

社服行业 2025 年中期投资策略

供需两端酝酿新变，关注线下重塑、AI 应用、体验消费三条主线

- **需求端：服务消费整体繁荣，质价比/情绪价值/出海成为新趋势。**国内消费市场进入商品增长趋缓，服务持续繁荣的新阶段，政策亦将服务消费作为拉动整体消费市场的重要抓手。在总量繁荣之下，服务消费需求端呈现出新特征：收入预期变化叠加消费者代际更迭，消费者一方面高度注重性价比，另一方面在自我意识强化、消费观趋于成熟下需求向细分演绎，形成了性价比和情绪价值的两条结构性主线；同时，在国内消费市场总量增速趋缓、价格承压的背景下，海外新兴市场成为重要增量来源。在这个过程中，发挥本土创意的“国潮”品牌既受到本土消费者青睐，亦有望成为品牌出海中树立心智的引领者。
- **供给端：线下消费加速连锁化，产业链提效、AI 赋能并进演绎。**本地生活乃至综合电商平台企业借助效率及规模优势，通过即时零售进一步拓宽了履约能力与线下消费场景的深度融合，同时亦开启了平台向上游供应链或线下渠道的渗透扩展进程；连锁餐饮头部企业的产业链纵向整合亦日趋深化；而在以产业链综合效率为导向的竞争之外，以产品为导向通过差异化的场景、服务、内容 IP 打造品牌心智亦成为消费品牌供给端变革的抓手；在企业服务和教育等领域，AI 的应用亦为产品端变革和效率提升带来新的动力。
- **三大模式各筑壁垒，新兴龙头成长进行时。**服务消费是场景和服务的深度融合，分别反映其消费内容的空间性与时间性；而针对其场景和服务复杂性的高低，分别演绎出了不同的商业模式及对应的竞争要素，分别为 1) 以组织效能下的服务标准把控及产业链综合效率为核心的连锁业态；2) 以稀缺场景和复杂服务内容营造为核心的复合单体业态；3) 以流量、规模、技术优势为核心的服务分发和赋能平台；在供需变化驱动的新周期下，我们看好三大赛道均发生不同程度的洗牌并将最终走出壁垒夯实、有机会穿越周期的龙头企业，亦构成我们社服板块长期维度下的推荐逻辑。
- **在上述主要逻辑下，社服行业当前呈现出三条清晰的投资主线：**
- **1、线下业态重塑。**供需两端共振，催生了线下业态迭代/重塑，供应链成为连锁消费成熟化的取胜之匙。平台：即时零售渠道处于高速增长期，平台型公司开始进行新一轮的线下零售业务布局，建议关注美团、阿里巴巴、京东。餐饮：具备更强供应链掌控力的餐茶饮企业在新的消费环境下充分彰显优势，进入清晰的门店扩张+品牌势能向上的发展阶段，推荐达势股份，建议关注古茗、瑞幸、蜜雪集团；酒店：在周期承压下，酒店行业进入新一轮的品牌洗牌阶段，具备供应链和产品优势的品牌有望持续扩大市场份额，建议关注华住集团、亚朵。
- **2、AI 应用场景落地。**AI 大模型趋于成熟，其在各个应用场景的落地发展如火如荼。社服各板块中，AI 强化人服行业的信息匹配效率，重构教育的产品组织形式，助力出海会展场景下的跨文化商务交流，并为相关公司带来产品拓宽和效率提升，推荐科锐国际，建议关注米奥会展、天立国际教育。
- **3、体验消费高景气。**体验消费，包括服务消费中的文旅、体育等是当前结构性的需求亮点。旅游/OTA：旅游市场延续高景气，总量层面仍维持稳定增长，尤其是下沉市场的旅游开支增长带来新看点，建议关注具备稀缺资源和内容的

推荐 (维持)

华创证券研究所

证券分析师：饶临风

邮箱：raolinfeng@hcyjs.com

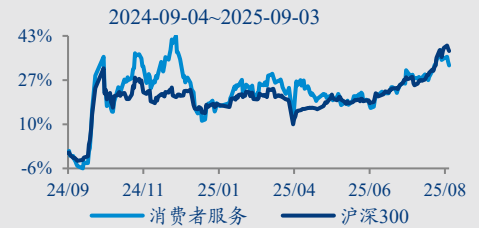
执业编号：S0360525080002

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	55	0.01
总市值(亿元)	5,317.35	0.45
流通市值(亿元)	4,863.36	0.51

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	6.0%	11.6%	33.8%
相对表现	-5.6%	-4.7%	-2.4%



相关研究报告

《大消费产业跟踪报告 2025 年第 1 期：黄酒复兴：破局与价值重塑》

2025-08-08

《消费者服务行业跟踪报告：服务业温和修复，消费力稳步回升》

2025-02-06

《商社中秋旅游行业跟踪报告：中短途为主，客单回升》

2024-09-19

景区标的长白山、九华旅游，以及受益于旅游出行总量的 OTA 平台同程旅行、携程。体育：国内体育消费支出显著落后于发达国家，未来以赛事、培训、健身为代表的服务型体育消费有望实现高增。建议关注 Keep、英派斯、力盛体育。

- **风险提示：**消费者、企业家信心修复不及预期；宏观经济表现不及预期；AI 应用进程不及预期。

投资主题

报告亮点

本篇报告重点研究了当前服务消费行业整体繁荣背景下，需求和供给的主要趋势，并剖析了服务消费中具备竞争力的商业模式，并在此基础上总结了当前的行业投资主线。

投资逻辑

服务消费总量繁荣下，供需两端均呈现新变，并催生出较为清晰的产业发展逻辑，基于此，提出以下 3 条投资主线：

- 1、线下业态重塑。**平台：即时零售渠道处于高速增长期，平台型公司开始进行新一轮的线下零售业务布局，建议关注美团、阿里巴巴、京东。餐饮：具备更强供应链掌控力的餐茶饮企业新的消费环境下充分彰显优势，进入清晰的门店扩张+品牌势能向上的发展阶段，推荐达势股份，建议关注古茗、瑞幸、蜜雪集团；酒店：在周期承压下，酒店行业进入新一轮的品牌洗牌阶段，具备供应链和产品优势的品牌有望持续扩大市场份额，建议关注华住集团-S、亚朵。
- 2、AI 应用场景落地。**AI 大模型趋于成熟，其在各个应用场景的落地发展如火如荼。社服领域中，AI 强化人服行业的信息匹配效率，重构教育的产品组织形式，助力出海会展场景下的跨文化商务交流，并为相关公司带来产品拓宽和效率提升，推荐科锐国际，建议关注米奥会展、天立国际教育。
- 3、体验消费高景气。**旅游/OTA：旅游市场延续高景气，总量层面仍维持稳定增长，尤其是下沉市场的旅游开支增长带来新看点，建议关注具备稀缺资源和内容的景区标的长白山、九华旅游，受益于旅游出行总量的 OTA 平台同程旅行、携程；以及体育赛道中的英派斯、力盛体育、Keep。

目 录

一、宏观趋势：供需两端酝酿新变，服务消费持续繁荣	7
(一) 需求端：总量繁荣，质价比/情绪价值/出海构成新趋势	7
1、服务消费在消费大盘中呈现结构性繁荣的特点	7
2、质价比/情绪价值/出海构成三大方向	8
(二) 供给端：线下消费加速连锁化，产业链整合、AI 赋能并进演绎	11
(三) 商业模式：三大模式各筑壁垒，新兴龙头成长进行时	13
二、投资主线 1：线下业态重塑，连锁消费加速整合	14
(一) 消费互联网平台：电商巨头下场发力，进一步整合线下消费业态.....	14
(二) 餐饮：整体有所承压，看好大众餐饮市场的连锁化机会	17
(三) 茶咖：行业进入整合阶段，质价比和强供应链铸就龙头壁垒	18
(四) 酒店：经营整体处于底部区域，开启新一轮的品牌洗牌	19
三、投资主线 2：AI+优化服务效率及产品体验，应用加速落地	21
(一) 人力资源：市场空间广阔，AI 应用落地提高人才匹配效率	21
(二) 教育：政策驱动 K12 教育迎来发展机遇，AI 应用提高学生学习效率.....	22
(三) 会展：出海办展仍维持高增长，AI 系重要主题和工具	24
四、投资主线 3：体验消费高景气，重点关注文旅及体育	24
(一) 旅游景区：国内旅游持续景气，节假日需求集中释放	24
(二) OTA：业绩受益国内旅游高景气，开启第二增长曲线培育	27
(三) 体育：赛道维持高增，关注赛事运营和健身等体育服务业态	28
五、风险提示	29

图表目录

图表 1 社零增速整体处于中低个位数区间	7
图表 2 24 年来服务业 PMI 表现总体强于制造业 PMI	7
图表 3 城镇居民衣食产品消费支出占比总体下降	7
图表 4 农村居民衣食产品消费支出占比总体下滑	7
图表 5 代表性的折扣零售业态	8
图表 6 按价格带划分的中国现制茶饮店市场的 GMV (十亿元)	8
图表 7 中国情绪经济市场规模及预测	9
图表 8 日本民意调查: 90 年代后闲暇生活成为居民关注的重心 (单位: %)	9
图表 9 2025 年 1 月-7 月咖茶饮品牌联名统计	10
图表 10 2023-2028E 全球现制饮品市场以 GMV 计的年复合增长率 (预测)	10
图表 11 2023-2028E 全球现制饮品市场以 GMV 计的增量 (十亿美元, 预测)	10
图表 12 2024 年中国主要连锁业态连锁化率对比	11
图表 13 2021 年海外发达国家餐饮连锁化率	11
图表 14 综合电商和即时零售模式的区别	12
图表 15 美团旗下折扣零售超市快乐猴开业	12
图表 16 阿里旗下盒马 NB 升级为超盒算	12
图表 17 2024 和 2025 上半年餐饮企业数量增减情况 (万家)	13
图表 18 2025 年各茶饮品牌门店数量增长比例 (% , 截止 5.31)	13
图表 19 社服行业主要的商业模式	14
图表 20 中国即时零售交易规模 (亿)	15
图表 21 中国即时零售市场规模增速 (%)	15
图表 22 中国零售市场规模 (万亿)	15
图表 23 美团县城生活服务订单量占比 (%)	15
图表 24 美团 7 月 5 日订单数突破 1 亿	16
图表 25 淘宝闪购、饿了么订单数	16
图表 26 各大平台优惠券力度对比	16
图表 27 按客单价划分大众便民餐饮市场规模 (万亿)	18
图表 28 按运营模式划分大众便民餐饮市场规模 (万亿)	18
图表 29 国内茶饮行业连锁化率变化 (%)	19
图表 30 茶饮门店月度关店数量 (家)	19
图表 31 中国不同地区茶饮市场规模占比	19
图表 32 中国现制茶饮市场总规模 (亿元)	19
图表 33 经济型酒店部分主要品牌市占率变化	20

图表 34 中档酒店部分主要品牌市占率变化	20
图表 35 华住核心品牌高版本门店占比持续提升	20
图表 36 下沉市场门店数量占比提升	20
图表 37 亚朵门店规模持续扩展	21
图表 38 零售业务维持了较高增速	21
图表 39 人力资源服务市场总规模	22
图表 40 国内人力行业细分赛道占比	22
图表 41 2023 年各职能模块数智化所处阶段	22
图表 42 AI 在人力资源领域的应用前瞻	22
图表 43 “双减”政策后供给大量出清	23
图表 44 高考报名人数处于历史高位	23
图表 45 有道推出智慧教育平台	23
图表 46 全国经贸类展览数量、展览面积发展情况	24
图表 47 米奥会展疫后业务复苏	24
图表 48 2025 上半年旅游人次及收入已超 2019 同期	25
图表 49 节假日出游及消费占比提升	25
图表 50 各个假期出游人次较疫情前回复率	25
图表 51 县域旅游备受消费者青睐	26
图表 52 中国银发旅游市场规模 2023-2028 年复合增速预计为 13.6%	26
图表 53 2023 年中国按年龄划分的旅游人次占比	27
图表 54 2023 年旅游休闲消费占中国老年群体可选消费 57%	27
图表 55 头部 OTA 平台营收规模扩大	27
图表 56 经调整 EBITDA 同比增长	27
图表 57 我国体育产业规模	28
图表 58 我国体育场地面积及数量保持增长	28

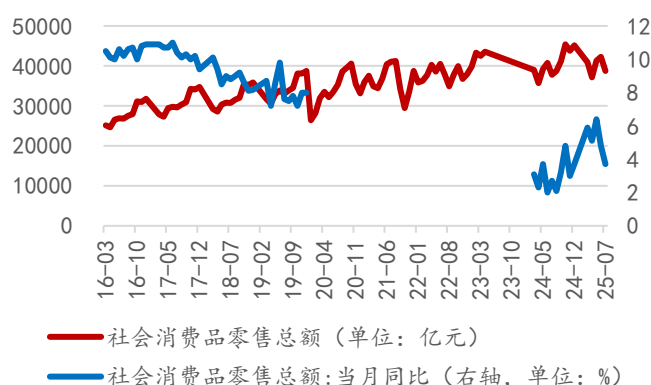
一、宏观趋势：供需两端酝酿新变，服务消费持续繁荣

(一) 需求端：总量繁荣，质价比/情绪价值/出海构成新趋势

1、服务消费在消费大盘中呈现结构性繁荣的特点

整体消费力仍显疲弱，服务消费成为亮点。从社零情况来看，2024 年月度社零总额持续超过 4 万亿元后同比增速总体处于中低个位数，较疫情前的 16-20 年，增速明显放缓。但在整体增速降档的消费大盘之下，城镇和农村居民消费亦呈现出较为典型的结构特征，食品、衣着为代表的产品消费占比总体下降，而服务相关的消费占比有所提升。从整体 PMI 来看，服务业 PMI 在近两年里总体高于制造业 PMI，反映了不同行业的整体水温，服务业整体维持着更强的扩张倾向，亦验证了这一情况。

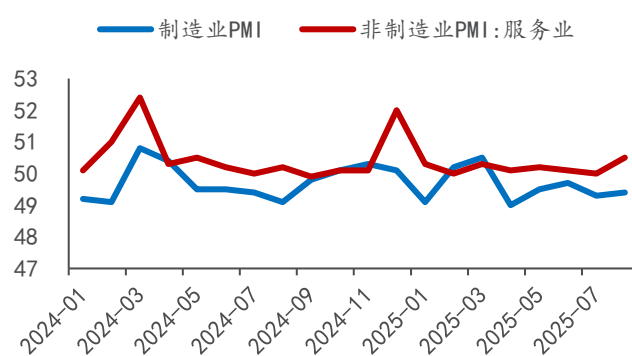
图表 1 社零增速整体处于中低个位数区间



资料来源: ifind, 华创证券

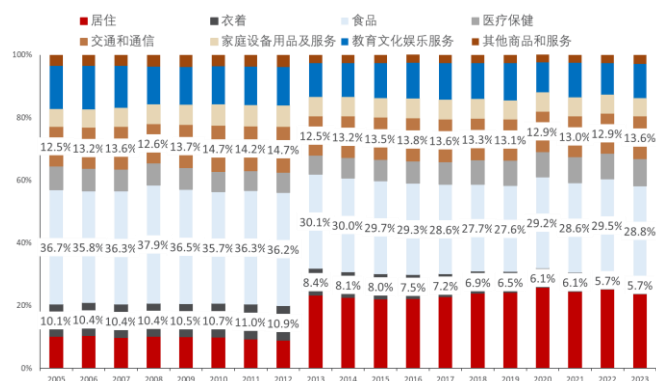
注: 20-23 年疫情期间社零增速波动过大, 存在失真, 因此剔除

图表 2 24 年来服务业 PMI 表现总体强于制造业 PMI



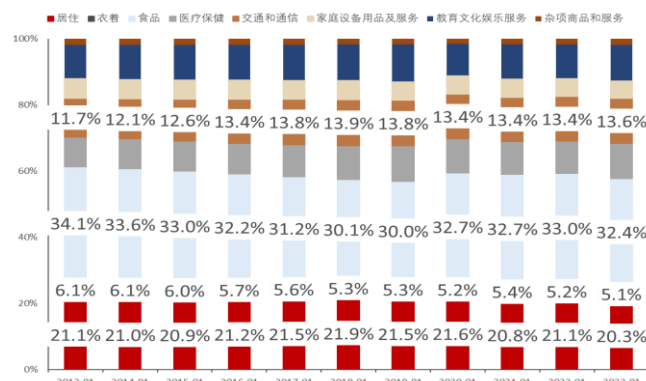
资料来源: ifind, 华创证券

图表 3 城镇居民衣食产品消费支出占比总体下降



资料来源: ifind, 华创证券

图表 4 农村居民衣食产品消费支出占比总体下滑



资料来源: ifind, 华创证券

2、质价比/情绪价值/出海构成三大方向

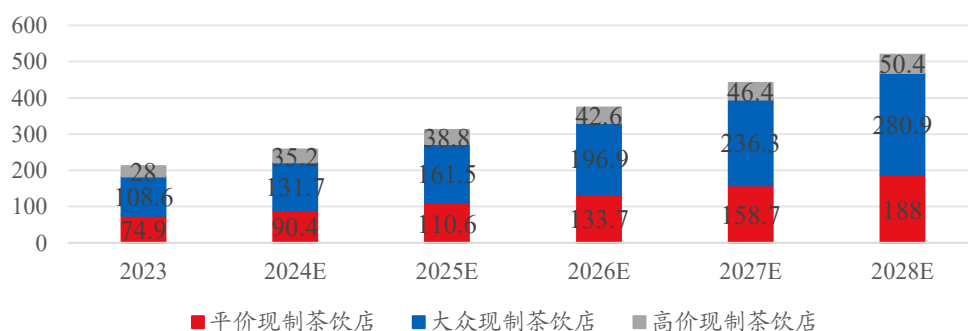
“质价比”将成为中国消费行业确定性的主线。具备价格力与供应链效率双重优势的渠道与连锁品牌，有望率先夺取市场份额并在利润端体现弹性。在线下渠道中，强调规模效应与自有品牌协同能力的会员仓、硬折扣等模式持续展现强劲渗透力。量贩零食企业赵一鸣于 25 年 3 月门店突破 8500 家；德国硬折扣商超企业奥乐齐亦于 25 年 4 月首次在上海之外拓店，开始进军江苏。茶饮赛道中，注重性价比的大众赛道亦是增速最快的赛道。根据灼识咨询数据：10-20 元为体量最大、增速最快的价格带，2023 年市场规模约 1086 亿元，占比 51.3%，预计 2024-2028 年 CAGR 达 20.8%；10 元以下平价带占比 35.4%，同样保持近 20% 的高增速。

图表 5 代表性的折扣零售业态



资料来源：赵一鸣加盟公众号，奥乐齐公众号，华创证券

图表 6 按价格带划分的中国现制茶饮店市场的 GMV（十亿元）



资料来源：灼识咨询报告、中国国家统计局、国际货币基金组织，转引自古茗招股书，华创证券

注：平价系客单价<10 元，大众系客单位于 10-20 元，高价系客单价>20 元

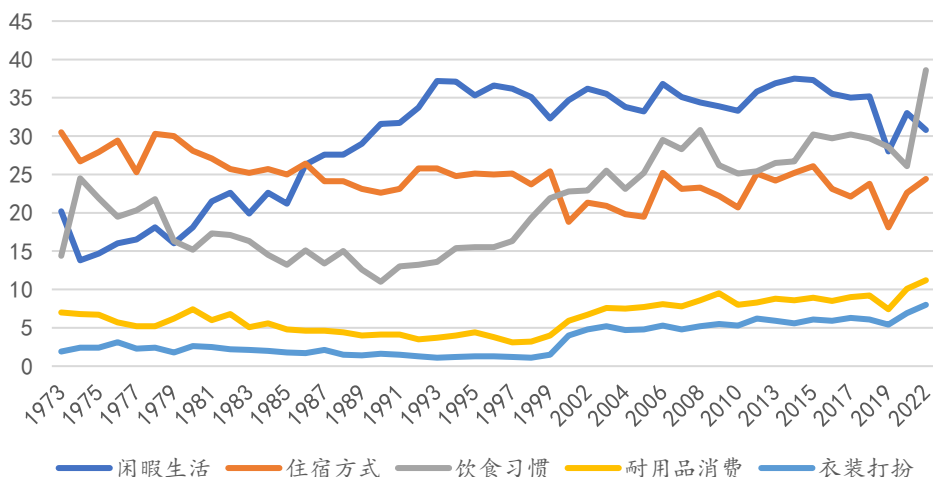
情绪和体验成为消费者关注的重心，反映为内容、IP 相关产品、旅游、体育等行业的高景气度。情绪经济市场规模持续扩容。艾媒数据显示，情绪经济体量在 2024 年已达 2.31 万亿元，并有望在 2029 年突破 4.5 万亿元，中长期扩容趋势明确、景气延续具备扎实的需求与供给基础。参考日本经验，在进入经济增速趋缓、城市化达到高水平的 90 年代后，居民对闲暇生活的关注不断提高。

图表 7 中国情绪经济市场规模及预测



资料来源：艾媒数据中心

图表 8 日本民意调查：90 年代后闲暇生活成为居民关注的重心（单位：%）



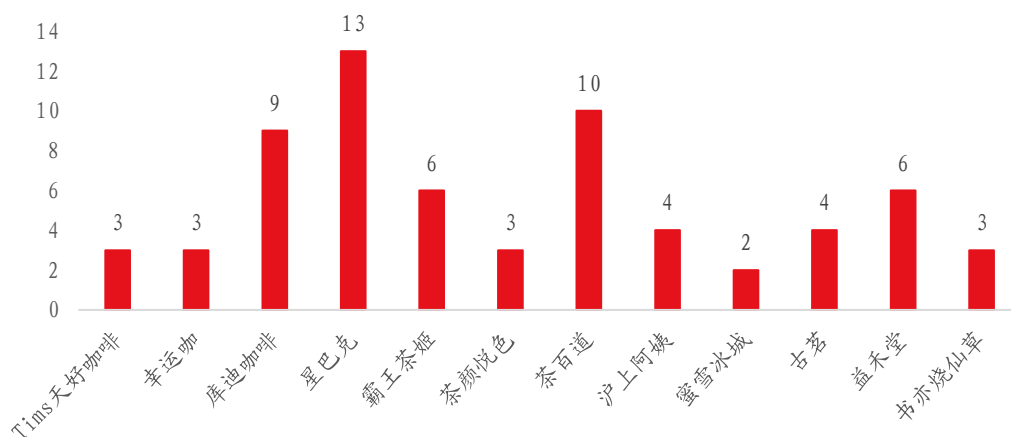
资料来源：日本内阁办公室，华创证券

注：数据系日本内阁办公室组织的调研，受调研人群可勾选上述项目是否是其生活的重心

旅游消费提供“高确定性流量底盘”，把情绪价值直接映射为可观的线下交易额与平台业绩兑现。文化和旅游部数据显示，2025 年一季度国内出游 17.94 亿人次、同比+26.4%，花费 1.80 万亿元、同比+18.6%，节假日出游人次对 2019 年的恢复度持续走高，上述量能已传导至产业链与平台端，票务、住宿、交通与本地玩乐的兑现度持续提升。一季度携程净营业收入 138 亿元、同比 +16%，入出境订单恢复度已超过 2019 年 120%。

联名成为情绪消费的规模化抓手，并在头部品牌中实现可复制的销量级与门店级覆盖。2025 年夏季，瑞幸与多邻国上线联名新品，首周销量突破 900 万杯；同一时期，喜茶与 CHIIKAWA 的联名在全国 2,000+ 门店同步落地主题陈列与限定单品，首日多城门店出现爆单现象。茶饮咖啡品牌加大了 IP 联名相关的投入，其余茶饮品牌也均看中 IP 的营销效果争相发布联名饮品。

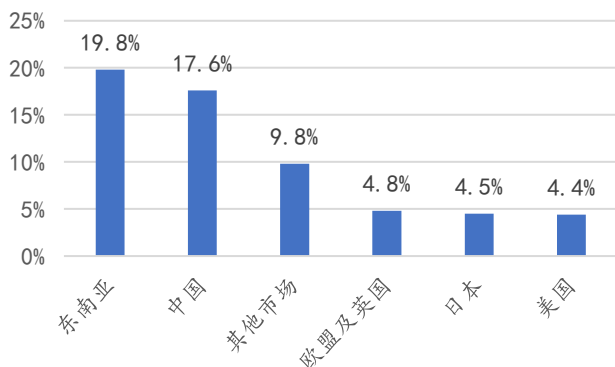
图表 9 2025 年 1 月-7 月咖茶饮品牌联名统计



资料来源: wuhu 动画人空间, 华创证券

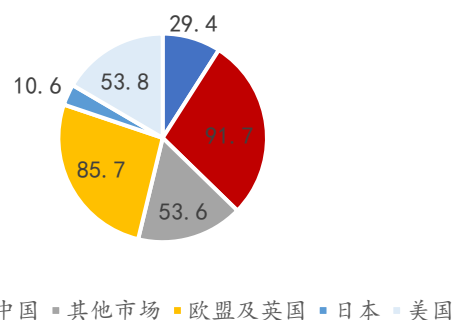
此外, 出海正逐步成为中国服务与消费品牌的第二增长曲线。其背后驱动主要包括: 一是内需竞争加剧, 促使企业寻找新市场; 二是本土供应链效率外溢, 有能力支撑异地扩张; 三是全球线上渠道与本地配送网络日益完善, 大幅降低获客和扩张成本。以现制饮品市场为例, 根据灼识咨询预测, 在全球现制饮品市场中, 东南亚与中国增速领先, 预计 23-28 年增速分别为 19.8%和 17.6%。当前中国现制茶饮已开始初涉海外市场: 平价品牌聚焦东南亚市场, 中高端品牌锚定发达国家。东南亚因文化相近、水果供应链完善及热带气候强冰饮需求, 成为平价品牌出海首选, 部分品牌已经拓店 500-1000 家, 蜜雪冰城海外门店已超 4000 家; 东南亚以外区域市场受制于政策环境与文化差异, 短期难现爆发式增长, 但远期发展空间值得期待。海底捞为代表的餐饮连锁品牌亦开始了海外扩张进程, 其海外门店主体特海国际截至 2025H1 已开海外店 126 家, 并持续优化重点城市门店结构与入效。

图表 10 2023-2028E 全球现制饮品市场以 GMV 计的年复合增长率 (预测)



资料来源: 灼识咨询《2025 年新茶饮行业白皮书》, 华创证券

图表 11 2023-2028E 全球现制饮品市场以 GMV 计的增量 (十亿美元, 预测)

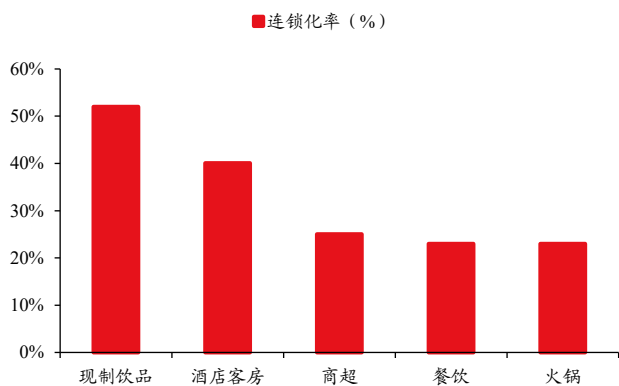


资料来源: 灼识咨询《2025 年新茶饮行业白皮书》, 华创证券

(二) 供给端：线下消费加速连锁化，产业链整合、AI 赋能并进演绎

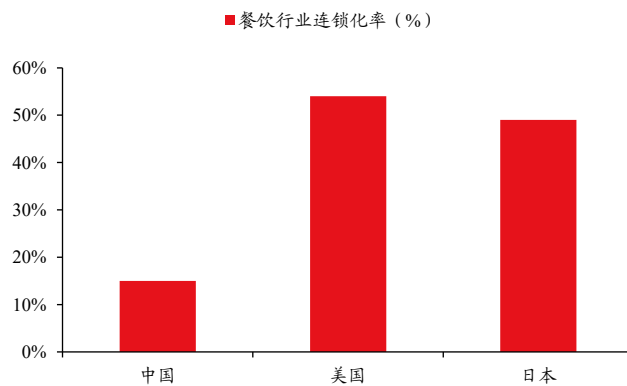
总体上看，我国线下消费业态的连锁化率仍有较高的提升空间。对比来看，现制饮品赛道和酒店目前连锁化率水平较高，分别超过 50%/40%；而餐饮、火锅等赛道连锁化仍处于较低水平。以餐饮为例，前瞻产业研究院数据，2021 年美日发达国家餐饮连锁化率普遍处于较高水平。未来随着消费者对卫生、健康、质价比的要求不断提高和供应链的不断完善，线下消费业态将迎来进一步的连锁化、产业链整合的进程。

图表 12 2024 年中国主要连锁业态连锁化率对比



资料来源：中国连锁经营协会，智研咨询，头豹研究院，华创证券

图表 13 2021 年海外发达国家餐饮连锁化率



资料来源：前瞻产业研究院，华创证券

即时零售成为消费互联网平台公司的重要增长来源和生态中重要的一环，平台正进一步加速对线下消费的整合过程。曾经的传统电商同线下的即时零售两边独立发展，并未发生明显的相互竞争，而进展到 2025 年，随着美团通过美团闪购进入传统电商平台的势力范围之内，京东和阿里迅速战略转向，最终确定了线上和线下零售大融合的未来发展战略，从本质上看，是传统的电商和即时零售巨头发展进入到一个阶段，对流量入口的迫切需求最终导致了即时零售领域的明显变化。即时零售的快速发展是本地生活及电商平台依托履约能力和流量优势进一步整合线下零售的过程。

图表 14 综合电商和即时零售模式的区别



资料来源: QuestMobile 研究院

本地生活及电商平台开启新一轮的线下布局，折扣和供应链整合构成此轮“新零售”的特点，平台公司亦成为此轮餐饮行业整合和零售调改的重要玩家。电商巨头同步切入线下零售赛道，开拓线下零售发展新业态，美团旗下拥有快乐猴（硬折扣超市）、小象超市（生鲜外卖）、快驴（餐饮供应链企业）等多种零售业态，而阿里旗下拥有盒马 NB（硬折扣超市）、饿了么（外卖）、淘宝闪购等多种零售业态。对比传统的线下玩家永辉超市、步步高超市、胖东来超市，平台电商具备更雄厚的资金储备、更多元的商品供给、更多的科技赋能与相对更年轻的团队，将会在未来中国零售整合时代发挥重要角色。

图表 15 美团旗下折扣零售超市快乐猴开业



资料来源: 商业观察家

图表 16 阿里旗下盒马 NB 升级为超盒算



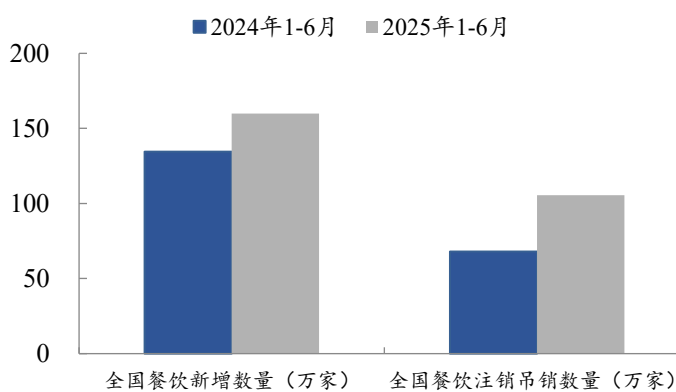
资料来源: 超盒算NB 视频号

餐饮茶饮进入优胜劣汰时代，供应链为王时代到来。2025 年上半年注销吊销的餐饮企业数量超过 2024 年同期的 55%，餐饮企业淘汰的速度加快，而长期随着中国老龄化率的加快提升，中青年劳动力人口将迎来减少，从而带动餐饮行业人力成本的长期提高趋势，

在这个背景下，拥有更强供应链能力和更强成本控制能力的连锁企业有望继续推动行业集中度的提升。

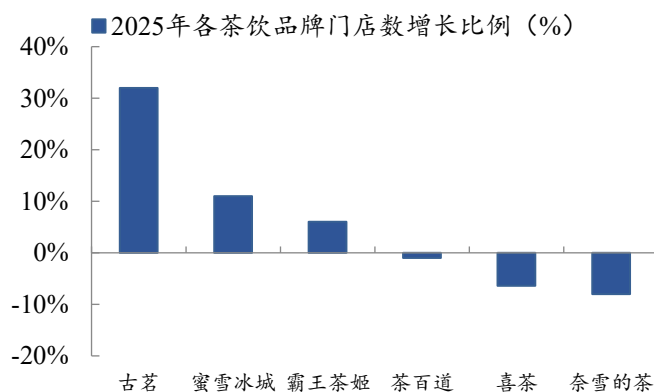
进入到 2025 年，茶饮行业龙头企业的成长速度差异逐渐变大。截止 2025 年 5 月，古茗的门店数量较 24 年底增长达到 32%，而同期多个茶饮品牌门店数量持续下滑，奈雪的茶门店数量较 24 年底同比下滑 8%，喜茶较 24 年底同比下滑 6%，在优胜劣汰的时代，茶饮企业供应链能力的 PK 将变得至关重要，具备明显供应链优势的企业将在未来的竞争中存活下来，从而把握住行业竞争过后的市占率集中的机会。

图表 17 2024 和 2025 上半年餐饮企业数量增减情况 (万家)



资料来源：企查查、转引自餐饮解读，华创证券

图表 18 2025 年各茶饮品牌门店数量增长比例 (%，截止 5.31)



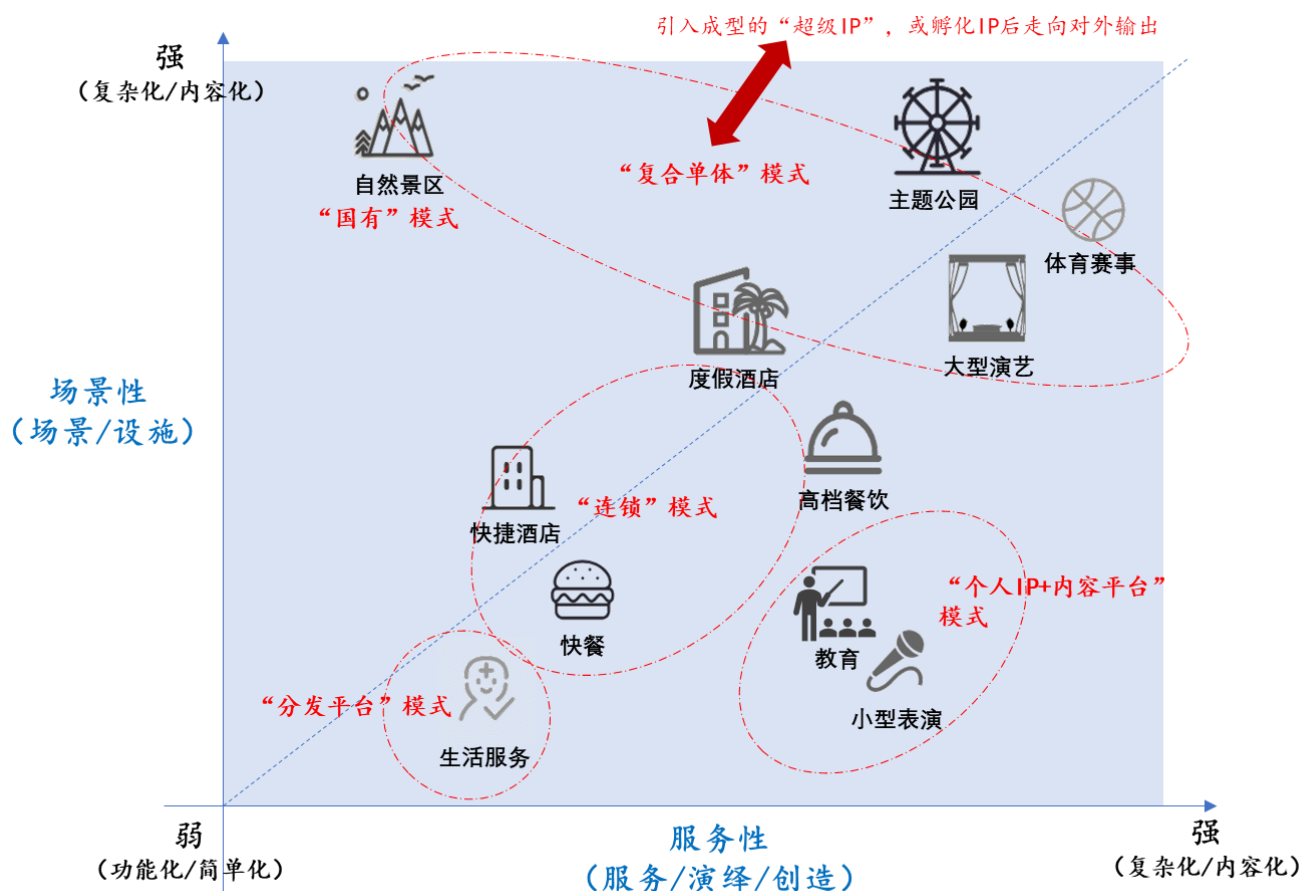
资料来源：极海数据，华创证券 注：增长比例为较 24 年底数据

伴随着 AI 大模型的成熟，其在社服行业中的应用亦加速落地。社服各赛道中，AI 强化人服行业的信息匹配效率，重构教育的产品组织形式，助力出海会展场景下的跨文化商务交流，并为相关公司带来产品拓宽和效率提升。1) 人力资源服务：AI 驱动行业服务生态重构，智能招聘、AI 招聘专员、薪酬智能化等场景应用；2) 教育：基于教育教学要素及过程，将人工智能技术融入，建设云端学校、智造空间、未来学习中心等；3) 会展：AI 进一步深化会展服务数字化升级，为企业参展赋能，提高企业在获客、洽谈等方面效率，提高买卖对接率及推广效率。

(三) 商业模式：三大模式各筑壁垒，新兴龙头成长进行时

三大模式各筑壁垒，新兴龙头成长进行时。服务消费是场景和服务的深度融合，分别反映其消费内容的空间性与时间性；而针对其场景和服务复杂性的高低，分别演绎出了不同的商业模式及对应的竞争要素。我们将场景和服务的复杂性作为坐标轴两端，并以此锚定不同的服务消费商业模式。我们认为，从资本化的角度，有三种较有前景的商业模式，分别为：1) 以组织效能下的服务标准把控及产业链综合效率为核心的连锁业态；2) 以稀缺场景和复杂服务内容营造为核心的复合单体业态；3) 以流量、规模、技术优势为核心的服务分发和赋能平台；在供需变化驱动的新周期下，我们看好三大赛道均发生不同程度的洗牌并将最终走出壁垒夯实、有机会穿越周期的龙头企业，亦构成我们社服板块长期维度下的推荐逻辑。

图表 19 社服行业主要的商业模式



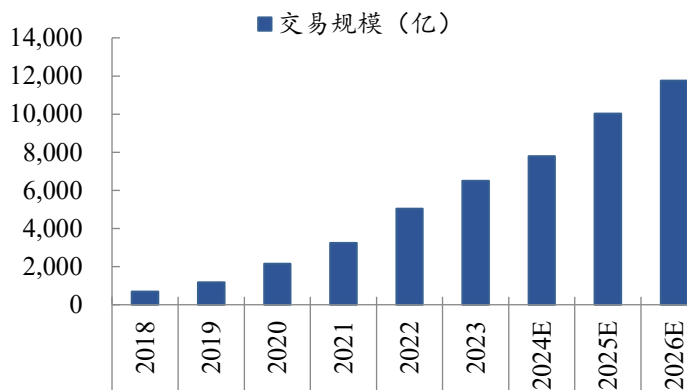
资料来源：华创证券绘制

二、投资主线 1：线下业态重塑，连锁消费加速整合

(一) 消费互联网平台：电商巨头下场发力，进一步整合线下消费业态

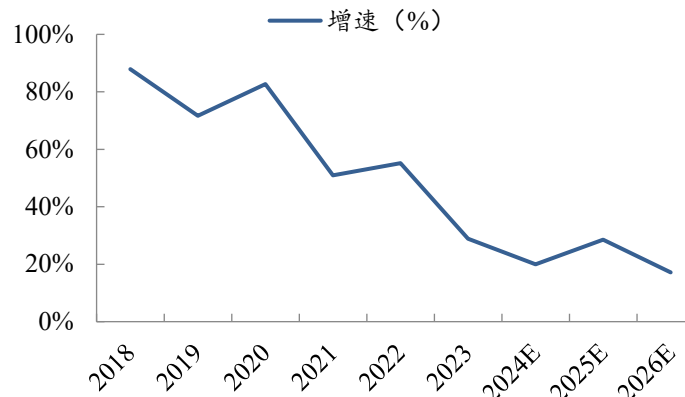
即时零售渠道目前仍处于高速增长期，预计 2024 至 2026 年间的年复合增长率将超过 20%。根据商务部国际贸易经济合作研究院的测算，2024 年，预计该渠道规模已达约 7800 亿元，同比增长 20%，目前在零售市场中的渗透率为 1.6%。展望至 2026 年，其市场规模预计突破 1.2 万亿元，对应这三年的年复合增长率约为 23%。从供给结构来看，即时零售主要可分为平台型和自营型两种模式。其中，平台模式以美团闪购、京东到家、饿了么等为代表，可细分为两类：一是传统实体零售业态的外卖化，二是专注于即时零售的闪电仓，其本质是线下零售门店的线上化与即时配送结合。另一类是自营模式，这类模式又可划分为前置仓模式（如叮咚买菜）和店仓一体化模式（如盒马、山姆）。经过多年探索，其商业模式已较为成熟。与平台模式下的闪电仓主要通过销售白牌商品满足即时性需求来实现盈利不同，自营模式更侧重于打造和推广高毛利的自有品牌商品，以此提升盈利能力和建立品牌壁垒，头部企业因此积累了较为稳固的用户群体。

图表 20 中国即时零售交易规模 (亿)



资料来源: 商务部国际贸易经济研究院, 华创证券

图表 21 中国即时零售市场规模增速 (%)

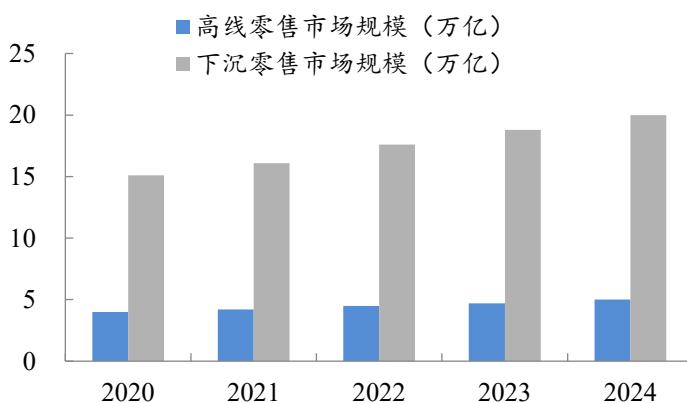


资料来源: 商务部国际贸易经济研究院, 华创证券

从用户构成来看, 即时零售的主力消费人群已从早期的 90 后年轻用户, 逐步扩展至更广泛年龄段。30 岁以上消费者的渗透率持续增长, 并已成为市场的核心驱动力。根据美团研究院的统计, 在 2021 年, 21 至 35 岁的用户是即时零售的绝对主体。而发展至 2024 年, 凯度咨询的数据表明, 31-45 岁年龄段的客群占比已达到 55%, 较 2023 年提升了 5 个百分点, 这标志着消费结构正朝着更加成熟、均衡的方向发展。拥有较强支付能力的下沉县域市场, 正展现出巨大的增长潜力, 有望成为推动行业未来扩张的重要力量。

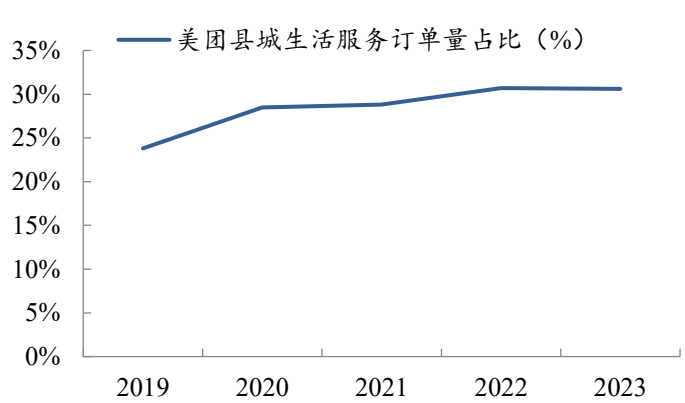
中国零售市场的重心正持续向下沉市场倾斜, 县域地区的即时零售业态渗透率显著提升。就市场规模而言, 下沉市场已显著超越高线城市, 且保持可观增速。2024 年, 高线市场零售规模约为 5 万亿元, 而下沉市场规模已达 20 万亿元, 同比增长 6.4%。即时零售在县域市场展现出强劲活力。据商务部国际贸易经济合作研究院数据, 2023 年县域即时零售规模为 1500 亿元, 同比增长 23.42%, 占全国即时零售总规模的近四分之一。美团研究院数据亦显示, 2019 至 2023 年间, 县域即时零售规模占全国比重持续上升, 从 23.8% 增长至 30.6%。

图表 22 中国零售市场规模 (万亿)



资料来源: 佛若斯沙利文, 华创证券

图表 23 美团县域生活服务订单量占比 (%)



资料来源: 美团平台, 华创证券

2025 年以来电商平台加速入局本地即时零售。4 月 30 日阿里将淘宝小时达升级为淘宝闪购, 5 月 5 日覆盖全国, 并联合饿了么进行百亿补贴。6 月 23 日饿了么 X 淘宝闪购宣布

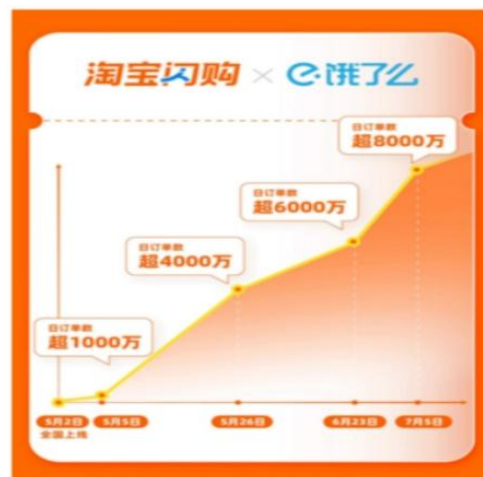
日单量破 6000 万单。7 月 5 日，阿里、美团两大平台放出了大量且大额的外卖红包，大量用户涌入阿里、美团两大平台下单，导致美团一度出现宕机。截至 7 月 5 日 22 时 54 分，美团即时零售当日订单已突破 1.2 亿单，其中餐饮订单已超过 1 亿单。7 月 13 日，美团公布最新数据，即时零售订单量再创新高，达 1.5 亿，随着订单峰值的到来，骑手单量和收入也双双增长。以 7 月周末为例，美团骑手日收入增长 111%，超过 40 万众包骑手日收入超 500 元。而在此前，参与“外卖大战”的另外两家平台京东和淘宝闪购也先后公布了相关数据，均创历史新高。在消费者端，也因大额补贴券的到来，不少网友纷纷晒图称喝到了 0 元奶茶。

图表 24 美团 7 月 5 日订单数突破 1 亿



资料来源：美团官网

图表 25 淘宝闪购、饿了么订单数



资料来源：观察者网

图表 26 各大平台优惠券力度对比

外卖平台	优惠券
美团	满 15 减 5, 40 减 20, 30 减 18 等
京东外卖	满 60 减 30, 40 减 20, 30 减 15 等
淘宝闪购	满 38 减 18.8, 15 减 5, 25 减 12, 15 减 11 等

资料来源：美团、京东、淘宝 App，华创证券

即时零售领域的竞争正不断加剧，这一趋势将推动整体服务与商品品质的提升。短期内，补贴策略有助于培养用户消费习惯、强化平台认知，但长期市场竞争地位的确立，仍需依靠扎实的供应链基础和高效的运营能力。美团凭借其显著的规模效应、成熟的商户服务体系以及领先的即时配送网络，叠加新会员系统对用户留存和跨业务导流的潜在提升，其长期增长前景与盈利空间依然可期。另一方面，京东进军外卖市场旨在完善其消费生态，初期以高品质外卖和佣金优惠策略迅速打开市场。该公司投入补贴的核心目标在于建立用户外卖消费心智，并借此带动平台全品类即时零售销售。京东“秒送”频道在当前用户中的渗透率仍具较大增长潜力，该服务不仅是对其“211 限时达”配送场景的有效补充，也有助于巩固京东在 3C 数码、商超等核心品类的供应链优势。

综合电商平台公司发力入局激化了外卖和即时零售领域的竞争，短期内高额补贴侵蚀利

润，未来竞争格局和市场份额决定了头部公司的投资价值，看好具备组织运营能力的企业长期占据更大的份额，并随着竞争缓和利润回升，建议关注美团、阿里巴巴和京东。

（二）餐饮：整体有所承压，看好大众餐饮市场的连锁化机会

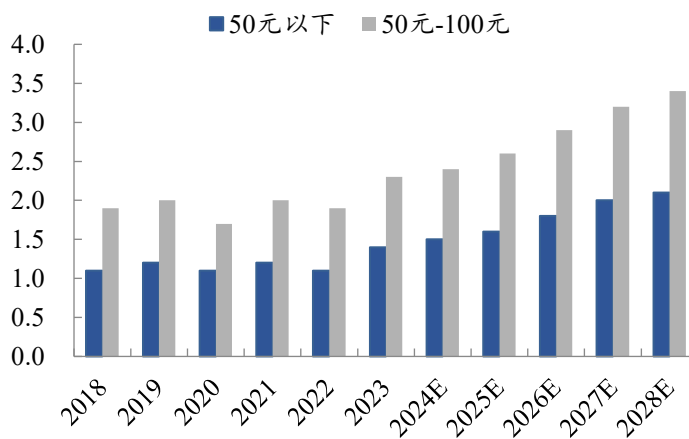
大众便民中式餐饮行业规模约 4 万亿元，为中国餐饮市场的主要板块。大众便民中式餐饮市场是中餐市场的一个细分子市场，客单价在人民币 100 元以下。根据弗若斯特沙利文，从增长趋势来看，2018-2023 年行业整体保持稳健增长，复合年增长率为 3.8%，期间虽受公共卫生事件冲击导致增速阶段性放缓，但刚性消费需求仍支撑市场基本盘，行业 18-23 年增速预计提升至 9.1%，2028 年市场规模有望突破 5.5 万亿元，其中 50-100 元客单价的中式餐饮市场规模 2028 年估计为 3.45 万亿元。

中式餐饮集中度较低，看好平价餐饮龙头扩市占率逻辑。根据弗若斯特沙利文，餐饮行业连锁化率处于提升趋势，2024 年中国餐饮连锁化率继续提升，从 2020 年的 15% 升至 2024 年的 23%，品牌连锁化发展稳步进行。

我们认为，平价中式餐饮龙头增长空间大主要得益于：

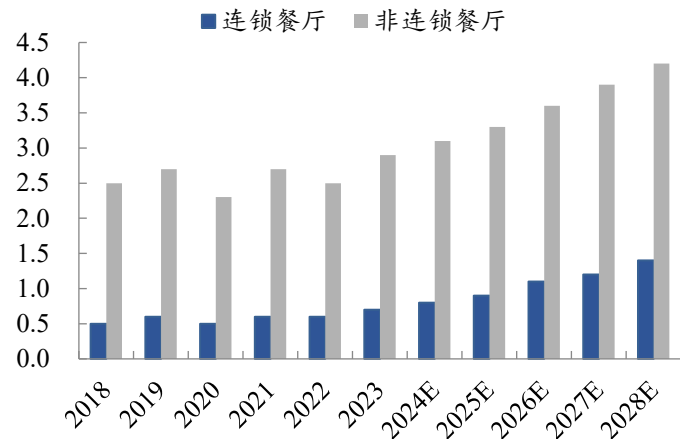
- 1) 当前外部环境下居民的性价比需求持续。消费者对餐饮的核心诉求从“尝鲜溢价”逐渐转向“品质稳定+ 价格亲民”的质价比平衡，这与大众便民中式餐饮的定位相契合。根据弗若斯特沙利文数据，2023 年大众便民餐饮市场中客单价在 50 元以下和 50-100 元市场规模分别为 1.4/2.3 万亿，2018-2023 年复合增长各 3.7%/3.8%，预计 2028 年将各达 2.1/3.4 万亿，2023-2028 年复合增长各 9.4%/8.9%，逐渐加速。
- 2) 连锁化体系逐渐成熟。连锁模式通过规模采购降本、标准化品控提效，数字化管理迭代，构建非连锁餐厅难以复制的竞争壁垒。我们预计随着行业进入成熟期，连锁化率有望进一步提升，推动行业向品牌化集中。根据弗若斯特沙利文数据，2023 年大众便民市场连锁化餐厅规模达 0.7 万亿，预计 2028 年将达 1.4 万亿，2023-2028 年复合增长 15.5%，显著高于非连锁餐厅的 7.3%。
- 3) 长期人力成本的提高，夫妻老婆店及小连锁餐饮面临成本上涨，竞争力削弱。随着中国出生率的下滑，青壮年劳动力长期呈现供应缩减趋势，由此带来的劳动力成本上涨将对餐厅构成经营挑战，而连锁品牌依靠更高效率的经营，可以降低劳动力成本上涨带来的冲击，反之夫妻老婆店长期难以承受成本的上涨，随之而来的是夫妻老婆店的价格会迎来提高，最终继续利好平价餐饮连锁巨头的市占率提升逻辑。
- 4) 下沉市场消费潜力大。随着下沉市场消费者的消费观念不断升级，对特色餐饮需求日益旺盛，叠加上下沉市场相对较低的租金成本，下沉市场餐饮市场展现出更为活跃的态势。根据中国连锁经营协会&美团《2025 中国餐饮连锁化发展白皮书》，2024 年县域餐饮商家新增数量占全国新商家数量的 32.9%，同比增加 3.7pct。

图表 27 按客单价划分大众便民餐饮市场规模（万亿）



资料来源：弗若斯特沙利文，转引自小菜园招股书，华创证券

图表 28 按运营模式划分大众便民餐饮市场规模（万亿）



资料来源：弗若斯特沙利文，转引自小菜园招股书，华创证券

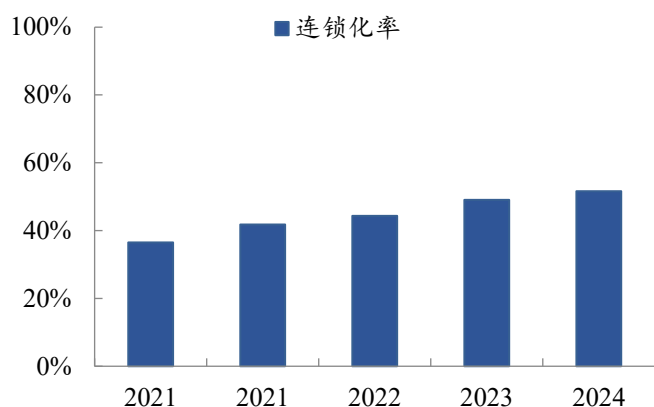
（三）茶咖：行业进入整合阶段，质价比和强供应链铸就龙头壁垒

产品标准化程度较高、服务组织难度更低的茶饮咖啡行业率先跑出具备供应链和效率优势的龙头企业，开启新一轮的行业整合。这些龙头企业凭借其强大的供应链管理体系，不仅在成本控制和品质稳定性上构筑了核心壁垒，更通过高效的物流网络实现了对广阔市场的深度覆盖。

茶饮行业已从早期的快速成长阶段走入市场整合期，接下来将是 PK 企业硬实力，优胜劣汰的阶段。近几年各大茶饮公司都在快速进行门店扩张，挖掘全国一线市场以及下沉市场未被满足的茶饮需求，但从月度门店的关店数量来看，从 2024 下半年开始，月度关店数量相比以往明显增加，随着关店数量的增多，我们预判行业也进入到了精细化竞争阶段。

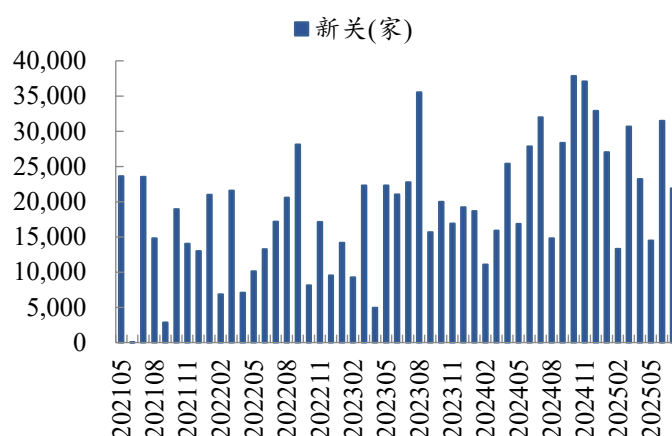
在精细化竞争阶段，供应链能力更强的企业有机会获取更多的市场份额。由于茶饮行业是面对面的街头竞争，在门店布局方面进入门槛较低，但是面对有限的消费者，更多门店的涌入会降低行业整体的单店流量，而门店的租金、人力、设备等成本相差不多，因此核心的竞争点落在后端供应链方面。具备更强供应链能力的企业，有机会通过供应链的规模效应降低门店经营成本，或者在更激烈的竞争中保证更好的产品品质。最终待部分企业出清后，有望获取更多的市场份额。

图表 29 国内茶饮行业连锁化率变化 (%)



资料来源：中商产业研究院，华创证券

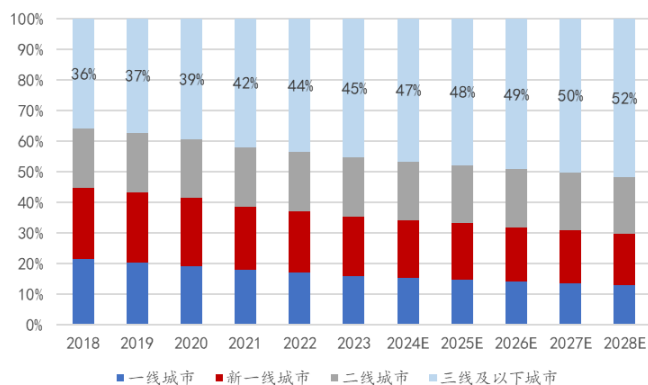
图表 30 茶饮门店月度关店数量 (家)



资料来源：久谦中台，华创证券

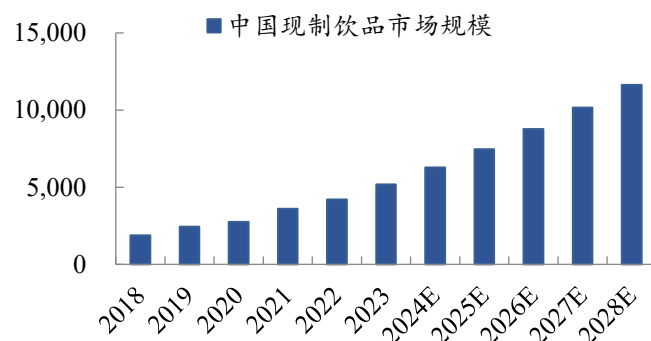
现阶段下沉市场增速更快，平价龙头有望攫取更多市占率。据蜜雪集团公司公告及灼识咨询，2023 年中国现制饮品市场规模为 5175 亿元，占中国饮料市场的 36.3%，较 2018 年增长 15.7pct；预计 2028 年现制饮品规模将达 11634 亿元，占比中国饮料市场达 49.2%，较 2023 年增长 12.9pct。拆分城市级别看，三线及以下城市在总规模中占比有望由 18 年的 36% 提升至 28 年的 52%，市场份额快速扩张。

图表 31 中国不同地区茶饮市场规模占比



资料来源：蜜雪冰城招股书，华创证券

图表 32 中国现制茶饮市场总规模 (亿元)



资料来源：蜜雪冰城招股书，华创证券

下沉市场整体收入水平低于一线城市，对于低价的茶饮需求更高。这主要是由于该区域消费者对商品价格极为敏感，普遍追求高性价比的产品。他们并非单纯追求最低价，而是希望在可承受的价格范围内获得更好的品质体验，出现了“质价比”消费趋势。目前一二线城市的门店数量相对较多，下沉市场存在的增量空间更多，总体利好平价角度的茶饮需求。

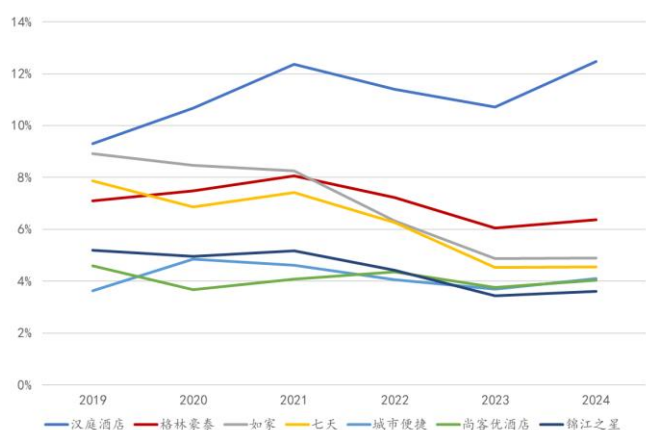
(四) 酒店：经营整体处于底部区域，开启新一轮的品牌洗牌

酒店行业当前处于供给过剩阶段，直观表现为经营数据承压。疫情管控政策优化后，国内出行需求快速反弹，酒店投资活动旺盛，推动行业供给持续增长。

需求增速上行但供给增速相对稳定叠加 2024 年低基数效应，2025 年经营端压力减小。2025 年以来，受旅游需求持续释放，需求端有所改善，进入旅游旺季酒店业经营数据同比有所恢复；若后续旅游需求旺盛持续，商旅需求逐渐恢复，行业供给过剩的局面有望迎来改善，酒店集团在持续的规模扩张下，利润有望得到释放。

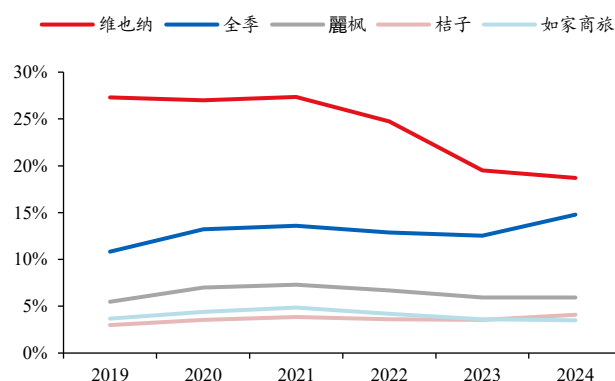
行业加速洗牌，品牌市占率表现分化。1) 经济型：汉庭/锦江之星/如家/七天品牌 2024 年市占率分别为 12.5%/3.6%/4.9%/4.6%，较 2019 年分别+3.2/-1.6/-4.0/-3.3pcts；2) 中档型：维也纳/全季/丽枫/桔子/如家商旅品牌 2024 年市占率分别为 18.7%/14.8%/5.9%/4.1%/3.5%，较 2019 年分别变化-8.6/+4.0/+0.5/+1.1/-0.2pcts。

图表 33 经济型酒店部分主要品牌市占率变化



资料来源：盈蝶咨询，华创证券

图表 34 中档酒店部分主要品牌市占率变化

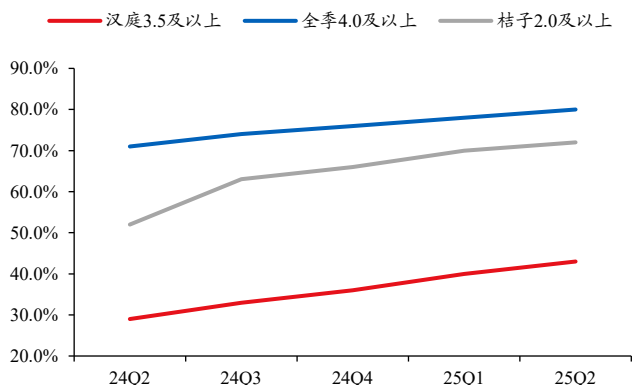


资料来源：盈蝶咨询，华创证券

华住集团：在营酒店持续升级彰显品牌活力，积极布局下沉市场收获规模增量

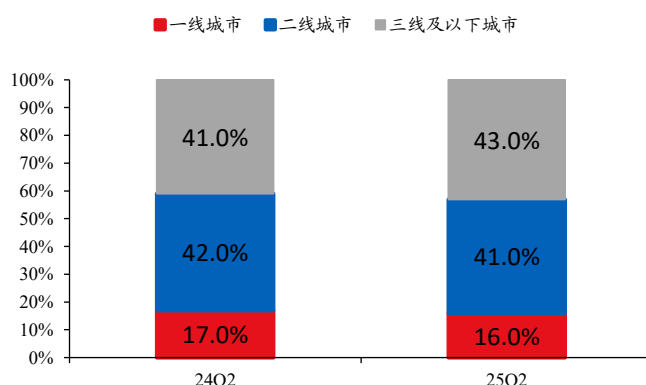
酒店业务规模持续扩张，门店版本同步升级保障会员入住体验，彰显品牌活力。根据公司财报，截至 2025 年 6 月 30 日，华住集团旗下在营门店总数达 12137 家；同时，旧版本门店升级同步推进，核心品牌汉庭、全季、桔子高版本门店占比持续提升，截至 25Q2，汉庭 3.5 及以上、全季 4.0 及以上、桔子 2.0 以上门店占比达 43%/80%/72%。老店翻新改造为新版本门店有望推动经营数据提升。

图表 35 华住核心品牌高版本门店占比持续提升



资料来源：华住集团财报，华创证券

图表 36 下沉市场门店数量占比提升



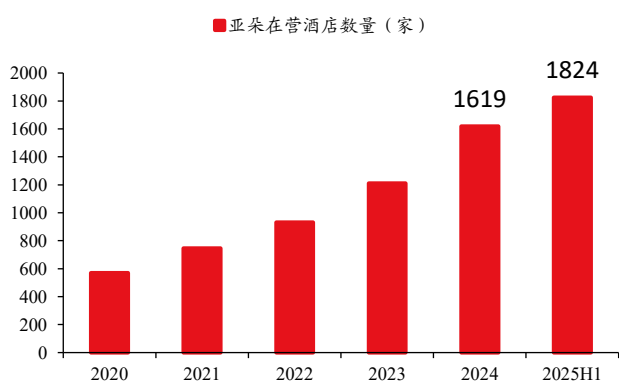
资料来源：华住集团财报，华创证券

亚朵：酒店管理主业仍具较大空间，零售业务有望多品类开花

亚朵品牌截至 2025Q2，公司旗下所有酒店数量达 1824 家，较 24 年底净增 205 家。亚朵品牌定位中高端，其品牌广受消费者认同，品牌知名度较强。

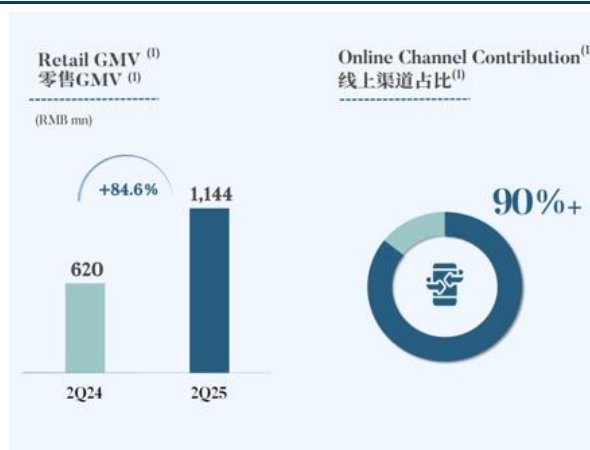
零售业务方面，25Q2 零售 GMV11.44 亿元，yoy+84.6%。亚朵“深睡”系列涵盖多条睡眠相关的细分赛道，枕头品类销售相对领先，其他细分品类初露头角：枕头品类最新产品深睡枕 Pro3.0 在主流第三方平台销售排名第一，被子品类在 2025 年 5 月登上抖音平台销售排名第一，该系列产品深睡控温被（夏季 Pro2.0）持续热销。

图表 37 亚朵门店规模持续扩展



资料来源：亚朵财报，华创证券

图表 38 零售业务维持了较高增速



资料来源：亚朵财报

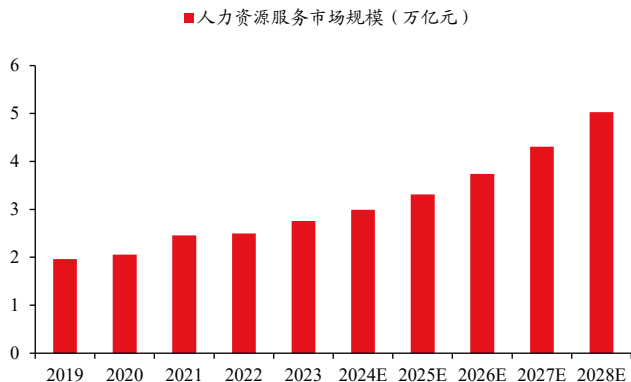
三、投资主线 2：AI+优化服务效率及产品体验，应用加速落地

人工智能与各个行业领域的融合或将重塑人类生活范式，促进生产力革命性跃迁和生产关系深层次变革，加快形成人机协同、跨界融合、共创分享的智能经济和智能社会新形态。

（一）人力资源：市场空间广阔，AI 应用落地提高人才匹配效率

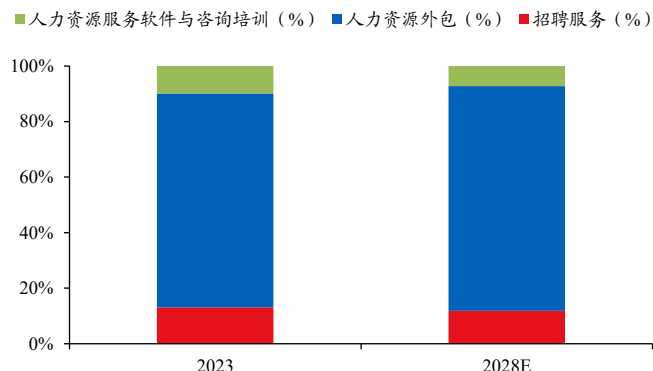
预计 2023-2028 年我国人力资源服务市场规模 CAGR 约 12.7%，长期增长趋势明确。根据弗若斯特沙利文《2024 中国人力资源服务行业研究报告》，2023 年我国人力资源服务市场规模为 2.76 万亿元，预期 2028 年达到 5.03 万亿元，CAGR 为 12.7%。驱动规模扩张因素多元：**1) 经济结构升级**：第三产业就业人员占比波动上行，人才加速流向现代服务业，如信息技术、金融服务等；**2) 市场需求持续**：人力资源服务应用行业广泛，且不同行业对人才要求区别较大，各有痛点；**3) 技术驱动**：AI 等先进技术的应用重塑人力资源服务行业，推动招聘流程优化等，提高整体效率。

图表 39 人力资源服务市场总规模



资料来源: 弗若斯特沙利文, 华创证券

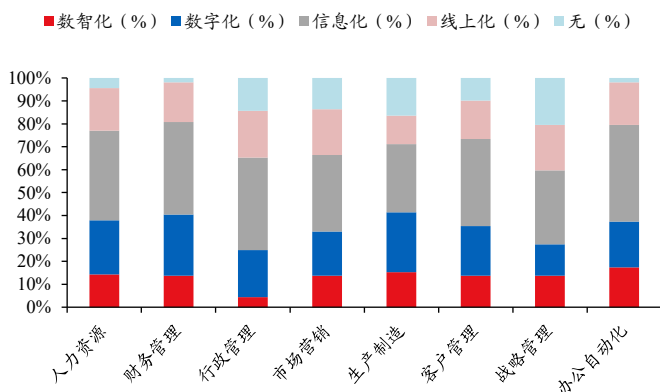
图表 40 国内人力行业细分赛道占比



资料来源: 弗若斯特沙利文, 华创证券

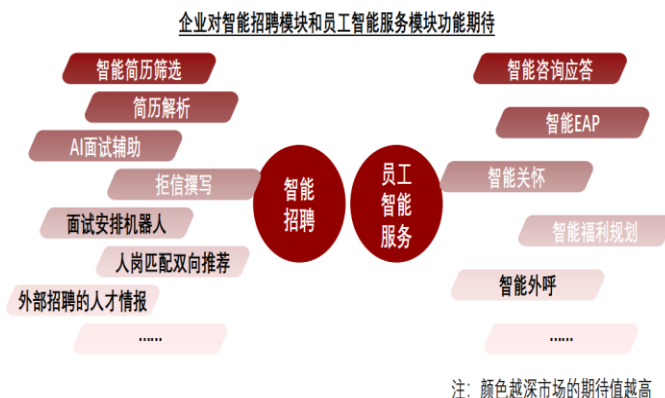
数智化重塑人力资源行业服务模式, 由传统服务模式迈向更加高效和智慧的精细化、个性化服务。SaaS 和 AI 技术为驱动行业升级的核心动力, SaaS 的应用简化传统的人力资源管理流程, AI 技术的融入进一步推动人力资源决策的精准化和前瞻性。根据中国人力资源开发研究会智能分会数据, 人力资源各职能模块数智化率仍处于较低水平, 提升空间广阔。

图表 41 2023 年各职能模块数智化所处阶段



资料来源: 弗若斯特沙利文, 华创证券

图表 42 AI 在人力资源领域的应用前瞻



资料来源: 弗若斯特沙利文, 华创证券

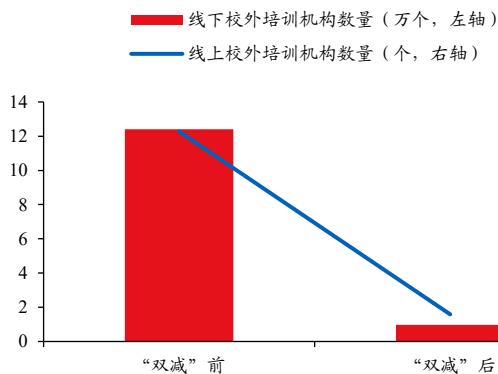
人力资源服务市场规模扩张趋势确定性高, 数智化转型驱动行业模式升级, 推荐科锐国际: AI 应用落地进展领先, 产业互联网平台“禾蛙”已升级至 2.0 版本, 根据公司半年报, 禾蛙平台上半年运营岗位突破 3.7 万个, 人选推荐量超 20 万人次, 环比 2024H2 提升 180%, 平台版本持续迭代升级未来可期。

(二) 教育: 政策驱动 K12 教育迎来发展机遇, AI 应用提高学生学习效率

政策调整后行业发展趋势逐渐明朗, K12 教育迎来新的发展机遇。1) 强监管时期: 2021 年 7 月, 中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》, 开启减负双向治理。同年 10 月, 全国人大表示: 双减拟明确入法。11 月, 市场监管总局明确坚决杜绝地铁、公交站台等所属广告牌、广告位刊

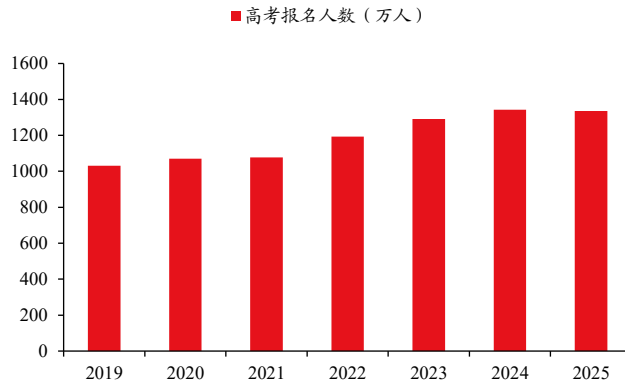
发校外培训广告。**2) 政策拐点:** 2024 年 2 月, 教育部《校外培训管理条例(征求意见稿)》表达对校外培训的积极态度, 高中、非学科培训具备较大发展潜力。政策实施分类管理, 对 K9 学科教育延续“双减”强监管治理, 对高中学科培训和非学科类校外培训市场化运营不做限制。与此同时, 高考报名人数仍处于历史高位, 高中相关教培业务仍有巨大的市场需求。

图表 43 “双减”政策后供给大量出清



资料来源: 中国教育报, 华创证券

图表 44 高考报名人数处于历史高位



资料来源: 中华人民共和国教育部, 华创证券

AI 应用驱动教培行业转型升级。《国务院关于深入实施“人工智能+”行动的意见》指出, “人工智能+”民生福祉方面, 应推行更富成效的学习方式, 把人工智能融入教育教学全要素、全过程, 创新智能学伴、智能教师等人机协同教育教学新模式, 推动育人从知识传授为重向能力提升为本转变, 加快实现大规模因材施教, 提高教育质量, 促进教育公平。构建智能化情景交互学习模式, 推动开展方式更灵活、资源更丰富的自主学习。鼓励和支持全民积极学习人工智能新知识、新技术。

图表 45 有道推出智慧教育平台

有道智慧教育 首页 合作案例 渠道代理 学校合作 [登录](#)

大模型赋能 推动教育数字化转型

场景为先 因材施教

AI智慧答疑

全学段、全学科的知识答疑
教学辅助服务

AI口语教练

学生专属的AI英语口语陪练, 支持课堂、课后场景, 助力自信开口

AI作文批改

涵盖智能文本分析、实时错误检测、自动评分、作文润色等功能

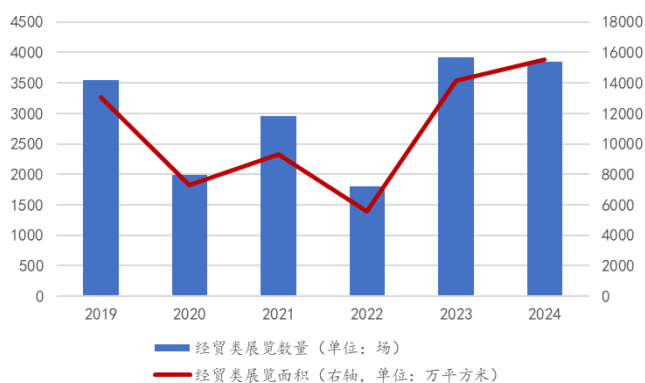
资料来源: 有道智慧教育官网

政策导向逐渐明朗叠加 AI 应用，教培行业开启多元化转型升级，AI 技术在 K12、职业教育等多方面均具备应用空间，建议关注：天立国际教育：AI 转型领先企业，公司自主研发的“天立启鸣 AI 学伴”已成功通过国家生成式人工智能服务备案终审，成为国内首个校园教学规模化应用 AI 大模型，目前已接入全国 107 所学校，服务师生总人次超 25 万。

（三）会展：出海办展仍维持高增长，AI 系重要主题和工具

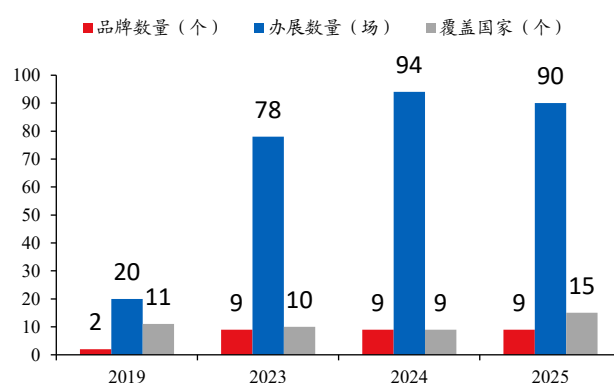
会展业产业链连接众多参与方，对城市经济、产业发展起到巨大促进作用。我国会展业历经多阶段发展，其性质逐步从政治宣传转向市场化主导的国际贸易交流，会展形式逐渐迈向国际化和专业化。疫情后，我国会展行业开启复苏，政府陆续出台相关政策推动会展行业复苏，首次提出扶持境外自办展。以米奥会展为例，公司疫后办展快速恢复，且覆盖国家数量较疫情前有所提升，出海办展规模及覆盖范围逐渐扩大。

图表 46 全国经贸类展览数量、展览面积发展情况



资料来源：中国贸促会研究院，华创证券

图表 47 米奥会展疫后业务复苏



资料来源：米奥会展公众号，米奥会展财报，华创证券

注：25 数据年系公司展位规划情况

AI 技术与跨境贸易开始深度融合，会展行业迎来数字化变革。随着数字化工具不断迭代，会展主办机构正通过数字广告、在线平台、商务配对和智能推荐等服务，提升投资回报率。这些服务不仅增强了客户体验，也提高了客户留存率和复购率。与此同时，生成式人工智能 (AI) 成为会展主承办机构广泛采用的效率工具。这一变化，反映了数字化工具的持续迭代和行业对新兴技术的快速适应能力。

建议关注会展产品与 AI 融合进展领先的米奥会展：2025 年 1 月推出“AI 慧展 1.0”，为全球首款全链路、全场景的 AI 数智化参展解决方案。

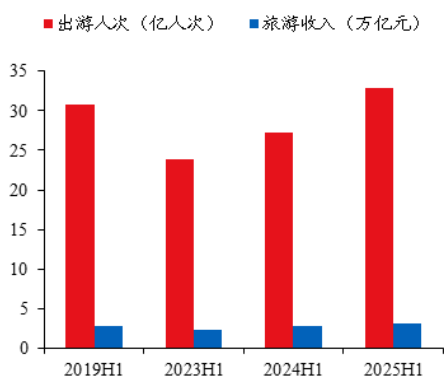
四、投资主线 3：体验消费高景气，重点关注文旅及体育

（一）旅游景区：国内旅游持续景气，节假日需求集中释放

2025 年上半年旅游消费整体呈现量能充足、节假日集中释放的特点。根据文旅部统计，2025 年上半年国内居民出游人次 32.85 亿，同比增长 20.6%，国内居民出游花费 3.15 万亿元，同比增长 15.2%，出游人次增速快于出游花费。上半年主要节假日为春节、清明

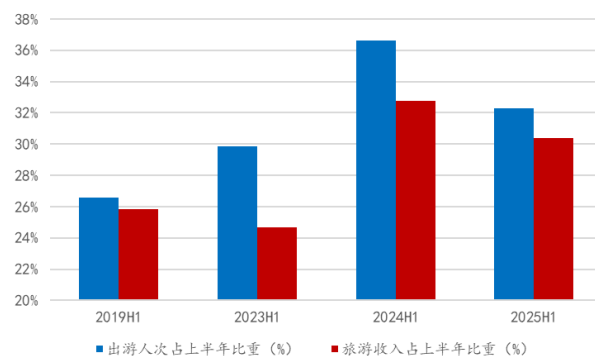
节、五一及端午，节假日出游人数及消费占上半年比重提升，2019 年上半年节假日出游人数占上半年的 26.6%，2025 上半年为 32.3%。

图表 48 2025 上半年旅游人次及收入已超 2019 同期



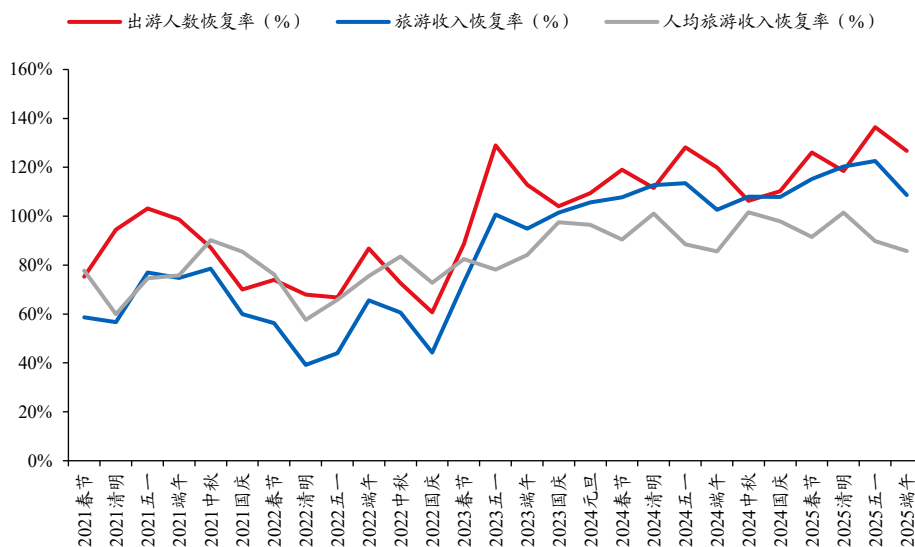
资料来源：文旅部，华创证券

图表 49 节假日出游及消费占比提升



资料来源：文旅部，华创证券

图表 50 各个假期出游人次较疫情前回复率



资料来源：文旅部，华创证券

旅游消费场景多元化，小众目的地探索、县域旅游等更受消费者青睐。主流景区在节假日期间客流量较大，消费者体验受到影响，以“逃离拥堵、深耕体验”为核心的反向旅游潮逐渐兴起。根据 2023 年以来各 OTA 平台节假日出游统计，关键词多为“小众”、“冷门”、“乡村”、“县域”等，均表现出当下消费者对县域旅游的青睐：根据携程数据，2023 年五一假期，小城市酒店预订量较 2019 年同期增长超过 150%；根据同程数据，2024 年国庆假期，县域游订单同比增长 20%；2025 年清明，非一线城市中高星级酒店预订占比同比提升 6 个百分点。

图表 51 县域旅游备受消费者青睐

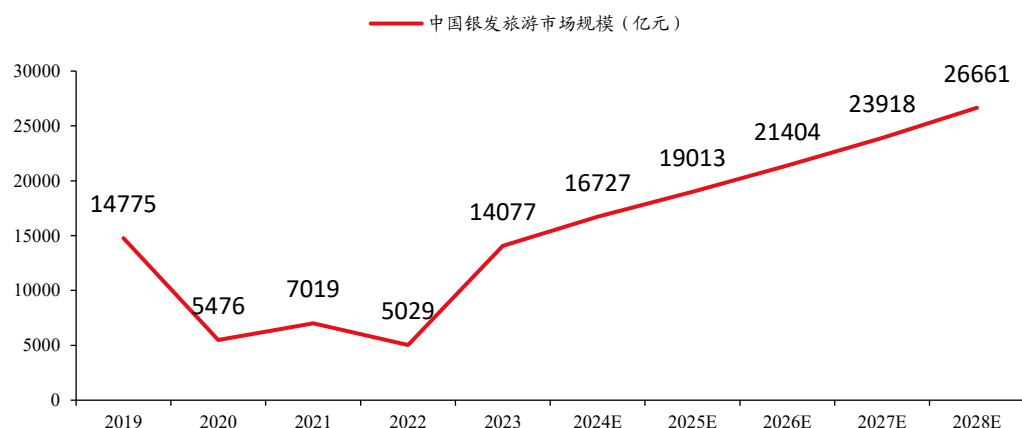
统计时期	县域旅游相关数据
2023 五一	“小众”“冷门”成关键词，小城市酒店预订量较 2019 年同期增长超 150%；如淄博、延边、黄山等热度增长超 10 倍
2023 端午	携程度假农庄订单同比上涨 191%，平均停留夜数增长 22%；推出亲子乡村体验（非遗、农事等），带动乡村增收
2023 国庆	乡村游酒店订单同比增长近 1 倍，较 2019 年增长 4 倍多；90 后为增长最快人群；北京、广州、苏州等地乡村热度高
2024 清明	“Country Walk”兴起，乡村游订单同比增长 239%；携程度假农庄接待人次同比增 230%
2024 国庆	县域游订单同比增长 20%；乡村游增长超 60%；“大城青年—小镇青年”身份互换明显，一二线旅客带动县域市场
2025 清明	非一线城市中高星级酒店预订占比同比提升 6 个百分点
2025Q1	全国乡村旅游接待总人次 7.07 亿，同比增长 8.9%；全国乡村旅游接待总收入 4120 亿元，同比增长 5.6%

资料来源：携程黑板报公众号，同程旅行发言人公众号，文旅部，华创证券

展演及赛事带动周边旅游相关消费，推动文旅消费高速增长。演出及展会本身自带的人文文化内容属性与旅游市场融合，衍生出诸多文旅消费新场景，成为旅游业加快复苏的重要推动力，同时展现出文旅融合巨大潜力。以 2025 年苏超为例，前六轮比赛期间，江苏线下监测的包括旅游、出行、餐饮、住宿、体育五个消费场景合计实现服务营收近 380 亿元，呈现出多点开花、辐射强劲特征，全面带动本地消费。

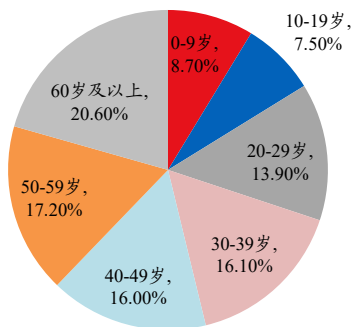
出游人群多元化，银发旅游市场空间广阔。根据弗若斯特沙利文，2023 年我国银发旅游市场规模 1.4 万亿元，考虑到我国人口老龄化加速、国家政策持续支持以及旅游产业结构不断优化，银发旅游市场预计保持持续增长的趋势，预计 2028 年达到 2.7 万亿。从 2023 年到 2028 年，我国银发旅游市场的复合年增长预计达到 13.6%。银发人群出游意愿强，旅游消费支出占比高。根据弗若斯特沙利文，2023 年 60 岁及以上银发旅游者达到 11.6 亿人次，在国内旅游总人次中占比 20.6%，老年群体在旅游消费市场中占据重要地位，同时表明银发群体对参与旅游活动的积极态度和生活品质追求。同时，根据弗若斯特沙利文数据，在中国老年群体消费结构中，旅游休闲占比高达 57%。

图表 52 中国银发旅游市场规模 2023-2028 年复合增速预计为 13.6%



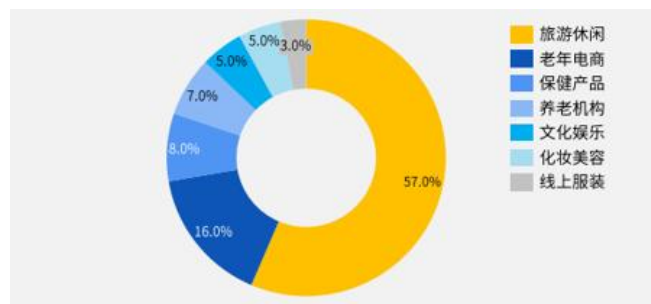
资料来源：弗若斯特沙利文，华创证券

图表 53 2023 年中国按年龄划分的旅游人次占比



资料来源：弗若斯特沙利文，华创证券

图表 54 2023 年旅游休闲消费占中国老年群体可选消费 57%



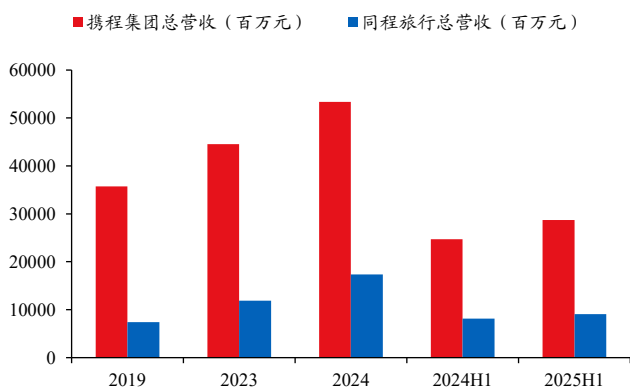
资料来源：弗若斯特沙利文，华创证券

在国内旅游延续高景气的背景下，具备稀缺自然风光和历史文化资源的山岳景区和产品具有独特性的人文景区具备较高的吸引力，建议关注具备稀缺资源和内容的景区标的长白山、九华旅游。

(二) OTA：业绩受益国内旅游高景气，开启第二增长曲线培育

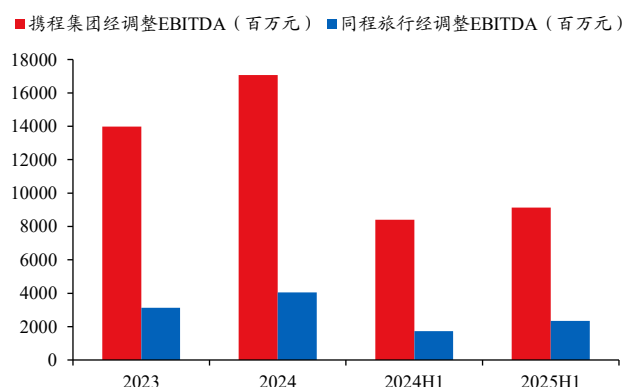
我们在上一章节中指出，疫后国内旅游需求全面复苏、反弹持续，出游目的地及出游人群多元化。受益于旅游行业复苏及增长的强劲态势，OTA 板块上市公司取得亮眼业绩。疫后旅游需求快速反弹并持续，同时伴随交通票预订、酒店住宿需求释放，OTA 平台持续受益。营收规模上看，2024 年携程集团、同程旅行营收恢复至 2019 年的 149%/235%；2025 年上半年旅游需求旺盛持续，2025H1 携程集团、同程旅行营收同比增长 16.2%/11.5%，其中携程交通票务、酒店预订业务分别同比增长 9.6%/22.2%，同程两项业务增速分别为 11.6%/18.8%。

图表 55 头部 OTA 平台营收规模扩大



资料来源：携程集团财报，同程旅行财报，华创证券

图表 56 经调整 EBITDA 同比增长



资料来源：携程集团财报，同程旅行财报，华创证券

在国内 OTA 行业竞争格局逐渐趋稳，基数逐渐变高使得营收增速趋于收敛的预期下，头部 OTA 平台开启第二增长曲线的探索和培育之路。

携程集团：依托 Trip.com 开拓海外业务

Trip.com 在全球 39 个国家及地区以 24 种语言提供服务，平台拥有庞大的酒店及机票网络，由超过 170 万家酒店及来自 600 多家航空公司航班组成，机票及酒店网络覆盖全球 220 个国家和地区的 3400 个机场。同时，Trip.com 提供全天 24 小时多语言客服，在爱丁堡、东京、首尔额外设置客户服务中心，为用户提供出行服务保障。根据公司 2025 年半年报，Q2 国际 OTA 平台总预定同比增长 60% 以上，入境旅游预订同比增长超 100%。

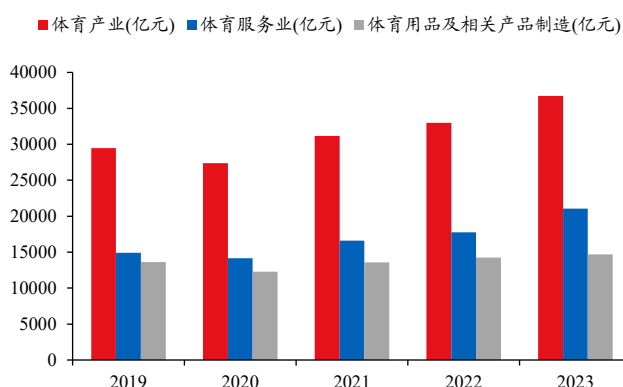
同程旅行：依托自身庞大流量，拓展酒店管理业务

根据公司 2025 年半年报，Q2 其他业务收入同比增长 27.5%，主要受酒店管理业务增长推动。公司酒管业务主要通过艺龙酒店科技开展，根据艺龙酒店科技官网，艺龙酒店科技于 2021 年由同程旅行成立，是集酒店管理、信息技术、采购贸易为一体的住宿产业综合平台，目前旗下主要有 9 个酒管公司、4 个业务中台，其会员体系为“艺龙会”，旗下酒店品牌共计 12 个。截至 2025 年 6 月 30 日，同程艺龙旗下酒店家数已超 2700 家，pipeline 酒店 1500 家。

(三) 体育：赛道维持高增，关注赛事运营和健身等体育服务业态

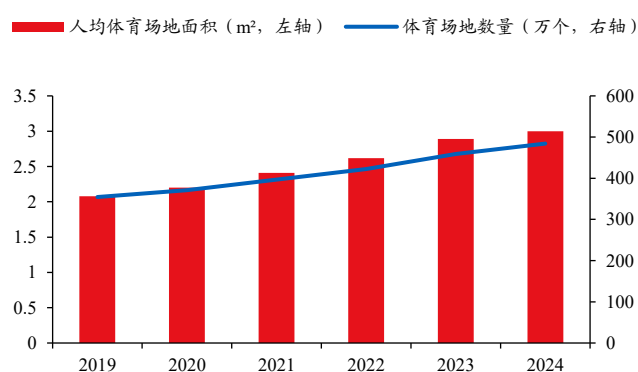
我国体育产业市场规模及增速可观，近五年年均增速超 10%。根据国家体育总局统计，2023 年我国体育产业总规模近 3.7 万亿元，同比增长 11.3%。其中，体育服务业总规模 2.1 万亿元，同比增长 18.4%，体育用品及相关产品制造近 1.5 万亿元，同比增长 3.1%。体育服务业在较高基数下仍保持较高增速。体育经纪与代理、健身休闲细分领域增速相对更高。根据国家体育总局，2023 年体育服务业下细分领域中，体育经纪与代理等/健身休闲行业规模分别为 676/2760 亿元，同比增长 82.7%/43.7%。

图表 57 我国体育产业规模



资料来源：国家体育总局，国家统计局，华创证券

图表 58 我国体育场地面积及数量保持增长



资料来源：国家体育总局，国家统计局，华创证券

以苏超为代表的赛事开始彰显对消费的拉动能力。根据江苏省监测，前六轮赛事期间，江苏线下监测的旅游、出行、餐饮、住宿、体育五个场景合计实现服务营收 379.6 亿元，同比增长 42.7%。其中，出行、餐饮的省外游客支付占比分别为 28.8%/19.7%，跨省球迷

观赛同时带动当地住宿消费；在旅游和体育场景方面，各参赛城市推出与赛事相关的旅游套餐，如“观赛+景区游览”“观赛+文化体验”等；同时，各比赛场馆周边的体育用品店销量大幅增长，球迷们购买各种球队周边产品。

建议关注：1) 英派斯：健身器材制造商，AI 技术应用引入智慧设计和生产，打造数智化健身场景；2) 力盛体育：赛事运营赛道拓宽，以汽摩赛事运营及场馆运营为基础，成功拓展高尔夫球赛事运营；3) Keep：提供健身教学、跑步、骑行、交友及健身饮食指导、装备购买的一站式运动解决方案。

五、风险提示

消费者、企业家信心修复不及预期；宏观经济表现不及预期；AI 应用进程不及预期

社服组团队介绍

社服组长、首席研究员：饶临风

南京大学本科，伦敦政治经济学院硕士。曾于东北证券、民生证券、复星集团等机构任职。所在团队获得 2023 年批零社服行业新财富入围、2022/2023 年水晶球社会服务行业第五/第四名、2023 年金麒麟社会服务行业第五名等奖项。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	张婷	华北机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	蔡依林	资深销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	吴昱颖	销售经理		wuyuying@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	高级销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
	胡丁琳	销售助理		hudinglin@hcyjs.com
	付雅琦	销售助理		fuyaqi@hcyjs.com
	许馨匀	销售助理		xuxinyun@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	祁继春	副总监		qijichun@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjianian@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	高级销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	张玉恒	销售经理		zhangyuheng@hcyjs.com
	章依若	销售经理		zhangyiruo@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wange@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明:

A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国 际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522