

2026年05月21日

投资评级：看好（维持）

证券分析师

丁一

SAC: S1350524040003

dingyi@huayuanstock.com

联系人

板块表现：



新消费——社服板块 2025 年度及 2026Q1 总结

——茶饮业绩增速表现亮眼；出行链、餐饮链平缓复苏

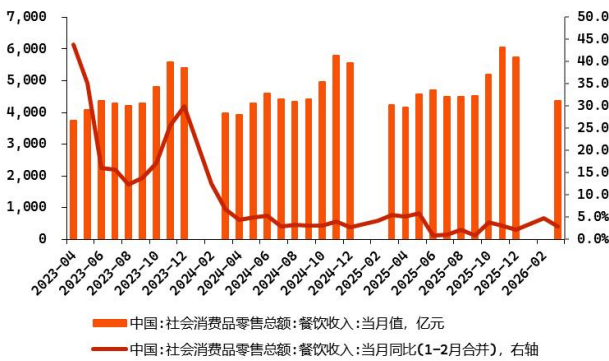
投资要点：

- 餐饮茶饮板块总结：2025 年茶饮板块业绩增速表现亮眼，餐饮公司业绩具备韧性。**2025 年餐饮茶饮板块公司合计实现收入同比增长 15%；实现归母净利润同比增长 34%。其中茶饮公司业绩相对亮眼，蜜雪、古茗、沪上阿姨归母净利润均同比高增。餐饮板块业绩具备韧性，海底捞、小菜园 2025 年收入均实现低单位数正增。**展望：餐饮业呈现复苏态势，政策鼓励服务消费成为扩大内需抓手。**3 月《中华人民共和国国民经济和社会发展第十五个五年规划纲要》正式发布，为住宿餐饮业指明了高质量发展路径。《纲要》明确提出“促进服务业优质高效发展”及“大力提振消费”，释放出两大关键信号：一是服务消费潜力的释放将成为扩内需的重要抓手；二是行业必须向高品质转型。这不仅要求餐饮业在规模上恢复增长，更在内涵上提出了向数智化、绿色化、体验化升级的要求。随着餐饮行业复苏，头部公司有望持续通过产品创新、IP 营销等方式优化顾客用餐体验，从而持续获客，看好头部公司市场份额获取能力。建议关注：古茗、蜜雪集团、海底捞、小菜园等。
- 出行板块总结：25 年景区业绩表现分化，酒店业绩具备韧性；2026Q1 景区业绩表现稳健。**出行链整体 2025 年收入端同比增长 2%，归母净利润同比增长 1%；2026Q1 出行链整体收入同比增长 1%，归母净利润同比增长 18%。**1) 酒店端：26Q1 经营业绩好于 2025 年度。**2025 年锦江酒店、首旅酒店分别实现收入增速-2%/ -2%；实现归母净利润增速达+2%/+1%；2026Q1 锦江酒店、首旅酒店分别实现收入增速达 6%/1%；实现归母净利润同比增速达 280%/19%。经营端看，26Q1 锦江酒店新开酒店 306 家，净增 104 家，截至 Q1 末累计开业酒店达 14,236 家。Q1 公司境内全服务型酒店 RevPAR 同比增长 3.27%，ADR 同比增长 6.03%；境内有限服务型酒店 RP 同比增长 3.68%，ADR 同比增长 1.40%。首旅酒店 2026 年一季度新开店 218 家，全部为特许加盟，其中标准管理店 142 家、中高端酒店 74 家；截至 Q1 末公司储备店达 1,619 家，其中标准管理酒店结构占比 76.0%，同比增长 17.4pct，为后续规模扩张与结构优化奠定基础。2026Q1 公司不含轻管理酒店的 RevPAR 为 143 元，同比增长 1.7%；出租率为 62.6%，同比增长 0.9pct。**2) 旅游景区端：长白山景区客流表现较好。**旅游景区板块，长白山、黄山旅游、三峡旅游 2025 年收入实现同比正增，2026Q1 长白山收入及归母净利润均高增，或主要由于景区客流增速亮眼。26 年 1-3 月份，长白山主景区分别接待游客数为 25.05/28.35/4.63 万人次，同比变动-8.0%/+64.2%/+44.2%。2026 年 Q1 长白山主景区共接待游客 58.03 万人次，同比增长 21.6%。**3) 免税：海南离岛免税销售额高增。**2026Q1 中国中免实现收入 169.06 亿元，同比增长 0.96%；实现归母净利润 23.48 亿元，同比增长 21.18%。公司充分把握海南离岛免税新政实施以及全岛正式封关的机遇，持续深化海南自贸港业务布局。2026Q1 公司海南地区实现营业收入 125.85 亿元，同比增长 28.26%。
- 投资分析意见：**餐饮茶饮板块建议关注海底捞、小菜园、古茗、蜜雪集团；出行端，节假日出行人数持续高增长，景区客流表现回暖，持续看好出行端的复苏表现，建议关注免税板块、博彩板块、景区板块等。
- 风险提示：**终端消费需求修复不及预期；经营环境修复不及预期；国际政治变动风险。

1. 餐饮茶饮板块总结

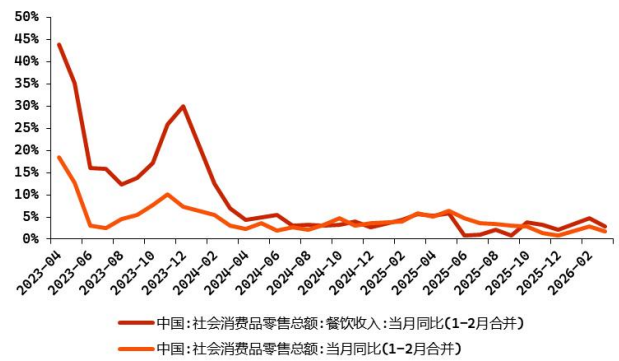
2026年3月餐饮行业呈现出温和复苏、结构优化的态势。根据国家统计局数据，2026年3月份，国家社会消费品零售总额41616亿元，同比增长1.7%。其中，作为民生感知明显的消费领域，3月份全国餐饮收入达到4359亿元，同比增长2.9%，增速较商品零售高出1.4个百分点，根据中国饭店协会公众号，2026年3月餐饮行业呈现出温和复苏、结构优化的态势。2026年Q1，全国餐饮收入累计14623亿元，同比增长4.2%。其中，限额以上单位餐饮收入4229亿元，同比增长3.8%。餐饮行业或呈现稳定复苏态势。

图表 1：中国社会消费品零售额-餐饮收入当月值及其同比



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 2：中国社会消费品零售总额同比及餐饮收入同比



资料来源：wind，华源证券研究所

2025年茶饮板块业绩增速表现亮眼，餐饮公司业绩具备韧性。2025年餐饮茶饮板块公司合计实现收入同比增长15%；实现归母净利润同比增长34%。其中茶饮公司业绩相对亮眼，蜜雪、古茗、奈雪、茶百道等归母净利润均同比高增。餐饮板块业绩具备韧性，海底捞、小菜园2025年收入均实现低单位数正增。

图表 3：餐饮茶饮板块公司营收及归母净利润情况（单位：人民币）

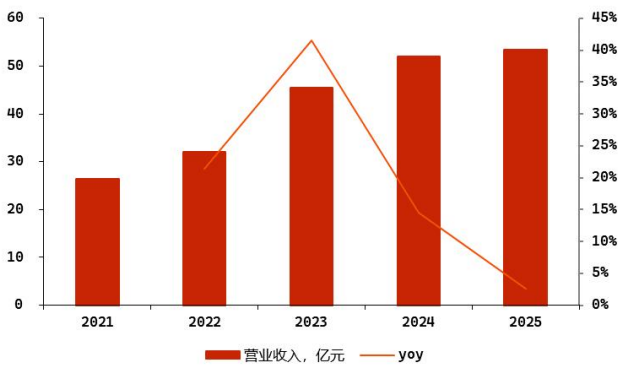
类别	证券代码	证券简称	2025 年年报			
			营业收入(亿元)	营业收入同比(%)	归母净利润(亿元)	归母净利润同比(%)
餐饮+茶饮	2097.HK	蜜雪集团	335.6	35%	58.9	33%
	1364.HK	古茗	129.1	47%	31.1	110%
	2555.HK	茶百道	54.0	10%	8.0	70%
	2150.HK	奈雪的茶	43.3	-12%	-2.4	74%
	2589.HK	沪上阿姨	44.7	36%	5.0	52%
	0999.HK	小菜园	53.5	3%	7.2	23%
	6862.HK	海底捞	432.3	1%	40.5	-14%
餐饮茶饮板块			1092.4	15%	148.3	34%

资料来源：wind，华源证券研究所

小菜园：2025年，小菜园实现收入53.45亿元，同比增长2.6%；实现净利润达7.15亿元，同比增长23.2%；2025年实现净利率达13.4%，同比增长2.2pct。门店经营表现稳健。分业务看，2025年小菜园实现堂食业务收入达32.61亿元，同比增长2.2%，外卖业务收入

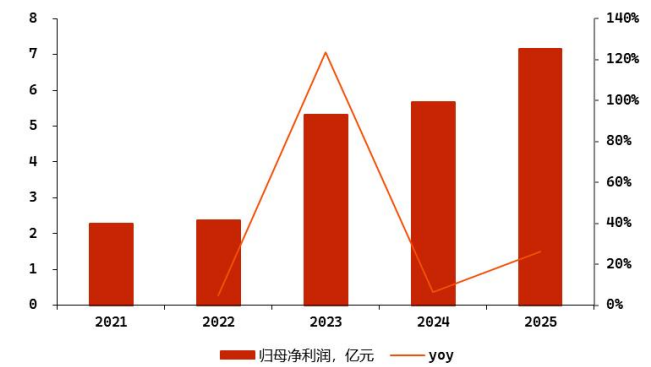
达 20.65 亿元，同比增长 3.0%。2025 年“小菜园”门店日均翻台率达 3.0 次，同店日均销售额达 2.15 万元，小菜园作为大众便民餐饮的头部品牌，门店经营保持稳健。全国布局门店网络，数字化、供应链持续升级。2025 年，小菜园全年净增门店 146 家，门店总数增至 819 家。其中“小菜园”门店达 807 家，覆盖全国 14 个省份，42.5%的“小菜园”门店位于三线及以下城市。2025 年，小菜园持续提升数字化管理能力；在会员管理层面，推出“88VIP”等更丰富的会员形式，提供差异化会员政策和权益，提升客户消费体验和复购。在供应链端，马鞍山中央工厂公司预计于 2026 年上半年投产使用，预计将有效提升小菜园供应链标准化管理水平，更高效地赋能门店管理，保障品质稳定、口味统一、安全可控，进一步强化成本优势与规模优势。

图表 4：2021 年以来小菜园收入表现



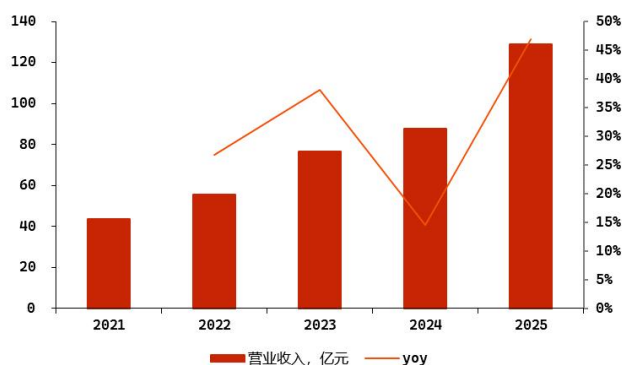
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 5：2021 年以来小菜园归母净利润表现

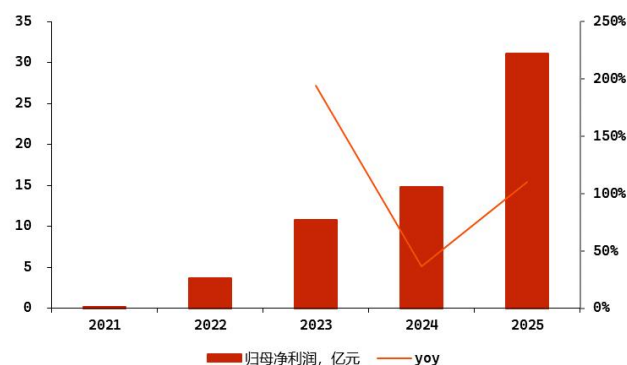


资料来源：wind，华源证券研究所

古茗：2025 年古茗实现营业收入 129.14 亿元，同比增长 46.9%，其中销售商品及设备收入达 102.69 亿元，同比增长 46.1%，加盟管理服务收入达 26.28 亿元，同比增长 50.2%，直营门店销售收入 0.16 亿元，同比增长 14.7%；2025 年实现归母净利润 31.09 亿元，同比增长 110.3%；实现经调整净利润达 25.75 亿元，同比增长 66.9%。渠道端：门店网络快速扩张。截至 2025 年 12 月 31 日，古茗门店网络覆盖中国超过 200 个各线城市，包括 13,554 家门店，门店数同比增长 36.7%。其中，在二三线及以下城市的门店数量占总门店数量的 82%，同比增长 2pct，持续证明古茗在中国低线市场布局的能力。门店运营表现：单店日均 GMV 高增。2025 年度，古茗门店实现单店日均 GMV 达 7.8 千元，同比增长 20%；单店日均出杯数达 456 杯，同比增长 19%。单店运营指标增长主要受益于古茗不断推出受消费者喜爱的新品、持续扩大销售品类及外卖平台提供补贴。从会员数量看，截至 2025 年底，古茗小程序注册会员数达 2.06 亿名，季度活跃会员达 5200 万名。

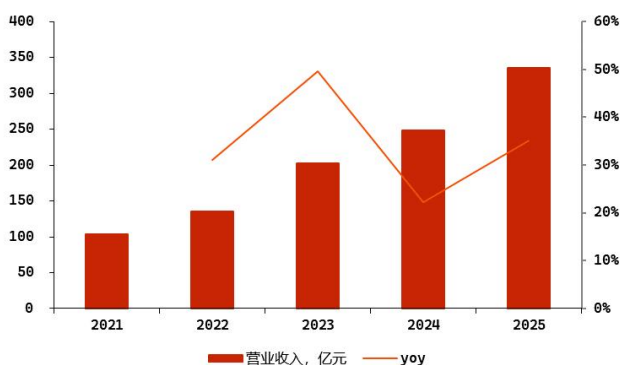
图表 6：2021 年以来古茗收入表现


资料来源：wind，华源证券研究所

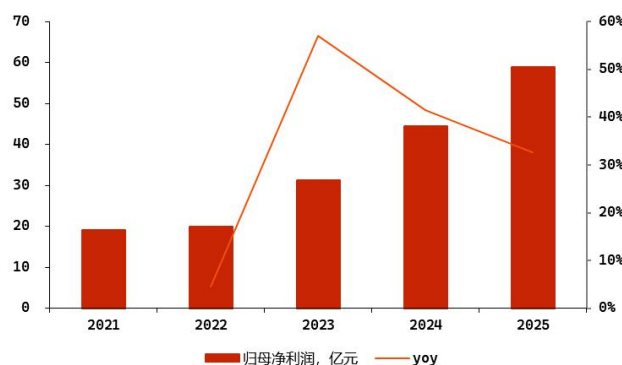
图表 7：2021 年以来古茗归母净利润表现


资料来源：wind，华源证券研究所

蜜雪集团：2025 年，蜜雪集团实现收入 335.6 亿元，同比增长 35.2%，其中商品和设备的销售收入达 327.7 亿元，同比增长 35.3%；加盟和相关服务收入达 7.9 亿元，同比增长 28.0%。实现归母净利润达 58.9 亿元，同比增长 32.7%。2025 年毛利率达 31.1%，较 2024 年下降 1.3pct，其中商品和设备销售的毛利率达 29.9%，同比下降 1.3pct，主要由于收入的结构变化及若干原材料采购成本上升；加盟和相关服务的毛利率达 82.6%，同比提升 2.2pct，主要由于加盟门店网络持续扩张带来的规模经济效益。门店网络持续深耕。截至 2025 年 12 月 31 日，蜜雪集团已在全球（涵盖中国及海外 13 个国家）构建 59823 家门店网络，其中中国内地开设门店 55356 家，中国内地以外门店开设 4467 家。2025 年蜜雪集团持续深耕东南亚市场，在印度尼西亚和越南市场重点对存量门店实施运营调改及优化举措，“蜜雪冰城”品牌先后进入哈萨克斯坦、美国市场；“幸运咖”品牌亦于马来西亚、泰国开出首批门店，进一步拓展了全球化的门店网络布局。2025 年，在中国市场，“蜜雪冰城”品牌在稳健扩张门店网络、持续渗透下沉市场的同时，通过增强现有的智慧门店解决方案、提升门店线上渠道运营能力、夯实食品安全培训与管控等举措，全面提升门店经营质量。截至 2025 年 12 月 31 日，蜜雪集团智能出液机已覆盖超 13000 家“蜜雪冰城”门店，其规模化推广将进一步提升门店运营效率、提升产品标准化水平、降低食品安全风险，并优化消费者体验。此外，公司持续加强数字化建设，构建了覆盖线上点单、门店运营、供应链及企业管理等关键业务环节的全方位数字化基础设施。此外，公司通过专属的应用程序及微信和支付宝小程序与消费者直接互动，从而积累第一手的消费者洞察，为产品创新和运营决策提供有力支持。

图表 8：2021 年以来蜜雪集团收入表现


资料来源：wind，华源证券研究所

图表 9：2021 年以来蜜雪集团归母净利润表现


资料来源：wind，华源证券研究所

展望：餐饮业呈现复苏态势，政策鼓励服务消费成为扩大内需抓手。3月《中华人民共和国国民经济和社会发展第十五个五年规划纲要》正式发布，为住宿餐饮业指明高质量发展路径。《纲要》明确提出“促进服务业优质高效发展”及“大力提振消费”，释放两大关键信号：一是服务消费潜力的释放将成为扩内需的重要抓手；二是行业必须向高品质转型。这不仅要求餐饮业在规模上恢复增长，更在内涵上提出向数智化、绿色化、体验化升级的要求。随着餐饮行业复苏，头部公司有望持续通过产品创新、IP 营销等方式优化顾客用餐体验，从而持续获客，看好头部公司市场份额获取能力。建议关注：古茗、蜜雪集团、海底捞、小菜园等。

2. 出行链板块总结

节假日出行持续高景气度。根据文旅部数据，2026 年元旦/春节/清明旅游人次分别为 1.4/6.0/1.35 亿人次，其中清明节出行人次同比增长 6.80%，旅游花费同比增长 6.60%。旅游端仍然保持高景气度，预计带动出行热度进一步提升。

图表 10：节假日出行表现

时间	人次, 亿	yoy	VS2019	花费, 亿元	yoy	VS2019	
24 年	元旦	1.4	155%	109%	797.3	201%	106%
	春节	4.7	34%	119%	6326.9	47%	108%
	清明	1.2	-	112%	539.5	-	113%
	五一	3.0	8%	128%	1668.9	13%	114%
	端午	1.1	6%	-	403.5	8%	-
	中秋	1.1	-	106%	510.5	-	108%
	国庆	7.7	6%	110%	7008.2	6%	108%
25 年	春节	5.0	6%	-	6770.0	7%	-
	清明	1.3	6%	-	575.5	7%	-
	五一	3.1	6%	-	1802.7	8%	-
	端午	1.2	6%	-	427.3	6%	-
26 年	国庆+中秋	8.9	16%	-	8090.1	15%	-
	元旦	1.4	-	-	847.9	-	-
	春节	6.0	-	-	8034.8	-	-
	清明	1.35	6.80%	-	613.67	6.60%	-

资料来源：文旅部，华源证券研究所

25年景区业绩表现分化，酒店业绩具备韧性；2026Q1景区业绩表现稳健。出行链整体2025年收入端同比增长2%，归母净利润同比增长1%；2026Q1出行链整体收入同比增长1%，归母净利润同比增长18%。

1) 酒店端：26Q1经营业绩好于2025年度。2025年锦江酒店、首旅酒店分别实现收入增速-2%/-2%；实现归母净利润增速达+2%/+1%；2026Q1锦江酒店、首旅酒店分别实现收入增速达6%/1%；实现归母净利润同比增速达280%/19%。经营端看，26Q1锦江酒店新开酒店306家，净增104家，截至Q1末累计开业酒店达14,236家。Q1公司境内全服务型酒店RevPAR同比增长3.27%，ADR同比增长6.03%；境内有限服务型酒店RP同比增长3.68%，ADR同比增长1.40%。首旅酒店2026年一季度新开店218家，全部为特许加盟，其中标准管理店142家、中高端酒店74家；截至Q1末公司储备店达1,619家，其中标准管理酒店结构占比76.0%，同比增长17.4pct，为后续规模扩张与结构优化奠定基础。2026Q1公司不含轻管理酒店的RevPAR为143元，同比增长1.7%；出租率为62.6%，同比增长0.9pct。

2) 旅游景区端：长白山景区客流表现较好。旅游景区板块，长白山、黄山旅游、三峡旅游2025年收入实现同比正增，2026Q1长白山收入及归母净利润均高增，或主要由于景区客流增速亮眼。26年1-3月份，长白山主景区分别接待游客数为25.05/28.35/4.63万人次，同比变动-8.0%/+64.2%/+44.2%。2026年Q1长白山主景区共接待游客58.03万人次，同比增长21.6%。

3) 免税：海南离岛免税销售额高增。2026Q1中国中免实现收入169.06亿元，同比增长0.96%；实现归母净利润23.48亿元，同比增长21.18%。公司充分把握海南离岛免税新政实施以及全岛正式封关的机遇，持续深化海南自贸港业务布局。2026Q1公司海南地区实现营业收入125.85亿元，同比增长28.26%。

图表 11：出行板块公司营收及归母净利润情况（单位：人民币）

类别	证券代码	证券简称	2025 年年报				2026 年一季报			
			营收 (亿元)	营收同 比(%)	归母净利 润(亿元)	归母净利 润同比(%)	营收 (亿元)	营收同 比(%)	归母净利 润(亿元)	归母净利 润同比(%)
出 行	1179.HK	华住集团-S	253.1	6%	50.8	67%	/	/	/	/
	ATAT.O	亚朵	97.9	35%	16.2	27%	/	/	/	/
	600754.SH	锦江酒店	138.1	-2%	9.3	2%	31.2	6%	1.4	280%
	600258.SH	首旅酒店	76.1	-2%	8.1	1%	17.8	1%	1.7	19%
	000888.SZ	峨眉山 A	9.3	-8%	2.2	-6%	2.2	-2%	0.6	1%
	603099.SH	长白山	7.9	6%	1.3	-10%	1.6	21%	0.1	84%
	600054.SH	黄山旅游	21.1	9%	2.9	-7%	4.2	4%	0.3	-6%
	002627.SZ	三峡旅游	7.6	2%	0.6	-46%	1.5	7%	0.1	-15%
	603402.SH	陕西旅游	10.3	-18%	3.8	-25%	1.6	-21%	0.4	-45%
	300144.SZ	宋城演艺	22.6	-7%	8.2	-22%	5.3	-5%	2.1	-14%
	601888.SH	中国中免	536.9	-5%	35.9	-16%	169.1	1%	23.5	21%
	1928.HK	金沙中国有限公司	321.4	2%	63.0	-16%	/	/	/	/
	0027.HK	银河娱乐	267.3	7%	96.4	19%	/	/	/	/
	2282.HK	美高梅中国	175.5	8%	45.8	8%	/	/	/	/
	1128.HK	永利澳门	146.3	-4%	14.7	-50%	/	/	/	/
出行板块			2091.4	2%	359.3	1%	234.5	1%	30.2	18%

资料来源：wind，华源证券研究所

3. 风险提示

终端消费需求修复不及预期；经营环境修复不及预期；国际政治变动风险。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。