

FY25&26Q1商社板块业绩总结： 出行链与餐饮趋势向好，Q1跨境出海高景气

于健（执业S1130525070012）
谷亦清（执业S1130525080002）
王超（执业S1130526040002）

细分行业景气指标

零售：商超-下行趋缓、百货-略有承压、电商-底部企稳、跨境电商-下行趋缓。社服：旅游高景气维持；餐饮稳健向上；酒店拐点向上；教育：1) K12-略有承压，2) 职业教育-底部企稳；人服-稳健向上。

酒店：供需关系持续改善，预计行业稳健向好。25年行业弱复苏，成长型龙头华住率先恢复。26Q1首旅、锦江表现优异，周期向上进一步确认。

免税：海南地区红利显著，25M9起离岛免税增速同比转正。折扣缩减、货币升值带动利润率提升。

OTA：出行需求整体回暖驱动业绩高增。入境旅游、海外业务是重要新增长曲线。

旅游：26Q1业绩集体改善。当前客流恢复更多体现在量，客单价和二次消费仍有压力。

教育：公考教育景气度高，受益于考公人数增加与竞争加剧。职业教育支持政策频出，上市公司 α 显著。

黄金珠宝：金价波动影响下品牌业绩分化，悦己消费品牌龙头韧性更强。

跨境电商：性价比需求韧性持续，叠加供应链库存去化，板块收入端修复已具备必要条件。汇率及原材料影响下成本端或有承压，建议关注具有一定溢价能力的头部品牌。

线下零售：26Q1收入同比转正，利润修复快于收入。其中专业连锁板块实现高速增长。

餐饮茶饮：餐饮社零高基数下保持上行，26Q1持续恢复。

风险提示：业务拓展不及预期、内需消费不及预期、产品表现不及预期、国际贸易政策大幅波动、行业竞争加剧

01 酒店：RevPAR趋势向上，供需关系持续改善

02 免税：26Q1业绩符合预期，海南地区表现优秀

03 OTA：出行回暖带动业绩高增，入境游成为第二曲线

04 旅游：26Q1业绩集体改善，部分景区表现亮眼

05 教育：公考教育景气向上，职业教育公司 α 显著

06 黄金珠宝：26Q1业绩分化明显，时尚品牌势头强劲

07 跨境电商：26Q1出口高景气，带动板块收入回暖

08 线下零售：26Q1收入同比转正，利润修复快于收入

09 餐饮茶饮：行业稳健上行，需求及景气度筑底恢复

10 投资建议与风险提示

01 酒店

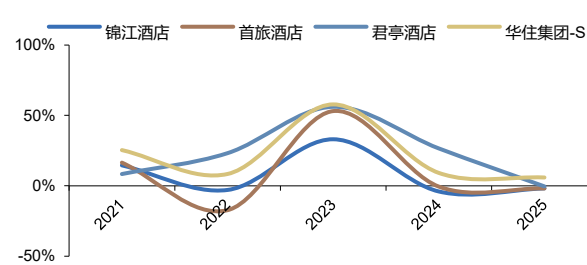
酒店：25年行业弱复苏，上市公司业绩分化

- 2025年**，受市场环境多因素影响，国内酒店行业价格端承压，行业整体呈现“弱恢复”状态。根据STR统计，2025年入住率（OCC）指数同比下降3%，平均房价（ADR）指数同比下降1%，每房收益（RevPAR）指数同比下降3%。从全年表现来看，春节、五一、暑期、十一等关键节假日依旧是拉动RevPAR的高光时点，其中五一与十一的峰值均超过2024年同期，休闲需求仍具备较好韧性，但商务需求有所承压。
- 酒店板块2025业绩表现分化**。成长性龙头表现优异：华住2025年收入/归母净利润分别同比+5.9%/+66.7%，周期修复与加盟快速扩张共振。老牌龙头稳健修复：锦江2025年收入/归母净利润分别同比-1.8%/+1.6%，收入下滑系主动关闭低效门店，利润增长主要系内部整合、资本结构优化等措施降费；首旅2025年收入/归母净利润分别同比-1.9%/+1.6%，变化原因与锦江基本一致。

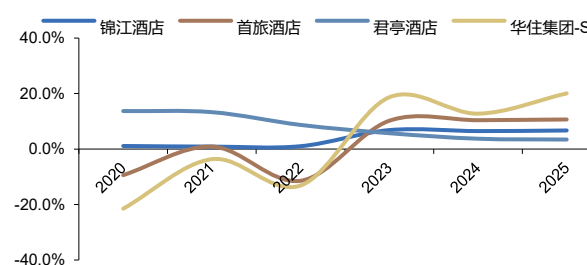
图：酒店板块重点公司2025年业绩汇总（亿元）

	收入			归母净利润			毛利率	
	FY25	FY24	同比增速	FY25	FY24	同比增速	FY25	FY24
板块整体	497.5	488.6	1.8%	66.9	46.4	44.2%	38.2%	36.7%
锦江酒店	138.1	140.6	-1.8%	9.3	9.1	1.6%	38.4%	39.5%
首旅酒店	76.1	77.5	-1.9%	8.1	8.1	0.6%	39.9%	38.4%
君亭酒店	6.7	6.8	-0.4%	0.2	0.3	-8.4%	31.3%	32.7%
华天酒店	5.3	6.0	-12.5%	-2.1	-1.8	16.8%	16.2%	
金陵饭店	18.2	18.7	-2.5%	0.6	0.3	90.7%	24.1%	24.6%
华住集团-S	253.1	238.9	5.9%	50.8	30.48	66.7%	39.4%	36.0%

图：酒店板块重点公司年度收入yoy



图：酒店板块重点公司年度归母净利率



	收入			归母净利润			毛利率	
	25Q4	24Q4	同比增速	25Q4	24Q4	同比增速	25Q4	24Q4
板块整体	127.6	119.6	6.6%	13.9	-1.3	扭亏	38.0%	31.0%
锦江酒店	35.7	32.7	9.1%	1.8	-1.9	扭亏	38.8%	33.1%
首旅酒店	18.2	18.6	-2.0%	0.6	0.8	-32.1%	37.3%	34.4%
君亭酒店	1.7	1.7	-3.3%	0.1	0.1	91.4%	38.7%	38.0%
华天酒店	1.3	1.5	-12.6%	-0.5	-0.7	-22.5%	-6.6%	-4.1%
金陵饭店	5.4	4.8	11.8%	0.2	-0.1	扭亏	22.7%	20.0%
华住集团-S	65.3	60.2	8.3%	11.7	0.5	2293.9%	39.9%	30.4%

数据来源：iFind, 国金证券研究所

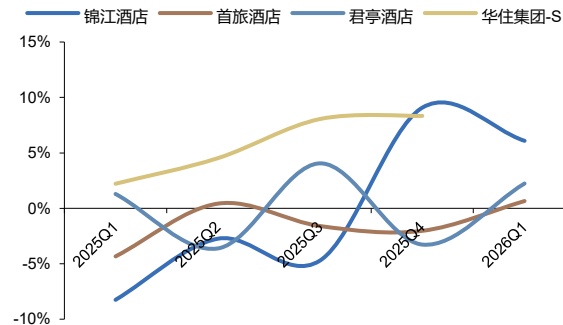
酒店：26Q1首旅锦江业绩表现优异

- 首旅：26Q1首旅酒店业绩超预期。**26Q1公司实现营业收入17.77亿元/+0.66%；归母净利润1.69亿元/+18.51%；扣非归母净利润1.44亿元/+31.84%。**Q1利润超预期的核心原因是经营优化与费用下降。**1) 酒店管理收入同比+13.6%，得益于加盟扩张（规模增长约8%）和CRS佣金增加（CRS渠道占比+3.5pct，中央个人会员+2pct以上，集团协议客户+1pct）；2) 直营业务积极调整，Q1关闭低效门店16家，直营酒店房量同比-8.1%，RevPAR同比增长4.4%；3) 财务费用大幅下降0.16亿元，同比下降21.4%，原因为直营店租赁负债规模下降、租赁合同谈判优化与利率下行。预计未来每年有3000万左右的改善空间。其他费用基本持平。
- 锦江：26Q1锦江酒店业绩表现优异。**26Q1公司实现营业收入31.21亿元/+6.09%；归母净利润1.37亿元/+280.09%；扣非归母净利润1.52亿元/+472.67%，扣非利润为历史Q1最高。**加盟扩张&RevPAR增长带动毛利率提升**，26Q1公司毛利率33.45%/+1.60pct。**费用率改善显著**，26Q1公司销售费用率6.70%/-0.14pct，管理费用率17.84%/-1.69pct，研发费用率0.20%/-0.04pct，财务费用率4.31%/-1.22pct。

图：酒店板块重点公司26Q1业绩汇总（亿元）

	收入			归母净利润			毛利率	
	26Q1	25Q1	同比增速	26Q1	25Q1	同比增速	26Q1	25Q1
锦江酒店	31.2	29.4	6.1%	1.4	0.4	280.1%	33.4%	31.8%
首旅酒店	17.8	17.7	0.7%	1.7	1.4	18.5%	38.2%	35.4%
君亭酒店	1.7	1.6	2.2%	0.1	0.0	135.2%	32.0%	28.0%
华天酒店	1.2	1.2	0.5%	-0.6	-0.6	-1.4%	2.0%	2.7%
金陵饭店	4.1	4.5	-7.6%	0.1	0.1	29.2%	20.8%	22.6%
华住集团-S		54.0			8.9			33.2%

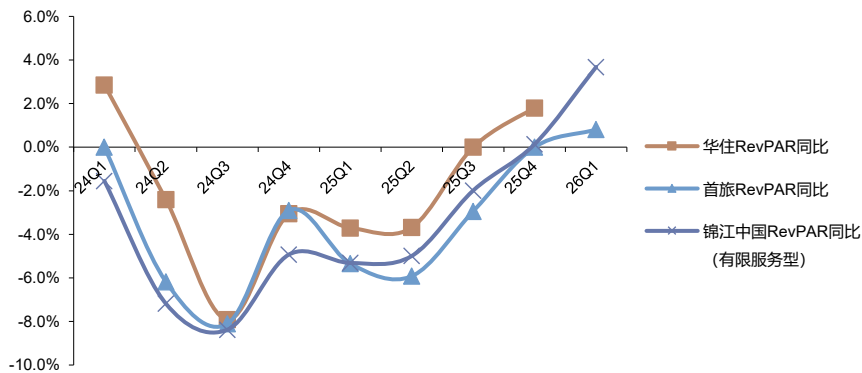
图：酒店板块重点公司季度收入yoy（%）



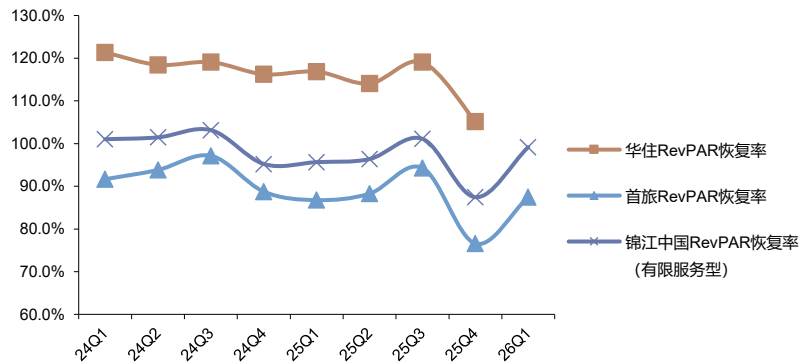
酒店：Q1 RevPAR趋势向好，周期修复进一步确认

- 首旅：26Q1 RevPAR同比转正，改善趋势向好。全部酒店RevPAR 125元/+0.8%，ADR 214元/+0.8%，OCC 58.3%/持平。不含轻管理的全部酒店RevPAR 143元/+1.7%，ADR 228元/+0.2%，OCC 62.6%/+0.9pct。
- 锦江：26Q1 RevPAR显著改善，OCC表现亮眼。境内有限服务型酒店RevPAR 142.59元/+3.68%，ADR 228.99元/+1.40%，OCC 62.27%/+1.37pct。境外有限服务型酒店RevPAR 32.20欧元/-6.80%，ADR 61.84欧元/-4.52%，OCC 52.07%/-1.27pct。

图：酒店板块重点公司分季度RevPAR同比增速



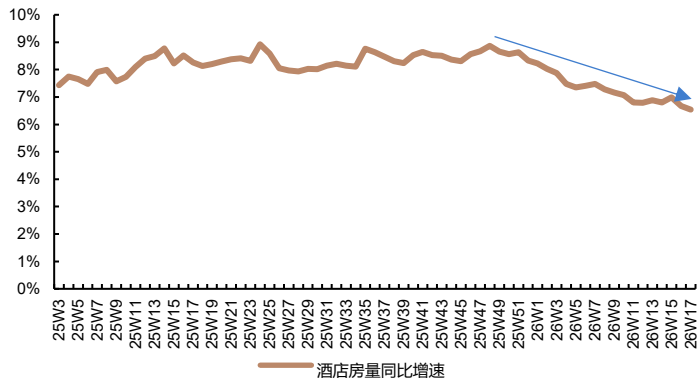
图：酒店板块重点公司分季度RevPAR恢复率（较2019年）



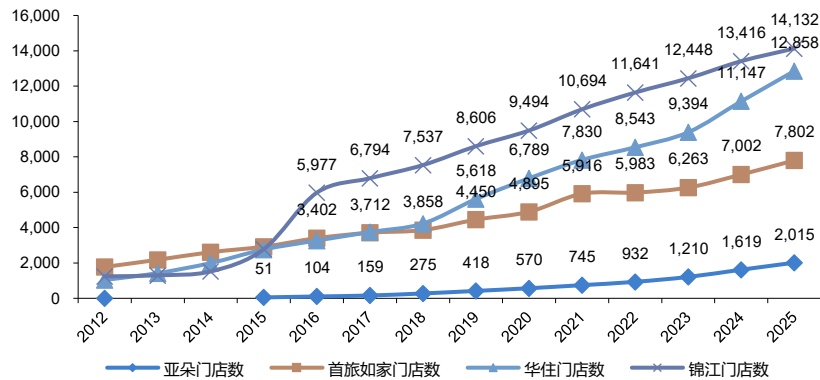
酒店：供需关系持续改善，26年预计行业稳健向好

- 酒店行业供需关系持续改善。**需求端，今年以来，江苏、浙江、安徽等多地已开始实施中小学春假安排，有效释放了休闲出行活力，旅游市场有望延续持续向好的趋势。供给端，根据酒店之家统计，全国酒店房间数量同比增速自2025年11月高点的8.9%下降至2026年第17周的6.5%，期待投资回收期延长、新建门店减少的滞后影响兑现。随连锁化率提升，上市公司仍维持较快速度扩张。
- 首旅指引：**春节错期导致Q1拓店不及预期，维持2026年新开酒店1600-1700家的目标，重点聚焦标准品牌发展。判断行业处于平稳改善阶段。26M4经营稳步向前，市场表现相对不错，维持25Q4以来稳健向好的趋势，五一假期预订情况稳健。当前商务需求触底，进入稳定新常态，休闲旅游是重要驱动。
- 锦江指引：**预计2026年度实现营业收入139-141亿元，比上年度增长1%-2%，剔除2026年预计的资产组合，持续优化、退出低效业务后，公司预计2026年度实现营业收入比上年度增长4%-6%，其中来自于中国大陆境内的营业收入预计同比增长6%-7%。全年计划新增开业酒店1,200家，新增签约酒店1,800家。
- 华住指引：**预计2026年度收入同比增长2%-6%，剔除德意志酒店后收入增长5%-9%，其中管理加盟及特许经营收入预计增长12%-16%。公司计划全年新开2,200-2,300家酒店、关闭600-700家，净增约1,500-1,700家。

图：全国酒店房间数量同比增速



图：上市公司门店数量同比增速



数据来源：iFind, 酒店之家, 国金证券研究所

02 免税

免税：25年行业触底回暖，经营调整基本完成

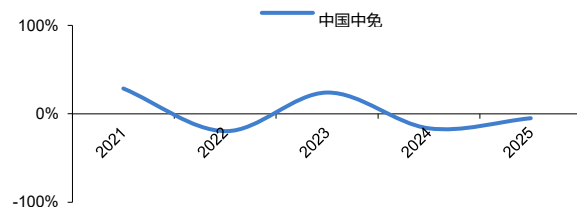
- 25Q3起，离岛免税销售额同比转正，高端消费回暖与海南政策优化推动免税行业景气度触底回升。** 1) 高端消费25Q3起持续回暖；2) 25M11月离岛免税政策优化，免税商品由45大类增至47大类，新增宠物用品、可随身携带的乐器、微型无人机、小家电等；允许部分国产品进入离岛免税渠道并享受退税；允许离岛且离境旅客享受离岛免税政策；岛内居民在有离岛记录后可按“即购即提”方式不限次数购买；3) 海南封关带动海南地区关注度与客流量持续增加。
- 行业上市公司经营调整基本完成。** 中国中免：2025年收入/归母净利润分别同比-4.9%/-16.0%，上海机场转场、日上商誉减值对利润产生一定压力，但受益于折扣缩减、货币升值，25Q4公司毛利率同比大幅增长4.8pct。

图：免税板块重点公司2025年业绩汇总（亿元）

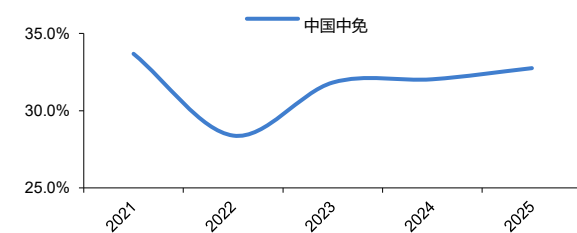
	收入			归母净利润			毛利率	
	FY25	FY24	同比增速	FY25	FY24	同比增速	FY25	FY24
中国中免	536.9	564.7	-4.9%	35.9	42.67%		32.8%	32.0%

	收入			归母净利润			毛利率	
	25Q4	24Q4	同比增速	25Q4	24Q4	同比增速	25Q4	24Q4
中国中免	138.3	134.5	2.8%	5.3	3.5	53.6%	33.3%	28.5%

图：免税板块重点公司年度收入yoy



图：免税板块重点公司年度毛利率



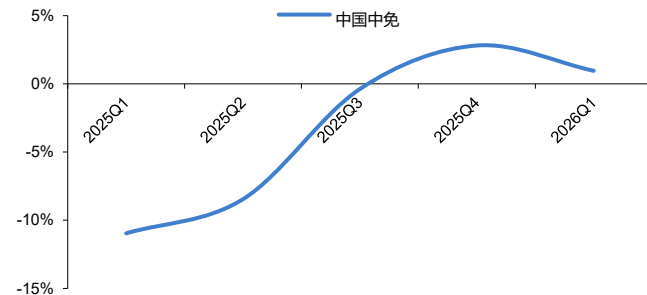
免税：26Q1业绩符合预期，海南地区红利显著

- 中国中免：Q1业绩符合预期，盈利能力持续修复。26Q1公司实现营业收入169.06亿元/+0.96%，归母净利润23.48亿元/+21.18%，扣非归母净利润23.37亿元/+20.76%。26Q1公司毛利率33.63%/+0.65pct；归母净利率13.89%/+2.32%，主要受益于销售费用和少数股东损益下滑。海南地区表现亮眼，上海地区经营承压。26Q1海南地区收入125.85亿元/+28.26%，增速快于离岛免税（Q1+25.7%），市占率持续提升。上海及其他地区收入69.33亿元/-37.68%，上海仓停运+机场交接产生暂时冲击。

图：免税板块重点公司26Q1业绩汇总（亿元）

	收入			归母净利润			毛利率	
	26Q1	25Q1	同比增速	26Q1	25Q1	同比增速	26Q1	25Q1
中国中免	169.1	167.5	1.0%	23.5	19.4	21.2%	33.6%	33.0%

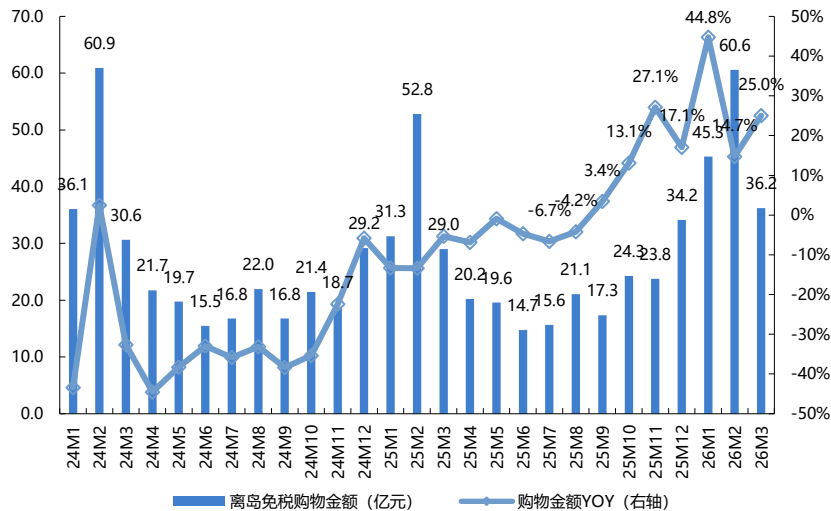
图：免税板块重点公司季度收入yoy (%)



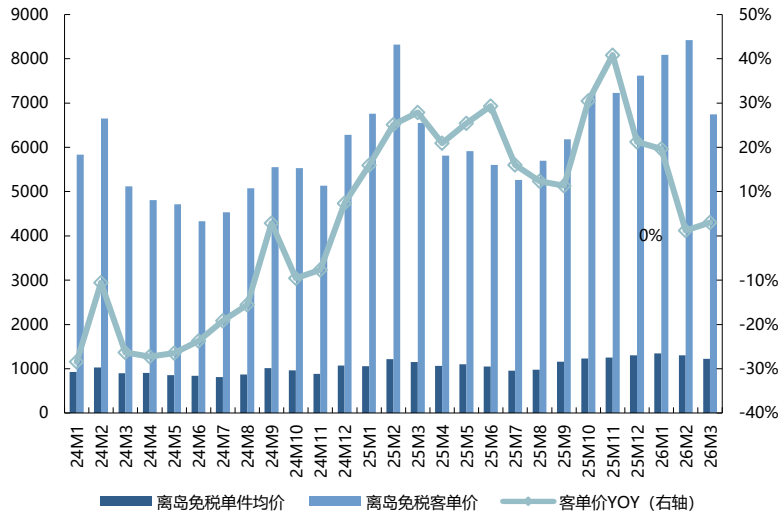
免税：26Q1海南离岛免税购物金额同比增长25.7%

- 据海口海关统计，26Q1海南离岛免税购物金额142.1亿元，购物人数181.6万人次，客单价7825元，同比分别增长25.7%、17.9%、6.6%；
- 据计算，26M3海南离岛免税购物金额36.2亿元，购物人数53.7万人次，客单价6747元，同比分别增长25.0%、21.3%、3.0%。

图：离岛免税购物金额



图：离岛免税客单价、单件均价

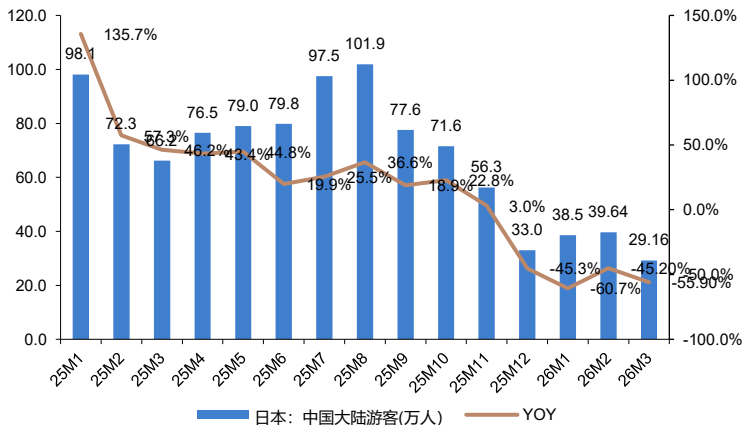


数据来源：iFind, 海口海关, 国金证券研究所

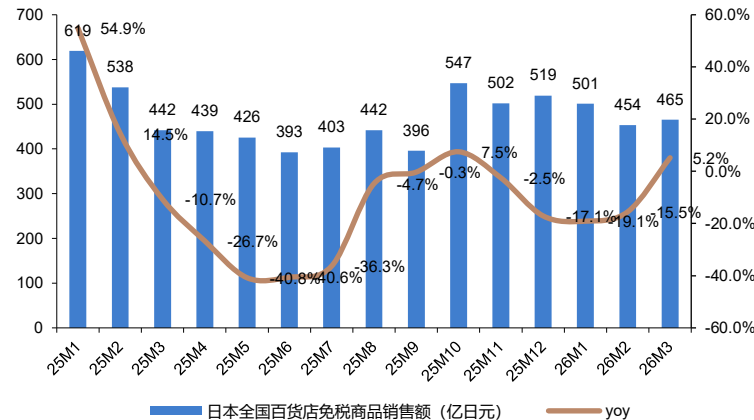
免税：赴日旅游大幅下滑，免税消费回流可期

- 中国大陆赴日旅游人次12月起显著下滑。2025年全年赴日本的大陆游客数量为909.6万人，同比+30.3%，其中10/11/12月为71.6/56.3/33.0万人，同比+22.8/+3.0/-45.3%。2026年3月大陆赴日本游客为 29.16万人，同比-55.9%。
- 日本免税业因中国游客减少承压。根据日本百货协会数据，2月份百货商店免税商品销售额为453亿日元，同比下降15.5%。中国购买的客户数量减少了约50%，销售额也下降了约40%。3月份增速虽转正，但中国顾客数量减少约40%，销售额下降约20%，中国政府呼吁避免访问日本的持续产生影响。
- 日本消费回流或将打开百亿级别空间。2025年中国大陆游客在日本旅游消费合计20026亿日元，其中购物金额为7533亿日元。假设30%的购物消费回流至国内免税店，则可为免税行业增加约100亿人民币空间。

图：大陆赴日本游客人数



图：日本全国百货店免税商品销售额



数据来源：JNTO, 国金证券研究所

03

OTA

OTA: 25年业绩延续增长, 行业维持高景气

2025年OTA龙头业绩延续增长。携程集团: 1) 2025年实现净收入624亿元/+17%; 其中住宿预订收入261亿元/+21%, 交通票务收入225亿元/+11%, 旅游度假收入47亿元/+8%, 商务差旅收入28亿元/+13%; 2) 全年归母净利润333亿元/+95.1%, 主要原因系出售MakeMyTrip股权获利约170亿元; 同程旅行: 2025年实现收入194亿元/+11.9%; 交通业务收入79.3亿元/+9.6%, 住宿业务收入54.5亿元/+16.8%; 经调整净利润34.0亿元/+22.2%。

图: OTA重点公司2025年业绩汇总 (亿元)

	收入			归母净利润			毛利率	
	FY25	FY24	同比增速	FY25	FY24	同比增速	FY25	FY24
携程集团-S	624.1	537.9	15.8%	332.9	170.7	95.1%	80.6%	81.3%
同程旅行	194.0	173.4	11.9%	23.7	19.7	20.1%	66.3%	64.1%

	收入			归母净利润			毛利率	
	25Q4	24Q4	同比增速	25Q4	24Q4	同比增速	25Q4	24Q4
携程集团-S	154.0	127.4	20.8%	42.8	21.6	98.5%	79.0%	79.3%
同程旅行	48.4	42.4	14.2%	0.8	3.5	-75.9%	65.9%	63.5%

图: OTA重点公司年度收入yoy

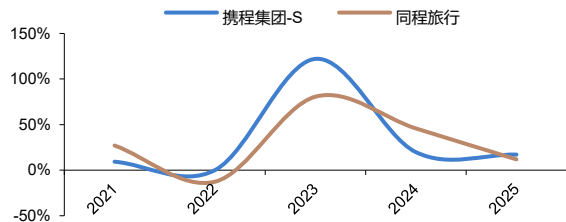
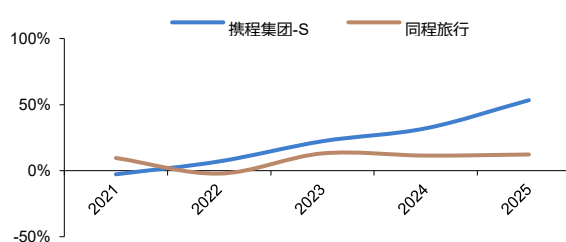


图: OTA重点公司年度归母净利润



携程旅行：入境旅游潜力巨大，国际业务快速增长

- ❑ **入境旅游**：中国入境旅游处于增长周期初期，GDP占比有5-10倍提升空间；2025年服务2000万入境游客（同比增近100%），2026年目标翻倍，重点推广超级目的地、赋能本地合作伙伴及优化旅行者体验。2025年服务约2000万入境游客，连接15万家酒店（其中6.3万家首次服务入境游客），覆盖6000多个景点（40%新开放）；推出定制化高品质入境团（占比超90%），投资超10亿元推动入境旅游增长。亚太为主要来源地，西方市场需求扩大；在北上港等城市机场设一站式入境服务柜台，推出中转旅游项目及“中国味道”餐饮体验，覆盖3400多家退税商家。
- ❑ **国际业务**：2025年国际OTA平台（Trip.com）总预订量同比增长约60%，亚太为核心区域，中东潜力显著；通过本地化战略（产品适配、品牌渗透）及移动优先策略推动增长，目标改善盈利轨迹。
- ❑ **出境旅游**：需求稳健增长，旅行者灵活转向替代目的地；加强与海外目的地合作，提升服务协调与实地支持。
- ❑ **国内旅游**：私人旅游业务增长20%，3500家中小型旅行社通过平台提供定制团，创造110亿元增量交易价值及3万余个旅游相关岗位；“娱乐+旅游”战略实现三位数增长，全年销售1540场演出门票。
- ❑ **企业旅游**：服务超2.8万家中国企业海外需求（含2.5万家中小企业），支持44万名全球流动专业人士前往206个国家，优化企业成本与合规性。

- 1月14日，从市场监管总局获悉，近日，市场监管总局根据前期核查，依据《中华人民共和国反垄断法》，对携程集团有限公司涉嫌滥用市场支配地位实施垄断行为立案调查。
- 2月12日，北京市市场监督管理局组织携程、去哪儿、飞猪、同程、美团、京东、航旅纵横、高铁管家、滴滴、高德地图、百度地图、腾讯地图等12家涉及火车票网络销售业务的主流平台。包括：1) 禁止明示或者暗示消费者可通过付费服务获得优先购票特权，及时整改车票售罄后的“加速包”“双通道”“余票监控”等误导性宣传；2) 禁止采用12306图片、文字、商标等宣传，让消费者误以为平台与12306存在特定业务合作。
- 3月23日，北京市市场监管局联合市商务局、市文化和旅游局，依法约谈和行政指导携程、去哪儿网、高德、京东、淘宝闪购、美团、飞猪旅行、同程旅行、途家民宿、小猪民宿、抖音、快手等十二家平台企业，集中通报开展平台“内卷式”竞争综合整治以来发现的第一批问题，并提出整改要求。包括：1) 携程制定不合理“切客”判定和处罚规则。将“消费者在携程平台上下单，但酒店引导消费者避开携程，直接交易或通过其他第三方渠道进行交易的行为”认定为“切客”，要求酒店支付全额佣金，并对酒店进行限制流量等处罚；2) 第三方火车票网络销售平台虚假宣传。平台推出“抢票加速包”“双通道”等付费服务，进行“显著提高抢票成功率”“优先购票”等具有误导性的商业宣传；3) 携程“大拇指”标识误导消费者。携程在与平台合作密切的特牌、金牌酒店名称之后标注橙色、红色“大拇指”标识，但该标识与真实服务水平无关，涉嫌误导消费者。监管部门已指导携程取消“大拇指”标识；4) 携程自动跟价，剥夺酒店定价权。多家酒店反映携程通过技术手段实时抓取客房全渠道价格，要求给予携程平台最低价格。酒店若不配合，平台通过电话施压、限制流量、自动跟价等方式，直接干预定价。监管部门已督促指导携程下架“调价助手”。
- 3月26日，上海市市场监管局组织全市重点平台企业开展反垄断合规辅导活动，重点宣贯、解读《互联网平台反垄断合规指引》等规定。拼多多、携程、美团、淘宝闪购、抖音电商、B站、小红书、得物等40余家重点平台企业法务、合规及业务负责人参加会议。

04 旅游

旅游：25年出行需求整体回暖，但上市公司利润承压

- 2025年出行需求整体回暖。**根据国内居民出游抽样调查统计结果，2025年，国内居民出游人次65.22亿/+16.2%。2025年，国内居民出游花费6.30万亿元/+9.5%；根据中国民航局统计，民航完成旅客运输量77014.68万人次/+5.5%；2025年全国铁路发送旅客45.88亿人次/+6.4%，单日最高旅客发送量达2313.2万人次，均创历史新高。
- 但上市旅游景区公司并未普遍兑现高利润弹性，主要原因在于：**1) 客流恢复更多体现在量，客单价和二消仍有压力；2) 新项目仍处爬坡期；3) 部分公司仍存在历史包袱。

图：旅游景区重点公司2025年业绩汇总（亿元）

	收入			归母净利润			毛利率	
	FY25	FY24	同比增速	FY25	FY24	同比增速	FY25	FY24
板块整体	324.4	299.7	8.3%	17.1	17.6	-3.0%	26.4%	28.3%
中青旅	113.4	99.6	13.9%	0.8	1.6	-48.0%	19.8%	23.1%
岭南控股	45.0	43.1	4.5%	0.7	1.5	-53.3%	18.3%	19.1%
众信旅游	68.2	64.6	5.7%	0.1	1.1	-93.3%	12.0%	13.0%
祥源文旅	11.7	8.6	35.7%	1.1	1.5	-22.5%	52.5%	49.4%
桂林旅游	4.4	4.3	2.0%	0.1	-2.0	-105.4%	31.4%	27.5%
丽江股份	8.6	8.1	6.4%	2.1	2.1	1.2%	56.2%	57.4%
黄山旅游	21.1	19.3	9.2%	2.9	3.2	-7.2%	46.9%	51.8%
峨眉山A	9.3	10.1	-7.9%	2.2	2.3	-6.2%	49.9%	50.5%
九华旅游	8.8	7.6	14.9%	2.1	1.9	14.4%	49.9%	50.2%
天目湖	5.1	5.4	-5.2%	1.0	1.0	-8.9%	50.3%	52.4%
长白山	7.9	7.4	6.0%	1.3	1.4	-10.3%	37.5%	41.7%
三峡旅游	7.6	7.4	2.1%	0.6	1.2	-45.6%	34.5%	31.4%
西藏旅游	1.9	2.1	-12.4%	0.2	0.2	39.5%	23.8%	32.9%
大连圣亚	5.1	5.1	0.3%	0.3	-0.7	-138.8%	59.5%	59.7%
三特索道	6.4	6.9	-7.8%	1.4	1.4	1.0%	62.4%	60.3%

数据来源：iFind，国金证券研究所

旅游：26Q1出行回暖延续，板块业绩整体改善

- 26Q1出行回暖延续。**根据国内居民出游抽样调查统计结果，26Q1国内居民出游人次19.01亿/+6.0%，国内居民出游花费1.86万亿元/2.9%。
- 旅游板块整体业绩改善。**板块收入同比+10.5%，归母净利润同比+5.3%。**部分公司表现亮眼。**丽江股份收入/归母净利润分别同比+23.6%/+93.3%，主要原因系2025上半年丽江受大风、暴雪等异常天气影响，导致基数偏低；长白山收入/归母净利润分别同比+21.4%/+84.2%，冰雪旅游景气度延续，业绩增长主要因为本期景区入区人数较上年同期增加，带动收入和利润增加。

图：旅游景区重点公司26Q1业绩汇总（亿元）

	收入			归母净利润			毛利率	
	26Q1	25Q1	同比增速	26Q1	25Q1	同比增速	26Q1	25Q1
板块整体	67.1	60.8	10.5%	2.9	2.8	5.3%	25.2%	26.3%
中青旅	23.6	20.5	14.9%	-0.4	-0.3	9.5%	17.6%	20.5%
岭南控股	10.2	9.2	10.4%	0.3	0.3	23.6%	19.6%	20.1%
众信旅游	12.7	11.7	8.6%	0.1	0.2	-47.8%	13.4%	15.1%
祥源文旅	2.4	2.1	14.0%	0.2	0.3	-42.0%	49.9%	50.0%
桂林旅游	1.0	0.8	15.5%	-0.1	-0.1	-9.5%	24.6%	22.4%
丽江股份	2.0	1.6	23.6%	0.7	0.3	93.3%	61.0%	51.6%
黄山旅游	4.2	4.0	3.5%	0.3	0.4	-6.1%	38.1%	39.2%
峨眉山A	2.2	2.3	-2.4%	0.6	0.6	0.5%	52.0%	46.9%
九华旅游	2.3	2.3	0.2%	0.7	0.7	1.3%	54.7%	54.6%
天目湖	1.0	1.0	-4.5%	0.1	0.1	-24.5%	37.6%	41.4%
长白山	1.6	1.3	21.4%	0.1	0.0	84.2%	23.7%	22.9%
三峡旅游	1.5	1.4	7.0%	0.1	0.2	-14.8%	27.1%	23.9%
西藏旅游	0.2	0.3	-4.4%	-0.2	-0.1	119.2%	-14.0%	-15.4%
大连圣亚	0.9	0.8	9.9%	0.2	-0.1	-292.8%	47.2%	40.4%
三特索道	1.4	1.3	3.3%	0.2	0.3	-31.5%	63.0%	59.3%

05 教育

公考教育：公职类岗位吸引力逐年上升，需求旺盛

- 公考教育行业需求旺盛。1) 国考报名人数持续增长。2025-2026年，国考报名人数首次超过考研人数；2) 录取难度创历史新高。2026年国考通过资格审查人数达371.8万人，招录计划3.81万人，报录比98:1，创历史新高；3) 就业市场竞争激烈。高校毕业生规模持续处于历史高位。2025届达1,222万人，2026届预计1,270万人，连续两年突破1,200万大关。毕业生“求稳”心态持续增强，央企及公职类岗位的吸引力相应上升。
- 中公教育：公司认为经营底部已确认，调整见到实效。2025年实现营业收入22.4亿元/-14.8%；归母净利润0.5亿元/-73.4%，公务员/事业单位教师/综合序列占比分别为54.64%/12.80%/6.81%/23.41%。华图山鼎：业绩表现良好。2025年实现营业收入32.0亿元/+12.9%；归母净利润2.4亿元/+354.1%。面授培训/在线培训/建筑设计分别实现营收29.58亿元/2.12亿元/2.77亿元，同比+19.9%/26.6%/-33.1%。“考编直通车”班型表现亮眼。

图：公考教育重点公司2025年&26Q1业绩汇总（亿元）

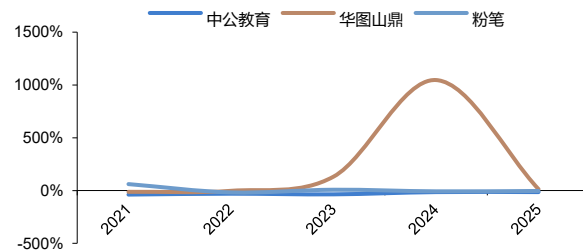
	收入			归母净利润			毛利率	
	FY25	FY24	同比增速	FY25	FY24	同比增速	FY25	FY24
板块整体	81.1	82.5	-1.7%	4.9	4.8	2.4%	57.6%	55.1%
中公教育	22.4	26.3	-14.8%	0.5	1.8	-73.4%	59.7%	59.7%
华图山鼎	32.0	28.3	12.9%	2.4	0.5	354.1%	59.4%	53.5%
粉笔	26.8	27.9	-4.1%	2.0	2.4	-17.3%	53.5%	52.5%

	收入			归母净利润			毛利率	
	25Q4	24Q4	同比增速	25Q4	24Q4	同比增速	25Q4	24Q4
中公教育	5.8	5.3	10.1%	-0.4	0.2	-377.5%	60.1%	59.3%
华图山鼎	7.3	7.0	4.5%	-0.1	-0.8	-88.9%	60.8%	40.1%

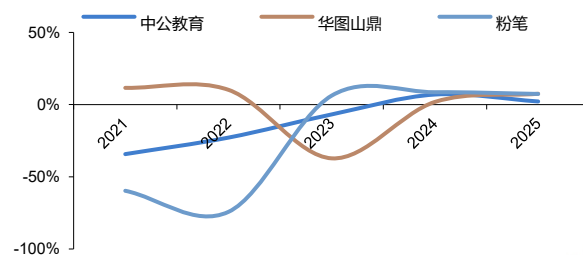
	收入			归母净利润			毛利率	
	26Q1	25Q1	同比增速	26Q1	25Q1	同比增速	26Q1	25Q1
中公教育	6.0	5.8	4.3%	0.5	0.4	18.3%	62.2%	59.8%
华图山鼎	8.4	8.3	1.3%	1.2	1.2	-0.1%	61.1%	61.4%

数据来源：iFind, 国金证券研究所

图：公考教育重点公司年度收入yoy



图：酒店板块重点公司年度归母净利率



职业教育：支持政策频出，上市公司α显著

- 职业教育支持政策频出。**2025年《教育强国建设规划纲要（2024—2035年）》提出，要在产业、财政、金融、就业等方面加大对职业教育的政策支持，新增教育经费加大对职业教育支持。2026年《关于深化职业教育教学关键要素改革的意见》提出围绕专业、课程、教材、教师、实习实训等关键要素改革，推动职业教育人才培养由单一知识传授向综合能力提升转变，实现办学能力高水平、产教融合高质量。
- 上市公司α显著。行动教育：企业管理教育龙头，自身运管能力突出。**大客户战略成果显著，品牌影响力持续攀升，AI提升交付和管理效率。2025年实现营业收入8.1亿元/+3.5%，归母净利润3.2亿元/+19.1%，其中Q4业绩超预期；**中国东方教育：老牌职业教育集团，品牌力优秀。**新专业宠物、照护布局中。2025年实现营业收入46.2亿元/+12.1%，归母净利润7.6亿元/+47.5%。

图：职业教育重点公司2025年&26Q1业绩汇总（亿元）

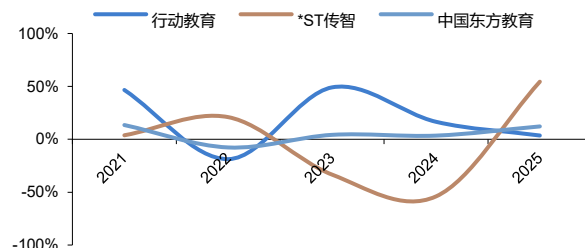
	收入			归母净利润			毛利率	
	FY25	FY24	同比增速	FY25	FY24	同比增速	FY25	FY24
板块整体	58.1	51.5	12.9%	9.9	6.5	52.3%	58.3%	54.3%
行动教育	8.1	7.8	3.5%	3.2	2.7	19.1%	78.9%	76.1%
*ST传智	3.8	2.5	54.4%	-0.9	-1.3	-32.5%	50.9%	33.3%
中国东方教育	46.2	41.2	12.1%	7.6	5.1	47.5%	55.3%	51.4%

	收入			归母净利润			毛利率	
	25Q4	24Q4	同比增速	25Q4	24Q4	同比增速	25Q4	24Q4
行动教育	2.5	2.2	11.3%	1.1	0.7	42.1%	79.6%	76.4%
*ST传智	1.1	0.6	70.0%	-0.8	-0.9	-11.6%	44.8%	29.1%

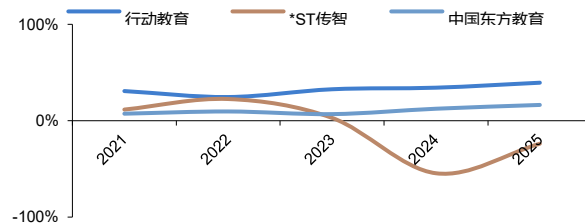
	收入			归母净利润			毛利率	
	26Q1	25Q1	同比增速	26Q1	25Q1	同比增速	26Q1	25Q1
行动教育	1.7	1.3	32.7%	0.4	0.3	38.3%	76.5%	73.8%
*ST传智	1.0	0.7	43.7%	0.0	-0.1	-127.2%	53.5%	50.0%

数据来源：iFind, 国金证券研究所

图：职业教育重点公司年度收入yoy



图：职业教育板块重点公司年度归母净利率



06

黄金珠宝

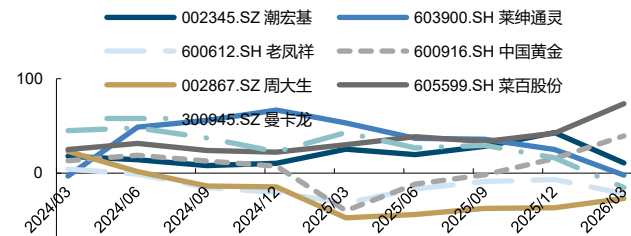
黄金珠宝：Q1业绩分化明显，时尚品牌势头强劲

□ 黄金珠宝板块 26Q1 收入端承压，但利润端回暖，且个股分化显著。根据A股重点黄金珠宝公司数据，板块整体Q1收入同比下滑3%，但归母净利润同比增长 35%。时尚品牌凭借产品结构优化、品牌与设计价值实现收入与利润双增，而传统品牌因闭店持续、产品结构单一、品牌认知薄弱等因素，收入与利润出现下滑；毛利率也因品牌定位、产品品类差异呈现明显分层。

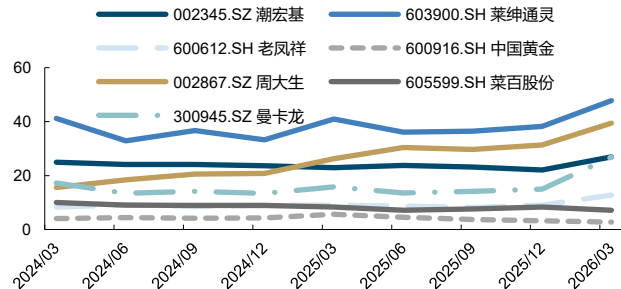
图：黄金珠宝板块重点公司26Q1业绩汇总（亿元）

	收入			归母净利润			毛利率(%)	
	26Q1	25Q1	同比增速	26Q1	25Q1	同比增速	26Q1	25Q1
板块整体	1,078.78	1,107.59	-3%	58.41	43.14	35%	20.17	14.92
老凤祥	137.42	175.21	-22%	5.47	6.13	-11%	12.75	9.06
中国黄金	153.45	110.03	39%	1.64	1.35	22%	2.73	5.65
周大生	19.54	26.73	-27%	2.52	1.60	16%	39.43	26.21
明牌珠宝	9.57	9.74	-2%	0.12	-0.38	-	7.87	12.35
菜百股份	142.73	82.22	74%	3.98	3.20	25%	7.13	8.34
曼卡龙	6.05	7.14	-15%	0.57	0.43	33%	26.85	15.78
潮宏基	24.98	22.52	11%	2.64	1.89	40%	26.92	22.93
莱绅通灵	3.63	3.71	-2%	0.54	0.28	89%	47.77	40.97
周大福	502.48	591.87	-15%	33.86	19.48	74%	28.02	16.80
六福集团	78.92	78.40	1%	6.66	8.24	-19%	33.39	26.70

图：黄金珠宝板块重点公司单季度收入yoy (%)



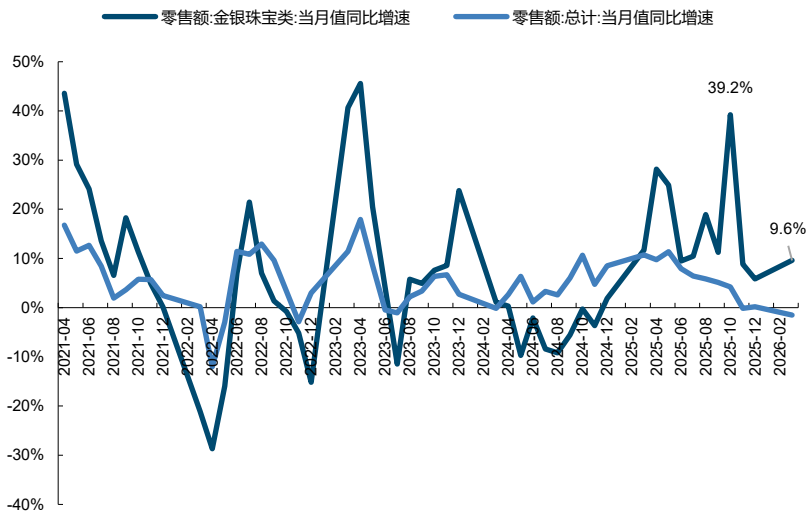
图：黄金珠宝板块重点公司单季度毛利率 (%)



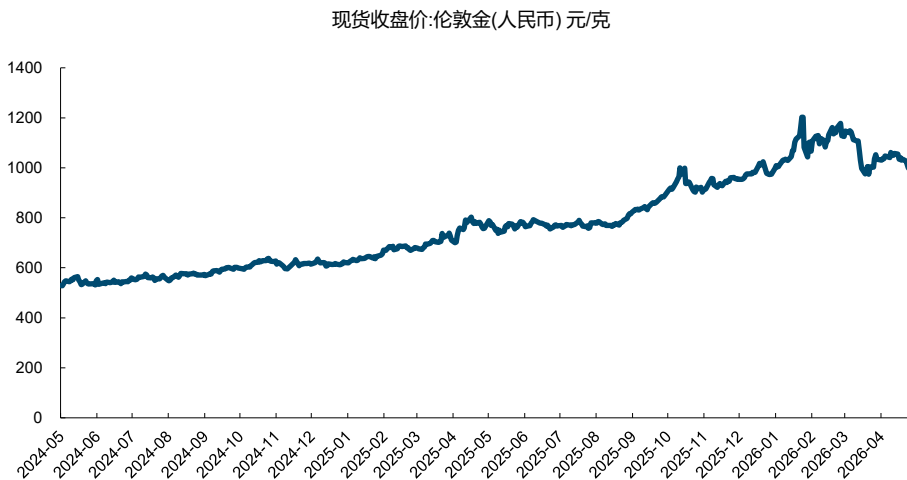
行业景气度持续，储蓄型消费崛起带动黄金加速渗透

- 一季度黄金珠宝品类景气度持续。1-3月我国金银珠宝当月零售额分别同比增长8.8%/5.8%/9.6%，跑赢社零大盘。
- 金价波动和经济不确定性下，储蓄型消费崛起带动黄金消费。2025年中国消费者全球个人奢侈品消费同比下降13%，由750亿欧元降至650亿欧元。而黄金首饰作为兼具消费与保值属性的品类，加速抢占传统奢侈品份额。25年全年中国消费者金饰累计支出394亿美元，同比+8%。

图：我国金银珠宝零售额同比增速



图：一季度国际金价呈现波动趋势



07

跨境电商&品牌出海

跨境电商：Q1收入增长回暖，利润表现分化

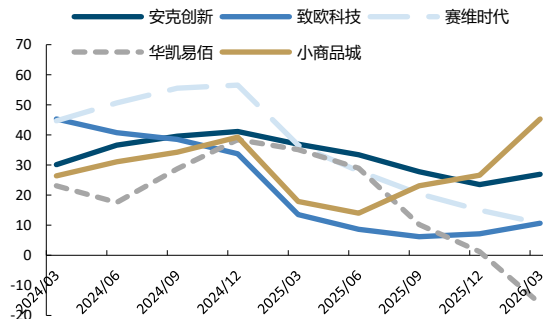
- ❑ 一季度出口高景气，带动板块收入回暖，板块内部利润表现分化。
- ❑ 精品类卖家：龙头品牌安克创新收入稳健增长，毛利率有所提升，管理&研发投入加大导致净利润有所承压，赛维时代、致欧科技、恒林股份收入端回暖，乐歌股份收入端承压，叠加费用端投入加大，利润承压明显；
- ❑ 泛品领域：吉宏股份受益模型升级，收入、利润双增，华凯易佰、三态股份表现疲软；
- ❑ 平台端：相对免疫关税及竞争加剧影响，业绩韧性较强，小商品城受益于AI工具商业化和支付拓展，收入、利润均大幅增长，焦点科技收入增长但利润微降。
- ❑ 工具出口链：美联储降息节奏较缓，整体景气度承压，手工具龙头巨星科技盈利能力韧性更强，常润股份和大叶股份利润端承压。

图：跨境板块重点公司26Q1业绩汇总 (亿元)

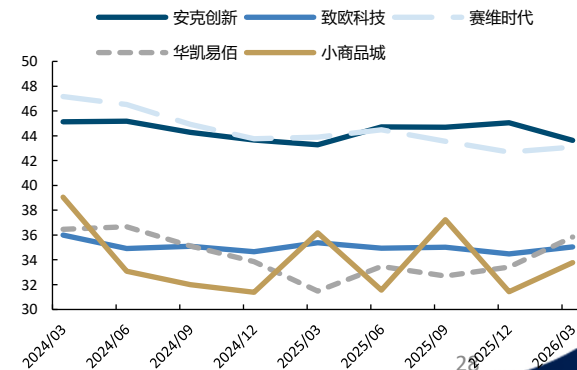
	收入			归母净利润			毛利率(%)	
	26Q1	25Q1	同比增速	26Q1	25Q1	同比增速	26Q1	25Q1
板块整体	323.11	283.34	14%	24.67	24.38	1%	35.82	34.83
精品								
安克创新	76.08	59.93	27%	4.72	4.96	-5%	43.64	43.28
致欧科技	23.14	20.91	11%	0.75	1.11	-32%	35.05	35.39
赛维时代	27.20	24.58	11%	0.43	0.47	-10%	43.10	43.89
乐歌股份	14.96	15.44	-3%	0.01	0.52	-98%	28.58	25.93
恒林股份	32.18	26.54	21%	0.59	0.52	14%	18.75	16.27
泛品								
华凯易佰	19.24	22.92	-16%	0.72	-0.15	-	35.85	31.48
吉宏股份	18.04	14.77	22%	0.72	0.59	22%	46.90	45.63
三态股份	3.84	4.03	-5%	0.14	0.14	2%	36.41	31.59
平台								
小商品城	45.93	31.61	45%	9.90	8.03	23%	33.78	36.18
焦点科技	5.12	4.43	16%	0.98	1.12	-13%	77.53	80.49
工具出海								
巨星科技	37.72	36.56	3%	5.15	4.61	12%	31.41	30.31
常润股份	6.50	6.43	1%	0.33	0.52	-37%	21.93	21.40
大叶股份	13.15	15.18	-13%	0.23	1.94	-88%	21.84	23.44

数据来源：中国政府网，新浪新闻，国金证券研究所

图：跨境电商板块重点公司单季度收入yoy (%)



图：跨境电商板块重点公司单季度毛利率 (%)



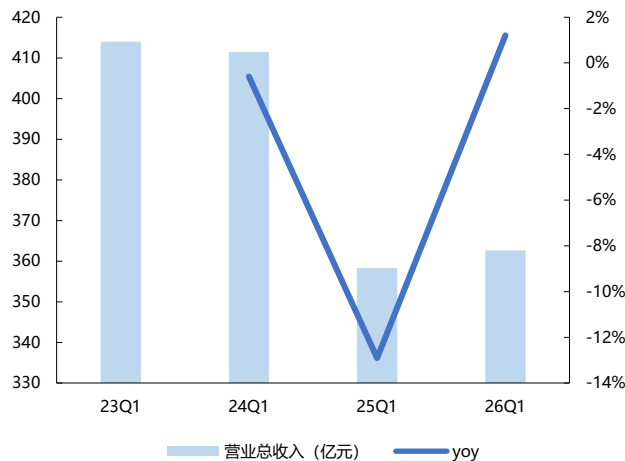
08

线下零售

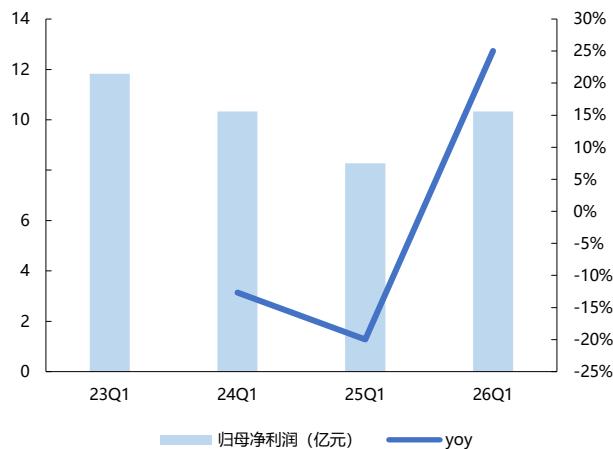
26Q1线下零售收入转正，利润修复快于收入

□ 2026Q1 线下零售板块收入端结束连续两年下滑态势实现转正，利润端修复弹性显著高于收入端。我们统计了申万商贸零售板块 32 家线下零售主要上市公司 2026Q1 业绩，采用整体法计算，板块内公司一季度实现营业总收入 362.66 亿元，同比增长 1.20%，归母净利润 10.33 亿元，同比增长 25.02%。具体来看，32 家公司中收入端实现高增的有天音控股（30.41%）、爱施德（21.49%）、国芳集团（14.73%）、步步高（13.67%），有 17 家公司收入端仍有不同程度下滑。

图：线下零售板块26Q1营业收入



图：线下零售板块26Q1归母净利润



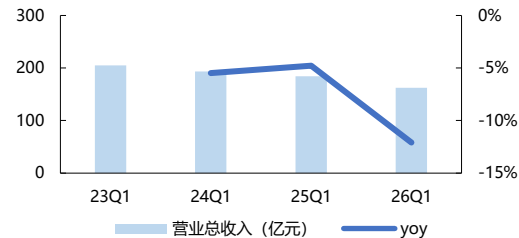
26Q1百货板块营收降幅边际收窄，盈利分化显著

□ 百货及多业态零售板块 2026Q1 营收降幅边际收窄，盈利端分化显著，百货板块仍承压、多业态板块利润大幅修复。百货板块主要上市公司 26Q1 营收同比下降 4.23%，归母净利润同比下降 21.23%，盈利端虽仍下滑但较 2025 年同期降幅明显收窄；26Q1 多数百货公司营收同比下滑，其中利润维持正增长的公司有国芳集团 (+174.14%)、友阿股份 (+15.74%)、东百集团 (+13.71%)、杭州解百 (+4.19%)。同时实现收入和利润增长的有国芳集团、东百集团、杭州解百。

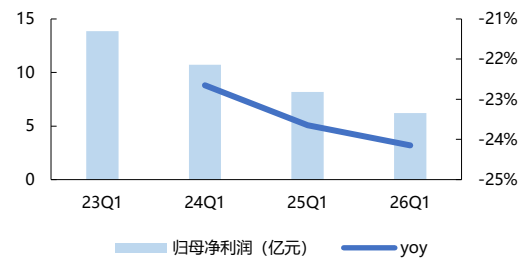
图：百货板块各公司2026Q1业绩汇总（亿元）

	收入			归母净利润			毛利率 (%)		
	26Q1	25Q1	26VS25	26Q1	25Q1	26VS25	26Q1	25Q1	26VS25
板块整体	106.1	110.8	-4.23%	3.6	4.5	-21.23%			
供销大集	3.62	3.65	-0.96%	-1.36	-0.06	2068.29%	30.11	27.41	2.71
王府井	28.10	29.85	-5.86%	0.52	0.56	-7.19%	36.72	39.24	-2.52
翠微股份	5.43	5.66	-4.00%	-0.30	-0.82	-62.92%	22.22	22.20	0.02
友阿股份	2.08	2.90	-28.26%	0.42	0.37	157.43%	65.72	10.78	
国芳集团	2.34	2.04	14.73%	0.42	0.15	174.14%	40.86	44.53	-3.68
武商集团	17.68	17.87	-1.06%	1.23	1.43	-13.47%	47.30	48.65	-1.35
茂业商业	5.08	6.41	-20.66%	-0.18	0.14	-228.51%	58.19	60.76	-2.57
天虹股份	31.72	32.67	-2.93%	1.48	1.51	-1.94%	35.41	36.25	-0.84
东百集团	5.05	4.91	2.79%	0.45	0.40	13.71%	57.16	58.01	-0.85
杭州解百	4.98	4.80	3.76%	0.90	0.87	4.19%	77.50	76.90	0.60

图：百货板块26Q1营业收入



图：百货板块26Q1归母净利润



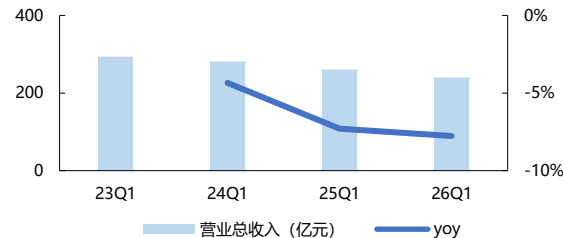
26Q1多业态零售板块利润大幅修复

□ **26Q1 多业态板块利润大幅修复。**多业态零售板块主要上市公司 26Q1 营收同比下降 9.07%，归母净利润同比大幅增长 38.13%，利润端修复弹性显著；26Q1 多数多业态零售公司营收同比下滑，其中利润维持正增长的公司有百联股份（+310.76%）、文峰股份（+52.64%）、益民集团（+38.27%）、利群股份（+31.56%）、赫美集团（+33.17%）、汇嘉时代（+13.30%）、大商股份（+3.58%）。同时实现收入和利润增长的有大商股份、汇嘉时代。

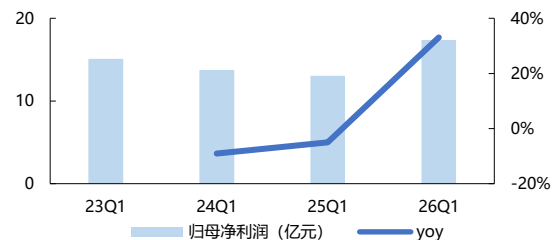
图表：多业态零售板块各公司2026Q1业绩汇总（亿元）

	收入			归母净利润			毛利率 (%)		
	26Q1	25Q1	26VS25	26Q1	25Q1	26VS25	26Q1	25Q1	26VS25
板块整体	178.8	196.6	-9.07%	15.5	11.2	38.13%			
百联股份	69.15	75.93	-8.93%	7.92	1.93	310.76%	24.10	24.57	-0.47
重庆百货	40.81	42.76	-4.56%	2.79	4.75	-41.29%	29.47	29.64	-0.17
大商股份	19.76	19.25	2.66%	2.75	2.65	3.58%	42.21	44.80	-2.58
文峰股份	4.20	4.85	-13.28%	0.46	0.30	52.64%	46.10	48.60	-2.50
汇嘉时代	7.60	7.26	4.57%	0.64	0.57	13.30%	33.47	34.82	-3.82
合百集团	17.73	21.33	-16.86%	0.64	0.75	-14.58%	25.70	24.15	1.55
赫美集团	1.08	1.71	-36.78%	-0.08	-0.06	33.17%	15.21	13.65	1.56
益民集团	1.52	1.87	-18.77%	0.19	0.14	38.27%	51.96	48.00	3.96
利群股份	16.71	21.44	-22.06%	0.07	0.05	31.56%	33.76	29.97	3.79
上海九百	0.23	0.23	1.42%	0.10	0.12	-20.04%	24.73	30.15	-5.41

图：多业态零售板块26Q1营业收入



图：多业态零售板块26Q1归母净利润



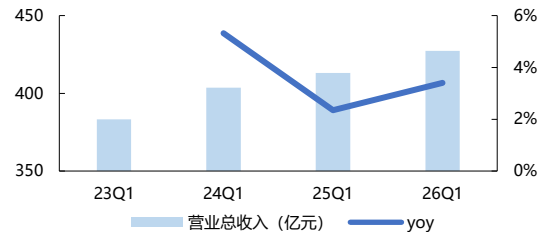
26Q1超市板块延续调改深化主线，盈利端持续改善

□ 超市板块 2026Q1 延续调改深化主线，盈利端持续改善。超市板块主要上市公司 26Q1 营收 -14.45%，归母净利润 +22.94%。其中利润维持正增长的有永辉超市 (+94.40%)、国光连锁 (+22.13%)、家家悦 (+6.96%)。同时实现收入和利润增长的有国光连锁、家家悦。

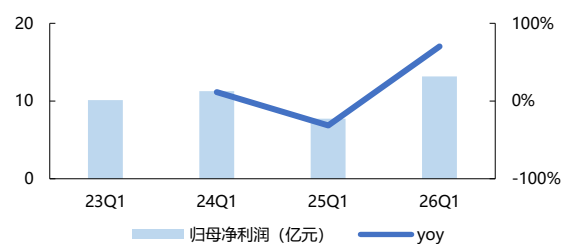
图：超市板块各公司2026Q1业绩汇总（亿元）

	收入			归母净利润			毛利率 (%)		
	26Q1	25Q1	26VS25	26Q1	25Q1	26VS25	26Q1	25Q1	26VS25
板块整体	260.9	304.9	-14.45%	6.9	5.6	22.94%			
永辉超市	133.67	174.79	-23.53%	2.87	1.48	94.40%	22.77	21.50	1.27
步步高	13.13	11.55	13.67%	1.16	1.19	-2.18%	34.44	36.64	-2.20
国光连锁	8.06	7.96	1.20%	0.27	0.22	22.13%	21.92	22.29	-0.36
红旗连锁	24.54	24.79	-1.03%	1.43	1.57	-8.97%	30.41	29.21	1.20
家家悦	50.49	49.41	2.18%	1.52	1.42	6.96%	24.03	24.29	-0.26
三江购物	10.65	10.74	-0.80%	0.60	0.71	-15.01%	24.55	26.63	-2.08
中百集团	20.32	25.66	-20.83%	-0.97	-0.99	-1.46%	23.16	22.86	0.30

图：超市板块26Q1营业收入



图：超市板块26Q1归母净利润



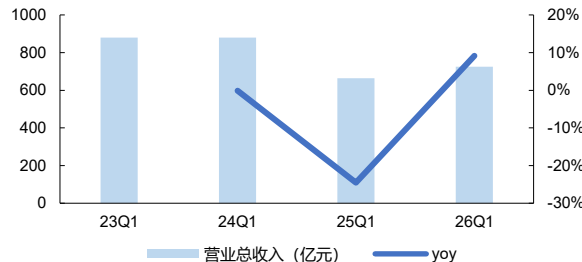
26Q1专业连锁板块收入端实现高速增长

□ 专业连锁板块2026Q1收入端实现高速增长，利润端基本持平，细分赛道景气度分化显著。专业连锁板块主要上市公司26Q1营收+21.44%，归母净利润+0.67%。其中利润维持正增长的有孩子王（+56.79%）、博士眼镜（+32.23%）、爱婴室（+27.92%）、爱施德（+1.46%）。同时实现收入和利润增长的有孩子王、博士眼镜、爱婴室、爱施德。

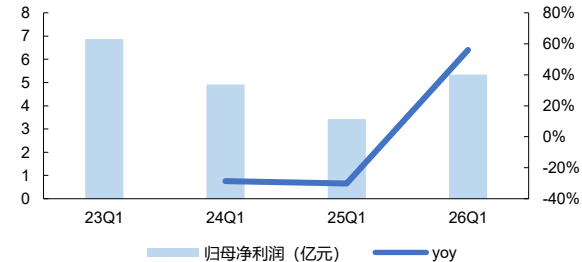
图表：专业连锁板块各公司2026Q1业绩汇总（亿元）

	收入			归母净利润			毛利率 (%)		
	26Q1	25Q1	26VS25	26Q1	25Q1	26VS25	26Q1	25Q1	26VS25
板块整体	513.5	422.8	21.44%	2.6	2.6	0.67%			
孩子王	24.62	24.03	2.46%	0.49	0.31	56.79%	28.48	26.33	2.15
爱施德	154.75	127.37	21.49%	1.28	1.26	1.46%	5.41	5.13	0.28
天音控股	292.16	224.02	30.41%	-0.25	-0.29	-11.01%	2.61	2.66	-0.05
博士眼镜	3.53	3.26	8.29%	0.40	0.30	32.23%	58.08		-0.04
华致酒行	22.14	28.52	-22.37%	0.53	0.85	-37.89%	8.78	10.44	-1.65
吉峰科技	7.41	7.04	5.20%	0.04	0.04	-3.14%	10.17	11.92	-1.75
爱婴室	8.89	8.59	3.54%	0.09	0.07	27.92%	25.00	23.78	1.22

图：专业连锁板块26Q1营业收入



图：专业连锁板块26Q1归母净利润

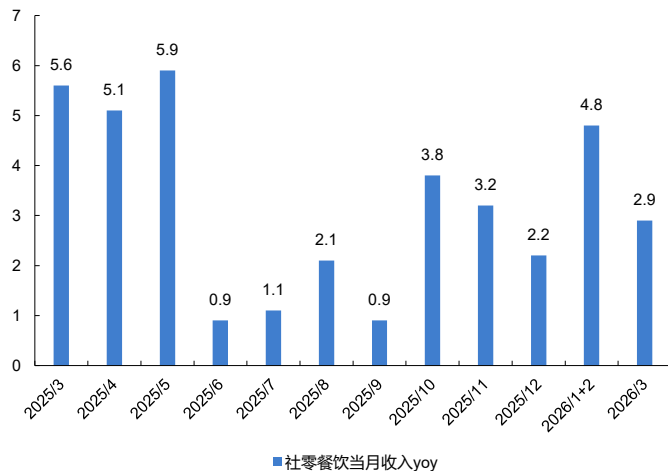


09

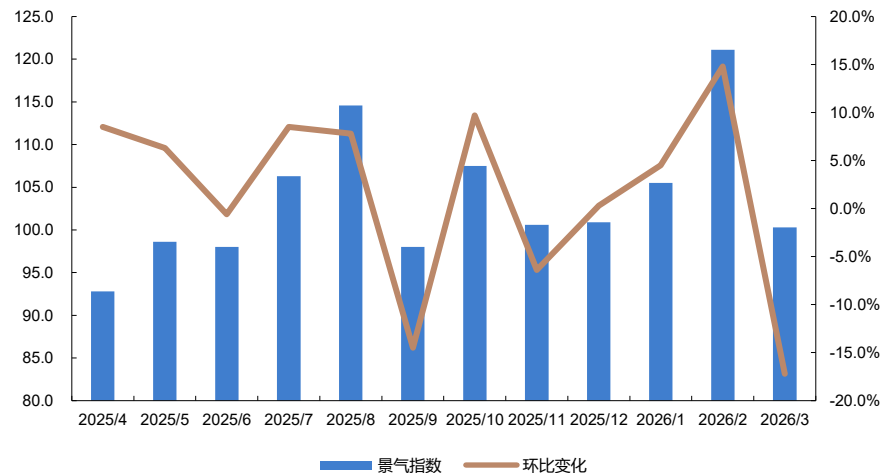
餐饮茶饮

- 2025年餐饮行业受消费环境与基数等因素影响，呈现增长承压且内部分化的态势。从同比增速看，社零餐饮整体增速波动，目前行业基本已经筑底企稳，非传统旺季的2025年二季度仍有较好增速。红餐大数据显示，2025年以来全国餐饮行业景气指数有所波动，筑底稳固。
- 高基数下保持上行，26Q1持续恢复。从同比增速看，社零餐饮整体增速在高基数下仍然稳健向上，1+2月及3月社零餐饮同比分别为+4.8%/+2.9%。红餐大数据显示，26Q1以来全国餐饮行业景气指数持续上行，其中2月景气指数为近期最高，3月在节日效应影响下仍有不错的表现

图：社零餐饮当月收入同比增速



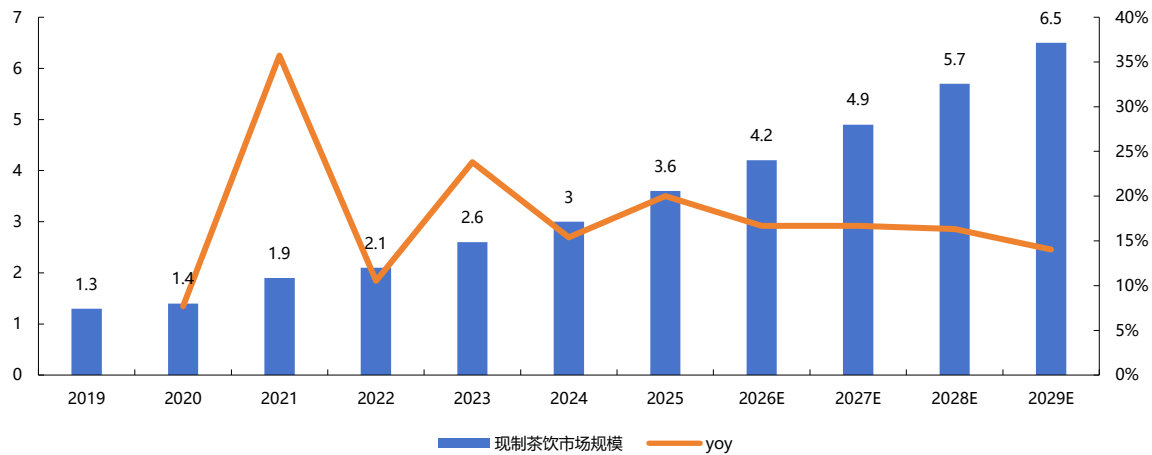
图：近一年全国餐饮行业景气指数走势



茶饮：现制茶饮春风正盛，行业持续存量深耕

- 行业在高基数下仍然保持上行。2019-2025行业CAGR约为17.8%，再过去几年的高增长下，行业市场规模预计将在2029年突破6.5千亿元，2025-2029E行业CAGR约为15.8%，未来四年有望增速仍保持双位数增长，行业预计逐渐从跑马圈地渐进至存量深耕，头部茶饮企业有望提供价格卡位、供应链管理以及精细化运营等模式，在未来的市场中进一步扩大优势，提高自身市占率。

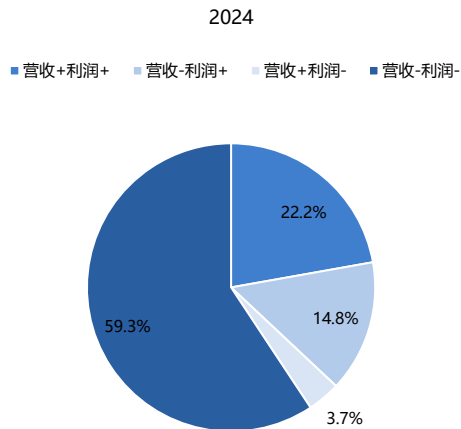
图：2019-2029E中国现制茶饮市场规模（千亿元）及yoy（%）



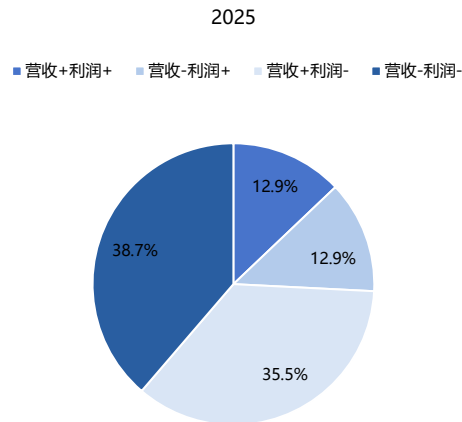
25年餐饮品牌盈利结构进一步优化

- 根据红餐大数据，2025年餐饮品牌公开财报数据显示，行业盈利结构较2024年出现显著优化。“营收增加、利润增加”的品牌占比从22.2%降至12.9%，“营收减少、利润增加”的品牌占比从14.8%降12.9%，“营收增加、利润减少”的品牌占比从3.7%增至35.5%，“营收减少、利润减少”的品牌占比从59.3%降至38.7%；可统计口径行业总利润率为8.83%，营收及利润双减情况大幅收窄，营收上升利润下降大幅提升，我们认为一大部分餐饮品牌出现进行转化，收入端先行优化，进一步改善盈利结构。

图：2024年餐饮品牌公开财报口径盈利结构



图：2025年餐饮品牌公开财报口径盈利结构



服务性消费作为扩大内需的重要力量，政策支持力度加大

□ 2024-2025 年间，国家密集出台多项餐饮行业相关政策，深刻重塑了行业竞争格局。一系列助力餐饮业提质升级的扶持政策，不断拓宽消费新场景、强化食品安全监管，在有效扩充市场供给、丰富业态类别的同时，也进一步推高了行业竞争内卷程度。与此同时，公务接待严控禁酒、杜绝奢靡消费的相关要求，直接挤压了高端餐饮的营收盈利空间。而餐饮经营监管细则、社保制度调整以及连锁餐饮食品安全主体责任新规落地，从合规经营门槛、用工人力成本、全链条安全管理责任等维度，对餐饮企业提出了更为严苛的约束标准。整体来看，各类政策一方面推动行业朝着规范化、高品质方向稳步迈进，另一方面也加快了市场优胜劣汰节奏，倒逼各类餐饮主体不得不主动调整经营模式、加快转型升级，以此适配政策新规与市场新形势。

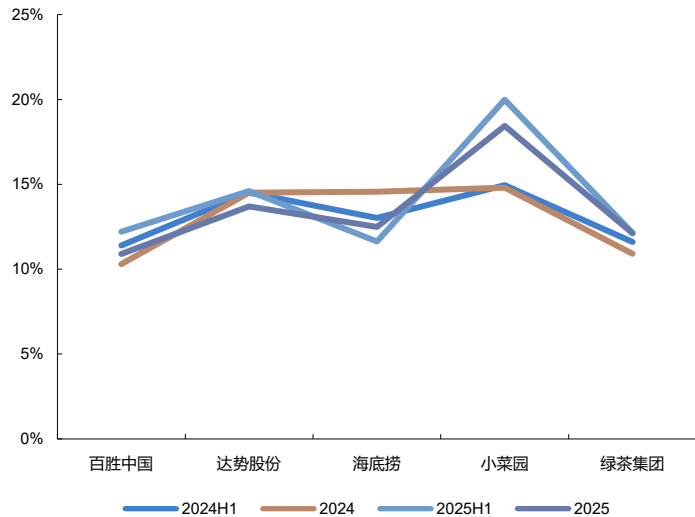
图：2025 年服务消费餐饮业政策汇总表

政策	实施时间	关键内容	直接影响
促进餐饮业高质量发展	2024-03	支持社区餐饮网点建设，鼓励夜间餐饮、文旅主题餐饮等业态；推进“互联网+明厨亮灶”	降低行业进入门槛，增加餐饮业供给，形成行业内卷
党政机关厉行节约反对浪费条例	2025-06	公务接待工作餐不得提供香烟酒类、高档菜肴	抑制了商务政务餐饮需求减少了依赖相关消费的餐饮企业营收
餐饮业促进和经营管理办法	2025-06	禁止设置最低消费，细化反食品浪费提示义务，明确厨余垃圾源头减量责任	促进理性餐饮消费，但也部分增加了企业的运营成本
关于审理劳动争议案件适用法律问题的解释（二）（社保新规）	2025-09	五险必须全员足额缴纳，否定“自愿放弃社保”协议的法律效力	增加了餐饮企业的人力成本但利好规范经营的头部企业
餐饮服务连锁企业落实食品安全主体责任监督管理规定	2025-12	明确餐饮连锁总部对全链条食品安全负管理责任，实施分级监管，严防总部只收费不承担	增加了连锁企业的管理成本与合规风险，但利好头部品牌连锁

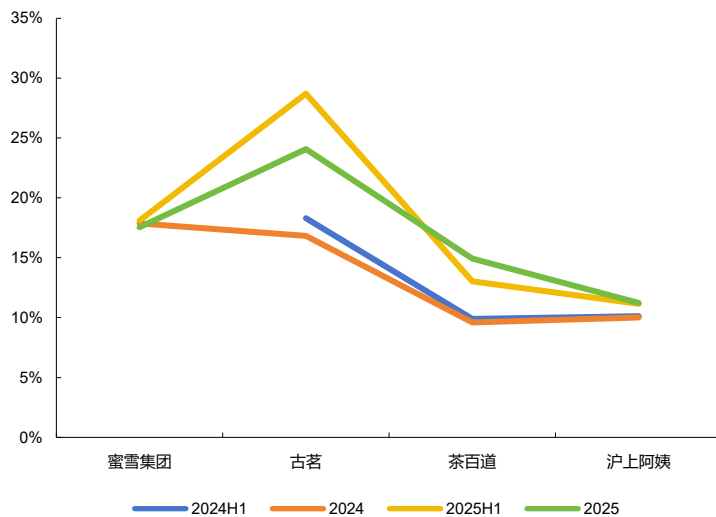
门店拓展与经营迭代，看好单店模型优秀的龙头餐饮公司

- 单店模型的盈利能力与可复制性是支撑餐饮企业发展的核心逻辑。凭借门店经营端的持续优化，以及优秀的门店拓展能力，实现“门店扩张 + 同店提升”的良性循环。

图：上市餐饮公司经营利润率变化情况



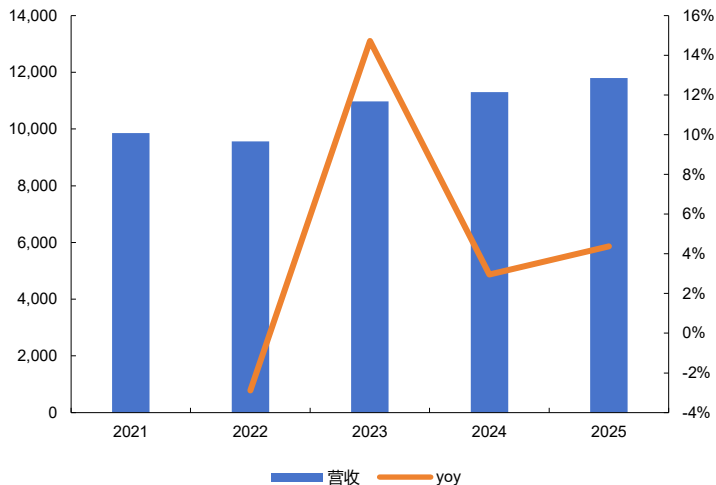
图：上市茶饮公司净利润率变化情况



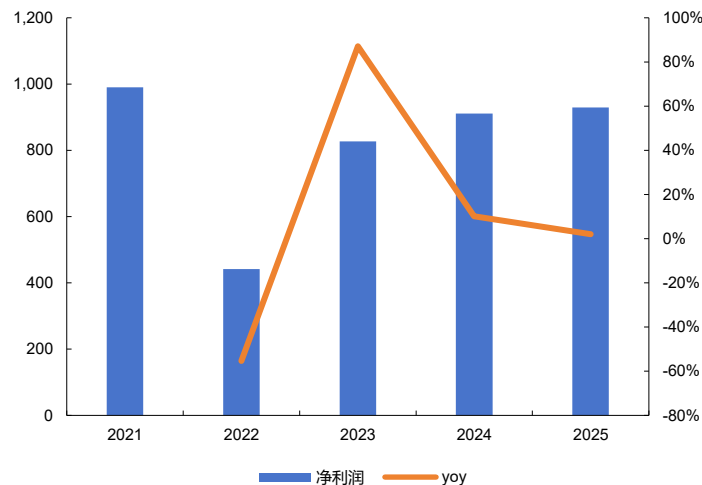
百胜中国：西式快餐龙头企业，多品牌门店引领企业拓展

百胜中国：西式快餐龙头企业，多品牌门店引领企业拓展。百胜中国作为国内快餐龙头品牌，旗下的肯德基及必胜客等品牌深受现阶段消费者喜爱，公司提供极具性价比的产品，提供消费者复购频次。25年公司实现营收118亿美元，同比+4%，经营利润13亿美元，同比+11%，归母净利润9.29亿美元，同比+2%，经营利润率10.9%，同比提升0.6pct，餐厅利润率16.3%，同比提升0.6pct。26Q1实现营收33亿美元，同比+10%（不计及外币换算影响，同比+4%）；公司实现经营利润4.47亿美元，同比+12%；公司实现净利润3.09亿美元，同比+6%。公司通过对于同店的不断优化稳健提升单店效益，同时积极拓店带来加深规模效应，自身的优秀能力与“性价比”餐饮行业的景气度加深，有望使公司进一步释放利润。

图：百胜中国历年营业收入（百万美元）及同比（%）



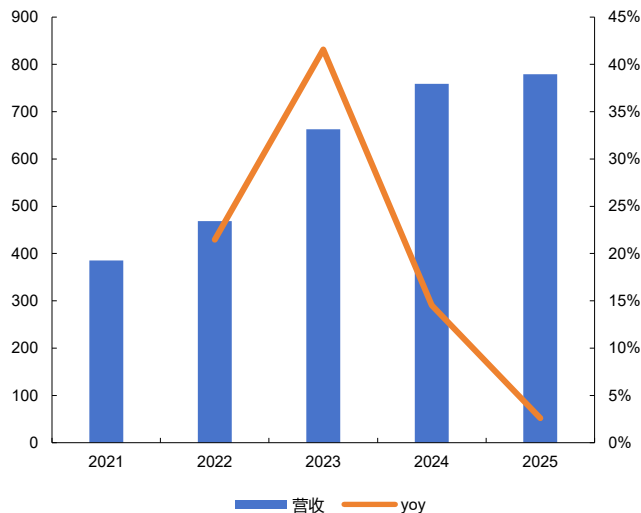
图：百胜中国历年归母净利润（百万美元）及同比（%）



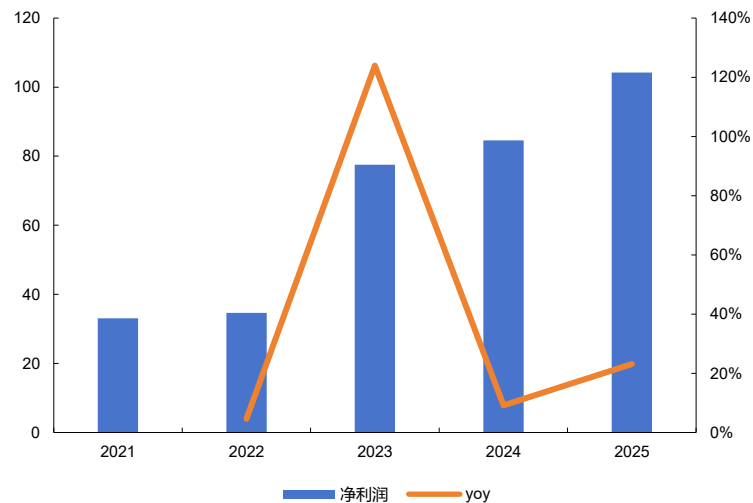
小菜园：高性价比餐饮龙头，扩店+供应链优化带动业绩增长

- 小菜园：高性价比餐饮龙头，高成长动能持续释放。公司25年营业收入53.45亿元，同比+2.60%；归母净利润7.15亿元，同比+23.16%；对应归母净利润率13.38%，同比+2.23pcts。公司业务分拆来看，25年公司堂食业务收入32.61亿元，同比+2.18%；外卖业务收入20.65亿元，同比+3.01%；其他收入1897.7万元，同比+40.01%。2025年公司净增门店146家，门店总数增至819家，其中小菜园门店达807家；分各线城市城市来看，截至25年末一线/新一线/二线/三线及以下城市门店数分别为137家/229家/98家/343家，三线及以下城市门店扩张稳步推进。小菜园通过持续的供应链优化来稳定高毛利率，同时开店速度稳健，具有高成长性的平价正餐龙头企业。

图：小菜园历年营业收入（百万元）及同比（%）



图：小菜园历年归母净利润（百万元）及同比（%）

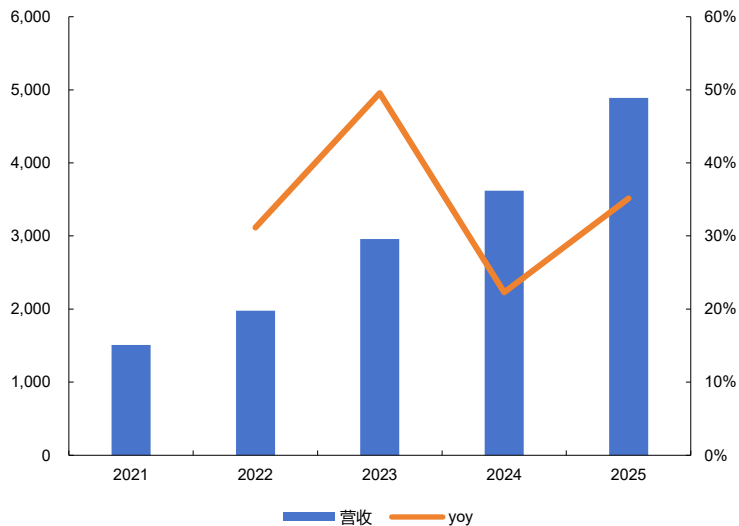


数据来源：公司财报，国金证券研究所

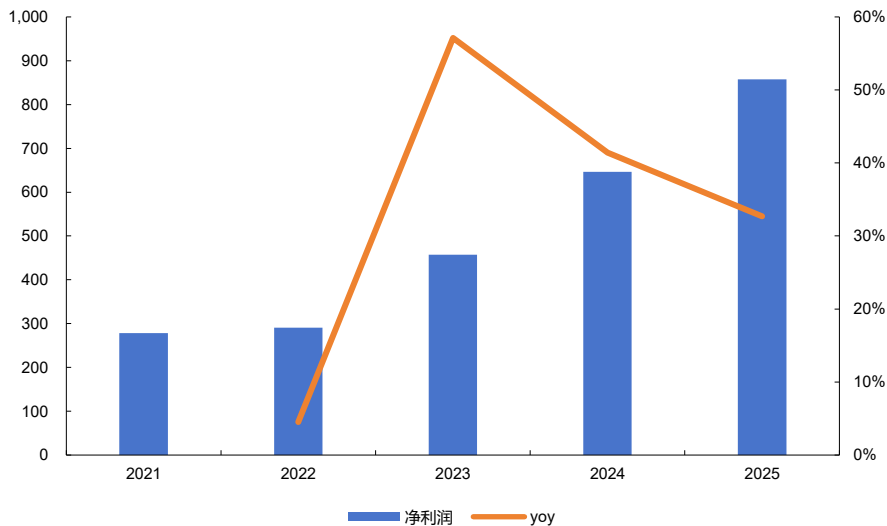
蜜雪集团：性价比茶饮龙头企业，航母品牌扬帆出海

□ 蜜雪集团：和同行奶茶品牌相比，蜜雪冰城定价更亲民、配方更简约，且标准化程度遥遥领先。品牌主动避开高损耗的鲜果茶赛道，既大幅减少食材损耗、简化供应链管理复杂度，也降低了门店制作门槛，使得品牌更容易快速复制扩张。同时，高标准化大幅减轻海外供应链搭建、外籍员工培训两大出海核心难题，完美适配海外拓店节奏，也让公司成为目前茶饮行业里出海效率最高、扩张速度最快的品牌。2025年公司实现营业收入335.60亿元，同比+35.2%，归母净利润58.87亿元，同比+32.7%；公司将在大陆市场持续加密，同时进一步丰富海外拓展版图，提高自身成长性。

图：蜜雪集团历年营业收入（百万元）及同比（%）



图：蜜雪集团历年归母净利润（百万元）及同比（%）

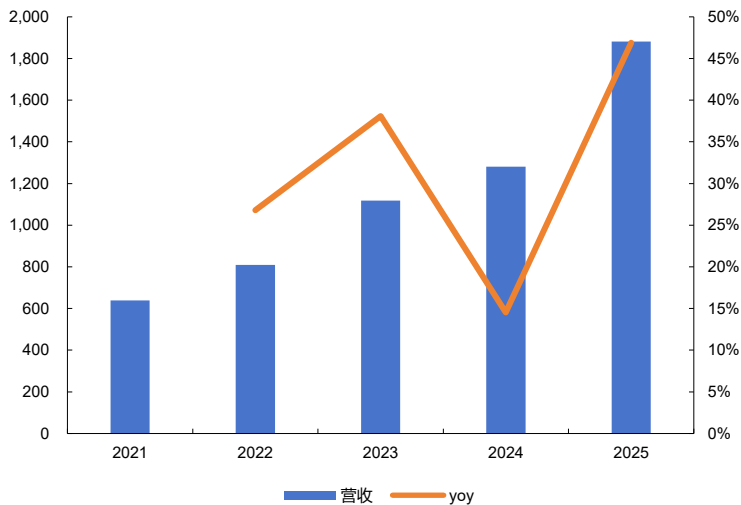


数据来源：公司财报，国金证券研究所

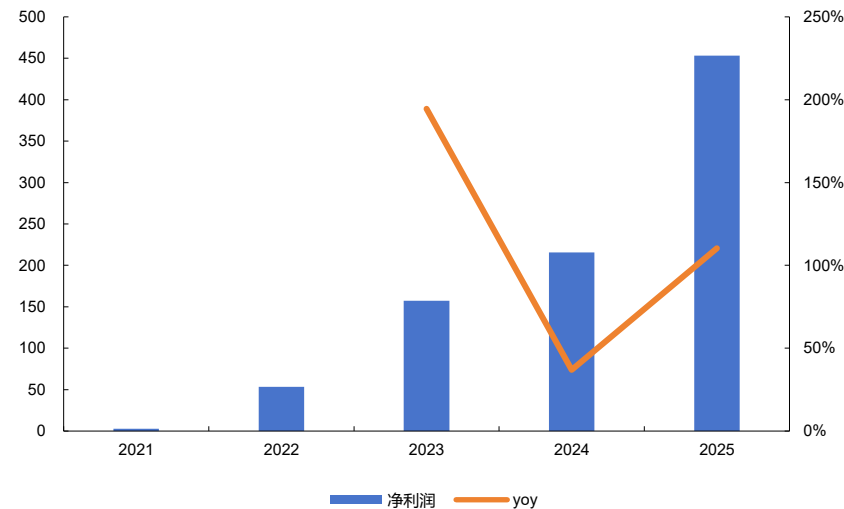
古茗：区域深耕战略后劲明显，门店省外拓展高确定性

□ 古茗：区域高密度布局是公司区别于同业品牌的核心竞争策略，可有效提升整体门店供货效率，保障原料新鲜度。依托密集开店布局，公司搭建起高效供应链配送体系，实现门店食材的及时补给与品质维稳。古茗为全国约97%的门店提供两日一配冷链配送服务，可向下沉市场门店高频配送短保质期鲜果、鲜奶原料。依托原料更高的新鲜度，公司在同价位产品中形成品质优势，有效提升用户复购黏性，构建起差异化竞争壁垒。中端茶饮市场的竞争已升级为供应链效率、产品迭代速度、品质管控等多维度的综合比拼。凭借精细化运营与供应链管理能力，古茗具备突出竞争优势，有望持续抢占中端茶饮市场份额。2025年公司实现营业收入129.14亿元，同比+47%；归母净利润31.09亿元，同比+110%。公司有望持续往浙江省外拓展，进一步提高市占率。

图：古茗历年营业收入（百万元）及同比（%）



图：古茗历年归母净利润（百万元）及同比（%）



数据来源：公司财报，国金证券研究所

10

投资建议与风险提示

- **酒店**：26Q1数据好转进一步验证行业周期复苏，推荐：1) 首旅酒店：直营占比高，经营杠杆大，更受益于行业回暖。经营优化与费用下降带动26Q1利润超预期，看好持续性。
- **免税**：建议关注：1) 中国中免，免税消费淡季不淡，赴日旅游消费回补，高端消费持续复苏，服务型消费标杆。人民币升值、折扣缩减将驱动毛利率高增延续。叠加资产减值下降、固定成本摊薄等因素，经营杠杆有望展现弹性。
- **黄金珠宝**：头部品牌业绩超预期，一口价产品质价比凸显，持续推荐：1) 老铺黄金，消费者对涨价接受度好于预期，品牌力持续验证。涨价有望带来毛利率端持续优化，看好26年店铺优化调整与高客运营策略，同店增长有望持续。2) 潮宏基：产品上新带动加盟商单店模型强化，开店有望超预期，自产比例增长+产品结构优化，双重驱动盈利能力提升，持续推荐。
- **跨境出海**：建议关注：1) 头部优势出海品牌安克创新，当前股价调整后处于舒适位置；2) AI+跨境平台小商品城、焦点科技以及泛品类龙头华凯易佰，有望受益美国库存出清及一带一路贸易拓展；3) 后地产链受益的OPE及工具品类标的，巨星科技、创科实业，以及海外仓受益标的乐歌股份。
- **线下零售**：建议关注：1) 永辉超市，过去零售行业竞争激烈，盈利不佳留给投资者零售业很难投资的固有印象，其背后根源于“入场费+联营制”传统模式带来的行业高度同质化问题。永辉商业模式已发生根本性变革，走向精选型零售路线，新型模式具备在后消费时代长期快速增长的潜力。
- **餐饮**：预计餐饮行业经营水平持续优化，建议关注：海底捞、百胜中国、绿茶集团、小菜园。

- **业务拓展不及预期：**部分新业务的拓展尚处于早期，后续表现的持续性有待观望。
- **内需消费不及预期：**当前居民消费意愿度仍处于较低状态，若消费恢复不及预期，互联网相关广告及消费直接相关业务将受到影响。
- **产品表现不及预期：**新品上市的阶段性表现存在较强不确定性，若表现不及预期会对相关收入产生影响。
- **国际贸易政策大幅波动：**若美国对华关税大幅提升，或影响市场情绪及相关出口链公司后续业绩表现。
- **行业竞争加剧：**若行业参与者增加或竞争对手加大价格、渠道、营销等投入，可能导致业内公司盈利能力下降。