

行到水穷处，坐看云起时

——2026 年中期社会服务行业投资策略报告

强于大市 (维持)

2026 年 06 月 26 日

行业核心观点:

当前社会服务板块估值已回落至历史底部，市场对“弱现实”的定价较为充分。站在年中时点，我们认为下半年的投资机会围绕两条主线展开：**主线一为边际修复**。商务出行、入境游、餐饮同店三大信号在 Q3-Q4 有明确的数据验证窗口，边际改善一旦兑现，估值修复的弹性可观。**主线二为长期布局**。我国服务消费占比已回升至 46%，接近 50% 结构性临界点，服务消费有望进入加速渗透阶段。基于可复制性与体验塑造能力两个维度，我们聚焦规模效率型与品牌溢价型两条长期优质赛道。

基于上述主线，我们建议关注以下方向：

(1) 出行链：旅行社规模自低位企稳后加速复苏，入境游预订有望贡献结构性增量，**建议关注市场份额领先、入境业务加速放量的相关标的**；酒店板块受益于新增供给增速放缓与轻资产转型深化，行业正从“跑马圈地”转向“精耕细作”，单店回报率提升将成为下一阶段核心看点，**建议关注加盟模式成熟、品牌布局完善的酒店龙头**；景区板块“冷热不均”格局延续，具备本地客源占比高、复游率强特征的周边休闲型景区防御价值凸显，春秋假制度推广提供政策催化，**建议关注差异化体验突出、受益于假期制度改革的景区**。

(2) 连锁餐饮与现制茶饮：连锁餐饮方面，行业出清加速、龙头份额集中的趋势明确，头部企业门店优化与以价换量的成果有望在下半年逐步兑现，**建议关注同店数据率先企稳、供应链能力突出的连锁餐饮龙头**。现制茶饮方面，下沉市场拓店与出海布局构成双轮驱动，**建议关注下沉市场单店模型已获验证、加盟商管理体系成熟的茶饮品牌**。

(3) 体育赛事与演艺：体育赛事作为高体验塑造与高可复制性兼具的稀缺赛道，赛事 IP 商业化正处于早期加速阶段。对标国际成熟赛事，我国体育赛事收入结构正从赛事推广费主导向版权费与赞助费驱动切换，成长空间广阔。情绪消费驱动演唱会经济高速增长，消费者为优质现场体验支付溢价的意愿依然强烈，但商业模式有待进一步完善成熟。**建议关注拥有稀缺赛事 IP 资源、版权与赞助收入快速增长的体育赛事龙头**。

风险因素：自然灾害和安全事故风险，政策风险，宏观经济增长不及预期风险。

行业相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

重仓比例持续回升，旅游个股普遍增持
营收增长韧性仍存，教育景气度持续提升
五一假期入境游高增，体验消费升温

分析师：

叶柏良

执业证书编号：

S0270524010002

电话：

18125933783

邮箱：

yebli@wlzq.com.cn

正文目录

1 板块承压估值探底，基本面韧性仍存.....	4
1.1 社服指数承压显著，子板块全线收跌.....	4
1.2 服务消费逆势上行，结构冷暖分化.....	5
2 边际修复博弈拐点，长期布局拥抱结构.....	6
2.1 消费估值位于历史底部，寻找边际拐点信号.....	6
2.1.1 信号一：商务出行是否企稳？.....	7
2.1.2 信号二：入境游能否加速？.....	8
2.1.3 信号三：餐饮同店销售能否回暖？.....	8
2.2 服务消费结构性崛起，长线关注高可复制性与高体验塑造能力.....	9
3 精选赛道.....	13
3.1 出行链.....	13
3.1.1 旅行社规模复苏，入境游带来新机遇.....	13
3.1.2 酒店供给放缓格局优化，关注经营效率提升.....	14
3.1.3 景区在结构性分化中寻找赢家.....	14
3.2 餐饮&茶饮.....	16
3.2.1 连锁餐饮在逆境中主动蓄力，同店拐点渐近.....	16
3.2.2 茶饮下沉市场验证单店模型，出海布局拓展长期增量.....	17
3.3 体育&演艺.....	19
3.3.1 体育产业总量创新高，服务业占比持续提升.....	19
3.3.2 赛事收入结构切换，版权与赞助双轮驱动.....	20
3.3.3 演唱会市场持续扩容，低可复制性制约商业模式.....	22
4 投资建议与风险因素.....	23
4.1 投资建议.....	23
4.2 风险提示.....	23
图表 1： 社会服务指数年初至今行情走势.....	4
图表 2： 社会服务子板块年初至今行情走势.....	5
图表 3： 社零总额及服务零售额累计增速（%）.....	5
图表 4： 国内旅游人数及同比增速.....	6
图表 5： 国内旅游收入及同比增速.....	6
图表 6： 社会服务子行业五年估值区间.....	6
图表 7： 首旅酒店 RevPAR 及同比.....	7
图表 8： 锦江酒店 RevPAR 及同比.....	7
图表 9： 华住 RevPAR 及同比.....	7
图表 10： 制造业 PMI.....	7
图表 11： 入境外国人客流及占比（万人次）.....	8
图表 12： 国际航线客流量（万人）.....	8
图表 13： 九毛九各品牌同店销售额同比增速.....	9
图表 14： 海底捞同店销售额同比增速.....	9
图表 15： 美国人均消费支出及服务消费占比.....	9
图表 16： 日本人均消费支出及服务消费占比.....	9
图表 17： 中国人均服务消费支出及占比.....	10
图表 18： 人均服务消费支出同比增速.....	10

图表 19: 服务消费分类.....	11
图表 20: 2018-2025 年中国餐饮连锁化率.....	12
图表 21: 连锁餐饮门店总数及同比.....	12
图表 22: 曼联 (MANU.N) 营收构成 (万英镑)	12
图表 23: 全国旅行社数量 (家)	13
图表 24: 北上广接待入境游客数 (万人次)	13
图表 25: 全国酒店数及同比增速.....	14
图表 26: 全国酒店房间数及同比增速.....	14
图表 27: 首旅酒店与华住集团加盟率.....	14
图表 28: 锦江酒店加盟率.....	14
图表 29: 上市自然景区 2025 年营收及同比增速.....	15
图表 30: 春假热门客源地 TOP10	15
图表 31: 餐饮品牌门店数量 (家)	16
图表 32: 餐饮品牌客单价 (元)	17
图表 33: 餐饮产业降本增收重心转移到上游.....	17
图表 34: 茶饮企业三线及以下城市门店数占比.....	18
图表 35: 全球各区域现制饮品销售额 CAGR (2023-2028E)	18
图表 36: 全国体育产业总产出及同比增速.....	19
图表 37: 全国体育产业增加值及同比增速.....	19
图表 38: 全国体育产业三大业务总产出占比.....	19
图表 39: 全国体育产业三大业务增加值占比.....	19
图表 40: 2024 年体育服务业各业务总产出占比.....	20
图表 41: 2024 年体育服务业各业务增加值占比.....	20
图表 42: F1 营收结构.....	21
图表 43: F1 媒体版权费及同比增速.....	22
图表 44: F1 赞助费及同比增速.....	22
图表 45: 大型演出场均收入.....	22
图表 46: 大型演出人均支出.....	22

1 板块承压估值探底，基本面韧性仍存

1.1 社服指数承压显著，子板块全线收跌

上半年板块承压，显著跑输大盘。截至2026年6月18日，申万社会服务指数年内累计下跌14.8%，跑输沪深300指数19.32个百分点。板块走势呈现鲜明的“先涨后跌”特征：春节前后，受出行与旅游数据超预期提振，指数短暂冲高；进入3月，促消费政策未超预期、Q1业绩验证弱现实，基本面修复尚需时间，叠加科技板块强势虹吸，社服指数进入持续下行通道，倒V形走势下指数持续下探，整体跑输大盘。

图表1：社会服务指数年初至今行情走势

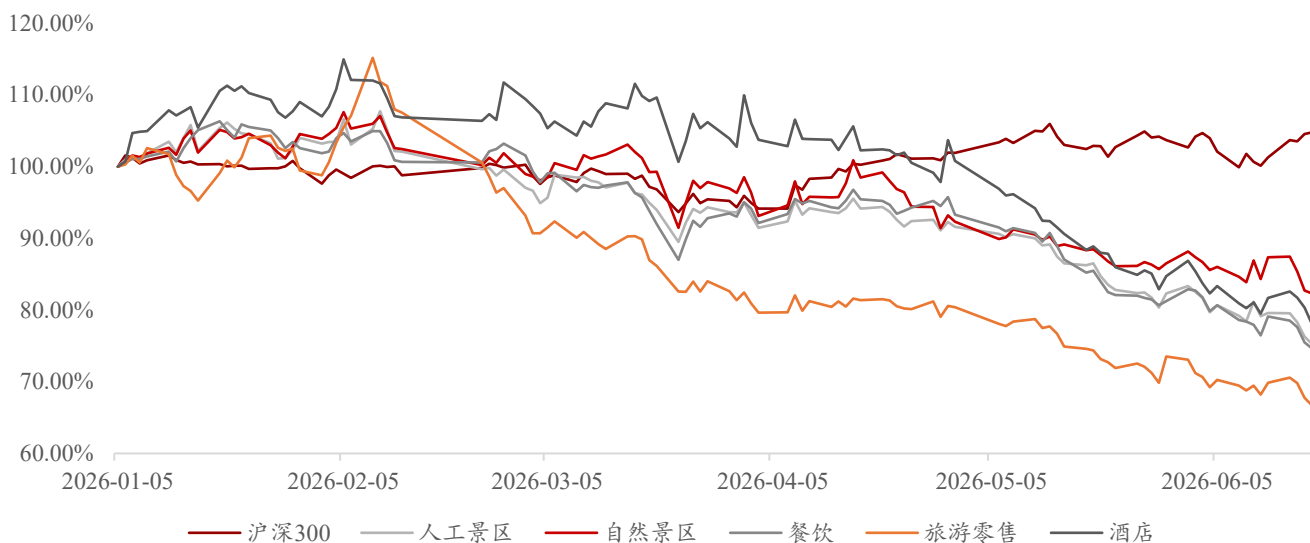


资料来源：同花顺，万联证券研究所

注：数据截至2026年6月18日。

子板块全线收跌，旅游零售与人工景区领跌。细分社服各三级子行业来看，年初至今各子板块全部下行。旅游零售板块以33.27%的跌幅居首，免税销售承压与海南封关效应消化后缺乏新催化剂是主要拖累；人工景区下跌24.71%，客流压力叠加估值下修形成“双杀”；餐饮板块下跌25.33%，到店数据疲弱贯穿上半年；酒店板块下跌21.92%，RevPAR下行压力持续；自然景区下跌17.68%，跌幅相对较浅，但板块内冷热分化显著。

图表2: 社会服务子板块年初至今行情走势



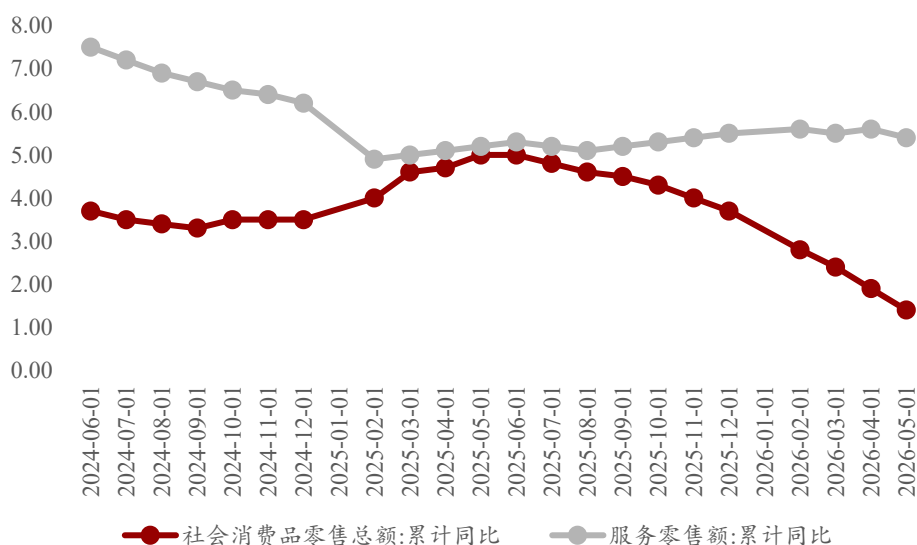
资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

注: 数据截至2026年6月18日, 餐饮、旅游零售为同花顺行业指数, 其余为申万行业指数。

1.2 服务消费逆势上行, 结构冷暖分化

社零增速回落, 服务消费上行。2025年下半年以来, 我国消费市场整体处于筑底阶段。受家电、汽车、消费电子等领域补贴政策效应逐步减弱, 以及居民收入预期承压影响, 社会消费品零售总额同比增速持续走低。相较之下, 服务消费展现出较强的增长韧性, 服务零售额累计同比增速维持高位, 2026年1-5月累计同比增长5.4%, 高于社零总额累计增速4.0个百分点, 在整体消费环境承压的背景下实现逆势增长。6月16日, 国家统计局首次发布“社会消费商品和服务零售总额”指标, 1至5月份, 社会消费商品和服务零售总额同比增长2.8%。随着我国经济发展阶段的演变, 消费场景日益丰富, 服务消费需求加速释放, 正成为消费增长的核心引擎, 服务零售额也由此成为观察消费趋势的重要窗口。

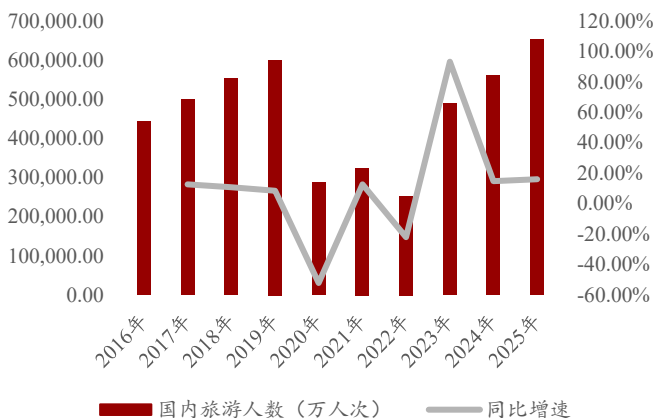
图表3: 社零总额及服务零售额累计增速 (%)



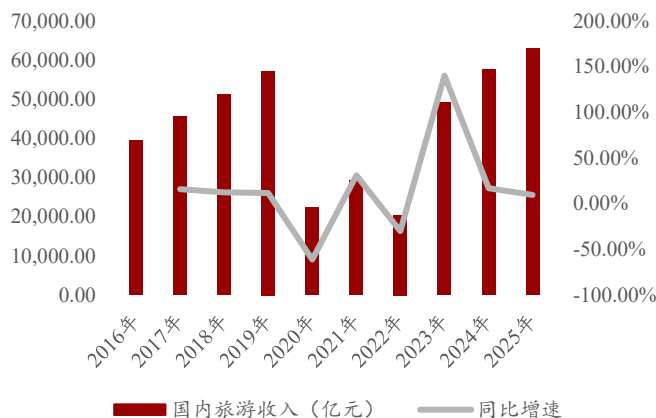
资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

旅游总量稳健增长，性价比趋势加速形成。经历2023年的快速复苏后，2024年以来我国旅游行业转入平稳增长轨道。2025年，国内旅游人次达62.25亿，同比增长16.15%；旅游总收入6.30万亿元，同比增长9.49%，呈现量价双升态势。在政策支持、产品供给优化及营销推广等多重因素驱动下，居民旅游出行意愿持续增强。但与此同时，旅游收入增速与人次增速的差距逐步拉大，游客消费决策更趋谨慎，性价比旅游趋势凸显。“旺丁不旺财”格局下，景区营收分化日益显著，具备独特且优质服务体验的景区将获取更大市场份额，而OTA平台与旅行社则凭借流量优势稳固基本盘。

图表4：国内旅游人数及同比增速



图表5：国内旅游收入及同比增速



资料来源：同花顺，万联证券研究所

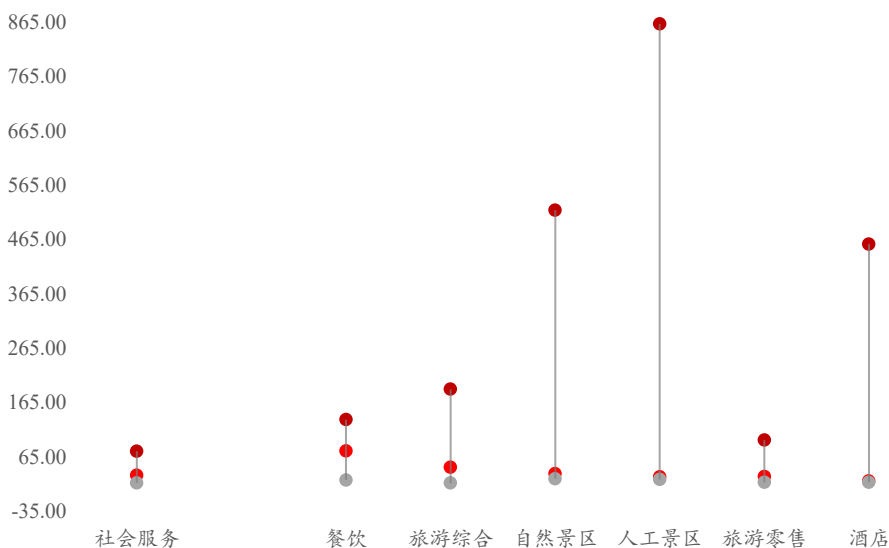
资料来源：同花顺，万联证券研究所

2 边际修复博弈拐点，长期布局拥抱结构

2.1 消费估值位于历史底部，寻找边际拐点信号

上半年板块承压，估值回归历史底部。2026年上半年，社会服务板块年初短暂冲高后持续回落，当前估值已处于历史区间低位。板块整体PE-TTM约31倍，处于历史24%分位；其余子行业历史分位均在50%以下，其中自然景区、人工景区与酒店已触及历史底部。

图表6：社会服务子行业五年估值区间



资料来源：同花顺，万联证券研究所

注：数据截至2026年6月18日，餐饮、旅游零售为同花顺行业指数，其余为申万行业指数。

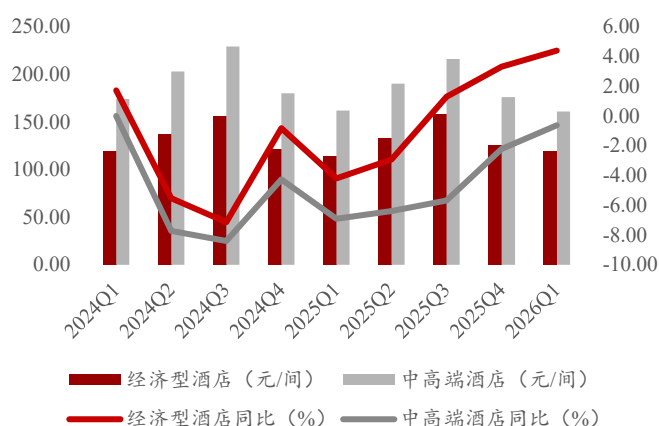
社服板块估值下行受基本面与行情面两方面因素影响：市场在消化消费弱现实的同时，对边际改善的预期持续走弱，叠加科技板块行情火热的虹吸效应，资金加速离场。但站在年中时点，我们尝试寻找边际数据不再恶化、甚至出现企稳回升的细分赛道，以此构建下半年边际修复的投资主线。我们认为，以下三个信号值得紧密跟踪，且在Q3-Q4有明确的数据验证窗口。

2.1.1信号一：商务出行是否企稳？

商务出行在承压中寻找企稳信号。从已披露的酒店集团经营数据看，2026年一季度行业整体RevPAR同比延续修复，但结构分化显著。经济型酒店受益于国内游高位运行，回暖趋势相对稳固，首旅酒店与锦江酒店经济型RevPAR同比增速较2025年下半年进一步提升；中高端酒店则受商务活动持续承压拖累，复苏进程相对落后，其中锦江酒店中高端RevPAR由负转正，华住集团整体RevPAR同比仍下降但降幅已有所收窄。

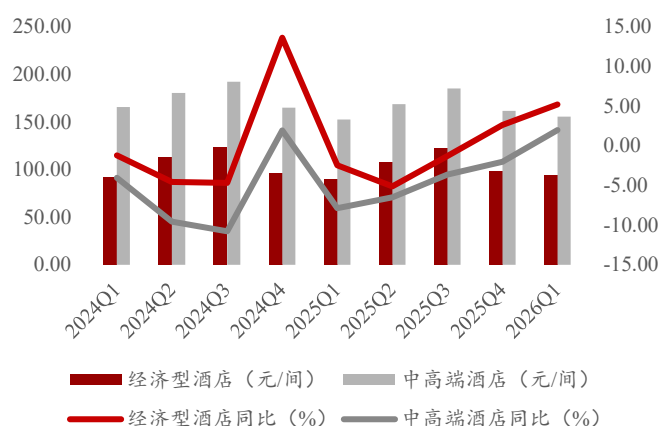
我们认为下半年商务出行存在两个潜在的改善动力：（1）2025年下半年商务出行较2024年走弱，酒店经营数据低基数本身为同比数据企稳创造了条件。（2）尽管宏观复苏力度偏弱，但制造业PMI在2026年Q2已连续三个月维持在荣枯线上方，工业企业利润降幅收窄，企业商务活动的刚性需求可能在下半年有所释放。定位于商务客群的中高端品牌在商务出行链条中弹性最为集中，入住率变化可以作为商务出行修复的前哨指标，建议重点关注酒店集团季度经营数据的变化节奏。

图表7：首旅酒店 RevPAR 及同比



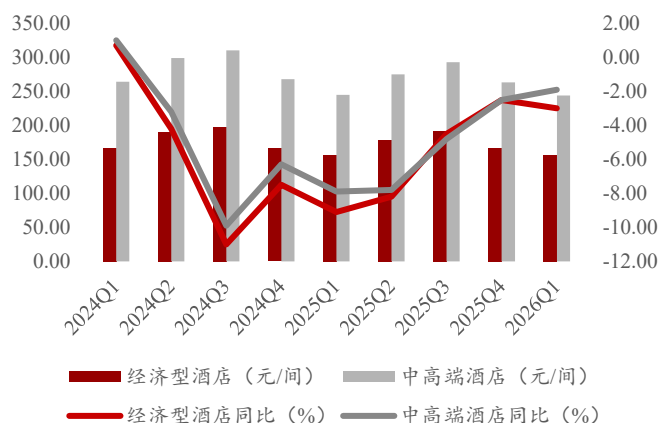
资料来源：同花顺，万联证券研究所

图表8：锦江酒店 RevPAR 及同比



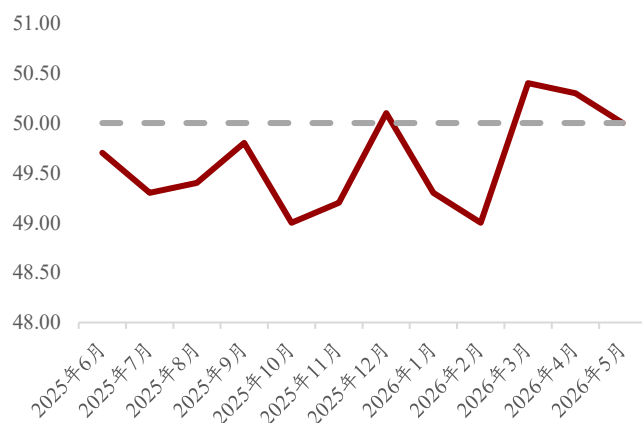
资料来源：同花顺，万联证券研究所

图表9：华住 RevPAR 及同比



资料来源：同花顺，万联证券研究所

图表10：制造业 PMI



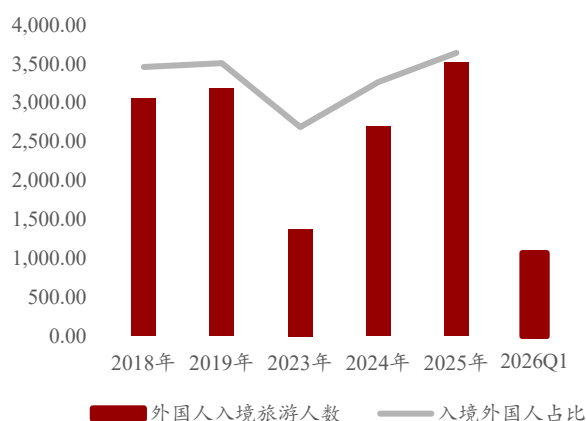
资料来源：同花顺，万联证券研究所

2.1.2信号二：入境游能否加速？

入境游免签红利释放，增长引擎切换。我国免签政策自2024年以来持续扩容，截至2026年年中，已对超过50个国家实施单方面免签或互免签证。2026年一季度入境旅游人次延续回升态势，国家移民管理局数据显示，全国出入境人次同比增长13.5%，其中外国人同比增长22.3%，政策红利推动下，入境游正成为旅游行业的下一个重要增长极。航线方面，尽管国际航线数量尚未完全恢复，但2026年1-4月国际航线月均旅客运输量已超越2019年同期水平。

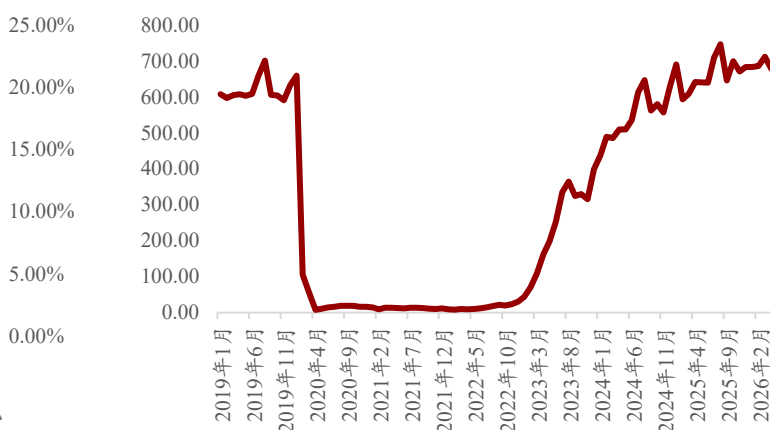
入境游的加速恢复，兼具经济与文化双重价值。经济层面，入境旅游的繁荣在旅游服务、酒店管理、交通运输等领域创造大量直接与间接就业机会，有效带动交通、住宿、餐饮、购物等关联产业链协同发展；文化层面，外籍游客的涌入促进了文化交流与传播，有助于提升我国的国际形象，增进世界对中国文化的了解与认知。展望下半年，国际航线有望进一步恢复，运力瓶颈逐步消除，叠加免签政策可能继续扩容，中国作为国际旅游目的地的吸引力将持续增强，入境旅游市场或迎来新一轮快速增长期，进一步巩固和提升中国在全球旅游经济中的地位。建议重点关注国际航线恢复进度及入境客流增长节奏。

图表11：入境外国人客流及占比（万人次）



资料来源：国家移民管理局，同花顺，万联证券研究所

图表12：国际航线客流量（万人）

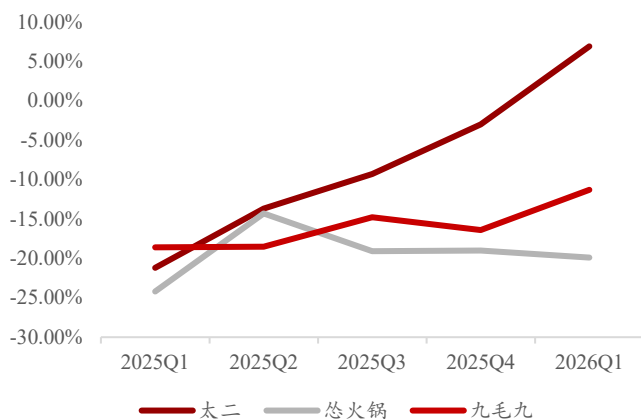


资料来源：同花顺，万联证券研究所

2.1.3信号三：餐饮同店销售能否回暖？

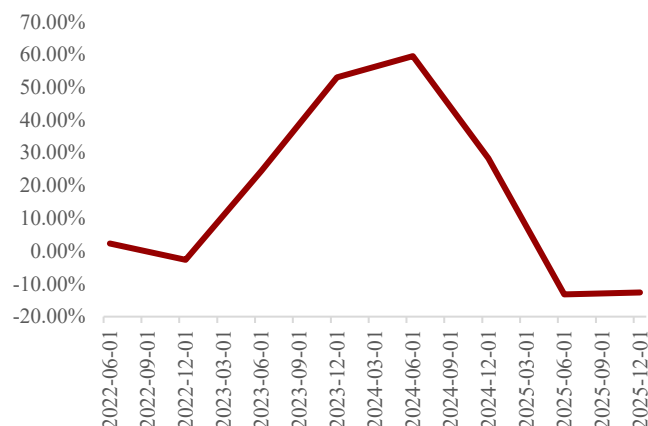
餐饮同店压力延续，但分化中已现企稳微光。2026年上半年，居民收入预期偏弱、消费意愿不振，餐饮行业经营普遍承压。多数上市连锁餐饮品牌同店销售增速下滑，部分企业通过主动下调客单价换取客流，“以价换量”特征显著。但行业内部的分化正在加剧，部分龙头品牌同店降幅已呈现收窄甚至转正迹象。自2025年以来，头部餐饮企业普遍推进门店优化、菜单调整与供应链效率提升，这些主动调整的效果有望在下半年逐步反映到同店数据中。若头部企业下半年能够整体呈现并维持同店企稳甚至转正的趋势，供应链能力强、单店模型优异的连锁餐饮龙头有望迎来估值修复机会。建议重点关注同店增速的环比变化与客单价的企稳信号。

图表13: 九毛九各品牌同店销售额同比增速



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

图表14: 海底捞同店销售额同比增速

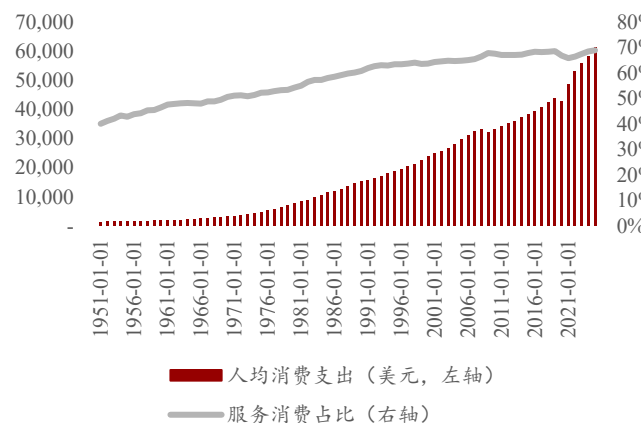


资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

2.2 服务消费结构性崛起, 长线关注高可复制性与高体验塑造能力

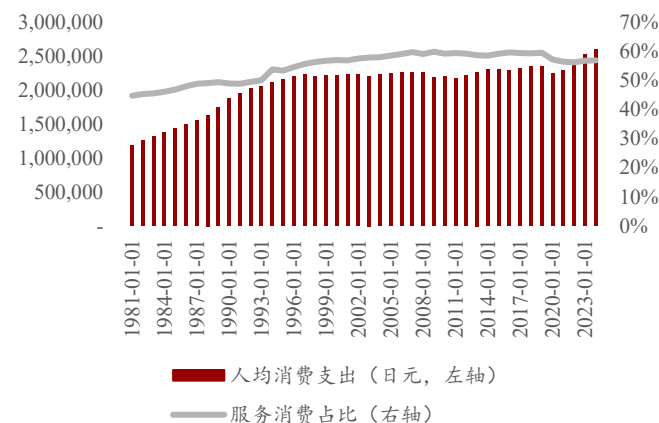
从国际经验看, 服务消费占比的提升呈现显著的阶段性加速特征。以美日两国为参照: 伴随经济增长与人均消费支出增加, 服务消费占总消费支出的比重持续上行, 截至2025年, 美国已接近70%, 日本接近60%。服务消费的收入弹性高于商品消费, 在经济发展早期占比提升相对缓慢。但突破50%门槛后, 服务消费预计将进入加速渗透阶段。美国在1979至1988年间, 服务消费占比从53%升至60%, 年均提升0.7个百分点; 日本在1993至1999年间, 该比例从50%升至57%, 年均提升1.2个百分点。

图表15: 美国人均消费支出及服务消费占比



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

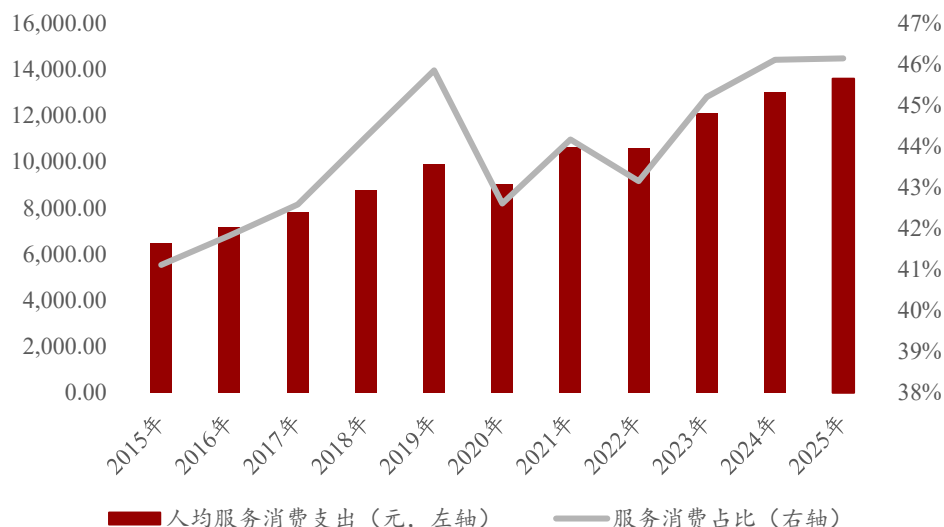
图表16: 日本人均消费支出及服务消费占比



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

我国消费结构升级正接近加速拐点。2015至2019年, 人均服务消费支出保持较快增长, 服务消费占比年均提升超1个百分点, 至2019年已达46%。公共卫生事件期间, 居家隔离等防控措施对以体验为核心的服务消费形成较大冲击, 支出总额及占比双双回落。2023年后, 服务消费逐步修复, 当前占比已回升至46%, 恢复至疫情前水平并接近50%的结构性临界点, 有望进入加速渗透阶段, 成为居民消费的核心引擎。

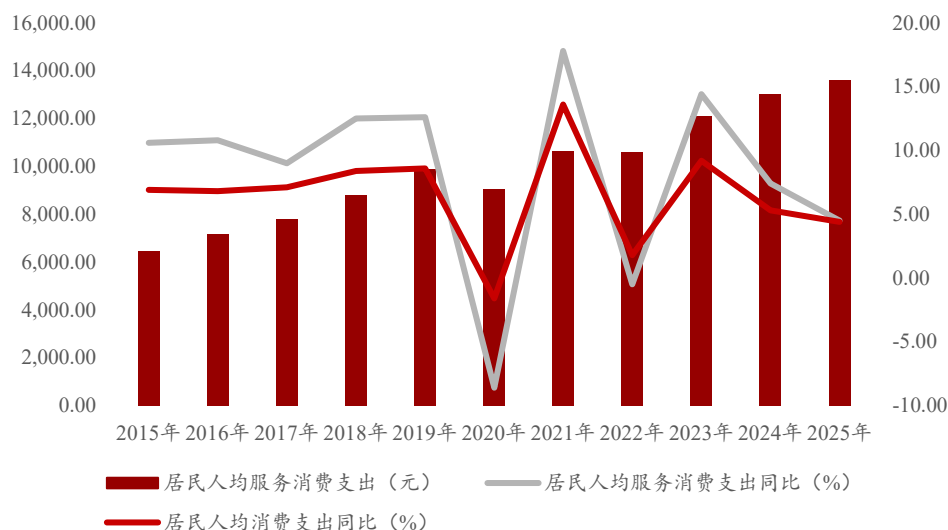
图表17: 中国人均服务消费支出及占比



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

服务消费具备较高的成长潜力。除受公共卫生事件影响的特殊年份外,近年来居民人均服务消费增速持续高于整体消费支出增速。相较于商品消费,服务消费的边际效用递减更慢,优质的服务体验不易因重复消费而降低意愿,因而拥有更高的增长上限和更显著的经济拉动效应。同时,服务消费具有鲜明的规模辐射特征,“一业兴、百业旺”,对带动关联产业、拉动就业与保障民生意义重大。

图表18: 人均服务消费支出同比增速

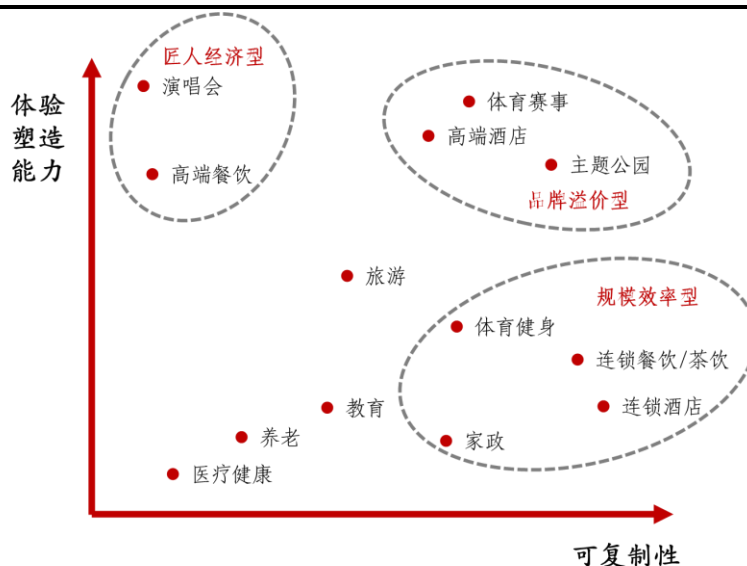


资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

服务消费涵盖领域广泛,内涵持续丰富。随着服务消费加速渗透,新需求不断催生新业态与新赛道,不同细分领域在核心逻辑与盈利模式上的差异也日益显著。我们从两个维度构建服务消费的分类框架:第一维度为体验塑造能力,即服务为消费者提供的心理满足感、情感共鸣与记忆留存度。作为以满足体验为核心诉求的消费形态,服务过程中的体验塑造能力与企业的溢价空间高度相关,并深度影响毛利率水平和客户

黏性。第二维度为可复制性，指服务流程的标准化程度、供应链管理难度，以及商业模式跨区域、跨人群扩张的潜力。相较于商品消费，服务消费天然具有个性化特征，难以简单依赖规模经济创造超额收益。因此，能否在保持个性化服务内核的基础上，通过适度标准化实现连锁化与资本化扩张，成为判断企业增长确定性与营收规模天花板的关键因素。

图表19: 服务消费分类

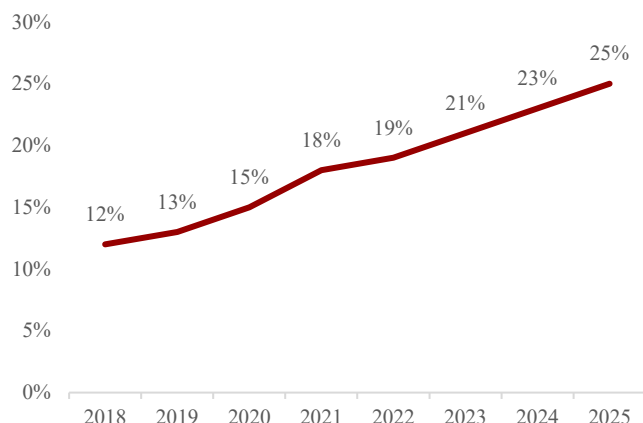


资料来源: 万联证券研究所

在高可复制性的“规模效率型”服务消费赛道中，企业在提供基础情绪价值的同时，依托高周转、网络效应与高效供应链体系，以高性价比吸引广泛客群，通过“薄利多销”与门店快速扩张实现规模化变现。

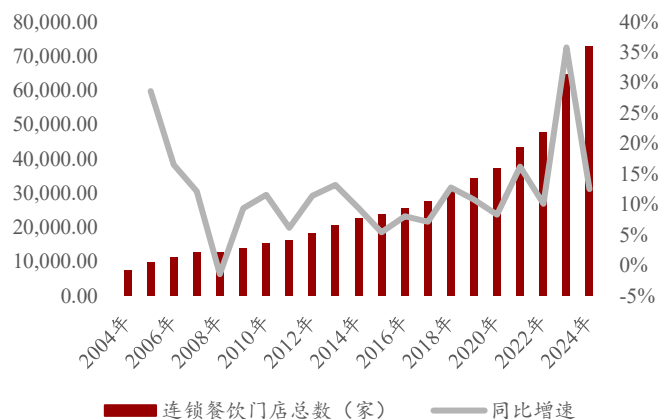
连锁餐饮规模优势突出。相较于传统单体餐饮，连锁模式凭借广泛的门店网络，有效传递品牌形象、积累用户口碑，实现消费群体的广泛触达与品牌心智的持续占领。中央厨房与标准化配菜体系的建立，进一步保障了出品口味的稳定性与一致性，从而增强客户黏性，提升复购率，构建可持续的品牌忠诚度。随着供应链体系与门店运营标准逐步成熟，连锁餐饮企业借助资本力量加速拓店，通过对成功商业模式的跨区域复制，快速提升营收与利润规模，进而实现更短的投资回报周期与更高的资产收益水平。2018至2025年间，我国餐饮市场连锁化率从12%稳步提升至25%，年均提升约1.9个百分点。特别是近两年，连锁餐饮门店总数突破7万家，2023年同比增速达约36%，创历史新高，连锁餐饮品牌在市场竞争中的渗透能力与规模优势正不断增强。在行业出清期，非连锁化的单体餐饮门店加速退出，头部连锁品牌凭借标准化运营、供应链成本优势和品牌认知度持续获取市场份额。

图表20: 2018-2025年中国餐饮连锁化率



资料来源: 美团, 红餐大数据, 万联证券研究所

图表21: 连锁餐饮门店总数及同比

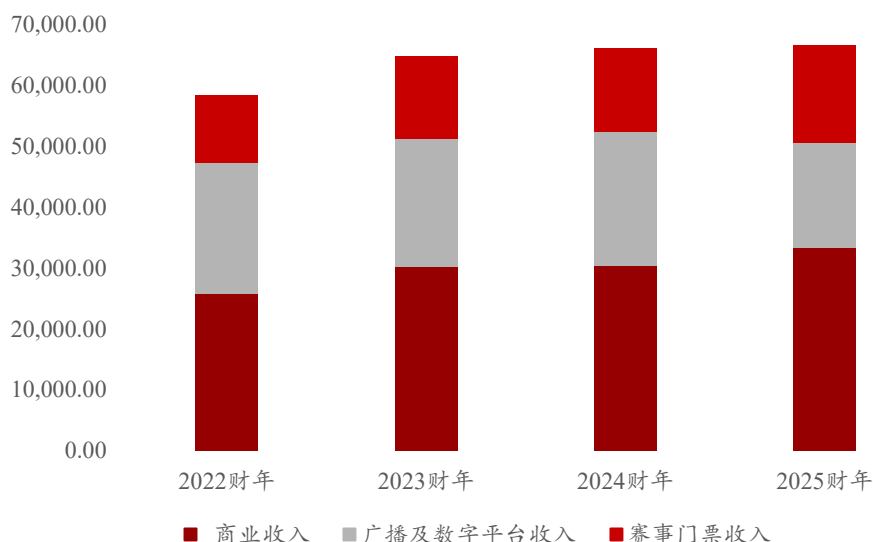


资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

在高体验塑造能力的“品牌溢价型”赛道中,供给端的稀缺性与独特性(来自服务提供方的个人魅力、技艺壁垒或品牌价值)为客户创造高度定制化的稀缺体验,从而获得较强的溢价弹性。更进一步,若能通过标准化运营将服务体验“封装”为可复制的产品,并最终沉淀为品牌效应,则有望实现规模化扩张,兼顾高毛利率与高成长弹性。

体育赛事前景广阔。成熟的赛事运营商采取“IP内容工业化”模式,将竞技激情、归属感与集体荣誉感等高情绪价值封装于稳定的联赛体系中,实现内容的批量生产与持续供给。体育赛事收入来源多元,除参赛费用及C端门票外,媒体转播权、商业赞助与衍生品销售构成重要支柱。以英超曼联俱乐部为例,其商业收入(包括全球品牌赞助、服饰及衍生品销售)占比约50%,门票与转播收入各占约四分之一,折射出头部体育IP强大的品牌变现能力。从国内市场看,随着居民健康意识增强与消费层次提升,体育赛事需求正从传统健身向观赏型、参与型体验升级。社交媒体的广泛传播进一步放大了赛事影响力,吸引更多人群关注与参与,推动市场规模持续扩张。赛事IP运营覆盖篮球、足球、排球、乒乓球、冰雪等多个运动类别,呈现出内容多样化与受众细分化特征,能够满足消费者多元化的观赏与参与需求。以IP为核心、运营为支撑、明星运动员为带动的体育赛事商业模式,成长潜力可观。

图表22: 曼联(MANU.N)营收构成(万英镑)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

在边际改善信号与长期结构性崛起的双主线框架下，我们聚焦以下三个方向：

出行链：估值底部叠加边际修复潜力。酒店、景区、旅行社等出行链子板块当前均处于估值底部，修复空间可观。下半年若商务出行活动回暖、入境游市场加速增长等积极信号逐步兑现，相关标的具备估值修复的机会。

餐饮与茶饮：双主线交汇的核心赛道。在边际修复主线中，我们关注餐饮同店数据在下半年的拐点信号；在长期布局主线中，我们关注作为规模效率型赛道，在连锁化率提升过程中龙头的份额扩张与效率溢价。

体育与演艺：体验型消费的长期成长。体育赛事作为品牌溢价型赛道的代表，IP工业化正处于商业化早期，有望随市场化与品牌化进程推进而持续扩容。演唱会赛道因可复制性的天然局限，当前缺乏成熟上市公司标的，我们将其作为服务消费版图的补充观察方向。

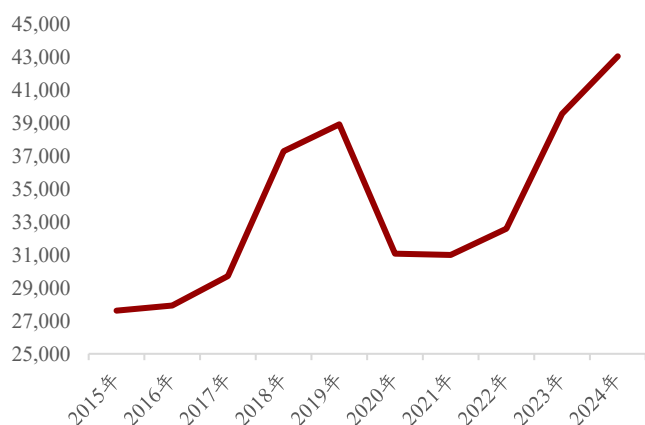
3 精选赛道

3.1 出行链

3.1.1 旅行社规模复苏，入境游带来新机遇

全国旅行社规模自低位企稳后加速复苏，入境游带来增长机遇。2024年末，全国旅行社总数达43,064家，已超越2019年峰值38,943家，创下历史新高。近两年，我国主要城市接待入境游客数量震荡上行，并呈现向周边相对小众目的地扩散的态势。“China Travel”热潮带来国际客源扩容，为旅行社业务开辟了新的增长空间。国际游客面临的语言障碍、签证复杂性与文化差异等痛点，显著推升了对专业导游、手续代办等一站式服务的需求，参团率明显高于国内游客。同时，国际游客对中国文化与自然景观的认知相对趋同，使得旅行社能够开发标准化程度高、可复制性强的特色产品线，这不仅有助于提升运营效率，更有利于优化整体毛利率，推动旅行社业务向高质量、高附加值方向升级。

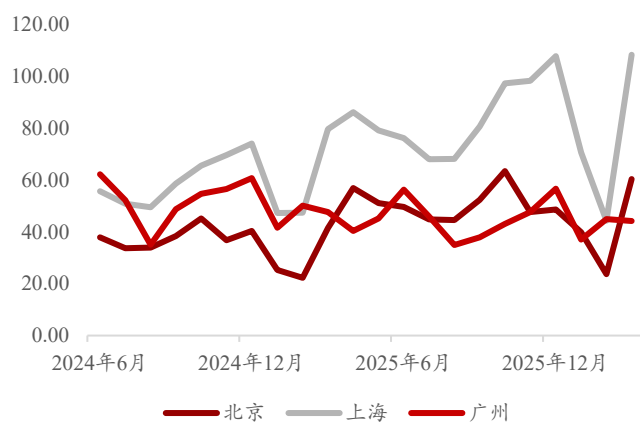
图表23：全国旅行社数量（家）



资料来源：同花顺，万联证券研究所

注：采用国家统计局口径。

图表24：北上广接待入境游客数（万人次）

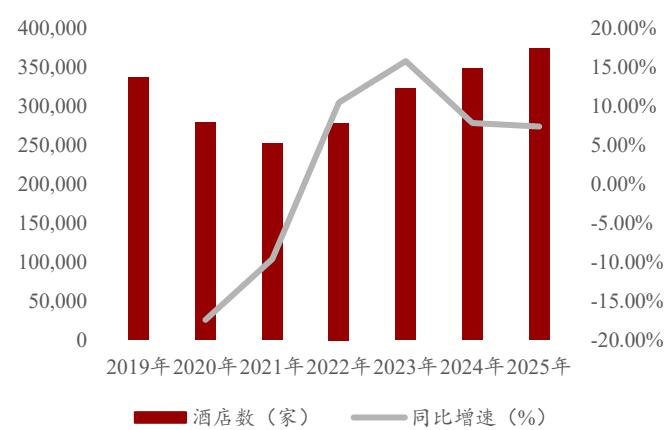


资料来源：同花顺，万联证券研究所

3.1.2酒店供给放缓格局优化，关注经营效率提升

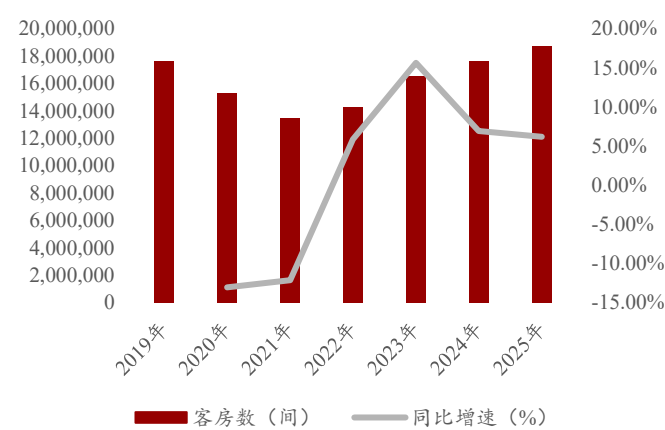
新增供给增速放缓，存量门店经营压力有望缓解。经历前几年的快速扩张后，酒店行业新增供给增速已边际放缓。2025年，全国酒店数同比增长7.45%，客房数同比增长6.20%，增速由2023年的双位数降至中单位数。在需求端逐步企稳的背景下，供给端压力的减轻有助于现有门店的经营数据改善。行业从“跑马圈地”进入“精耕细作”阶段，龙头酒店集团的单店回报率提升将取代门店数量增长，成为下一阶段的核心看点。

图表25：全国酒店数及同比增速



资料来源：同花顺，万联证券研究所

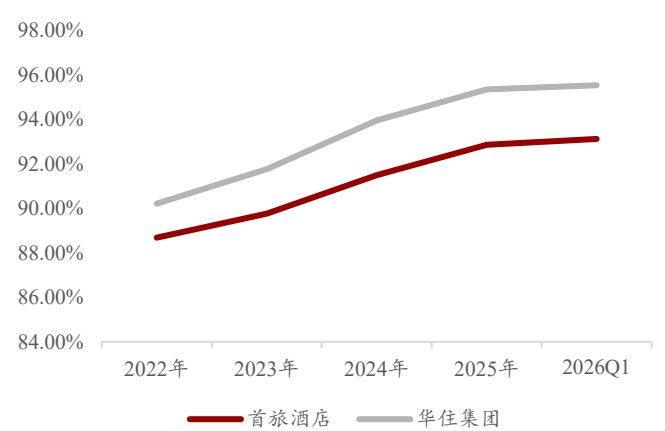
图表26：全国酒店房间数及同比增速



资料来源：同花顺，万联证券研究所

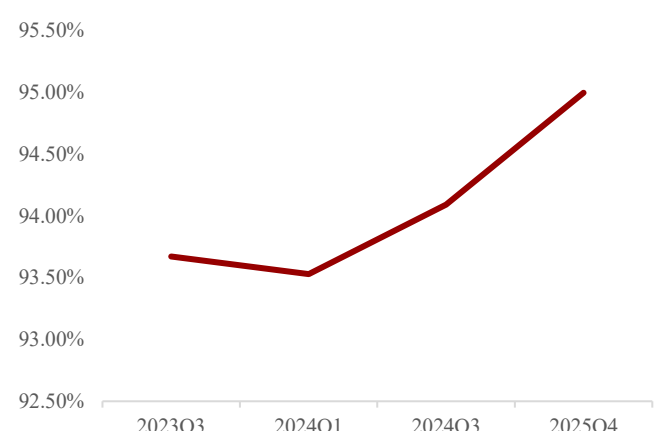
加盟模式深化，轻资产转型提升抗周期能力。头部酒店集团近年来持续加大加盟模式占比，华住、锦江、首旅等加盟门店比例2025年末均已超过90%。轻资产模式下，酒店集团收入对RevPAR波动的敏感度降低，现金流稳定性增强。行业下行期，加盟模式固定成本压力主要由加盟商承担，品牌方通过管理费和中央预订系统收入维持相对稳健的盈利水平，抗风险能力优于直营模式，轻资产转型的深化有望进一步熨平酒店集团的业绩波动。

图表27：首旅酒店与华住集团加盟率



资料来源：同花顺，公司公告，万联证券研究所

图表28：锦江酒店加盟率

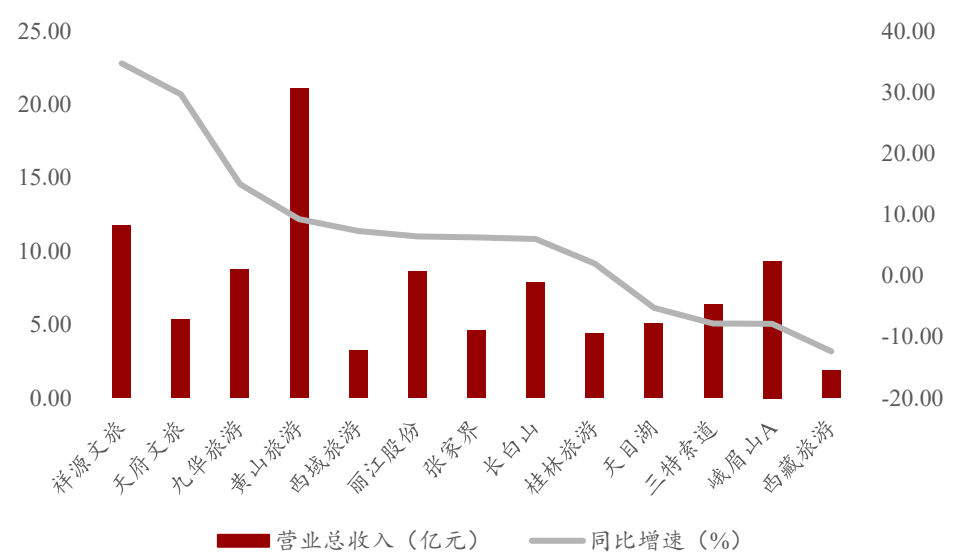


资料来源：同花顺，万联证券研究所

3.1.3景区在结构性分化中寻找赢家

国内游总量接近天花板，“冷热不均”成为常态。2025年，自然景区上市公司业绩分化显著，其中祥源文旅以11.73亿元的营收规模实现了34.71%的最高同比增长，营收规模最大的黄山旅游增速相对稳健，为9.23%。与此同时，部分景区营收出现同比下滑。国内旅游人次已处高位，总量进一步大幅突破的难度较大。结构层面分化显著，冰雪游、民俗游、县域游等具备体验差异化的小众目的地持续火热，而传统山水型景区客流承压，“冷热不均”格局日益固化。一方面，新媒体平台凭借生动的内容形式和真实的用户分享，已成为核心出行策划渠道，具备独特体验或文化魅力的景区更易凭借网络集聚效应“爆火出圈”。另一方面，部分景区尽管游客接待量不低，但受人均消费走低等因素影响，收入增长乏力甚至下滑，在高固定运营成本压力下，经营挑战有所加剧。

图表29：上市自然景区 2025 年营收及同比增速



资料来源：同花顺，万联证券研究所

关注本地客源占比高与复游率强的景区。在当前客单价承压的环境下，依赖一次性观光客的传统景区面临更大挑战。周边休闲型、亲子度假型景区因复游率高、本地客源占比大，需求韧性更强。此外，春秋假制度的落地与推广有望进一步延长消费时长，为周边游与短途度假景区创造新的需求窗口。“支持有条件的地方推广中小学春秋假，落实职工带薪错峰休假制度”首次写入政府工作报告，与去年秋假试行相比，今年试行春假的范围进一步扩大，江苏、浙江、安徽、贵州等省份为中小学放2-3天春假，与清明假期形成最长6天连休，显著带动家庭出游。

图表30：春假热门客源地 TOP10

南京	合肥
成都	贵阳
重庆	苏州
无锡	常州
绍兴	扬州

资料来源：品橙旅游，万联证券研究所

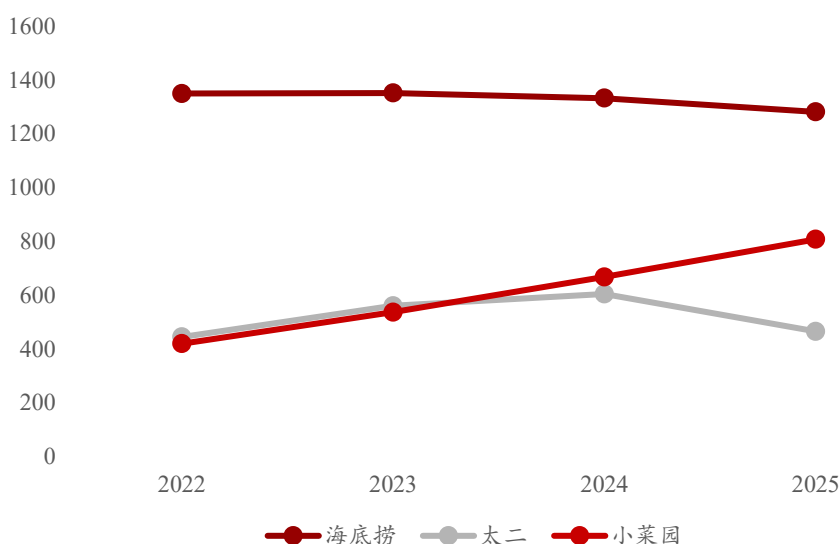
3.2 餐饮&茶饮

3.2.1 连锁餐饮在逆境中主动蓄力，同店拐点渐近

餐饮作为顺周期行业，在收入预期低迷、消费增长失速的背景下，行业环境整体承压。自2025年以来，头部餐饮企业主要采取了三项调整措施以维持经营稳定：

（1）门店优化。部分餐饮龙头自2025年起主动放缓拓店节奏，集中清理低效门店以降本增效，打磨更优单店模型。2025年，海底捞中国内地门店数量为1281家，较2023年峰值减少70家；太二内地门店数量降至465家，同比缩减近四分之一。与此同时，也有部分品牌逆势拓店，凭借成熟的单店模型在下行周期中保持扩张节奏，门店数量不减反增。截至2026年上半年，我们认为龙头门店出清已基本接近尾声，单店模型优化后费用端结构得到改善，盈利弹性有望随经济改善而逐步释放。

图表31：餐饮品牌门店数量（家）

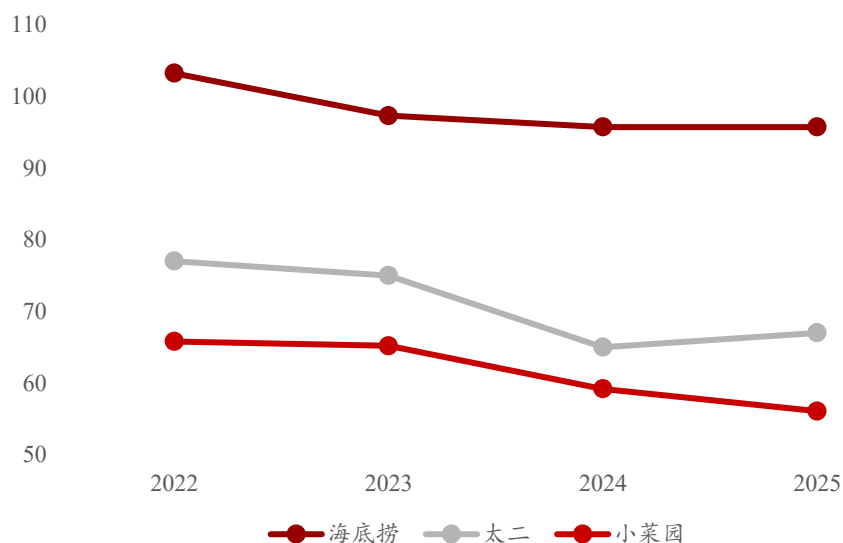


资料来源：各公司公告，万联证券研究所

注：门店及客单价统计口径均为中国内地。

（2）菜单调整。居民价格弹性持续提升，“以价换量”成为行业普遍策略。除直接降价外，餐饮企业还通过优化产品结构、精简菜单SKU、提升菜品性价比等方式间接调价，以适应消费降级趋势下的客群偏好。多数餐饮龙头2022至2025年间客单价呈下行趋势，累计降幅约在10%左右。“以价换量”策略在执行初期对利润端形成一定冲击，但随着客流逐步回暖，下半年有望看到收入端的增量回补。

图表32: 餐饮品牌客单价（元）



资料来源: 各公司公告, 万联证券研究所

(3) 供应链效率提升。在2015年以前, 人口红利带来的低人工成本, 以及商场和餐饮业态处于蜜月期的商场红利仍然存在, 餐饮产业的发展重点为“增收”, 焦点集中于门店运营与消费体验端。2015年之后, 两大红利逐渐消退, 人工与租金成本持续抬升, 产业重心转向“降本”。企业致力于提升供应链效率, 通过中央厨房产能利用率爬坡、数字化管理降本, 在客单价承压的背景下维持毛利率的相对稳定。供应链能力的强弱, 由此成为存量竞争中区分龙头与跟随者的关键因素。

图表33: 餐饮产业降本增收重心转移到上游



资料来源: 红餐网, 万联证券研究所

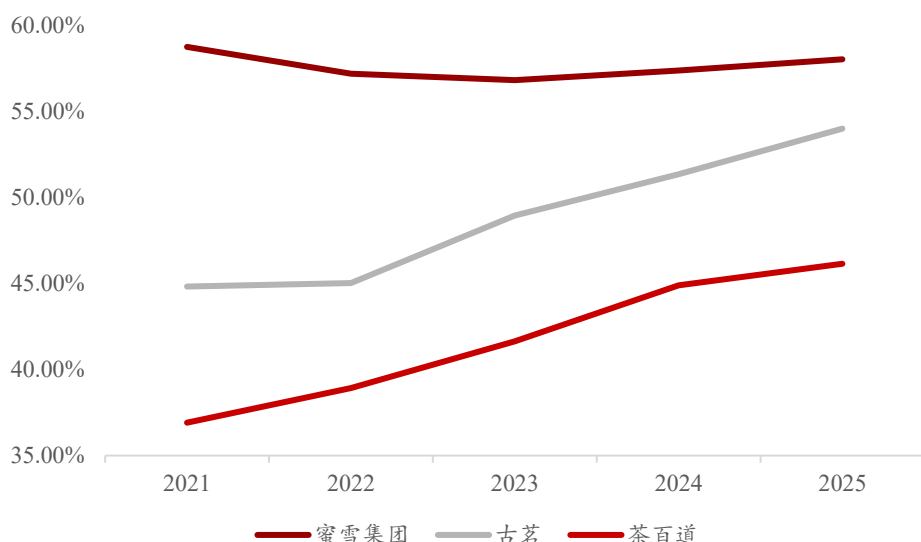
连锁化加速阶段, 龙头业绩弹性更强。当前餐饮行业已逐渐进入存量竞争阶段, 出清加速, 非连锁化单体门店持续退出。头部连锁品牌凭借标准化运营、供应链成本优势和品牌认知度, 在存量市场中持续获取份额。我们认为, 在行业整体增速放缓的背景下, 供应链效率决定了成本端的竞争力, 单店模型的成熟度决定了扩张的质量与可持续性, 产品迭代能力决定了品牌能否持续吸引消费者。三者兼备的连锁餐饮龙头, 将在行业出清期扩大领先优势, 并在行业回暖时获得更大的业绩弹性。

3.2.2 茶饮下沉市场验证单店模型, 出海布局拓展长期增量

下沉市场成为主战场。当前高线城市茶饮市场趋于饱和, 下沉市场已成为连锁茶饮品

牌争夺增量的核心战场。除长期扎根低线城市的蜜雪集团外，其余龙头品牌近年来均加速向下沉市场渗透。古茗与茶百道2025年三线及以下城市门店占比分别达53.99%和46.16%，较2021年均提升约9个百分点。相较于高线城市，下沉市场租金成本更低、体验消费需求更广、竞争格局相对分散，为头部品牌提供了可观的拓店空间。但下沉市场客单价更低、消费习惯差异更大，能否高效铺开适配低线城市的供应链网络、跑通差异化单店模型，是检验茶饮品牌下沉能力的关键，也是未来一段时间茶饮企业稳定营收基本盘的核心因素。

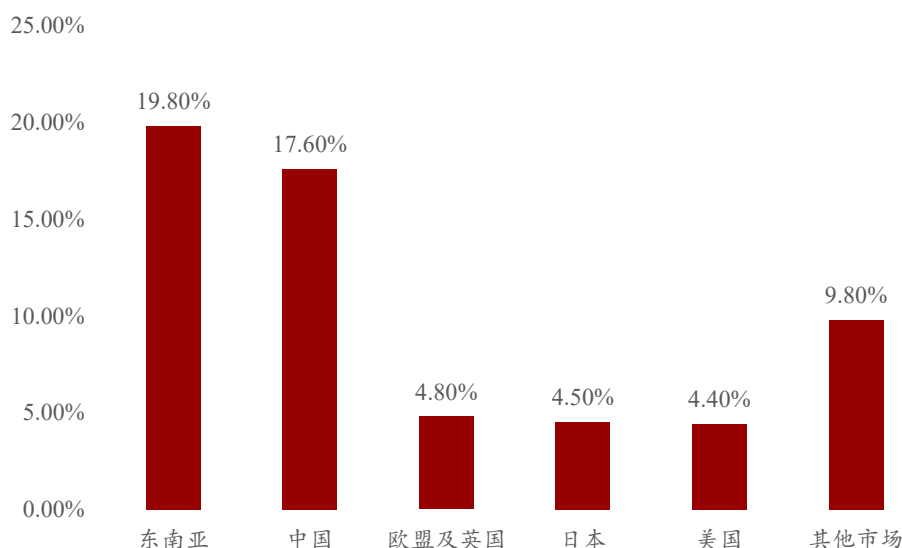
图表34：茶饮企业三线及以下城市门店数占比



资料来源：公司公告，万联证券研究所

出海短期面临落地挑战，东南亚市场提供长期增量空间。茶饮出海是近年来行业的重要叙事，但海外拓展面临选址成本高、本地化难度大、盈利爬坡周期长等现实挑战，短期内转化为上市公司可落地的业绩增量仍存困难。在全球各区域中，东南亚市场凭借文化相似性与地缘便利性，成为茶饮出海的首站重镇。预计2023至2028年，东南亚现制饮品终端销售额CAGR将达19.8%，增速超越中国市场。在国内竞争加剧、价格战与同质化日益严重的背景下，品牌与供应链出海是茶饮龙头长期增长的重要来源。

图表35：全球各区域现制饮品销售额 CAGR（2023-2028E）



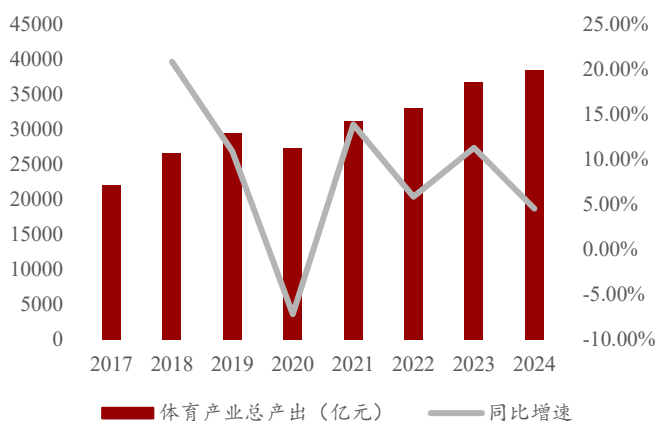
资料来源：灼识咨询，万联证券研究所

3.3 体育&演艺

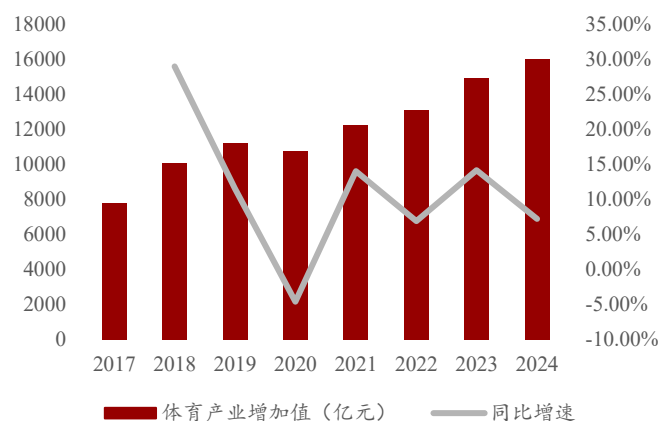
3.3.1 体育产业总量创新高，服务业占比持续提升

体育产业总量修复创新高，增加值占比稳中有升。2017年至2024年，我国体育产业总规模保持上行趋势，年均复合增速达8.3%。2020年，新冠疫情对高度依赖线下人群聚集的体育产业形成显著冲击，总产出首次出现下滑，同比下降7.2%至27,372亿元，增加值同比下降4.56%至10,735亿元。疫情后，在政策持续加码与赛事经济升温的双重驱动下，体育产业快速修复，总规模同比增长11.31%，增加值同比增速达14.20%。2024年，我国体育产业总规模与增加值分别达38,421亿元和16,033亿元，均创历史新高；增加值占GDP比重升至1.2%，保持稳健增长。

图表36: 全国体育产业总产出及同比增速



图表37: 全国体育产业增加值及同比增速

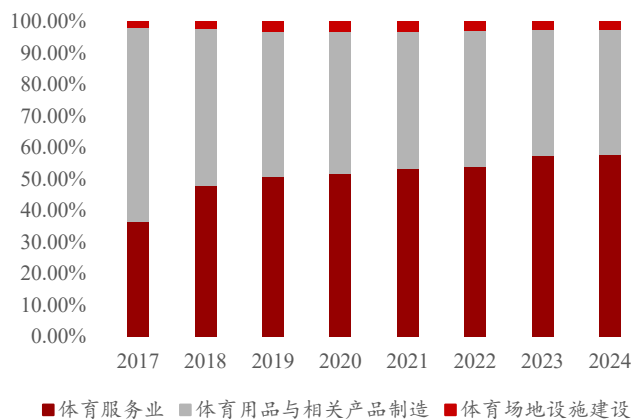


资料来源: 国家统计局, 万联证券研究所

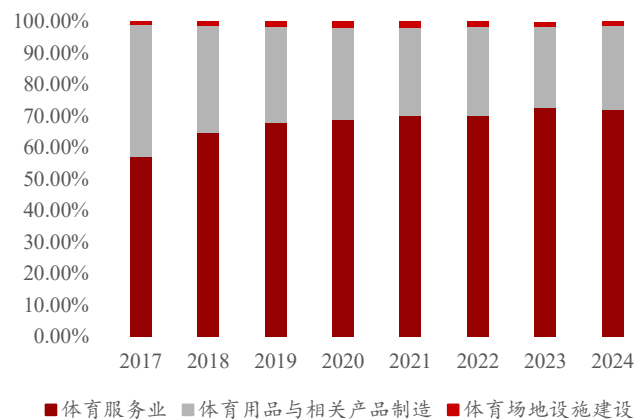
资料来源: 国家统计局, 万联证券研究所

体育产业重心加速向服务业转移。2019至2024年间，体育服务业总产出与增加值保持正向增长，总产出占比从2017年的36.47%升至2024年的57.70%，增加值占比同期从56.95%升至72.03%，已成为体育产业的主导力量。相比之下，体育用品及相关产品制造、体育场地设施建设两项的产出与增加值占比均呈逐年下降趋势，2024年占比分别为39.69%和2.61%。体育产业正从以制造和设施为核心的投资驱动型增长，转向以服务与内容为核心的消费驱动型增长。

图表38: 全国体育产业三大业务总产出占比



图表39: 全国体育产业三大业务增加值占比

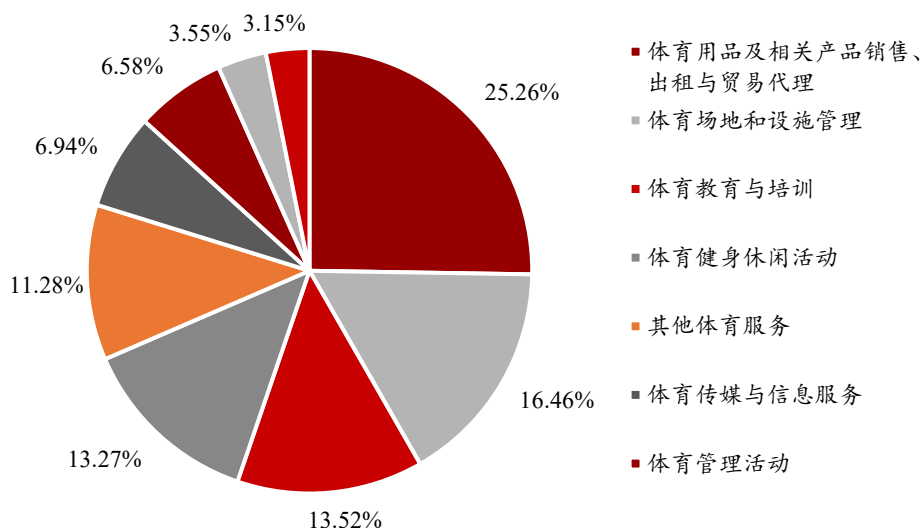


资料来源: 国家统计局, 万联证券研究所

资料来源: 国家统计局, 万联证券研究所

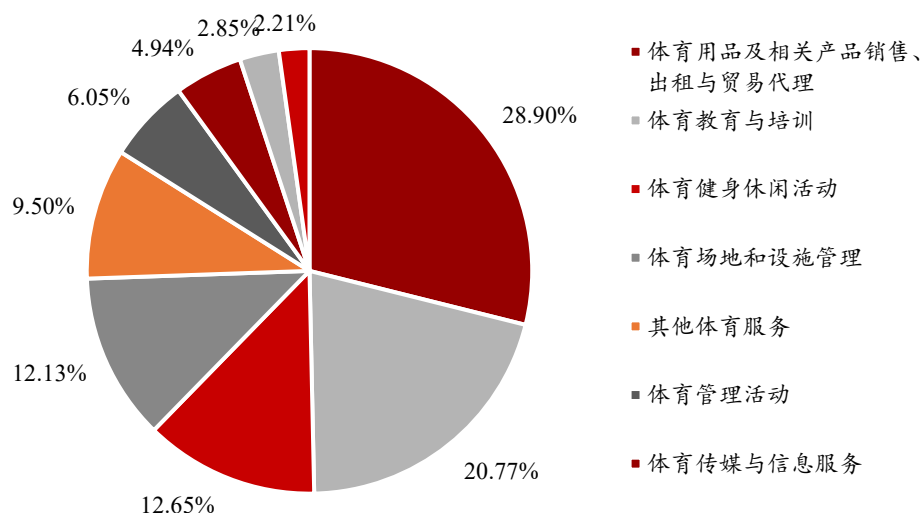
体育服务业由销售贸易与健身教培双轮驱动。从体育服务业内部结构看，总产出规模及占比最高的为体育用品及相关产品销售、租赁与贸易代理，2024年总产出达5,599亿元，占体育服务业的25.26%。此外，体育场地与设施管理、体育健身休闲活动、体育教育与培训等细分领域占比较高，整体呈现以运营管理及健身教培服务为主的结构特征。贸易代理环节的高占比，反映出我国体育产业在销售流通端的成熟度较高；而场地管理、健身休闲与教育培训的稳健增长，则构成了服务消费端的长期增量基础。

图表40: 2024 年体育服务业各业务总产出占比



资料来源：国家统计局，万联证券研究所

图表41: 2024 年体育服务业各业务增加值占比



资料来源：国家统计局，万联证券研究所

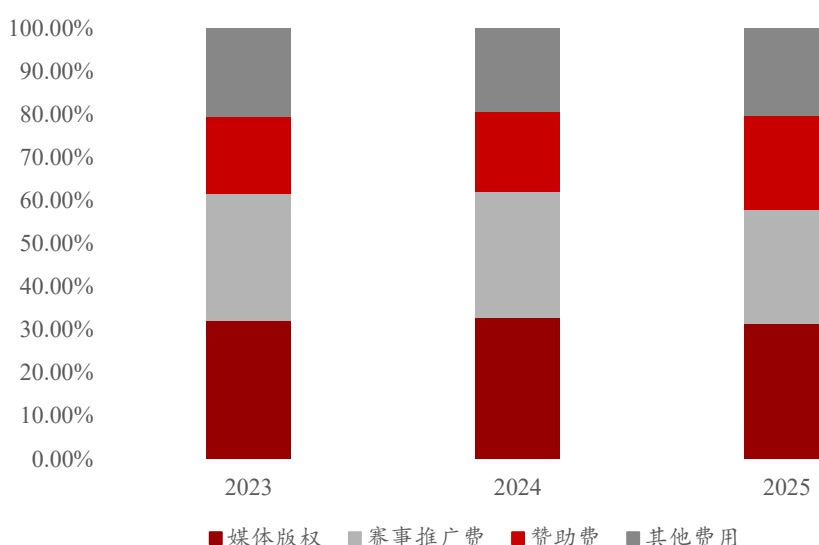
3.3.2 赛事收入结构切换，版权与赞助双轮驱动

对标国际：F1的商业模型与IP变现逻辑。一级方程式赛车（F1）作为全球顶级赛事，

是商业价值最高的体育IP之一。F1每年在约24个国家和地区举办分站赛，通过冲刺赛与正赛积分合计决出年度冠军，赛事体系高度标准化。其商业权利由自由传媒集团持有运营，2017年初以80亿美元从美国基金CVC等投资人手中完成收购。此后至今，F1年度收入已实现接近翻倍增长，验证了顶级赛事IP在成熟商业化运营下的价值释放潜力。

媒体版权与赞助双轮驱动，F1营收创新高。2025年，F1年度收入突破38亿美元，创历史新高，占自由传媒集团总收入的86.41%；贡献营业利润6.32亿美元。F1赛事营收主要来源于三大支柱：媒体版权、赛事推广费与赞助费，合计约占总收入的80%。其中，媒体版权收入12.1亿美元，占比31.3%，为第一大收入来源；赛事推广费10.3亿美元，占比26.7%，来自各分站赛举办地支付的办赛费用；赞助费收入8.4亿美元，占比21.7%。此外，门票销售、赛车设备运输及授权费用等渠道贡献收入7.86亿美元，占比20.3%。

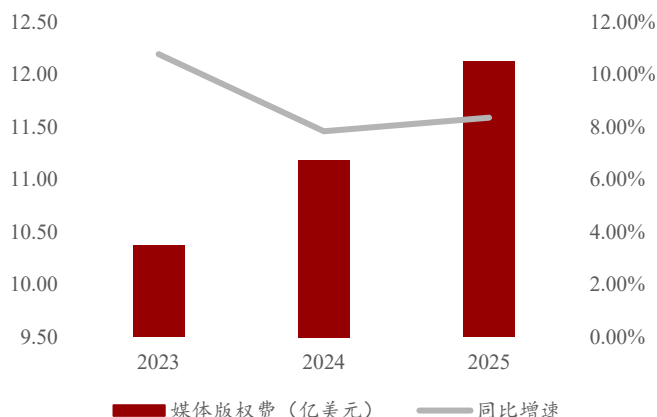
图表42: F1 营收结构



资料来源: Liberty Formula One C, 万联证券研究所

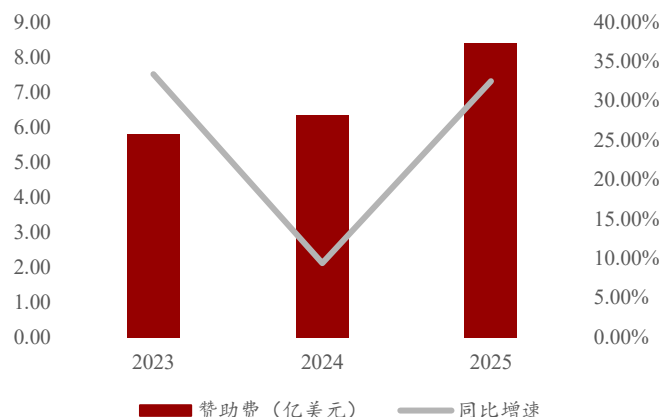
赛事收入结构切换，版权与赞助驱动增长。赛事推广费受赛程安排所限，天然存在增长天花板，因此媒体版权费与赞助费构成赛事收入的核心增长极。版权收入增长受益于新型流媒体等线上渠道的拓展，全球赛事观众规模持续扩大——2025年，苹果公司以年均1.4亿美元的价格获得F1 2026-2030年美国独家直播版权，较此前ESPN每年8500万美元的合约提价超64%；F1全年媒体版权费同比增长8.35%，维持稳健增速。与此同时，核心赛事IP的稀缺性持续提升，对赞助商的吸引力不断增强。2025年，赞助收入是F1营收构成中增速最高的板块，同比大幅增长32.47%，反映出体育赛事的广告价值加速释放，知名品牌正加速向契合自身调性的赛事IP靠拢，形成“观众规模扩大—赞助收入增长—赛事升级—观众规模再扩大”的良性循环。相较之下，当前我国多数体育赛事收入仍以赛事推广费为绝对主导，赞助费与版权费尚处起步阶段，与国际顶级赛事之间存在显著差距，但也意味着市场化进程蕴藏巨大的成长空间与想象空间。

图表43: F1 媒体版权费及同比增速



资料来源: Liberty Formula One C, 万联证券研究所

图表44: F1 赞助费及同比增速



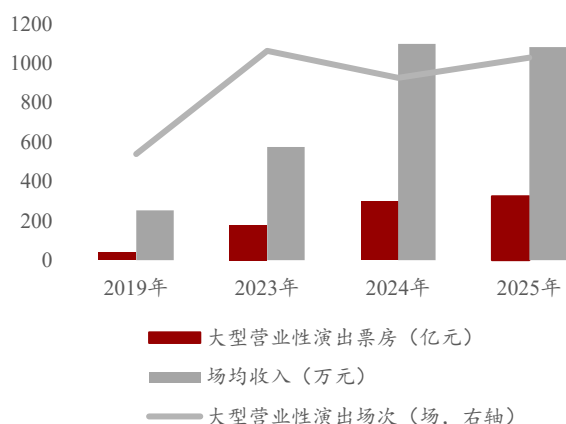
资料来源: Liberty Formula One C, 万联证券研究所

3.3.3 演唱会市场持续扩容, 低可复制性制约商业模式

情绪消费驱动演唱会经济高速增长。在居民预期收入增速放缓的背景下, 消费者倾向于压缩大额、长期支出, 将部分可支配收入转向能够提供即时情绪满足的娱乐消费。演唱会以适中的价格区间, 精准匹配年轻客群的支付能力, 既呼应了Z世代追求个性、悦己的消费心理, 也逐步构建起具有身份认同感的社交圈层, 二者共同推动市场持续扩容。据中国演出行业协会统计, 2025年5000人以上大型营业性演出达3000场, 同比增长12.70%; 票房规模324.48亿元, 同比增长9.49%; 场均收入维持高位, 单场平均票房约1100万元; 观众人数达4338.58万人次, 同比增长18.81%。在参与人数大幅增长的背景下, 人均支出较2024年有所回落, 但仍高达747.89元, 消费者为优质现场体验支付溢价的意愿依然强烈。

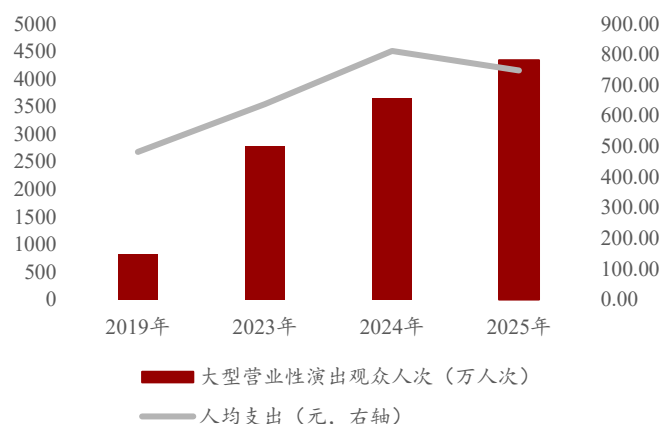
演唱会经济商业模式有待进一步完善成熟。演唱会行业高度依赖顶流艺人的个人影响力, 受制于其档期、体力及公众形象, 商业模式呈现较强的“项目制”特征, 规模化复制能力较弱。但凭借艺人独特的号召力与现场表演的沉浸感, 演唱会能够提供高度定制化的稀缺体验, 从而拥有较强的溢价能力。此外, 演出所形成的圈层文化及其衍生的周边商品, 也为行业开拓了重要的附加值增长路径。

图表45: 大型演出场均收入



资料来源: 中国演出行业协会, 万联证券研究所

图表46: 大型演出人均支出



资料来源: 中国演出行业协会, 万联证券研究所

4 投资建议与风险因素

4.1 投资建议

当前社会服务板块估值已回落至历史底部，市场对“弱现实”的定价较为充分。站在年中时点，我们认为下半年的投资机会围绕两条主线展开：**主线一为边际修复**。商务出行、入境游、餐饮同店三大信号在Q3-Q4有明确的数据验证窗口，边际改善一旦兑现，估值修复的弹性可观。**主线二为长期布局**。我国服务消费占比已回升至46%，接近50%结构性临界点，服务消费有望进入加速渗透阶段。基于可复制性与体验塑造能力两个维度，我们聚焦规模效率型与品牌溢价型两条长期优质赛道。

基于上述主线，我们建议关注以下方向：

（1）出行链：旅行社规模自低位企稳后加速复苏，入境游预订有望贡献结构性增量，**建议关注市场份额领先、入境业务加速放量的相关标的**；酒店板块受益于新增供给增速放缓与轻资产转型深化，行业正从“跑马圈地”转向“精耕细作”，单店回报率提升将成为下一阶段核心看点，**建议关注加盟模式成熟、品牌布局完善的酒店龙头**；景区板块“冷热不均”格局延续，具备本地客源占比高、复游率强特征的周边休闲型景区防御价值凸显，春秋假制度推广提供政策催化，**建议关注差异化体验突出、受益于假期制度改革**的景区。

（2）连锁餐饮与现制茶饮：连锁餐饮方面，行业出清加速、龙头份额集中的趋势明确，头部企业门店优化与以价换量的成果有望在下半年逐步兑现，**建议关注同店数据率先企稳、供应链能力突出的连锁餐饮龙头**。现制茶饮方面，下沉市场拓店与出海布局构成双轮驱动，**建议关注下沉市场单店模型已获验证、加盟商管理体系成熟的茶饮品牌**。

（3）体育赛事与演艺：体育赛事作为高体验塑造与高可复制性兼具的稀缺赛道，赛事IP商业化正处于早期加速阶段。对标国际成熟赛事，我国体育赛事收入结构正从赛事推广费主导向版权费与赞助费驱动切换，成长空间广阔。情绪消费驱动演唱会经济高速增长，消费者为优质现场体验支付溢价的意愿依然强烈，但商业模式有待进一步完善成熟。**建议关注拥有稀缺赛事IP资源、版权与赞助收入快速增长的体育赛事龙头**。

4.2 风险提示

1.自然灾害和安全事故风险。游客流动性和异地性，造成旅游行业面临自然灾害和安全事故时应对更加复杂困难，游客接待量是影响旅游行业的主要因素，自然灾害、重大疫情、大型活动、安全事故等因素将会对旅游行业经营业绩产生负面影响。

2.政策风险。主要包括免税专营政策变化、签证政策变化风险。口岸进境免税店通过招标方式确定经营主体，进境免税业务的争夺进入了市场化阶段，免税行业面临国家免税专营政策逐步放开的风险、签证政策变化的风险，给免税企业预期经营收益带来不确定性。如果签证政策收紧，可能影响免税和出境游业务。

3.宏观经济增长不及预期风险。如果宏观经济增速不及预期，会导致居民收入增长不及预期，并负面影响旅游、餐饮、免税等服务消费行业的景气度。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场