仅供内部参考，请勿外传



强于大市

社会服务行业 2026 年中报综述

服务消费总体韧性较高，业绩表现出现分化

2026H1 社会服务板块收入利润延续增长态势，但增幅较低，增长动力较弱。子板块和公司表现上来看，业绩出现一定分化，考虑到板块估值处于低位，我们维持行业*强于大市*评级。

支撑评级的要点

- **板块总结：收入利润稳中有升，关注细分行业与公司表现分化。**H1 板块营收利润同比稳步增长，营收同比+6.96%；归母净利润同比+5.81%。当前板块整体增长动力偏弱，但韧性良好。当下估值水平较低，仍具备关注价值。子板块利润表现上，低基数的体育板块实现同比高增，此外出行链子行业整体实现良好的修复。
- **旅游：Q2 出行景气度承压，上市旅企业绩表现分化。1）国内游：**油价推高出行成本，Q2 出行热度减弱，量增价减趋势延续，暑期略有恢复，双节拼假有望再迎一波出行高峰。**2）入境游：**免签政策推动下，入境市场呈快速增长态势，目的地逐步向低线城市扩散。3）**上市公司：**Q2 旅企业绩增速整体回落，部分优质景区得益于新项目的产能释放或经营杠杆的释放实现较快业绩增长。在需求侧普遍承压的消费环境下，建议关注在供给侧有新增量的企业。OTA 受出行大盘回落和监管影响,营收增速环比放缓。龙头企业反垄断调查结果正式落地，短期内利润或将下滑，长期有利于行业生态更加规范化，同时海外拓张有望持续贡献业绩增量。
- **酒店：供给稳步扩张，酒店经营表现有所分化。**行业供给方面，锦江、华住、首旅在门店数量稳步增长、中高端化升级战略方面持续推进。需求侧来看，26H1 在承压中不断修复。但传统出行住宿旺季的 Q3 有可能因为天气、暑期启动较缓等原因表现较弱。酒店公司自身调改和利润释放值得进一步关注。
- **餐饮：高基数影响同比表现，影响或延续。**2026M1-8 餐饮收入维持稳健增长，但增速较去年同期放缓。当下的增速和开店放缓，一方面受制于行业整体经营压力，另外一方面也有去年同期在外卖补贴助推下基数较大的因素影响。但需求端来看，整体消费表现较为稳固，多个指标虽有波动但整体或有所改善，或表现出前期的行业价格战治理初见成效，但行业信心仍有待进一步提振。
- **免税：Q2 销售增速下滑，龙头企业盈利能力延续增长。**离岛方面，Q2 进入海岛旅游淡季，出行需求减少以及补贴促销减弱，导致 Q2 销售增幅放缓，7 月起重新走高。口岸方面，京沪免税门店净利经营权变更，处于运营商交接和资源整合的磨合阵痛期，短期内销售额同比承压，环比有所回暖，期待后续运营商步入成熟运营期后销售进一步恢复。从免税商表现来看，龙头营收短期承压，盈利能力逆势上扬；新入局者规模逐步提升。
- **人服：行业体量稳步成长，招聘需求修复仍需观察。**多类就业数据平稳运行，但当下就业预期仍有压力，明显的招聘回暖拐点仍未出现。但各类促就业保就业政策不断抬高人服行业战略地位，且外包、灵活用工等业务延续增长，多家公司也积极应用 AI 类技术赋能业务，或驱动行业稳步前行。
- **会展：内展规模小幅缩减，优质 IP 表现坚挺，AI+出海成为新看点。**内展企业个别展会规模缩减，核心优质 IP 展会表现依然优异，实现展会赛事多元发展。外展企业受地缘冲突影响主业承压，后续不确定性较强，发力构建 AI 出海新生态，未来有望成为公司的新看点。

评级面临的主要风险

- 行业信心复苏不及预期，政策落地及执行不及预期、地缘政治变动风险。

相关研究报告

《社服与消费视角点评 8 月国内宏观数据》20260918
《社会服务行业双周报》20260915
《社会服务行业双周报》20260902

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

社会服务

证券分析师：李小民
(8621)20328901
xiaomin.li@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300522090001

证券分析师：纠泰民
taimin.jiu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300524040001

证券分析师：宋环翔
huanxiang.song@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300524080001

仅供内部参考，请勿外传

目录

板块总结：收入利润稳中有升，关注细分行业与公司表现分化 5

26H1 总结：收入利润维持增长，增速有所放缓 5

旅游：Q2 出行景气度承压，上市旅企业绩表现分化 7

行业复盘：国内出行市场增速走低，入境游持续升温 7
上市公司：景气度总体回落，经营状况分化 8

酒店：供给稳步扩张，酒店经营表现有所分化 13

行业复盘：需求修复仍待提速，经营表现有所分化 13
上市公司：2026H1 利润改善，经营指标有所分化 15

餐饮：高基数影响同比表现，影响或延续 16

餐饮行业：维持低位正增长，客单稳中有所修复 16
上市公司：去年同期高基数，期待后续业务改善 17

免税：Q2 销售增速下滑，龙头企业盈利能力延续增长 19

行业复盘：Q2 淡季离岛免税销售增速放缓，口岸免税门店逐步焕新 19
上市公司：龙头企业盈利能力逆势上扬，新入局者规模逐步提升 20

人服：人服行业稳步成长，招聘需求修复仍需观察 22

人服行业：横跨周期平稳且持续的增长 22
上市公司：经营表现有所分化，外包及灵活用工仍具韧性，技术赋能持续推进 24

会展：展会规模小幅缩减，优质 IP 表现坚挺，AI+出海成为新看点 25

风险提示 26

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图表 1.申万社会服务板块营收及增长.....5
图表 2.申万社会服务板块归母净利润及增长.....5
图表 3.社会服务子板块及旅游零售营收同比增速.....5
图表 4.社会服务子板块及旅游零售归母净利润同比增速.....5
图表 5. 社会服务子板块及旅游零售毛利率水平.....6
图表 6. 社会服务子板块及旅游零售净利率水平.....6
图表 7.我国国内旅游人次.....7
图表 8.我国国内旅游收入.....7
图表 9. 23 年以来各假期国内旅游市场同比增速.....7
图表 10. 23 年以来各假期国内旅游市场恢复状况.....7
图表 11.我国铁路客运量.....8
图表 12.我国民航客运量.....8
图表 13.入境游客人次变化.....8
图表 14.上市旅游景区公司 26H1 营收及业绩（亿元）.....9
图表 15.上市旅游景区公司 26H1 盈利水平（%）.....10
图表 16.上市旅游景区公司 26Q2 营收及业绩（亿元）.....11
图表 17.上市旅游景区公司 26Q2 盈利水平（%）.....12
图表 18. 三大酒店集团总门店数量稳步提升.....13
图表 19. 三大酒店集团储备店整体平稳.....13
图表 20. 三大酒店集团中高端酒店占比.....13
图表 21. 三大酒店集团中高端客房占比呈增长趋势.....13
图表 22. 三大酒店集团同店 RevPAR 恢复情况.....14
图表 23. 三大酒店集团全部店 RevPAR 表现情况.....14
图表 24.部分酒店公司 26H1 及 26Q2 营收及业绩（亿元）.....14
图表 25. 部分酒店公司 26H1 及 26Q2 毛利率及净利率（%）.....14
图表 26. 社零餐饮收入整体增长情况.....16
图表 27. 限额以上餐饮收入同比恢复情况.....16
图表 28. 餐饮行业消费指数.....16
图表 29. 客单价指数.....17
图表 30. 订单量指数.....17
图表 31. 客流量指数.....17
图表 32. 信心指数.....17
图表 33.餐饮行业部分公司 25 年及 26H1 营收及业绩（亿元）.....18
图表 34. 餐饮行业部分公司 25 年及 26H1 毛利率及净利率（%）.....18
图表 35.海南离岛免税销售额.....19
图表 36.海南离岛免税人均消费额.....19

仅供内部参考，请勿外传

图表 37.海南离岛免税购买人次.....19
图表 38.海南离岛免税购买件数.....19
图表 39.封关以来节假日离岛免税销售状况.....20
图表 40.国际及境外航线旅客吞吐量恢复度（VS19 年）.....20
图表 41.国际航班执行总量及恢复状况.....20
图表 42.免税企业 26H1 及 26Q2 营收及业绩（亿元）.....21
图表 43.免税企业 26H1 及 26Q2 毛利率及净利率（%）.....21
图表 44. 失业率及周均工作时长数据.....22
图表 45. 企业招工前瞻指数表现.....22
图表 46. 春节后新增招聘公司数量.....22
图表 47. 春节后新增招聘帖数.....22
图表 48. 人力资源服务行业年营业收入.....23
图表 49. 25 年度及 26H1 以来重要就业相关政策梳理.....23
图表 50.人服龙头企业 26H1 及 26Q2 营收及业绩（亿元）.....24
图表 51. 人服龙头企业 26H1 及 26Q2 毛利率及净利率（%）.....24
图表 52.会展企业 26H1 及 26Q2 营收及业绩（亿元）.....25
图表 53.会展企业 26H1 及 26Q2 毛利率及净利率（%）.....25

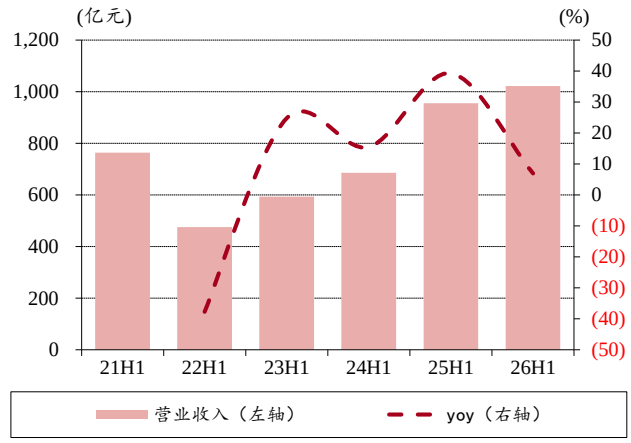
仅供内部参考，请勿外传

板块总结：收入利润稳中有升，关注细分行业与公司表现分化

26H1 总结：收入利润维持增长，增速有所放缓

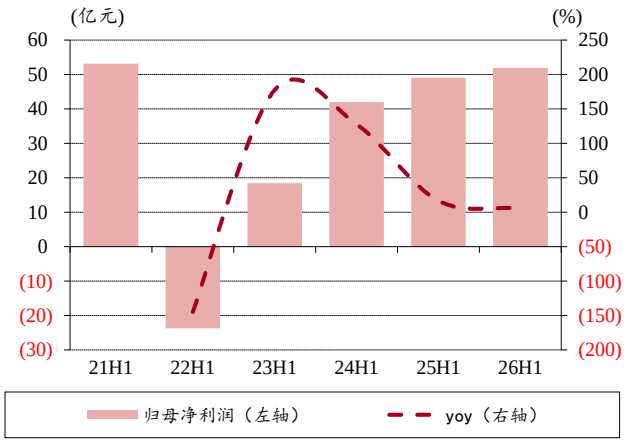
H1 板块营收利润同比稳步增长。申万社会服务板块 26H1 共实现营收 1022.22 亿元，同比+6.96%；实现归母净利润 51.94 亿元，同比+5.81%。H1 板块营收和利润基本实现了同步增长，当前板块整体增长动力偏弱，但能保持稳步增长。当下估值水平较低，仍具备关注价值。

图表 1.申万社会服务板块营收及增长



资料来源：Wind，中银证券

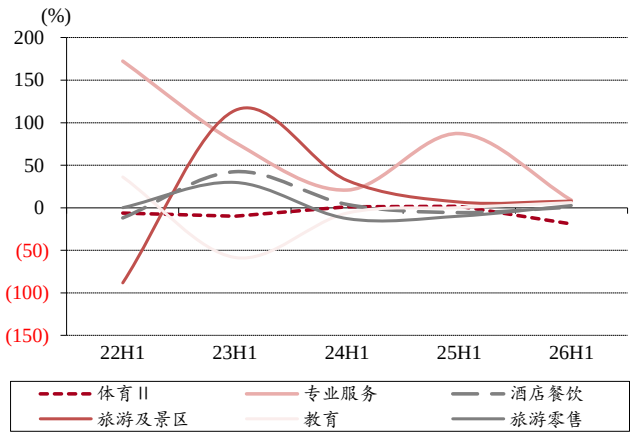
图表 2.申万社会服务板块归母净利润及增长



资料来源：Wind，中银证券

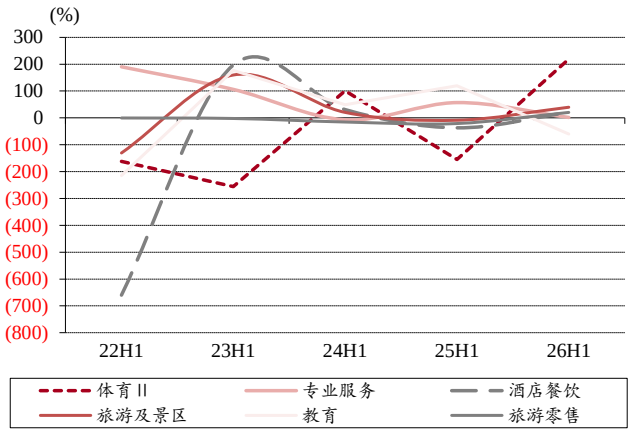
子板块表现分化较为明显。（1）26H1 营收同比增速方面，专业服务和旅游与景区板块表现最优：专业服务(+8.88%)>旅游及景区(+8.01%)>教育(+6.06%)>旅游零售(+2.61%)>酒店餐饮(+0.75%)>体育（-19.03%）。（2）26H1 归母净利润同比增速方面，低基数的体育板块实现高增，此外出行链子行业整体实现良好的修复：体育（+219.06%）>旅游及景区（+39.54%）>旅游零售（+20.83%）>酒店餐饮（+20.46%）>专业服务（+1.42%）>教育（-60.10%）。

图表 3.社会服务子板块及旅游零售营收同比增速



资料来源：Wind，中银证券

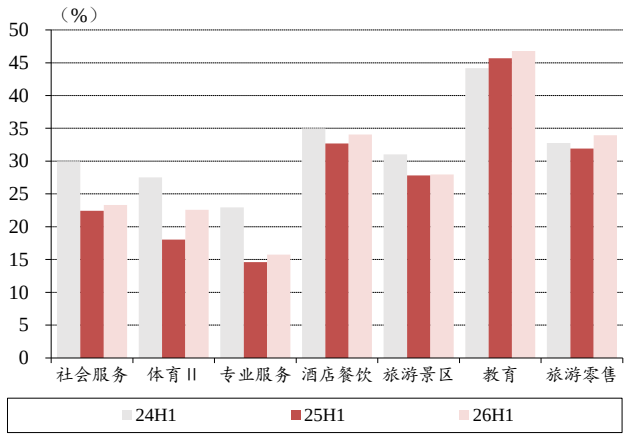
图表 4.社会服务子板块及旅游零售归母净利润同比增速



资料来源：Wind，中银证券

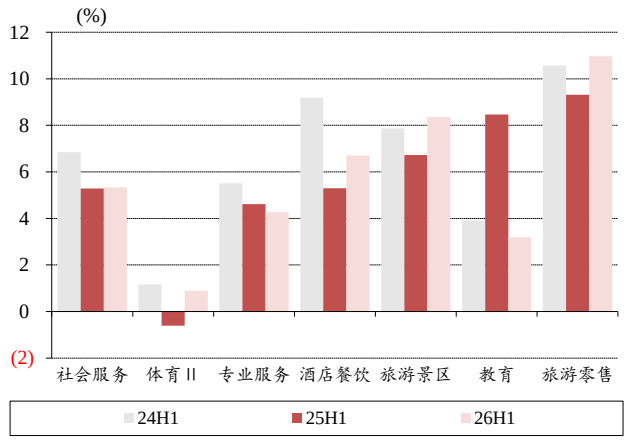
仅供内部参考，请勿外传

图表 5. 社会服务子板块及旅游零售毛利率水平



资料来源：Wind，中银证券

图表 6. 社会服务子板块及旅游零售净利率水平



资料来源：Wind，中银证券

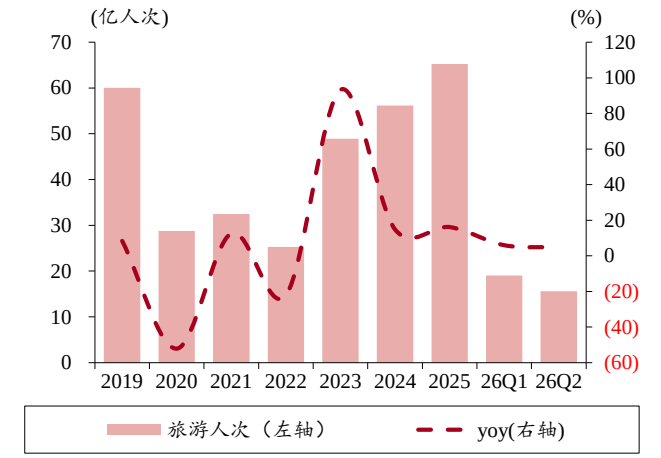
仅供内部参考，请勿外传

旅游：Q2 出行景气度承压，上市旅企业绩表现分化

行业复盘：国内出行市场增速走低，入境游持续升温

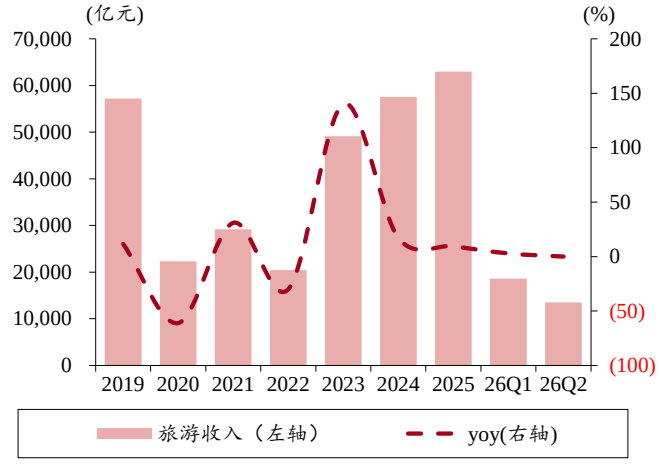
燃油成本上升致 Q2 出行增速走弱，量增价减趋势延续。油价高企推高出行成本，Q2 整体出行热度减弱。据文旅部数据，26Q2 国内旅游总人次 15.62 亿人次，同比+4.76%；旅游收入 1.35 万亿元，同比+0.75%；人均消费 864 元，同比-3.83%。出行人次和总花费增速环比回落，并延续量增价减的趋势。从假期表现来看，五一和端午假期出行人次和总花费的增速环比春节和清明也有所回落。

图表 7.我国国内旅游人次



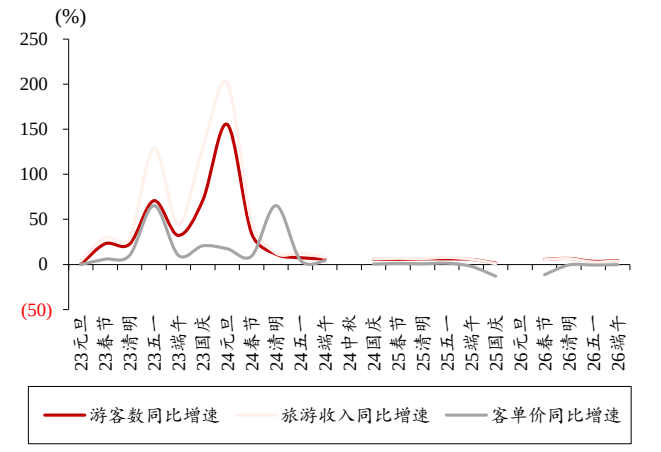
资料来源：文旅部，中银证券

图表 8.我国国内旅游收入



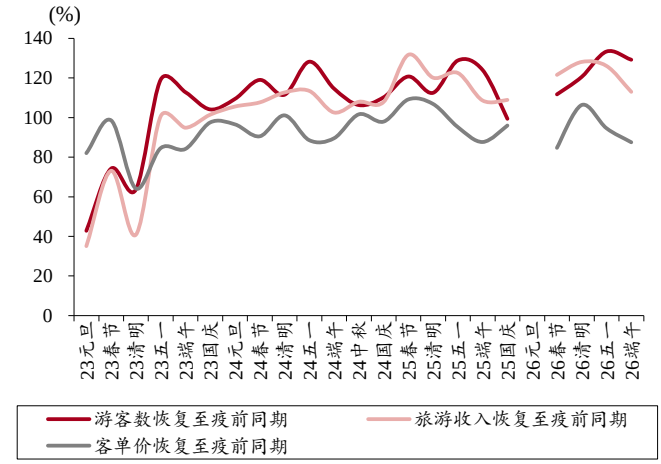
资料来源：文旅部，中银证券

图表 9. 23 年以来各假期国内旅游市场同比增速



资料来源：文旅部，中银证券

图表 10. 23 年以来各假期国内旅游市场恢复状况

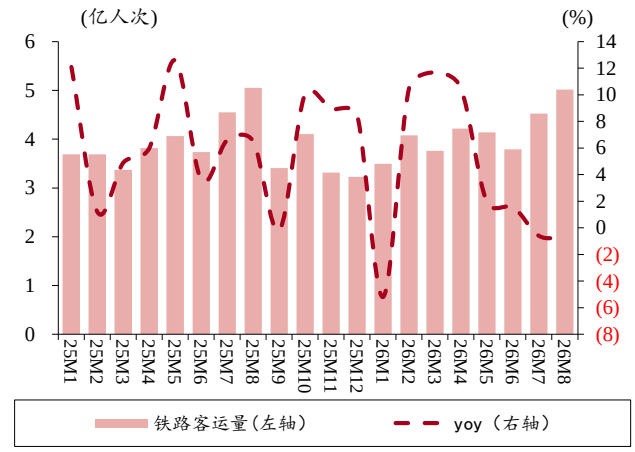


资料来源：文旅部，中银证券

暑期空铁客运量增速分化，双节拼假有望再迎来出行小高峰。26 年暑期期间，全国铁路累计发送旅客 9.54 亿人次，同比-0.6%，自 5 月起，铁路客运量同比增速显著放缓并持续走低。民航客运量约 1.51 亿人次，同比+2.9%，暑期民航客运量同比增速转正，平均客座率达 87.4%，同比+1.7pct。据民航第三方平台数据，暑运期间国内经济舱平均票价（不含燃油附加费）为 719 元，同比-8.4%，基本上为“以价换量”，日均票价呈“低开高走”趋势，7 月降幅较大，8 月快速修复，7 月主要是受到异常天气的影响。中秋国庆假期临近，本次双节假期间隔较短，游客通过“请 3 休 13”可获得超长假期，多家旅企发布的数据显示，双节期间旅游市场预订热度持续走高，呈现预订周期显著前移、长线深度游与县域松弛游并行等特征。我们预计部分暑期积压的出行需求有望在小长假释放，迎来新一波出行小高峰。

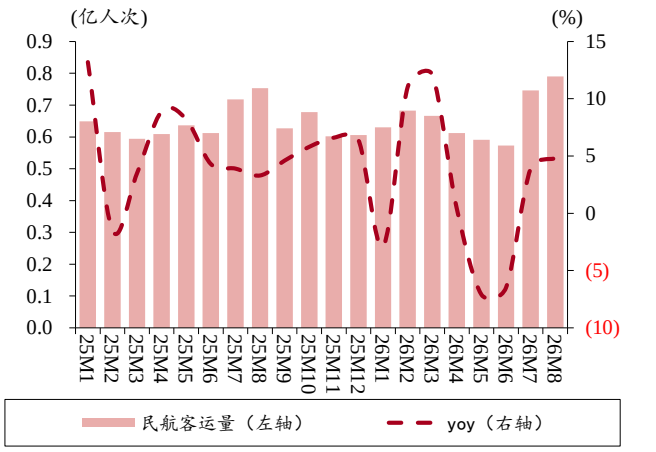
仅供内部参考，请勿外传

图表 11.我国铁路客运量



资料来源：Wind，国家铁路局，航班管家，中银证券

图表 12.我国民航客运量



资料来源：Wind，国家铁路局，航班管家，中银证券

入境游：免签扩容增强吸引力，目的地向低线城市扩散。在免签政策的推动下，我国入境游市场呈现快速增长趋势。26H1 我国入境外国人达 2291.4 万人次，同比+20.4%，其中免签入境外国人达 1781.5 万人次，占入境外国人总数的 77.7%，同比大幅+30.6%。据铁路局数据，暑期全国铁路共发送外籍旅客 444.7 万人次，同比增 32.2%，显著高于客流的总体增速。据携程数据，暑期入境游人次同比实现双位数增长，其中欧洲游客订单量增超 90%。此外，过去入境游主要集中在北上广等大城市，今年暑期三四线城市的入境游开始快速增长，相关旅游平台数据显示，7 月丽江入境游预订量同比增长 1.2 倍，其中越南游客赴丽江、昆明的增幅分别达 4.5 倍和 2.4 倍，新加坡及马来西亚游客赴云南机票量增超四成。

图表 13.入境游客人次变化

	入境游客人次（万人次）	yoy (%)	外国游客人次（万人次）	yoy (%)	免签外国游客人次（万人次）	yoy (%)	免签占比（%）
2024	13,190	60.8	2,694.0	95.5	2,012.0	112.0	74.7
2025	15,450	17.1	3,517.0	30.5	3,008.0	49.5	73.1
26H1			2,291.4	20.4	1,781.5	30.6	77.7
26M1-8			3,056.7		2,372.0	26.8	77.6

资料来源：中国青年报，国家移民管理局，中银证券

上市公司：景气度总体回落，经营状况分化

自然景区：西藏旅游、丽江股份无论是 26H1 和 Q2 业绩增幅最高，前者得益于得益于阿里 IP，阿里片区营收大幅增长，以及印度民间香客入境政策改善，5 月起香客开始入境，业绩贡献较为突出。丽江股份则是由于索道运输业务受气候影响减弱，接待游客人次同比上升，且经营杠杆显著释放，业绩端增速高于营收端；其中一条索道于 3 月起停运扩建，故 Q2 业绩增速有所放缓。此外，黄山旅游、峨眉山、长白山、张家界上半年的业绩也实现小幅增长。黄山和长白山得益于进山人次的提升；峨眉山主要是由于费用端的优化和债务减免收益；张家界上半年实现扭亏主要得益于司法重整带来的一次性债务重组收益，依托入境游红利，Q2 主营业务实现阶段性盈利；其余公司 H1 业绩均有不同程度的下滑。

人工景区：板块整体承压，大连圣亚扭亏为盈主要是由于债务重组收益，以及及去年同期转让子公司股权产生投资损失等原因综合所致，扣非归母净利润同比仍然下滑。曲江文旅扭亏则主要是对成本费用端加强管控所致。人工景区整体面临的竞争较为激烈，主业经营表现不佳。

旅行社等综合服务商：三峡旅游表现亮眼，主要是其观光游轮产品游客接待量和客单价增加，以及新增省际度假游轮业务贡献新的利润增长点。凯撒旅游的增长主要来自于出入境需求复苏带动的旅游服务收入和新增的海洋文旅业务。

总体来看，Q2 旅企业绩增速整体回落，部分优质景区得益于新项目的产能释放或经营杠杆的释放实现较快业绩增长。在需求侧普遍承压的消费环境下，建议关注在供给侧有新增量的企业。

仅供内部参考，请勿外传

OTA:出游人次高基数下增速放缓，经营韧性凸显。由于机票价格高企出行需求受阻，叠加监管对交通业务进行整改，Q2 OTA 平台的交通业务均受到不同程度的冲击，营收增速环比均有所放缓。在景气波动环境下，盈利能力仍然保持稳健，经营韧性较高。随着携程的反垄断调查正式落地，不确定性影响减弱。预计佣金率的下调将使后续龙头企业的利润阶段性下滑，但长期来看有利于行业生态更加规范化，同时海外拓张有望持续贡献业绩增量。

图表 14.上市旅游景区公司 26H1 营收及业绩（亿元）

	营业总收入			归母净利润		
公司简称	**25H1**	**26H1**	**yoy（%）**	**25H1**	**26H1**	**yoy（%）**
旅游综合服务商						
众信旅游	28.75	28.00	(2.60)	0.40	0.31	(24.06)
岭南控股	20.90	22.36	7.00	0.50	0.56	13.93
凯撒旅业	3.17	4.35	37.08	(0.24)	(0.11)	
西安旅游	2.18	2.04	(6.51)	(0.56)	(0.58)	
陕西旅游	5.16	4.19	(18.85)	2.04	1.25	(39.01)
三峡旅游	3.67	4.14	13.09	0.64	0.80	25.04
人工景区						
云南旅游	1.17	0.55	(52.93)	(0.97)	(1.39)	
宋城演艺	10.80	9.62	(11.43)	4.00	3.47	(14.38)
曲江文旅	5.32	3.90	(26.75)	(0.14)	0.07	
中青旅	48.66	53.85	10.68	0.67	0.22	(66.90)
大连圣亚	1.86	1.90	2.29	(0.16)	0.16	
自然景区						
峨眉山 A	4.57	4.43	(3.12)	1.21	1.23	1.07
黄山旅游	9.40	9.88	5.11	1.27	1.30	2.94
丽江股份	3.78	4.19	10.95	0.95	1.33	40.46
三特索道	2.92	2.88	(1.60)	0.68	0.54	(20.22)
桂林旅游	1.97	2.01	2.17	0.08	0.06	(23.36)
天目湖	2.46	2.26	(8.16)	0.55	0.38	(29.94)
长白山	2.35	2.77	17.74	(0.02)	0.01	
ST 张家界	1.94	2.12	9.34	(0.33)	3.08	
祥源文旅	5.00	5.55	7.80	0.92	0.46	(47.22)
西域旅游	1.14	1.07	(6.08)	0.11	0.04	(67.23)
西藏旅游	0.90	0.94	4.31	0.02	0.03	38.98
天府文旅	2.04	1.41	(31.11)	0.07	(0.21)	(383.26)
OTA						
携程集团	286.73	318.71	11.15	91.99	87.03	(5.39)
同程旅行	90.47	99.93	10.46	15.63	17.92	14.65

资料来源：Wind，中银证券

注：其中 OTA 的归母净利润为经调整净利润

仅供内部参考，请勿外传

图表 15.上市旅游景区公司 26H1 盈利水平（%）

公司简称	毛利率			净利率		
	25H1	26H1	yoy（pct）	25H1	26H1	yoy（pct）
旅游综合服务商						
众信旅游	12.4	12.7	0.2	1.4	0.7	(0.7)
岭南控股	18.6	18.5	(0.1)	2.4	2.6	0.1
凯撒旅业	22.1	16.8	(5.3)	(7.0)	(0.8)	6.1
西安旅游	2.1	0.5	(1.6)	(28.3)	(29.8)	(1.6)
陕西旅游	69.8	63.4	(6.4)	47.8	39.4	(8.4)
三峡旅游	34.0	38.6	4.6	18.0	18.8	0.8
人工景区						
云南旅游	(28.8)	(142.8)	(114.0)	(94.9)	(280.7)	(185.8)
宋城演艺	65.7	60.6	(5.2)	38.1	37.2	(0.9)
曲江文旅	6.6	10.7	4.1	(2.9)	1.6	4.6
中青旅	21.4	18.5	(2.9)	2.0	0.9	(1.1)
大连圣亚	48.8	49.8	1.0	(4.8)	13.7	18.5
自然景区						
峨眉山 A	48.1	48.8	0.7	24.3	29.3	5.0
黄山旅游	45.4	42.8	(2.6)	14.6	14.3	(0.3)
丽江股份	53.8	59.8	6.0	28.1	35.5	7.4
三特索道	59.5	60.9	1.4	24.6	20.4	(4.2)
桂林旅游	29.0	31.0	2.0	3.0	3.4	0.4
天目湖	53.5	48.4	(5.2)	25.4	21.5	(3.9)
长白山	19.0	19.4	0.4	(1.1)	0.3	1.4
ST 张家界	13.4	21.9	8.5	(17.2)	145.4	162.5
祥源文旅	51.1	47.8	(3.3)	21.0	10.2	(10.8)
西域旅游	36.1	28.7	(7.4)	7.8	0.6	(7.2)
西藏旅游	29.1	27.9	(1.2)	2.6	2.8	0.2
天府文旅	34.1	19.6	(14.5)	9.3	(17.0)	(26.3)
OTA						
携程集团	80.7	79.6	(1.1)	32.1	0.3	(31.8)
同程旅行	66.9	68.3	1.4	14.6	14.2	(0.4)

资料来源：Wind，中银证券

仅供内部参考，请勿外传

图表 16.上市旅游景区公司 26Q2 营收及业绩（亿元）

	营业总收入			归母净利润		
公司简称	25Q2	26Q2	yoy（%）	25Q2	26Q2	yoy（%）
旅游综合服务商						
众信旅游	17.09	15.34	(10.23)	0.21	0.21	(3.10)
岭南控股	11.67	12.17	4.28	0.23	0.24	2.69
凯撒旅业	1.76	2.39	35.21	(0.20)	(0.14)	
西安旅游	1.23	1.20	(2.68)	(0.24)	(0.32)	
陕西旅游	3.07	2.55	(17.06)	1.30	0.83	(35.84)
三峡旅游	2.26	2.64	16.85	0.47	0.65	39.15
人工景区						
云南旅游	0.69	(0.04)	(105.86)	(0.49)	(1.06)	
宋城演艺	5.19	4.28	(18.05)	1.53	1.36	(13.29)
曲江文旅	2.26	1.65	(26.69)	0.30	0.21	(28.57)
中青旅	28.12	30.27	7.63	1.01	0.59	(41.29)
大连圣亚	1.02	0.98	(4.01)	(0.08)	0.01	
自然景区						
峨眉山 A	2.31	2.22	(3.79)	0.62	0.63	1.58
黄山旅游	5.37	5.71	6.30	0.90	0.96	6.68
丽江股份	2.15	2.18	1.42	0.60	0.66	10.10
三特索道	1.61	1.52	(5.61)	0.37	0.33	(11.14)
桂林旅游	1.14	1.06	(7.46)	0.21	0.18	(14.79)
天目湖	1.41	1.26	(10.88)	0.41	0.28	(31.80)
长白山	1.07	1.21	13.36	(0.06)	(0.07)	
ST 张家界	1.35	1.45	7.59	(0.02)	0.02	
祥源文旅	2.88	3.13	5.63	0.60	0.28	(52.04)
西域旅游	0.97	0.88	(10.12)	0.41	0.30	(25.62)
西藏旅游	0.65	0.70	7.74	0.11	0.23	104.25
天府文旅	0.25	0.26	1.04	(0.20)	(0.25)	
OTA						
携程集团	148.43	156.63	11.15	50.11	47.98	(4.25)
同程旅行	46.69	49.87	6.80	7.75	8.51	9.78

资料来源：Wind，中银证券

注：其中 OTA 的归母净利润为经调整净利润

仅供内部参考，请勿外传

图表 17.上市旅游景区公司 26Q2 盈利水平（%）

公司简称	毛利率			净利率		
	25Q2	26Q2	yoy（pct）	25Q2	26Q2	yoy（pct）
旅游综合服务商						
众信旅游	10.6	12.1	1.5	1.5	1.1	(0.4)
岭南控股	17.5	17.6	0.2	2.1	2.0	(0.1)
凯撒旅业	20.1	12.8	(7.2)	(11.5)	(4.9)	6.6
西安旅游	5.4	2.2	(3.2)	(21.4)	(25.9)	(4.5)
陕西旅游	73.7	67.8	(5.9)	52.3	43.5	(8.8)
三峡旅游	40.3	45.2	4.9	21.5	24.7	3.1
人工景区						
云南旅游	(30.6)	0.0	30.6	(79.2)	0.0	79.2
宋城演艺	63.2	55.2	(8.0)	30.5	32.8	2.3
曲江文旅	10.9	10.1	(0.8)	13.3	12.5	(0.8)
中青旅	21.9	19.1	(2.8)	5.1	3.2	(1.9)
大连圣亚	55.7	52.2	(3.5)	(6.6)	1.8	8.4
自然景区						
峨眉山 A	49.2	45.5	(3.7)	24.4	33.4	9.0
黄山旅游	50.1	46.3	(3.8)	18.2	18.1	(0.1)
丽江股份	55.4	58.7	3.3	31.4	33.6	2.2
三特索道	59.6	58.9	(0.6)	25.3	24.2	(1.2)
桂林旅游	33.8	36.7	2.9	17.2	18.5	1.3
天目湖	62.5	57.0	(5.5)	33.4	29.4	(4.0)
长白山	14.4	13.9	(0.6)	(6.6)	(5.9)	0.7
ST 张家界	21.7	27.4	5.7	(1.5)	1.4	2.9
祥源文旅	51.8	46.2	(5.7)	23.1	10.5	(12.6)
西域旅游	59.8	52.3	(7.5)	41.1	33.3	(7.8)
西藏旅游	46.6	42.6	(4.1)	18.1	32.8	14.7
天府文旅	(22.3)	(49.2)	(26.9)	(103.7)	(133.0)	(29.3)
OTA						
携程集团	81.0	79.8	(1.2)	32.9	(15.6)	(48.5)
同程旅行	65.0	66.7	1.7	13.8	12.7	(1.0)

资料来源：Wind，中银证券

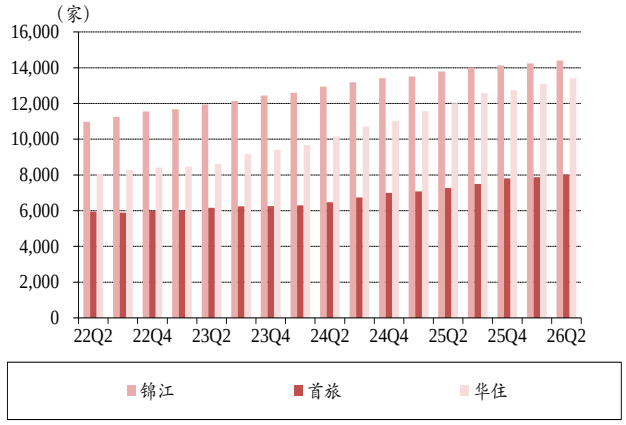
仅供内部参考，请勿外传

酒店：供给稳步扩张，酒店经营表现有所分化

行业复盘：需求修复仍待提速，经营表现有所分化

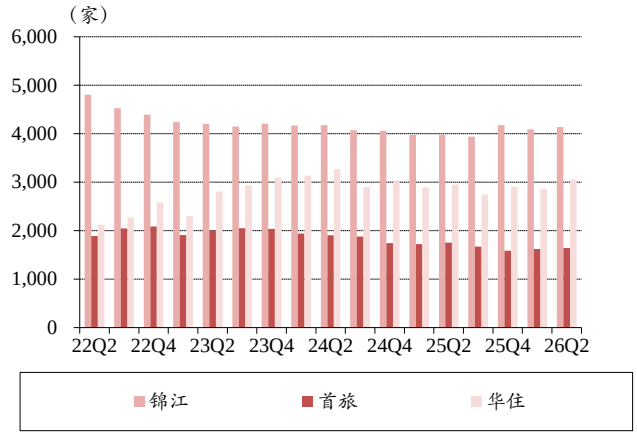
头部集团门店扩张持续，中高端化战略方向较为明确。1）酒店数量方面，锦江、华住、首旅保持稳定的开店节奏。截至 2026Q2，锦江、首旅、华住总门店数分别为 14404/8013/13417 家。**2）新开店方面，**锦江、首旅、华住 2026Q2 新开门店数分别为 343、388、498 家，2026 全年新开店预期上华住、锦江、首旅分别为 2200~2300/1200/1600~1700 家，整体来看各家拓店节奏稳步推进。 **3）储备店方面，**截至 2026Q2，锦江、首旅、华住储备店数量分别为 4135/1641/3054 家，三家储备店数量较历史水平比较维持稳定，充足的储备店数量为后续门店数量持续增长提供助力。**4）门店质量方面，**各家中高端化转型战略稳步推进，截至 2026Q2，锦江、首旅、华住中高端酒店数占比分别为 64%/29%/54%，中高端客房数占比分别为 71%/42%/61%。

图表 18. 三大酒店集团总门店数量稳步提升



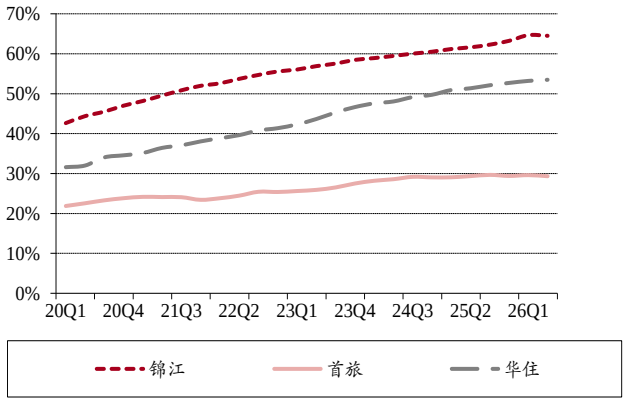
资料来源：公司公告，中银证券（注：华住为 Legacy-Huazhu 数据）

图表 19. 三大酒店集团储备店整体平稳



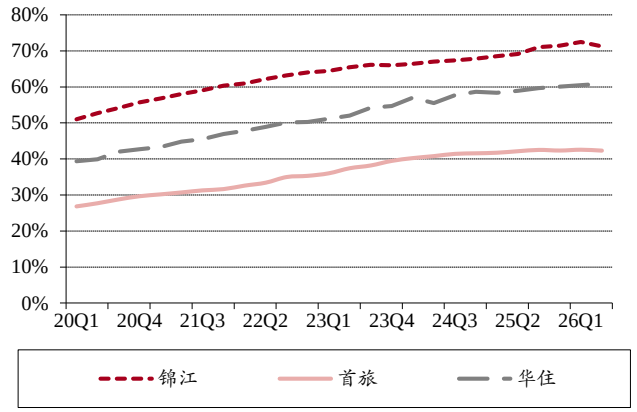
资料来源：公司公告，中银证券

图表 20. 三大酒店集团中高端酒店占比



资料来源：公司公告，中银证券

图表 21. 三大酒店集团中高端客房占比呈增长趋势

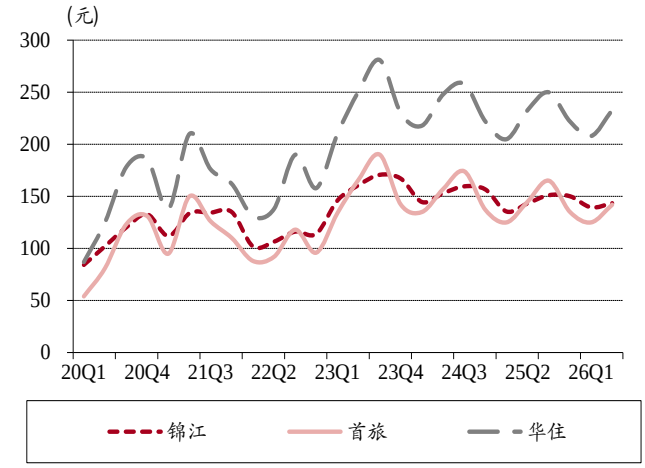


资料来源：公司公告，中银证券

仅供内部参考，请勿外传

26H1 承压中修复，暑期旺季 RevPAR 同比或有下降。据厚海平台数据，2026 年 Q1-3 酒店市场景气综合指数分别为-21/-9/-17，其中 Q1-2 环比回升，表明从业者对经营环境整体预期改善，虽然综合景气指数仍处于负值区间，标志着行业整体未摆脱承压态势，市场信心仍待修复。Q3 虽为传统暑期出行住宿旺季，但景气指数环比下降，可能源于今年暑期预定启动迟缓。据 STR 数据，2026 年 7 月 1 日至 8 月 29 日，中国内地酒店市场供给同比增长 2.4%，需求同比增长 0.3%，客房收入同比下降 0.4%；整体 RevPAR 指数为 97，较上年同期下降约 3%。2026 年中国酒店业进一步进入比拼经营效率的阶段，供给增速仍快于需求，单纯依靠市场扩张获取收益的难度有所加大。优化定价策略、加强收益管理并更准确地把握市场需求将成为酒店提升经营表现和市场竞争力的关键。今年暑期入境游热度进一步提升，广州和深圳酒店的 OCC、ADR 均实现同比增长，上海 ADR 也保持增长，国际航班恢复及免签政策对酒店需求的带动逐步显现。

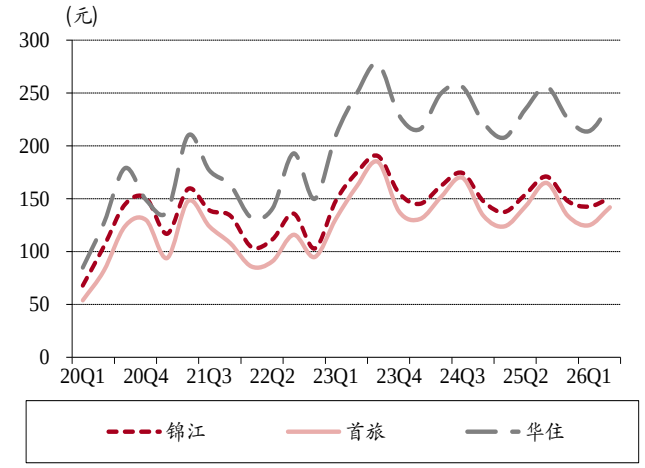
图表 22. 三大酒店集团同店 RevPAR 恢复情况



资料来源：公司公告，中银证券

注：锦江为境内酒店累计值

图表 23. 三大酒店集团全部店 RevPAR 表现情况



资料来源：公司公告，中国饭店协会，中银证券

注：锦江为境内酒店

图表 24.部分酒店公司 26H1 及 26Q2 营收及业绩（亿元）

	营业总收入			归母净利润		
公司简称	**25H1**	**26H1**	**yoy（%）**	**25H1**	**26H1**	**yoy（%）**
锦江酒店	65.26	68.01	4.21	3.71	5.45	47.05
首旅酒店	36.61	35.80	(2.22)	3.97	4.41	10.98
	25Q2	**26Q2**	**yoy（%）**	**25Q2**	**26Q2**	**yoy（%）**
锦江酒店	35.85	36.81	2.67	3.35	4.08	21.98
首旅酒店	18.96	18.03	(4.89)	2.54	2.72	6.75

资料来源：Wind，中银证券

图表 25. 部分酒店公司 26H1 及 26Q2 毛利率及净利率（%）

	毛利率			净利率		
公司简称	**25H1**	**26H1**	**yoy（pct）**	**25H1**	**26H1**	**yoy（pct）**
锦江酒店	36.3	36.9	0.7	6.2	8.4	2.2
首旅酒店	38.3	40.3	1.9	11.5	13.4	1.9
	25Q2	**26Q2**	**yoy（pct）**	**25Q2**	**26Q2**	**yoy（pct）**
锦江酒店	39.9	39.9	(0.0)	9.8	11.4	1.6
首旅酒店	41.1	42.3	1.2	13.8	15.9	2.1

资料来源：Wind，中银证券

仅供内部参考，请勿外传

上市公司：2026H1 利润改善，经营指标有所分化

锦江酒店：

25 全年经营具备韧性，26H1 经营实现改善。2025 年公司收入 yoy-1.79%；归母净利润 yoy+1.58%；扣非归母净利润 yoy+75.19%，利润端增长受益于自身内部架构调整以及费用管控初见成效。公司海外亏损仍在扩大，但后续融资成本有望改善，且公司积极推进资产处置、翻新改造等项目，或有助于减亏。全年境内有限服务酒店的 RevPAR 同比-2.95%，但 Q4 开始同比企稳回升，扭转了长期的同比下滑情况。

步入 2026H1，公司经营情况改善明显，实现营收 yoy+4.21%；归母净利润 yoy+47.05%；扣非归母净利润 yoy+45.16%，新开店 649 家。酒店数据方面，2026H1 的境内有限服务型酒店 RevPAR 同比+0.46%；ADR 同比-0.74%；OCC 同比+0.76pct。公司加强成本控制并持续优化资本结构，财务费用同比下降，带动利润表现改善。海外业务在数轮调改下经营效率提升，亏损有所收窄。中长期来看，境内酒店数据有望延续修复态势，且内部结构调整有望实现更好的降本增效。

首旅酒店：

门店质量提升，2026 年开店目标提速。公司 2025 年步入四季度后，ADR 企稳转正推动 RevPAR 同比转正，市场呈现初步回暖趋势。此外，公司受益于文旅需求持续高景气，在 25 年“五一”、“十一”等长假期间，旗下酒店经营表现超越 2024 年同期。

2026H1 公司实现营收 yoy-2.22%;归母净利润 yoy+10.98%;扣非归母净利润 yoy+9.64%。受益于假日经济重要性持续提升，26Q2 不含轻管理的全部酒店 RevPAR 同比-6.1%;OCC 同比-2.3pct;ADR 同比-3.0%。公司持续拓展门店规模，对内完善精细化管理，26H1 提质增效效果良好，盈利实现稳健增长。期待全年假期出行景气度增长、门店结构升级、行业转暖预期等多因素共同持续助力公司酒店经营数据提升。

仅供内部参考，请勿外传

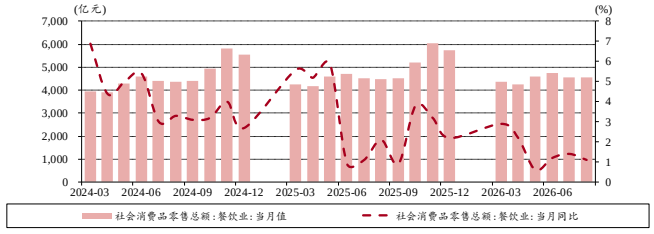
餐饮：高基数影响同比表现，影响或延续

餐饮行业：维持低位正增长，客单稳中有所修复

总量维持增长，增幅较弱。据国家统计局，2026 年 1-8 月全国餐饮收入达 3.74 万亿元，同比增长 2.4%，增速较去年同期放缓。其中 26H1 收入达 2.83 万亿元，同比+2.80%，增速也有所回落。26H1 餐饮收入增速高于同期社零增速 1.5pct，占社零比重 11.4%。另外，据中国烹饪协会，26H1 餐饮企业注册量同比下降 17.3%，开店增长方面更趋于理性。

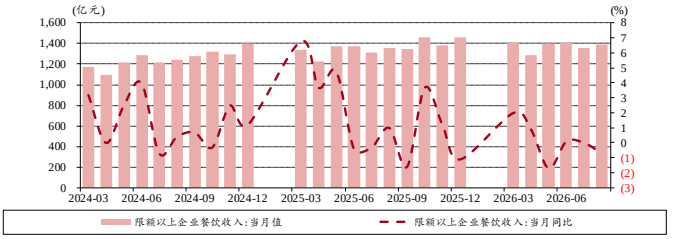
分季度看，26Q1、Q2 社零餐饮收入分别为 1.46 万亿元、1.36 万亿元，分别同比增长 4.25%、1.33%；限额以上餐饮收入分别为 4229 亿元、4098 亿元，分别同比增长 6.56%、1.77%。分月度看，餐饮社零同比增长幅度在 2026 年 5 月及之后增幅维持低位运行，除了行业自身增长压力之外，也有去年同期在外卖补贴助推下基数较大的因素影响。

图表 26. 社零餐饮收入整体增长情况



资料来源：国家统计局，iFind，中银证券

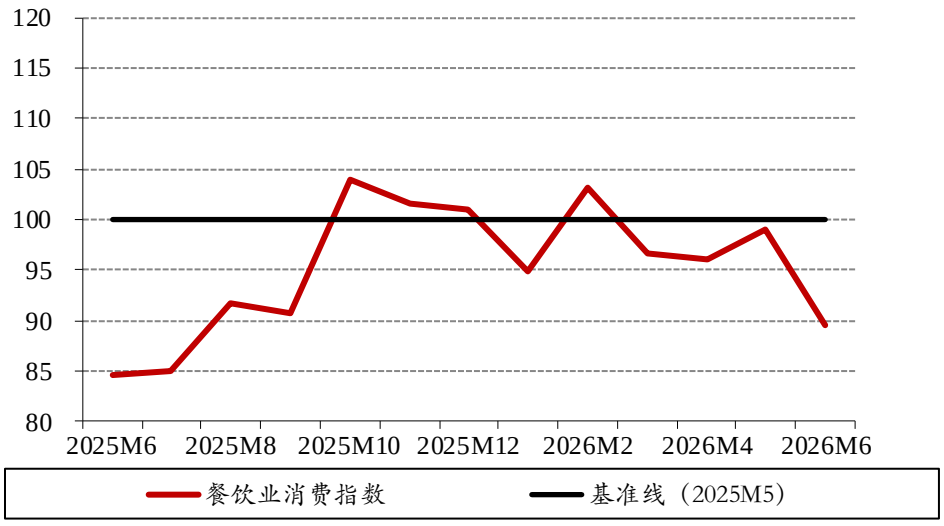
图表 27. 限额以上餐饮收入同比恢复情况



资料来源：国家统计局，iFind，中银证券

需求整体稳固，行业价格战治理初见成效。据中国饭店协会，**整体消费指数上，**26H1 整体餐饮消费指数表现受季节性因素影响有波动，但整体稳固。**客单价方面，**整体走势稳定，1-5 月高于基准线运行（以 25 年 5 月为基准），6 月虽低于基准但同比+6.4%，客单价方面的表现或体现出消费品质升级以及前期行业价格战治理初见成效。**订单量方面，**26H1 订单量表现与综合指数峰值错位，反映出目前餐饮消费市场的场景分层趋势愈发明显，26M6 订单量同环比皆显著下降，除了市场淡旺季因素外，主要受极端天气因素影响，到店消费意愿有所影响。**客流量指数方面，**1-5 月逐步走高，6 月虽环比下降但同比+10.2%，反映出消费需求大盘较为稳固。**行业信心上，**26H1 呈高开低走趋势，26M6 同比+19.1%。据中国饭店协会总结，行业预期较去年明显改善，但受市场增速放缓影响，仍有待进一步提振。

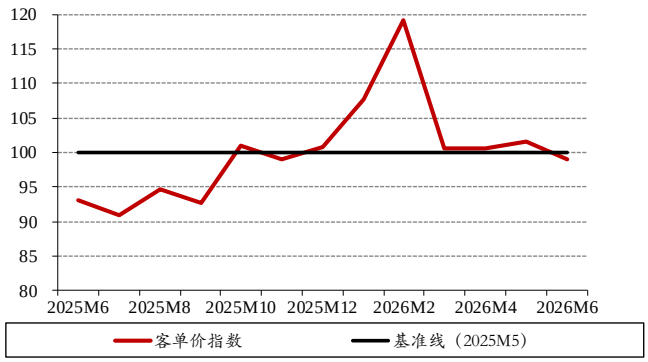
图表 28. 餐饮行业消费指数



资料来源：中国饭店协会《中国餐饮业消费指数报告（2026 年上半年）》、中银证券（数据以 25M5 为基准（100）做转化处理）

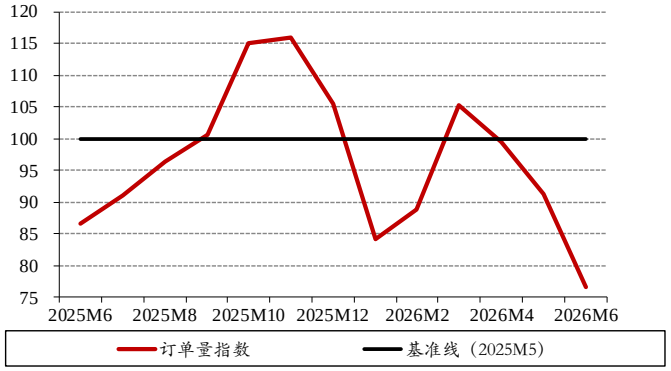
仅供内部参考，请勿外传

图表 29. 客单价指数



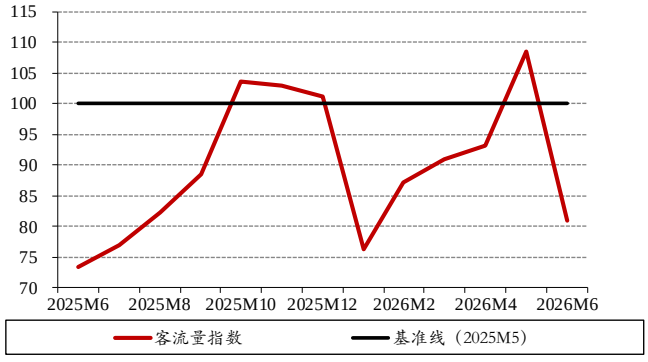
资料来源：中国饭店协会《中国餐饮业消费指数报告（2026 年上半年）》、中银证券（数据以 25M5 为基准（100）做转化处理）

图表 30. 订单量指数



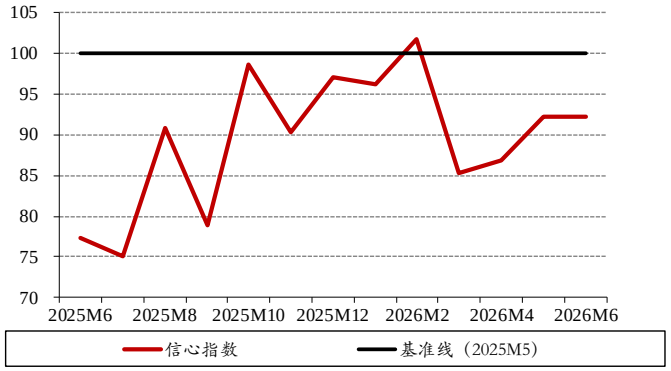
资料来源：中国饭店协会《中国餐饮业消费指数报告（2026 年上半年）》、中银证券（数据以 25M5 为基准（100）做转化处理）

图表 31. 客流量指数



资料来源：中国饭店协会《中国餐饮业消费指数报告（2026 年上半年）》、中银证券（数据以 25M5 为基准（100）做转化处理）

图表 32. 信心指数



资料来源：中国饭店协会《中国餐饮业消费指数报告（2026 年上半年）》、中银证券（数据以 25M5 为基准（100）做转化处理）

上市公司：去年同期高基数，期待后续业务改善

同庆楼：折旧摊销及财务费用等导致 26H1 利润大幅下降，期待门店调改优化。公司 26H1 实现营业收入 13.28 亿元，同比基本持平。实现归母净利润 139.66 万元、扣非归母净利润 44.78 万元，分别同比-98.06%、-99.33%。2025 年“双春年”婚宴需求集中释放造成较高基数，26H1 存量门店营收略有下滑。利润方面，26H1 公司新增滁州富茂花园酒店、同庆楼常州延政中路店，杭州富茂客房业务也投入运营，公司折旧摊销额提升，此外新店爬坡期也存在阶段性亏损，导致了利润同比有明显下滑。但公司表示，从 2025 年开始大幅缩减新店资本开支，期待前期投入形成的费用压力逐步缓解。

蜜雪集团：战略调整期，短期利润略承压。公司 26H1 实现营业收入 152.16 亿元，同比+2.3%；归母净利润 22.96 亿元，同比-14.73%；扣非归母净利润 22.96 亿元，同比-14.86%。公司积极推进“真、鲜、纯”产品理念，并加码供应链体系升级投入，导致销售成本略有提升，毛利率同比-1.2pct 至 30.4%。开店方面，公司已逐步走出早期快速增长阶段，迈入高质量成长阶段，主动放缓开店节奏，2026H1 开店 5455 家，较 2025H1 的 7721 家略有减少。短期来看，受去年同期外卖补贴影响基数较高，集团和同店的同比表现上或有承压。长期来看，公司持续投入建设供应链、IP 体系等，长期竞争力持续夯实。

仅供内部参考，请勿外传

图表 33.餐饮行业部分公司 25 年及 26H1 营收及业绩（亿元）

		营业总收入			归母净利润		
证券代码	公司简称	2024	2025	yoy（%）	2024	2025	yoy（%）
605108.SH	同庆楼	25.25	26.81	6.17	1.00	1.02	2.04
2097.HK	蜜雪集团	248.29	335.60	35.16	44.37	58.87	32.69
		25H1	26H1	yoy（%）	25H1	26H1	yoy（%）
605108.SH	同庆楼	13.31	13.28	(0.18)	0.72	0.01	(98.06)
2097.HK	蜜雪集团	148.75	152.16	2.29	26.93	22.96	(14.73)

资料来源：Wind，中银证券

图表 34. 餐饮行业部分公司 25 年及 26H1 毛利率及净利率（%）

		毛利率			净利率		
证券代码	公司简称	2024	2025	yoy（pct）	2024	2025	yoy（pct）
605108.SH	同庆楼	19.2	19.3	0.1	4.0	3.8	(0.2)
2097.HK	蜜雪集团	32.5	31.1	(1.3)	17.9	17.7	(0.3)
		25H1	26H1	yoy（pct）	25H1	26H1	yoy（pct）
605108.SH	同庆楼	20.6	15.4	(5.3)	5.4	0.1	(5.3)
2097.HK	蜜雪集团	31.6	30.4	(1.2)	18.3	15.2	(3.0)

资料来源：Wind，中银证券

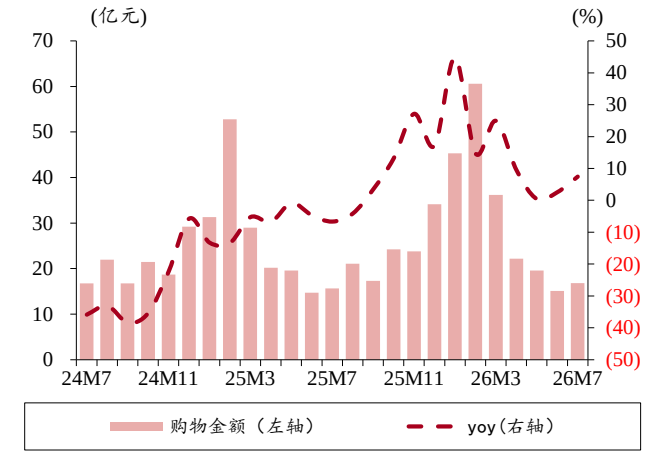
仅供内部参考，请勿外传

免税：Q2 销售增速下滑，龙头企业盈利能力延续增长

行业复盘：Q2 淡季离岛免税销售增速放缓，口岸免税门店逐步焕新

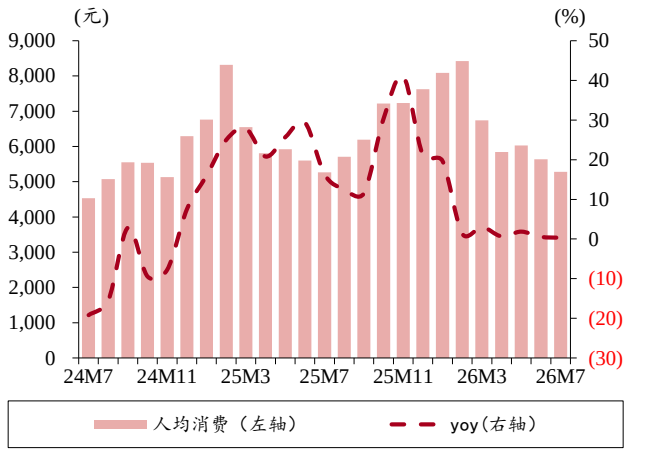
离岛免税：Q2 淡季销售增速放缓，7 月销售增长再提速。据海口海关，26Q2 离岛免税销售额为 56.9 亿元，同比+4.3%，环比 26Q1 增长放缓；购物人次为 97.3 万人次，同比+3.3%；客单价 5847.9 元，yoy+1.0%。Q1 在封关叠加海岛旅游旺季的共同促进下，离岛免税销售额增幅较高；Q2 为海岛旅游淡季，此外燃油成本抬升导致出现长线出行受挫，以及促销和补贴减弱，因此购物人次和销售额增幅放缓。7 月进入暑期旅游旺季，叠加演艺经济实现有效引流，销售额增速再度走高，7 月离岛免税销售额为 16.8 亿元，同比+7.4%。

图表 35.海南离岛免税销售额



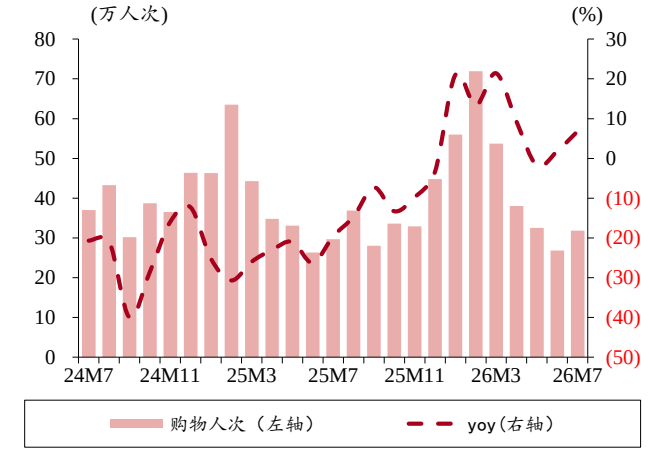
资料来源：海口海关，中银证券

图表 36.海南离岛免税人均消费额



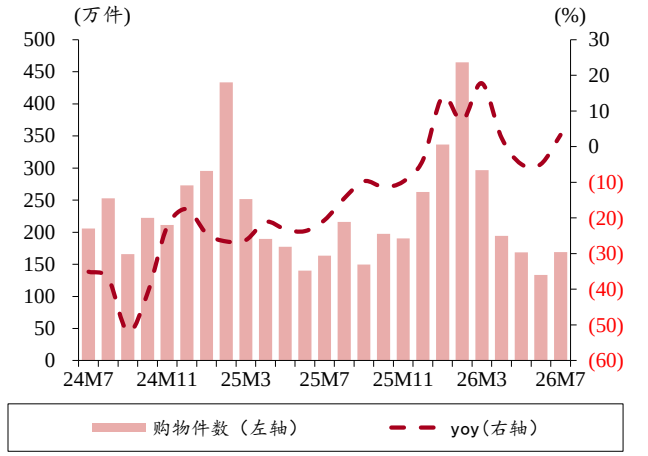
资料来源：海口海关，中银证券

图表 37.海南离岛免税购买人次



资料来源：海口海关，中银证券

图表 38.海南离岛免税购买件数



资料来源：海口海关，中银证券

仅供内部参考，请勿外传

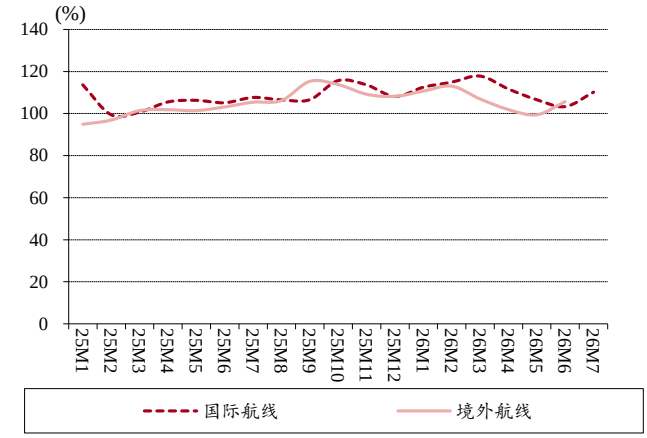
图表 39.封关以来节假日离岛免税销售状况

	26 元旦	26 春节	26 清明	26 五一	26 端午
购物金额（亿元）	7.12	27.20	2.79	5.54	2.02
日均销售额(亿元）	2.37	3.02	0.93	1.11	0.67
yoy(%)	128.9	30.8	14.8	10.4	8.6
购物人数（万人次）	8.35	32.50	4.76	8.46	3.47
日均购物人数(万人次）	2.78	3.61	1.59	1.69	1.16
yoy(%)	60.6	35.4	19.6	7.4	11.2
客单价（元）	8,526.9	8,369.2	5,861.3	6,548.5	5821.3
购物件数（万件）	44.20	199.70	22.42	44.17	15.90
yoy(%)	52.4	21.9	10.1	3.8	1.9
天数	3	9	3	5	3

资料来源：海口海关，中银证券

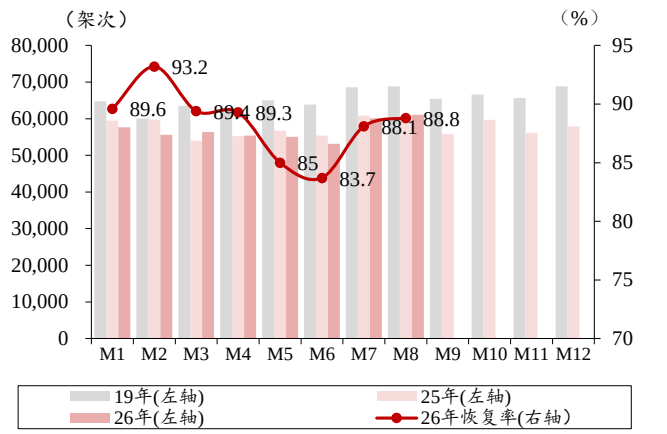
口岸免税：Q2 国际航线恢复度下滑，口岸免税门店逐步焕新。据航班管家数据，Q2 受国际政局和燃油成本上升的影响，6 月国际航班量和境外航线吞吐量的恢复度都降至今年最低位，暑期有所回升，民航国际航班约 12.1 万班次，恢复至 19 年同期的 88.5%，7 月境外航线吞吐量恢复至 19 年的 105.7%。上海浦东、北京首都和广州白云三大重点机场的国际航班吞吐量表现相对坚挺。京沪机场免税店今年经历经营权变更，门店处于运营商交接和资源整合的磨合阵痛期，短期内销售额同比承压。据上海机场公告，Q1 免税合同收入 1.76 亿元，Q2 回升至 2.53 亿元，环比+43.8%。据中免公告，截至 6 月底，京沪机场免税门店已完成升级焕新运营，并丰富 3C 数码、黄金等热销品类供给，于浦东机场打造国货专属消费区域。随着运营商趋于成熟，期待后续口岸免税消费的进一步恢复。

图表 40.国际及境外航线旅客吞吐量恢复度（VS19 年）



资料来源：航班管家，中银证券

图表 41.国际航班执行总量及恢复状况



资料来源：航班管家，中银证券

上市公司：龙头企业盈利能力逆势上扬，新入局者规模逐步提升

中国中免：营收短期承压，盈利能力逆势提升。26Q2 公司实现营收 107.49 亿元，同比-5.75%；归母净利润 7.58 亿元，同比+14.54%；扣非归母净利润 7.41 亿元，同比+12.33%。免税业务占比提升带动毛利率水平优化，26Q2 公司的毛利率为 34.32%，同比+1.87pct，环比+0.69pct。公司在海南地区实现营收 185.54 亿元，同比+23.44%，增速领先于海南整体市场，市场份额进一步提升。上半年公司新中标进出境免税项目 29 个，目前京沪机场免税门店已经完成升级焕新运营，后续有望逐步修复。国际业务方面，公司完成了对 DFS 大中华区零售业务的收购，并有序推进采购供应链、会员体系、信息系统、组织人才等各维度整合，期待后续业绩释放。

仅供内部参考，请勿外传

王府井：各业态表现延续分化，免税奥莱逆势增长。26H1 公司实现营收 49.87 亿元，同比-6.98%；归母净利润 0.54 亿元，同比-33.20%。其中 26Q2 公司实现营收 21.77 亿元，同比-8.39%；归母净利润 0.03 亿元，同比-90.03%。Q2 业绩下滑幅度显著高于营收端，主要是计提资产减值准备以及股票公允价值变动损失造成的影响。分业态来看，奥莱/购物中心/百货/免税/专业店分别实现营收 12.34/10.66/17.60/2.25/6.25 亿元，同比分别+3.85%/-17.15%/-12.36%/+55.42%/-14.45%；毛利率分别为 68.15%/33.21%/28.86%/22.39%/7.82%，同比分别+0.54/-3.89/-3.52/+3.39/+1.30pct。百货和购物中心受到闭店以及消费结构变迁的拖累。奥莱业态的营收和毛利均逆势提升，主要得益于向“文商体旅展”深度融合转型及持续深化营销活动，同时通过严格控制成本支出共同影响所致；免税业态则得益于新增门店开业以及海南地区销售向好，此外新增门店的渠道特征影响导致毛利率同比上升。

珠免集团：免税主业有序推进，财务费用率显著优化。26H1 公司实现营收 12.31 亿元，同比-29.26%；归母净利润 0.35 亿元，同比减亏为盈。26Q2 公司实现营收 5.27 亿元，同比-35.84%；归母净亏损 0.04 亿元，同比减亏 1.79 亿元；扣非归母净利润 41 万元，同比减亏 1.82 亿元。利润端的优化得益于免税主业的有序推进和费用端的优化。作为公司控股子公司，珠海市免税企业集团有限公司上半年实现营收 11.59 亿元，免税主业毛利率超 46%。免税业务已成为公司收入的重要来源，主业结构更加清晰。公司核心口岸区域，拱北、青茂、港珠澳大桥珠海口岸等跨境通勤与旅游客流持续高位运行，上半年出入境人员突破 1.19 亿人次，同比增约 9%，为口岸免税门店的客单价与转化率优化创造了有利条件。费用率方面，上半年公司的三项期间费用同比下降 75%，其中财务端持续优化债务结构，财务费用同比显著下降，进一步推高盈利能力。

图表 42.免税企业 26H1 及 26Q2 营收及业绩（亿元）

	营业总收入			归母净利润		
公司简称	**25H1**	**26H1**	**yoy（%）**	**25H1**	**26H1**	**yoy（%）**
中国中免	281.51	276.55	(1.76)	26.00	31.06	19.49
王府井	53.61	49.87	(6.98)	0.81	0.54	(33.20)
珠免集团	17.40	12.31	(29.26)	(2.74)	0.35	
	25Q2	**26Q2**	**yoy（%）**	**25Q2**	**26Q2**	**yoy（%）**
中国中免	114.05	107.49	(5.75)	6.62	7.58	14.54
王府井	23.76	21.77	(8.39)	0.25	0.03	(90.03)
珠免集团	8.21	5.27	(35.84)	(1.83)	(0.04)	

资料来源：Wind，中银证券

图表 43.免税企业 26H1 及 26Q2 毛利率及净利率（%）

	毛利率			净利率		
公司简称	**25H1**	**26H1**	**yoy（pct）**	**25H1**	**26H1**	**yoy（pct）**
中国中免	32.8	33.9	1.1	10.3	11.0	0.7
王府井	38.8	37.0	(1.8)	1.7	1.6	(0.0)
珠免集团	36.2	45.1	8.9	(4.7)	20.4	25.1
	25Q2	**26Q2**	**yoy（pct）**	**25Q2**	**26Q2**	**yoy（pct）**
中国中免	32.5	34.3	1.9	7.5	6.3	(1.2)
王府井	38.1	37.3	(0.9)	1.5	0.7	(0.8)
珠免集团	35.6	42.9	7.3	(11.5)	14.1	25.6

资料来源：Wind，中银证券

仅供内部参考，请勿外传

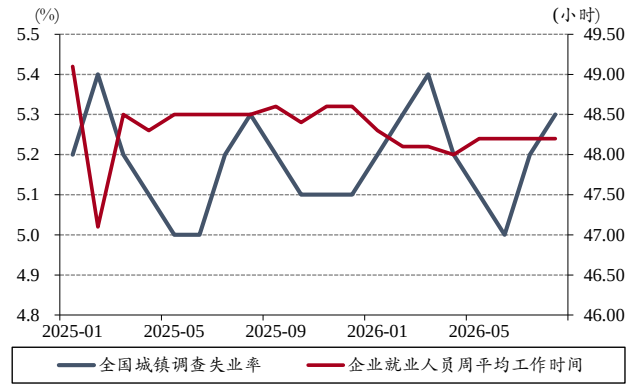
人服：人服行业稳步成长，招聘需求修复仍需观察

人服行业：横跨周期平稳且持续的增长

就业数据平稳运行。据国家统计局，25M1-26M8 全国城镇调查失业率区间为 5.0%-5.4%，数值上来看失业率数据保持平稳运行。2026 年以来，稳就业促就业在政策端重要性持续提升，多类政策频出，为就业环境提供信心和政策扶持。

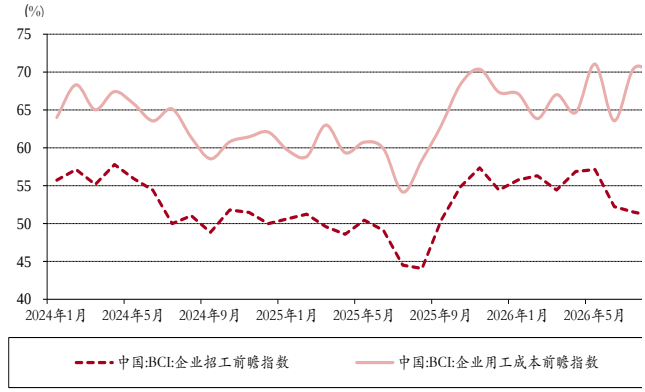
就业预期仍有压力，明显拐点尚未出现。根据中国就业研究所2026年第一季度中国就业季度分析会，2026Q1CIER 指数环比、同比均有下降，就业市场整体呈现“供需双弱，需求收缩更显著”的严峻态势。回顾全年，25Q1、25Q2、25Q3、26Q1 CIER 指数均同环比下降，企业招聘态度仍相对谨慎，其中中小企业需求收缩较为明显。

图表 44. 失业率及周均工作时长数据



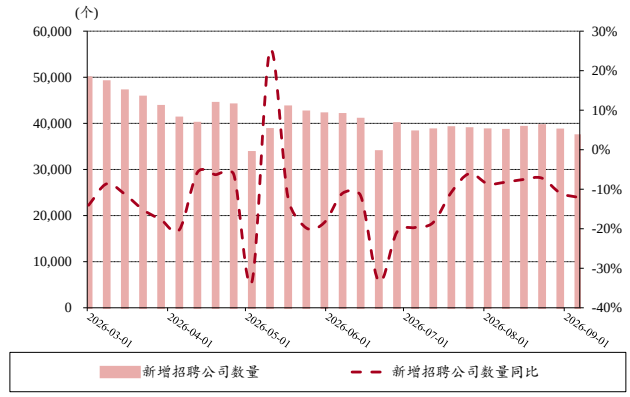
资料来源：国家统计局，iFind,中银证券

图表 45. 企业招工前瞻指数表现



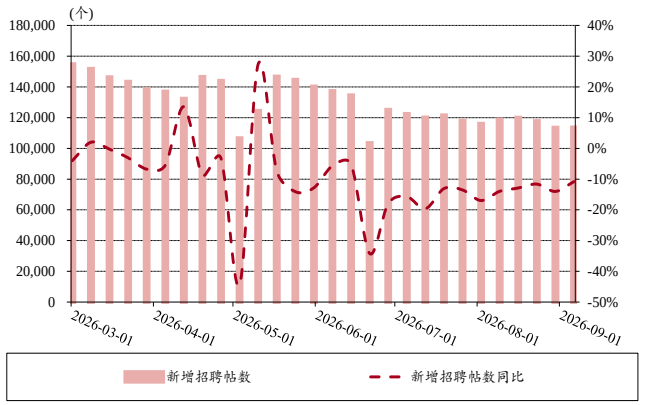
资料来源：Wind，中银证券

图表 46. 春节后新增招聘公司数量



资料来源：Datayes!，中银证券

图表 47. 春节后新增招聘帖数

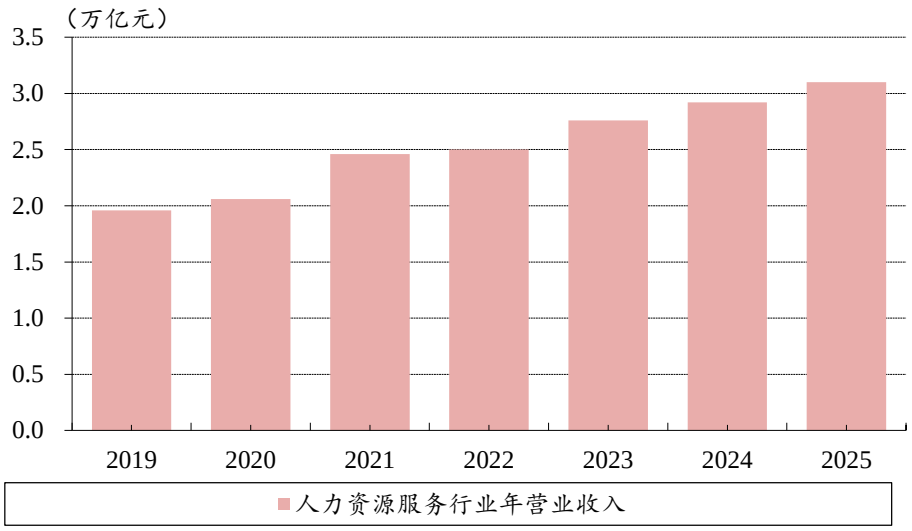


资料来源：Datayes!，中银证券

行业规模稳步增长。据上海外服、沙利文及头豹研究院联合发布《2024 中国人力资源服务行业研究报告》，2023-2028 预计市场规模 CAGR 达到 13. 9%。另据品聘软件发布的《2025-2026 年度中国猎头行业发展趋势报告》，灵活用工业务 2020 年至 2025 年营收由 0.65 万亿元增长至 1.70 万亿元，成为外包业务的重要增长动力，并驱动整个行业规模与体量的增长。此外，这类业务有助于企业更有效地控制人力资源成本，灵活应对用人需求，展现出跨周期的增长韧性。当前，多家上市公司的相关业务增长表现已印证了这一趋势。

仅供内部参考，请勿外传

图表 48. 人力资源服务行业年营业收入



资料来源：人社部，前瞻产业研究院，上海外服，沙利文，头豹研究院，中银证券

图表 49. 25 年度及 26H1 以来重要就业相关政策梳理

政策或行动	发布时间	核心内容	效果&重要性
关于失业保险支持企业稳岗扩岗的通知	2026.06.18	延续失业保险稳岗返还、一次性扩岗补助和技能提升补贴。大型企业稳岗返还比例不超过 30%、中小微企业不超过 60%；企业及社会组织吸纳符合条件的高校毕业生、16—24 岁登记失业青年，可按每人最高 1500 元享受一次性扩岗补助。	通过**稳岗返还、扩岗补助**等方式降低企业用工成本，有助于提升企业招聘意愿。对招聘和人力资源服务机构来说，企业用工需求稳定提升，业务量能有所提升。
实施就业优先战略“十五五”规划	2026.06.17	对未来五年就业工作作出系统部署，突出产业与就业协同、破解结构性就业矛盾、促进青年和重点群体就业、推动灵活就业和新就业形态健康发展，同时明确促进人力资源服务扩能提质、提高人岗匹配效率。	对未来几年就业工作的做了整体安排，除了扩大就业，更强调提升就业质量和人岗匹配效率，并明确提出推动人力资源服务扩能提质。
稳岗扩容提质行动方案	2026.04.30	从“稳岗位、扩容量、提质量”三方面系统部署就业工作。稳制造业等重点行业就业，拓展消费、现代服务业及新兴产业岗位；推动 AI 创造数据标注员、人工智能训练师等新职业，并强化职业培训、就业见习和劳动权益保障。	进一步强调**“稳岗位、扩容量、提质量”**，既要稳定传统行业岗位，也要增加新产业、新职业就业机会，同时，岗位开发、招聘匹配和技能培训的重要性进一步提升。
关于统筹城乡就业政策体系的意见	2026.04.15	推进**城乡就业政策一体化**，完善就业创业、职业培训、权益保障和兜底帮扶体系，推动城乡劳动力双向流动及人力资源合理配置。	缩小了城乡就业服务差异，推动劳动力在城乡之间更顺畅流动。长期看，有助于扩大就业服务覆盖范围，也为下沉市场招聘、劳务服务和基层人力资源服务带来更多需求。
关于做好 2026 年高校毕业生等青年就业工作的通知	2026.03.20	推出 16 条就业举措，实施民营企业促就业行动，重点挖掘先进制造、现代服务、专精特新企业岗位；支持县域、基层、灵活就业和创业，延续就业见习等补贴，并强化网络招聘、人力资源市场秩序监管。	2026 年继续把高校毕业生就业作为重点，并进一步挖掘民营企业、先进制造、现代服务等领域岗位。短期有助于扩大青年岗位供给，同时也会提升招聘、见习、基层就业等服务需求。
2026 年政府工作报告	2026.03.05	就业依旧是在宏观政策的重要位置，城镇调查失业率 5.5%左右、城镇新增就业 1200 万人以上；强化就业优先导向，加大稳就业力度，应对就业总量和结构性压力。	明确城镇新增就业和失业率目标，稳就业仍是 2026 年宏观政策的重要任务。就业目标的持续强化，也意味着后续稳岗、扩岗、培训和就业服务等配套政策仍有较强支撑。
国务院办公厅关于进一步加大稳就业政策支持力度的通知	2025.07.03	系统推出稳岗、扩岗、培训、就业服务等 19 项举措；阶段性提高失业保险稳岗返还比例，中小微企业最高可达 90%；扩大社保补贴和一次性扩岗补助，并明确鼓励经营性人力资源服务机构参与岗位归集和招聘服务。	通过稳岗返还、社保补贴、扩岗补助等方式降低企业用工成本，帮助企业稳住现有岗位并增加招聘。政策同时鼓励经营性人力资源服务机构参与岗位归集和招聘服务。
关于开展人力资源服务业与制造业融合发展试点工作的通知	2025.05.16	在约 30 个城市开展 2025—2027 年试点，培育面向制造业的专业人力资源服务机构，推动招聘、培训及人才配置与制造业深度融合，鼓励 AI、大数据等技术在人服领域应用。	通过帮助企业解决招聘、培训和人才配置问题，有利于拓展制造业客户，提升行业服务深度。

资料来源：人社部、国务院、发改委、农业农村部、新华社、中银证券

仅供内部参考，请勿外传

图表 50.人服龙头企业 26H1 及 26Q2 营收及业绩（亿元）

	营业总收入			归母净利润		
公司简称	25H1	26H1	yoy（%）	25H1	26H1	yoy（%）
外服控股	122.45	130.43	6.52	3.84	3.98	3.68
北京人力	226.91	225.12	(0.79)	8.13	4.10	(49.56)
科锐国际	70.75	81.19	14.75	1.27	1.51	19.72
	25Q2	26Q2	yoy（%）	25Q2	26Q2	yoy（%）
外服控股	59.71	64.02	7.22	1.73	1.62	(6.68)
北京人力	118.54	111.30	(6.11)	2.22	1.48	(33.66)
科锐国际	37.72	43.29	14.77	0.69	0.60	(13.30)

资料来源：Wind，中银证券

图表 51. 人服龙头企业 26H1 及 26Q2 毛利率及净利率（%）

	毛利率			净利率		
公司简称	25H1	26H1	yoy（pct）	25H1	26H1	yoy（pct）
外服控股	8.5	8.0	(0.5)	3.6	3.5	(0.1)
北京人力	5.3	4.6	(0.7)	4.5	2.8	(1.8)
科锐国际	5.5	5.6	0.0	2.0	2.0	0.0
	25Q2	26Q2	yoy（pct）	25Q2	26Q2	yoy（pct）
外服控股	8.9	8.2	(0.8)	3.5	2.9	(0.5)
北京人力	5.1	5.1	(0.0)	2.3	1.7	(0.6)
科锐国际	5.5	5.4	(0.1)	1.9	1.6	(0.3)

资料来源：Wind，中银证券

上市公司：经营表现有所分化，外包及灵活用工仍具韧性，技术赋能持续推进

北京人力：利润阶段性承压，业务外包体量延续增长。公司 2026H1 实现营业收入 225.12 亿元，同比-0.79%；实现归母净利润 4.10 亿元，同比-49.56%；实现扣非归母净利 1.70 亿元，同比-42.64%。收入小幅下降主要受市场用工需求波动、大客户存量需求减少、结算方式调整，以及公司主动收缩灵活用工业务等因素影响；利润端下降主要由于上年同期处置子公司取得一次性投资收益，导致同期基数较高，若剔除该影响，利润总额同比下降 17.43%。分业务看，业务外包收入同比增长 9.37%，薪酬福利收入同比增长 11.19%，人事管理收入同比下降 3.78%，招聘及灵活用工收入同比下降 76.42%。公司持续推进数智化建设，AI 智能匹配工具在部分项目中已实现候选人覆盖规模扩大 10 倍、人岗匹配精度提升 50%、人均招聘成本下降 67%。

外服控股：业绩表现稳中有升，数智化与国际化战略持续推进。2026H1 公司实现营业收入 130.43 亿元，同比+6.52%；归母净利润 3.98 亿元，同比+3.68%；扣非归母净利润 2.51 亿元，同比-0.24%，整体经营表现较为稳健。分业务看，人才派遣、招聘及灵活用工、业务外包收入分别同比增长 52.15%、15.09%、7.03%，人事管理和薪酬福利收入分别同比下降 4.57%、3.79%。公司“数字外服”转型升级项目顺利结项，同时持续推进国际化布局，上半年新签超 90 家海外服务客户，业务覆盖 23 个国家和地区，国际化服务能力持续拓展。

科锐国际：收入利润稳健增长，海内外业务表现皆良好。2026H1 公司实现营业收入 81.19 亿元，同比增长 14.75%；归母净利润 1.51 亿元，同比增长 19.72%；扣非归母净利润 1.21 亿元，同比增长 25.81%，整体保持较好增长。分业务看，灵活用工收入 77.31 亿元，同比增长 14.77%；中高端人才访寻收入同比增长 23.27%，招聘流程外包收入同比增长 40.05%，高毛利招聘类业务也实现同比良好增长态势，助力公司盈利能力进一步提升。公司继续推进 AI 技术应用，26H1 技术投入超过 6500 万元，禾蛙平台产出 offer 数同比增长 47.3%；同时，中国香港及海外业务收入 13.61 亿元，yoy+12.02%，海内外业务均保持增长。

仅供内部参考，请勿外传

会展：展会规模小幅缩减，优质 IP 表现坚挺，AI+出海成为新看点

兰生股份：个别展会规模缩减，核心 IP 表现坚挺。26H1 公司的营收和归母净利润同比分别-3.11%、-69.48%，其中 26Q2 营收和归母净利润同比分别-9.28%、-62.44%。上半年营收小幅下降，主要受个别展会规模缩减、展馆业务减少等因素影响，世界技能大赛测试赛等新增业务对收入形成一定支撑；利润降幅较大，主要是由于展览组织中个别展会和场馆业务毛利减少，以及金融资产公允价值变动损失同比扩大。核心 IP 展会表现依旧优异，WAIC2026 的展会面积达到 10 万㎡，参展企业达 1117 家，同比分别+43%、+35%。稳步推进体育赛事赛道投资，通过协议转让和定增的方式取得无锡汇跑 26%的股权，进一步丰富路跑赛事 IP 资源，7 月底已经完成交割；此外建议关注上海马拉松加入大满贯赛事的进展。

米奥会展：会展主业受地缘冲突拖累，加速构建 AI 出海全链路服务平台。26H1 公司的营收和归母净利润同比分别-29.61%、-195.00%，其中 26Q2 营收和归母净利润同比分别-41.77%、-81.04%。上半年公司业绩同比由盈转亏，主要是原计划于 6 月在阿联酋迪拜举办的规模约千个展位的线下展会取消所致，中东地区的展会规模较大，下半年主业业绩的兑现仍需关注国际政局变动。公司以投资+自研逐步构建了“模型+Agent+硬件”的 AI 出海全链路服务平台。大模型方面，4-5 月公司参投华月创智基金，间接持有月之暗面少数股权；以 1.5 亿元直投阶跃星辰。 Agent 方面，“星擎”AI 出海视频营销方案于 Q2 上线，已完成超 60 家客户签单。硬件方面，战略投资李未可科技布局 AI 眼镜。截至 6 月底，除了智能体“小奥”以外的 AI 产品和服务均已产生商业化收入，标志着公司 AI 布局正从战略投入迈向价值兑现阶段，未来有望打造“AI+展览+供应链及分销”的出海服务生态。

图表 52.会展企业 26H1 及 26Q2 营收及业绩（亿元）

	营业总收入			归母净利润		
公司简称	25H1	26H1	yoy（%）	25H1	26H1	yoy（%）
兰生股份	5.53	5.36	(3.11)	0.57	0.17	(69.48)
米奥会展	2.41	1.69	(29.61)	0.16	(0.15)	(195.00)
	25Q2	26Q2	yoy（%）	25Q2	26Q2	yoy（%）
兰生股份	3.22	2.92	(9.28)	0.82	0.31	(62.44)
米奥会展	2.24	1.30	(41.77)	0.52	0.10	(81.04)

资料来源：Wind，中银证券

图表 53.会展企业 26H1 及 26Q2 毛利率及净利率（%）

	毛利率			净利率		
公司简称	25H1	26H1	yoy（pct）	25H1	26H1	yoy（pct）
兰生股份	34.1	26.8	(7.3)	13.5	5.2	(8.3)
米奥会展	50.6	46.4	(4.2)	8.6	(7.2)	(15.8)
	25Q2	26Q2	yoy（pct）	25Q2	26Q2	yoy（pct）
兰生股份	39.8	31.2	(8.6)	28.9	13.6	(15.3)
米奥会展	51.4	47.8	(3.6)	26.1	10.2	(15.9)

资料来源：Wind，中银证券

仅供内部参考，请勿外传

风险提示

行业信心复苏不及预期：消费信心和消费意愿均处于低位期，行业整体较为低迷，若后续仍处于较低水平，恢复速度较慢，消费力的释放或有不足。

政策落地及执行不及预期：近期国家层面出台较多针对消费行业的促进政策，若在执行时不能落到实处，或将无法达到预期效果。

地缘政治变动风险：近年国际关系变动较大，外部环境方面存在干扰，尤其是对涉及跨境业务的企业的经营造成较大冲击。

仅供内部参考，请勿外传

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

仅供内部参考，请勿外传

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371