q2旺季与线下服务消费生态优化有望共振

重点公司盈利预测与估值

股票代码	股票名称	EPS			PE			投资评级
		2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	
1364.HK	古茗	1.18	1.32	1.69	17.1	17.3	13.5	推荐
2087.HK	蜜雪集团	15.65	16.54	18.40	17.0	16.0	14.4	推荐
9961.HK	携程集团-S	47.67	16.05	26.99	7.9	23.3	13.9	推荐
600754.SH	锦江酒店	0.87	1.04	1.22	22.8	19.1	16.3	推荐
600258.SH	首旅酒店	0.73	0.84	0.94	17.8	15.4	13.8	推荐

资料来源: Wind、中国银河证券研究院

目录

Catalog

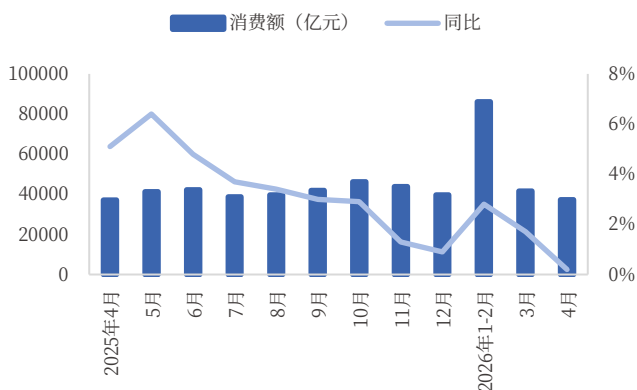
一、 1H26 复盘：制度优化对冲油价，预期仍在低位	4
(一) 总量：出游人次驱动服务消费韧性显著	4
(二) 上市公司业绩分化延续，顺周期板块有所修复	5
(三) 市场表现：A 股顺周期板块持续调整，港股新消费逆势领涨	7
二、 2H26 展望：政策红利增量，供给优化打开空间	10
(一) 春秋假制度改革红利在 2H26 有望得到更明显体现	10
(二) 服务消费供给优化：政策驱动与市场共振下的结构升级	12
三、 餐饮：布局具备穿越周期能力的公司	16
(一) 餐饮大盘稳健复苏，量价关系有望理顺	16
(二) 现制饮品：补贴退坡承压，关注具备 α 可穿越周期的公司	18
四、 顺周期：K 型分化延续	22
(一) K 型分化加剧，高端消费复苏逻辑仍在验证	22
(二) 酒店：RevPAR 持续企稳，关注下半年需求改善	23
(三) 免税：政策进一步优化，关注复苏持续性	27
(四) 博彩：高端复苏延续，关注利润率优化	29
五、 旅游出行：关注政策与优质供给增量	32
(一) 出行环境：春秋假提振文旅需求，品质消费迎来增量	32
(二) OTA：合规监管加码，平台转向服务本源	33
(三) 景区：客流修复盈利滞后，行业迎来转型节点	35
六、 投资建议	40
七、 风险提示	42

一、1H26 复盘：制度优化对冲油价，预期仍在低位

(一) 总量：出游人次驱动服务消费韧性显著

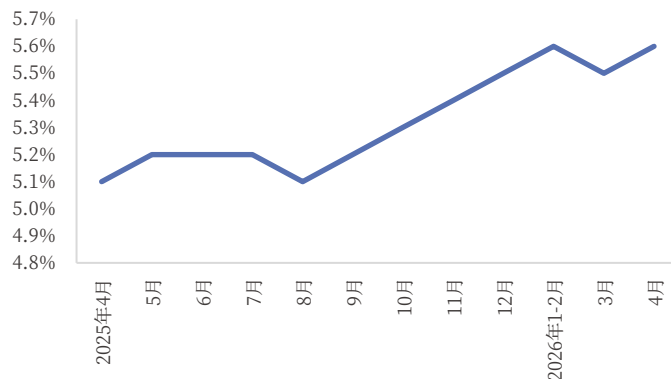
服务消费展现更强韧性，与商品消费的低位徘徊形成鲜明反差。2026 年 1-4 月社会消费品零售总额增速延续弱复苏态势，其中 4 月当月同比仅增长 0.2% 为公共卫生事件后单月最低增速，主要因商品零售同比转负影响。但整体消费中仍有亮点，尤其是服务零售额仍保持相当韧性，1-4 累计增速上行。即使是传统服务消费中的餐饮收入 4 月仍同比+2.2%，虽环比放缓，但仍保持一定增长。

图1：社零总额和同比增长



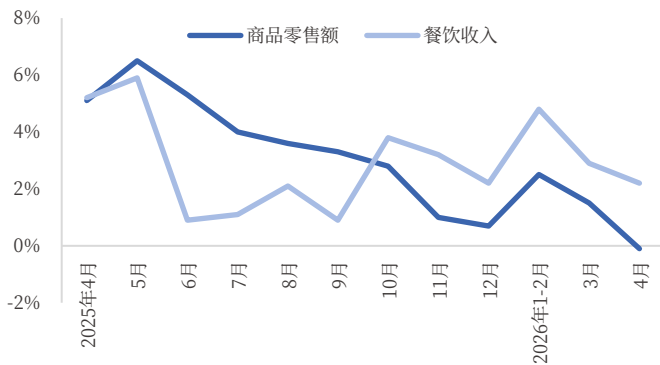
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图2：服务零售额累计同比



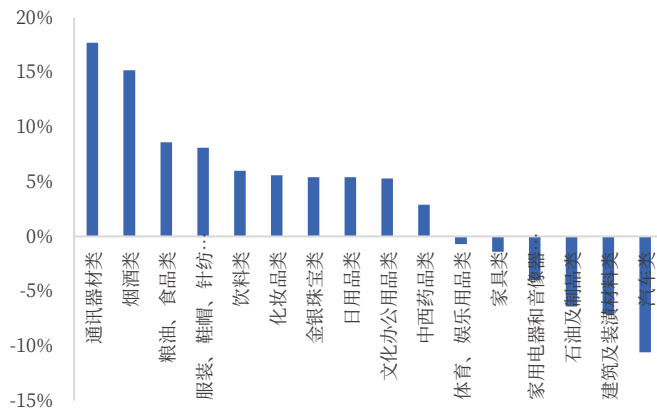
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图3：按消费类型分零售额同比



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图4：2026 年 1-4 月全国商品零售额同比增速（分类别）



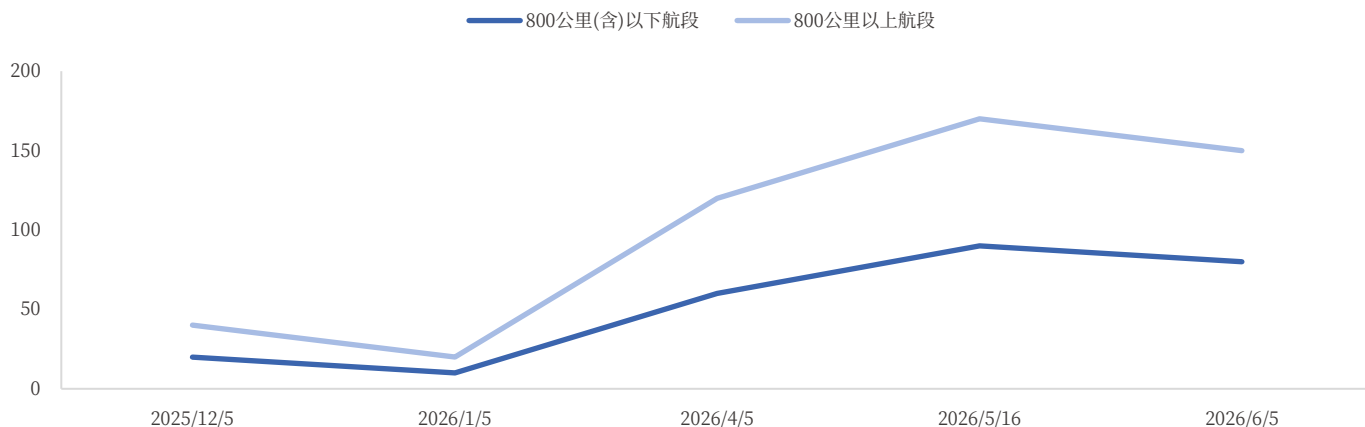
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

服务消费的增长韧性，主要来自出行人次持续增加，虽然消费力承压但只要客流还在增长，就能被部分转化为消费。受益于国家大力提振服务消费政策，2025 年以来在假期制度不断优化背景下，中国居民出游人次屡创历史新高，尤其是春节假期天数增加、中小學生春秋假制度的实施，居民出游半径与出游方式优化驱动人次进一步增长。但不可避免的是，消费力仍然偏弱。

但需要注意的是，油价上行开始在二季度挤压居民出行消费预算。原油价格自年初持续攀升，驱动国内成品油价格及机票燃油附加费多次上调：4 月 5 日起 800 公里以上航段燃油附加费由 20 元大幅上调至 120 元，5 月 16 日进一步升至 170 元。出行刚性成本的跳升开始对中长途旅游需求形成边际抑制，从交通数据看，五一假期期间全社会跨区域人员流动量同比增长 2.2%，但民航客运量同比-7.2%，同时从机票价格看，五一期间国内含油票价同比+5.2%，但若剔除燃油附加费后实际票

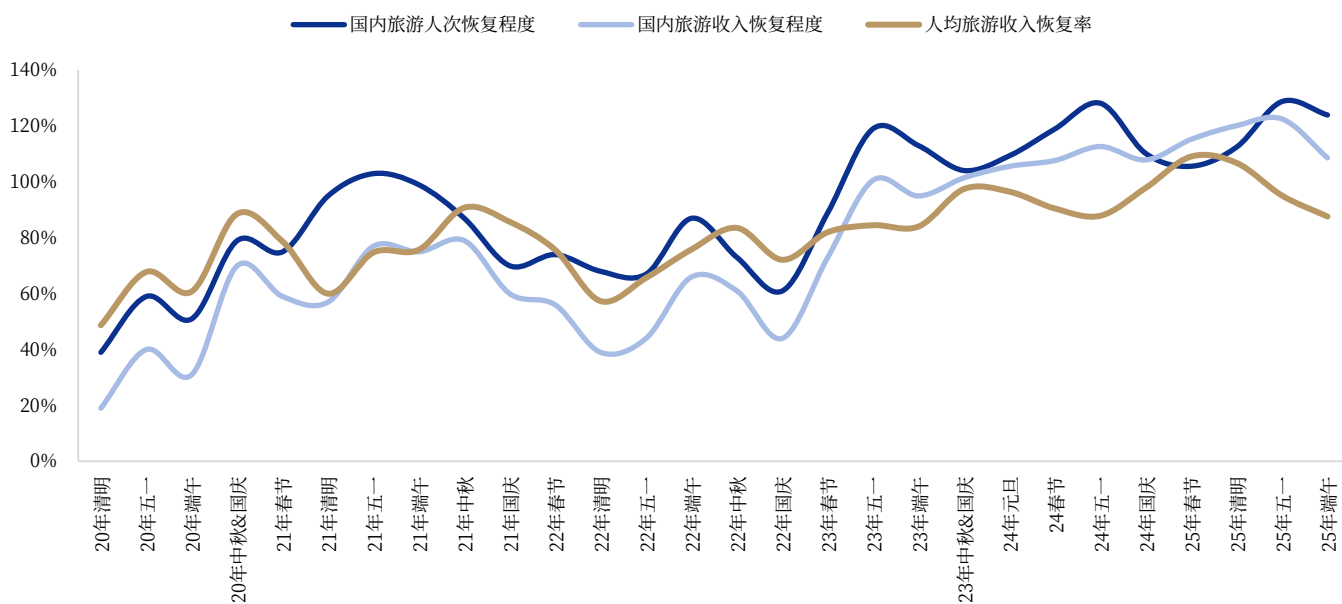
价同比-5.5%，表明成本端的上涨几乎完全由附加费驱动，民航成为高油价冲击下承压最明显的出行方式。

图5：燃油附加费变动情况（元）



资料来源：飞常准，中国银河证券研究院

图6：公共卫生事件以来黄金周旅游指标恢复率



资料来源：中国文化和旅游部，中国银河证券研究院

（二）上市公司业绩分化延续，顺周期板块有所修复

整体而言，虽然出行人次总量增长彰显行业景气上行，但在消费力偏弱的背景下，量的增长仅体现在格局集中、治理优化或议价权更强的产业链环节：

1) 酒店板块扣非净利润大幅修复，行业周期拐点与治理优化并行。1Q26 主要酒店集团营收均实现正增长，同时利润端修复显著更优。我们认为其中原因一方面在于行业供需两侧同时优化（连锁酒店客房增速放缓，叠加休闲游需求高企、商旅需求止跌回升），另一方面则受益于酒店集团强化收益管理，“以价换量”策略阶段性退出带来的 ADR 提升。但对于国资酒店集团而言，优化资产结构与提升运营效率亦是利润大幅修复的重要因素。

表1: 酒店经营表现

公司	营业收入同比				扣非净利同比				扣非净利率			
	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
锦江酒店	-3%	-5%	9%	6%	-52%	35%	-236%	191%	6%	8%	7%	5%
首旅酒店	0%	-2%	-2%	1%	12%	-1%	-62%	21%	9%	12%	10%	8%
君亭酒店	-4%	4%	-3%	2%	-68%	-48%	64%	70%	1%	1%	3%	4%
金陵饭店	16%	-10%	12%	-8%	-9%	-24%	-584%	-13%	2%	3%	3%	2%
亚朵	37%	38%	34%	48%	40%	-5%	45%	90%	16%	17%	17%	17%

资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

2) OTA&本地生活服务: 同程旅行营收与利润同步修复, 美团显著减亏。OTA 龙头 Q1 业绩普遍保持强劲, 其中同程旅行 1Q26 营收同比+14.4%, 经调整净利润同比+15.6%, 经调整净利率 15.7%, 虽然行业整体面临监管影响, 但出行预订需求仍保持强劲。此外, 美团在 Q1 逐步收缩外卖补贴后, 营收同比仍增长 5.2%, Q2 其单量虽因补贴退坡导致低价值订单有所下滑, 但高客单价单量仍保持较快增长, 到店、酒旅业务亦保持稳步增长趋势。

表2: OTA 经营表现

公司	营业收入同比				扣非净利同比				经调整净利率			
	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
同程旅行	10%	10%	-11%	14%	50%	23%	-71%	16%	15%	16%	12%	16%
美团-W	12%	2%	-7%	5%	-97%	-245%	-343%	-168%	6%	-3%	-6%	-7%
携程集团-S	16%	16%	-15%	-	26%	192%	95%	-	32%	62%	53%	-

资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

3) 景区: 格局分散、天气扰动, 基本面未充分体现假期制度改革带来的影响。上市景区公司由于格局较为分散, 以及传统景区在供给侧的放量天然受限, 因此 Q1 多数景区公司收入增长较弱, 仅少数公司因基数影响实现较快增长。此外, 由于今年国内气候开始逐步受厄尔尼诺现象影响, 极端天气增加亦导致自然景区公司经营受损。

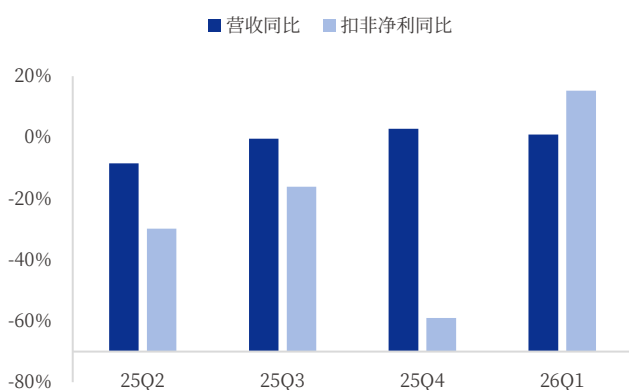
表3: 旅游及景区经营表现

公司	营业收入同比				扣非净利同比				扣非净利率			
	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
峨眉山 A	-9%	-7%	-3%	-2%	13%	2%	46%	1%	26%	32%	24%	26%
天目湖	-10%	-1%	-7%	-4%	-2%	-16%	-57%	-24%	21%	21%	18%	10%
丽江股份	5%	12%	16%	24%	5%	25%	8%	96%	25%	29%	26%	33%
三特索道	-5%	-13%	-3%	3%	-10%	-14%	-624%	-29%	23%	27%	23%	23%
宋城演艺	-16%	-10%	5%	-5%	-48%	-20%	66%	-14%	36%	40%	35%	38%
黄山旅游	8%	3%	11%	4%	-17%	-17%	32%	-4%	13%	16%	12%	8%
长白山	-16%	18%	2%	21%	-168%	18%	511%	78%	-1%	24%	16%	5%
九华旅游	16%	6%	8%	0%	17%	-1%	-1%	1%	29%	26%	23%	29%

资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

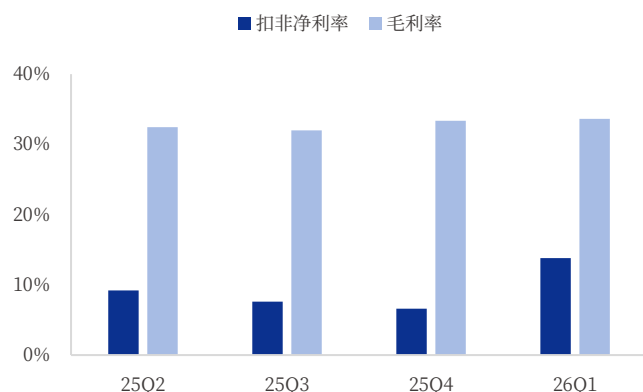
免税: 离岛免税受益新政效应驱动中免净利修复, 收入端仍受机场重新招标影响。中国中免 1Q26 收入增速止住下滑趋势, 但较扣非净利增长偏慢, 我们预计因上海机场重新招标导致标段减少以及暂时性的营业调整, 但利润端修复显著优于收入端, 因离岛免税 1Q26 继续保持较快增长, 同时公司折扣力度收窄。

图7：中国中免营收与扣非净利同比



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图8：中国中免扣非净利率与毛利率



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

餐饮：港股餐饮龙头及茶饮咖啡头部企业表现优秀。我们预计 1Q26 茶饮与咖啡头部品牌维持强劲增长，因过去一年开店恢复高增长，且同店增速面临去年的低基数，但第二梯队以下品牌仍然承压。餐饮层面，快餐龙头百胜 1Q26 增长保持韧性，利润率环比亦有回升；火锅龙头受益春节等黄金周天数增长，1Q26 翻台预计也保持较好增长。但休闲餐饮我们预计依然承压，此外与人口、商务宴请相关的餐饮仍处于调整阶段。

表4：餐饮经营表现

公司	营业收入同比				扣非净利同比				扣非净利率				毛利率			
	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
同庆楼	10%	-5%	19%	4%	34%	-1807%	331%	-68%	5%	1%	4%	2%	19%	10%	23%	17%
海底捞	-4%	-	1%	-	-4%	-	1%	-	8%	-	9%	-	60%	-	59%	-
九毛九	-10%	-	14%	-	10%	-	-14%	-	2%	-	1%	-	64%	-	64%	-
海伦司	-34%	-	28%	-	34%	-	-28%	-	17%	-	6%	-	60%	-	59%	-
百胜中国	4%	4%	9%	10%	2%	34%	-33%	42%	10%	9%	9%	10%	70%	71%	70%	70%
呷哺呷哺	-19%	-	20%	-	19%	-	-20%	-	-4%	-	-8%	-	67%	-	65%	-
奈雪的茶-S	-14%	-	12%	-	14%	-	-12%	-	-5%	-	-6%	-	66%	-	66%	-
蜜雪冰城	39%	-	35%	-	39%	-	35%	-	18%	-	18%	-	32%	-	31%	-
古茗	41%	-	47%	-	41%	-	47%	-	29%	-	24%	-	32%	-	33%	-
沪上阿姨	-	-	-	-	99%	5%	-82%	-	38%	42%	40%	35%	0%	-	-	-
茶百道	4%	-	10%	-	4%	-	10%	-	13%	-	15%	-	33%	-	33%	-
瑞幸咖啡	47%	50%	33%	35%	44%	47%	-60%	-4%	-	-	-	-	-	63%	-	-

资料来源：iFind，中国银河证券研究院

注：港股未披露季报公司对应财务数据为半年报、年报数据

（三）市场表现：A 股顺周期板块持续调整，港股新消费逆势领涨

A 股社服板块整体承压，跑输沪深 300。截至 6 月 4 日，SW 社服指数累计下跌 12.22%，同期沪深 300 上涨 5.94%，社服板块跑输大盘约 18 个百分点。此前受益于提振消费政策预期，板块在

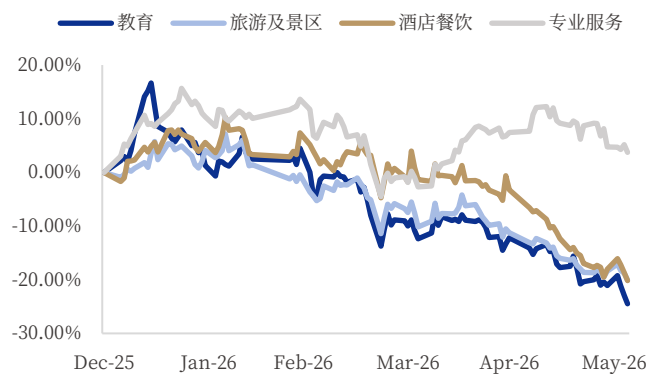
Q1 一度表现平稳，但 Q2 以来受油价上行带来的高频数据弱化，以及科技板块的虹吸效应，回调幅度明显加大。A 股服务消费赛道整体承压：教育板块累计下跌 24.48%，旅游及景区板块累计下跌 20.08%，酒店餐饮板块累计下跌 20.16%，三个传统顺周期赛道均回调超过 20%。旅游景区板块虽有祥源文旅等标的外延并购驱动，但整体仍受制于客流增速放缓与成本端压力；酒店餐饮板块持续反映价格战收尾阶段的盈利磨底与市场观望情绪。

图9: SW 社会服务指数涨跌幅



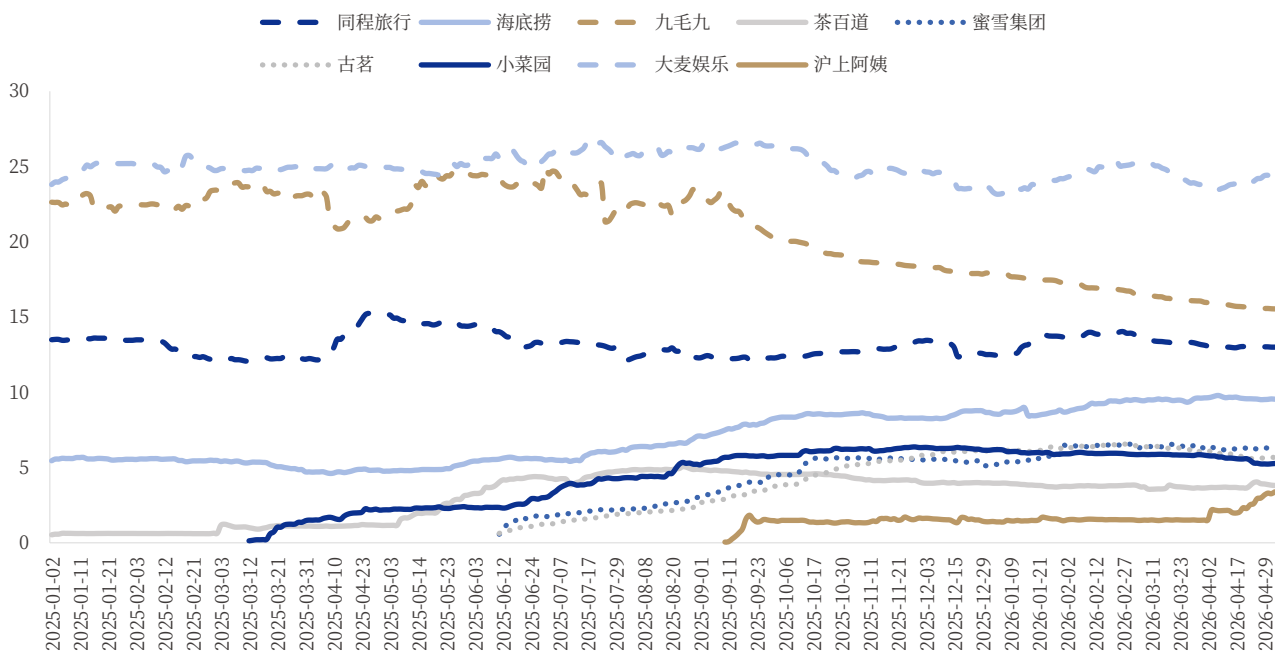
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图10: SW 社会服务指数二级行业涨跌幅



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

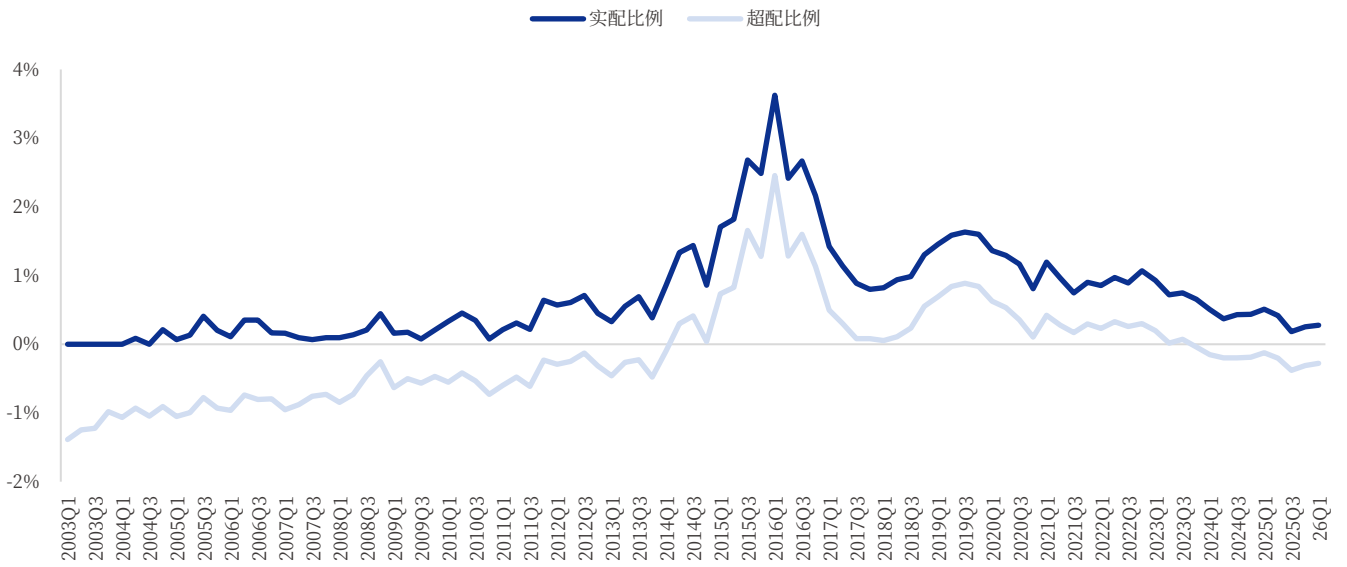
图11: 港股新消费港股通持仓比例变化 (截至 6 月 3 日)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

实配比例同比下滑，持仓历史低位水平。1Q26 社服 A 股板块实配比例为 0.28%，环比基本持平，仍处于历史低位水平。整体而言，由于权重公司业务属性与油价、宏观经济高度相关，板块阶段性缺乏强势业绩催化，叠加市场资金偏好持续倾向高景气赛道，机构配置意愿整体偏弱，板块长期维持低位低配状态。

图12: 公募基金 A 股社服板块持仓比例变化



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

二、2H26 展望：政策红利增量，供给优化打开空间

（一）春秋假制度改革红利在 2H26 有望得到更明显体现

2H26 秋假省份较春假省份增加，假期制度改革红利有望显著释放。中小学春秋假以中小学生学习假期为锚点，构建“学生假期—家长休假—文旅消费”链条，破解长期以来“双峰+平日低谷”客流曲线的结构性矛盾。从省份覆盖节奏看，2026 年上半年已实现春假全省落地的省份共 9 个；下半年计划推行秋假的省份扩容至 14 个，新增福建、河北、山东、云南等省份，政策覆盖面从东部沿海向华北、西南持续扩展，假日制度改革的规模化红利有望在下半年进一步释放。

表5：国内春秋假政策梳理

维度	核心内容
放假时间	春假 3 天（4 月上旬衔接清明或 4 月底衔接五一，可组合成 6-8 天连休）；秋假 3 天（10 月末-11 月中旬，衔接周末形成 5 天左右假期）
实施对象	以义务教育阶段学生为核心，鼓励幼儿园、高中参照试行
文旅配套	消费券发放（四川 1.2 亿元）、景区门票优惠（贵州 4A 及以上 8 折）、旅游专线开通、文博场馆免费开放
民生兜底	全面推行免费校内托管，重点覆盖双职工、新就业群体、留守儿童家庭
制度衔接	联动落实职工带薪错峰休假，鼓励弹性上下班、远程办公、亲子假；严禁补课、严控作业，突出实践与研学导向

资料来源：新华社，中国政府网，四川省文旅厅，贵州省人民政府官网，中国银河证券研究院

表6：2026 年上、下半年各省春、秋假实施情况

维度	已全省范围实施春假省份	宣布秋假省份
数量	9	14
省份	江苏，安徽，四川，浙江，贵州，湖南，海南，内蒙古，辽宁	江苏，安徽，四川，重庆，浙江，贵州，湖南，福建，河北，辽宁，山东，海南，云南，内蒙古

资料来源：文化和旅游厅，中国银河证券研究院

春假数据已验证假期供给优化对拉动消费的影响，制度红利已从政策预期兑现为可量化的消费增量。2026 年春假与清明衔接形成 6 天连休，全国旅游市场呈现明确量价齐升态势。据文旅部数据，清明 3 天全国出游 1.35 亿人次（+6.8%）、花费 613.67 亿元（+6.6%），纳入春假后 6 天出游超 3 亿人次、旅游总收入 1049 亿元（+15%），收入增速显著高于清明单假期。从具体实施春假省份表现看：1）江苏春假 3 天文旅消费同比+32.5%，远超清明客流增速（+10.6%）和收入增速（+11.1%）；2）四川春假+清明 6 天景区接待游客同比+16.1%，门票收入同比+18.1%。

表7：全国清明假期旅游表现

维度	数据	同比
国内出游人次（万人次）	13500	6.80%
国内出游总花费（亿）	613.67 亿元	6.60%
国家级夜间文旅客流（万人次）	4548.54	-
旅游收入	546 亿	15.70%

资料来源：文化和旅游厅，中国银河证券研究院

表8: 热门城市春假与清明期间表现

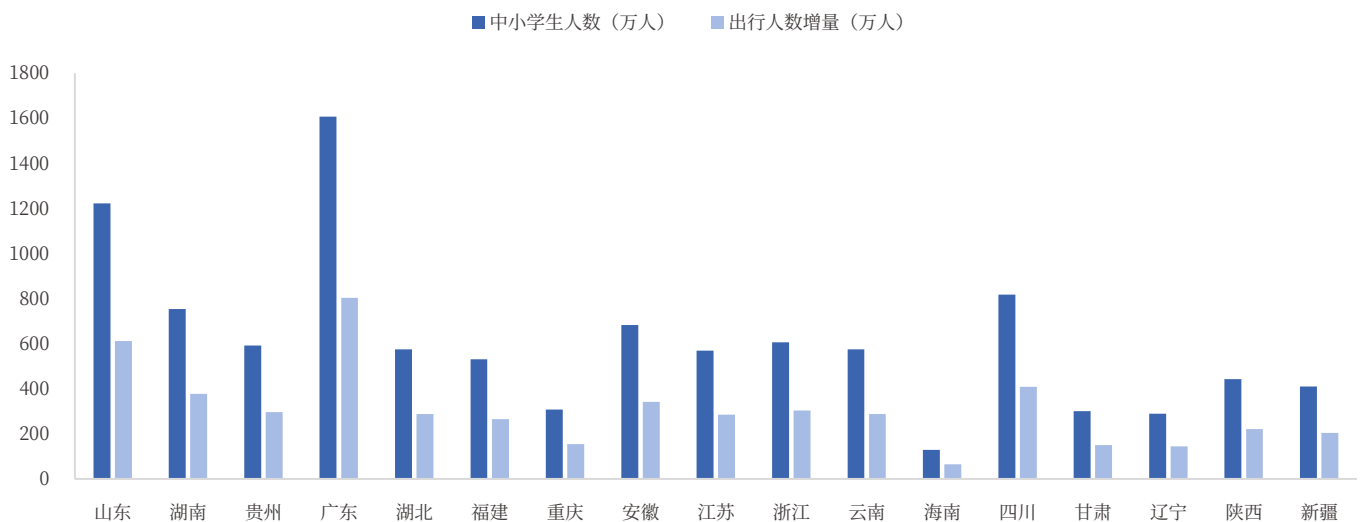
城市	接待游客 (万人次)	同比	旅游花费 (亿元)	同比	备注
北京	1,001.6	+4.4%	123.4	+7.4%	入境游客 10.2 万人次, 入境花费+49.2%
成都	1,117.9	+9.7%	97	+12.5%	春假+清明 6 天; 春假 3 天 399.2 万人次 (+21.9%)
南京	710.5	+21.3%	77.4	+22.4%	重点酒店出租率 79.8% (+11pct)
苏州	812.7	+8.9%	—	—	江苏省第一
重庆	784.43	+5.1%	72.2	+11.7%	人均花费 926.79 元 (+6.2%)
宁波	366.4	+20.05%	42.14	+18.0%	—

资料来源: 中国旅游报公众号、各地文旅局, 中国银河证券研究院

基于春假数据测算, 我们预计若未来春秋假实施省份进一步增加, 对总量的拉动将达到亿级别。

基于各省义务教育阶段学生基数、渗透率及家庭出游系数构建的测算模型, 基准假设下(渗透率 25%、出游系数 2.0), 15 省及试点市州春假预计带动出行增量约 5,206 万人次, 拉动旅游消费约 520 亿元。若秋假全面推行, 双假期年度增量空间有望接近 1 亿人次量级。尽管增量占全国总量比重有限, 但高度集中于 4-5 月和 10-11 月两个传统平季释放, 对地方文旅市场的边际改善效果显著。

图13: 各省份增量预测



资料来源: 各省份政府网站, 各省份教育厅, 中国银河证券研究院

表9: 增量测算敏感性分析

渗透率\出游系数	2.0	2.5	3.0
20% (保守估计)	4,263	5,329	6,394
25% (基准假设)	5,206	6,508	7,809
30% (高渗透率)	6,247	7,809	9,371

资料来源: 中国银河证券研究院

从结构上看, 春秋假与传统节假日六天连休, 主要在于重塑家庭出游决策, : 1) 出行半径显著拓宽, 亲子长线游订单翻倍, ; 2) 消费结构升级: “学习型旅行” 趋势明显, 亲子研学订单同比翻倍, 多代同游订单同比+160%。供给端亦快速响应, 亲子友好型度假村与“日营+自由行”组合产品销量大幅增长, 行业正从流量竞争转向产品力竞争。展望秋假, 广东、湖北、陕西已明确全省推行时间, 河南、河北、江西进入局部试点阶段, 落地节奏呈现“高、中、低”三档清晰的省份梯度。

秋假客流特征预计与春假形成差异：中长途出行占比提升，核心场景切换为“赏秋+研学”双驱动，自然景观类景区（神农架、秦岭、云台山等）及具备课程开发能力的研学机构有望优先受益。中长期看，春秋假制度将从季节性熨平、产品结构升级、政策协同三个维度重塑国内旅游格局。

表10：重点景区清明+春假期间表现

省份	景区	接待游客（万人次）	同比	补充	口径
江苏	牛首山景区	17	20%	亲子及研学类游客量+5.06%	春假+清明
安徽	黄山景区	82.7	120%	-	春假
		119.06	19.60%	-	清明
湖南	南岳衡山景区	17.82	-	-	清明
	张家界景区	15.61	-	-	清明
贵州	黄果树景区	12.82	44.34%	-	4.1-4.5
湖北	武当山景区	17.16	-	旅游总收入 1.73 亿元	清明
四川	峨眉山景区	8.3	200.00%	-	春假
		13.73	73.76%	-	清明
	剑门关景区	16.47	-	-	清明

资料来源：各省文旅厅、江宁人民政府、中国西藏网、中国银河证券研究院

表11：不同档次酒店数据表现

档次	ADR 同比	OCC 同比
经济型	+3.0%	基本持平 (+0.0pct)
中档型	+5.1%	中端及以上+1.2pct
高档型	+5.2%	中端及以上+1.2pct
豪华型	+7.0%	中端及以上+1.2pct

资料来源：甘涌酒店研究院、中国银河证券研究院

（二）服务消费供给优化：政策驱动与市场共振下的结构升级

政策密集落地引领服务消费供给转向有序扩张转向和提质增效。政策持续加码服务消费提质扩容，产业供给呈现供给放缓质量提升的结构性优化趋势。26年1月，国务院办公厅印发《加快培育服务消费新增长点工作方案》明确“优化和扩大服务供给，聚焦重点领域、潜力领域，加快培育服务消费新增长点，促进服务消费提质惠民”定为而核心目标，4月国务院发布《关于推进服务业扩能提质的意见》，为服务业高质量发展进一步提供制度性框架与战略指引。在政策引导下，服务消费各领域供给端均出现明显变化，无效供给加速出清，优质供给占比持续提高，产业结构不断优化。

表12：中央层面服务消费相关文件整理

时间	发文机关	文件名称	主要内容
2024/8/3	国务院	国务院关于促进服务消费高质量发展的意见	挖掘基础型消费潜力、激发改善型消费活力、培育壮大新型消费、增强服务消费动能、优化服务消费环境和强化政治保障。
2024/11/28	商务部、发改委等9部门	关于完善现代商贸流通体系推动批发零售业高质量发展的行动计划	鼓励大型流通企业改造传统零售门店，提高市场分析、进销存管理水平。加快零售业创新，发展“小专精”的精品店、仓储会员店、品牌折扣店等。开展“一店一策”改造，对接优质运营商和品牌，提高商业设施运营效能。

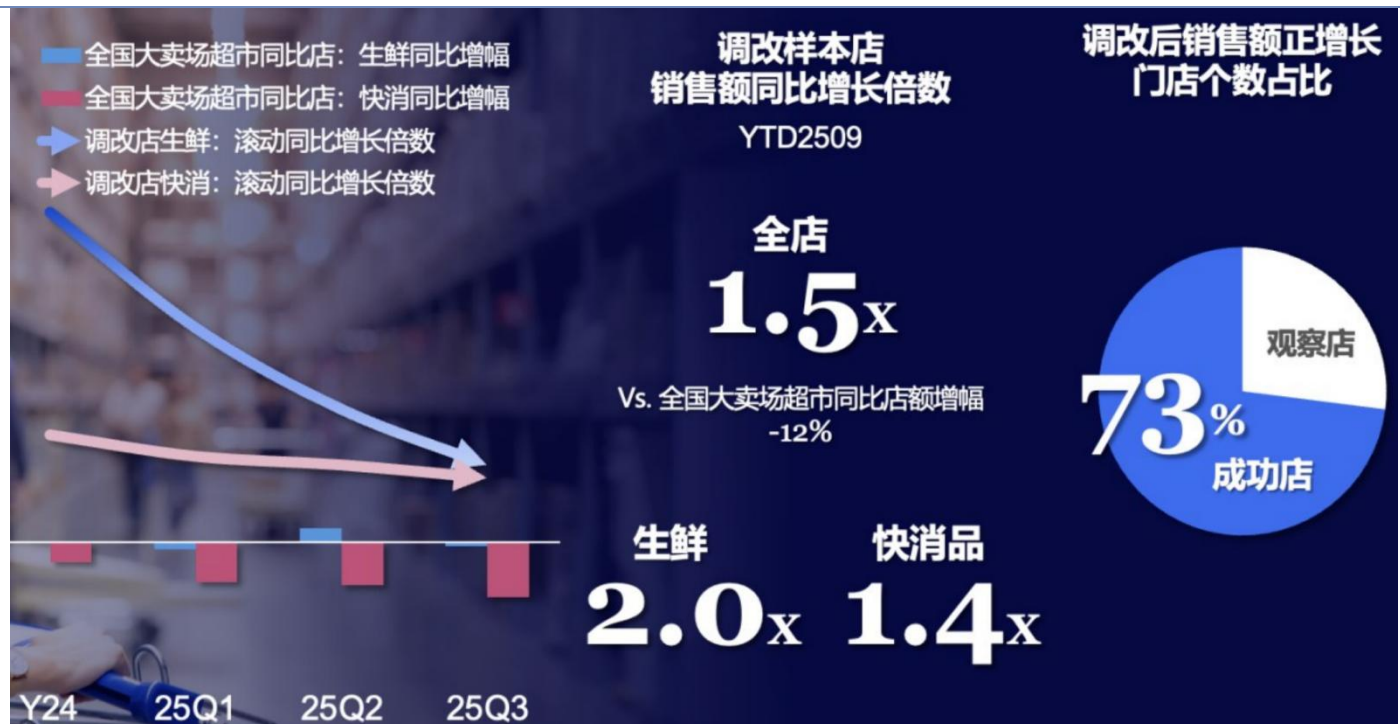
2025/1/19	商务部、发改委等7部门	关于进一步培育新增长点繁荣文化和旅游消费的若干措施	扩大特色优质产品供给：丰富文化娱乐产品、推出特色旅游产品、开发时尚国潮产品；培育消费场景：盘活提升存量空间、打造新型消费场景、发展夜间文旅经济等。
2025/2/19	市场监管总局等5部门	优化消费环境三年行动方案（2025—2027年）	到2027年，消费供给提质、消费秩序优化、消费维权提效、消费环境共治、消费环境引领等五大行动深入开展，供给质量不高、市场秩序失范、维权效能不足等问题得到系统治理，商品、服务质量显著提高，消费风险明显降低，消费纠纷源头治理效果显著，经营者诚信意识普遍增强，消费便利度、舒适度、满意度大幅提升，全国消费环境明显优化。
2025/9/5	商务部等9部门	关于扩大服务消费的若干政策措施	明确丰富高品质服务供给：扩大服务业高水平对外开放；优化文化产品和服务供给，打造服务消费新场景；鼓励引进国外优秀赛事；放宽中高端医疗、休闲度假等领域市场准入，吸引外商及民资进入以增加优质服务供给。
2026/1/25	国务院	加快培育服务消费新增长点工作方案	为优化和扩大服务供给，聚焦重点领域、潜力领域，加快培育服务消费新增长点，促进服务消费提质惠民，为经济高质量发展提供有力支撑，提出12项工作方案。
2026/3/5	国务院	政府工作计划	26年工作计划明确提出“实施服务消费提质惠民行动，打造一批带动面广、显示度高的消费新场景，加快培育消费新增长点。”
2026/4/21	国务院	国务院关于推进服务业扩能提质的意见	到2030年，服务业高质量发展取得明显进展，服务业总规模迈上100万亿元台阶，质量更高、结构更优、品质更佳、活力更足的发展格局基本形成，培育更多“中国服务”品牌，服务业全球竞争力、影响力明显增强，人民群众获得感持续提升。

资料来源：国务院、市场监管局、商务部、发改委、中国银河证券研究院

政策引导+市场自发调整双轮驱动，精准匹配需求端变化。当前居民消费市场偏好出现显著变化，消费者对产品与服务的品质、性价比和情绪价值的重视性日渐增长。居民消费决策核心的转变驱动供给端形成双轮驱动的优化机制。一方面，政策层面通过制定具体领域支持政策以引导资源向优质攻击集中；同时，企业端主动适应需求变化，通过服务升级、产品创新、数字化转型等方式提升公司核心竞争力，而无法紧跟消费变迁、产品老旧落后的主体逐步被市场出清，尾部低效产能持续淘汰，分具体行业来看：

1) 商超：“胖改”引领调改 2.0 时代，从商品售卖到生活场景重构。中国商超行业以全面进入以结构化深耕为核心的调改 2.0 时代。根据中国连锁经营协会发布的《2025 年中国商超调改研究报告》显示，79%的大卖场超市受访企业在 2025 年已进行门店调改，76%计划在 2026 年继续推进，且数据显示调改门店销售额和净利润的实现增长的概率高达 75%，调改成效显著。永辉超市、步步高龙头落地大范围门店翻新，低效老店陆续关停，行业加速淘汰缺乏供应链、无场景改造能力的中小商超。

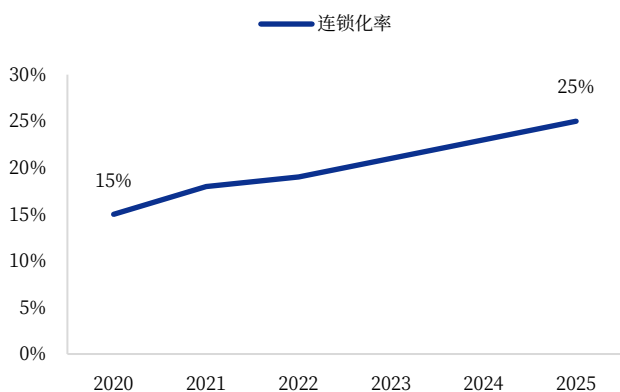
图14: 上市餐饮企业 FY25 分红率&股息率



资料来源: 中国连锁经营协会, 尼尔森 IQ 零售研究数据, 中国银河证券研究院

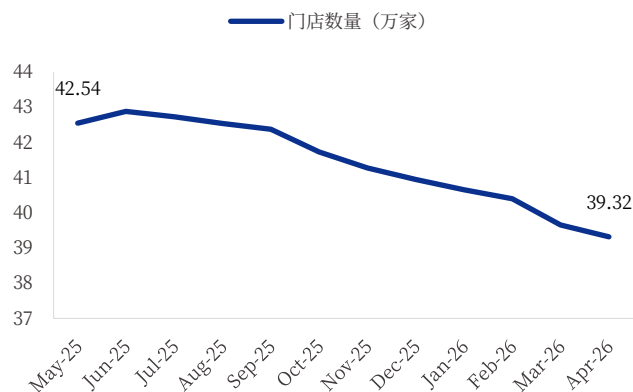
2) 餐饮与现制饮品: 连锁化加速与外卖退坡共振, 行业集中度提升。当前居民就餐对食品安全与口味质量要求逐步提升, 且食品安全监管抬高合规成本, 连锁品牌依托中央厨房和集采实现品质、成本优势, 供应链与产品力突出的龙头持续抢占零散份额, 单体小店不断出清, 带动行业连锁率稳步提升。现制饮品端, 行业整体呈加速出清趋势, 据窄门餐眼数据显示 25 年 5 月-26 年 4 月期间全国奶茶饮品新开门店数约为 8.7 万家, 而整体行业门店数量却净减少 3.2 万家, 且随着外卖补贴退坡全面退出, 中小品牌及单体门店无法继续依靠低价补贴抢占客流, 预计大量缺乏供应链与产品研发能力的尾部茶饮门店将继续出清。

图15: 我国历年餐饮连锁化率



资料来源: 中国连锁经营协会, 美团, 中国银河证券研究院

图16: 25 年 5 月起全国奶茶饮品门店数量



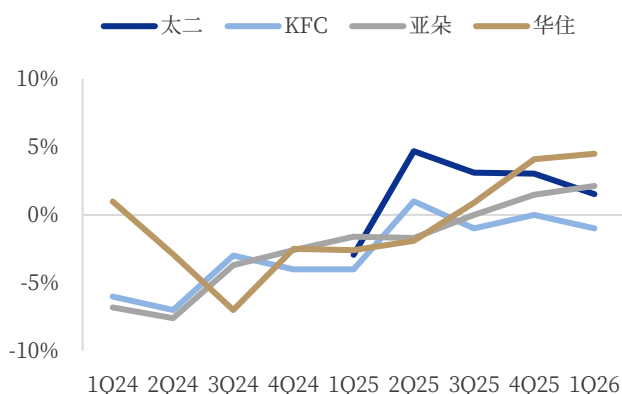
资料来源: 窄门餐眼, 中国银河证券研究院

3) 景区: 需求由观光转向沉浸式体验, 同质化劣质供给加速淘汰出清。近年来游客出游需求从走马观光式逐渐转向沉浸式、体验式观光, 叠加景区监管政策趋严, 倒逼行业盈利逻辑转型, 尾部低效景区经营承压。政策端持续推进重点景区门票、摆渡车等设施价格管控, 单一门票盈利空间持续收窄; 消费端游客偏好研学、IP 文创、实景演艺等深度内容, 仅依托自然资源和设施陈旧的传统观光景区消费情况持续微萎靡。行业转而发力存量设施升级与高端新项目落地, 如三峡游轮完成运

力全面升级，新增高端度假游轮并配套定制优质文旅体验，摆脱传统观光产品的局限。这类高附加值、强体验属性的优质供给，有效弥补传统景区增长短板，成为文旅板块新的盈利增长点，而低端文旅供给将难以继续吸引消费者注意。

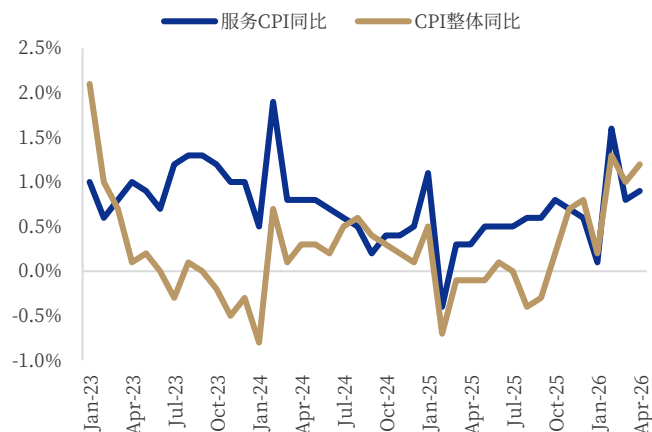
产业层面，“以价换量”策略行至尾声。我们认为，过去三年传统型消费供给的价格通缩趋势，主要因相关行业的供给难以在新的价格与价值点上与需求侧形成均衡，因此需要降价寻找新的锚点。而伴随供给侧过去三年在价格收缩趋势下自我完成优胜劣汰，我们已在部分细分行业上看到价格企稳回升的趋势。

图17: 餐饮、酒店公司价格指标同比



资料来源: 各公司公告, 中国银河证券研究院

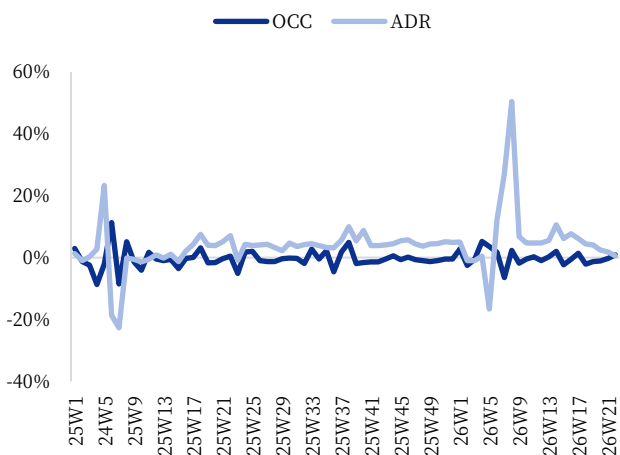
图18: 服务消费 CPI 变化



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

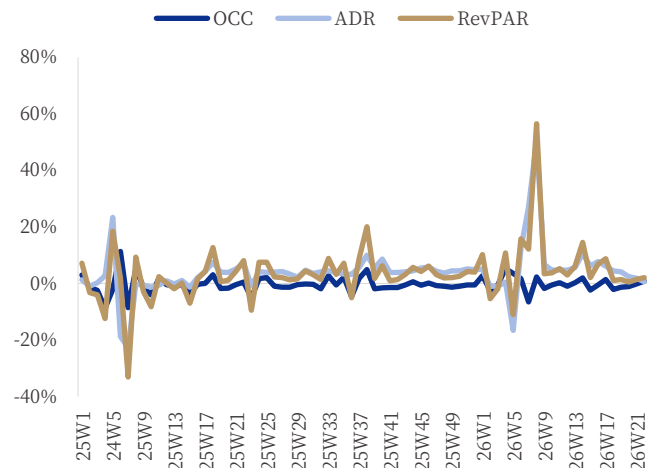
酒店: 行业房量供给放缓叠加产品结构升级, 进入非典型周期底部企稳阶段。进入 2H25 以来, 中国酒店业供给增速逐步放缓。头部酒店集团亦把开店重心放至中高端酒店, 因此本轮行业的 RevPAR 修复不同于传统的“OCC 复苏→ADR 复苏”规律, 而是先由 ADR 的修复驱动 RevPAR 边际改善。此外, 假期制度优化驱动休闲游需求提升, 黄金周期间的价格上行动力增强。

图19: 全国酒店 OCC/ADR 每周同比增速



资料来源: 酒店之家, 中国银河证券研究院

图20: 全国酒店 RevPAR 每周同比增速



资料来源: 酒店之家, 中国银河证券研究院

餐饮: 限额以上企业表现阶段性优于整体, 行业从“价格内卷”逐步过渡至“以质换量”的理性竞争阶段。过去一年中小餐饮主体凭借灵活低价策略抢占份额的格局正在松动, 头部品牌在收缩低效促销、优化菜单结构后, 客流与营收表现开始相对占优。此前外卖平台补贴大战对餐饮企业的短期营业额虽有提振, 但高佣金率对盈利能力的侵蚀亦不可忽视, 补贴红利与盈利可持续性的矛盾, 正推动行业从“以价换量”的流量竞争, 转向兼顾客单价与翻台率的效率竞争。

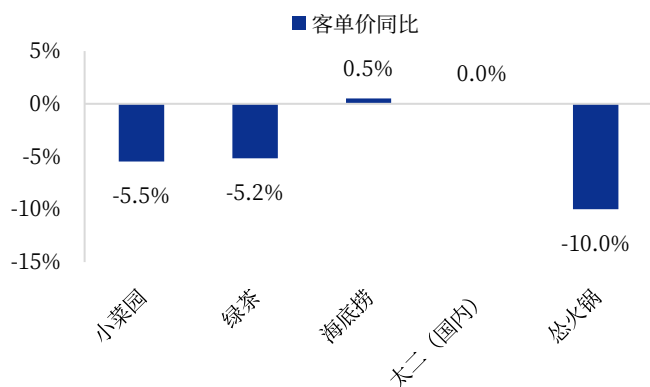
三、餐饮：布局具备穿越周期能力的公司

(一) 餐饮大盘稳健复苏，量价关系有望理顺

基数效应+外卖补贴退坡，餐饮大盘总体有望维持稳健复苏。2026年1-4月中国餐饮行业收入增速整体处于复苏轨道，我们认为主要受益于假期制度优化带来的出行需求增加，从而产生了更多外食需求。展望2H26，虽然存在成本驱动型通胀在当下无法顺利传导，但我们认为上半年驱动餐饮业复苏的动力仍将继续，一方面是假期制度优化的效应仍在，另一方面是2025年Q3的禁酒令+外卖平台巨额补贴降低了堂食基数，而今年在禁酒令优化、外卖平台退补的驱动下，基数效应预计将有明确体现。

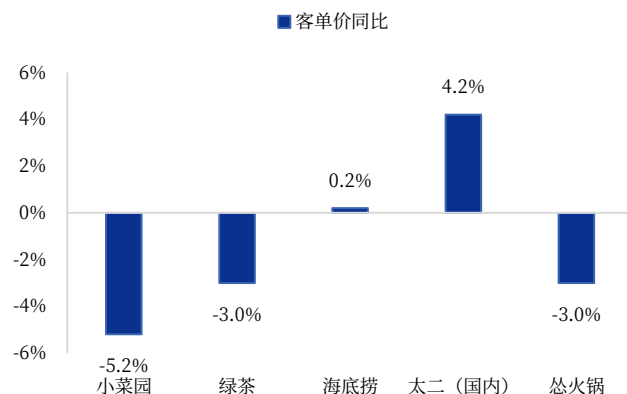
价格策略优化，“以价换量”接近尾声。从头部餐饮品牌客单价变化看，2H25普遍价格较1H25实现优化，其中海底捞率先实现价格转正，太二则在门店模型优化后实现更显著的客单价上涨。此外，老乡鸡、KFC等快餐龙头，以及茶饮咖啡连锁品牌则开始上调外卖平台价格。实际上客单价的优化在2025年初已出现苗头，背后原因我们认为主要与门店布局优化、平衡加盟商利益，以及应对外卖大战对品牌势能的影响有关。展望2H26，考虑原材料、包材等成本上行+外卖补贴退坡，餐饮企业客单价预计将维持平稳。

图21：餐饮上市企业1H25客单价变化



资料来源：各公司公告，中国银河证券研究院

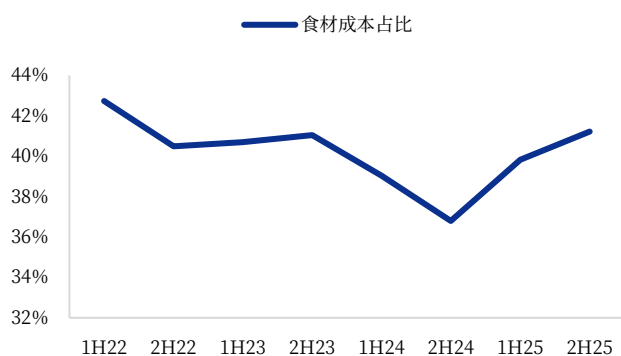
图22：餐饮上市企业2H25客单价变化



资料来源：各公司公告，中国银河证券研究院

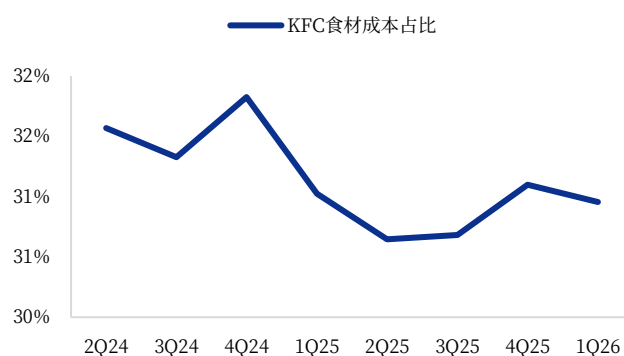
需求稳健复苏，但成本端压力向下游传导能力各有不同。餐饮行业上游不同原材料价格趋势存在差异，因此餐饮品牌所面临的成本端压力不尽相同。整体而言，我们认为西式快餐所面临的成本压力较为有限，因鸡肉供给较为充分，但火锅等以牛羊肉为核心原料的餐饮业态或面临一定成本压力，因此需关注此类企业如何转嫁/消化成本。此外，由于外卖补贴在过去一年极大培养了用户的消费习惯，短期内我们认为外卖占比较难下降，对于部分易于从外卖平台消费品类而言，骑手成本增长仍难避免，但得益于去年同期的骑手成本基数已上升，我们预计利润率或边际改善。

图23: 海底捞食材成本上行



资料来源: 海底捞公司公告, 中国银河证券研究院

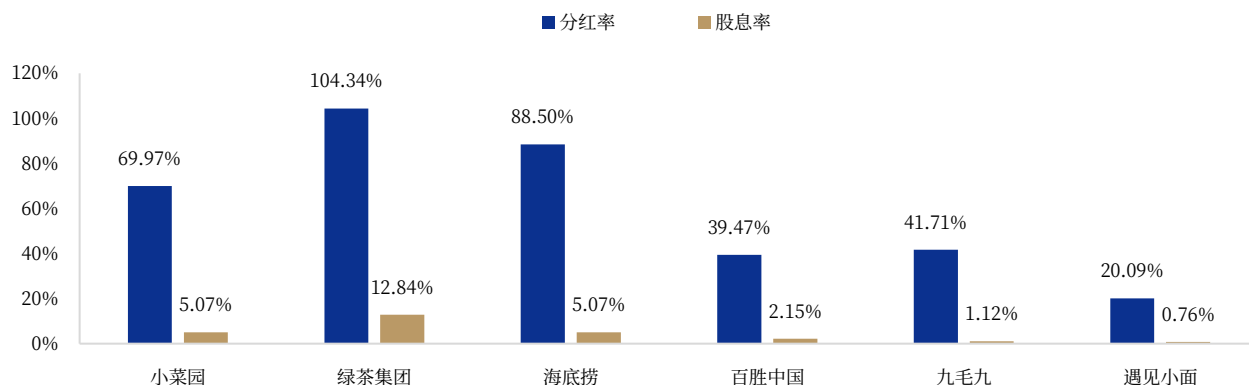
图24: 与此同时 KFC 食材成本下行



资料来源: 百胜中国公司公告, 中国银河证券研究院

成熟餐饮品牌分红慷慨，股息率提升后头部公司股息率具备防御属性。考虑出行人次增长，我们认为居民外食比例提升仍是确定性趋势，成熟餐饮品类及头部品牌翻台、现金流稳定，某种程度上存在一定必选属性，尤其对于性价比快餐而言更甚。目前头部餐饮品牌股息率已具备一定吸引力，其中海底捞、百胜中国、小菜园、绿茶集团基于分红+回购的股息率普遍在5%以上。考虑成熟餐饮赛道头部品牌普遍具备较强的供应链管理能力和品牌势能，分红能力在可见范围内可持续，因此较高的股息率给予其在消费β偏弱背景下的防御属性。

图25: 上市餐饮企业 FY25 分红率&股息率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

百胜中国：消费韧性 & 高回报凸显短期价值，龙头壁垒与下沉市场打开长期成长天花板

经营韧性显著，股东回报计划稳步推进。百胜中国 1Q 同店经营数据稳健，分品牌来看肯德基 1Q25 同店销售同比+1%，连续 4 个季度维持正增长，必胜客同店销售同比-1%，但交易量层面同比+5%，客单价虽有所下滑但主要由公司产品策略主观调整。K Coffee、KPRO、必胜客 WOW 等新品类门店稳步扩张，有望为公司拓宽消费场景和覆盖人群，构造新成长点。同时，1Q26 公司门店净增 636 家，全年拓店进程良好。叠加公司稳步推进 2026 年 15 亿美元的股东回馈计划，公司短期经营韧性和股东回报优势兼备。

中长期看，行业份额向龙头集中，加盟模式与轻量化店型释放下沉潜力。西餐快餐赛道连锁化、行业集中度提升趋势明确，公司凭借肯德基、必胜客深入人心的品牌影响力，搭配完善的供应链体系、高效产品迭代能力以及成熟的数字化会员运营体系，构筑起深厚竞争壁垒，龙头地位难以撼动。且公司门店网络持续文件扩张，轻量化小型店叠加不断优化的加盟扩张模式，门店加密与市场下沉空间广阔。与此同时，咖啡、轻食等新兴业务逐步成长为第二增长曲线，叠加充沛现金流保障股东

回报持续性，公司长期发展逻辑扎实。

海底捞：经营修复，深耕多元发展

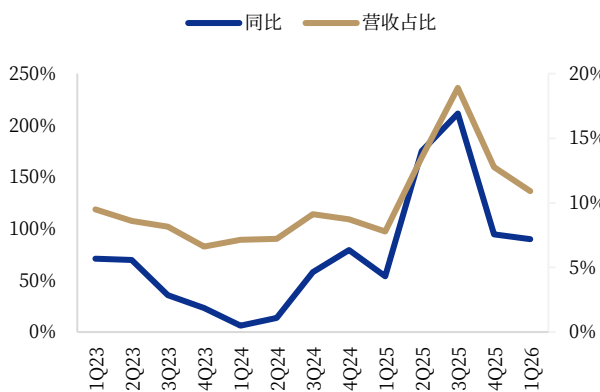
2H25 经营企稳，红石榴+外卖持续贡献增量空间。公司 2025 年同店销售额同比-6.7%，较 1H25 同比-9.9%有所改善，翻台率 25 年同比-0.2pct，1H25 同比-0.4pct，可见下半年门店经营情况有所改善，经营拐点显现。外卖业务全年实现营收 26.6 亿元/同比+111.9%，营收中占比由 2.9%提升至 6.1%，成为公司高速增长引擎。另外，公司积极开展红石榴计划，截至 25 年其他品牌供给 20 个，餐厅数量达 207 家，营收同比增幅为+214.6%。尽管公司派息率较往年有所下降，但仍维持在较高水平，为公司提供了稳定股东回报支撑。公司短期成长逻辑清晰，2H25 迎来经营企稳拐点，外卖与红石榴计划贡献双增量曲线，共同支撑 2026 年经营情况的持续改善，另外稳定的高派息水平则为股东回报和提供支撑。

赛道韧性强劲，供应链和信息化壁垒与多品牌打开长期成长空间。火锅作为大众餐饮主流品类，消费刚需属性突出，赛道整体抗周期能力强，叠加国内餐饮连锁化率稳步上行，行业长期发展基础扎实。公司深耕餐饮产业链多年，依托蜀海、颐海打造一体化供应链体系，搭配全链路数字化运营管理系统，在食材采购、仓储物流、成本管控、门店精细化运营及食品安全等方面形成难以复制的核心壁垒，持续巩固龙头地位。且红石榴计划作为公司第二增长主线稳步推进，持续孵化快餐、特色小吃、地方风味餐饮等差异化新品牌，逐步跳出单一火锅品类的发展局限，不断丰富业务布局、完善多元化产品矩阵。

(二) 现制饮品：补贴退坡承压，关注具备 α 可穿越周期的公司

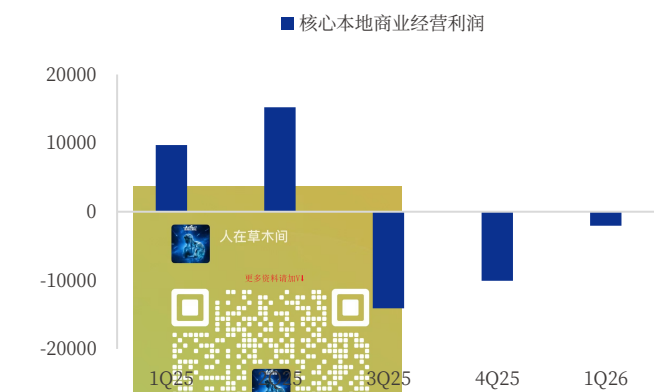
外卖基数提升，2H26 现制饮品行业同店预计承压显著，关注堂食修复能力。2025 年二季度开始的外卖大战推动现制饮品需求大幅提升，但考虑到互联网平台在多个战场上的资源投入，以及外卖补贴对即时零售业务的赋能已完成阶段性目标，2026 年二季度起阿里开始主动优化外卖业务和 UE 模型，推动外卖补贴进入退坡。因此，对现制饮品行业而言，在平台退坡压力下，由补贴产生的无效订单流失将在 2026 年 5 月后抬高同店基数，我们预计全行业均将进入同店负增阶段。

图26：瑞幸咖啡骑手配送成本增速及占收入比重变化



资料来源：瑞幸公司公告，中国银河证券研究院

图27：美团本地商业经营盈亏收窄（单位：百万人民币）

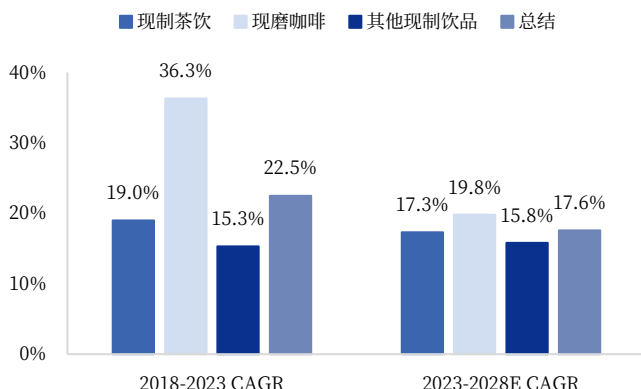


资料来源：美团公司公告，中国银河证券研究院

头部品牌加快茶咖融合、早餐业态扩张，有望对冲外卖基数影响。我们认为中国现制饮品市场未来增长的确定性品类预计将主要来自咖啡，因中国的人均咖啡消费量依然显著低于成熟市场。而自 2025 年古茗全线推广咖啡以来，头部茶饮品牌中蜜雪、茶百道、沪上阿姨均已加速布局咖啡，我们预计今年头部品牌将全线推广咖啡业务，从而驱动市场扩容。以古茗为例，我们预计 2025 年古茗的咖啡出杯量占比已达所有门店的 10%+，且在 2026 年有望提升至 20%，推动门店实现接近双倍

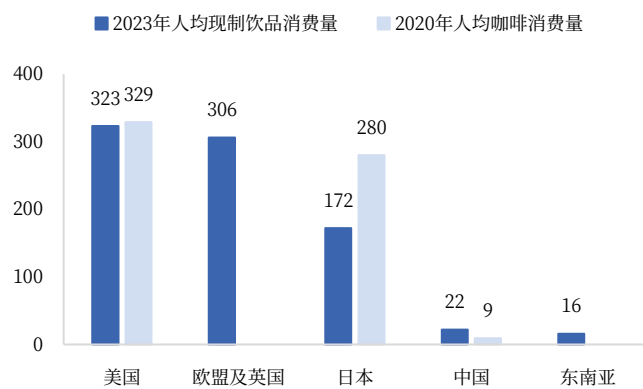
数的销量增长，从而抵销外卖退坡带来的单量下降。此外，早餐烘焙、RTD 产品也是头部品牌发力的方向，通过延展营业时段、消费场景寻找新的市场增量。

图28：中国现制饮品市场各分类复合增速



资料来源：蜜雪集团招股书，灼识咨询，中国银河证券研究院

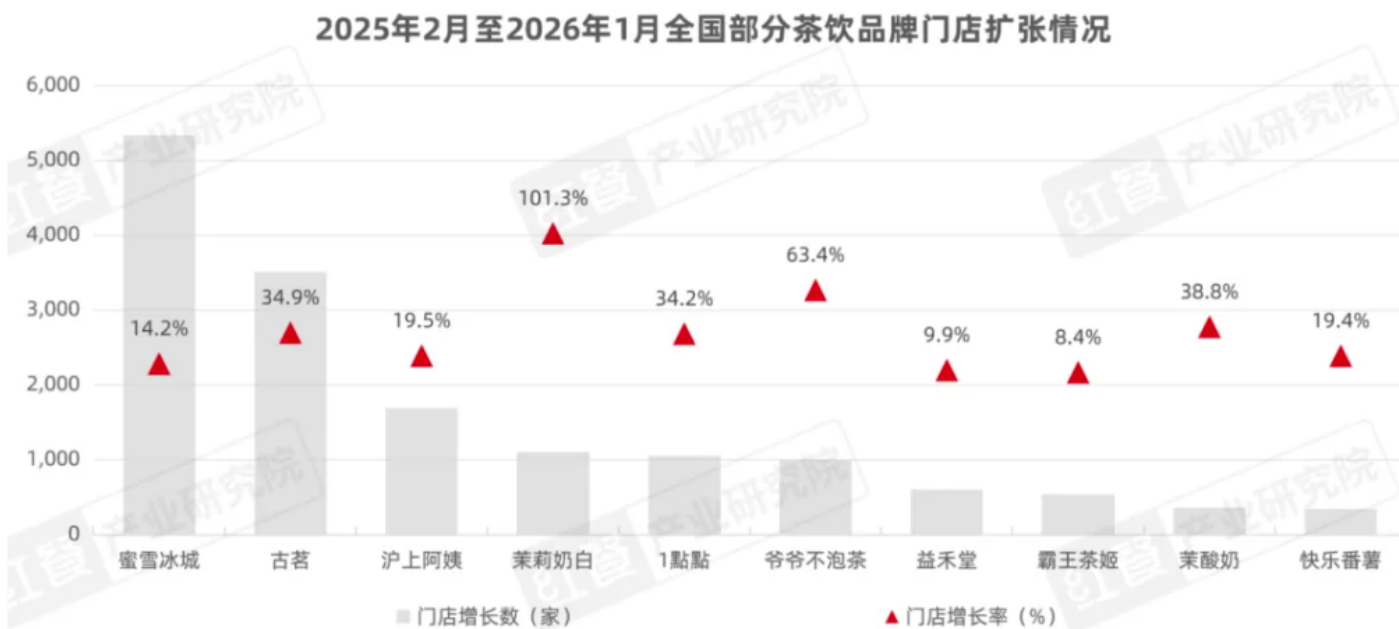
图29：各地区人均现制饮品和咖啡年消费量（杯/年）



资料来源：灼识咨询，德勤咨询，中国银河证券研究院

市场份额向头部集中是确定性趋势，但仍需关注品牌势能的变化。据红餐大数据，截至 2025 年 12 月，全国茶饮门店数达到 44.9 万家/同比+3.5%，而 TOP10 品牌门店增长均高于该数字，其中蜜雪冰城、古茗、沪上阿姨门店同比增长均超过 10%，反映市场集中度正在持续上行，背后驱动因素在于：1) 现制饮品行业头部品牌的存活率高，对加盟商的吸引力更强；2) 外卖大战进一步巩固了头部品牌的势能。但伴随外卖补贴退坡，我们认为同店不可避免的下滑将开始对头部品牌的势能产生影响，具备品类拓展能力，以及对门店运营赋能、加盟商管控能力更强的品牌将进一步获取市场份额。

图30：头部连锁茶饮品牌 2025 年 2 月-2026 年 1 月门店扩张速度

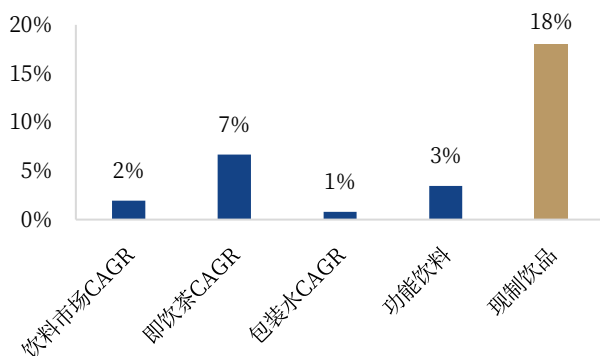


资料来源：红餐网，中国银河证券研究院

现制饮品对便利店的替代加速，RTD、早餐烘焙产品进入门店及量贩渠道。据伴随现制饮品网点密度提升、面积扩张，我们认为现制饮品的消费渠道特性在被进一步强化，同时产品本身现制新鲜、高频迭代的特征，也使得更加重视健康的消费者对其更加青睐。基于 2025 年各品牌在产品研发上的储备，我们认为 2026 年主要现制饮品品牌将进一步推出 RTD 产品，以及早餐烘焙产品，依托

更加新鲜、健康的定位拓展消费场景，甚至进入新的消费渠道，驱动收入来源多元化。

图31：中国饮料行业增速对比：现制饮品>即饮茶>包装水



资料来源：尼尔森，中国银河证券研究院

图32：古茗推出 RTD 产品



资料来源：咖门，中国银河证券研究院

综上所述，我们认为现制饮品行业的拐点最快将在 Q3 末期到来。伴随外卖退坡及基数效应对不同品牌的影响逐步厘清，具备穿越周期能力的品牌将浮出水面。

古茗（1364.HK）：回归堂食+品类扩张，关注同店及开店增速变化

主动控制外卖+强化堂食回归，有望最先走出基数困扰。公司自 4Q25 开始通过提升外卖价格，降低平台活动参与比例等方式主动控制外卖占比，我们预计 4Q25 公司外卖占比已较 3Q25 回落。在此基础上，虽然前三季度公司同店因基数原因出现下滑，但 4Q26 开始我们预计受益于外卖的基数更低，同店增速将较同业更快走出下滑通道。此外，回归堂食是公司 2024 年以来的重要策略，2026 年公司计划通过增设早餐、优化门店形象（提供更多客座）等方式引导消费者回归堂食，伴随堂食与外卖结构再平衡，门店 UE 模型改善将提振加盟商信心。

场景与品类扩张并行，有望对冲补贴退坡压力。公司依托优异的研发创新能力，持续推新效果显著，自去年以来公司在甜品、咖啡等品类上的创新不断获得市场正向反馈。我们预计 2H26 公司将进一步推动品类扩张，除咖啡目标杯量有望从 10%+水平提升至 20%+外，包括酸奶、泰奶、烘焙、RTD 产品的推出将不仅实现品类的扩张，还将场景进一步延伸（早餐、量贩渠道），从而提升门店日均 GMV。

重点关注开店进展，估值已进入击球区。我们预计 26 年 1-4 月古茗开店节奏有所放缓，主要因为公司在优先推动加盟商进行六代店调改，过程中城市的点位选择、装修资源投入，导致新开门店数量较去年同期偏低。而伴随上半年调改基本完成，我们预计 2Q26 开始公司将逐步加快开店节奏，全年看净开店不低于 2025 年目标达成的可能性仍然较高。基于经调整核心净利率口径，我们预计公司 2026-2028 年业绩为 32.2、40.2、49.2 亿元，同比+14.6%/+24.9%/+21.9%，对应 14.4X、11.5X、9.5X PE。考虑当前公司国内门店布局仍有较多空白区域，品类亦处扩张阶段，当前估值较未来成长空间具备显著性价比，维持“推荐”评级。

蜜雪集团（2097.HK）：26 年固本培元，国内升级+海外开店助力中期成长

26 年蜜雪进入全面提质升级阶段，短期盈利调整有望为长期成长奠定基础。我们预计 FY26 蜜雪主品牌受益于良好的门店模型及加盟商认可度，仍有望在国内继续保持稳定的开店增长，且海外门店在东南亚供应链+管理能力进一步完善后有望实现净增长。但我们预计由于子品牌幸运咖开店放缓，以及公司规划 18-20 亿资本开支对产品线进行供应链与产品升级，将对公司毛利率及销售费用率形成拖累。中期而言，我们认为 26 年的策略调整是蜜雪应对当前外卖退坡与未来行业竞争的有效抓手，若在维持一定价格力的基础上对蜜雪主品牌（真果、冷链鲜奶、现磨咖啡），以及幸运咖（鲜

奶、鲜豆、鲜果、现场制作)实现成功升级,将可拓展更广阔的市场(蜜雪拓展下沉咖啡市场+幸运咖进军高线城市)。

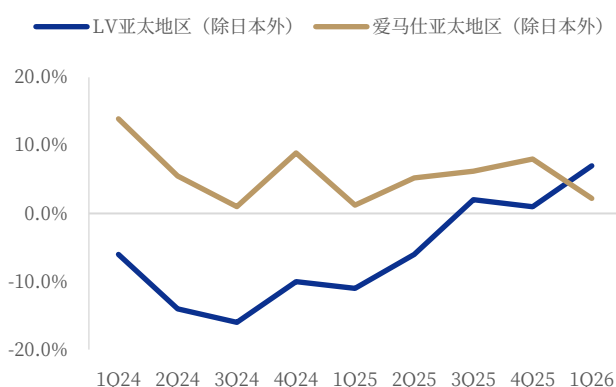
此外,我们认为雪王的 IP 价值仍有充分挖掘空间。根据公司招股书中统计,“雪王”和品牌主题曲相关话题在主要社交平台上的累计曝光量分别超过 195 亿次和 97 亿次。同时,公司在 IPO 募投资用途中明确募投资金的 7% (约 2.3 亿港币) 将用于深耕品牌 IP, 未来伴随“雪王”IP 影响力和认知度进一步提升,我们认为公司有望通过更深层次探索,推动雪王的 IP 价值变现。我们预计 2026-28 年经调净利 60.5、69.3、76.4 亿元,对应 PE 各为 14.3X、12.4X、11.4X,维持“推荐”评级。

四、顺周期：K型分化延续

(一) K型分化加剧，高端消费复苏逻辑仍在验证

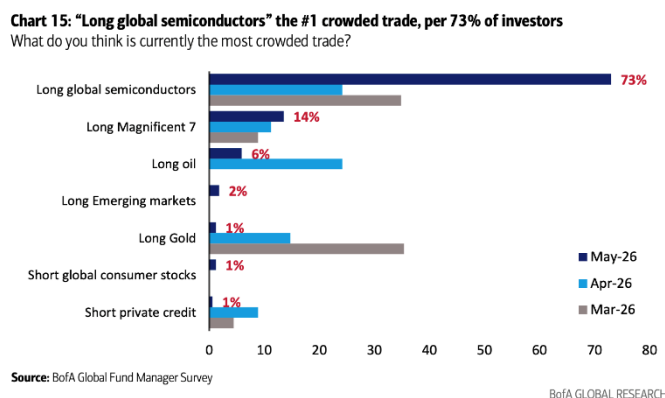
全球经济 K 型复苏延续，高端消费维持复苏趋势。经济的 K 型分化，主要体现为资本密集型产业高景气（以 AI 需求驱动的高新技术及制造业），以及相应的财产性收入增长，这意味着高净值人群的消费力与消费意愿在持续增长，超越消费整体表现。从全球头部高端消费品看，LVMH、爱马仕亚太地区（除日本外）收入增速自 2Q25 以来持续改善，反映高净值人群在资产负债表持续优化下，在奢侈品领域的消费意愿及消费力均保持增长。

图33：LVMH、爱马仕大中华区销售增速边际改善



资料来源：LVMH、欧莱雅、爱马仕官网、中国银河证券研究院

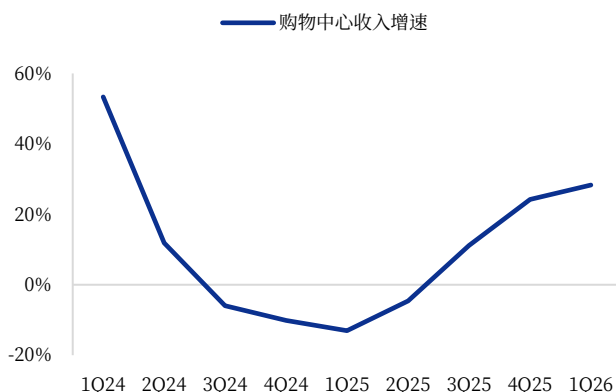
图34：全球股市的财富效应主要由高新技术产业提供



资料来源：美银，中国银河证券研究院

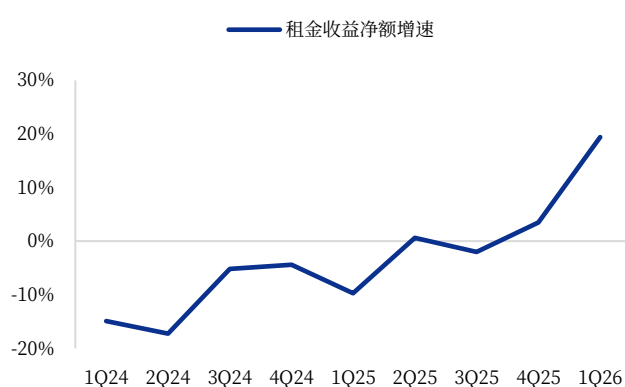
港澳高端消费渠道表现亦验证国内高净值人群消费需求强劲。港澳作为大中华区重要的高端零售消费区域，自去年二季度以来增速持续修复。其中，香港零售增速由 2Q25 的-0.3%改善至 1Q26 的+12.1%，主要受内地高消费力客群回归驱动，珠宝钟表等奢侈品增长显著。澳门地区博彩度假村零售业务增速亦同步出现显著改善，其中主要由高端品类增长驱动。

图35：金沙中国零售业务收入增速



资料来源：金沙中国公司公告、中国银河证券研究院

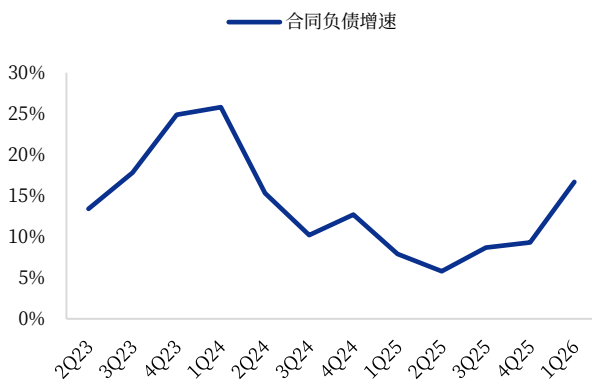
图36：银河娱乐零售业务收入增速



资料来源：银河娱乐公司公告、中国银河证券研究院

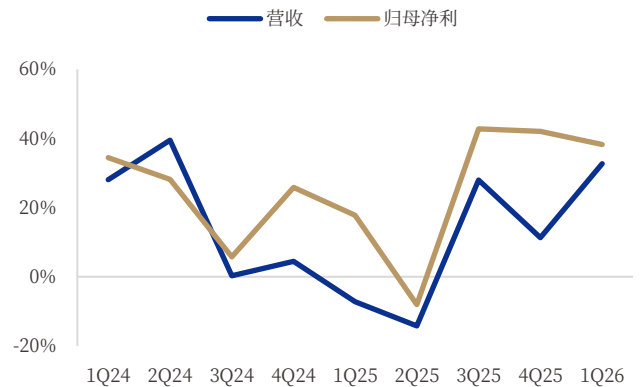
中国内地企业家信心开始回升。伟事达中国 2026 年企业经营者信心调研显示，宏观层面悲观情绪相较 2025 年有明显收敛，对未来 12 个月经济“变得更糟”的判断亦从 47%回落至 32%，整体信心似已走出谷底、进入温和修复阶段。企业自身经营层面，复苏信号则更为明确，有 72% 的受访者预计 2026 年销售收入增加，62% 预计盈利增加，均较 2025 年有显著反弹。从上市企业咨询管理公司行动教育报表看，公司合同负债自 3Q25 以来加速复苏，反映企业家活动开始更为活跃。

图37: 行动教育合同负债增速提升



资料来源: 行动教育公司公告, 中国银河证券研究院

图38: 行动教育收入&归母净利润增速

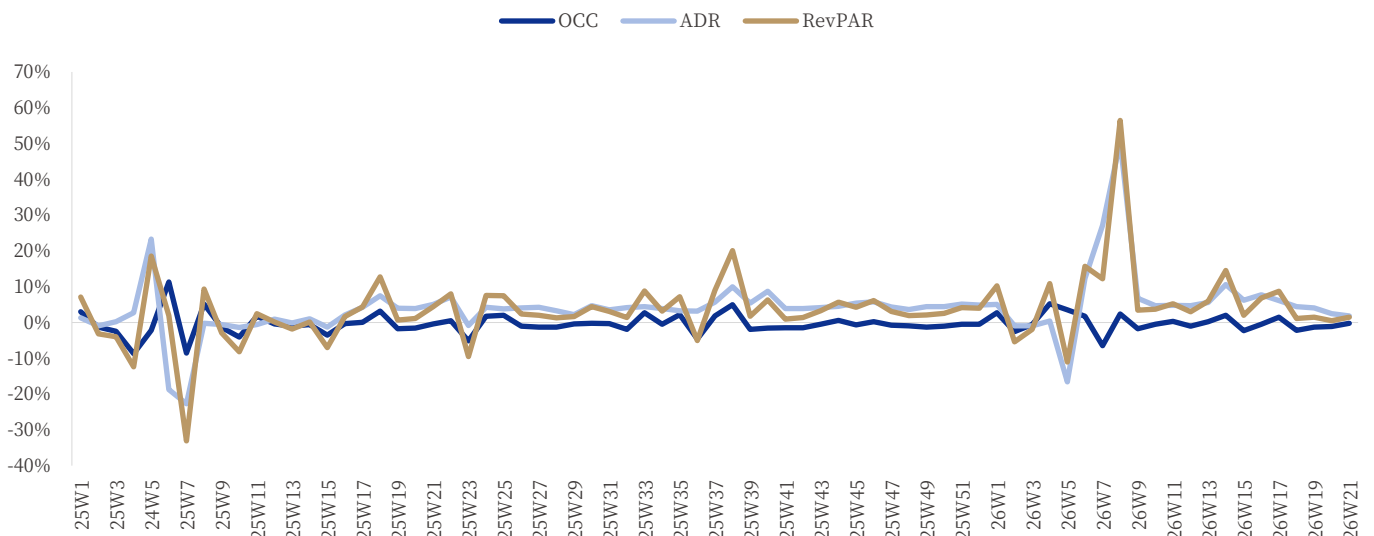


资料来源: 行动教育公司公告, 中国银河证券研究院

(二) 酒店: RevPAR 持续企稳, 关注下半年需求改善

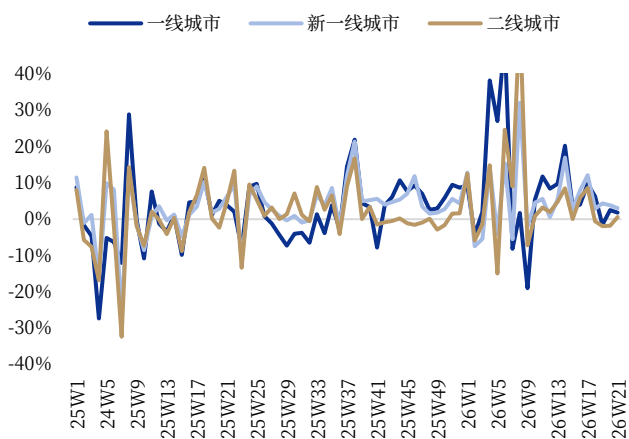
价格驱动 RevPAR 修复特征明显, OCC 增长情况相对滞后。国内酒店行业自 2025 年年中起进入 RevPAR 正增长通道, 2026 年修复趋势延续, 五月以来增速虽有所收窄但整体仍保持低个位数增长。本轮复苏呈现鲜明的价格驱动特征, ADR 涨幅持续领先于需求端回暖, OCC 修复相对滞后, 近期涨跌幅于-2pct~0pct 区间波动。分城市线级来看, 高线城市 RevPAR 增长幅度略优于低线城市, 一线及新一线城市 RevPAR 增长幅度明显优于低线城市, 主要由于高线城市入住需求韧性较强, 年内一线及新一线城市 OCC 大部分时间录得小幅同比增长。以酒店类型来看, 豪华及高档型酒店表现突出, 4 月以来入住率稳步提升。

图39: 全国酒店核心运营指标同比增速



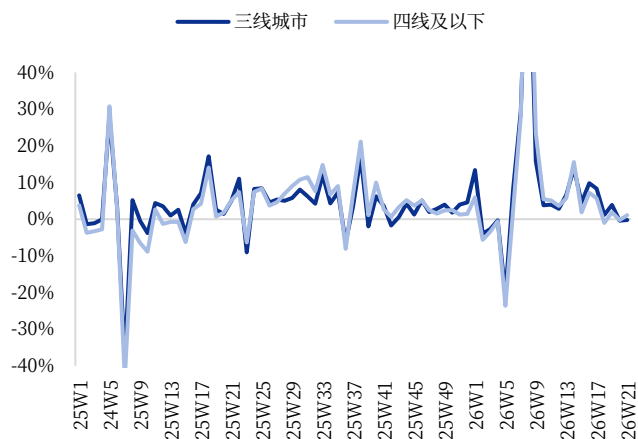
资料来源: 酒店之家, 中国银河证券研究院

图40: 高线城市 RevPAR 同比增速



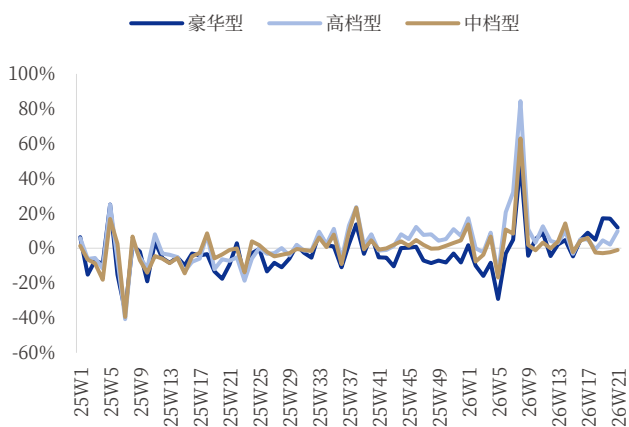
资料来源: 酒店之家, 中国银河证券研究院

图41: 低线城市 RevPAR 同比增速



资料来源: 酒店之家, 中国银河证券研究院

图42: 中高档酒店 RevPAR 同比增速



资料来源: 酒店之家, 中国银河证券研究院

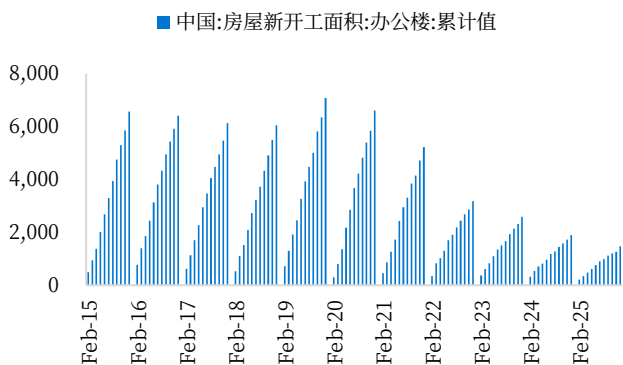
图43: 经济型酒店 RevPAR 同比增速



资料来源: 酒店之家, 中国银河证券研究院

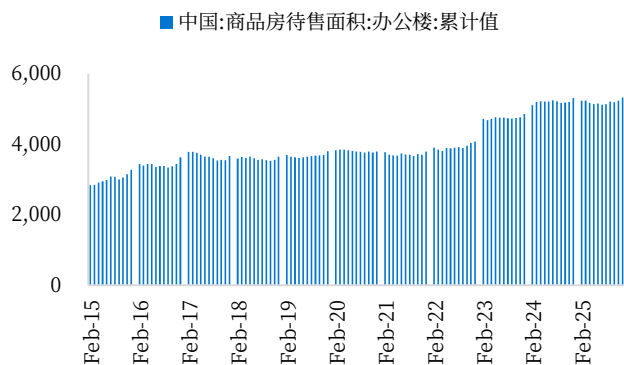
供给侧增速稳步放缓，行业供需格局缓慢改善。从物业端来看，国内地产周期持续调整，办公楼新开工面积已连续五年下行，可改造为酒店的新增商用物业资源持续减少；存量待售办公楼增量趋于收敛，核心城市甲级写字楼改造中高端酒店的供给增量基本停滞，物业端新增供给红利持续消退。从投资端来看，行业单店投资回报周期持续拉长，当前中高端酒店主流投资回收期已达 5.5-6 年，参照行业历史规律，投资回收期突破 5 年后加盟商拓店意愿显著回落，市场投资心态趋于审慎。同时头部酒旅集团经营战略持续调整，重心从粗放式规模扩张转向存量门店提质、单店盈利优化，进一步带动行业整体供给增速放缓。整体来看，2026 年行业供给增长节奏显著慢于 2023-2025 年的高速扩张阶段，供给与需求增速同步收窄，二者差值基本稳定在 1pct 以内，行业供需结构持续趋于均衡。

图44：办公楼新开工面积已经连续 5 年下行（单位：万平方米）



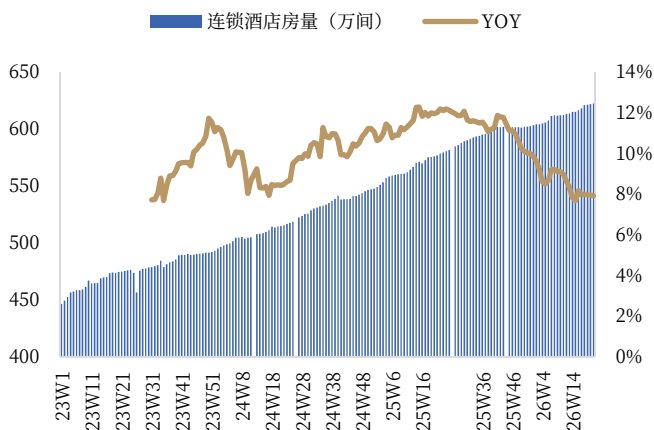
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图45：待售办公楼面积已无明显增长（单位：万平方米）



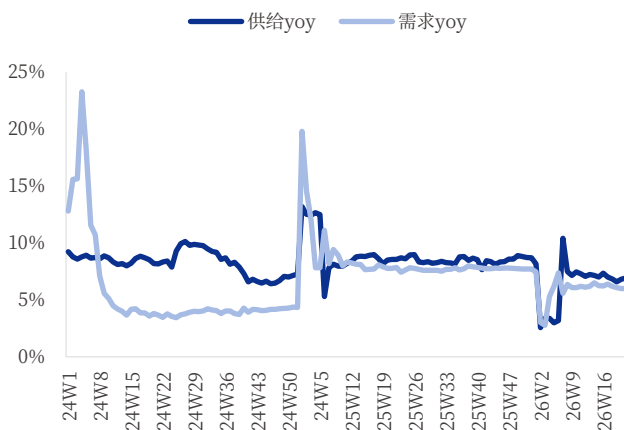
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图46：2023 年起我国连锁酒店房量及增速



资料来源：酒店之家，中国银河证券研究院

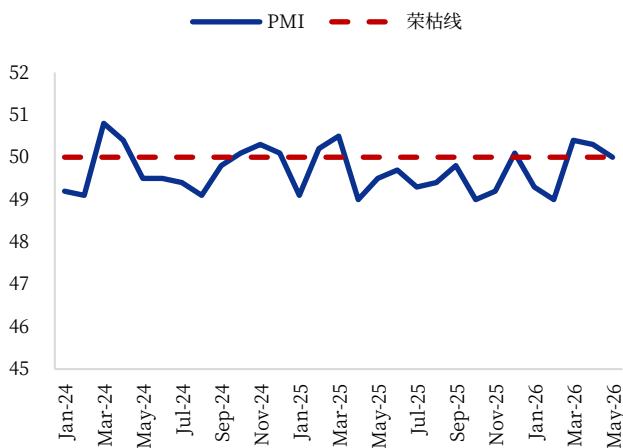
图47：全国酒店房量供给增速及房量需求增速



资料来源：酒店之家，中国银河证券研究院

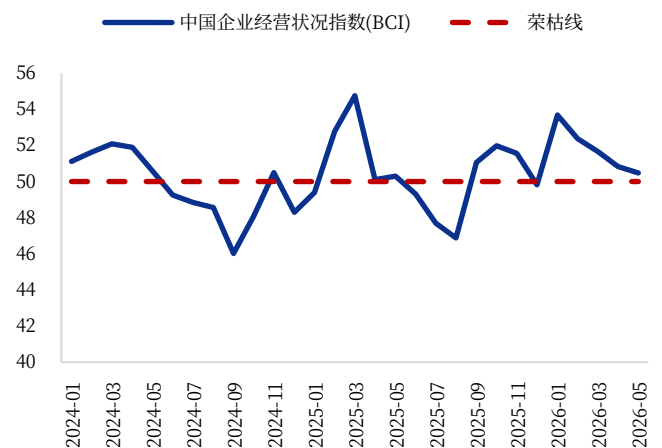
需求端修复节奏分化，休闲需求保持韧性，商旅需求修复偏弱、不确定性仍存。5月制造业 PMI 指数临界持平荣枯线 50，企业生产经营活动扩张力度偏弱，长江商学院 BCI 企业经营状况指数虽维持 50 以上扩张区间，但呈现逐季回落态势，反映企业经营活力边际走弱，商务出行配套需求修复节奏放缓，整体商旅复苏力度或弱于市场此前一致预期，后续修复情况仍需持续观察。相对而言，在促消费政策持续落地、春秋假制度全面铺开的背景下，居民休闲出行时长增加、出行频次提升，休闲住宿需求保持较好韧性，对行业整体 RevPAR 形成有力支撑。

图48: 24 年以来 PMI 指数



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

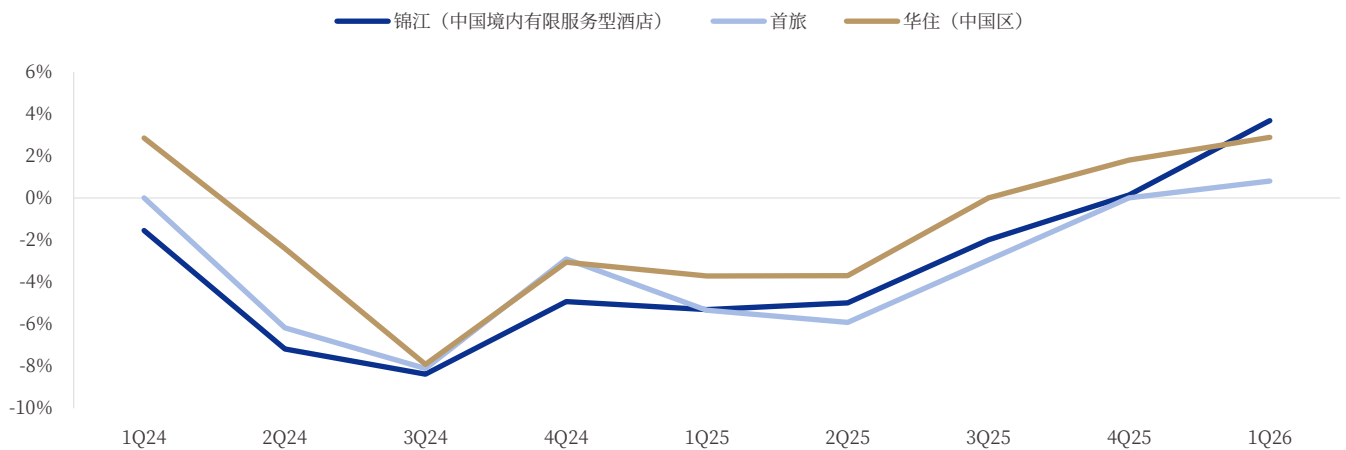
图49: 24 年以来中国企业经营状况指数



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

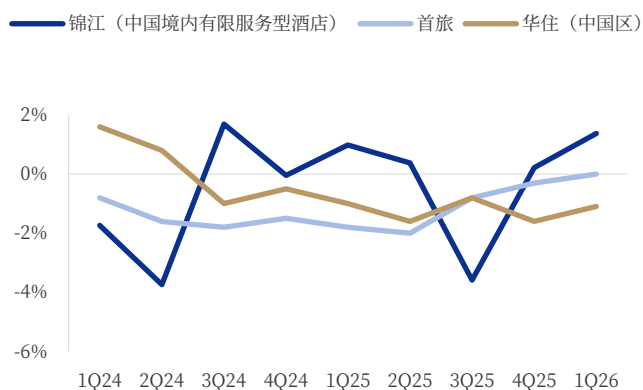
头部酒店集团经营数据同步回暖, 但量价修复结构存在分化。从 2026 年一季度经营数据来看, 国内三大头部酒店集团经营回暖具备明确共性, 1Q26 锦江酒店/首旅酒店/华住集团 RevPAR 分别同比+3.7%/+0.8%/+2.9%, 且平均房价 ADR 呈逐季抬升态势, 头部集团以价换量的竞争模式已全面终结。同时, 在维持稳定扩张的基础上, 各公司将经营重心转移至品质升级, 通过门店升级和精细化运营, 持续提升整体运营效率与单店盈利水平。从细分经营维度来看, 各公司运营情况仍有分化, 华住房价韧性最强, RevPAR 增长完全由 ADR 拉动, 入住率略有承压; 锦江实现量价同步修复, 入住率与房价双改善, 经营基本面最为均衡; 首旅整体修复节奏偏温和, 入住率基本持平, 房价小幅上行, 复苏弹性相对偏弱。

图50: 三大酒店集团 RevPAR 同比增速



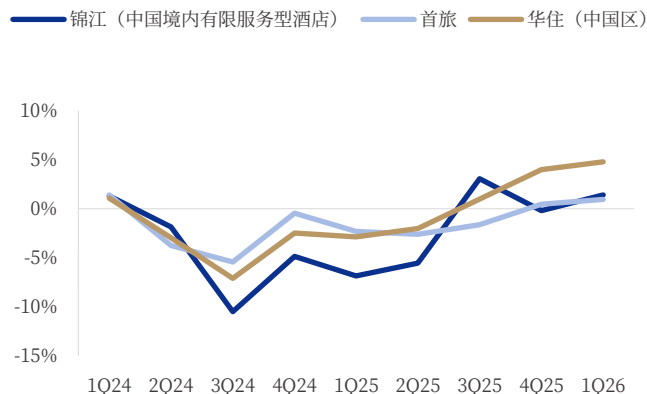
资料来源: 各公司公告, 中国银河证券研究院

图51: 三大酒店集团 OCC 同比增幅



资料来源: 各公司公告, 中国银河证券研究院

图52: 三大酒店集团 ADR 增速



资料来源: 各公司公告, 中国银河证券研究院

锦江酒店: 中国境内酒店减亏+产品结构升级, 盈利能力仍有提升空间。公司 1Q25-1Q26 有限服务型酒店 RevPAR 分别同比-5.3%/-5.0%/-2.0%/+0.1%/+3.7%, 经营情况逐季改善趋势明确, 同时公司坚持稳健高质扩张, 26 年计划新开门店 1200 家, 一季度已新开 306 家, 扩张如期进行。产品结构方面公司持续优化门店结构, 一方面推进中端酒店占比提升, 同时持续关闭低效门店, 中国境内酒店减亏持续推进, 目前中国境内可比有限服务型酒店 (开业满 18 个月) 酒店 1Q25-1Q26 各季度 Revpar 分别累计同比-7.9%/-7.6%/-6.8%/-5.8%/+0.7%, 1Q26 增速顺利转正实现正增长, 经营修复趋势显著。

首旅酒店: 高质量扩张持续, 自有渠道建设成效显著。公司内部经营数据有所分化, 全部酒店 RevPAR 一季度录得正增长, 整体经营趋势改善, 但 1Q25-1Q26 经营满 18 个月的成熟酒店 RevPAR 分别同比-8.5%/-8.2%/-8.2%/-4.0%/-8.5%, 成熟酒店受设备及环境老化等影响经营仍承压, 公司未来将采取低成本、轻量化的存量门店升级方案, 以低资本开支完成门店焕新。同时, 公司自有渠道建设成效凸显一季度 CRS 中央预订渠道销售占比同比提升 3.5pct, 直销占比稳步上行, 持续压降第三方 OTA 渠道佣金费用, 有望进一步增厚门店利润。未来随着标准店占比增加、存量门店改造落地、渠道降本增效释放, 公司经营业绩有望稳步提升。

华住集团: 会员私域流量壁垒深厚, 海外开辟新增长曲线。公司经营数据长期领跑国内酒店集团, 数字化运营体系成熟, 单店盈利水平、门店管控效率均处于行业第一梯队。公司直销会员体系完善, 私域流量占比高, 有效降低渠道佣金成本, 在行业房价上行周期中, 利润增厚幅度显著优于行业, 后续随着入住率逐步修复, 公司盈利端有望迎来快速释放。中国境内端公司稳步优化品牌结构和产品升级, 海外端依托 HWI 华住国际板块, 积极布局亚太市场, 深耕越南、老挝、柬埔寨等东南亚国家, 海外门店稳步落地, 为公司开辟新成长曲线, 长期增长空间充足。

(三) 免税: 政策进一步优化, 关注复苏持续性

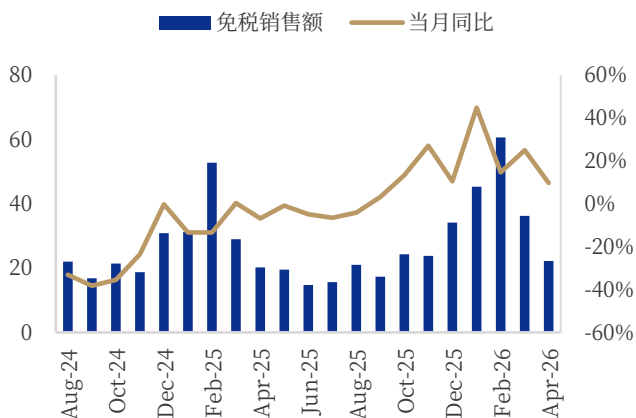
离岛免税如期回暖, 重点关注基数修复后的需求恢复持续性。据海口海关数据, 1Q26 海南实现离岛免税购物金额 142.1 亿元/同比+25.7%, 购物人数 181.6 万人次/同比+18.0%, 购物件数 1097.7 万件/同比+12.0%。整体看, 受益于 2025 年 11 月海南封关新政, 政策覆盖客群的扩大, 商品品类扩充, 以及购买政策便利度提升, 叠加政府消费券配套政策引入国内商品, 海南免税销售复苏符合我们预期。考虑 4 月后海南免税销售增速随整体消费环境放缓, 我们认为行业在 4Q26 基数抬升后, 离岛免税在高端消费回流, 以及旅游零售商基础设施扩容驱动下, 或进入稳健增长阶段。

表13: 海南封关免税新政策

文件名称	发布时间	机构/部门	内容
《关于调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》	2025年10月	财政部、海关总署等	1) 商品大类由45类→47类: 新增宠物用品、便携乐器; 小家电、电子消费类扩容(含微型无人机、扫地机器人等) 中华人民共和国财政部。 2) 允许6类国货(服装服饰、鞋帽、丝巾、咖啡、茶、陶瓷制品) 进离岛免税店, 退(免)增值税、消费税 中华人民共和国财政部。 3) 购物年龄由16周岁→18周岁。 4) 新增“离岛且离境旅客”(从海南出境) 可享离岛免税, 计入年度10万元额度, 不限次数。 5) 岛内居民: 自然年度内有1次离岛记录, 全年不限次数即购即提。

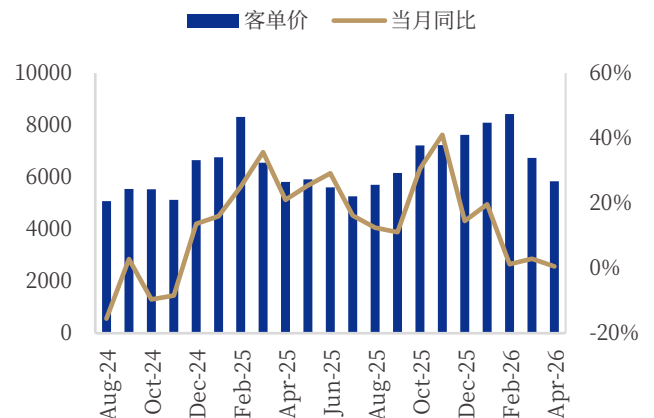
资料来源: 海口海关, 中国银河证券研究院

图53: 截止2026年4月海南离岛免税销售额(单位: 亿元)



资料来源: 海口海关, 中国银河证券研究院

图54: 截止2026年4月海南离岛免税客单价(单位: 元)



资料来源: 海口海关, 中国银河证券研究院

图55: 截止2026年4月离岛免税购物转化率(注: 由于海南机场统计口径变更, 自2025年12月后的转化率较此前可能偏低)



资料来源: 海口海关, 海南机场, 中国银河证券研究院

中免作为龙头继续领跑市场，高端市场份额有望进一步扩张。公司海南地区 1Q26 收入 125.85 亿元/同比+28.3%，增速略高于同期海南免税销售增长，反映公司海南市场份额仍在提升。同时，公司正推进三亚国际免税城三期项目建设。作为海南省、市重点项目，该项目总投资 70 亿元，总建筑面积超 41 万平方米，建成后将与三亚国际免税城一、二期形成强大的协同效应和业态互补，进一步引进更多优质消费品牌，完善三亚国际免税城品牌与品类布局。

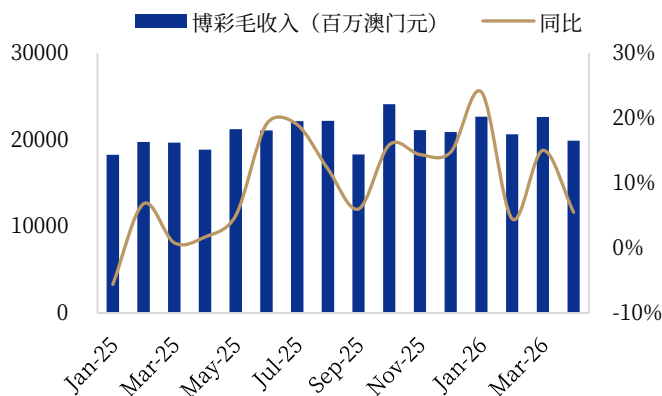
中国中免（601888.SH/1880.HK）：离岛免税运营稳健，收购 DFS 大中华区业务后，高端消费购物渠道+国货出海平台逻辑强化有望驱动未来成长

公司已于 26 年 1 月与 DFS 达成协议收购 DFS 大中华区零售业务。我们认为此次并购的意义重大，由于港澳是内地乃至全球高净值人群在大中华区进行高端消费与服务的核心区域，中免在完成对 DFS 港澳业务收购后，将进一步强化公司在高端免税购物的布局，充分享受大中华区高端消费复苏趋势。同时，港澳作为中国大陆面向国际开放的重要窗口，也将有利于公司吸引国货平台进驻，推动国货精品出海。目前公司已成功签署多个头部国潮品牌海外代理权，在港澳、东南亚、日本等区域实现业务突破。此外，公司首次进入越南市场斩获越南河内、富国机场 10 年供货协议，境外业务持续扩大。

（四）博彩：高端复苏延续，关注利润率优化

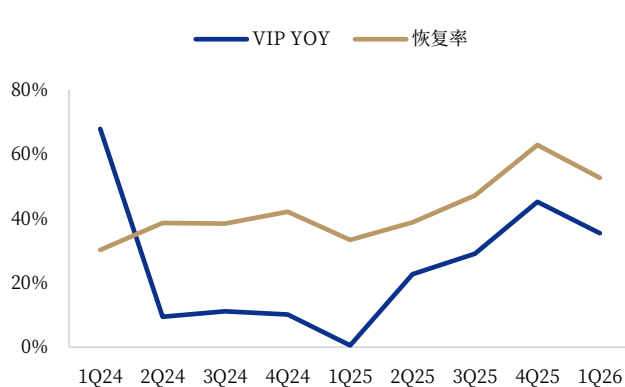
1Q26 澳门博彩消费延续复苏，高端市场继续领跑。受益于客流增长及高端赌客回归，1-4 月澳门博彩业毛收入同比维持双位数增长。其中，根据 DICJ 数据，1Q26 贵宾厅百家乐收入同比+35%，恢复率创 2023 年以来次高，是行业增长主要驱动因素。

图56：2025 年 1 月至今澳门博彩业毛收入



资料来源：DSEC，中国银河证券研究院

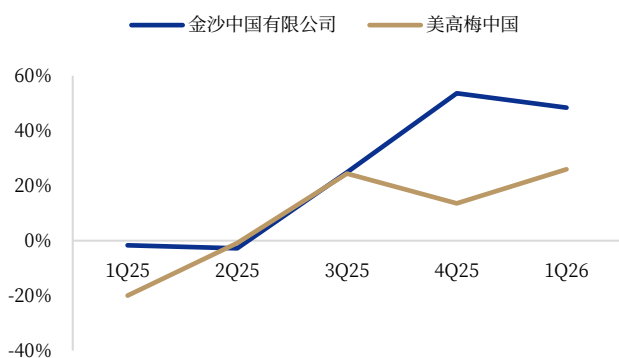
图57：贵宾厅百家乐增长显著快于行业整体



资料来源：DICJ，中国银河证券研究院

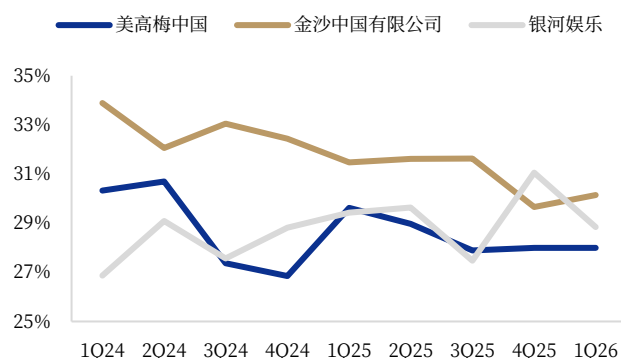
2H26 需求转向谨慎乐观，世界杯或对 6-7 月澳门博彩消费产生影响，但营销费用对利润率的影响或有所改善。从历史经验看，世界杯对澳门博彩消费存在显著的分流效应，因此今年 6-7 月美加墨世界杯或导致 6-7 月博彩消费增速放缓，叠加去年下半年贵宾厅基数上升，我们对 2H26 澳门博彩消费增速转向谨慎乐观。但今年以来博彩板块回调更多受利润率下滑影响，主要原因在于非博彩活动增加及贵宾厅占比提升带来更多市场营销投入，EBITDA 的结构性变化使得行业整体 Margin 承压。参考金沙中国电话会议，我们认为 2026 年下半年行业市场营销投入有望趋向更注重 ROI，EBITDA Margin 预计将企稳。

图58: 金沙中国、美高梅中国佣金及折扣费用增速



资料来源: 各公司公告, 中国银河证券研究院

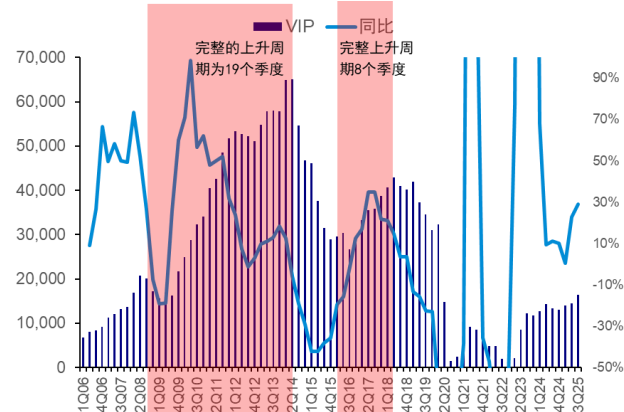
图59: 美高梅中国/金沙中国/银河娱乐 EBITDA Margin



资料来源: 各公司公告, 中国银河证券研究院

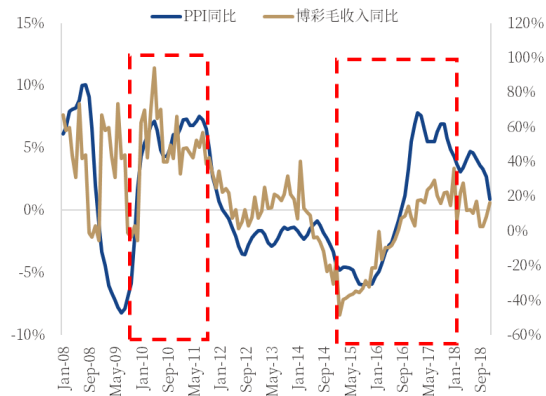
中期角度看, PPI 转正以及高净值人群资产负债表改善仍将继续对需求提供支撑。1) 考虑财富效应在周期上的持续性, 我们认为 VIP 业务增速有望在世界杯结束后改善; 2) PPI 相对博彩毛收入具备领先性, 目前中国大陆 PPI 同比增速已转正, 科技及制造业景气向上对博彩消费将产生正面支撑; 3) 澳门政府及博彩运营商进一步丰富高端赛事、演出活动, 加强国际营销, 国际高端旅客进入有望推动市场增长。

图60: 贵宾厅百家乐收入 (百万澳元) 周期复盘



资料来源: 澳门博彩监察协调局, 中国银河证券研究院

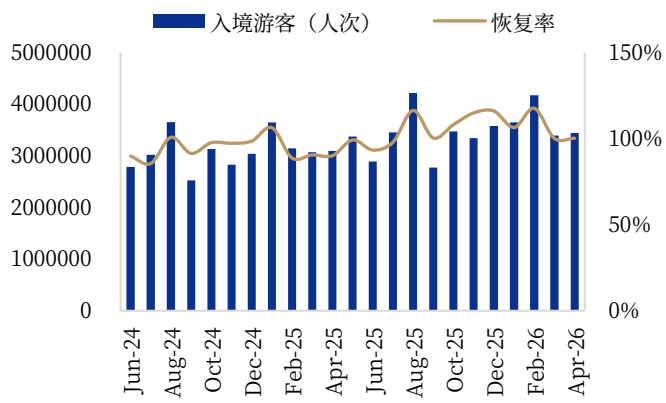
图61: PPI 与博彩毛收入关系紧密



资料来源: wind, DESC, 中国银河证券研究院

澳门强调“三五”期间非博彩 GDP 占比进一步提升, 非博彩业转型利好头部公司。澳门政府 5 月 20 日就未来五年发展规划展开为期 40 天的公开咨询, 其中提出的目标之一是将非博彩业占本地生产总值 (GDP) 的比重, 由 2024 年的 56.7% 提升至 2030 年约 60%, 提升路径包括落实“1+4”产业——即核心的综合旅游休闲业与四大新兴产业包括中医药大健康、现代金融、高新技术、会展商贸与文化体育适度多元发展。其中, 盛事经济成为澳门在公共卫生事件后客流持续增长的核心驱动力, WTT 澳门冠军赛、十五运会、NBA 季前赛, 以及各类重磅明显演唱会活动 (BP、张学友、刘德华等顶级明星) 大幅增长。但由于赛事及演唱会需要相应载体, 因此我们认为只有拥有庞大非博彩产能的龙头博彩公司可承载相关客流, 并在未来实现流量变现, 建议关注银河娱乐、金沙中国有限公司。

图62：澳门入境旅游人次已超越 2019 年同期



资料来源：DSEC，中国银河证券研究院

图63：银河娱乐综艺馆实景



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

五、旅游出行：关注政策与优质供给增量

（一）出行环境：春秋假提振文旅需求，品质消费迎来增量

春秋假加速扩容落地，助力 2H26 文旅需求增量。自 25 年 3 月起，中央陆续出台多项提振消费、扩大服务消费的相关政策，明确鼓励各地推行中小学春秋假制度。25 年 11 月浙江省率先实现全省落地秋假，截至 26 年 5 月，全国已有 14 个省份陆续出台全省统一的中小学春秋假实施方案。从政策落地节奏来看，26 年下半年将成为春秋假全域铺开的关键窗口期，一方面国内仍有过半省份暂未落地全省政策，下半年推行省份数量有望持续增加，且 26 年上半年多数省份仅完成政策公示与局部试点，并未实现区域全覆盖落地，政策落地效果有限。因此 26 年秋假的覆盖范围与执行力度预计将明显高于春假，依托错峰放假的制度优势，春秋假能够有效激活亲子游、研学游、周边短途休闲游等淡季文旅需求，为 26 年下半年旅游消费增长带来需求增量。

图64：部分省级行政区全省推广春秋假文件的发布/实施时间



资料来源：各省份政府，各省份教育厅，中国银河证券研究院

文旅消费持续升级，品质服务业态成为行业重要增量方向。当前国内旅游消费逐步从传统观光模式向体验化、品质化方向转型，游客不再单一关注出行规模，对服务体验、特色内容的需求显著提升。体育赛事、线下演艺演出、高端邮轮作为典型的高品质服务业态，凭借差异化体验、高客单属性持续释放增长活力，与春秋假撬动的全域客流形成共振。大型体育赛事具备强引流效应，可吸引跨区域观赛客流，同步带动住宿、餐饮、交通等全链条消费；各类线下演出、实景演艺丰富文旅消费场景，激活夜间经济与二次消费，有效提升客流转效率；高端邮轮主打一站式休闲服务，服务体系完善、定价灵活，受传统景区价格监管约束较小，精准匹配中高端客群需求。整体来看，品质服务赛道扩容，将进一步拓宽 2H26 文旅行业的成长空间。

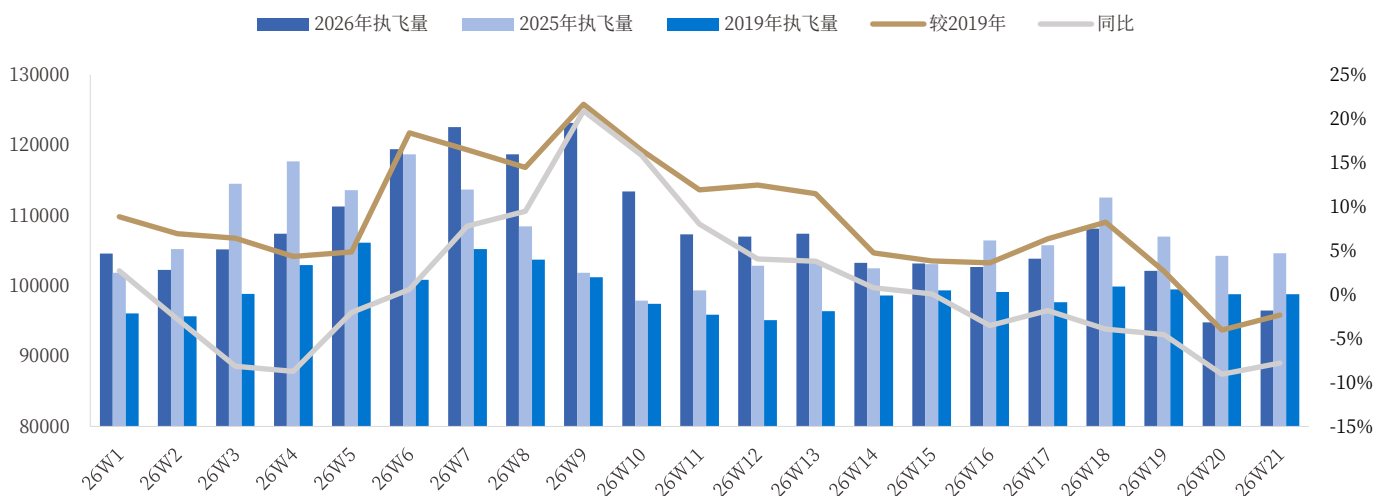
地缘因素推升燃油成本，旅游出行短期承压但冲击有限。2026 年以来，受地缘政治因素影响，国际油价持续走高，带动航空燃油成本上行，国内航线燃油附加费于 4 月至 5 月连续两次上调，抬升居民航空出行成本。同时据航班管家数据监测，2026 年国内航班运力增速持续回落，航空出行供给端同步收缩。燃油附加费上行压制居民航空出行意愿，对整体旅游出行需求形成短期扰动。但我们判断，本次负面冲击整体有限，一方面短途出行中高铁可有效替代航空出行，对冲部分客流损失，同时地缘政治局势存在不确定性，油价后续仍存在回落改善的可能，因此油价及燃油费上涨对旅游行业的整体负面影响可控。

表14: 2025年12月以来燃油附加费调整情况

实行时间	800公里(含)以下航段		800公里以上航段	
	调整后燃油费	调整幅度	调整后燃油费	调整幅度
2025/12/5	20元	上涨10元	40元	上涨20元
2026/1/5	10元	下调10元	20元	下调20元
2026/4/5	60元	上涨50元	120元	上涨100元
2026/5/16	90元	上涨30元	170元	下调50元
2026/6/5	80元	下调10元	150元	下调20元

资料来源: 飞常准、中国银河证券研究院

图65: 2026年全国(含国际/地区)客运航班执行航班量(架次)周趋势



资料来源: 航班管家 DAST, 中国银河证券研究院

(二) OTA: 合规监管加码, 平台转向服务本源

反垄断调查正式立案, 行业合规监管全面收紧。25年下半年起多地监管部门针对在线旅游行业开展区域性核查与约谈, 26年1月国家市场监督管理总局正式对携程启动全国性反垄断立案调查, 标志着监管力度从地方零散整治全面升级为国家层面系统执法。本次调查主要聚焦企业经营行为, 核心指向携程借助调价助手强制干预酒店客房定价、通过专属条例约束酒店多渠道经营、和佣金透明度不足等问题。此次全国性立案落地, 标志着在线旅游行业进入合规整改周期, 监管有望推动平台回归服务本质, 维护行业公平竞争秩序。

表15: 部分 OTA 平台相关反垄断事件

时间	调查主体	被调查主体	主要内容
2025/8/5	贵州省市场监管局	携程、同程、抖音、美团、飞猪	要求相关平台企业严格遵守《价格法》《反垄断法》《明码标价和禁止价格欺诈规定》等法律法规规章，坚决制止价格乱象，维护公平、有序、诚信的市场环境。针对相关平台企业可能存在的实施‘二选一’、技术干预商家定价、价格欺诈等问题，要求立即开展全面自查自纠。
2025/9/4	郑州市市场监管局	携程	经调查核实，该平台违反《中华人民共和国电子商务法》第三十五条及《网络反不正当竞争暂行规定》第二十四条的规定，存在利用服务协议、交易规则和技术手段对平台内经营者的交易及交易价格进行不合理限制的问题，郑州市市场监管局已于 2025 年 9 月 4 日依法向其下达《责令改正通知书》。
2025/9/17	郑州市市场监管局	携程	前期整改要求尚未落实，郑州市市场监管局依法对携程旅行网运营主体进行行政约谈，旨在督促企业全面整改、规范运营，切实维护公平竞争市场秩序，保障平台内经营者合法权益。
2025/11/21	云南省旅游民宿行业协会	携程	云南省旅游民宿行业协会发布《关于启动 OTA 不正当竞争反垄断维权工作的决定》称，协会接到多起会员单位投诉，反映携程等个别 OTA 平台利用其市场支配地位，对云南民宿行业实施了包括但不限于“二选一”霸王条款、单方面随意涨佣、设置不公平交易条件、屏蔽流量等不正当竞争行为。协会将代表全体受害会员，向国家市场监督管理总局、云南省市场监督管理局等相关部门提起集体投诉。
2026/1/14	国家市场监督管理总局	携程	市场监管总局根据前期核查，依据《中华人民共和国反垄断法》，对携程集团有限公司涉嫌滥用市场支配地位实施垄断行为立案调查。
2026/3/23	北京市市场监管局	携程、去哪儿网、高德、京东、淘宝闪购、美团、飞猪旅行、同程旅行、途家民宿、小猪民宿、抖音、快手	依法约谈和行政指导 12 家平台企业，集中通报开展平台“内卷式”竞争综合整治以来发现的第一批问题，并提出整改要求，主要问题包括：1) 侵害商家自主经营权；2) 设置不合理规则；3) 虚假宣传行为；4) 部分平台合规经营管理体系存在短板。

资料来源：各地市场监管局、国家市场监督管理总局、云南省旅游民宿行业协会、中国银河证券研究院

监管落地对行业盈利根本逻辑影响有限，佣金率仍具有支撑基础。特牌解绑、调价助手下线两大整改均无法从供需端削弱平台核心壁垒，叠加国内佣金本身低于海外，本轮反垄断对全行业佣金中枢冲击有限，平台佣金率具备较强稳定性，具体如下：

1) 国内 OTA 平台佣金率本身处于正常区间，下调空间有限。对比海外头部平台，国内 OTA 现行佣金率处于合理区间，费率进一步下调的空间相对有限。佣金本质是平台为酒店提供流量、客源、差旅对接和部分售后服务等综合服务的对价，费率由供需和服务价值决定，监管仅规范收费透明度，而非干预市场化定价。

2) 特牌酒店取消显性二选一，但酒店端难以大规模跨平台迁移。携程取消特牌专属标识、纸面排他条款后，中高端特牌酒店实际入驻其他平台动力偏弱。核心原因在于住宿即时消费品属性决定，客房具备当日不可储存特征，闲置房源沉没成本不可逆，酒店必须依托稳定客源快速消化每日库存。而以高星、中高端酒店为主的特牌酒店核心客群为异地商旅和消费力较高的中高端客群，此类客群与携程平台高度绑定，其他以本地休闲、价格敏感度较高为核心客群的平台与其并不匹配。

3) AI 调价助手不影响房价周期，房价由供需基本面决定。过去酒店行业供给大幅增长，而阶段性出游需求走弱，供需剪刀差拉大为房价承压的核心原因，而 AI 调价助手仅为辅助定价工具，并非价格内卷根源。工具下架核心在于将定价主动权交还给商户，但后续实际酒店价格仍依靠于淡季和入住率等需求情况。

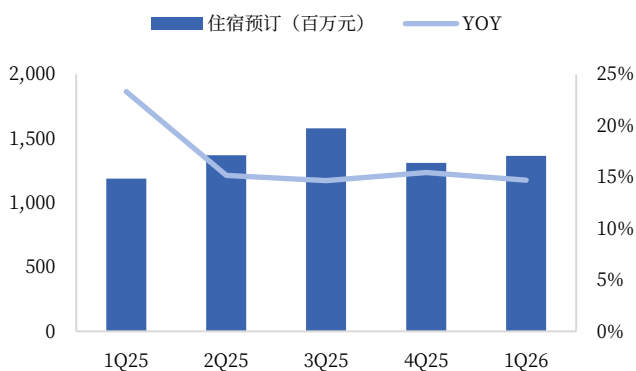
在监管推动行业规则重构过程中，不同平台面临的整改压力与经营处境有所分化，展望 2026：

1) 携程集团：整改落地短期盈利或承压，核心壁垒支持龙头地位稳固。从财务端看，目前立案

调查仍在进行中，若调查认定相关行为违规，公司或将面临 2025 年营收 1%-10% 的罚款，对应金额约 6.2-62.4 亿元，短期业绩端存在一定不确定性。经营端，作为本次反垄断调查的核心对象，公司整改压力最大，现已按监管要求取消酒店金牌标识并下架调价助手等违规定价工具。截至 5 月公司尚未发布 26 年一季报，具体业务端影响仍需关注后续财报中对整体整改影响的量化披露，但我们认为公司长期积淀的用户资源、酒店供应链等核心护城河并未动摇，自身议价能力依旧较强，行业头部地位保持稳固。

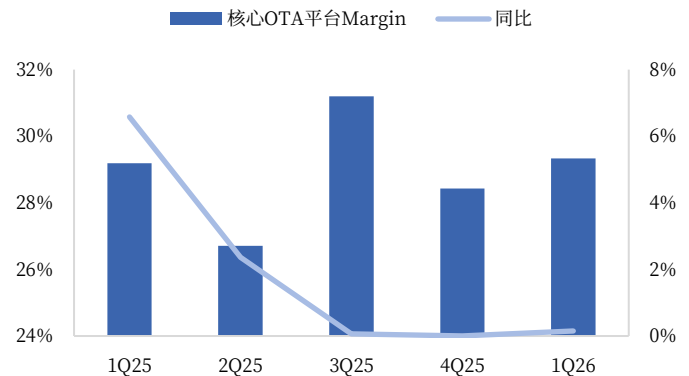
2) 同程旅行：合规负担较轻，经营数据保持稳健。同程旅行整改压力显著小于携程，企业本身未开展大规模排他性经营，佣金规则也相对温和，整体经营并未受到明显扰动。公司 1Q26 经营数据稳健，住宿预定业务保持稳健增长，佣金费率基本保持稳定，核心 OTA 平台盈利能力较去年同期微增。同程交通类营收占比较大，燃油费上涨和 12306 加强直联监管对公司票务业务量造成一定影响，但盈利能力保持韧性，公司佣金率保持稳健，同时通过积极发展地面小交通品类弥补部分业务空缺。叠加万达酒管并入和住宿消费结构不断升级，公司经营韧性突出。

图66：同程住宿预订营收及增速



资料来源：同程旅行公司公告，中国银河证券研究院

图67：同程核心 OTA 平台 Margin 及同比增速

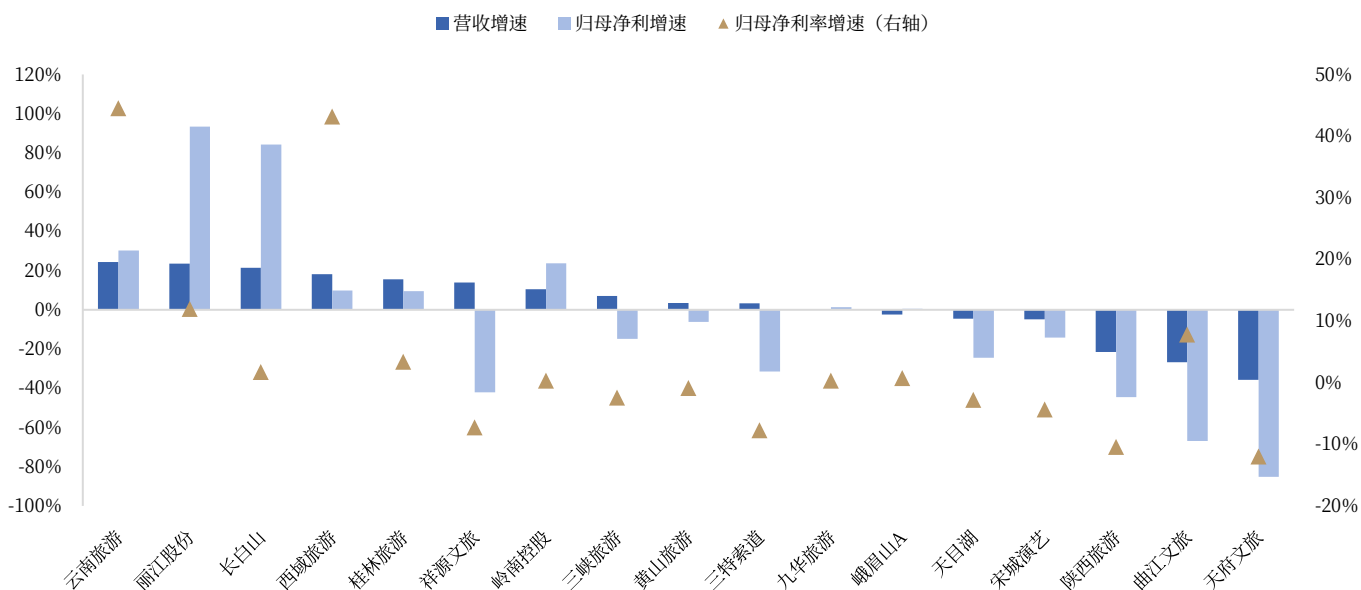


资料来源：同程旅行公司公告，中国银河证券研究院

（三）景区：客流修复盈利滞后，行业迎来转型节点

一季度景区板块普遍呈现量增价弱格局，客流修复但盈利改善滞后。1Q26 国内文旅需求持续释放，主流景区和旅游公司接待游客量整体实现同比增长。但由于景区普遍存在的产能上限问题且区域分布分散，业绩兑现难度较大，因此多数公司营收仅实现弱增长。同时，当前大众旅游的性价比消费趋势持续深化，游客消费选择更为理性，对景区内高溢价体验项目、特色商品的消费意愿偏弱，整体客单价提升节奏偏慢。叠加传统山水观光业态盈利模式相对单一，客流增长带来的收入增量难以充分转化为利润，一季度大多公司利润增速低于营收增速，归母净利润率呈下滑趋势。

图68：各上市公司 1Q26 经营情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

资源型景区限制+价格监管，传统增长模式见顶。国内主流山水类景区普遍依托固定自然资源运营，核心游览区域与配套设施难以大规模扩建。行业季节性特征显著，营收和利润高度集中在节假日等传统旺季，淡旺季经营差距悬殊，且旺季游客接待量存在硬性上限。除此之外，现阶段行业监管持续规范景区收费体系，门票及传统二次消费项目的提价空间被严格限制，如各省发布的景区管理相关规定明确对门票、服务配套和经营性项目有所规定。总结来看，单纯依赖客流规模、传统门票与观光消费的经营模式，中长期发展空间已经明显受限。

表16：部分省份关于景区价格管理的相关条例

实施日期	发布机关	政策名称	核心内容
2025/1/1	广东省发展改革委	广东省发展改革委关于印发广东省景区门票及景区内交通运输服务价格管理办法的通知	1.公共资源类景区门票、景区内垄断性交通服务实行政府指导价，执行最高限价； 2.经营者可在最高限价范围内自主下调价格，不得向上浮动； 3.严格落实明码标价，禁止捆绑销售、价外加价、强制消费； 4.调整价格需开展成本监审、价格听证，并按规定向社会公示。
2025/10/1	浙江省人大常委会	《浙江省旅游条例》(2025年修订)	1.景区内的游览场所按照规定设置单项门票的，其价格应当按照前规定并予以公示； 2.景区为旅游者提供摆渡车等有偿交通运输服务的，还应当提供其他合理通行方式选择，并明示相关信息。
2026/2/2	四川省旅游协会与四川省旅游景区管理协会	关于全面提升旅游景区服务质量、坚决维护文旅市场秩序的通知	1.景区所有收费项目须经价格主管部门审批，全面落实明码标价； 2.收费项目需经物价部门批准并公示，严禁擅自增设收费项目、违规收费、捆绑销售商品及服务； 3.严查强买强卖、价格欺诈、虚假宣传等违法行为。
2026/3/1	山西省发改委	山西省发展和改革委员会关于印发旅游景区(景点)门票及相关服务价格管理办法的通知	1.景区门票及相关服务价格依照景区属性、服务特性分别实行政府定价、政府指导价和市场调节价； 2.必要统一乘坐交通工具从景区配套停车场到景区大门的交通运输服务价格，应当按照补偿合理成本、不计利润的原则核定价格。
2026/5/19	福建省市场监管局	《旅游景区收费“十标清”“十不得”指引》和《旅游景区明码标价参考样式》	1.落实收费“十标清”：公示收费项目、标准、服务内容、优惠政策、退费规则等； 2.收费“十不得”：不得强制售卖观光车票、保险，不得擅自增设收费项目，不得借“园中园”变相收费。

资料来源：各省发改委、浙江省人大常委会、四川省旅游协会、福建省市场监管局中国银河证券研究院

存量升级、增量供给落地为行业破局关键路径，构建公司中长期成长主线。我们认为，行业突破固有经营瓶颈主要有两大方向。一方面推进存量硬件升级，通过优化索道、游览道路、游客服务中心等基础配套，提升景区整体运转效率，进一步挖掘存量客流的消费潜力和提升景区承载力。另外，通过布局不易受价格监管约束的全新增量供给，公司有望降低对原生山水资源的依赖度，打破传统观光业务的盈利上限。各公司新增供给的落地进度与业绩兑现能力，将是后续板块业绩和估值分化的核心决定因素。

表17：部分旅游景区上市公司新增利好项目

公司名称	项目类型	项目名称	建设进展及开业时间	核心内容
峨眉山 A	运力提升	金顶索道改造提升项目	原定 25 年 12 月 31 日完工，延期至 27 年 12 月 31 日	金顶现有索道设计运力 1200 人/小时，新索道建成后设计运力提升至 3200 人/小时，运力提升 167%。
	交通改善	乐山机场通航	机场校验飞行已在 2026 年 1 月全部完成，预计 26 年上半年通航	按照规划设计，乐山机场年旅客吞吐量可达 260 万人次，首期将开通至北京、上海、广州、深圳和杭州的 5 条直飞航线，以及连接海南、云南、西北等地的 5 条经停航线。
黄山旅游	新建项目	东海索道	26 年 3 月项目建设已接近收尾，年内有望投入运营	项目位于黄山风景区东海景区和黄山市黄山区谭家桥镇，是游客通过黄山风景区东大门进山的核心交通设施，可分流南大门客流提升景区承载力，项目由黄山旅游集团设立全资子公司先行开发建设，待该索道项目满足注入上市公司条件后，拟以合法合规的方式注入公司。
	运力提升	太平索道电气系统更新提升项目	26 年 1 月董事会通过项目，目前正推进前期工作，前期工作完成后建设周期预计为 6 个月	太平索道为公司北大门进山游客运输重要工具，目前实际单向运力约为 450 人/小时，更新后单向运力将提升至 500 人/小时。
	景区升级	黄山温泉（桃花溪段）综合整治项目	26 年 3 月董事会通过项目议案，建设周期预计为 36 个月	黄山温泉（桃花溪段）位于黄山风景区核心区域的温泉管理区内，公司拟对存量资产进行改造提升以及综合环境整治，重塑黄山温泉品牌影响力，提升区域游客承载力和旅游体验品质。
	新建项目	黄山滨江东路 12 号酒店项目	26 年 2 月董事会通过项目，建设周期预计为 24 个月	公司将保留原结构，实施系统性改造：重构公共动线，规划客房约 490 间，升级大堂、餐饮、会议、康体等功能空间，全面更新机电系统。
九华旅游	新建项目	狮子峰景区客运索道项目	预计 2027 年上半年完成施工建设	项目建设内容包括：索道上、下站房，12 座支架，游客服务中心，管理与配套设施（含索道公用的配套设施）及高山游览步道等。
	运力提升	交通设备提升项目	26 年计划新增 13 辆、更新 11 辆客车	将在 2025 年至 2027 年采购 114 辆客车，89 辆用于更新未来 3 年内下线的老旧车辆，其余 25 辆系根据各条路线运力缺口的严重程度而新增的车辆，其中新增 6 辆为风景区内前山居民出行专用公交，新增 6 辆用于后山路线运营，新增 13 辆用于游客中心至前山售票点路线的运营。
	运力提升	百岁宫缆车升级改造项目	已完成技术方案论证、可研报告初稿编制等工作	改造完成后，将显著提升运载能力与运行效率，有效缩短单程运输时长及游客候乘时间。
	景区升级	九华山聚龙大酒店改造项目及九华山中心大酒店北楼客房升级改造项目	目前处于前期工作阶段，将分批分区实施升级	改造项目均在原址进行，不改变酒店主体结构，不涉及新建建筑物，客房数量保持不变，改造主要聚焦完善酒店的硬件设施和软件设计，提升客房舒适度进而提高酒店入住率和客单价。
陕西旅游	新建项目	泰山秀城（二期）项目	预计 26 年年内开工，建设期拟定为 2 年	项目拟以泰山景区新建游客集散中心为基础，结合当地文化，建设一座包含文化演艺和休闲娱乐两大方面的文化演艺中心。

	项目收购	收购少华山旅游索道项目	已完成收购	收购少华山发展旗下的陕西省少华山奥吉沟索道资产。
	项目收购	收购太华索道股权项目	尚未完成	拟使用现金向陕西煤业化工实业集团有限公司收购其所拥有的太华索道 19% 的股权，最终本次交易完成后公司将拥有太华索道 70% 股权。
	项目收购	收购瑶光阁股权项目	尚未完成	拟使用现金向朗德演艺收购其所拥有的瑶光阁演艺 49% 的股权，最终本次交易完成后长恨歌演艺将拥有瑶光阁演艺 100% 股权。
	新建项目	太华索道服务中心项目	建设期拟定为 2 年	拟投资兴建华山景区首家综合服务中心。
	新建项目	太华索道游客中心项目	建设期拟定为 1 年	拟于陕西省华阴市西峰索道下站建设沉浸式体验剧场。
	运力提升	少华山南线索道项目	建设期拟定为 3 年	拟在少华山建设 2,893 米单线循环脱挂抱索器八人吊厢索道。
三特索道	新建项目	杭州牧心谷项目	预计 2026 年内完成重点单项建设	打造成集全景式千岛湖景揽胜、全天候 IP 游乐互动、无边界山水健行体验、新概念自然生态研学于一体的综合性旅游目的地。
三峡旅游	新建项目	三峡省际度假型邮轮项目	揽月号已于 26 年 4 月 18 日投运，极光号预计 7 月投运，第二批游轮仍处于建设阶段，预计 28 年投运	建设 4 艘省际度假型游轮，建成投产的游轮将运行宜渝航线，即从湖北省宜昌市至重庆市的跨省度假型游轮旅游产品。船型为船长 150 米的休闲度假游轮，单船可容纳 400—700 人。

资料来源：各公司公告、中国银河证券研究院

重点标的：

三峡旅游：坐拥稀缺长江水运文旅赛道，水上出行供给定价较为灵活。公司主营长江干线游轮度假业务，水上文旅赛道区别于陆地公共资源景区，成长逻辑贴合板块增量供给主线。供给端 2026 年公司两艘高端省际长线游轮陆续落地，新增运力兑现明确，其中长江行·揽月号已于 4 月投入宜昌-重庆长线运营，截至 5 月 28 日已完整运行 12 个单边航次，平均载客率达 91.9%，新开航线需求旺盛；第二艘长江行·极光号将于年内下水投运，全年运力稳步释放。定价层面公司受文旅价格监管约束显著更小，公司长线游轮属于跨区域水上度假产品，不在陆地景区门票、园内观光车船的政府限价监管范围内，且收入分为基础船票消费和房型升级、穿上娱乐休闲互动等二次消费，定价灵活度较高。整体来看，公司能够持续落地高端游轮新供给，新增运力质量优异、市场需求旺盛，中长期业绩增量清晰，建议关注。

图69：长江揽月号游轮收费标准

日期	6月6日 星期六	6月13日 星期六	6月20日 星期六	6月27日 星期六	7月4日 星期六	7月11日 星期六	7月18日 星期六	7月25日 星期六	8月1日 星期六
价格	4699元	4699元	4699元	4399元	4699元	4999元	4999元	4999元	4999元
房型	豪华标准间	甄选豪华房	行政套房	家庭套房	家庭pro套房	主题套房	总统套房		
房型面积	28㎡	28㎡	40㎡	38㎡	45㎡	58㎡	98-100㎡		
所在楼层	2-4层	5-6层	5层	5层	5层	5层	5-6层		
房型结构	1室1卫+阳台	1室1卫+阳台	1室1卫+阳台	1室1卫+阳台	1室1卫+阳台	1室1卫+阳台	1室1卫+阳台		
房型规格	两张1.0米单人床	两张1.0米单人床	两张1.0米单人床或一张1.8米双人床	一张1.8米双人床+一张1.0米单人床	一张1.8米双人床+一张1.0米单人床	一张1.8米双人床	一张1.8米双人床		
起订人数	2	2	2	3	3	2	2		
价格	4699元/人	5639元/人	7988元/人	7988元/人	9398元/人	9398元/人	18796元/人		

资料来源：三峡游轮中心官网，中国银河证券研究院

图70：揽月号实拍图



资料来源：三峡游轮中心官网，中国银河证券研究院

黄山旅游：26/27 年持续落地新增供给，运力升级有望突破旺季客流天花板。黄山旅游东海索道预计将年内正式投运，将有效分流南大门客流，大幅提升上山运力，直接缓解旺季客流接待上线

瓶颈。同时，太平索道更新项目已通过董事会批准，前期工作完成后仅 6 个月即可完成建设。整体来看，公司短期依靠确定性交通扩容提升景区承载能力，长期依托储备项目打开后续成长空间。

六、投资建议

基于春假省份数据表现，我们预计假期制度改革红利将在 2H26 对总量形成更明显的拉动效应，核心逻辑在于将有更多省份开始实施春秋假政策，以及后实施省份对已实施省份的学习效应。此外，我们认为外部冲击（高油价及外卖大战）短期虽使需求承压，但从供给角度看也将加速落后服务产能出清，能够提供优质产品与服务的公司成长属性将再次释放。

1) 餐饮/茶饮：伴随外卖补贴退坡、行业尾部产能持续出清，连锁化集中逻辑不断兑现。进入三季度末至四季度，行业基数走低，叠加堂食消费常态化修复，龙头企业业绩弹性有望释放，重点布局供应链壁垒深厚、门店规模化优势图书和产品创新力强的头部茶饮标的有望受益，推荐古茗、蜜雪集团、沪上阿姨，建议关注海底捞、百胜中国；

2) 顺周期：酒店周期有望逐步回归上行，高端消费关注扩散效应。中高端住宿需求预计保持稳健，行业供给增速放缓、低效门店逐步出清，供需格局持续改善，叠加促消费、春秋假落地带动休闲出游需求上行，中高端酒店经营韧性突出，优选产品持续迭代、规模稳定扩张且存量门店加速改造的酒店龙头企业，推荐锦江酒店、首旅酒店，建议关注华住集团。

3) 出行链：出行政策红利有望强化，关注供给侧能力。秋假省份增加有望强化政策红利对总量的贡献，此外若油价顺利回落则有望强化出行链投资属性。OTA 板块受监管、油价上涨影响调整最多，但头部企业基本面与护城河未变，监管落地后利空有望出尽，推荐携程集团-S、同程旅行。景区，核心逻辑依然是供给侧能否有优质增量，建议关注三峡旅游、黄山旅游。

表18: 重点公司盈利预测与估值（截至 6 月 4 日）

板块	公司	EPS (元)				PE (X)				评级
		2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E	
免税	中国中免	1.73	2.52	2.90	3.25	32.1	22.1	19.2	17.1	推荐
	王府井*	-0.04	0.19	0.22	0.28	-298.6	54.5	47.0	36.9	未评级
教育	学大教育	1.62	2.46	2.87	3.22	16.7	11.0	9.4	8.4	推荐
	天立国际控股	0.32	0.36	0.42	0.50	4.2	3.7	3.2	2.7	推荐
连锁服务	途虎-W	0.50	1.02	0.64	0.72	25.9	12.7	20.3	18.0	推荐
	锦江酒店	0.87	1.04	1.22	1.37	22.8	19.1	16.3	14.5	推荐
	首旅酒店	0.73	0.84	0.94	1.03	17.8	15.4	13.8	12.6	推荐
	华住集团-S*	1.60	1.72	1.96	2.18	22.0	20.4	18.0	16.1	未评级
	大麦娱乐*	0.01	0.03	0.03	0.03	48.8	18.6	20.0	20.0	推荐
	中升控股	-0.71	0.94	1.20	1.45	-8.7	6.5	5.1	4.3	推荐
会展	米奥会展	0.46	0.52	0.61	0.74	20.7	18.4	15.6	12.9	推荐
	兰生股份	0.45	0.47	0.51	0.55	19.4	18.6	17.0	15.8	推荐
旅游	携程集团-S	47.67	16.05	26.99	30.69	7.9	23.3	13.9	12.2	推荐
	同程旅行	1.01	1.40	1.60	1.70	13.9	10.0	8.8	8.2	推荐
	美高梅中国*	1.33	1.42	1.59	1.47	8.7	8.1	7.3	7.9	未评级

	天目湖	0.35	0.41	0.46	0.51	25.9	22.1	19.7	17.8	推荐
餐饮	百胜中国*	2.51	2.92	3.16	3.46	133.2	114.6	105.8	96.6	未评级
	达势股份*	1.05	1.42	2.10	2.88	34.9	25.8	17.4	12.7	未评级
	蜜雪集团	15.65	16.54	18.40	20.30	17.0	16.0	14.4	13.1	推荐
	古茗	1.08	1.32	1.69	2.06	21.2	17.3	13.5	11.1	推荐
	茶百道	0.55	0.79	0.78	0.86	9.4	6.5	6.6	6.0	推荐
	沪上阿姨	4.81	5.62	6.68	7.56	31.5	26.9	22.6	20.0	推荐
人力资源	外服控股	0.29	0.32	0.34	0.37	15.2	13.6	12.8	11.8	推荐
	北京人力	2.07	1.63	1.81	1.96	6.8	8.6	7.8	7.2	推荐

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

七、风险提示

(1) 宏观经济持续下行风险：消费行业景气度整体仍受宏观经济波动影响，若中国经济无法如期企稳复苏，则将对各消费行业增长带来较大冲击；

(2) 行业政策波动风险：部分行业景气度受国家政策影响较大，若政府监管政策大幅收紧，或针对特许经营行业增发牌照，则将导致行业需求与竞争格局产生较大变化；

(3) 新业务布局拓展不及预期风险：企业进入新的业务或新的区域市场可能面临人员增长、管理效率降低、扩张失败等风险，从而导致业绩下降。

图表目录

图 1: 社零总额和同比增长	4
图 2: 服务零售额累计同比	4
图 3: 按消费类型分零售额同比	4
图 4: 2026 年 1-4 月全国商品零售额同比增速 (分类别)	4
图 5: 燃油附加费变动情况 (元)	5
图 6: 公共卫生事件以来黄金周旅游指标恢复率	5
图 7: 中国中免营收与扣非净利同比	7
图 8: 中国中免扣非净利率与毛利率	7
图 9: SW 社会服务指数涨跌幅	8
图 10: SW 社会服务指数二级行业涨跌幅	8
图 11: 港股新消费港股通持仓比例变化 (截至 6 月 3 日)	8
图 13: 各省份增量预测	11
图 14: 上市餐饮企业 FY25 分红率&股息率	14
图 15: 我国历年餐饮连锁化率	14
图 16: 25 年 5 月起全国奶茶饮品门店数量	14
图 17: 餐饮、酒店公司价格指标同比	15
图 18: 服务消费 CPI 变化	15
图 19: 全国酒店 OCC/ADR 每周同比增速	15
图 20: 全国酒店 RevPAR 每周同比增速	15
图 21: 餐饮上市企业 1H25 客单价变化	16
图 22: 餐饮上市企业 2H25 客单价变化	16
图 23: 海底捞食材成本上行	17
图 24: 与此同时 KFC 食材成本下行	17
图 25: 上市餐饮企业 FY25 分红率&股息率	17
图 26: 瑞幸咖啡骑手配送成本增速及占收入比重变化	18
图 27: 美团本地商业经营利亏损收窄 (单位: 百万人民币)	18
图 28: 中国现制饮品市场各分类复合增速	19
图 29: 各地区人均现制饮品和咖啡年消费量 (杯/年)	19
图 30: 头部连锁茶饮品牌 2025 年 2 月-2026 年 1 月门店扩张速度	19
图 31: 中国饮料行业增速对比: 现制饮品>即饮茶>包装水	20
图 32: 古茗推出 RTD 产品	20
图 33: LVMH、爱马仕大中华区销售增速边际改善	22
图 34: 全球股市的财富效应主要由高新技术产业提供	22
图 35: 金沙中国零售业务收入增速	22

图 36: 银河娱乐零售业务收入增速.....	22
图 37: 行动教育合同负债增速提升.....	23
图 38: 行动教育收入&归母净利增速.....	23
图 39: 全国酒店核心运营指标同比增速.....	23
图 40: 高线城市 RevPAR 同比增速.....	24
图 41: 低线城市 RevPAR 同比增速.....	24
图 42: 中高档酒店 RevPAR 同比增速.....	24
图 43: 经济型酒店 RevPAR 同比增速.....	24
图 44: 办公楼新开工面积已经连续 5 年下行 (单位: 万平方米).....	25
图 45: 待售办公楼面积已无明显增长 (单位: 万平方米).....	25
图 46: 2023 年起我国连锁酒店房量及增速.....	25
图 47: 全国酒店房量供给增速及房量需求增速.....	25
图 48: 24 年以来 PMI 指数.....	26
图 49: 24 年以来中国企业经营状况指数.....	26
图 50: 三大酒店集团 RevPAR 同比增速.....	26
图 51: 三大酒店集团 OCC 同比增幅.....	27
图 52: 三大酒店集团 ADR 增速.....	27
图 53: 截止 2026 年 4 月海南离岛免税销售额 (单位: 亿元).....	28
图 54: 截止 2026 年 4 月海南离岛免税客单价 (单位: 元).....	28
图 55: 截止 2026 年 4 月离岛免税购物转化率 (注: 由于海南机场统计口径变更, 自 2025 年 12 月后的转化率较此前可能偏低).....	28
图 56: 2025 年 1 月至今澳门博彩业毛收入.....	29
图 57: 贵宾厅百家乐增长显著快于行业整体.....	29
图 58: 金沙中国、美高梅中国佣金及折扣费用增速.....	30
图 59: 美高梅中国/金沙中国/银河娱乐 EBITDA Margin.....	30
图 60: 贵宾厅百家乐收入周期复盘.....	30
图 61: PPI 与博彩毛收入关系紧密.....	30
图 62: 澳门入境旅游人次已超越 2019 年同期.....	31
图 63: 银河娱乐综艺馆实景.....	31
图 64: 部分省级行政区全省推广春秋假文件的发布/实施时间.....	32
图 65: 2026 年全国 (含国际/地区) 客运航班执行航班量 (架次) 周趋势.....	33
图 66: 同程住宿预订营收及增速.....	35
图 67: 同程核心 OTA 平台 Margin 及同比增速.....	35
图 68: 各上市公司 1Q26 经营情况.....	36
图 69: 长江揽月号游轮收费标准.....	38
图 70: 揽月号实拍图.....	38

表 1: 酒店经营表现.....	6
表 2: OTA 经营表现.....	6
表 3: 旅游及景区经营表现	6
表 4: 餐饮经营表现.....	7
表 5: 国内春秋假政策梳理	10
表 6: 2026 年上、下半年各省春、秋假实施情况	10
表 7: 全国清明假期旅游表现	10
表 8: 热门城市春假与清明期间表现	11
表 9: 增量测算敏感性分析	11
表 10: 重点景区清明+春假期间表现.....	12
表 11: 不同档次酒店数据表现.....	12
表 12: 中央层面服务消费相关文件整理	12
表 13: 海南封关免税新政策.....	28
表 14: 2025 年 12 月以来燃油附加费调整情况	33
表 15: 部分 OTA 平台相关反垄断事件.....	34
表 16: 部分省份关于景区价格管理的相关条例	36
表 17: 部分旅游景区上市公司新增利好项目	37
表 18: 重点公司盈利预测与估值（截至 6 月 4 日）	40

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

顾熹闽，社会服务行业首席分析师。同济大学金融学硕士，10年证券研究经验。曾先后任职于海通证券、民生证券、国联证券，2022年7月加入中国银河证券。曾获2022第十届Choice社会服务业最佳分析师，2020年《财经》杂志行业盈利预测最准确分析师。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

深广地区：

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

上海地区：

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

林程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

北京地区：

田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn