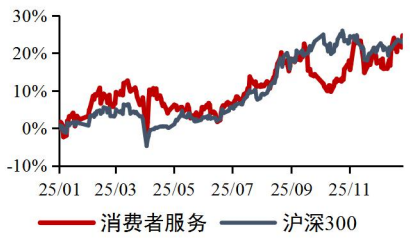
消费者服务

社会服务行业 2026 年度策略　同步大市-A(维持)

服务型消费有望成为促进消费增长重要引擎

2026 年 1 月 27 日　　行业研究/行业年度策略

消费者服务板块近一年市场表现



资料来源：常闻

相关报告：

【山证社服】社会服务行业 2025 年度策略：消费趋于理性，品质化与性价比需求旺盛（2025.1.24）

分析师：

王冯

执业登记编码：S0760522030003

邮箱：wangfeng@sxzq.com

张晓霖

执业登记编码：S0760521010001

邮箱：zhangxiaolin@sxzq.com

投资要点：

- **2025 年社会服务行业整体表现：投资风格切换，估值小幅抬升。**2025 年全年（数据统计截至 2025 年 12 月 31 日，下同），在 A 股申万 31 个一级行业中涨跌幅位列第 21。海南自贸港封关、出境游全面复苏带动题材性个股表现阶段性行情。投资风格切换，2025Q3 机构持仓比例下降，年内行业整体估值小幅抬升。
- **2026 年社会服务行业趋势展望：服务型消费有望成为促进消费增长重要引擎。餐饮：市场增速放缓，外卖补贴大战加速行业洗牌。**禁酒令对行业的影响有望在大众餐饮、文旅经济等民生就餐场景中逐渐消化。三大外卖平台补贴大战，预计 2025 年外卖市场规模增速将超过 10%，有望达到 1.4 万亿元。**酒店：存量周期下中档酒店、特许经营模式呈扩张趋势。**2020-2022 年期间规划、开工的酒店项目在 2023-2025 年集中进入市场，形成巨大的供给潮。一二线城市酒店市场逐渐饱和，下沉市场已成为各大酒店集团争夺的新战场。**免税：免税新政与封关成为重要催化剂。**2025 年末新政与封关成为重要催化剂。供给端扩容（进口+国货）与需求端扩围（离境+岛内居民）形成双向拉动，为后续封关后市场扩容奠定基础。**出入境：市场加快复苏。**伴随入境旅游签证、支付等便利政策红利不断释放，入境游市场恢复增长态势明显。2025Q2 出入境人次共 1.7 亿人次，其中外国人 0.21 亿人次、占比 12.4%。
- **投资建议：1）餐饮：**市场竞争激烈、持续下沉，高线城市淘汰速度加快。二线以上城市餐饮行业竞争激烈，中式餐饮门店分布进一步向三线及以下城市下沉。2025 年三大平台外卖大战单店销售额基数较高，建议关注 2026 年茶饮、餐饮门店同店变化以及品牌外延扩张情况。**2）酒店：**存量周期之下特许经营模式呈显著扩张态势。2025Q3 锦江酒店归母净利润同比增长 45.45%，主要系公司在内部管理及债务重组两大方面优化；首旅酒店 2025 年 RevPAR 同比改善明显。建议关注：锦江酒店、首旅酒店。**3）免税：**封关效应与免税新政红利共振，推动海南自贸港封关销售额持续增长；3C 产品、黄金、珠宝腕表占比提升带动客单价成为拉动销售增长核心引擎。建议关注：中国中免。**4）出入境：**免签国家持续增加，北上广深入境游客接待规模有希望继续攀升。粤港澳大湾区“跨城消费”热潮的持续升温，港澳台地区依然是首要的入境旅游市场。建议关注：众信旅游。
- **重点公司关注：**中国中免、锦江酒店、首旅酒店、众信旅游。

风险提示：居民消费意愿不及预期风险；免税政策变化风险；酒店行业供需变化风险；出入境旅游受突发事件影响风险；突发事件或不可控灾害风险。

目录

1. 2025 年社会服务行业整体表现：投资风格切换，估值小幅抬升.....6

2. 2026 年社服行业趋势展望：服务型消费有望成为促进消费重要引擎.....9

2.1 餐饮：餐饮市场增速放缓，外卖补贴大战加速行业洗牌.....11

2.2 酒店：存量周期下中档酒店、特许经营模式呈扩张趋势.....17

2.3 免税：免税新政与封关成为重要催化剂.....21

2.4 出入境：市场加快复苏.....24

3. 投资建议.....27

4. 风险提示.....27

图表目录

图 1： 2025 全年申万社会服务行业指数上涨 9.71%，涨跌幅在申万一级行业中位列第 21.....6

图 2： 2025 年申万社会服务行业指数与上证综指、沪深 300 指数涨跌幅对比.....7

图 3： 申万社会服务行业 2025 年末估值 45.96 倍.....7

图 4： 社会服务 2025 年末相对沪深 300 估值 3.24.....7

图 5： 2025 年申万社会服务行业各子板块估值情况.....8

图 6： 2025 年申万社会服务各子板块涨跌幅情况.....8

图 7： 2025 年社会服务行业个股涨跌幅情况.....8

图 8： 居民人均服务性消费支出以及占人均消费支出比重.....10

图 9： 第三产业及餐饮和住宿业对 GDP 同比拉动.....10

图 10： 居民人均教育、文化和娱乐支出及占人均消费支出比重.....10

图 11： 2022-2029 中国情绪经济市场规模及预测.....10

图 12： 餐饮行业收入占社会消费品零售总额比重.....12

图 13： 社零总额及餐饮收入同比增速情况.....12
图 14： 2020-2025 全国餐饮收入及同比增速.....12
图 15： 消费者信心指数年内有所回升.....12
图 16： 全国餐饮门店数量变化.....13
图 17： 全球主要国家与地区每万人餐饮门店数对比.....13
图 18： 国内餐饮门店 2019-2025E 开店&关店情况.....13
图 19： 2024.4-2025.4 餐饮行业门店新增数&倒闭数.....13
图 20： 国内餐饮各线级城市门店数占比.....14
图 21： 各城市线级开关店率.....14
图 22： 过去 5 年中式餐饮连锁化率变化.....15
图 23： 过去 5 年餐饮连锁门店各规模占比.....15
图 24： 2020-2024 年全国餐饮企业存量.....15
图 25： 近三年各类餐饮赛道均价变化.....15
图 26： 2019-2025 年全国外卖市场规模情况.....16
图 27： 2019-2025 年堂食/外卖占比情况.....16
图 28： 2016-2024 年中国酒店业门店数增长情况.....17
图 29： 2016-2024 年中国酒店业客房数增长情况.....17
图 30： 2024 年中国酒店数和客房数.....18
图 31： 2024 年中国酒店业客房数连锁化率.....18
图 32： 中国内地酒店客房新增供应量增速.....19
图 33： 国内五星级酒店客源国籍构成比较.....19
图 34： 2020-2024 年签约酒店管理模式分布.....19
图 35： 不同开发类型中，特许经营模式酒店占比.....19

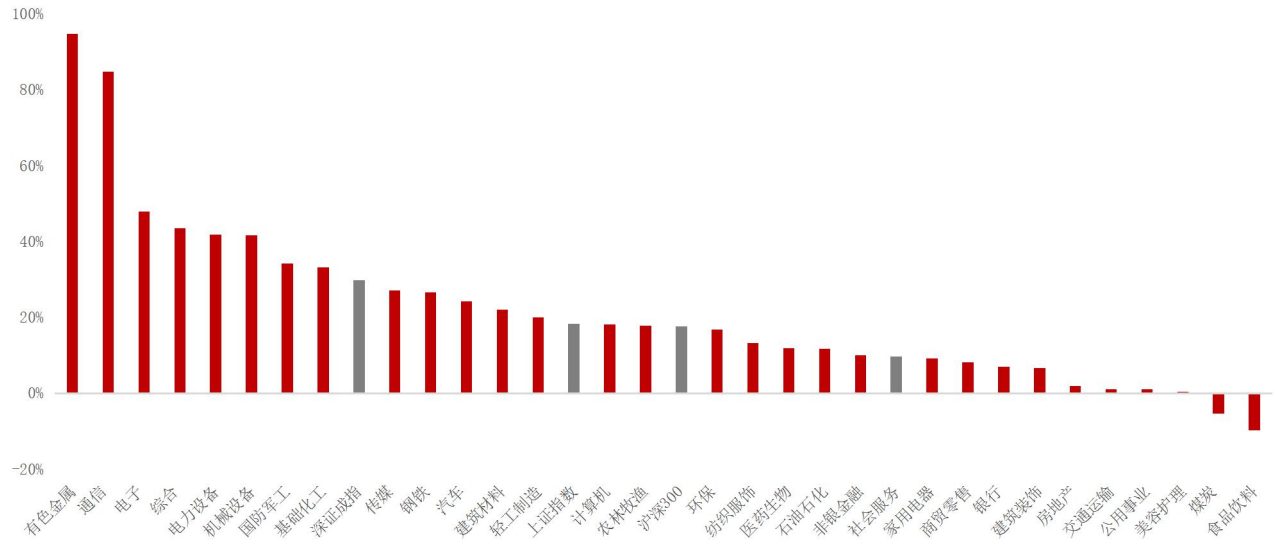
图 36： 2020-2024 年高档及以上定位签约酒店平均客房体量占比.....20
图 37： 2020-2024 年中档及以上层级签约酒店平均客房体量占比.....20
图 38： 首旅酒店 RevPAR 同比变化.....21
图 39： 首旅酒店 ADR 同比变化.....21
图 40： 锦江酒店 RevPAR 同比变化.....21
图 41： 锦江酒店 ADR 同比变化.....21
图 42： 离岛免税销售额及同比增速.....22
图 43： 离岛免税购物人数及同比增速.....22
图 44： 离岛免税购物件数及同比增速.....23
图 45： 离岛免税客单价及同比变化.....23
图 46： 入岛游客离岛免税购物渗透率.....23
图 47： 海南接待外国游客占比情况.....23
图 48： 国内出入境人次及外国人占比.....24
图 49： 民航客运量&国际航线客运量同比情况.....24
图 50： 首都机场国外航线数量同比及占比情况.....24
图 51： 浦东机场国外航线数量同比及占比情况.....24
图 52： 2024.3 年以来北京市接待入境外国人游客量及增速.....25
图 53： 2024.3 以来上海市接待入境外国人游客量及增速.....25
图 54： 广州市接待海外旅游者及同比.....25
图 55： 深圳市接待海外游客人次及同比.....25
图 56： 各数量级机场客运航班量同比增速.....26
图 57： 各数量级机场旅客吞吐量同比增速.....26

表 1： 社会服务行业 2025Q3 基金重仓个股概览.....9
表 2： 2025 年促进服务型消费发展政策概览.....11
表 3： 2024-2025 年部分餐饮企业上市情况.....17
表 4： 海南自贸港封关运行相关政策.....22

1. 2025 年社会服务行业整体表现：投资风格切换，估值小幅抬升

2025 年全年（数据统计截至 2025 年 12 月 31 日，下同），深证成指、上证指数、沪深 300 分别上涨 29.87%、18.41%、17.66%，申万社会服务行业指数上涨 9.71%，分别跑输大盘 20.16pct、8.7pct、7.95pct，在 A 股申万 31 个一级行业中涨跌幅位列第 21。

图 1：2025 全年申万社会服务行业指数上涨 9.71%，涨跌幅在申万一级行业中位列第 21



资料来源：wind，山西证券研究所

2025 年初申万社会服务行业指数整体波动上涨，与上证指数、沪深 300 走势趋同；2025Q4 以来社服行业震荡回调，年内跑输沪深 300 指数 7.95 个百分点。一季度春节假期旅游、餐饮、酒店等出行链需求集中释放，春节假期 8 天国内出游 5.01 亿人次、同比增长 5.9%，国内出游总花费 6770.02 亿元、同比增长 7.0%；二、三季度酒店盈利能力提升、小长假暑期出行旺季等因素叠加市场行情，行业指数涨幅明显；四季度海南自贸港封关细则相继落地，市场资金偏向科技板块，社服板块震荡回调。

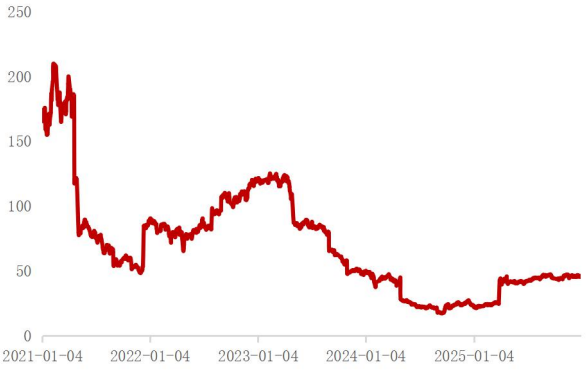
图 2：2025 年申万社会服务行业指数与上证综指、沪深 300 指数涨跌幅对比



资料来源：wind，山西证券研究所

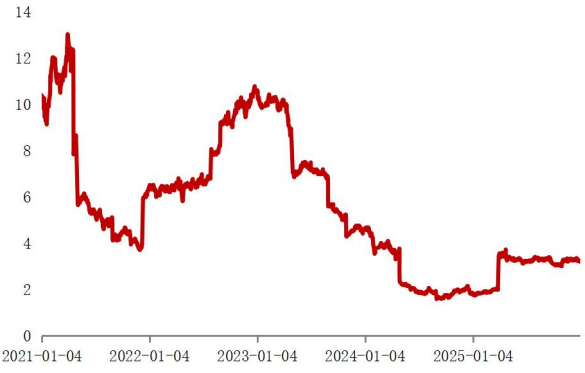
投资风格切换，年内行业整体估值小幅抬升。2023 年 4 月起社会服务行业经营情况持续好转，估值逐渐回落至合理区间；年末免税行业受到政策利好推动上涨，带动板块估值抬升。2025 年末申万社会服务行业整体估值为 45.96 倍（TTM，整体法），高于上年同期 23.35 倍，远低于行业近五年均值 70.07 倍。2025 年行业整体相对于沪深 300 估值为 3.24，高于上年同期 1.81。

图 3：申万社会服务行业 2025 年末估值 45.96 倍



资料来源：wind，山西证券研究所

图 4：社会服务 2025 年末相对沪深 300 估值 3.24

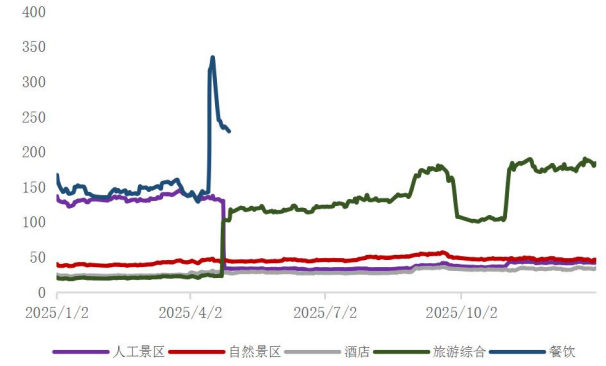


资料来源：wind， 山西证券研究所

2025 全年社会服务行业各子板块表现分化。涨跌幅分别为：旅游综合（+26.92%）>自然景区（+11.12%）>酒店（+5.22%）>人工景区（-5.43%）>餐饮（-14.32%）。

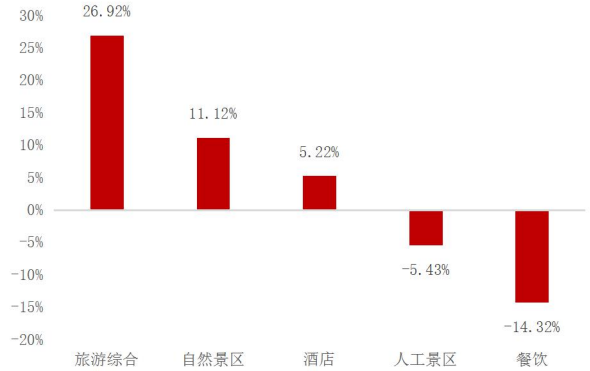
估值方面，截至 2025 年末，酒店（34.1 倍）、人工景区（41.95 倍）、自然景区（46.36 倍）、旅游综合（183.92 倍），旅游综合板块内包含 ST 摘帽标的以及新上市标的，子板块估值偏离正常范围。

图 5：2025 年申万社会服务行业各子板块估值情况



资料来源：wind，山西证券研究所

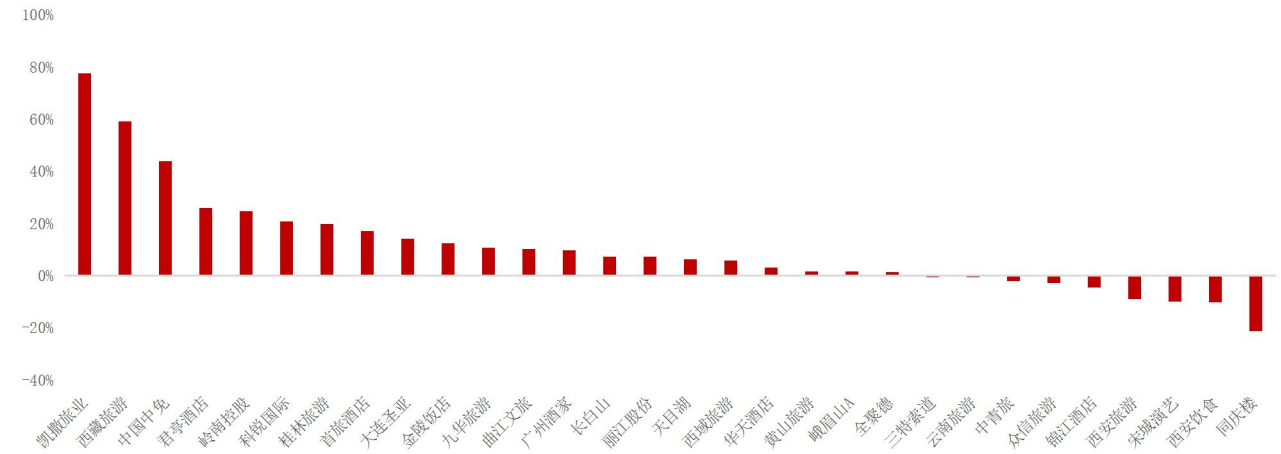
图 6：2025 年申万社会服务各子板块涨跌幅情况



资料来源：wind， 山西证券研究所

海南自贸港封关、出境游全面复苏带动题材性个股表现阶段性行情。海南封关带动海南唯一旅游上市标的凯撒旅业年内以 77.78%涨幅领涨；封关后离岛免税销售额多日破亿带动中国中免年内上涨 44.05%，海南封关政策红利持续释放。自然景区标的西藏旅游（+59.33%）、酒店标的君亭酒店（+26.09%）、旅游综合标的岭南控股（+24.72%）表现居前。

图 7：2025 年社会服务行业个股涨跌幅情况



资料来源：wind，山西证券研究所

2025Q3 机构持仓比例下降。2025Q3 基金持仓居前标的以社会服务行业子板块龙头个股为主，如中国中免、首旅酒店、宋城演艺、三特索道。2025Q3 行业指数上涨，但除中国中免新获 6 家持仓、丽江股份新获 1 家持仓、中青旅基金持仓没有变动，其余持仓标的受投资风格切换影响均有不同程度减仓。

表 1：社会服务行业 2025Q3 基金重仓个股概览

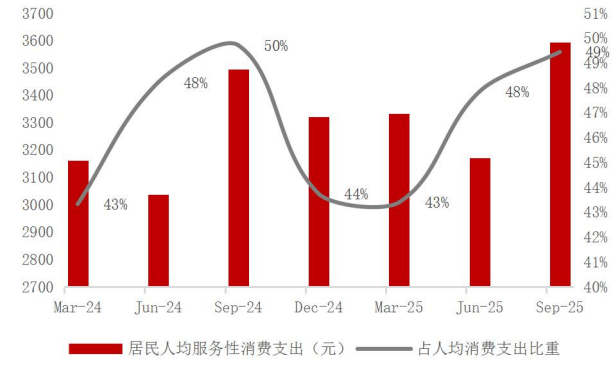
证券代码	证券简称	2025 全年涨幅	流通市值（亿元）	持仓数量（万股）	持仓变动（万股）	持仓市值（亿元）	占流通股比	持有机构数	机构增减数量
601888.SH	中国中免	44.05%	1846.26	3618.56	-252.60	25.90	1.85%	23	6
600258.SH	首旅酒店	17.22%	187.03	3987.59	-675.56	5.85	3.57%	13	-16
300144.SZ	宋城演艺	-9.76%	214.96	4573.71	-2727.75	4.01	1.94%	3	-7
002159.SZ	三特索道	-0.18%	27.18	192.80	-12.63	0.29	1.39%	1	-3
000888.SZ	峨眉山 A	1.61%	69.13	99.65	-22.36	0.13	0.19%	3	-2
300859.SZ	西域旅游	5.99%	57.30	18.38	-111.32	0.08	0.12%	1	-9
002033.SZ	丽江股份	7.38%	50.28	52.00	52.00	0.05	0.09%	1	1
603099.SH	长白山	7.43%	122.97	9.08	-544.20	0.04	0.03%	3	-14
600138.SH	中青旅	-1.86%	71.52	30.00	-30.00	0.03	0.04%	1	0

资料来源：wind，山西证券研究所（数据统计截至 2025 年 12 月 31 日）

2. 2026 年社服行业趋势展望：服务型消费有望成为促进消费重要引擎

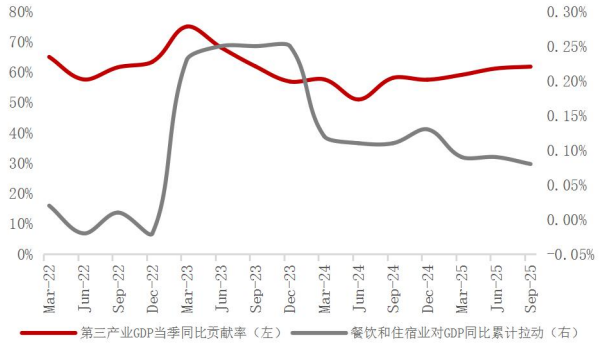
扩大服务消费，有利于进一步挖掘消费潜力，成为促进消费的重要引擎。服务消费涵盖餐饮住宿、家政服务、文娱旅游、教育体育、养老托育等，连接经济和民生。国际经验表明，GDP 达到 1.5 万美元左右时，消费结构将加快从商品消费主导向服务消费主导转变。我国人均 GDP 已超过 1.3 万美元，消费服务进入快速增长阶段。2025 年 9 月，人均服务性消费支出占人均消费支出比重为 49%，与发达国家相比还有较大增长空间。20 世纪中叶以来，发达国家服务业增加值占 GDP 比重长期保持在 60%以上，过去 10 年我国服务业增加值比重平均为 54.6%，未来还有较大提升空间。

图 8：居民人均服务性消费支出以及占人均消费支出比重



资料来源：国家统计局、wind，山西证券研究所

图 9：第三产业及餐饮和住宿业对 GDP 同比拉动



资料来源：国家统计局、wind， 山西证券研究所

伴随人口结构和消费理念的转变，改善型消费和新型消费不断增加。2013-2024 年，全国居民人均教育文化娱乐、医疗保健支出占人均消费支出的比重从 10.6%、6.9%分别提高至 11.3%、9%；2025 年 9 月，居民人均教育文化娱乐支出占人均消费支出的比重提升至 14%。以 Z 世代为代表的青年群体，更愿意为兴趣爱好和情绪价值买单，悦己型消费、沉浸式体验深受欢迎。

图 10：居民人均教育、文化和娱乐支出及占人均消费支出比重



资料来源：国家统计局、wind，山西证券研究所

图 11：2022-2029 中国情绪经济市场规模及预测



资料来源：艾媒咨询，山西证券研究所

表 2：2025 年促进服务型消费发展政策概览

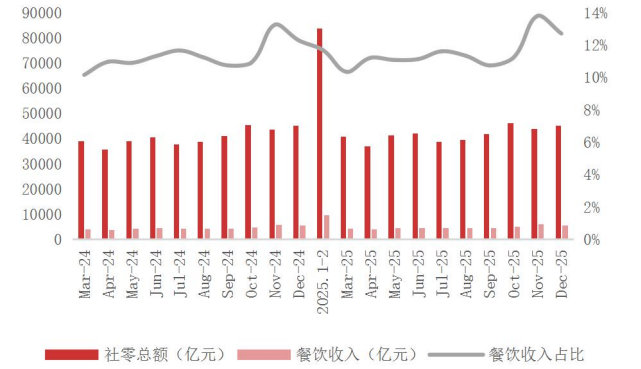
成文时间	发布机构	政策名称	核心内容
2025.1.9	国务院办公厅	《关于进一步培育新增长点 繁荣文化和旅游消费的若干措施》	发挥文化赋能、旅游带动作用，深化“文旅+百业”、“百业+文旅”，提升产品供给能力，增强人民群众文化获得感、幸福感，着力把文化旅游业培育成为支柱产业
2025.1.16	商务部等 9 部门	《关于增开银发旅游列车 促进服务消费发展的行动计划》	完善旅游列车运行保障机制、加强旅游列车开发投融资支持、扩容旅游列车线路和产品、推动景区设备设施适老化改造、支持旅游列车与景区深化合作、优化旅游保险产品、加强旅游列车产品推介。
2025.4.26	商务部等 6 部门	关于进一步优化离境退税政策扩大入境消费的通知	优化离境退税商店布局、放宽离境退税商店备案条件、下调离境退税起退点、提升退税商品供给水平、优化离境退税办理流程、优化退税代理机构服务、优化离境退税支付服务、优化离境退税信息服务。
2025.9.5	商务部等 9 部门	《关于扩大服务消费的若干政策措施》	持续深化“购在中国”品牌打造，开展“服务消费季”系列促消费活动，培育服务消费品牌，**打造服务消费热点**。 积极发展**首发经济**，推动创新和丰富服务消费场景，支持优质消费资源与知名 IP 跨界合作，打造一批商旅文体健融合的消费新场景，培育一批新型消费龙头企业。
2025.9.28	财政部、商务部	关于开展消费新业态新模式新场景试点工作的通知	（一）支持健全首发经济服务体系。 （二）支持创新多元化服务消费场景。 （三）支持优质消费资源与知名 IP 跨界联名。
2025.11.2	国务院办公厅	《关于加快场景培育和开放推动新场景大规模应用的实施意见》	**文化和旅游领域。**加快数字技术在文化和旅游领域推广应用，加强数字演艺、数字艺术、沉浸式体验等多业态集成，建设快速通行、预约预订、智能导游、客流管理、虚拟浏览相融合的数字文旅应用场景。
2025.12.30	文旅部等 4 部门	《关于深入推进新时代职工文体工作高质量发展 扩大职工文体消费的意见》	鼓励各级工会结合实际**增加春秋游活动场次**，每年最多可开展 4 次； 鼓励基层工会结合实际发放**文旅消费券、电影券。**

资料来源：中国政府网、国务院办公厅、文化和旅游部网站、商务部网站、财政部网站、国家电影局，山西证券研究所

2.1 餐饮：餐饮市场增速放缓，外卖补贴大战加速行业洗牌

餐饮压力仍行，政策与消费变革倒逼餐饮模式升级。国家统计局数据显示，2025 年 1 月-12 月，全国餐饮收入 5.8 万亿元，同比增长 3.2%，限额以上单位餐饮收入 1.63 万亿元，同比增长 2%；12 月餐饮收入 5737.5 亿元，同比增长 2.2%，限额以上单位餐饮收入 1463 亿元，同比下滑 1.1%。餐饮收入占社零总额比重由 2025 年初 11.69%提升至 2025 年 12 月的 12.71%。

图 12：餐饮行业收入占社会消费品零售总额比重



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 13：社零总额及餐饮收入同比增速情况

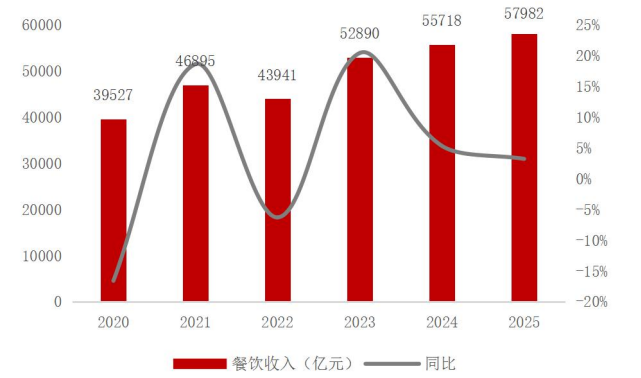


资料来源：国家统计局，山西证券研究所

禁酒令促使餐饮发展回归行业本质。2023 年餐饮收入首次突破 5 万亿元、2024 年突破 5.5 万亿，行业显示出较强的复苏韧性。2025Q2 起，受禁酒令影响餐饮收入增速放缓、餐饮市场承压，2025 全年餐饮市场收入 5.8 万亿元，同比增长 3.2%。

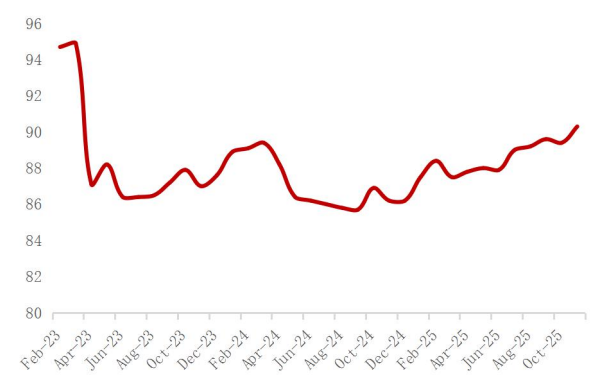
普通消费者的餐饮需求并未因禁酒令而减少，定位于大众消费的餐饮场所，如商场内的连锁餐厅、社区周边的家常餐馆等经营状况因家庭聚餐、朋友聚会、情侣约会等日常消费场景依然活跃。禁酒令影响高客单价的工作宴请类餐饮需求大幅减少，对行业的影响有望在大众餐饮、文旅经济等民生就餐场景中逐渐消化。

图 14：2020-2025 全国餐饮收入及同比增速



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 15：消费者信心指数年内有所回升



资料来源：国家统计局、wind，山西证券研究所

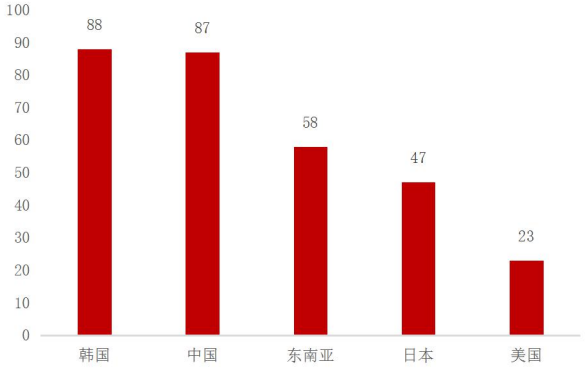
国内餐饮门店数缓慢回升，开关店率在 2025 年创新高。2023 年后，国内餐饮门店数量缓慢恢复，其中中式餐饮门店数占比 80%以上，在国朝、文旅经济拉动下，中式餐饮门店数量显著回升。对比全球，目前中国万人门店数高达 87，是美国的 4 倍、日本近 2 倍，凸显出国内餐饮从增量竞争进入存量竞争格局。

图 16：全国餐饮门店数量变化



资料来源：雀巢专业餐饮《2026 中国中式餐饮白皮书》、洞悉行业报告、高岩餐观大数据 2019-2025 年、案头调研 2025 年，山西证券研究所

图 17：全球主要国家与地区每万人餐饮门店数对比



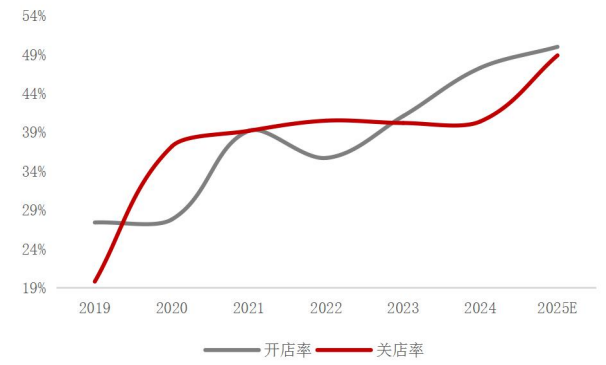
资料来源：雀巢专业餐饮《2026 中国中式餐饮白皮书》、洞悉行业报告，山西证券研究所

备注：以城镇人口为基础计算

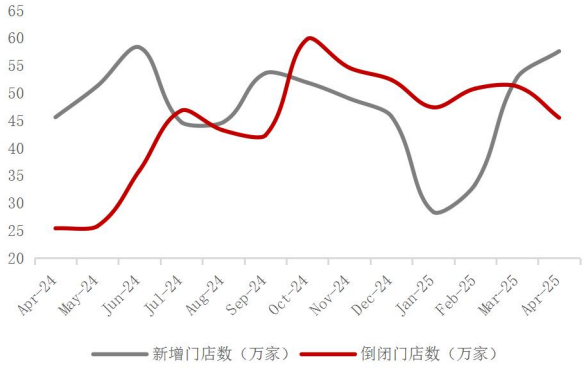
2023 年起国内餐饮市场竞争加剧，全年关店率由之前不足 20%提升至 40%，预计 2025 年将接近 50%。同时也有更多新入局者，新开店率逐年上升，预计 2025 年将达 50%。行业闭店数量持续攀升，新增门店数呈现大幅波动，凸显出餐饮行业新老更替频繁、竞争持续加剧的特点。

图 18：国内餐饮门店 2019-2025E 开店&关店情况

图 19：2024.4-2025.4 餐饮行业门店新增数&倒闭数



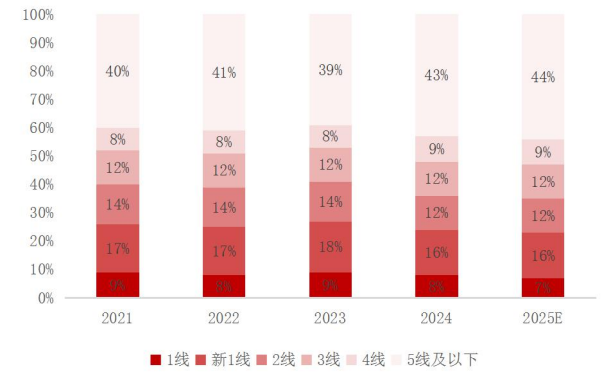
资料来源：雀巢专业餐饮《2026 中国中式餐饮白皮书》、洞悉行业报告、高岩餐观大数据 2019-2025 年、案头调研 2025 年，山西证券研究所



资料来源：国家统计局、美团餐饮数据、红餐产业研究院、《2025 中国餐饮店型创新趋势研究报告》，山西证券研究所

市场进一步下沉，高线城市淘汰速度加快。2025H1，二线及以上城市餐饮行业竞争激烈，门店高开高关；三线与四线城市门店数量扩张速度开始放缓，而五线及下辖县区开店率高于关店率。中式餐饮门店分布进一步向三线及以下城市下沉，2025 年预计三线及以下城市占比可达 65%，一线、新一线门店占比进一步萎缩。

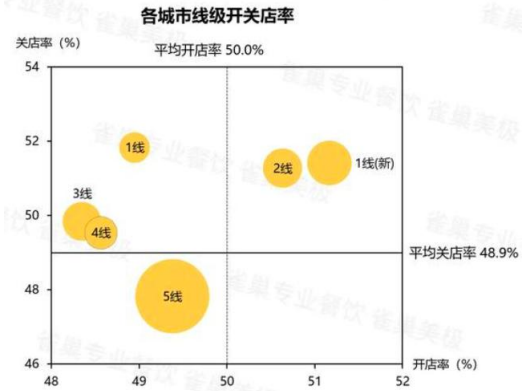
图 20：国内餐饮各线级城市门店数占比



资料来源：雀巢专业餐饮《2026 中国中式餐饮白皮书》、洞悉行业报告、高岩餐观大数据 2021-2025 年，山西证券研究所

注：城市线级根据《第一财经》新一线城市研究所

图 21：各城市线级开关店率



资料来源：雀巢专业餐饮《2026 中国中式餐饮白皮书》、洞悉行业报告、高岩餐观大数据 2021-2025 年， 山西证券研究所

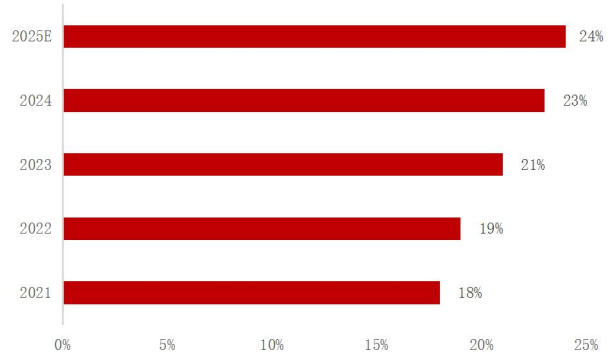
注：城市线级根据《第一财经》新一线城市研究所

《城市商业魅力排行榜》2025 年更新

《城市商业魅力排行榜》2025 年更新

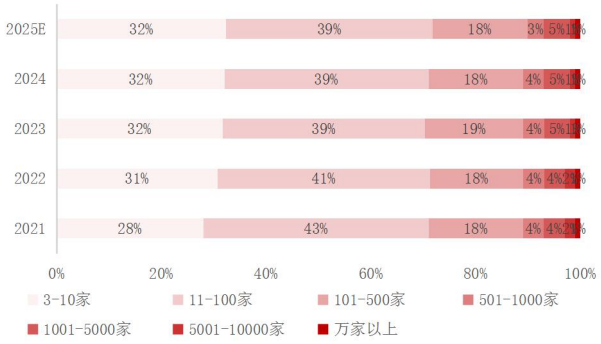
中式餐饮连锁化率逐步提升，但整体规模仍偏小。近年来中式餐饮连锁化率逐步提升，2023 年以来虽然连锁品牌谨慎扩张，连锁化率仍由 2021 年的 18%提升至 2025 年预计达到 24%。目前中式餐饮连锁门店规模仍以中小规模为主，近七成连锁品牌全国门店总数小于 100 家，且超三成连锁品牌门店规模小于 10 家。主要系中式餐饮连锁化起步较晚，各品牌的组织能力、供应链管理能力以及跨区域管理能力提升需要提升，所以目前市场仍较分散。

图 22：过去 5 年中式餐饮连锁化率变化



资料来源：《2026 中国中式餐饮白皮书》-雀巢专业餐饮、洞悉行业报告、高岩餐观大数据 2021-2025 年，山西证券研究所

图 23：过去 5 年餐饮连锁门店各规模占比

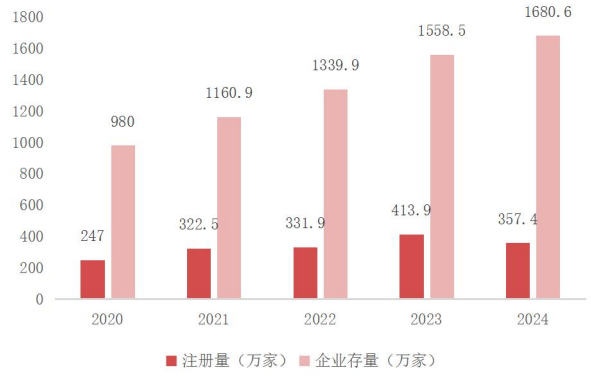


资料来源：《2026 中国中式餐饮白皮书》-雀巢专业餐饮、洞悉行业报告、高岩餐观大数据 2021-2025 年，山西证券研究所

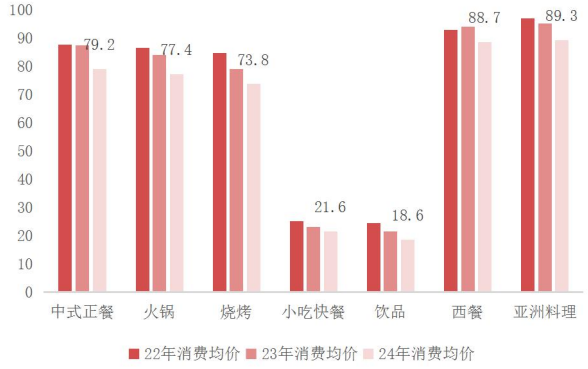
从供应端来看，相较于其他行业，餐饮行业由于进入门槛较低吸引大量资本和人力。企查查数据显示，2024 年新注册餐饮企业 357.4 万家，餐饮企业存量达到 1680 万家，为近五年高峰。

图 24：2020-2024 年全国餐饮企业存量

图 25：近三年各类餐饮赛道均价变化



资料来源：《2025 年中国餐饮产业生态白皮书》、红餐智库公众号、企查查、红餐大数据、红餐产业研究院，山西证券研究所



资料来源：《2025 年中国餐饮产业生态白皮书》、红餐智库公众号、企查查、红餐大数据、红餐产业研究院，山西证券研究所

在需求有限、供给爆发的情况下，餐饮行业逐渐出现供过于求的行业格局。伴随人口结构变化和家庭规模轻量化，“懒”餐饮消费大行其道，居民对高品质餐饮的需求不断提升。同时，消费者更加趋于理性，追求质价比成为主流趋势，餐饮客单价下滑明显。餐饮大盘均价 2022-2024 年分别为 43.2 元、 42.6 元、39.8 元；从细分赛道来看，所有品类人均消费均价均有不同程度下降，其中火锅、烧烤、饮品的下降幅度最明显。

红餐大数据显示，2024 年全国餐饮外卖市场规模超过 1.27 万亿元，同比增长 6.2%，占全国餐饮收入 22.8%，较 2023 年提升了 0.2 各百分点。进入 2025 年，随着京东入局外卖市场以及阿里推出“淘宝闪购”，三大外卖平台掀起补贴大战，推动全国外卖日单量迅速增长。预计 2025 年外卖市场规模增速将超过 10%，有望达到 1.4 万亿元。

图 26：2019-2025 年全国外卖市场规模情况

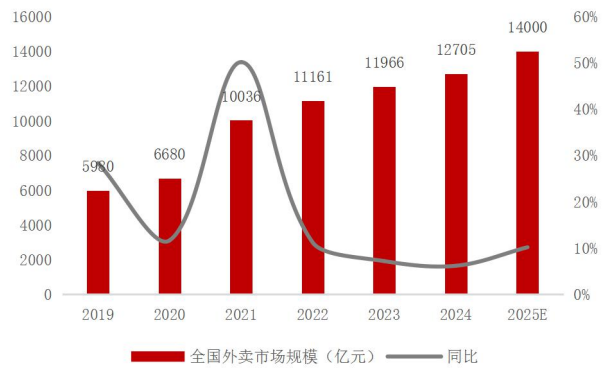
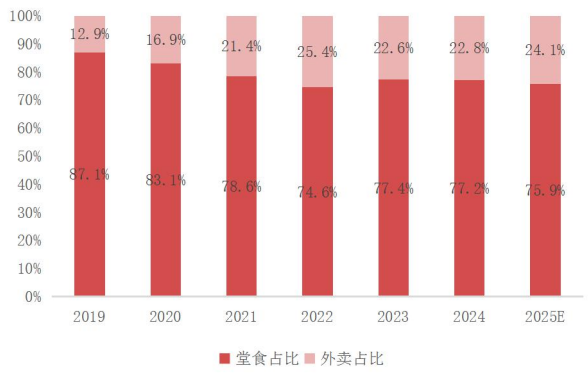


图 27：2019-2025 年堂食/外卖占比情况



资料来源：红餐大数据、红餐产业研究院、《2025中国餐饮店型创新趋势研究报告》，山西证券研究所

资料来源：红餐大数据、红餐产业研究院、《2025中国餐饮店型创新趋势研究报告》，山西证券研究所

2025 年餐饮行业迎来上市潮。2025 年餐饮各赛道头部品牌资本化进程加速，其中，蜜雪冰城、古茗、沪上阿姨、绿茶集团、遇见小面等陆续登陆港交所，霸王茶姬成功登陆纽交所，巴奴毛肚火锅、老乡鸡等正在冲刺港股 IPO。

表 3：2024-2025 年部分餐饮企业上市情况

品牌/企业名称	上市时间/进程	上市地点	品类
茶百道	2024 年 4 月	港交所	茶饮
小菜园	2024 年 12 月	港交所	中餐
古茗	2025 年 2 月	港交所	茶饮
蜜雪冰城	2025 年 3 月	港交所	茶饮
霸王茶姬	2025 年 4 月	纽交所	茶饮
沪上阿姨	2025 年 5 月	港交所	茶饮
绿茶集团	2025 年 5 月	港交所	中餐
遇见小面	2025 年 12 月	港交所	中式快餐
巴奴毛肚火锅	2025 年 6 月向港交所递交招股书		火锅

资料来源：红餐产业研究院《中国餐饮品牌力白皮书 2025》、公开信息整理（数据统计时间截至 2025 年 12 月），山西证券研究所

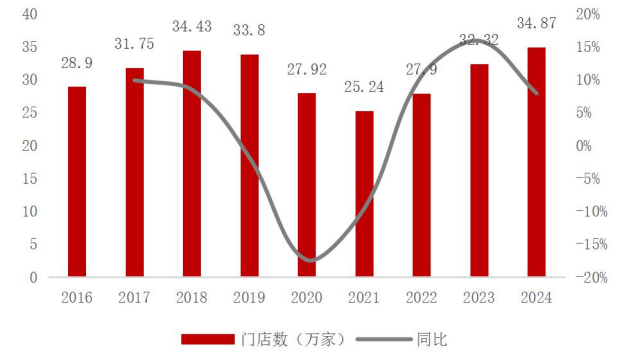
2.2 酒店：存量周期下中档酒店、特许经营模式呈扩张趋势

2016-2024 年中国酒店业的门店数和客房数呈现出波动增长的趋势。2016 年，中国酒店业共有 28.90 万家门店，客房数为 1410 万间；2024 年，中国酒店业门店数增长至 34.87 万家，客房数达到 1764 万间。

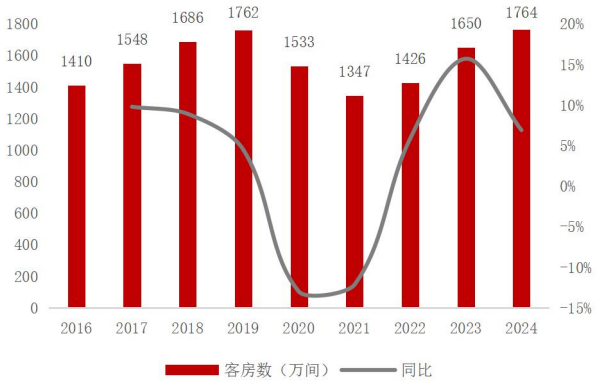
酒店业设施以大众化、经济型为主。从国内酒店档次分布的总体情况来看，2024 年经济型、中档、高档、豪华酒店所占比重分别是 77.80%、14.58%、6.07%和 1.55%；从客房数来看，分别占比 54.48%、22.59%、15.26%、7.67%。

图 28：2016-2024 年中国酒店业门店数增长情况

图 29：2016-2024 年中国酒店业客房数增长情况



资料来源：中国饭店协会《2025 中国酒店业发展报告》，山西证券研究所

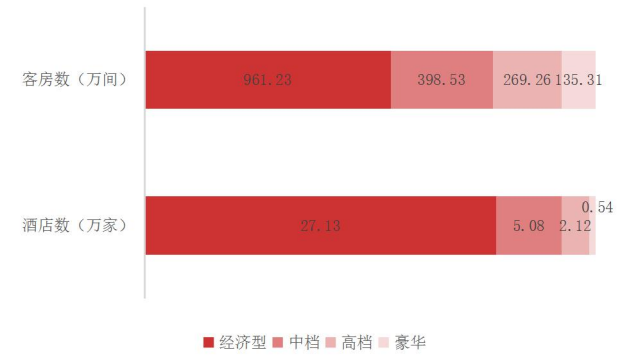


资料来源：中国饭店协会《2025 中国酒店业发展报告》， 山西证券研究所

从国内酒店业整体连锁化率情况来看，经济型、中档、高档、豪华酒店连锁化率分别为29.96%、55.33%、44.70%、57.98%。

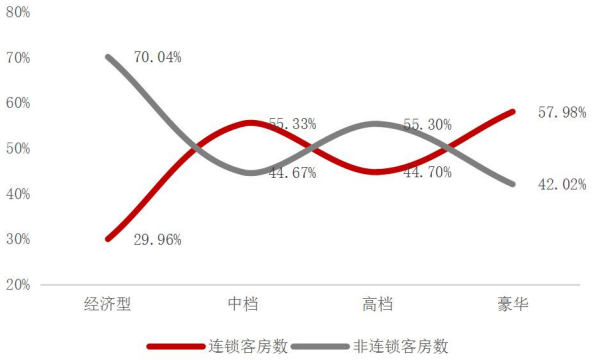
随着一二线城市酒店市场的逐渐饱和，下沉市场已成为各大酒店集团争夺的新战场。目前国内酒店市场呈现出鲜明的梯度特征：发达市场（一线、新一线城市）、省城市场（二线城市）、县域市场（三线及以下城市）。县域市场连锁化率不足、远低于全国平均水平、未来发展空间较大，同时县域市场酒店行业的基础设施正在逐渐完善，消费迭代趋势明显。

图 30：2024 年中国酒店数和客房数



资料来源：中国饭店协会《2025 中国酒店业发展报告》，山西证券研究所

图 31：2024 年中国酒店业客房数连锁化率



资料来源：中国饭店协会《2025 中国酒店业发展报告》， 山西证券研究所

2020-2022 年期间规划、开工的酒店项目在 2023-2025 年集中进入市场，形成一波巨大的

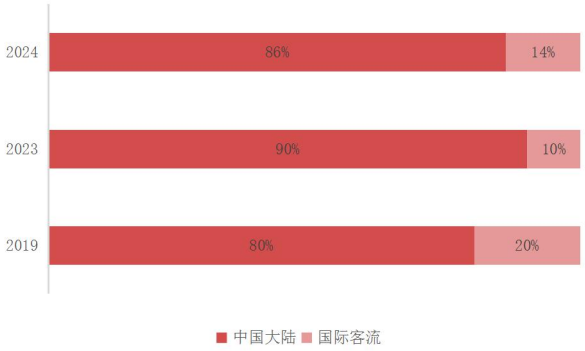
供给潮。尽管行业 RevPAR 仍处在复苏阶段，但全国酒店的总客房供给量仍在持续增长，更多争夺酒店市场份额的玩家加剧行业竞争。

图 32：中国内地酒店客房新增供应量增速



资料来源：酒店评论、STR、仲量联行，山西证券研究所

图 33：国内五星级酒店客源国籍构成比较



资料来源：酒店评论公众号、浩华厚海，山西证券研究所

全年入境游的明显复苏，国内五星级酒店境外旅客占比由 2023 年 10%提升至 2024 年 14%，境外旅客占比提升有望带动酒店 RevPAR 增长；部分近年来成功实施存量改造的酒店亮眼业绩提振行业信心。

存量周期之下特许经营模式呈显著扩张态势。特许经营模式在各层级酒店的渗透均呈现显著上升趋势，特别涉及到存量酒店的升级改造和换牌项目。2024 年特许经营模式占比达 73%，全权委托管理模式从 2020 年 47%收缩至 2024 年 26%。进入存量周期后，具备运营与管理经验的酒店物业数量显著增长翻新项目中特许经营签约占比从 2020 年的 59%提升至 2024 年 82%。

图 34：2020-2024 年签约酒店管理模式分布

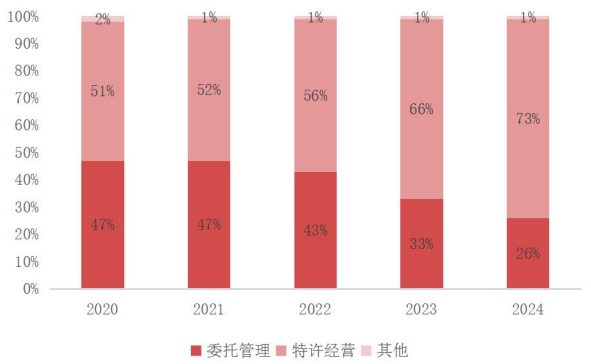
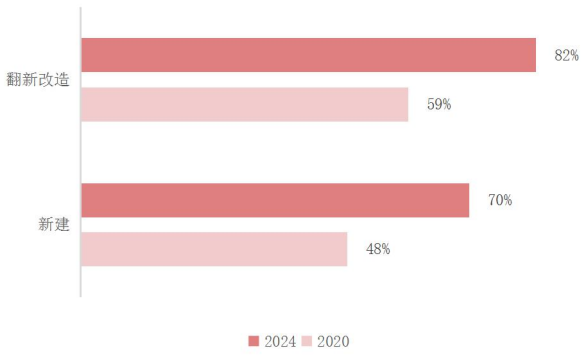


图 35：不同开发类型中，特许经营模式酒店占比



资料来源：浩华《2025 年中国酒店业投资与资产管理白皮书》，山西证券研究所

资料来源：浩华《2025 年中国酒店业投资与资产管理白皮书》， 山西证券研究所

2024 年中档及中高档定位酒店签约数量占比 82%，中高档酒店签约数量同比增长 24.6%，高档定位酒店签约数量占比不足两成。主要系中高档酒店相较其他层级酒店，连锁化率相对较低，在外部市场环境波动中，不少独立酒店物业选择加盟品牌以获得更多运营管理等方面支持。

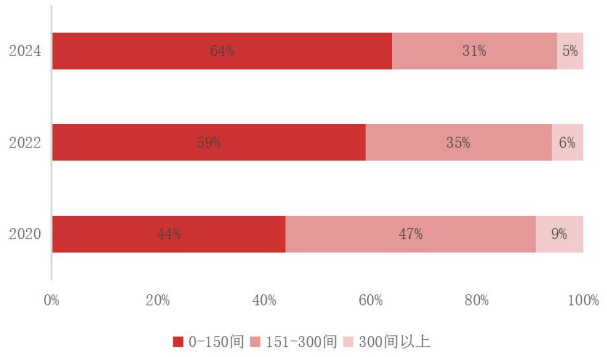
高档及以上层级签约酒店客房体量整体收缩趋势明显，签约 150 间客房以下的小型酒店持续增长、占比提升明显，其中 150 间及以下的酒店占比达 64%。坪效逐渐成为衡量酒店盈利能力的关键指标，通过降低单体酒店客房数量从而减少不必要的配套投入，从而更高效的提升酒店空间利用率及单位面积收益水平。

图 36：2020-2024 年高档及以上定位签约酒店平均客房体量占比



资料来源：浩华《2025 年中国酒店业投资与资产管理白皮书》，山西证券研究所

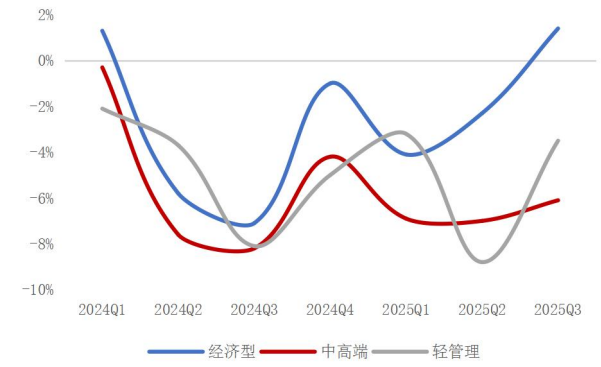
图 37：2020-2024 年中档及以上层级签约酒店平均客房体量占比



资料来源：浩华《2025 年中国酒店业投资与资产管理白皮书》， 山西证券研究所

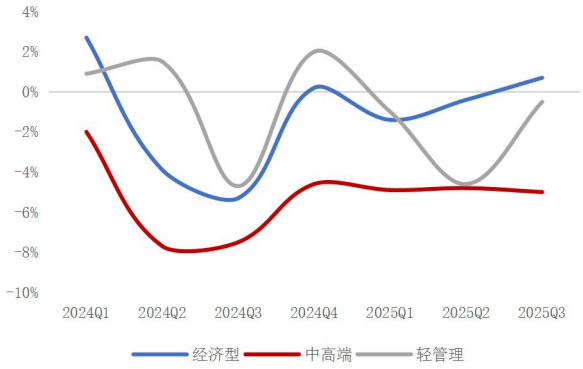
2025Q3 国内酒店集团核心经营指标出现明显回升，头部品牌通过精细化运营、产品升级、降幅环比 2025Q2 收窄、展现更强经营韧性。首旅酒店 2025Q3 经济型酒店经营情况同比改善明显，RevPAR、ADR 同比增速均转正；锦江酒店 2025Q3 经济型、中端酒店 RevPAR 同比降幅大幅收窄、中端酒店 ADR 同比增速转正。

图 38：首旅酒店 RevPAR 同比变化



资料来源：wind，首旅酒店 2024-2025 一季报、中报、年报，山西证券研究所

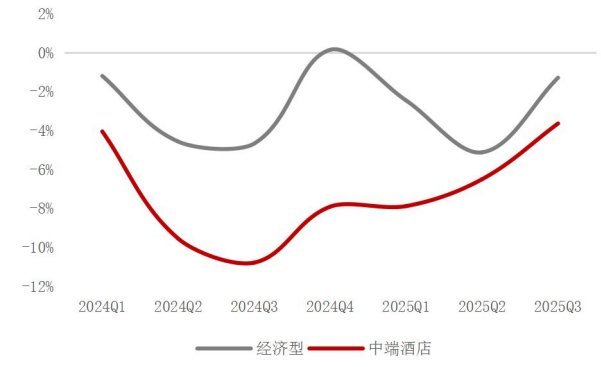
图 39：首旅酒店 ADR 同比变化



资料来源：wind，首旅酒店 2024-2025 一季报、中报、年报，山西证券研究所

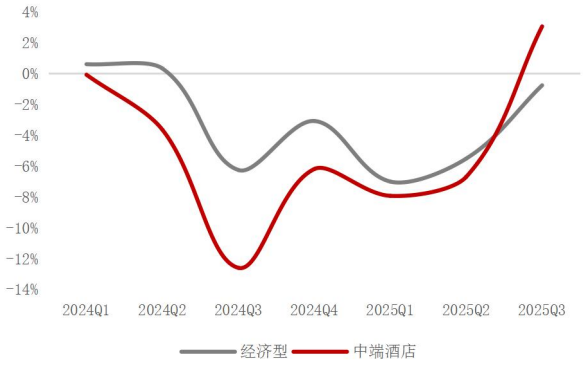
整体来看，国内酒店行业结构性调整加剧，受消费信心修复、商旅出行增速放缓以及新兴住宿方式分流等影响，酒店行业整体 RevPAR 缓慢回升。叠加供给过剩与成本上涨加剧经营压力，酒店行业资源持续向头部连锁品牌集中。2026 年酒店行业预计持续深化品牌化、轻资产化，细分赛道、下沉市场以及海外有望成为新增长极。

图 40：锦江酒店 RevPAR 同比变化



资料来源：wind，锦江酒店 2024-2025 一季报、中报、年报，山西证券研究所

图 41：锦江酒店 ADR 同比变化



资料来源：wind，锦江酒店 2024-2025 一季报、中报、年报，山西证券研究所

2.3 免税：免税新政与封关成为重要催化剂

2025 年离岛免税销售额呈现前稳后强趋势，年末新政与封关成为重要催化剂。2026 年在

政策持续优化与消费场景升级下，免税销售额增速有望进一步提升。

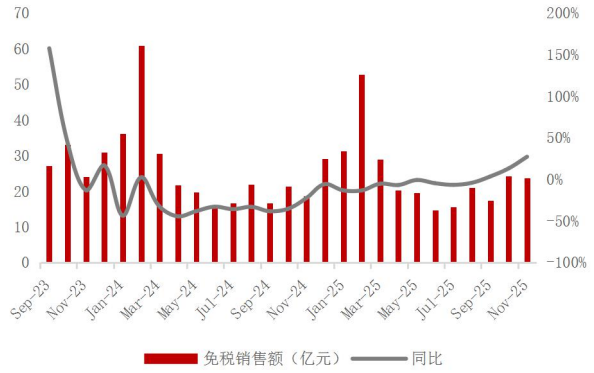
表 4：海南自贸港封关运行相关政策

发布时间	发布机构	政策名称	核心内容
2025.7.18	财政部、海关总署、税务总局	关于海南自由贸易港货物进出“一线”、“二线”及在岛内流通税收政策的通知	海南自由贸易港与中华人民共和国关境外其他国家和地区之间设立“一线”：在“一线”对进口征税货物实施目录管理，目录内的进口货物，照章征收进口关税、进口环节增值税和消费税； 海南自由贸易港与中华人民共和国关境内的其他地区之间设立“二线”。
2025.8.25	海关总署	关于发布《海南自由贸易港进口货物海关径予放行管理规定》的公告	经海南自贸港对外开放口岸直接进入海南自贸港的保税货物、“零关税”货物，且不实行许可证件管理、不需要依法实施检验检疫的，可选择适用径予放行；属于放宽贸易管理措施的保税货物、零关税”货物，且不需要依法实施检验检疫的，可以适用本规定。
2025.10.29	财政部等 5 部门	关于完善免税店政策支持提振消费的通知	（1）优化国内商品退（免）税政策管理，积极支持口岸出境免税店和市内免税店销售国产品；（2）进一步扩大免税店经营品类，丰富旅客购物选择；（3）放宽免税店审批权限，支持地方因地制宜整合优化免税店布局；（4）完善免税店便利化和监管措施，持续提升旅客免税购物体验。

资料来源：中国政府网、财政部网站、海关总署网站，山西证券研究所

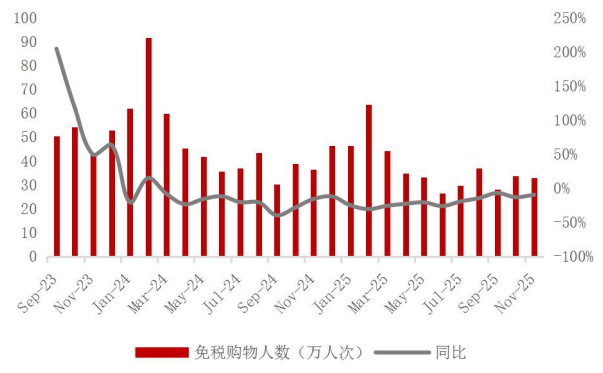
2025 年 3 月，离岛免税销售额同比增速年内首次转正；2025Q3 暑期旅游旺季推动离岛免税销售回暖，叠加海南自贸港封关预期升温，销售额环比改善明显；2025 年 11 月起，实施的离岛免税新政新增宠物用品、可随身携带乐器 2 个商品大类，同时开放服装服饰、鞋帽、陶瓷制品、丝巾、咖啡、茶 6 类国产商品纳入免税销售范畴，新政落地当月离岛免税销售额同比增长 27.12%。

图 42：离岛免税销售额及同比增速



资料来源：商务部、wind，山西证券研究所

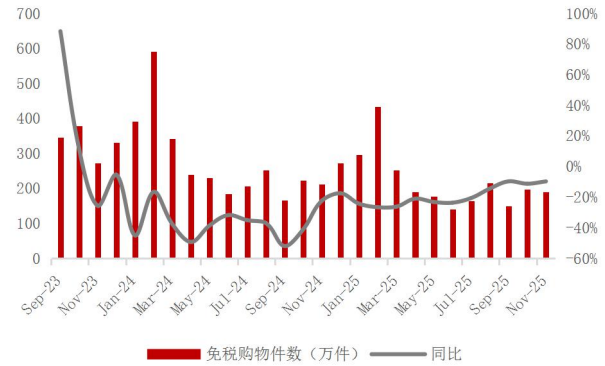
图 43：离岛免税购物人数及同比增速



资料来源：商务部、wind，山西证券研究所

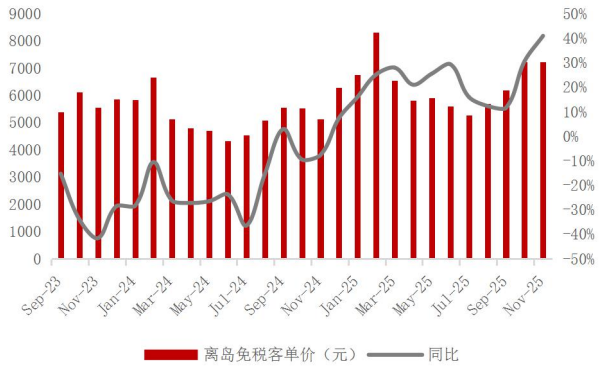
免税商品结构升级，3C 产品、黄金、珠宝腕表占比提升带动 2025 年 11 月离岛免税人均客单价达 7227 元，同比增长 40.9%。

图 44：离岛免税购物件数及同比增速



资料来源：海口海关、wind，山西证券研究所

图 45：离岛免税客单价及同比变化



资料来源：商务部、海口海关、wind，山西证券研究所

2025 年 12 月 18 日起，封关首周共有六日销售额突破亿元关口，实现“即封即热”的强劲开局。三亚市商务局发布数据，全岛封关运作首周，三亚全市免税销售额累计实现 7.36 亿元，同比增长 48.2%，累计接待人数达 63.5 万人次，同比增长 19%。

封关效应与新政红利共振，推动海南自贸港封关以来销售额“周度破 10 亿、单日破亿常态化”，客单价成为核心增长引擎。供给端扩容（进口+国货）与需求端扩围（离境+岛内居民）形成双向拉动，为后续封关后市场扩容奠定基础。

图 46：入岛游客离岛免税购物渗透率

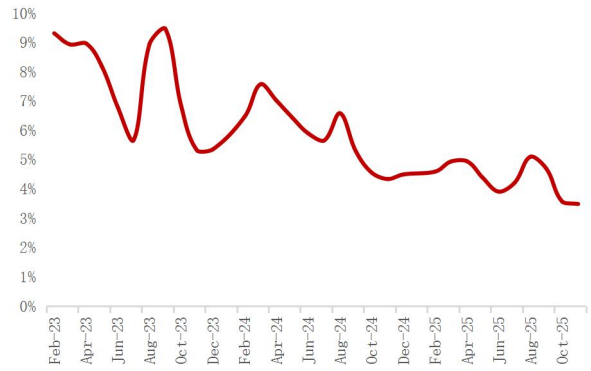
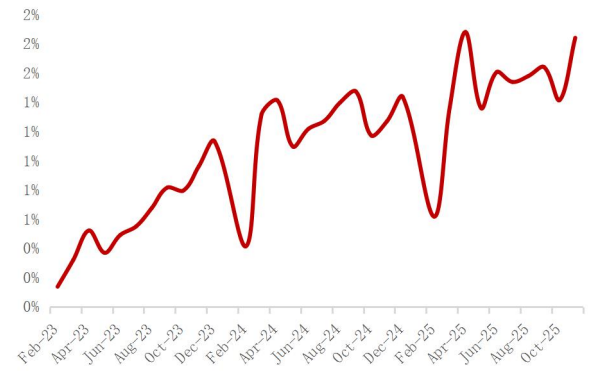


图 47：海南接待外国游客占比情况



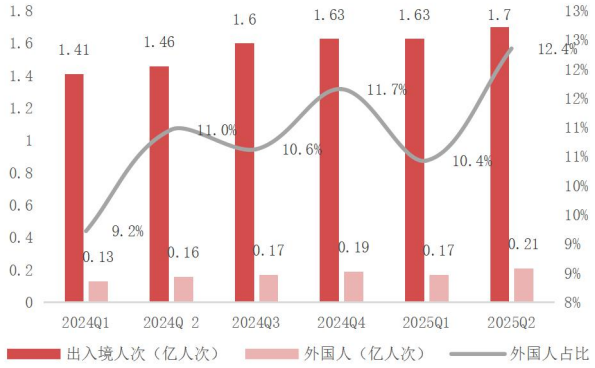
资料来源：海南省统计局、wind，山西证券研究所

资料来源：海南省统计局、wind，山西证券研究所

2.4 出入境：市场加快复苏

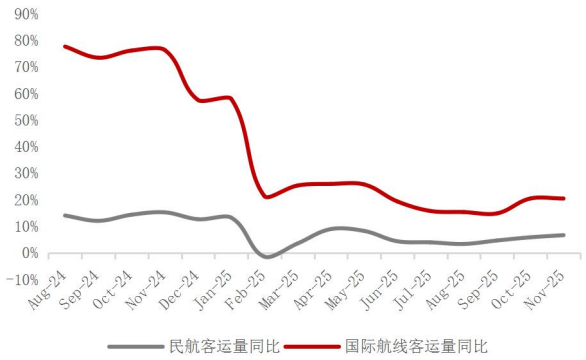
伴随入境旅游签证、支付、住宿等便利化政策红利不断释放，入境游市场恢复增长态势明显。2024 年国内共接待入境游客 1.32 亿人次，同比增长 61%，恢复到 2019 年九成以上、远高于 2023 年恢复水平。2025Q2 出入境人次共 1.7 亿人次，其中外国人 0.21 亿人次、占比 12.4%。

图 48：国内出入境人次及外国人占比



资料来源：公安部、wind，山西证券研究所

图 49：民航客运量&国际航线客运量同比情况

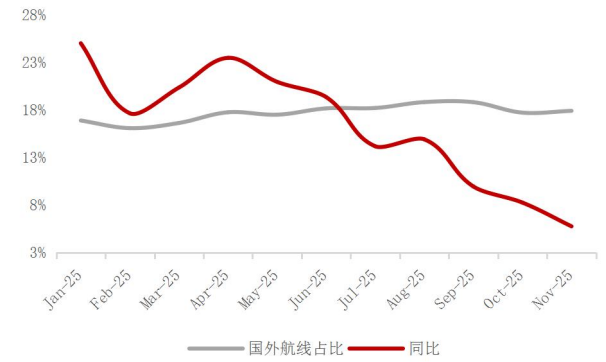


资料来源：中国民用航空局、wind，山西证券研究所

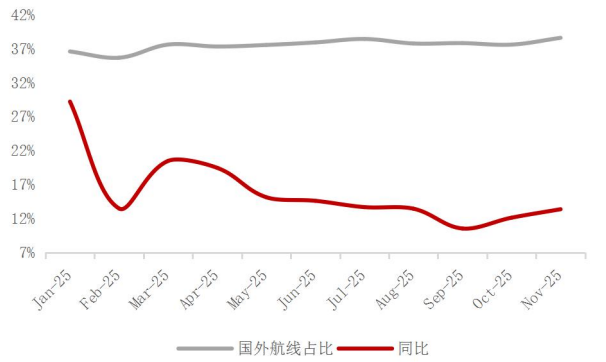
免签政策对入境旅游拉动效应明显。截至 2024 年底，中国对 38 个国家实行单方面免签入境政策，叠加中国已经全面互免签证的 25 个国家，共有 63 个国家的公民可持普通护照免签来华。2025 年首都机场国外航线占比在 16%-18%，浦东机场国外航线占比在 36%-38%，国外航线数在 Q2 暑运期间达到年内峰值。

图 50：首都机场国外航线数量同比及占比情况

图 51：浦东机场国外航线数量同比及占比情况



资料来源：首都机场官网、wind，山西证券研究所



资料来源：上海机场公告、wind， 山西证券研究所

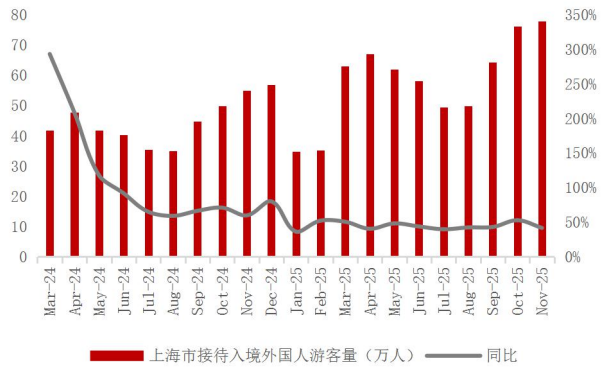
北京、上海、广州和深圳的入境旅游接待规模及恢复水平较高。2024 年四个城市的入境游客接待量均接近或超过 400 万人次，其中深圳和上海入境游客接待量最高，分别接待过夜游客 671 万人次和 977 万人次；北京和上海的外国游客接待量最高，分别为 321 万人次和 497 万人次。

图 52：2024.3 年以来北京市接待入境外国人游客量及增速



资料来源：北京市文化和旅游局，山西证券研究所

图 53：2024.3 以来上海市接待入境外国人游客量及增速



资料来源：上海市统计局、wind，山西证券研究所

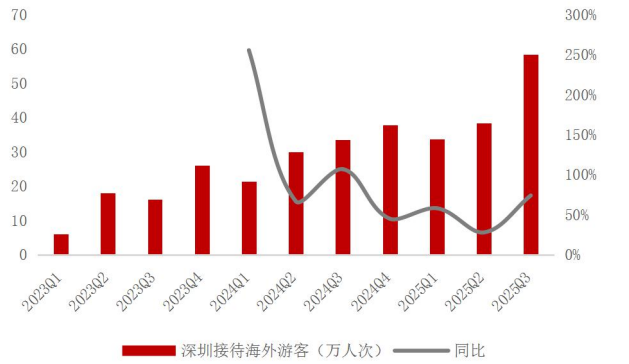
港澳台地区依然是首要的入境旅游市场，随着粤港澳大湾区“跨城消费”热潮的持续升温，港人北上热情持续高涨。2024 年港澳台地区居民来内地/大陆旅游 1.05 亿人次，同比增长 54%，占入境旅游市场整体的八成左右。

图 54：广州市接待海外旅游者及同比

图 55：深圳市接待海外游客人次及同比



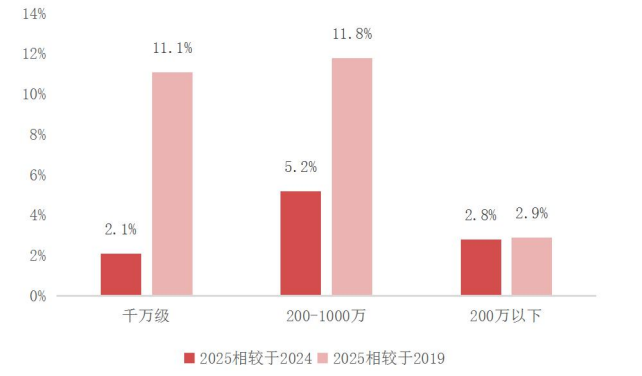
资料来源：广州市旅游局、wind，山西证券研究所



资料来源：深圳市统计局、wind， 山西证券研究所

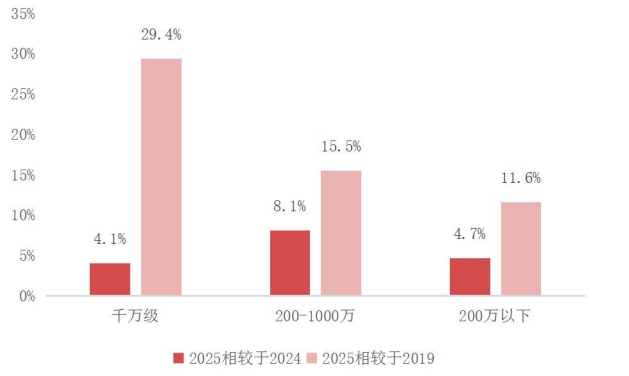
从航空数据看文旅出行趋势，客运航班创历史新高。2025 年 1-9 月民航执行客运航班 426.6 万班次，日均超 1.5 万班次，创历史新高，整体同比增长 3.4%。其中国内行业增长 1.6%，国际增长 19.7%，恢复至 2019 年同期 87.7%。从月趋势来看，民航出行与节假日关联较大，波峰出现在春节、暑运，淡旺季差异较 2019 年明显变大。

图 56：各数量级机场客运航班量同比增速



资料来源：航班管家数据服务，山西证券研究所

图 57：各数量级机场旅客吞吐量同比增速



资料来源：航班管家数据服务，山西证券研究所

下沉市场文旅需求被激活。我国民航市场主要以枢纽机场为中心，千万级机场贡献 80%以上的旅客吞吐量。从数据来看，千万级机场面临市场饱和、增速放缓的状况，2025 年航班量同比增长 2.1%、吞吐量同比增长 4.1%，两方面增速皆低于千万级以下的中小机场。从需求结构来看，中小机场客流以文旅出行为主，结合其增速优势可判断出下沉市场的文旅需求已得到一定程度的激活，以区域性、小众化旅游为特征的下沉市场成为推动旅游市场增量的新蓝海。

3. 投资建议

餐饮：禁酒令促使餐饮发展回归行业本质，普通消费者的餐饮需求并未减少、日常消费场景依然活跃。餐饮市场竞争激烈、持续下沉，高线城市淘汰速度加快。二线以上城市餐饮行业竞争激烈、门店高开高关，中式餐饮门店分布进一步向三线及以下城市下沉。2025 年三大平台外卖大战单店销售额基数较高，建议关注 2026 年茶饮、餐饮门店同店变化以及品牌外延扩张情况。

酒店：存量周期之下特许经营模式呈显著扩张态势，特许经营模式在各层级酒店渗透均呈显著上升趋势。县域市场连锁化率不足、远低于全国平均水平、未来发展空间较大；县域市场酒店行业的基础设施正在逐渐完善，消费迭代趋势明显。2025Q3 锦江酒店归母净利润同比增长 45.45%，在酒店集团中增幅突出，系公司在内部管理及债务重组两大方面优化；首旅酒店 2025 年 RevPAR 同比改善明显。建议关注：锦江酒店、首旅酒店。

免税：封关效应与免税新政红利共振，推动海南自贸港封关销售额持续增长；免税商品结构升级，3C 产品、黄金、珠宝腕表占比提升带动客单价成为拉动销售增长核心引擎。后续持续关注离岛免税销售改善情况以及商品结构调整对客单价影响。建议关注：中国中免。

出入境：免签政策对入境游拉动效应持续显现。免签国家持续增加，北上广深入境游客接待规模有希望继续攀升。随着粤港澳大湾区“跨城消费”热潮的持续升温，港澳台地区依然是首要的入境旅游市场。建议关注：众信旅游。

4. 风险提示

居民消费意愿不及预期风险：居民根据自身储蓄及对未来收入预期情况进行消费活动，影响可选消费行业发展趋势；

免税政策变化风险：免税品属于国家授权特定机构专营业务，获得免税品经营资质需要有关部门批准。如果国家调整免税业管理政策，放宽免税业市场准入政策，新竞争者进入免税市场，加剧免税行业市场竞争；

酒店行业供需变化风险：中小体量、非连锁酒店抗风险能力较差、受行业整体变化影响陆续出清，行业整体供给情况出现空缺。伴随商旅出行、休闲旅游需求回暖，行业整体供需可能出现短期不平衡；

出入境旅游受突发事件影响风险：出入境政策和出境国家旅游环境变动风险；

突发事件或不可控灾害风险：台风、洪涝、高温、冰雪、地震等极端天气或突发社会灾难性事件以及地缘政治影响消费者出行计划和信心。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6 月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海
上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

深圳
广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号华润金融大厦 23 楼

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层