

社会服务

商社板块 25 年&26Q1 总结：服务消费企稳，商品消费分化

行业：服务消费企稳，商品消费分化。（1）社零：温和回升，3月受1-2月虹吸效应有所回落，服务消费表现优于商品消费。1Q2026社零总额12.8万亿元，同比增长2.4%，增速环比4Q2025提升1.7pct；其中1-2M/3M26各同比+2.8%/+1.7%，3月受1-2月虹吸效应有所回落。1Q2026商品零售/餐饮各同比+2.2%/4.2%，服务消费表现优于商品消费。（2）社服板块：26Q1酒店/旅游/旅游（剔除ST张家界）/免税/出境游/会展/餐饮扣非归母利润各同比+221%/+6%/+3%/+14%/-148%/+7%/-35%。（3）零售板块：26Q1代运营/超市/黄金珠宝/母婴/跨境/百货/批发市场扣非归母利润各同比+233%/+30%/+23%/+23%/+13%/-20%/-22%。

社服：酒店餐饮免税回暖，旅游短期受多因素干扰

（1）免税：由销售回暖进入盈利修复。自2025年9月起海南离岛免税销售额同比增速转正，并在25Q4及2026年初延续高景气度。2025年海南离岛免税销售逐步回暖，25Q4拐点初现，26Q1盈利能力进一步修复。

（2）旅游：业绩端有所承压，26Q1存多因素扰动。25Q1以来国内旅游人次及收入增速逐季放缓，行业竞争加剧且受天气等多因素扰动，板块利润率持续承压。我们预计，在天气稳定情况下，多放假将有效拉动淡季客流，半年度或全年维度旅游板块有望取得较好业绩表现。

（3）出境游：24年基数较高，行业增速放缓。2025年底出境游行业已脱离公共卫生事件后的恢复期，人群与供给两侧恢复，预计26年进入常态化增长阶段。25&26Q1行业竞争激烈，且受国际局势影响，叠加24年基数较高，增速承压。

（4）酒店：RP全面正增，板块迎来复苏。行业供给饱和，连锁化、中高端化、下沉化趋势明确。上市公司层面稳健扩张，24Q1-26Q1中高端、轻资产门店占比持续提升。自25Q4以来，首旅/锦江/华住RP均已实现同比持平正增，26Q1，首旅/锦江（境内-有限）RP同比+0.8%/+3.7%。

（5）餐饮：25年受外部因素影响较大，26Q1同比好转。25年受外部因素影响较大，10月以来餐饮社零当月同比持续好于大盘，26Q1百胜中国、锅圈、九毛九均实现亮眼业绩增速或同店转正，预计26年餐饮将更注重门店调改、降本增效等抓盈利举措。

零售：品质零售转型深化，黄金珠宝经营提质

（1）商超：①百货：消费环境偏弱，企业积极降本增效。2025年百货板块收入利润承压，扣非净利由盈转亏；26Q1收入降幅未见收窄，但通过供应链优化与业态创新，板块毛利率连续四个季度提升；行业调改步入收获期，品质零售转型初显成效。②超市：行业调改步入收获期，品质零售转型初显成效。2025板块经历门店出清与结构优化的深度阵痛，营收降幅扩大，利润端承压；虽然26Q1行业收入仍受关店影响下滑，但龙头企业调改已跑通，板块扣非净利率逆势提升，步步高调改店全面盈利，标志着行业从规模扩张转向质量提升转变。

（2）黄金珠宝：龙头运营提质提效，北京及港澳台区域景气延续。①26Q1限额以上金银珠宝同比+12.6%，中国港澳及北京区域景气显著优于行业。

②龙头运营提质提效。26Q1周大生自营/电商/加盟收入各同比+39%/+32%/-70%，渠道结构改善；曼卡龙聚焦高附加值创意黄金品类，

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 李宏科

执业证书编号：S0680525090002

邮箱：lihongke@gszq.com

分析师 张冰清

执业证书编号：S0680525110002

邮箱：zhangbingqing1@gszq.com

分析师 陈天明

执业证书编号：S0680525120002

邮箱：chentianming@gszq.com

分析师 毛弘毅

执业证书编号：S0680525110003

邮箱：maohongyi@gszq.com

分析师 程子怡

执业证书编号：S0680524080004

邮箱：chengziyi@gszq.com

相关研究

- 《社会服务：茶饮品牌提质增效，步入茶咖融合时代》 2026-04-26
- 《社会服务：春假+五一预订热度高，出行链全年受多放假提振》 2026-04-19
- 《社会服务：重申看好全年文旅市场表现》 2026-03-01

毛利率提升 11pct；潮宏基毛利较高的时尚珠宝首饰收入超 30% 增长；老凤祥上海地区直营店零售收入同比+10%，线上 GMV 同比+94%，测算老铺黄金净利率修复至 20.6%-23.0%；菜百股份收入/毛利各+74%/+48%。

③ **门店：淡化开店速度，聚焦渠道势能提升。**26Q1 周大生/老凤祥/周大福珠宝/潮宏基门店各-286/-185/-125/-1 家，潮宏基成功进驻上海国金 IFC、昆明恒隆等优质商业中心；周大生渠道策略从“数量扩张”转向“单店效益与品牌形象并重”，并提升品牌使用费主动优化加盟体系收益结构；老凤祥着重布局“藏宝金”、“凤祥喜事”主题店的发展，升级传统店；周大福 2 月在香港尖沙咀广东道开设首家旗舰店。

④ **重视龙头股息率表现。**以 20260508 收盘价测算，周大生/老铺黄金/潮宏基/老凤祥/菜百股份各 8.0%/4.1%/4.3%/4.2%/4.2%。

(3) 跨境电商：汇兑短期扰动，盈利韧性凸显。2025 年跨境电商受关税扰动及供应链调整的影响，业绩短期承压；进入 26Q1，板块收入与扣非利润双双环比改善，虽然汇兑损失短期拖累财务费用，但通过价格策略调整与供应链优化，板块毛利率逆势提升 0.9 个百分点，龙头公司持续加大研发投入，行业基本面有望持续向好。

(4) 母婴：主业稳步增长，外延多业态扩张。行业层面，新生儿下降但需求并未减少，政策托底持续加码，行业转向质量驱动。2025 年母婴零售在总量承压、结构升级中稳健增长，头部品牌门店和业态持续扩张，通过自有品牌与数字化提效；进入 26Q1，收入增速趋稳、利润持续修复。

(5) 代运营：自有品牌孵化+AI 赋能，延续高成长。2025 年行业经历包括自有品牌孵化及 AI 赋能的转型后，业绩开始释放；进入 26Q1，多数公司自有品牌快速增长、AI 赋能提效降本后，利润持续快速增长。

投资建议：继续看好服务消费，重视品质零售和跨境板块的边际变化

维持 2026 年度策略观点，我们建议把握服务消费、品质零售、跨境三条主线的龙头，其产业链控制力将更有效地驱动量价共振。其中：1) 对内，服务消费首选酒店板块，其次免税、餐饮、景区、茶饮；商品消费中，品质零售转型深化，部分公司 26Q1 自有品牌/IP 等孵化已有显著进展，关注后续放量趋势。2) 对外，考虑到国际环境仍有不确定性，优选品牌力强的出海龙头，成长性和抗风险能力均更优；随着汇率和关税等因素边际影响弱化，关注下半年跨境板块机会。

综上推荐小商品城、华住集团、首旅酒店、锦江酒店、安克创新、苏美达、中国中免、古茗、百胜中国、九华旅游、潮宏基、名创优品，关注海底捞、小菜园、锅圈、老铺黄金、菜百股份、若羽臣、青木科技、赛维时代、华凯易佰、焦点科技、永辉超市、家家悦、三特索道、三峡旅游、黄山旅游、君亭酒店、长白山、宋城演艺、壹网壹创、美团-W、中国东方教育。

风险提示：消费复苏不及预期；行业竞争加剧；监管政策的不确定性。

内容目录

1. 行业 2025 年及 26Q1 整体分析	4
2. 社服子版块分析	6
2.1 免税：由销售回暖进入盈利修复	6
2.2 旅游：业绩端有所承压，26Q1 存多因素扰动	7
2.3 出入境游：24 年基数较高，行业增速放缓	10
2.4 酒店：RP 全面正增，板块迎来复苏	11
2.5 餐饮：25 年受外部因素影响较大，26Q1 同比好转	14
3. 零售子版块分析	18
3.1 商超百货：消费环境疲弱，积极调改求变	18
百货：降本增效持续推进，静待消费回暖	18
超市：品质零售显效，调改步入收获期	19
3.2 黄金珠宝：龙头运营提质提效，北京及港澳台区域景气延续	22
3.3 跨境电商：汇兑短期扰动，盈利韧性凸显	24
3.4 母婴零售：主业稳步增长，外延多业态扩张	26
3.5 代运营：自有品牌孵化+AI 赋能，延续高成长	27
4. 风险提示	28

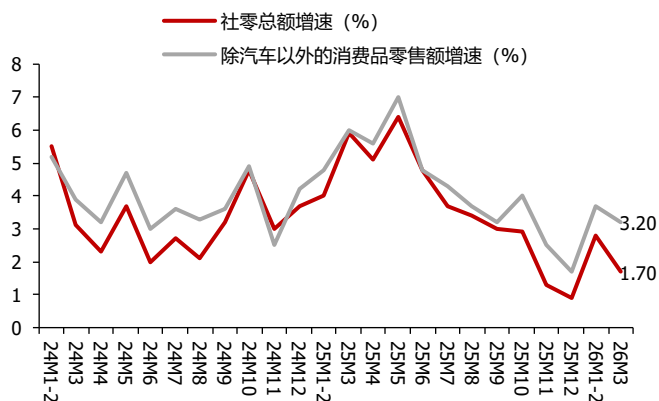
图表目录

图表 1: 社零总额及除汽车外消费品增速 (%)	4
图表 2: 商品零售及餐饮增速	4
图表 3: 25Q1-26Q1 商社主要子板块收入同比增速 (%)	5
图表 4: 25Q1-26Q1 商社主要子板块扣非归母净利同比增速 (%)	5
图表 5: 海南离岛免税购物金额 (万元) 及增速 (%)	6
图表 6: 中国中免主要经营指标	7
图表 7: 24Q1-26Q1 国内旅游总人次及增速	8
图表 8: 24Q1-26Q1 国内旅游收入及增速	8
图表 9: 旅游 A 股公司主要财务指标	9
图表 10: 出入境游 A 股公司主要经营指标	11
图表 11: 18-25 年中国酒店业客房连锁化率	12
图表 12: 18-25 年中国酒店客房数动态结构图 (按档次)	12
图表 13: 24Q1-26Q1 头部酒管公司净开店数 (家)	12
图表 14: 24Q1-26Q1 头部酒管公司中高端酒店数占比	12
图表 15: 24Q1-26Q1 头部酒管公司加盟酒店数占比	13
图表 16: 24Q1-26Q1 头部酒管公司季度 RP 同比变化	13
图表 17: 25&26Q1 酒店 A 股公司主要财务指标	14
图表 18: 2024 年以来社零及社零餐饮收入当月同比	15
图表 19: 25&26Q1 餐饮 A 股公司主要财务指标	16
图表 20: 25 年港股主要餐饮公司经营及财务指标	17
图表 21: 2025 年港股茶饮公司门店数及主要财务指标	17
图表 22: 36 家百货 A 股公司主要经营指标	19
图表 23: 7 家超市 A 股公司主要经营指标	21
图表 24: 6 家超市 A 股公司主要经营指标 (剔除永辉超市超市)	22
图表 25: 7 家珠宝公司 26Q1 主要财务指标	24
图表 26: 7 家跨境电商 A 股公司主要经营指标	25
图表 27: 母婴零售 A 股公司主要经营指标	26
图表 28: 代运营 A 股公司主要经营指标	27

1. 行业 2025 年及 26Q1 整体分析

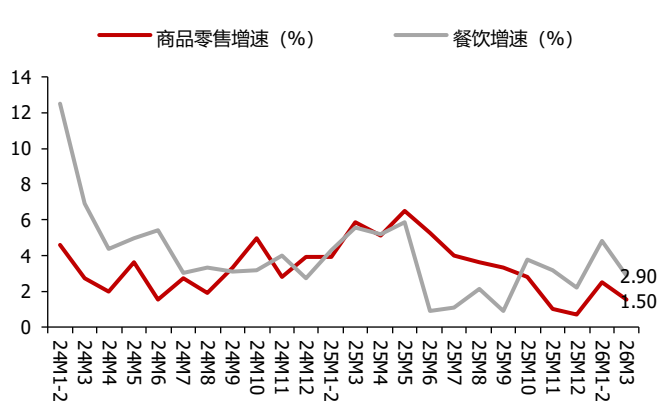
社零：温和回升，3月受1-2月虹吸效应有所回落，服务消费表现优于商品消费。1Q2026社零总额12.8，同比增长2.4%，增速环比4Q2025提升1.7pct；其中1-2M/3M26各同比+2.8%/+1.7%，3月受1-2月虹吸效应有所回落。**按消费类型，1Q2026商品零售11.3万亿元，同比增长2.2%，增速环比4Q2025提升1.9pct；餐饮收入1.5万亿元，同比增长4.2%，增速环比4Q2025持平。**

图表1：社零总额及除汽车外消费品增速（%）



资料来源：WIND，国盛证券研究所

图表2：商品零售及餐饮增速



资料来源：WIND，国盛证券研究所

社服板块：（1）26Q1：酒店/旅游/旅游（剔除中青旅）/免税/出境游/会展/餐饮营收各同比+3%/+6%/+1%/+1%/+12%/+14%/+4%；酒店/旅游/旅游（剔除 ST 张家界）/免税/出境游/会展/餐饮扣非归母利润各同比+221%/+6%/+3%/+14%/-148%/+7%/-35%。**（2）2025 年：**酒店/旅游/旅游（剔除中青旅）/免税/出境游/会展/餐饮营收各同比-2%/+7%/+4%/-5%/+7%/+1%/+2%；酒店/旅游/旅游（剔除 ST 张家界）/免税/出境游/会展/餐饮扣非归母利润各同比+38%/-17%/-15%/+7%/-465%/-2%/-9%。

酒店25年整体承压，但RP同比逐季改善，26Q1酒店A股均已实现扣非归母净利润正增，板块迎来复苏；旅游板块利润率持续承压，26Q1受春节错期等多因素扰动，中小学春秋假等多放假措施有望提振淡季客流，增收扩利；餐饮25年受外部因素影响较大，26Q1同比好转，茶饮赛道将从拼规模转变成抓盈利能力。26Q1免税受益于封关推动，海南离岛免税持续回暖，盈利进一步修复；出境游行业竞争激烈，且受国际局势影响，增速承压。

零售板块：（1）26Q1：代运营/跨境/黄金珠宝/母婴/百货/批发市场/超市营收各同比+33%/+20%/+14%/+3%/-9%/-13%/-14%；代运营/超市/黄金珠宝/母婴/跨境/百货/批发市场扣非归母利润各同比+233%/+30%/+23%/+23%/+13%/-20%/-22%。**（2）2025 年：**代运营/跨境/批发市场/母婴/黄金珠宝/百货/超市营收各同比+26%/+18%/+10%/+10%/+8%/-9%/-14%，母婴/代运营/跨境/黄金珠宝/超市/批发市场/百货扣非归母利润各同比+50%/+40%/+19%/+6%/-19%/-49%/-139%。

26Q1，母婴行业收入增速趋稳，高毛利的自有品牌和定制化商品销售占比提升，带动盈利水平提高；代运营行业多数公司自有品牌快速增长、AI赋能提效降本后，利润持续快速增长；超市行业头部企业门店调改基本完成，毛利率提升带动扣非净利率提升，调改进入收获期；黄金珠宝受益于龙头改善产品结构、渠道结构，运营效率持续提升，带动扣非归母利润高增；跨境电商行业受汇率波动下汇兑损失增加影响，扣非净利率同比小幅下降，后续有望改善。

图表3: 25Q1-26Q1 商社主要子板块收入同比增速 (%)

	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	2024	2025
百货	-7.2	-9.3	-8.9	-11.6	-9.2	-6.3	-9.1
批发市场	30.5	40.4	14.6	-27.2	-13.3	0.5	10.3
超市	-14.2	-14.8	-17.2	-8.1	-14.4	-8.8	-13.8
超市 (剔除永辉)	-6.2	-3.8	-5.8	0.0	-2.3	-0.4	-4.1
黄金珠宝	-26.0	15.0	20.1	50.4	14.1	-4.6	7.7
跨境	26.9	23.6	16.7	10.4	20.3	34.5	18.1
跨境 (剔除小商)	28.8	27.3	11.6	4.5	15.2	33.3	15.9
母婴	8.7	8.4	9.1	12.5	2.7	6.0	9.8
代运营	5.2	18.6	46.3	34.2	33.0	-10.2	25.7
旅游	6.6	7.8	4.2	9.6	5.6	4.3	6.9
旅游 (剔除中青旅)	6.5	3.9	-1.0	7.0	1.3	4.8	3.6
出境游	10.2	7.6	13.0	-2.0	11.9	83.2	7.2
酒店	-8.0	-1.2	-3.9	4.9	3.0	-2.0	-2.1
餐饮	-0.5	2.5	-1.0	7.3	4.0	2.1	1.7
会展	-1.6	-8.7	24.7	-5.1	14.0	6.1	0.7
免税	-11.0	-8.5	-0.4	2.8	1.0	-16.4	-4.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表4: 25Q1-26Q1 商社主要子板块扣非归母净利润同比增速 (%)

	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	2024	2025
百货	-13.3	-46.0	-427.1	-152.6	-20.4	-15.6	-138.7
批发市场	-17.3	28.7	-53.5	-375.0	-22.2	-27.2	-49.0
超市	-51.3	-40.9	11.3	1.5	30.2	1.2	-19.4
超市 (剔除永辉)	-8.1	83.0	41.6	27.3	9.5	37.5	49.0
黄金珠宝	-19.4	-5.4	-18.7	327.2	23.0	-17.2	5.6
跨境	17.3	17.2	46.7	-10.5	13.4	19.2	18.8
跨境 (剔除小商)	19.5	15.1	-4.9	4.9	8.0	17.7	8.1
母婴	7	54.7	69.5	21.7	22.8	49.7	49.6
代运营	-23.6	0.1	2461.5	67.9	233.3	9.1	40.4
旅游	-2.0	4.4	-5.5	-20.2	5.7	64.5	-17.4
旅游 (剔除 ST 张家界)	-5.3	2.4	-5.8	-44.1	2.9	80.2	-15.0
出境游	-50.3	-149.8	-85.0	-17.0	-148.1	105.8	-464.6
酒店	-35.4	7.2	30.5	204.2	220.9	-16.1	37.7
餐饮	-41.3	27.3	-12.1	89.5	-34.8	-37.6	-8.5
会展	-1741.7	-13.4	-2.4	28.0	7.3	-7.9	-2.0
免税	11.6	5.8	3.8	3.7	13.8	7.3	6.6
百货	-13.3	-46.0	-427.1	-152.6	-20.4	-15.6	-138.7

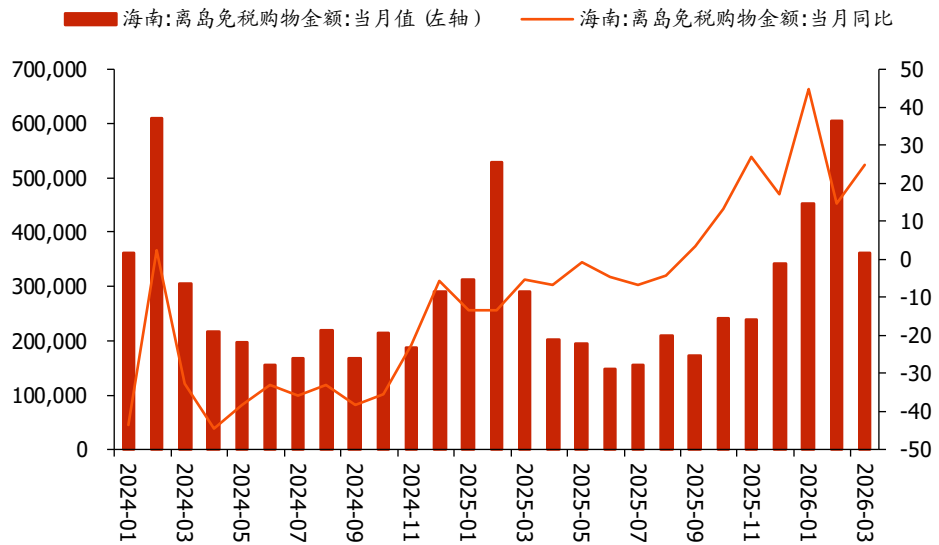
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2. 社服子版块分析

2.1 免税：由销售回暖进入盈利修复

行业：海南离岛免税销售数据企稳回升。根据海关监管数据，自 2025 年 9 月起海南离岛免税销售额同比增速转正，并在 25Q4 及 2026 年初延续高景气度。26Q1，海关共监管离岛免税购物金额 142.08 亿元，免税购物人数 181.6 万人次，免税购物件数 1097.7 万件，同比分别增长 25.7%、18%以及 12%。

图表5：海南离岛免税购物金额（万元）及增速（%）



资料来源：wind，国盛证券研究所

业绩总结：2025 年海南离岛免税销售逐步回暖，25Q4 拐点初现；进入 26Q1，盈利能力进一步修复。1) 25 全年中国中免收入同比-4.9%；归母净利润同比-16.0%；归母净利率 6.7%/同比-0.9pct。中国中免整体毛利率 32.8%/同比+0.7pct；销售费用率 16.2%/同比+0.1pct；管理费用率 4.1%/同比+0.6pct；研发费用率 0.2%/同比+0.1pct。2) 26Q1 中国中免收入同比+1.0%，归母净利润同比+21.2%，归母净利率 13.9%/同比+2.3pct。中国中免整体毛利率 33.6%/同比+0.7pct，销售费用率 12.1%/同比-1.1pct，管理费用率 2.7%/同比+0.2pct，研发费用率 0.02%/同比-0.1pct。

图表6: 中国中免主要经营指标

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	2024	2025
营业总收入(亿元)	188.1	124.6	117.6	134.5	167.5	114.0	117.1	138.3	169.1	564.7	536.9
同比增长(%)	(9.4)	(17.4)	(21.5)	(19.5)	(11.0)	(8.5)	(0.4)	2.8	1.0	(16.4)	(4.9)
营业成本(亿元)	125.4	82.4	79.9	96.1	112.2	77.0	79.6	92.2	112.2	383.9	361.1
毛利(亿元)	62.6	42.2	37.7	38.4	55.2	37.0	37.5	46.1	56.9	180.9	175.8
毛利率(%)	33.3	33.9	32.0	28.5	33.0	32.5	32.0	33.3	33.6	32.0	32.8
毛利率变动(pct)	4.3	1.0	(2.4)	(3.5)	(0.3)	(1.4)	(0.0)	4.8	0.7	0.2	0.7
销售费用(亿元)	24.1	22.2	21.6	22.7	22.0	20.6	22.0	22.3	20.4	90.6	86.8
销售费用率(%)	12.8	17.8	18.4	16.9	13.1	18.1	18.7	16.1	12.1	16.0	16.2
管理费用(亿元)	4.8	4.7	4.8	5.7	4.2	4.3	4.6	8.9	4.5	19.9	22.0
管理费用率(%)	2.5	3.7	4.0	4.2	2.5	3.8	3.9	6.4	2.7	3.5	4.1
研发费用(亿元)	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.3	0.3	0.2	0.03	0.2	0.9
研发费用率(%)	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.02	0.0	0.2
三项费用率(%)	15.4	21.6	22.5	21.2	15.7	22.1	22.9	22.7	14.8	19.6	20.4
毛利-三项费用(亿元)	33.7	15.3	11.2	9.9	28.9	11.8	10.6	14.8	31.9	70.2	66.1
毛利率-三项费用率(%)	17.9	12.3	9.6	7.4	17.3	10.3	9.1	10.7	18.9	12.4	12.3
归母净利润(亿元)	23.1	9.8	6.4	3.5	19.4	6.6	4.5	5.3	23.5	42.7	35.9
同比增长(%)	0.2	(37.6)	(52.5)	(76.9)	(16.0)	(32.2)	(28.9)	53.6	21.2	(36.4)	(16.0)
净利率(%)	12.3	7.8	5.4	2.6	11.6	5.8	3.9	3.9	13.9	7.6	6.7
净利率变动(pct)	1.2	(2.5)	(3.5)	(6.4)	(0.7)	(2.0)	(1.6)	1.3	2.3	(2.4)	(0.9)
经营活动现金流量净额(亿元)	53.0	(9.9)	7.9	28.4	48.0	(21.9)	7.8	26.7	38.9	79.4	60.6
同比增长(%)	(28.6)	-	(83.7)	68.4	(9.5)	-	(1.7)	(5.8)	(18.9)	(47.5)	(23.7)
经营活动现金流/归母净利润(%)	229.9	(101.7)	124.8	815.3	247.5	(330.8)	172.7	499.9	165.7	186.1	168.9

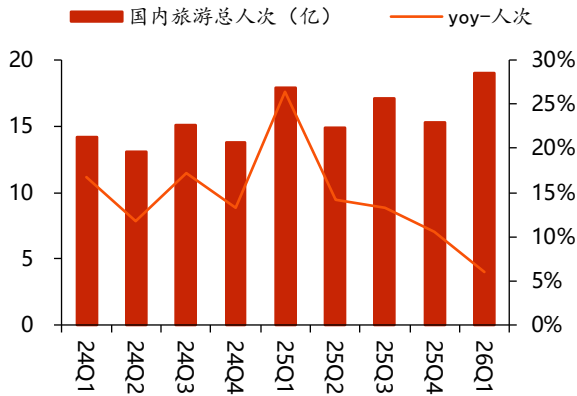
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.2 旅游: 业绩端有所承压, 26Q1 存多因素扰动

我们选取九华旅游、三峡旅游、三特索道、黄山旅游等 23 家旅游 A 股公司作为样本, 对旅游板块 25&26Q1 进行业绩分析。

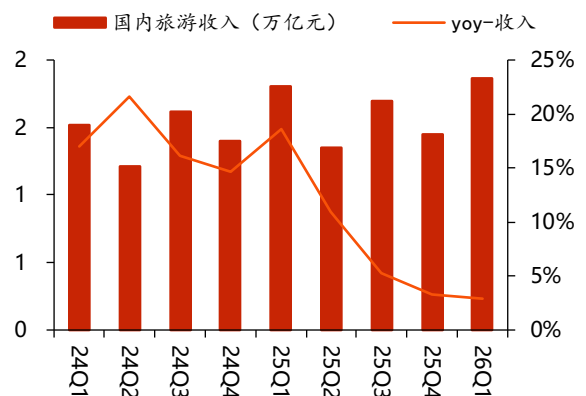
行业: 25Q1 以来国内旅游人次及收入增速逐季放缓。据文旅部, 25 年国内旅游总人次 65.2 亿/同比+16.2%, 国内旅游收入 6.3 万亿元/同比+9.5%; 26Q1 国内旅游总人次 19.0 亿/同比+6.0%, 国内旅游收入 1.9 万亿元/同比+2.9%。环比增速上, 25Q1-26Q1 人次及收入均出现逐季放缓趋势。

图表7: 24Q1-26Q1 国内旅游总人次及增速



资料来源: 文旅部, 国盛证券研究所

图表8: 24Q1-26Q1 国内旅游收入及增速



资料来源: 文旅部, 国盛证券研究所

经营层面: 26Q1 存天气、春节错期等多因素扰动。26Q1, 由于春节假期同比晚 19 天, 以春节为客流旺季分界线的景区受扰动较为明显, 如九华旅游营收/扣非归母净利润同比增速各+0.2%/+1.1%, 而长白山两项同比增速达+21%/+81%; 26Q1 天气条件好于 25Q1, 带动运营表现同比更好, 如丽江股份实现营收/扣非归母净利润同比+24%/+94%, 主要系索道运输业务受特殊天气影响较去年同期减弱。

业绩层面: 板块利润率仍承压。由于中青旅营收体量相对较大, 容易影响板块营收增速, 若剔除中青旅, 旅游板块 25Q4/26Q1 营收增速各 7.0%/1.3%, 26Q1 增速趋缓。利润层面, 由于 ST 张家界重整对板块业绩影响较大, 若剔除 ST 张家界, 25Q4/26Q1 旅游板块扣非净利率各同比-2.1/-0.2pct, 利润率仍承压。当前, 中小学春秋假等假期天数增加, 有效拉动淡季客流, 我们预计, 在天气整体稳定情况下, 半年度或全年度景区公司业绩有望取得较好表现。

图表9: 旅游A股公司主要财务指标

	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
营业总收入 (亿元)	53.3	73.8	93.4	73.4	61.0	75.2	93.8	76.7	65.1	81.1	97.7	84.0	68.7
同比增长 (%)	56.0	113.3	68.6	112.8	14.4	2.0	0.4	4.4	6.6	7.8	4.2	9.6	5.6
营业总收入 (亿元, 剔除中青旅)	36.8	48.6	67.9	44.4	41.8	51.0	66.8	47.6	44.5	53.0	66.1	50.9	45.1
同比增长 (%)	80.4	145.6	89.1	140.4	13.7	4.9	-1.6	7.1	6.5	3.9	-1.0	7.0	1.3
毛利 (亿元)	16.6	26.6	38.7	17.8	19.3	26.9	38.1	19.6	20.3	27.4	36.9	21.0	20.8
毛利率 (%)	31.1	36.1	41.5	24.3	31.7	35.8	40.7	25.6	31.2	33.8	37.8	25.0	30.3
毛利率变动 (pct)	21.1	29.9	13.6	18.6	0.6	-0.3	-0.8	1.3	-0.5	-2.0	-2.9	-0.6	-0.8
毛利率 (% , 剔除中青旅)	34.6	41.1	46.8	26.4	36.8	40.1	47.6	28.3	36.1	40.1	46.6	29.6	37.0
毛利率变动 (pct)	26.1	40.7	13.3	32.9	2.2	-1.1	0.8	1.9	-0.7	0.1	-1.0	1.2	0.9
销售费用率 (%)	5.9	5.3	5.7	8.7	7.0	5.9	5.8	8.2	6.6	5.7	5.9	8.3	6.5
销售费用率变动 (pct)	-3.2	-2.2	-0.4	-1.8	1.1	0.6	0.0	-0.4	-0.4	-0.2	0.2	0.1	-0.2
管理费用率 (%)	12.9	10.7	9.0	15.0	11.7	10.8	9.2	14.0	11.4	9.6	8.3	12.9	10.8
管理费用率变动 (pct)	-7.9	-11.4	-4.1	-16.2	-1.2	0.1	0.2	-1.0	-0.3	-1.2			-0.5
财务费用率 (%)	1.6	1.7	1.4	1.1	1.7	1.3	1.2	1.6	1.6	1.3	1.2	1.4	1.7
财务费用率变动 (pct)	-1.8	-1.3	-1.0	-1.2	0.1	-0.4	-0.2	0.5	-0.2	0.0	0.0	-0.2	0.2
研发费用率 (%)	0.6	0.4	0.4	0.9	0.5	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4
研发费用率变动 (pct)	-0.4	-0.5	-0.2	-0.5	0.0	0.1	0.0	-0.4	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	-0.1
期间费用率 (%)	21.0	18.1	16.5	25.6	20.9	18.5	16.6	24.3	20.0	17.0	15.8	23.1	19.4
期间费用率变动 (pct)	-13.3	-15.4	-5.7	-19.7	0.0	0.4	0.0	-1.3	-0.9	-1.5	-0.8	-1.2	-0.6
毛利-期间费用	5.4	13.3	23.3	-1.0	6.6	13.1	22.6	1.0	7.3	13.6	21.5	1.6	7.5
毛利率-期间费用率 (%)	10.1	18.0	25.0	-1.3	10.8	17.4	24.1	1.3	11.2	16.8	22.0	2.0	11.0
归母净利润 (亿元)	3.4	9.0	17.1	-17.9	4.2	6.8	19.6	-10.6	4.2	9.1	15.0	-11.6	7.7
同比增长 (%)	147.8	233.9	312.8	-27.8	24.4	-23.6	14.4	40.6	0.7	32.6	-23.4	-8.9	83.1
归母净利率 (%)	6.3	12.1	18.3	-24.4	6.8	9.1	20.9	-13.9	6.5	11.2	15.3	-13.8	11.2
归母净利率变动 (pct)	26.9	31.5	10.8	16.2	0.5	-3.1	2.6	10.5	-0.4	2.1	-5.5	0.1	4.7
归母净利润 (亿元, 剔除ST张家界)	3.7	9.1	17.1	-15.9	4.6	7.0	19.6	-5.5	4.5	9.1	14.9	-6.3	4.6
同比增长 (%)	157.1	247.7	288.3	-24.0	26.9	-22.9	14.5	65.7	-2.7	30.1	-24.1	-15.6	2.7
归母净利率 (% , 剔除ST张家界)	6.9	12.3	18.3	-21.7	7.6	9.3	20.9	-7.1	6.9	11.2	15.2	-7.5	6.8
归母净利率变动 (pct)	25.6	30.0	10.4	15.6	0.7	-3.0	2.6	14.6	-0.7	1.9	-5.7	-0.4	-0.2
扣非归母净利润 (亿元)	3.1	8.8	16.5	-18.9	3.9	6.6	15.6	-10.3	3.1	6.9	14.7	-12.4	4.0
扣非同比增长 (%)	141.8	205.7	376.4	-11.4	23.2	-24.7	-5.8	45.3	-21.0	4.4	-5.5	-20.2	5.7
扣非净利率 (%)	5.9	11.9	17.7	-25.7	6.4	8.8	16.6	-13.5	4.7	8.5	15.1	-14.8	5.8
扣非净利率变动 (pct)	27.9	35.8	11.4	23.4	0.5	-3.1	-1.1	12.3	-1.6	-0.3	-1.5	-1.3	0.0
扣非归母净利润 (亿元, 剔除ST张家界)	3.5	8.9	16.6	-17.0	4.3	6.7	15.6	-5.2	4.1	6.9	14.7	-7.4	4.2
扣非同比增长 (%)	150.5	215.2	340.0	-7.4	25.3	-24.1	-5.7	69.6	-5.3	2.4	-5.8	-44.1	2.9
扣非净利率 (% , 剔除ST张家界)	6.5	12.0	17.7	-23.1	7.1	9.0	16.7	-6.7	6.3	8.5	15.1	-8.8	6.2
扣非净利率变动 (pct)	26.6	34.3	10.9	22.7	0.6	-3.1	-1.1	16.4	-0.8	-0.4	-1.6	-2.1	-0.2

资料来源: wind, 国盛证券研究所

2.3 出入境游：24年基数较高，行业增速放缓

我们选取众信旅游、凯撒旅业作为板块样本，对 25&26Q1 进行分析：

行业：2025 年底出境游行业已脱离公共卫生事件后的恢复期，人群与供给两侧恢复，预计 26 年进入常态化增长阶段。1) 需求端，根据国家移民管理局，2025 年，全国移民管理机构共查验出入境人员 6.97 亿人次，同比上升 14.2%，创历史新高，其中内地（大陆）居民 3.35 亿人次、港澳台居民 2.79 亿人次，同比分别上升 15.1%、10.1%，外国人 8203.5 万人次，同比上升 26.4%，免签入境外国人 3008 万人次、占入境外国人 73.1%、同比上升 49.5%。26Q1，全国移民管理机构累计查验出入境人员 1.85 亿人次，同比上升 13.5%；其中内地（大陆）居民 9166.2 万人次、港澳台居民 7249.1 万人次、外国人 2133.3 万人次，同比分别上升 14.2%、10.3%、22.3%；免签入境外国人 831.5 万人次，占入境外国人 77.9%，同比上升 29.3%。2) 供给端，2025 年，我国民航国际航线完成旅客运输 0.8 亿人次，同比 2024 年增长 21.7%、同比 2019 年增长 7.3%（仅含境内航司承运旅客量，不含外航）；我国民航国际客运航班量整体恢复至 2019 年的 87.8%。

业绩总结：行业竞争激烈，且受国际局势影响，叠加 24 年基数较高，增速承压。1) 25 全年板块收入同比+7.2%，归母净利润同比+1118.2%主要系凯撒旅业债务重组收益，归母净利率 0.5%/同比+0.4pct。板块整体毛利率 12.6%/同比-1.3pct，销售费用率 8.5%/同比-0.1pct，管理费用率 3.5%/同比+0.1pct。2) 26Q1 板块收入同比+11.9%；归母净利润同比-11.9%；归母净利率 0.9%/同比-0.2pct。板块整体毛利率 14.5%/同比-1.6pct，销售费用率 9.2%/同比-1.7pct，管理费用率 4.6%/同比+0.5pct。

图表10: 出入境游A股公司主要经营指标

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	2024	2025
营业总收入(亿元)	11.9	17.5	22.9	18.8	13.1	18.9	25.9	18.4	14.6	71.1	76.2
同比增长(%)	452.4	117.5	51.3	39.7	10.2	7.6	13.0	(2.0)	11.9	83.2	7.2
营业成本(亿元)	10.0	15.2	19.8	16.2	11.0	16.7	23.0	16.0	12.5	61.2	66.6
毛利(亿元)	1.8	2.3	3.1	2.6	2.1	2.2	2.9	2.4	2.1	9.9	9.6
毛利率(%)	15.6	13.1	13.7	13.8	16.1	11.5	11.3	13.1	14.5	13.9	12.6
毛利率变动(pct)	15.4	13.0	13.5	13.7	0.5	(1.6)	(2.3)	(0.7)	(1.6)	0.9	(1.3)
销售费用(亿元)	1.0	1.2	1.8	2.1	1.4	1.5	1.7	1.8	1.3	6.1	6.5
销售费用率(%)	8.5	7.1	7.8	11.2	10.9	8.1	6.7	9.8	9.2	8.6	8.5
管理费用(亿元)	0.5	0.5	0.6	0.8	0.5	0.7	0.7	0.8	0.7	2.4	2.7
管理费用率(%)	4.1	2.9	2.8	4.2	4.1	3.5	2.6	4.4	4.6	3.4	3.5
研发费用(亿元)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
研发费用率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
三项费用率(%)	12.5	10.0	10.6	15.4	15.0	11.6	9.3	14.2	13.8	12.0	12.0
毛利-三项费用(亿元)	0.4	0.5	0.7	(0.3)	0.1	(0.0)	0.5	(0.2)	0.1	1.3	0.5
毛利率-三项费用率(%)	3.0	3.1	3.1	(1.6)	1.1	(0.1)	2.0	(1.0)	0.7	1.9	0.6
归母净利润(亿元)	0.1	0.4	0.5	(1.0)	0.1	0.0	0.2	(0.1)	0.1	0.0	0.4
同比增长(%)	-	-	-	-	4.8	(95.8)	(52.3)	-	(11.9)	(99.6)	1118.2
净利率(%)	1.2	2.3	2.2	(5.5)	1.1	0.1	0.9	(0.3)	0.9	0.0	0.5
净利率变动(pct)	38.4	11.3	6.7	(69.5)	(0.1)	(2.3)	(1.3)	5.2	(0.2)	(16.4)	0.4
经营活动现金流量净额(亿元)	1.0	2.6	0.6	(2.5)	(0.3)	3.6	0.1	(2.4)	(0.2)	1.7	1.0
同比增长(%)	-	134.1	(34.3)	-	-	38.5	(75.3)	-	(35.1)	(69.7)	(39.2)
经营活动现金流/归母净利润(%)	726.2	626.3	116.1	-	(212.4)	-	60.1	-	(156.6)	5916.9	295.2

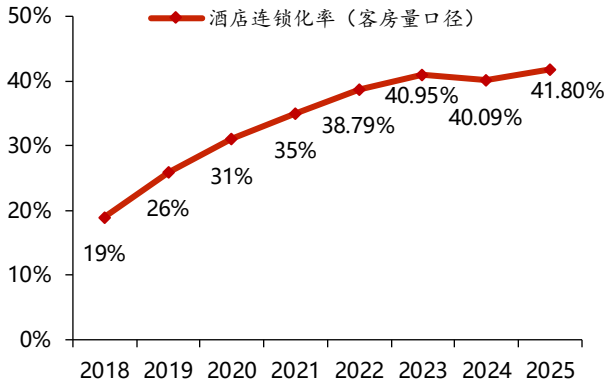
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.4 酒店: RP 全面正增, 板块迎来复苏

我们选取锦江酒店、首旅酒店、君亭酒店、金陵饭店、华天酒店 5 家酒店 A 股公司和港股华住集团作为样本, 对酒店板块 25&26Q1 进行业绩分析。

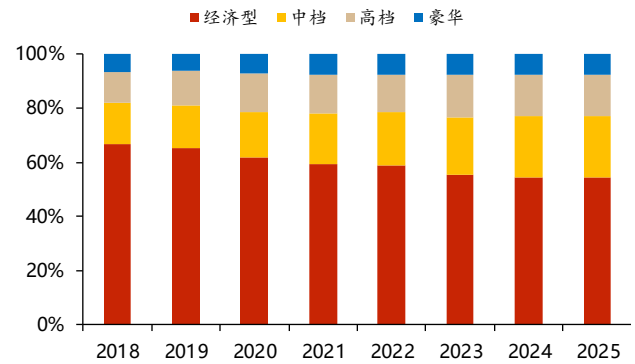
行业: 供给饱和, 连锁化、中高端化、下沉化趋势明确。据《2026 年中国酒店业发展报告》: 1) 供给总量趋饱和, 市场 K 型分化。行业供给进入相对饱和阶段, 消费分级加剧, 头部连锁品牌、中高端及生活方式酒店持续增长, 非连锁单体酒店面临客源流失与盈利压力, 未来三年缺乏品牌竞争力和效率优势的酒店将加速被淘汰。2) 连锁化率恢复提升。25 年中国酒店业客房连锁化率回升至 41.8%, 品牌化长期趋势未变。3) 中高端成增长主引擎。25 年高端/中端品牌客房同比+14.96%/+10.91%, 均高于经济型的 9.35%; 中高端合计客房占比从 19 年的 29% 升至约 38%。4) 下沉市场连锁化率有望提升。25 年三线及以下城市酒店客房占比 60.96%, 而一线城市以外市场的连锁化率仅 35.34%, 远低于一线城市的 59.66%, 下沉市场连锁化率有望继续提升。

图表11: 18-25年中国酒店业客房连锁化率



资料来源: 盈蝶咨询, 中国饭店协会, 国盛证券研究所

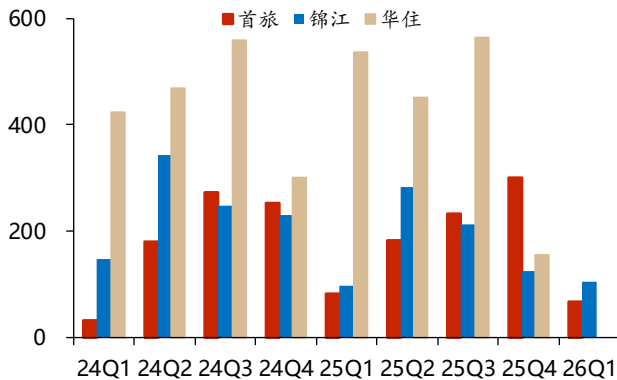
图表12: 18-25年中国酒店客房数动态结构图 (按档次)



资料来源: 盈蝶咨询, 中国饭店协会, 国盛证券研究所

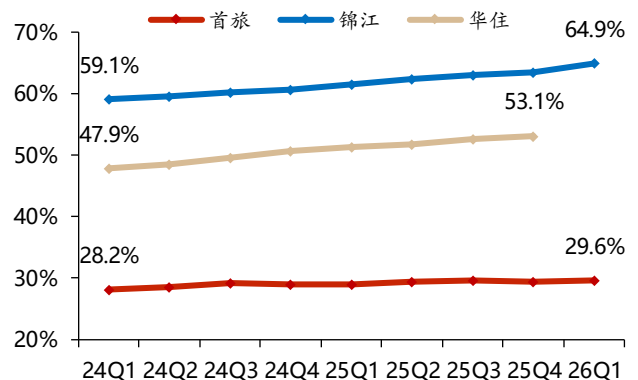
经营层面: 稳健扩张, 中高端、轻资产门店占比提升, RP 同比已转正。 1) 开店: 25Q4, 首旅/锦江/华住净开店 301/124/156 家; 26Q1, 首旅/锦江净开店 68/104 家, 整体保持稳健拓店速度。2) 中高端&轻资产化: 与行业趋势保持一致, 24Q1-26Q1 三家酒管公司的中高端酒店占比和轻资产的加盟酒店占比均保持上升趋势。3) RP 同比转正: 自 25Q4 以来, 三家酒管公司 RP 均已实现同比持平正增, 26Q1, 首旅/锦江 (境内-有限) RP 同比+0.8%/+3.7%。

图表13: 24Q1-26Q1 头部酒管公司净开店数 (家)



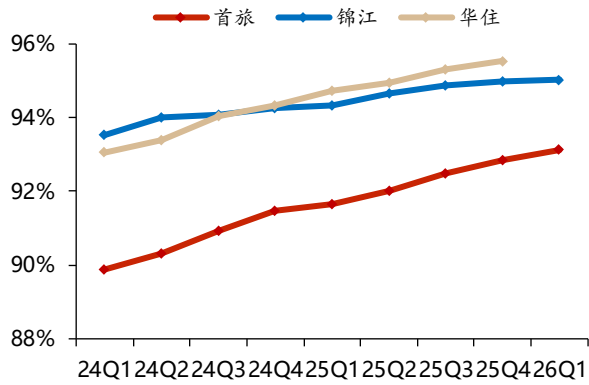
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表14: 24Q1-26Q1 头部酒管公司中高端酒店数占比



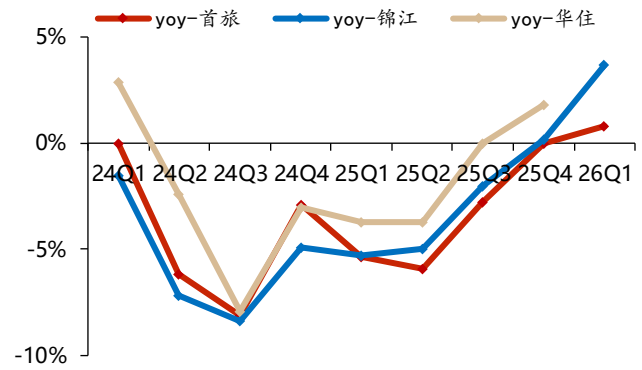
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表15: 24Q1-26Q1 头部酒管公司加盟酒店数占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表16: 24Q1-26Q1 头部酒管公司季度 RP 同比变化



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

业绩层面: 25 年整体承压, 26Q1 扣非归母净利润已全部正增。1) 尽管经营层面呈逐季改善趋势, 25 年板块营收仍整体承压, 费用端的持续优化带来锦江、首旅、金陵的业绩正增。2) 26Q1, 在行业供需格局好转, 连锁化、中高端化、轻资产化持续推进背景下, 整体 RP 实现转正, 板块营收/毛利率同比+3.0%/+1.8pct, 上年低基数的锦江、首旅业绩超预期, 扣非归母净利润各同比+473%/+32%至 1.5/1.4 亿元。我们预计, 供需格局好转、行业内部中高端占比提升将带来入住率企稳回升及价格端的稳定增长, 全年及更长期维度看好酒店板块的复苏和繁荣。

图表17: 25&26Q1 酒店A股公司主要财务指标

	25年						26Q1					
	锦江酒店	首旅酒店	君亭酒店	金陵饭店	华天酒店	合计	锦江酒店	首旅酒店	君亭酒店	金陵饭店	华天酒店	合计
营业总收入 (亿元)	138.1	76.1	6.7	18.2	5.3	244.4	31.2	17.8	1.7	4.1	1.2	56.0
同比增长 (%)	-1.8	-1.9	-0.4	-2.5	-12.5	-2.1	6.1	0.7	2.2	-7.6	0.5	3.0
毛利 (亿元)	53.0	30.3	2.1	4.4	0.5	90.3	10.4	6.8	0.5	0.9	0.0	18.6
毛利率 (%)	38.4	39.9	31.3	24.1	8.6	36.9	33.4	38.2	32.0	20.8	2.0	33.3
毛利率变动 (pct)	-1.1	1.5	-1.4	-0.5	-7.6	-0.3	1.6	2.9	4.0	-1.8	-0.7	1.8
销售费用率 (%)	7.3	8.7	7.5	4.1	3.5	7.4	6.7	7.9	8.0	3.5	3.9	6.8
销售费用率变动 (pct)	-0.3	1.3	-0.1	-0.4	0.1	0.2	-0.1	0.0	0.7	-1.9	-0.2	-0.2
管理费用率 (%)	16.4	11.2	11.7	10.3	32.1	14.6	17.8	12.7	11.7	11.2	34.4	15.9
管理费用率变动 (pct)	-1.7	0.4	0.1	-0.4	1.1	-0.9	-1.7	-0.2	0.7	1.0	-0.8	-0.8
财务费用率 (%)	4.6	3.7	7.9	0.2	18.8	4.4	4.3	3.3	7.7	0.2	20.2	4.1
财务费用率变动 (pct)	-0.7	-0.9	0.7	-0.3	1.1	-0.7	-1.2	-0.9	-0.8	-0.2	-0.8	-1.0
研发费用率 (%)	0.2	0.8	0.0	0.2	0.5	0.4	0.2	0.7	0.0	0.2	0.2	0.4
研发费用率变动 (pct)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.1	0.0
期间费用率 (%)	28.5	24.5	27.2	14.8	55.0	26.8	29.0	24.6	27.4	15.0	58.7	27.2
期间费用率变动 (pct)	-2.7	0.8	0.6	-1.2	2.5	-1.3	-3.1	-1.2	0.5	-1.1	-1.9	-2.0
毛利-期间费用	13.6	11.7	0.3	1.7	-2.4	24.9	1.4	2.4	0.1	0.2	-0.7	3.4
毛利率-期间费用率 (%)	9.9	15.4	4.1	9.3	-46.4	10.2	4.4	13.6	4.6	5.7	-56.7	6.1
归母净利润 (亿元)	9.3	8.1	0.2	0.6	-2.1	16.1	1.4	1.7	0.1	0.1	-0.6	2.6
同比增长 (%)	1.6	0.6	-8.4	90.7	-16.0	1.2	280.1	18.5	135.2	29.2	-1.4	107.5
归母净利率 (%)	6.7	10.7	3.4	3.5	-39.8	6.6	4.4	9.5	4.1	2.0	-52.2	4.6
归母净利率变动 (pct)	0.2	0.3	-0.3	1.7	-9.8	0.2	3.2	1.4	2.3	0.6	1.0	2.3
扣非归母净利润 (亿元)	9.5	7.4	0.2	0.6	-2.4	15.2	1.5	1.4	0.1	0.1	-0.7	2.4
扣非同比增长 (%)	75.2	1.1	-16.4	86.3	-9.6	37.7	472.7	31.8	227.6	30.9	0.5	2.2
扣非净利率 (%)	6.8	9.7	2.7	3.2	-46.1	6.2	4.9	8.1	3.7	1.7	-55.9	4.3
扣非净利率变动 (pct)	3.0	0.3	-0.5	1.5	-9.3	1.8	4.0	1.9	2.5	0.5	0.6	2.9

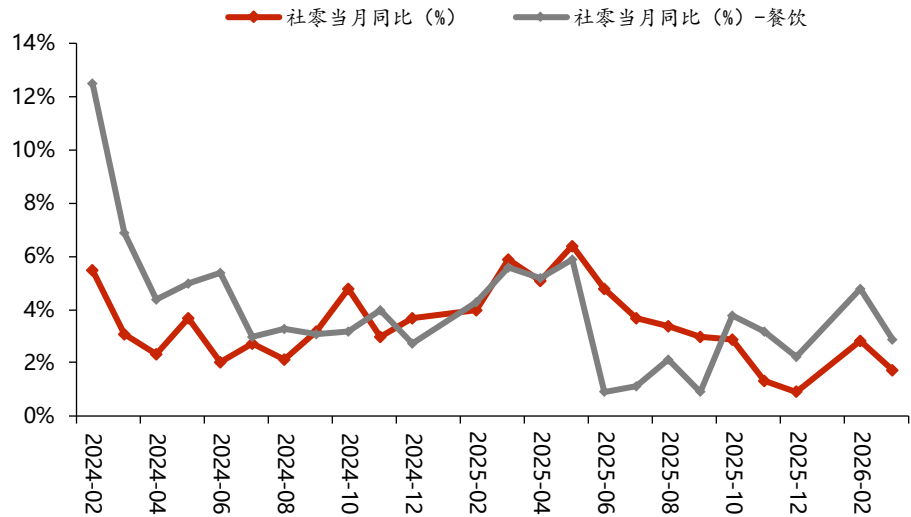
资料来源: wind, 国盛证券研究所

2.5 餐饮: 25年受外部因素影响较大, 26Q1同比好转

我们选取广州酒家、同庆楼、全聚德、西安饮食4家餐饮A股公司, 及港股餐饮、茶饮公司作为样本, 对餐饮板块25&26Q1进行业绩分析。

行业: 受外部因素影响较大, 25年10月以来持续好于社零大盘。25年5月后国内餐饮大环境受政策等因素影响较大, 6月社零餐饮收入当月同比降至0.9%, 7-8月略有回升, 9月受中秋错配、行业舆论事件等因素影响, 回落至0.9%水平。25年10月以来, 受国庆中秋超长假期、中小学春秋假等利好服务消费的事件影响, 餐饮社零当月同比增速持续好于社零大盘。

图表18: 2024年以来社零及社零餐饮收入当月同比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

A 股标的业绩总结: 26Q1 利润率压力减小。25年, 广州酒家和同庆楼收入同比增长, 但4家利润率普遍承压; 26Q1, 除西安饮食外, 板块营收均同比增长, 且广州酒家和全聚德扣非净利率同比+0.2/+0.8pct至4.6%/1.4%。26Q1 利润率压力减小, 或与行业环境同比向好, 杠杆效应带动下业绩有所恢复。

图表19: 25&26Q1 餐饮A股公司主要财务指标

	25年					26Q1				
	广州酒家	同庆楼	全聚德	西安饮食	合计	广州酒家	同庆楼	全聚德	西安饮食	合计
营业总收入 (亿元)	53.8	26.8	12.5	5.6	98.8	11.4	7.2	3.3	1.3	23.2
同比增长 (%)	5.0	6.2	-10.5	-15.5	1.7	8.9	3.6	0.3	-17.5	4.0
毛利 (亿元)	17.0	5.2	2.1	-0.1	24.3	3.2	1.2	0.5	0.0	5.0
毛利率 (%)	31.6	19.3	17.0	-0.9	24.6	28.1	17.1	16.1	-0.4	21.3
毛利率变动 (pct)	-0.1	0.1	-0.5	-2.4	0.2	2.7	-5.2	0.1	-2.0	0.1
销售费用率 (%)	10.1	5.5	4.2	4.0	7.9	11.0	5.6	3.8	4.3	8.2
销售费用率变动 (pct)	0.3	-0.2	-0.3	-0.5	0.3	0.6	0.7	-0.6	-0.3	0.9
管理费用率 (%)	8.5	4.6	11.7	12.4	8.2	8.3	4.2	10.2	11.9	7.8
管理费用率变动 (pct)	-0.6	-0.2	0.6	0.7	-0.3	1.0	-0.8	-0.1	1.4	0.5
财务费用率 (%)	-0.5	3.1	0.7	4.7	0.9	-0.3	3.2	0.7	4.3	1.2
财务费用率变动 (pct)	0.1	0.4	0.0	0.0	0.1	0.5	0.5	0.0	0.2	0.4
研发费用率 (%)	1.4	0.1	0.3	0.0	0.9	1.3	0.1	0.3	0.0	0.8
研发费用率变动 (pct)	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.1
期间费用率 (%)	19.5	13.3	16.8	21.1	17.9	20.3	13.1	15.0	20.5	18.0
期间费用率变动 (pct)	-0.3	-0.1	0.3	0.2	0.1	2.0	0.4	-0.7	1.2	1.8
毛利-期间费用	6.5	1.6	0.0	-1.2	6.6	0.9	0.3	0.0	-0.3	0.8
毛利率-期间费用率 (%)	12.1	6.0	0.2	-22.0	6.7	7.8	4.0	1.1	-20.9	3.3
归母净利润 (亿元)	4.9	1.0	0.1	-1.5	4.5	0.5	0.2	0.1	-0.3	0.5
同比增长 (%)	-1.2	2.0	-77.3	14.3	-9.7	3.4	-67.7	60.9	0.1	-39.6
归母净利率 (%)	9.1	3.8	0.6	-26.0	4.6	4.6	2.3	2.0	-21.8	2.0
归母净利率变动 (pct)	-0.6	-0.2	-1.8	-6.8	-0.6	-0.2	-5.2	0.8	-3.8	-1.5
扣非归母净利润 (亿元)	4.5	1.0	-0.1	-1.6	3.9	0.5	0.2	0.0	-0.3	0.4
扣非同比增长 (%)	0.0	5.8	-138.5	14.3	-8.5	13.2	-67.2	146.4	0.1	-0.3
扣非净利率 (%)	8.4	3.7	-0.5	-27.6	3.9	4.6	2.2	1.4	-22.1	1.9
扣非净利率变动 (pct)	-0.4	0.0	-1.6	-7.2	-0.4	0.2	-4.7	0.8	-3.9	-1.1

资料来源: wind, 国盛证券研究所

港股餐饮标的业绩总结: 1) 25年多家港股公司维持双位数开店增速, 同店多承压但降幅收窄, 通过门店调改、降本增效措施实现利润率提升。2) 26Q1已披露业绩的百胜中国实现收入/归母净利各同比+10%/+6%, 锅圈核心经营利润同比增45.3%-61.0%, 九毛九旗下太二同店日销同比转正至6.9%。我们预计, 26年餐饮消费大环境同比优化情况下, 各家通过稳步开店、门店调改和持续的降本增效措施, 有望持续实现营收增长和利润率提升。

图表20: 25年港股主要餐饮公司经营及财务指标

	百胜中国	海底捞	锅圈	小菜园	绿茶集团	九毛九	海伦司
期末门店数 (家)	18101	1383	11566	807	609	644	576
同比增长 (%)	10.4%	1.1%	14.0%	21.0%	31.0%	-20.2%	2.9%
同店同比 (%)	1	-6.7		-9.4	-0.8	-11.5	-18.4
同店同比变动 (pct)	4.0	-10.3		2.7	9.5	7.1	2.9
营业收入 (亿元)	118.0	432.3	78.1	53.5	47.1	52.3	5.4
同比增长 (%)	4.4%	1.1%	20.7%	2.6%	22.6%	-13.8%	-28.3%
归母净利润 (亿元)	9.3	40.5	4.3	7.2	4.9	0.6	0.3
同比增长 (%)	2.0%	-14.0%	87.8%	23.2%	38.9%	4.3%	-143.5%
归母净利率 (%)	7.9	9.4	5.5	13.4	10.3	1.1	6.3
归母净利率变动 (pct)	-0.2	-1.6	2.0	2.2	1.2	0.2	16.7

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 百胜中国业绩单位为美元, 九毛九同店同比为太二品牌。

港股茶饮标的业绩总结: 25年受外卖大战影响行业收入和利润取得快速增长, 在此基础上门店数量持续扩张、行业集中度提升。我们认为26年行业将从拼规模转变成抓盈利能力。1) 门店数量: 截至25年末, 蜜雪集团/古茗/沪上阿姨/茶百道/霸王茶姬/奈雪的茶总门店数分别 59823/13554/11449/8659/7453/1646 家, 净增分别 13344/3640/2273/250/1013/-152 家。2) 营收: 25年主要茶饮公司营收多数快速增长, 其中茶百道和奈雪系主动调整门店结构影响收入增速。3) 净利润: 25年, 主要茶饮公司净利润多实现30%以上快速增长, 霸王茶姬系未深度参与外卖大战及主动进行调整放缓上新速度影响利润增速。

图表21: 2025年港股茶饮公司门店数及主要财务指标

	蜜雪集团	古茗	沪上阿姨	茶百道	霸王茶姬	奈雪的茶
门店总数						
25年初 (家)	46479	9,914	9176	8409	6440	1798
25年末 (家)	59823	13,554	11449	8659	7453	1646
加盟门店数量						
25年初 (家)	46462	9,914	9152	8382	6271	345
新开 (家)	14,496	4,292	3654	1,159		
并购 (家)	1,354					
关店 (家)	2,527	652	1383	933		
净开 (家)	13323	3640	2271	226	567	13
25年末门店 (家)	59785	13,554	11423	8608	6838	358
直营店数量 (家)	38		26	13	615	1,288
2025 营收 (亿元)	335.60	129.14	44.66	53.95	129.07	43.31
yoy	35.16%	46.89%	35.96%	9.70%	4.05%	-11.99%
2025 归母净利润 (亿元)	58.87	31.09	5.01	8.05	11.35	-
yoy	32.69%	110.29%	52.41%	70.46%	-52.38%	-
2025 经调整净利润 (亿元)	-	25.75	5.70	8.33	-	-2.41
yoy	-	66.93%	36.42%	29.21%	-	亏损收窄

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3. 零售子版块分析

3.1 商超百货：消费环境疲弱，积极调改求变

百货：降本增效持续推进，静待消费回暖

我们选取百联股份、重庆百货、天虹股份、王府井、欧亚集团、银座股份等 36 家百货及综合业态 A 股公司作为样本，对百货板块 26Q1 进行业绩分析：

(1) 收入与利润：消费疲弱态势未改，归母净利增长依赖非经。26Q1，板块营业总收入为 370.2 亿元，同比下降 9.2%，降幅同比扩大 1.9pct，消费疲软的态势并未得到扭转；归母净利润为 22.2 亿元，同比增长 15.5%；扣非归母净利润为 13.2 亿元，同比下降 20.4%；板块扣非净利率为 3.6%，同比下滑 0.5pct。

(2) 毛利率：持续优化，韧性凸显。26Q1 板块毛利率 34.7%，同比提升 0.7pct，我们判断主要源于供应链优化增效、高毛利品类扩张等。

(3) 费用率：收入规模下降导致各项费用率增加。26Q1 期间费用率为 27.0%，同比增加 0.8pct。其中，销售费用率同比增加 0.2pct 至 15.7%，管理费用率同比增加 0.4pct 至 8.7%，财务费用率同比增加 0.2pct 至 2.6%。费用率提升主因收入规模下降，从费用绝对额角度，板块销售费用、管理费用、财务费用及期间费用均有所压降。

业绩总结：26Q1 百货板块延续承压趋势，收入下滑主要受宏观消费环境疲软、线上分流等因素影响，但同时我们也看到积极求变的企业正通过供应链优化、业态创新和降本增效等手段，努力提升盈利能力和质量，板块毛利率连续四个季度维持增长，彰显经营韧性。

图表22: 36家百货A股公司主要经营指标

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	2024	2025
营业总收入(亿元)	439.2	357.3	350.8	351.2	407.5	323.9	319.5	310.4	370.2	1498.4	1361.3
同比增长(%)	(5.2)	(8.0)	(8.4)	(4.0)	(7.2)	(9.4)	(8.9)	(11.6)	(9.2)	(6.4)	(9.2)
毛利(亿元)	152.3	123.1	117.7	127.1	138.6	113.3	109.0	114.5	128.5	520.3	475.4
毛利率(%)	34.7	34.5	33.6	36.2	34.0	35.0	34.1	36.9	34.7	34.7	34.9
毛利率变动(pct)	(0.3)	(1.1)	(1.0)	0.3	(0.7)	0.5	0.6	0.7	0.7	(0.5)	0.2
销售费用率(%)	15.5	17.8	18.9	20.1	15.5	19.0	19.5	20.5	15.7	17.9	18.4
销售费率变动(pct)	0.4	0.3	0.9	(0.4)	0.0	1.1	0.6	0.4	0.2	0.3	0.5
管理费用率(%)	8.2	8.8	9.4	10.2	8.3	9.6	9.7	11.4	8.7	9.1	9.6
管理费率变动(pct)	(0.1)	(0.3)	0.1	1.3	0.1	0.8	0.3	1.3	0.4	0.2	0.6
财务费用率(%)	2.3	3.0	3.0	3.1	2.4	3.1	3.2	2.8	2.6	2.8	2.9
财务费率变动(pct)	(0.3)	0.1	(0.2)	0.3	0.1	0.1	0.2	(0.2)	0.2	(0.0)	0.1
期间费用率(%)	26.0	29.6	31.3	33.3	26.2	31.6	32.4	34.7	27.0	29.8	30.9
期间费率变动(pct)	(0.0)	0.1	0.8	1.2	0.2	2.0	1.1	1.4	0.8	0.5	1.1
毛利-期间费用	38.2	17.3	8.0	10.0	31.8	10.8	5.5	6.6	28.4	73.5	54.7
毛利率-期间费率(%)	8.7	4.8	2.3	2.9	7.8	3.3	1.7	2.1	7.7	4.9	4.0
归母净利润(亿元)	21.0	11.3	18.2	(16.7)	19.2	9.0	1.7	(33.4)	22.2	33.8	(3.5)
同比增长(%)	(14.4)	(33.7)	2616.5	24.6	(8.4)	(20.5)	(90.4)	(100.2)	15.5	80.6	(110.2)
归母净利率(%)	4.8	3.2	5.2	(4.8)	4.7	2.8	0.5	(10.8)	6.0	2.3	(0.3)
归母净利率变动(pct)	(0.5)	(1.2)	5.4	1.3	(0.1)	(0.4)	(4.6)	(6.0)	1.3	1.1	(2.5)
扣非归母净利润(亿元)	19.1	8.0	0.5	(10.3)	16.5	4.4	(1.6)	(26.1)	13.2	17.3	(6.7)
同比增长(%)	(14.0)	(23.8)	(89.0)	39.3	(13.4)	(45.2)	(427.1)	(152.6)	(20.4)	(14.1)	(138.9)
扣非净利率(%)	4.3	2.2	0.1	(2.9)	4.1	1.4	(0.5)	(8.4)	3.6	1.2	(0.5)
扣非净利率变动(pct)	(0.4)	(0.5)	(1.0)	1.7	(0.3)	(0.9)	(0.6)	(5.5)	(0.5)	(0.1)	(1.6)
经营活动现金流量(亿元)	57.4	20.6	61.6	78.0	21.7	14.4	58.2	67.7	60.0	217.5	161.9
同比增长(%)	(46.6)	(48.3)	(12.5)	(1.2)	(62.3)	(29.7)	(5.6)	(13.2)	177.0	(26.6)	(25.5)
经营活动现金流/归母净利润	2.7	1.8	3.4	(4.7)	1.1	1.6	33.3	(2.0)	2.7	6.4	(46.8)

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

超市: 品质零售显效, 调改步入收获期

我们选取中百集团、红旗连锁、三江购物、永辉超市、家家悦、国光连锁、步步高等7家超市A股公司作为样本, 对超市板块26Q1进行业绩分析:

(1) **收入与利润**: 收入降幅略微扩大, 利润端正增长。26Q1, 板块营业总收入为260.9亿元, 同比下降14.4%, 降幅同比扩大0.3pct; 归母净利润为6.9亿元, 同比增长22.9%; 扣非归母净利润为6.1亿元, 同比增长30.2%; 板块扣非净利率为2.3%, 同比提升0.8pct。

(2) **毛利率**: 毛利率表现优化。26Q1, 板块毛利率为24.4%, 同比增加0.9pct, 判断主要源于供应链优化增效。

(3) **费用率**: 期间费用率同比持平。26Q1, 板块费用率为21.3%, 同比持平。其中, 销售费用率同比增加0.1pct至17.4%, 管理费用率同比增加0.1pct至2.6%, 财务费用率同比减少0.2pct至1.2%。

若剔除永辉超市，则板块业绩表现为：

(1) **收入与利润**：收入降幅同比缩窄，利润端亏损缩窄。26Q1，板块营业总收入为 127.2 亿元，同比下降 2.3%，降幅同比缩窄 3.9pct；归母净利润为 4.0 亿元，同比下降 2.7%；扣非归母净利润为 3.6 亿元，同比增长 9.5%；板块扣非净利率为 2.8%，同比提升 0.3 pct。

(2) **毛利率**：毛利率表现持平。26Q1，板块毛利率为 26.1%，同比持平。

(3) **费用率**：期间费用率同比略降 0.2pct。26Q1，板块费用率为 22.1%，同比略降 0.2 pct。其中，销售费用率同比减少 0.1pct 至 18.2%，管理费用率 2.7% 同比持平，财务费用率同比减少 0.1pct 至 1.2%。

开关店与调改：

(1) **永辉超市**：25 年调改 284 家，关店 381 家，开店 9 家，新开 56 个线上仓；26Q1 调改 12 家，关店 13 家，开店 2 家；3 月末门店 392 家，其中调改店 327 家。26 年公司计划开店 10-15 家、调改 49 家、闭店约 29 家，新开仓 21 个。

(2) **家家悦**：2025 年，新开直营店 31 家，其中综合超市 4 家、社区生鲜食品超市 13 家、乡村超市 3 家、便利店 11 家，新增加盟店 24 家；同时关闭了低效门店，整体门店结构得到优化。26Q1 新开直营门店 6 家，新增加盟店 1 家，同时因布局优化关闭直营 10 家店截至 2026 年 3 月 31 日，公司门店总数为 1071 家，其中直营 903 家、加盟 168

(3) **步步高**：2025 年，公司关闭超市门店 5 家、百货门店 1 家，完成胖改门店 8 家。截至 2025 年 12 月 31 日，公司门店总数精简至 53 家（超市 22 家、百货 31 家），其中超市已完成调改店 21 家，娄底调改店 5 月 1 日开业。截至 2026 年一季度末，已完成调改的 21 家超市门店全部实现盈利。

业绩总结：26Q1 的超市板块已步入调改显效的新阶段。虽然营业收入因关店和调改仍处于下滑通道，但毛利率的提升和扣非净利率提升，标志着行业品质零售的战略已取得实质性突破。头部企业门店调改基本完成，后续关店压力减小。展望未来，随着永辉等龙头调改计划的收官以及供应链红利的持续释放，超市板块有望迎来一轮基于经营质量改善的价值重估，随着消费环境的边际回暖，业绩有望迎来双击。

图表23: 7家超市A股公司主要经营指标

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	2024	2025
营业总收入(亿元)	355.3	275.4	290.5	242.1	304.9	234.6	240.5	222.6	260.9	1163.3	1002.6
同比增长(%)	(5.4)	(7.7)	(10.7)	(12.5)	(14.2)	(14.8)	(17.2)	(8.1)	(14.4)	(8.8)	(13.8)
毛利(亿元)	85.7	60.6	62.4	54.0	71.5	53.5	53.7	47.5	63.6	262.7	226.3
毛利率(%)	24.1	22.0	21.5	22.3	23.5	22.8	22.3	21.4	24.4	22.6	22.6
毛利率变动(pct)	(0.3)	(1.1)	(1.3)	(0.4)	(0.7)	0.8	0.8	(0.9)	0.9	(0.7)	(0.0)
销售费用率(%)	16.9	20.1	20.1	24.4	17.3	22.2	21.0	23.0	17.4	20.0	20.6
销售费率变动(pct)	(0.4)	(0.5)	0.2	1.5	0.5	2.1	0.9	(1.4)	0.1	0.1	0.6
管理费用率(%)	2.2	2.9	3.2	2.9	2.5	3.2	3.2	4.2	2.6	2.8	3.2
管理费率变动(pct)	(0.3)	0.4	0.5	(0.1)	0.4	0.4	0.0	1.2	0.1	0.1	0.5
财务费用率(%)	1.3	1.6	1.5	1.6	1.4	1.1	1.4	1.8	1.2	1.5	1.4
财务费率变动(pct)	(0.3)	(0.2)	(0.3)	(0.1)	0.1	(0.6)	(0.1)	0.3	(0.2)	(0.2)	(0.1)
期间费用率(%)	20.3	24.6	24.8	28.9	21.3	26.5	25.6	29.0	21.3	24.2	25.2
期间费率变动(pct)	(1.0)	(0.3)	0.4	1.3	0.9	1.9	0.8	0.1	(0.0)	(0.1)	1.0
毛利-期间费用	13.5	(7.3)	(9.5)	(16.0)	6.7	(8.7)	(7.8)	(17.0)	8.2	(19.3)	(26.8)
毛利率-期间费率(%)	3.8	(2.6)	(3.3)	(6.6)	2.2	(3.7)	(3.2)	(7.7)	3.1	(1.7)	(2.7)
归母净利润(亿元)	11.2	(5.3)	17.3	(23.0)	5.6	(2.8)	(6.3)	(21.6)	6.9	0.2	(25.1)
同比增长(%)	16.9	(4.6)	531.4	16.0	(50.2)	47.7	(136.4)	6.0	22.9	100.6	(15519.8)
归母净利率(%)	3.2	(1.9)	6.0	(9.5)	1.8	(1.2)	(2.6)	(9.7)	2.6	0.0	(2.5)
归母净利率变动(pct)	0.6	(0.2)	7.2	0.4	(1.3)	0.7	(8.6)	(0.2)	0.8	2.1	(2.5)
扣非归母净利润(亿元)	9.6	(6.8)	(9.8)	(25.0)	4.6	(9.6)	(8.7)	(24.6)	6.1	(32.0)	(38.2)
同比增长(%)	28.8	10.0	(65.1)	5.1	(51.3)	(40.9)	11.3	1.5	30.2	1.2	(19.4)
扣非净利率(%)	2.7	(2.5)	(3.4)	(10.3)	1.5	(4.1)	(3.6)	(11.1)	2.3	(2.8)	(3.8)
扣非净利率变动(pct)	0.7	0.1	(1.5)	(0.8)	(1.2)	(1.6)	(0.2)	(0.7)	0.8	(0.2)	(1.1)
经营活动现金流量(亿元)	35.5	15.0	19.1	(16.6)	18.4	15.4	12.1	0.7	22.5	53.0	46.6
同比增长(%)	65.4	(32.2)	(49.6)	(72.3)	(48.1)	2.6	(36.9)	104.4	22.3	(26.3)	(12.1)
经营活动现金流/归母净利润	3.2	(2.8)	1.1	0.7	3.3	(5.5)	(1.9)	(0.0)	3.3	325.3	(1.9)

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表24: 6家超市A股公司主要经营指标(剔除永辉超市超市)

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	2024	2025
营业总收入(亿元)	138.7	114.3	122.8	111.9	130.1	109.9	115.7	111.9	127.2	487.6	467.6
同比增长(%)	0.8	(1.6)	(1.5)	0.7	(6.2)	(3.8)	(5.8)	(0.0)	(2.3)	(0.4)	(4.1)
毛利(亿元)	36.2	28.6	30.2	29.4	34.0	28.8	28.9	28.5	33.2	124.4	120.2
毛利率(%)	26.1	25.0	24.6	26.3	26.1	26.2	25.0	25.5	26.1	25.5	25.7
毛利率变动(pct)	(1.1)	(1.5)	(1.2)	(0.8)	0.0	1.2	0.4	(0.8)	(0.0)	(1.1)	0.2
销售费用率(%)	18.9	21.0	21.5	23.0	18.3	21.4	20.2	22.6	18.2	21.0	20.5
销售费率变动(pct)	(1.8)	(0.8)	0.3	(2.0)	(0.6)	0.4	(1.3)	(0.4)	(0.1)	(1.1)	(0.4)
管理费用率(%)	2.5	3.0	3.6	2.6	2.7	2.8	3.2	3.0	2.7	2.9	2.9
管理费率变动(pct)	(0.4)	0.1	0.5	(0.8)	0.2	(0.2)	(0.4)	0.4	0.0	(0.1)	0.0
财务费用率(%)	1.0	1.2	1.3	1.3	1.3	1.1	1.3	1.4	1.2	1.2	1.3
财务费率变动(pct)	(0.8)	(0.9)	(0.7)	(0.0)	0.3	(0.1)	(0.0)	0.1	(0.1)	(0.6)	0.1
期间费用率(%)	22.3	25.2	26.3	26.8	22.2	25.3	24.7	26.9	22.1	25.0	24.7
期间费率变动(pct)	(3.0)	(1.5)	0.2	(2.8)	(0.1)	0.1	(1.7)	0.1	(0.2)	(1.8)	(0.4)
毛利-期间费用	5.2	(0.2)	(2.1)	(0.6)	5.0	0.9	0.4	(1.6)	5.2	2.3	4.8
毛利率-期间费率(%)	3.8	(0.2)	(1.7)	(0.5)	3.9	0.8	0.4	(1.4)	4.1	0.5	1.0
归母净利润(亿元)	3.9	(0.7)	20.8	(9.1)	4.1	1.1	(1.6)	(3.2)	4.0	14.8	0.4
同比增长(%)	50.9	59.8	2728.1	32.7	6.8	252.4	(107.7)	65.0	(2.7)	208.9	(97.3)
归母净利率(%)	2.8	(0.6)	17.0	(8.2)	3.2	1.0	(1.4)	(2.9)	3.1	3.0	0.1
归母净利率变动(pct)	0.9	0.9	17.6	4.1	0.4	1.6	(18.3)	5.3	(0.0)	5.8	(3.0)
扣非归母净利润(亿元)	3.6	(1.1)	(2.8)	(7.5)	3.3	(0.2)	(1.7)	(5.5)	3.6	(7.9)	(4.0)
同比增长(%)	188.1	53.1	(143.4)	27.3	(8.1)	83.0	41.6	27.3	9.5	37.5	49.0
扣非净利率(%)	2.6	(1.0)	(2.3)	(6.7)	2.5	(0.2)	(1.4)	(4.9)	2.8	(1.6)	(0.9)
扣非净利率变动(pct)	1.7	1.1	(1.4)	2.6	(0.1)	0.8	0.9	1.8	0.3	1.0	0.8
经营活动现金流量(亿元)	15.6	5.4	10.8	(0.7)	12.7	9.0	12.8	5.7	17.7	31.1	40.1
同比增长(%)	48.9	(24.4)	6.1	53.6	(18.8)	66.1	18.4	859.5	39.8	18.5	29.2
经营活动现金流/归母净利润	4.1	(7.6)	0.5	0.1	3.1	8.2	(7.9)	(1.8)	4.4	2.1	98.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.2 黄金珠宝: 龙头运营提质提效, 北京及港澳台区域景气延续

我们选取潮宏基、周大生、曼卡龙、老凤祥、中国黄金、菜绅通灵、菜百股份7家黄金珠宝A股公司作为样本, 对黄金珠宝板块26Q1进行业绩分析。

行业: 26Q1 限额以上金银珠宝同比+12.6%, 港澳及北京区域景气显著优于行业。根据国家统计局数据, 26Q1 限额以上金银珠宝零售额同比+12.6%, 其中 1-2M26/3M26 各同比+13%/+11.7%; 周大福、六福集团中国港澳及其他市场延续较优同店增长。26Q1 周大福内地(直营)/内地(加盟)/中国香港及中国澳门同店销售额各同比+0.2%/-5.8%/+40.1%, 集团/中国内地/中国港澳及其他市场零售值各同比-1.5%/-8.2%/+58.5%; 六福集团内地/中国香港、中国澳门及海外同店各-1%/+39%, 零售收入各+20%/+41%, 其中香港市场的增长尤其显著, 主要受益于香港市场的本地需求强劲、以及港澳台市场产品价格差优势与人民币升值, 带动内地旅客流量与生意增长。北

京区域延续景气。26Q1北京限额以上金银珠宝零售额同比+63.5%，其中1-2M26/3M26各同比+66.7%/+55.6%显著优于全国大盘。展望2Q，我们认为，若金价逐步企稳回升，动销有望修复。

龙头运营持续提质提效，带动毛利率/净利率提升。26Q1周大生/曼卡龙/莱绅通灵/潮宏基/老凤祥毛利率各同比+13.2pct/11.1pct/6.8pct/4.0pct/3.7pct，其中周大生主因渠道结构改善（26Q1自营/电商/加盟收入各同比+39%/+32%/-70%），曼卡龙主因公司聚焦高附加值创意黄金品类，低毛利经典黄金饰品销售收缩，潮宏基主因毛利较高的时尚珠宝首饰收入超过30%增长；老凤祥26Q1上海地区直营店零售收入同比+10%，线上GMV同比+94%，并发布盛唐风华、凤祥喜事、藏宝金、IP款新品各19、22、24、13款；26Q1菜百股份/中国黄金毛利率各-1.2pct/-2.9pct，我们认为，菜百股份毛利率下滑主因金条占比提升带动。26Q1老铺黄金预计实现收入165-175亿元，净利润36-38亿元，测算净利率修复至20.6%-23.0%。

开店：淡化开店速度，聚焦渠道势能提升。26Q1周大生/老凤祥/周大福珠宝/潮宏基门店各-286/-185/-125/-1家，龙头持续优化门店网络，关闭表现欠佳的门店；聚焦渠道势能提升。潮宏基：26Q1成功进驻上海国金IFC、昆明恒隆和郑州正弘城等优质商业中心；周大生：渠道策略从“数量扩张”转向“单店效益与品牌形象并重”，同时自4月14日起，将主品牌及经典加盟渠道按克工费计价类黄金产品的品牌使用费从12元/克上调至24元/克，按件计价类黄金产品的品牌使用费标准保持不变，公司主动优化加盟体系收益结构，推进零售转型、产品升级并强化对加盟业务的赋能，以提升公司品牌综合竞争力。老凤祥：调整门店主题形象，着重布局“藏宝金”、“凤祥喜事”主题店的发展，升级传统店以适应新的消费场景。周大福：2月在香港尖沙咀广东道开设首家旗舰店，进一步巩固作为全球知名中国奢侈品集团的定位。

26Q1业绩总结：26Q1板块总收入/毛利分别同比+14%/+14%；期间费用率3.3%（-0.1pct），毛利-期间费用同比+15%，毛利-期间费用率6.9%（+0.1pct）。最终，板块归母净利/扣非归母净利分别同比+12%/+23%；板块归母净利/扣非归母净利率各3.6%/3.9%，分别同比-0.1/+0.3pct。

2026年经营规划及预算目标：（1）周大生：2026年收入利润均增长5%-15%。（2）老凤祥：2026年营收380亿元同比-28%，利润总额22亿元同比-27%，归母净利润12.8亿元同比-27%。

分红：重视龙头股息率表现。2025年周大生累计分红9.8亿元，回购达1.7亿元，回购及分红总额达11.47亿元，以20260508股价测算，股息率（含回购）达8.0%；老铺黄金/潮宏基/老凤祥/菜百股份各分红38.0/4.0/8.6/6.1亿元，以20260508股价测算，股息率达4.1%/4.3%/4.2%/4.2%。



图表25: 7家珠宝公司 26Q1 主要财务指标

	潮宏基	周大生	曼卡龙	老凤祥	中国黄金	莱绅通灵	菜百股份	合计
营业总收入 (亿元)	25.0	19.5	6.1	137.4	153.4	3.6	142.7	487.8
同比增长 (%)	10.9	-26.9	-15.3	-21.6	39.5	-2.2	73.6	14.1
毛利 (亿元)	6.7	7.7	1.6	17.5	4.2	1.7	10.2	49.7
同比增长 (%)	30.2	10.0	44.2	10.4	-32.7	14.0	48.4	13.5
毛利率 (%)	26.9	39.4	26.8	12.7	2.7	47.8	7.1	10.2
变动 (pct)	4.0	13.2	11.1	3.7	-2.9	6.8	-1.2	-0.1
期间费用 (亿元)	2.8	2.8	0.6	4.2	1.6	1.0	2.8	15.9
同比增长 (%)	8.2	-1.8	14.8	8.4	15.9	2.8	27.0	9.8
期间费用率 (%)	11.2	14.3	10.5	3.0	1.1	28.9	2.0	3.3
变动 (pct)	-0.3	3.7	2.8	0.8	-0.2	1.4	-0.7	-0.1
毛利-期间费用 (亿元)	3.9	4.9	1.0	13.3	2.6	0.7	7.3	33.8
同比增长 (%)	52.3	18.0	72.7	11.0	-46.8	36.9	58.7	15.3
毛利率-期间费用率 (%)	15.7	25.1	16.3	9.7	1.7	18.9	5.1	6.9
变动 (pct)	4.3	9.6	8.3	2.8	-2.7	5.4	-0.5	0.1
归母净利润 (亿元)	2.6	2.9	0.6	5.5	1.6	0.5	4.0	17.8
同比增长 (%)	39.5	16.4	32.8	-10.8	21.7	88.8	24.6	12.5
归母净利率 (%)	10.5	15.0	9.4	4.0	1.1	14.7	2.8	3.6
变动 (pct)	2.2	5.6	3.4	0.5	-0.2	7.1	-1.1	-0.1
扣非归母净利润 (亿元)		2.8	0.6	6.5	1.6	0.5	4.5	19.2
同比增长 (%)		39.9	16.1	40.1	1.6	21.6	46.7	23.0
扣非净利率 (%)		10.5	14.4	9.3	4.8	1.1	14.6	3.9
变动 (pct)		2.2	5.3	3.7	1.1	-0.2	4.9	0.3
经营活动现金流量 (亿元)	3.6	-1.8	0.7	-23.5	-9.4	-1.6	2.1	-30.0
同比增长 (%)	226.9	-147.2	334.8	-166.2	-30.6	-879.8	-86.6	-166.7
经营活动现金流/归母净利润	136.1	-60.2	118.9	-429.4	-576.1	-303.2	51.8	-168.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.3 跨境电商: 汇兑短期扰动, 盈利韧性凸显

我们选取安克创新、赛维时代、致欧科技、华凯易佰、吉宏股份、华宝新能、焦点科技 7 家跨境电商 A 股公司作为样本, 对跨境电商板块 26Q1 进行业绩分析:

(1) 收入与利润: 收入增速环比改善, 扣非归母净利增 8%。26Q1, 板块营业总收入同比增长 15.2%, 增速同比下降 13.6pct、环比提升 10.7pct。板块归母净利润同比下降 5.5%, 扣非归母净利润同比增长 8.0%, 板块扣非净利率为 4.9%, 同比下滑 0.3pct。

(2) 毛利率: 毛利率表现优化。26Q1, 板块毛利率为 42.7%, 同比增长 0.9pct, 判断源自企业在关税背景下灵活调整价格策略, 以及前期供应链优化带来的成本结构改善, 高毛利品类销售占比的提升进一步夯实了盈利基础。

(3) 费用率：研发费率提升，汇兑损失影响财务费用。板块费用率为 36.0%，同比增加 1.0pct，其中：①销售费用率为 25.1%，同比下降 1.9pct；②管理费用率为 3.8%，同比减少 0.3pct；③研发费用率为 5.7%，同比增加 0.9pct，判断主因龙头公司为构建核心壁垒而持续加大研发投入与人才吸引；④财务费用率为 1.5%，同比增加 2.2pct，判断主因汇率波动下汇兑损失增加。总结来看，期间费用率提升主要源自研发费率和财务费率提升所致。

业绩总结：目前跨境电商行业已走出短期关税扰动与库存调整的阴霾，26Q1 收入与扣非利润双双实现环比改善，展现出强劲的修复韧性。扣非净利率同比小幅下降主因汇率波动下汇兑损失增加，影响企业财务费用。展望后续，行业基本面有望持续向好。

图表26: 7家跨境电商A股公司主要经营指标

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	2024	2025
营业总收入(亿元)	120.1	134.5	168.8	206.0	154.7	171.2	188.3	215.3	178.3	629.4	729.5
同比增长(%)	27.4	23.9	36.1	41.9	28.8	27.3	11.6	4.5	15.2	33.3	15.9
毛利(亿元)	52.2	58.4	70.4	84.1	64.8	75.2	79.2	91.6	76.2	265.1	310.8
毛利率(%)	43.4	43.4	41.7	40.8	41.9	43.9	42.0	42.5	42.7	42.1	42.6
毛利率变动(pct)	(2.5)	(4.1)	(5.3)	5.2	(1.6)	0.5	0.3	1.7	0.9	(1.3)	0.5
销售费用率(%)	26.9	26.2	27.1	28.4	26.9	27.9	27.1	26.7	25.1	27.3	27.1
销售费率变动(pct)	(3.1)	(4.2)	(3.3)	7.7	0.0	1.7	(0.1)	(1.7)	(1.9)	(0.0)	(0.2)
管理费用率(%)	4.5	4.3	3.8	3.2	4.2	3.6	3.4	3.4	3.8	3.8	3.6
管理费率变动(pct)	0.3	0.4	(0.2)	(1.5)	(0.3)	(0.7)	(0.4)	0.2	(0.3)	(0.4)	(0.2)
研发费用率(%)	4.6	4.4	4.6	4.4	4.7	4.8	5.0	5.3	5.7	0.0	0.1
研发费率变动(pct)	(0.1)	0.0	0.6	(0.2)	0.2	0.3	0.4	0.9	0.9	0.1	0.1
财务费用率(%)	-0.1	-0.4	0.0	0.3	-0.7	-0.6	0.6	0.8	1.5	4.5	5.0
财务费率变动(pct)	(0.8)	1.0	(0.5)	0.6	(0.6)	(0.2)	0.6	0.5	2.2	0.1	0.5
期间费用率(%)	35.8	34.6	35.5	36.3	35.1	35.7	36.0	36.2	36.0	35.6	35.8
期间费率变动(pct)	(3.7)	(2.8)	(3.3)	6.6	(0.8)	1.1	0.5	(0.1)	1.0	(0.2)	0.2
毛利-期间费用	9.1	11.8	10.6	9.4	10.5	14.2	11.4	13.7	11.9	41.0	49.8
毛利率-期间费率(%)	7.6	8.8	6.3	4.6	6.8	8.3	6.0	6.4	6.7	6.5	6.8
归母净利润(亿元)	7.3	10.6	9.9	9.2	8.9	12.0	11.4	8.7	8.5	37.0	41.1
同比增长(%)	19.2	(1.6)	12.1	37.6	23.0	13.1	14.7	(5.4)	(5.5)	14.1	10.9
归母净利率(%)	6.1	7.9	5.9	4.5	5.8	7.0	6.0	4.0	4.7	5.9	5.6
归母净利率变动(pct)	(0.4)	(2.0)	(1.3)	(0.1)	(0.3)	(0.9)	0.2	(0.4)	(1.0)	(1.0)	(0.3)
扣非归母净利润(亿元)	6.8	9.2	8.8	8.1	8.2	10.5	8.4	8.5	8.8	33.0	35.6
同比增长(%)	33.3	6.4	7.4	34.3	19.5	15.1	(4.9)	4.9	8.0	17.7	8.1
扣非净利率(%)	5.7	6.8	5.2	4.0	5.3	6.2	4.5	4.0	4.9	5.2	4.9
扣非净利率变动(pct)	0.3	(1.1)	(1.4)	(0.2)	(0.4)	(0.7)	(0.8)	0.0	(0.3)	(0.7)	(0.4)
经营活动现金流量(亿元)	5.4	15.4	9.7	30.5	1.3	9.7	14.8	30.0	0.3	-	-
同比增长(%)	(41.9)	42.9	17.9	33.9	(76.8)	(37.2)	53.4	(1.7)	(79.8)	(36.7)	(15.9)
经营活动现金流/归母净 利润	0.7	1.4	1.0	3.3	0.1	0.8	1.3	3.4	0.0	-3.7	-3.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.4 母婴零售：主业稳步增长，外延多业态扩张

我们选取孩子王、爱婴室 2 家母婴 A 股公司作为样本，对母婴板块 25&26Q1 进行业绩分析：

行业层面，新生儿下降但需求并未减少，政策托底持续加码，行业转向质量驱动。需求端，2025 年全国出生人口为 792 万人，较 2024 年减少 16.98%，出生率仅 5.63‰，少子化压力继续加大；但需求并未下降，2025 年母婴市场整体稳健增长，根据魔镜洞察，在中国主流电商平台上销售 237.8 亿元，同比增长 12.6%。政策端，2025 年持续发力，托育服务立法推进“无自付”、免费学前教育政策衔接育儿补贴等政策，对行业需求形成底部托举。

业绩总结：2025 年母婴零售在行业总量承压、结构升级中呈现稳健增长，头部品牌门店和业态持续扩张，通过自有品牌与数字化提效改善利润；进入 26Q1，收入增速趋稳、利润持续修复。1) 25 全年板块收入同比+9.8%，归母净利润同比+31.8%主要系孩子王实施三扩战略，归母净利率 2.7%/同比+0.5pct。板块整体毛利率 28.6%/同比-0.3pct，销售费用率 19.2%/同比-0.8pct，管理费用率 4.3%/同比-0.5pct，研发费用率 0.3%/同比+0.02pct。2) 26Q1 板块收入同比+2.7%，归母净利润同比+51.7%，归母净利率 1.7%/同比+0.6pct。板块整体毛利率 27.6%/同比+1.9pct，销售费用率 19.4%/同比+0.9pct，管理费用率 4.6%/同比-0.3pct，研发费用率 0.3%/同比+0.1pct。

图表 27：母婴零售 A 股公司主要经营指标

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	2024	2025
营业总收入(亿元)	30.0	32.1	30.5	35.4	32.6	34.8	33.3	39.8	33.5	128.0	140.6
同比增长(%)	5.1	8.2	3.7	6.7	8.7	8.4	9.1	12.5	2.7	6.0	9.8
营业成本(亿元)	21.4	22.8	21.9	24.8	24.2	24.9	23.7	27.5	24.3	91.0	100.3
毛利(亿元)	8.6	9.3	8.6	10.6	8.4	10.0	9.6	12.3	9.2	37.1	40.3
毛利率(%)	28.6	29.0	28.2	30.0	25.7	28.6	28.9	30.9	27.6	29.0	28.6
毛利率变动(pct)	1.7	(0.1)	(2.1)	(0.5)	(2.9)	(0.4)	0.8	0.9	1.9	(0.3)	(0.3)
销售费用(亿元)	6.4	6.2	6.2	6.9	6.0	6.5	6.7	7.8	6.5	25.6	27.0
销售费用率(%)	21.3	19.3	20.2	19.5	18.5	18.5	20.0	19.7	19.4	20.0	19.2
管理费用(亿元)	1.4	1.4	1.5	2.0	1.6	1.2	1.5	1.8	1.5	6.2	6.1
管理费用率(%)	4.7	4.2	4.8	5.6	4.9	3.5	4.5	4.5	4.6	4.9	4.3
研发费用(亿元)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.4	0.5
研发费用率(%)	0.3	0.3	0.3	0.4	0.2	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
三项费用率(%)	26.3	23.9	25.2	25.5	23.6	22.3	24.9	24.6	24.3	25.2	23.9
毛利-三项费用(亿元)	0.7	1.7	0.9	1.6	0.7	2.2	1.3	2.5	1.1	4.8	6.7
毛利率-三项费用率(%)	2.3	5.1	2.9	4.4	2.1	6.3	4.0	6.3	3.3	3.8	4.8
归母净利润(亿元)	0.2	1.0	0.6	1.1	0.4	1.5	0.7	1.2	0.6	2.9	3.8
同比增长(%)	74.9	3.4	7.9	136.2	109.9	46.0	25.7	8.4	51.7	37.1	31.8
净利率(%)	0.6	3.2	1.9	3.1	1.2	4.4	2.2	3.0	1.7	2.2	2.7
净利率变动(pct)	0.2	(0.1)	0.1	1.7	0.6	1.1	0.3	(0.1)	0.6	0.5	0.5
经营活动现金流量净额(亿元)	4.8	5.3	1.1	4.0	5.4	6.0	1.6	5.0	4.9	15.1	18.1
同比增长(%)	96.4	102.8	(41.9)	(21.5)	13.7	14.3	43.7	27.2	(8.9)	25.8	19.7
经营活动现金流/归母净利润(%)	2658.4	504.5	200.0	364.4	1440.4	395.1	228.7	427.4	865.5	525.9	477.6

资料来源：Wind，国盛证券研究所

3.5 代运营：自有品牌孵化+AI 赋能，延续高成长

我们选取若羽臣、壹网壹创、凯淳股份、青木科技、丽人丽妆作为板块样本，对 25&26Q1 进行分析：

业绩总结：2025 年行业经历包括自有品牌孵化及 AI 赋能的转型后，业绩开始释放；进入 26Q1，多数公司自有品牌快速增长、AI 赋能提效降本后，利润持续快速增长。1) 25 全年板块收入同比+25.7%；归母净利润同比+28.0%；归母净利率 4.2%/同比+0.1pct。板块整体毛利率 49.2%/同比+10.9pct，系高毛利的自有品牌占比提升，及 AI 赋能后提效降本；销售费用率 35.2%/同比+11.0pct，系推广费用增加；管理费用率 6.7%/同比-1.0pct；研发费用率 1.4%/同比-0.4pct。2) 26Q1 板块收入同比+33.0%，归母净利润同比+235.5%，归母净利率 7.7%/同比+4.6pct。板块整体毛利率 53.7%/同比+8.9pct，销售费用率 38.8%/同比+5.5pct，管理费用率 4.8%/同比-2.0pct，研发费用率 1.3%/同比-0.4pct。

当前代运营公司向自有品牌或品牌管理业务持续转型，自有品牌孵化能力和 AI 对于行业提效降本的赋能能力，成为代运营公司的核心竞争力。

图表28：代运营 A 股公司主要经营指标

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	2024	2025
营业总收入(亿元)	14.6	16.7	12.4	19.4	15.3	19.8	18.1	26.0	20.4	63.0	79.3
同比增长(%)	(4.8)	(11.2)	(7.8)	(14.5)	5.2	18.6	46.3	34.2	33.0	(10.2)	25.7
营业成本(亿元)	9.8	9.3	7.3	12.4	8.4	10.0	8.9	12.9	9.4	38.9	40.3
毛利(亿元)	4.7	7.4	5.1	6.9	6.9	9.8	9.3	13.1	11.0	24.1	39.0
毛利率(%)	32.5	44.1	41.2	35.8	44.9	49.4	51.2	50.3	53.7	38.3	49.2
毛利率变动(pct)	(1.8)	10.3	10.7	(3.2)	12.4	5.2	10.0	14.5	8.9	3.3	10.9
销售费用(亿元)	3.0	4.8	3.6	3.8	5.1	6.6	7.4	8.9	7.9	15.3	27.9
销售费用率(%)	20.9	28.8	29.2	19.7	33.3	33.4	40.6	34.1	38.8	24.3	35.2
管理费用(亿元)	1.0	1.1	1.2	1.5	1.1	1.3	1.3	1.7	1.0	4.9	5.3
管理费用率(%)	7.1	6.6	10.1	7.7	6.9	6.4	7.0		4.8	7.7	6.7
研发费用(亿元)	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	1.2	1.1
研发费用率(%)	2.0	1.7	2.0	1.8	1.7	1.5	1.4	1.2	1.3	1.8	1.4
三项费用率(%)	30.0	37.1	41.2	29.1	41.9	41.3	49.0	41.8	45.0	33.8	43.3
毛利-三项费用(亿元)	0.4	1.2	(0.0)	1.3	0.5	1.6	0.4	2.2	1.8	2.8	4.7
毛利率-三项费用率(%)	2.4	7.0	(0.0)	6.7	3.0	8.1	2.2	8.5	8.7	4.5	5.9
归母净利润(亿元)	0.6	1.2	0.2	0.6	0.5	1.2	0.8	0.9	1.6	2.6	3.3
同比增长(%)	61.5	45.4	-	(56.2)	(20.4)	(1.9)	264.4	46.7	235.5	4.1	28.0
净利率(%)	4.0	7.2	1.8	3.1	3.0	6.0	4.5	3.4	7.7	4.1	4.2
净利率变动(pct)	1.7	2.8	2.1	(2.9)	(1.0)	(1.2)	2.7	0.3	4.6	0.6	0.1
经营活动现金流量净额(亿元)	2.0	4.3	3.4	3.1	1.7	2.3	(2.8)	7.2	(1.7)	12.8	8.4
同比增长(%)	-	17.7	-	(43.9)	(12.8)	(47.2)	-	130.8	-	267.2	(34.3)
经营活动现金流/归母净利润(%)	339.5	356.7	1508.3	525.7	371.9	192.0	(345.5)	827.2	(108.1)	490.5	251.7

资料来源：Wind，国盛证券研究所

4. 风险提示

消费复苏不及预期。消费复苏目前仍存压力，子行业后续表现受到消费环境一定影响。

行业竞争加剧。高景气赛道有不同玩家加入争夺市场，导致行业竞争加剧，对企业经营或将造成影响。

监管政策的不确定性。零售社服子行业发展受监管政策影响较大。

免责声明

国盛证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com