仅供内部参考，请勿外传！

新消费与出口高景气，服务与商品强分化

社会服务及商贸零售2026年秋季投资策略

2026/ 09/ 03/

行业评级：增持

姓名：刘越男（分析师）
证书编号：S0880516030003

姓名：于清泰（分析师）
证书编号：S0880519100001

姓名：许樱之（分析师）
证书编号：S0880525040012

姓名：宋小寒（分析师）
证书编号：S0880524080011

姓名：赵国振（分析师）
证书编号：S0880524030006

姓名：蔡昕妤（分析师）
证书编号：S0880525110001

姓名：范佳博（分析师）
证书编号：S0880526040002

姓名：吴晨汐（分析师）
证书编号：S0880526030003

仅供内部参考，请勿外传！

投资建议：新消费逐渐迎拐点，传统消费选个股

•投资建议及推荐标的：优先关注新消费、出海链，同时把握教育高景气延续、黄金珠宝基本面修复以及出行链经营改善机会。推荐：**古茗，安克创新，致欧科技，学大教育，潮宏基，绿联科技，行动教育，首旅酒店，小商品城，名创优品等。**

•一是新消费：关注茶咖融合与情绪消费带来的增量。茶饮逐步进入存量竞争阶段，咖啡仍处于渗透率提升阶段，头部茶饮品牌凭借既有门店、供应链、会员及运营体系切入咖啡，有望通过品类拓展提升门店效率、打开增量空间；同时潮玩等情绪消费需求韧性较强，IP及产品创新持续驱动增长。推荐古茗。

•二是出海链：品牌化与全球化持续深化。头部企业通过产品创新、品牌建设、本地化运营及供应链优化持续提升竞争壁垒，并由单一品类向多品类、单一区域向全球市场、平台渠道向自有渠道持续扩张，海外份额仍有提升空间。推荐安克创新、致欧科技、绿联科技。

•三是教育：供给扩容与格局优化共振，高景气有望延续。高中阶段教育需求持续扩容，普通高中在校生规模及学位供给仍有提升空间，同时行业供给端持续优化，龙头凭借品牌、渠道及运营能力获得更好的成长机会。推荐学大教育、行动教育。

•四是黄金珠宝：兼具向上弹性与安全边际。2026年以来金价高位波动对终端需求及企业经营造成阶段性扰动，Q2板块收入明显承压；随着金价波动逐步趋稳、终端需求改善，以及企业主动推进产品结构、渠道结构及品牌升级，行业基本面有望逐步筑底。建议弱化对短期金价涨跌的博弈，重点关注品牌力、产品力及经营效率领先的龙头，推荐潮宏基。

•五是出行链：平台生态与政策环境改善，酒店龙头长期成长逻辑强化。平台生态持续优化，OTA平台弱化付费买排名、强化服务质量及综合经营能力，有望降低优质酒店集团的流量获取成本；供应链货币化持续推进，头部酒店集团依托规模化门店体系，加快会员、供应链及增值服务变现，拓展传统加盟费以外的收入来源；行业集中度有望继续提升，头部集团凭借品牌、会员、供应链、数字化及运营能力形成综合优势，加盟商及市场份额有望进一步向龙头集中。推荐首旅酒店。

•风险提示：居民消费能力持续低迷；中小企业压缩差旅成本风险；出海面临政策、市场、资金监管等一系列风险

仅供内部参考，请勿外传！

目录 / CONTENTS

01 业绩分化，低持仓低估值孕育配置机会

02 新消费：茶咖融合与情绪消费打开增量

03 出口链：品牌化、多品类、跨区域、自有渠道四重扩张

04 教育：供给扩容与格局优化共振

05 黄金珠宝：金价扰动下基本面筑底，品牌分化机会凸显

06 酒店：供应链货币化，受益于平台生态优化

仅供内部参考，请勿外传！

投资观点：收入均放缓，商品更明显

	26Q2			26H1		
	营业收入（亿元）	营收同比yoy(%)	增速环比Q1	营业收入（亿元）	营收同比yoy(%)	增速环比25H2
消费者服务	**624**	**4.7%**	**-1.9%**	**1,262**	**5.7%**	**0.5%**
景区	64	6.2%	-4.2%	117	8.0%	-3.0%
旅游服务	30	-2.1%	-13.4%	55	3.6%	-0.9%
免税	107	-5.7%	-6.7%	277	-1.8%	-3.1%
酒店	62	-0.2%	-3.2%	118	1.3%	1.1%
餐饮	11	-3.3%	-3.0%	23	-1.7%	-0.9%
教育	117	32.4%	16.3%	209	24.7%	16.5%
人服	219	1.2%	-5.6%	437	4.0%	-2.9%
商贸零售	**5,323**	**-0.1%**	**-4.4%**	**10,491**	**2.0%**	**0.4%**
百货	101	-7.5%	4.8%	223	-10.2%	0.4%
超市及便利店	257	-12.0%	1.7%	587	-12.9%	-0.3%
贸易	3,650	7.3%	1.8%	6,779	6.5%	5.6%
专业连锁	854	-17.5%	-32.5%	1,970	-1.8%	-21.3%
黄金珠宝	367	-41.0%	-51.2%	979	-16.9%	-37.0%

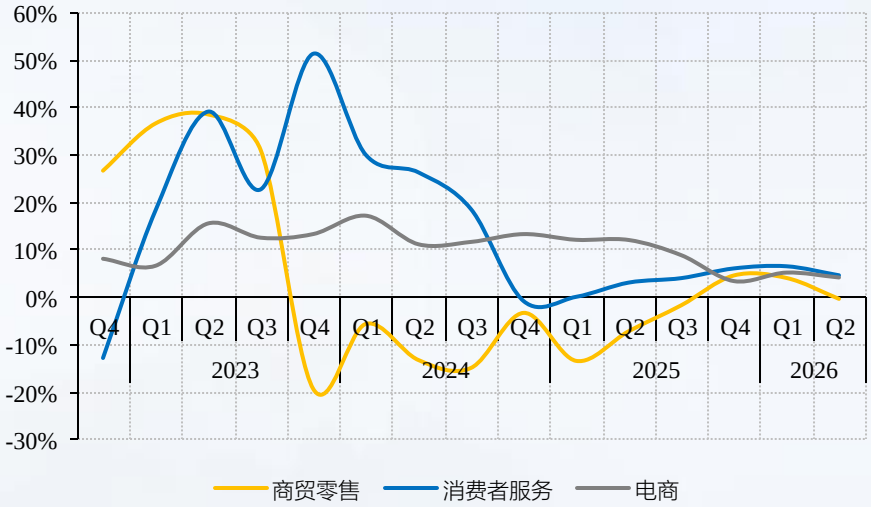
数据来源：wind，国泰海通研究

仅供内部参考，请勿外传！

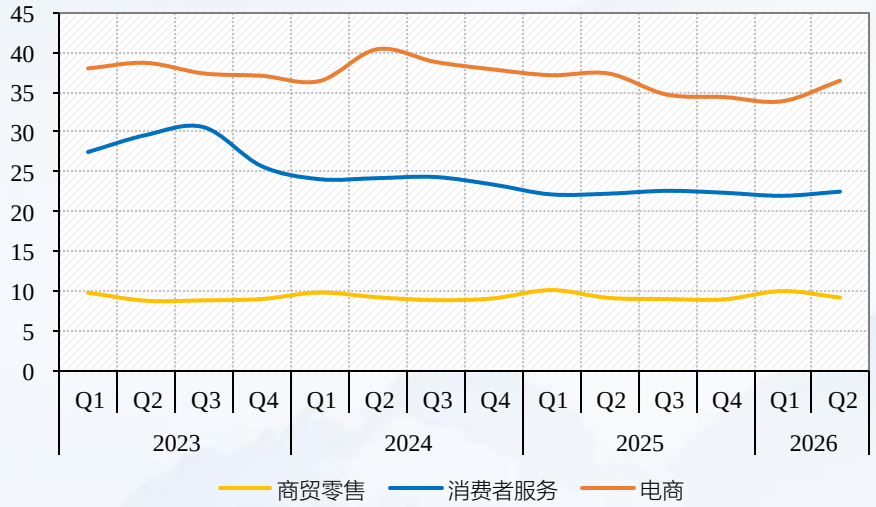
投资观点：收入均放缓，商品更明显

- 社服及零售板块整体26Q2营业收入增速环比均明显放缓，且零售板块增速放缓幅度更大。
- 但若考虑26H1整体，上半年其实收入环比略有加速，主要因素为26Q1收入增速的明显改善，被Q2所拖累。
- 26Q2单季度收入增速基本保持平稳，社服及零售板块收入增速分别+4.7%/-0.1%，环比26Q1分别-1.9pct/-4.4pct。

社会服务及商贸零售板块季度营收增速（%）



社会服务及商贸零售板块季度毛利率水平（%）



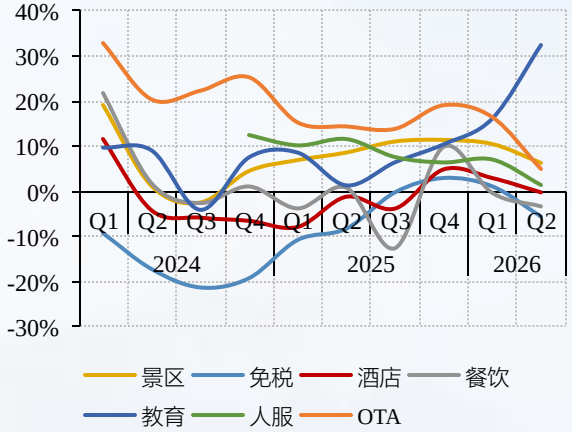
数据来源：wind，国泰海通研究

仅供内部参考，请勿外传！

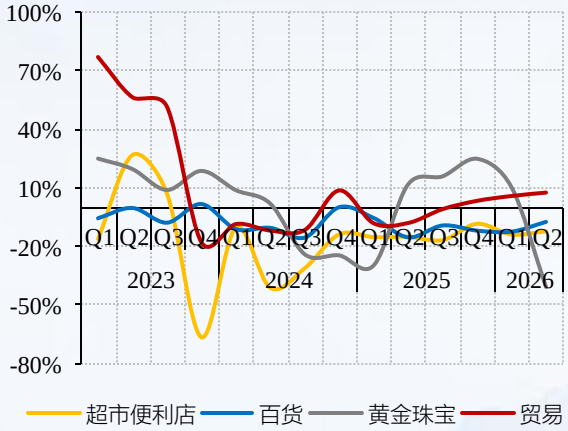
投资观点：细分板块中教育明显加速，黄金珠宝大幅波动

- 社服板块26Q2主要受油价波动及天气等因素影响，多数细分板块增速放缓明显，出行链放缓幅度居前。但教育板块收入增速明显加速。
- 零售核心板块26Q2收入保持相对稳定，但黄金珠宝放缓明显，与金价波动有较大关系。

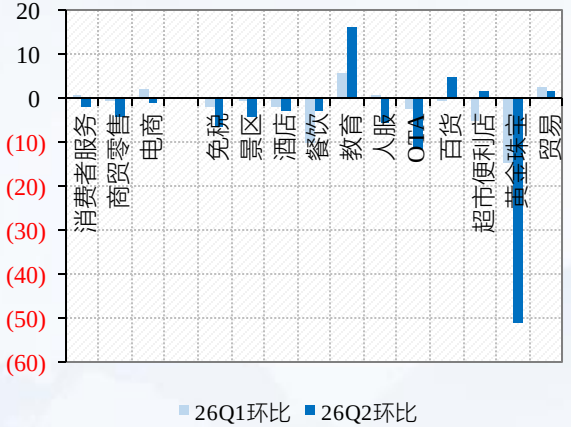
社服细分行业季度营收增速（%）



商贸零售细分行业季度营收增速（%）



板块营收增速环比（pct）



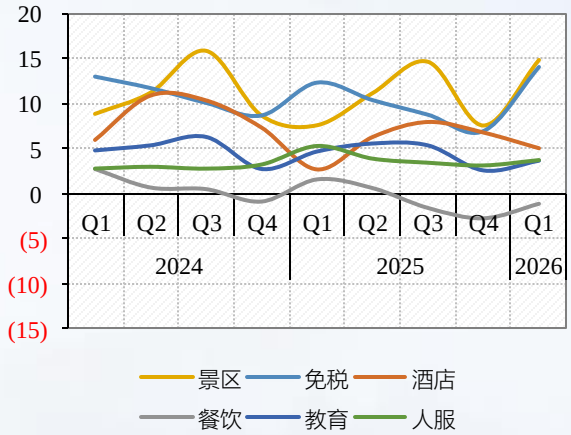
数据来源：wind，国泰海通研究

仅供内部参考，请勿外传！

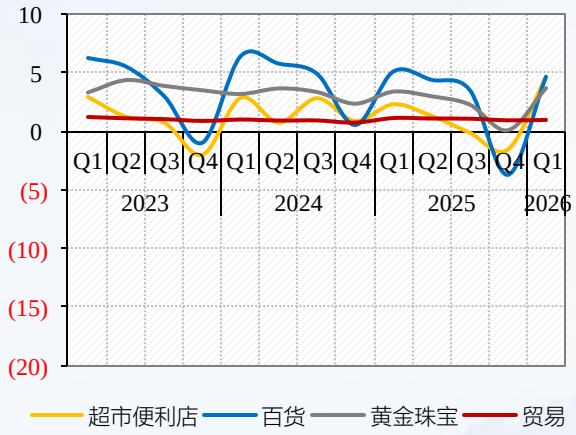
投资观点：社服利润率提升，零售稳定

- 社服板块：收入放缓但利润率持续改善，景区酒店教育改善最明显。
- 商贸零售板块：利润率企稳，超市改善明显，但百货继续承压。
- 电商整体：补贴放缓，环比改善但同比依然大幅下滑。

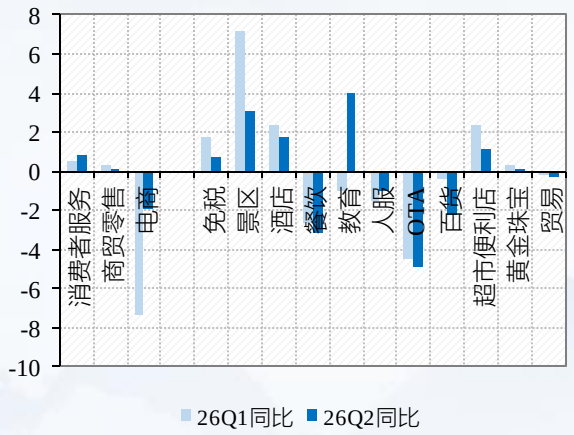
社服细分行业季度净利润率（%）



商贸零售细分行业季度净利润率（%）



净利润率同比变化（pct）



数据来源：wind，国泰海通研究

仅供内部参考，请勿外传！

投资观点：社服零售板块整体基金持仓比例已经处于2017年以来最低水平

- 观察细分板块基金持仓情况，商贸零售和社服26H相比25Q4基金持仓比例均有所降低。但社服板块降幅更大。主要原因是油价等因素冲击，出行链景气度大幅波动，免税、酒店、人服基金持仓比例大幅下降。
- 商贸零售板块主要持仓比例波动来自黄金珠宝，与金价景气度波动直接相关。其他板块整体持仓比例本身较低，波动并不大。

图：基金持仓比例（%）

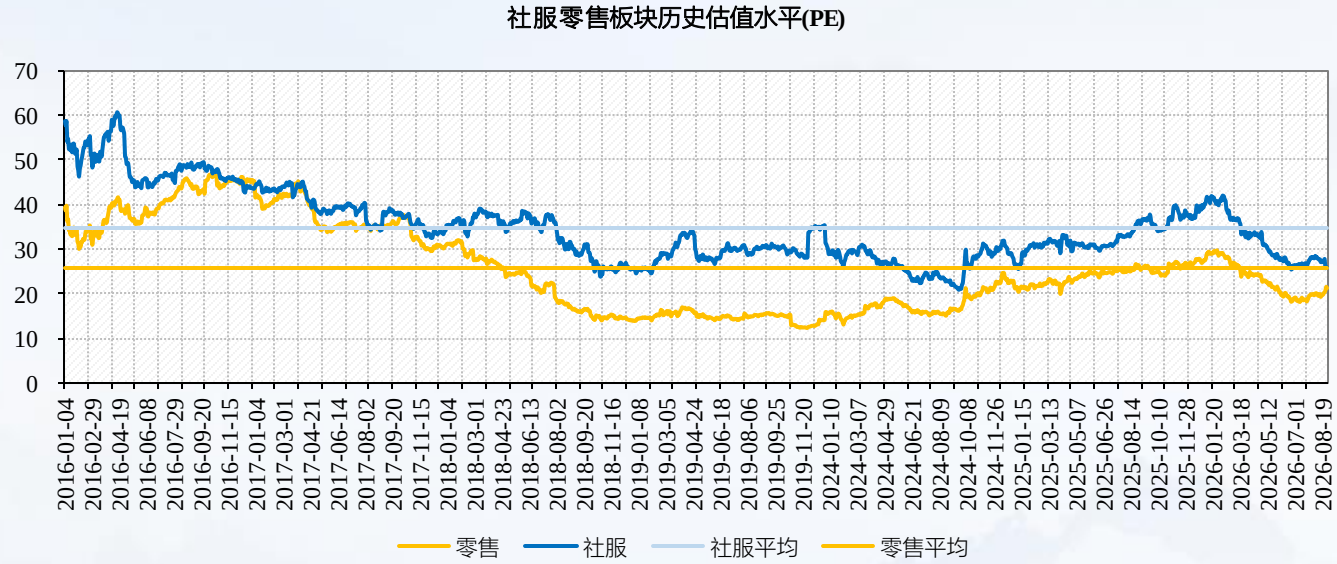
	2025				2026			
	25Q1	25H	25Q3	25A	26Q1	26H	26Hvs25A	26Q1vs25Q3
商贸零售	**2.36**	**2.84**	**1.83**	**2.32**	**1.47**	**1.43**	**-0.89**	**-0.36**
百货	0.61	0.79	0.97	0.81	0.89	0.75	**-0.06**	**-0.08**
超市及便利店	0.99	1.63	0.75	1.02	0.65	0.68	**-0.34**	**-0.09**
贸易	1.32	1.71	1.82	1.72	1.06	1.29	**-0.43**	**-0.76**
黄金珠宝	1.96	5.18	2.41	4.57	1.91	2.39	**-2.18**	**-0.50**
社会服务	**3.24**	**5.37**	**2.77**	**4.57**	**2.99**	**2.51**	**-2.06**	**0.22**
景区	3.25	5.68	2.59	4.11	3.38	2.70	**-1.41**	**0.80**
免税	4.64	7.65	5.06	8.41	3.07	3.22	**-5.18**	**-1.98**
酒店	3.52	5.05	2.88	7.94	4.17	3.62	**-4.32**	**1.29**
餐饮	3.15	3.57	1.76	3.79	1.38	2.69	**-1.11**	**-0.38**
教育	2.55	5.33	2.73	3.65	1.77	1.90	**-1.76**	**-0.96**
人力资源服务	8.54	15.31	6.43	12.54	5.66	4.17	**-8.37**	**-0.76**

数据来源：wind，国泰海通研究

仅供内部参考，请勿外传！

投资观点：板块估值为均值以下，历史底部

- 社服零售板块整体估值水平均处于2016年以来底部位置，目前均低于各自板块的历史均值水平。
- 其中社服板块PEttm估值水平为25.9xPE，零售板块为21.1xPE（时间截止于08.31）。



数据来源：wind，国泰海通研究

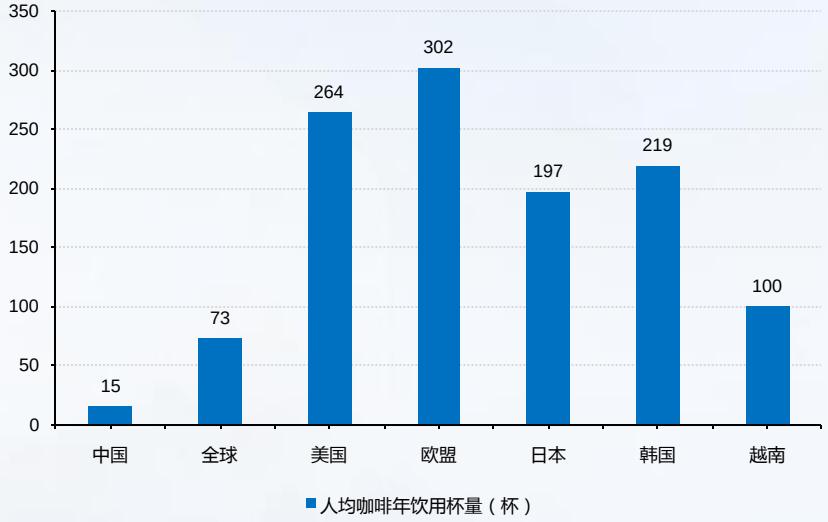
01 新消费：茶咖融合与情绪消费打开增量

仅供内部参考，请勿外传！

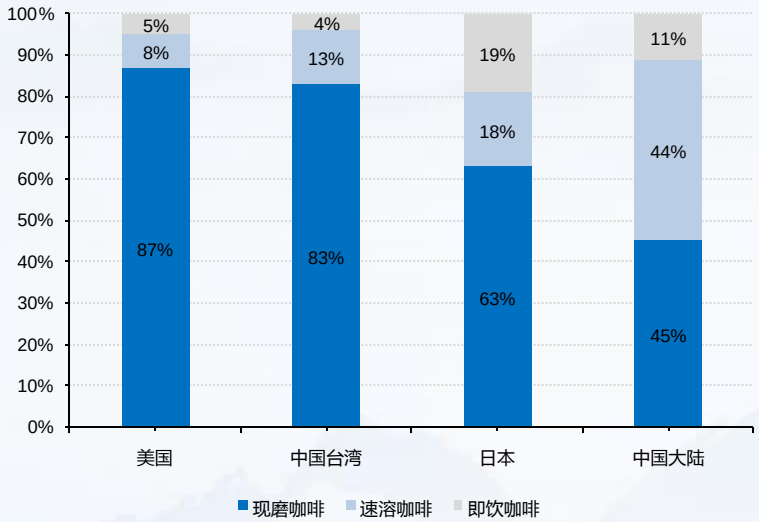
新消费|茶饮：茶饮增速放缓，咖啡还有后半场红利期

- **中国人均咖啡消费量远低于世界平均水平，仍具备较大发展潜力。**根据世界中餐业联合会《2025中国咖啡产业发展报告》，2025年中国人均咖啡消费量为15杯/年，而2025年全球人均咖啡消费量为73杯/年，中国咖啡消费水平与全球平均水平相比仍有较大差距。从现磨咖啡占比来看，中国现磨咖啡在咖啡总消费量中占比仅45%，远低于美国、日本的水平。从门店数看，根据窄门餐眼，2024、2025年现制茶饮总门店数均出现净减少，行业已进入淘汰赛，而2024、2025年现磨咖啡门店数每年还有2万家以上的净增，虽然增速也在放缓，但行业还有后半场红利期。

图：中国人均咖啡年饮用杯量低（2025）



图：中国现磨咖啡在咖啡消费量中占比有提升空间

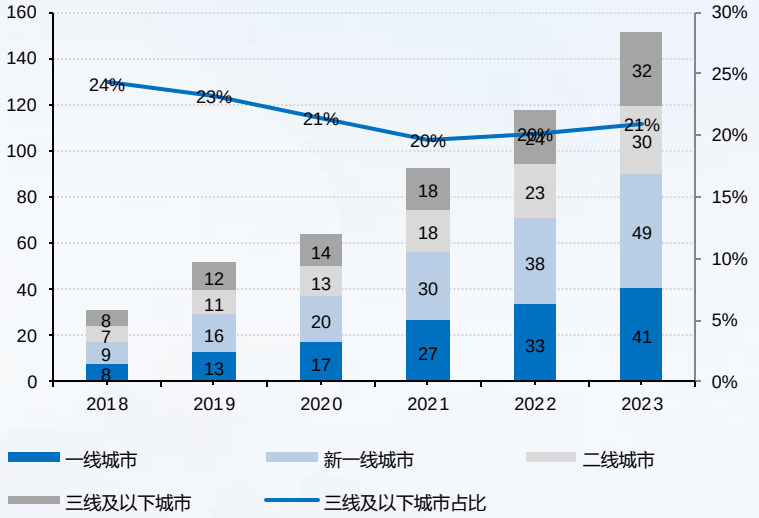


数据来源：《世界中餐业联合会《2025中国咖啡产业发展报告》，国泰海通证券研究

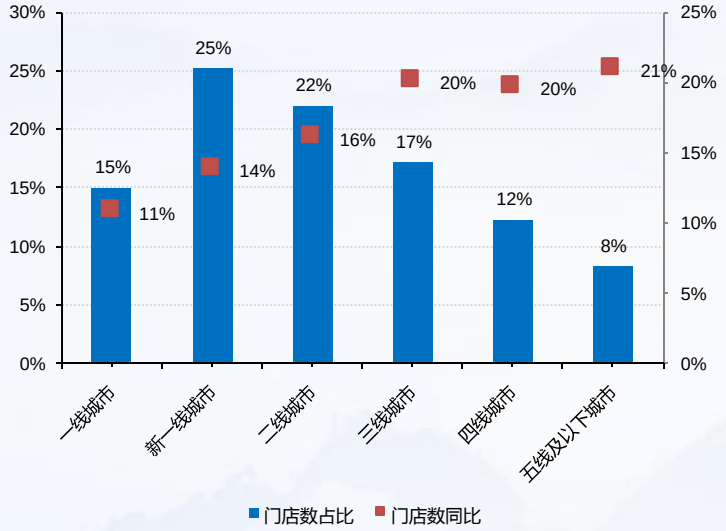
仅供内部参考，请勿外传！

- **高线城市咖啡消费更成熟，低线城市发展潜力更大。**随着一线及新一线城市竞争日益加剧，下沉市场正成为咖啡品牌布局和增长的重要方向。据红餐大数据，2025年全国咖啡门店主要集中在新一线（25.2%）和二线城市（22.0%），但三线及以下城市门店增速更快、潜力更大。

图：三线及以下城市现磨咖啡规模增长（十亿元）



图：下沉市场咖啡门店增速更快



仅供内部参考，请勿外传！

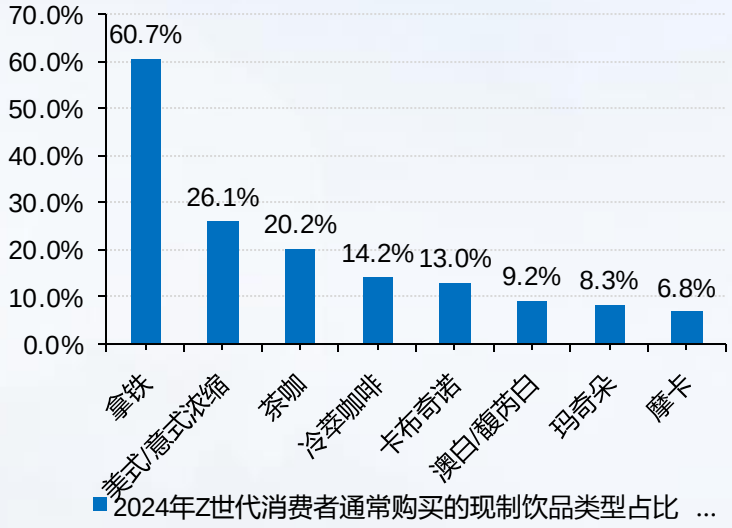
表1：现制茶饮品牌通过不同形式布局咖啡品类

时间	品牌	咖啡布局方式	具体动作
2017年	蜜雪集团（幸运咖）	独立咖啡子品牌	蜜雪推出现磨咖啡品牌“幸运咖”，定位平价现磨咖啡。
2019-2020年	奈雪的茶	原有门店加入咖啡机	早期推出“冻顶鸳鸯”等茶咖融合产品；2020年底推出奈雪PRO店型，并上新7款精品咖啡。
2019-2022年	喜茶	产品试水+投资咖啡品牌	2019年试水咖啡饮品；2021年投资Seesaw Coffee；2021年8月推出柠椰美式、生打椰椰拿铁等多款咖啡新品；2022年投资少数派咖啡团队。
2021年	乐乐茶	独立咖啡子品牌	2021年2月在上海开出咖啡子品牌“豆豆乐”首店，产品包括脏脏系列、经典意式、冰博克等，定价15-28元。
2022年	书亦烧仙草、柠季	投资/控股咖啡品牌	书亦烧仙草入股DOC咖啡，成为第二大股东；柠季全资控股咖啡品牌RUU。
2022年	茶颜悦色	独立咖啡品牌	茶颜悦色宣布旗下新品牌“鸳央咖啡”于8月10日在长沙开业，首批5家门店。
2022年	奈雪的茶	投资咖啡品牌	奈雪投资咖啡品牌AOKKA；随后又投资“怪物困了”。
2023年	古茗	原有门店加入咖啡机	古茗跨界咖啡，推出闪萃咖啡系列。
2023年	沪上阿姨	店中店子品牌	2023年沪上阿姨正式推出子品牌“沪咖鲜果咖啡”，以店中店形式运营。
2024年	沪上阿姨	独立咖啡店	沪上阿姨首家独立咖啡店“沪咖·东方拿铁”开业。
2025年	古茗	原有门店加入咖啡机	古茗宣布吴彦祖成为咖啡品质合伙人，同步启动“全场咖啡8.9元”活动。2025年推出106款饮品，截至2025年底已有超过12000家门店配备咖啡机，全年推出27款咖啡饮品。
2025年	茶百道	原有门店加入咖啡机	茶百道加速打磨咖啡业务模型，2025年推出17款咖啡新品。
2025-2026年	沪上阿姨	原有门店加入咖啡机	滬上阿姨公佈2025年全年業績" 将咖啡打造为重点推广品类，通过升级咖啡机与咖啡豆品质，推动咖啡与茶饮融合创新，拓宽消费场景。
2026年	蜜雪冰城	原有门店加入咖啡机	蜜雪冰城试水现磨咖啡，雪王布局现磨咖啡意欲何为？ - 21经济网" 蜜雪冰城在主品牌门店试水现磨咖啡。
2026年	甜啦啦	原有门店加入咖啡机	甜啦啦现磨咖啡试点扩至千店规模。
2026年	茉莉奶白、Yee3、东方墨兰等	原有门店加入咖啡机	茉莉奶白上线“400次鸳鸯泰奶”和“针王苹果拿铁”两款咖啡产品；Yee3上线“椰咖啡”系列，东方墨兰也宣布上线“兰咖啡”系列。

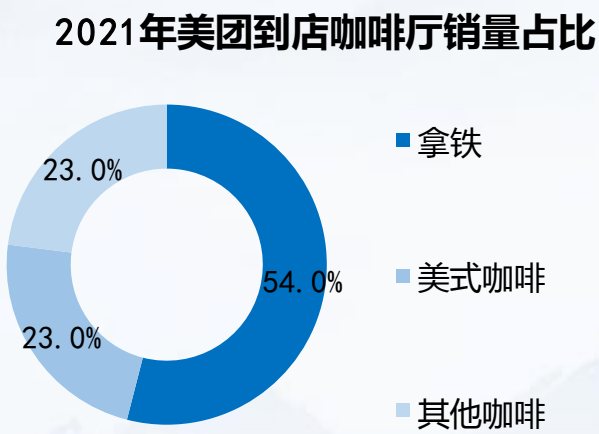
仅供内部参考，请勿外传！

- **供应链和产品推新能力复用：**现磨咖啡处于渗透率提升期，饮品化咖啡有利于降低新客门槛，扩大客群覆盖。现制茶饮原材料以奶、果、茶为核心，在奶咖、果咖等品类布局上能够实现原材料复用、放大供应链规模效应；并依托在茶饮领域积累的研发推新能力，实现饮品化咖啡的高频上新。

图：Z世代消费者偏好拿铁超过美式



图：拿铁是中国咖啡市场普适性最强的产品



仅供内部参考，请勿外传！

表：茶饮品牌可以复用渠道、供应链、运营管理等基础能力布局咖啡品类

基础能力	茶饮品牌可复用的基础能力	对布局咖啡的作用	限制因素
门店网络	既有门店点位、吧台、外带动线、小面积模型	不需要从零开咖啡店，可在存量门店导入咖啡产品，降低试错成本	门店面积、吧台动线、设备摆放可能限制咖啡机导入；高峰期可能拖慢出杯
品牌与客群	下沉市场消费者、平价和大众饮品心智	可把茶饮用户转化为咖啡低频/新客，尤其适合低门槛产品	茶饮品牌更适合做大众饮品化咖啡，不一定适合精品/专业咖啡
供应链	牛奶、厚乳、椰乳、燕麦奶、糖浆、果酱、鲜果、冰块、杯材、冷藏仓配	支撑奶咖、果咖、茶咖等饮品化咖啡，最大化复用茶饮原料体系	咖啡豆采购、烘焙、拼配、萃取稳定性需要独立建设
人员操作	标准化SOP、门店培训、排单出杯、加盟商执行体系	员工已有现制饮品操作基础，咖啡可作为新增制作模块导入	咖啡涉及研磨、萃取、奶泡、设备清洁，品控要求高于普通调饮
产品研发	水果风味、奶基底、甜度冰量调节、季节性上新、爆品测试机制	茶饮品牌更擅长把咖啡做成低苦味、强风味、好入口的大众饮品	专业咖啡风味、豆种表达、精品咖啡心智较弱
会员与数字化	小程序会员、券包、私域触达、用户标签、复购运营	可向原有茶饮用户推咖啡新品，降低第一杯试错成本	原有茶饮用户不一定天然接受咖啡，需要通过低价券、组合购逐步教育
外卖履约	外卖平台运营、打包体系、出餐时效、高密度门店	咖啡可快速上线外卖平台，复用原有配送半径和履约能力	热咖啡温度、奶泡稳定性、冰咖稀释会影响配送体验
时段互补	原有茶饮午后、下午茶、晚间高峰	咖啡可补上午和工作日提神场景，拉长营业高峰，提高人效和设备利用率	上午咖啡心智未必天然属于茶饮品牌，需要持续产品和价格教育
加盟与门店管理	加盟商管理、订货系统、巡店督导、培训体系、单店模型测算	咖啡可作为标准模块导入加盟体系，提升门店收入结构	设备投资、培训难度、维修维护、出品稳定性会影响加盟商积极性

仅供内部参考，请勿外传！

- **茶饮品牌在原有门店布局咖啡品类有利于优化单店模型。**由于咖啡的提神需求可以填补上午和工作日等茶饮门店原本客流偏淡的时段，拉长营业高峰，因此能够一定程度摊薄租金、折摊、人工等固定成本，优化单店模型。
- **简单模型测算：**假设原茶饮门店日均茶饮杯量400杯，茶饮和咖啡均价均为15元/杯，茶饮和咖啡毛利率均为55%，咖啡机投资额8万/5年折旧（假设该门店至少能再经营五年），总日均杯量≥520杯后需要加人工3000元/月。
- 单从财务角度，在原有门店内布局咖啡的盈亏平衡点低。同时，日均咖啡杯量越高、纯增量占咖啡总杯量比例越高，单店利润增量越显著。**因此，茶饮品牌在现有门店内布局咖啡是风险较低的尝试，如果成功则能显著优化单店模型。**

表3：茶饮品牌布局咖啡的盈亏平衡点低

假设咖啡纯增量占咖啡总杯量比例	单杯有效增量毛利贡献（元）	日均盈亏平衡杯量（杯）	对应咖啡杯量占比
100%	8.25	5.4	1.33%
80%	6.6	6.7	1.66%
60%	4.95	9.0	2.21%
40%	3.3	13.5	3.32%
20%	1.65	26.9	6.64%

表4：日均咖啡杯量越高、纯增量比例越高，单店利润增量越显著（单位：元/月）

咖啡日均杯量（杯）/咖啡纯增量占咖啡总杯量比例	100%	80%	60%	40%	20%
60	13517	10547	7577	4607	1637
80	18467	14507	10547	6587	2627
100	23417	18467	13517	8567	3617
120	25367	22427	16487	10547	4607
140	30317	26387	19457	12527	5597
160	35267	27347	22427	14507	6587
180	40217	31307	25397	16487	7577

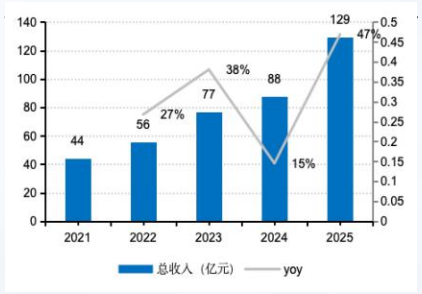
数据来源：国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

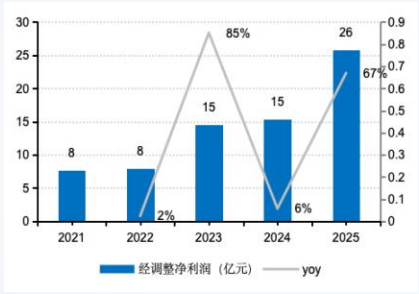
新消费|古茗：供应链与运营为基，大众现饮龙头成长可期

- **下沉市场“卖新鲜”的便利店，高频快反、自建冷链、数字化运营。**古茗是国内大众现制茶饮龙头，其核心竞争力包括：①货架型产品策略，高频快反：具备强大研发团队，产品推新速度快，不依赖大单品；②高密度门店与自建冷链相辅相成：借助地域加密策略和庞大的仓储物流基础设施，古茗能够以相对经济的成本向加盟商提供高品质、短保质期食材，摊薄成本、控制损耗、保障品质；③强加盟商管理，数字化提效：古茗要求加盟商亲自在店管理，为加盟商提供包括自动化设备、标准化操作流程、自有技术系统在内的多方面运营支持，保障门店运营一致性，并与加盟商风险共担。
- **从区域深耕到全国扩张，品类延展提振单店销售。**①开店：产品力、运营能力等综合竞争优势为古茗全国扩张奠定基础，公司结合线上线下营销，整合资源逐个地域打造品牌知名度。我们测算古茗国内开店空间超过3万家，长期拓展海外市场也值得期待。②单店销售：单个空白省份从建立布局到实现关键规模，品牌势能提升、规模效应显现；布局咖啡品类，依托现有门店网络快速铺开，复用自有冷链物流体系，将“新鲜”的基因从茶饮延伸到咖啡品类，实现“好喝不贵”，提高单店坪效。

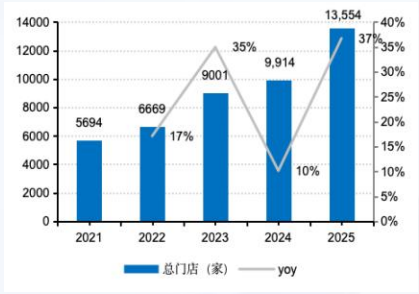
图：古茗收入增长



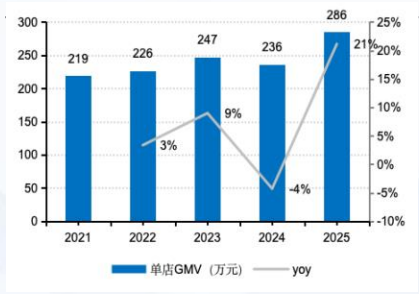
图：古茗经调整净利润增长



图：古茗门店数量增长



图：古茗2025年单店GMV增长

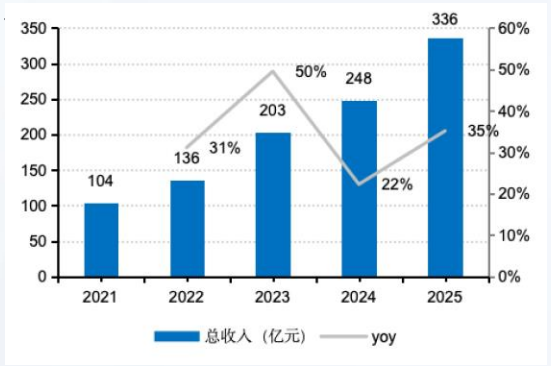


数据来源：公司公告，国泰海通证券研究

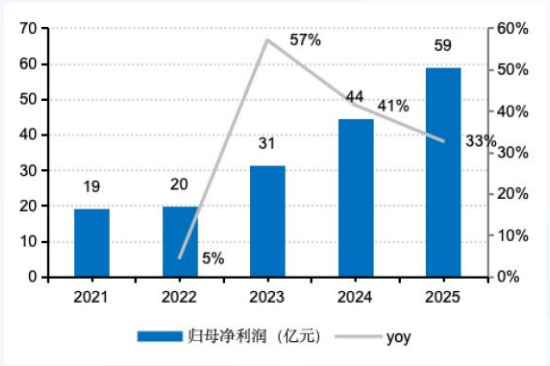
仅供内部参考，请勿外传！

- **蜜雪集团是国内现制饮品龙头，高质平价定位+供应链先发优势，规模效应筑壁垒。**蜜雪集团是国内平价现制饮品龙头，旗下有现制茶饮品牌“蜜雪冰城”、现磨咖啡品牌“幸运咖”和现打鲜啤品牌“福鹿家”。蜜雪集团核心竞争优势包括：①卡位平价赛道，原料工业化、标准化程度高，源头直采、核心饮品食材100%自产，拥有行业内最大的自主运营的仓储体系和专属配送网络，规模化带来成本优势；②建立高密度广覆盖的门店网络，提高消费者触达，规模优势领先；③加盟商筛选和管理严格，门店经营质量高；④打造和运营“雪王”超级IP、参与公益事业，提高品牌价值，成就国民品牌。
- **幸运咖 2026 年聚焦“提质增效”，将资源重点投向门店质量管理与单店营收提升。**蜜雪集团宣布2026年对幸运咖全方位加码，包括开店节奏放缓、营销强化、产品升级及“精品平价”推进。集团计划投入5亿元专项资金：其中3亿元用于品牌营销，涵盖小程序与APP优化、空间体验升级、视觉设计更新、包材迭代，以及顶流代言人签约、IP联名等；另约2亿元用于门店设备升级与技术支持，以支撑加盟商健康运营。产品端围绕“鲜豆、鲜奶、鲜果、现场制作”的“三鲜一现”原则，对咖、奶、果、糖等核心原料实施系统性品质升级，已在济南、菏泽等地试点使用“悦鲜活”冷链鲜牛奶与保质期60天的新鲜咖啡豆。

图：蜜雪集团收入增长



图：蜜雪集团归母净利润增长

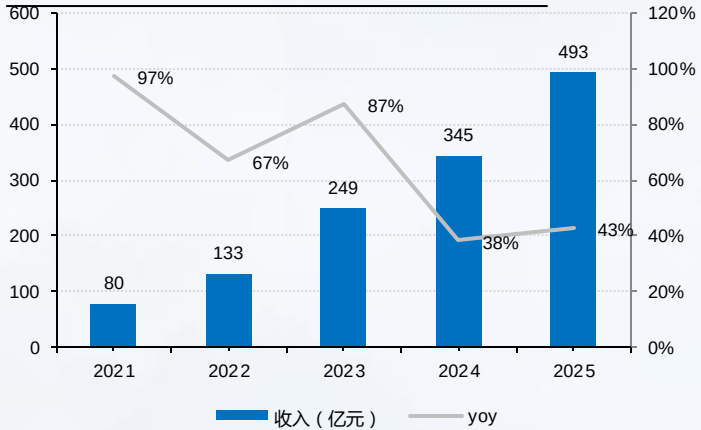


仅供内部参考，请勿外传！

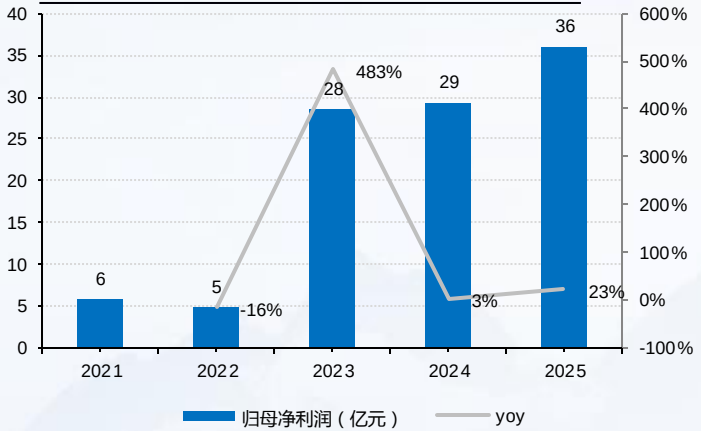
新消费|瑞幸：聚焦份额增长，外卖退坡释放业绩弹性

- **瑞幸咖啡是国内咖啡龙头，数字化奠基，竞争壁垒稳固。**①系统化研发体系，赛马机制打造高频爆款；②深度把控供应链，保障原材料高品质稳定供应与末端配送效率；③小店快取优化单店模型，直营与加盟并举，扩大市场覆盖；④明星代言与IP联名，掌握流量密码，社群运营沉淀私域流量池。
- **聚焦份额增长，外卖退坡有望释放业绩弹性。**①门店高速扩张，2026Q2门店总数36,310家/同比+38.6%，Q2净增2,714家。其中自营门店23,734家/Q2净增1,927家，联营门店12,576家/Q2净增787家。②受2025Q2外卖平台高补贴基数影响，Q2自营门店同店销售同比-5.3%。③平均月交易客户数1.127亿人/同比+22.9%，创历史新高；GMV同比+29.8%，高于交易客户数增速，单客GMV同比提升，展现出较强的用户粘性。④26Q2外卖配送费用率10.2%/同比-3.3pct/环比-0.7pct，展望下半年，我们预计Q3外卖配送费用率同比优化幅度将进一步扩大，利润端有望展现更大弹性。
- **非咖饮品已成为重要收入来源。**2025全年瑞幸咖啡非咖啡饮品的杯量占比已经超过20%。2026年6月8日，瑞幸首次披露茶饮业务成绩单，截至2026年5月31日，瑞幸现制茶饮及非咖品类总销售额超200亿元。

图：瑞幸咖啡收入增长



图：瑞幸咖啡归母净利润增长



数据来源：公司公告，国泰海通证券研究

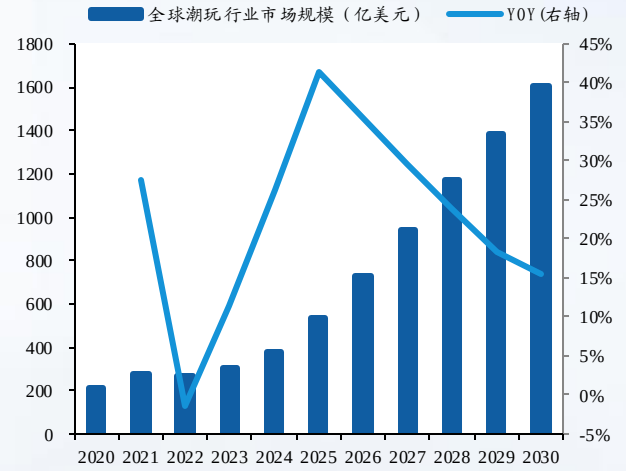
仅供内部参考，请勿外传！

新消费|潮玩：中国潮玩仍处于高速增长期，搪胶毛绒品类驱动行业增长

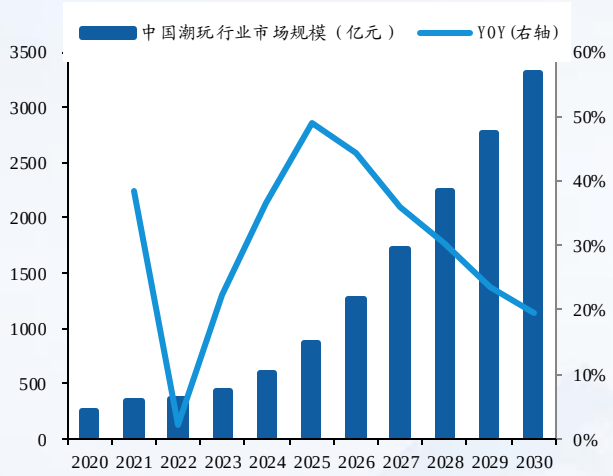
中国潮玩行业市场仍处于高速增长期，增速领跑全球。根据弗若斯特沙利文数据，2025年全球潮玩行业市场规模为537亿美元，2020-2025年CAGR为20.1%，并有望以21.8%的CAGR增长至2030年的1601亿美元。其中，中国市场增速快于全球，2025年中国潮玩行业市场规模为875亿元，2020-2025年CAGR为28.6%，预计未来五年将以27.2%的CAGR稳步增长，至2030年规模有望达3310亿元。

搪胶毛绒品类驱动行业增长。从细分品类看，搪胶毛绒与手办是核心增长品类，尤其是搪胶毛绒展现出极强的爆发力，预计2026-2030年该品类CAGR将达40.1%，其在中国潮玩行业的份额有望从2025年的20.0%跃升至2030年的41.7%。

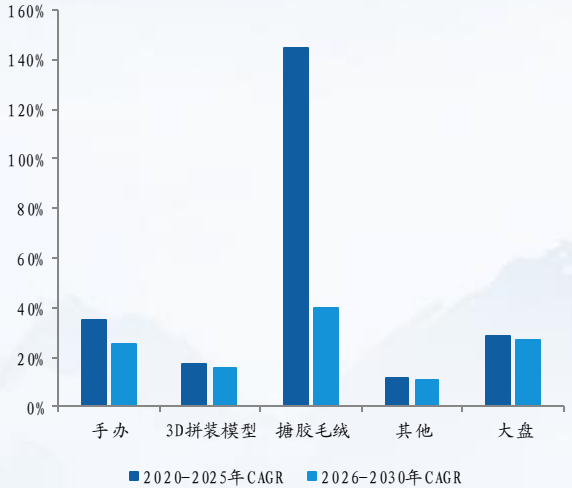
图：2025年全球潮玩行业市场规模537亿美元



图：2025年中国潮玩行业市场规模875亿元



图：搪胶毛绒复合增速领先其他潮玩品类

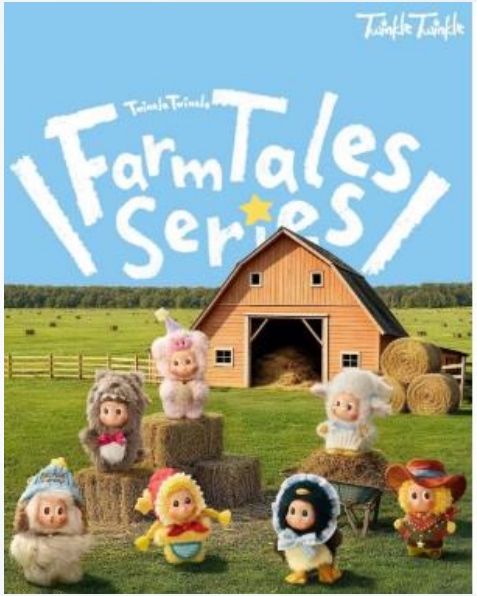


数据来源：大潮玩国际招股书援引弗若斯特沙利文数据，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

星星人农场火爆出圈

- 上线即售罄，隐藏款不丑小鸭二手价为826元，溢价率达+543%。



产品名称	系列归属	产品类型	发售日期	官方价格（元）	隐藏款价格	溢价率
DIMOO WORLD × PIXAR联名系列 - 搪胶毛绒挂件盲盒	DIMOO	搪胶毛绒挂件盲盒	2026/7/16	129元/个，774元/盒	482	273.6%
DIMOO WORLD × PIXAR联名系列手办	DIMOO	手办	2026/7/16	69元/个，828元/盒	153	121.7%
DIMOO玩具总动员系列1/8可动人偶	DIMOO	可动人偶	2026/7/16	399元/个，798元/盒	520	30.3%
MEGA LABUBU 400% 世界杯	THE MONSTERS	大娃	2026/7/16	1299元/体	1096	-15.6%
《Ted2》–Baby Ted可动毛绒挂件	Ted	可动人偶	2026/7/23	69元/个，552元/盒	147	113.0%
SKULLPANDA第八章手办	SKULLPANDA	手办	2026/7/23	199元/个	197	-1.0%
MEGA α SKULLPANDA 1000% 花的房间	SKULLPANDA	大娃	2026/7/23	6999元/体	7054	0.8%
θ SKULLPANDA 不想不想系列毛绒公仔挂件	SKULLPANDA	毛绒挂件盲盒	2026/7/30	89元/个，1068元/盒	385	332.6%
泡泡贴贴 θ SKULLPANDA 不想不想系列公仔	SKULLPANDA	手办	2026/7/30	39元/个，351元/盒	155	297.4%
英雄联盟萌力大作战系列	英雄联盟	手办	2026/7/30	79元/个，948元/盒	117	48.1%
Nyota × 樱桃小丸子联名毛绒公仔	Nyota	毛绒公仔	2026/8/6	69元/个，828元/盒	220	218.8%
CHAKA一针一线系列	CHAKA	手办	2026/8/6	69元/个，828元/盒	263	281.2%
原神学院光影诗Q版系列	原神	手办	2026/8/6	69元/个，828元/盒	368	433.3%
CRYBABY×CareBears系列-搪胶毛绒挂件盲盒	CRYBABY	搪胶毛绒挂件盲盒	2026/8/13	129元/个，1161元/端	560	334.1%
RIIZE绒绒萌友系列毛绒公仔挂件	RIIZE	毛绒挂件盲盒	2026/8/13	129元/个，774元/端	429	232.6%
比奇堡的居民们-浪漫的鱼系列毛绒挂件	海绵宝宝	毛绒公仔	2026/8/13	159元/套	169	6.3%
TinyTiny-第一幕：甜食治疗所系列手办	TinyTiny	手办	2026/8/13	69元/个，828元/盒	420	508.7%
迪士尼小熊维尼派对ing！系列手办	迪士尼	手办	2026/8/13	69元/个，828元/盒	380	450.7%
星星人农场系列-搪胶毛绒挂件盲盒	星星人	搪胶毛绒挂件盲盒	2026/8/20	129元/个，774元/盒	825	539.5%
MOLLY糖匠1/8可动人偶	MOLLY	可动人偶	2026/8/20	399元/个	394	-1.3%
aespa珍藏系列	aespa	手办	2026/8/20	69元/个，552元/盒	371	437.7%
Hirono企鹅救生员手办	Hirono	手办	2026/8/20	199元/个	205	3.0%

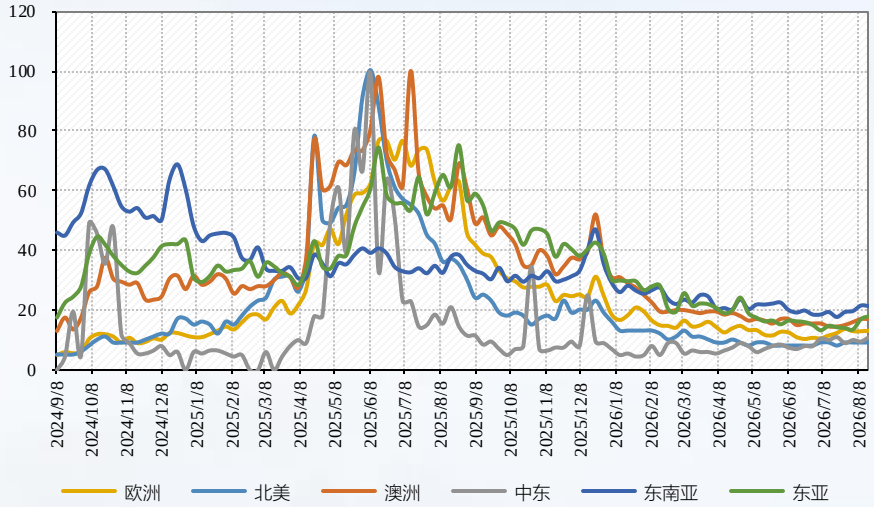
数据来源：公司官网、千岛app、国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

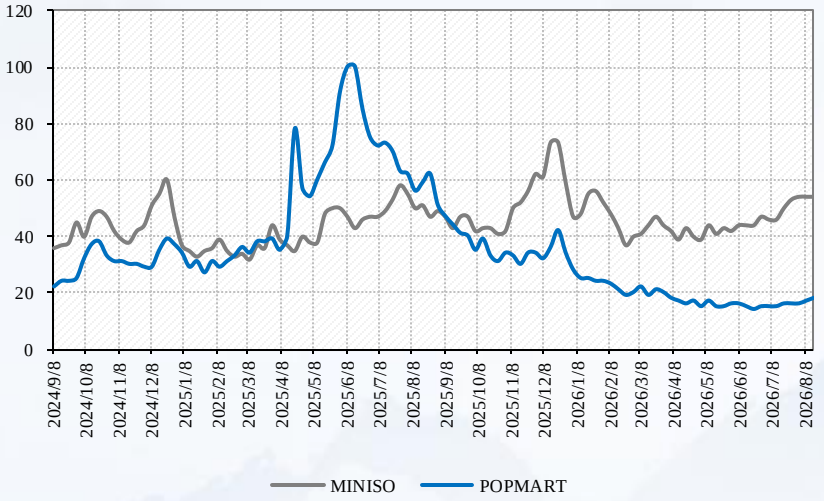
新消费|潮玩：今年以来POP MART搜索热度指数基本稳定

- 海外搜索热度：8月POP MART全球Google Trends搜索指数整体保持稳定，8.17-8.23全球指数为18，环比小幅上升，与7月基本持平。

泡泡玛特全球主要区域Google Trend趋势



POPMART vs MINISO Trend：全球

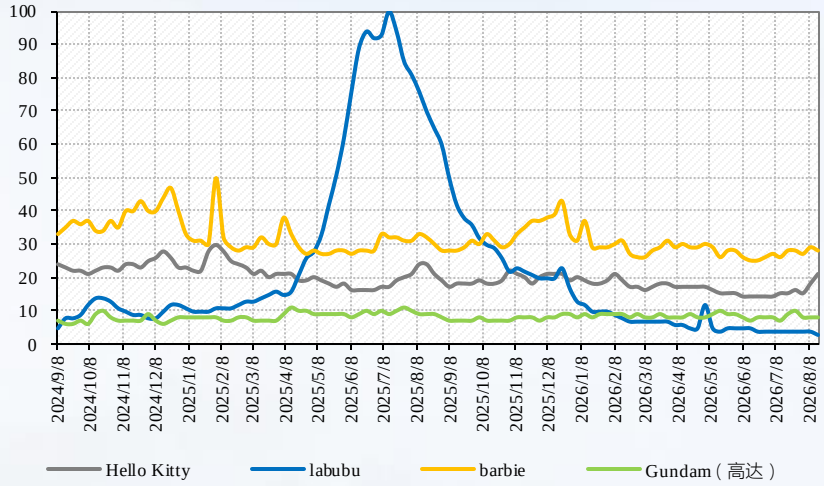


仅供内部参考，请勿外传！

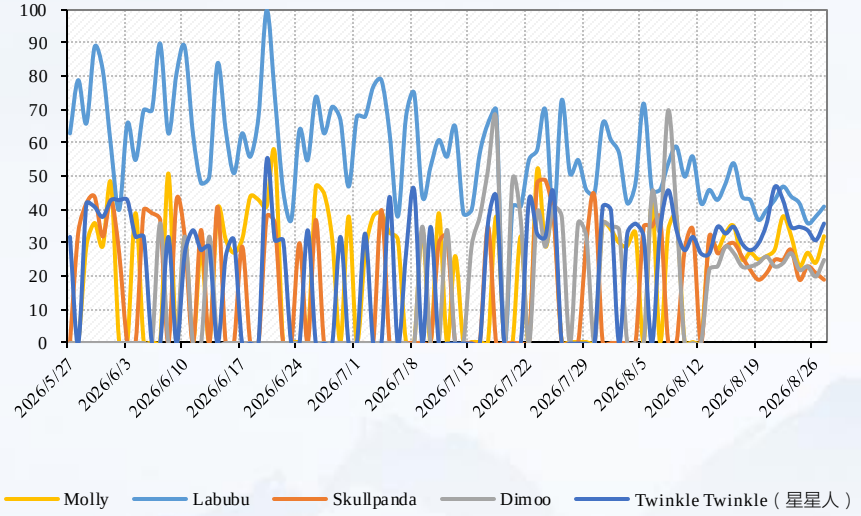
新消费|潮玩：8月POP MART搜索指数小幅上升

- 海外搜索热度：8月POP MART全球Google Trends搜索指数整体保持稳定，上周（8.17-8.23）全球指数为18，环比小幅上升，与7月基本持平；MINISO全球指数维持54，与上周环比持平。

全球主要IP搜索热度



泡泡玛特主要产品线搜索热度



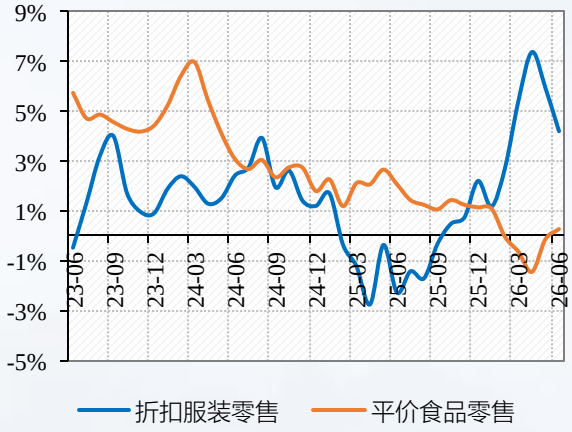
02

出口链：品牌化、多品类、跨区域、自有渠道四重扩张

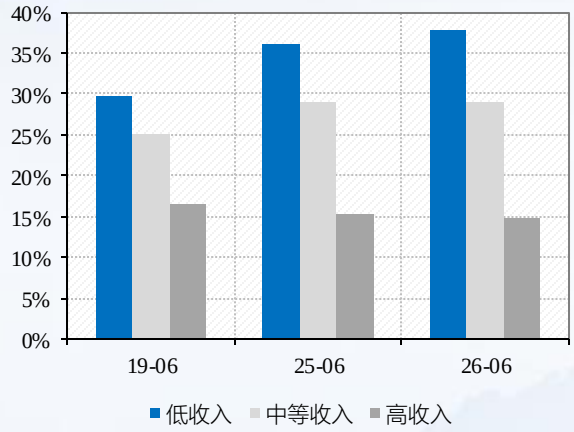
仅供内部参考，请勿外传！

- 美国消费降级趋势有所强化，中低收入群体向低价、折扣渠道迁移更为明显。2026年以来，折扣服装零售户均支出同比增速显著回升，4月一度升至约7%，6月仍保持约4%的较高增长。
- 分收入看，2026年低收入群体在折扣服装和平价食品渠道的消费占比提升最明显，中等收入群体亦有所增加，而高收入群体变化较小。

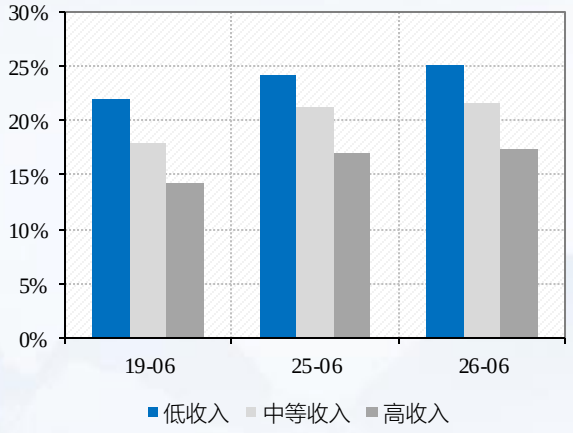
户均信用卡及借记卡支出同比增速（%）



平价食品零售商消费占比（%）



折扣服务零售商消费占比（%）

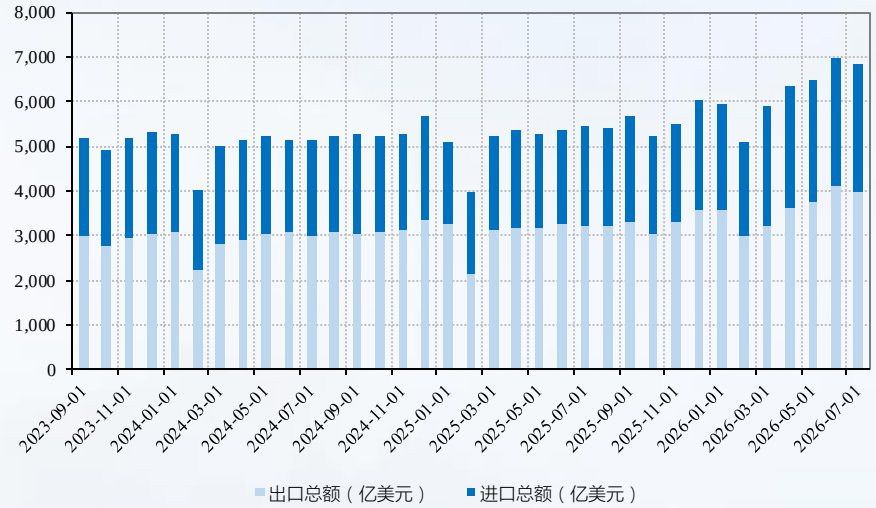


数据来源：美国银行，国泰海通证券研究

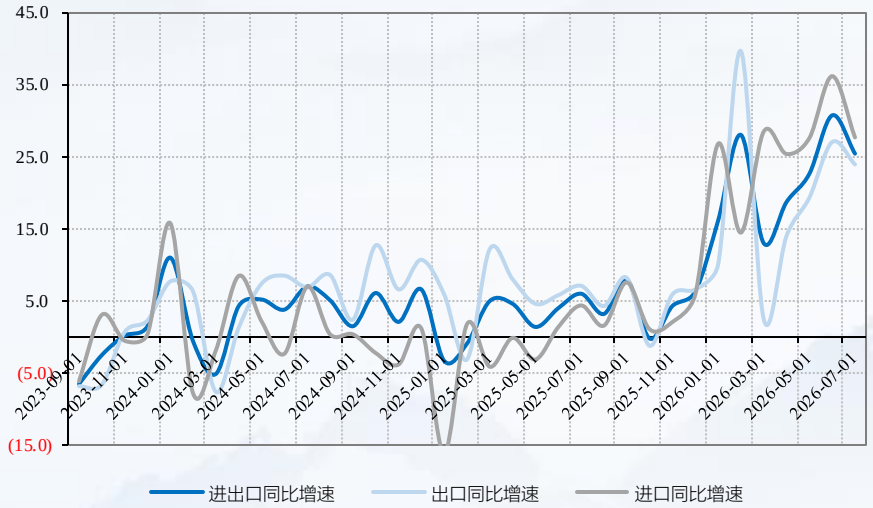
仅供内部参考，请勿外传！

- 出口额自2023年以来总体呈震荡上行趋势，2024年下半年起增长有所提速，单月出口规模持续突破前期高位，但整体维持较快增长，1-7月出口累计同比+18.5%。

进口、出口总额（亿美元）



进出口、进口、出口额增速（%）



数据来源：Choice，海关总署，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

跨境电商|除一季度外，今年对美出口维持修复，对东盟出口持续走强

- 7月对美出口同比+17.1%、较6月回升3.2pct；欧盟同比+16.0%、较6月回落2.5pct。新兴市场整体仍保持较强韧性，其中东盟出口同比+38.4%、较6月进一步回升3.9pct，非洲同比+18.2%；拉美同比+13.9%。韩国、新加坡、中国香港出口表现较强，分别同比+46.6%/+69.1%/+48.8%。

	当月同比																			
	美国	欧洲联盟	德国	法国	英国	意大利	澳大利亚	日本	韩国	中国香港	中国台湾	东盟	越南	新加坡	马来西亚	印度尼西亚	印度	非洲	俄罗斯联邦	拉丁美洲	巴西
2025-01	12.11	10.83	15.18	10.30	15.54	2.58	6.43	0.84	-2.71	-14.51	-6.28	3.15	-0.45	-12.09	5.33	10.89	7.45	6.57	-0.74	18.87	14.22
2025-02	-9.82	-11.55	-12.16	-12.86	-13.89	-11.26	-19.87	0.54	-2.76	42.85	33.21	8.76	36.19	-17.56	9.84	-0.41	7.84	-11.78	-23.52	-14.68	-28.83
2025-03	9.09	10.30	11.89	4.55	16.30	8.44	-4.17	6.73	-0.92	7.85	7.88	11.55	18.91	-6.40	-2.67	24.58	27.31	37.04	1.86	23.46	12.25
2025-04	-21.03	8.27	20.44	2.81	2.52	4.97	5.77	7.77	-0.30	8.81	15.52	20.80	22.51	14.89	14.91	36.85	21.71	25.30	-2.74	17.26	4.19
2025-05	-34.52	12.02	21.51	24.09	15.62	1.85	12.63	6.16	-1.17	11.42	7.53	14.84	22.03	11.87	5.24	11.00	12.48	33.33	-10.84	2.31	-7.12
2025-06	-16.13	7.59	3.45	13.59	10.84	12.22	-1.21	6.61	-6.66	16.74	3.37	16.92	23.81	10.29	9.89	8.80	9.38	34.80	-16.20	-2.11	-8.03
2025-07	-21.67	9.24	13.08	7.37	7.45	14.58	14.84	2.45	4.63	10.72	19.19	16.59	27.94	9.29	-0.54	11.96	9.79	42.41	-9.12	7.74	-1.84
2025-08	-33.12	10.38	7.54	8.26	10.16	17.94	10.08	6.74	-1.44	17.24	17.46	22.51	30.97	33.04	13.03	12.31	9.08	25.86	-16.73	-2.33	-18.43
2025-09	-27.03	14.18	10.89	8.46	12.18	30.34	10.66	1.81	7.01	19.39	11.03	15.62	24.53	5.22	-2.43	17.08	14.36	56.41	-21.14	15.19	15.77
2025-10	-25.17	0.93	2.39	3.09	-5.19	6.42	5.85	-5.71	-13.05	20.90	9.82	10.96	22.38	16.79	-10.05	5.87	6.69	10.46	-22.69	2.11	0.34
2025-11	-28.58	14.83	15.50	17.48	8.67	25.44	35.79	4.30	1.92	18.45	12.82	8.17	25.81	-6.79	-9.55	8.80	7.97	27.55	-4.90	14.87	12.46
2025-12	-30.01	11.63	13.11	3.45	13.08	18.60	12.87	5.26	-0.62	31.23	11.20	11.15	20.46	-3.31	2.34	-4.11	22.10	21.82	3.61	9.81	10.90
2026-01	-23.02	10.82	13.72	12.72	12.34	12.19	9.60	-0.26	15.79	56.40	33.51	22.37	36.63	31.28	23.73	4.03	7.29	23.40	-0.91	-0.57	6.63
2026-02	9.68	54.91	60.31	62.49	49.59	75.25	64.88	22.48	40.69	18.93	22.81	38.75	12.16	48.73	44.25	40.46	37.87	97.48	58.99	44.12	50.81
2026-03	-26.49	8.63	11.76	6.81	3.44	6.28	11.91	3.32	19.57	40.97	35.19	6.86	11.79	-7.06	10.58	6.72	12.73	3.08	20.63	-3.70	11.36
2026-04	11.31	13.43	7.60	15.00	9.59	17.91	8.63	4.04	24.58	44.30	26.94	15.22	24.69	-11.41	19.90	8.41	18.56	17.30	25.69	13.74	36.99
2026-05	35.41	7.56	9.35	-1.79	1.68	16.69	23.60	10.94	42.13	63.10	32.18	24.30	27.14	3.41	32.20	19.77	18.63	18.58	35.79	6.07	13.60
2026-06	13.87	18.46	27.17	-1.09	16.56	22.98	29.77	6.88	42.58	57.96	43.75	34.51	39.44	32.85	37.58	34.40	39.43	28.04	38.04	28.36	28.92
2026-07	17.05	15.95	17.39	12.07	17.21	6.28	13.92	14.01	46.64	48.78	25.08	38.36	35.43	69.11	51.52	23.04	14.41	18.20	34.94	13.86	15.79

数据来源：wind，海关总署，国泰海通证券研究

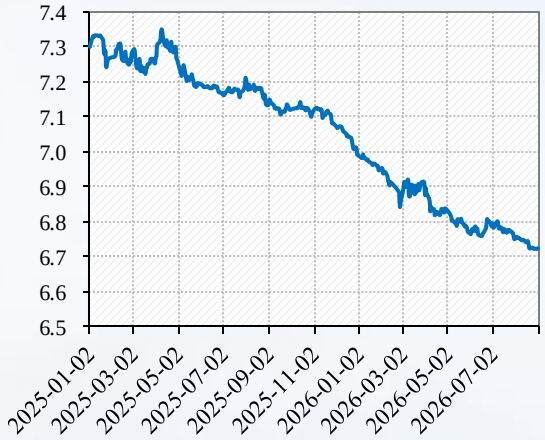
请参阅附注免责声明

仅供内部参考，请勿外传！

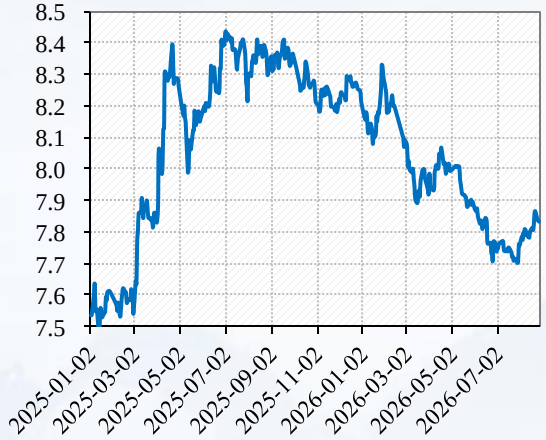
跨境电商|二三季度人民币汇损压力逐步收窄，头部公司充分套保

- 2026年以来人民币对美元、日元及欧元整体呈升值趋势。
- 不同企业套保策略有所不同。如安克采取长期滚动锁汇策略；赛维、华凯等企业采用短周期、阶段性锁汇，虽然期末在手外汇合约数量较少，但期内亦购入/售出远期外汇合约，不同企业的汇率风险管理与其经营节奏相关性较高。

套保比例测算		2025期末外币净敞口（亿元）	期末持有远期外汇合约规模（亿元）	期末套保覆盖比例（估算）（期末远期外汇合约期末金额/期末外币货币性资产负债净敞口）
300866.SZ	安克创新	82.88	186.48	225.0%
301381.SZ	赛维时代	3.03	9.27	305.5%
301606.SZ	绿联科技	6.58	未披露	-
300592.SZ	华凯易佰	6.13	1.36	22.2%
301376.SZ	致欧科技	13.82	0.20	1.5%
002803.SZ	吉宏股份	12.12	未披露	-





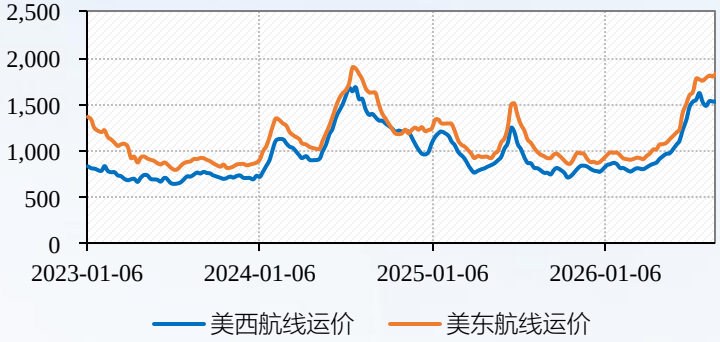


数据来源：中国外汇交易中心，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

2 跨境电商|油价有所回落，头部公司长协降低运价波动影响

- 跨境企业物流体系以“海运+海外仓/FBA”为主，运费率整体约12%-29%。安克创新运费率最低约12%，赛维时代最高约29%；商品成本占收入比约26%-49%，综合毛利率约35%-61%。
- 头部跨境企业通过长协锁价、锁仓及物流结构优化降低即期运价波动影响。其中安克已明确采用长协+锁仓；赛维通过长约锁价及头程渠道优化加强成本控制。





（二）运费

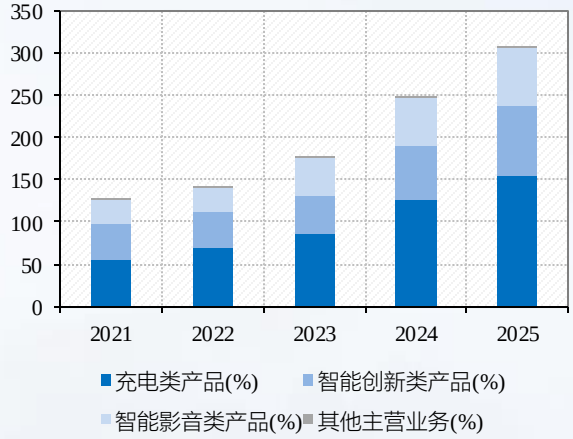
	头程配送	尾程履约	运费占收入比	商品成本占收入比	综合毛利率
安克创新	海运为主，空运为辅	依赖FBA	12%	43.2%	45.10%
赛维时代	海运为主，空运为辅	FBA+海外自有仓	29%	26.2%	44.58%
绿联科技	海运为主，空运为辅	FBA+三方海外仓	约20%（估）	约30%	37.00%
华凯易佰	空运+海运，小件空运	FBA+三方海外仓	22%	43.0%	35.0%
致欧科技	海运为主	自有海外仓为主	17%	48.7%	34.5%
吉宏股份（仅电商业务）	空运+海运，小件空运	三方海外仓为主	15%（估）	46.0%	61.00%

仅供内部参考，请勿外传！

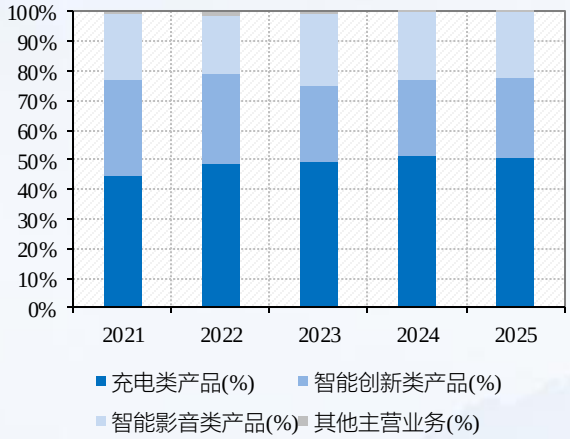
2 安克创新：多品类矩阵持续拓展，全球化布局优势突出

- **安克创新收入规模持续扩张，2021-2025年各类产品收入增长至超300亿元，四年实现翻倍以上增长。**从产品结构看，充电类产品始终为第一大品类，收入占比由2021年的约44%提升至2025年的约50%；智能创新类及智能影音类产品共同贡献约一半收入，多品类业务矩阵逐步成熟。
- 安克创新收入结构高度全球化，2021年以来境外收入占比始终维持在95%左右，中国大陆收入占比仅约3%-5%。

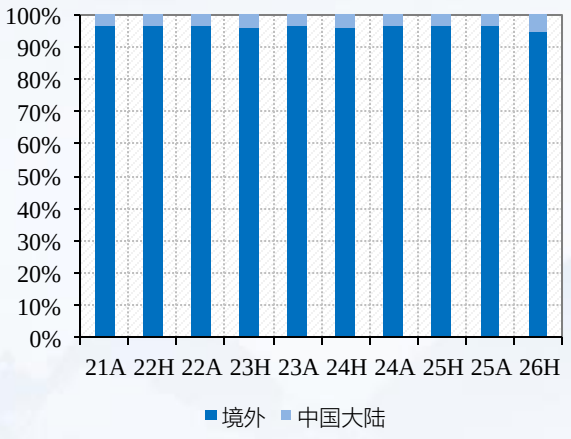
图：安克创新各类产品收入（亿元）



图：安克创新各类产品收入占比（%）



安克创新境内外收入占比（%）



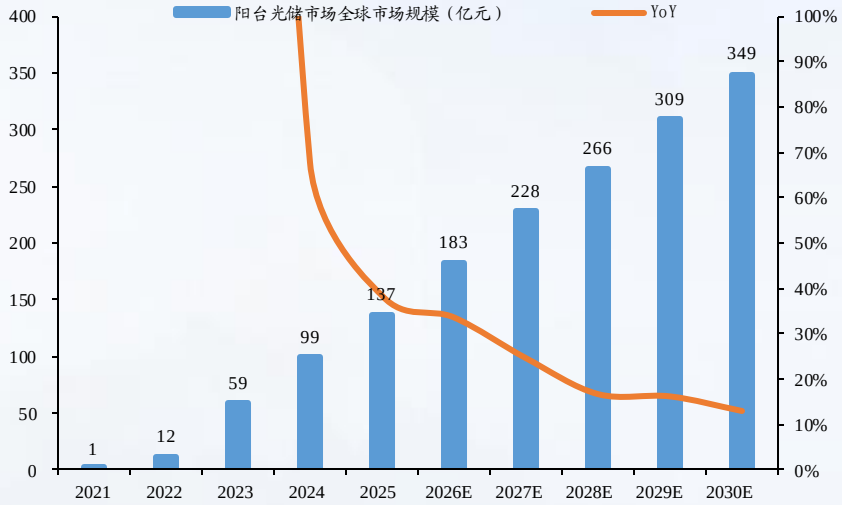
仅供内部参考，请勿外传！

2 安克创新：阳台光储快速渗透，带动业绩提速

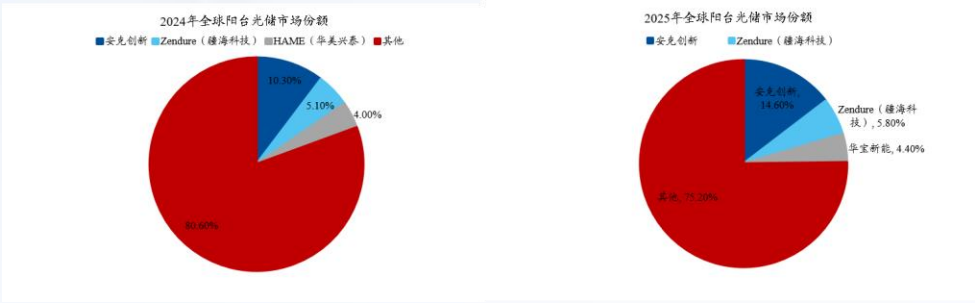
2025年全球消费级储能市场规模达2290亿元/+13.7%，其中阳台光储全球市场规模达137亿元/+38.4%，成为消费级储能市场增长的主要拉动。1）供给端，分布式能源政策密集颁布，打开供给侧约束。德国Solarpaket I获批通过后，各国陆续跟进。**2）需求端，**25年底以来基本面驱动+地缘事件驱动天然气价格抬升，燃气价格变动直接带动电力价格变动，欧洲能源焦虑需求抬升。

2025年以来入局者增多，头部仍具领先优势。目前行业头部厂商安克仍维持领先优势，2024、2025年全球市场份额分别为10.3%、14.6%。

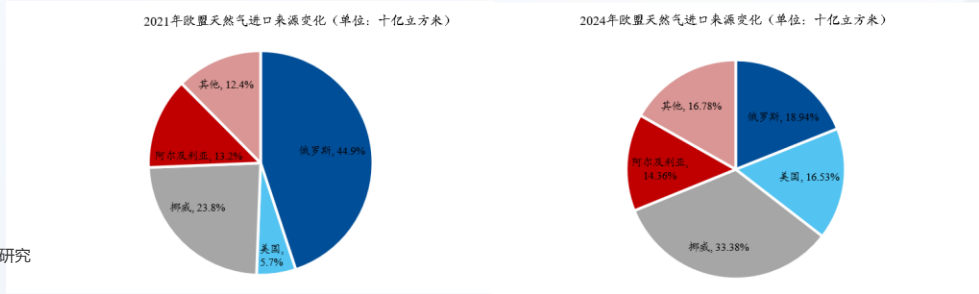
全球阳台光储市场规模保持高增



全球阳台光储竞争格局进一步向头部安克等厂商集中



欧盟提出彻底停止进口俄罗斯天然气和石油，加速能源转型



数据来源：中国化学与物理电源行业协会，沙利文，欧盟委员会，国泰海通证券研究

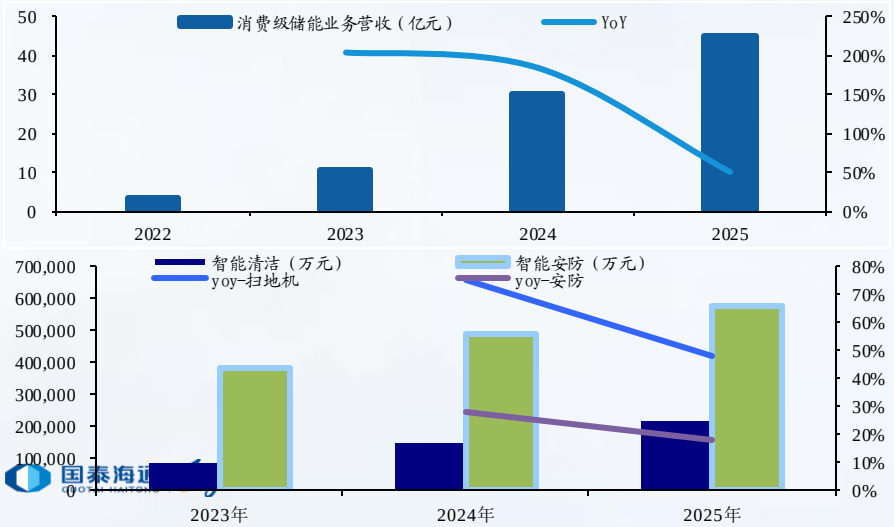
仅供内部参考，请勿外传！

2 安克创新：阳台光储快速渗透，带动业绩提速

阳台光储：本质为经济产品，有效降低家庭能源支出。据可再生能源领域的专业机构EUPD Research的研究显示，对于普通家庭，阳台光储系统(2kW光伏系统搭配2kWh储能电池）可以降低超64%的电费，本质上阳台光储是一套经济产品。根据Anker SOLIX实际用户的使用数据显示，2024年使用Solarbank 2 Pro的用户，年省电费的中位数为373欧元，平均5年左右即可收回投资成本，部分光照条件较好的用户年收益能超过900欧元。

2026年以来，美国关税高点已过，同时汇率对美升值预期与原材料成本上涨趋势下，股价有所承压。公司目前东南亚对美产能占比达2/3，提价顺畅。25Q2受小充影响、关税扰动低基数，26Q2退税亦将逐步落地，预计26Q2将维持高增，伴随业绩稳健释放，目前估值仍处于低位。

安克消费级储能在阳台光储带动下销售体量快速放量



安克阳台光储主流产品，兼顾经济性与使用体验

	Solix Solarbank 3 E2700 Pro	Solix Solarbank 2 E1600 Pro
容量	2,688 Wh	1,600 Wh
可扩展	16 千瓦时	高达 9.6 千瓦时
电池类型	LiFePO4	LiFePO4
MPPT 数量	4	4
光伏输入功率	3,600 W	2,400 W
交流充电功率	1,200 W	-
逆变器输出功率	800 W	800 W
输出电源插座	1,200 W	1,000 W
尺寸	460 × 254 × 279 毫米	460× 249 × 254 毫米
重量	29.2 千克	21.8 千克
零售价（上市时）	1,499 欧元	1,199 欧元
图例		

数据来源：公司公告，notebookcheck中国版，国泰海通证券研究

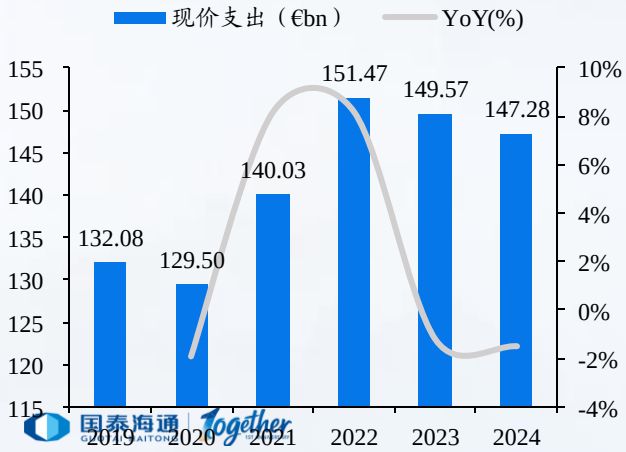
仅供内部参考，请勿外传！

2 致欧科技：VC模式加速推进，带来平台流量的同时利润率亦有优化

家具家居行业需求温和修复，竞争核心转向产品、品牌、供应链及本地履约能力。欧洲B2C电商规模由2020年的6050亿欧元增至2024年的8420亿欧元，复合增速约8.6%，预计2025年进一步增长7%。家具线上化仍具较大空间，行业已经走出库存和需求同步收缩阶段，但复苏仍受地产交易、搬迁需求及居民可选消费影响。竞争格局方面，宜家、JYSK等全渠道品牌占据规模优势，Wayfair、Westwing等垂直平台强化品类运营，Amazon等综合平台控制流量入口，中国跨境企业则加快品牌化和海外仓布局。

亚马逊平台卖家竞争加剧，在由卖家数量扩张转向头部卖家综合能力竞争。根据Marketplace Pulse数据，贡献美国站50%第三方GMV的卖家由2023年的约1.5万家减少至2026年的7,760家，中小型弱势卖家持续退出，订单、评价、广告流量和供应链资源向具备品牌、资金、履约及数据运营能力的头部卖家集中。

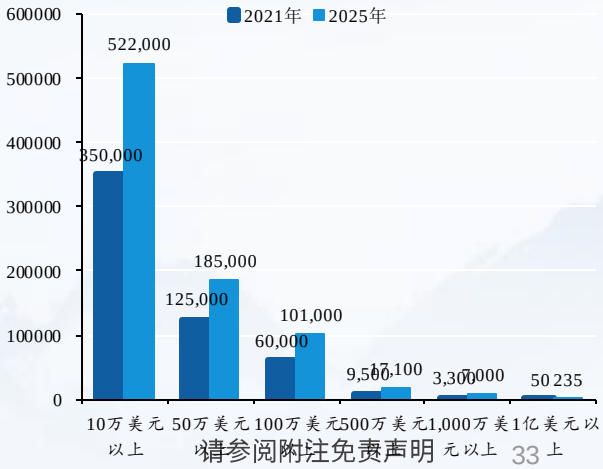
欧盟家具消费支出（十亿欧元）及增速（%）



美国家具及家居用品门店电商销售额（百万美元）



全球非尾部卖家数量2021年起保持增长



数据来源：欧盟委员会，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

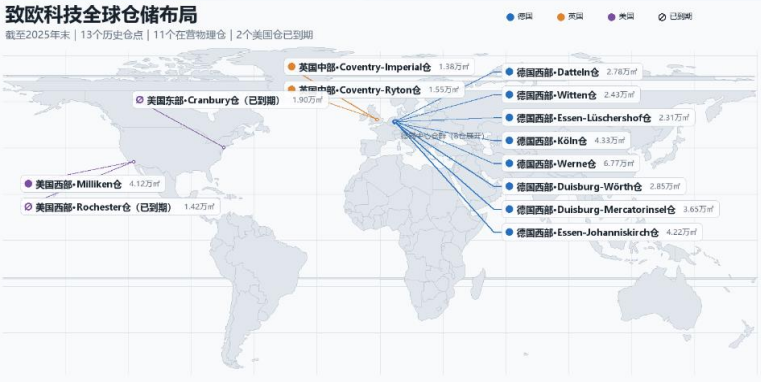
2 致欧科技：VC模式加速推进，带来平台流量的同时利润率亦有优化

公司自有仓配体系提供基础，VC模式加速推进，带来平台稳定流量的同时利润率亦有优化。

2025年公司家具、家居收入分别达到46.87亿元和30.72亿元，合计占主营收入89.9%；Amazon B2C模式受低价竞争加剧收入有所波动，VC模式成为增长核心。公司现有仓配体系成熟，履约端已形成德国中心仓群+法意西前置仓+英国仓及美国区域仓网的立体布局，将降低平台端海外履约压力；同时商品端形成优质稳定供给，已经实现市场验证。对于致欧而言，VC模式带来平台背书+流量扶持，利润率亦有7-8pct的提升空间。

致欧科技自有仓储体系完善

区域	城市及主要地址	物理仓数量	面积（万平方米）	租赁期限
德国（西）	Datteln，Zum Schleusenpark 4	1	2.78	2020.10.01-2031.09.30
德国（西）	Witten，Brauckstraße 51	1	2.43	2019.11.13-2029.11.30
德国（西）	Essen，Lüschershofstraße 70	1	2.31	2021.02.01-2030.1.31
德国（西）	Köln，Franz-Greiß-Straße 7等	1	4.33	两份租约，2021.01.15-2031.09.30 2021.08.01-2031.09.30
德国（西）	Werne，Wahrbrink 27	1	6.77	2021.11.23-2029.11.22
德国（西）	Duisburg，Wörthstraße 173	1	2.85	2024.01.01-2030.12.31
德国（西）	Duisburg，Mercatorinsel 20	1	3.65	2024.06.01-2029.05.31
德国（西）	Essen，Johanniskirchstraße 63/71	1	4.22	2025年投入
德国小计	**德国中心仓群**	**8**	**29.35**	—
英（中部）	Coventry，Unit 8 Imperial Road	1	1.38	2021.11.12-2031.11.11
英（中部）	Coventry，DC4 Prologis Park Ryton	1	1.55	2024.06.14-2034.06.13
美国小计	—	**2**	**2.93**	—
美国（西）	Rancho Cucamonga, Milliken Ave，CA	1	4.12	2021.04.19-2026.05.31
美国（东）	Six Santa Fe Way Cranbury,NJ	1（到期）	1.90	2020.12.01-2025.12.31（已到期）
美国（西）	8599 Rochester Avenue Rancho,CA	1（到期）	1.42	2020.02.01-2025.04.30（已到期）
	截至2025年末	**11**	**36.39**	



致欧科技SC模式与VC模式UE模型对比

表1：公司由SC模式向VC模式转换

	静态测算		
	SC 模式	VC-VOC 模式	口径说明
消费者不含税支付金额（元）	100	98	统一 GMV 口径
亚马逊采购折价（元）	0	-10	欧洲区折价-10
致欧确认收入（元）	100	88	
货品+头尾程成本	-63.7	-63.7	
毛利润（元）	36.3	24.3	
毛利率（%）	36.3%	27.6%	
平台佣金（元）	-17		VC 不需要平台佣金
广告及站内推广（元）	-7	-11	VOC 主要享受 Amazon 自然流量
其他（元）	-7	-7	
单笔贡献利润（元）	5.3	6.3	
终端零售额贡献利润率（%）	5.3%	6.4%	
致欧确认收入贡献利润率（%）	5.3%	7.2%	
	动态测算		
	SC 模式	VC-VOC 模式	
消费者不含税支付金额（元）	100	98	
亚马逊采购折价（元）	0	-10	
致欧确认收入（元）	100	88	
货品+头尾程成本	-63.7	-57.2	货品成本及头程海运费用优化
毛利润（元）	36.3	30.8	
毛利率（%）	36.3%	35.0%	
平台佣金（元）	-17		
广告及站内推广（元）	-7	-11	
其他（元）	-7	-7	
单笔贡献利润（元）	5.3	12.8	
终端零售额贡献利润率（%）	5.3%	13.1%	
致欧确认收入贡献利润率（%）	5.3%	14.5%	

资料来源：2025 财报，国泰海通证券研究测算

数据来源：MarketPlace，Choice，公司年报，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

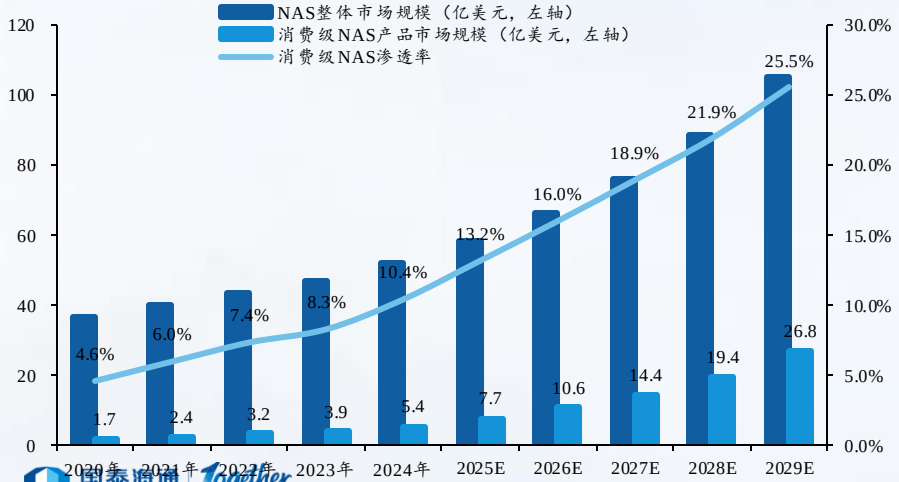
2 绿联科技：消费级NAS渗透加速，应用场景开拓打开成长空间

NAS整体市场稳健增长，消费级市场是主要增量来源。全球NAS市场由2024年的51.8亿美元增至2029年的105.0亿美元，对应复合增速15.2%。其中全球消费级NAS由5.4亿美元增至26.8亿美元，占全球NAS市场的比例将由2024年的10.4%升至2029年的25.5%。分量价来看，

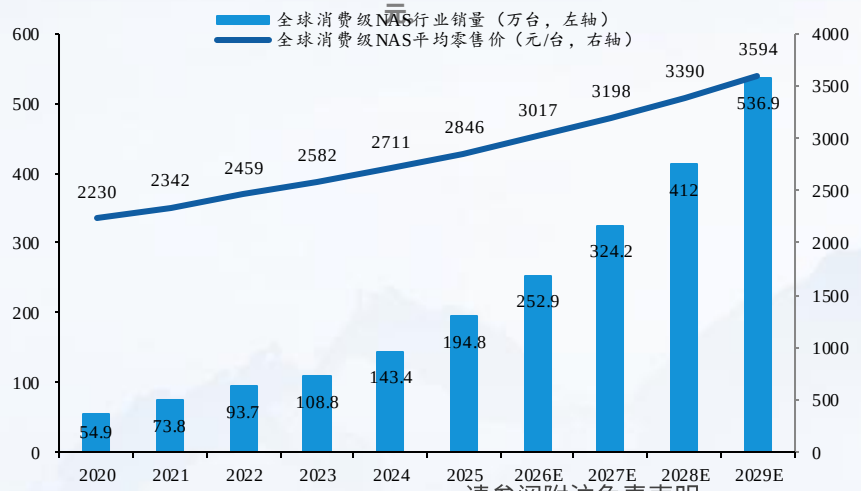
1）价：2025年全球消费级NAS行业平均零售价约为2846元/台。行业总出货量约194.73万台；绿联零售额9.7亿元、零售额份额17.5%，对应行业零售额约55.43亿元。两者相除可得到行业平均零售价约2,846元/台。

2）量：2025年行业总出货量约194.8万台。据招股书披露绿联2025年消费级NAS出货量40.11万台、出货量份额20.6%，对应行业总出货量约194.8万台。

NAS产品市场规模持续扩容，消费级NAS渗透率由2020年的4.6%提升至2024年的10.4%



按量价拆分，2025全球消费级NAS行业的量价分别为194.8万台/2846元



数据来源：绿联科技港股招股书，国泰海通证券研究

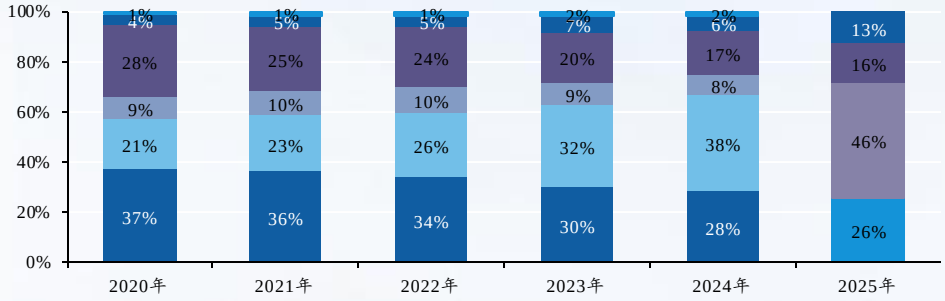
仅供内部参考，请勿外传！

2 绿联科技：消费级NAS渗透加速，应用场景开拓打开成长空间

分品类来看，充电业务为业务压舱石，NAS贡献第二曲线。存储类收入由2020年的1.19亿元增长至2024年的3.91亿元，2025年随着NAS产品放量进一步增至12.26亿元，同比+213.18%，收入占比由2024年的6.4%提升至12.9%。

内存涨价改变成本结构，短期扰动消费决策，但不改长期空间。2026年以来受产能紧张及服务器需求增长影响，CPU以及运行内存均出现不同程度的涨价。据测算涨价后，CPU与运行内存的成本在主机成本中占比达25%/31%，其他硬件合计占比为44%。同时硬盘成本在用户购置成本占比达50~70%，对短期消费者购买行为造成影响，但长期不改增长空间。

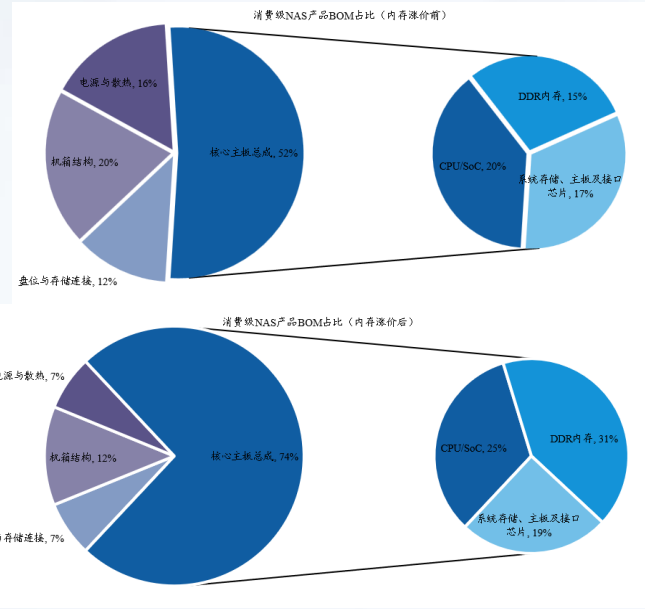
分品类来看，智能存储品类快速扩张



硬盘成本在消费者用户购置成本中占比通常在50~70%之间

NAS主机型号（不带盘）	硬盘规格（以西部数据红盘为例） / 价格（元，用券价）	2TB 1199	4TB 1469	6TB 2349	8TB 3049	10TB 3759	12TB 4499	16TB 6694	18TB 7294
DH4300 Plus	1745	73%	77%	84%	87%	90%	91%	94%	94%
DXP4800 8G版本	2555	65%	70%	79%	83%	85%	88%	91%	92%
DXP4800 GT 8G版本	3095	61%	65%	75%	80%	83%	85%	90%	90%
DXP4800 PRO 16G版本	4625	51%	56%	67%	73%	76%	80%	85%	86%
DXP8800Ultra	10999	47%	52%	63%	69%	73%	77%	83%	84%

消费级NAS产品BOM占比（内存涨价前后对比）



数据来源：天猫，公司公告，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

绿联科技| 7月绿联UGREEN销售保持双位数增长，销量高增但ASP延续下滑

- 7月份，绿联UGREEN销售额同比+14.8%；销售量同比+30.6%，ASP（平均售价）同比-12.1%。6月份销售额同比+100.1%，销量同比+131.0%，ASP同比-13.4%。7月销售额保持增长，销量仍维持较快增长，但ASP同比继续下降。

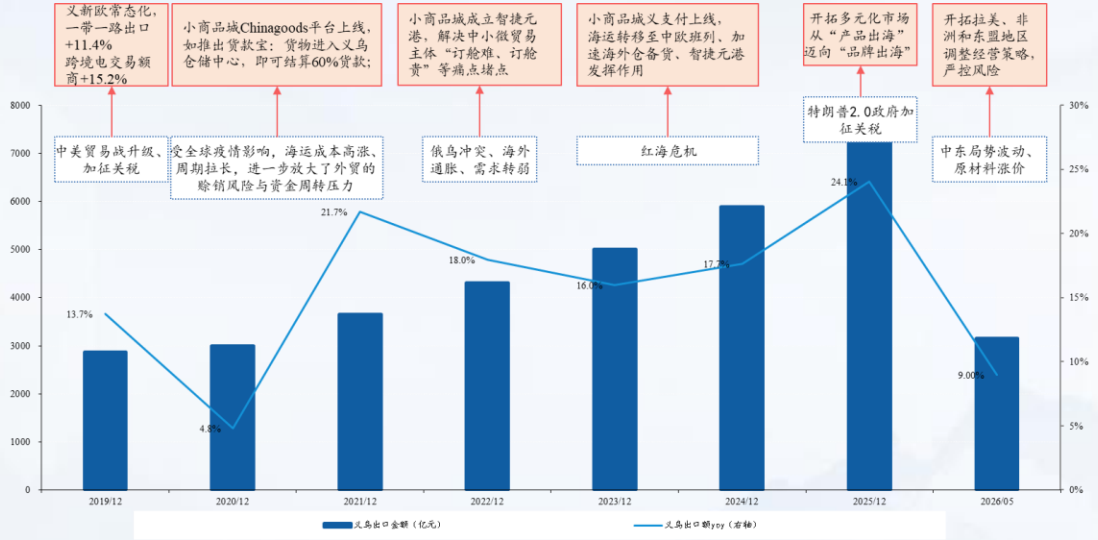
绿联 UGREEN						
月份	肖售额（万美元）	销售额同比	销量（万）	销量同比	ASP	ASP同比
2026年7月	406.0	14.8%	14.8	30.6%	27.4	(12.1%)
2026年6月	341.6	100.1%	15.1	131.0%	22.5	(13.4%)
2026年5月	353.2	116.3%	13.6	109.3%	26.0	3.3%
2026年4月	261.8	24.6%	12.0	58.1%	21.8	(21.7%)
2026年3月	250.1	98.3%	12.4	134.0%	20.2	(15.2%)
2026年2月	215.5	22.2%	10.2	59.4%	21.1	(23.3%)
2026年1月	287.0	43.4%	13.5	95.7%	21.3	(26.3%)
2025年12月	389.2	8.4%	16.2	45.9%	24.0	(25.3%)
2025年11月	203.1	21.0%	9.6	31.5%	21.2	(8.0%)
2025年10月	231.9	13.0%	10.0	58.7%	23.2	(28.8%)
2025年9月	188.9	6.8%	8.2	43.9%	23.0	(25.8%)
2025年8月	191.0	5.9%	8.6	45.8%	22.2	(27.4%)
2025年7月	353.8	105.1%	11.4	86.1%	31.2	10.2%
2025年6月	170.7	32.1%	6.6	45.7%	26.0	(9.4%)
2025年5月	163.3	42.2%	6.5	38.1%	25.2	3.0%
2025年4月	210.2	71.7%	7.6	72.7%	27.7	(0.6%)
2025年3月	126.1	(35.8%)	5.3	(18.5%)	23.8	(21.3%)
2025年2月	176.4	9.4%	6.4	16.4%	27.6	(6.0%)
2025年1月	200.1	96.6%	6.9	115.6%	29.0	(8.8%)

数据来源：欧鹭数据，统计美亚站点所有数据，供参考趋势表现。

仅供内部参考，请勿外传！

2 小商品城|双边贸易成势：出口筑壁垒，进口拓新章

- 出口生态壁垒持续强化：2019年以来，义乌历经贸易摩擦、疫情及地缘扰动等多轮系统性冲击，2019-2025年出口额复合增速达16.9%。
- 公司转型服务释放利润：小商品城积极应对外部复杂环境，不断深化产业布局，形成“市场+平台+金融+物流+数据”服务闭环，服务渗透率有望成为长期增长驱动力。
- 进口跨越千亿规模，政策催化第二曲线：公司作为国贸改革2.0唯一试点单位，稳步推进正面清单扩容和检测认证流程优化，能够深度复用现有生态基建，进口业务有望成为新增长引擎。



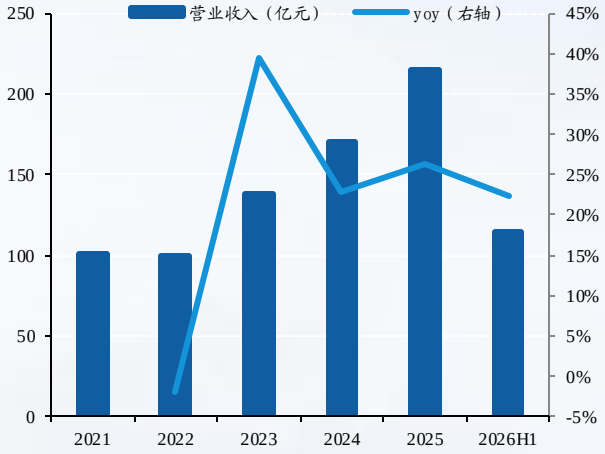
数据来源：Chinagoods官网，Choice，义乌市统计局，韩联社，第一财经，证券时报，环球网，潮新闻，央视新闻，每日商报社，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

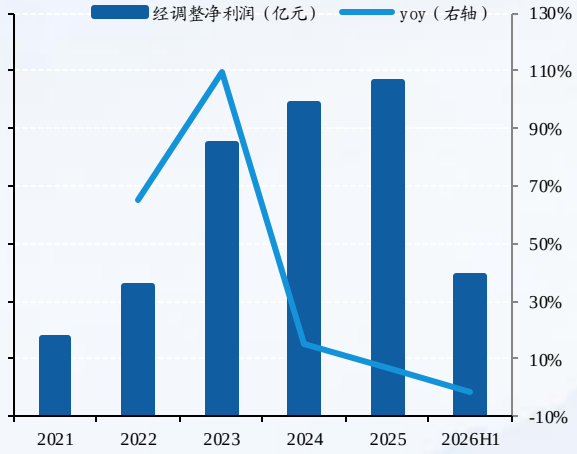
2 名创优品|2026H1收入持续高增，利润短期承压。

- 26H1实现收入115.0亿元，同增22.4%；剔除汇兑影响后经调整经营利润为16.3亿元，同增5.0%；剔除汇兑影响后经调整净利润为12.2亿元，同降1.7%，对应经调整净利率10.6%，同降2.6pct；主要系（1）高利润率（30%）的海外代理收入下滑10%；（2）受IP产品上新节奏影响，北美Q2收入增速放缓；同时，本地直采占比未降及直营新店的前置费用投入，亦使利润端持续承压。渠道方面，2026H1全球门店净增189家至8674家，其中中国MINISO/海外MINISO/TOPTOY季度内分别净增97/61/31家，海外开店主要来自北美洲（净增75家），国内大店模型持续得到验证，海外主动提质降速，公司主动关闭低效代理门店，下半年海外开店指引下修至净关50-70家。该调整短期或压制代理收入及利润率，看好27年进货节奏逐步企稳回升。。

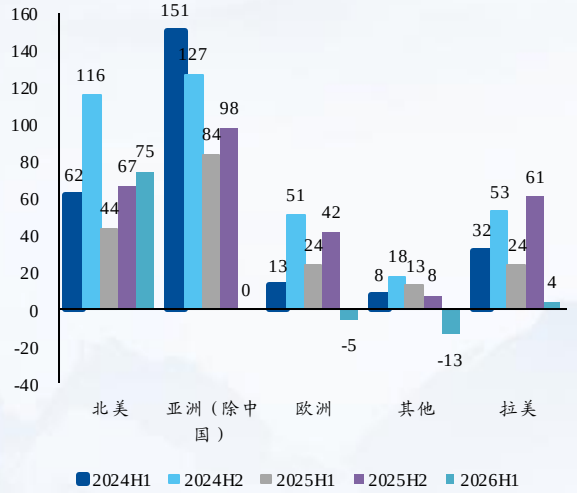
图：名创优品2026H1收入持续高增



图：名创优品2026H1利润短期承压



图：2026H1除北美外，其他海外市场拓店放缓



数据来源：名创优品投资者关系官网，名创优品2026年中期业绩公告，国泰海通证券研究

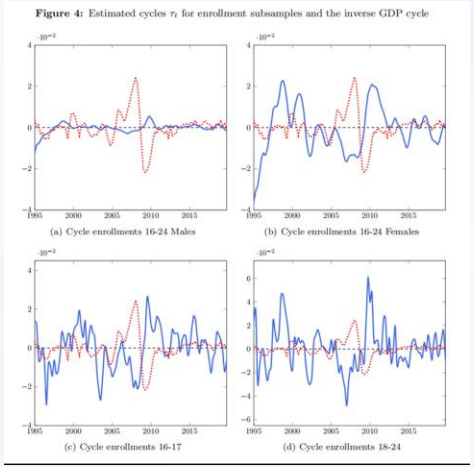
03 教育：供给扩容与格局优化共振

仅供内部参考，请勿外传！

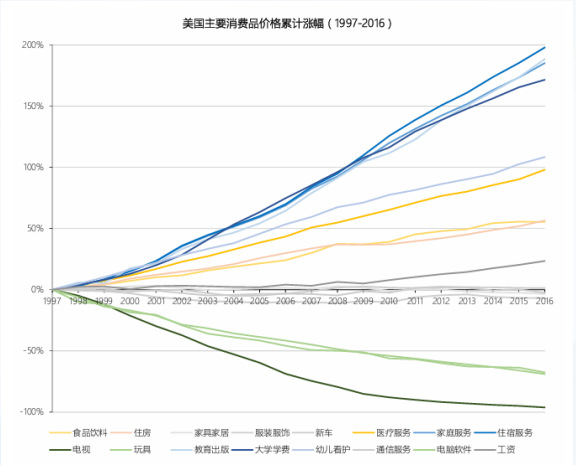
3 教育|逆周期性显著，需求仍然刚性

- 教育行业在受经济冲击明显的阶段，体现出更显著的逆周期属性。根据Sadaba在2020年的研究显示（数据采集自英国统计局），教育需求与经济周期的相关性取决于居民对该轮周期长短的预期，当判断本轮衰退短暂则仍会采取顺周期方式决策，即便追求继续教育的机会成本已经降低；而当判断衰退规模较大，则决策保有较强的一致性，也即更多人选择继续教育深造。从结构来看，这一趋势在女性与18-24岁群体中反应更加强烈，波动性更高；从美国1997年以来消费及服务价格变动显示，教育服务价格涨幅显著跑赢通胀大盘，体现出较明显的抗周期特征。

图：在受到经济危机时，教育行业的抗周期属性更明显



图：美国教育业价格涨幅大幅跑赢通胀

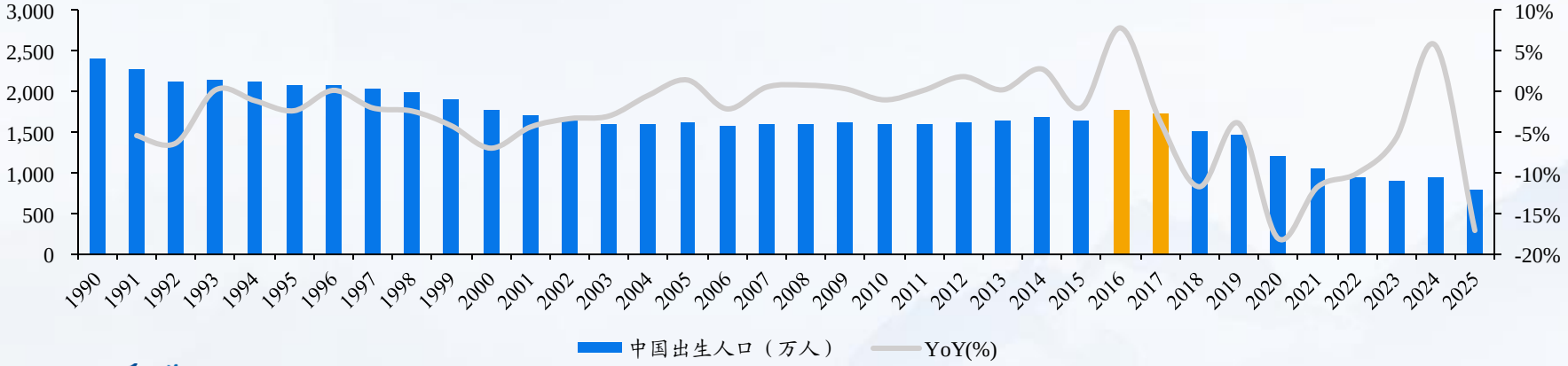


数据来源：Barbara Sadaba, Sunčica Vujič, Sofia Maier (2020), Cyclicality of Schooling: New Evidence from Unobserved Components Models, Bank of Canada Staff Working Paper 2020-38，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

3 教育|校区扩张驱动成长，高股息构筑安全垫

- 教育板块建议重点把握两条投资主线：一是关注需求景气延续、校区扩容与招生增长形成共振的标的，新网点产能释放有望带动收入增长并逐步释放经营杠杆，重点关注学大教育、行动教育；二是关注经营稳健、现金分红确定性较强的标的，较高的股东回报能够提供一定安全垫，重点关注行动教育、中国东方教育。整体来看，兼具成长弹性与高股东回报的教育龙头配置价值相对突出。
- K12教育竞争格局持续优化，监管规范化推动行业合规门槛提升，中小及非合规机构逐步退出，生源、师资及市场份额有望进一步向头部品牌集中。需求端看，2016—2017年出生人口处于阶段性高位，对应人口将在未来几年陆续进入初高中阶段，初高中学龄人口红利仍有望延续，为具备校区扩容能力和招生增长潜力的龙头机构提供需求支撑。

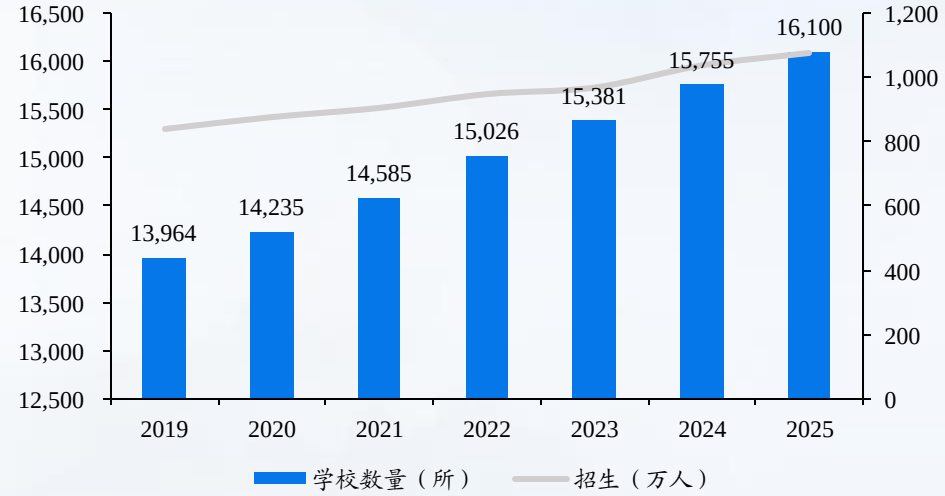


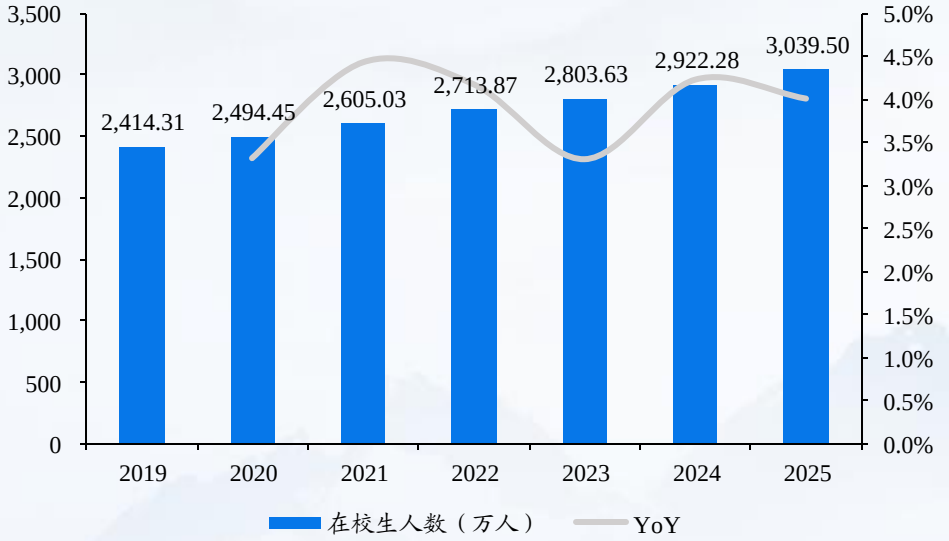
数据来源：Choice，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

3 教育|普通高中学位供给扩容，在校生规模持续扩大，高中教育服务需求增量有待承接

- 2019—2025年，全国普通高中招生人数由839.5万人增至1,074.9万人，在校生由2,414.3万人增至3,039.5万人，累计增加625.2万人；同期普通高中校舍面积增长36.4%，2024年全国新增普通高中学位60万个，“十五五”期间还将新建、改扩建1,000所普通高中、增加学位200万个以上，学生基数扩张趋势明确。伴随更多学生进入普通高中，高中阶段潜在客群和校区招生空间有望同步扩大。



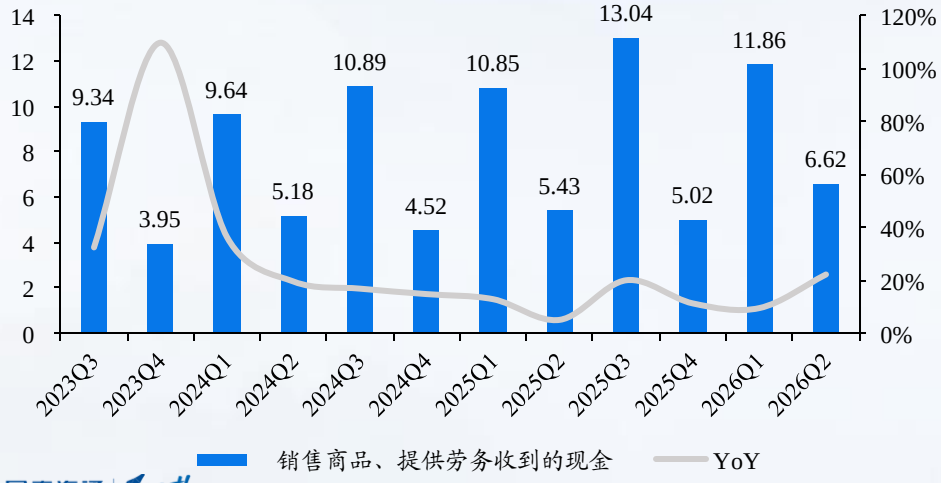


数据来源：Choice，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

3 教育|学大教育：门店基本盘稳健 ，全日制带来增量

- 收现保持稳健增长，1Q26、2Q26销售商品及提供劳务收到的现金分别为11.86亿元、6.62亿元，同比分别增长9.3%、21.9%；1H26合计收现18.48亿元，同比增长13.5%。尽管季度间受招生及缴费节奏影响存在波动，但同比增速持续为正，且2Q26增速进一步提升，公司招生转化及现金回款情况较好。
- 公司2026年加速扩张教学网络，个性化学习中心由2025年末约330所增至2026年6月末约380所，半年净增约50所、增幅约15%，已基本完成原定全年扩张目标；全日制业务亦持续扩容，1H26招生及在校生分别同比增长17%/12%，新建长春全日制学校并升级郑州、深圳城院、银川3个基地。



时点	教学网点	YoY/增量	全日制培训基地
2024H1	>240	—	>30
2024A	>300	+60家以上	>30
2025H1	>300	+60家以上YoY	>30
2025A	~330	+约30家	34
2026H1	~380	较年初+约50家/+15%	

数据来源：公司财报，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

3 教育|学大教育：公司长期空间测算

- **验证过全国大规模开店能力，中长期仍有较大的恢复空间**。2017年公司学习中心数量曾超过600家；经历“双减”及行业供给出清后，2025年末公司个性化学习中心约330家，2026年计划进一步新增约50家至约380家。即使完成2026年扩张目标，公司学习中心数量仍仅相当于历史高点的约六成。

- **格局优化**：行业竞争格局较2017年前后明显优化，头部机构在品牌、师资、教研和直营网点等方面的优势进一步强化。同时，普通高中学位供给持续扩容，高中阶段学生库容提升，也有望为一对一个性化辅导及全日制教育需求提供支撑。我们认为，在竞争格局优化和高中库容扩大的背景下，学大学习中心中长期重新达到600家具有一定可行性。

- 收入端来看，2025年公司实现营业收入约32.3亿元，其中教育培训服务收入约31.2亿元，对应年末约330家学习中心，简单测算当前单学习中心对应教育培训收入约950万元。若未来单中心产出基本维持当前水平，当学习中心数量达到600家时，对应教育培训收入约56.7亿元；若按照公司整体收入同比例外推，则对应收入约58.7亿元。因此，粗略测算，600家学习中心对应公司收入体量约57-60亿元。

- 假设远期净利率维持在8%-10%。按照约58亿元收入测算，600家学习中心对应归母净利润约4.6-5.8亿元。

- 进一步按照15倍PE估值，对应合理市值约70-87亿元。

数据来源：公司经营数据，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

3 教育|学大教育：高中培训市场测算

- 高中培训市场规模约1600亿元。 我们按照“高中学生人数×参培率×生均培训支出”测算高中校外培训市场规模。测算全国高中培训参培人数约1845万人，全国平均高中参培率约60%，生均年培训支出约8700元，对应高中校外培训市场规模约1605亿元。

- 高中一对一培训市场规模约400亿元。考虑到一对一培训客单价较高、主要聚焦升学提分等刚需场景，我们假设一对一模式占高中培训市场约20%-30%，中性取25%，对应高中一对一培训市场规模约400亿元。相比之下，学大当前个性化培训收入仅约30亿元左右，即使未来学习中心恢复至600家、个性化培训收入达到50亿元以上，对应高中一对一市场份额仍仅约10%-15%，龙头仍具有较大的份额提升空间。

数据来源：国泰海通证券研究

请参阅附注免责声明

仅供内部参考，请勿外传！

3 教育|行动教育：具备较强韧性的偏弱顺周期公司，收现表现持续良好

- 1）2024Q2-Q3：宏观环境走弱，公司收款增速持续放缓。2024Q2收现同比仅+2.7%，Q3进一步转为-24.3%，企业家经营信心偏弱，培训等非刚性支出短期承压。

- 2）2024Q4：政策转向后企业家信心边际修复，公司收款恢复增长。随着“924”一揽子政策落地，市场预期改善，2024Q4公司收现同比恢复至+11.1%。

- 3）2025Q1-Q2：贸易摩擦及外部不确定性压制企业培训需求。尤其4-5月关税快速升级，出口企业集中的华南区域报到率受到一定影响，企业家延后非刚性付款及学习安排，Q1/Q2收现分别同比-34.1%/-20.2%；6月后随着贸易摩擦阶段性缓和，需求开始边际修复。

- 4）2025Q3以来需求进入持续修复通道，2026H1收现明显领先收入。2025Q3前期递延需求集中释放，收现同比+53.3%、收入同比+28.0%；Q4延续恢复，收现/收入分别同比+14.0%/+11.2%。进入2026年，公司经营进一步提速，Q1收现同比+111.8%、收入同比+32.7%；Q2收现2.95亿元、同比+26.7%，收入2.55亿元、同比+19.4%，收现/收入达到115.9%，连续两个季度收现高于收入，订单及预收款表现较强，为后续收入确认提供支撑。

季度	销售收现	收入	收现/收入	收现YoY	收入YoY
2022Q1	0.93	0.98	94.6%		
2022Q2	1.10	1.03	106.1%		
2022Q3	1.23	1.39	88.6%		
2022Q4	1.38	1.10	125.5%		
2023Q1	1.21	1.10	110.5%	30.8%	12.0%
2023Q2	2.84	1.78	159.3%	159.0%	72.5%
2023Q3	1.89	1.73	109.2%	53.2%	24.3%
2023Q4	3.05	2.11	144.3%	120.2%	91.4%
2024Q1	1.60	1.41	113.6%	31.7%	28.1%
2024Q2	2.92	2.49	117.3%	2.7%	39.5%
2024Q3	1.43	1.73	82.5%	-24.3%	0.2%
2024Q4	3.38	2.21	153.4%	11.1%	4.5%
2025Q1	1.05	1.31	80.6%	-34.1%	-7.2%
2025Q2	2.33	2.13	109.2%	-20.2%	-14.2%
2025Q3	2.19	2.22	98.8%	53.3%	28.0%
2025Q4	3.86	2.45	157.2%	14.0%	11.2%
2026Q1A	2.23	1.73	128.6%	111.8%	32.7%
2026Q2A	2.95	2.55	115.9%	26.7%	19.4%

仅供内部参考，请勿外传！

3 教育|行动教育：预期4.8亿元利润，对应96亿元合理市值

- **核心测算：**

2027E归母净利润：4.8亿元；

目标PE：20倍；

合理市值：4.8亿元×20倍＝96亿元；

按约1.195亿股基本股本计算，对应目标价约80元/股，暂不考虑股权激励期权稀释。

随着收款增长逐步转化为收入和利润，市场对公司增长持续性的担忧有望缓解。参考公司历史估值区间，并考虑2027年约20%的利润增长，我们给予公司2027年20倍PE，对应合理市值约96亿元、目标价约80元。

2027E归母净利润	17倍PE	20倍PE	23倍PE
4.5亿元	76.5	90.0	103.5
4.8亿元	81.6	96.0	110.4
5.1亿元	86.7	102.0	117.3

数据来源：国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

3 教育|行动教育：我国企业池深广，具备充分的客户空间支撑

- 以目标客户池中最严格的“营收3亿元以上、纯民企、员工100人以上”口径测算，公司可覆盖A股企业约3,260家；假设长期有效渗透率达到20%，对应652家客户，在深度转化情景下每家贡献5个校长EMBA席位、单价49.8万元，则累计潜在合同金额约16.2亿元；若采用民企/外企及全部市场化企业口径，累计空间可进一步达到17.7亿元和18.1亿元。

- 上述为多年累计合同空间而非单年收入，若按5年逐步释放，对应年均新增签约及收款约3.2亿元，收入则随课程交付跨期确认。若按公司2026E归母净利润约4.0亿元、2027E达到4.8亿元，仅需新增约2.0亿元收入，相当于每年新增转化约80家企业、每家贡献5个校长EMBA席位，仅占3,260家目标客户池的约2.5%；叠加2026年收款形成的业绩蓄水池、浓缩EMBA向校长EMBA转化，以及解决方案课程和咨询服务的交叉销售，我们认为4.8亿元利润目标具备较为充分的客户空间支撑。

口径	样本数量	总收入
A股营收>3亿+纯民企+员工100人以上	3260家	18.54万亿元
A股营收>3亿+民企/外企+员工100人以上	3548家	21.96万亿元
A股营收>3亿+市场化企业+员工100人以上	3634家	24.62万亿元

数据来源：Wind，国泰海通证券研究

04 黄金珠宝：金价扰动下基本面筑底，品牌分化机会凸显

仅供内部参考，请勿外传！

4 黄金珠宝|投资观点：兼具向上弹性与安全边际

- 黄金珠宝股价走势与金价总体呈现较高相关性，老铺黄金总体与近期金价走势相关性最高、且股价波动幅度大于金价；菜百股份总体与金价同向变动；港资品牌周大福、周生生、六福集团总体受金价上涨/下跌对利润的影响较大，股价亦与金价同向变动，但得益于经营韧性在金价下跌时股价跌幅小于金价。
- 超过此前同价位市值的有周大福、六福、周生生、周大生。基本面/股息均有明显改善，但市值并未充分体现改善幅度。
- 改善点为：周大福单店+产品逻辑，六福渠道+单店+产品+股息+沟通，周生生产品+单店+沟通，周大生股息。
- 当前头部企业估值/景气度仍然很高。A股推荐菜百/潮宏基，H股推荐周生生/六福/大福/老铺等

表：不同金价走势下黄金珠宝品牌市值

金价走势	伦敦金现	老铺黄金	周大福	六福集团	周生生	周六福	老凤祥	菜百股份	潮宏基	周大生	曼卡龙	中国黄金	莱绅通灵	迪阿股份
上行周期	4000	1204	1477	145	97	195	214	113	127	147	55	147	36	135
	4500	1198	1265	143	85	123	192	126	114	132	45	136	31	116
	5000	1498	1422	192	97	122	203	161	131	144	53	170	34	132
	5500	1392	1523	194	102	118	207	164	119	146	61	227	35	159
下行周期	5000	1249	1268	170	94	102	188	185	102	136	47	191	28	126
	4500	994	1090	134	80	85	168	145	87	134	38	146	26	120
	4000	629	1134	132	70	65	150	112	86	129	28	119	19	101
反弹	4500	654	1,321	154	104	61	151	123	90	134	32	129	21	92
当前市值与前期4500时差距（%）		-45%	4%	7%	22%	-50%	-21%	-2%	-21%	1%	-28%	-5%	-31%	-21%

注：港股公司市值单位为亿港元，A股公司为亿人民币。伦敦金现从4000-5500的上行期指2025年10月初至2026年1月末所对应各金价节点珠宝公司收盘市值；下行周期指从2026年2月初至2026年7月中下旬；反弹指2026年8月以来。

数据来源：Wind，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

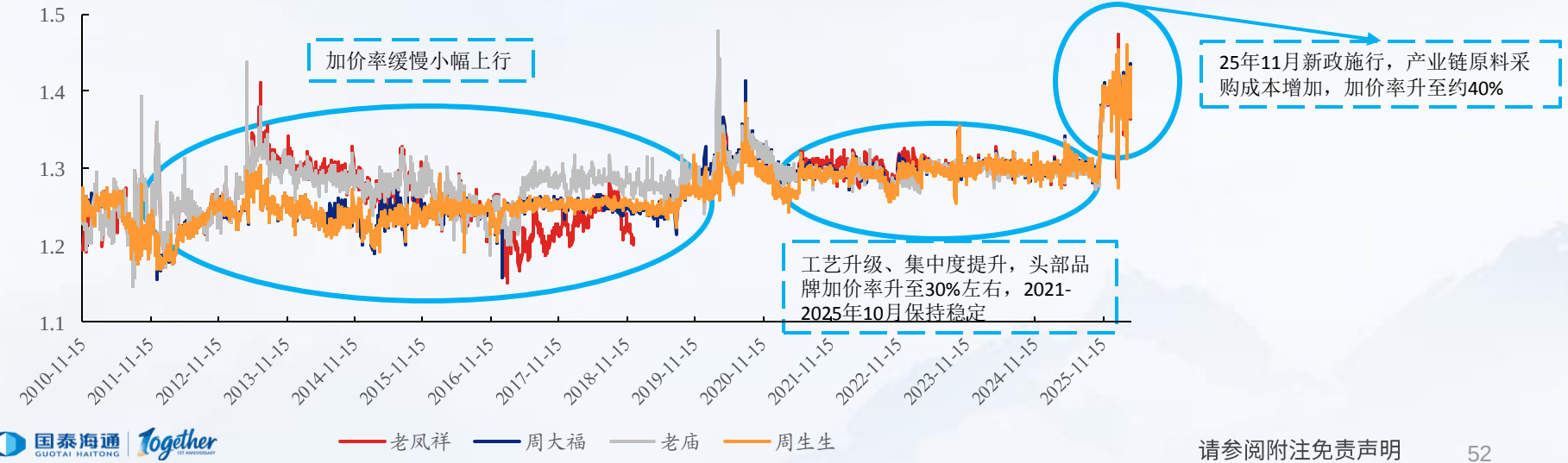
4 黄金珠宝|2023年以来，金价上涨中长期总体利好行业规模增长，价增为主要贡献

虽短期金价较快上涨对首饰黄金消费有负向影响，但中长期视角，金价持续上涨预期下，对投资&首饰类黄金消费均为正向驱动。

2021年以来，结婚对数同比变化仍与黄金珠宝行业增速正相关，但从品牌端来看，主打悦己、差异化产品的品牌增速表现持续跑赢行业，而传统以渠道为优势、产品差异化弱的品牌表现或跑输大盘，说明需求发生变化、格局亦呈现分化。

品牌零售金价在一定时期内为相对上海金价的固定加价率，而非固定加价额，且消费客单并不随金价上涨而达到相同涨幅，所以很难直接对行业增长进行量价拆分。固定加价率下，品牌利润的增长主要与销售额相关，而非销售量。

主要品牌零售金价/上海大盘金价为一个相对固定的加价比率



资料来源：上海黄金交易所，Wind，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

4 黄金珠宝|大部分公司通过黄金租赁+远期对冲部分金价波动

黄金珠宝公司主要的获取黄金原料方式为：现货采购（会员单位直接向上金所采购/向会员单位采购）、黄金租赁（向银行借金）、旧料回收。

黄金珠宝公司为对冲金价波动可能对毛利率的影响，主要采用的对冲方式为：黄金租赁、T+D、远期固定

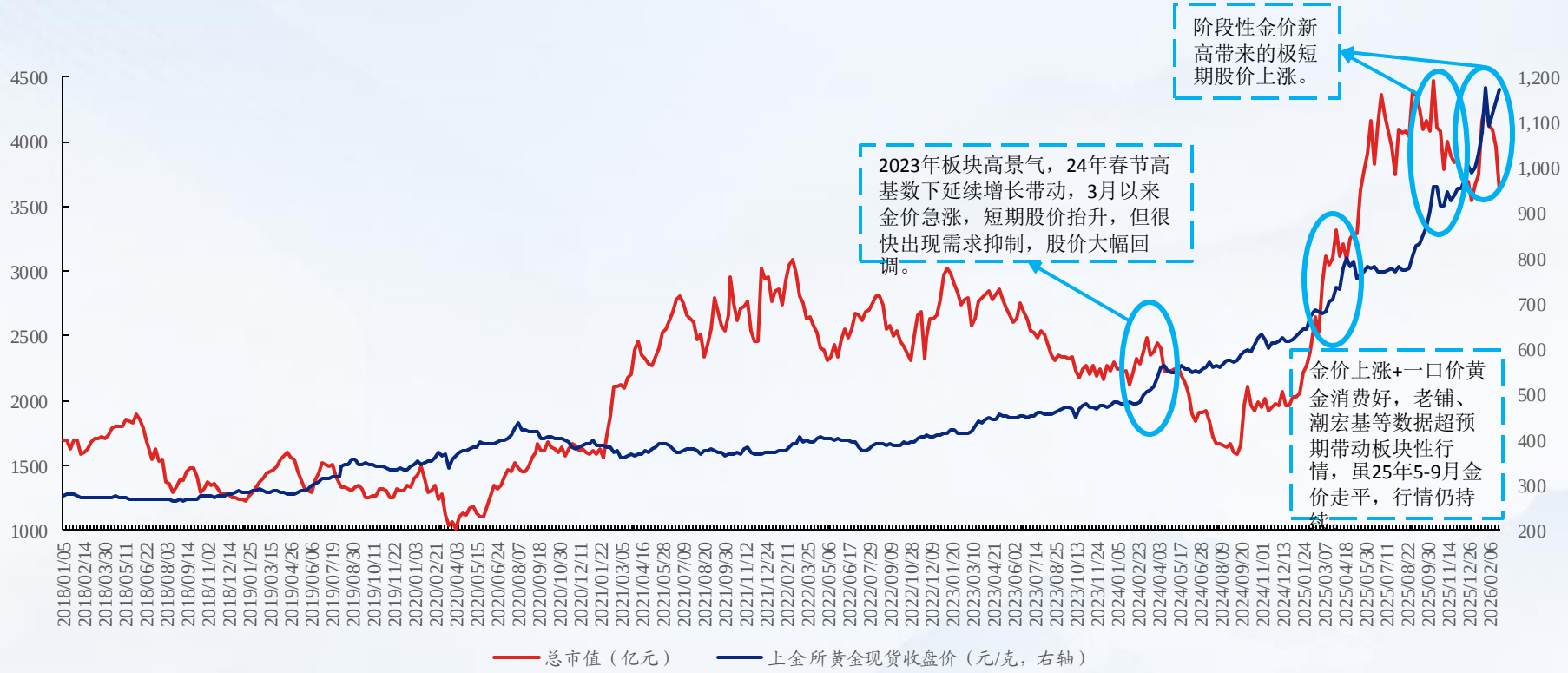
大部分公司直接采用黄金租赁的方式获取原料并对冲金价波动，并通过远期工具锁定部分未来采购价格；少数公司还会再叠加T+D等工具，还有少数公司不进行金价对冲。

企业名称	金价对冲策略	黄金对冲比例（按敞口从高到低）
老铺黄金	无对冲	**0%**
曼卡龙	无对冲	**0%**
周六福	无对冲	0%
莱绅通灵	黄金租赁	**低个位数**
老凤祥	黄金租赁、黄金远期	2017/2018/2019年黄金原料采购量中现货采购占比95%/95%/99%，租赁占比仅**低个位数**。同时公司根据历次订货会备货周期金价情况，金条&金饰占比情况**动态调整**敞口。
周大生	黄金租赁、黄金远期	**20%以下**
六福集团	黄金租赁、黄金远期	**25-27%**
潮宏基	黄金租赁、黄金远期、T+D	2024年黄金采购量中现货量占比73%，租赁量占比**27%**
菜百股份	黄金租赁、T+D	2018-2022年金额占比在**20-30%**区间
周生生	黄金租赁、黄金远期	2024/2025H1对冲水平为黄金总存货的**40%**
周大福	黄金租赁、黄金远期	FY26H1期末，就按克黄金重量的**55%**进行对冲，一口价黄金无对冲，即对冲黄金总体的约**47%**
中国黄金	黄金租赁、T+D	2017/2018/2019/2020H1，公司通过黄金租赁采购量占比**34%/17%/18%/71%**，波动较大。

资料来源：各公司公告，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

4 黄金珠宝|以业绩驱动结构性机会为主，金价对板块整体影响有限



资料来源：上海黄金交易所，Wind，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

4 黄金珠宝|黄金珠宝主要公司在金价上涨时毛利率变动情况

企业名称	金价上涨对毛利率的影响（按受益程度降序排列）
周生生	全自营，存货按先进先出确认，按克黄金收入占比50%，存货周转天数近300天
六福集团	零售收入占比83%，存货按先进先出确认，按克黄金收入占比70%+，存货周转天数超400天
周大福	零售收入占比49%+加盟5成为存货寄售制，按克黄金收入占比67%，存货周转天数超300天
曼卡龙	自营收入占比83%，黄金收入占比97%
菜百股份	全自营，黄金类产品占比99% *须考虑低毛利金条在销售结构中的变化
老凤祥	订货会集中批发&统一备料模式，批发收入占比78%，黄金产品为主 *须考虑公司可能采取的让利/低毛利金条在销售结构中的变化可能抵消毛利率获益部分
周六福	自营渠道获益存货增值毛利率提升，自营收入占比48%，黄金产品占比97%
周大生	自营渠道获益存货增值毛利率提升，加盟渠道固定加价额部分毛利率下降（占毛利额的约30%）
潮宏基	因加盟占比高、一口价占比高而影响有限
莱绅通灵	因黄金一口价占比高影响有限
中国黄金	因周转较快而影响有限
老铺黄金	因调价幅度低于金价涨幅且滞后而下降

资料来源：上海黄金交易所，Wind，国泰海通证券研究

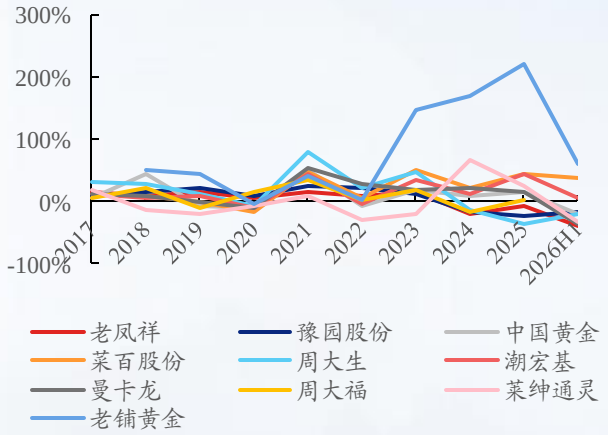
仅供内部参考，请勿外传！

4 黄金珠宝|基本面触底，有望修复

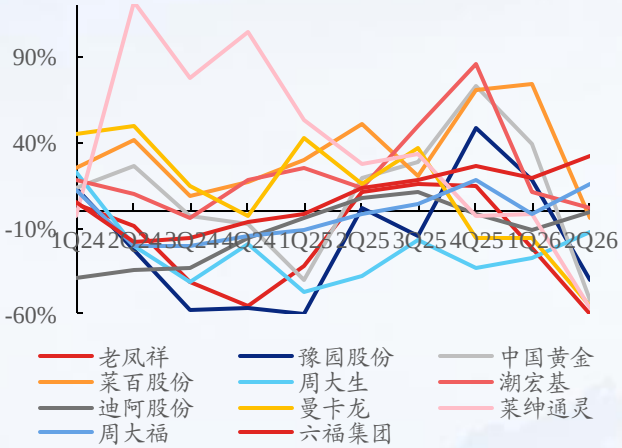
26H1黄金珠宝公司收入增速表现分化，普遍在26Q1表现较好，26Q2则环比降速/同比下滑。从终端景气度来看，克重黄金首饰类Q2整体好于Q1，但投资金条类Q2受影响较大，投资产品占比收入较高的菜百股份、中国黄金、老凤祥因此Q2收入承压；曼卡龙、莱绅通灵线上销售中原本低毛利金饰占比较高，在税收新政+金价波动影响下亦承压拖累整体收入表现；潮宏基、周大生主要系加盟出货模式结构变化，增加了以净额法计收入的品牌费模式占比，致26Q2收入增速放缓/下滑。

渠道方面，26H1净关店趋势延续，头部公司通过收缩低线城市、低效门店，优化一二线城市核心商圈门店，提升店效取得较好效果。

图：26H1黄金珠宝公司收入增速表现分化



图：26Q2黄金消费需求分化延续



图：26H1主要珠宝公司净关店趋势延续（家）



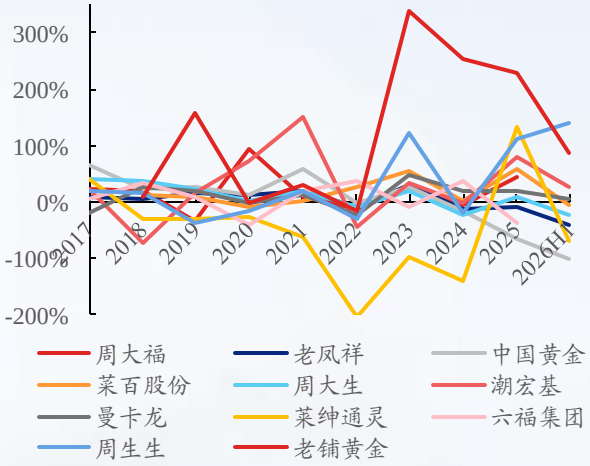
资料来源：Wind，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

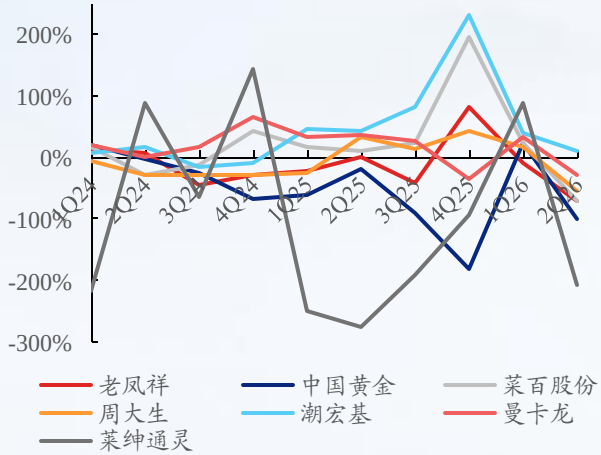
4 黄金珠宝|基本面触底，有望修复

2026H1珠宝公司盈利普遍承压，H1仅老铺黄金、周生生、潮宏基、曼卡龙实现利润正增，26Q2剔除不披露季度数据的港股以外，仅潮宏基实现利润正增，其他公司均承压明显。主要原因系26Q2金价持续下跌的过程中，未进行金价对冲的部分毛利率受到较大压力，而去年同期金价处于温和上涨趋势中，毛利率不同程度受益于金价，此外，部分公司如周大生发生黄金类存货减值亦进一步拖累盈利。潮宏基于26Q2展现经营韧性主要得益于其优于同业的终端动销，以及以加盟为主的经营模式相对较少承担金价波动。

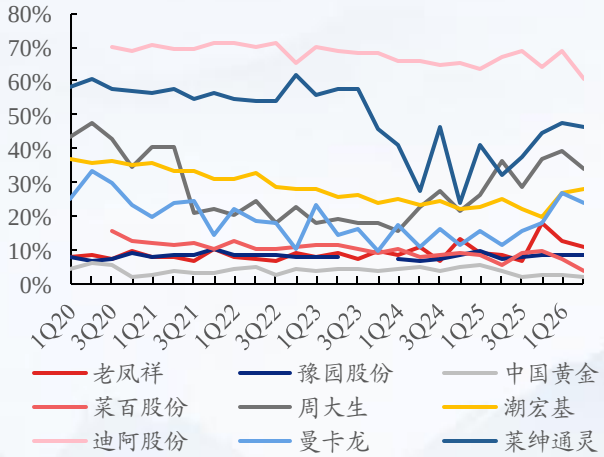
图：26H1多数珠宝公司归母净利润同比下滑



图：26Q2多少珠宝公司归母净利润同比较大幅度下降



图：26Q2因金价下跌珠宝公司毛利率普遍下降



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

4 黄金珠宝|老铺黄金：产品渠道持续优化，高端品牌势能强化

① 业绩延续高增，利润增速快于收入。 26H1实现收入198.08亿元，同比+60.3%，毛利81.74亿元，同比+73.7%；归母净利润42.67亿元，同比+88.2%，经调整净利润43.17亿元，同比+83.6%，经调整净利率21.8%，同比+2.8pct，盈利能力持续提升。② 门店持续提质扩张，线上渠道快速增长。 26H1门店收入154.09亿元，同比+43.5%，线上收入44.00亿元，同比+171.9%。截至6月底，公司在16个城市35家头部商业中心开设45家自营门店，持续进入优质商业体；线上收入占比提升至22.2%，渠道结构进一步优化。③ 产品结构及成本改善共同驱动盈利能力提升。 26H1毛利率41.3%，同比+3.2pct，净利率21.5%，同比+3.1pct。公司持续推进产品结构优化，同时受益于前期相对低成本库存储备，销售及分销费用率、行政费用率均有所改善，26H1经营性现金净流入20.08亿元。

利润表(百万人民币)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**27,303**	**32,950**	**35,515**	**40,974**
其他收入	0	0	0	0
营业成本	**17,029**	**19,102**	**20,550**	**23,716**
销售费用	3,156	4,284	4,617	5,122
管理费用	543	725	781	901
研发费用	25	30	32	37
财务费用	135	157	167	199
除税前溢利	**6,384**	**8,636**	**9,348**	**10,982**
所得税	1,516	2,051	2,220	2,608
净利润	**4,868**	**6,586**	**7,128**	**8,374**
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	**4,868**	**6,586**	**7,128**	**8,374**
EBIT	6,519	8,793	9,515	11,181
EBITDA	6,858	9,052	9,769	11,430
EPS（元）	28.35	37.26	40.33	47.38

数据来源：公司公告，国泰海通证券研究。

仅供内部参考，请勿外传！

4 黄金珠宝|周大生：金价波动拖累短期业绩，H2关注经营修复

① 26H1收入利润承压，Q2业绩降幅进一步扩大。 26H1实现营业收入36.41亿元，同比-20.79%，归母净利润4.50亿元，同比-24.24%，扣非归母净利润4.36亿元，同比-24.95%；26Q2收入16.87亿元，同比-12.31%，归母净利润1.56亿元，同比-54.20%，短期经营仍受到金价波动影响。② 黄金减值拖累表观利润，对冲机制一定程度平滑金价波动。 26H1计提2.03亿元存货跌价准备/减值，其中黄金相关减值约1.4亿元，主要来自库存商品减值。公司通过黄金借贷等方式对冲金价波动，若考虑黄金借贷收益，实际经营表现相对更为稳健。③ 自营及电商渠道保持较快增长，品牌升级持续推进。 26H1线下自营渠道收入12.34亿元，同比+39%，电商渠道收入15.76亿元，同比+35%；公司持续推进“国家宝藏”“周大生经典”等品牌IP建设。截至26H1期末，公司门店约4,006家，其中加盟店3,627家、自营店379家。

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**13,891**	**8,815**	**7,642**	**8,266**	**8,913**
营业成本	11,002	6,051	4,835	5,291	5,778
税金及附加	173	116	103	112	120
销售费用	1,167	1,075	1,085	1,091	1,114
管理费用	111	120	122	128	134
研发费用	14	13	11	12	13
EBIT	**1,421**	**1,435**	**1,471**	**1,622**	**1,745**
其他收益	19	31	23	25	27
公允价值变动收益	4	-47	0	0	0
投资收益	-109	-28	-15	-13	-12
财务费用	22	13	11	6	3
减值损失	-34	-35	-21	-21	-21
资产处置损益	1	1	1	1	1
营业利润	**1,283**	**1,347**	**1,462**	**1,618**	**1,744**
营业外收支	8	-4	-2	-2	-2
所得税	290	241	263	291	314
净利润	**1,002**	**1,102**	**1,197**	**1,325**	**1,429**
少数股东损益	-8	-1	-2	-3	-3
归属母公司净利润	1,010	1,103	1,199	1,298	1,402

数据来源：公司公告，国泰海通证券研究。

仅供内部参考，请勿外传！

4 黄金珠宝|菜百股份：金价扰动业绩，渠道扩张打开成长空间

① Q2金价扰动明显，短期业绩承压。 26H1收入210.42亿元，同比+38.0%，归母净利润4.37亿元，同比-4.8%；其中Q2收入67.69亿元，同比-3.6%，归母净利润0.38亿元，同比-72.4%，扣非归母净利润0.32亿元，同比-73.1%。② 黄金需求仍具韧性，销售规模保持增长。 26H1全国黄金消费量511.41吨，同比-12.3%，但黄金首饰消费金额仍保持增长；金价上涨推动黄金产品客单价及销售额提升。③ 线上线下全渠道发展，外埠市场持续拓展。 截至26H1，公司拥有105家直营连锁门店，覆盖北京及天津、河北、包头、西安、苏州、武汉等多个区域；同时持续推进直播、电商及即时零售渠道。

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**20,233**	**28,820**	**35,439**	**38,942**	**42,797**
营业成本	18,424	26,426	33,038	36,325	39,941
税金及附加	245	259	425	467	514
销售费用	478	539	602	623	685
管理费用	107	106	159	156	171
研发费用	8	9	13	13	15
EBIT	**976**	**1,471**	**1,314**	**1,481**	**1,608**
其他收益	5	4	7	7	8
公允价值变动收益	11	10	0	0	0
投资收益	31	130	106	117	128
财务费用	49	69	2	35	39
减值损失	-1	-13	0	0	0
资产处置损益	1	0	0	0	0
营业利润	**969**	**1,541**	**1,312**	**1,446**	**1,569**
营业外收支	0	0	0	0	0
所得税	243	387	328	362	392
净利润	**726**	**1,154**	**984**	**1,085**	**1,177**
少数股东损益	7	21	18	20	22
归属母公司净利润	719	1,133	966	1,065	1,155

数据来源：公司公告，国泰海通证券研究。

仅供内部参考，请勿外传！

4 黄金珠宝|潮宏基：品牌势能提升，渠道扩张驱动高增长

① 26H1利润增速快于收入，盈利能力有所提升。 26H1实现营业收入43.74亿元，同比+6.65%，归母净利润4.22亿元，同比+27.42%，扣非归母净利润4.21亿元，同比+27.63%，利润端增长明显快于收入；公司拟每10股派现2.00元，分红比例约42.1%。② 时尚珠宝增长较快，产品结构持续优化。 26H1时尚珠宝收入23.26亿元，同比+16.84%，占比提升至53.16%，毛利率27.33%，同比+5.85pct。传统黄金收入17.26亿元，同比-5.71%，公司持续通过新品、产品升级及IP联名强化产品差异化，推动品牌年轻化。③ 加盟渠道稳步扩张，门店网络进一步下沉。 截至26H1期末，潮宏基珠宝门店总数1,682家，其中直营172家、加盟1,510家，门店总数同比增加142家，较年初增加14家。加盟渠道继续推进，贡献门店扩张及区域渗透。

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**6,518**	**9,318**	**11,107**	**12,414**	**13,684**
营业成本	4,980	7,262	8,775	9,807	10,845
税金及附加	92	114	133	149	164
销售费用	762	792	822	832	843
管理费用	135	175	178	181	187
研发费用	68	94	100	112	114
EBIT	**468**	**881**	**1,060**	**1,305**	**1,520**
其他收益	6	14	17	19	21
公允价值变动收益	0	-1	0	0	0
投资收益	-4	-10	-10	-11	-11
财务费用	32	33	35	37	22
减值损失	-217	-213	-47	-37	-22
资产处置损益	1	1	1	1	1
营业利润	**235**	**639**	**1,025**	**1,268**	**1,498**
营业外收支	1	0	0	0	0
所得税	67	167	267	331	391
净利润	**169**	**472**	**757**	**937**	**1,107**
少数股东损益	-24	-25	-38	-37	-39
归属母公司净利润	194	497	795	945	1,116

数据来源：公司公告，国泰海通证券研究。

仅供内部参考，请勿外传！

4 黄金珠宝|周生生：26H1利润弹性显著，26Q3以来景气延续

① 26H1业绩表现亮眼，利润增速显著快于收入。 26H1实现收入128.78亿港元，同比+17%，毛利率33.2%，同比-0.3pct；持续经营业务净利润21.93亿港元，同比+141%，归母净利润21.53亿港元，同比+139%，盈利弹性显著释放。② 黄金借贷有效对冲金价波动，实际经营表现稳健。 26H1黄金借贷未变现收益11.08亿港元，25H1为-1.98亿港元；剔除黄金借贷未变现损益后，26H1持续经营业务税前溢利18.53亿港元，同比+33%，税前溢利率14.4%，同比+1.8pct。公司通过黄金借贷与黄金库存形成对冲，有效平滑金价波动。③ 珠宝零售保持增长，26Q3以来内地景气延续。 26H1珠宝零售收入78.67亿港元，同比+9%，毛利率39%，同比+4pct；期末珠宝门店667家，26H1净关50家。中国内地26H1收入45.72亿港元，同比+38%，毛利率23%，同比-10pct；26Q3基数走高，但中国内地仍保持温和增长，港澳市场延续较强表现。④ 金价延续上涨，高基数压力有望逐步缓解。 8月以来金价再次上涨，预计公司下半年高基数压力有所缓解，并有望受益于26Q2金价相对低位时备货库存的利润释放。预计2026-2028年EPS分别为4.37/4.85/5.13港元。

利润表(百万港元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**22,446**	**25,578**	**28,624**	**30,369**
其他收入	0	0	0	0
营业成本	**15,125**	**17,010**	**19,562**	**21,015**
销售费用	3,718	3,786	3,836	3,863
管理费用	970	975	978	978
研发费用	0	0	0	0
财务费用	94	102	119	131
除税前溢利	**2,182**	**3,780**	**4,206**	**4,457**
所得税	526	911	1,014	1,074
净利润	**1,656**	**2,869**	**3,192**	**3,383**
少数股东损益	-3	-5	-6	-6
归属母公司净利润	**1,717**	**2,932**	**3,256**	**3,447**
EBIT	2,276	3,882	4,325	4,589
EBITDA	3,098	4,062	4,507	4,772
EPS（元）	2.56	4.37	4.85	5.13

数据来源：公司公告，国泰海通证券研究。

05

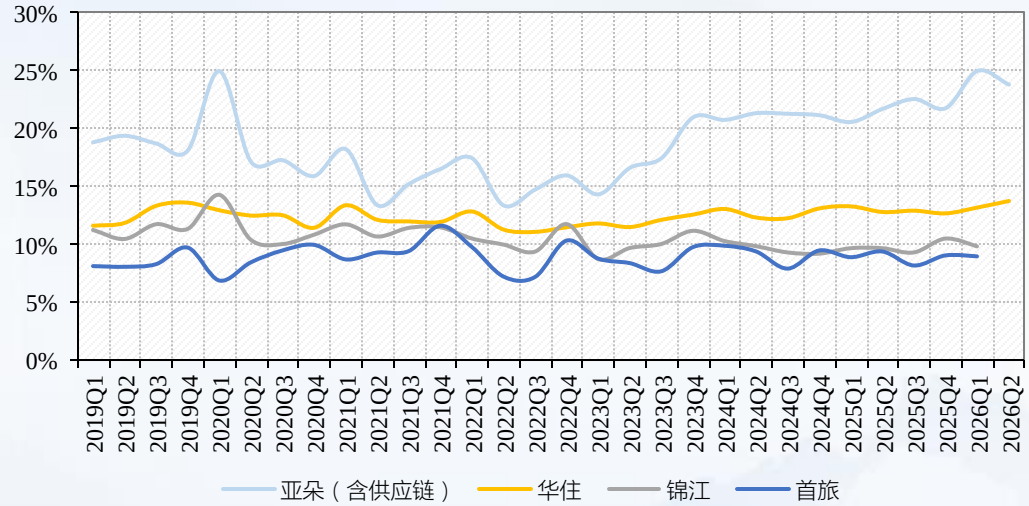
酒店：供应链货币化，受益于平台生态优化。

仅供内部参考，请勿外传！

5 酒店|加盟商货币化率在趋势性提升

- **华住和亚朵综合测算的加盟商货币化率在趋势性提升。**核心原因为部分供应链相关业务（亚朵），或与供应链有关的创新服务（华住）占比在逐步提升，由此推高了整体加盟收入（但不产生客房GTV）。
- 供应链业务本质上通过更大规模的供应链集采，进一步降低加盟商的采购成本，提高加盟商运营效率，服务加盟商才是核心目的。但在这个过程中，酒店集团自身的综合服务能力也在探索商业化机会。

酒店集团加盟业务综合take rate比较（%）



数据来源：公司公告，国泰海通证券研究。

仅供内部参考，请勿外传！

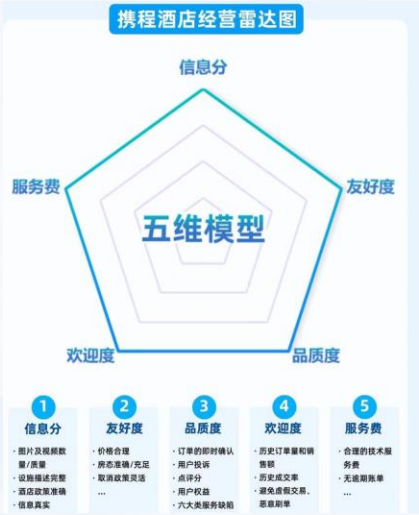
5 酒店|平台运营新规，头部酒店集团受益

- 携程进一步优化了平台酒店经营逻辑，推出了全新酒店经营雷达图：
- 佣金模式变化：佣金率区间放开且自选，支持分房型差异化设置。 平台排序参考*0天高产房型实际佣金贡献。
- 经营自主权：平台补贴改为商家自主开关。定价权交还商家，取消强制“全网最低价”及AI自动调价。
- 付费推广调整：云梯、定向加速包等付费加速工具逐步下线，付费买排名路径收紧。
- 头部酒店集团凭借自身品牌认知、产品设计和运营能力，具备更低流量成本下获取更多流量分配的能力。这将进一步推动酒店行业整体加盟商和份额继续向头部酒店集团集中。

表：携程反垄断落地后相关整改措施

整改方面	核心措施	核心业务变化
停止独家合作	下线一级委托分销（特牌）	杜绝强制、变相强制商家独家合作
停止独家合作	下线二级委托分销（金牌）	杜绝对商家要求 "全网最低价"
合作模式	不再执行一、二级委托分销合作协议及收费标准	建立全新的商家分级合作模式和新佣金模式
流量机制	取消不合理的流量安排	建立新的流量分配机制
调价工具	下线 "AI 生意助手"（原调价助手）、"挂牌通"	携程已于 2026 年 3 月下线 AI 生意助手；即日起全面停止挂牌通调价并下线挂牌通功能
人员行为	严格规范业务人员	未经商家明确同意，业务人员不得擅自调整价格
资金返还	退还订单储备金	向有关二级委托分销合作酒店全额退还因挂牌通调价扣除的订单储备金，共计 1.2278 亿元
收费模式	取消挂牌收费安排	不再执行原有一、二级委托分销收费标准，建立公平合理的新佣金模式
规则透明度	全面取消平台调整商家价格的合同条款	持续优化平台规则，保障商家知情权和公平交易权
促销精简	下线 "智选特惠" 等促销类别	主动减轻商家负担，不强迫参加促销
商家扶持	免费开放数据中心 VIP 服务	强化 AI 赋能和商家经营培训，共同抵制 "内卷式" 竞争

图：携程平台酒店平价新规则



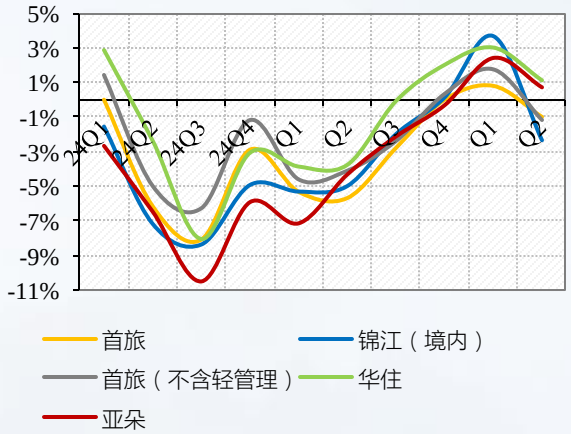
数据来源：界面新闻，携程旅行官网，国泰海通证券研究。

仅供内部参考，请勿外传！

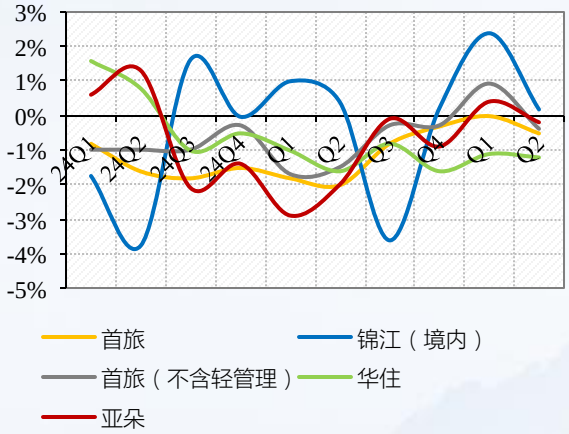
5 酒店|开店放缓，分化扩大

- 酒店集团自26Q2受天气、油价、宏观等多因素影响，行业景气度和经营数据大幅放缓。并由此导致整体收入增速普遍放缓。但华住和亚朵为代表的龙头企业，通过探索供应链收入等方式，实现了加盟收入的逆势提升，甚至华住和亚朵均逆势上调了全年收入增速指引。
- 龙头企业普遍整体RevPAR好于同店RevPAR，表明是依靠更新更好的门店，带动整体RevPAR经营数据，老店则面临新店竞争，以及其他运营压力。并由此对存量加盟商拓新店意愿可能带来影响。

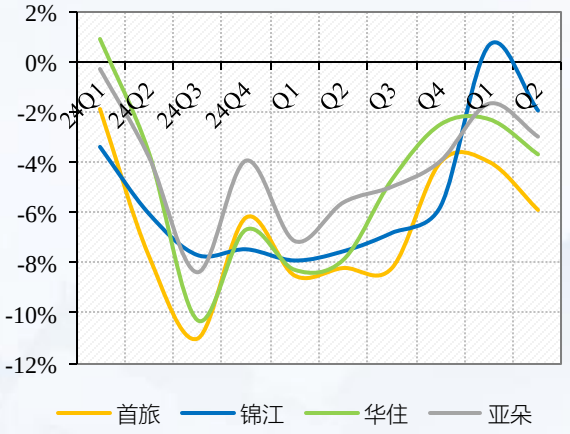
酒店集团整体RevPAR同比增速（%）



酒店集团整体OCC同比增速（%）



酒店集团同店RevPAR同比增速（%）



数据来源：公司公告，国泰海通证券研究。

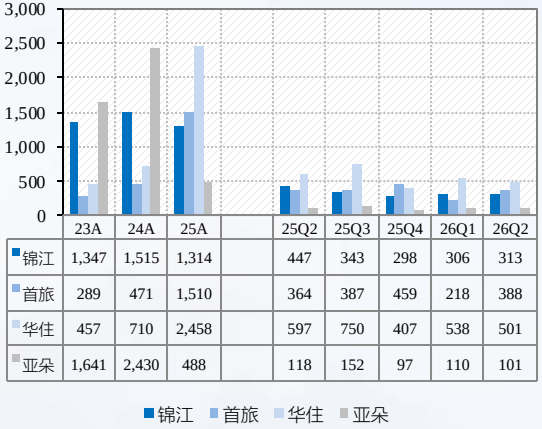
仅供内部参考，请勿外传！

5 酒店|开店同比均放缓，关店加速，龙头再次整理门店质量

受宏观预期，以及老店经营数据下滑影响，行业Q2开始普遍开店放缓，开业和签约节奏均低于25年同期水平。这种情况不仅仅是A股酒店，华住和亚朵同样存在上述问题。

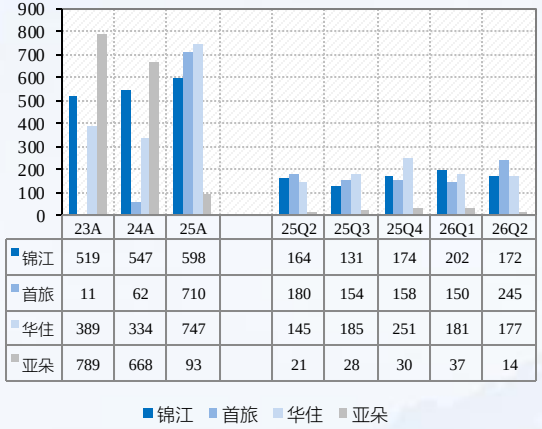
龙头之间分化进一步扩大，华住亚朵依托强产品力，在行业承压情况下，保持了价格优势，保持住了Q2的RevPAR维持正增长。而锦江首旅更多是依靠关闭亏损直营门店，实现直营RevPAR的明显改善，整体RevPAR不可避免跟随行业下滑。

TOP4酒店新开门店数（家）



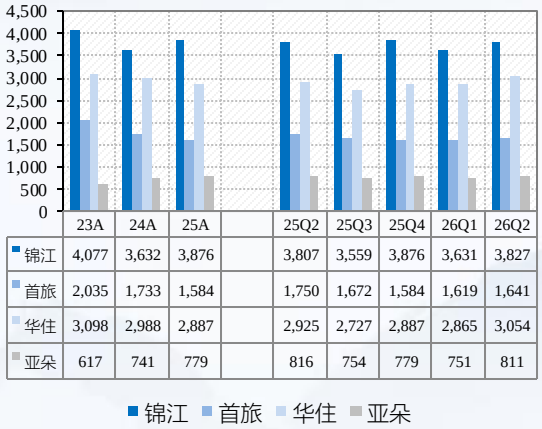
	23A	24A	25A		25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2
锦江	1,347	1,515	1,314		447	343	298	306	313
首旅	289	471	1,510		364	387	459	218	388
华住	457	710	2,458		597	750	407	538	501
亚朵	1,641	2,430	488		118	152	97	110	101

龙头酒店关店数



	23A	24A	25A		25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2
锦江	519	547	598		164	131	174	202	172
首旅	11	62	710		180	154	158	150	245
华住	389	334	747		145	185	251	181	177
亚朵	789	668	93		21	28	30	37	14

龙头酒店储备店数



	23A	24A	25A		25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2
锦江	4,077	3,632	3,876		3,807	3,559	3,876	3,631	3,827
首旅	2,035	1,733	1,584		1,750	1,672	1,584	1,619	1,641
华住	3,098	2,988	2,887		2,925	2,727	2,887	2,865	3,054
亚朵	617	741	779		816	754	779	751	811

仅供内部参考，请勿外传！

5 酒店|华住集团：开店利润均有空间，竞争优势还在扩大

- 还有翻倍拓店空间的国民品牌，竞争优势还在扩大，且战略专注于国内市场的份额提升（开店翻倍），并不会分资源投海外。
- 核心铁三角品牌带来的加盟收入现金流确定性极强，且即使行业拓店放缓，还可以持续获取竞争对手份额。
- 未来是一个收入端5-10%，业绩端10-15%，年化股东回报5-10%之间的标的，容错空间加大。

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
门店数	11,025	12,740	14,476	16,112	17,548	18,884	20,220
yoy	19.02%	15.56%	13.63%	11.30%	8.91%	7.61%	7.07%
营业总收入	**23,891**	**25,321**	**27,317**	**28,983**	**30,754**	**32,339**	**33,954**
yoy%	9.18%	5.99%	7.88%	6.10%	6.11%	5.15%	4.99%
营业利润（EBIT)	**5,200**	**6,819**	**7,979**	**9,105**	**10,335**	**11,552**	**12,819**
yoy%	10.31%	31.13%	17.01%	14.11%	13.52%	11.77%	10.97%
营业利润率（%）	*21.77%*	*26.93%*	*29.21%*	*31.41%*	*33.61%*	*35.72%*	*37.75%*
经调整归母净利润	**3,718**	**4,941**	**5,766**	**6,586**	**7,445**	**8,248**	**9,128**
non-GAAP 净利润率	*15.56%*	*19.51%*	*21.11%*	*22.73%*	*24.21%*	*25.51%*	*26.88%*
yoy%	5.84%	32.89%	16.70%	14.22%	13.04%	10.78%	10.67%
经调整EBITDA	**6,821**	**8,473**	**9,591**	**10,947**	**12,286**	**13,535**	**14,899**
经调整EBITDA Margin（%） Non-GAAP	*28.55%*	*33.46%*	*35.11%*	*37.77%*	*39.95%*	*41.86%*	*43.88%*
yoy%	8.82%	24.22%	13.20%	14.13%	12.24%	10.17%	10.07%

仅供内部参考，请勿外传！

5 酒店|亚朵：依然处于高增长阶段

- 依然处于成长期，但成长故事在发生变化：从此前核心亚朵品牌的中高端新蓝海，品类占据品牌心智，快速成长；
- 逐渐切换到成长空间将来自在一个已经被效率和规模定义的中端酒店赛道，需要用差异化的产品获取竞争对手的份额逻辑。
- 零售业务和加盟商供应链业务成为收入端驱动力，但可复制性和商业模式相比酒店主业仍有差距，所以股价和成长性始终需要被验证。
- 轻居能否突破成为支撑空间的重点。

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
门店数	1,619	2,014	2,373	2,751	3,129	3,517	3,905
yoy	33.80%	24.40%	17.83%	15.93%	13.74%	12.40%	11.03%
营业总收入	**7,248**	**9,790**	**13,024**	**15,483**	**18,710**	**21,936**	**25,409**
yoy%	55.34%	35.08%	33.03%	18.88%	20.84%	17.24%	15.83%
营业利润（EBIT)	**1,622**	**2,307**	**2,829**	**3,545**	**4,311**	**5,115**	**5,996**
yoy%	75.57%	42.19%	22.65%	25.30%	21.60%	18.66%	17.23%
营业利润率（%）	22.38%	23.56%	21.72%	22.89%	23.04%	23.32%	23.60%
经调整归母净利润	**1,306**	**1,753**	**2,138**	**2,593**	**3,146**	**3,724**	**4,357**
non-GAAP 净利润率	18.02%	17.90%	16.42%	16.75%	16.81%	16.98%	17.15%
yoy%	44.60%	34.23%	21.98%	21.31%	21.29%	18.38%	17.00%
经调整EBITDA	**1,772**	**2,481**	**3,125**	**3,732**	**4,527**	**5,361**	**6,273**
经调整EBITDA Margin（%）Non-GAAP	24.44%	25.34%	24.00%	24.11%	24.20%	24.44%	24.69%
yoy%	46.85%	40.01%	25.99%	19.43%	21.30%	18.40%	17.02%

数据来源：公司公告，国泰海通证券研究。

仅供内部参考，请勿外传！

5 酒店|锦江酒店：效率提升贡献额外业绩弹性

- 锦江超越行业beta的业绩弹性来自：国内直营门店减亏、CRS增量收入贡献、海外业务减亏。目前看海外仍有不确定性，但国内改善明显。
- 但A股酒店企业投资逻辑仍然以行业景气度beta为主，RevPAR降幅收窄以及回正，是决定股价的关键节点。
- 目前锦江拓店及签约逻辑依然符合预期，后续同样具备开店到2万家的潜力。

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
门店数	12,245	13,005	13,655	14,315	14,975	15,635	16,295
yoy	8.77%	6.21%	5.00%	4.83%	4.61%	4.41%	4.22%
营业总收入	**14,063**	**13,811**	**14,141**	**14,549**	**14,987**	**15,422**	**15,880**
yoy%	-4.00%	-1.79%	2.39%	2.88%	3.01%	2.90%	2.97%
营业利润（EBIT）	**1,691**	**1,503**	**1,945**	**2,390**	**2,868**	**3,246**	**3,659**
yoy%	-6.07%	-11.14%	29.40%	22.89%	20.01%	13.18%	12.72%
营业利润率（%）	12.03%	10.88%	13.75%	16.43%	19.14%	21.05%	23.04%
归母净利润	**911**	**925**	**1,246**	**1,478**	**1,780**	**2,017**	**2,278**
归母利润率	6.48%	6.70%	8.81%	10.16%	11.88%	13.08%	14.35%
yoy%	-9.04%	1.59%	34.59%	18.70%	20.41%	13.28%	12.98%
归母扣非净利润	**539**	**945**	**1,246**	**1,478**	**1,780**	**2,017**	**2,278**
yoy%	-30.32%	75.19%	31.79%	18.70%	20.41%	13.28%	12.98%

数据来源：公司公告，国泰海通证券研究。

仅供内部参考，请勿外传！

5 酒店|首旅酒店：开店加速，效率已经很高

- 首旅酒店核心个股变化来自自身拓店节奏的加速，BD人数和开店指标的明显提升，带来了核心品牌开店加速。
- 同时公司在中高端酒店细分赛道积极拓展逸扉等品牌，来持续完善自身中高端品牌矩阵。
- 公司自身运营效率一直很高，利润率与华住差距其实来自产品结构中的中端酒店弱势，导致酒店整体价格和RevPAR较低。

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
门店数	7,002	7,802	8,692	9,582	10,472	11,362	12,252
yoy	11.80%	11.43%	11.41%	10.24%	9.29%	8.50%	7.83%
营业总收入	**7,235**	**7,094**	**7,306**	**7,348**	**7,397**	**7,454**	**7,519**
yoy%	-0.58%	-1.95%	2.99%	0.57%	0.67%	0.77%	0.87%
营业利润（EBIT)	**1,111**	**1,133**	**1,263**	**1,406**	**1,544**	**1,746**	**1,949**
yoy%	2.24%	1.96%	11.48%	11.29%	9.84%	13.08%	11.64%
营业利润率（%）	*14.34%*	*14.89%*	*16.15%*	*17.86%*	*19.47%*	*21.83%*	*24.14%*
归母净利润	**806**	**811**	**921**	**1,025**	**1,126**	**1,273**	**1,422**
归母利润率	*10.40%*	*10.66%*	*11.78%*	*13.03%*	*14.20%*	*15.92%*	*17.61%*
yoy%	1.41%	0.60%	13.58%	11.29%	9.84%	13.08%	11.64%
归母扣非净利润	**733**	**741**	**850**	**955**	**1,055**	**1,203**	**1,351**
yoy%	1.93%	1.10%	14.64%	12.33%	10.53%	13.98%	12.32%

数据来源：公司公告，国泰海通证券研究。

仅供内部参考，请勿外传！

重点标的盈利预测（2026.08.30）

三级行业	标的名称	股票代码	收盘价（元）	市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE			PB	评级
					2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2025A	
黄金珠宝	周大福	1929.HK	12.96	1,279	90.04	106.01	116.89	14	12	11	4.8	增持
	周大生	002867.SZ	10.84	118	11.03	12.39	13.80	11	9	9	1.8	增持
	潮宏基	002345.SZ	9.73	86	4.97	7.93	9.41	17	11	9	2.3	增持
	老凤祥	600612.SH	33.06	173	17.55	14.63	15.25	10	12	11	1.3	谨慎增持
	菜百股份	605599.SH	15.34	119	11.33	9.66	10.65	11	12	11	2.6	增持
	豫园股份	600655.SH	4.54	177	-48.97	1.03	6.32	-4	172	28	0.6	增持
	中国黄金	600916.SH	7.95	134	2.75	9.86	11.21	48	14	12	1.9	增持
	飞亚达	000026.SZ	20.31	82	0.87	1.43	1.84	94	58	45	2.5	增持
	老铺黄金	6181.HK	397.80	608	48.68	65.86	71.28	12	9	9	5.5	增持
	周生生	0116.HK	14.03	94	17.17	29.32	32.56	5	3	3	0.7	增持
	六福集团	0590.HK	21.70	127	11.00	20.46	22.49	12	6	6	1.0	增持
电商	东方甄选	1797.HK	24.54	224	0.06	5.44	6.08	3727	41	37	4.4	增持
	美团-W	3690.HK	78.90	4,215	-233.55	-98.61	142.65	-18	-43	30	2.8	增持
	小商品城	600415.SH	12.48	684	42.04	50.09	56.87	16	14	12	3.0	增持
	青木科技	301110.SZ	35.37	46	1.23	2.18	2.72	37	21	17	3.0	增持
	焦点科技	002315.SZ	25.68	106	5.04	5.73	7.38	21	18	14	3.9	增持
	致欧科技	301376.SZ	21.24	85	3.36	4.88	6.25	25	18	14	2.5	增持
	华凯易佰	300592.SZ	16.89	66	1.47	2.82	3.65	45	23	18	2.8	增持
	安克创新	300866.SZ	125.77	740	25.45	32.43	39.54	29	23	19	7.0	增持
	赛维时代	301381.SZ	23.86	97	2.83	4.45	5.67	34	22	17	3.5	增持
	绿联科技	301606.SZ	51.69	214	7.05	10.20	13.11	30	21	16	6.3	增持
	吉宏股份	002803.SZ	19.43	89	2.77	3.64	4.75	32	24	19	3.3	增持
	万物新生	RERE.N	4.04	0	4.28	6.64	9.19	0	0	0	0.0	增持
超市百货	家家悦	603708.SH	9.31	59	2.01	2.42	2.85	30	25	21	2.5	增持
	永辉超市	601933.SH	3.09	276	-25.52	2.82	5.52	-11	98	50	14.8	增持
	步步高	002251.SZ	3.72	100	1.13	5.82	8.13	89	17	12	1.2	增持
	大商股份	600694.SH	14.19	54	4.91	5.42	6.31	11	10	9	0.6	增持
	汇嘉时代	603101.SH	7.51	35	0.77	1.18	1.43	46	30	25	2.5	增持
	重庆百货	600729.SH	19.22	85	10.45	10.49	10.94	8	8	8	1.1	增持
专业连锁	博士眼镜	300622.SZ	15.72	50	1.49	1.56	1.87	34	32	27	5.5	增持
	康耐特光学	2276.HK	44.78	193	5.58	7.07	9.06	35	27	21	7.0	增持
	苏美达	600710.SH	10.58	138	13.56	15.09	16.17	10	9	9	1.6	增持
	江苏国泰	002091.SZ	7.72	126	12.94	12.85	13.36	10	10	9	0.8	增持
	怡亚通	002183.SZ	4.47	116	-3.19	1.88	3.43	-36	62	34	1.3	增持
	孩子王	301078.SZ	7.20	91	2.98	5.31	6.83	31	17	13	2.1	增持
	爱婴室	603214.SH	13.94	19	0.81	1.67	1.91	24	12	10	1.6	增持
	鸣鸣很忙	1768.HK	428.20	807	23.29	48.01	63.48	35	17	13	10.0	增持
	名创优品	9896.HK	18.57	195	12.05	27.73	29.13	16	7	7	1.8	增持
	途虎-W	9690.HK	12.00	85	4.20	7.01	8.32	20	12	10	1.7	增持
	爱施德	002416.SZ	9.49	118	3.74	4.39	5.04	31	27	23	2.0	增持

仅供内部参考，请勿外传！

重点标的盈利预测（2026.08.30）

三级行业	标的名称	股票代码	收盘价（元）	市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE			PB	评级
					2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2025A	
免税	中国中免	601888.SH	52.48	1,090	35.86	49.19	56.74	30	22	19	2.0	增持
	珠免集团	600185.SH	4.58	86	-10.29	4.68	6.28	-8	18	14	81.7	增持
	王府井	600859.SH	9.86	111	-0.40	1.60	1.70	-278	69	65	0.6	增持
酒店	锦江酒店	600754.SH	19.16	204	9.25	12.11	15.02	22	17	14	1.3	增持
	首旅酒店	600258.SH	11.75	131	8.11	9.21	10.25	16	14	13	1.1	增持
	华住集团-S	1179.HK	37.00	992	50.80	51.35	60.22	20	19	16	7.7	增持
餐饮	同庆楼	605108.SH	12.90	34	1.02	1.09	1.40	33	31	24	1.5	增持
	海底捞	6862.HK	11.74	566	40.62	44.82	50.80	14	13	11	5.7	增持
	九毛九	9922.HK	1.16	13	0.58	1.59	2.87	23	8	5	0.4	增持
	广州酒家	603043.SH	13.85	78	4.88	5.31	5.78	16	15	14	2.0	增持
	百胜中国	9987.HK	352.40	154	9.29	10.33	11.20	17	15	14	0.4	增持
	蜜雪集团	2097.HK	209.80	689	58.87	50.46	54.37	12	14	13	2.8	增持
	古茗	1364.HK	26.10	528	25.75	34.58	42.74	21	15	12	9.1	增持
	沪上阿姨	2589.HK	81.40	74	5.70	5.95	6.90	13	12	11	3.8	增持
	茶百道	2555.HK	4.26	54.39	8.33	8.72	9.52	7	6	6	1.4	增持
	小菜园	0999.HK	7.68	78.17	7.15	5.56	6.25	11	14	13	3.2	增持
	达势股份	1405.HK	33.30	37.92	1.42	1.96	2.68	27	19	14	1.6	增持
	锅圈	2517.HK	1.68	39.81	4.33	5.52	6.74	9	7	6	1.3	增持
	特海国际	9658.HK	10.24	8.49	0.36	0.31	0.53	23	27	16	0.3	增持
	绿茶集团	6831.HK	5.26	30.65	4.86	5.98	7.30	6	5	4	1.7	增持
	瑞幸咖啡	LKNCY.OO	36.16	0.00	36.00	57.00	68.08	0	0	0	0.0	增持
景区	宋城演艺	300144.SZ	5.91	154.18	8.18	9.29	10.19	19	17	15	1.8	增持
	黄山旅游	600054.SH	11.38	83.00	2.92	3.54	3.88	28	23	21	1.7	增持
	天目湖	603136.SH	9.28	25.07	0.95	1.13	1.19	26	22	21	1.8	增持
	长白山	603099.SH	39.81	108.42	1.29	1.58	1.74	84	69	62	7.2	增持
	九华旅游	603199.SH	34.11	37.75	2.13	2.29	3.05	18	16	12	2.3	增持
	三特索道	002159.SZ	13.75	24.38	1.43	1.70	2.07	17	14	12	1.7	增持
	三峡旅游	002627.SZ	7.14	50.39	0.64	1.71	2.30	79	29	22	1.6	增持
	峨眉山A	000888.SZ	10.32	54.38	2.20	2.59	2.90	25	21	19	2.0	增持
OTA	众信旅游	002707.SZ	5.53	54.34	0.07	0.50	0.80	770	109	68	6.1	增持
	同程旅行	0780.HK	12.05	245.42	23.71	30.07	36.00	10	8	7	1.1	增持
	携程集团	9961.HK	359.20	2,224.66	318.39	171.54	187.26	7	13	12	1.3	增持
	滴滴出行	DIDIY.OO	3.69	0.00	9.93	-8.75	64.99	0	0	0	0.0	增持
人力资源服务	科锐国际	300662.SZ	20.63	40.60	3.14	3.62	4.25	13	11	10	1.8	增持
	北京人力	600861.SH	12.68	71.78	11.70	10.09	11.16	6	7	6	1.0	增持
	BOSS直聘	2076.HK	70.35	588.91	27.35	31.01	38.27	22	19	15	2.9	增持
教育	行动教育	605098.SH	55.90	66.66	3.20	4.05	4.65	21	16	14	6.6	增持
	学大教育	000526.SZ	36.22	44.14	1.95	3.19	3.89	23	14	11	4.7	增持
	中国东方教育	0667.HK	4.01	76.95	7.56	9.00	10.56	10	9	7	1.3	增持
	天立国际控股	1773.HK	1.10	19.95	6.64	10.37	12.97	3	2	2	0.7	增持
	华图山鼎	300492.SZ	23.45	65	2.41	4.38	5.43	27	15	12	48.1	增持
	凯文教育	002659.SZ	4.64	28	-0.17	0.78	1.38	-163	36	20	1.3	增持
	传智教育	003032.SZ	10.95	44	-0.90	0.58	1.01	-49	76	44	3.8	增持

仅供内部参考，请勿外传！

风险提示

居民消费能力持续低迷

收入及资产负债表波动影响居民大众消费及可选高端消费消费意愿，并对企业收入及利润均构成压制。

中小企业压缩差旅成本风险

中小企业经营波动更大，不排除压缩全年差旅费用，导致酒店、航空等行业需求不及预期的可能。

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。

仅供内部参考，请勿外传！

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

仅供内部参考，请勿外传！

国泰海通 GUOTAI HAITONG | Together 1ST ANNIVERSARY

THANKS FOR LISTENING

国泰海通证券研究所批零社服团队

