



社会服务业行业研究

买入（首次评级）
行业深度研究

证券研究报告

商贸零售组

 分析师：于健（执业 S1130525070012）
 yu_j@gjzq.com.cn

 分析师：王超（执业 S1130526040002）
 wang_chao@gjzq.com.cn

出行链 26Q3 前瞻：成本扰动逐步缓解，聚焦低预期下的修复机会

投资逻辑

4月起，油价波动和多雨天气持续扰动出行链恢复节奏。五一假期出行消费增速放缓使得板块承压，预期与估值均已处于历史低位。自驾端，部分价格敏感型客群出行意愿被油价上涨压制；民航端，航空煤油价格上行推升航司运营压力，机票涨价及航班减少影响客流。5月国内民航旅客运输量同比下降7.6%，国内运力和客流分别同比下降7.9%、8.4%。

油价上涨对出行链下游影响分化。景区中自驾依赖度高、交通半径长、燃油成本敏感的标的暂时承压；酒店中经济型、中档及郊区、公路沿线酒店影响显著；离岛免税受海南航班量减少暂时压制，5月三亚/海口航班量同比-1.8%/-5.8%，离岛免税购物人次同比-1.8%，客流下滑使得销售不及预期。后续若能源价格回落逐步传导，暑期出行在天气扰动下维持韧性，板块有望迎来低预期下的边际修复。

26Q3 出行链将进入成本压力缓解+暑期旺季需求验证的关键阶段。6月端午假期出行在多重不利因素下仍维持韧性，假期全国国内出游1.24亿人次/+4.4%；国内出游总花费444.56亿元/+4.0%，人均消费基本持平。6月以来原油价格已明显回落，WTI原油期货价格由月初92.16美元/桶降至月底69.50美元/桶，月内下跌24.6%，向居民出行成本的传导仍需时间。航空端，7月5日起国内航线燃油附加费再次下调，800公里（含）以下航段由80元降至50元，800公里以上航段由150元降至100元，有助于改善民航出行成本。

交通方式上，预计暑运期间民航承压，铁路构成重要补充。航班管家预测2026年暑运民航旅客运输量约1.42亿人次/-3.6%，客运航班102.8万班次/-2.5%；经济舱平均票价达1197.2元/+18.6%，压力仍在。相比之下，近年来铁路供给持续扩张，凭借价格优势和路网覆盖能力，对民航替代效应增强。4月机票涨价后上海-北京线路铁路出行占比环比+1.8pct。中国国家铁路集团预计，2026年暑运全国铁路预计发送旅客10.1亿人次，日均1629万人次/+4.7%，有望形成补充。

天气或成为Q3出行链的重要扰动。世界气象组织6月2日发布公报，考虑到热带太平洋海水异常温暖等因素，今年6月至8月出现厄尔尼诺事件的概率为80%，未来数月极端天气出现风险抬升。美国国家海洋和大气管理局2026年6月发布的ENSO强度概率也显示，2026年夏季起厄尔尼诺事件基本确立，并在三季度后持续增强，预计于秋冬季达到强厄尔尼诺至超强厄尔尼诺水平。历史经验来看，厄尔尼诺期间，我国长江以南地区夏秋季降水往往偏多，全国大部气温往往偏高。

投资建议与估值

关注低预期下的结构性修复机会。出行端，油价6月起高位回落，7月5日起国内航线燃油附加费进一步下调至50元/100元，居民综合出行成本有望边际改善，铁路客流预计延续增长构成补充；酒店端，入境游延续高增、高端客群消费韧性较强，高档酒店RevPAR有望优于行业；免税端，暑期航班恢复将带动入岛客流改善，推动离岛免税销售边际修复。景区端，建议关注具备稀缺资源、产品升级和二次消费提升能力的标的。

风险提示

消费恢复不及预期、能源价格大幅波动、暑运需求不及预期、行业竞争加剧、极端天气扰动。



内容目录

一、出行链中游：能源价格上行扰动出行成本，带动交通结构分化	4
1.1 原油：进口依赖度高，价格调控平抑波动	4
1.2 日常出行：成本上行压制自驾需求，公共交通替代增强	5
1.3 民航：航煤涨价抬升成本，航司主动优化运力	6
1.4 铁路：替代效应增强，高铁承接部分客流	9
二、出行链下游：出行需求整体稳健，特定场景略有承压	10
2.1 端午出行整体稳健，行业仍处量增价稳阶段	10
2.2 景区：自驾依赖目的地短期承压	11
2.3 酒店：中低端及汽车依赖型区位更敏感，高端韧性更强	12
2.4 免税：海南客流短期扰动，暑期航班恢复带来边际改善	14
三、预计 Q3 出行成本压力缓解，天气扰动仍存	17
3.1 原油价格高位回落，出行成本传导仍有滞后	17
3.2 暑运期间航空客流预计同比-3.6%	18
3.3 暑运期间铁路发送旅客数量预计同比+4.7%	20
3.4 Q3 厄尔尼诺或抬升极端天气风险	21
四、关注低预期下出行链修复机会	22
风险提示	22

图表目录

图表 1： 2024 年 3 月-2026 年 5 月全国原油进口量（万吨）	4
图表 2： 2025 年中国原油主要供应结构	4
图表 3： 2025 年全球战略原油库存估算	4
图表 4： 全国成品油批发价相较国际原油价格波动更低	5
图表 5： 不同情景下北京市居民出行总量、出行结构与汽油消耗量模拟结果	6
图表 6： 2023 年截至 6 月，美国客运航空公司每小时直接运营及固定成本（美元/小时）	6
图表 7： 航空煤油价格大于 5000 元/吨时，开始收取航空燃油附加费	7
图表 8： 航空煤油出厂价较布伦特原油价格有 2 个月左右的滞后	7
图表 9： 2026 年 5 月起，航空公司持续缩减国内航班执行航班数提升客座率	8
图表 10： 预测 2026 年 7-8 月航空煤油价格持续回落	8
图表 11： 2016-2025 年全国铁路营业里程	9
图表 12： 2016-2025 年全国铁路固定资产投资	9
图表 13： 重要城市线路民航经济舱、铁路二等座均价对比（民航-铁路）	9
图表 14： 重要城市线路民航出行占比测算（vs 民航+铁路）	10



图表 15: 主要假期全国日均出游人次	10
图表 16: 主要假期全国日均出游人次	11
图表 17: 汽油价格上涨加剧美国家庭财务压力	11
图表 18: 车辆行驶里程 (VMT) 弹性估计的双对数模型	12
图表 19: 汽油价格上涨对不同档次、区位酒店需求的影响	12
图表 20: 汽油价格上涨对不同区位酒店需求的影响	12
图表 21: 26W10(3/2-3/8)-26W26(6/22-6/28)分档次酒店 RevPAR 同比	13
图表 22: 26W10(3/2-3/8)-26W26(6/22-6/28)分档次酒店 ADR 同比	14
图表 23: 26W10(3/2-3/8)-26W26(6/22-6/28)分档次酒店 OCC 同比	14
图表 24: 2025 年海南省、海口市、三亚市入城旅客交通方式占比	15
图表 25: 海南省机场客运起降架次月趋势	15
图表 26: 离岛免税购物金额	16
图表 27: 离岛免税客单价	16
图表 28: 离岛免税转化率 (离岛免税购物人次/海南接待游客人数)	16
图表 29: 三亚凤凰与海口美兰机场进出港航班总量 (6 月数据截至 25 日)	17
图表 30: 上海机场国际旅客吞吐量	17
图表 31: 首都机场国际旅客吞吐量	17
图表 32: 2026 年 5 月 31 日-2026 年 6 月 30 日霍尔木兹海峡进出流量	18
图表 33: 2026 年暑运民航预计旅客运输量超 1.42 亿人次	18
图表 34: 2026 年暑运民航预计执飞客运航班 102.8 万班次	19
图表 35: 2026 年暑运各省份计划起降架次	19
图表 36: 2026 年暑运民航国际市场预计恢复率为 9 成左右	20
图表 37: 2026 年暑运经济舱平均票价同比 2025 年增长 18.6%	20
图表 38: 2021-2026E 全国铁路预计发送旅客人次	21
图表 39: 2026 年 5 月海表温度距平与极端情况	21
图表 40: 美国国家海洋和大气管理局厄尔尼诺概率预测	21

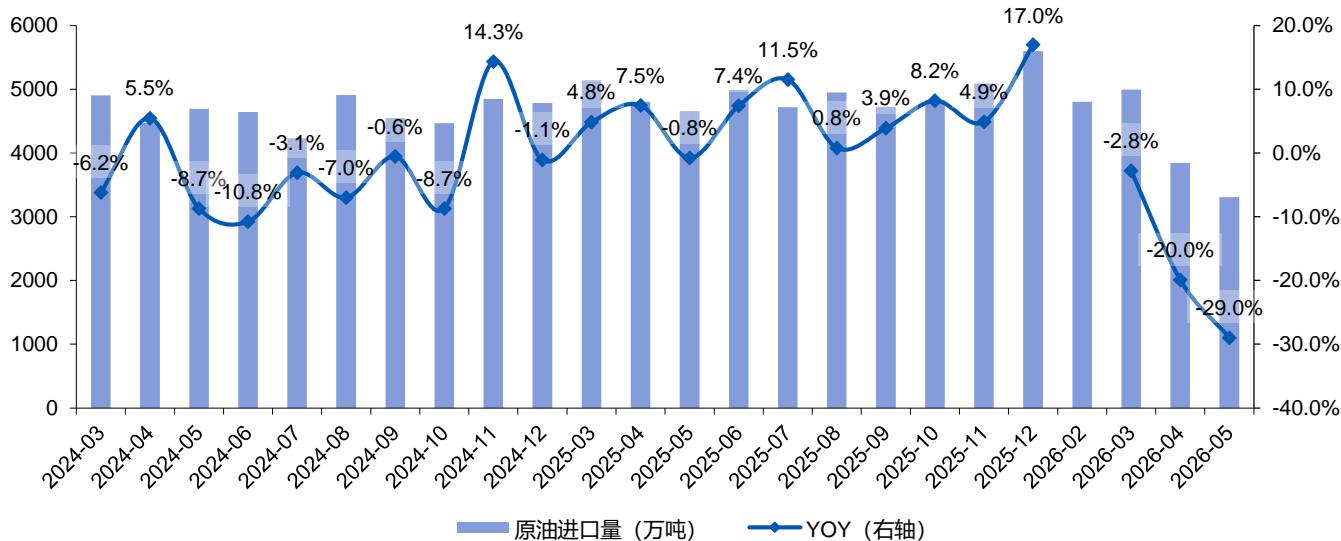


一、出行链中游：能源价格上行扰动出行成本，带动交通结构分化

1.1 原油：进口依赖度高，价格调控平抑波动

油价波动是近期出行链的主要变量。我国石油供应进口依赖度高。2025 年国内规上工业原油产量 2.16 亿吨，同比增长 1.5%；同期原油进口量约 5.78 亿吨，同比增长 4.4%，原油对外依存度约 72.7%。2025 年原油进口量整体高位运行，多数月份同比正增长。2026 年 3 月起，进口节奏明显放缓，3 月进口量同比-2.8%，4 月、5 月同比降幅扩大至-20.0%、-29.0%。

图表1：2024 年 3 月-2026 年 5 月全国原油进口量（万吨）

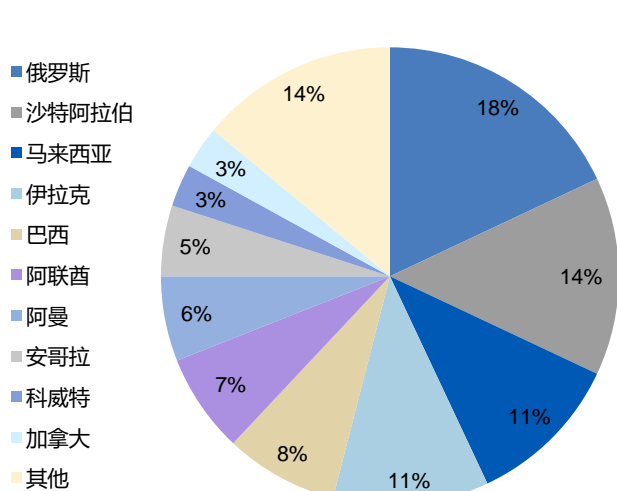


来源：iFind，国金证券研究所

进口渠道多元，海运为主。2025 年，我国原油进口来源覆盖 49 个国家，中东地区进口占比已降至 42.3%，较十年前下降 10 个百分点。进口原油中海运占比约 90%，陆路进口主要依靠中俄、中哈、中缅三条管道，满负荷输油能力 7200 万吨，对应 2025 年进口量占比 13%。

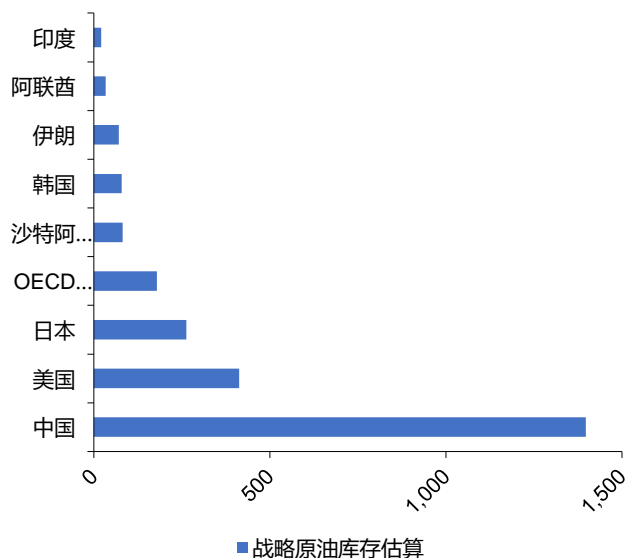
我国已建成全球规模领先的三级石油储备体系，即国家战略储备、商业储备与企业义务储备，原油总储备规模约 12 亿至 15 亿桶，可覆盖全国 140 天至 180 天的原油净进口。美国 EIA 估算，截至 2025 年 12 月，中国战略性原油库存接近 14 亿桶；其中政府持有约 3.6 亿桶，商业库存约 10 亿桶。

图表2：2025 年中国原油主要供应结构



来源：EIA，国金证券研究所

图表3：2025 年全球战略原油库存估算



来源：EIA，国金证券研究所

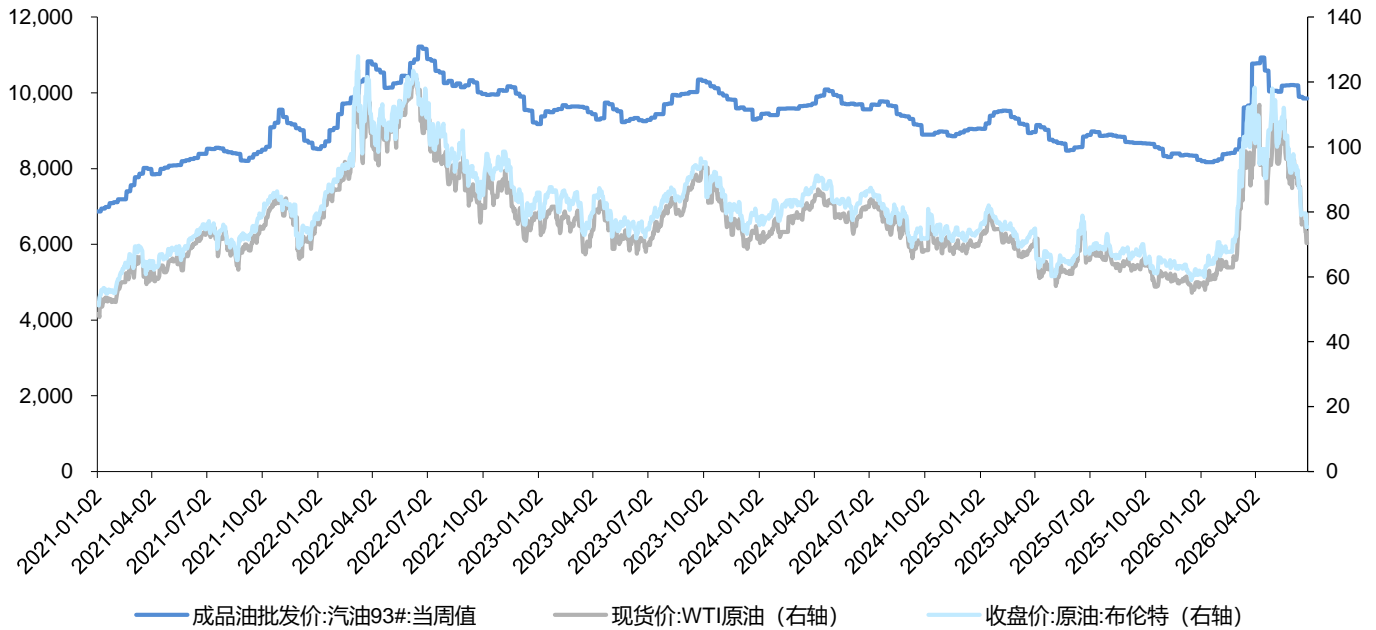
国内汽、柴油价格主要依据 2016 年国家发改委发布的《石油价格管理办法》。该机制有三个关键点：



“一揽子”。国内汽、柴油价格挂靠的是一揽子国际原油的平均价格，价格调整受多种而非一种国际原油价格影响；“平均价”。调价幅度取决于调价前 10 个工作日一揽子国际原油均价与上次调价前 10 个工作日均价的比较情况；“区间调控”。调价前 10 个工作日一揽子国际原油价格高于每桶 130 美元、高于 80 美元或低于 40 美元时，国家将采取价格调控措施。

当调价前 10 个工作日一揽子国际原油价格低于 40 美元/桶、高于 80 美元/桶或高于 130 美元/桶时，国内成品油价格将触发相应调控机制。其中，40–80 美元/桶区间内，国际油价向国内成品油价格传导相对顺畅；当油价高于 80 美元/桶后，开始扣减炼油加工利润率，国际油价继续上涨对终端油价的传导弹性边际减弱；当油价高于 130 美元/桶后，汽、柴油价格原则上不提或少提，形成高油价保护机制。

图表4：全国成品油批发价相较国际原油价格波动更低



来源：iFinD，国金证券研究所

1.2 日常出行：成本上行压制自驾需求，公共交通替代增强

根据夏学杰、胡红《油品价格波动对北京市居民出行结构的影响》的测算，油价上涨将显著影响居民出行方式选择，推动出行结构向公共交通及非机动车倾斜。国际油价每上涨 10 美元/桶，北京市居民日均出行总量下降约 22 万–30 万人次，影响幅度约 1%；私人汽车出行比例下降 0.8–1.2 个百分点，公共交通及非机动车出行比例提升 3.5–6.9 个百分点，居民月度汽油消耗量减少 0.3 万–0.4 万吨。研究同时指出，油价对居民出行结构的影响具有明显的“双重阈值”和非线性特征，国际原油价格 80 美元/桶、国内 92#汽油价格 9.0 元/L 为关键阈值。突破阈值后，居民出行总量下降和出行结构调整均呈加速趋势。

基准情景下，92#汽油价格维持在 7.64 元/L，北京市私人汽车出行比例约为 14.8%，绿色出行比例约为 68.6%，居民月度汽油消耗量处于正常区间。

中等风险情景下，国际原油价格涨幅突破阈值并传导至国内成品油价格，92#汽油价格上涨 30%至 9.93 元/L。对应情景下，北京市私人汽车出行比例下降至约 13.2%，绿色出行比例提升至 71.1%，居民月度汽油消耗量较基准情景下降 8.2%。

在高风险情景下，国际原油价格进一步上涨，推动 92#汽油价格升至 12.22 元/L，较基准情景上涨 60%。在此情景下，私人汽车使用受到明显抑制，出行比例降至 11.9%；绿色出行比例进一步提升至 73.1%；居民月度汽油消耗量较基准情景下降 15.5%，居民出行结构呈现明显低碳化趋势。



图表5: 不同情景下北京市居民出行总量、出行结构与汽油消耗量模拟结果

情景	居民日均出行总量	私家车比例	轨交比例	公交车比例	非机动车比例	汽油消耗量
基准情景	2685 万人次/日	14.8%	37.1%	10.2%	21.3%	33.0 万吨/月
中等风险 (油价>80 美元/桶, 92#>9 元/升)	2612 万人次/日	13.2%	38.4%	10.6%	22.1%	30.3 万吨/月
中等风险变化率	-2.7%	-10.8%	+3.5%	+3.9%	+3.8%	-8.2%
高风险 (油价大幅上涨, 92#>12.22 元/升)	2535 万人次/日	11.9%	39.5%	10.9%	22.7%	27.9 万吨/月
高风险变化率	-5.6%	-19.6%	+6.5%	+6.9%	+6.6%	-15.5%

来源: 夏学杰, 胡红. 油品价格波动对北京市居民出行结构的影响[J]. 城市交通, 2026, 24(3): 1-6., 国金证券研究所

1.3 民航: 航煤涨价抬升成本, 航司主动优化运力

航空是出行链中对油价最敏感的环节之一, 航油成本占航司营业成本比重较高。国际油价上涨后, 将通过航空煤油价格向航司成本端传导, 抬升单航班运营成本和盈亏平衡客座率。

燃油占民航飞行成本近 50%。以美国客运航空公司为样本, 2023 年截至 6 月 (布伦特原油 75 美元/桶), 全部飞机平均每轮挡小时总成本为 5799 美元, 其中燃油成本 2760 美元, 占比约 47.6%; 机组成本 1396 美元, 占比约 24.1%; 维修成本 1005 美元, 占比约 17.3%。

燃油占航司营业成本比重亦较高。2025 年, 中国国航航空油料成本为 500.41 亿元, 占营业成本 30.77%; 中国东航飞机燃油成本为 436.9 亿元, 占比 32.94%; 南方航空航油成本为 525.26 亿元, 占比为 32.07%; 国泰航空的燃油成本同样占总成本约三成。

图表6: 2023 年截至 6 月, 美国客运航空公司每小时直接运营及固定成本 (美元/小时)

机型	燃油	维护	人员	折旧	租赁	保险	其他	合计
宽体机, 最大起飞重量≥58 万磅	7,248	2,041	2,469	918	417	5	3	13,100
宽体机, 最大起飞重量<58 万磅	5,376	1,523	2,271	670	327	6	21	10,195
窄体机, 最大起飞重量≥16.5 万磅	2,663	954	1,378	342	297	6	11	5,650
窄体机, 最大起飞重量<16.5 万磅	2,322	1,004	1,336	401	160	9	17	5,248
支线喷气机, 61-99 座	1,480	667	904	133	133	1	11	3,329
支线喷气机, 少于 61 座	1,102	862	902	87	269	3	33	3,258
涡桨机, 超过 60 座	893	1,339	1,044	481	53	0	18	3,828
涡桨机, 20-60 座	700	1,033	719	655	0	0	158	3,266
涡桨机, 少于 20 座	639	866	539	105	0	0	246	2,395
活塞式飞机	346	427	207	305	0	0	211	1,496
全部飞机	2,760	1,005	1,396	362	256	6	13	5,799

来源: 美国联邦航空局, 国金证券研究所

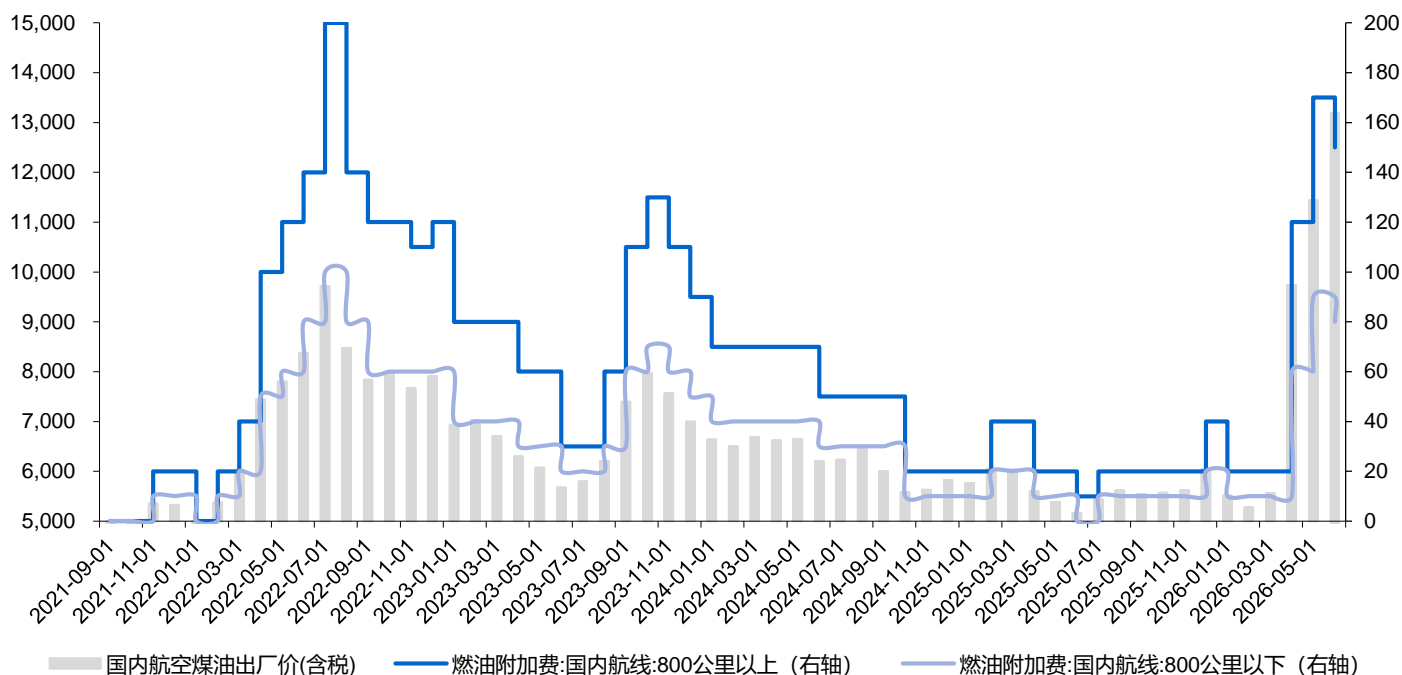
航司通过燃油附加费、机票提价或折扣收窄向旅客转嫁部分成本。当国内航空煤油综合采购成本超过 5000 元/吨时, 航空公司可按联动机制收取燃油附加费。800 公里 (含) 以下最高收取: 燃油附加单位收取率 × (国内航空煤油综合采购成本 - 5000) × 800; 800 公里以上最高收取: 燃油附加单位收取率 × (国内航空煤油综合采购成本 - 5000) × 1500。参考 2012 年 4 月-2013 年 1 月收取率为 0.00002541。

燃油附加费不能充分覆盖燃油成本, 航空公司自行消化比例不少于 20%。



自2026年6月5日起，国内航线燃油附加费下调至800公里（含）以下80元、800公里以上150元，较前一轮分别下降10元、20元，结束此前连续上调趋势。燃油附加费回落反映航油成本压力边际缓解，有助于降低旅客含税出行成本。

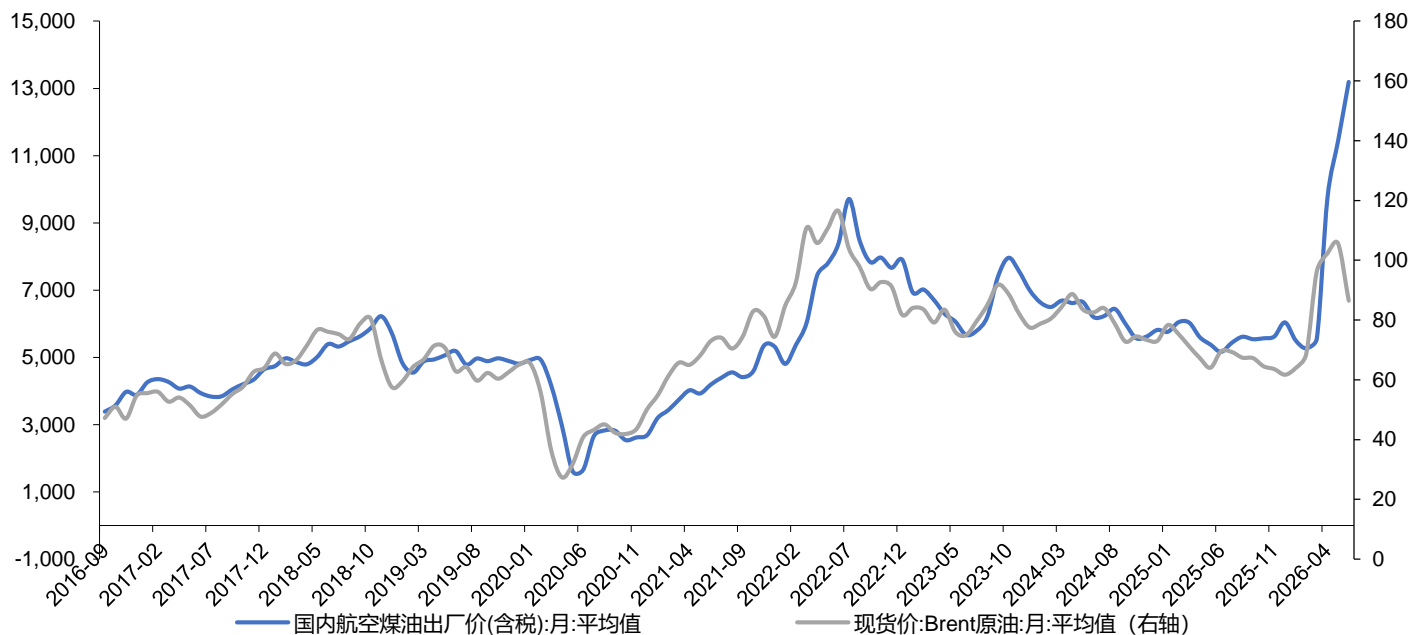
图表7: 航空煤油价格大于5000元/吨时，开始收取航空燃油附加费



来源: iFind, 国金证券研究所

航空煤油出厂价相较布伦特原油价格通常存在1-2个月滞后。国内航空煤油出厂价并参考新加坡市场航空煤油进口到岸完税价，并按月调整。由于采价期为上月25日至本月24日、调价时间为每月1日。航空煤油价格还受炼厂裂解价差、区域供需和汇率等因素影响。

图表8: 航空煤油出厂价较布伦特原油价格有2个月左右的滞后



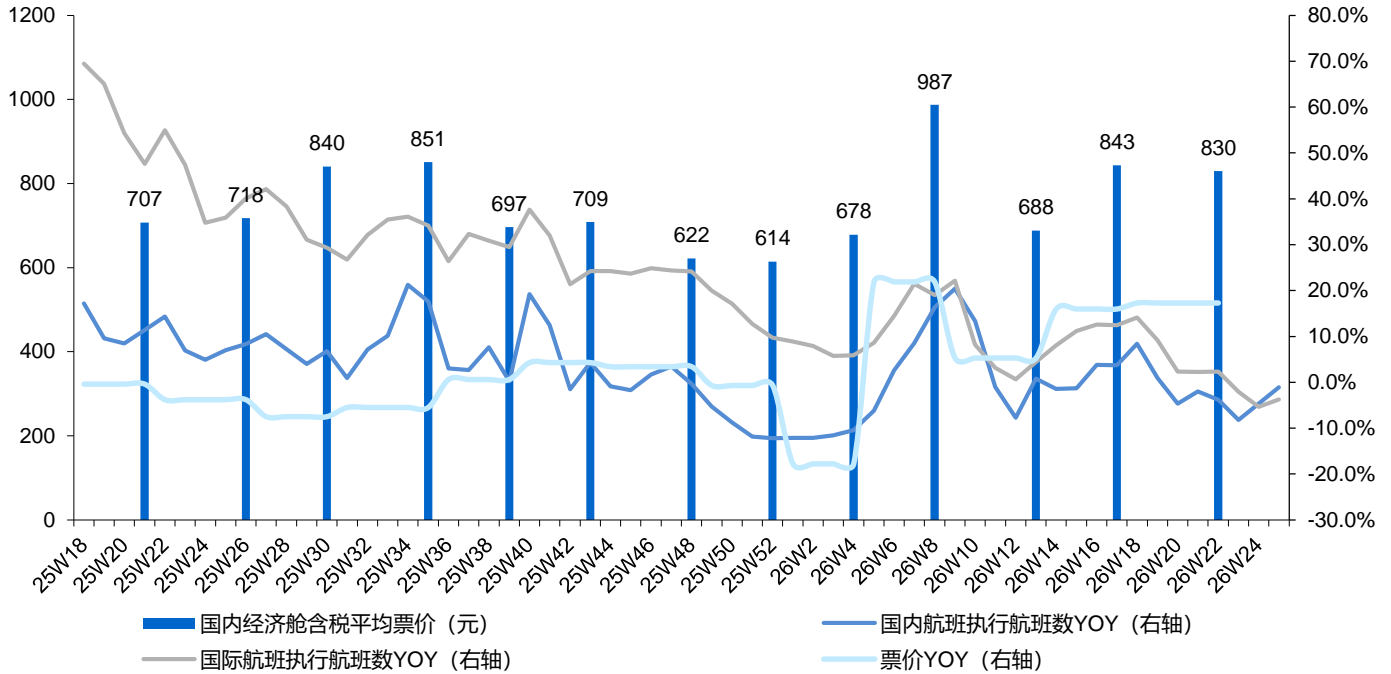
来源: iFind, 国金证券研究所

4月起经济舱票价持续提升。2026年4月，经济舱含税平均票价为843.1元/+16.0%。2026年端午期间（6.19-6.21）达827元/+29.0%。



缩减航班也是应对方式。航司通过取消亏损航班、合并班次、优化机型和航线结构，提高客座率和票价水平。26W20（2026/5/17-2026/5/23）起国内航班执行数同比转负，二客座率维持增长。航班管家测算，5月份民航旅客运输量约为5880.8万人次，同比2025年下降7.6%。从运力与客流结构来看，5月份民航国内运力同比2025年下降7.9%，国内客流量同比2025年下降8.4%。

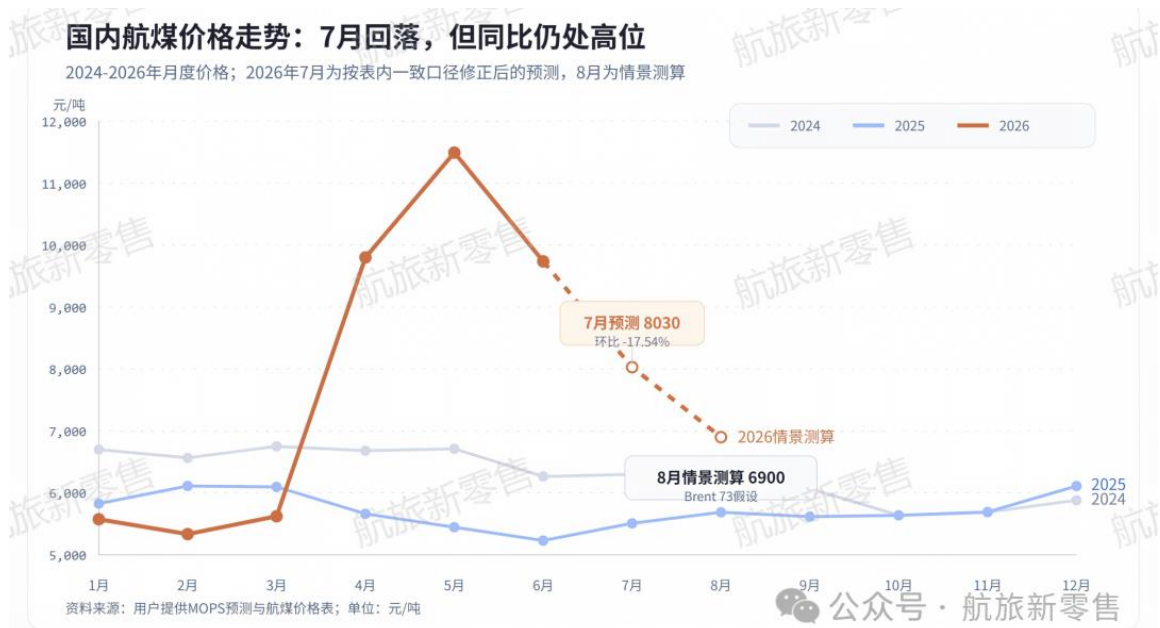
图表9：2026年5月起，航空公司持续缩减国内航班执行航班数提升客座率



来源：iFind，国金证券研究所

8月航空煤油价格或显著回落。根据MOPS 7月计价周期预测，7月油价均价为129.12美元/桶，对应的7月国内航煤价格约为8030元/吨，较6月调控后价格9738元/吨下降约17.54%，仍同比上涨约45.81%。如果6月25日至7月24日Brent均价维持在73美元/桶附近，8月国内航煤均价有可能回落至约6900元/吨。

图表10：预测2026年7-8月航空煤油价格持续回落



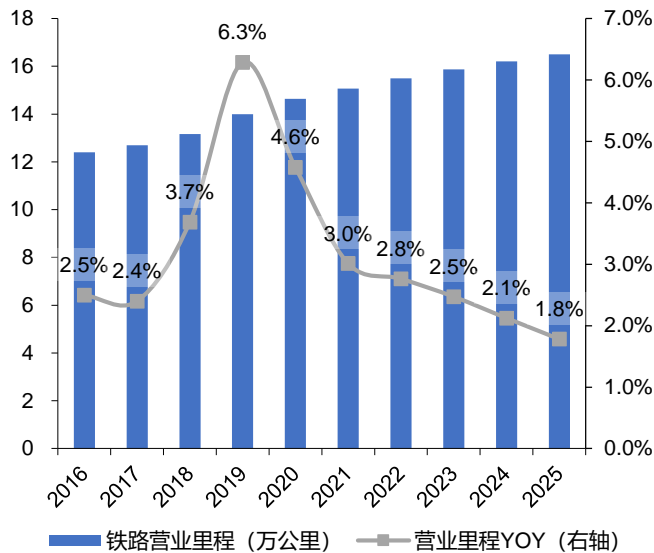
来源：航旅新零售，国金证券研究所



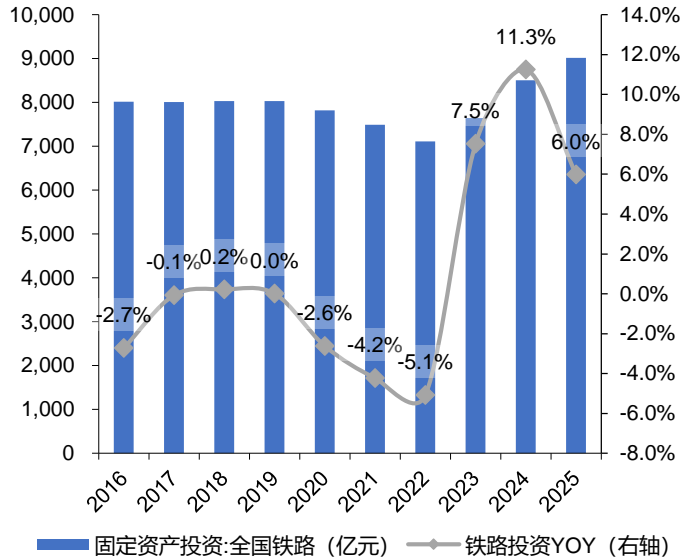
1.4 铁路：替代效应增强，高铁承接部分客流

铁路供给持续扩张，路网密度和运输能力稳步提升。2025 年末全国铁路营业里程达 16.5 万公里，其中高铁营业里程 5.0 万公里，全年投产铁路新线 3109 公里、高铁新线 2862 公里；铁路固定资产投资 9015 亿元，同比增长 6.0%。2026 年 1-5 月，全国铁路旅客发送量 19.69 亿人次，同比增长 5.7%，货物发送量 21.86 亿吨，同比增长 3.1%。

图表11：2016-2025 年全国铁路营业里程



图表12：2016-2025 年全国铁路固定资产投资



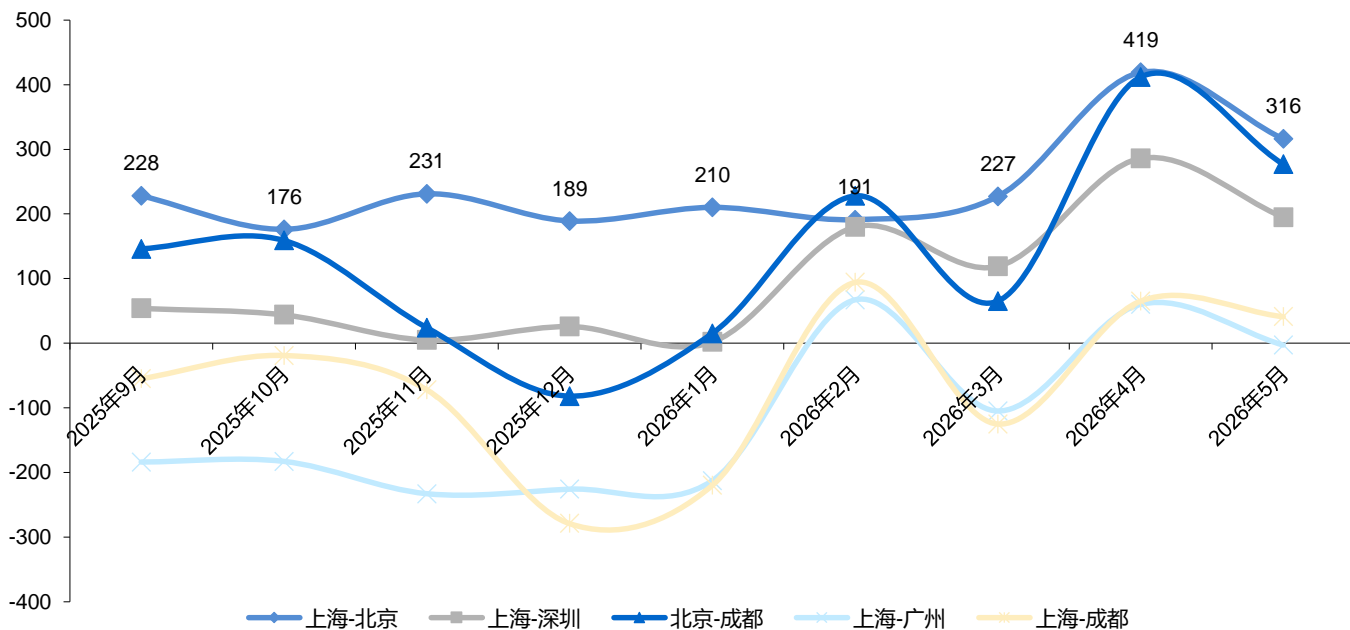
来源：iFinD，国金证券研究所

来源：iFinD，国金证券研究所

铁路在高油价下或具替代效应。截至 2024 年底，全国铁路电化率达 75.8%。油价上涨后，高铁在出行中的性价比优势增强，有望承接部分航空和自驾需求。

以时间差较小（约 2-4 小时）京沪线为例，航空票价上行后，高铁替代效应已有所体现。2026 年 4 月，上海—北京飞机经济舱均价升至 1015 元，较高铁二等座 596 元高出 419 元，价差较 3 月的 227 元明显扩大；同期民航出行占比由 3 月的 61.5% 下降至 4 月的 59.7%。5 月飞机经济舱均价虽回落至 915 元，但仍较高铁二等座 599 元高出 316 元，价差仍处于较高水平，民航出行占比进一步下降至 57.9%。

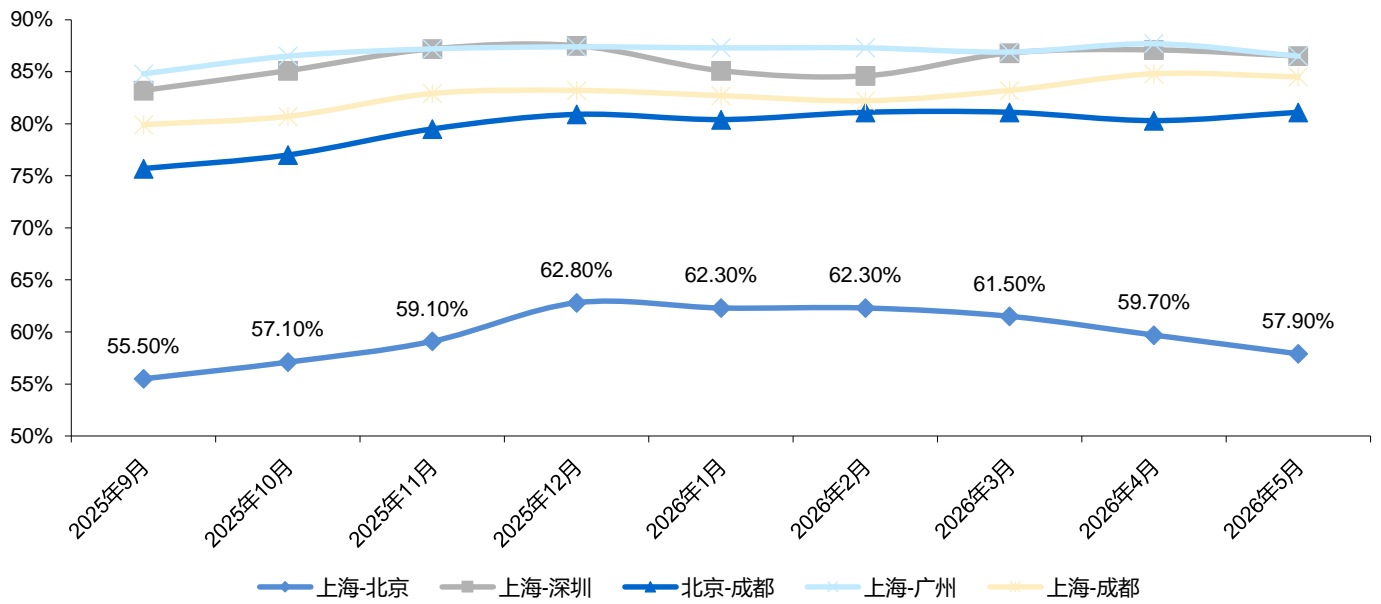
图表13：重要城市线路民航经济舱、铁路二等座均价对比（民航-铁路）



来源：航班管家，国金证券研究所



图表14: 重要城市线路民航出行占比测算 (vs 民航+铁路)



来源: 航班管家, 国金证券研究所

二、出行链下游: 出行需求整体稳健, 特定场景略有承压

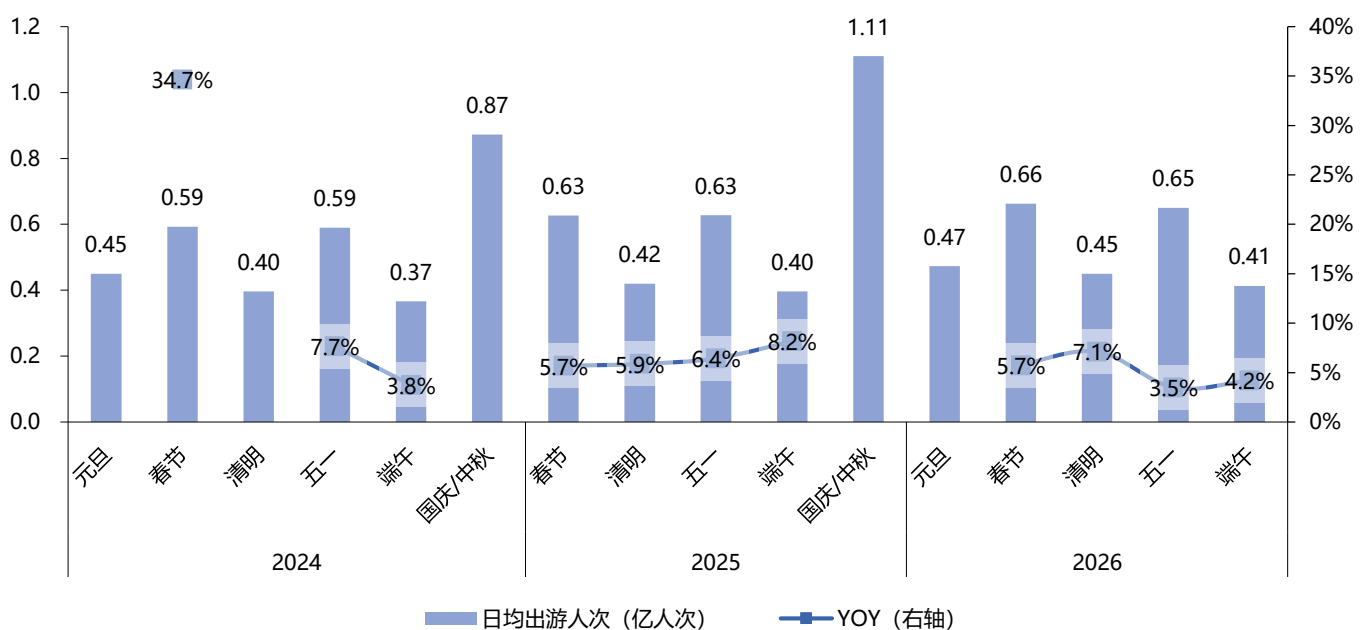
2.1 端午出行整体稳健, 行业仍处量增价稳阶段

2023年起, 服务消费支持政策频出。文旅消费券发放、旅游列车和银发旅游等专项措施, 有助于提升居民出游频次和旅游消费活跃度; 落实带薪休假、鼓励错峰出行等安排, 也有助于拉长出行时间窗口, 释放中长途休闲度假需求。

端午假期假期3天(2026/6/19-2026/6/21), 全国国内出游1.24亿人次/+4.4%; 国内出游总花费444.56亿元/+4%, 人日均消费359元/基本持平。全社会跨区域人员流动总量日均2.16亿人次/-0.9%。其中铁路日均1647.7万/+2.93%, 公路1.97亿/-1.21%, 水路89.5万/-1.76%, 民航189.2万/+0.62%。公路下滑主要受天气扰动, 民航表现好于预期。

整体来看, 行业在扰动下仍处于量增价稳的平缓阶段。

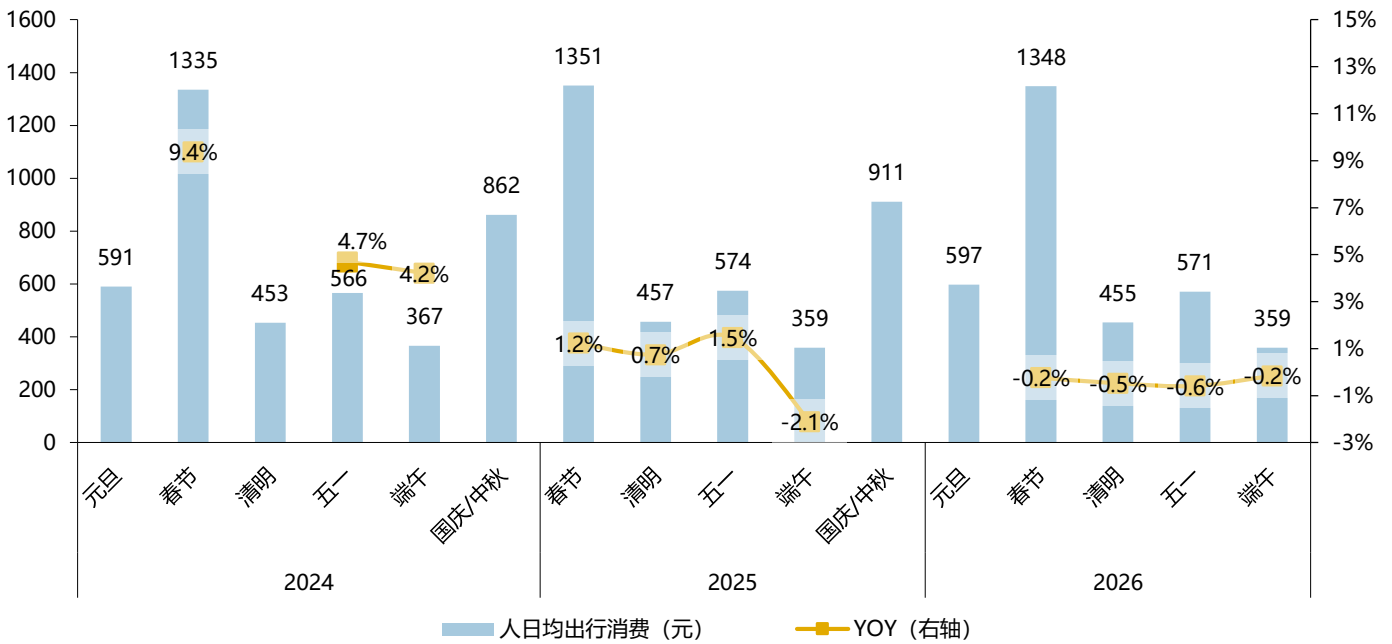
图表15: 主要假期全国日均出游人次



来源: 文化和旅游部, 国金证券研究所



图表16: 主要假期全国日均出游人次



来源: 文化和旅游部, 国金证券研究所

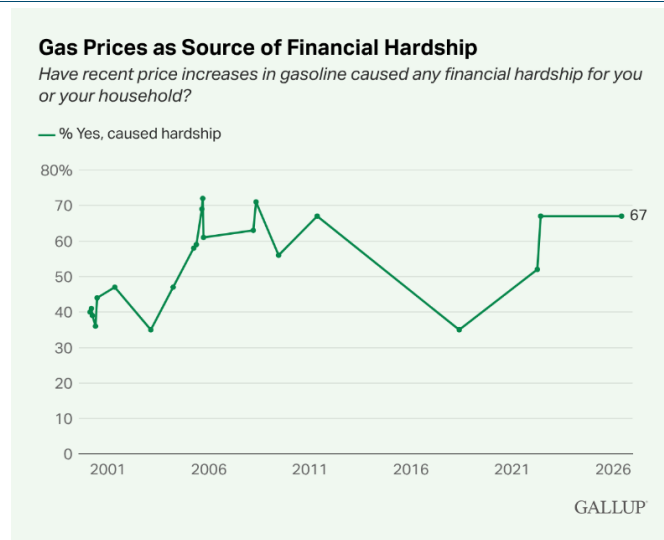
从行业角度看, Feng、Sun 和 Li (2022) 基于中国旅游综合指数、WTI 油价及中美经济政策不确定性指数, 研究发现, 油价与经济政策不确定性对中国旅游市场的影响存在明显重叠, 且共同作用下中长期影响显著增强。其中, 油价的净影响主要集中在 128-512 天的中期维度, 而经济政策不确定性的影响更集中于 512-1024 天的长期维度。分子行业看, 景区板块受油价影响更明显, 酒店板块对经济政策不确定性更敏感。

2.2 景区: 自驾依赖目的地短期承压

周边游、低线目的地及部分自然景区自驾占比较高。《2024 中国自驾游报告》显示, 自 2017 年以来, 全国自驾游人数在国内旅游总人数中的占比已连续七年超过 60%。

成本上升将减少公路旅行。GasBuddy 调查显示, 2026 年美国计划暑期驾车超过 2 小时的人群比例从上年的 69% 降至 56%, 67% 表示油价直接影响驾驶计划, 36% 表示因成本上升减少公路旅行。Gallup 2026 年 6 月调查显示, 67% 美国成年人认为燃油价格上涨给家庭财务造成压力; 其中 57% 表示油价导致其减少驾驶, 46% 表示因此调整暑期旅行计划。低收入群体受影响更明显, 年收入低于 5 万美元的人群中, 73% 表示因油价减少驾驶, 53% 表示调整暑期旅行计划。

图表17: 汽油价格上涨加剧美国家庭财务压力



来源: GALLUP, 国金证券研究所

Lin Lawell 和 Jiyein Zeng (2013) 测算, 中国汽油需求的中期价格弹性约为-0.497 至-0.196, VMT (车辆行驶里程) 的价格弹性约为-0.882 至-0.579。汽油价格每上升 1%, 中国汽油需求中期大约下降 0.196%-0.497%, 车辆行驶里程下



降 0.579%–0.882%。考虑到当前中国新能源车占比更高，整体的影响系数或更小。

图表18: 车辆行驶里程 (VMT) 弹性估计的双对数模型

变量	VMT (车辆行驶里程): OLS	VMT: 柴油价格作为 IV
实际汽油价格 (log)	-0.579** (0.193)	-0.882*** (0.214)
实际收入 (log)	-0.066 (0.080)	-0.123 (0.083)
常数项	4.813* (2.348)	8.107*** (2.572)
样本量	158	144
R ²	0.507	0.458

来源: Lin Lawell, C.-Y. Cynthia, and Jieyin (Jean) Zeng. "The elasticity of demand for gasoline in China." *Energy Policy*, 2013, 59: 189–197.
DOI: 10.1016/j.enpol.2013.03.020., 国金证券研究所

2.3 酒店: 中低端及汽车依赖型区位更敏感, 高端韧性更强

Canina、Walsh 与 Enz 基于美国品牌酒店 1988–2000 年数据研究发现, 油价上涨会通过抬升出行成本、压缩居民可支配消费能力, 对住宿和旅游需求形成负向影响。在控制 GDP 等宏观因素后, 汽油价格上涨 1%, 住宿需求下降 0.18%。汽油价格上涨会推高旅行成本、降低购买力, 进而影响住宿需求。

分档次看, 油价上涨对中低端酒店需求影响更明显。Walsh、Enz 与 Canina 的固定效应模型显示, 汽油价格对不带餐饮中档酒店和经济型酒店的需求弹性分别为-0.32 和-0.21, 明显高于高档酒店的-0.11; 豪华酒店虽为负向, 但统计上不显著。

图表19: 汽油价格上涨对不同档次、区位酒店需求的影响

档次	需求与油价的相关系数	t 统计量
Overall 整体	-0.18***	-6.85
酒店档次		
Upper Upscale 豪华	-0.16*	-3.13
Upscale 高档	-0.11*	-1.80
Midscale with F&B 中档 (有餐厅)	-0.14***	-4.01
Midscale without F&B 中档 (无餐厅)	-0.32***	-4.58
Economy 经济型	-0.21***	-3.93
酒店区位		
Urban 城市	-0.01	-0.25
Resort 度假地	-0.20*	-1.97
Suburban 郊区	-0.27***	-5.47
Highway 公路沿线	-0.18***	-3.45

来源: Walsh, K., Enz, C. A., & Canina, L. (2004). *The impact of gasoline price fluctuations on lodging demand for U.S. brand hotels*. *International Journal of Hospitality Management*, 23, 505–521., 国金证券研究所

分区位看, 油价冲击主要集中在汽车依赖度较高的场景。汽油价格对郊区、度假地和公路沿线酒店需求均呈显著负向影响, 系数分别为-0.27、-0.20 和-0.18; 而城市酒店受影响不显著。主要原因在于, 城市酒店交通替代方式更多, 游客可通过铁路、航空、地铁、出租车等方式完成出行, 而郊区、度假地和公路沿线酒店对自驾及汽车接驳依赖更高, 油价上涨更容易转化为需求压力。

图表20: 汽油价格上涨对不同区位酒店需求的影响

区位	酒店档次	需求与油价的相关系数	t 统计量
Urban 城市	Upper Upscale 豪华	-0.21*	-2.29
	Upscale 高档	-0.08	-0.77



	Midscale with F&B 中档 (有餐厅)	-0.18**	-2.82
	Midscale without F&B 中档 (无餐厅)	0.22	0.95
	Economy 经济型	0.19	1.29
Suburban 郊区	Upper Upscale 豪华	-0.29**	-2.84
	Upscale 高档	-0.30*	-2.44
	Midscale with F&B 中档 (有餐厅)	-0.11	-1.46
	Midscale without F&B 中档 (无餐厅)	-0.40***	-3.62
	Economy 经济型	-0.30***	-3.75
Highway 公路沿线	Upper Upscale 豪华	-0.08	-0.64
	Upscale 高档	0.08	0.53
	Midscale with F&B 中档 (有餐厅)	-0.13**	-2.75
	Midscale without F&B 中档 (无餐厅)	-0.36**	-2.99
	Economy 经济型	-0.35***	-5.92
Resort 度假地	Upper Upscale 豪华	-0.08	-0.73
	Upscale 高档	0.06	0.19
	Midscale with F&B 中档 (有餐厅)	-0.15	-1.44
	Midscale without F&B 中档 (无餐厅)	-0.54*	-1.98
	Economy 经济型	-0.38	-1.06

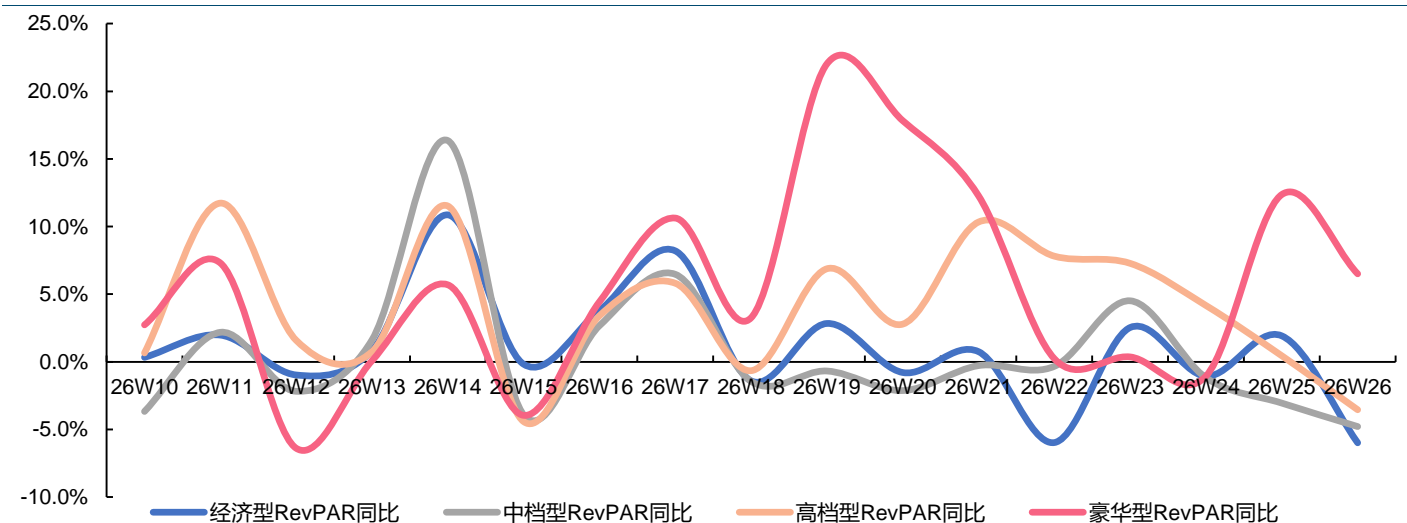
来源: Walsh, K., Enz, C. A., & Canina, L. (2004). *The impact of gasoline price fluctuations on lodging demand for U.S. brand hotels*. International Journal of Hospitality Management, 23, 505-521., 国金证券研究所

中国与美国实际情况略有差异: 1) 自驾出行依赖度更低,《2024 中国自驾游报告》显示 2024 年中国自驾游出行规模超过 46 亿人次, 占国内出游总人数比重 78% 以上。美国个人交通中, 汽车和轻卡占 2023 年客运周转量约 86%; 2) 新能源车占比更高, 截至 2025 年底, 中国新能源汽车保有量 4397 万辆, 占汽车总量 12.01%。截至 2026 年 4 月 1 日 EV 约占美国轻型车保有量 2.5%; 3) 高铁替代作用更强, 2025 年底中国铁路营业里程约 16.5 万公里, 高铁约 5.04 万公里, 为全球最大高铁网。而美国高铁领域发展相对滞后。

高频数据显示高端/豪华酒店近期表现更优。2026/06/01-2026/06/28 期间, 全国酒店 OCC-0.8%, ADR+3.6%, RevPAR+2.2%。分档次看, 经济/中档/高档/豪华 RevPAR yoy-0.6/-1.1/+2.1/+4.5%; OCC yoy-1.7/-0.9/2.2/4.3%; ADR yoy-1.1/-0.2/-0.1/0.2%。

我们认为高端/豪华酒店主要受益于入境游修复和高端客群韧性。端午假期外国人入出境 77.7 万人次/+23.3%, 入境游客更偏好核心城市及高星级; 高端客群价格敏感度较低, 对油价、机票和天气扰动的反应弱于中低端客群。

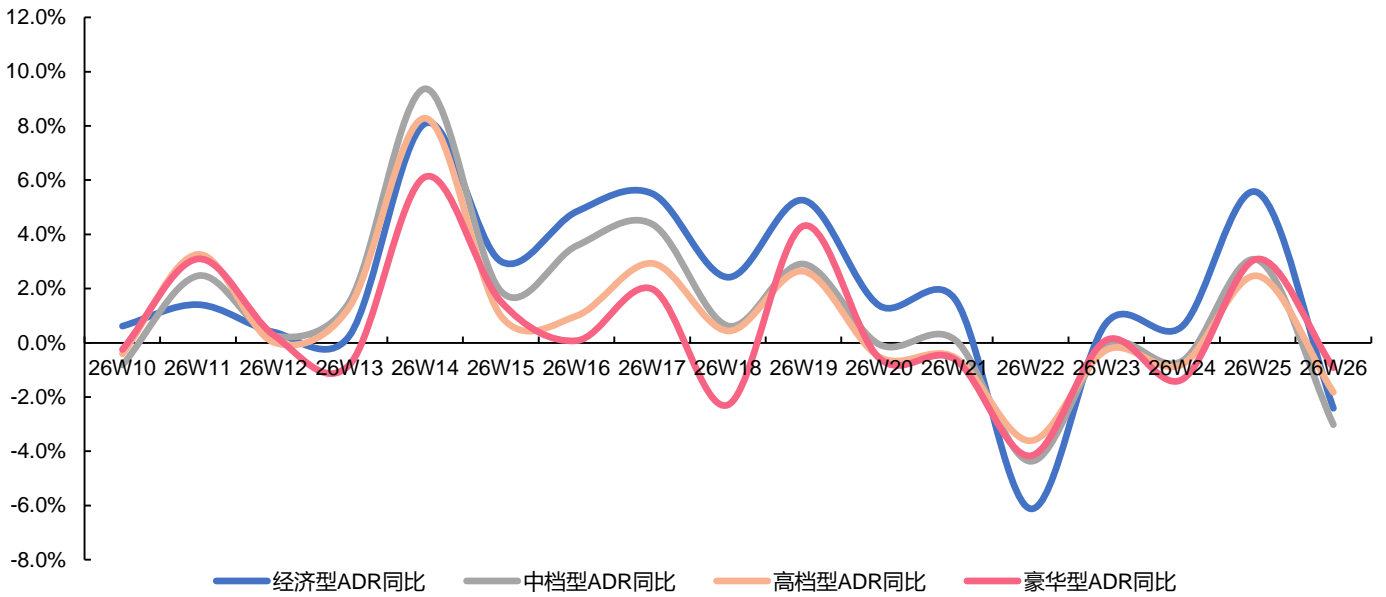
图表 21: 26W10 (3/2-3/8)-26W26 (6/22-6/28) 分档次酒店 RevPAR 同比



来源: 酒店之家, 国金证券研究所

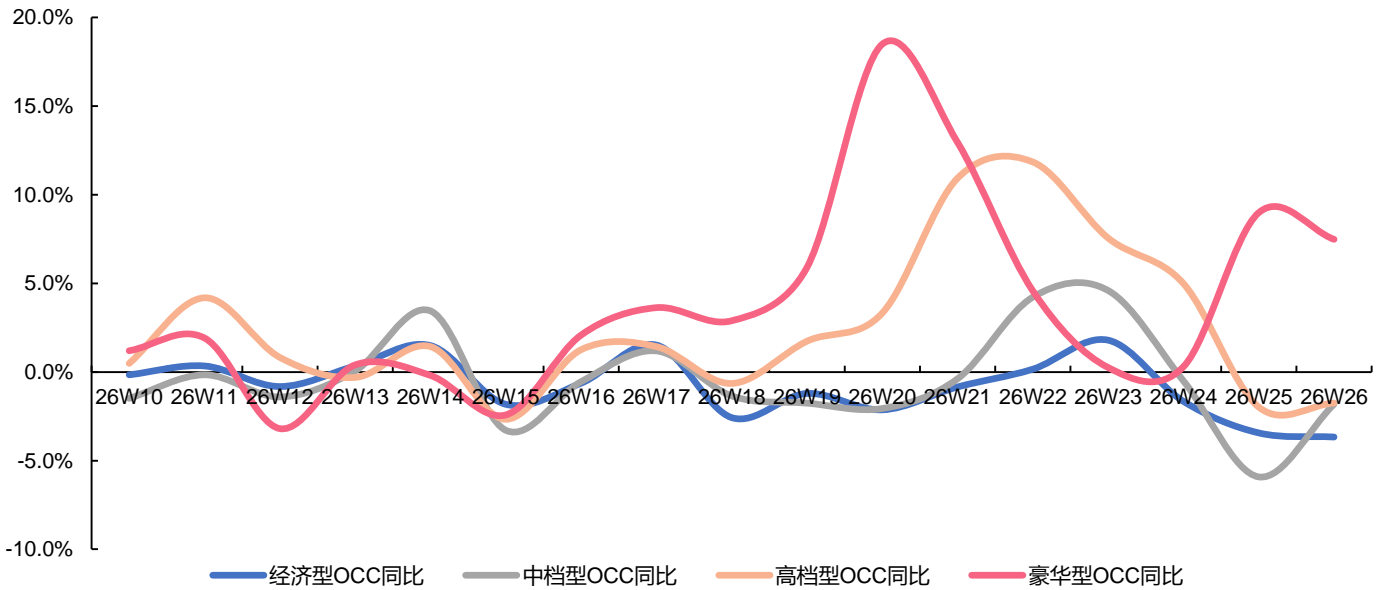


图表22：26W10(3/2-3/8)-26W26(6/22-6/28)分档次酒店 ADR 同比



来源：酒店之家，国金证券研究所

图表23：26W10(3/2-3/8)-26W26(6/22-6/28)分档次酒店 OCC 同比



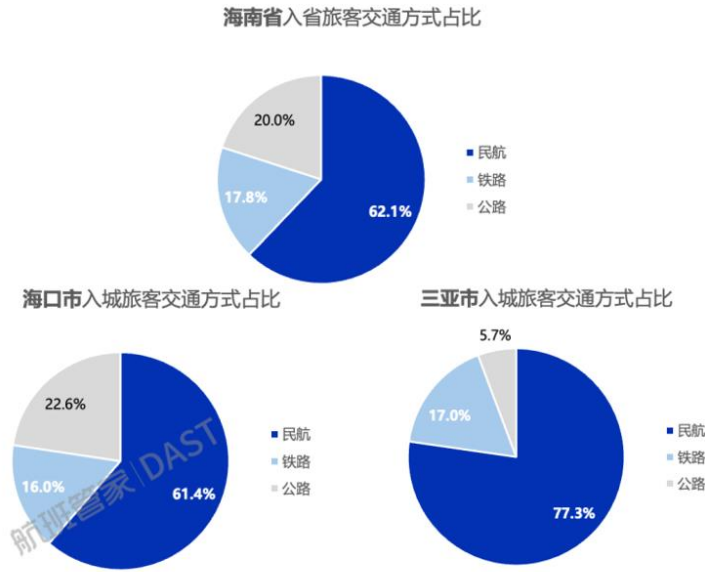
来源：酒店之家。国金证券研究所

2.4 免税：海南客流短期扰动，暑期航班恢复带来边际改善

民航进入海南占比达 60%+。从入城方式上观察，2025 年省外旅客进入海南省通过民航、铁路及公路三种方式中（不考虑水路），民航占比最高，达 62.1%，这一数值要远高于其它省份；三亚市入城外省旅客中，通过民航到达的占比 77.3%。



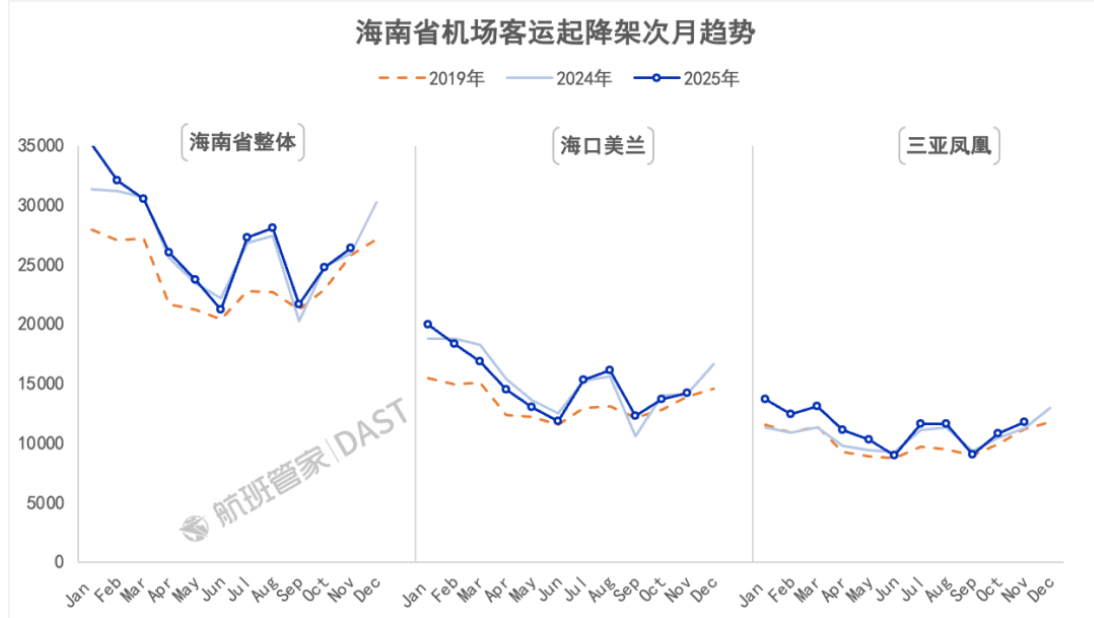
图表24：2025年海南省、海口市、三亚市入城旅客交通方式占比



来源：航班管家 DAST，国金证券研究所

海南省机场旅客运输季节性十分明显，每年高峰出现在春运（1-3月）与暑运（7-8月）期间。从月趋势上观察，2025年趋势基本同2024年一致，淡旺季差异较2019年更大。2025年1-11月份，海南省机场整体旅客吞吐量4574万人次，同比增长1.2%，其中海口美兰同比微降0.8%、三亚凤凰同比增长4.3%。

图表25：海南省机场客运起降架次月趋势



来源：航班管家 DAST。国金证券研究所

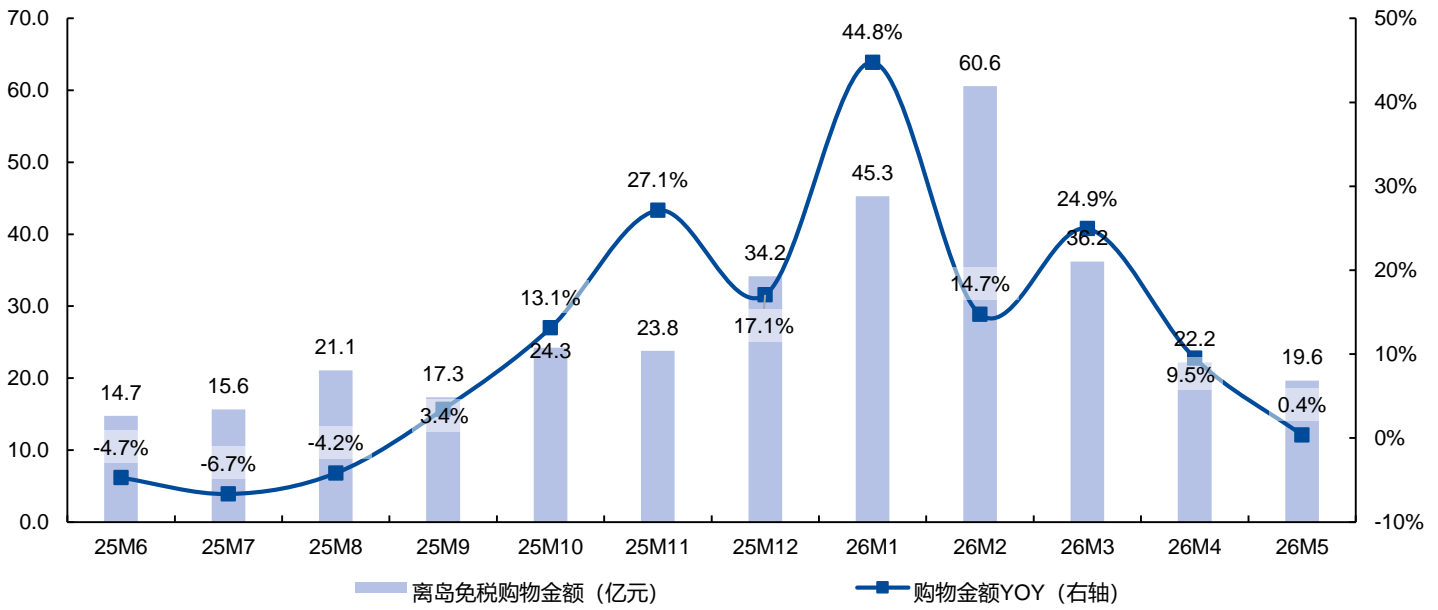
客流放缓导致离岛免税增速暂时承压。离岛免税销售额=入岛客流 × 转化率 × 客单价，其中客流是最核心的前置变量。2月起离岛免税客单价增速趋缓，增长主要由客流提升和转化率提升驱动。

5月离岛免税销售额19.6亿/+0.4%，购物人次32.5万/-1.8%，购物件数168.6万/-4.9%，客单价6043元/+2.2%，不及预期，原因系航班下滑。受油价影响，5月起海南两大机场航班量边际走弱，三亚凤凰5月/6月截止25日同比-1.8%/-2.4%，海口美兰同比-5.8%/-8.4%，海口降幅更为明显。

端午假期（6/19-6/21）离岛免税销售额2.02亿/+8.6%，购物人数3.47万/+11.2%，购物件数15.9万/+1.9%，表现稳健，主要系客流同比去年假期企稳。

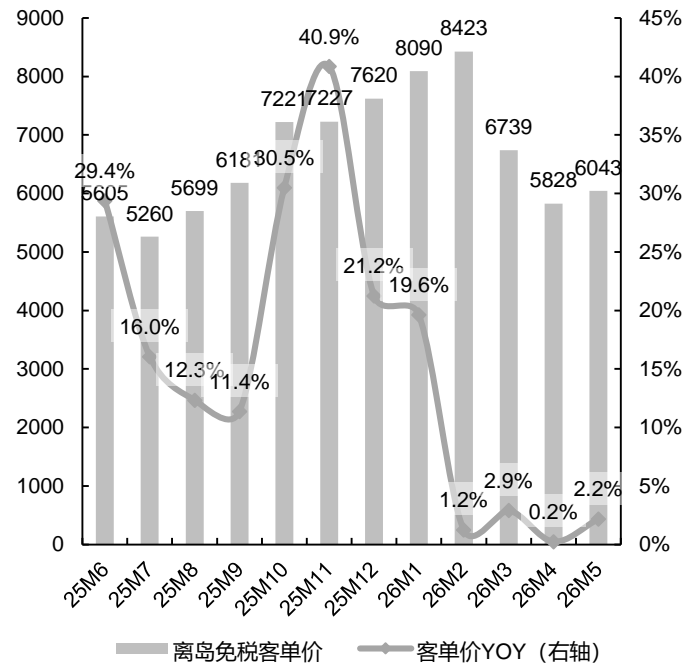


图表26: 离岛免税购物金额



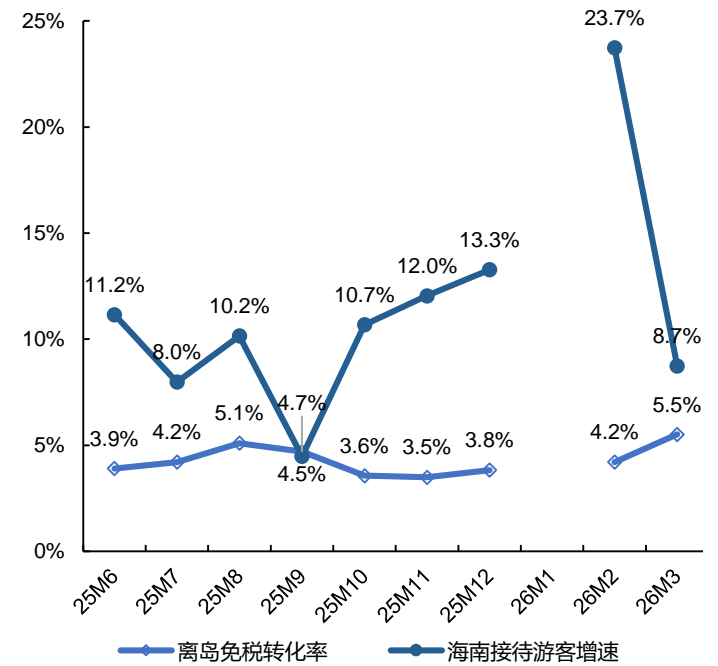
来源: 海口海关, 国金证券研究所

图表27: 离岛免税客单价



来源: 海口海关, 国金证券研究所

图表28: 离岛免税转化率 (离岛免税购物人次/海南接待游客人数)

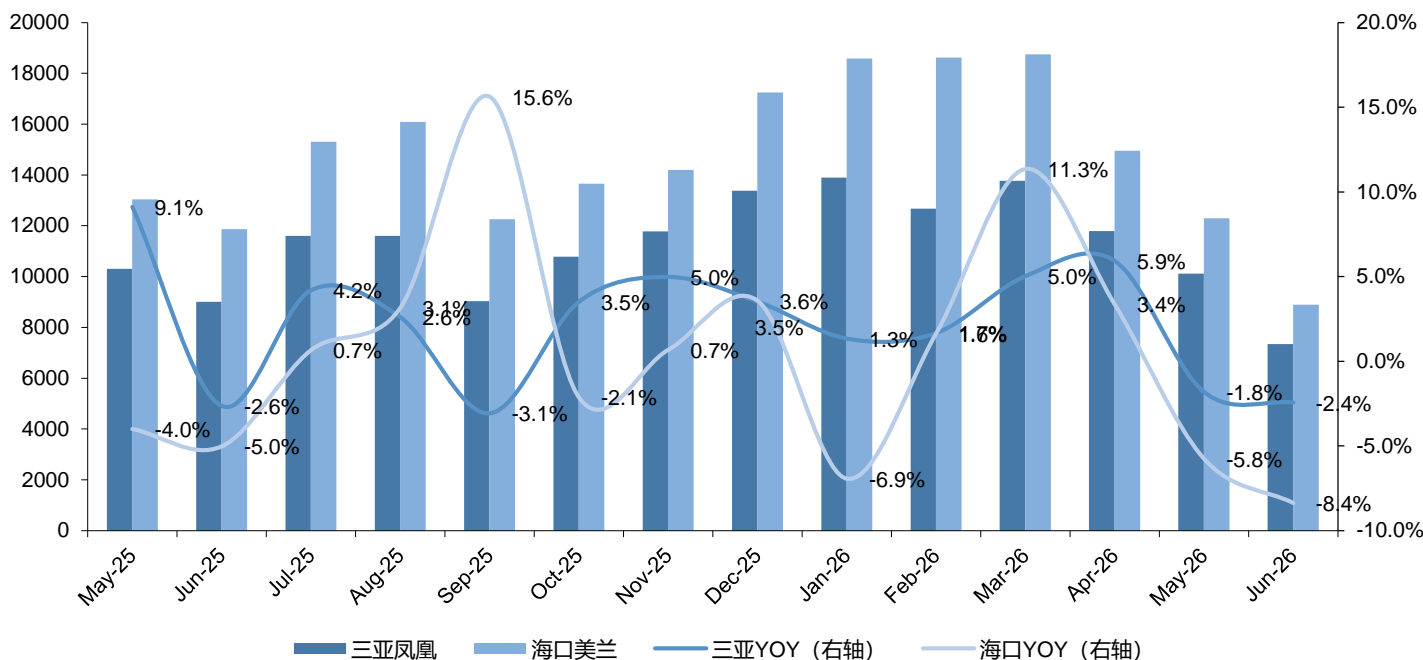


来源: 海口海关, 国金证券研究所

随油价企稳回落, 预计7月海南航班供给恢复正常。航班管家预测7/1-7/28海口美兰、三亚凤凰机场执行航班25035架次/+6.2%。



图表29：三亚凤凰与海口美兰机场进出港航班总量（6月数据截至25日）

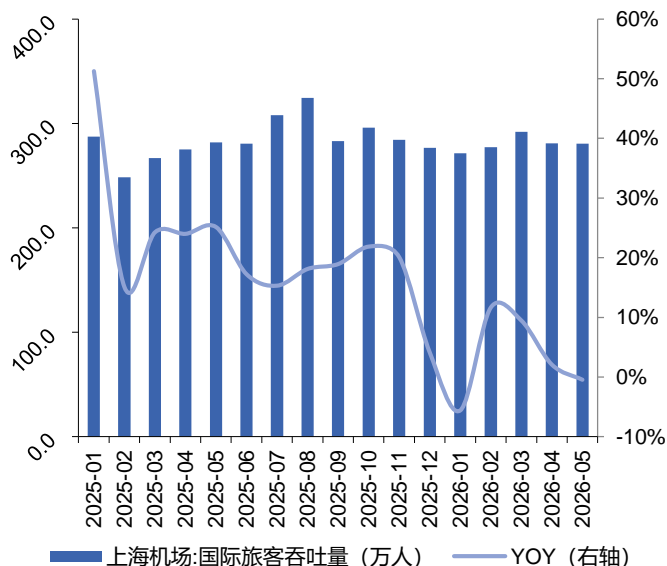


来源：航班管家，国金证券研究所

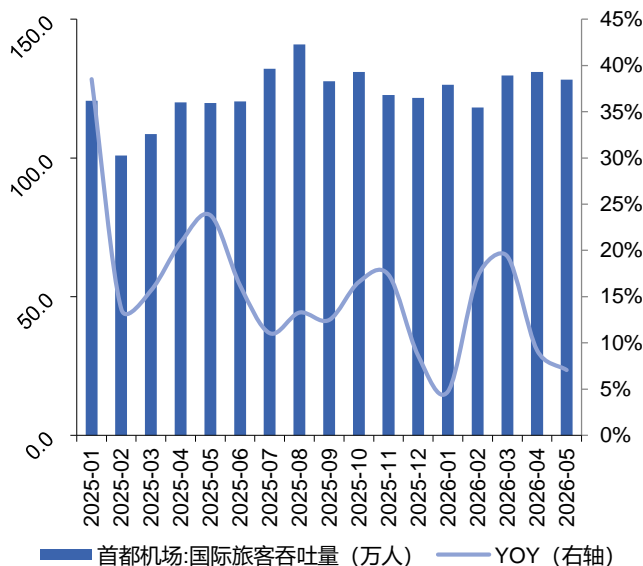
国际航线客流修复进入平台期，口岸免税客流基础略有承压。2026年1-5月上海机场/首都机场国际航线旅客吞吐量分别同比+3.2%/+11.2%，较2025年+27.4%/+22.4%修复明显放缓。单5月看，上海机场同比-0.4%，首都机场同比+7.1%。

图表30：上海机场国际旅客吞吐量

图表31：首都机场国际旅客吞吐量



来源：iFinD，国金证券研究所



来源：iFinD，国金证券研究所

三、预计 Q3 出行成本压力缓解，天气扰动仍存

3.1 原油价格高位回落，出行成本传导仍有滞后

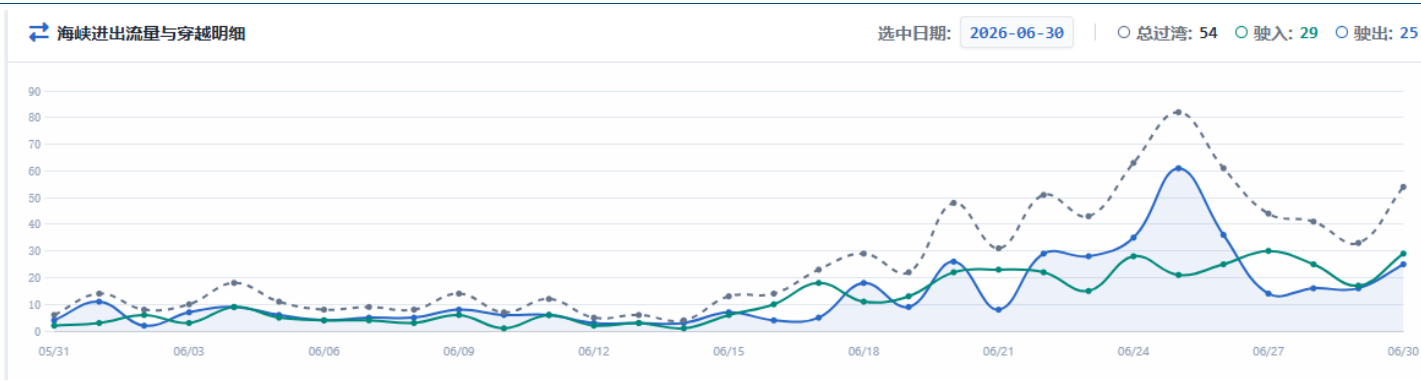
近期油价已经从前期高位明显回落。美伊签署阶段性协议后，霍尔木兹海峡通行恢复预期增强，Brent、WTI 油价自高位明显回落。

6月26日，路透社表示近期油轮通过霍尔木兹海峡的数量回升，原油运输恢复，市场对中东供应中断的担忧下降。PetroChina 预测显示，中国2026年石油消费可能同比下降4.9%。市场已普遍下调2026年油价预测，主因霍尔木兹



海峡风险缓和、供应担忧下降。

图表32：2026年5月31日-2026年6月30日霍尔木兹海峡进出流量



来源：船讯网，国金证券研究所

原油价格下跌对成品油价格的滞后影响仍有待进一步体现。6月WTI原油期货价格由92.16美元/桶降至69.50美元/桶，月内下跌24.6%。由于国内成品油按10个工作日一篮子均价调整，原油下行向自驾出行的传导仍存在一定滞后。航空端，油价下跌向机票价格与航班供给的传导亦需要时间，通常需要1-2个月左右逐步体现。

7月5日起，国内航线燃油附加费将再次下调：800公里（含）以下航段由目前80元下调为50元，800公里以上航段由目前150元下调为100元。

3.2 暑运期间航空客流预计同比-3.6%

根据航班管家DAST预测，2026年暑运期间（7.1-8.31）预计约1.42亿人次（仅含境内航司承运数据），日均超228万人次，预计同比下降3.6%。

图表33：2026年暑运民航预计旅客运输量超1.42亿人次



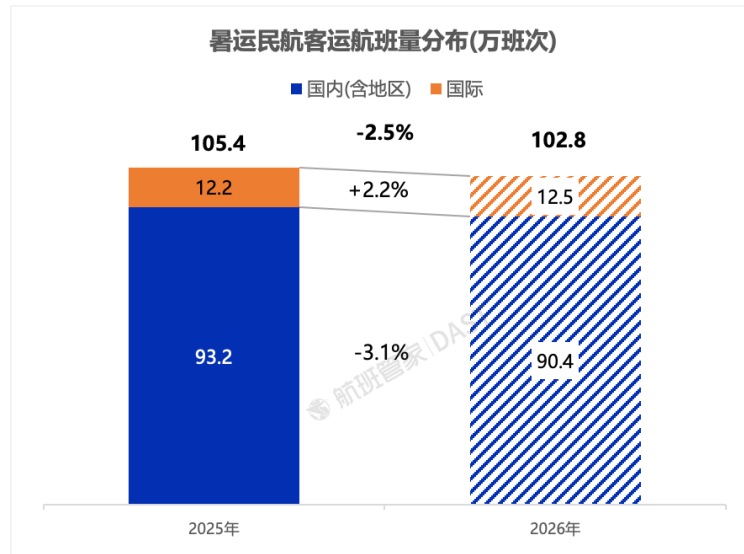
注：2026年为预估值，最终以实际官方数字为准

来源：航班管家DAST，国金证券研究所

根据航班管家测算，2026年暑运期间，民航预计执行客运航班102.8万班次，日均约1.66万班次，同比下降2.5%。分航班类型来看，国内航班（含地区）预计达90.4万班次，同比下降3.1%，国际航班预计达12.4万班次，同比增长2.2%。



图表34：2026年暑运民航预计执飞客运航班102.8万班次

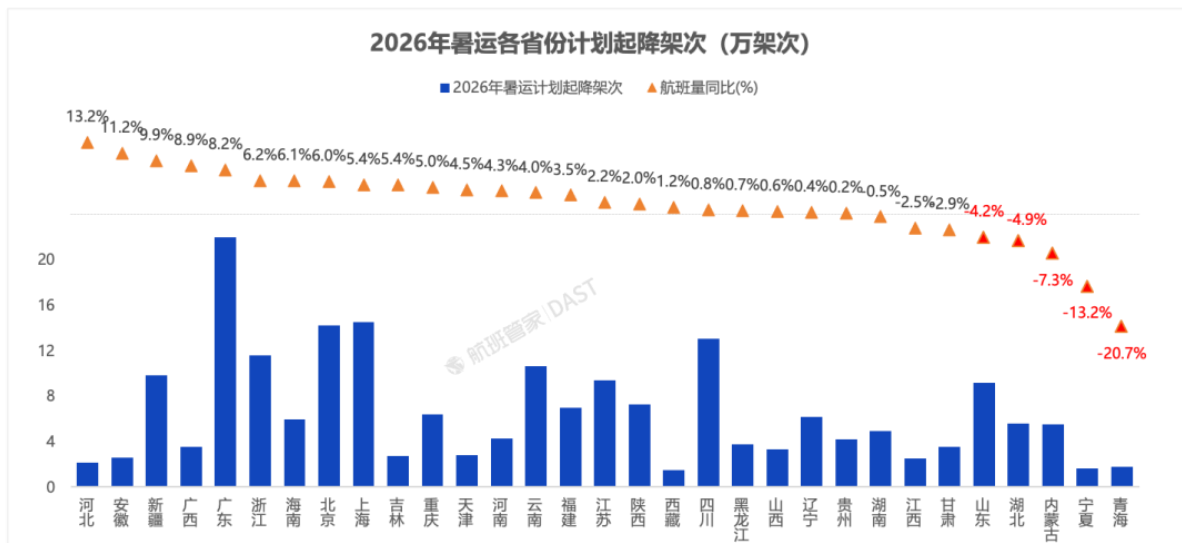


注：2026年为计划数据，最终以实际执飞为准

来源：航班管家 DAST，国金证券研究所

从省份维度观察，2026年暑运期间，23个省份（不含港澳台）计划航班起降同比皆有不同程度的增长，河北、安徽同比增长超一成，新疆市场旅游热持续，同比增长9.9%；广西、广东同比分别增长8.9%、8.2%，8个省份计划航班起降同比下降，其中青海、宁夏同比下降较多，分别下降20.7%、13.2%。

图表35：2026年暑运各省份计划起降架次



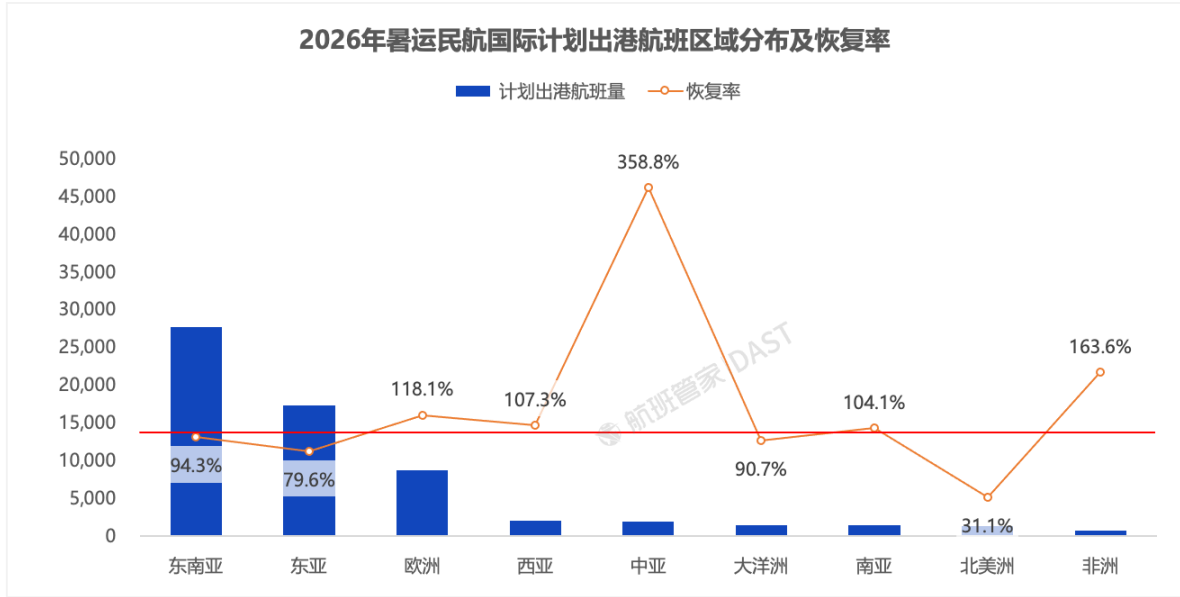
注：2026年为计划数据，最终以实际执飞为准

来源：航班管家 DAST，国金证券研究所

2026年暑运，民航国际市场预计恢复率为9成左右。东南亚仍是国际热门目的地，计划航班恢复至94.3%；预计赴欧洲、西亚、中亚、非洲区域航班将超过2019年水平。



图表36：2026年暑运民航国际市场预计恢复率为9成左右

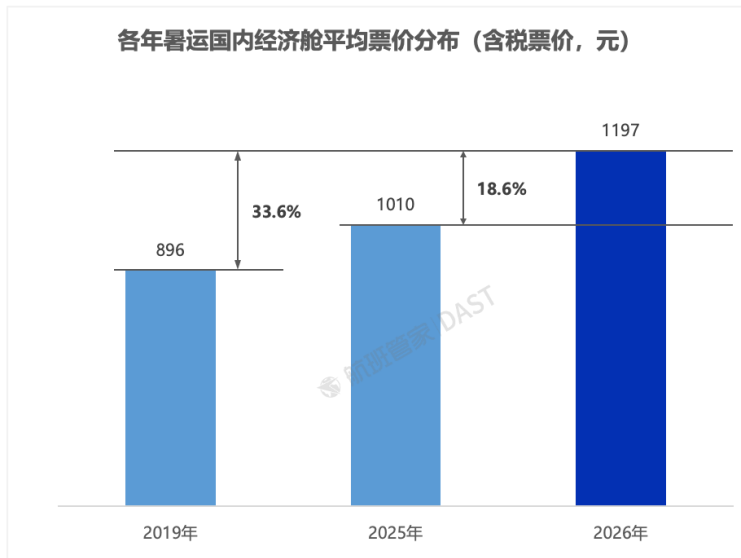


注：2026年为计划数据，最终以实际执飞为准

来源：航班管家 DAST，国金证券研究所

根据航班管家预售数据，截至2026年6月16日，2026年暑运民航经济舱平均票价达1197.2元（含税），较2019年高出33.6%、较2025年高出18.6%。

图表37：2026年暑运经济舱平均票价同比2025年增长18.6%



注：2026年票价为预售数据

来源：航班管家 DAST，国金证券研究所

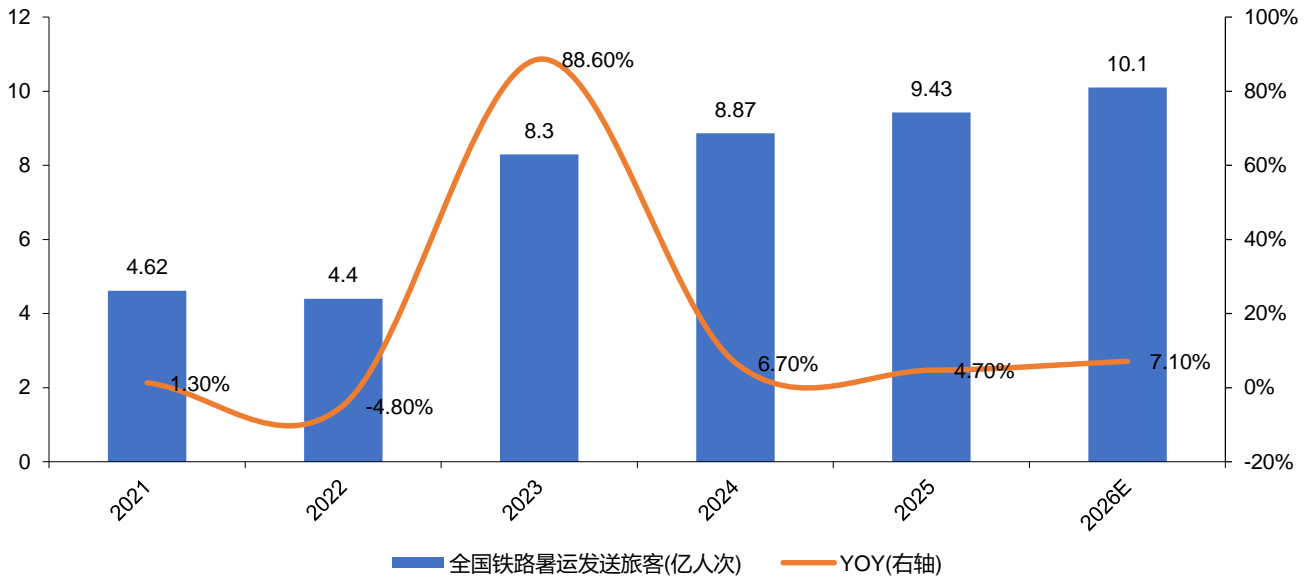
3.3 暑运期间铁路发送旅客数量预计同比+4.7%

中国国家铁路集团预测，2026年7月1日至8月31日，全国铁路预计发送旅客10.1亿人次，日均发送旅客1629万人次。

铁路在中长途出行中兼具价格优势、准点稳定性和网络覆盖能力，在机票价格波动及自驾成本上升背景下具备一定替代效应。



图表38：2021-2026E 全国铁路预计发送旅客人次



来源：中国国家铁路集团，国金证券研究所

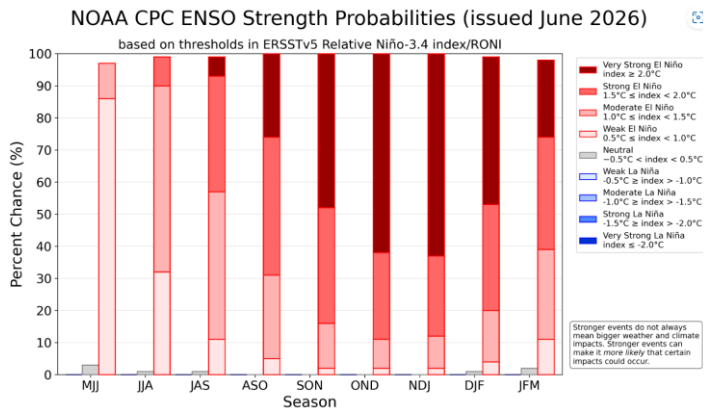
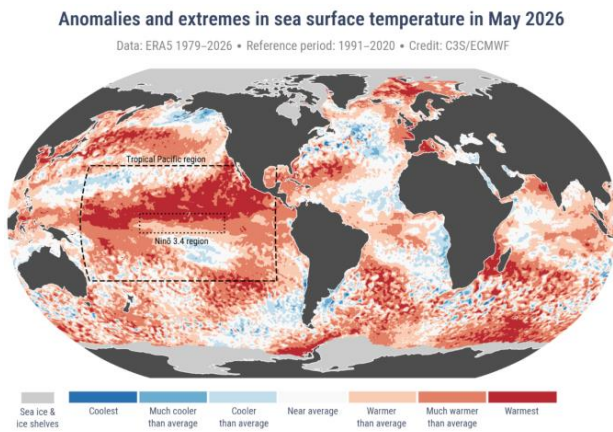
3.4 Q3 厄尔尼诺或抬升极端天气风险

世界气象组织 6 月 2 日发布公报：考虑到热带太平洋海水异常温暖等因素，今年 6 月至 8 月出现厄尔尼诺事件的概率为 80%，未来数月极端天气出现风险随之攀升。历史统计表明，厄尔尼诺期间，易出现我国长江以南地区夏秋季降水较常年偏多、全国大部气温偏高的情况。

美国国家海洋和大气管理局 2026 年 6 月发布的 ENSO 强度概率显示，2026 年夏季起厄尔尼诺事件基本确立，并在三季度后持续增强，预计于秋冬季达到强厄尔尼诺至超强厄尔尼诺水平。进入次年冬末春初后，厄尔尼诺强度或逐步回落。

图表39：2026 年 5 月海表温度距平与极端情况

图表40：美国国家海洋和大气管理局厄尔尼诺概率预测



来源：C3S/ECMWF，国金证券研究所

来源：NOAA CPC，国金证券研究所

国家气候中心预测，主汛期（6—8 月）大部地区将气候多雨。北京、天津、河北、山西东部、内蒙古东北部、黑龙江、吉林、辽宁、山东、河南东北部、江苏东南部、上海、浙江、江西东南部、福建、台湾、广东、广西东南部、海南、云南西部、四川西部、西藏东部、青海东南部等地降水较常年同期偏多，其中北京、天津、河北东部、辽宁、吉林、黑龙江、浙江南部、福建大部、台湾、广东南部、海南等地偏多 2~5 成，上述地区将发生极端强降水过程，并引发洪涝灾害。全国其余地区降水接近常年同期到偏少，其中湖北大部、湖南北部、重庆大部、新疆北部等地偏少 2~5 成，

预计全国大部地区气温较常年同期偏高，华北、华东、华中、华南、西南地区东部、新疆等地有阶段性高温热浪。北京、天津、河北南部、山西大部、山东、河南北部、江苏、上海、陕西中南部、浙江、福建北部、江西中部、湖南中部、重庆西部、贵州东北部、四川东部、内蒙古西部、甘肃西部、宁夏北部、青海北部、西藏西北部、新疆大部等地偏高 1~2℃；河南南部、安徽大部、湖北、江西北部、湖南北部、重庆大部、新疆东北部等地偏高 2~3℃，上述大部地区高温（日最高气温≥35℃）日数较常年同期偏多。华北、华东北部、华中北部等地初夏发生高温热浪，平均高温



日数有 7~10 天；华东南部、华中南部、西南地区东部盛夏高温伏旱显著，平均高温日数有 27~32 天；新疆气温明显偏高，全区平均高温日数有 20~25 天。

四、关注低预期下出行链修复机会

出行：铁路替代与成本回落驱动需求修复

前期能源价格上行对居民出行成本和交通方式选择的压制有望逐步缓解。6 月以来原油价格明显回落，国内成品油、航煤价格及燃油附加费仍存在滞后下行空间，后续若终端出行成本继续改善，将有助于释放部分价格敏感型休闲需求。交通结构上，民航短期仍面临票价高位和客流承压，高铁凭借票价稳定、准点率高、网络覆盖持续提升等优势，有望承接部分民航和自驾需求。

景区：优质资源型标的具备客流修复弹性

景区短期受交通成本、天气扰动和自驾出行意愿波动影响较大，尤其是周边游、低线目的地、自然景区和长半径目的地承压更为明显。后续随着出行成本回落、暑运需求释放，前期被压制的自驾游、周边游和自然景区客流有望边际修复。建议关注具备稀缺资源、产品升级和二次消费提升能力的景区公司；回避成本暴露较高、天气扰动敏感度较大的标的。

免税：看好暑期航班恢复带动离岛免税边际改善

免税的核心变量仍是海南客流。5 月免税销售不及预期主要受海南航班供给走弱影响。端午假期离岛免税销售额 2.02 亿元/+8.6%，购物人数同比+11.2%，表现相对稳健，说明在客流企稳背景下，免税销售具备一定修复弹性。后续看点在于暑期旺季到来后海南航班供给恢复，航班管家预测 7 月 1 日至 28 日海口美兰、三亚凤凰机场执行航班同比+6.2%，为暑期客流恢复提供支撑。

酒店：预计结构分化延续，高端表现更优

酒店板块内部表现分化，高端和豪华酒店韧性更强。交通成本上行和天气扰动对价格敏感型客群影响更明显，经济型、中档酒店以及郊区、公路沿线、部分度假地酒店短期仍可能承压。相比之下，高端及豪华酒店受益于入境游修复、核心城市稳定的商务需求和高端客群消费韧性，经营表现有望维持相对优势。

风险提示

消费恢复不及预期：若居民收入预期、消费信心恢复弱于预期，出行与二次消费需求可能受到影响，板块修复节奏或低于预期。

能源价格大幅波动：若国际原油价格再次上行，可能推升成品油、航煤价格及燃油附加费，进而抬升居民自驾和民航出行成本，对景区、酒店、免税及航空客流形成扰动。

暑运需求不及预期：若居民消费意愿偏弱、机票价格维持高位或目的地客流恢复慢于预期，暑运出行人次、旅游收入、酒店 RevPAR 及景区二消可能低于预期。

行业竞争加剧：板块价格竞争加剧，可能压制客单价、毛利率及盈利弹性，导致收入修复难以有效传导至利润端。

极端天气扰动：厄尔尼诺背景下，强降雨、高温热浪和台风等天气事件可能增加，对户外景区、海岛游、山岳景区、周边自驾游及海南客流形成短期冲击。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明:

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

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

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

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

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

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

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

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

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

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



**【小程序】
国金证券研究服务**



**【公众号】
国金证券研究**