

# 强于大市

# 社会服务行业 2025 年年报 与 2026 年一季报综述

## 收入利润稳步成长，出行链板块高景气运行

25 年及 26Q1 社会服务板块营收利润实现稳健增长，消费意愿稳定复苏以及出行市场良好景气度也将带来板块后续持续成长机遇，我们维持行业强于大市评级。

### 支撑评级的要点

- 板块总结：温和修复，收入利润同步增长。** 1) **25 年总结：**申万社服板块 25 年共实现营收 2066.67 亿元，同比+7.90%；实现归母净利润 79.34 亿元，同比+6.10%，整体表现良好。毛利率为 23.19%，同比-0.80pct；净利率为 4.21%，同比-0.34pct。细分板块中，收入层面专业服务同比保持了增长态势，旅游与景区也受益于出行链良好景气度有一定增长；利润层面则是专业服务及教育板块增速良好，其余板块有所下降。2) **26Q1 总结：**申万社服板块 26Q1 共实现营收 486.54 亿元，同比+8.69%；实现归母净利润 20.11 亿元，同比+11.33%。Q1 板块营收和利润基本实现了同步增长，利润增速略高于营收。细分板块中，出行链相关子板块表现占优。
- 旅游：文旅市场持续高景气，上市旅企经营分化。** 1) **国内游：**出行市场景气度较高，客单消费仍有压力，春秋假制度有望进一步激活文旅市场淡季需求。2) **跨境游：**入境游方面免签红利效应显著，政策利好持续释放，未来预计向提质扩容的新阶段转变；出境游方面，受到区域局势和航空运力的影响，出行结构目的地出现转变，整体出境热情小幅回落。3) **上市公司：**整体增长承压，经营状况分化。25 年大部分旅企增长放缓或出现增收不增利，OTA 企业受益于全球化和出行大盘增长，整体业绩表现亮眼。26Q1 部分优质自然景区借助高经营杠杆实现了业绩的快速释放，淡季下旅企表现分化，整体仍然呈现弱复苏态势。
- 酒店：供需稳步增长，期待公司经营指标稳中有升。** 行业供给方面，锦江、首旅、华住保持稳定的开店节奏，门店扩展持续推进。且当下时段在各家保持开店速度的背景下，未见储备店数量明显降低，或标志开店节奏仍将在一段时间内延续。此外，各家中高端化升级战略仍在持续推进，中高端酒店占比持续增长，持续贴合相应市场需求。需求方面，当下商务出行市场依然有所承压，但受益于旅游市场良好景气度，酒店市场整体经营情况有望维持并回升。步入 2026 年，受益于多地春假以及消费者出行习惯变更，游客出游频次、出行距离和中高端酒店偏好皆有望增长，期待酒店经营数据进一步修复。
- 餐饮：增速放缓下，关注存量竞争。** 餐饮市场总量温和修复，2025 年餐饮收入同比增长，但增速放缓，行业洗牌、存量竞争或更明显。2025 后半段受市场环境和外卖补贴战影响表现一般，但 2026 年重归良好增长区间，逐步回归稳增长趋势，后续餐饮品牌自身管理效率提升或成重点。
- 免税：离岛销售加速修复，免税企业业绩回暖。** 受益于海南封关及新政，Q1 离岛免税销售加速修复，并由 25 年的客单增长驱动逐步向人次增长驱动转变。口岸方面，国际客流逐步回归，核心机场重新招标后整体格局实现重塑，引入更多竞争者有望共同做大做强，激活免税商的经营活力。从免税商表现来看，海南地区经营显著回暖，其他渠道相对增长滞后
- 人服：行业稳步成长，招聘意愿有所回升但拐点暂未见。** 就业数据在多重促就业稳就业政策支持下，保持平稳运行。当下就业预期略有好转，但明显的拐点未见，人服市场业务需求仍有待充分释放。但受益于业务外包、灵活用工等业务成长助力，行业规模横跨周期保持稳定增长。
- 会展：内展聚焦高景气赛道稳健增长，外展受国际局势变化影响。** 内展企业聚焦在“AI 科技和体育赛事”等高景气赛道，做强会展生态，业绩实现稳健增长。外展企业则受到国际局势变化影响，展会举办计划面临较大不确定性，加大 AI 投入有望显著提升效率。

### 相关研究报告

《2026 年五一旅游数据点评》20260507

《社会服务行业双周报》20260428

《体育行业专题》20260427

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

### 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**

## 目录

<b>板块总结：营收利润同步增长，文旅出行及线下服务尚处温和修复阶段</b>	<b>5</b>
2025 年总结：板块温和修复，收入利润皆有增长 .....	5
26Q1 总结：利润增速略高于营收，板块实现良好增长 .....	6
<b>旅游：文旅市场持续高景气，上市旅企经营分化</b>	<b>8</b>
行业复盘：春秋假激活国内市场，入境游潜力持续释放，出境游目的地结构转变 .....	8
上市公司：整体增长承压，经营状况分化，OTA 表现亮眼 .....	10
<b>酒店：供需稳步增长，期待公司经营指标稳中有升</b>	<b>14</b>
行业复盘：头部集团拓店速度不减，需求逐步复苏 .....	14
上市公司：26Q1 开局良好，全年有望回归增长态势 .....	15
<b>餐饮：增速放缓下，关注存量竞争</b>	<b>17</b>
餐饮行业：稳中有进，外卖平台补贴加剧内卷 .....	17
上市公司：门店扩张下的成本费用，导致同庆楼利润释放阶段性承压 .....	18
<b>免税：离岛销售加速修复，免税企业业绩回暖</b>	<b>19</b>
行业复盘：离岛免税销售亮眼，口岸经营格局重塑 .....	19
上市公司：受益于海南复苏，Q1 免税业态整体回暖 .....	21
<b>人服：人服行业稳步成长，招聘意愿有所回升但拐点暂未见</b>	<b>23</b>
人服行业：横跨周期平稳且持续的增长 .....	23
上市公司：业务体量收入规模皆有增长，技术赋能降本增效助力企业长期利润成长 .....	24
<b>会展：内展高景气赛道稳健增长，外展受国际局势变化影响</b>	<b>25</b>
<b>风险提示</b>	<b>26</b>

## 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.社会服务及子板块毛利率水平.....	6
图表 6.社会服务及子板块净利率水平.....	6
图表 7.申万社会服务板块营收及增长.....	6
图表 8.申万社会服务板块归母净利润及增长.....	6
图表 9.社会服务子板块及旅游零售营收同比增速.....	7
图表 10.社会服务子板块及旅游零售归母净利润同比增速.....	7
图表 11.社会服务及子板块毛利率水平.....	7
图表 12.社会服务及子板块净利率水平.....	7
图表 13.我国国内旅游人次.....	8
图表 14.我国国内旅游收入.....	8
图表 15. 23 年以来各假期国内旅游市场同比增速.....	8
图表 16. 23 年以来各假期国内旅游市场恢复状况.....	8
图表 17.各地 2026 年春假安排.....	9
图表 18.春假+清明拼出“黄金周”.....	9
图表 19.我国入境旅游人次及增速.....	9
图表 20.我国入境旅游收入及增速.....	9
图表 21.我国出境旅游人次.....	10
图表 22.上市旅游景区公司 2025 年营收及业绩（亿元）.....	11
图表 23.上市旅游景区公司 2025 年盈利水平（%）.....	12
图表 24.上市旅游景区公司 26Q1 营收及业绩（亿元）.....	13
图表 25.上市旅游景区公司 26Q1 年盈利水平（%）.....	13
图表 26.三大酒店集团总门店数量稳步提升.....	14
图表 27.三大酒店集团储备店整体平稳.....	14
图表 28.三大酒店集团中高端酒店占比持续增长.....	14
图表 29.三大酒店集团中高端客房占比呈增长趋势.....	14
图表 30.三大酒店集团同店 RevPAR 恢复情况.....	15
图表 31.三大酒店集团全部店 RevPAR 表现情况.....	15
图表 32.部分酒店公司 25 年度及 26Q1 营收及业绩（亿元）.....	15
图表 33.部分酒店公司 25 年度及 26Q1 毛利率及净利率（%）.....	15
图表 34.社零餐饮收入整体增长情况.....	17
图表 35.限额以上餐饮收入同比恢复情况.....	17
图表 36. 2025~2026Q1 餐饮行业景气度.....	17

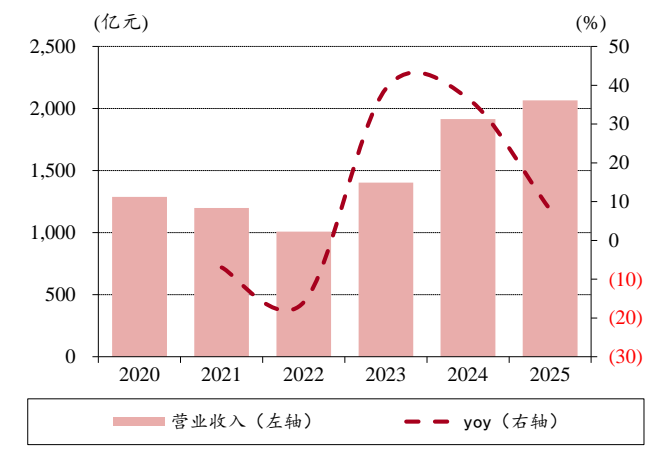
图表 37. 2025~2026Q1 餐饮大盘人均消费平稳运行.....	18
图表 38. 同庆楼营收、归母净利润变化.....	18
图表 39. 同庆楼净利率、毛利率变化.....	18
图表 40. 海南离岛免税销售额.....	19
图表 41. 海南离岛免税人均消费额.....	19
图表 42. 海南离岛免税购买人次.....	19
图表 43. 海南离岛免税购买件数.....	19
图表 44. 25 年以来节假日离岛免税销售状况.....	20
图表 45. 重点机场境外航线吞吐量恢复度 (VS19 年).....	20
图表 46. 国际航班执行总量及恢复状况.....	20
图表 47. 上海机场免税标段最新招标结果.....	21
图表 48. 首都机场免税标段最新招标结果.....	21
图表 49. 免税企业 25 年度及 26Q1 营收及业绩 (亿元).....	22
图表 50. 免税企业 25 年度及 26Q1 毛利率及净利率 (%).....	22
图表 51. 失业率及周均工作时长数据.....	23
图表 52. 企业招工前瞻指数表现.....	23
图表 53. 人力资源服务行业市场规模预测.....	23
图表 54. 人服龙头企业 25 年度及 26Q1 营收及业绩 (亿元).....	24
图表 55. 人服龙头企业 25 年度及 26Q1 毛利率及净利率 (%).....	24
图表 56. 会展企业 25 年度及 26Q1 营收及业绩 (亿元).....	25
图表 57. 会展企业 25 年度及 26Q1 毛利率及净利率 (%).....	25

## 板块总结：营收利润同步增长，文旅出行及线下服务尚处温和修复阶段

### 2025 年总结：板块温和修复，收入利润皆有增长

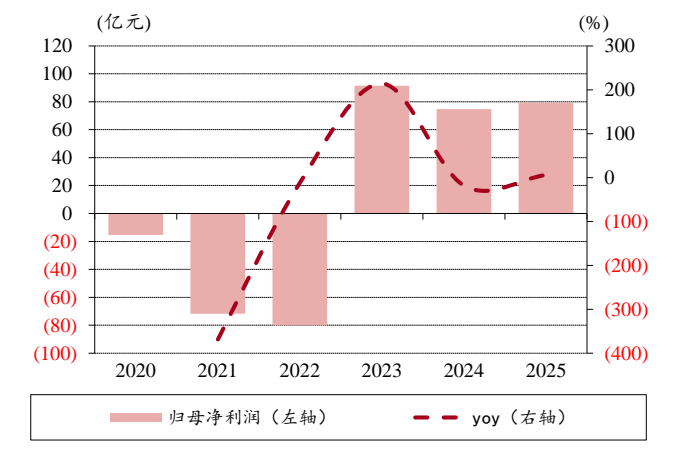
2025 年板块营收与归母净利润皆实现一定增长，毛利率、净利率小幅下降。申万社会服务板块 2025 年共实现营收 2066.67 亿元，同比+7.90%；实现归母净利润 79.34 亿元，同比+6.10%；毛利率为 23.19%，同比-0.80pct；净利率为 4.21%，同比-0.34pct。

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

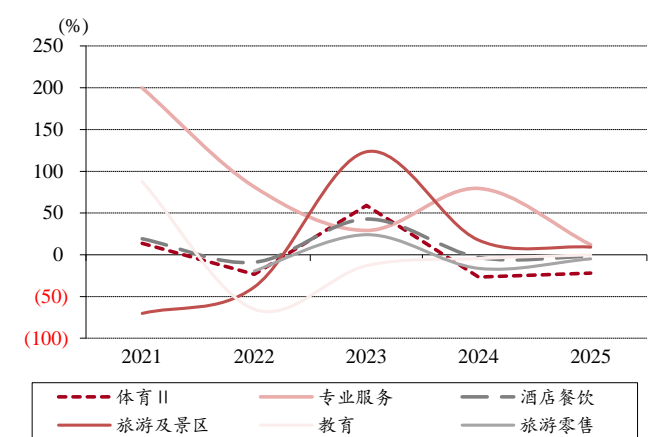
图表 2.申万社会服务板块归母净利润及增长



资料来源：Wind，中银证券

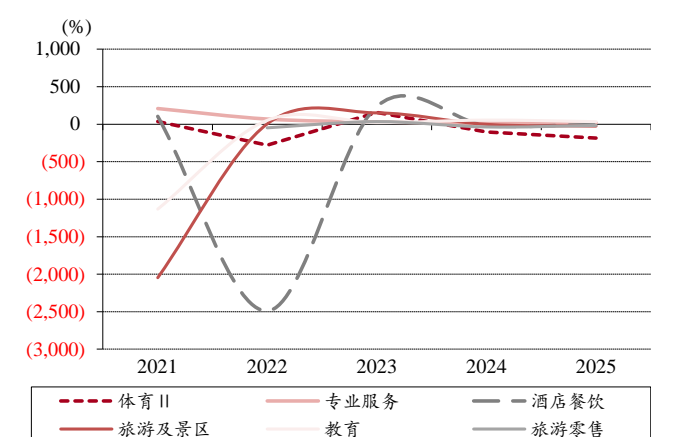
**专业服务板块延续增长，免税、体育承压。**（1）2025 年度营收同比增速方面，专业服务同比保持了增长态势，旅游与景区也受益于出行链良好景气度有一定增长：专业服务（+11.98%）>旅游及景区（+9.23%）>教育（+0.02%）>酒店餐饮（-1.94%）>旅游零售（-4.92%）>体育（-22.01%）。（2）2025 年归母净利润同比增速方面，专业服务及教育板块增速良好，其余板块有所下降：教育（+34.50%）>专业服务（+16.38%）>酒店餐饮（-2.95%）>旅游零售（-15.96%）>旅游及景区（-25.91%）>体育（-185.92%）。

图表 3.社会服务子板块及旅游零售营收同比增速



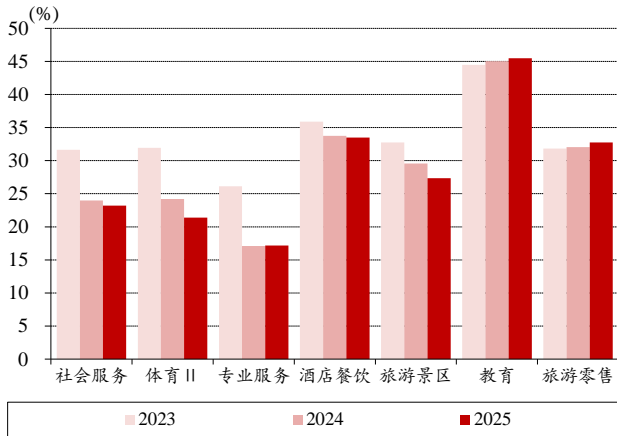
资料来源：Wind，中银证券

图表 4.社会服务子板块及旅游零售归母净利润同比增速



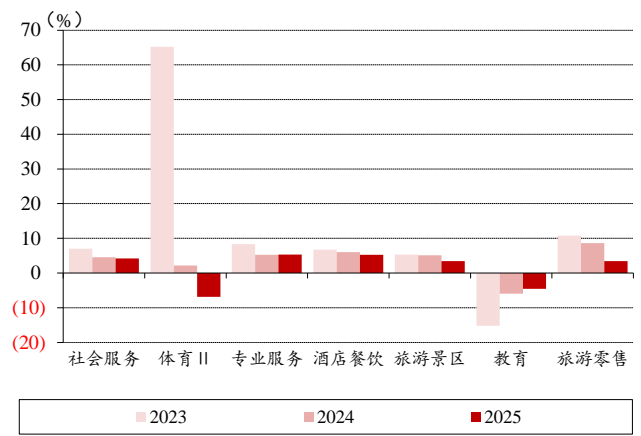
资料来源：Wind，中银证券

图表 5. 社会服务及子板块毛利率水平



资料来源: Wind, 中银证券

图表 6. 社会服务及子板块净利率水平

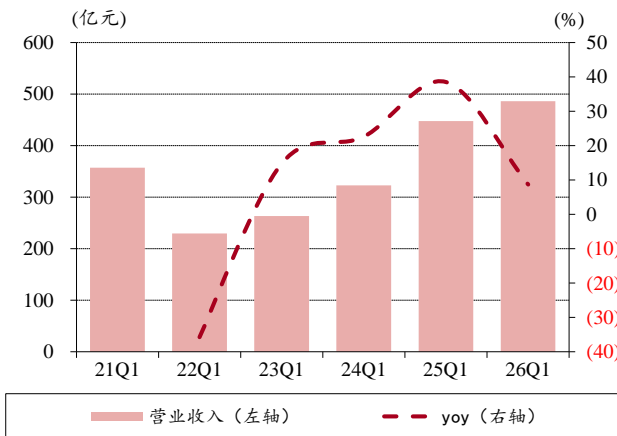


资料来源: Wind, 中银证券

## 26Q1 总结: 利润增速略高于营收, 板块实现良好增长

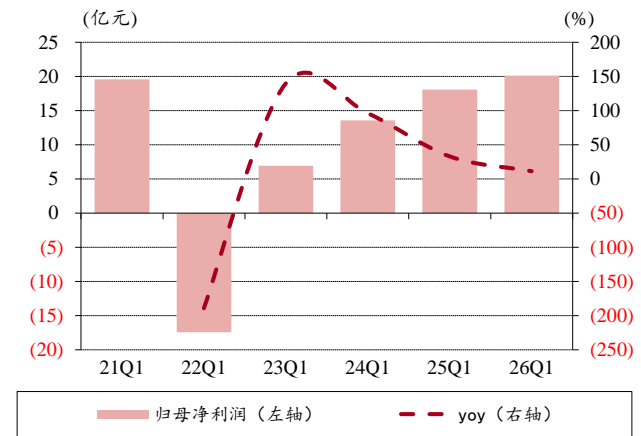
**Q1 板块营收利润同比稳步增长。** 申万社会服务板块 26Q1 共实现营收 486.54 亿元, 同比+8.69%; 实现归母净利润 20.11 亿元, 同比+11.33%。Q1 板块营收和利润基本实现了同步增长, 利润增速略高于营收。

图表 7. 申万社会服务板块营收及增长



资料来源: Wind, 中银证券

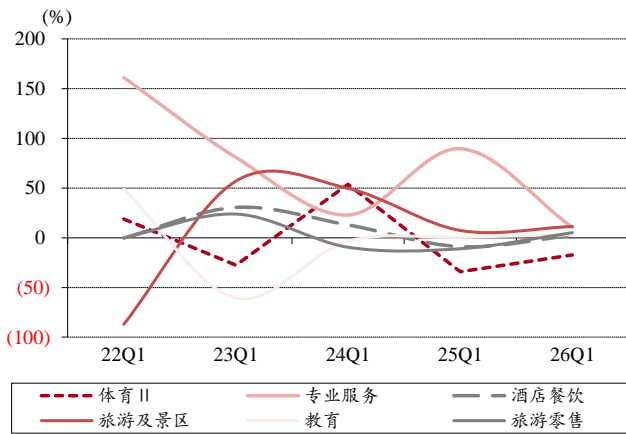
图表 8. 申万社会服务板块归母净利润及增长



资料来源: Wind, 中银证券

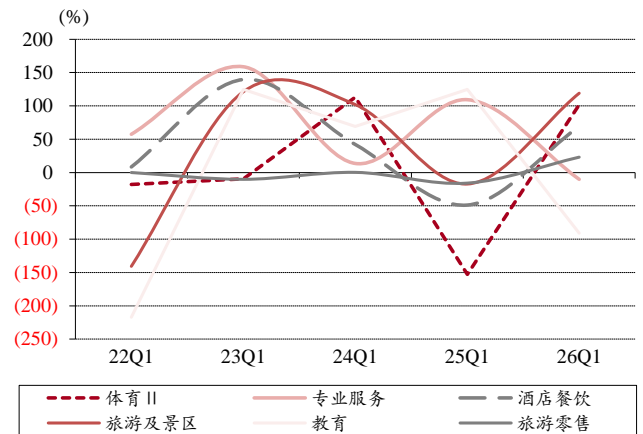
**26Q1 出行链相关子板块增长良好。** (1) 26Q1 营收同比增速方面, 旅游与景区板块表现最优: 旅游及景区 (+11.37%) > 专业服务 (+10.66%) > 旅游零售 (+5.16%) > 教育 (+3.03%) > 酒店餐饮 (+2.37%) > 体育 (-17.35%)。 (2) 26Q1 归母净利润同比增速方面, 旅游及景区、体育、酒店餐饮实现高增: 旅游及景区 (+119.22%) > 体育 (+101.86%) > 酒店餐饮 (+23.19%) > 专业服务 (-10.25%) > 教育 (-90.89%)。

图表 9. 社会服务子板块及旅游零售营收同比增速



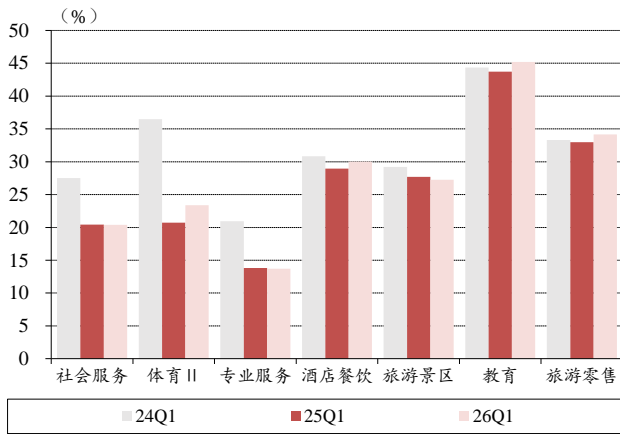
资料来源: Wind, 中银证券

图表 10. 社会服务子板块及旅游零售归母净利润同比增速



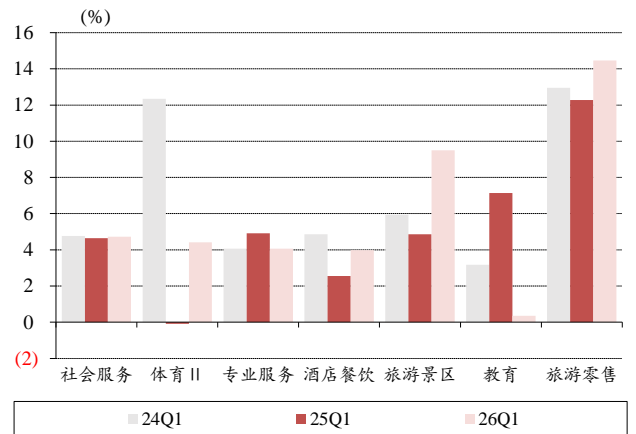
资料来源: Wind, 中银证券

图表 11. 社会服务及子板块毛利率水平



资料来源: Wind, 中银证券

图表 12. 社会服务及子板块净利率水平



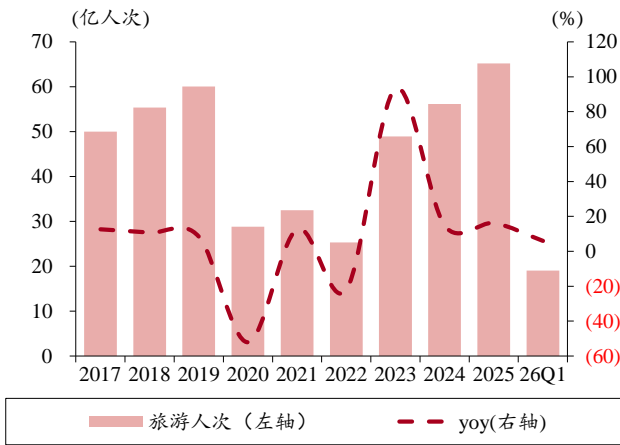
资料来源: Wind, 中银证券

## 旅游：文旅市场持续高景气，上市旅企经营分化

行业复盘：春秋假激活国内市场，入境游潜力持续释放，出境游目的地结构转变

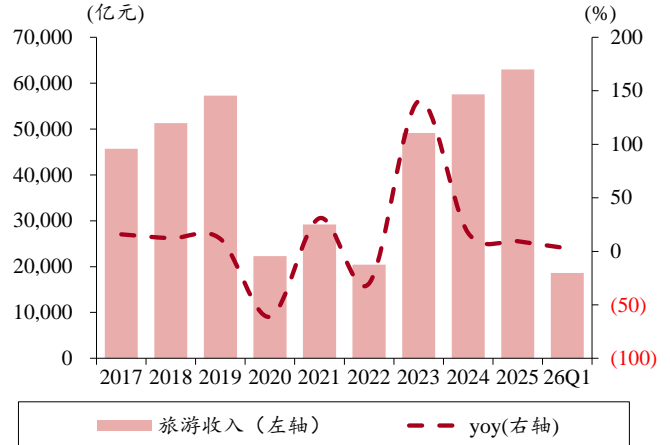
国内出行景气度持续高企，假期旅游市场繁荣度高。据文旅部数据，国内旅游市场出游人次延续稳健增长，客单消费略有回落。25年国内旅游总人次65.22亿人次，同比+16.2%；旅游收入6.30万亿元，同比+9.5%，人均消费为966元，同比-5.7%。26Q1内旅游总人次19.01亿人次，同比+6.0%；旅游收入1.86万亿元，同比+2.9%。假期旅游市场繁荣度高，26年春节为首次实行9天假期，出游市场在高基数下仍然实现增长，日均出游人次和旅游收入同比分别+5.7%、+5.5%；清明假期出游人次、旅游收入和客单价同比分别+6.8%、+6.6%、-0.5%。

图表 13.我国国内旅游人次



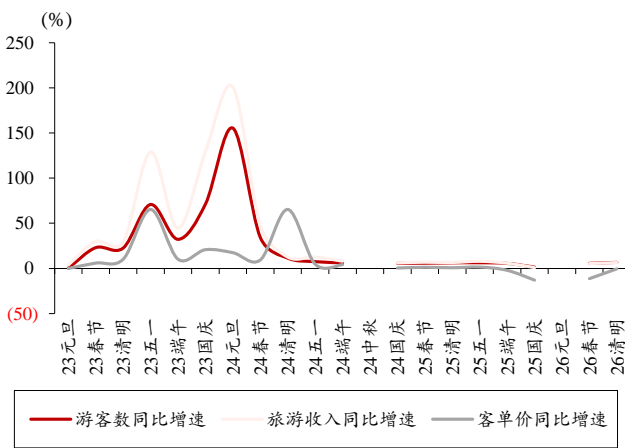
资料来源：文旅部，中银证券

图表 14.我国国内旅游收入



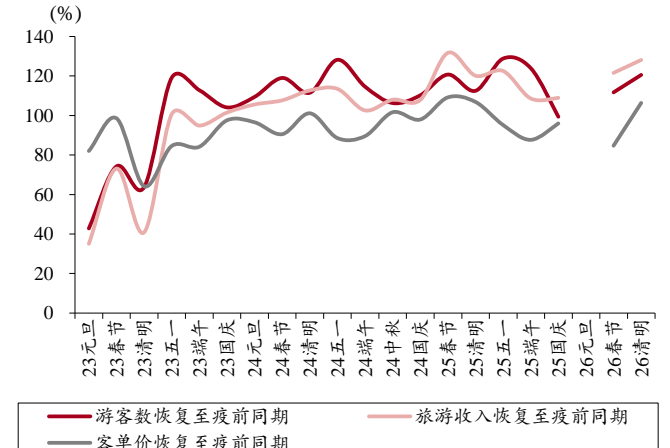
资料来源：文旅部，中银证券

图表 15. 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 16. 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

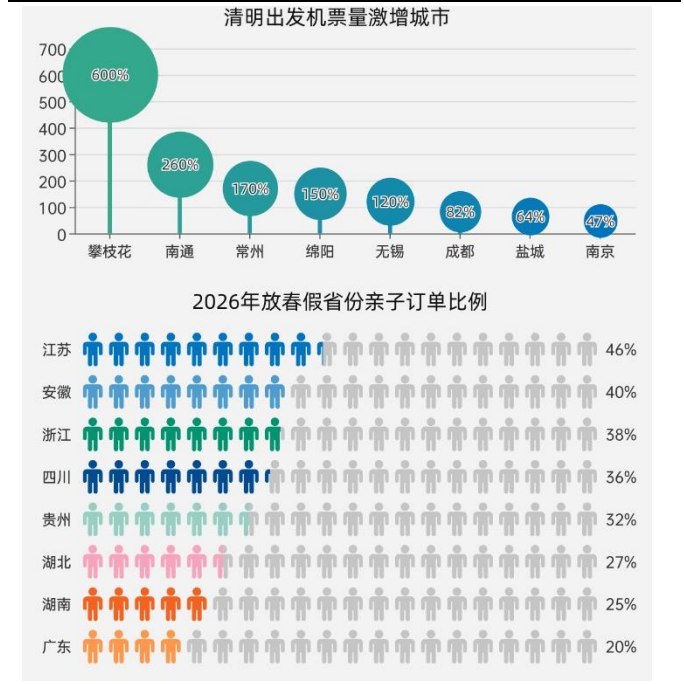
“春秋假”纳入国家性制度安排，有望撬动文旅市场淡季需求，亲子客群成为出行主力。26年政府工作报告首次提出，支持有条件的地方推广中小学春秋假，落实职工带薪错峰休假度。旅游出行对假日依赖程度较高，中小学生的春秋假是目前公共假日的有效补充，有望充分挖掘文旅淡季的市场需求。25年部分地区率先试行，对旅游消费的拉动已初显成效。25年浙江秋假期间，长三角铁路在浙江地区发送旅客1137.7万人次，同比增长22.1%；25年四川秋假期间，四川省内门票总体预订量同比增长3.4倍。26年放春假的城市出行意愿增长尤为明显，同程旅行4月1日—6日出发的度假产品预订中，亲子人群占比接近40%，同比攀升17pct，亲子人群订单同比涨幅接近200%。今年约有60个地方的中小学生们迎来“超长五一假期”，“春假+五一假期”的联动，叠加拼假形成约17天的旅游出行高峰。

图表 17.各地 2026 年春假安排



资料来源: 城数 lab, 中银证券

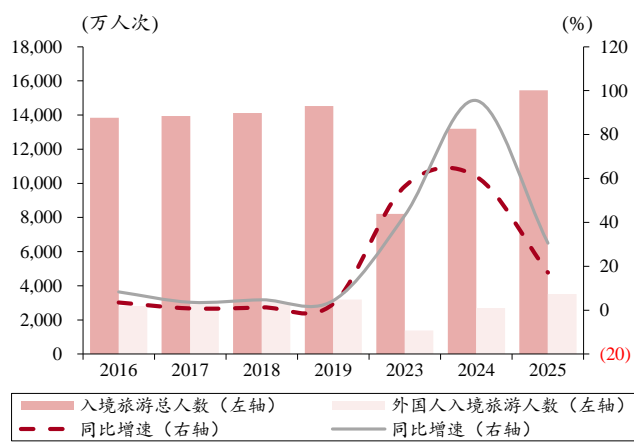
图表 18.春假+清明拼出“黄金周”



资料来源: 去哪儿旅行, 同程旅行, 城数 lab, 中银证券

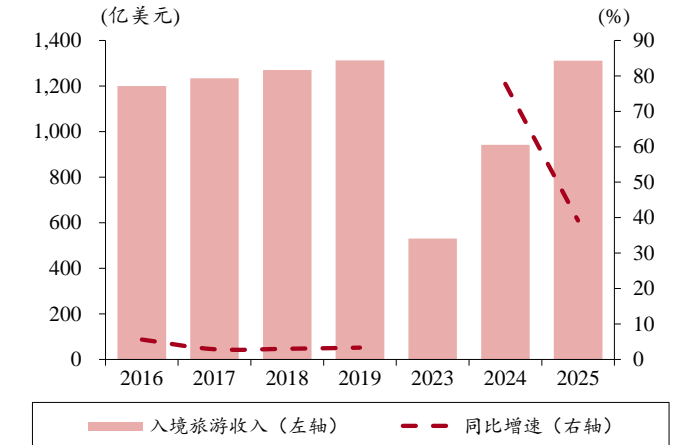
**入境游: 免签红利效应显著, 政策利好持续释放。**据国家移民管理局数据, 截至 26 年 2 月, 我国单方面免签国家增至 50 国、互免签证国家扩大至 29 国。据统计局数据, 25 年我国接待入境游客 1.55 亿人次, 同比+17.1%, 其中外国人 3517 万人次, 同比+30.5%; 通过免签入境外国人 3008 万人次, 同比+49.5%, 占外国人入境总人次的 85.5%; 入境游客总花费 1311 亿美元, 同比+39.2%。随着免签国家范围扩大, 离境退税政策优化升级, 从“中国游”到“中国购”, 外国人入境市场实现了超预期增长, 且外国人的旅游目的地逐步深入, 从北上等一线城市向二三线城市扩散, 并从传统观光转向文化体验。据中国旅游研究院预测, 26 年预计入境人数将达到 1.63 亿人次, 同比+8.0%, 外国人入境人数 3666 万人次, 同比+10.0%。近日, 商务部等 9 部门联合印发《关于促进旅行服务出口 扩大入境消费的政策措施》, 从扩大入境旅游消费、便利入境商务活动、激活入境赛事消费、繁荣入境文娱消费、拓展入境健康消费、发展入境教育培训消费、完善保障措施七方面提出 16 条具体政策举措, 入境游市场预计将由前期的数量增长向提质扩容的新阶段转变。

图表 19.我国入境旅游人次及增速



资料来源: 国家统计局, 文旅部, 中银证券

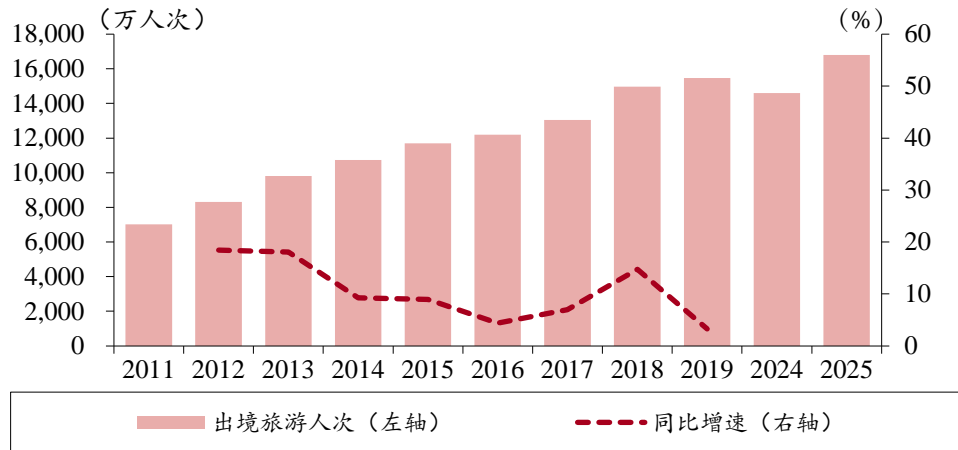
图表 20.我国入境旅游收入及增速



资料来源: 国家统计局, 文旅部, 中银证券

**出境游:受区域局势和航空运力影响,出行目的地结构性转变。**25年我国内地居民出境1.68亿人次,同比+15%,已超出19年的水平,其中因私出境1.62亿人次。据龙途国际最新发布的《中国游客意向报告》,26年中国游客的整体出境旅游热情略有回落,但仍处于较高水平。随着夏秋航季启动,前往印度、朝鲜、欧洲和澳大利亚的多条航线新增或恢复,中日之间约有一半航班被取消,受燃油供应和票价波动影响,中国至东南亚航班平均票价较去年同期高出约18%,部分廉价航空航线及赴澳航班也出现较大规模取消。五一假期中国游客的出境游需求仍以亚洲为主,受地区局势变化影响,中东和北非市场的短期出游意愿明显走弱。

图表 21. 我国出境旅游人次



资料来源: 文旅部, 国家统计局, 中银证券

## 上市公司: 整体增长承压, 经营状况分化, OTA 表现亮眼

### 25 年总结: 经营状况分化, OTA 韧性增长

**景区和旅行社: 经营状况显著分化, 整体业绩表现承压。**自然景区中, 丽江股份表现相对优异, 营收和业绩均实现小幅上涨, 异常天气对主业仍有较大影响, 酒店业务逐步爬坡提振盈利水平; 桂林旅游靠资产处置和坏账转回等实现扭亏。人工景区中, 仅大连圣亚同比扭亏, 随着同程入主, 公司的诉讼问题得到和解, 费用端压力显著缓解。**旅行社等综合集团普遍表现比较低迷,**凯撒旅业业绩实现扭亏, 并非源于主营业务修复, 主要是一次性债务处置安排贡献收益。

总体来看, 大部分企业呈现出增收不增利或者双双下滑的迹象, 资产处置等非经收益成为部分企业的增长驱动力, 但不可持续。国内旅游市场人均消费承压, 旅游市场竞争加剧, 则是大部分旅游企业业绩下滑的主要因素, 未来对于各企业的运营能力将提出更多考验。

**OTA: 受益于全球化与出行大盘增长, 营收业绩韧性增长。**OTA 企业作为行业流量入口, 经营相对不受区域限制, 受益于国内出行市场整体的高景气度, 25 年营收和业绩同比均实现双位数增长。其中携程 25 年归母净利润同比增速达到 95%, 主要是由于出售子公司 MakeMyTrip 的部分股权, 产生大额投资收益, 此外跨境游业务贡献较大增量, 同程旅行则得益于万达酒管并表增厚业绩。

图表 22.上市旅游景区公司 2025 年营收及业绩 (亿元)

公司简称	营业总收入			归母净利润		
	2024 年	2025 年	yoy (%)	2024 年	2025 年	yoy (%)
<b>旅游综合服务商</b>						
众信旅游	64.55	68.22	5.69	1.06	0.07	(93.34)
岭南控股	43.09	45.04	4.52	1.50	0.70	(53.34)
凯撒旅游	6.53	7.99	22.35	(1.03)	0.28	
西安旅游	5.82	5.56	(4.57)	(2.60)	(2.91)	
陕西旅游	12.63	10.30	(18.45)	5.12	3.84	(24.91)
三峡旅游	7.41	7.57	2.10	1.18	0.64	(45.64)
<b>人工景区</b>						
云南旅游	5.57	3.51	(36.96)	(0.28)	(3.30)	
宋城演艺	24.17	22.58	(6.61)	10.49	8.18	(22.03)
曲江文旅	12.53	9.67	(22.83)	(1.31)	(1.96)	
中青旅	99.57	113.37	13.86	1.60	0.84	(47.95)
大连圣亚	5.05	5.07	0.29	(0.70)	0.27	
<b>自然景区</b>						
峨眉山 A	10.13	9.33	(7.88)	2.35	2.20	(6.23)
黄山旅游	19.31	21.09	9.23	3.15	2.92	(7.15)
丽江股份	8.08	8.60	6.42	2.11	2.13	1.24
三特索道	6.92	6.38	(7.81)	1.42	1.43	0.96
桂林旅游	4.32	4.40	2.00	(2.04)	0.11	
天目湖	5.36	5.08	(5.25)	1.05	0.95	(8.92)
长白山	7.43	7.88	5.98	1.44	1.29	(10.33)
ST 张家界	4.32	4.59	6.26	(5.82)	(5.49)	
祥源文旅	8.64	11.73	34.71	1.47	1.14	(21.98)
西域旅游	3.04	3.26	7.32	0.87	0.75	(13.68)
西藏旅游	2.13	1.87	(12.37)	0.17	0.23	39.47
天府文旅	4.13	5.35	29.68	(0.25)	(0.21)	
<b>OTA</b>						
携程集团	532.94	624.09	17.10	170.67	332.94	95.08
同程旅行	173.41	193.96	11.85	19.74	23.71	20.10

资料来源: Wind, 中银证券

图表 23.上市旅游景区公司 2025 年盈利水平 (%)

公司简称	2024 年	毛利率 2025 年	yoy (pct)	2024 年	净利率 2025 年	yoy (pct)
<b>旅游综合服务商</b>						
众信旅游	13.0	12.0	(1.1)	1.9	0.2	(1.7)
岭南控股	19.1	18.3	(0.8)	3.8	1.7	(2.1)
凯撒旅业	22.7	18.4	(4.3)	(15.4)	8.5	24.0
西安旅游	2.3	1.9	(0.4)	(45.4)	(52.7)	(7.2)
陕西旅游	71.3	67.6	(3.6)	49.2	45.1	(4.1)
三峡旅游	31.4	34.5	3.1	16.1	7.9	(8.2)
<b>人工景区</b>						
云南旅游	(2.2)	(5.2)	(2.9)	(17.2)	(122.2)	(105.0)
宋城演艺	67.6	64.8	(2.9)	44.5	37.7	(6.8)
曲江文旅	17.2	7.6	(9.5)	(11.2)	(21.0)	(9.9)
中青旅	23.1	19.8	(3.3)	2.6	1.4	(1.2)
大连圣亚	59.7	59.5	(0.2)	(8.5)	11.2	19.7
<b>自然景区</b>						
峨眉山 A	50.5	49.9	(0.6)	15.9	14.1	(1.8)
黄山旅游	51.8	46.9	(4.9)	17.6	14.7	(2.9)
丽江股份	57.4	56.2	(1.2)	29.3	27.8	(1.5)
三特索道	60.3	62.4	2.0	23.7	24.1	0.4
桂林旅游	27.5	31.4	3.9	(47.2)	2.0	49.2
天目湖	52.4	50.3	(2.1)	22.5	20.4	(2.1)
长白山	41.7	37.5	(4.2)	19.4	15.9	(3.5)
ST 张家界	14.6	17.3	2.8	(134.9)	(119.8)	15.1
祥源文旅	49.4	52.5	3.1	18.4	12.3	(6.1)
西域旅游	55.6	47.4	(8.2)	28.5	21.8	(6.6)
西藏旅游	32.9	23.8	(9.1)	7.5	12.9	5.4
天府文旅	18.7	18.1	(0.6)	(5.3)	(3.8)	1.5
<b>OTA</b>						
携程集团	81.3	80.6	(0.7)	32.3	53.5	21.2
同程旅行	64.1	66.3	2.2	11.5	12.4	1.0

资料来源: Wind, 中银证券

## 26Q1 总结: 经营状况持续分化, 整体呈现弱复苏

**自然景区:** 优质景区高经营杠杆业绩弹性大。丽江股份、长白山 Q1 业绩增幅最高, 主因是去年同期景区受气候扰动客流处于低基数, 今年实现恢复性增长, 且在高经营杠杆下, 业绩增速显著高于营收; 张家界扭亏主要来自完成司法重整确认的重整收益; 桂林旅游显著受到“三月三”假日经济的拉动, Q1 业绩减亏。**人工景区:** 大连圣亚盈利主要是由于债务重组收益, 龙头演艺企业宋城演艺由于主动调整营销策略, 以及文旅消费整体趋向理性, 业绩仍然承压。**旅行社:** 受益于跨境游加速复苏, 岭南控股和凯撒旅业经营业绩实现稳健增长。

总体而言, Q1 作为传统的旅游淡季, 建议关注旅游旺季企业业绩的释放情况。在消费市场弱复苏, 消费者对于体验型消费需求提升的背景下, 旅游企业自身运营能力成为关键, 除了存量项目的运营之外, 外延拓展和资本整合也是公司的重要业绩增量来源。

图表 24.上市旅游景区公司 26Q1 营收及业绩 (亿元)

公司简称	营业总收入			归母净利润		
	25Q1	26Q1	yoy (%)	25Q1	26Q1	yoy (%)
<b>旅游综合服务商</b>						
众信旅游	11.65	12.65	8.58	0.19	0.10	(47.82)
岭南控股	9.23	10.19	10.45	0.27	0.33	23.63
凯撒旅业	1.41	1.96	39.43	(0.05)	0.03	
西安旅游	0.95	0.84	(11.47)	(0.32)	(0.27)	
陕西旅游	2.10	1.65	(21.47)	0.74	0.41	(44.57)
三峡旅游	1.41	1.50	7.04	0.17	0.14	(14.78)
<b>人工景区</b>						
云南旅游	0.47	0.59	24.41	(0.48)	(0.33)	
宋城演艺	5.61	5.34	(5.29)	2.46	2.11	(15.06)
曲江文旅	3.06	2.24	(26.79)	(0.44)	(0.14)	
中青旅	20.54	23.59	14.85	(0.34)	(0.37)	
大连圣亚	0.84	0.93	9.89	(0.08)	0.16	
<b>自然景区</b>						
峨眉山 A	2.26	2.21	(2.44)	0.59	0.59	0.53
黄山旅游	4.03	4.17	3.53	0.37	0.35	(6.15)
丽江股份	1.62	2.01	23.56	0.34	0.67	93.34
三特索道	1.32	1.36	3.30	0.30	0.21	(31.46)
桂林旅游	0.83	0.95	15.47	(0.13)	(0.12)	
天目湖	1.05	1.00	(4.50)	0.14	0.10	(24.46)
长白山	1.29	1.56	21.37	0.04	0.08	84.23
ST 张家界	0.59	0.67	13.34	(0.31)	3.06	
祥源文旅	2.12	2.42	10.76	0.31	0.18	(37.35)
西域旅游	0.16	0.19	18.14	(0.30)	(0.27)	
西藏旅游	0.26	0.24	(4.40)	(0.09)	(0.20)	
天府文旅	1.79	1.15	(35.66)	0.28	0.04	(85.20)

资料来源: Wind, 中银证券

图表 25.上市旅游景区公司 26Q1 年盈利水平 (%)

公司简称	毛利率			净利率		
	25Q1	26Q1	yoy (ppt)	25Q1	26Q1	yoy (ppt)
<b>旅游综合服务商</b>						
众信旅游	15.1	13.4	(1.7)	1.3	0.2	(1.1)
岭南控股	20.1	19.6	(0.4)	2.9	3.2	0.4
凯撒旅业	24.7	21.6	(3.1)	(1.3)	4.1	5.4
西安旅游	(2.3)	(1.9)	0.3	(37.2)	(35.4)	1.7
陕西旅游	64.0	56.7	(7.4)	41.2	33.0	(8.2)
三峡旅游	23.9	27.1	3.2	12.4	8.6	(3.8)
<b>人工景区</b>						
云南旅游	(26.1)	(7.5)	18.6	(118.0)	(70.0)	48.0
宋城演艺	68.1	64.9	(3.2)	45.1	40.7	(4.4)
曲江文旅	3.5	11.2	7.7	(14.9)	(6.4)	8.5
中青旅	20.5	17.6	(2.9)	(2.3)	(2.0)	0.3
大连圣亚	40.4	47.2	6.8	(2.6)	26.2	28.8
<b>自然景区</b>						
峨眉山 A	46.9	52.0	5.1	24.2	25.1	0.9
黄山旅游	39.2	38.1	(1.2)	9.7	9.0	(0.7)
丽江股份	51.6	61.0	9.3	23.6	37.5	13.9
三特索道	59.3	63.0	3.6	23.7	16.2	(7.5)
桂林旅游	22.4	24.6	2.2	(16.7)	(13.3)	3.4
天目湖	41.4	37.6	(3.9)	14.7	11.6	(3.1)
长白山	22.9	23.7	0.9	3.4	5.0	1.6
ST 张家界	(5.4)	10.1	15.5	(53.0)	457.6	510.6
祥源文旅	50.0	49.9	(0.1)	18.1	9.8	(8.3)
西域旅游	(106.0)	(78.6)	27.3	(192.2)	(148.6)	43.7
西藏旅游	(15.4)	(14.0)	1.4	(36.7)	(83.1)	(46.4)
天府文旅	42.1	35.0	(7.2)	25.3	8.8	(16.5)

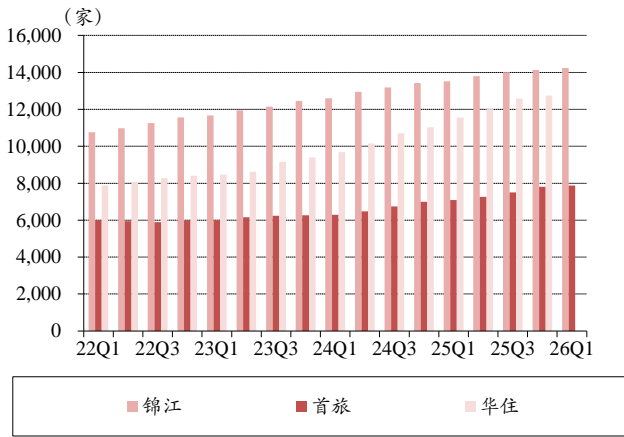
资料来源: Wind, 中银证券

## 酒店：供需稳步增长，期待公司经营指标稳中有升

### 行业复盘：头部集团拓店速度不减，需求逐步复苏

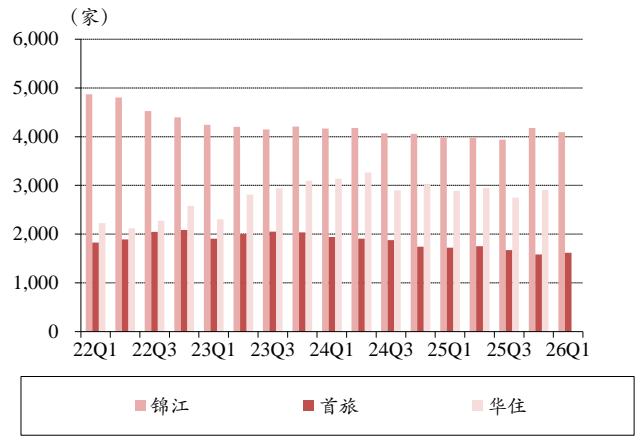
头部集团门店扩张稳步推进，储备店数量稳定，中高端化升级战略持续发力。1) 酒店数量方面，锦江、华住、首旅保持稳定的开店节奏，门店扩展持续推进。截至 2026Q1，锦江、首旅总门店数分别为 14236/7870 家，华住截至 2025Q4 门店数达 12858 家。2) 新开店方面，锦江、首旅 2026Q1 新开门店数分别为 306、218 家，华住 2025Q4 新开店 406 家，2026 全年新开店预期上华住、锦江、首旅分别为 2200~2300/1200/1600~1700 家，整体来看拓店节奏稳步推进。3) 储备店方面，截至 2026Q1，锦江、首旅储备店数量分别为 4093/1619 家，华住截至 2025Q4 为 2906 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 2026Q1，锦江、首旅中高端酒店数占比分别为 65%/30%，中高端客房数占比分别为 72%/43%，华住截至 2025Q4 中高端酒店数、房间量占比分别为 53%/60%，中高端转型下门店质量仍在持续提升。

图表 26. 三大酒店集团总门店数量稳步提升



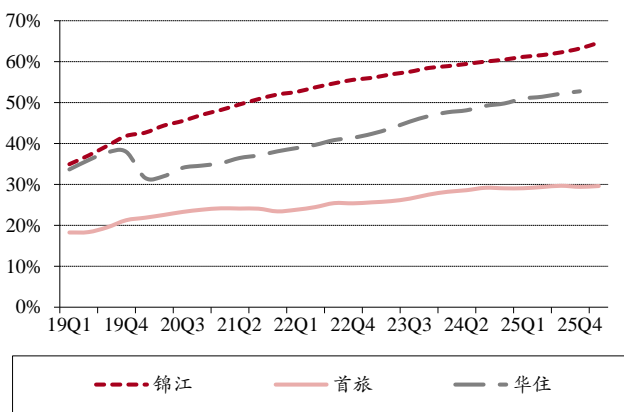
资料来源：公司公告，中银证券（注：华住为 Legacy-Huazhu 数据）

图表 27. 三大酒店集团储备店整体平稳



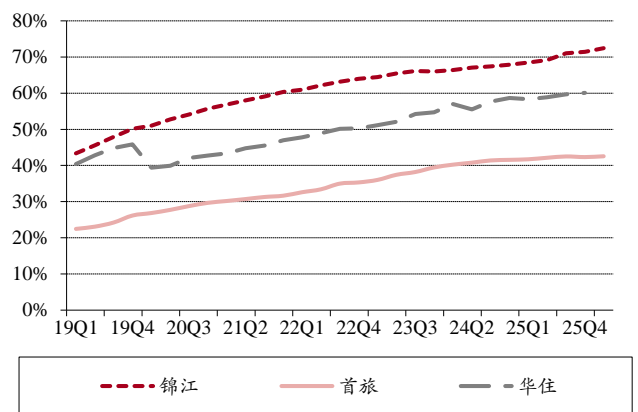
资料来源：公司公告，中银证券

图表 28. 三大酒店集团中高端酒店占比持续增长



资料来源：公司公告，中银证券

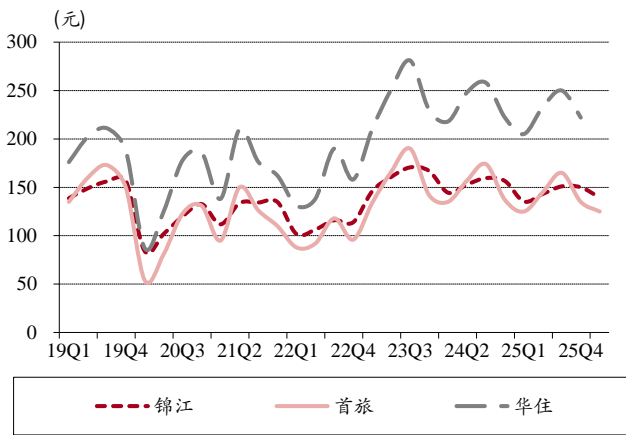
图表 29. 三大酒店集团中高端客房占比呈增长趋势



资料来源：公司公告，中银证券

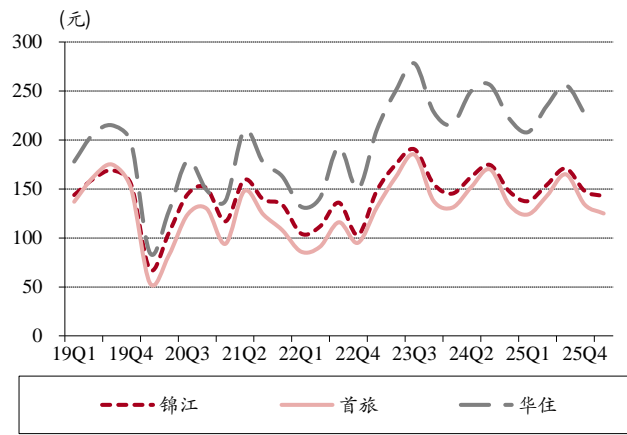
市场逐步进入再平衡，期待休闲游高景气度带动经营数据提升。近年商务出行市场依然有所承压，但受益于旅游市场良好景气度，酒店市场整体经营情况有望维持并回升。据酒店之家数据，2025 全年酒店市场 ADR 同比下降 3%，OCC 增长 2%，RevPAR 仅微降 1%，全年来看经营数据基本企稳。且从 2025Q4 开始，锦江、首旅、华住的 RevPAR 水平均有逐步趋稳表现或实现一定同比提升，较上半年承压态势有所好转，出现良好修复趋势。此外，步入 2026 年，受益于多地春假以及消费者出行习惯变更，游客出游频次、出行距离和中高端酒店偏好皆有望增长，期待酒店经营数据进一步修复。

图表 30. 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 31. 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 32. 部分酒店公司 25 年度及 26Q1 营收及业绩 (亿元)

公司简称	营业总收入			归母净利润		
	2024 年	2025 年	yoy (%)	2024 年	2025 年	yoy (%)
锦江酒店	140.63	138.11	(1.79)	9.11	9.25	1.58
首旅酒店	77.51	76.07	(1.86)	8.06	8.11	0.60
	25Q1	26Q1	yoy (%)	25Q1	26Q1	yoy (%)
锦江酒店	29.42	31.21	6.09	0.36	1.37	280.09
首旅酒店	17.65	17.77	0.66	1.43	1.69	18.51

资料来源：Wind，中银证券

图表 33. 部分酒店公司 25 年度及 26Q1 毛利率及净利率 (%)

公司简称	毛利率			净利率		
	2024 年	2025 年	yoy (pct)	2024 年	2025 年	yoy (pct)
锦江酒店	39.5	38.4	(1.1)	8.1	7.2	(1.0)
首旅酒店	38.4	39.9	1.5	10.6	10.7	0.1
	25Q1	26Q1	yoy (pct)	25Q1	26Q1	yoy (pct)
锦江酒店	31.8	33.4	1.6	1.8	4.8	3.1
首旅酒店	35.4	38.2	2.9	9.1	10.9	1.8

资料来源：Wind，中银证券

## 上市公司：26Q1 开局良好，全年有望回归增长态势

### 锦江酒店：

**25 全年经营具备韧性，26Q1 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%，全年新开店 1314 家。全年营收略下行主要受市场环境因素影响，以及自身海外业务缩减影响。利润端增长则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 2026Q1，公司经营情况改善明显，实现营收 yoy+6.1%；归母净利润 yoy+280.1%；扣非归母净利润 yoy+472.7%，新开店 306 家。酒店数据方面，2026Q1 的境内有限服务型酒店 RevPAR 同比+3.68%；ADR 同比+1.40%；OCC 同比+1.37pct，改善幅度较 25Q4 进一步提升。展望 2026 年，据公司公告，预计实现营业收入同比增长 1-2%，其中来自于中国大陆境内的营业收入预计同比增长 6%-7%。全年计划新增开业酒店 1,200 家，新增签约酒店 1,800 家。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，海外业务也有望逐步改善。

#### 首旅酒店：

门店质量提升，2026 年开店目标提速。公司 2025 年实现收入 yoy-1.86%；归母净利润 yoy+0.60%；扣非归母净利润 yoy+1.10%。全年不含轻管理的 RevPAR 同比-2.7%；OCC 同比-1.0pct；ADR 同比-1.3%。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“五一”、“十一”等长假期间，旗下酒店经营表现超越 2024 年同期。门店结构上，公司 2025 年新开店 1510 家，同比+11.6%，其中标准管理酒店 832 家，占比 55.1%。公司储备店 1584 家，其中标准管理酒店占比 74.6%，同比提升 20.5pct。另外，中高端酒店数量也在持续增长，门店质量有望进一步提升。

2026Q1 公司开局良好，实现营收 yoy+0.66%；归母净利润 yoy+18.51%；扣非归母净利润 yoy+31.84%。受益于假日经济重要性持续提升，26Q1 不含轻管理的全部酒店 RevPAR 同比+1.7%；OCC 同比+0.9pct；ADR 同比+0.2%。展望全年来看，公司计划新开店 1600-1700 家，并持续发力标准品牌拓店和中高端化升级，另外也会持续布局下沉市场。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。

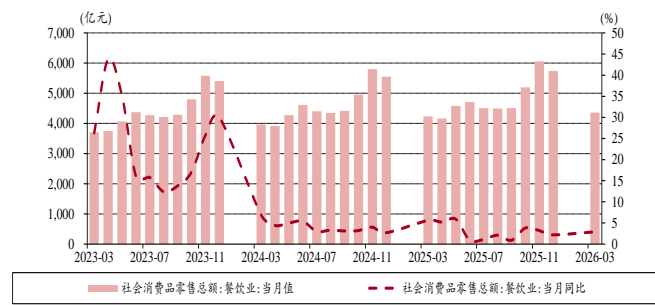
## 餐饮：增速放缓下，关注存量竞争

### 餐饮行业：稳中有进，外卖平台补贴加剧内卷

**总量温和修复。**全年来看，2025年全国餐饮收入达57982.5亿元，同比增长3.2%，增速放缓。餐饮社零占社零总额的11.6%，较上年提升0.2pct。2025年停业商户达339万家，同比增长9.4%，行业洗牌加剧。

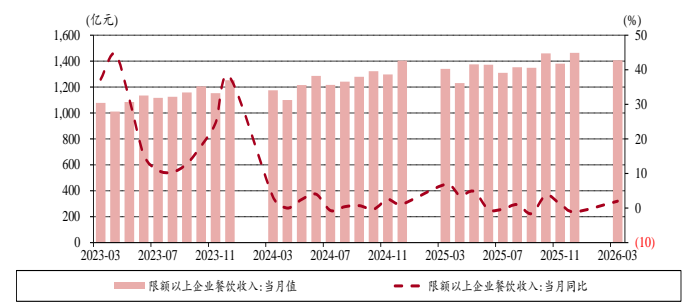
分季度看，25Q1、Q2、Q3、Q4以及26Q1社零餐饮收入分别为1.40万亿元、1.35万亿元、1.35万亿元、1.70万亿元、1.46万亿元，分别同比增长4.33%、5.12%、2.55%、4.24%、4.25%；限额以上餐饮收入分别为3969亿元、4027亿元、4062亿元、4278亿元、4229亿元，分别同比增长11.77%、10.60%、5.64%、0.44%、6.56%。分月度看，餐饮社零同比增长幅度在2025年5月之前表现较好，6月及之后同比增幅有所下降，2026年则重归良好增长区间。增幅趋缓的原因主要来自于“禁酒令”的直接冲击以及外卖平台价格竞争下的影响。

图表 34. 社零餐饮收入整体增长情况



资料来源：国家统计局，中银证券

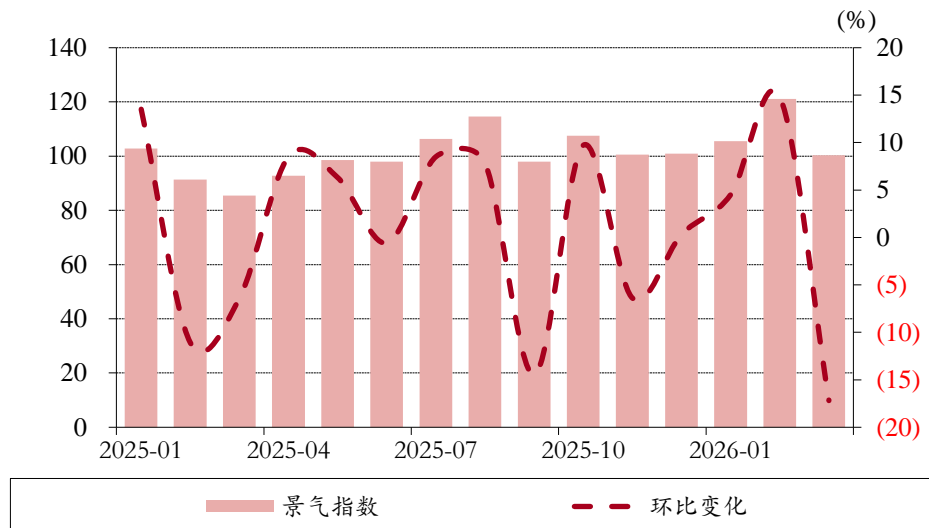
图表 35. 限额以上餐饮收入同比恢复情况



资料来源：国家统计局，中银证券

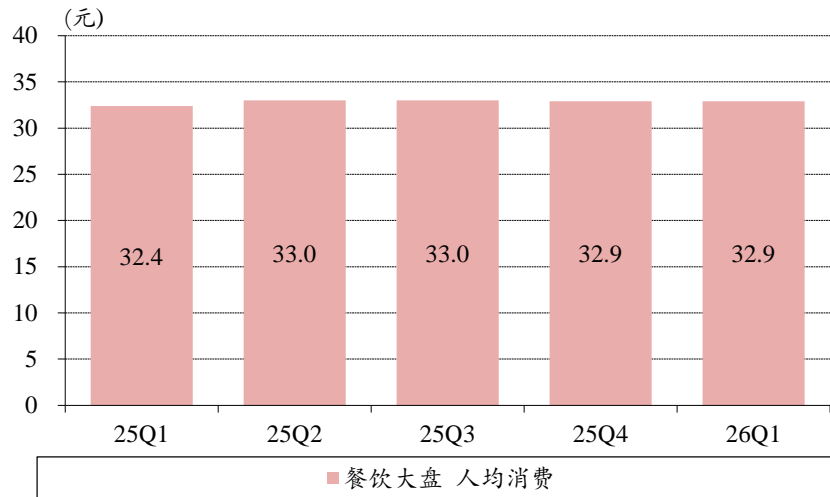
**外卖战补贴退坡后，行业逐步回归稳增长。**受前期外卖大额补贴影响，行业价格受到扭曲。据红餐产业研究院数据，外卖战前15元以下订单占比约20-30%，受外卖战影响提升至约40%，且低价信号逐步向堂食端外溢，并下修消费者价格预期，长期可能导致行业人均消费水平下降及行业严重内卷。2025后半段，在市场监管总局、餐饮协会等约谈、倡议下，外卖平台逐步开始降补，行业逐步回归常态。进入2026Q1，餐饮消费初步回暖，且据红餐产业研究院数据，餐饮企业地租、人力资源成本略有下降，或利好餐饮企业控制成本、改善单店模型、提升自身运营水平。

图表 36. 2025~2026Q1 餐饮行业景气度



资料来源：红餐产业研究院《餐饮行业季度观察报告》，中银证券

图表 37. 2025~2026Q1 餐饮大盘人均消费平稳运行



资料来源：红餐产业研究院《餐饮行业季度观察报告》，中银证券

## 上市公司：门店扩张下的成本费用，导致同庆楼利润释放阶段性承压

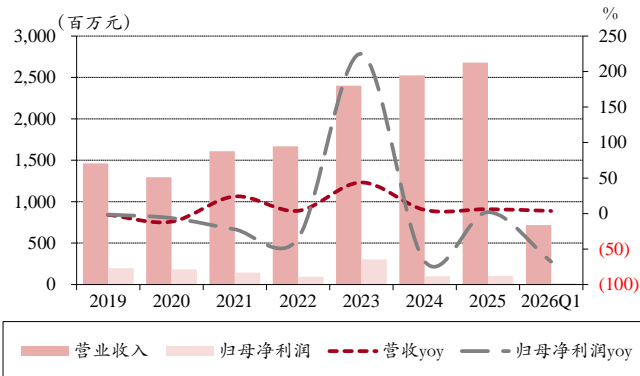
### 同庆楼：

**2025 年营收利润双增，2026 收入实现增长但利润阶段性承压。**公司 2025 年实现营业收入 26.81 亿元，yoy+6.17%；归母净利润 1.02 亿元，yoy+2.04%；扣非归母净利润 0.99 亿元，yoy+5.80%。受益于“双春年”，公司婚宴酒席业务需求集中释放，各门店表现良好。但年中“禁酒令”等因素导致餐饮市场需求萎缩，增长空间有所受阻。

公司 2026Q1 实现营业收入 7.17 亿元，yoy+3.64%；归母净利润 1676.39 万元，yoy-67.65%；扣非归母净利润 1567.32 万元，yoy-67.18%。收入增长主要源于新店营收的快速提升。但一季度受去年“双春年”需求集中释放影响，宴会收入有所承压，2025H2 公司通过宴会预定系统监测到，2026 年宴会预定数据呈现明显下滑趋势，但公司积极进行宴会销售模式改革，目前改革初具成效，4 月宴会预定订单已明显回暖，较去年同期实现增长，预计下半年有望追平去年同期水平。另外，包厢业务呈量升价降态势，客流增量未完全覆盖客单价下滑的影响，一定程度上拉低营收增长水平。利润方面，公司多家新开店爬坡期导致开支增长进而拉低利润较为明显，门店折旧、摊销等固定成本开支增加，后续利润释放或仍需等待新店爬坡。

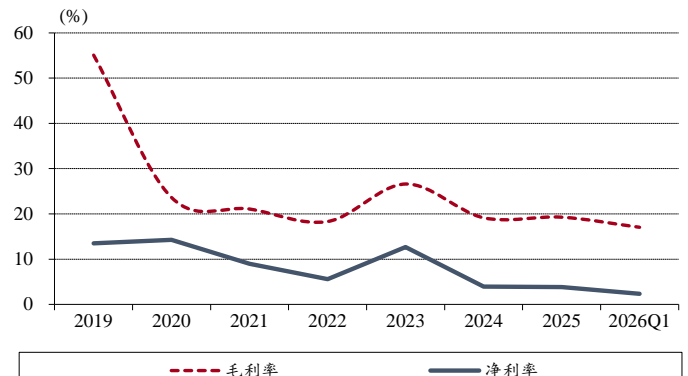
**三轮驱动战略稳步推进，门店数量保持增长。**在门店持续扩展下，截至 2025 年公司拥有直营门店 135 家，其中 58 家餐饮门店同庆楼、11 家富茂酒店、新品牌门店 66 家。2026Q1 新增一家富茂酒店。食品业务方面，25 年公司该业务收入达 3.03 亿元，食品公司实现净利润历史性首次盈利。公司“餐饮+宾馆+食品”三轮驱动战略持续推进，期待成长爬坡期后的经营效益快速释放。

图表 38. 同庆楼营收、归母净利润变化



资料来源：公司公告，中银证券

图表 39. 同庆楼净利率、毛利率变化



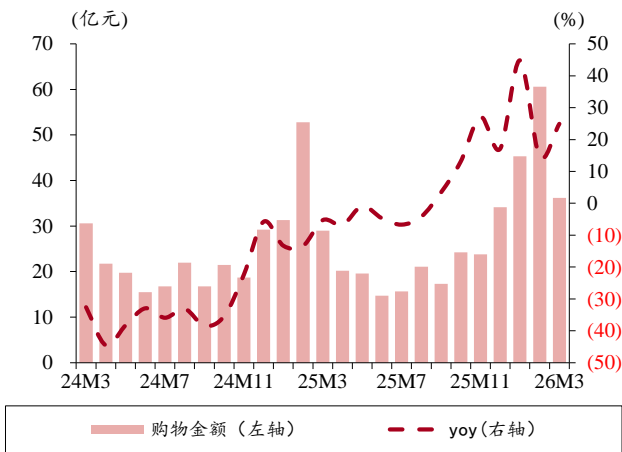
资料来源：公司公告，中银证券

## 免税：离岛销售加速修复，免税企业业绩回暖

### 行业复盘：离岛免税销售亮眼，口岸经营格局重塑

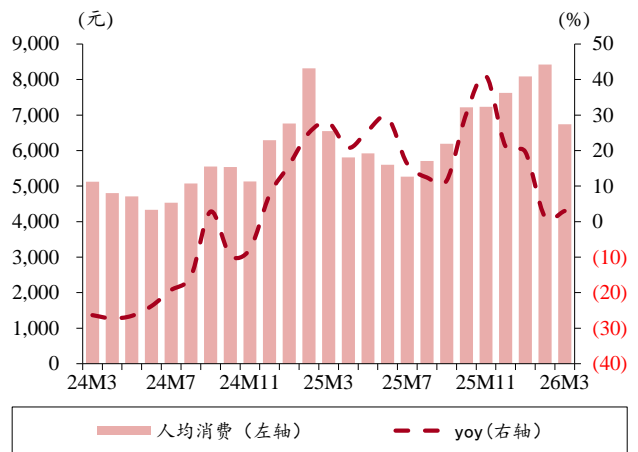
**离岛免税：**受益于封关及新政，离岛免税销售加速增长。据海口海关，26Q1 离岛免税销售额为 142.1 亿元，同比+25.7%，环比 25Q4 增长提速；购物人次为 181.6 万人次，同比+18.0%；客单价 7824.7 元，yoy+6.6%。自 25 年 9 月以来，离岛免税销售额同比增速转正，封关及新政实施以后，免税销售额加速增长。25 年客单消费开启复苏态势，26 年起购物人次增长的驱动更加显著。我们认为一方面得益于海南整体的客流增长，另一方面，免税企业和海南政府为响应封关红利，实施较多的补贴政策，带动客流的进店率和转化率。

图表 40.海南离岛免税销售额



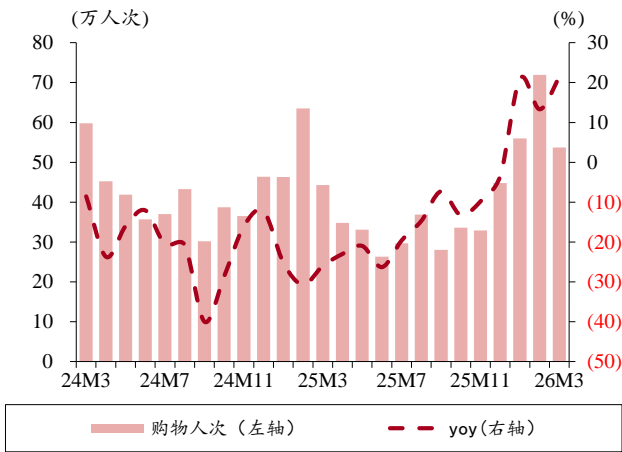
资料来源：海口海关，中银证券

图表 41.海南离岛免税人均消费额



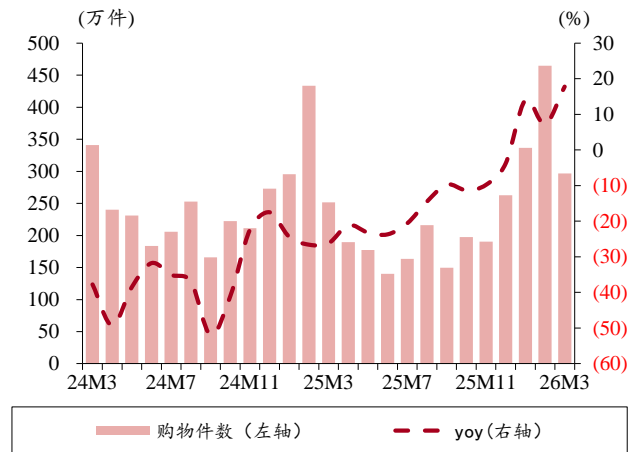
资料来源：海口海关，中银证券

图表 42.海南离岛免税购买人次



资料来源：海口海关，中银证券

图表 43.海南离岛免税购买件数



资料来源：海口海关，中银证券

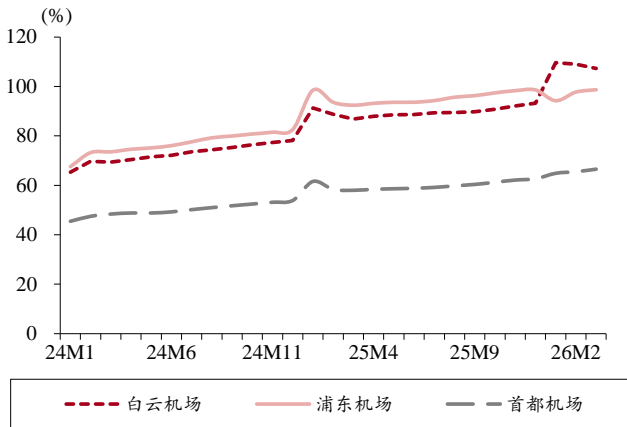
图表 44. 25 年以来节假日离岛免税销售状况

	25 春节	25 五一	25 端午	25 国庆	26 元旦	26 春节	26 清明
购物金额 (亿元)	20.94	5.10	1.87	9.44	7.12	27.20	2.79
日均销售额(亿元)	2.62	1.02	0.62	1.18	2.37	3.02	0.93
yoy(%)	(15.9)	(6.8)	(8.8)	5.2	128.9	30.8	14.8
购物人数 (万人次)	24.05	7.91	3.13	12.29	8.35	32.50	4.76
日均购物人数(万人次)	3.01	1.58	1.04	1.54	2.78	3.61	1.59
yoy(%)	(19.2)	(7.8)	(18.9)	(2.4)	60.6	35.4	19.6
客单价 (元)	8,706.0	6,447.5	5,974.4	7,685.0	8,526.9	8,369.2	5,861.3
购物件数 (万件)			15.61		44.20	199.70	22.42
yoy(%)			(28.9)		52.4	21.9	10.1
天数	8	5	3	8	3	9	3

资料来源：海口海关，中银证券

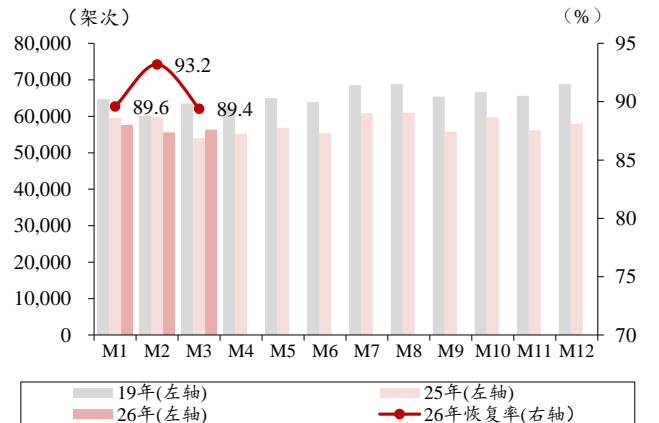
**国际运力持续修复，跨境客流逐步回归。**从重点机场来看，截至 3 月末，上海浦东机场、北京首都机场、广东白云机场境外航线的累计吞吐量分别已恢复至 19 年同期的 98.66%/66.57%/107.30%，24 年以来核心机场的境外航线持续修复。据航班管家数据，26Q1 国际航线航班量达 17.0 万架次，同比+2.7%，恢复至 19 年的 90.7%，3 月境外航线的旅客吞吐量已恢复至 19 年的 113.0%。国际客流的逐步回归为市内免税和口岸免税的增长奠定基础。

图表 45. 重点机场境外航线吞吐量恢复度 (VS19 年)



资料来源：首都机场官网，上海机场、白云机场公司公告，中银证券

图表 46. 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

**口岸免税：核心机场招标落幕，经营格局迎来重塑。**25 年底，北京和上海两个机场均完成了新一轮经营期的招标，相较此前中免独大的模式，此次竞标引入了更多参与者。**从整体规模来看**，新协议下免税商做大销售规模，即可有效摊薄固定成本，也有望激励其扩充品牌品类，蓄力经营，实现机场方和免税商的双赢。**从竞争格局来看**，杜福睿由全球最大旅游零售商 Avolta 控股，与奢侈品集团合作密切，供应链资源较为强劲。此前上海机场三个标段的运营商均为日上上海（中免持股 51%，上机持股 16%），而此次引入外资运营商，打破此前的独家运营模式，双方竞争或将加剧。新协议下，中免系竞得标段减少一个，获得上海区域 58% 的经营面积，未来营收端将有所缩减。但国际客流占比最高的核心标段浦东 T2 仍由中免获得，优势依旧凸显。首都机场方面，中免获得北京区域 75% 的经营面积，王府井则为 25%。

图表 47.上海机场免税标段最新招标结果

标段范围	中标结果	月固定费用(元/平方米/月)	提成比例	总体原则	补充条款
标段一 上海浦东国际机场(T1航站楼及S1卫星厅国际区域场地)的进出境免税店	杜福睿(上海)商业有限公司	3,141	8%-24%	月实收费用=月固定费用+Σ(各品类月销售额×各品类提成比例)	(1)单个计费年度实际年固定费用=基准年(2026年)固定费用×(1+a), a为当年度国际客流较24年的增长率,在-20%和20%之间调整; (2)年度人均消费水平超过目标值的一定比例及以上,则超出部分的销售额计提的销售额提成按阶梯奖励返还
标段二 上海浦东国际机场(T2航站楼及S2卫星厅国际区域场地)的进出境免税店	中免集团	3,090	8%-24%		
标段三 上海虹桥国际机场(T1航站楼国际区域场地)的进出境免税店	中免集团	2,827	8%-22%		

资料来源:公司公告,中银证券

图表 48.首都机场免税标段最新招标结果

航站楼	进境面积(m²)	出境面积(m²)	合计面积(m²)	中标结果	首年保底经营费(万元)	首年销售额提成比例
标段一 T3	1,938.72	T3E:8310.19 T3D:397.83	10,646.74	中免集团	48,027	5%
标段二 T2	416.56	3,149.77	3,566.33	王府井	11,300	5%

资料来源:公司公告,中银证券

## 上市公司:受益于海南复苏, Q1 免税业态整体回暖

**中国中免: 盈利能力逐步改善, 海南地区加速修复, 境外拓展有序推进。**25 年公司营收和归母净利润同比分别-4.92%、-15.96%, 主要是由于前三季度免税市场相对承压, 25Q4 受益于海南封关及免税新政, 公司的业绩实现高增; 26Q1 业绩延续增长, 增速略有放缓, 营收和业绩同比分别+0.96%、+21.18%, 毛利率和净利率同比均有小幅提升。26Q1 公司在海南地区实现营收 125.85 亿元, 同比+28.26%, 增速略高于海南整体市场。春节期间, 海南区域各门店人气销量两旺, 三亚国际免税城单日最高销售额突破 2 亿元, 单日最高客流量达 9.2 万人次。海外业务实现历史性突破。Q1 公司对 DFS 大中华区零售业务的收购事项已完成交割。同时, 公司完成向 LVMH 集团、Miller 家族增发 H 股股份, 正式确立三方在全球旅游零售领域的合作伙伴关系, 国际化布局和品牌协同能力进一步增强。

**王府井: 短期业绩承压, 奥莱逆势增长, 免税业务完善布局。**25 年公司营收和归母净利润同比分别-10.74%、-114.85%, 存量业务方面, 公司聚焦门店运营效能提升, 增量方面推进重点项目落地, 同时进一步扩大免税业务规模。但公司整体处于业态转型迭代期, 重点项目培育期延长, 调改效果并未完全释放, 造成短期业绩承压。分业态来看, 奥莱业务韧性凸显, 营收和毛利率同比分别+4.47%、+1.53pct, 百货和购物中心等传统业务表现疲弱, 免税业务营收小幅减少, 毛利率同比+0.63pct。26Q1 公司的营收和归母净利润同比分别-5.86%、-7.19%, 营收环比降幅有所收窄。奥莱业务延续韧性增长, 免税业务受益于海南地区增长及新增门店影响, 收入同比+39.79%, 旗下王府井免税首都机场 T2 航站楼免税店对外营业, 实现了公司在国内超大型国际枢纽机场的首次布局。

**珠免集团: Q1 业绩首次转正, 地产业务成功去化, 免税主业打开增长空间。**25 年公司的营收同比-35.76%, 利润亏损收窄, 主要是由于房地产项目结转收入减少。26Q1 公司的营收同比-23.40%, 主要是上年末房地产业务股权出售后, 本期不再并表。利润端扭亏则得益于业务结构与费用结构的同步优化。一方面, 公司进一步聚焦核心消费主业, 有效减轻低效亏损业务拖累; 另一方面, 随着地产业务剥离, 与地产相关的资金占用和费用压力同步下降, 融资成本也得到有效控制。26Q1 拱北口岸出入境人员数量超过 3300 万人次, 同比增超 10%, 创下近 6 年来同期客流最高纪录, 口岸免税店消费也从烟酒香化等传统品类向数码、黄金、潮玩等品类延展。此外还成功落地三亚市珠海免税日用消费品免税店, 实现在海南市场的重要布局。

图表 49.免税企业 25 年度及 26Q1 营收及业绩 (亿元)

公司简称	营业总收入			归母净利润		
	2024 年	2025 年	yoy (%)	2024 年	2025 年	yoy (%)
中国中免	564.74	536.94	(4.92)	42.67	35.86	(15.96)
王府井	113.72	101.50	(10.74)	2.69	(0.40)	(114.85)
珠免集团	52.77	33.90	(35.76)	(15.15)	(10.29)	
	25Q1	26Q1	yoy (%)	25Q1	26Q1	yoy (%)
中国中免	167.46	169.06	0.96	19.38	23.48	21.18
王府井	29.85	28.10	(5.86)	0.56	0.52	(7.19)
珠免集团	9.19	7.04	(23.40)	(0.91)	0.39	

资料来源: Wind, 中银证券

图表 50.免税企业 25 年度及 26Q1 毛利率及净利率 (%)

公司简称	毛利率			净利率		
	2024 年	2025 年	yoy (pct)	2024 年	2025 年	yoy (pct)
中国中免	32.0	32.8	0.7	8.6	6.9	(1.7)
王府井	40.2	38.8	(1.3)	2.3	(0.1)	(2.4)
珠免集团	30.8	36.4	5.6	(21.4)	(19.3)	2.1
	25Q1	26Q1	yoy (pct)	25Q1	26Q1	yoy (pct)
中国中免	33.0	33.6	0.7	12.3	14.0	1.7
王府井	39.2	36.7	(2.5)	1.8	2.3	0.5
珠免集团	36.7	46.8	10.1	1.4	25.1	23.7

资料来源: Wind, 中银证券

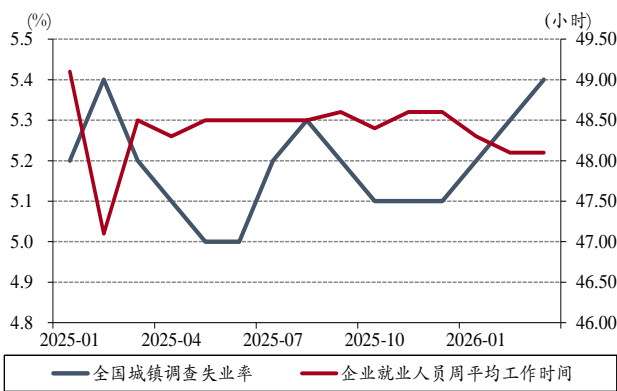
## 人服：人服行业稳步成长，招聘意愿有所回升但拐点暂未见

### 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，25M1-26M4 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。2025 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。

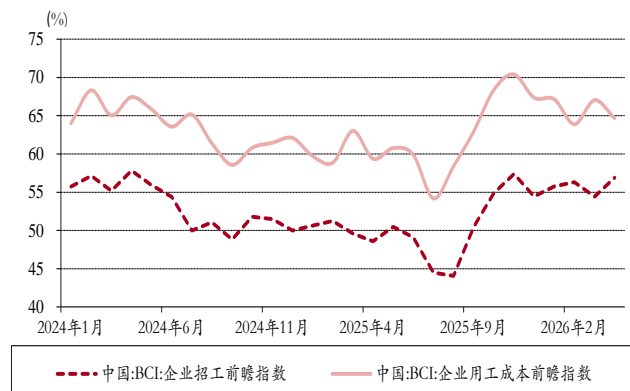
**就业预期略有回升但未见明显拐点。**根据中国就业研究所 2025 年第四季度中国就业季度分析会，2025Q4CIER 指数环比略有回升，但同比受需求下降和供给上升的双重影响而下降，就业形势仍面临挑战。回顾全年，25Q1、25Q2、25Q3 CIER 指数均同环比皆下降。此外，据企业招工前瞻指数，25Q4 开始也有一定好转，但较明显拐点仍未显现。体现出当前企业端招聘意愿仍然偏向保守。人服市场业务需求仍有待释放。

图表 51. 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

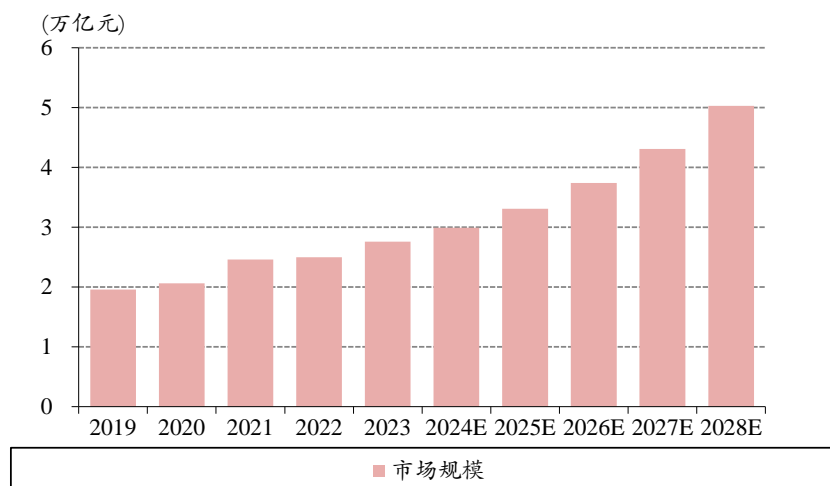
图表 52. 企业招工前瞻指数表现



资料来源：Wind, 中银证券

**行业规模稳步增长。**据沙利文数据预测，2025 年人力资源服务市场收入预计将达到 3.31 万亿元，2023 年至 2028 年间，市场年 CAGR 预计为 12.7%。其中，人力资源外包类业务在 2023 至 2028 年的 CAGR 预计为 13.9%，其占市场总量的比重将从 2023 年的 77% 提升至 2028 年的 81%。业务外包与灵活用工将成为外包类业务的重要组成部分，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。

图表 53. 人力资源服务行业市场规模预测



资料来源：上海外服，沙利文，中银证券

图表 54. 人服龙头企业 25 年度及 26Q1 营收及业绩 (亿元)

公司简称	营业总收入			归母净利润		
	2024 年	2025 年	yoy (%)	2024 年	2025 年	yoy (%)
外服控股	223.07	241.29	8.17	10.86	6.52	(39.96)
北京人力	430.32	451.85	5.00	7.91	11.70	47.82
科锐国际	117.88	145.40	23.35	2.05	3.14	52.68
	25Q1	26Q1	yoy (%)	25Q1	26Q1	yoy (%)
外服控股	62.74	66.41	5.85	2.11	2.37	12.19
北京人力	108.37	113.82	5.03	5.91	2.63	(55.54)
科锐国际	33.03	37.89	14.74	0.58	0.92	59.00

资料来源: Wind, 中银证券

图表 55. 人服龙头企业 25 年度及 26Q1 毛利率及净利率 (%)

公司简称	毛利率			净利率		
	2024 年	2025 年	yoy (pct)	2024 年	2025 年	yoy (pct)
外服控股	9.2	8.6	(0.7)	5.4	3.2	(2.2)
北京人力	5.9	5.5	(0.4)	2.4	3.2	0.8
科锐国际	6.4	5.9	(0.5)	1.7	2.5	0.7
	25Q1	26Q1	yoy (pct)	25Q1	26Q1	yoy (pct)
外服控股	8.2	7.8	(0.3)	3.7	4.0	0.3
北京人力	5.6	4.2	(1.5)	7.0	3.8	(3.1)
科锐国际	5.5	5.7	0.2	2.1	2.5	0.4

资料来源: Wind, 中银证券

### 上市公司: 业务体量收入规模皆有增长, 技术赋能降本增效助力企业长期利润成长

**北京人力: 业绩承诺达成, 期待降本增效持续发力。**2025 年公司实现营业收入 451.85 亿元, 同比增长 5.0%; 归母净利润 11.70 亿元, 同比增长 47.8%, 主要得益于处置子公司北京城乡黄寺商厦有限公司实现投资收益约 3.59 亿元。公司核心外包业务子公司北京外企 (FESCO) 业绩承诺完成率达 147.86%, 扣非归母净利润 6.40 亿元, 完成率 101.41%, 顺利达成绩效承诺。2026Q1 公司实现营业收入 113.82 亿元, 同比增长 5.03%, 收入端保持稳健; 但归母净利润 2.63 亿元, 同比下降 55.5%, 主要系上年同期包含资产处置收益导致基数偏高。若剔除该影响, 可比口径下归母净利润同比降幅为 18.88%。长期来看, 公司拥有良好客户资源和多类业务基础, 期待公司业务进一步专业化、多元化持续发展, 以及技术赋能推进自身降本增效利润释放。

**外服控股: 业务基本盘稳固, 维持稳健增长。**2025 年公司实现营业收入 241.29 亿元, 同比增长 8.2%; 归母净利润 6.52 亿元, 同比减少 39.96%, 主要原因是 24 年存在非经常性损益 (出售全资孙公司上海新世纪酒店发展有限公司 51% 股权取得投资收益)。2026 年第一季度实现营业收入 66.41 亿元, 同比+5.85%; 实现归母净利润 2.37 亿元, 同比+12.19%。2025 年全年各项主营业务表现稳健, 同比来看人事管理收入-6.28%、毛利率+0.60pct; 人才派遣收入+27.28%, 毛利率-5.02pct; 薪酬福利收入-2.17%, 毛利率-2.03pct; 招聘及灵活用工收入+6.81%, 毛利率-0.23pct; 业务外包收入+9.72%, 毛利率+0.03pct。其中, 人事管理服务、薪酬福利服务受存量客户需求、市场环境收入略减, 但在业务外包、招聘及灵活用工、人才派遣领域, 则因自身在市场持续深耕、专业化精细化运营积累、客户开拓数量增长等, 业务取得了较好的成长。未来期待公司在数智赋能、国际化布局、资本化驱动、专业化深耕等方面进一步挖掘增长潜力。

**科锐国际: 灵活用工增势良好, 关注 AI 赋能提效。**公司 2025 年全年实现营业总收入 145.40 亿元, 同比增长 23.35%; 归母净利润 3.14 亿元, 同比大幅增长 52.68%。其中灵活用工业务收入同比增长 24.37%, 驱动整体增长, 猎头和 RPO 业务收入分别同比增长 6.00%、9.75%, 也呈现复苏趋势。2026Q1, 公司实现营收 37.89 亿元, 同比增长 14.74%; 归母净利润 0.92 亿元, 同比增长 59.00%, 其中收到约 6000 万元政府扶持资金, 扣非后归母净利润同比增长 2.38%。在公司各类业务维持良好增长之外, 公司积极拥抱 AI 技术, 并将技术赋能成果持续落地。在管理层面, 通过引入智能体 Agent 技术使外包员工入职及离职流程上工作效率提升超过 8 倍, 考勤数据采集的速度与准确性提升 50% 以上、在高并发、高频次薪资支付效率方面提升 50% 以上, 管理效率大幅提升。产品方面, 公司在第一代 PC 端“Mira”智能体产品基础上, 加速推进新版本 (Mina) 上线, 计划于二季度推出海外版本及国内的移动端新版本, 进一步赋能内部招聘顾问提效, 在保持现有员工规模前提下不断提升营业收入和盈利能力, 另外才到云产品加快搭建“AIDA”多智能体服务体系, 赋能企业外包管理。技术加持之下, 对于公司自身成本费用管控和管理效率提升较为明显, 产品端的迭代更新也值得期待。

## 会展：内展高景气赛道稳健增长，外展受国际局势变化影响

**兰生股份：聚焦高景气赛道，业绩实现稳健增长。**25 年公司营收和归母净利润同比分别-1.07%、+6.16%；26Q1 营收同比+5.47%，业绩小幅减亏。25 年公司实现展会赛馆业务协同并进，会展运营方面，WAIC 国际影响力再创新高，展览面积首次突破 7 万 m<sup>2</sup>，板块项目规模收入增加；赛事运营方面，上海马拉松作为中国唯一的雅培世界马拉松大满贯候选赛事，2025 年预报名人数达 35.6 万再创新高。展馆运营方面，世博馆 25 年成功举办项目 88 个，整体出租率为 38.99%，因部分主办方业务调整，同比略有下滑，总体毛利率同比+4pct，带动业绩增长。公司始终围绕“AI 科技、体育赛事”两大核心景气领域，做强展馆运营、IP 运营、会展服务三大支柱业务，发挥香港公司国际总部作用。赛事业务方面，“上马”于 2024 年正式成为世界马拉松大满贯候选赛事，并于 2025 年通过第一阶段评估，若 26 年赛期评估达标，将在 27 年正式加入雅培世界马拉松大满贯，届时赛事升级，有望带动整体赞助收入提升。

**米奥会展：业绩短期承压，加大 AI 会展投入，关注国际局势变化。**25 年公司营收和归母净利润同比分别+4.45%、-11.89%，主要是受国际局势变化影响，原计划于 6 月及 12 月举办的印度展、9 月举办的美国展取消，公司选择确保规模增长策略，实施阶段性帮扶政策，展会折扣力度加大，保证了展会规模增长但影响盈利水平。公司依托自主研发的“AI 慧展”服务平台，通过智能商贸匹配等数字化手段，显著提升展会买家质量及商贸对接效率。25 年底公司已正式向港交所提交上市申请，主要用于国际化业务拓展和数字化、智能化升级。26Q1 公司营收同比+127.84%，归母净利润小幅减亏，主要是受代理展业务增长驱动。根据公司公布的 26 年展会计划，6 月和 12 月共有 3 场展会在迪拜和利雅得举办，当前中东趋势尚不明朗，展会举办不确定性较强，仍需持续关注局势变化。

图表 56.会展企业 25 年度及 26Q1 营收及业绩（亿元）

公司简称	营业总收入			归母净利润		
	2024 年	2025 年	yoy (%)	2024 年	2025 年	yoy (%)
兰生股份	16.43	16.26	(1.07)	3.07	3.26	6.16
米奥会展	7.51	7.85	4.45	1.55	1.37	(11.89)
	25Q1	26Q1	yoy (%)	25Q1	26Q1	yoy (%)
兰生股份	2.32	2.44	5.47	(0.25)	(0.13)	
米奥会展	0.17	0.39	127.84	(0.37)	(0.25)	

资料来源：Wind，中银证券

图表 57.会展企业 25 年度及 26Q1 毛利率及净利率（%）

公司简称	毛利率			净利率		
	2024 年	2025 年	yoy (pct)	2024 年	2025 年	yoy (pct)
兰生股份	32.6	36.6	4.0	20.4	22.1	1.7
米奥会展	50.8	48.8	(2.1)	21.7	18.2	(3.5)
	25Q1	26Q1	yoy (pct)	25Q1	26Q1	yoy (pct)
兰生股份	26.2	21.6	(4.6)	(7.9)	(4.8)	3.1
米奥会展	39.8	41.8	2.0	(218.2)	(64.9)	153.3

资料来源：Wind，中银证券

## 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。

## 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。

## 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任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，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予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，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。所有本报告期内使用的商标、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:

### 中银国际研究有限公司

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  
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