



服务消费的几点特征

宏观经济报告

证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001） 分析师：孙永乐（执业 S1130525030004）

songxuetao@gjzq.com.cn

sunyongle@gjzq.com.cn

服务消费的几点特征

从海外经验看，服务消费填坑一般需要 2 年左右时间，在完成填坑后，增速往往趋于稳定，稳定增速与收入水平相关，休闲服务类消费往往具有更强的韧性

2025 年 1-4 月，中国社零增速 4.7%，其中以旧换新拉动消费增长 1.5 个百分点左右，除去以旧换新补贴后的消费增速并未超出 2022 年以来的中枢。服务零售增速在 2025 年 4 月回落至 5.1% 左右，餐饮消费回落至 4.8% 左右。

往后来看，我们认为各项服务消费中，文化和娱乐类消费如旅游等消费，后续有望维持韧性，一是在各项消费中，文化和娱乐消费相比于 2019 年修复进度最慢，目前仅达到了 2019 年的 107%，低于现金消费支出、现金服务消费支出 133%、136% 左右的水平。比如，农村居民旅游出行人数和花费均明显低于 2019 年水平，后续还有修复空间。二是从海外经验上看，文化和娱乐类消费也在 2020 年后表现出更强的韧性。

风险提示

居民服务消费更容易受到外部冲击的影响，关注后续外部因素对服务消费影响。

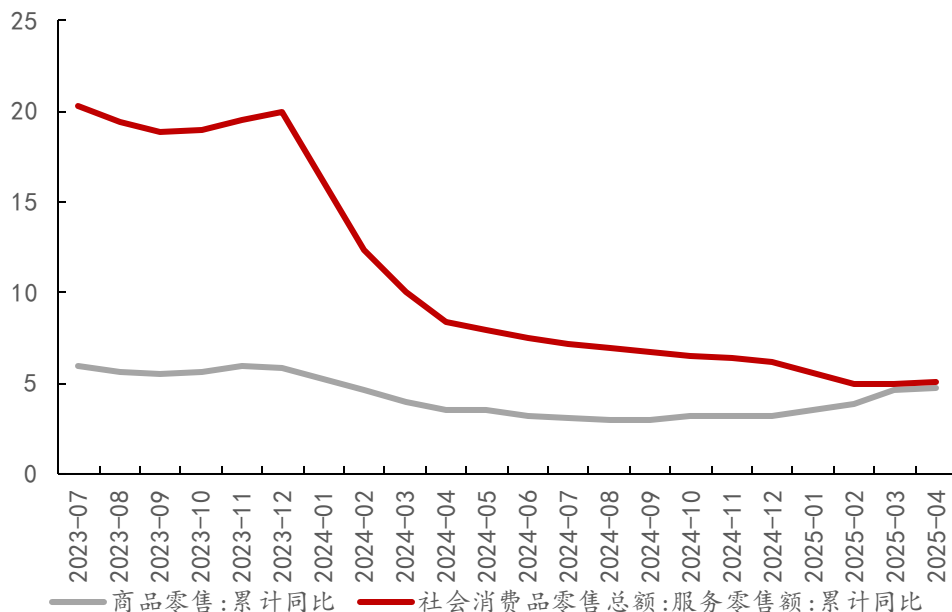
2024 年居民现金服务消费支出数据为按照 2024 年居民消费支出数据估算，或存在一定偏差。

关注出口压力对国内居民消费市场的影响，居民服务消费复苏或被基本面压力所打断。



第一，服务消费报复性反弹持续了1年左右，从2024年初开始服务消费和商品消费增速的差距逐渐消失。2023年服务零售同比增长20%，显著高于5.8%的商品零售增速，2024年服务零售同比增长6.2%，高于商品零售3个百分点。2024年以旧换新政策出台，四季度以来商品消费增速持续上行，4月商品零售累计增速4.7%，与5.1%的服务零售增速几无差距，3月商品零售5.9%，一度超过了服务零售增速。

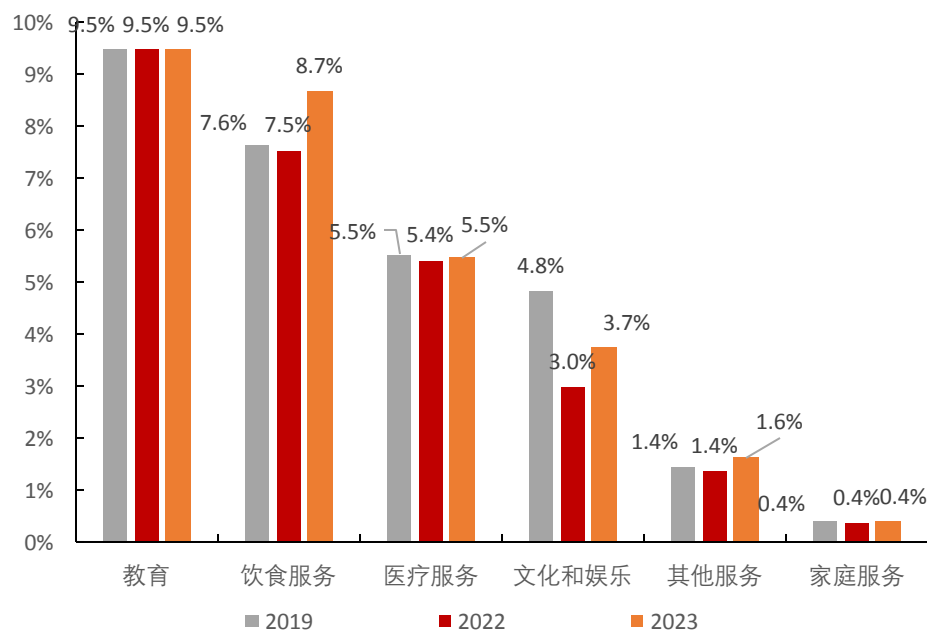
图表1：服务零售增速与商品零售增速逐渐接近（单位：%）



来源：wind，国金证券研究所

第二，服务消费中，修复最快的是文化娱乐和餐饮服务，2023年同比增速分别为39.2%、27.6%，占居民现金消费的比重从2022年的3%、7.5%升至3.7%、8.7%。2024年文化娱乐和餐饮服务的复苏趋势延续，按照居民支出数据估算，两者的同比增速分别在10.6%、8.4%左右，占居民现金消费的比重为进一步上行至3.9%、8.9%。

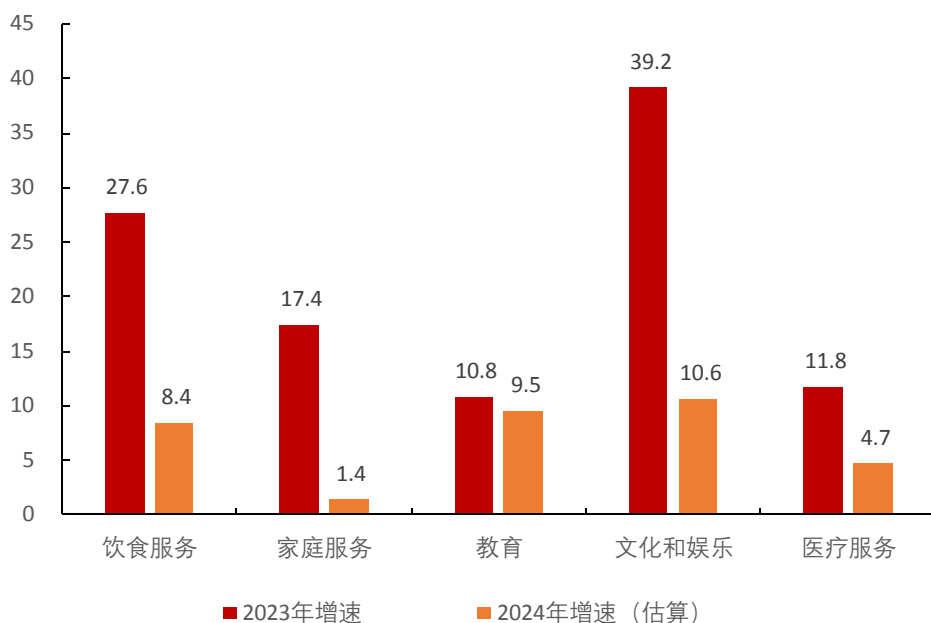
图表2：2023年居民服务消费结构与2022、2019年的变化（单位：%）



来源：wind，国金证券研究所

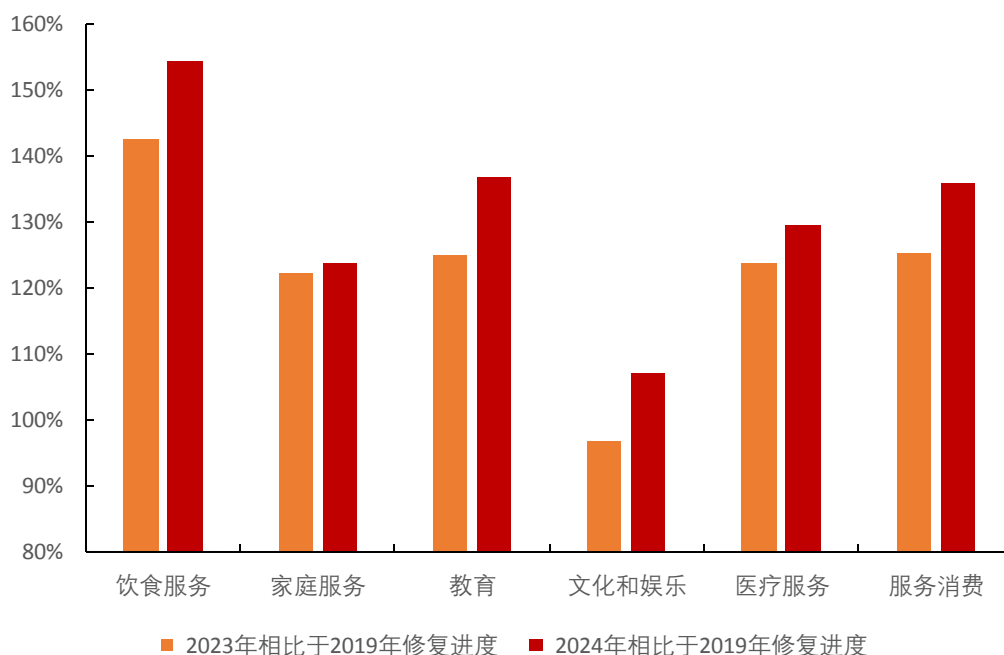


图表3：服务消费增速（单位：%）



来源：wind，国金证券研究所

图表4：服务消费额与2019年的差距（单位：%）



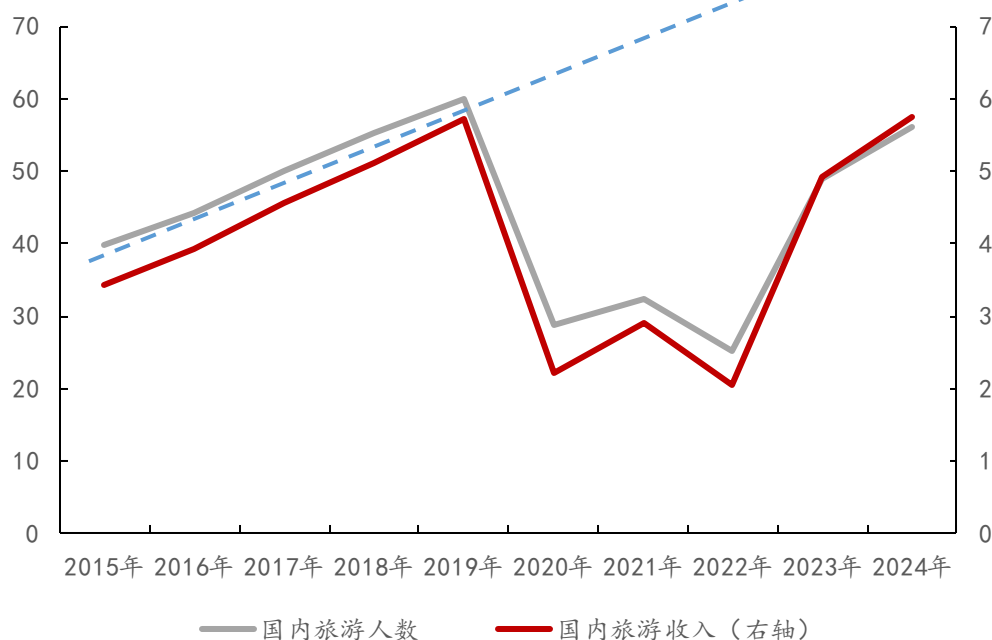
来源：wind，国金证券研究所

第三，城镇居民旅游花销的修复速度快于农村居民。2024 年城镇居民旅游人数和旅游收入分别修复至 2019 年的 97.7%、103.8%，高于农村居民 81.4%、84.7% 的修复水平。相比于旅游消费，农村居民更愿意在食品、衣着、生活用品及服务商品消费，2024 年农村居民在相关商品上的支出同比增长 5.9%、4.9%、5.2%，高于城镇居民 4.9%、1.8%、-0.4% 的支出增速。

第四，旅游消费表现出明显的节假日集中化特征。以五一、十一和春节旅游人数和旅游收入占全年总人数和总收入的比重来衡量，2018、2019 年两者占比均为 22%、23%，2020 年该指标大幅上升至 36%、35%，2024 年虽然回落至 26%、27%，但也明显高于疫情前水平。

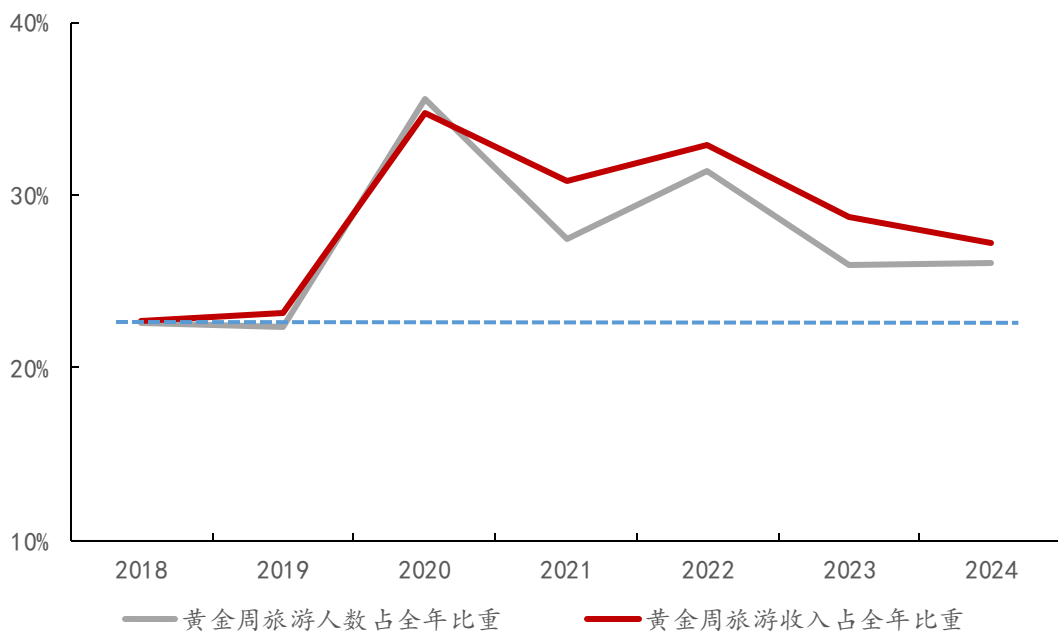


图表5：旅游出行人数与旅游收入修复进度（左轴单位：万人次；右轴单位：亿元）



来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

图表6：旅游消费集中化（单位：%）

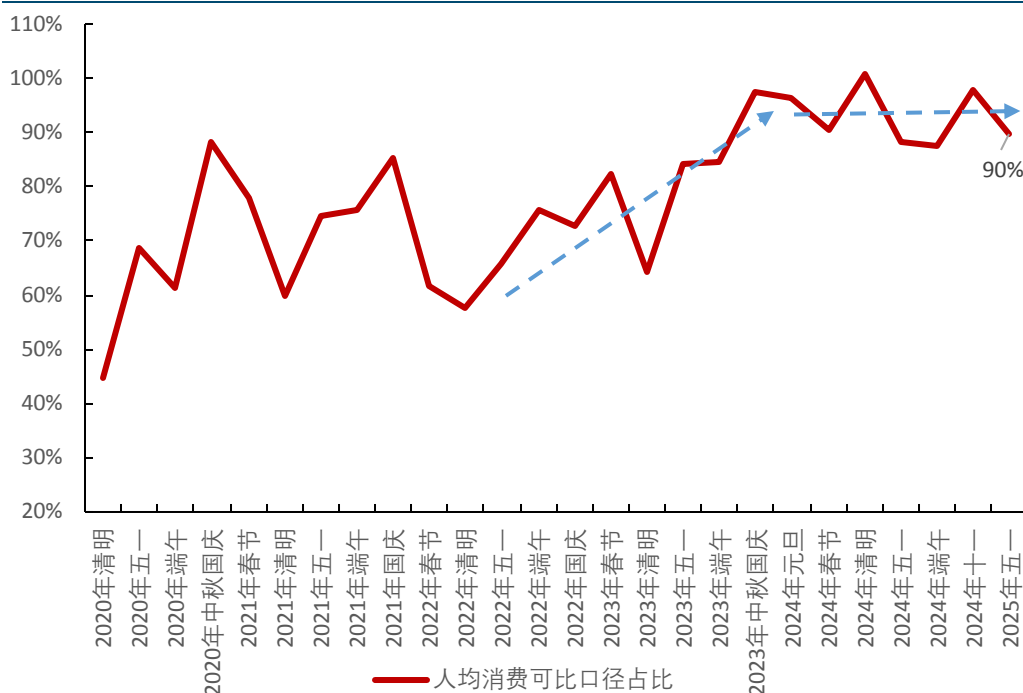


来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

第五，人均旅游消费支出在 2023 年快速修复至 2019 年同期的 90% 左右后就进入了震荡期。比如，2023 年五一人均消费已经恢复至 2019 年的 89%，但 2025 年也仅达到了 90%。



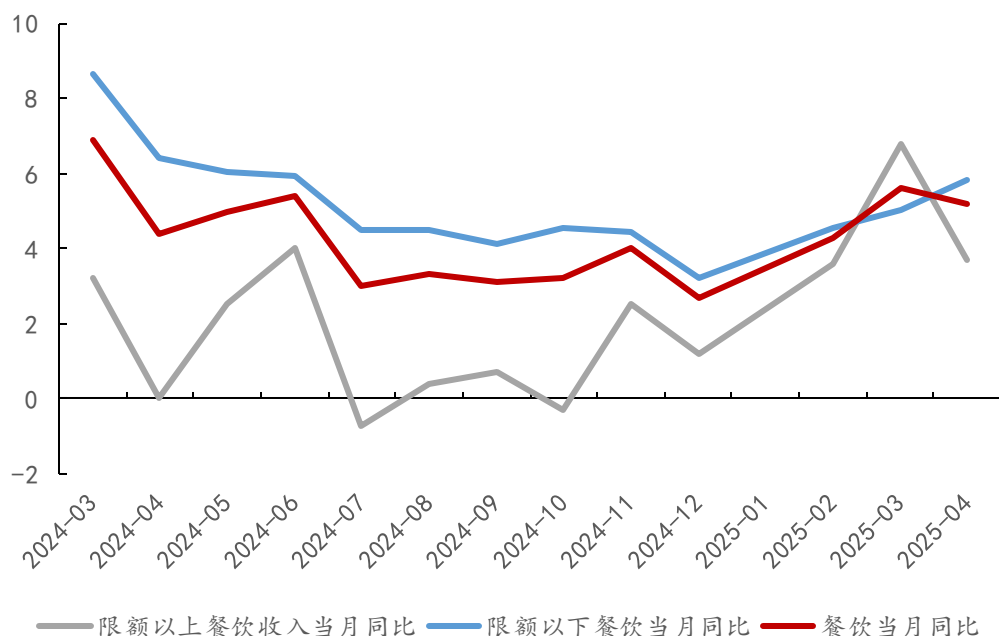
图表7：人均消费修复进度（单位：%）



来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

第六，餐饮行业和社会零售数据一样，限额以上与限额以下的增速明显分化。2024 年限额以下餐饮消费同比增长 6.3%，显著高于限额以上餐饮 3% 的同比增速，带动餐饮增速上行至 5.3%。但是在 2024 年年末开始，限额以上餐饮消费增速明显回升，这可能与 2024 年末开始多地开始进行餐饮补贴有关，一般参加餐饮券的店家规模往往更大。

图表8：2024 年限额以上餐饮消费与限额以下餐饮消费（单位：%）



来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

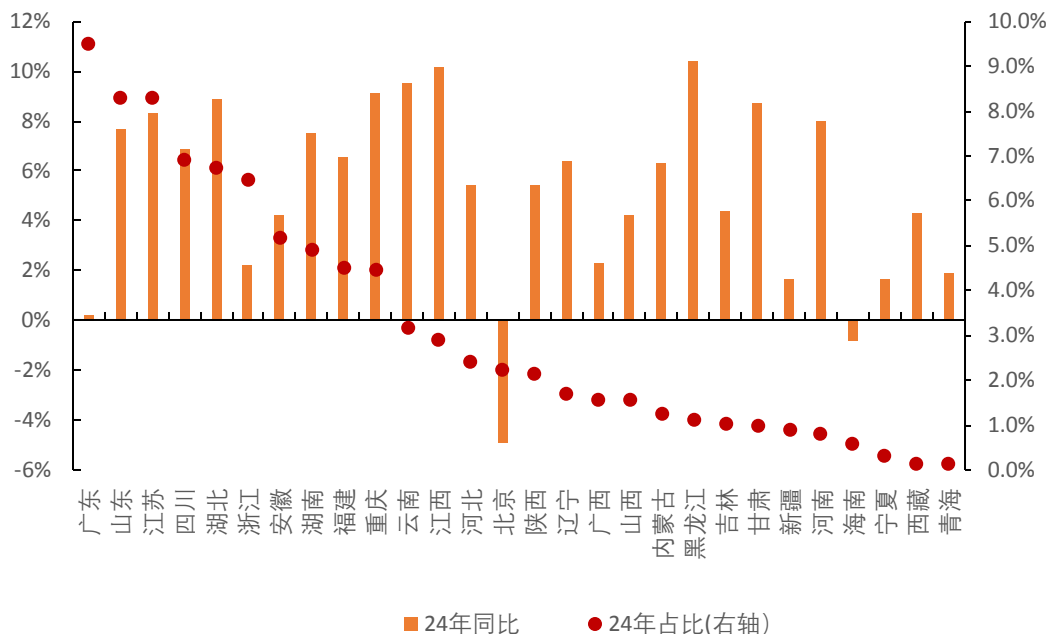
第七，餐饮在分城市和分能级城市之间表现出了明显的分化。2024 年山东、江苏、四川、湖北、湖南、重庆等省市餐饮增速在 6.9% 以上，广东餐饮销售增速仅 0.2%，北京、上海餐饮消费均负增长，北京餐饮消费同比-4.9%，上海餐饮和住宿则下滑了 5.4%（上海未单独公布餐饮数据）。

上市公司数据也显示了同样的情景。以茶饮行业为例，2024 年蜜雪冰城进一步加大在三线及以下城市布局，2024 年



蜜雪冰城在三线及以下城市新开 4978 家店铺，三线及以下城市占总店数比重上行至 57.4%，将重心放在三线及以下城市也推动 2024 年蜜雪冰城利润增长 39.8%至 44.5 亿元。同样重视下沉业务的古茗（三线及以下城市占总店数的 51.4%），利润也增长了 36.2%。相反业务布局主要在一线和新一线的奈雪的茶（2024 年占比达到 70.6%，三线及以下占比仅 9.6%），2024 年营收下滑 4.7%，利润亏损 9.2 亿元。

图表9：餐饮服务表现出明显的省份分化（单位：%）



来源：wind，国金证券研究所

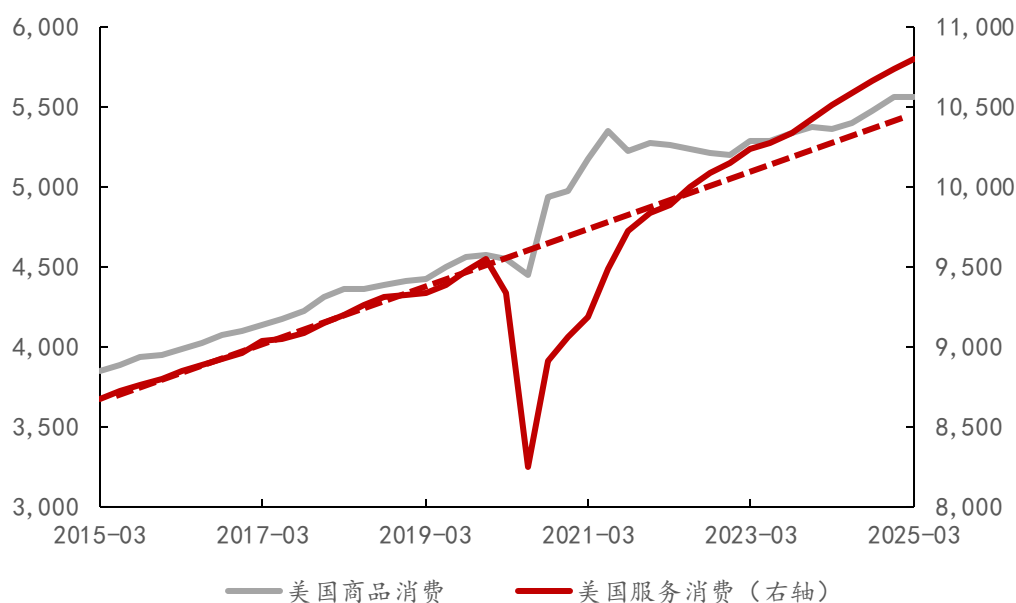
第八，从海外经验看，服务消费填坑一般需要 2 年左右时间，在完成填坑后，增速往往趋于稳定，稳定增速与收入水平相关，休闲服务类消费往往具有更强的韧性。比如美国餐饮和住宿消费用了 2 年完成填坑，增速稳定在 1%左右；休闲服务消费用了 2 年半完成填坑，增速稳定在 3%左右，高于餐饮服务。韩国住宿和餐饮业仅用了 1 年时间完成填坑，但在 2023 年后小幅走弱，休闲和文化类消费用了 2 年左右时间完成填坑，整体增速能够达到 2.5%左右，高于 1%左右的消费增速。

2025 年 1-4 月，中国社零增速 4.7%，我们预计其中以旧换新拉动消费增长 1.5 个百分点左右，除去以旧换新补贴后的消费增速并未超出 2022 年以来的中枢。服务零售增速在 2025 年 4 月回落至 5.1%左右，餐饮消费回落至 4.8%左右。

往后来看，我们认为各项服务消费中，文化和娱乐类消费如旅游等消费，后续有望维持韧性，一是在各项消费中，文化和娱乐消费相比于 2019 年修复进度最慢，目前仅达到了 2019 年的 107%，低于现金消费支出、现金服务消费支出 133%、136%左右的水平。比如，农村居民旅游出行人数和花费均明显低于 2019 年水平，后续还有修复空间。二是从海外经验上看，文化和娱乐类消费也在 2020 年后表现出更强的韧性。

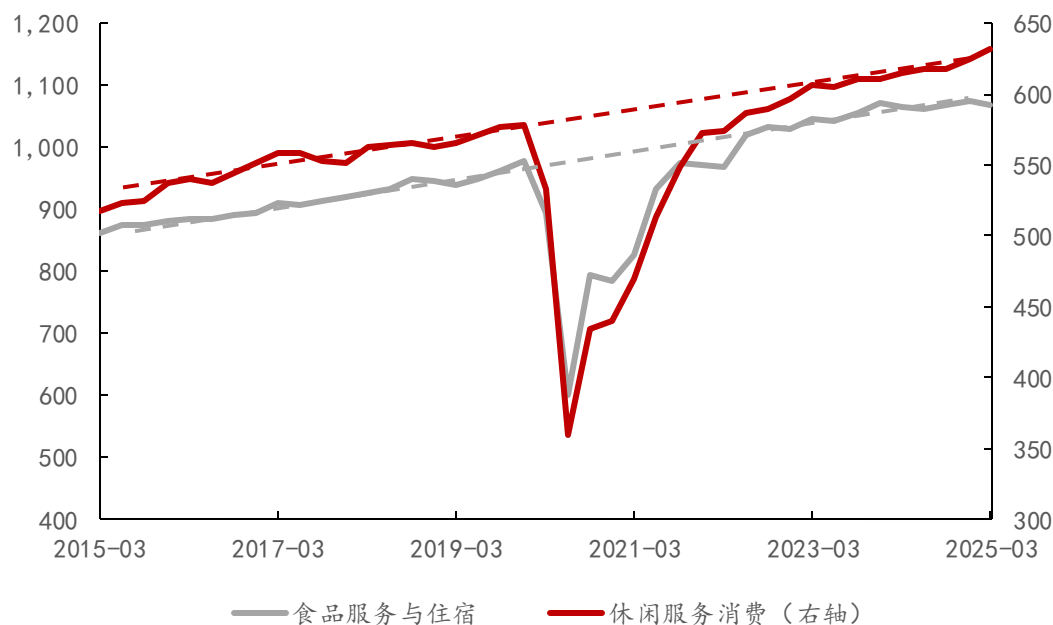


图表10：美国服务消费修复可持续性更强（单位：十亿美元）



来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

图表11：美国餐饮和修复服务修复情况（单位：十亿美元）



来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

风险提示

居民服务消费更容易受到外部冲击的影响，关注后续外部因素对服务消费影响。

2024 年居民现金服务消费支出数据为按照 2024 年居民消费支出数据估算，或存在一定偏差。

关注出口压力对国内居民消费市场的影响，居民服务消费复苏或被基本面压力所打断。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究