

燎原星火暖消费，奔涌长河载旅舟

——2025 年中期社会服务行业投资策略报告

强于大市 (维持)

2025 年 07 月 18 日

行业核心观点:

为支撑经济平稳增长，提振消费、扩大内需成为核心路径。下沉市场潜力持续释放夯实消费基础，海外拓展开辟新增量空间，同时服务消费占比接近 50% 临界点，预计将加速成为居民消费主体。经济增长动能转换驱动消费顺周期 β 行情，有效需求释放与服务结构优化创造系统性机遇。基于此，我们聚焦两大投资主线：一是顺周期主线，关注受益经济复苏的餐饮及景区行业；二是入境游主线，把握旅行社及免税行业扩容红利。**建议关注：**（1）具备规模效应且业绩弹性突出的**连锁餐饮**；（2）经营稳健、满足多元需求的**自然景区及冰雪游龙头**；（3）受益客流复苏的**旅行社**；（4）享政策与需求双驱动的**免税零售商**。

投资要点:

回顾与展望：社会服务板块一季度业绩稳步增长，营收利润双双提升。旅游细分板块业绩呈现结构性分化，自然景区表现优于人工景区与酒店板块。上半年指数震荡上行，受益于 6 月金融支持消费政策利好，指数触底回升趋势显现。展望下半年，有三个重要趋势值得关注：（1）消费取代净出口成为经济增长新的动力引擎；（2）下沉市场与海外市场的有效需求释放奠定了消费增长的基础；（3）服务消费支出将成为居民消费支出的主体并迎来加速增长阶段。

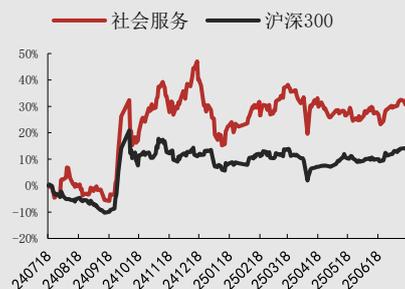
餐饮：连锁化加速推进，集中度持续提升。2018-2024 年，我国餐饮连锁化率从 12% 提升至 22%，连锁化进程加速。人口与商场红利褪去背景下，餐饮企业聚焦产业链优化和创新门店模型以降本增效。随着行业竞争加剧，中小企业压力增大，具备规模和品牌优势的连锁龙头将更具发展空间。

旅游：旅游市场量价齐升，关注自然景区与冰雪游。旅游行业转入平稳增长通道，量价齐升态势巩固，消费升级趋势明显，客单价突破千元大关，超越疫前水平。受益于个性化产品研发与市场回暖，自然景区龙头淡季韧性凸显，中长期发展路径清晰；冰雪旅游潜力兑现，政策加码注入强劲动能。

旅行社：市场整合加速，入境游带来增长机遇。出入境政策红利彰显，文化软实力助力国际形象与旅游收入共提升。2023 年后行业规模快速扩张，市场整合与优胜劣汰进程预计将加速，入境游复苏为旅行社创造结构性增长机遇。

免税：海南封关影响有待观望，市内免税加速落地。市场多维增长，海南离岛消费结构性调整，规模回落但人均消费回升近峰值。全岛封关具两面性，政策业务仍存不确定性；市内免税政策松绑，8 家新设店先后落地，商业+文旅价值凸显；机场免税随国际客流复苏迈入上升通道，

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

端午旅游增速回落，免签政策效果显著

重仓比例回升，基金低位布局

一季度业绩回暖，专业服务表现出色

分析师：叶柏良

执业证书编号：S0270524010002

电话：18125933783

邮箱：yebel@wlzq.com.cn

规模有望超疫前水平。

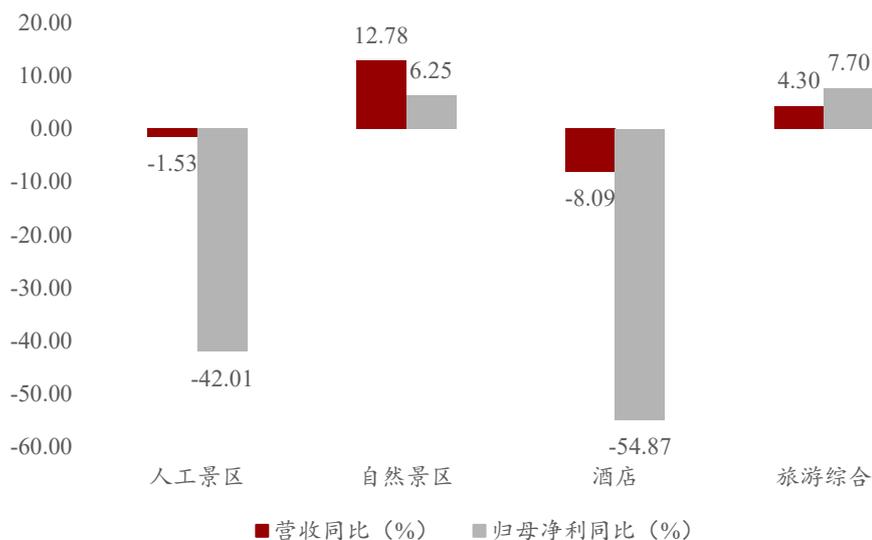
风险因素：自然灾害和安全事故风险，政策风险，宏观经济增长不及预期风险。

正文目录

1 上半年社会服务行业回顾：结构性分化凸显韧性	5
1.1 一季度业绩稳健增长，自然景区及旅游综合表现较佳.....	5
1.2 行情波动向上，期待触底回升.....	6
2 下半年服务消费展望：聚焦顺周期与入境游主线	7
2.1 增长引擎切换：消费 VS 净出口.....	7
2.2 有效需求挖掘：下沉市场&海外市场.....	8
2.3 消费结构调整：商品消费 VS 服务消费.....	10
3 精选赛道	11
3.1 餐饮：连锁化加速推进，集中度持续提升.....	11
3.2 景区：旅游市场量价齐升，关注自然景区与冰雪游.....	14
3.3 旅行社：市场整合加速，入境游带来增长机遇.....	16
3.4 免税：海南封关影响有待观望，市内免税加速落地.....	19
4 投资建议与风险因素	21
4.1 投资建议.....	21
4.2 风险提示.....	21
图表 1: 申万一级行业 2025Q1 营收增速(%).....	5
图表 2: 申万一级行业 2025Q1 归母净利润增速(%).....	5
图表 3: 社服板块申万三级行业 2025Q1 营收及归母净利润同比增速(%).....	6
图表 4: 上半年社会服务指数行情走势.....	6
图表 5: 上半年社会服务子板块指数涨跌幅(%).....	7
图表 6: 三大需求 GDP 增长贡献率(%).....	7
图表 7: 中国每月出口总值及同比增速.....	8
图表 8: 中国每月进口总值及同比增速.....	8
图表 9: 城镇与农村居民人均可支配收入同比增速(%).....	9
图表 10: 城镇与农村居民人均消费支出同比增速(%).....	9
图表 11: 各级别城市对宏观经济乐观受访者占比(%).....	9
图表 12: 当季出入境人员数及同比增速.....	10
图表 13: 美国人均消费支出及服务消费占比.....	10
图表 14: 日本人均消费支出及服务消费占比.....	10
图表 15: 中国人均消费支出及服务消费占比.....	11
图表 16: 餐饮业社零同比增速(%).....	12
图表 17: 2018-2024 年中国餐饮连锁化率.....	12
图表 18: 餐饮产业降本增收重心转移到上游.....	13
图表 19: 食材供应链路径类型.....	13
图表 20: 九毛九原材料占营收比例.....	13
图表 21: 连锁餐饮门店总数及同比增速.....	14
图表 22: 连锁餐饮企业营收及单店收入.....	14
图表 23: 国内旅游人次及同比增速.....	14
图表 24: 国内旅游收入及同比增速.....	14
图表 25: 国内旅游客单价(元).....	15
图表 26: A 股自然景区行业 2025 年 Q1 营收增长率(%).....	15
图表 27: 冰雪旅游相关概念.....	16

图表 28: 中国入境游客数 (万人次)	17
图表 29: 中国国际旅游收入 (百万美元)	17
图表 30: 240 小时免签过境政策适用国家	18
图表 31: 全国旅行社总数	18
图表 32: 全国旅行社接待国内游客人次	18
图表 33: 海南离岛免税购物额及同比增速	19
图表 34: 海南离岛免税人均购物额及同比增速	19
图表 35: 新设市内免税店及其零售商	20
图表 36: 2020-2024 年全国机场吞吐量	20
图表 37: 2020-2024 年全国机场国际航线吞吐量	20

图表3: 社服板块申万三级行业2025Q1营收及归母净利润同比增速(%)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

1.2 行情波动向上, 期待触底回升

社会服务指数上半年震荡上行。截至6月30日, 申万社会服务指数较年初上涨3.65%, 跑赢沪深300指数0.63个百分点。分阶段看: 一季度受旅游市场回暖驱动指数快速上行; 4月因美国加征关税预期升温加剧市场波动, 板块深度调整; 6月下旬金融支持消费政策发力提振市场信心, 指数触底回升趋势显现。

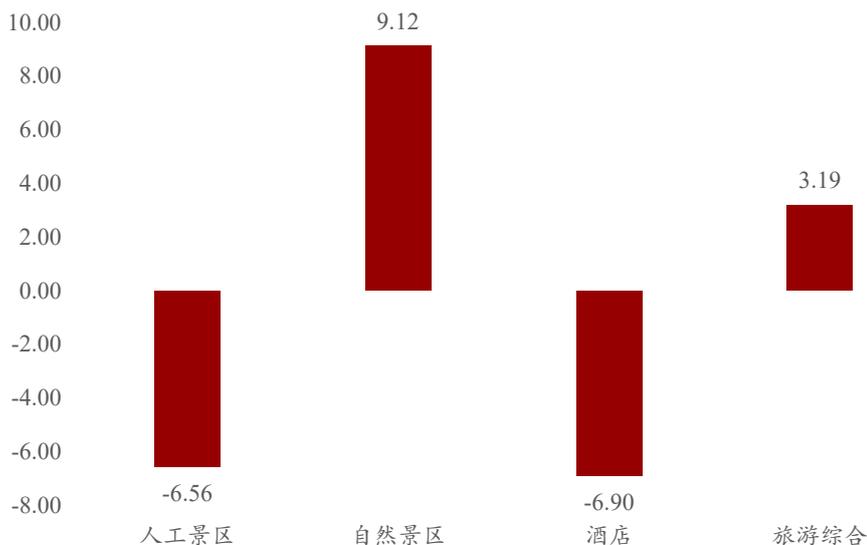
图表4: 上半年社会服务指数行情走势



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

子板块行情分化格局延续。与业绩表现一致, 上半年社会服务子板块中自然景区及旅游综合指数分别较年初上涨9.12%和3.19%, 呈小幅上行态势; 而人工景区与酒店板块则走势承压, 分别下跌6.56%和6.90%。

图表5: 上半年社会服务子板块指数涨跌幅 (%)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

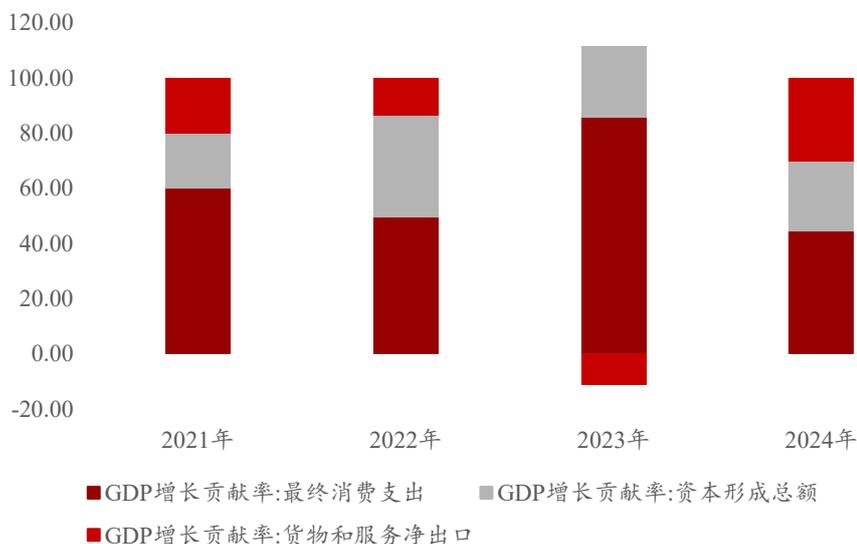
2 下半年服务消费展望: 聚焦顺周期与入境游主线

展望2025年下半年消费行业的发展, 我们认为有三个重要趋势值得关注: (1) **增长引擎的切换**: 消费取代净出口成为经济增长的主要动力; (2) **有效需求的挖掘**: 下沉市场与海外市场的需求释放奠定了消费增长的基础; (3) **消费结构的调整**: 服务消费支出将成为居民消费支出的主体并迎来加速增长阶段。

2.1 增长引擎切换: 消费 VS 净出口

净出口是2024年经济增长的关键驱动力。2025年政府工作报告设定本年度GDP增长预期目标为5%左右, 与2024年实际增长率持平。从三大需求对2024年GDP增长的贡献来看, 货物和服务净出口的贡献率显著提升至30%, 远高于往年水平, 为整体经济的平稳增长提供了重要支撑。

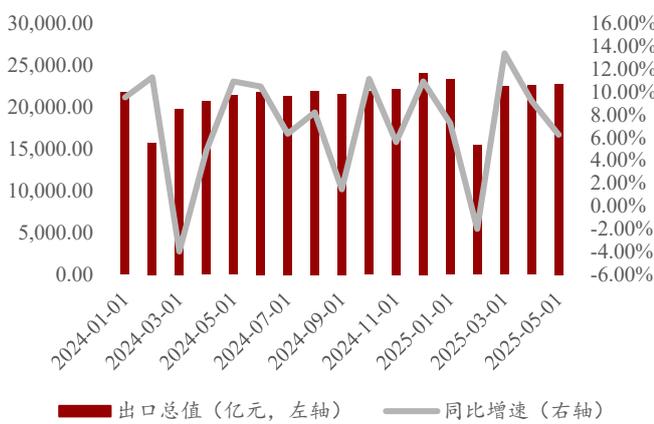
图表6: 三大需求 GDP 增长贡献率 (%)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

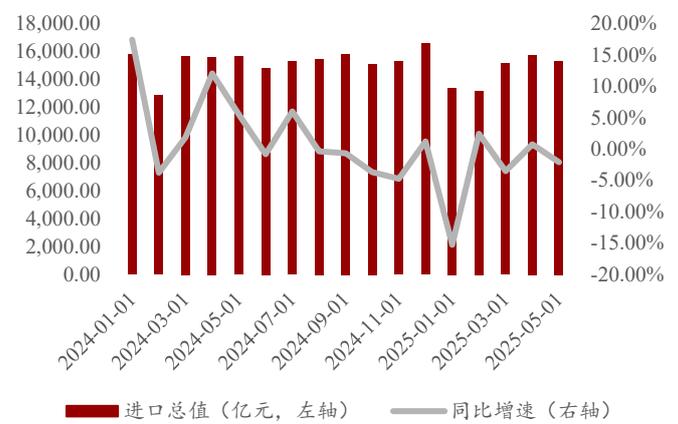
外部风险上升凸显扩大内需的紧迫性。受中美贸易摩擦影响，今年以来国际局势动荡加剧，净出口增长面临更大不确定性。今年一季度国内出口总值增速有所下滑但仍然强劲，主要是美国关税政策出台后国内企业“抢出口”所致，净出口在今年下半年极难维持高增速。为维持整体经济平稳增长，大力提振消费、提升投资效益，全面扩大国内需求成为关键举措。6月24日，中国人民银行、国家发展改革委、财政部、商务部、金融监管总局、中国证监会等六部门联合印发《关于金融支持提振和扩大消费的指导意见》，从支持增强消费能力、扩大消费领域金融供给、挖掘释放居民消费潜力、促进提升消费供给效能、优化消费环境和政策支撑保障等六个方面提出19项重点举措。为扩大消费领域金融供给，《意见》提出支持加大对种子期、初创期企业股权投资，支持消费产业链上优质企业通过发行上市、“新三板”挂牌等方式融资，为消费企业IPO市场带来政策利好，有望带动消费行业估值提升，成为消费上行周期的起点。

图表7: 中国每月出口总值及同比增速



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表8: 中国每月进口总值及同比增速



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

2.2 有效需求挖掘: 下沉市场&海外市场

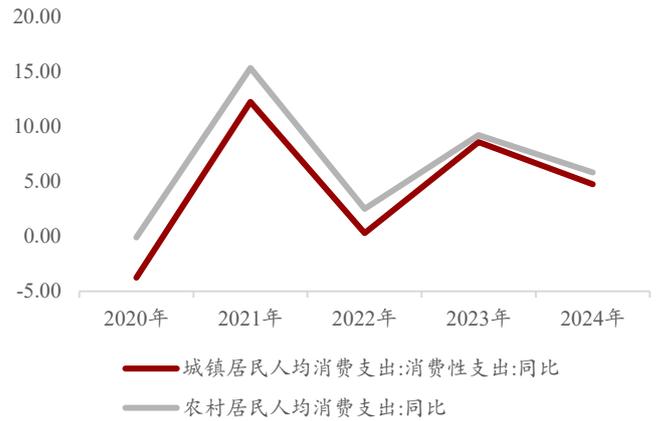
下沉市场消费潜力持续释放为提振内需提供坚实支撑。在乡村振兴政策持续深化及收入增速领先城镇的背景下，农村消费者信心显著提升。2020-2024年间，农村居民人均可支配收入与消费支出增速均持续高于城镇居民。2024年数据显示，农村居民收入增长6.6% (城镇居民为4.5%)，消费支出增长5.8% (城镇居民为4.74%)。麦肯锡2024年中国消费者调研进一步印证，低线城市受访者对经济前景和消费支出持乐观态度的比例明显领先于一二线城市，表明下沉市场需求的持续释放正为扩大消费奠定坚实基础。

图表9: 城镇与农村居民人均可支配收入同比增速 (%)



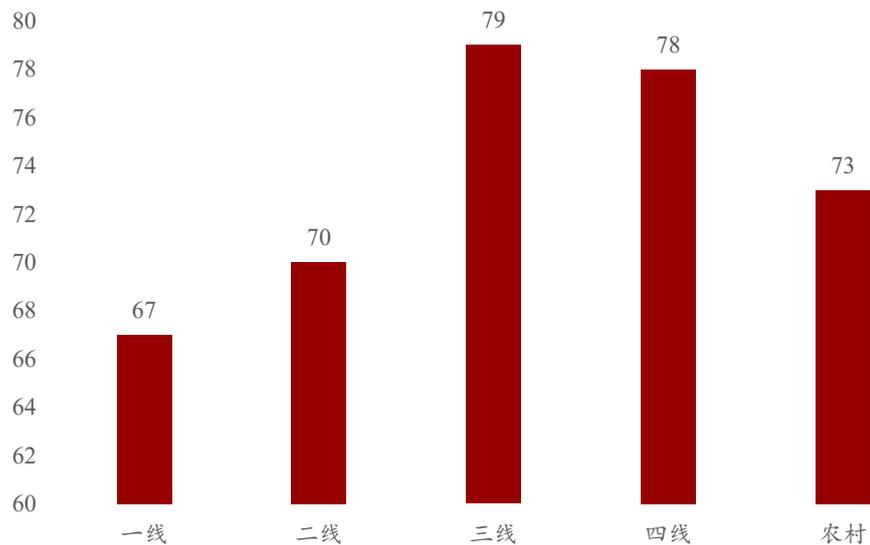
资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表10: 城镇与农村居民人均消费支出同比增速 (%)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

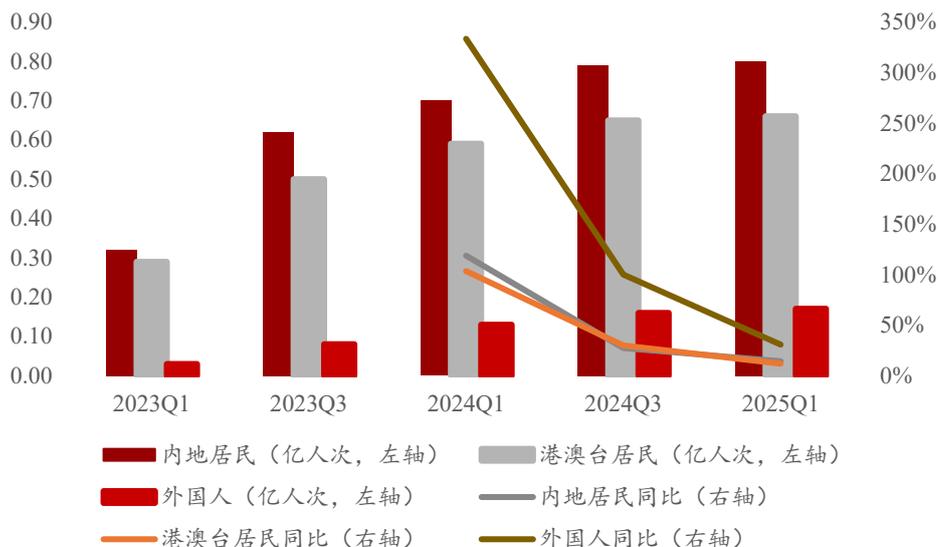
图表11: 各级别城市对宏观经济乐观受访者占比 (%)



资料来源: 麦肯锡咨询, 万联证券研究所

海外市场拓展为消费增长开辟新空间。国内企业积极出海拓展市场空间,同时入境旅游消费为国内市场注入新活力。随着政策支持与服务优化,近两年外国旅客出入境人次增速显著高于内地及港澳台居民,“China Travel”热度持续走高,入境游有望成为服务业发展的重要推力。入境游的发展不仅能在旅游、酒店、交通等领域创造大量直接和间接就业,联动带动交通、住宿、餐饮、购物等全产业链发展,还通过促进文化交流与传播,有效提升我国国际形象,增进世界对中国文化的认知。随着免签政策的进一步放宽、旅游基础设施的持续升级以及产品创新的加速,入境游市场将迎来更多机遇。

图表12: 当季出入境人员数及同比增速

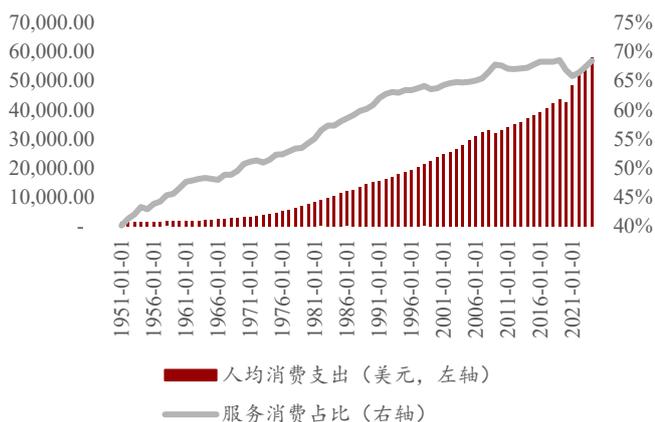


资料来源: 同花顺, 国家移民管理局, 万联证券研究所

2.3 消费结构调整: 商品消费 VS 服务消费

借鉴国际经验, 服务消费占比提升具有阶段性加速特征。参照美日发展历程, 伴随经济增长与人均消费支出增加, 服务消费支出占总消费支出比重持续上升, 截至2024年该比例美国已近70%, 日本接近60%。回顾历史数据, 由于服务消费收入弹性较商品消费更高, 对收入增长变化更加敏感, 因此服务消费占比在经济发展早期增速较缓。但突破50%门槛后, 因服务消费加速渗透, 往往进入快速提升阶段。例如美国1979至1988年间占比自53%升至60%, 年均提升0.7个百分点; 日本1993至1999年间由50%升至57%, 年均增幅达1.2个百分点。

图表13: 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

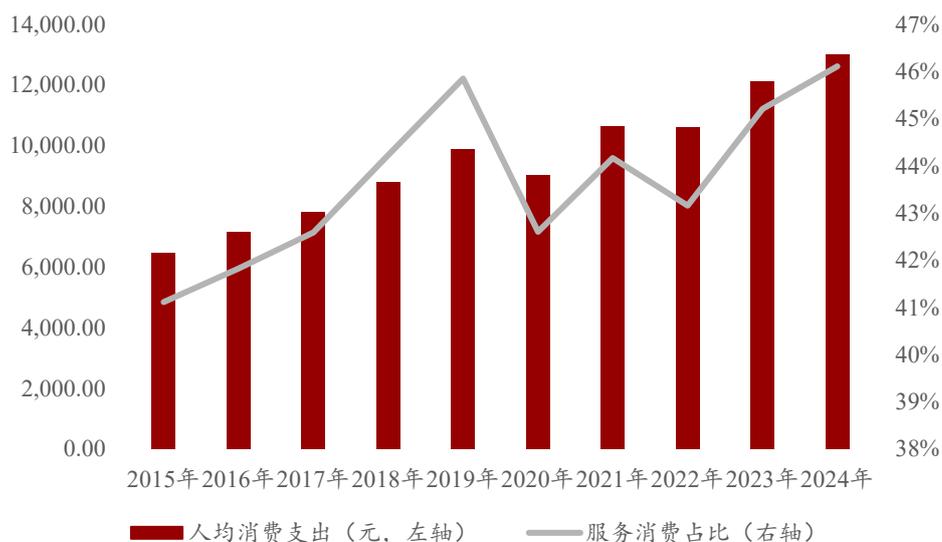
图表14: 日本人均消费支出及服务消费占比



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

我国消费结构升级临近加速拐点。2024年国内服务消费占比恢复至46%, 已重回疫情前水平并接近50%的临界点, 预计将进入快速增长阶段, 成为居民消费的主要构成部分。相较于商品消费, 服务消费的边际效用递减较慢, 优质服务体验不易因重复体验降低消费意愿, 因而具备更高的增长上限和更显著的经济拉动作用。同时, 服务消费具有显著的规模效应, “一业兴、百业旺”, 对带动关联产业发展、促进就业和保障民生至关重要。

图表15: 中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

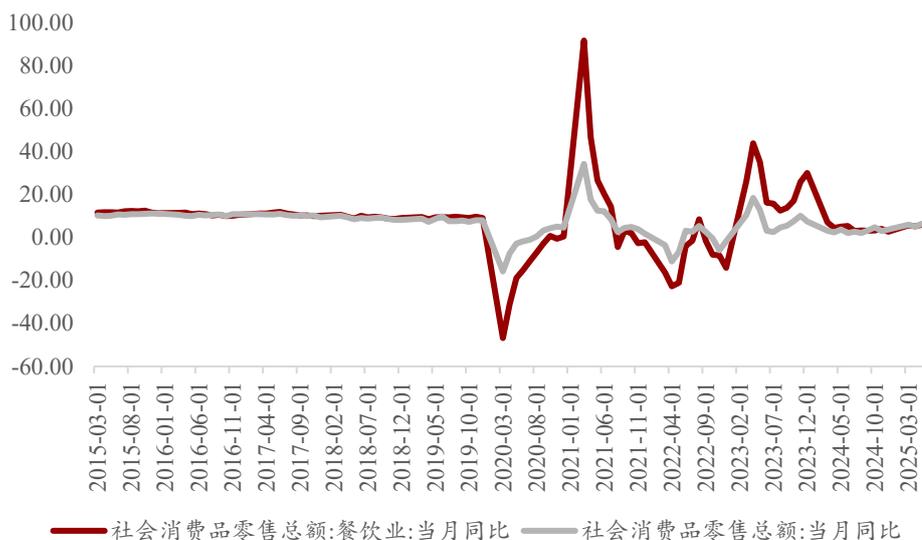
消费上行趋势下, 顺周期与入境游成为核心投资主线。经济增长引擎切换利好消费顺周期行情, 有效需求释放提供持续动能, 消费结构优化创造服务消费增长机遇。综合以上三大趋势, 当前社服行业存在行业整体系统性投资机会, 也存在结构化机会, 我们锚定两条投资主线: (1) 顺周期主线: 把握系统性机会, 关注受益于经济复苏周期中行业性增长的餐饮及景区行业; (2) 入境游主线: 挖掘结构化机会, 聚焦受益于入境旅游市场扩容的旅行社及免税行业。

3 精选赛道

3.1 餐饮: 连锁化加速推进, 集中度持续提升

餐饮业作为典型顺周期 β 板块, 高度同步消费复苏节奏。餐饮消费是居民收入及预期的直接映射, 具备显著的顺周期属性, 其增速与社零增长近年呈现高度同步性: 收入预期向好时, 商业与休闲活动活跃推动餐饮需求扩张; 经济环境承压则社交消费收缩导致行业承压。2025年上半年社零增速延续回升态势, 消费复苏通道确立, 餐饮板块同步受益。

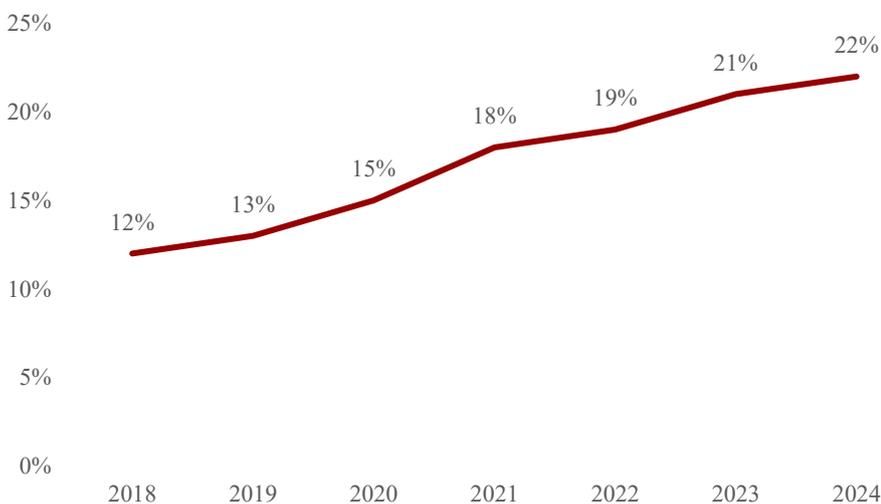
图表16: 餐饮业社零同比增速 (%)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

连锁化进程加速, 餐饮行业集中度持续提升。2018至2024年间, 我国餐饮市场连锁化率从12%稳步提升至22%, 年均增长约1.7个百分点, 反映出连锁餐饮品牌的市场渗透能力与规模优势不断增强。头部餐饮企业通过标准化运营和品牌效应实现快速扩张, 行业资源正逐步向规模化企业集中。

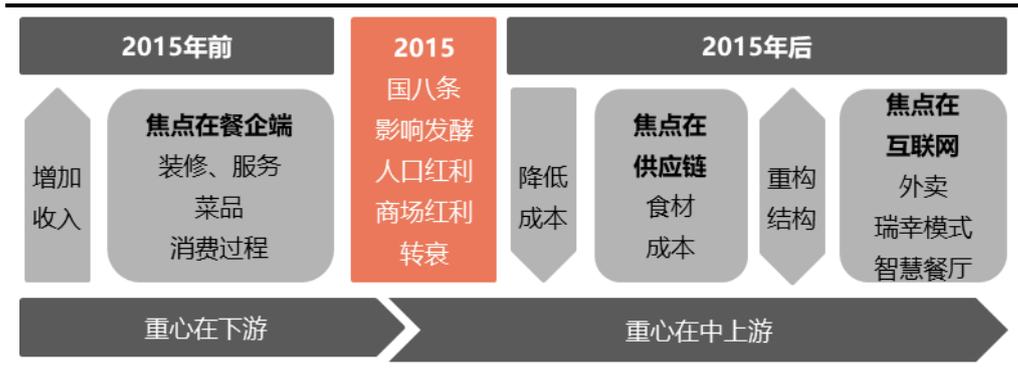
图表17: 2018-2024年中国餐饮连锁化率



资料来源: 美团, 红餐大数据, 万联证券研究所

降本增收重点转移到上游, 餐饮企业致力构建产业链。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”, 焦点集中在餐饮企业、餐饮门店的运营和服务, 以及消费者的消费过程等方面。2015年之后, 随着人口红利和商场红利热度逐渐褪去, 人工成本和房租成本逐渐升高, 餐饮产业的发展重点变为“降本”, 企业致力于通过构建产业链降低原料成本, 或通过创新门店模型重建成本结构。

图表18: 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

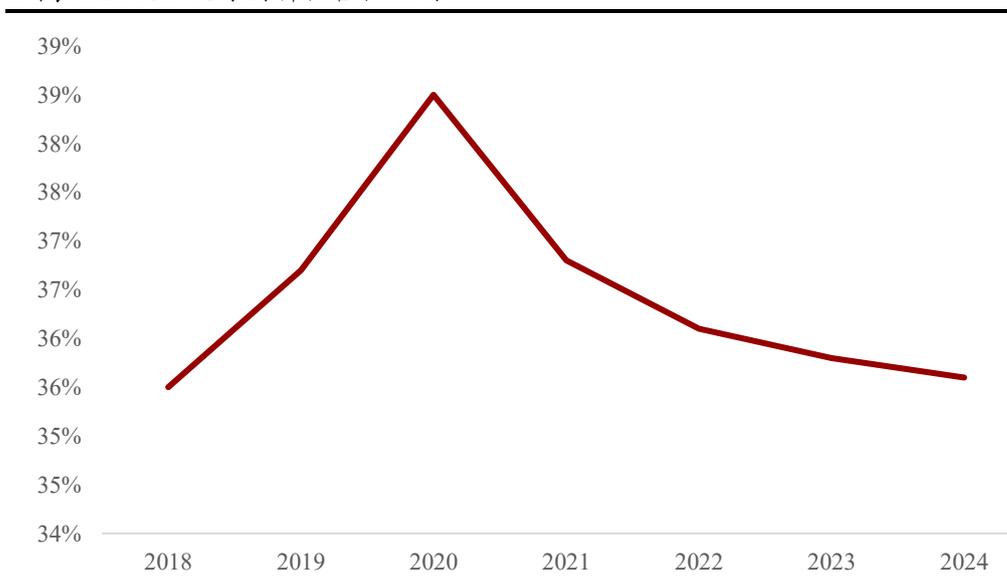
连锁餐饮企业的采购主要依赖供应链优化、集中采购以及源头采购等策略, 以有效降低原材料成本。以广州的连锁餐饮龙头企业九毛九为例, 自2020年起, 公司开始战略性布局上游产业链, 通过与鲈鱼和酸菜供应商合作建厂, 直接参与到原材料的生产环节。此举不仅确保了关键食材的稳定供应, 还显著降低了这两项主要原材料的成本。因此, 2020-2023年九毛九的原材料成本占营业收入的比例持续下降。

图表19: 食材供应链路径类型

	独立店/夫妻店	小型连锁	中型连锁	大型连锁
采购	农贸市场	农贸市场/供应链	供应链	集中采购/源头采购
配送	自提/商家配送	商家配送/供应链物流	供应链物流	自建配送
加工	门店后厨	门店后厨/第三方中央厨房	第三方中央厨房/自建中央厨房	自建中央厨房

资料来源: 红餐网, 万联证券研究所

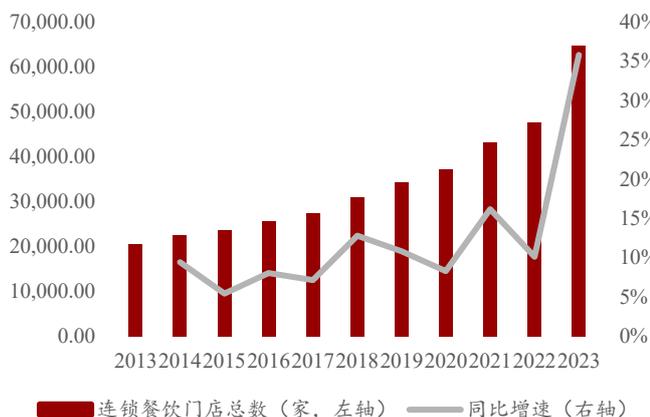
图表20: 九毛九原材料占营收比例



资料来源: 九毛九历年年度报告, 万联证券研究所

连锁餐饮行业加速整合，龙头优势逐步显现。近年来连锁餐饮拓店速度显著提升，2023年门店总数达6.5万家，同比增长36%，行业竞争日趋白热化。在此背景下，单店营收由约650万元下滑至500万元，降幅达23%。面对“三高一低”（高人力成本、高原材料成本、高租金成本、低利润率）的行业困境，中小餐饮企业经营压力持续加大，预计将迎来加速出清。这一过程将推动行业集中度进一步提升，具备规模优势和品牌效应的连锁龙头有望获得更大发展空间。

图表21: 连锁餐饮门店总数及同比增速



资料来源: 国家统计局, 万联证券研究所

图表22: 连锁餐饮企业营收及单店收入



资料来源: 国家统计局, 万联证券研究所

3.2 景区: 旅游市场量价齐升, 关注自然景区与冰雪游

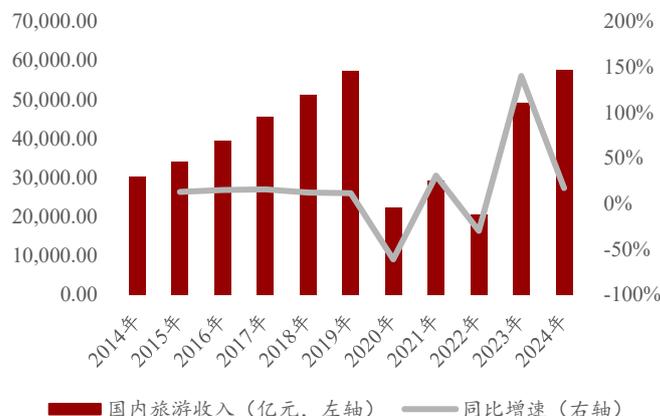
旅游市场迈入发展新阶段, 量价齐升态势持续巩固。经历2023年的快速复苏后, 2024年我国旅游行业转入平稳增长轨道: 全年国内旅游人次达56.15亿, 同比增长14.80%; 旅游总收入5.75万亿元, 增速达17.12%, 呈现量价双升的良好态势。节假日市场表现尤为稳健, 据文旅部数据中心测算, 2025年“五一”黄金周期间全国出游人次3.14亿, 同比增长6.4%, 旅游总收入1802.69亿元, 同比增长8.0%, 增速与春节、清明节等主要假期基本持平, 人均出游花费较去年同期微升。

图表23: 国内旅游人次及同比增速



资料来源: 文旅部, 同花顺, 万联证券研究所

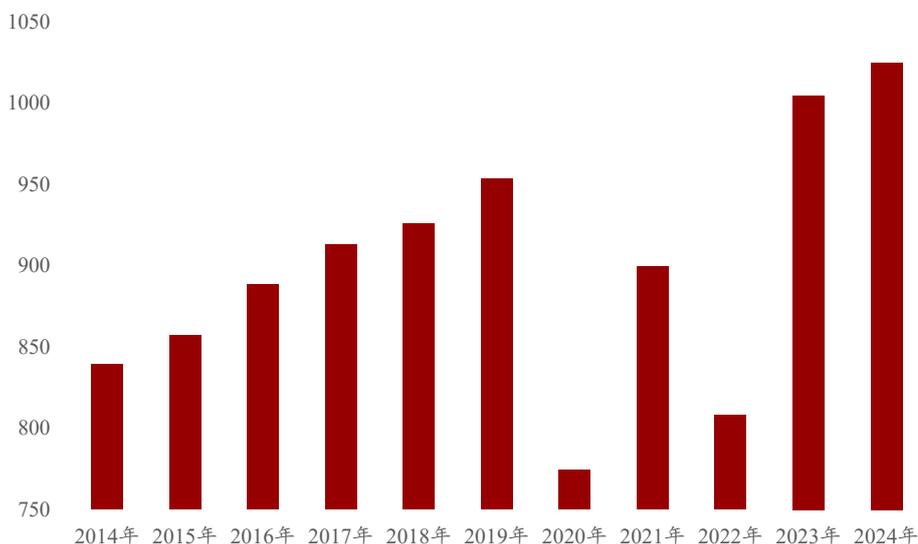
图表24: 国内旅游收入及同比增速



资料来源: 文旅部, 同花顺, 万联证券研究所

国内旅游消费升级趋势显著，客单价持续突破新高。在政策支持、产品供给优化及营销推广等多重因素驱动下，城乡居民旅游消费意愿持续增强，推动客单价稳步提升。2023年国内旅游客单价首次突破千元大关，已恢复并超越疫情前水平；2024年再创新高，增至1025元。随着旅游行业扶持政策与扩大消费政策的持续加码，叠加旅游产品服务品质的不断提升，预计未来旅游客单价仍具备进一步上升空间。

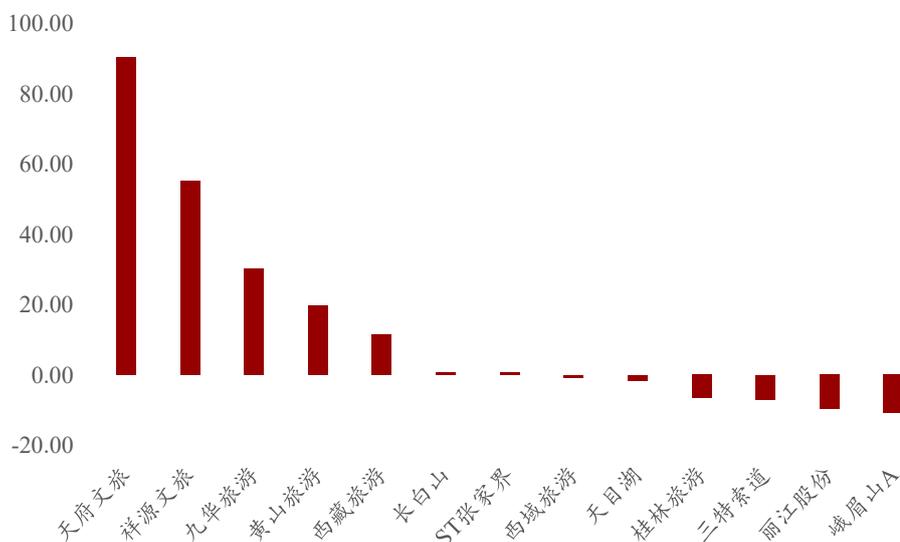
图表25: 国内旅游客单价（元）



资料来源：文旅部，同花顺，万联证券研究所

自然景区龙头淡季表现亮眼，产品创新打开成长空间。受益于旅游市场持续回暖，自然景区类上市公司在2025年一季度传统淡季仍实现营收领跑，天府文旅(+90.54%)、祥源文旅(+55.22%)和九华旅游(+30.13%)位列行业增速前三甲。景区企业在深耕观光主业的同时，针对“Z世代”、“银发人群”等常见群体积极开发特色化、高性价比的个性化产品，既提升了游客体验，也培育了新的利润增长点。展望后市，随着二、三季度旅游旺季来临及服务消费占比提升，景区行业业绩弹性有望进一步释放，中长期成长逻辑清晰。

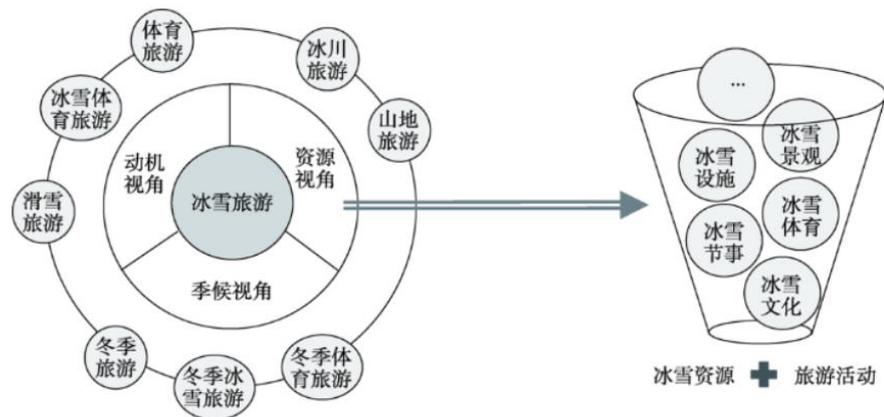
图表26: A股自然景区行业2025年Q1营收增长率(%)



资料来源：同花顺，万联证券研究所

冰雪旅游产业内涵丰富。冰雪旅游是指以冰雪覆盖的自然环境为背景，利用自然或人工冰雪资源作为旅游吸引物开发出来的所有旅游活动形式的总称。2021年，文旅部、发改委和国家体育总局印发了《冰雪旅游发展行动计划（2021—2023年）》，以2022年北京冬奥会为契机，加大冰雪旅游产品供给，推动冰雪旅游高质量发展，冰雪旅游产业得以成为旅游及景区行业的重要增长引擎之一。冰雪旅游产业内涵丰富，从资源视角出发，冰雪旅游内容主要为欣赏冰雪及冰雪组合景观、冰雪气候资源、冰川或冰川遗址等自然或人工冰雪造物，具有独特的休闲旅游体验；从旅游动机视角出发，冰雪旅游具有较强的运动属性，参加滑雪等运动、观赏冰雪体育活动是吸引游客特别是年轻群体的有效方式；从旅游季候视角出发，冰雪旅游从属于冬季旅游范畴，对拉动冬、春旅游淡季、挖掘旅游景区市场增量具有重要意义。

图表27：冰雪旅游相关概念



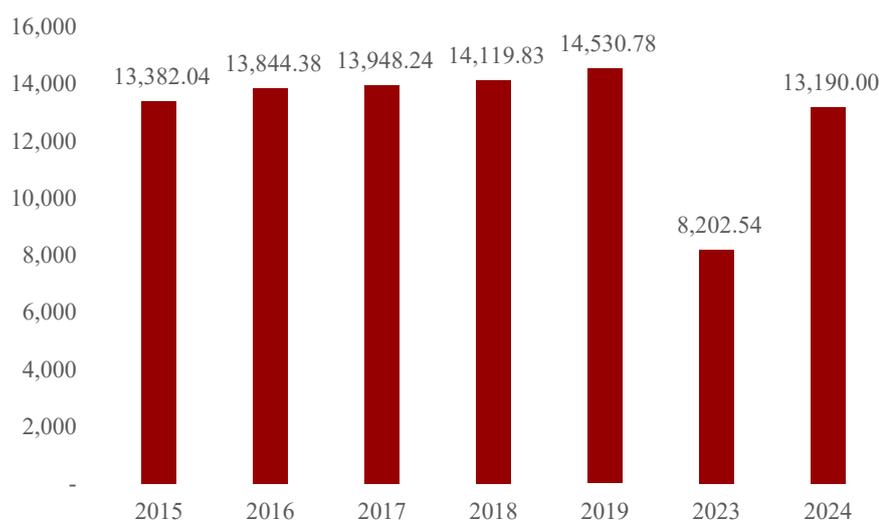
资料来源：唐承财、肖小月、秦珊《中国冰雪旅游研究：内涵辨析、脉络梳理与体系构建》，万联证券研究所

政策加码助推冰雪经济高质量发展。2024年11月国务院办公厅印发《关于以冰雪运动高质量发展激发冰雪经济活力的若干意见》，从运动普及、产业升级、基建完善、主体培育、消费促进等八大维度提出24条具体举措，并设定明确发展目标：2027年冰雪经济规模达1.2万亿元，2030年突破1.5万亿元。这一顶层设计通过系统性的政策组合拳，为冰雪产业注入强劲发展动能。在政策红利持续释放和消费复苏趋势的双重驱动下，冰雪旅游有望成为景区板块下半年的核心增长引擎。

3.3 旅行社：市场整合加速，入境游带来增长机遇

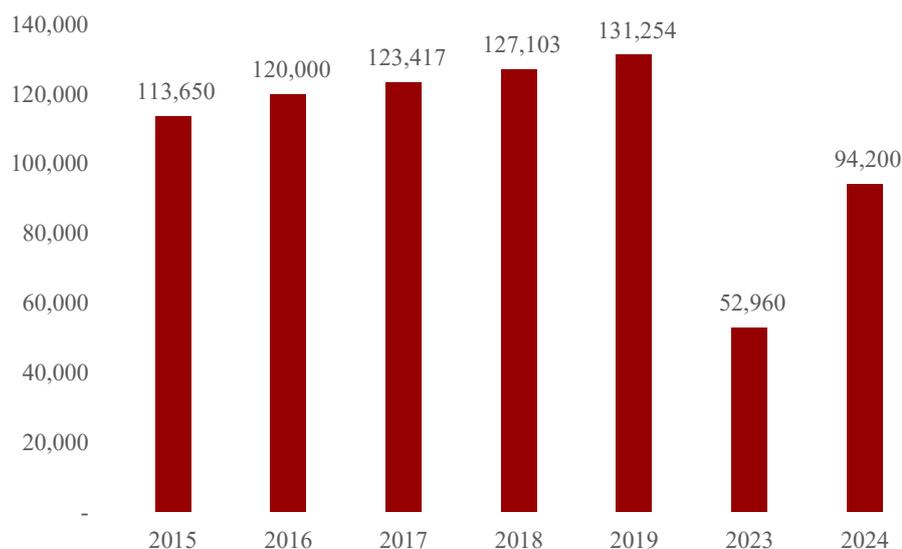
入境游强势复苏。受新冠疫情影响，2020-2022年我国入境旅游市场陷入低谷，景区运营与游客接待量大幅萎缩。随着2023年防疫政策优化调整，市场呈现V型复苏：2023年入境游客量回升至8202.54万人次，2024年在签证便利化、支付优化等政策推动下，入境人次同比激增60.8%达1.32亿，恢复至2019年的90.8%；同期国际旅游收入同比增长77.9%至942亿美元，恢复率达71.8%。市场热度持续攀升，2024年海外用户对对中国旅游相关搜索量同比提升26%，2025年一季度搜索热度延续增长态势。据摩根士丹利预测，未来十年入境游将创造1.7-4.5万亿美元经济收益，对GDP贡献率有望提升至2%-4%，彰显其作为经济增长新引擎的战略价值。

图表28: 中国入境游客数 (万人次)



资料来源: 国家统计局, 万联证券研究所

图表29: 中国国际旅游收入 (百万美元)



资料来源: 国家统计局, 万联证券研究所

出入境政策持续加码。2024年以来,我国在出入境政策方面采取了一系列措施以促进国际旅游业发展。2024年12月17日,国家移民管理局发布公告,全面放宽优化过境免签政策,将过境免签外国人在境内停留时间由原72小时和144小时均延长为240小时(10天),同时新增21个口岸为过境免签人员入出境口岸,并进一步扩大停留活动区域。符合条件的俄罗斯、巴西、英国、美国、加拿大等54国人员,从中国过境前往第三国(地区),可从24个省(区、市)60个对外开放口岸中任一口岸免签来华,并在规定区域停留活动不超过240小时。2025年6月12日,国家移民管理局发布公告,印度尼西亚公民可适用240小时过境免签政策便捷来华,中国240小时过境免签政策适用国家增至55国。

政策红利与文化软实力共促入境游发展。出入境免签政策持续加码,有利于提高我国

旅游业的发展水平，吸引更多外国游客来华旅游观光。2025年上半年，全国各口岸累计出入境人员3.33亿人次，同比上升15.8%；其中内地居民1.59亿人次、港澳台居民1.36亿人次，外国人3805.3万人次、同比分别上升15.9%、12.2%、30.2%，外国人出入境人次同比增速仍然居首。随着各项政策的推出与服务质量的提升，入境游有望成为推动我国服务业发展的重要力量。在经济上，入境旅游的繁荣能在旅游服务、酒店管理、交通运输等领域创造大量直接和间接就业机会，有效带动交通、住宿、餐饮、购物等多个领域相关产业链发展；在文化上，大量外籍游客的涌入促进了文化的交流与传播，有助于提升我国的国际形象，增进世界各国人民对中国文化的了解和认识。预计未来入境游将得到签证便利化、旅游产品多样化、国际营销策略的升级等更多政策支持 and 市场创新，提升中国作为国际旅游目的地的吸引力，促使入境旅游市场迎来新一轮的快速增长期，进一步巩固和提升中国在全球旅游经济中的地位。

图表30: 240小时免签过境政策适用国家

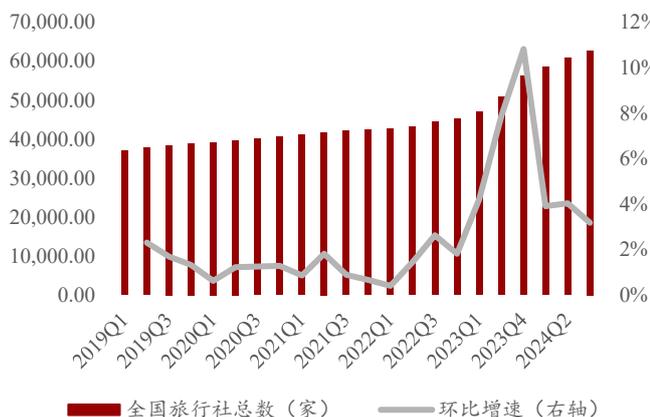
地区	国家
欧洲 (40国)	奥地利、比利时、捷克、丹麦、爱沙尼亚、芬兰、法国、德国、希腊、匈牙利、冰岛、意大利、拉脱维亚、立陶宛、卢森堡、马耳他、荷兰、波兰、葡萄牙、斯洛伐克、斯洛文尼亚、西班牙、瑞典、瑞士、摩纳哥、俄罗斯、英国、爱尔兰、塞浦路斯、保加利亚、罗马尼亚、乌克兰、塞尔维亚、克罗地亚、波黑、黑山、北马其顿、阿尔巴尼亚、白俄罗斯、挪威
北美洲 (2国)	美国、加拿大
南美洲 (4国)	巴西、墨西哥、阿根廷、智利
大洋洲 (2国)	澳大利亚、新西兰
亚洲 (7国)	韩国、日本、新加坡、文莱、阿联酋、卡塔尔、印度尼西亚

资料来源: 国家移民管理局, 万联证券研究所

注: 数据截至2025年6月30日。

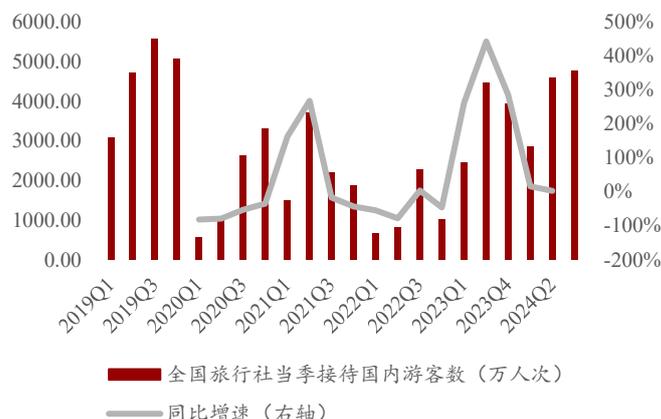
旅行社行业规模快速扩张，市场整合加速。2019至2022年间，我国旅行社数量保持平稳增长，年均增速维持在1%-2%区间。2023年疫情防控政策调整后，行业迎来爆发式扩容，旅行社总数从2023Q1的4.7万家快速增长至2024Q3的6.3万家，其中2023Q4单季增速突破10%，创近年新高。然而，市场复苏呈现结构性特征：尽管供给端快速扩张，2024Q3全国旅行社接待游客4782万人次，仍较2019年同期存在明显差距。这种供需增速的差异说明行业已进入深度调整期，市场整合与优胜劣汰进程或将加速。

图表31: 全国旅行社总数



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表32: 全国旅行社接待国内游客人次



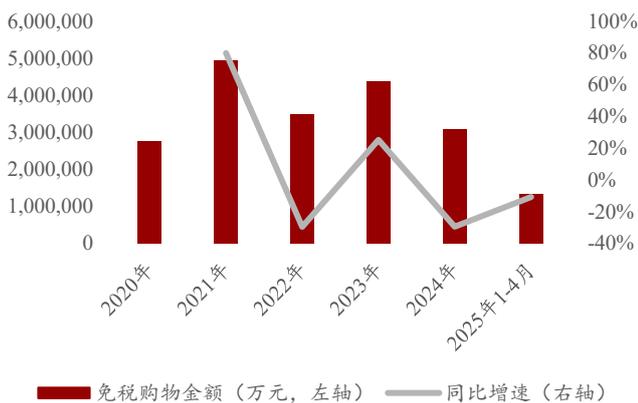
资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

入境游复苏为旅行社创造结构性增长机遇。在需求侧，“China Travel”热潮带来的国际客源扩容，为旅行社业务提供了新的增长点。国际游客面临的语言障碍、签证复杂性和文化差异等痛点，显著提升了其对专业导游服务、手续代办等一站式解决方案的需求，其参团率较国内游客明显更高。同时，国际游客对中国文化和自然景观的认知相对统一，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，不仅提升运营效率，更有利于优化整体毛利率水平，推动旅行社业务向高质量、高附加值方向发展。

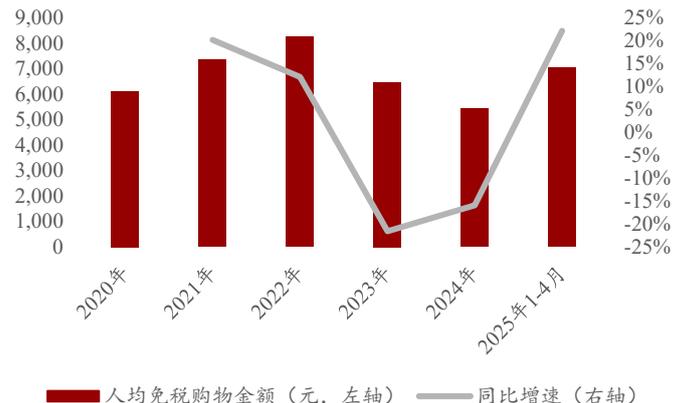
3.4 免税：海南封关影响有待观望，市内免税加速落地

海南离岛免税市场呈现结构性调整特征。自2011年政策试点以来，海南离岛免税业务快速发展，疫情期间因跨境消费受限获得显著增长，2021年销售额达峰值494.7亿元。伴随国际旅行恢复与跨境选择增多，业务规模有所回落，2025年1-4月离岛免税销售额、购物人次、人均消费额分别为133.3亿元、188.78万人次和7,061元，较2024年同期分别变动-10.75%、-26.98%和+29.69%。数据表明，离岛免税收入下滑主因购物人次下降，而居民消费能力在政策支持下持续修复，离岛免税人均消费额显著提升并已接近2021年峰值水平。

图表33：海南离岛免税购物额及同比增速



图表34：海南离岛免税人均购物额及同比增速



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

海南全岛封关运作开启转型新阶段，对离岛免税业务影响呈现两面性。作为自贸港建设的核心工程，海南预计将于2025年底正式封关，相关基础设施（31个硬件及4个查漏补缺项目）及信息化系统（33个项目）已于2024年底基本建成。2025年作为缓冲期后将实行“一线放开、二线管住、岛内自由”的监管模式：境外货物、资金、人员可自由进出海南（98%商品零关税）；海南与内地间设立虚拟监管线，入内地货物需征税；岛内推行简并税制（如销售税）、企业及个人所得税最高15%，并允许资金自由跨境流动。封关对离岛免税政策定位及业务影响仍存不确定性。一方面，封关将提升海南整体吸引力和国际游客流量，为离岛免税带来新的客源；另一方面，进口商品整体价格下降可能削弱免税品价格优势，且“一线放开”将加剧免税市场的国际竞争。

市内免税政策松绑释放消费增长新动能。2024年8月五部委联合发布《关于完善市内免税店政策的通知》，通过三大突破性调整激活市场潜力：一是将中国籍出境旅客纳入适用对象，推动国内优质商品境外消费，政策红利将显著惠及广州、深圳、珠海等出入境流量高地；二是取消购物额度限制，珠宝首饰、高端白酒等高单价商品销售空

间大幅拓宽，客单价提升潜力优于离岛免税；三是门店网络由6家扩容至27家（含13家转型及8家新设），覆盖全国22个城市，突破机场及区域限制实现“随时随地购”，显著提升消费体验与客流承载能力，同步强化旅游吸引力与地方经济协同效应。

市内免税店网络加速落地，商业与文旅价值同步凸显。新设的8家市内免税店均已完成运营商招标，大多采用免税零售商+本地大型商旅集团联合运营的形式，其中广州、成都、天津、西安、福州免税零售商为中免集团，深圳为中免与深免，武汉及长沙为王府井，预计均将于年内开业。其中武汉首家市内免税店已于2025年5月30日率先开业，成为新政后全国首个新增门店。这些选址核心商圈的免税店有望成为城市消费新地标，通过延长游客停留时间带动周边餐饮、酒店及交通业态协同发展，并依托地方文化特色强化对国际游客的吸引力，在促进中华文化传播的同时扩大面向入境旅客的免税消费规模。

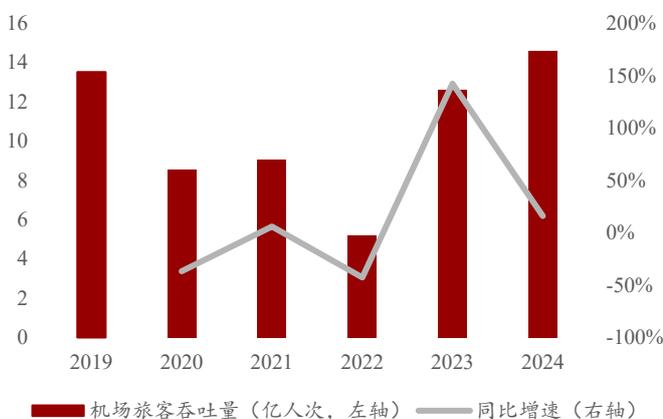
图表35: 新设市内免税店及其零售商

城市	免税零售商
广州	中免
成都	中免
天津	中免
西安	中免
福州	中免
深圳	中免&深免
武汉	王府井
长沙	王府井

资料来源: 中免集团, 王府井集团, 万联证券研究所

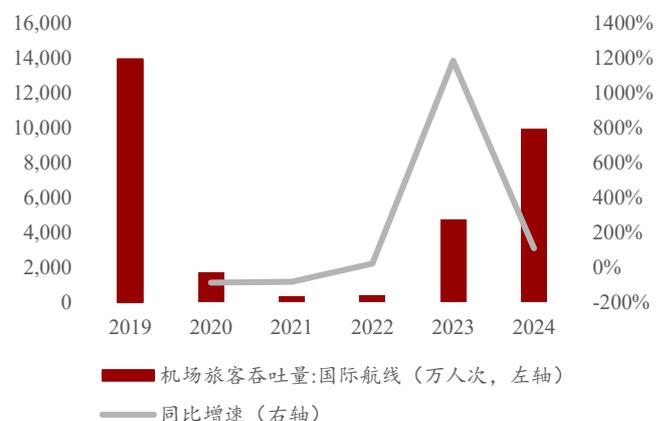
机场免税业务迎来复苏拐点。疫情期间国际及国内航线客运量大幅下滑，严重冲击机场免税业态。2020-2022年国际旅客运输量维持极低水平，2023年防疫政策优化后开始快速回升。2024年全国机场国际航线吞吐量同比激增109.81%至9927.90万人次，恢复至2019年同期的71.24%。随着疫情影响持续消退及我国国际影响力提升，国际旅客规模有望持续扩大并超越疫前水平，为机场免税业务提供强劲正向支撑。

图表36: 2020-2024年全国机场吞吐量



资料来源: 中国民用航空局, 万联证券研究所

图表37: 2020-2024年全国机场国际航线吞吐量



资料来源: 中国民用航空局, 万联证券研究所

4 投资建议与风险因素

4.1 投资建议

为支撑经济平稳增长，提振消费、扩大内需成为核心路径。下沉市场潜力持续释放夯实消费基础，海外拓展开辟新增量空间，同时服务消费占比接近50%临界点，预计将加速成为居民消费主体。经济增长动能转换驱动消费顺周期β行情，有效需求释放与服务结构优化创造系统性机遇。基于此，我们聚焦两大投资主线：一是顺周期主线，关注受益经济复苏的餐饮及景区行业；二是入境游主线，把握旅行社及免税行业扩容红利。**建议关注：**（1）具备规模效应且业绩弹性突出的**连锁餐饮**；（2）经营稳健、满足多元需求的**自然景区及冰雪游龙头**；（3）受益客流复苏的**旅行社**；（4）享政策与需求双驱动的**免税零售商**。

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