

休闲体育酒店与旅游行业风险报告

GlobalCheck 全球行业结构性风险评级 (GISR)

报告版本: 2026.1

专业机构版

目录

第 1 章 执行摘要	6
第 2 章 行业定义、边界与适用范围	7
2.1 行业操作性定义	7
2.2 包含的业务	7
2.3 明确排除的业务	8
2.4 相邻行业和代码归类冲突	8
2.5 合并报告的合理性	9
第 3 章 GlobalCheck 全球行业结构性风险评价结果	10
3.1 GISR 总体结果	10
3.2 六个评价维度	11
3.2.1 行业周期性：中等偏高	11
3.2.2 竞争结构与进入壁垒：中等	11
3.2.3 盈利能力与现金流稳定性：中等偏高风险	12
3.2.4 技术、产品或商业模式替代风险：中等	12
3.2.5 中长期增长稳定性：中等	12
3.2.6 监管、政策、供应链及外部冲击暴露：中等偏高	12
3.3 结构性风险与当前景气度的区别	13
3.4 核心风险与缓释因素	13
第 4 章 行业结构、价值链与商业模式	14
4.1 产业链结构	14
4.2 核心产品与服务体系	15
4.3 主要商业模式	15
4.4 行业参与者类型	16
第 5 章 全球市场规模、需求与供给结构	17
5.1 市场规模与历史变化	17
5.1.1 市场规模口径	17
5.1.2 全球旅游广义贡献：只作宏观锚点	18
5.1.3 体育与户外休闲：卫星账户揭示口径扩张	18

5.1.4 住宿服务量：欧盟形成可比锚点 18

5.1.5 在线短租和平台渠道 19

5.2 需求驱动因素 20

5.3 供给能力、利用率与扩张周期 21

5.4 定价机制与成本转嫁 22

第 6 章 竞争格局与行业集中度 23

6.1 行业集中度 23

6.2 进入壁垒 24

6.3 竞争方式 25

6.4 行业整合与退出 26

第 7 章 行业经济性、盈利与现金流特征 26

7.1 收入模式与稳定性 26

7.1.1 酒店、度假区和场所型资产 26

7.1.2 平台、代理与旅行组织 26

7.1.3 会员、季票、赛事与现场娱乐 27

7.1.4 季节性、价格与组合 27

7.2 成本结构 27

7.3 利润率和盈利波动 28

7.4 营运资金与现金转换 29

7.5 资本密集度与自由现金流 30

7.6 杠杆和融资特征 30

第 8 章 周期性、历史压力期与风险传导 30

8.1 行业周期来源 30

8.2 关键历史压力期 31

8.3 历史峰谷表现 32

8.4 风险传导机制 33

8.5 缓冲机制 33

第 9 章 技术、监管、政策与替代风险 34

9.1 技术变化 34

9.2 产品或商业模式替代 34

9.3 监管和政策 35

9.4 合规成本及监管不确定性 36

第 10 章 供应链、贸易与地缘风险 36

10.1 关键投入 36

10.2 供应集中度 36

10.3 下游和客户集中 37

10.4 国际贸易与跨境服务 37

10.5 供应链韧性 37

第 11 章 全球区域差异 38

11.1 北美 38

11.2 欧洲 38

11.3 中国 38

11.4 日本和韩国 39

11.5 其他亚洲及东盟 39

11.6 中东 39

11.7 拉丁美洲 39

11.8 非洲 40

11.9 大洋洲 40

第 12 章 当前行业状态和未来 12—24 个月展望 41

12.1 当前行业状态（数据截止：2026 年 8 月 7 日） 41

12.2 未来 12—24 个月展望 42

第 13 章 情景分析与关键监测指标 42

13.1 情景分析 42

13.2 关键监测指标 44

13.3 GISR 变化触发条件 44

13.3.1 可能导致 GISR 上调的长期触发 45

13.3.2 可能导致 GISR 下调的长期触发 45

第 14 章 方法论、局限及使用说明 45

14.1 GISR 的评价对象和边界 45

14.2 市场规模与数据口径原则 45

14.3 数据版本、样本和时间原则..... 45

14.4 主要数据局限及处理..... 46

14.5 企业适用和解释限制..... 46

第 15 章 参考资料..... 46

 国际组织与官方统计..... 46

 政府、监管与标准机构..... 48

 行业协会与专业国际组织..... 48

 公司法定披露及公司原始资料..... 49

 引用与数据说明..... 50

第 1 章 执行摘要

本报告将面向消费者或企业客户的非必需体验、体育参与和观赛、场所型休闲、短期住宿以及旅游安排服务纳入统一分析框架；休闲与体育为底层行业风险画像，酒店与旅游作为扩展范围。企业适用判断以主营业务、资产用途、收入来源、合同责任和风险承担方式为主，不以集团名称或单一工商代码直接归类（[1]、[2]、[3]、[4]、[5]、[6]、[7]）。

GlobalCheck 全球行业结构性风险等级（Global Industry Structural Risk Level, GISR）：3 级 | 中等结构性风险。该等级评价跨周期行业结构，不等于企业信用评级、违约概率、投资建议或国家风险。

最终复核维持 GISR 3。行业的主要结构性风险包括：可选消费和宏观周期敏感；客房、座席、场次和设施时段不可储存；重资产设施、高租赁及固定成本带来的经营杠杆；目的地、天气、交通和重大事件尾部风险；平台、搜索和票务渠道集中；以及退款、短租、价格透明、数据和赛事治理监管的持续强化（[8]、[9]、[10]、[11]、[12]、[13]、[14]）。

主要缓释因素包括资产轻管理和加盟模式、会员与季票预售、赛事和品牌权利、忠诚计划、地域及客源分散、动态收益管理以及保险和流动性储备。上述因素能够降低常态波动，但不能消除系统性停业、空域关闭、极端天气或单一目的地集中造成的非线性损失。

截至 2026 年 8 月 7 日，行业状态表现为“总体需求仍具韧性、增速和地区明显分化”。2026 年第一季度欧盟住宿夜同比增长 3.4%，三大平台短住住宿夜增长 9.7%；Hilton 第二季度系统可比 RevPAR 同比增长 3.9%。与此同时，IATA 数据显示 2026 年 6 月全球 RPK 同比下降 1.7%，中东下降 13.9%，表明地缘和交通约束可在全球总需求仍具基础时造成显著区域冲击（[15]、[16]、[14]、[17]）。

平台样本在最新季度仍保持增长。Airbnb 于 2026 年 8 月 6 日披露，2026 年第二季度收入同比增长 17%至 36 亿美元，GBV 增长 16%至 272 亿美元，Nights and Seats Booked 增长 10%；该数据为单一公司样本，只用于验证平台需求和商业模式状态，不能外推为全球短租行业增长率（[18]）。

未来 12—24 个月的基准情景为温和增长与更强企业分化并存：成熟市场量增速趋缓，价格、附加消费和高端体验继续支撑名义收入；亚洲跨境旅行、重大体育文化活动及资产轻扩张提供上行空间；地缘冲突、消费者实际收入转弱、交通成本、极端天气、监管和重资产再融资构成主要下行风险。现有证据不足以支持因短期景气变化调整 GISR。

表 1 执行摘要：核心风险、缓释因素与监测重点

维度	最终判断	主要监测变量
结构性风险	中等；尾部事件和重资产经营杠杆是主要放大器	RPK/住宿夜、RevPAR、客流与会员、退款、资本开支、融资到期
主要缓释	资产轻、会员/预售、品牌与权利、地域和渠道分散	加盟/管理占比、续费、直销占比、现金与保险
12—24 个月基准	温和增长、区域和商业模式分化	真实客流与价格组合、航空连接、利率、项目管线
GISR 变化触发	仅长期跨周期证据可触发；当前维持 3 级	停业频率、恢复期、杠杆、渠道集中、需求弹性

第 2 章 行业定义、边界与适用范围

2.1 行业操作性定义

本报告评价以消费者或企业客户的非必需体验、体育参与和观赛、场所型休闲、短期住宿以及旅游安排需求为主要收入来源的运营主体。用于 GlobalCheck 映射时，企业至少应满足以下条件之一：主营收入来自门票、会员费、赛事与场馆运营、住宿、旅游佣金、套餐组织或相关附加消费；承担客房、座席、场次或设施容量利用率波动；或通过品牌管理、加盟、许可、平台撮合等方式实质参与上述价值链。行业判断不得仅依赖工商登记代码，而应结合主营收入、资产用途、合同责任、客户类型和风险承担方式（[1]、[2]、[3]、[4]、[5]、[6]）。

国际统计分类不存在与“休闲、体育、酒店与旅游”完全重合的单一代码。ISIC Rev.4 将体育及游乐休闲主要置于第 93 类，并将博彩、第 90 类创意表演和第 91 类文化机构分离；NAICS 2022 则把度假型住宿置于 721，即使其配套娱乐收入显著，旅行社和旅游安排服务另列于 5615（[1]、[4]、[5]、[6]）。因此，本报告采用“代码初筛—业务活动标签—主营收入/资产—风险实质”四步法。

GlobalCheck 适用判断

第一步识别经营活动而非集团名称；第二步按可识别分部拆分收入和资产；第三步判断企业承担的是设施/容量风险、品牌/管理合同风险，还是平台/退款风险；第四步再匹配本报告或相邻行业报告。对综合集团，不得用集团层面最大代码覆盖所有分部。

2.2 包含的业务

表 2 纳入业务板块、产品服务与底层风险画像

业务板块	主要产品/服务	典型收费模式	主要资产/无形资源	底层画像
休闲场所与景点运营	主题公园、水上乐园、家庭娱乐中心、商业化景点、游乐设施、休闲公园、游艇码头	门票、年卡、停车、园内餐饮和商品、特许经营	园区、设备、土地使用权、停车及配套设施	核心：休闲与体育
体育参与与设施	体育馆、球场、游泳馆、健身中心、高尔夫、滑雪设施和运动中心	会员、场地费、培训、赛事、设备租用及附加消费	场馆、球场、缆车、训练设施	核心：休闲与体育
职业及商业体育运营	俱乐部、联盟、赛事组织、体育推广和运动管理	比赛日、媒体权利、赞助、许可、商品分成	联盟/赛事权利、场馆使用权、品牌和球员合同	核心：休闲与体育
现场休闲活动运营	非内容制作型现场活动推广、场馆运营、票务和活动服务	票款分成、服务费、场馆、赞助和餐饮	场馆、票务系统、预售和艺人/活动合同	核心：休闲与体育；与 IR-023 边界拆分
传统酒店与度假住宿	酒店、度假酒店、汽车旅馆、精品酒店、青年旅舍和短住公寓式酒店	房费、度假费、餐饮、会议、管理费和加盟费	酒店物业、客房、会议设施、品牌和忠诚计划	扩展：酒店与旅游
营地与户外住宿	露营地、房车营地、度假营地和短期户外住宿	营位费、住宿、活动和设备租赁	营地、公共设施和许可	扩展：酒店与旅游
旅行中介与运营	旅行社、旅游运营商、地接和目的地管理公司	佣金、净价加价、套餐毛利和服务费	预订系统、供应商合同、预收款和客户数据	扩展：酒店与旅游

业务板块	主要产品/服务	典型收费模式	主要资产/无形资源	底层画像
在线旅游与短租平台	OTA、住宿预订、民宿/度假租赁平台及旅游活动预订	平台佣金、商户服务费、广告和支付服务	双边网络、流量、数据、支付和风控系统	扩展：酒店与旅游

本报告覆盖的“产品”本质上多为不可储存的服务库存：未售出的客房、座席、场次、雪季日或场馆时段在时间窗口结束后无法进入存货。这一特征使收益管理、动态定价、预售、会员和渠道配置成为核心经营能力，也使需求小幅变化能够通过高固定成本放大为利润和现金流波动。

2.3 明确排除的业务

表 3 明确排除业务及建议映射

排除项	排除原因与处理	建议映射
博彩、赌场、线上博彩和体育投注	博彩牌照、现金流、诚信与社会风险显著不同；综合度假村仅拆出非博彩住宿和休闲分部	博彩与游戏行业报告（ID 待项目总表确认）
航空、机场、铁路和公路客运	运输资产、燃料、安全和运力管理主导风险；仅作为旅游可达性投入	IR-016 周期性交通运输行业风险报告
邮轮运营	海事资产、燃料、船舶责任和航线运力主导；岸上活动可作为需求因素	IR-016 周期性交通运输行业风险报告
独立餐饮企业	餐饮原料、门店翻台、食品安全和外卖渠道构成独立风险；酒店/场馆内部餐饮仅作为附加收入	零售、批发与餐饮行业风险报告（项目 ID 按总表）
体育用品和户外用品制造/零售	制造、库存、品牌商品和零售渠道而非设施运营风险	IR-025 耐用消费品或相应零售行业报告
广播、流媒体、影视和音乐内容制作	内容投资、版权和广告周期主导；体育媒体权利收入仅作为俱乐部/联盟收入覆盖	IR-023 媒体、出版与娱乐行业风险报告
纯酒店 REIT、地产开发和被动物业持有	租金、资本化率、融资与资产估值主导；运营不可分时按分部拆分	房地产投资与开发行业报告（ID 待项目总表确认）
长租住房、学生公寓、养老和工人宿舍	主要居住功能、租期和监管不同	住房/专业房地产行业报告
医院、康复和临床健康服务	医疗许可、支付和临床责任不同	医疗服务行业报告
学历教育和学校体育	教育支付、学籍和公共政策风险不同；商业健身和非学历体育训练可按实质纳入	教育服务行业报告
政府旅游局、体育主管部门及非商业公共设施	属于公共管理或财政主体，不以市场化经营现金流为评价对象	公共部门/公共财政框架
博物馆、图书馆、自然保护机构	ISIC 第 91 类；公共文化、保存与教育目的不同。纯商业化景点按实际业务另判	IR-023 或公共文化机构框架

2.4 相邻行业和代码归类冲突

代码冲突集中在四类情形。第一，代码覆盖范围大于本报告：NAICS 713 同时包含游乐、休闲和博彩，而本报告明确排除博彩；第二，同一综合设施按主活动归类，例如带大量娱乐设施的度假酒店仍通常归入 NAICS 721；第三，业务链条不同

环节代码相邻，例如赛事推广、票务代理、媒体制作和场馆运营可能落入不同组；第四，企业登记代码滞后于实际转型，平台企业可能仍保留旅行社代码，而收益模式已转为数字中介（[1]、[2]、[3]、[4]、[5]、[6]）。

表 4 主要统计代码冲突及 GlobalCheck 处理

代码组	典型覆盖	冲突点	GlobalCheck 处理
ISIC 9311/9312/9319	体育设施、俱乐部、赛事和支持活动	场馆地产、培训教育、媒体权利、经纪	设施/俱乐部/赛事运营纳入；独立教育、媒体和纯地产拆分
ISIC 9321/9329	主题公园及其他休闲活动	滑雪、码头、现场活动、公共公园	市场化休闲设施纳入；博彩、公共保护机构和运输排除
NAICS 7112/7113	观赏体育及活动推广	媒体制作、艺人经纪、场馆	体育/现场活动运营纳入；内容制作按 IR-023
NAICS 713	游乐、博彩和休闲	同一上位代码含博彩；度假营地另列 721	必须下钻六位代码并用收入实质排除博彩
NAICS 721	住宿及度假营地	餐饮、娱乐、赌场、长住	短期住宿纳入；赌场、长住和纯地产拆分
NAICS 5615	旅行社、旅游运营和预订服务	票务、导游、运输和企业软件	旅游安排和预订纳入；运输服务本体排除
NACE 55/79/93	住宿、旅行中介、体育及休闲	欧洲统计跨三个门类	按业务标签组合映射，记录 NACE 版本和统计断点

企业映射时，主营业务应以最近年度可验证的分部收入、资产、客房/门店/场馆、交易量或员工配置为依据。若任何单一板块均不足以代表集团，应对分部采用不同报告，并在集团层面形成加权或分项展示；不得以控股公司的工商代码替代经营实质。

分类版本说明：本报告的操作映射使用 ISIC Rev.4 详细类，是因为多数历史统计及既有数据库仍以 Rev.4 或其国家派生分类提供可比序列；联合国统计委员会已于 2023 年第 54 届会议认可 ISIC Rev.5。GlobalCheck 在实施时应记录分类版本，并使用官方对应表逐步迁移，避免把 Rev.4 与 Rev.5 代码直接拼接成无断点时间序列（[19]）。

2.5 合并报告的合理性

休闲与体育是冻结的底层行业风险画像，酒店与旅游为扩展范围。共用一份报告的理由不是这些活动在统计分类上完全一致，而是它们共享一套高度可识别的风险传导机制：非必需体验需求、不可储存容量、明显季节性、地点和交通连接依赖、高固定成本、平台分销以及对公共安全和重大事件的敏感性。消费者在同一次旅行或休闲预算中也常在交通、住宿、赛事、景点和餐饮之间重新配置支出。

表 5 合并报告各板块定义、差异与共通驱动

板块	定义	差异化风险	共通驱动
休闲与体育	场所、赛事、会员和体验运营	赛事日历、球队/艺人表现、媒体权利、赞助、天气和现场安全	容量不可储存、体验消费周期、固定成本、平台票务和尾部事件
酒店	按夜住宿和住客服务；可为自有、管理或加盟	物业和装修资本、RevPAR、渠道佣金、劳动力、资产轻与重资产分化	容量不可储存、收益管理、季节性、目的地和交通连接

板块	定义	差异化风险	共通驱动
旅游平台与中介	预订撮合、套餐组织、地接和目的地服务	营销获客、商户/代理模式、退款、预收款、支付和平台监管	旅游需求、渠道网络、客户信任、跨境和事件冲击

本报告避免用平均结论掩盖差异：第 3 章在 GISR 3 总体框架下明确子行业偏离因素；第 4 章按重资产、资产轻、会员、平台和旅行运营模式拆分现金流；第 5 章和第 6 章的所有规模和集中度指标均标注其具体子市场。休闲与体育、酒店及旅游扩展范围在本报告中均沿用 GISR 3，不另行设定不同等级；若后续出现足以改变跨周期判断的证据，应通过正式 GISR 复核程序处理。

第 3 章 GlobalCheck 全球行业结构性风险评价结果

3.1 GISR 总体结果

表 6 GISR 六级含义

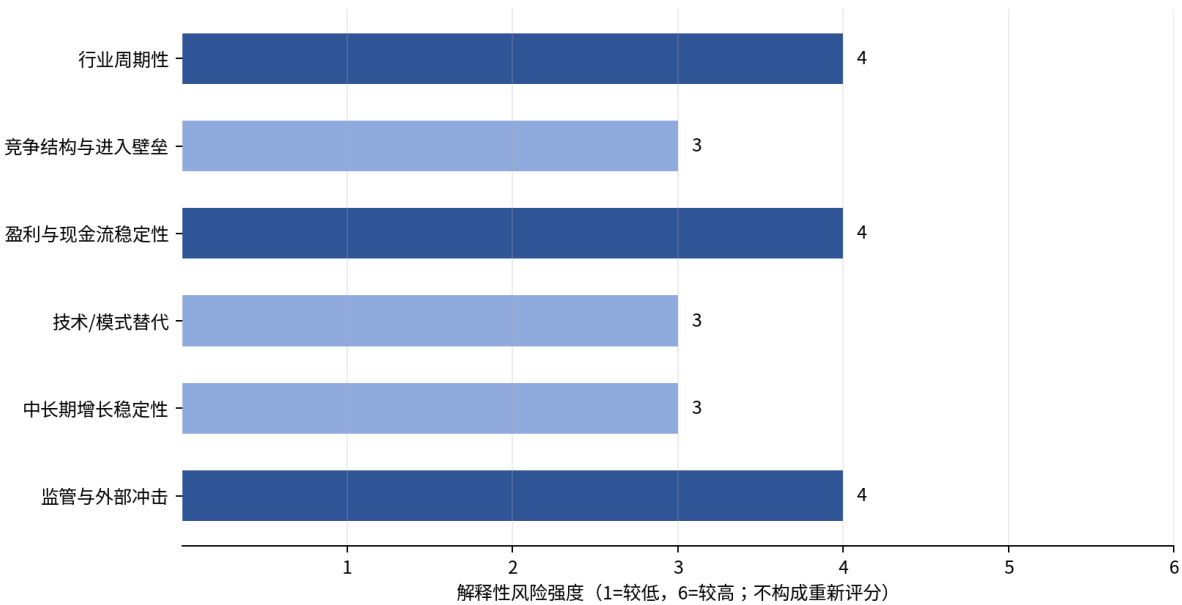
等级	统一风险表述
GISR 1	很低结构性风险
GISR 2	较低结构性风险
GISR 3	中等结构性风险
GISR 4	较高结构性风险
GISR 5	高结构性风险
GISR 6	很高结构性风险

表 7 GISR 总体结果

项目	结论
GISR 等级	3 级
中文风险表述	中等结构性风险
结构性风险方向	正常周期中可维持增长和现金流，但需求可选属性、容量不可储存、高固定成本和事件尾部损失使风险明显高于防御性服务业
核心含义	行业风险通常可由品牌、会员/预售、资产轻合同、地域和客源分散缓释；但单一目的地、重资产和高预收退款责任企业可显著高于行业基准
不代表	不等同于企业信用评级、违约概率、证券投资建议、国家风险或对任何单一公司偿债能力的判断

GISR 3 描述的是跨周期、跨地区和跨商业模式的长期行业结构，而非 2026 年 8 月的短期景气判断。2025 年全球旅游、航空连接、欧盟住宿夜和多家行业龙头继续增长，说明需求并未处于全行业衰退；但 2020 年国际到访下降 74%、2026 年部分滑雪区域因异常低雪出现客流显著下滑，表明尾部事件和地点集中仍可在短期内压倒正常需求趋势（[8]、[20]、[21]）。

图 1 GISR 六维解释性风险强度（截至 2026 年 8 月 7 日，全球）



来源：本报告 GISR 框架；UN Tourism、Eurostat、IATA、公司法定披露及监管文件（[7]、[22]、[8]、[23]、[24]、[25]、[15]、[16]、[26]、[27]、[28]、[29]、[20]、[30]、[31]、[32]、[33]、[34]、[35]、[36]、[37]、[38]、[39]、[40]、[21]、[9]、[10]、[11]、[12]、[13]、[41]）；ApexInsight 整理。

图表结论：行业风险并非由单一维度决定。周期性、盈利与现金流以及外部冲击解释强度较高；品牌、网络、会员和资产轻模式使竞争、替代和长期增长维度维持在中等区间。

3.2 六个评价维度

3.2.1 行业周期性：中等偏高

休闲旅行、体育观赛、主题公园、度假和部分健身支出属于可延后或可替代的体验消费，其对实际可支配收入、消费者信心、失业和出行成本具有敏感性。容量在短期固定而无法存货，客流或房晚的下降通常不能通过库存调节吸收。2020 年国际旅游到访较 2019 年下降 74%，远高于 2009 年全球金融危机期间约 4% 的降幅，构成行业周期和事件风险的极端观察值（[8]）。

反证和缓释来自需求分层及预先承诺。高端旅行、忠诚会员、季票、年卡和体育粉丝忠诚度能够减弱一般经济波动；国内旅行也可在跨境出行受限时替代国际需求。Vail Resorts 在 2025 财年约 65% 的缆车收入来自通票产品，2025/26 雪季约 230 万名客户提前承诺，预期形成约 10 亿美元收入，说明预售可将天气敏感的当期需求转化为提前现金流（[40]、[21]）。数据局限在于全球休闲与体育缺乏统一月度量，公开压力数据更偏向旅游和上市样本。

3.2.2 竞争结构与进入壁垒：中等

行业竞争结构高度分层。地方健身馆、旅行社、小型景点和独立住宿的进入门槛相对有限，企业数量多且价格透明；大型主题公园、优质城市酒店、主要体育联盟、稀缺场馆和平台则受土地、资本、牌照、品牌、赛事权利、忠诚计划、网络效应和数据规模保护。进入壁垒因业务模式而非行业名称决定。

平台和品牌规模可以形成显著但非绝对的集中。Booking 在 2025 年完成 12.35 亿房晚预订，平台提供约 440 万处住宿物业；Marriott 系统覆盖约 178 万间客房，Hilton 和 Hyatt 仍保持较高净客房增长（[32]、[33]、[34]、[35]）。与此同时，物业所有权、地方场馆和住宿供给仍高度分散，全球统一 CR5 或 HHI 无法从少数上市公司收入推导。欧盟 DMA 已禁止 Booking 限制酒店在其他渠道提供更优价格和条件，表明平台优势同时受到竞争监管约束（[12]）。

3.2.3 盈利能力与现金流稳定性：中等偏高风险

重资产运营商通常具有固定租金或折旧、最低人员配置、维护、安全、能源和保险成本。利用率下降会直接降低边际贡献，而在设施关闭时成本并不同步下降。主题公园和滑雪度假区还需持续资本开支以维护吸引力和安全。Vail Resorts 明确披露山地业务成本具有显著固定成分，利润率会随收入水平大幅波动；2025/26 雪季异常低雪期间，北美客流降幅明显高于缆车收入降幅，体现预售的缓冲但不能完全消除经营杠杆（[40]、[21]）。

资产轻品牌、平台和加盟模式的现金流通常更稳定，但并非无风险。酒店管理和加盟商将大部分物业资本、雇佣和日常运营风险留给业主，却依赖系统规模、业主投资能力和品牌表现；平台不承担大部分住宿资产，但营销、支付、退款、网络安全和监管成本较高；旅行运营商的预收款可能在危机中转化为集中退款和破产保护义务。Planet Fitness 的加盟体系 2025 年系统销售 53 亿美元，而公司会计收入 13 亿美元，恰好说明体系交易规模与企业收入不能混用（[41]）。

3.2.4 技术、产品或商业模式替代风险：中等

线上娱乐、流媒体、游戏、家庭健身和远程会议能够替代部分时间和预算，但难以完全复制现场体育、度假、社交和目的地体验。更重要的结构变化来自分销界面：搜索、OTA、票务平台、移动应用和数字支付掌握流量、价格展示和客户数据，传统运营商可能为获客支付较高佣金并失去直接客户关系。

数字化也构成缓释。收益管理、动态定价、忠诚计划、移动票务和 AI 个性化可提高容量利用率和直销比例。Booking、Expedia 和 Airbnb 在 2025 年的预订量仍增长约 8%，表明平台并非单纯替代行业，而是成为行业交易基础设施（[35]、[36]、[37]）。监管正在重塑而非消灭平台模式：DMA 强化酒店渠道自由和数据访问，美国全价展示规则要求短住和现场票务提前披露强制费用（[9]、[12]）。

3.2.5 中长期增长稳定性：中等

体验消费、人口流动、城市化、健康意识、赛事商业化和国际连接支持长期需求。2025 年欧盟旅游住宿夜接近 31 亿并再创新高；IATA 2025 年全球 RPK 增长 5.3%，国际 RPK 增长 7.1%；WTTC 估算广义旅行与旅游经济贡献由 2024 年的 10.9 万亿美元升至 2025 年的 11.6 万亿美元（[23]、[27]、[29]、[20]）。这些指标支持需求基础仍在扩张，但并不证明所有子行业或地区具有同等增长。

长期稳定性受到人口和收入分化、目的地承载力、住房冲突、极端天气、交通成本和成熟市场供给限制影响。2025 年欧盟住宿夜的 61.7%集中于西班牙、意大利、法国和德国；露营夜数的 67%集中在 6 至 8 月，显示地区和季节集中仍强（[23]、[26]）。增长更多表现为区域、档次和渠道分化，而不是均匀扩张。

3.2.6 监管、政策、供应链及外部冲击暴露：中等偏高

行业面对价格透明、退款和破产保护、短租登记、平台竞争、数据隐私、消费者自动续费、体育诚信、劳动、安全、规划、环境和地方旅游税等多层规则。美国 FTC 规则自 2025 年 5 月 12 日起覆盖现场票务和短期住宿，要求在前端展示包含强制费用的总价；欧盟短租数据共享法规自 2026 年 5 月 20 日起适用；修订后的欧盟套餐旅游指令进一步强化退款、凭证和破产保护（[9]、[10]、[11]、[12]、[13]）。

外部冲击具有低频高损失特征，包括疫情、战争、恐怖事件、罢工、山火、洪水、异常高温、低雪、空域关闭和重大安全事故。供应链意义不仅是实物采购，还包括航空运力、支付、票务系统、赛事权利、劳动力和目的地公共基础设施。大型品牌和平台可通过地域分散、保险、流动性和替代渠道缓释，但单一目的地、单一赛事或单一客源企业可能显著高于 GISR 3。

表 8 GISR 六维评价汇总

维度	评价	支持证据	缓释/反证	数据局限
行业周期性	中等偏高	2020 国际到访-74%；容量不可储存；非必需消费	会员、季票、国内客源、高端需求	全球休闲体育高频率序列不足
竞争与进入壁垒	中等	地方供给分散；头部品牌/平台具网络和稀缺资源	土地、赛事权利、品牌、数据和忠诚体系	不能以上市样本计算全球 CR5
盈利与现金流	中等偏高风险	高固定成本、资本开支、预收退款和利用率杠杆	管理/加盟、平台、会员及预售	私营企业成本和流动性不可见
技术/模式替代	中等	数字渠道集中、线上娱乐替代、网络风险	线下体验不可完全替代；AI 和收益管理提高效率	渠道佣金和直销比例多为付费/调查数据
中长期增长	中等	体验、健康、连接和赛事商业化支持增长	地区、档次和产品多元	广义贡献不同营业收入
监管与外部冲击	中等偏高	票价/房价透明、短租、退款、安全、气候和地缘冲击	规模化合规、保险、地域分散和现金缓冲	地方规则和保险数据不完整

3.3 结构性风险与当前景气度的区别

结构性风险回答的是：在完整经济和事件周期内，行业商业模式能否持续产生相对稳定的收入、利润和现金流，以及竞争、技术和监管是否会系统性侵蚀回报。当前景气度回答的是：在特定季度或年度，客流、房价、票价、供给和成本处于何种位置。两者方向可以不同。

截至 2026 年 8 月 7 日，可观察景气仍以温和增长为主：2025 年欧盟住宿夜增长 2.2%，2026 年第一季度再增长 3.4%；2025 年全球航空 RPK 增长 5.3%；Marriott、Hilton 和 Hyatt 的 2025 年系统 RevPAR 均为正（[23]、[15]、[20]、[32]、[33]、[34]）。但这些短期数据不改变行业仍可能因下一次公共卫生、气候或安全事件发生急剧停摆的结构属性。相反，某一地区酒店或滑雪场当期下行，也不自动将整个行业 GISR 上调。

四层风险必须分开

(1) GISR：长期行业结构；(2) 当前景气：客流、价格和供给周期；(3) 企业竞争地位：品牌、位置、渠道和成本；(4) 企业信用风险：杠杆、流动性、治理和债务期限。GlobalCheck 在企业页面上应同时保留四层信息，不能相互替代。

3.4 核心风险与缓释因素

表 9 核心结构性风险、缓释因素与触发条件

类别	内容
核心结构性风险	需求可选性和价格敏感性；客房、座席和设施时段不可储存；高固定成本与资本开支；季节和目的地集中；平台/搜索/票务渠道依赖；预收款、取消和退款错配；公共安全、气候和地缘尾部事件；监管碎片化与社会许可。
主要缓释因素	资产轻管理、加盟和平台模式；会员、季票、年卡和预售形成提前承诺；品牌、赛事权利和忠诚计划；地域、客源和档次分散；动态定价与收益管理；保险、现金和可变成本安排。

类别	内容
潜在上调触发	全球或多地区旅行限制再次持续；气候损失和保险成本系统性上升；监管显著限制短租、动态定价或平台经济；长期实际收入停滞导致体验支出弹性上升；高利率和资本开支造成大规模退出/违约。
潜在下调触发	会员和合同收入占比持续上升并显著降低低谷波动；资产轻模式成为主导且业主体系资本充足；多地区事件数据证明恢复速度持续缩短；行业集中提高且定价能力增强而未触发重大监管成本。

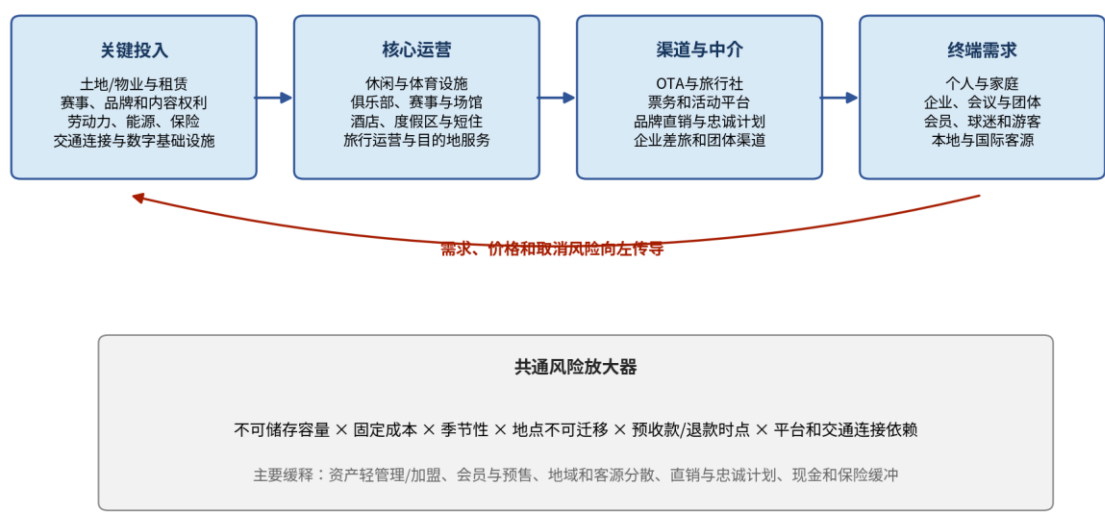
最终复核未发现足以调整 GISR 3 的证据，维持 GISR 3。当前数据更支持“中等风险、子行业差异显著”的冻结结论。

第 4 章 行业结构、价值链与商业模式

4.1 产业链结构

行业价值链的上游不是单一原料，而是地点、权利和服务能力的组合：土地和物业、赛事及品牌权利、艺人或运动员合同、劳动力、能源、保险、交通连接、票务/预订技术、支付和安全服务。中游由设施、俱乐部、酒店、度假区、赛事和旅游运营商组织容量与体验；渠道由品牌直销、OTA、旅行社、票务平台和企业团体销售组成；下游为个人、家庭、企业、会员、球迷和游客。

图 2 休闲、体育、酒店与旅游价值链及风险传导



来源：UNSD 与 U.S. Census 行业定义 ([1]、[2]、[3]、[4]、[5]、[6])；公司法定披露和监管文件 ([32]、[33]、[34]、[35]、[36]、[37]、[38]、[39]、[40]、[21]、[9]、[10]、[11]、[12]、[13]、[41])；ApexInsight 结构化整理。

图表结论：价值链向右传递体验和服务，向左传递需求、价格、退款和信用风险。交通、数字平台和目的地基础设施虽多为报告外行业，却是本行业关键外部依赖。

风险传导通常由终端需求变化开始。消费者减少出行或观赛后，平台交易量和门票下降，酒店与场馆利用率降低，供应商和业主承受租金、人工及债务压力；若活动取消或套餐无法履行，现金流反向表现为退款、信用卡拒付和供应商追偿。反之，热门赛事、强势目的地或供给受限可推高动态价格和附加消费，使利润增幅高于客流增幅。

4.2 核心产品与服务体系

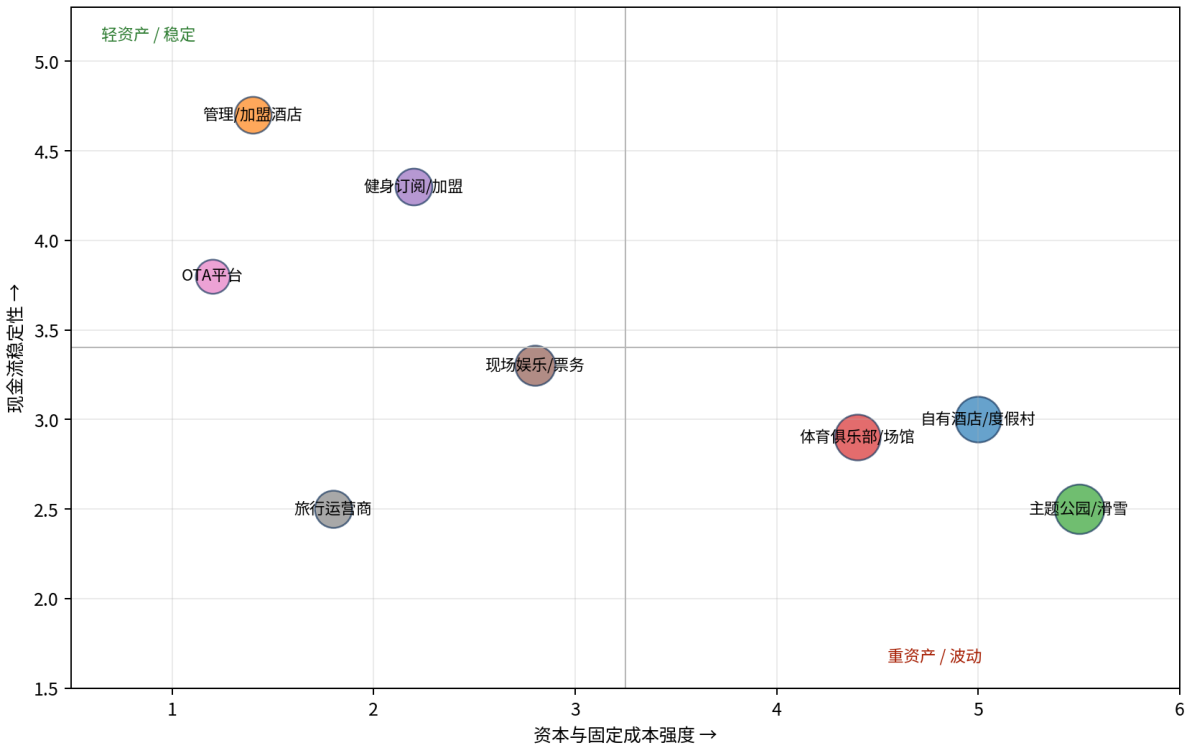
表 10 核心产品与服务体系

产品/服务	典型内容	收费/合同模式	风险和信用含义
容量型核心服务	客房夜、场馆时段、座席、入园名额、滑雪日	按夜/场/人/时段；动态价格	未售容量到期即归零；高固定成本使利用率关键
会员与通行产品	健身会员、季票、年卡、俱乐部会员	月/年订阅、预售、自动续费	提前现金和黏性较强；需关注取消、退款及递延收入
权利与商业化	媒体权利、赞助、广告、品牌许可、贵宾席	多年合同、分成、最低保证	收入可比比赛日更稳定，但依赖赛事质量、受众和合同对手
住宿管理与加盟	品牌、预订、收益管理、管理服务	管理费、奖励管理费、加盟费	资产轻、资本需求低；依赖业主投资与系统规模
平台撮合	住宿、活动、交通和套餐预订	佣金、商户差价、服务费、广告	网络效应强；营销、支付、监管和退款风险集中
旅游套餐与地接	组合住宿、交通、活动和目的地服务	净价加价、套餐毛利、服务费	预收款和供应商付款时点错配；受破产保护规则约束
附加消费	餐饮、商品、停车、租赁、培训和体验升级	现场按次、捆绑或会员优惠	提升每客收入和利润；随客流波动且可能涉及库存

技术路线主要体现在交易和运营系统，而非制造工艺。收益管理系统将历史预订、剩余容量、竞争价格和事件日历转化为动态房价或票价；客户关系和忠诚系统提高直销；数字票证和身份验证减少欺诈；平台支付和商户模式改变资金结算和退款责任。技术投入能够提高效率，也使系统故障、数据泄露和第三方云/支付中断成为新的运营风险。

4.3 主要商业模式

图 3 主要商业模式的资本强度与现金流稳定性矩阵



来源：Marriott、Hilton、Hyatt、Booking、Expedia、Airbnb、Live Nation、Disney、Vail Resorts 及 Planet Fitness 法定披露（[32]、[33]、[34]、[35]、[36]、[37]、[38]、[39]、[40]、[21]、[41]）；ApexInsight 定性映射。

图表结论：资产轻并不等于低风险，但通常减少物业和固定资本暴露；会员、预售和长期权利合同可提高现金流稳定性。主题公园、滑雪、场馆和自有酒店的经营杠杆更突出。

表 11 主要商业模式经济性比较

商业模式	收入来源	成本结构	资本强度	现金流及主要风险	典型业务
资产持有运营型	房费、门票、设施及附加消费	人工、维护、能源、租金/折旧、保险	重资产；高固定成本	利用率下降迅速压缩利润；资产可融资但流动性低	自有酒店、主题公园、滑雪、场馆
管理/加盟/许可型	基础和奖励管理费、加盟费、品牌及系统费	品牌、销售、技术和支持	轻资产	费用与系统收入相关；业主承担大部分物业风险	Marriott、Hilton、Hyatt、健身加盟
会员/订阅型	月费、年费、季票、年卡和入会费	设施、人力、获客和服务	中等；可加盟	提前收款和续费增强稳定；流失和取消是关键	健身、滑雪通票、俱乐部
赛事/现场活动型	门票分成、场馆、赞助、服务费	艺人/运动员、制作、安保、场租	项目+设施混合	预售和递延收入明显；取消风险集中	体育赛事、演出推广、票务
平台型	佣金、商户差价、服务费、广告	营销、技术、支付和客服	轻资产	可扩展；流量、平台监管、退款和获客成本高	OTA、短租和活动平台
旅行运营商型	套餐毛利、加价和服务费	批发采购、地接、营销、客服	轻/中等	预收款与供应商结算错配；破产保护和退款压力	旅行运营商、地接
混合目的地型	住宿、门票、餐饮、零售、交通及地产	全链条成本	重资产	交叉销售强但资本、单一地点和管理复杂度高	综合度假区、主题公园度假区

会计收入与商业体系规模必须区分。加盟商的终端销售并不并入品牌公司的会计收入；平台 Gross Bookings 是交易总值而非平台收入；票务 GTV 包含支付给艺人、场馆、税费和其他参与方的金额；旅游广义经济贡献包含行业外供应链和诱发消费。企业信用分析若将这些指标混用，会高估收入规模、低估资本需求或错误比较利润率。

4.4 行业参与者类型

表 12 行业参与者类型与风险特征

参与者	典型特征	主要优势	主要风险
全球品牌和平台	跨地域、多品牌、忠诚或双边网络；资产轻占比较高	渠道和数据规模、交叉销售、融资和合规能力	系统风险、反垄断、网络安全和声誉事件
重资产设施运营商	拥有或长期租赁酒店、园区、场馆、滑雪设施	位置、稀缺容量、体验控制和资产担保	资本开支、固定成本、灾害和单一资产集中
联盟、俱乐部和赛事权利方	控制赛事日历、参赛资格和媒体/赞助权利	稀缺内容、粉丝忠诚和长期合同	治理、竞技表现、诚信、劳资和赛事取消
区域和专业运营商	专注特定目的地、运动、客群或设施	本地知识、社区关系和细分品牌	地理/客户集中、融资和技术投入不足

参与者	典型特征	主要优势	主要风险
中小及独立企业	独立酒店、旅行社、健身馆、景点和活动商	灵活、个性化和本地成本优势	渠道议价弱、现金缓冲薄、继任和合规能力有限
公共或特许经营主体	公共场馆、国家公园特许、城市会展和旅游设施	公共资源、长期特许和政策支持	财政依赖、价格约束、采购和政治目标冲突
混合集团	媒体、消费品、地产、交通与体验业务并存	IP 协同、资本和客户生态	分部边界不清、交叉补贴和集团风险传导

上市龙头只能作为机制样本。Disney 的 Experiences 分部 2025 财年收入 361.56 亿美元、经营利润 99.95 亿美元，但该分部同时包含消费品及邮轮等本报告部分排除业务；Live Nation 横跨演出推广、场馆、票务和赞助；Marriott、Hilton 和 Hyatt 以管理/加盟为主；Vail Resorts 则体现重资产、季节和预售通票结合。任何单一公司的利润率、增长率或规模均不能代表行业整体（[32]、[33]、[34]、[35]、[36]、[37]、[38]、[39]、[40]、[21]、[41]）。

第 5 章 全球市场规模、需求与供给结构

5.1 市场规模与历史变化

5.1.1 市场规模口径

表 13 市场规模及相关指标口径

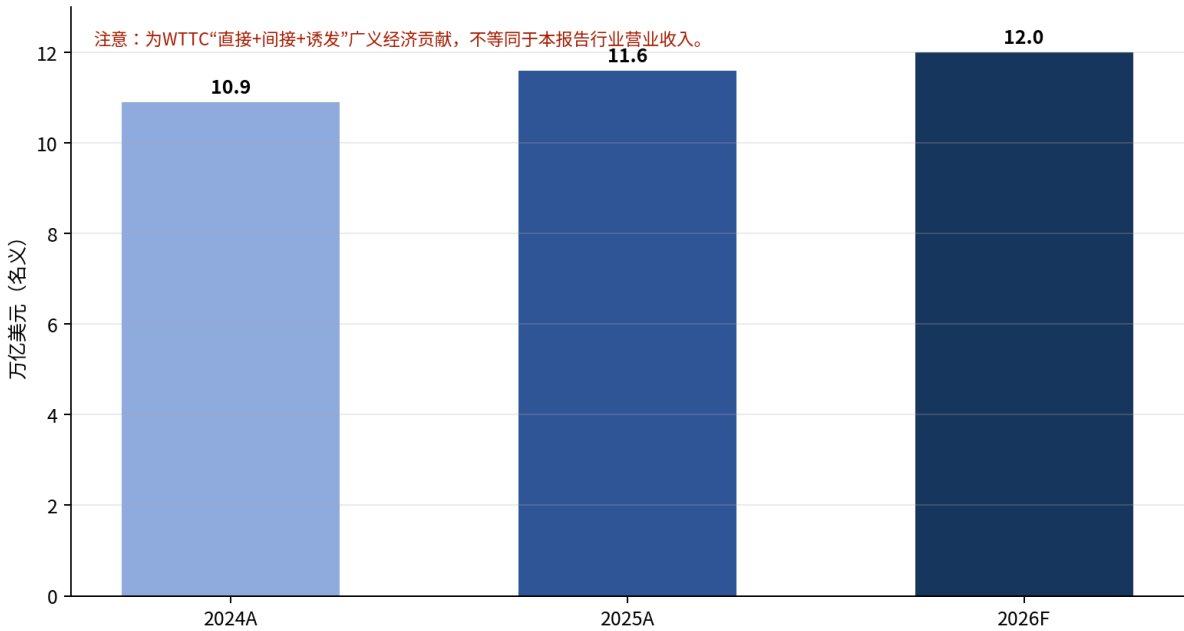
口径	定义	适用问题	不可误用
行业营业收入	纳入企业确认的服务和商品收入；平台使用净收入/佣金	企业经营规模和盈利分析	缺乏全球统一行业代码，不能获得完整全球总量
旅游直接增加值	TSA 口径下旅游消费直接形成的 GDP/GVA	跨国经济重要性	可能包含本报告外运输、餐饮和零售活动
游客/消费者支出	旅行或休闲活动中的终端支出	需求规模	不等于运营商收入，可能多次进入供应链
Gross Bookings/GBV/GTV	平台撮合或票务交易总额，通常含税费	平台交易规模和 take rate	不能当作会计收入，平台定义不统一
System-wide Sales	加盟体系终端销售/会费	品牌体系规模和特许费基础	加盟商销售不属于品牌公司 GAAP 收入
广义经济贡献	直接、间接和诱发 GDP/就业	宏观背景和产业带动	范围最广，绝不能作为本报告市场收入

全球不存在覆盖本报告冻结边界、采用同一会计和统计定义的单一“市场规模”。本报告因此不发布一个虚假的合计值，而采用四组相互补充的锚点：全球旅游广义贡献用于宏观背景；欧盟住宿夜和平台短租用于可比服务量；欧盟体育卫星账户与美国户外休闲账户用于说明广义体育/休闲经济；上市公司法定披露用于解释商业模式和供给。

5.1.2 全球旅游广义贡献：只作宏观锚点

WTTC 估算 2024 年全球旅行与旅游直接、间接和诱发 GDP 贡献为 10.9 万亿美元，2025 年升至 11.6 万亿美元，占全球经济约 9.8%，2026 年预测约 12.0 万亿美元。该序列说明旅行需求和产业链影响已超过疫情前，但它包含运输、餐饮、零售及诱发消费，不能作为 IR-027 行业营业收入，也不能与酒店、OTA 或体育公司收入再加总（[27]、[28]、[29]）。

图 4 全球旅行与旅游广义 GDP 贡献（2024—2026F，名义万亿美元，全球）



来源：World Travel & Tourism Council, Economic Impact Research 及 2026 展望（[27]、[28]、[29]）；ApexInsight 整理。

图表结论：2024—2026 广义贡献保持增长，说明旅游需求总体扩张；但该指标范围显著大于本报告行业边界，主要用途是宏观锚定，而非市场收入估值。

5.1.3 体育与户外休闲：卫星账户揭示口径扩张

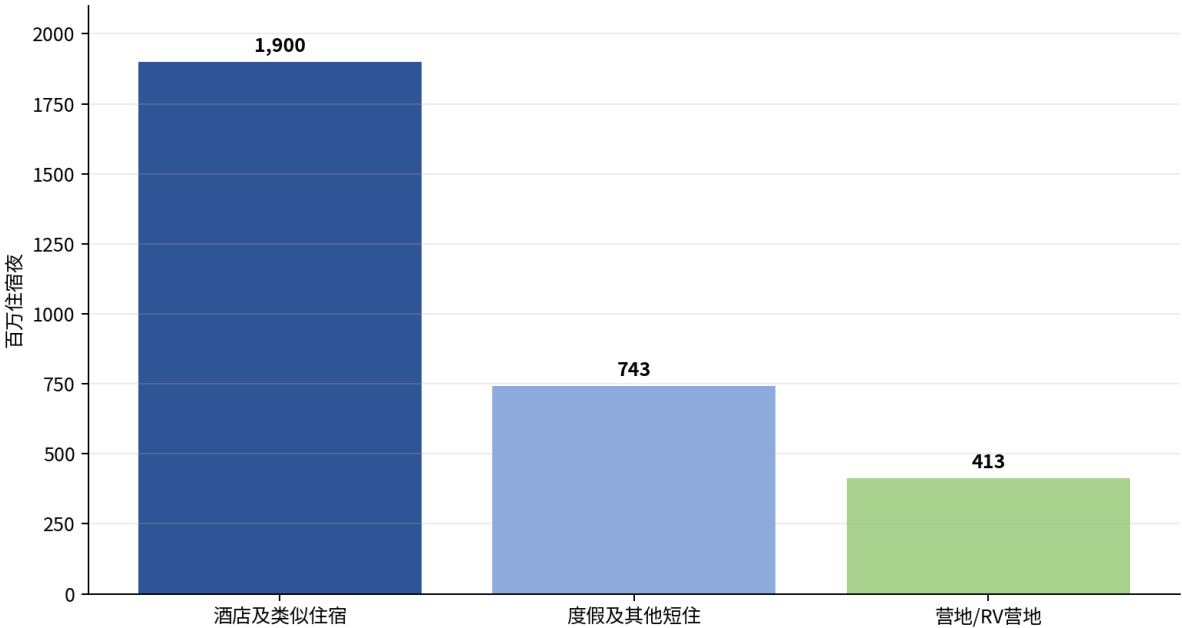
欧盟 2025 版体育卫星账户以 2019 年和 Vilnius 3.0 定义为基础，估算体育相关 GDP 共 6275 亿欧元，占欧盟 GDP 的 3.4%，其中直接影响 3688 亿欧元、间接影响 2587 亿欧元。该口径包含体育服务、教育、公共服务、零售和相关商品，并使用投入产出模型，因此明显宽于本报告的休闲与体育运营边界（[30]）。

美国 BEA 估算 2024 年户外休闲当前价增加值 6967 亿美元，占美国 GDP 的 2.4%，实际增加值增长 2.7%。该卫星账户同样包含制造、零售、运输和支持活动，适合衡量户外休闲生态的经济重要性，但不能直接视为主题公园、滑雪、健身和体育场馆收入（[31]）。两组官方数据共同证明：卫星账户是“活动相关经济”而非纯行业收入。

5.1.4 住宿服务量：欧盟形成可比锚点

Eurostat 最终数据显示，2025 年欧盟旅游住宿机构记录接近 31 亿住宿夜，同比增长 2.2%或 6640 万夜；国际客人住宿夜增长 3.4%，国内客人增长 1.1%。2026 年第一季度住宿夜为 4.711 亿，同比增长 3.4%，其中国际客人增长 5.5%、国内客人增长 1.7%（[23]、[15]）。这些数据按 NACE 住宿类别统计，能够衡量服务量，但不包含非登记住宿或全部旅游消费。

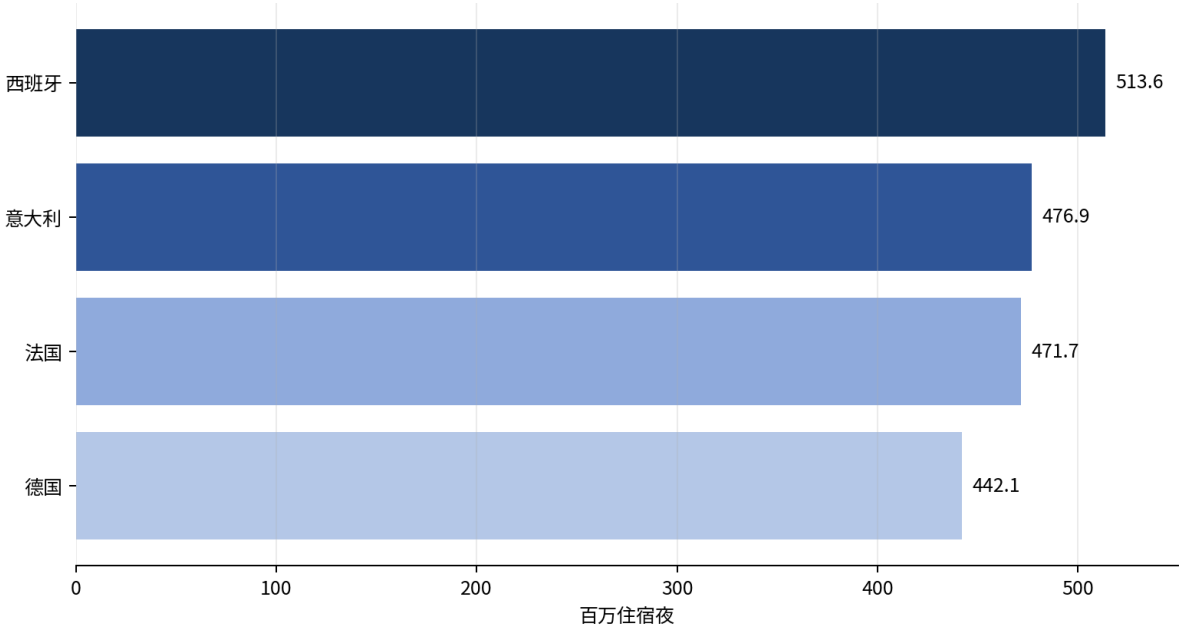
图 5 欧盟旅游住宿夜按设施类型分布 (2025 年早期估计, 百万夜, 欧盟)



来源: Eurostat, EU tourism nights at record 3.08 billion in 2025, 2026 年 1 月 16 日 ([24]) ; ApexInsight 整理。

图表结论: 酒店及类似住宿约占 63%, 短住约 24%, 营地约 13%。住宿供给并非单一酒店市场, 短住和户外住宿已构成重要容量。

图 6 欧盟住宿夜最多的四个国家 (2025 年, 百万夜)



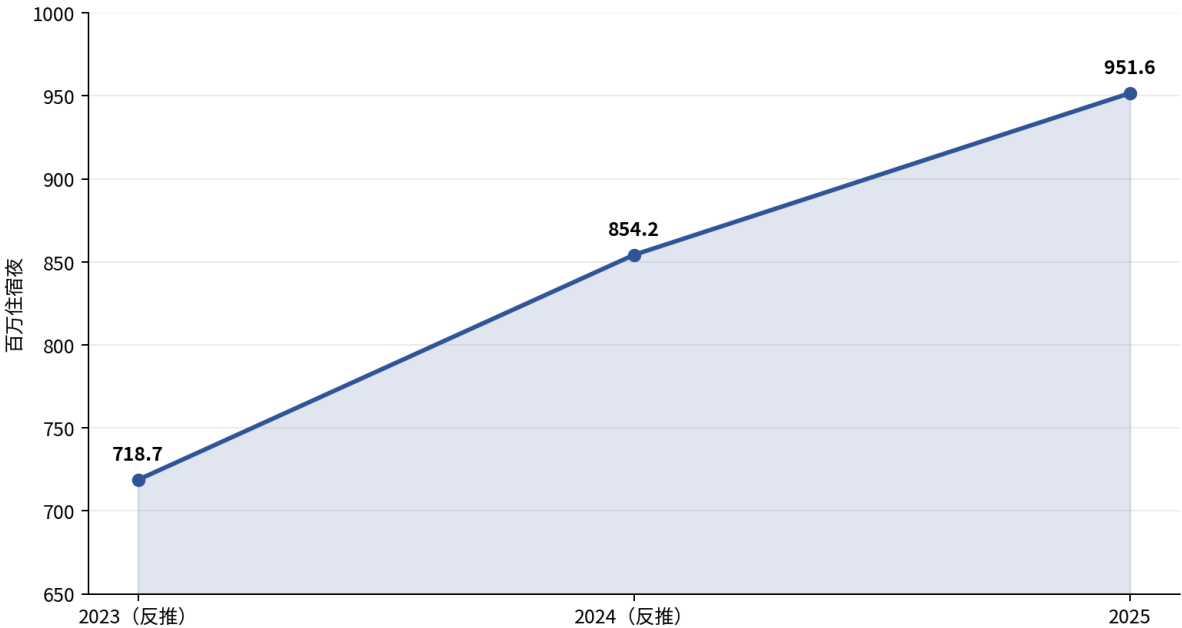
来源: Eurostat, Another record year for EU tourism in 2025, 2026 年 3 月 4 日 ([23]) ; ApexInsight 整理。

图表结论: 西班牙、意大利、法国和德国合计占欧盟住宿夜 61.7%, 显示区域需求和资产表现受少数大型目的地显著影响。

5.1.5 在线短租和平台渠道

2025 年通过 Airbnb、Booking 或 Expedia 预订的欧盟短住住宿达到 9.516 亿夜, 同比增长 11.4%, 较 2023 年增长 32.4%; 2026 年第一季度为 1.443 亿夜, 同比增长 9.7% ([25]、[16])。该数据只覆盖三家平台、以平台成交住宿夜为基础, 不能代表全部短租存量或收入, 但可验证平台化供给增长快于传统住宿夜总量。

图 7 欧盟三大平台短住住宿夜（2023—2025，百万夜）



来源：Eurostat, tour_ce_omr 及 2026 年 4 月 1 日发布 ([25]) ； 2023、2024 由 2025 值及官方同比反推；ApexInsight 计算。

图表结论：平台短住住宿夜两年累计增长约 32%，增速显著高于全部住宿夜，表明供给渠道和住宿结构继续向平台化、非传统住宿扩展。

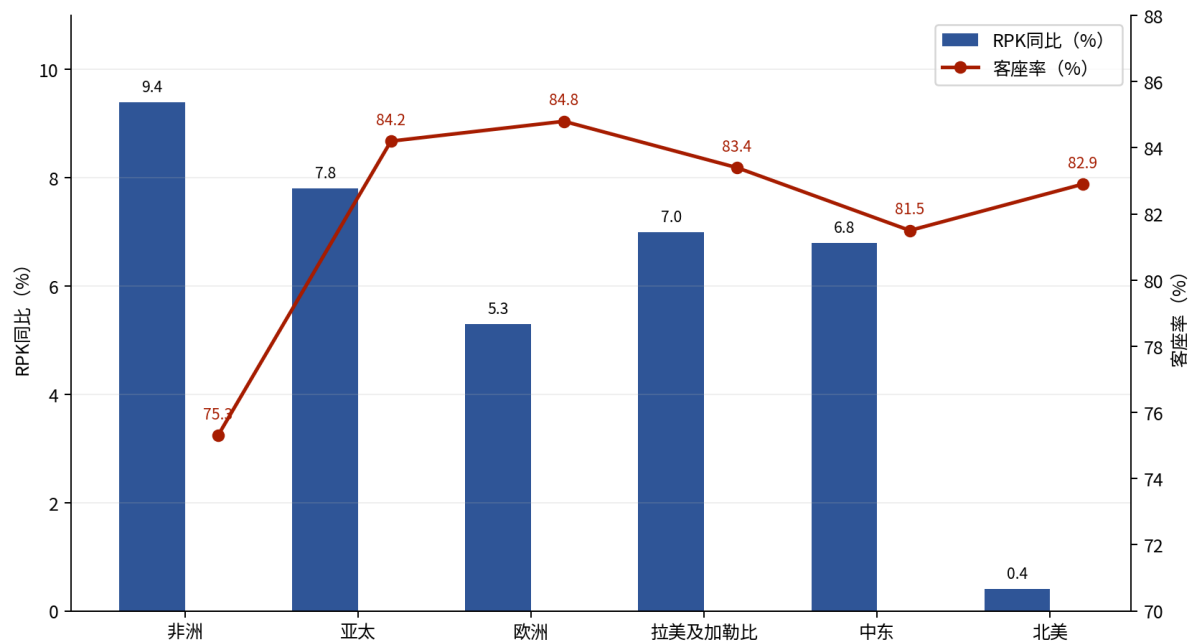
5.2 需求驱动因素

长期需求由实际收入和中产规模、人口与跨境流动、城市化、休闲时间、健康意识、赛事和文化活动供给、交通连接、数字预订便利性以及公共目的地投资共同驱动。体验支出相对于商品支出的偏好可支持增长，但不会消除收入弹性。健康与参与趋势有利于健身、户外活动和参与型体育；赛事商业化、场馆升级和媒体曝光可带动观赛、赞助及目的地住宿。

周期性需求由就业、消费者信心、汇率、利率、能源和交通价格、企业差旅与会议预算以及资产价格影响。高端客群通常对价格更不敏感，大众和经济型产品对实际收入和票价/房价更敏感。目的地结构也重要：国内自驾市场、区域短途市场和国际长途市场对交通成本、签证和地缘事件的反应不同。

事件型冲击包括疫情、空域关闭、恐袭、极端天气、山火、洪水、低雪、赛事取消、劳资冲突和重大安全事件。IATA 数据显示 2025 年全球 RPK 增长 5.3%、客座率达到 83.6%的年度纪录，说明交通连接总体支持需求；但区域差异明显，北美 RPK 仅增长 0.4%，而非洲和亚太增长更快 ([20])。航空属于报告外行业，但其运力和价格是国际旅游与目的地运营的领先指标。

图 8 全球航空客运需求与客座率的区域差异 (2025 年, 全球各区域)



来源: International Air Transport Association, 2025 Full-Year Passenger Market Performance, 2026 年 1 月 29 日 ([20]) ; ApexInsight 整理。

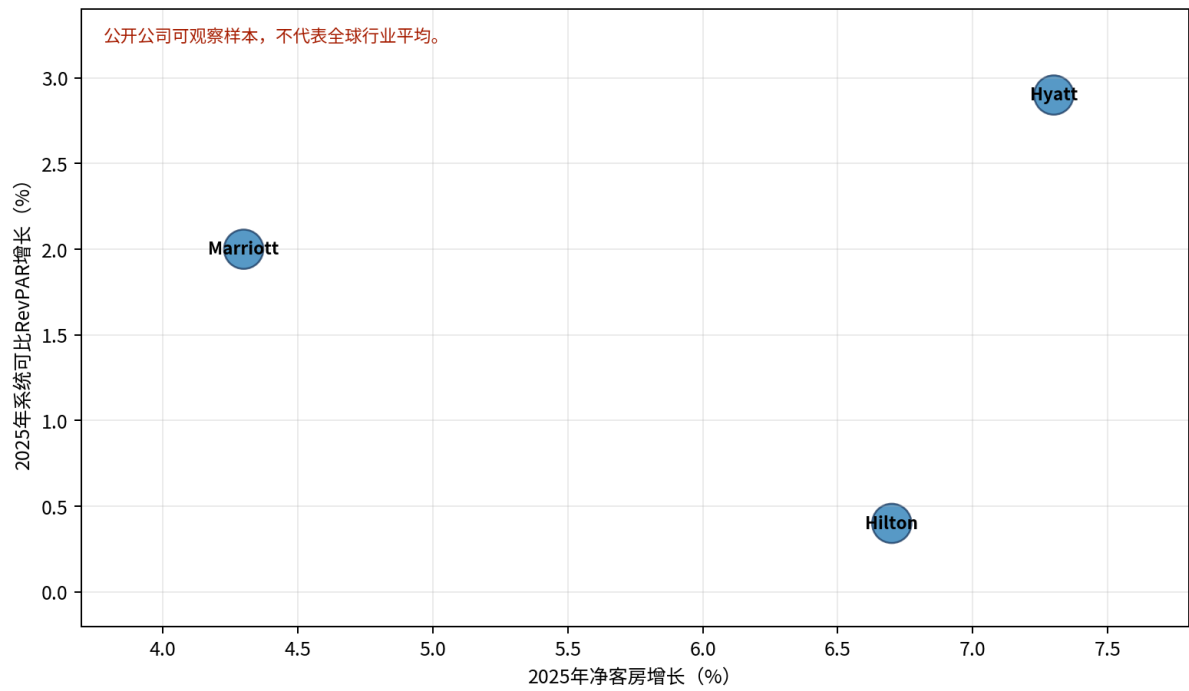
图表结论: 2025 年国际和多数地区需求继续增长, 但区域速度与客座率差异显著。旅游企业不能把全球增长率直接用于单一目的地预测。

5.3 供给能力、利用率与扩张周期

本行业的“产能”应按业务使用不同指标: 酒店为可售客房夜、体育和娱乐为座席及场次、主题公园为安全容量和运营日、健身为俱乐部和会员容量、滑雪为可开放地形及缆车能力、平台为可预订物业和交易处理能力、旅行运营商为供应商配额与运营网络。供给的共同特征是地点固定、旺季弹性有限、淡季无法储存。

酒店新增供给具有较长签约、融资、建设和开业周期。2025 年 Marriott 净客房增长超过 4.3%, 年末管线接近 61 万间, 其中约 26.5 万间在建; Hilton 净单位增长 6.7%, 管线 52.05 万间; Hyatt 净客房增长 7.3%, 管线约 14.8 万间 ([32]、[33]、[34])。这些是品牌系统而非全球供给, 且管线包含签约、转换和在建项目, 不能等同未来实际开业。

图 9 酒店品牌可观察样本：RevPAR 与净客房增长（2025 年，全球系统）



来源：Marriott、Hilton 和 Hyatt 2025 年法定披露及业绩公告（[32]、[33]、[34]）；ApexInsight 整理。

图表结论：三家样本均保持正 RevPAR 和较快净客房增长，但需求增速低于供给扩张的企业仍需依赖品牌份额、转换和区域增长。该图不能用于估算全球酒店集中度。

平台供给扩张速度更快且资本要求较低。Booking 披露约 440 万处住宿物业，其中约 390 万处为替代住宿；Expedia 披露约 360 万处可预订物业；Airbnb 依赖房东供给网络（[35]、[36]、[37]）。但“物业数”定义、重复房源、可售日期和房间数均不一致，不能简单相加。平台增长受到地方登记、住房政策和数据共享义务约束。

主题公园、场馆和滑雪供给的退出壁垒通常高于平台和旅行社。专用资产用途有限，关闭后仍需维护、安全和环境支出。季节性进一步压缩有效产能：欧盟 2025 年露营夜的 67%集中在 6 至 8 月；Vail Resorts 北美和欧洲雪季集中在 12 月至 4 月（[26]、[40]）。这类企业需要用预售、年卡、多季活动和地域互补降低低谷。

5.4 定价机制与成本转嫁

表 14 主要子行业定价机制

子行业	主要定价机制	议价/成本转嫁能力	主要约束
酒店/短住	动态 ADR、房型、渠道和取消条件；企业/团体合同	旺季和供给受限时强；淡季和同质化市场弱	渠道佣金、人工、能源和翻新成本未必完全转嫁
体育/现场活动	分区票价、动态票价、季票、贵宾席、赞助和媒体合同	稀缺赛事和强品牌较强	消费者公平、全价展示、转售和监管风险
主题公园/景点	门票、日期分级、年卡、园内消费和度假套餐	品牌和容量控制支持提价	资本开支、体验质量和消费者预算限制
健身/会员	月费、年费、升级会员和入会费	订阅和自动续费形成黏性	价格敏感、取消规则、租金和获客成本
滑雪/度假区	季票/日票、住宿、课程、餐饮和租赁	提前承诺和网络通票支持价格	天气、当地客群价格敏感和高固定成本

子行业	主要定价机制	议价/成本转嫁能力	主要约束
OTA/平台	佣金、商户加价、服务费、广告和支付	网络和流量支持 take rate	供应商直销、DMA、获客成本和价格透明
旅行运营商	批发净价加价、套餐总价和服务费	规模采购和独家配额可增强	汇率、供应商重定价、退款和破产保护

2025 年酒店样本显示价格仍是 RevPAR 的重要驱动。Marriott 全年全球 RevPAR 增长 2.0%，ADR 增长约 2.1%；在部分成熟市场，入住率增量有限，企业依靠房价、档次组合和附加收费维护收入（[32]）。但美国 FTC 全价展示规则要求现场票务和短期住宿在最显著价格中包含强制费用，说明企业仍可采用动态价格，却不能通过后置费用制造低价印象（[9]）。

预售能够改变价格和现金流，但也引入履约和退款责任。Vail Resorts 的季票锁定客流并减弱当季天气敏感；Live Nation 2025 年年末活动相关递延收入达 40 亿美元，反映强劲预售和未来履约义务（[38]、[21]）。旅行运营商及套餐产品在取消或供应商破产时面临更明确的退款和破产保护要求，2026 年欧盟修订指令进一步强化该约束（[13]）。

第 6 章 竞争格局与行业集中度

6.1 行业集中度

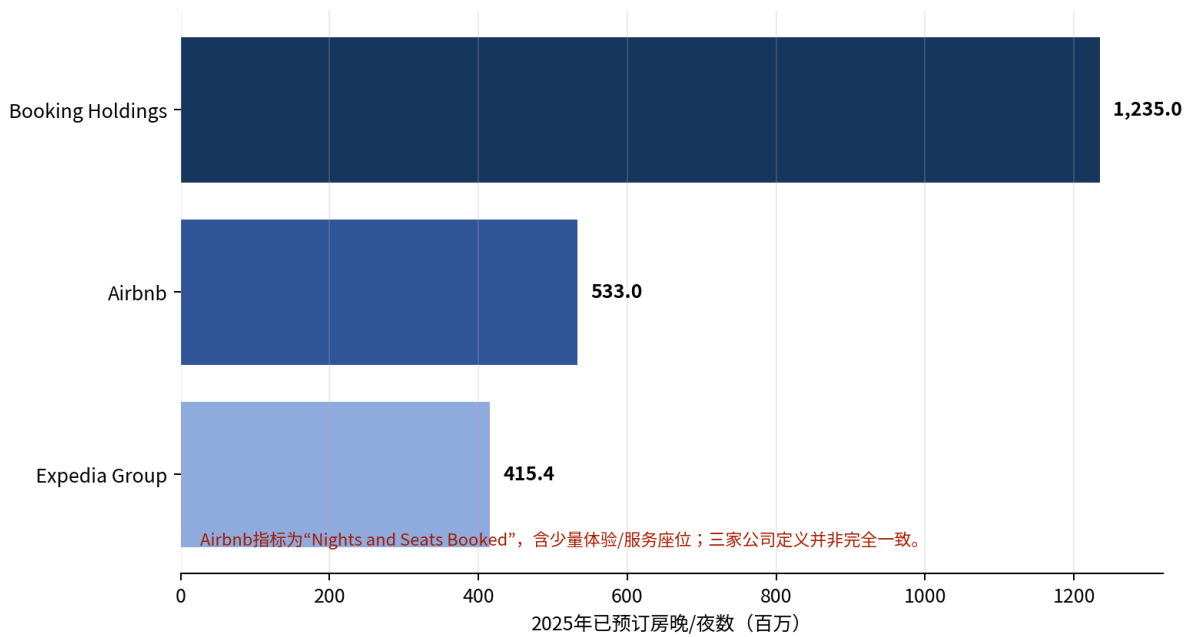
本报告所覆盖的市场不能计算一个有意义的全球 CR5 或 HHI。原因包括：行业边界跨越多类统计代码；大量酒店、健身、景点、场馆和旅行社为私营或地方企业；集团系统销售、会计收入、平台交易额和资产收入不可比；同一消费者交易可能同时计入平台、酒店、票务、场馆和权利方。任何以少数上市公司收入相加得到的“全球份额”均不符合本报告证据原则。

表 15 子市场竞争结构及可用集中度指标

子市场	结构判断	可用指标	主要限制
酒店物业所有权	高度分散，区域和单体业主众多	物业/客房数、业主结构、区域供给	全球一致业主数据库多为付费
酒店品牌管理/加盟	头部品牌系统规模大、转换和忠诚网络增强集中	系统客房、净增长、管线	系统客房不是所有权或会计收入份额
OTA 和短租平台	交易和流量在少数全球平台较集中	房晚、Gross Bookings、物业、营销	指标定义不一，区域本地平台未完整覆盖
职业体育联盟/赛事	单项运动和区域内通常稀缺或封闭	联盟席位、媒体权利、到场和赞助	跨运动不可直接合并
主题公园和景点	全球品牌少、地方景点多	到访、门票、园区收入	完整全球到访与收入口径多为付费
健身	总体分散，低价加盟连锁加速扩张	会员、俱乐部和系统销售	非上市和小型健身房数量大
现场娱乐/票务	大型演出推广和票务存在平台规模效应	演出、到场、票务 GTV、场馆权利	反垄断和区域差异显著
旅行社/运营商	小型企业众多，在线渠道和大型集团集中度更高	交易、客数、供应商和客源	私人公司及净额/总额确认差异

平台样本能展示规模但不能直接解释全球市场份额。2025 年 Booking 完成 12.35 亿房晚，Airbnb 完成 5.33 亿“Nights and Seats Booked”，Expedia 完成 4.154 亿房晚；三者均增长约 8%（[35]、[36]、[37]）。Airbnb 指标含少量体验和服务座位，各平台取消、房晚和产品范围不同，且数据未覆盖全部本地平台和直接预订。

图 10 主要在线旅行平台的可观察预订规模（2025 年，百万房晚/夜数）



来源：Booking Holdings、Airbnb 及 Expedia Group 2025 年 Form 10-K 或业绩公告（[35]、[36]、[37]）；ApexInsight 整理。

图表结论：头部平台达到数亿至十亿级交易规模，支持网络、数据和营销壁垒；但指标定义不同，本图仅为可观察样本规模，不构成全球份额或 CR3。

酒店品牌亦表现出大型系统和分散资产所有权并存。Marriott 年末约 178 万间系统客房、Hilton 2025 年净增 8.11 万间客房、Hyatt 以较快净客房增长扩大系统（[32]、[33]、[34]）。品牌集中可提高预订、忠诚和采购能力，但物业资本、地域经营和债务仍由大量业主承担，品牌层面集中并不等同资产或经营现金流集中。

专业子市场可能高度集中。大型体育联盟控制参赛资格、赛事日历和媒体权利；头部票务和演出推广商通过艺人关系、场馆权利和技术形成规模。Live Nation 2025 年连接约 1.59 亿现场观众、举办 5.5 万场活动，票务费计交易总额约 260 亿美元（[38]）。这些规模指标说明进入壁垒，但公司自述“最大”及其业务覆盖不能替代独立的全球集中度统计。

6.2 进入壁垒

表 16 主要进入壁垒

壁垒	表现	相对强度/影响
资本和地点	大型酒店、主题公园、场馆、滑雪和度假区需要土地、建设、维护和长期融资	高：重资产设施；低至中：平台/旅行社
牌照、规划和特许	土地用途、住宿登记、活动许可、安全、酒类、短租、国家公园和公共场馆特许	地方性强，进入时间和不确定性高
品牌与客户信任	消费者在高价值旅行、住宿和赛事交易中依赖信誉、评价和退款能力	头部品牌和成熟目的地显著
网络效应和数据	平台需同时吸引供应商和用户；忠诚、评价、支付和个性化数据形成反馈	OTA、票务和全球品牌较高
赛事/内容和稀缺权利	联盟席位、赛事、艺人、媒体、场馆及赞助权利具有排他性	体育和现场娱乐很高

壁垒	表现	相对强度/影响
渠道和分销	搜索、移动应用、OTA、企业差旅和票务入口需要持续获客投入	中小独立企业较弱
规模经济	全球营销、IT、收益管理、保险、采购、合规和支付可分摊	平台、品牌和大型运营商较强
人才和运营能力	收益管理、场馆安全、赛事组织、酒店服务和多地运营难以快速复制	中等；对大型复杂设施较高
会员与忠诚	积分、季票、会员、球迷社区和多目的地网络提高转换成本	可显著降低获客和需求波动

进入壁垒与退出壁垒并不对称。平台和旅行中介可较快增加产品，但需长期补贴获客、信任和支付能力；大型设施难以进入，也难以退出，专用资产在需求下滑时可能缺乏替代用途。加盟和转换降低品牌扩张的资本要求，却将改造资本和经营风险转移给业主或加盟商。

6.3 竞争方式

价格竞争并非行业唯一维度。酒店和平台竞争包含价格、库存、取消条件、忠诚权益、搜索排序和直销体验；主题公园、景点和赛事竞争的是独特内容、便利、安全、排队时间、场馆质量和附加体验；健身竞争包括价格、位置、设备、营业时段、社区和会员体验；旅行运营商竞争供应商配额、线路设计、服务和破产保护。

表 17 主要竞争维度

竞争维度	表现	风险含义
价格与收益管理	动态 ADR/票价、促销、套餐和会员价	提高单位收入；价格透明和消费者反感风险
品牌与体验	IP、赛事质量、服务、安全、设施和目的地独特性	支持溢价和复购；需持续投入维护和更新
渠道与数据	直销、OTA、票务、搜索、评价、CRM 和忠诚计划	降低获客或扩大网络；平台依赖和隐私风险
规模与成本	采购、营销、技术、保险和后台共享	增强抗冲击和合规能力；规模复杂度上升
位置与网络	优质地段、交通连接、多目的地和场馆组合	稀缺性强；地点不可迁移和灾害集中
合同与权利	媒体、赞助、特许、管理、加盟、赛事和艺人合同	提高可见性；续约、最低保证和对手方风险
速度与创新	新产品、AI、移动票证、沉浸式体验和跨品类组合	提升转化和效率；技术投资和系统风险

监管会改变竞争规则。欧盟 DMA 自 2024 年 11 月要求 Booking 允许酒店在其他渠道提供更优价格和条件，并向商业用户提供数据访问；美国 FTC 规则要求住宿和现场票务提前展示强制费用总价（[9]、[12]）。这些措施提高价格可比性和直销空间，也削弱依赖后置收费或平价条款的竞争策略。

6.4 行业整合与退出

行业整合主要沿四条路径发生：酒店品牌通过加盟、管理合同、品牌并购和转换扩大系统；平台通过品类扩展、技术和商户支付提高交易深度；现场娱乐通过艺人、场馆和票务的纵向整合形成规模；重资产设施通过并购或资产出售优化目的地组合。整合通常并不意味着所有经营风险集中到收购方，酒店品牌和加盟体系尤其会把物业资本留在分散业主层面。

退出方式取决于资产专用性。旅行社和数字平台可缩减市场或产品，但要处理客户资金、退款和数据；酒店可转换品牌、改作其他住宿或出售物业；健身和小型娱乐设施可关闭门店但仍承担租赁；主题公园、场馆和滑雪资产退出周期长，可能涉及土地、环境、公共特许和社区影响。高退出壁垒使供给在需求下降初期不易快速收缩。

历史上，Thomas Cook 2019 年破产和 2020—2022 年疫情暴露旅行运营商预收款、供应商依赖和破产保护机制的缺陷。欧盟 2026 年修订套餐旅游规则明确退款、凭证、投诉和破产保护，意味着退出或重组成本更透明但合规负担也上升（[13]）。短租市场则同时出现平台增长和城市登记/限制强化，供给扩张受到住房和居民接受度约束（[25]、[11]）。

截至 2026 年 8 月 7 日，没有足够的公开原始数据证明全球行业正在形成统一的跨板块寡头结构。更准确的结论是：本地资产和服务高度分散，品牌、平台、赛事权利和全球渠道在各自子市场呈现较高集中。企业风险分析应同时观察“资产所有权集中度”和“客户入口/权利集中度”，二者可能方向相反。

第 7 章 行业经济性、盈利与现金流特征

本行业没有统一的会计收入模式。相同的消费者支出可能分别由酒店业主、品牌管理人、平台、票务商、场馆、赛事权利方或旅行组织者确认；加盟系统销售、平台 Gross Bookings、票房总额和游客总支出均不能直接等同于企业营业收入。经济性分析因此必须先识别合同主体、库存风险、退款责任和资产所有权，再比较利润率和现金流。前文已建立的商业模式分类继续适用，本章重点分析其财务后果。

7.1 收入模式与稳定性

7.1.1 酒店、度假区和场所型资产

自有或租赁酒店、主题公园、滑雪场和场馆以实际入住、入园、入场或设施使用确认收入，价格与数量共同驱动营业额。客房、座席、场次和雪季日不可储存，未售容量在服务窗口结束后永久损失；旺季收入通常需要覆盖全年折旧、维护、租金、保险和最低人员配置。酒店 ADR 和景点票价可动态调整，但在需求骤降时，降价往往不能完全恢复出行意愿，反而可能损害长期价格体系。

酒店品牌集团的收入稳定性通常高于单体业主。管理费和加盟费多与业主客房收入、房间数量或系统销售挂钩，品牌商不直接承担全部物业折旧、能源和一线人工；但其费用收入仍会通过 RevPAR 下降、项目延迟、业主违约或系统退出受到影响。Marriott、Hilton 和 Hyatt 在 2026 年最新季度仍报告正 RevPAR 及客房净增长，说明资产轻收费模式在常态环境中兼具周期暴露与扩张性费用收入（[42]、[17]、[43]）。

7.1.2 平台、代理与旅行组织

OTA 和短租平台主要采用代理佣金、商户净价、广告及支付服务等模式。代理模式通常只确认佣金；商户模式可能先向旅客收款、再按合同向住宿或其他供应商结算。Gross Bookings 反映平台撮合交易规模，不代表平台可留存收入。平台的经常性并非来自长期合同，而来自双边网络、重复预订、搜索流量、忠诚计划和供应覆盖；需求恢复时具备较强经营弹性，但营销竞价、搜索规则、退款和监管变化可迅速侵蚀利润。Expedia 截至 2026 年第一季度披露的过去十二个月经营现金流和自

由现金流分别为 39.31 亿和 37.47 亿美元，显示成熟平台可形成较强现金转换；但该数据是单一上市样本，不能表述为全球平台行业水平（[44]）。

旅行运营商和套餐组织者可能在出发前数月收取定金或全款，同时预付航空、酒店及地接供应商。表面上的正营运资金并不等同于低风险：当出行取消、供应商破产或监管要求退款时，预收款会转化为短期现金索取权。欧盟 2026 年修订的旅行套餐规则强化退款、代金券和破产保护要求，使旅行组织者需要更明确地隔离或保障客户资金（[13]）。

7.1.3 会员、季票、赛事与现场娱乐

健身会员、主题公园年卡和滑雪季票通过自动续费、预售或跨期确认提高收入可见度。其稳定性取决于新增会员、流失、实际使用强度和价格接受度，而非仅取决于期末会员数。Planet Fitness 在 2026 年第一季度拥有约 2,150 万会员，但因旺季净新增低于计划而将全年同店销售预期由 4%—5% 下调至约 1%，并暂停计划中的高阶会员涨价，说明订阅模式能够平滑收入，却不能消除获客、留存和定价风险（[45]）。

现场娱乐和体育赛事通常在演出或比赛发生时确认主要收入，预售票款在此之前列为合同负债或客户资金。艺人、联盟、场馆和票务平台之间的分成决定会计收入与票房总额的差异。Live Nation 截至 2026 年 6 月底的活动相关递延收入达到 64 亿美元，同比增长 25%；该指标支持后续活动量，但其中大部分对应未来履约义务，并非可任意用于偿债或扩张的自由现金（[46]）。

7.1.4 季节性、价格与组合

本行业的收入周期同时受自然季节、学校假期、赛事日历、商务活动和节庆安排影响。2025 年欧盟 31.1% 的旅游住宿夜集中于 7—8 月；克罗地亚同期占比达 54.5%，而马耳他仅 21.9%，说明季节性并非统一行业参数，而是目的地和产品组合变量（[47]）。企业分析应至少拆分旺季贡献、国内 / 国际客源、商务 / 休闲、会员 / 单次付费、直接 / 第三方渠道和自有 / 加盟资产。

7.2 成本结构

成本可分为设施固定成本、业务量相关变动成本和短期内难以下调的半固定成本。自有酒店、景点、场馆及滑雪资产通常承担折旧、租金或土地成本、维保、最低能源负荷、保险和最低安全人员配置；客流下降时这些成本不会同比下降。艺人及赛事分成、支付手续费、OTA 佣金、客用品、餐饮原料和部分临时人员更接近变动成本。核心成本并非只有会计费用，还包括维持牌照、安全和品牌标准所需的持续资本开支。

表 18 主要成本项目及成本属性

成本项目	主要内容	成本属性	主要暴露板块	转嫁与风险特征
人工	一线服务、安全、清洁、教练、技术与后台人员；旺季需临时工	半固定 / 变动	酒店、景点、场馆、健身	工资与最低配置通常难以即时转嫁
能源与公用事业	空调、热水、照明、制冷、造雪、缆车及大型设施	半固定	酒店、主题公园、滑雪	可通过房价或票价部分转嫁，但存在时滞
租赁、折旧与维护	物业、设备、场馆、游乐设施和 IT 系统	固定	重资产运营商	利用率下降时经营杠杆显著
获客和渠道	搜索竞价、品牌广告、OTA / 票务佣金、忠诚积分	变动 / 半固定	平台、酒店、旅游中介	竞争加剧时即使需求下降也可能保持高位

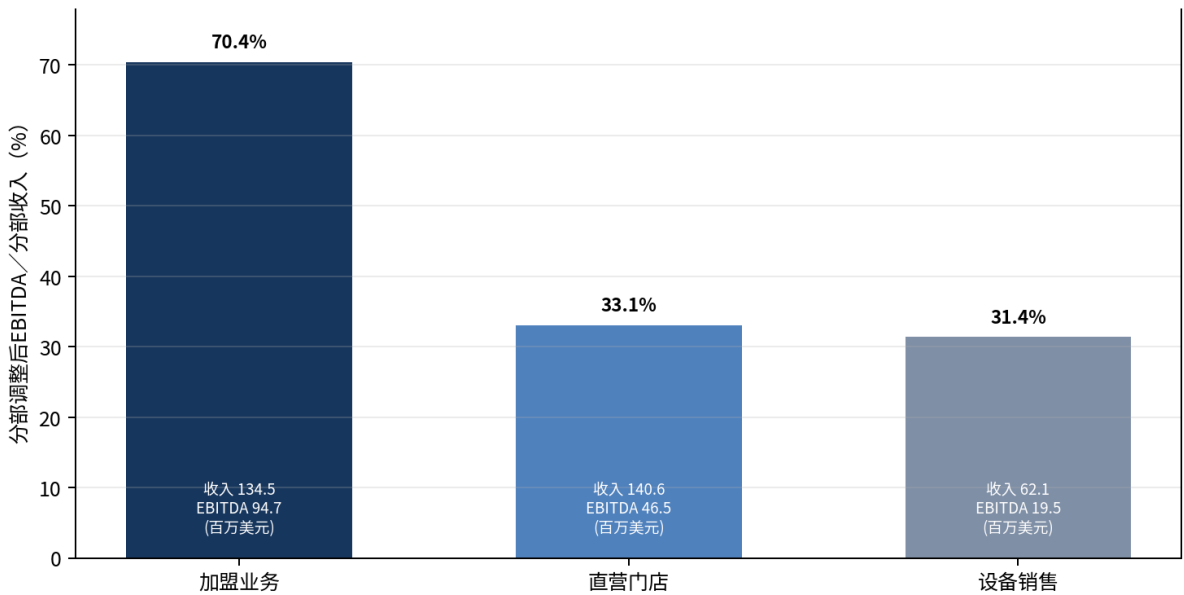
成本项目	主要内容	成本属性	主要暴露板块	转嫁与风险特征
权利与分成	艺人、联盟、球队、版权、场馆和供应商结算	变动 / 合同固定	赛事、现场娱乐、套餐	合同保底会将变动成本转化为固定风险
保险与合规	责任险、财产险、网络、退款保障、安全、数据和劳动合规	固定 / 阶梯式	全部板块	高风险地区 and 事件后续保费可快速上升
融资	抵押贷款、租赁负债、债券、项目和加盟商融资	固定 / 浮动	重资产、加盟商、平台	利率上行与再融资窗口收窄通常难以转嫁

平台和品牌集团的成本结构更轻，但并非“无固定成本”。云服务、支付、网络安全、研发、产品团队、客户服务和品牌营销形成持续投入；旅行平台尤其需要在搜索和应用渠道中维持流量。现场娱乐的艺人分成和场地支付随活动变化，但预订档期、保底承诺和场馆建设会形成跨期风险。健身加盟总部可获得高毛利特许费，同时设备销售和直营门店会拉低综合利润率并增加库存与资本需求。

7.3 利润率和盈利波动

不存在可验证的全球统一毛利率或 EBITDA 利润率。公司间会计口径差异尤其明显：酒店品牌集团的收入包含或排除成本报销项目；平台可能按代理或商户模式确认净额或总额；赛事企业的艺人、场馆和票务分成会改变收入基数；非 GAAP 调整后 EBITDA 定义也不同。因此，本报告只使用可观察企业样本说明商业模式机制，不将样本均值称为行业平均。

图 11 轻资产加盟与重资产直营的可观察盈利差异 (Planet Fitness, 2026 年第一季度)



来源：Planet Fitness，2026 年第一季度业绩；分部收入与 Segment Adjusted EBITDA ([45])；ApexInsight 计算。单位：百万美元、%。地域：公司全球系统，但财务分部以公司合并口径为准。

核心结论：同一品牌体系中，加盟分部的可观察调整后 EBITDA / 收入明显高于直营门店和设备销售，说明资产、人员及设备风险由总部向加盟商转移可提高总部利润率，但并不消除系统层面的融资和门店经营风险。

Planet Fitness 加盟分部 2026 年第一季度调整后 EBITDA / 分部收入约 70.4%，直营门店约 33.1%，设备销售约 31.4%。这些比率受全国广告基金收入和费用、分部口径及非 GAAP 调整影响，不能与酒店或平台利润率直接比较；其价值在于展示轻资产收费与自营资产的风险分配。

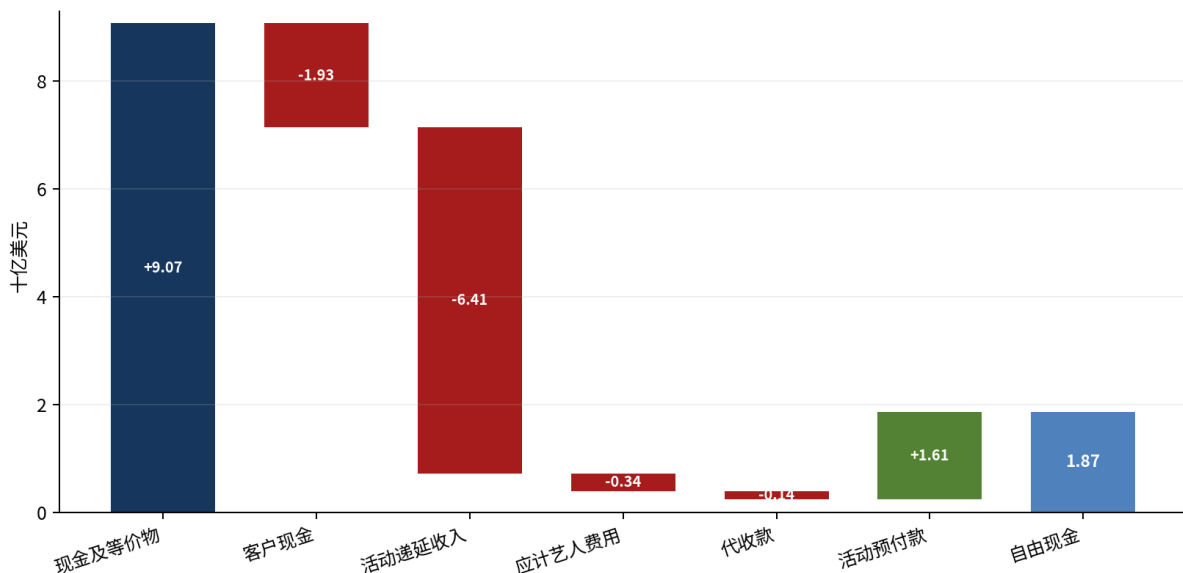
酒店资产轻集团的费用收入通常较稳定，但利润率会受品牌投资、忠诚计划、合同投入和业主激励影响。2026 年第一季度 Marriott 调整后 EBITDA 为 13.98 亿美元，同比增长 15%；Hyatt 预计 2026 年总费用收入 13.05 亿—13.35 亿美元。上述数据反映大型品牌商的规模和资产轻转型，不代表酒店物业业主的利润率（[42]、[43]）。

现场娱乐具备较高收入规模但利润率通常低于纯平台或特许经营，因为大量票款会支付给艺人、场馆和合作方。2026 年第二季度 Live Nation 收入 76.67 亿美元、调整后营业利润 8.17 亿美元，简单比率约 10.7%；该比率不是 EBITDA 利润率，且受演出季节性、会计抵销和业务组合影响（[46]）。中小场馆、独立旅行社、单体酒店和地方健身房缺乏可比公开财务，是本报告仍需保留的重要数据缺口。

7.4 营运资金与现金转换

本行业经常出现“先收款、后履约”的正营运资金结构：酒店预订保证金、赛事票款、会员年费、滑雪季票、旅行套餐定金和平台商户收款均可能在服务发生前形成现金流。然而，客户资金、活动递延收入、供应商应付款和退款义务使银行账面现金高估可用流动性。企业信用分析应将客户资金、受限现金和未履约合同负债从自由现金中剔除。

图 12 票务与活动预收款不等于可自由支配现金（Live Nation，2026 年 6 月 30 日）



来源：Live Nation 2026 年第二季度业绩披露（[46]）；ApexInsight 按公司“Free Cash”定义重构。单位：十亿美元。

核心结论：90.72 亿美元现金及等价物在扣除客户现金、活动递延收入、艺人费用和代收款并加回活动预付款后，自由现金约 19.34 亿美元；预售提高流动性可见度，也同步形成集中退款和履约风险。

酒店和景点通常没有制造业意义上的大量库存，但餐饮、商品、客用品和备件会占用资金；其更重要的“库存”是时间化容量，无法结转到下一期间。OTA 和旅行社可能同时持有旅客应收、信用卡结算款、供应商应付和退款准备，支付处理时点及拒付会影响现金转换。大型企业可以依靠支付网络和多地区结算平滑波动，中小旅行组织者则可能因退款集中、保证金和供应商预付款形成流动性缺口。

赛事和季节型业务的现金流通常在旺季前改善、活动发生后回落。使用年末或单季资产负债表判断流动性可能失真，应至少观察十二个月月度或季度趋势，并区分经营现金、客户资金和受限现金。

7.5 资本密集度与自由现金流

资本强度呈明显双峰：酒店品牌、OTA、票务和加盟总部可以相对资产轻；自有酒店、主题公园、滑雪度假区、体育场和综合目的地则需要长期土地、建筑、游乐设备、缆车、造雪、安防和信息系统投入。资产寿命较长并可提供抵押价值，但需求与技术变化、极端天气、所在地监管和改造标准也可能造成资产搁浅。

维持性资本开支不能仅按折旧替代。高使用强度设施需要持续安全检查、翻新和设备替换；大型度假区还必须通过新增体验维持到访和价格能力。Live Nation 预计 2026 年资本开支 11 亿美元，其中 8 亿美元用于场馆扩建和提升，约 2 亿美元由合资伙伴、赞助及其他来源提供；这体现合作融资可降低现金负担，但建设延期、成本超支和开业爬坡仍由项目参与者承担 ([46])。

资产轻模式同样存在“合同资本”。酒店品牌商可能向业主提供合同投资、保证或关键资金以获得长期管理和加盟合同；平台需要持续软件、数据、网络安全和产品开发支出。会计上计入费用的技术与获客投入可能具有多年经济寿命，因此简单使用账面资本开支会低估平台的实际再投资需求。

自由现金流最容易在需求下降、资产改造周期与再融资高峰重叠时恶化。重资产运营商可暂缓扩张资本开支，但安全、维护和牌照性投入不可长期削减；过度推迟维护会提高事故、停业和品牌损害风险。

7.6 杠杆和融资特征

酒店、场馆和度假资产常使用抵押贷款、商业地产融资、项目贷款、CMBS、公司债和租赁融资；平台和品牌集团更依赖无抵押债券、循环信贷及资本市场。加盟体系中的总部和门店融资必须分开：总部可能保持资产轻和高利润率，而加盟商承担选址、装修、设备和租赁负债，系统增长因此依赖第三方资本可得性。

行业常见脆弱点包括：浮动利率债务、短期到期集中、以高景气期 EBITDA 测算的契约空间、物业估值下降、外币债务与本土收入错配、租赁负债未被传统杠杆指标充分反映，以及客户预收款被误当作自有流动性。2026 年第二季度 Hilton 发行 10 亿美元、票息 5.5%、2031 年到期的优先票据，说明大型资产轻品牌仍持续使用资本市场；中小业主和单一资产运营商的融资成本通常更高且更依赖当地银行和物业估值 ([17])。

压力期内，融资风险通常先于会计亏损充分显现：预订放缓削弱现金流可见度，贷款人下调物业估值和预测，新增抵押率降低，随后再融资与契约压力上升。具备未抵押资产、长期债务、充足现金、资产出售能力和多元费用收入的企业具有更强缓冲。

第 7 章结论 | 行业经济性不能用单一利润率概括。资产轻收费、会员预售和平台网络可提高正常期现金转换，但重资产固定成本、客户资金义务、季节性再融资依赖决定了压力期的非线性损失。

第 8 章 周期性、历史压力期与风险传导

8.1 行业周期来源

行业需求同时受经济周期、流动周期和事件周期驱动。GDP 和实际可支配收入影响家庭可选消费；消费者信心、失业预期和金融资产价格影响提前预订和高端消费；利率影响酒店、场馆和加盟门店的投资与再融资；汇率改变目的地相对价格及企业报表换算；航空运力、签证和交通中断决定国际客源能否到达。天气和赛事日历则可能在宏观稳定时造成局部低谷。

需求弹性并非同质。高端度假、国际长途和大型活动可能受财富效应和交通成本影响；经济型酒店、探亲访友和本地健身具有不同韧性；商务和会展需求受企业预算、远程协作及行业活动周期影响。会员和季票可延后收入下降，但当续约季到

来时，流失会集中显现。酒店 ADR 或票价在早期可通过稀缺日期和收益管理保持，入住率或客流通常先行下降，随后价格和附加消费承压。

资产周期与需求周期可能错位。酒店和场馆从规划到投运需要多年，项目在高景气期启动、低景气期交付会造成局部供给过剩；高利率可限制新供给并支持既有资产价格能力，却同时提高业主融资和资本开支压力。

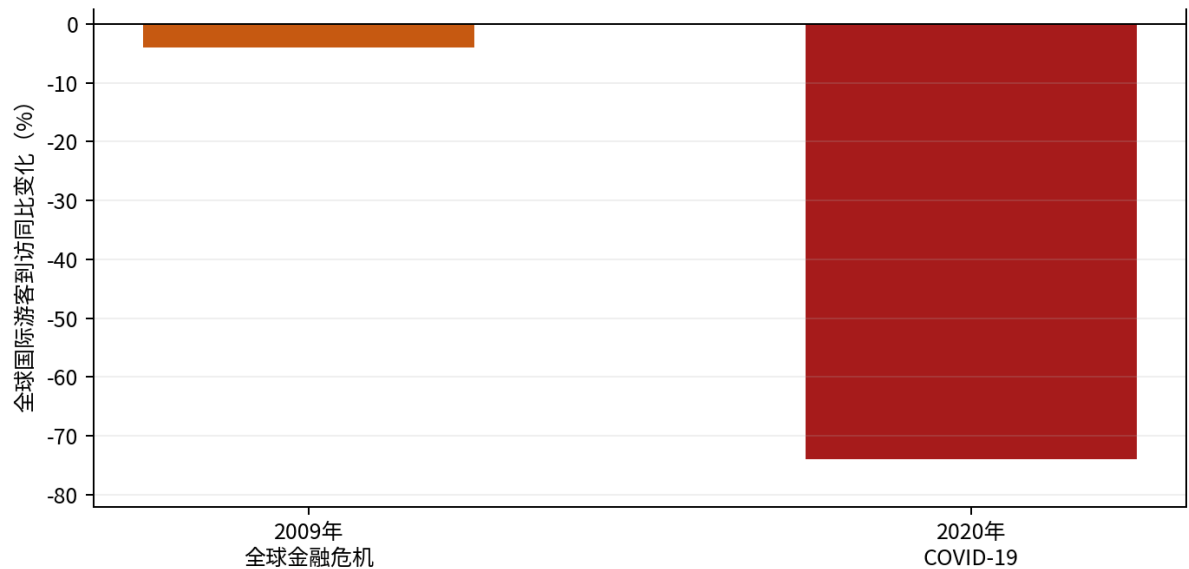
8.2 关键历史压力期

表 19 代表性历史压力期及结构性含义

压力期	需求与运营冲击	盈利 / 现金与融资影响	分化与缓冲	结构性含义
2001—2003：恐袭、航空安全与 SARS	国际和城市旅行、航空连接及大型活动快速收缩；亚洲 SARS 冲击更集中	价格不足以弥补客流下降，安全与卫生成本上升	现金储备、国内客源和低固定成本企业恢复更快	事件风险具有地域集中和信心传导特征
2008—2009：全球金融危机	国际游客到访 2009 年约下降 4%，商务、会展和高端消费明显承压	ADR、入住和附加消费下降；融资紧缩放大物业压力	需求跌幅显著低于 2020 年，部分大众和国内休闲更具韧性	典型宏观周期压力，而非全面停业
2019：Thomas Cook 破产	旅行组织者倒闭导致旅客滞留、供应商应收及退款压力	英国政府组织约 15 万人返运；相关公司负债估计约 90 亿英镑	客户资金保护、供应商多元化和实时暴露管理成为关键	预收款和低利润旅行组织模式存在流动性尾部风险
2020—2022：COVID-19	边境关闭、场馆停业和出行限制使多板块收入短期接近归零	全球国际游客到访 2020 年下降 74%；现场娱乐和城市酒店损失最重	国内户外休闲、短租及数字渠道较早恢复；政府支持和资本市场融资重要	行业最具代表性的系统性压力期
2022—2025：通胀、利率与劳动力短缺	被压抑需求释放支持价格，但工资、能源、保险和融资成本上升	名义收入改善不一定转化为真实客流和利润率；资产交易与新建承压	品牌、动态定价、低供给增长和资产轻模式缓冲	成本和资本周期压力取代停业风险
2026：中东冲突、空域与区域需求扰动	全球航空 RPK 在 6 月下降 1.7%，中东下降 13.9%，国内中国、美国和日本亦下降	受影响目的地与长途连接承压，但欧洲、非洲和拉美仍增长	地区多元和国内需求可减缓冲击	最新证据显示行业景气与地缘风险可同时存在

8.3 历史峰谷表现

图 13 不同危机的全球旅游需求冲击强度

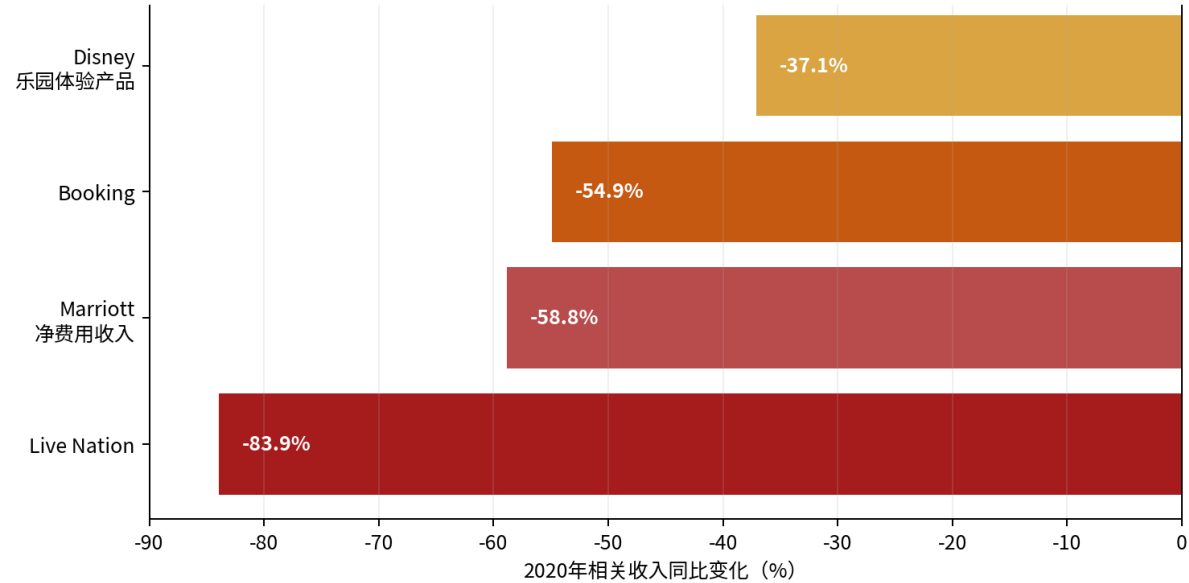


来源：UN Tourism，2009 年和 2020 年国际游客到访变化 ([8])；单位：%。全球。

核心结论：宏观衰退造成的 2009 年跌幅约 4%，而公共卫生和边境限制使 2020 年跌幅扩大至 74%，说明行业尾部损失主要由可达性和行政停业而非一般价格弹性决定。

2020 年的全球冲击不能作为常态周期参数直接外推，但它揭示固定容量、预收款和现金流的极端敏感性。行业在 2024 年恢复至疫情前全球到访水平，2025—2026 年继续增长但区域分化扩大；恢复速度因国内客源、边境政策、航空运力和资本结构而不同 ([22]、[20]、[14])。

图 14 COVID-19 压力期可观察企业样本收入峰谷差异



来源：Marriott 2020 Form 10-K ([48])；Booking 2020 Form 10-K ([49])；Live Nation 2020 Form 10-K ([50])；Disney FY2020 Form 10-K ([51])；ApexInsight 计算。单位：同比%。

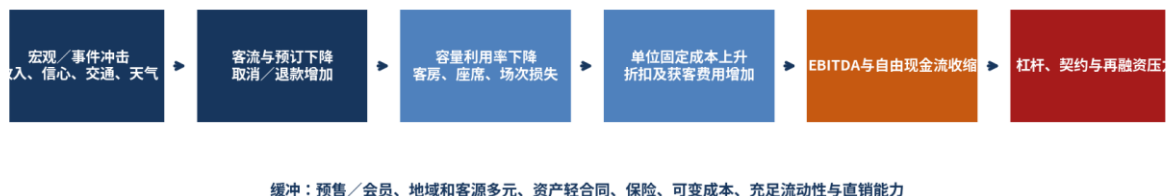
核心结论：现场活动收入跌幅最大，酒店费用与在线旅行平台也下降超过一半；拥有媒体、消费品或其他业务的集团分部跌幅较小。样本差异来自停业强度、收入确认和业务组合，不是全球行业平均。

样本中，Live Nation 2020 年收入同比下降约 83.9%；Booking 收入下降约 54.9%；Marriott 净费用收入下降约 58.8%；Disney 乐园、体验与产品板块收入下降约 37.1%，且该板块营业利润由约 67.58 亿美元转为约 0.81 亿美元亏损。集团级别的多元业务和政府支持并不能替代板块现金流分析。

Thomas Cook 事件说明，在没有全行业需求崩溃的情况下，旅行组织者也可能因低利润、债务、供应商付款和客户资金义务发生流动性失败。英国破产管理资料显示，2019 年相关清盘公司估计负债约 90 亿英镑，英国政府在两周内返运超过 15 万名旅客 ([52])。

8.4 风险传导机制

图 15 休闲、体育、酒店与旅游行业的定制化风险传导链



来源：ApexInsight 基于前文商业模式分析、历史压力期及公司披露整理 ([8]、[48]、[49]、[50]、[51]、[52])。

核心结论：风险从可达性和需求进入，先压低不可储存容量利用率，再通过固定成本和退款义务放大利润及现金流压力，最终传导至杠杆、契约和再融资。

酒店的典型路径是：宏观或交通冲击导致预订窗口缩短和入住率下降，收益管理先以折扣保量，RevPAR 下降后业主经营利润和债务偿付覆盖率收缩，物业估值和再融资能力随之下降。品牌商的费用收入下降通常较缓，但业主投资减少会削弱未来管线和系统增长。

赛事和现场娱乐的典型路径是：活动延期或取消触发票款退款，艺人、场馆和供应商结算产生现金需求，递延收入减少而固定场馆成本持续；若同期票务或营销监管提高，利润和流动性进一步承压。旅游平台的路径则更多通过预订量、取消率、营销效率、商户支付和退款准备传导。

短租、滑雪和目的地景点还存在地点风险：山火、洪水、雪况、极端高温、社会抗议或签证变化可使单一目的地资产在全球需求仍增长时显著恶化。

8.5 缓冲机制

- 预售、季票、会员和长期赞助提高短期收入可见度，但必须扣除退款和履约义务后评价流动性。
- 管理、加盟、许可和平台模式降低物业及设施资本需求，但将风险部分转移给业主、加盟商和商户；系统风险仍会反向影响总部费用。
- 国内与国际、商务与休闲、高端与经济型、城市与度假目的地的组合可降低单一需求源波动。
- 直销、忠诚计划和多平台分销降低对单一搜索、OTA 或票务渠道的依赖。

- 可变人员安排、艺人 / 场馆分成和供应商结算条款提高成本弹性；保底合同会削弱该缓冲。
- 保险、未抵押资产、长期债务、循环信贷和受限使用的客户资金隔离可降低事件后的流动性和法律风险。
- 安全、卫生、网络和业务连续性投资可缩短停业时间，但其有效性取决于事件类型和地域覆盖。

第 8 章结论 | 行业的常态周期性为中等，但尾部事件暴露高。一般衰退通常表现为客流、价格和利用率逐步下降；边境关闭、公共卫生、空域或重大安全事件则可能使收入非线性下降。该差异支持 GISR 3，而不是把 2020 年极端损失机械等同于常态高风险。

第 9 章 技术、监管、政策与替代风险

9.1 技术变化

行业技术创新主要作用于搜索、预订、收益管理、客户身份、场馆运营和后台自动化，而非像制造业那样由单一生产技术替代全部资产。云化物业管理系统、移动入住、数字钥匙、无接触支付、动态票价、需求预测、会员画像和自动客服可提高利用率与人效；同时，系统中断、数据泄露、算法歧视和错误定价会直接影响交易、声誉和监管责任。

人工智能正在改变内容生成、行程规划、搜索入口、收益管理和欺诈识别。对酒店和景点，AI 可降低客服与营销成本并提高转化；对 OTA 和旅游中介，生成式搜索或智能代理可能绕过传统网页流量并重新分配佣金；对体育和现场娱乐，个性化定价和数字内容可增加变现，但也可能引发透明度和公平争议。欧盟 AI Act 第 50 条透明义务自 2026 年 8 月 2 日起适用，涉及与自然人交互、深度伪造及 AI 生成内容的披露；跨境平台需将 AI 治理纳入产品上线和供应商管理（[53]）。

酒店和体育设施的核心实物资产仍有较长寿命，但数字接口的更新更快。老旧场馆、锁具、支付终端和物业系统可能因网络安全、无障碍或数据标准升级需要追加资本开支。技术投资若不能与前台运营和员工培训结合，可能增加复杂性而不降低成本。

9.2 产品或商业模式替代

表 20 产品与商业模式替代路径

替代路径	潜在冲击	缓释或互补机制
线上娱乐、流媒体和游戏	替代部分观赛、演出和家庭娱乐时间	线下现场体验、社交和稀缺赛事仍难完全复制；数字内容亦可扩大粉丝和赞助收入
居家健身和数字课程	替代低频健身会员和部分训练服务	器械、社交、空间和低价会员保留吸引力；混合会员可提高黏性
短租与传统酒店	家庭、长住和非核心城市住宿可互相替代	酒店的服务、标准、会议和忠诚体系形成差异；短租监管会改变相对供给
直销与 OTA / 旅行社	品牌 App、搜索和 AI 代理可能减少传统中介	中小供应商仍需要平台流量、支付、国际分销和客服
虚拟赛事 / 混合活动	降低部分商务会展和小型活动出行	大型体育、娱乐和目的地体验的现场价值较强
共享与租赁设备	降低体育用品和部分设施购买需求	对本报告运营服务可能扩大参与而非纯负面

替代风险的关键不是消费者是否完全停止线下活动，而是渠道和价值捕获位置是否改变。大型酒店品牌可能通过忠诚计划提高直销，OTA 则通过更广供应和支付服务维持价值；体育联盟可将媒体、博彩外的数字互动和现场票务组合，独立场馆若缺乏内容和数据则议价能力较弱。

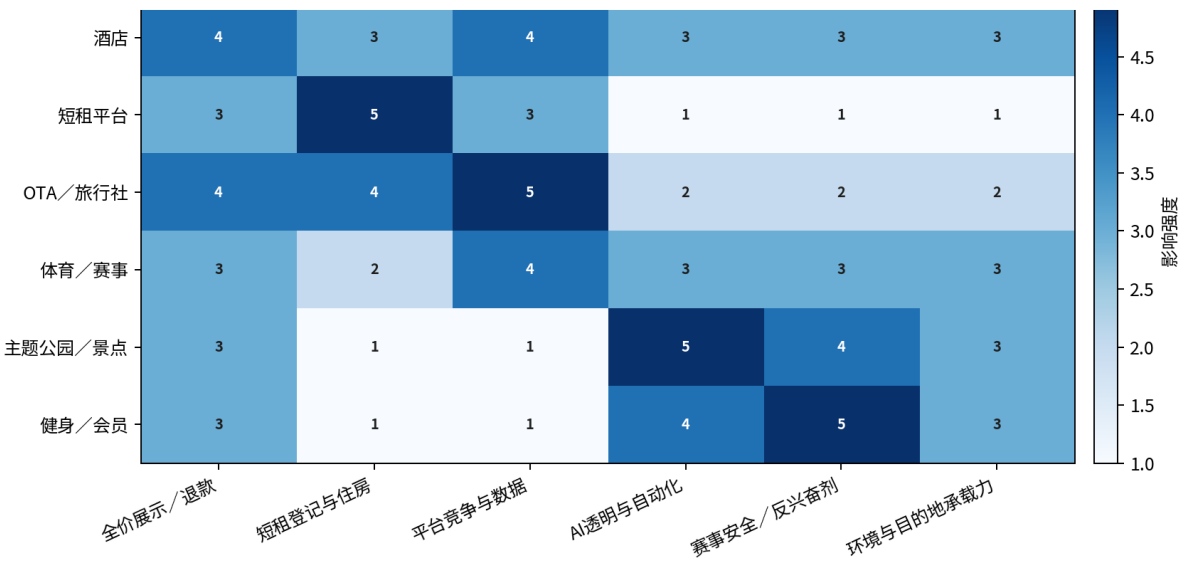
9.3 监管和政策

监管呈多层、地方化和商业模式特定的特征。消费者价格透明、旅行退款和票务规则直接影响收入确认与现金；短租登记和住房政策影响供给；平台竞争和数据规则影响渠道佣金及直销；场馆安全、食品卫生、反兴奋剂和体育诚信影响牌照及赛事资格；劳动、无障碍和环境规则提高运营与资本开支。

表 21 主要监管领域及经营传导

监管领域	最新规则 / 标准	经营和信用传导	来源
美国酒店 / 短租 / 现场票务全价展示	FTC 不公平或欺骗性费用规则自 2025-05-12 生效	要求更早展示总价；降低后置费用灵活性，违规可能带来执法和退款成本	[9]、[10]
欧盟短期住宿数据与登记	Regulation (EU) 2024/1028 自 2026-05-20 适用	平台需支持登记号码和数据共享；提高合规成本，也可能压缩未登记供给	[11]
欧盟在线旅行平台竞争	Booking.com 作为 DMA gatekeeper 承担合规义务	平价条款、数据和商户关系调整可能提高酒店直销选择，但平台产品和系统成本上升	[12]
欧盟旅行套餐保护	Directive (EU) 2026/1024 修订退款、代金券和破产保护	旅行组织者需更强资金保障和供应商风险管理；可能提高进入门槛	[13]
欧盟 AI 透明义务	AI Act 第 50 条自 2026-08-02 适用	聊天机器人、合成内容和自动交互需要透明设计、记录和供应商治理	[53]
国际体育反兴奋剂	WADA 2026 禁用清单自 2026-01-01 生效	联盟、赛事和运动员支持体系需年度更新检测、教育和医疗豁免流程	[54]
活动可持续管理	ISO 20121:2024 适用于各类活动组织	采购、利益相关方、人权、环境和活动遗产管理趋于体系化；认证和改造成本对中小主体更重	[55]

图 16 主要监管议题对不同商业模式的结构性影响强度（1=低，5=高）



来源：ApexInsight 基于监管适用范围和商业模式暴露进行结构化判断（[9]、[10]、[11]、[12]、[13]、[53]、[54]、[55]、[56]）。该评分用于相对比较，不是监管处罚概率。

核心结论：短租平台对住房与登记规则、OTA 对平台竞争与数据、体育赛事对安全和反兴奋剂、景点与酒店对环境及承载力的暴露更高；合规风险不能用统一行业平均覆盖。

9.4 合规成本及监管不确定性

合规成本既包括许可证、审计、保险、系统改造和专业人员等固定投入，也包括每笔交易的数据报送、支付核验、退款和客户服务成本。大型平台和连锁品牌可在广泛交易量上摊薄固定成本，并将部分要求嵌入标准合同；中小企业可能因此退出或转向平台，反而提高渠道集中。

地方规则差异是主要不确定性。短租许可、旅游税、营业时间、噪声、住房用途、场馆容量和消防标准可能在城市层面变化；同一平台需要识别物业地址和活动地点，而不是仅按企业注册地判断。目的地承载力和居民反对还可能通过限制新牌照、提高税费、缩短营业期或暂停开发传导至供给和资产价值。

安全和诚信事件具有高尾部损失。重大踩踏、设施事故、食品安全、数据泄露、操纵比赛或兴奋剂违规可导致赛事取消、牌照暂停、赞助撤回和诉讼。ISO 20121:2024 强化活动的社会、环境和利益相关方管理，但标准全文受版权保护，本报告只使用公开摘要，不复制受保护条款 ([55])。

联合国统计委员会于 2024 年采纳旅游可持续性衡量统计框架，使行业环境、社会和经济影响具备更统一的测量方向；目前各国落地程度不一，短期内仍不能形成可直接比较的全球企业级评分 ([56])。

第 9 章结论 | 技术总体是效率和收入管理工具，同时会重构搜索入口和数据责任；监管从单纯牌照扩展到价格透明、平台竞争、客户资金、AI、短租住房、体育诚信和目的地承载力。大型规模可摊薄成本，但集中平台也成为监管重点。

第 10 章 供应链、贸易与地缘风险

10.1 关键投入

本行业不是典型原材料加工行业，但运营依赖多类不可替代投入：具备服务和安全资质的劳动力；电力、燃气、水和燃料；清洁、食品、客用品与商品；游乐设备、缆车、健身器材、票务闸机和酒店系统；云、支付、身份和网络服务；可用场地、土地、牌照及交通连接；以及艺人、赛事、媒体和品牌权利。任何单一投入中断都可能令服务容量无法销售。

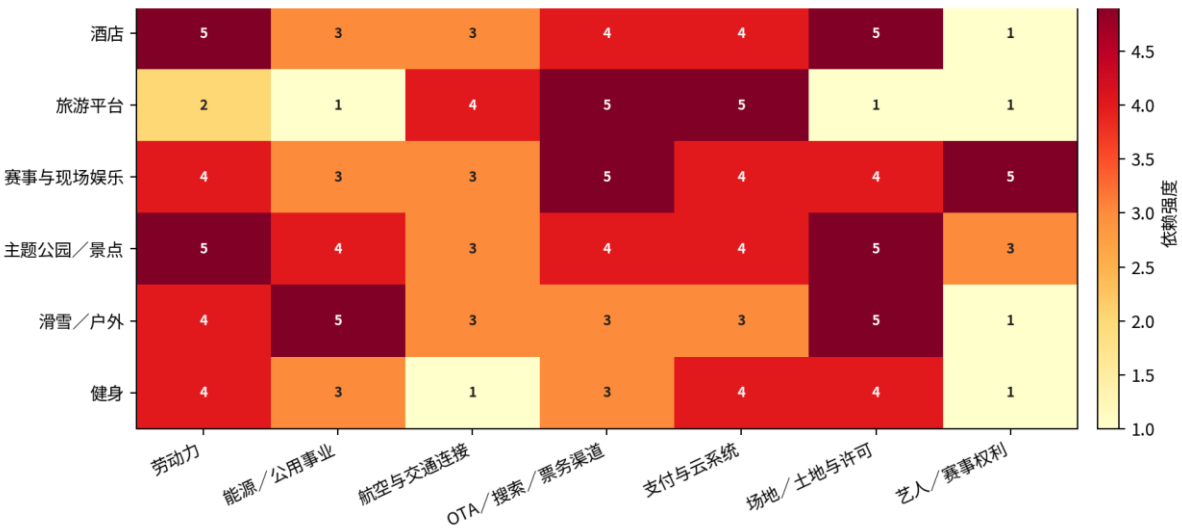
劳动力是最广泛的约束。酒店、餐饮附属服务、景点和场馆需要在夜间、周末和旺季快速扩充人员，自动化只能替代部分后台和标准化任务。安全、维修、教练和赛事运营需要经验与认证，人员短缺可能迫使企业关闭部分容量，而不仅是提高工资。

能源和天气高度相关。酒店需要持续空调和热水，主题公园和场馆维持照明与设备，滑雪运营依赖低温、降雪和造雪能源。能源价格可以通过房价和门票部分转嫁，但客户可能同时面对更高交通成本，从需求端抵消提价。

10.2 供应集中度

供应集中主要存在于渠道和技术，而非单一全球原材料。住宿分销依赖少数大型 OTA、搜索和支付网络；大型现场活动依赖头部艺人、联盟、场馆和票务系统；云计算、物业管理和网络安全服务亦存在供应商锁定。供应商中断对资产轻平台的影响可以与实体设施停业同样直接。

图 17 关键投入与渠道依赖强度（1=低，5=高）



来源：ApexInsight 基于行业价值链、公司风险披露和监管材料形成的相对评估（[32]、[33]、[34]、[35]、[36]、[37]、[38]、[39]、[40]、[21]、[9]、[10]、[11]、[12]、[13]、[41]、[42]、[17]、[43]、[45]、[46]、[44]）。评分不代表市场份额或故障概率。

核心结论：酒店与景点对劳动力和场地依赖高，平台对渠道、支付和云系统依赖高，赛事对内容权利与票务依赖高；供应链韧性应按商业模式设计。

设备供应通常不是全球行业风险的主导变量，但大型游乐设施、缆车、安防设备和专业健身器材的认证、安装与维护周期较长。关键部件中断或制造商退出可能延长停机；存放大量备用设备并不经济，企业更依赖维护合同、备件和远程诊断。

10.3 下游和客户集中

面向个人消费者的企业表面上客户分散，但渠道和需求源可能高度集中。独立酒店可能大比例依赖少数 OTA；目的地酒店可能依赖一个或两个客源国和航空枢纽；场馆依赖少数球队、联盟或艺人；商务酒店依赖大型企业客户和会展日历；景点可能依赖旅行团或学校假期。客户数量分散不能替代客源、渠道和活动日历的集中度分析。

平台具有双边集中风险：大量小型住宿或活动供应商降低单一商户风险，但用户获取可能依赖搜索引擎、移动应用商店和支付网络。大型酒店和联盟可通过直销与忠诚计划提高议价能力，中小主体通常需要以佣金换取国际覆盖和支付能力。

10.4 国际贸易与跨境服务

本报告的国际贸易主要是人员跨境移动和服务出口，而非货物贸易。入境游客在目的地的住宿、景点和体育消费构成服务出口；居民出境支出构成服务进口。航空运力、空域、签证、边检、汇率、跨境支付和数据传输因此相当于行业的“物流基础设施”。航空公司本身被排除在行业边界外，但其容量和价格是关键外生投入。

关税对主营服务的直接影响有限，但会通过建筑材料、设备、食品、能源和商品销售影响成本。制裁和反洗钱规则可能限制特定旅客、赞助商、球队或支付；跨境结算中断会影响平台商户付款和退款。强势目的地货币会提高外国游客成本，却可能降低本地企业进口设备和外币债务负担，实际影响取决于客源和融资币种。

2026 年 6 月全球航空 RPK 同比下降 1.7%，中东下降 13.9%，说明地缘与空域冲击可在全球需求仍具基础韧性时造成区域服务贸易骤降；排除中东后，国际需求仍增长约 1.1%（[14]）。因此，全球总量不能替代目的地航线和客源国分析。

10.5 供应链韧性

- 渠道韧性：提高直销、忠诚会员、企业客户和多 OTA / 票务渠道比例，保留可迁移的客户数据和支付接口。

- 技术韧性：云和网络多区域部署、离线票务与门锁能力、备份支付、定期灾备和供应商退出计划。
- 人员韧性：关键岗位交叉培训、旺季劳动力池、合规资质台账及自动化辅助，而非单纯削减人员。
- 设施韧性：关键备件、预防性维护、备用能源、水和通信，以及对山火、洪水、高温、降雪和海岸风险的停业方案。
- 财务韧性：客户资金隔离、退款准备、供应商信用限额、长期债务、未使用授信和压力期最低现金规则。
- 地域韧性：分散资产、客源国、赛事日历和交通枢纽；单一目的地资产需更高保险和流动性缓冲。
- 合同韧性：明确不可抗力、取消、最低保证、数据责任和供应商替换权，避免所有风险集中在运营商。

库存缓冲对本行业作用有限，因为核心库存是时间化服务。真正的缓冲是替代渠道、备用系统、灵活人员、合同权利和现金，而不是增加客房或座席库存。对于设备和餐饮等实物投入，区域化和双重采购可以降低物流风险，但过多库存会增加损耗和营运资金。

第 10 章结论 | 行业的供应链风险主要体现为“可达性、渠道、人员、数字基础设施和内容权利”集中。航空、OTA、票务、支付和云服务不是全部被纳入报告的主营行业，却是关键外部单点。

第 11 章 全球区域差异

区域比较采用经营环境和行业结构，不重新生成国家风险评分。由于旅游、体育和住宿统计口径及数据期间不统一，本章优先使用官方客流、住宿和公司经营信号，避免将不同国家游客支出或广义经济贡献直接排名。

11.1 北美

北美拥有成熟酒店品牌、票务、职业体育、健身和主题公园市场，资产轻加盟、管理和平台模式发达，资本市场和商业地产融资渠道较深。成熟度带来品牌和数据壁垒，也意味着人工、保险、诉讼、网络和营销成本高。美国 FTC 全价展示规则改变酒店、短租和现场票务的费用呈现；行业领先平台和票务商同时面临反垄断与消费者保护审查 ([9]、[10])。

需求在 2026 年呈分化。IATA 数据显示 6 月北美总 RPK 同比下降 1.1%，美国国内需求下降 1.2%；酒店大型品牌仍报告正 RevPAR，表明航空量、酒店价格和不同客群并不同步 ([14]、[42]、[17]、[43])。高利率和保险成本对酒店业主、场馆及加盟门店的影响高于资产轻总部。

11.2 欧洲

欧洲是全球最成熟且跨境流动密集的旅游区域之一。2025 年欧盟住宿夜接近 31 亿，2026 年第一季度仍同比增长 3.4%；平台短租夜增长快于传统住宿，强化了城市住房和数据监管 ([23]、[15]、[16])。市场由国际品牌、地方连锁和大量独立酒店共同组成，整体集中度较低，但 OTA 渠道集中较高。

区域风险集中在季节性、过度旅游、航空和铁路中断、劳动成本及地方短租规则。2025 年欧盟 31.1% 的住宿夜集中于 7—8 月，南欧海滨目的地更高；这提高旺季价格和利润，也放大山火、高温及交通事件的年度影响 ([47])。DMA、短租数据规则和旅行套餐修订使欧洲成为平台和消费者保护监管最密集的区域之一 ([11]、[12]、[13])。

11.3 中国

中国的行业基础主要由庞大国内旅游、城市休闲、主题公园、酒店连锁和数字平台构成，国际入境和出境恢复节奏对高端城市酒店及目的地结构有额外影响。文化和旅游部数据显示，2026 年第一季度国内旅游人次 19.01 亿，同比增长 6.0%；

国内旅游花费 1.86 万亿元，同比增长 2.9%。在口径可比的前提下，花费增速低于人次，显示客单价和消费组合仍需跟踪，而不能仅以客流判断盈利 ([57])。

数字预订、超级应用和移动支付降低交易摩擦，但平台治理、数据合规和本地竞争激烈。国内铁路和航空网络提供较强可达性缓冲，公共假期集中则造成明显峰值。酒店和景点供给在主要城市与热门目的地集中，新建与存量改造的回报受地方地产和融资环境影响。

11.4 日本和韩国

日本和韩国具备成熟国内消费、发达交通和快速增长的入境需求。日本 2026 年上半年访日外客累计 2,108.48 万人，但 6 月同比下降 6.8%，反映单月航空减班、台风和客源结构可在高基数下造成波动；15 个市场仍创 6 月历史新高 ([58])。韩国 2026 年上半年外国游客约 1,071 万人，地方机场入境增加，文化内容和购物对旅游形成互补 ([59])。

两国均面临热门城市和景点拥挤、酒店人工及建设成本、汇率波动和自然灾害风险。大型国际活动和文化内容可提高客流与赞助，但也使场馆、交通和安全管理承压。

11.5 其他亚洲及东盟

东南亚和南亚具备年轻人口、低成本航空、海岛和城市目的地增长潜力，酒店和短租供给扩张较快。市场的结构性风险来自基础设施质量差异、季风和极端天气、航空枢纽集中、外币融资、土地和许可不确定性，以及对中国、韩国、日本和欧美客源的依赖。

东盟各国公开访客数据的更新期、边境统计和过夜游客定义仍需逐国核验，不能用区域总量替代企业所在地、目的地和客源国分析。大型国际品牌通过管理和加盟降低资本投入，地方业主仍承担物业、融资和运营风险。

11.6 中东

中东通过航空枢纽、宗教旅游、大型赛事、酒店和综合目的地投资快速扩大行业容量。沙特旅游部 2025 年年度统计报告披露旅游总支出达到 3,040 亿沙特里亚尔，入境过夜游客中非宗教目的约占 52%，高于 2019 年的 44%，显示需求结构正在多元化 ([60])。

区域的上行潜力伴随高资本开支、项目执行、劳动力、气候、水、航空和地缘风险。2026 年 6 月中东航空 RPK 下降 13.9%，是当月各区域中最弱，说明空域和冲突可迅速影响酒店、活动和目的地资产，即使长期投资计划不变 ([14])。宗教、国内和区域客源可提供部分缓冲。

11.7 拉丁美洲

拉丁美洲拥有自然、文化、体育和城市休闲资源，汇率竞争力可支持国际到访，航空连接、治安、基础设施和宏观波动则限制稳定性。巴西 2025 年国际游客达到创纪录的约 920 万人；2026 年前四个月，十个主要客源市场的到访创历史同期最高，表明大型活动、国际推广和航空恢复正在改善需求 ([61])。

本地货币贬值有利于入境价格竞争力，但会提高进口设备、软件、保险和外币债务成本。地区酒店和平台增长机会较高，融资期限和资本成本通常弱于北美及西欧。

11.8 非洲

非洲行业增长依赖区域旅行、自然与文化资产、航空连接和基础设施改善。南非 2025 年国际游客约 1,050 万人，为历史最高；2026 年第一季度入境旅客 291 万人。官方资料显示 2024 年旅游直接就业约 95.4 万人，占劳动力 5.7%，说明行业对就业和公共政策的重要性（[62]）。

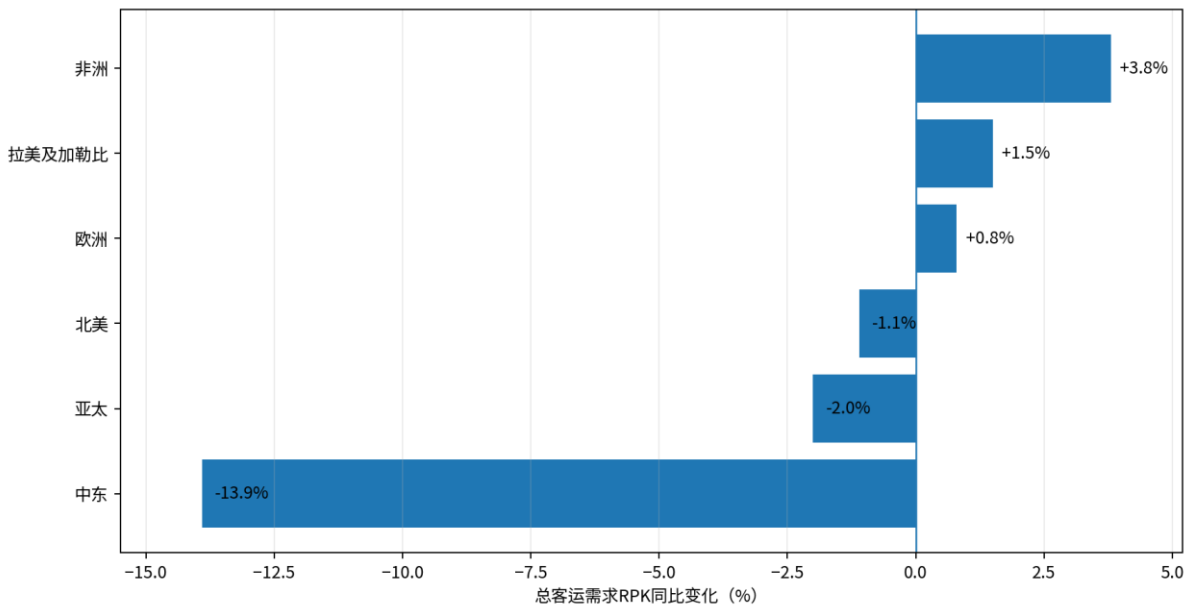
结构性风险包括长途航空容量、签证和边检、道路与公用事业、治安、气候和外汇。区域内客源可降低长途市场依赖，但也会使邻国经济和边境政策成为共同风险。国际品牌多以管理合同进入，物业资本和当地融资风险仍由业主承担。

11.9 大洋洲

澳大利亚和新西兰具有成熟国内休闲、自然旅游、体育和高标准酒店市场，但距离主要客源国较远，国际航空容量和票价是关键约束。澳大利亚截至 2026 年 3 月的一年国际访客约 850 万次，同比增长 10%；境内支出 409 亿澳元，同比增长 20%。同期国内过夜旅行约 1.131 亿次，同比下降 2.3%，支出仅增长 0.7%，显示国际恢复与国内量价分化并存（[63]、[64]）。

高人工、建设和保险成本限制供给扩张；自然灾害、山火和极端天气对区域资产影响较大。稳定制度、国内需求和高客单价提供缓冲。

图 18 2026 年 6 月全球航空客运需求的区域分化



来源：IATA, Air Passenger Market Analysis, 2026 年 6 月（[14]）。指标：总 RPK 同比变化；单位：%。

核心结论：中东和亚太当月承压，而非洲、拉美和欧洲仍增长。区域行业状态必须结合当地航空、国内客源和酒店数据，不能由全球平均推断。

表 22 全球区域经营特征与结构性风险差异

区域	市场结构	主要支持因素	主要结构性风险
北美	成熟、品牌 / 平台集中	现场娱乐、体育、加盟和资产轻收费	人工、诉讼、费用透明、利率和保险
欧洲	成熟但供给碎片化	跨境短途、住宿和文化体育	季节性、短租和平台监管、过度旅游

区域	市场结构	主要支持因素	主要结构性风险
中国	国内规模大、数字化高	国内旅游、城市休闲和连锁化	客单价、平台竞争、地产和假期集中
日本 / 韩国	成熟且入境快速增长	文化、购物、城市和体育活动	拥挤、汇率、灾害和容量
其他亚洲 / 东盟	增长型、基础设施差异大	航空恢复、海岛及中产需求	气候、许可、外币融资和客源集中
中东	高投资、高端及枢纽型	宗教、航空枢纽、赛事和新目的地	地缘、空域、项目执行、气候和水
拉美	增长与宏观波动并存	自然文化、汇率竞争力和大型活动	航空、治安、外汇和融资
非洲	恢复与基础设施约束并存	区域客源、自然和文化	航空、边境、公用事业、治安和气候
大洋洲	成熟、高客单价、远程市场	自然、体育、国内休闲和国际教育关联	长途运力、人工、建设和灾害

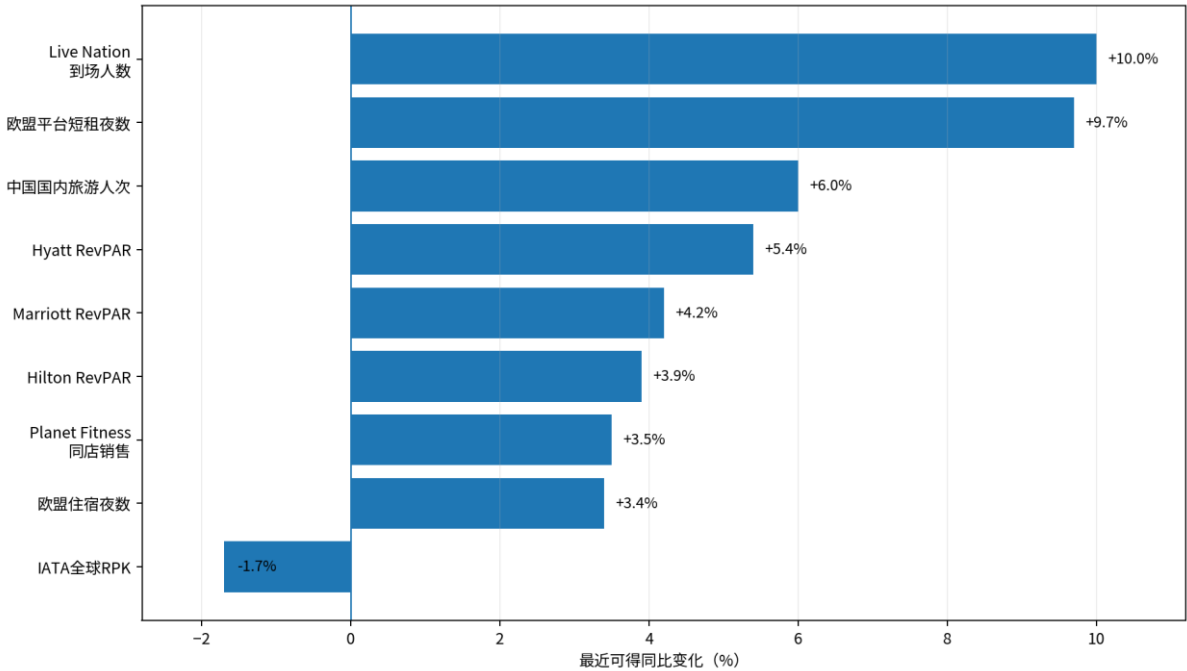
第 11 章结论 | 全球行业处于同一长期体验消费趋势下，但区域风险由客源、交通连接、季节、资本成本和监管决定。中东与新兴目的地增长快但项目和地缘暴露高；欧美成熟市场需求更稳定但合规与成本更高；亚洲恢复和国内市场规模提供机会，同时存在客源与基础设施差异。

第 12 章 当前行业状态和未来 12—24 个月展望

12.1 当前行业状态（数据截止：2026 年 8 月 7 日）

截至 2026 年 8 月 7 日，行业处于“总体需求仍扩张、增速和区域明显分化、成本及资本约束持续”的状态。欧洲住宿、平台短租、中国国内旅游、国际酒店品牌和现场娱乐仍有正增长；航空需求在 2026 年 6 月转为同比下降，主要受中东冲突及部分国内市场疲弱影响。该组合不支持把行业描述为全面下行，也不支持把恢复期高增长外推为无周期增长。

图 19 截至 2026 年 8 月 7 日的行业需求与运营脉冲（不同指标，不可加总）



来源：EU 住宿夜与平台夜数 ([15]、[16])；中国国内旅游 ([57])；Marriott、Hilton、Hyatt ([42]、[17]、[43])；Planet Fitness ([45])；Live Nation ([46])；IATA ([14])。单位：同比%。各指标期间分别为 2026 年第一季度、第二季度或 6 月。

核心结论：大部分住宿、会员和活动指标仍增长，但全球航空需求在 6 月为负；当前景气由板块和地区决定，而非单一行业指数。

酒店方面，Marriott 2026 年第一季度全球 RevPAR 增长 4.2%，Hilton 第二季度增长 3.9%，Hyatt 第一季度增长 5.4%；三个样本同时维持净客房增长和较大管线，显示品牌收费和开发活动仍具韧性（[42]、[17]、[43]）。这些是全球大型品牌样本，不代表单体物业利润率，且中东冲突、美国增长和不同档次表现存在差异。

现场娱乐方面，Live Nation 2026 年第二季度到场人数增长 10%，活动递延收入增长 25%，但资本开支和预售负债同步增加（[46]）。健身方面，Planet Fitness 第一季度收入和调整后 EBITDA 增长，但净会员增长低于预期并下调全年同店销售指引，说明长期健康趋势与短期获客执行可以同时存在（[45]）。

旅游平台和住宿渠道仍扩张。欧盟 2026 年第一季度平台短租夜数增长 9.7%，高于全部住宿夜数 3.4% 的增速；这既说明平台供给和需求强，也强化住房、登记和数据监管（[15]、[16]、[11]）。

最新平台公司披露进一步验证需求仍具韧性：Airbnb 2026 年第二季度收入同比增长 17% 至 36 亿美元，GBV 增长 16% 至 272 亿美元，Nights and Seats Booked 增长 10%。该结果发布于 2026 年 8 月 6 日，只作为平台样本和当前景气证据，不作为全球行业市场规模或平均增速（[18]）。

融资和投资环境较疫情后恢复早期更具约束。大型品牌和平台仍能发行债券、回购股份和投资管线，重资产项目则面对较高建设、人工、保险和资金成本。当前景气不能掩盖 2027 年前后的再融资、物业估值和项目爬坡风险。

12.2 未来 12—24 个月展望

基准判断是行业保持温和增长，但由疫情后“全面恢复”转向成熟市场低至中个位数增长、区域事件波动和更强企业分化。住宿价格和高端体验可能继续支持名义收入，真实客流增长趋缓；现场娱乐和体育商业化仍受赛事、内容和场馆供给支持；平台增长取决于住宿夜、营销效率和监管；会员业务取决于留存和价格，而非单纯门店扩张。

上行因素包括：亚洲国际旅行和航班进一步恢复；利率下降改善酒店、场馆和加盟商融资；大型体育和文化活动带动客流；签证便利和新航空连接；AI 及数字化提高直销、利用率和人效；新供给受成本限制提高既有资产价格能力。

下行因素包括：中东或其他地区冲突延长并影响空域；消费者实际收入和就业转弱；酒店、门票和交通价格持续高于收入增长，引发需求下移；短租、票务、AI 和平台监管提高成本；山火、洪水、高温和雪况导致目的地关闭；高利率和到期墙压缩业主资本开支。

最重要的不确定性不是单一全球增长率，而是需求量、价格和成本的组合。若客流放缓但供给有限，品牌商和优质资产可通过价格保持收入；若交通或公共卫生导致无法出行，价格能力会失效，退款和流动性成为主导风险。

第 13 章 情景分析与关键监测指标

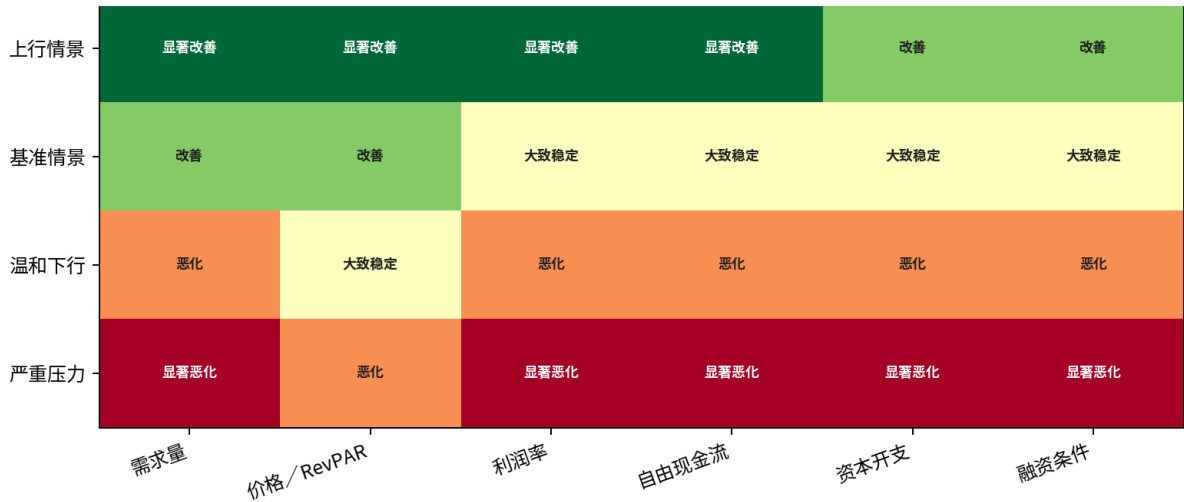
13.1 情景分析

表 23 未来 12—24 个月情景框架

情景	触发因素	需求	价格	利润 / 现金流	资本与融资	企业分化	持续时间
----	------	----	----	----------	-------	------	------

情景	触发因素	需求	价格	利润 / 现金流	资本与融资	企业分化	持续时间
上行情景	亚洲航空和入境恢复加速；利率下降；大型赛事和会展强于预期；无重大地缘升级	客流及预订普遍增长，国际与商务恢复扩大	价格保持，入住 / 到场与附加消费共同增长	利润率和自由现金流改善；资产轻费用收入弹性较高	项目和门店投资加快，融资条件改善	优质资产、品牌、平台和内容权利主体表现更强	12—24 个月内逐步实现
基准情景	全球经济温和增长；局部冲突但交通总体可用；通胀和利率缓慢缓和	低至中个位数增长，区域和档次分化	价格增速趋缓但仍为正，RevPAR 由量价共同驱动	利润率大致稳定；人工、保险和营销限制改善	资本开支选择性，资产轻扩张快于自有资产	高负债单体资产弱于多元品牌 / 平台	未来 12—24 个月
温和下行情景	实际收入走弱、交通成本高、局部空域 / 天气扰动、企业差旅削减	部分市场持平或低个位数下降，预订窗口缩短	企业以促销保量，价格能力下降	固定成本和获客支出造成利润率收缩；FCF 下降	扩张延期，维护继续；再融资成本上升	单一目的地、经济敏感和高租赁负债主体承压	约 2—6 个季度
严重压力情景	新的跨区域公共卫生、重大安全或持续空域关闭；同步经济与信用收缩	国际旅行、现场活动和城市酒店显著下降；取消激增	价格无法恢复不可达需求；退款和优惠扩大	收入和现金流非线性下降，客户资金及契约压力上升	扩张暂停但安全维护不可停；资产出售折价	资产轻、国内客源、多元地域和高现金主体相对抗压	事件持续期加 6—18 个月恢复

图 20 未来 12—24 个月情景的方向性影响矩阵



来源：ApexInsight 情景框架；触发条件参考当前官方和公司数据（[14]、[42]、[17]、[43]、[45]、[46]、[44]、[57]、[58]、[59]、[60]、[62]、[61]、[63]）。无精确概率或财务预测。

核心结论：严重压力下，需求和现金流恶化幅度通常大于价格下降，资本开支和融资同步收紧；基准情景下收入增长不必然带来利润率扩张。

13.2 关键监测指标

表 24 行业关键监测指标

指标	定义	数据源	频率	预警方向	适用限制
国际游客到访量 / International Tourist Arrivals	符合 IRTS 的过夜国际游客人次	UN Tourism、国家旅游部门	月 / 季	持续下降或低于 2019 / 上一年趋势	口径修订和边境统计差异
航空 RPK、ASK 与载客率	需求、供给和利用率组合	IATA、机场和航班数据	月	RPK 低于 ASK 且载客率下降	航空不在本报告边界，但为领先指标
住宿夜数	酒店、短住或官方住宿设施的过夜数	Eurostat、国家统计局	月 / 季	旺季或核心地区同比转负	平台短租与传统住宿覆盖不同
Occupancy / ADR / RevPAR	入住率、平均房价和每间可售房收入	STR / CoStar、公司及统计局	月 / 季	入住率与 ADR 同步下降或 RevPAR 持续转负	全球统一数据多为付费
平台房晚与 Gross Bookings	OTA / 短租交易量和总交易额	上市平台披露	季	房晚放缓且营销强度上升	不等于会计收入
会员净增与流失	新增减取消、续费和同店销售	健身、季票和年卡企业	月 / 季	旺季净新增不及计划、流失上升	企业定义不统一
活动到场与递延收入	现场观众、预售票款和未来活动量	公司、联盟和票务主体	季	递延收入下降、取消增加	客户资金需从自由现金剔除
供给管线与净单位增长	酒店客房、场馆、门店和设施新增 / 退出	公司、STR、规划机构	季 / 年	管线取消、退出加速或集中交付	签约管线不等于实际开业
渠道集中与直销比例	OTA / 票务 Top 渠道及自有渠道占比	企业和行业调查	季 / 年	第三方渠道依赖和佣金上升	公开数据有限
每次旅行 / 每位访客支出	总支出除以旅行或访客量	TSA、旅游部门、公司	季 / 年	人次增长但客单下降	受通胀、汇率和产品组合影响
人工、能源和保险成本	工资、空缺、能源和保费变化	统计局、企业和保险资料	月 / 季 / 年	成本增速持续高于价格	保险数据分散
取消、退款和拒付	取消率、退款额、信用卡拒付及客户投诉	企业、监管和支付数据	月 / 季	退款集中或客户资金覆盖下降	多数企业不完整披露
自由现金 / 客户资金覆盖	可用现金扣除客户资金和履约义务	企业财报	季	自由现金下降、客户资金未隔离	定义需按商业模式调整
债务到期、利差和物业估值	未来 24 个月到期、融资成本和抵押价值	企业、债券和地产数据	季	再融资利差扩大、LTV 上升	中小企业数据不足
气候与停业天数	山火、洪水、高温、雪况及设施关闭	气象、灾害和企业资料	日 / 月	旺季关闭、保险免赔与保费上升	资产地址和保险数据不足

13.3 GISR 变化触发条件

最终证据仍支持既定 GISR 3 级，不作调整。未来是否变化应基于跨周期、跨地区的结构性证据，而非单季景气。

13.3.1 可能导致 GISR 上调的长期触发

- 极端天气、公共卫生或地缘事件导致停业频率和恢复期持续上升，且保险覆盖显著收缩。
- 平台、票务、搜索或航空连接集中度继续提高，运营商无法建立替代渠道。
- 行业杠杆、租赁负债和短期到期持续上升，压力期再融资成为普遍而非个别问题。
- 监管在主要市场系统性限制短租、动态定价、费用、赛事或目的地容量，并显著压低可持续回报。
- 消费者长期转向数字替代或旅行成本持续快于收入，使真实客流和参与率进入结构性下降。

13.3.2 可能导致 GISR 下调的长期触发

- 会员、长期赞助、管理加盟和其他低资本经常性收入在行业收入中的占比持续提高，并在衰退期验证稳定性。
- 地域、客源和渠道分散显著改善，单一平台和交通枢纽依赖下降。
- 行业杠杆和再融资期限改善，客户资金隔离、保险和业务连续性成为广泛标准。
- 技术提高容量利用率和人效，同时没有造成更高平台集中、网络或合规尾部风险。
- 跨国官方数据证明需求相对收入和 GDP 的弹性长期下降，且压力期恢复更快。

最终复核判断 | 截至 2026 年 8 月 7 日，需求基础、体验消费和资产轻商业模式构成缓冲；不可储存容量、固定成本、事件尾部损失、渠道集中、监管及地点风险继续支持中等结构性风险。当前正增长不等于结构性风险下降。

第 14 章 方法论、局限及使用说明

14.1 GISR 的评价对象和边界

GlobalCheck 全球行业结构性风险等级（Global Industry Structural Risk Level, GISR）评价的是行业在完整经济、技术、政策与事件周期中的结构性风险。GISR 不构成单个企业信用评级，不等同于违约概率，不构成投资建议，不替代国别风险评估，也不替代对企业竞争地位、财务报表、流动性、治理和债务期限的分析。

本报告的 GISR 等级为 3 级。六维结构分析、历史压力期、前瞻情景及截至数据截止日的事实复核均未形成足以改变等级的跨周期证据，因此最终维持 GISR 3。短期客流、价格、RevPAR、票务或会员变化仅用于描述当前景气和压力，不直接改变结构性等级。

14.2 市场规模与数据口径原则

本行业不存在与冻结边界完全一致的全球统一营业收入统计。最终报告分别使用行业营业收入、旅游直接增加值、游客支出、Gross Bookings/GBV/GTV、住宿夜、体育或户外休闲卫星账户以及广义经济贡献回答不同问题，并明确禁止机械加总。WTTC 广义经济贡献包含运输、餐饮、零售和诱发消费；OTA 交易额并非平台会计收入；加盟系统销售也并非品牌总部收入（[7]、[27]、[28]、[29]、[30]、[31]）。

14.3 数据版本、样本和时间原则

全球、区域和国家数据只在定义、地域和期间可比时进行趋势比较。2025 完整年度数据与 2026 年季度或月度数据在报告中分层使用，未用 YTD 指标替代全年。财年与自然年、名义值与实际值、百分比与百分点、平台交易额与会计收入、系统规模与资产所有权均分开标注。上市公司财务数据仅作为可观察商业模式样本，不用于推导全球利润率或市场份额。

14.4 主要数据局限及处理

表 25 主要数据局限、影响与最终处理

等级	局限	最终处理
Critical	不存在与冻结边界一致的全球营业收入和利润率统一官方序列	按休闲体育、住宿、平台/中介及卫星账户分板块呈现，不强行合计
Critical	全球酒店 RevPAR、GOPPAR、管线和市场份额核心序列大量受付费数据库限制	采用 Eurostat 等官方区域数据与上市公司系统样本，明确“样本”标签
Critical	体育俱乐部、场馆、主题公园和大量私营运营商披露碎片化	用法定披露和官方事件数据解释机制，不构造伪全球集中度
Major	中小企业杠杆、利润、违约和客户资金隔离数据不足	企业应用时必须回到企业级财务、债务和当地数据库
Major	资产级气候、保险和目的地承载力缺少统一全球公开数据	在行业层面定性与事件化分析，企业分析再进行地址级暴露匹配
Major	ISIC、NACE、NAICS 及其版本无法一一对应	GlobalCheck 记录代码版本并使用对应表；以经营实质优先于登记代码 ([19])

14.5 企业适用和解释限制

企业最终适用哪一份行业报告，应同时考虑行业代码、最近年度主营收入、资产用途、合同结构和风险承担方式。综合集团应按可识别分部匹配不同报告；酒店品牌商与酒店物业业主、赛事权利方与场馆运营商、平台与旅行组织者之间的风险结构不可互换。若主营业务已发生重大转型，企业实际经营应优先于历史工商登记代码。

第 15 章 参考资料

参考资料按正文首次出现顺序编号，并按来源类别分组。访问日期均不晚于 2026 年 8 月 7 日；若同一来源在多个章节或图表使用，只保留一个最终编号。

国际组织与官方统计

[1] UNSD. ISIC Rev.4 Division 93: Sports activities and amusement and recreation activities. 发布/更新：现行；数据期间：分类定义；访问：2026-08-07。[原始链接](#)

[2] UNSD. ISIC Rev.4 Groups/Classes 9311, 9312, 9319. 发布/更新：现行；数据期间：分类定义；访问：2026-08-07。[原始链接](#)

[3] UNSD. ISIC Rev.4 Classes 9321 and 9329. 发布/更新：现行；数据期间：分类定义；访问：2026-08-07。[原始链接](#)

[7] UN Statistics Division / UN Tourism. International Recommendations for Tourism Statistics 2008. 发布/更新：2008；数据期间：方法标准；访问：2026-08-07。[原始链接](#)

[8] UN Tourism. 2020: Worst Year in Tourism History with 1 Billion Fewer International Arrivals. 发布/更新：2021-01-28；数据期间：2009、2019—2020；访问：2026-08-07。[原始链接](#)

[15] Eurostat. EU tourism nights in the first quarter of 2026 up 3%. 发布/更新: 2026-06-02; 数据期间: 2026Q1; 访问: 2026-08-07。 [原始链接](#)

[16] Eurostat. Tourism nights booked via platforms up 10% in Q1 2026. 发布/更新: 2026-07-02; 数据期间: 2026Q1; 访问: 2026-08-07。 [原始链接](#)

[19] United Nations Statistics Division (UNSD). International Standard Industrial Classification (ISIC) — Revision 5. 发布/更新: 2023 认可; 页面持续更新; 数据期间: 分类标准; 访问: 2026-08-07。 [原始链接](#)

[22] UN Tourism. International tourism recovers pre-pandemic levels in 2024. 发布/更新: 2025-01; 数据期间: 2024; 访问: 2026-08-07。 [原始链接](#)

[23] Eurostat. Another record year for EU tourism in 2025. 发布/更新: 2026-03-04; 数据期间: 2025; 访问: 2026-08-07。 [原始链接](#)

[24] Eurostat. EU tourism nights at record 3.08 billion in 2025. 发布/更新: 2026-01-16; 数据期间: 2025 早期估计; 访问: 2026-08-07。 [原始链接](#)

[25] Eurostat. Tourism nights booked via platforms hit nearly 1 billion. 发布/更新: 2026-04-01; 数据期间: 2023—2025; 访问: 2026-08-07。 [原始链接](#)

[26] Eurostat. Nature calling: interest in camping & caravanning grows. 发布/更新: 2026-04-02; 数据期间: 2015—2025; 访问: 2026-08-07。 [原始链接](#)

[31] U.S. BEA. Outdoor Recreation Economic Statistics, U.S. and States, 2024. 发布/更新: 2026-03-05; 数据期间: 2024; 访问: 2026-08-07。 [原始链接](#)

[47] Eurostat. Tourism: peak months account for 31% of 2025 nights. 发布/更新: 2026-07-07; 数据期间: 2025 年; 访问: 2026-08-07。 [原始链接](#)

[56] UN Tourism. Statistical Framework for Measuring the Sustainability of Tourism. 发布/更新: 2024-11 (COP29 说明); 数据期间: 2024 年采纳; 访问: 2026-08-07。 [原始链接](#)

[57] 中华人民共和国文化和旅游部. 2026 年第一季度国内旅游数据情况. 发布/更新: 2026-04-29; 数据期间: 2026Q1; 访问: 2026-08-07。 [原始链接](#)

[58] Japan National Tourism Organization (JNTO). Visitor Arrivals to Japan, June 2026 estimate. 发布/更新: 2026-07-15; 数据期间: 2026 年 6 月及上半年; 访问: 2026-08-07。 [原始链接](#)

[59] 韩国文化体育观光部. 2026 年上半年外国游客超过 1,071 万人. 发布/更新: 2026-07-28; 数据期间: 2026 年上半年; 访问: 2026-08-07。 [原始链接](#)

[60] Saudi Ministry of Tourism / Saudi Press Agency. 2025 Annual Statistical Report: SAR304 billion total tourism spending. 发布/更新: 2026-06-18; 数据期间: 2025 年; 访问: 2026-08-07。 [原始链接](#)

[61] Embratur. Brasil registra crescimento histórico em mercados estratégicos. 发布/更新: 2026-05-22; 数据期间: 2025 年及 2026 年 1—4 月; 访问: 2026-08-07。 [原始链接](#)

[62] South African Government / Department of Tourism. South Africa's increasing international arrivals. 发布/更新: 2026-04-29; 数据期间: 2025 年及 2026Q1; 访问: 2026-08-07。 [原始链接](#)

[63] Tourism Research Australia (Austrade). International tourism results — year ending March 2026. 发布/更新：2026-07（网页更新）；数据期间：截至 2026-03 的一年；访问：2026-08-07。[原始链接](#)

[64] Tourism Research Australia (Austrade). Tourism fast facts / domestic tourism statistics. 发布/更新：2026-07（网页更新）；数据期间：截至 2026-03 的一年；访问：2026-08-07。[原始链接](#)

政府、监管与标准机构

[4] U.S. Census Bureau. 2022 NAICS 713 Amusement, Gambling, and Recreation Industries. 发布/更新：2022/现行；数据期间：分类定义；访问：2026-08-07。[原始链接](#)

[5] U.S. Census Bureau. 2022 NAICS 721 Accommodation. 发布/更新：2022/现行；数据期间：分类定义；访问：2026-08-07。[原始链接](#)

[6] U.S. Census Bureau. 2022 NAICS 5615 Travel Arrangement and Reservation Services. 发布/更新：2022/现行；数据期间：分类定义；访问：2026-08-07。[原始链接](#)

[9] U.S. Federal Trade Commission. Rule on Unfair or Deceptive Fees: Frequently Asked Questions. 发布/更新：2025-05 更新；数据期间：2025-05-12 起；访问：2026-08-07。[原始链接](#)

[10] U.S. Federal Trade Commission. StubHub refund/enforcement action under deceptive ticket pricing rule. 发布/更新：2026-04；数据期间：2026；访问：2026-08-07。[原始链接](#)

[11] European Union. Regulation (EU) 2024/1028 on short-term accommodation rental data. 发布/更新：2024-04-11；数据期间：2026-05-20 起适用；访问：2026-08-07。[原始链接](#)

[12] European Commission. Booking must comply with the Digital Markets Act. 发布/更新：2024-11-14；数据期间：现行；访问：2026-08-07。[原始链接](#)

[13] European Union. Directive (EU) 2026/1024 amending Package Travel Directive. 发布/更新：2026-04-29/05-08；数据期间：成员国转置期；访问：2026-08-07。[原始链接](#)

[52] UK Insolvency Service. Annual Report and Accounts 2019–2020: Thomas Cook liquidation. 发布/更新：2020；数据期间：2019—2020；访问：2026-08-07。[原始链接](#)

[53] European Commission. Guidelines on transparency obligations for providers and deployers of AI systems. 发布/更新：2026-07-20；数据期间：自 2026-08-02 适用；访问：2026-08-07。[原始链接](#)

[54] World Anti-Doping Agency (WADA). 2026 Prohibited List. 发布/更新：2026-01-01；数据期间：2026 年；访问：2026-08-07。[原始链接](#)

[55] International Organization for Standardization (ISO). ISO 20121:2024 Event sustainability management systems. 发布/更新：2024-04-03；数据期间：现行标准；访问：2026-08-07。[原始链接](#)

行业协会与专业国际组织

[14] International Air Transport Association (IATA). Air Passenger Demand Falls in June. 发布/更新：2026-07-30；数据期间：2026 年 6 月；访问：2026-08-07。[原始链接](#)

[20] IATA. Strong 2025 Passenger Demand Masks Ongoing Capacity Constraints. 发布/更新：2026-01-29；数据期间：2025；访问：2026-08-07。[原始链接](#)

[27] WTTC. Travel & Tourism sees best year ever, outpacing the global economy in 2025. 发布/更新: 2026-04-18; 数据期间: 2025; 访问: 2026-08-07。 [原始链接](#)

[28] WTTC. Global Travel & Tourism growth to outpace wider economy over next decade. 发布/更新: 2026; 数据期间: 2026F—2036F; 访问: 2026-08-07。 [原始链接](#)

[29] WTTC. Global Travel & Tourism is strong despite economic headwinds. 发布/更新: 2025-04; 数据期间: 2024; 访问: 2026-08-07。 [原始链接](#)

[30] Eurostat / EACEA. EU Sport Satellite Account: 2025 edition. 发布/更新: 2025-09-09; 数据期间: 2019; 访问: 2026-08-07。 [原始链接](#)

公司法定披露及公司原始资料

[17] Hilton Worldwide Holdings. Hilton Reports Second Quarter 2026 Results. 发布/更新: 2026-07-28; 数据期间: 2026Q2; 访问: 2026-08-07。 [原始链接](#)

[18] Airbnb. Airbnb Q2 2026 financial results. 发布/更新: 2026-08-06; 数据期间: 2026Q2; 访问: 2026-08-07。 [原始链接](#)

[21] Vail Resorts. 2025—2026 Ski Season Operating Disclosures. 发布/更新: 2025-12 至 2026-04; 数据期间: 2025/26 雪季; 访问: 2026-08-07。 [原始链接](#)

[32] Marriott International. 2025 Form 10-K and FY2025 Results. 发布/更新: 2026-02; 数据期间: 2025; 访问: 2026-08-07。 [原始链接](#)

[33] Hilton Worldwide Holdings. 2025 Form 10-K. 发布/更新: 2026-02; 数据期间: 2025; 访问: 2026-08-07。 [原始链接](#)

[34] Hyatt Hotels Corporation. Full Year 2025 Results. 发布/更新: 2026-02-12; 数据期间: 2025; 访问: 2026-08-07。 [原始链接](#)

[35] Booking Holdings. 2025 Form 10-K. 发布/更新: 2026-02; 数据期间: 2024—2025; 访问: 2026-08-07。 [原始链接](#)

[36] Expedia Group. FY2025 Results and Form 10-K. 发布/更新: 2026-02-12; 数据期间: 2024—2025; 访问: 2026-08-07。 [原始链接](#)

[37] Airbnb. 2025 Form 10-K. 发布/更新: 2026-02; 数据期间: 2024—2025; 访问: 2026-08-07。 [原始链接](#)

[38] Live Nation Entertainment. 2025 Form 10-K and FY2025 Results. 发布/更新: 2026-02; 数据期间: 2025; 访问: 2026-08-07。 [原始链接](#)

[39] The Walt Disney Company. FY2025 Form 10-K. 发布/更新: 2025-11; 数据期间: FY2025; 访问: 2026-08-07。 [原始链接](#)

[40] Vail Resorts. FY2025 Form 10-K. 发布/更新: 2025-09-29; 数据期间: FY2023—FY2025; 访问: 2026-08-07。 [原始链接](#)

[41] Planet Fitness. 2025 Form 10-K. 发布/更新: 2026-02-25; 数据期间: 2025; 访问: 2026-08-07。 [原始链接](#)

[42] Marriott International. Marriott International Reports First Quarter 2026 Results. 发布/更新: 2026-05-06; 数据期间: 2026Q1; 访问: 2026-08-07。 [原始链接](#)

[43] Hyatt Hotels Corporation. Hyatt Reports First Quarter 2026 Results. 发布/更新：2026-04-30；数据期间：2026Q1；访问：2026-08-07。[原始链接](#)

[44] Expedia Group. Expedia Group Reports First Quarter 2026 Results. 发布/更新：2026-05-07；数据期间：2026Q1及过去十二个月；访问：2026-08-07。[原始链接](#)

[45] Planet Fitness. Planet Fitness, Inc. Announces First Quarter 2026 Results. 发布/更新：2026-05-07；数据期间：2026Q1；访问：2026-08-07。[原始链接](#)

[46] Live Nation Entertainment. Live Nation Entertainment Reports Second Quarter 2026 Results. 发布/更新：2026-07-30；数据期间：2026Q2 / 截至 2026-06-30；访问：2026-08-07。[原始链接](#)

[48] Marriott International / U.S. SEC. Marriott International 2020 Form 10-K. 发布/更新：2021-03；数据期间：2020 及 2019；访问：2026-08-07。[原始链接](#)

[49] Booking Holdings / U.S. SEC. Booking Holdings 2020 Form 10-K. 发布/更新：2021-02；数据期间：2020 及 2019；访问：2026-08-07。[原始链接](#)

[50] Live Nation Entertainment / U.S. SEC. Live Nation Entertainment 2020 Form 10-K. 发布/更新：2021-03；数据期间：2020 及 2019；访问：2026-08-07。[原始链接](#)

[51] The Walt Disney Company / U.S. SEC. The Walt Disney Company FY2020 Form 10-K. 发布/更新：2020-11；数据期间：FY2020 及 FY2019；访问：2026-08-07。[原始链接](#)

引用与数据说明

正文和图表中的方括号编号与本章参考资料——对应。公司非 GAAP 指标均按原公司定义使用；由 ApexInsight 计算的比率、反推序列和定性矩阵均在相应图表来源或正文中说明计算和限制。未能以可比口径核验的全球市场份额、行业利润率和资产级气候暴露未给出伪精确数值。