下载日志已记录，仅供内部参考



# 流通体系持续迭代，服务消费大有可为

## 批零社服行业培训框架

2026/ 06 / 22/ 行业评级：增持

姓名：刘越男（分析师）
电话：021-38677706
邮箱：liuyuenan@gtht.com
证书编号：S0880516030003

姓名：于清泰（分析师）
电话：021-38022689
邮箱：yuqingtai@gtht.com
证书编号：S0880519100001

下载日志已记录，仅供内部参考

CONTENTS 目录




**行业特征、渗透率及空间、差异比较**

- 服务消费结构性提升，制度决定体系和路径差异
- 中美日服务消费模式与形态差异
- 商品和服务细分赛道渗透率及成长空间

**行业集中度、竞争格局、稳态推演**

- 模式与能力差异：从制造到消费
- 为何零售领域中国走向分散？
- 服务消费，中美均走向集中

**龙头企业竞争优势和壁垒总结**

- 优秀消费品公司判断：创始人与企业文化
- 组织能力、供应链、渠道与产品力
- 企业兴衰更替复盘

**社服零售产业趋势以及潜在赛道挖掘**

- 国民品牌崛起
- 情绪价值赛道
- 文旅体产业融合
- 服务出海与观光立国
- 硬折扣零售品类专卖扩张

下载日志已记录，仅供内部参考



# 行业特征、渗透率及空间

下载日志已记录，仅供内部参考

# 1-1 服务消费结构性提升是产业趋势

## GDP突破阈值后服务消费结构提升

- 宏观数据表明，当人均GDP成功突破特定关键阈值后，居民消费结构将迎来历史性拐点，从传统的实物商品消费为主导，系统性地向服务型消费主导的格局转变。
- 美国经验：人均GDP超过5,000美元，人均可支配收入超过3,500美元（1970年），服务消费占比超过50%；人均可支配收入超过1万美元，服务消费占比达到55%（1981年）。
- 这一过程不仅体现了居民可支配收入的提升，更标志着消费需求从单纯满足基础物质生存，全面升级为对品质生活体验、全生命周期健康管理、优质教育资源、文化娱乐精神共鸣等更高维度的追求。

## 服务消费发展路径受制度和环境影响

- 服务消费的产业发展路径深度内生于一个国家独特的经济结构基石、人口代际变迁特征、新基建覆盖广度以及流通分配体系的顶层制度设计。
- 美国是信贷福利主义下的市场化服务供给。美国服务消费的高占比，并非完全源于居民消费能力的绝对领先，也有核心服务领域市场化定价推高的原因。
- 日本是老龄化背景下的政府托底与市场化结合。在政府托底的基础上，日本充分发挥市场的作用，深耕服务细分领域，形成了精细化、标准化的市场供给体系，兼顾了服务质量与性价比。

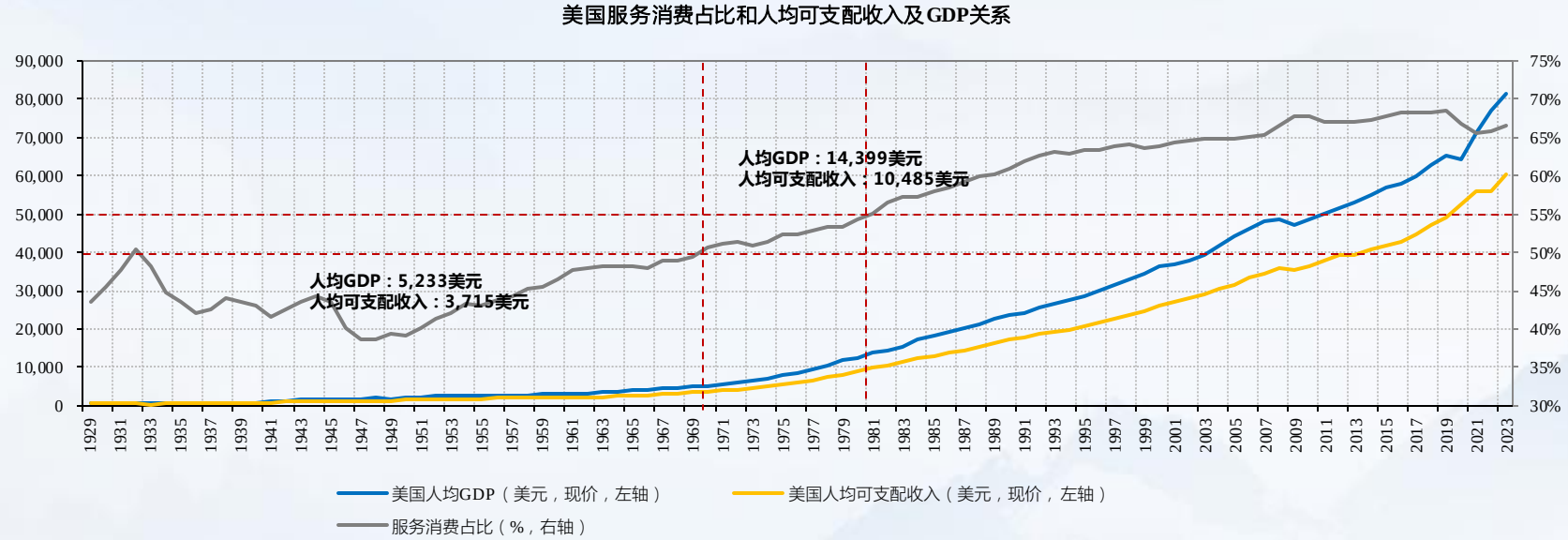
下载日志已记录，仅供内部参考

# 1-1 服务业量价齐升，既是消费规律也承担财富分配作用



美日服务业增加值GDP占比均很高：

- 日本广义的服务业增加值占GDP比重在1970-2010年快速从48.8%提升至71.91%，2010年后维持稳定，在68%-70%水平。
- 美国服务业增加值GDP占比也1970年突破50%后持续提升至70%以上。




数据来源：Bureau of Economic Analysis、国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

# 1-2 服务消费增长驱动力

## 收入增长与消费升级基础支撑

- 居民可支配收入的持续稳步增加，为服务型消费需求的释放和品质升级提供了最坚实的物质基础与消费能力保障。

## 人口结构变迁驱动服务业态迭代

- 老龄化社会深度催生专业康养护理服务需求；
- 单身经济与家庭小型化趋势，则进一步推动了便捷化、个性化生活服务的爆发式增长。

## 城市化进程与人口空间分布重塑格局

- 日本战后动城市化快速推进，人口向东京、大阪等大都市聚集，催生了现代百货业与便利店业态。
- 美国20世纪中期人口向郊区迁移成为趋势，伴随汽车普及，郊区购物中心、连锁超市等业态崛起。

## 技术进步提升服务体验与效率

- 美国20世纪50-70年代的工业黄金期，标准化生产技术推动快餐行业革命。
- 中国依托完善的数字化基础设施，推动业态迭代与规模化普及。
- 日本通过技术实现服务消费的精细化升级。

下载日志已记录，仅供内部参考

# 1-2 中美日服务消费现状与增长空间

## 美国：成熟市场与财富分配

**发展现状**

服务消费占比长期处于高位，市场成熟度极高。商品消费与服务消费边界日益模糊，呈现深度融合发展态势。

**未来空间**

增长将主要来源于存量效率的技术重构，以及在健康科技、银发经济等新兴细分领域的持续创新突破。同时美国服务业承担着财富分配的重要角色。

## 日本：极致便利与适老化

**发展现状**

服务消费已渗透至生活全场景，即时性与便利性服务体验全球领先。超高龄化社会结构持续推动康养服务需求保持旺盛。

**未来空间**

核心增长点聚焦于应对老龄化的智慧养老模式创新，以及机器人等前沿技术在提升服务体验场景中的规模化商业应用。

## 中国：渗透率提升与供给优化

**发展现状**

服务消费渗透率正处于快速爬升期，数字化原生特征显著。在餐饮外卖、本地生活即时零售等领域已形成全球领先的商业范式。

**未来空间**

随着居民可支配收入提升与消费观念品质化转型，教育、医疗、文旅、体育等知识密集型服务领域的渗透率将迎来结构性持续提升。

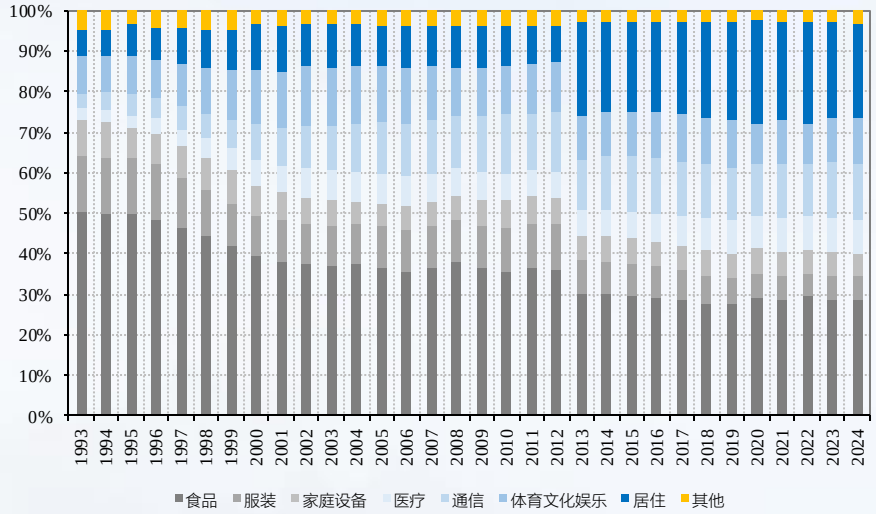
下载日志已记录，仅供内部参考

# 1-2 中国居民文娱等服务消费品类此前稳健增长

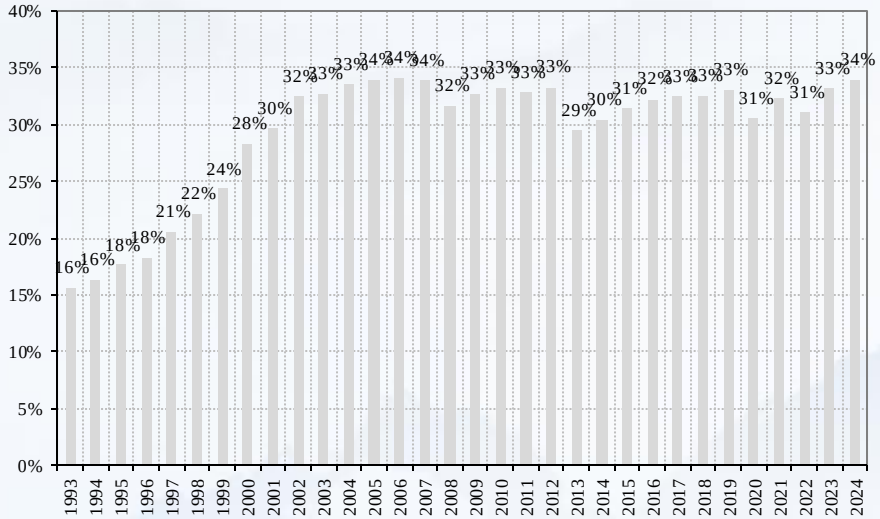


- 中国居民服务消费占比在2013年超过50%，但主要推动力其实是居住支出（2013年骤增至23%），且对服务消费构成挤压。
- 剔除居住成本，通信、医疗、体育文化娱乐支出占比从2015年的31%，提升至2024年的34%，提升幅度仍然有限，并非爆发增长。
- 服务支出与工资收入和闲暇时间有关，若上述两项提升，服务消费有望迎来爆发增长。

**1993-2024中国居民消费支出结构**




**医疗+通信+文体**




数据来源：国家统计局、国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

# 1-3 服务消费和新消费细分方向的增速和格局

| 细分领域 | 格局展望 |
| --- | --- |
| 黄金珠宝 | 格局继续分化，传统渠道龙头若无法打造品牌印记产品、渠道持续调整，或面临份额进一步下滑，老铺、潮宏基等产品龙头持续提升份额。 |
| 潮玩 | 凭借以自有IP矩阵为核心的运营壁垒，龙头持续提升份额，强者恒强 |
| 电商 | 国内方面，货架电商份额仍被内容电商和即时零售分流；海外跨境电商，平台端从亚马逊主导走向Temu+SHEIN+TikTok Shop+AliExpress多平台分流，卖家端从高度分散向品牌化、合规化集中。 |
| 超市 | 超市向连锁化、折扣化方向集中，会员仓储超市、硬折扣超市等业态龙头持续提升份额。 |
| 百货 | 行业进入存量调改与结构升级的深度期；“购物中心化+社区化+轻资产+并购整合”成为主线，分化与集中并行推进，核心商圈优质物业和强运营公司更具韧性。 |
| 眼镜 | 镜片端仍以外资占据高端，国产镜片从中端突围实现份额扩张；镜架端高度分散但品牌化加速；零售端从传统眼镜店向连锁化、专业化和线上化升级；同时AI/智能眼镜有望打开行业第二增长曲线。 |
| 免税 | 龙头供应链和渠道壁垒高，强者恒强，中国中免在免税市场份额有望进一步提升。但有税渠道对免税渠道仍有竞争压力。 |
| 酒店 | 连锁化、品牌化、轻资产加盟扩张继续推进；中端/中高端和差异化度假、文化体验酒店更优，单体酒店和低效存量加速出清。 |
| 餐饮 | 格局仍然分散，但供应链工业化、外卖占比提升、社保新规等加速尾部出清 |
| 茶饮 | 连锁化率和头部集中度继续提高；供应链运营能力成为竞争核心。 |
| 景区 | 格局整体稳定，优质自然/文化资源壁垒强；增长来自文旅融合、夜游、二消、沉浸式体验和交通改善，弱资源型景区客流波动更大。 |
| OTA | 市场集中度较高，携程/同程/美团等凭流量、库存、履约和AI个性化提升粘性；增长来自低线城市线上化、出境游恢复、内容种草和目的地服务打包，但监管反垄断和佣金约束需关注。 |
| 人力资源服务 | 市场仍分散，但合规化、数字化、灵活用工、RPO、外包和薪税/社保服务驱动集中；科锐国际、万宝盛华等专业化服务商和用友/金蝶等HR SaaS生态受益。 |
| 教育 | 格局逐步集中，但方向分化：K12学科培训弱化，职业教育、成人培训、素质教育、教育科技和AI工具化更有增长；合规能力、内容教研、获客效率和交付质量决定份额。 |
| 体育 | 结构变化：服务化、数字化、下沉化。体育服务业占比2028 年达55%—58%；健身休闲、竞赛表演、培训、数字体育为核心引擎。体育用品制造占比下降；数字体育（含智能硬件）快速增长。下沉市场三四线及县域消费占比趋势性提升。 |



数据来源：Euromonitor、国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考



# 核心能力与稳态格局推演

下载日志已记录，仅供内部参考



# 中国消费企业代际演变：消费vs制造思维



**消费企业可以分成两种类型：**

- 制造业思维：核心能力是**规模化降本。**
- 消费品思维：核心能力是**审美和价值观。**

**中国消费企业的发展，可以归类为三代：**

- 第一代以渠道覆盖能力为核心，在供给驱动的时代，消费品企业依靠渠道覆盖能力快速增长。
- 第二代以制造业思维为核心，依托规模化降本逻辑实现快速扩张。
- 第三代以消费品思维为核心，源于新一代企业家的热爱与审美，聚焦用户体验与价值表达。

**中国服务消费企业优先选择制造业思维，核心是当前市场环境和中国制造业能力的生存选择：**

- 赛道本身缺乏差异化和品牌认知空间：尽管好于纯商品品类，但中国服务消费领域多数品类缺乏明确的进入门槛，产品与服务同质化严重。
- 庞大、高效且基础设施化的制造业基础。中国制造业多年积淀的供应链优势与规模化逻辑，成为了服务消费企业的路径依赖。
- 性价比依然是主流需求。中国市场的主流消费者不只是的中高收入群体，更是十几亿在中低线市场的普通大众。
- 制造业思维的逻辑，能够帮助企业快速摊薄成本、抢占市场份额，获得稳定现金流，这正是当前市场环境下最务实的生存路线。

下载日志已记录，仅供内部参考



# 能建立起品牌心智并掌握定价权的服务企业稀缺



- 在一个已经被制造业规模和效率思维定义的赛道，差异化和消费品思维的天花板有多高？
- 在一个凭借消费品思维和差异化逻辑开创的行业中，规模和效率的降本思维能否颠覆开创者的品牌认知和心智壁垒？

## 行业属性、消费者所处的阶段、以及企业家自身的背景是决定性因素

- **行业属性：**1）服务消费的标准化和同质化程度比商品低；2）中高端比中低端差异化空间更大，中低端服务消费同样没有太多差异化空间。3）成熟行业中的新品类快速发展阶段是做差异化的最好时机。

- **消费者需求阶段：**中国消费者目前处于必选追求性价比，可选追求品质升级的阶段。满足基础需求的消费品类，价格敏感、需求同质化，而服务消费和体验消费处于升级阶段，追求品质、愿意为差异化溢价买单。

- **创始人背景：**核心是考验审美、价值观。创始人的家庭背景以及其成长所处的时代关系很大。随着财富的代际积累，衣食无忧的时代成长起来的新一代企业家，会有更多精力投入到热爱与爱好中，受益于快速提升的审美能力和更前瞻和产期主义的价值观，将带来前所未有的创造力。

下载日志已记录，仅供内部参考

# 2-1 中美日商品与服务消费：模式与形态对比

## 美国：规模经济与专业分工

**核心特征**
高度强调专业化分工与极致规模效应，通过强大的供应链整合能力降低边际成本。

**典型业态**
以Costco为代表的大型会员制仓储店、垂直领域的专业服务机构及标准化程度极高的连锁餐饮品牌。

**核心能力**
依托全球化供应链管理体系与成熟的规模经济模型，为消费者提供高性价比的标准化商品与稳定服务组合。

## 日本：精细化与体验至上

**核心特征**
聚焦于“小而美”的精细化运营与全场景便捷渗透，极度重视用户全生命周期的情感连接与体验质感。

**典型业态**
以7-11为标杆的极致服务型便利店、营造文化空间的主题餐厅以及茑屋书店这类生活方式复合体验零售体。

**核心能力**
通过极致运营效率和对细节的无限打磨，在高密度人口环境下提供高频次、高粘性的即时性服务响应。

## 中国：数字化与业态融合

**核心特征**
基于领先的数字化基础设施，重构“人货场”关系，打破物理边界，线上线下全渠道融合。

**典型业态**
美团式本地生活超级平台、爆发式直播电商业态、依托社区团长的高频社区团购生鲜零售体系。

**核心能力**
依托全球领先的移动互联基础设施和海量用户基数，通过算法匹配构建高效履约网络。

下载日志已记录，仅供内部参考

# 2-2 商品消费：流通体系导致业态差异大

中美日三国迥异的商品流通体系，是导致主流零售业态天差地别的根本原因。美国的“大零售”、日本的“大批发”和中国的“电商主导”模式，分别适应了各自的国情，并塑造了截然不同的现代商业产业格局。

## 美国：大零售，小批发

**渠道和品牌对经销商双向挤出**

零售商规模效应极强，行业集中度CR10超40%。巨头集采购、分销、配送于一体，压缩中间环节，直接主导全流通链路。

**流通体系成因**

工业化大生产体制，叠加生产要素的高度自由流动和全国顶尖的物流基础设施网络支撑。品牌方和零售对经销商双向挤出。

## 日本：大批发，小零售

**特殊市场下批发商保持高效**

综合商社型批发商在流通中占据绝对主导，串联起分散的生产商和海量碎片化的中小零售商，零售业呈现高度分散化特征。

**流通体系成因**

供需两端均呈现分散格局，消费需求极度细分且变化快，同时政府长期保持对中小企业的系统性保护政策导向。

## 中国：数字化电商主导重塑

**平台重构流通体系**

互联网平台以数据和算法为核心，打破传统层级流通壁垒，实现品牌与消费者的直接高效触达，去中介化特征显著。

**流通体系成因**

绕过传统零售利益固化的流通体系，依托全球领先的移动互联网基建和庞大的数字化消费群体，实现零售业态的弯道超车与迭代重构。

下载日志已记录，仅供内部参考

# 2-2 创造vs满足需求，核心能力也不同

零售企业的核心竞争壁垒在于降低交易成本。在商业逻辑分化下，“创造需求型”与“满足需求型”零售在底层商业模式、核心能力构建与长期价值创造方式上存在根本性差异。

## 创造需求型零售

### 业态特征

通过独特的商品选品、沉浸式场景营造或深度内容种草，主动教育并激发消费者尚未意识到的潜在消费欲望。

### 核心竞争力

精准的定位，需求洞察**带来高效匹配**。精准捕捉特定圈层情绪，持续发现甚至创造能打动用户的差异化商品与服务。

### 典型案例

Trader Joe's (缺德舅)、蔦屋书店 (TSUTAYA BOOKSTORE)、泡泡玛特 (POP MART)。

## 满足需求型零售

### 业态特征

专注于以最高效率承接消费者已经非常明确的购物清单，通过全链路运营优化，提供确定性强、性价比高的购物解决方案。

### 核心竞争力

精准定位、高效聚单、单SKU规模经济、高效运营履约能力。

### 典型案例

Costco (开市客)、Walmart (沃尔玛)、拼多多 。

下载日志已记录，仅供内部参考

# 2-2 中国零售企业此前多为联营模式，缺乏零售核心能力

美日主流零售业态，均以选品为核心能力，承担库存风险。零售商通过提高采购规模以降低采购成本，依靠选品-转化-运营-高周转实现盈利，中国主流零售是不承担选品和库存风险，以收取后台费、流量费、租金为主要收入的联营模式（平台），本质是二房东。

## 竞争劣势下的生存选择

面对外资零售巨头在供应链与运营效率上的降维打击，本土零售商为规避直接经营商品的重资产风险，普遍转向轻资产的“联营模式”以求生存空间。

## “二房东”模式路径依赖

零售商不再深度参与商品进销差价博弈。其核心收入结构转变为向品牌方或经销商收取固定租金与销售扣点，经营重心转向场地招商与物业管理。

## 能力弱化同质化严重

长期联营导致企业在自主选品、深度采购及全链路库存管理等关键能力上严重缺位。最终造成市场供给高度同质化，一旦物业和流量的稀缺性降低，必然丢失份额。

下载日志已记录，仅供内部参考



# 流通体系变革进一步推动产业链利润重构与格局变迁



流通体系变革的趋势是：从厂商主导的深度分销，转变为消费者驱动的高效零售。

**日美均经历过制造商主导的深度分销。**

生产商通过零售指导价（日本是希望零售价）管控渠道售价，并均通过立法保障。美国是公平交易法（Fair Trade Law），规定零售商不得低于厂商指导价销售商品，并催生了会员制超市鼻祖FedMart和Price Club的诞生。而日本则体现为建值制的建立。

**二者背后有相似的背景：**

是在以生产为中心的大生产时代，品牌端形成了垄断性企业，生产发展领先于流通环节，渠道成为流通效率的瓶颈。同时为避免分散的渠道采用低价竞争的策略损害厂商利益，生产厂商控制流通渠道，对流通渠道组织化。

**零售商掌握商品价格，价值链重分配。**

- 1960s-1970s年代，美国消费者对性价比和低价商品需求快速增长。折扣零售和各类会员制零售门店的兴起，以及通过自有品牌绕开Fair Trade Law的方式让美国厂商逐步丧失对渠道价格的控制力。
- 1970s国会开始考虑Fair Trade Law存在的合理性，并最终仅有酒类被在少数州要求有最低价的要求，其他商品价格开始放开，已经快速崛起的零售商此后逐步获得商品定价权，自营的方式确保了产业链利润的重新分配有利于快速集中的零售商。

下载日志已记录，仅供内部参考



# 中国零售格局推演：品类和场景皆分散



中国多数消费行业已经经历了厂商主导的深度分销阶段，向消费者主导的高效零售的转变。

中国零售业态的格局将会走向：

***品类维度的份额割据，履约维度的场景争夺。***

**线上渠道：品类维度份额割据。**

- 电商的格局是以品类心智维度，淘宝、抖音、拼多多、京东争夺钱包份额。
- 2014-18年，市场以高线vs低线/五环外vs内环内、富裕vs中产vs低收入进行定位和比较，是因为电商用户渗透率尚未见顶。
- 消费者的需求并不是以城市等级或者财富等级划分的，同一个人是有不同层次的商品和服务需求的。

**不同电商优势品类清晰：**

- 淘天：化妆品/服饰/食品/长尾（多维度转化率，所以品类匹配效率高）。
- 抖音：化妆品/服饰/食品（与淘天高度重叠，所以正面竞争）。
- 京东：3C/日用/图书（高价值标品，履约规模效应）。
- 拼多多：生鲜/日用/食品（爆品优先，单SKU规模效应，农产品履约基础设施）。

下载日志已记录，仅供内部参考



# 中国零售在品类和场景维度走向分散



## 零食折扣/社区零售/大卖场调改店将迎来正面竞争

- 日本围绕履约场景，构建起了便利店（5分钟），药妆店（10分钟），综合超市（15分钟）的多场景多层次履约体系。
- 中国有着更加完善的近场即时零售和远场快递的线上履约体系，以及小区制居住形态下的线下社区业态。

## 中国零售场景份额的争夺更加激烈：

- 线上：即时零售/前置仓（30min）-社区团购（半日/隔日达）-城市中心仓（隔日达）-货架/内容电商（2-3日达）
- 线下：社区店（5min）-菜市场（10min）-区域超市（15min）-仓储式超市（30min）。
- 线上履约体系的公共化，以及线下零售门店的区域化特点，将使得履约端场景份额在不同业态之间进一步走向分散。

图：远场、近场和微场履约，在场景端持续分散

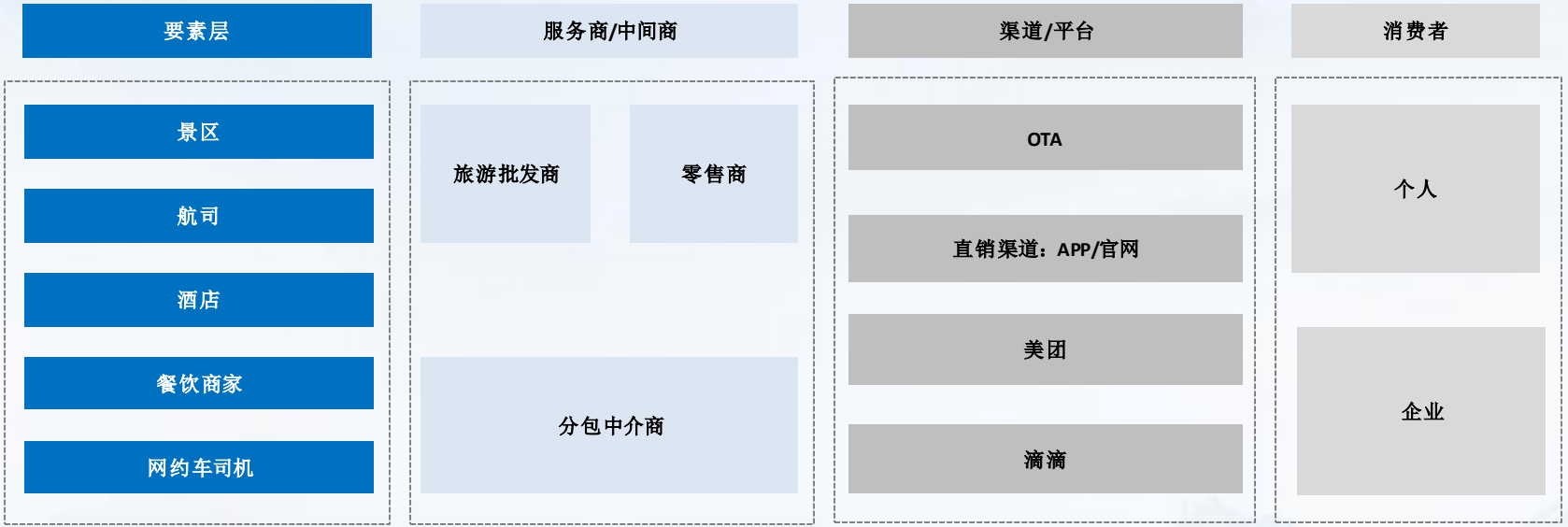



数据来源： QuestMobile

下载日志已记录，仅供内部参考

# 2-3 服务消费产业链：非标、多数规模不经济、低进入门槛





下载日志已记录，仅供内部参考



# 服务消费产业链：非标、多数规模不经济、低进入门槛



| 细分需求 | 消费频次 | 试错成本 | 差异化程度 | 其他差异 | 核心竞争力 | 产业链议价权 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 景区 | 中频 | 高 | 非标 | 目的地热点变化快 | 核心品牌运营能力 | 龙头景区<br>具备稀缺独特性 |
| 航空 | 中频 | 中 | 标准化 | 先有渠道再有品牌 | | 航司议价权强 |
| 酒店住宿 | 中频 | 中 | 标准化 | 先有渠道，再有品牌 | 产品、规模、<br>效率、品牌 | 渠道主导<br>龙头酒店有议价权 |
| 餐饮茶饮 | 高频 | 低 | 非标 | 规模不经济 | 规模、效率 | 渠道主导 |
| 外卖 | 高频 | 低 | 标准化 | 潮汐属性强 | 区域密度经济<br>规模和效率 | 天然垄断 |
| 网约车 | 高频 | 低 | 标准化 | 潮汐属性强 | 区域密度经济<br>匹配效率 | 天然垄断 |



数据来源：国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

# 2-3 平台占据了服务产业链70-80%的利润



- 服务消费供给特征：非标、规模不经济、低进入门槛，导致要素端分散。
- 供给端的持续过剩，导致渠道和平台议价权趋势性提升，并驱动产业链利润分配向渠道转移。
- 2014-2025Q3以平台和渠道分类服务消费产业链上市企业利润，平台利润占比均值为78%，其中24Q1-25Q3均值80%

服务消费按渠道和要素拆分




服务消费细分板块利润构成






数据来源：Wind、国泰海通证券研究

请参阅附注免责声明

下载日志已记录，仅供内部参考

# 2-3 服务消费格局推演：集中度比预期更高

与商品零售的分散化趋势不同，服务消费领域，尤其是标准化程度较高的服务，在中美两国都呈现出明显的向头部集中的趋势，中国服务消费行业中，连锁品牌的规模将比预期更大，平台企业也不会重蹈零售与电商走向分散的路径。

## 技术迭代扩大规模边界

大幅降低了连锁扩张的边际成本；

扩大了连锁品牌的管理半径。

## 专业化分工深化，规模经济的门槛提高

头部连锁品牌能够与专业的供应链企业、数字化服务商合作；

监管规范化加速中小不合规业态出清。

## 金融工具和市场加速头部份额扩张

美国酒店行业的高集中度，一定程度上也受益于酒店REITs市场的繁荣。

## 统一大市场建设，扫清跨区域扩张阻碍

全国统一大市场建设破除地方保护与区域壁垒，推动要素、商品与服务自由流通，为连锁业态跨区域扩张扫清障碍。

下载日志已记录，仅供内部参考



# 服务消费格局推演：集中度比预期更高



| 细分行业 | 2025年市场集中度（CR5） | | |
|---|---|---|---|
| | 中国 | 美国 | 日本 |
| 珠宝 | 21.4% | 13.4% | 41.9% |
| 潮玩 | 38.7% | 52.0% | 56.2% |
| 电商 | 89.5% | 59.0% | 79.4% |
| 超市 | 3.3% | 47.9% | 38.6% |
| 百货 | 9.6% | 73.9% | 47.0% |
| 免税 | 98% | 45.9%（全球） | |
| 酒店 | 44.0% | 58.8% | 11.4% |
| 餐饮 | 4.7% | 20.8% | 17.8% |
| 茶饮 | 41.0% | 46.5% | 19.0% |
| 景区 | - | - | - |
| OTA | 99% | 99% | - |
| 人力资源服务 | 14.4% | 8.5% | 19.8% |
| 教育 | 1.6% | 22.0% | 5.5% |



数据来源：Euromonitor、国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考



# 酒店是连锁服务业中最具集中度提升潜力的行业



| 美国酒店市占率（收入口径） | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Marriott International Inc | 21.7% | 18.4% | 19.6% | 21.8% | 21.9% | 22.5% | 22.8% |
| Hilton Worldwide Holdings Inc | 16.5% | 14.7% | 16.2% | 17.5% | 18.2% | 18.3% | 18.6% |
| InterContinental Hotels Group Plc | 7.7% | 7.9% | 7.7% | 7.7% | 8.3% | 8.1% | 8.1% |
| Choice Hotels International Inc | 4.9% | 6.1% | 5.7% | 5.7% | 5.4% | 5.3% | 5.2% |
| Wyndham Hotels & Resorts Inc | 5.3% | 5.9% | 5.8% | 5.7% | 5.2% | 4.9% | 4.8% |
| Hyatt Hotels Corp | 3.9% | 2.8% | 3.5% | 4.0% | 4.3% | 4.5% | 4.6% |
| Best Western International Inc | 2.1% | 2.4% | 2.3% | 2.1% | 2.2% | 2.1% | 2.1% |
| Four Seasons Hotels Ltd | 0.8% | 0.5% | 0.8% | 0.9% | 0.9% | 1.0% | 1.0% |
| G6 Hospitality LLC | 1.2% | 1.4% | 1.3% | 1.0% | 0.9% | 0.9% | 0.9% |
| AccorHotels Group | 0.5% | 0.4% | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 0.5% |
| Red Roof Inn Inc | 0.5% | 0.6% | 0.6% | 0.5% | 0.5% | 0.4% | 0.4% |
| Mandarin Oriental Hotel Group Ltd | 0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| Others | 34.7% | 38.9% | 35.9% | 32.5% | 31.7% | 31.5% | 31.0% |
| | | | | | | | |
| **CR2** | **38.2%** | **33.1%** | **35.9%** | **39.3%** | **40.1%** | **40.8%** | **41.4%** |
| **CR5** | **56.2%** | **53.1%** | **55.1%** | **58.4%** | **59.0%** | **59.1%** | **59.5%** |
| **CR10** | **64.7%** | **60.5%** | **63.5%** | **67.0%** | **67.8%** | **68.1%** | **68.6%** |

数据来源：Euromonitor、国泰海通证券研究

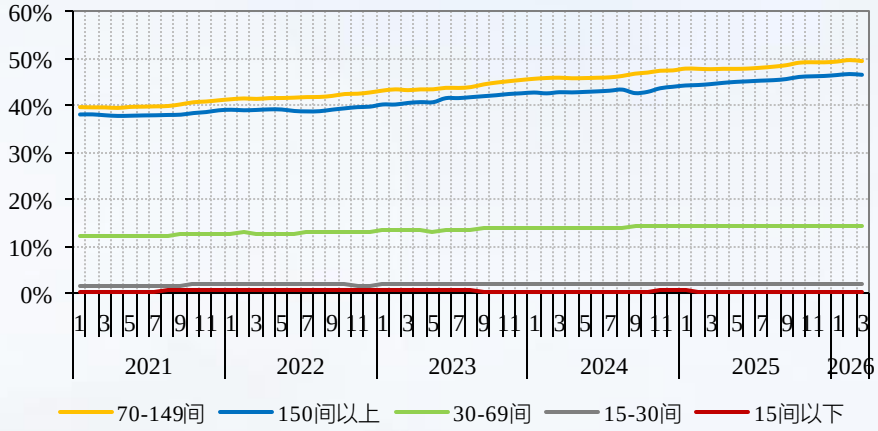
下载日志已记录，仅供内部参考

# 2-3 中国酒店集中度其实也在快速提高，且开店空间还很大

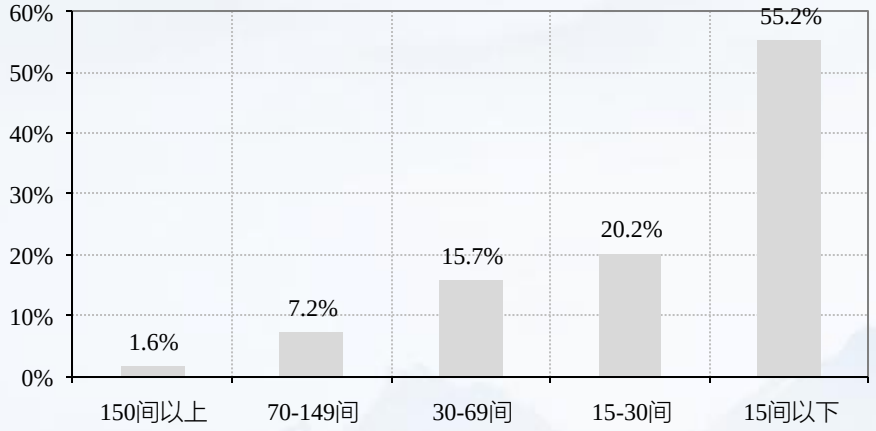


- 目前头部连锁酒店普遍开店的物业要求为70间房以上，因此70间房以下物业连锁化率极低。
- 小体量物业也存在巨大的标准化与整合机会。这为下一阶段龙头酒店的规模拓展提供了潜在空间

分类别酒店连锁化率-门店口径（%）




中国酒店门店数结构




数据来源：酒店之家、国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考



# 中国TOP4酒店GTV交易额已经占连锁60%



| | 2023 | 2024 | 2025 |
|---|---|---|---|
| RevPAR（元） | 130.11 | 118.04 | 119.52 |
| 总计房间数（间） | 19,050,404 | 20,348,706 | 22,029,522 |
| 全年GTV（亿元） | 9,047 | 8,767 | 9,610 |
| | | | |
| 龙头GTV计算 | | | |
| 单位：百万元 | | | |
| 华住： | | | |
| 直营GTV | 9,522 | 9,146 | 8,450 |
| 加盟GTV | 68,237 | 80,406 | 96,338 |
| 合计GTV | 77,759 | 89,552 | 104,788 |
| | | | |
| 锦江 | | | |
| 直营GTV | 3,686 | 3,014 | 2,354 |
| 加盟GTV | 65,517 | 69,541 | 72,685 |
| 合计GTV | 69,203 | 72,555 | 75,039 |
| | | | |
| 首旅 | | | |
| 直营GTV | 5,334 | 5,067 | 4,714 |
| 加盟GTV | 24,407 | 26,504 | 28,790 |
| 合计GTV | 29,742 | 31,571 | 33,504 |
| | | | |
| 亚朵 | | | |
| 直营GTV | 840 | 702 | 590 |
| 加盟GTV | 18,040 | 22,849 | 27,729 |
| 合计GTV | 18,880 | 23,551 | 28,319 |
| | | | |
| CR4 GTV合计（亿元） | 1,955.84 | 2,172.29 | 2,416.50 |
| 市占率(GTV) | 21.6% | 24.8% | 25.1% |
| 连锁化率 | 41.0% | 40.1% | 41.0% |
| CR3在连锁中市占率（%） | 52.7% | 61.8% | 61.3% |



数据来源：酒店之家、华住/锦江/首旅/亚朵公司公告 、国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

# 2-3 服务平台不会重复电商分散之路

服务平台与零售不同，电商平台由于履约的基础设施公共化化，商家多平台栖息，导致格局走向分散。
但服务消费平台由于需求特征和供给属性，预计仍将保持较高集中度。

### 需求潮汐特征，份额天然集中

与电商商品消费的稳定性不同，OTA、外卖、网约车的需求均呈现显著潮汐波动，对平台的调度效率、资源储备提出极高要求。头部平台才有足够订单实现UE稳定。

### 峰值产能瓶颈，商家不想多平台销售

服务消费的核心供给方（酒店、餐厅、司机）存在明显的峰值产能上限：餐厅后厨容量、酒店房间数量、司机可用时间均有限，高峰期产能达到瓶颈后，商家需优先保障单平台运营效率。

### 服务消费有更高的场景心智与用户粘性

服务消费的体验性、非标性更强，用户一旦形成场景心智，忠诚度远高于电商用户，平台长期积累的用户数据与服务经验，头部平台能精准匹配用户需求，进一步提升用户粘性。

下载日志已记录，仅供内部参考



# 龙头企业竞争优势和壁垒总结

下载日志已记录，仅供内部参考

# 3-1 优秀消费品公司判断标准：创始人与企业文化

**核心根本：创始人成长背景、格局与战略定力**

- 企业的天花板往往由创始人决定。
- 优秀的掌舵者需具备长远眼光、对消费者需求的极致洞察，以及在行业波动中坚定的战略执行能力。
- 创始人的代际认知与成长背景也决定企业空间。服务业非常需要有代际财富积累后，闲暇时间培养出的审美与认知。

**企业文化：以用户为中心的长期主义土壤**

- 所有2C企业都在喊以消费者为中心，但很多企业文化其实内嵌在骨子里。
- 建立鼓励创新与包容试错的机制，坚持长期主义而非短期流量套利。

**典型案例：亚马逊、泡泡玛特**

- 亚马逊：亚马逊曾经多次面临增长瓶颈，犹豫是否需要通过涨价来获得增长。但公司认为世界上有两种企业：一种是想方设法多赚钱，另一种是设法让顾客省钱，亚马逊选择做后者。
- 泡泡玛特：以审美为核心，签约全球艺术家打造MOLLY、LABUBU等高辨识度IP，凭简约设计与治愈色彩传递情绪价值。将潮玩升级为兼具情绪陪伴与社交属性的文化消费品。

下载日志已记录，仅供内部参考

# 3-1 泡泡玛特创始人王宁是公司消费品基因，审美与价值观引领企业发展



| 时间 | 阶段 | 关键事件 | 经营思想/核心理念 |
|---|---|---|---|
| 1987 年 | 出生 | 生于河南新乡，父母经营小商品生意。 | 商业启蒙：从小浸润市井商业，对交易、客流、成本敏感。 |
| 2005–2009 年 | 校园创业（郑州西亚斯学院广告学） | 1. 大二：卖军训纪念光盘，赚数万元；2. 大三：开“格子街 Boxstreet”，月入过万，获“河南省大学生创业标兵”；3. 毕业前后：尝试面试西装销售、短暂任职教育机构与新浪。 | 1. 需求洞察：从校园场景挖掘刚需，小切口快速验证；2. 轻资产试错：用低成本项目练手，快速迭代商业模式；3. 务实不折腾：不追虚热，优先跑通现金流。 |
| 2010 年 | 创立泡泡玛特（北京） | 1. 辞职北漂，凑 20 万在中关村欧美汇开首家“泡泡玛特”，主营潮流杂货；2. 初期惨淡：店长集体离职、亲自穿人偶发传单、融资碰壁；3. 定名“POP MART”，定位“大人也能逛的潮流小店”。 | 1. 长期主义萌芽：提出“尊重时间，尊重经营”，拒绝烧钱扩张；2. 细节至上：纠结门店音乐分贝、收银坐姿等，把小事做透；3. 成人审美民主化：打破“玩具只给孩子”，聚焦年轻成年人的情感消费。 |
| 2012–2015 年 | 转折：从杂货到潮玩 | 1. 2012 年：获天使轮 200 万，稳住基本盘；2. 2014 年：代理 Sonny Angel 盲盒，发现其占营收 30%；3. 2015 年：果断砍杂货 all in 潮玩；签约 Molly（Kenny Wong），拿下全球版权。 | 1. 品类聚焦：“小品类也能出大企业”，砍掉非核心，集中资源打透潮玩；2. IP 为王：从“卖货”转向“孵 IP”，坚信 IP 是长期壁垒；3. 开放合作：以分成+股权绑定设计师，构建共赢生态。 |
| 2016–2020 年 | 爆发：Molly 引爆+上市 | 1. 2016 年：Molly 星座盲盒 20 天售 8 万个，首次盈利；2. 2017–2019 年：快速拓店、上线小程序/APP、构建“门店+机器人商店+电商”全渠道；3. 2020 年 12 月：港交所上市（9992.HK），市值破千亿港元。 | 1. 产品即 IP：不做“内容先行”的重资产，用盲盒快速迭代 IP，降低试错成本；2. 情绪价值优先：盲盒=惊喜+收藏+社交，满足孤独时代的陪伴与认同；3. 长期主义落地：拒绝短期风口（如奶茶、NFT），深耕 IP、供应链、渠道三大壁垒。 |
| 2021–至今 | 全球化+生态深耕 | 1. 海外扩张：进入欧美、东南亚，海外营收占比持续提升；2. IP 矩阵：孵化 SKULLPANDA、DIMOO、LABUBU 等，联名迪士尼、哈利·波特等；3. 组织升级：坚持“树型企业”，扎根本土文化+中国制造，做深全球潮玩生态。 | 1. “From the world to the world”：用中国文化+中国制造，做世界级消费品牌；2. 围棋思维：不做“你死我活”的象棋生意，做开放共赢的生态，与艺术家、渠道、消费者共生；3. 文化自信：潮玩是文化载体，传递中国审美与生活方式，而非单纯卖玩具。 |



数据来源：人民网、中国新闻网、《因为独特》

下载日志已记录，仅供内部参考

# 3-1 优秀消费品公司判断标准：组织能力、供应链、渠道与产品能力

## 组织能力与人才激励体系深度构建

### 快速应对市场变化的组织能力

打破部门壁垒，确保一线反馈能以最短路径转化为应对策略，快速应对消费趋势。

### 关键人才培养体系

建立针对买手、店长等核心岗位的全周期培养路径，将个人能力成长深度内嵌于企业长期发展战略之中。

**典型案例：Trader Joe's**

给予买手团队行业顶级的薪酬地位与充分的商品定价权，激励其深入全球供应链挖掘差异化宝藏商品，构筑独特护城河。

## 供应链、产品力、渠道能力与品牌心智

**供应链能力是基础设施**

从选品采购、仓储到末端配送的全链路能力，通过集约化管理显著降低履约成本，提升库存周转效率，保障商品新鲜度。

**产品力是品牌与消费者的基础**

产品是否具备独特性、高品质和高性价比是根本。企业对自有品牌的深度开发与全链路把控能力，是构建差异化竞争壁垒的关键所在。

**渠道能力最终要形成品牌心智**

产业链利润分配和消费者信任关系有关。
目前处于渠道和品牌争夺消费者信任关系的阶段。

下载日志已记录，仅供内部参考

# 3-2 企业兴衰复盘：流通革命导致渠道掌握话语权

纵观美国商品流通发展史，曾历经四次关键的“流通革命”浪潮。流通体系变革的趋势是：从厂商主导的深度分销，转变为消费者驱动的高效零售。

### 第一次革命 (1880s-1920s) · 铁路与邮购

依托美国铁路网络的大规模铺设，打破地理限制，邮购业态蓬勃发展，以 Sears 为典型代表，开启了远程零售的新篇章。

### 第二次革命 (1930s-1950s) · 汽车与超市

伴随私家车普及和城市向外扩张，标准化、自助式的超级市场应运而生。A&P 引领了这一变革，极大提升了商品流通效率和购物便利性。

### 第三次革命 (1960s-1980s) · 郊区与折扣店

战后美国中产阶级向郊区大规模迁移，催生了以 Kmart 为代表的大型折扣店业态。它们以“一站式购齐”和极致性价比，迅速占领了新兴的郊区消费市场。

### 第四次革命 (1990s至今) · 信息与全渠道

信息技术的指数级增长彻底打破了时空界限。Amazon 等电商巨头崛起，传统巨头 Walmart 也加速数字化转型，全渠道融合成为零售业新常态。

下载日志已记录，仅供内部参考

# 3-2 零售企业兴衰启示录：先发无优势，转型难成功

零售没有长期正确的模型。零售企业的核心能力，就是根据供需情况构建起规模经济。但不同阶段主要矛盾不同，如何将成功要素拆解组合，构建自己的商业模式和规模经济，有极大的偶然性。

## 沃尔玛vs K-mart：先发并没有优势

K-mart曾经遥遥领先，在沃尔玛仅有50多家分店和11家百货店，每年销售额800万美元时候，K-mart已经拥有500家店。D你沃尔玛押注农村和郊区人口流入。

## Price Club到Costco：模式创新比不过高效执行

缺乏执行力难以应对激烈竞争。Sol Price个人风格明显：长于创新，但疏于执行和管理。所以FedMart和Price Club尽管有顶级创意，但却缺乏极致的执行能力，所以在零售业的激烈竞争中总是成为前浪。

## Sears VS 沃尔玛：转型难成功，内部利益掣肘

Sears曾是美国零售霸主，但面临挑战转型时，目标大而全：Sears的目标是既要保持其在中产阶级份额，又希望把握折扣零售与性价比趋势，还要持续拓展更具消费能力的高端客户。

## Target是少数转型成功的企业

顺应性价比趋势，突破创新者窘境。定位中产阶级消费者，提供高质量商品。Target定位：更高品质，更低价格。品类以家具、衣服为特色，兼顾其他必选消费品类。

下载日志已记录，仅供内部参考



# 服务与零售产业趋势及潜在赛道挖掘

下载日志已记录，仅供内部参考



# 消费潜力方向一：国民品牌崛起



**连锁业态的集中度和规模边界会比预期更高。**

- 国民品牌心智是提供确定性基础服务：极其稳定的下限，向上有弹性。
- 核心特点：1）面向大众的，而非特定群体。2）价格亲民，高性价比。3）品质稳定，不会出错的选择。

| 赛道 | 市场空间 | 连锁化率 | 集中度 | 代表性公司 | 核心特征 |
|---|---|---|---|---|---|
| 有限服务型酒店 | 约 3200 亿元 | 41.80% | CR5≈59.4% | 华住集团（汉庭、全季）、锦江酒店（7 天、维也纳）、首旅如家、亚朵、东呈 | 商务刚需＋下沉空间大，头部集中，标准化强 |
| 快餐 | 1.2 万亿元（中式）<br>+5800 亿元（西式） | 42%（中式）<br>75%（西式） | CR5≈30% | 肯德基、麦当劳、真功夫、老乡鸡、德克士 | 标准化最高，扩张最快，万店潜力大 |
| 现制茶饮 | 约 3456 亿元（餐饮内） | 66% | CR5≈70% | 蜜雪冰城、喜茶、奈雪的茶、古茗、沪上阿姨 | 高毛利、高连锁化，下沉市场主导 |
| 咖啡 | 2181 亿元（整体）<br>/1300 亿元（现制） | 42% | CR5≈60% | 瑞幸、库迪、星巴克、幸运咖、Manner | 增速最快（≈30%），平价化＋外卖驱动 |
| 卤味熟食 | 约 4000 亿元 | 35% | CR3≈45% | 食品饮料相关卤味企业 | 刚需零食，供应链壁垒高，门店密度大 |
| 烘焙食品 | 约 2800 亿元 | 30% | CR5≈25% | 食品饮料相关烘焙企业 | 现制化＋健康化，区域品牌多 |



数据来源：新华网、36Kr、人民网、国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考



# 消费潜力方向二：以消费品思维定义新赛道高成长



消费企业可以分成两种类型：

- 制造思维：核心能力是规模化降本。
- 消费品思维：核心能力是审美和价值观。

中国服务消费企业的发展已从“渠道驱动”“制造思维驱动”向“消费品思维驱动”转型。

用消费品的品牌化、差异化、审美化、价值观导向逻辑，重构服务业的运营模式，这类赛道具备消费品的爆发力与服务业的高粘性，是2035年中国服务消费领域最具增长潜力的投资方向。

| 行业赛道 | 市场空间 | 行业增速 | 代表性公司 | 行业特征 |
|---|---|---|---|---|
| **宠物全生命周期服务（寄养 / 洗护 / 医疗 / 殡葬 / 宠物友好场景）** | 3126 亿元（城镇犬猫），服务占比超 45% | 18%~22% | 相关宠物服务企业 | 具备强情感陪伴属性，细分服务分层精细，依托宠物人设与人宠社交形成差异化溢价，会员复购粘性高，抗周期能力突出 |
| **潮玩 IP 衍生服务（展会 / 潮玩体验 / 二手流通 / IP 联名线下服务）** | 875 亿元，IP 服务占比 32% | 27%~28% | 泡泡玛特、TOP TOY、52TOYS | 依托独家 IP 版权构筑壁垒，具备收藏稀缺性与圈层社交属性，颜值与情绪价值突出，用户复购意愿强，新品流量自带势能 |
| **解压治愈经济（沉浸式解压 / 手作疗愈 / 情绪宣泄 /ASMR 线下体验）** | 超 3800 亿元 | 25%~30% | 超级猩猩、顽石解压、手作工坊连锁、沉浸式剧场品牌 | 契合都市人群情绪解压刚需，主打治愈沉浸式场景，玩法小众多元形成差异，悦己属性鲜明，到店消费频次高 |
| **轻养生便民服务（艾灸推拿 / 筋膜放松 / 睡眠管理 / 亚健康调理 / 日间康养）** | 1.28 万亿元，轻养生服务占比 21% | 20%~24% | 泰适、华夏良子、元气生活、社区轻康养连锁 | 瞄准年轻群体碎片化养生需求，主打轻量化、非医疗化调理，贴近社区场景，审美和服务模式迭代速度快 |
| **动漫 IP 周边服务（同人展 / 谷子托管 / 收藏交易 /IP 线下沉浸）** | 1689 亿元 | 40%+ | B 站 IP 生态、各大同人平台 | 二次元圈层属性极强，依靠 IP 情怀与绝版稀缺性形成溢价，同人内容构筑独有差异化，Z 世代付费意愿和消费力强劲 |
| **银发精致生活服务（老年兴趣 / 康养陪伴 / 社交旅居 / 适老化美容护理）** | 9 万亿元，精细化服务增速最快 | 11%~15% | 新东方退休俱乐部、泰康康养、美丽田园银发线 | 突破基础养老范畴，侧重精神社交与品质生活需求，适配老年群体专属审美与陪伴需求，精细化服务空间广阔 |
| **单身悦己精致服务（一人食 / 独处空间 / 个人造型 / 独处情绪服务）** | 2.1 万亿元 | 16%~19% | 连锁一人餐饮、独处自习空间、个人形象连锁机构 | 精准匹配独居人群独处、隐私、悦己需求，主打单人专属场景体验，避开大众同质化竞争，日常消费频次高 |
| **国风新消费服务（汉服体验 / 国风旅拍 / 非遗手作 / 国潮沉浸式文旅）** | 超 8500 亿元 | 22%~26% | 盘子女人坊、国风文旅连锁、非遗体验品牌 | 依托传统文化 IP 形成独有风格壁垒，具备强社交打卡传播属性，契合国潮审美趋势，沉浸式体验辨识度高 |



数据来源：《2026中国宠物行业白皮书》、36Kr、新华社、国家统计局、国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考



# 消费潜力方向三：中国特色的文旅体产业融合



**美、欧、日三国体育产业均已形成成熟体系，但基于历史底蕴、社会需求、市场环境的差异，路径选择截然不同。**

- 欧洲：职业竞技为核心，文化与商业协同。
- 美国：大联盟主导，商业化运营极致化。
- 日本：校园体育为基础，大众参与与精细化运营并行。

**中国体育产业：**

- 举国体制适合“精英化、小众化”的奥运优势项目，但也导致三大球等职业化项目的“发展瓶颈”。
- 随着中国体育产业从“精英竞技”向“大众消费”转型，打破举国体制的局限，探索“职业化+大众参与”的文旅体融合新模式。

**苏超模式的推出，是探索文旅体融合业态的重要尝试。**

- 苏超核心定位是文旅项目。以“大众性、区域性、市场化、文旅融合”为特色，与中超“职业化、精英化、全国性”形成明确区分，旨在破解三大球发展困境，弥补举国体制短板，与中超形成协同。
- 中国文旅体产业的核心投资机会集中在：1）大众体育运营、2）职业赛事商业化、3）文旅体轻度融合、4）产业链配套环节。

下载日志已记录，仅供内部参考

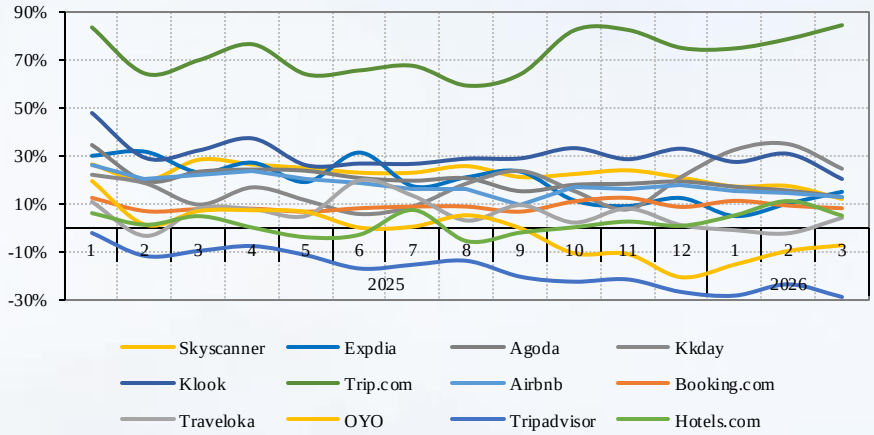


# 消费潜力方向四：服务出海与入境跟团游

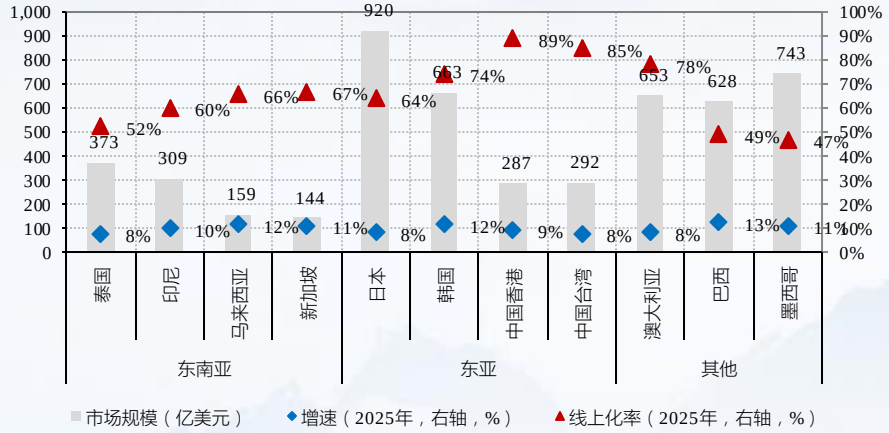


- **服务出海：中国服务品牌的全球化。**1）中式餐饮与茶饮；2）数字服务；3）服务平台出海：以Trip.com、滴滴为代表的中国服务平台，凭借成熟的运营模式、先进的技术支撑和本土化适配能力，成为服务出海的重要力量。
- **入境免签：培育全球顶级旅游目的地。**中国持续优化入境政策，不断扩大免签国家范围，目前适用单方面免签政策来华的国家已达43个，2025年一季度各口岸入境外国人超900万人次，同比增长逾40%。

全球市场主要OTA平台MAU同比增速（%）




主要海外目标市场旅游市场规模及渗透率情况




数据来源：Sensor Tower、Wind、国家统计局、日本观光局、国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

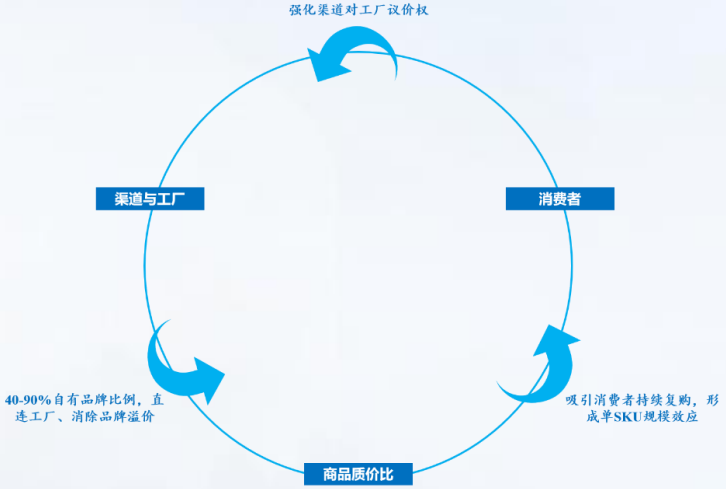


# 未来十年核心叙事五：硬折扣零售渠道崛起



- **社区硬折扣的商品逻辑，核心在于通过宽类窄品+高自有品牌占比提升经营效率。**门店覆盖居民日常高频消费品类，但压缩单个品类下的 SKU 数量，将单店 SKU 控制在 2000 个以内，从而提升单品动销和采购规模。与此同时渠道方通过将自有品牌占比提升至 40%-90%，直连上游工厂，减少中间流通环节，并剔除传统品牌溢价，形成更具竞争力的商品质价比。随着消费者持续复购，单 SKU 销售规模进一步扩大，渠道方对上游的议价能力增强，进而继续优化成本和价格，最终形成正向飞轮。

**图：硬折扣生意模型——以自有品牌实现质价比，吸引消费者复购巩固渠道议价权**




**表：奥乐齐中国与超盒算NB的自有品牌策略对比**

| | 奥乐齐中国 | 超盒算NB |
|---|---|---|
| 商品SKU数量 | 1500-2000个 | 1500-2001个 |
| | 外部品牌 | |
| 外部品牌占比 | <10% | <40% |
| 外部品牌示例 | 可口可乐、红牛和茅台等 | 雪碧、怡宝等 |
| 对外部品牌策略 | 寻求自有品牌替代。如日本进口可尔比思旁有自有品牌商品。 | 1）低价引流，如雪碧2.3；怡宝1.2。<br>2）寻求自有品牌替代。如电解质水旁放有自有品牌电解质水 |
| | 自有品牌 | |
| 自有品牌占比 | 80-90% | ~60% |
| 自有品牌数量 | 14-16个 | 1-2个 |
| 自有品牌示例 | 超值、LACURA、ALDI Bakery、Urban Eaters、悠白、谷悦仁家、寻露、ALDI Marketplace、Karlskrone、ALDI Delight、ALDI Home、好生活、美食家、有机、奥家特卖 | 以超盒算NB为主 |
| 商品梯度 | 1）乳制品和生鲜果蔬作为引流品，毛利约5%–10%；<br>2）休闲食品、家居个护、粮油及冷冻食品处于中间区间，毛利约 15%–25%；<br>3）3R 商品则以 25%–35% 的较高毛利，支撑整体盈利。 | 1）引流品：由生鲜标品和超级大单品组成，负责引流；<br>2）自有品牌（NB系列）：去品牌化，主打“同质价更优”。 |
| 汰换频率 | 动态SKU管理 系统每月汰换5%的低效商品，确保95%以上的动销率。 | 对动销商品、海鲜摩洋品的汰换率达15-20%。 |

数据来源：奥乐齐公众号、盒马公众号、晚点latepost公众号、新零售、国泰海通证券研究

请参阅附注免责声明

下载日志已记录，仅供内部参考



# 风险提示

**细分赛道竞争加剧对利润的影响。**

社会服务及OTA等行业面临新业态崛起对传统产业链利润分配构成明显冲击。若出现激烈价格战，产业链相关企业利润率波动较大。

**天气等因素对旅游和出行需求影响。**

旅游出行行业受天气影响较大。2025年暑期由于高温及台风等因素，导致重点区域客流数据不及预期。

并由此引发上市公司业绩波动较大。

**出海面临政策、市场、资金监管等一系列风险**

中国消费企业出海将面临陌生的市场环境，不同国家和地区的监管政策，以及对跨境资金监管等一系列问题。

**零售行业面临转型及竞争加剧风险**

硬折扣零售业态面临多业态，多维度竞争，存在UE模型需要较长时间试错，以及多维度竞争对手导致竞争加剧的可能性。

下载日志已记录，仅供内部参考

# 免责声明

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）授权客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

**投资建议的比较标准**

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的12个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。

| | 评级 | 说明 |
|---|---|---|
| 股票投资评级 | 增持 | 相对沪深300指数涨幅10%以上 |
| | 谨慎增持 | 相对沪深300指数涨幅介于5%～10%之间 |
| | 中性 | 相对沪深300指数涨幅介于-5%～5% |
| | 减持 | 相对沪深300指数下跌5%以上 |
| | 无评级 | 对于个股未来市场表现与基准指数相比无明确观点 |
| 行业投资评级 | 增持 | 明显强于沪深300指数 |
| | 中性 | 基本与沪深300指数持平 |
| | 减持 | 明显弱于沪深300指数 |

**国泰海通证券研究所**

地址：上海市黄浦区中山南路888号
邮编：200011
电话：（021）38676666
E-mail：research@gtht.com

下载日志已记录，仅供内部参考

