仅供内部参考，请勿外传

出口持续爆发，服务消费分化

社会服务业

■ 社服零售行业 26 年中报综述

姓名	电话	邮箱	登记编号
刘越男(分析师)	021-38677706	liuyuenan@gtht.com	S0880516030003
于清泰(分析师)	021-38022689	yuqingtai@gtht.com	S0880519100001

本报告导读：

出口依然维持高景气度，服务消费受多因素冲击景气波动，商品消费继续承压，平台盈利修复。

投资要点：

- **投资观点：**1）新消费逐渐步入低基数期，预计茶饮节奏更快：推荐古茗。2）黄金珠宝兼具弹性与安全边际，推荐老铺黄金、周生生、菜百股份、六福集团、周大福等。3）推荐出口与教育等高景气持续验证的标的：学大教育、行动教育、安克创新、致欧科技、绿联科技、中国东方教育等。4）低 PB、高股息的防御标的以及超跌龙头：推荐百胜中国、名创优品、小商品城、江苏国泰。4）AI 赋能型：建议关注培育钻石，推荐康耐特光学、青木科技、孩子王、凯文教育、华凯易佰等。
- **板块营收放缓，利润结构性修复。**①收入端：26Q2 社服、商贸零售板块营收同比分别增长 4.7%、下滑 0.1%，增速环比 Q1 分别回落 1.9、4.4 个百分点。细分领域分化显著，教育板块收入增速领跑，黄金珠宝受金价波动大幅下滑，出行链整体景气度下行。②利润端：社服板块利润率持续提升，景区、酒店、教育利润率提升较为明显；零售板块利润率基本企稳，超市业态结构性修复明显，百货业态仍持续承压。③驱动因素：收入放缓背景下，利润改善核心来自费用管控，社服板块费用率持续优化，零售板块费用分化加剧，黄金珠宝、百货因收入收缩推升销售费用率。
- **服务消费分化，景气有所波动。**①出行链：行业景气度整体下行，酒店开店节奏放缓，龙头分化更明显，华住、亚朵凭借产品力维持 RevPAR 正增长；景区呈现“量增价弱”特征，出游人次保持增长但客单价持续同比下滑，上市公司收入与利润分化明显。②餐饮茶饮：行业处于基数回落阶段，外卖补贴退坡加速尾部门店出清，头部品牌市场份额稳步提升，茶咖融合成为主流增长路径，头部企业经营质量与门店效率分化加剧。③免税：海南免税市场平稳增长，上海业务阶段性调整拖累整体表现；④教育板块需求韧性较强，企业培训、K12 个性化赛道表现显著优于招录培训赛道，个股分化特征突出。
- **商品消费承压，平台盈利修复。**①商品消费：黄金珠宝受金价下跌冲击，26Q2 收入与利润普遍承压，行业延续净关店趋势，头部企业通过优化门店结构提升店效；潮玩 IP 国内市场保持增长，海外市场需求承压；跨境电商受益于低基数、大促提前与关税退税落地，Q2 收入与利润增速环比加速，毛利率大幅提升；超市进入结构性修复阶段，百货行业恢复依然乏力。②平台企业：电商板块盈利修复，外卖补贴收窄带动销售费用率下降，研发投入持续加大，资本开支维持扩张态势；出行平台受油价与监管政策影响收入放缓，行业竞争趋缓下利润率整体稳定。③持仓估值：上半年社服、零售板块基金持仓比例均环比下降，处于 2017 年以来最低水平；板块 PE 估值均低于各自历史均值，处于 2016 年以来底部区间。
- **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。

评级： 增持

细分行业评级

旅游业	增持
公共关系服务	增持

相关报告

社会服务业《美国消费者信心偏弱、通胀仍高》2026.08.31
社会服务业《受益平台生态优化，仍有拓店空间》2026.08.27
社会服务业《催化渐近，低位景区股值得重视》2026.08.25
社会服务业《从茶咖融合看品类延展的边界》2026.08.11
社会服务业《行为规范，生态优化，格局稳定》2026.07.26

仅供内部参考，请勿外传

目录

1. 板块景气与盈利情况 3
1.1. 收入均放缓，商品更明显 3
1.2. 社服利润率提升，零售稳定 4
1.3. 资本开支扩张，开启融资 6
2. 服务消费：多因素扰动，景气波动 6
2.1. 出行链：景气向下，拓店放缓 6
2.2. 餐饮/茶饮：基数回落，拐点将至 12
2.3. 免税：海南平稳，政策催化 17
2.4. 教育：需求韧性，分化加剧 19
3. 商品消费：内需波动，出口景气 20
3.1. 黄金珠宝：基本面触底，有望修复 20
3.2. 潮玩 IP：国内景气，海外承压 22
3.3. 跨境电商：延续高景气，退税增厚业绩 23
3.4. 超市百货：超市修复，百货依然乏力 25
4. 平台企业：竞争趋缓，生态优化 29
4.1. 电商：盈利修复，继续扩大资本开支 29
4.2. 出行平台：放缓明显，利润率稳定 31
5. 板块持仓与估值水平 32
5.1. 基金持仓比例为近期最低 32
5.2. 板块估值为均值以下，历史底部 33
6. 投资建议 34
7. 风险提示 35

仅供内部参考，请勿外传

1. 板块景气与盈利情况

1.1. 收入均放缓，商品更明显

多因素冲击，服务和商品消费增速明显放缓。

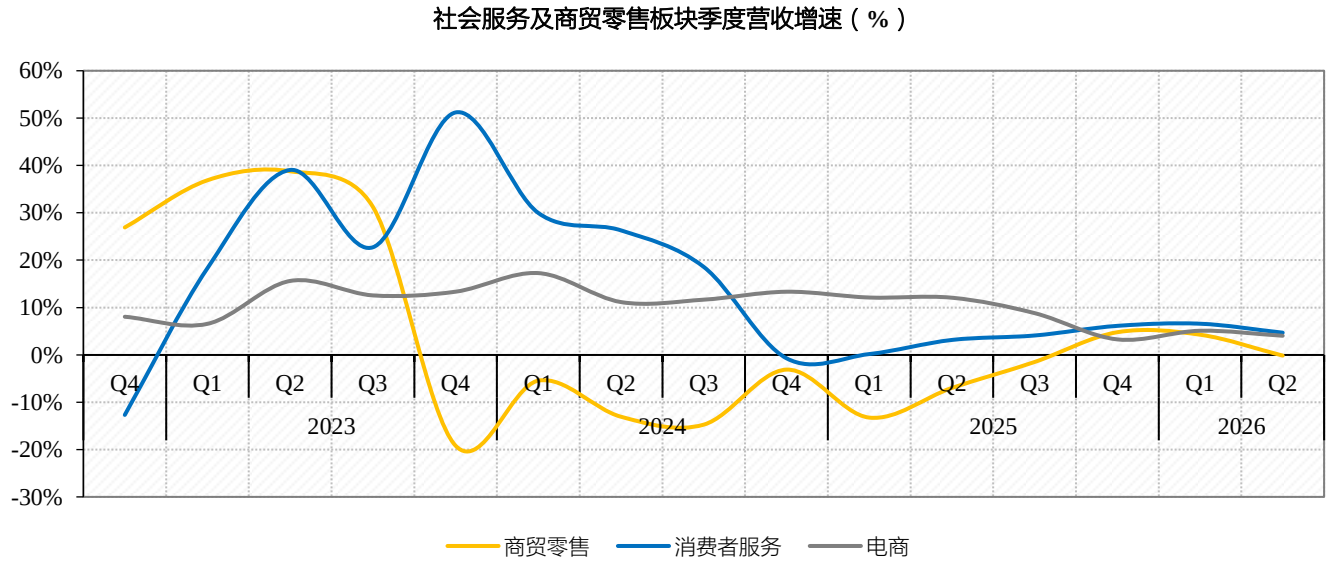
- 社服及零售板块整体 26Q2 营业收入增速环比均明显放缓，且零售板块增速放缓幅度更大。
- 但若考虑 26H1 整体，上半年其实收入环比略有加速，主要因素为 26Q1 收入增速的明显改善，被 Q2 所拖累。
- 26Q2 单季度收入增速基本保持平稳，社服及零售板块收入增速分别+4.7%/-0.1%，环比 26Q1 分别-1.9pct/-4.4pct。

表 1：社服及零售板块整体收入增速明显放缓

	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、国泰海通证券研究

图 1：社服零售及电商板块 26Q2 增速均放缓



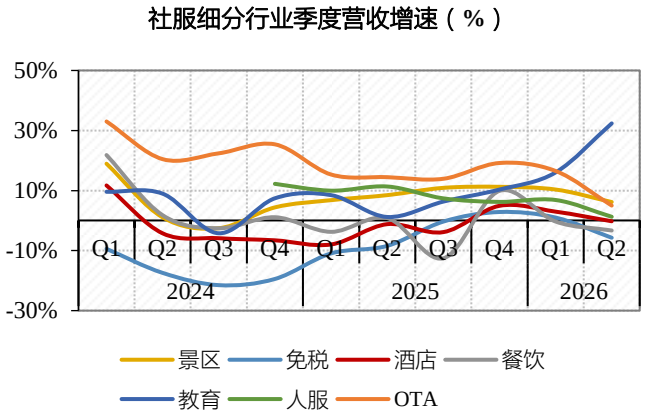
仅供内部参考，请勿外传

数据来源：Wind、国泰海通证券研究

细分板块中教育明显加速，黄金珠宝大幅波动。

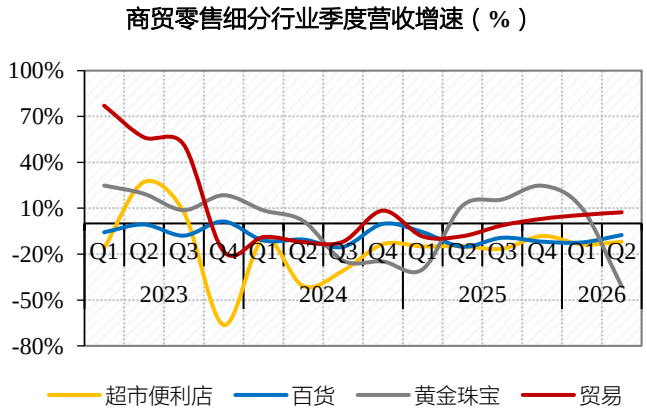
- 社服板块 26Q2 主要受油价波动及天气等因素影响，多数细分板块增速放缓明显，出行链放缓幅度居前。但教育板块收入增速明显加速。
- 零售核心板块 26Q2 收入保持相对稳定，但黄金珠宝放缓明显，与金价波动有较大关系。

图 2：社服多数细分增速明显放缓，教育明显改善



数据来源：Wind、国泰海通证券研究

图 3：零售板块多数增速平稳，黄金大幅放缓



数据来源：Wind、国泰海通证券研究

1.2. 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。

- **毛利率：**26Q2 社服板块毛利率 22.45%，同比+0.3pct，其中：免税+1.1pct/景区-1.1pct/酒店+0.9pct/餐饮-3.1pct/教育+0.9pct/人服-0.5pct.
- **营业利润率：**26Q2 社服板块整体为 8.88%，同比+ 0.8pct，其中：免税/ 景区/酒店/餐饮/教育/人服分别同比 + 0.3/+3.1/+1.5/-3.7/+5.4/-1.3pct。
- **净利润率：**26Q2 社服板块整体为 6.85%，同比 +0.78pct，其中：免税/景区/酒店/餐饮/教育/人服分别同比 + 0.68/+3.11/+1.74/-3.22/+3.98/-0.98pct。

商贸零售板块：利润率企稳，超市改善明显，但百货继续承压

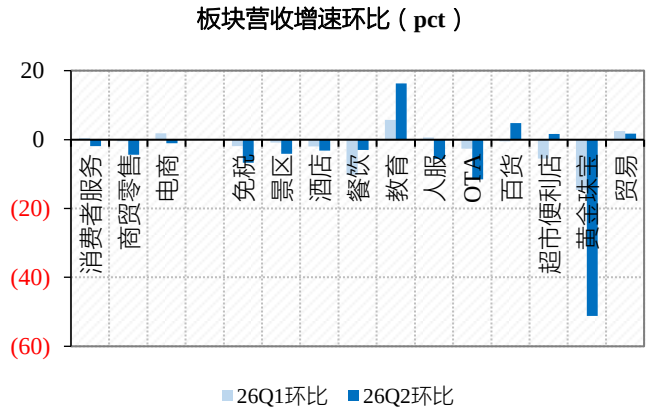
- **毛利率：**26Q2 商贸零售板块毛利率 9.12%，同比基本持平，其中：百货+0.7pct/超市+ 0.6pct /黄金珠宝+ 1.7pct /贸易+ 0.7pct.
- **营业利润率：**26Q2 商贸零售板块整体为 2.32%，同比+0.2pct，其中：百货/超市/ 黄金珠宝/贸易分别同比 - 2.6/+1.0/-0.1/-0.3pct。
- **净利润率：**26Q2 商贸零售板块整体为 1.69%，同比 +0.13pct，其中：百货 / 超市 / 黄金珠宝 / 贸易分别同比 - 2.26/+1.12/+0.01/-0.27pct。

仅供内部参考，请勿外传

电商整体：补贴放缓，环比改善但同比依然大幅下滑

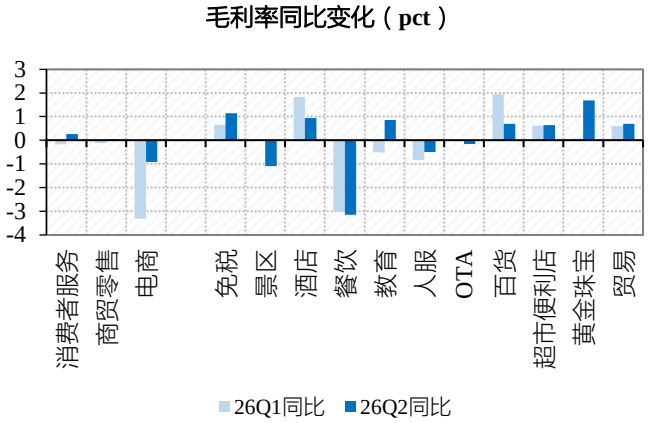
电商板块 26Q2 单季度整体营业利润率 5.59%，同比下降 1.7pct，竞争与投入压力仍在，但降幅较前期明显收窄。板块整体净利润率为 7.29%，同比下滑 1.95pct。

图 4：多数板块收入 26Q2 放缓明显



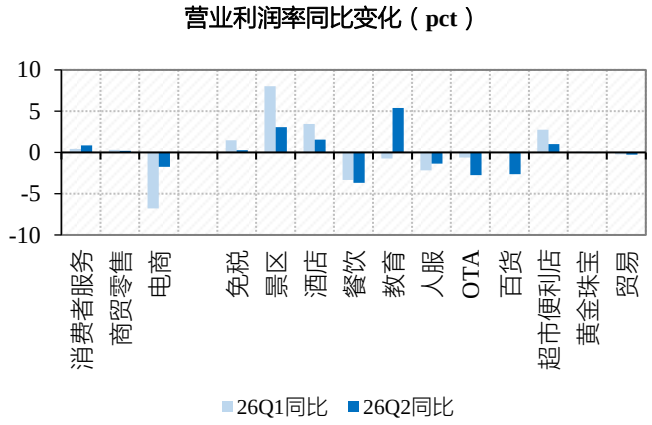
数据来源：Wind、国泰海通证券研究

图 5：免税、酒店、教育毛利率提升，零售普遍提升



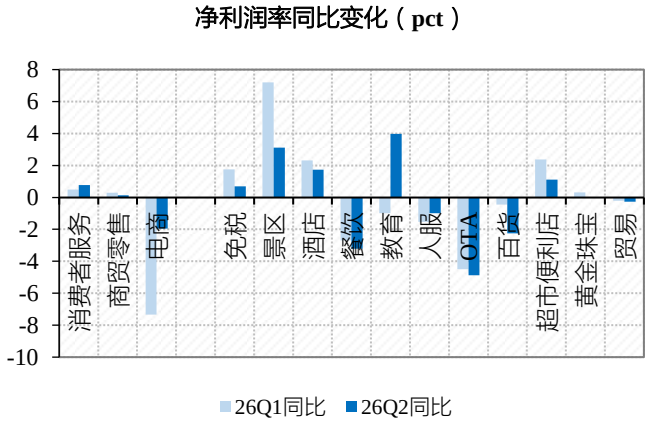
数据来源：Wind、国泰海通证券研究

图 6：服务消费营业利润率仍在改善



数据来源：Wind、国泰海通证券研究

图 7：净利润率趋势基本与营业利润率趋势一致



数据来源：Wind、国泰海通证券研究

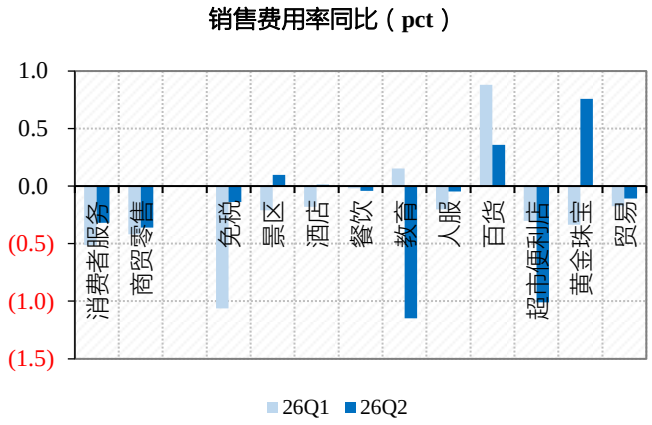
收入放缓情况下，企业利润的释放其实主要来自费用管控。

- 社服及出行链板块 26Q2 销售费用率基本稳定，餐饮、教育、景区管理费用率继续优化，酒店、免税则费用率有所提升。上述波动主要与收入增速波动，而管理费用相对稳定有关。
- 商贸零售板块销售费用率因收入波动分化明显，百货、黄金珠宝因收入放缓，销售费用明显提升。管理费用率改善则相对稳定，26Q2 多数细分管理费用率维持稳定。

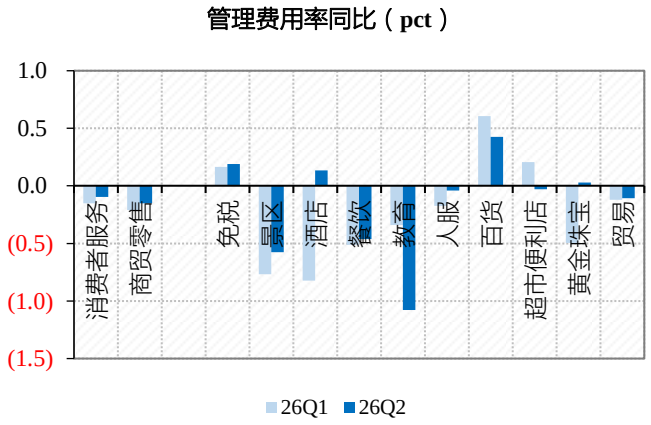
图 8：社服 26Q2 销售费用率稳定，零售分化

图 9：社服管理费用优化，零售相对稳定

仅供内部参考，请勿外传



数据来源：Wind、国泰海通证券研究



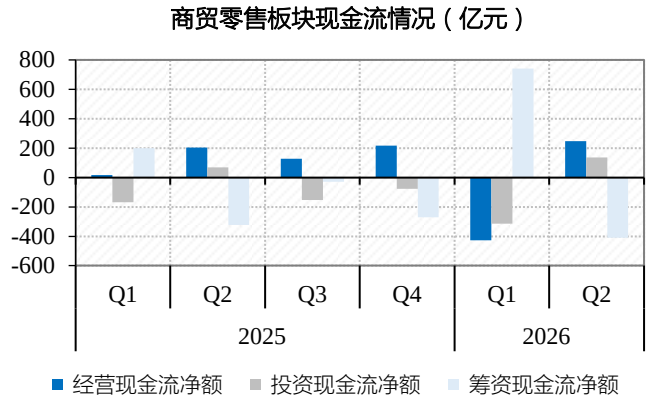
数据来源：Wind、国泰海通证券研究

1.3. 资本开支扩张，开启融资

26Q2 社服零售板块资本开支平稳。

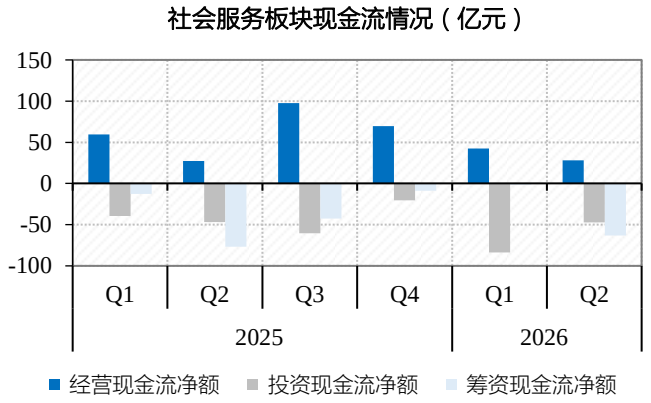
观察社服零售板块整体投资活动现金流，26Q2 社服及商贸零售板块普遍资本开支有所放缓。我们认为主要与社服的季节性因素有关，零售投资现金流转正，资本开支力度放缓服务更大。

图 10：商贸零售板块资本开支 26Q2 明显放缓



数据来源：Wind、国泰海通证券研究

图 11：社服板块 26Q2 资本开支收窄



数据来源：Wind、国泰海通证券研究

2. 服务消费：多因素扰动，景气波动

2.1. 出行链：景气向下，拓店放缓

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

仅供内部参考，请勿外传

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。

- 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。

表 2：龙头酒店收入和业绩 26Q2 环比明显放缓

	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2
收入整体增速									
锦江	-5%	-6%	-11%	-8%	-3%	-5%	9%	6%	3%
首旅	-3%	-6%	-1%	-4%	0%	-2%	-2%	1%	-5%
华住	11%	2%	8%	2%	5%	8%	8%	11%	11%
亚朵	64%	47%	38%	30%	37%	38%	34%	47%	41%
加盟收入增速									
锦江	4%	-4%	-14%	-2%	2%	6%	23%	12%	8%
首旅	11%	13%	4%	4%	18%	15%	6%	14%	7%
华住	26%	15%	24%	21%	23%	27%	20%	21%	25%
亚朵	64%	51%	30%	23%	26%	32%	28%	52%	33%
直营收入增速									
锦江	-20%	-22%	-18%	-17%	-12%	-7%	0%	4%	-6%
首旅	-8%	-5%	-12%	-8%	-7%	-9%	-6%	-5%	-11%
华住	-3%	-10%	-5%	-9%	-11%	-7%	-7%	-5%	-4%
亚朵	-18%	-20%	-16%	-23%	-17%	-14%	-10%	-9%	-12%
归母净利润增速									
锦江	67%	-43%	-829%	-81%	-49%	45%	-192%	280%	22%
首旅	17%	-9%	-25%	18%	7%	-2%	-32%	18%	7%
华住	5%	-5%	-93%	36%	45%	15%	2294%	-9%	2%
亚朵	27%	47%	50%	-5%	40%	23%	45%	90%	29%
归母扣非业绩增速									
锦江	16%	-42%	253%	-57%	17%	72%	-	471%	8%
首旅	22%	-13%	-24%	12%	0%	1%	-9%	32%	-1%
华住	17%	-1%	-38%	1%	8%	11%	304%	39%	27%
亚朵	32%	47%	43%	-7%	30%	27%	48%	102%	31%

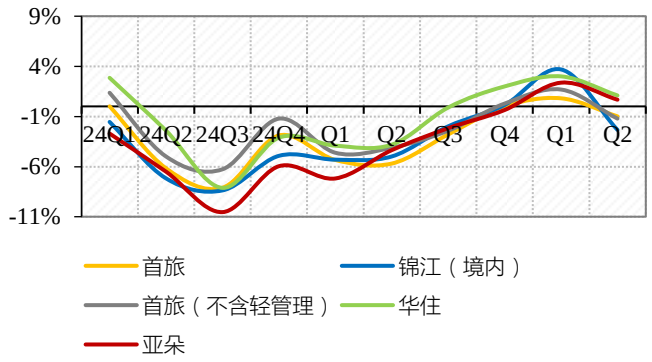
数据来源：锦江、首旅、华住、亚朵 24Q1-26Q2 季报、国泰海通证券研究

图 12：龙头 RP 均放缓，华住亚朵保持正增长

图 13：同店降幅均再次扩大

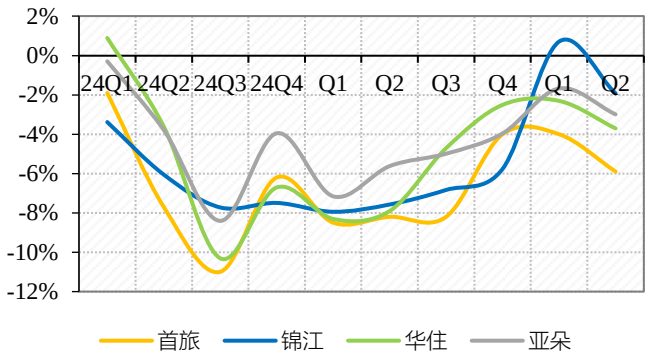
仅供内部参考，请勿外传

酒店集团整体RevPAR同比增速（%）



数据来源：锦江/首旅/华住/亚朵 26Q2 季报、国泰海通证券研究

酒店集团同店RevPAR同比增速（%）

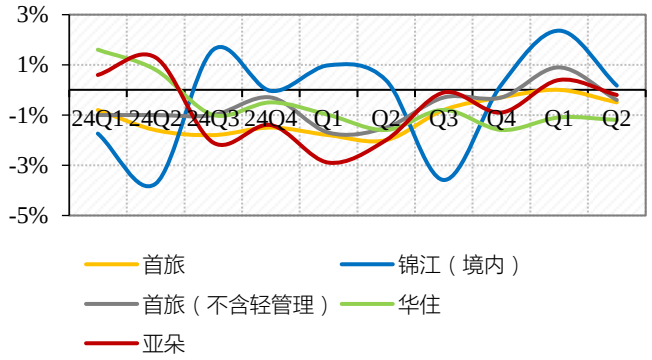


数据来源：锦江/首旅/华住/亚朵 26Q2 季报、国泰海通证券研究

图 14：OCC 普遍放缓，华住为负

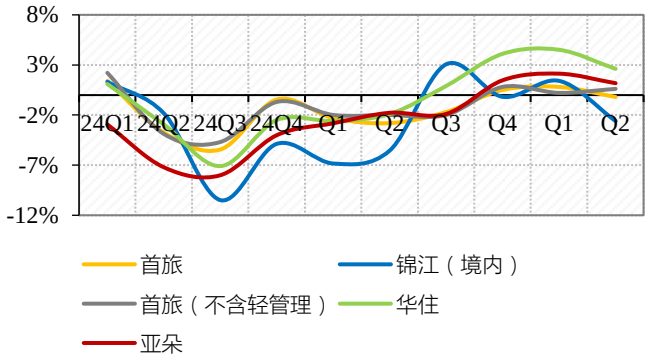
图 15：价格表现相对稳定，华住依然价格强势

酒店集团整体OCC同比增速（%）



数据来源：锦江/首旅/华住/亚朵 26Q2 季报、国泰海通证券研究

酒店集团整体ADR同比增速（%）

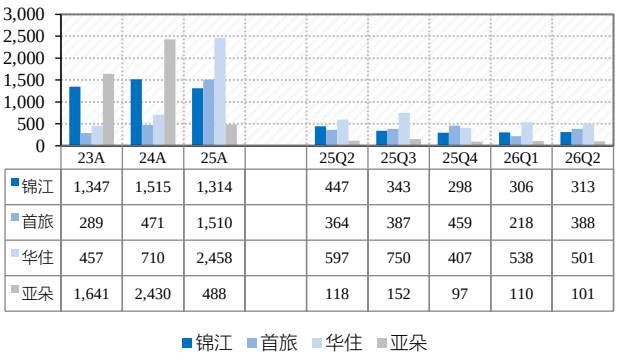


数据来源：锦江/首旅/华住/亚朵 26Q2 季报、国泰海通证券研究

图 16：龙头开店同比均放缓，投资人进入观望期

图 17：关店加速，龙头再次整理门店质量

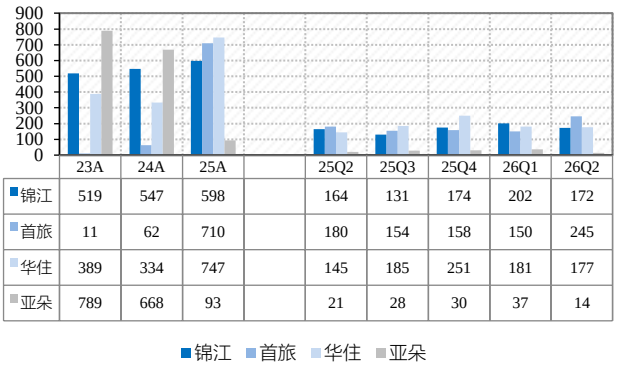
TOP4酒店新开门店数（家）



	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

数据来源：锦江/首旅/华住/亚朵 26Q2 季报、国泰海通证券研究

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

数据来源：锦江/首旅/华住/亚朵 26Q2 季报、国泰海通证券研究

景区：客流增长，单价承压

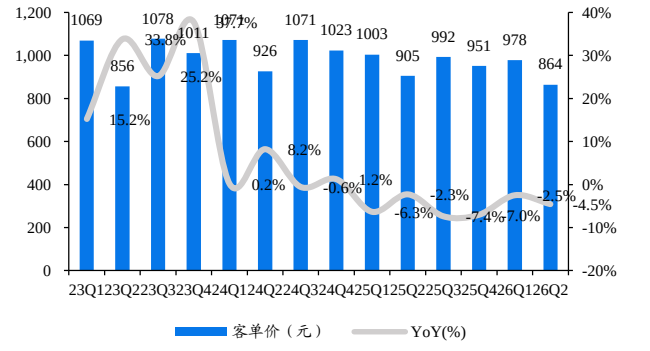
2026H1 全国出行延续增长，但“量增价弱”特征较为明显。上半年国内出游人次继续同比增长，其中 26Q1、26Q2 分别同比+6.0%、+4.8%，增速较

仅供内部参考，请勿外传

2025 年同期明显回落；同期出游花费增速分别为+2.9%、0.0%，持续低于出游人次增速。对应全国出行客单价仍处同比下降区间，26Q1 客单价 978 元，同比-2.5%，26Q2 进一步降至 864 元，同比-4.5%，反映居民出游需求保持韧性，但单次出游支出整体承压。

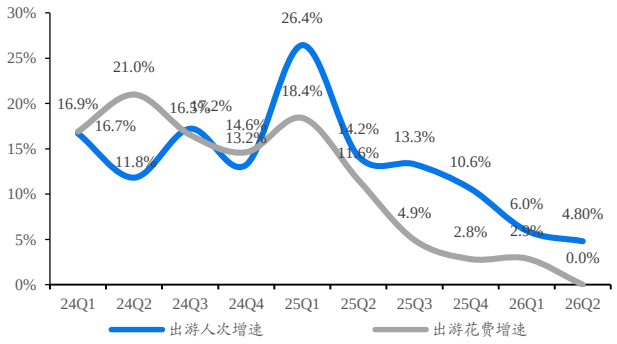
26Q2 出行人次仍有韧性，出游花费同比持平、客单价降幅扩大。26Q2 全国出游人次同比+4.8%，较 26Q1 的+6.0%放缓 1.2pct；出游花费同比增速由 26Q1 的+2.9%降至 0%，人次增长尚未同步转化为消费金额增长。同期客单价由 26Q1 的 978 元下降至 864 元，同比降幅由-2.5%扩大至-4.5%，整体来看，二季度全国旅游市场仍主要由出游人次增长驱动，消费端恢复相对偏弱。

图 18：23Q1-26Q2 全国出行客单价及增速



数据来源：文旅部，国泰海通证券研究

图 19：24Q1-26Q2 全国出行人次及出游花费增速



数据来源：文旅部，国泰海通证券研究

收入端由普遍修复转向明显分化。按已披露 2Q26 数据的 19 家景区及文旅上市公司统计，2Q26 营业收入增速中位数约+1.4%，较 1Q26 约+8.5%的中位数明显回落，19 家公司中 11 家实现收入同比增长。三峡旅游、长白山、西藏旅游、中青旅、张家界分别同比+16.9%、+13.4%、+7.7%、+7.6%、+7.6%，表现相对靠前；宋城演艺、陕西旅游、曲江文旅分别同比-18.1%、-17.1%、-26.7%，部分演艺及综合文旅项目收入仍承压。

其中，三峡旅游增长主要来自“两坝一峡”游客接待量提升、部分产品结算价格调整以及新增省际度假游轮业务，2Q26 收入同比+16.9%，体现新产品对收入端的增量贡献。 宋城演艺则受有效需求、区域市场及部分项目调整等因素影响，2Q26 收入同比-18.1%，现场演艺业务仍处调整阶段。

图 20：景区上市公司收入增速（按 2Q26 增速自上而下排序）

证券代码	公司简称	2013Q2	2014Q2	2015Q2	2016Q2	2017Q2	2018Q2	2019Q2	2020Q2	2021Q2	2022Q2	2023Q2	2024Q2	2025Q2	2026Q2
002627.SZ	三峡旅游	13.65%	7.79%	7.19%	17.47%	27.26%	7.51%	0.24%	-14.39%	13.72%	11.20%	-32.32%	-47.93%	7.42%	16.85%
603099.SH	长白山		6.61%	11.02%	7.34%	15.76%	31.53%	20.07%	-86.49%	257.90%	-82.26%	1334.00%	29.02%	-15.71%	13.36%
600749.SH	西藏旅游	24.76%	-16.32%	-12.80%	14.72%	17.43%	23.62%	-0.93%	-71.94%	271.70%	-50.65%	103.40%	5.42%	-5.82%	7.74%
600138.SH	中青旅	4.58%	23.73%	-6.58%	2.40%	4.57%	12.50%	8.18%	-59.09%	56.73%	-30.21%	70.20%	-3.66%	15.80%	7.63%
000430.SZ	张家界	-27.36%	-4.21%	39.27%	-13.55%	5.52%	-16.28%	-13.58%	-78.48%	262.30%	-81.55%	591.10%	0.25%	16.86%	7.59%
603199.SH	九华旅游			-0.96%	-9.09%	13.84%	8.78%	17.56%	-64.54%	165.80%	-74.00%	390.60%	14.17%	15.65%	6.52%
600054.SH	黄山旅游	-18.92%	12.38%	9.24%	-2.24%	5.47%	-3.74%	6.19%	-71.93%	140.70%	-72.98%	489.20%	-0.36%	7.91%	6.30%
600576.SH	祥源文旅		844.20%	-56.46%	7439.00%	2.43%	21.19%	-32.32%	-49.92%	-3.98%	23.32%	36.95%	33.25%	23.78%	5.63%
000524.SZ	岭南控股	-4.68%	-16.80%	4.27%	-5.78%	7.70%	12.81%	20.62%	-92.40%	216.00%	-58.07%	314.30%	29.86%	15.06%	4.28%
002033.SZ	丽江股份	15.63%	-2.82%	14.50%	2.02%	-15.24%	17.30%	-8.06%	-71.96%	144.30%	-71.34%	469.70%	-3.52%	5.04%	1.42%
000558.SZ	天府文旅	126.50%	34.97%	-32.34%	25.87%	-51.09%	1.15%	-92.07%	22.67%	-1.22%	-50.43%	20.58%	-25.85%	63.71%	1.04%
000888.SZ	峨眉山A	-23.82%	21.88%	8.94%	-6.13%	12.20%	-3.73%	5.09%	-65.42%	125.70%	-61.24%	207.00%	0.26%	-9.31%	-3.79%
002159.SZ	三特索道	-11.61%	1.98%	9.54%	8.09%	12.17%	27.86%	11.11%	-61.30%	140.10%	-70.45%	275.70%	-5.66%	-5.44%	-5.61%
000978.SZ	桂林旅游	-18.14%	-0.05%	13.69%	-12.83%	32.56%	2.94%	27.24%	-63.08%	43.18%	-81.74%	519.40%	-2.34%	6.06%	-7.46%
300859.SZ	西域旅游								-68.69%	276.20%	-66.31%	295.70%	4.36%	11.53%	-10.12%
603136.SH	天目湖						1.97%	1.42%	-39.31%	87.85%	-78.19%	399.80%	-3.68%	-9.82%	-10.88%
603402.SH	陕西旅游														-17.06%
300144.SZ	宋城演艺	3.98%	45.04%	40.66%	71.22%	17.63%	10.84%	-25.85%	-74.94%	188.20%	-93.83%	1816.00%	22.07%	-16.06%	-18.05%
600706.SH	曲江文旅	-3.10%	0.41%	-10.59%	-0.27%	4.01%	29.01%	-3.06%	-45.87%	90.20%	-29.37%	43.93%	2.10%	-38.87%	-26.69%
600593.SH	大连圣亚	17.42%	24.37%	3.82%	-2.21%	19.10%	15.07%	-25.62%	-85.48%	595.20%	-73.95%	429.20%	-2.96%	-7.05%	

仅供内部参考，请勿外传

数据来源：Wind、国泰海通证券研究

利润端仍未形成普遍弹性，收入增长向利润传导存在较强结构差异。19 家公司 2Q26 归母净利润增速中位数约-11.1%，仅 8 家公司归母净利润同比增长；张家界、西藏旅游、三峡旅游分别同比+215.8%、+104.2%、+39.2%，而祥源文旅、中青旅、陕西旅游、天目湖等仍有不同程度下滑。

三峡旅游的利润增长相对具备经营层面支撑，2Q26 毛利率达到 45.2%，同比提升约 4.9pct，省际度假游轮投运后收入及盈利增量逐步兑现。张家界则需要区分单季经营改善与非经常性收益：公司上半年 3.08 亿元归母净利润中约 3.27 亿元来自重整产生的债务重组收益，扣非归母净利润仍亏损 1966 万元，但 2Q26 扣非已实现阶段性转正，显示主营经营边际改善。中青旅则呈现“增收不增利”，2Q26 收入同比+7.6%、归母净利润同比-41.3%，公司披露天气、安全、消费等因素对各业务形成扰动，乌镇客流下降、古北水镇仍受固定人工及折旧等成本影响。

图 21：景区上市公司归母净利润增速（按 2Q26 增速自上而下排序）

证券代码	公司简称	2013Q2	2014Q2	2015Q2	2016Q2	2017Q2	2018Q2	2019Q2	2020Q2	2021Q2	2022Q2	2023Q2	2024Q2	2025Q2	2026Q2
000430.SZ	张家界	-31.91%	0.25%	96.67%	-38.24%	-15.22%	24.76%	-52.75%	-250.30%	118.60%	-1290.00%	80.13%	-33.89%	86.21%	215.80%
600749.SH	西藏旅游	-268.90%	104.80%	-	30.14%	107.10%	876.20%	109.40%	-191.90%	178.20%	-131.50%	440.80%	48.29%	-34.88%	104.20%
002627.SZ	三峡旅游	-32.01%	-42.95%	-1.28%	25.34%	67.32%	64.97%	25.22%	-85.49%	472.80%	-155.10%	300.10%	10.03%	5.41%	39.15%
603199.SH	九华旅游			23.08%	-7.88%	-6.49%	33.87%	40.02%	-110.40%	908.10%	-177.60%	280.80%	25.70%	17.38%	12.87%
002033.SZ	丽江股份	31.78%	-11.62%	24.39%	12.27%	-29.28%	37.18%	-13.80%	-104.20%	850.90%	-225.90%	361.60%	-14.20%	6.26%	10.10%
600054.SH	黄山旅游	-47.02%	32.10%	11.13%	6.71%	19.50%	0.44%	2.58%	-107.70%	693.80%	-233.30%	253.50%	-21.49%	-15.53%	6.68%
000524.SZ	岭南控股	2.68%	-5.28%	47.17%	-9.93%	20.08%	32.85%	10.80%	-208.60%	48.27%	37.85%	177.60%	-25.46%	48.98%	2.69%
000888.SZ	峨眉山A	-45.84%	94.87%	18.92%	-17.02%	6.71%	11.64%	11.77%	-158.60%	198.90%	-288.20%	219.60%	-22.90%	7.35%	1.58%
603099.SH	长白山		360.80%	428.30%	89.45%	-228.40%	-2.26%	116.40%	-1836.00%	-4.43%	-25.52%	144.20%	-36.95%	-162.40%	-5.93%
002159.SZ	三特索道	-111.10%	-39.55%	-462.70%	-37.90%	64.49%	3149.00%	-98.56%	-2046.00%	150.00%	-290.90%	167.90%	91.77%	-12.09%	-11.14%
300144.SZ	宋城演艺	0.63%	41.40%	47.42%	31.31%	17.00%	23.14%	20.96%	-102.40%	2532.00%	-96.15%	2460.00%	23.17%	-48.66%	-13.29%
000978.SZ	桂林旅游	-68.98%	-185.20%	261.50%	53.48%	98.06%	2.78%	-62.36%	-474.70%	79.95%	-600.00%	121.30%	-146.50%	471.10%	-14.79%
000558.SZ	天府文旅	-12.56%	117.90%	-157.10%	122.60%	-17.28%	76.13%	-241.50%	25.10%	-273.40%	75.67%	-54.31%	25.49%	-7.64%	-23.72%
300859.SZ	西域旅游								-123.00%	838.20%	-110.70%	1574.00%	-5.40%	-1.24%	-25.62%
600706.SH	曲江文旅	-18.71%	-7.41%	-16.07%	32.13%	-24.74%	90.54%	-17.00%	-226.10%	106.50%	-1336.00%	110.90%	-5091.00%	115.70%	-28.57%
603136.SH	天目湖						3.20%	23.31%	-59.09%	198.90%	-168.00%	234.50%	-3.87%	-1.76%	-31.80%
603402.SH	陕西旅游														-35.84%
600138.SH	中青旅	0.06%	94.78%	-47.63%	144.70%	8.85%	17.63%	3.92%	-87.14%	141.60%	-193.90%	219.90%	-8.72%	-1.00%	-41.29%
600576.SH	祥源文旅	-39.57%	74.68%	-106.20%	328.00%	-47.97%	29.61%	9.84%	-101.20%	2089.00%	-30.80%	635.60%	42.99%	27.54%	-52.04%
600593.SH	大连圣亚	351.10%	-48.86%	328.80%	-18.76%	28.91%	9.76%	-63.95%	-309.40%	84.74%	-763.60%	145.40%	-37.09%	-170.40%	

数据来源：Wind、国泰海通证券研究

毛利率有所回落，高毛利资产仍体现较强资源属性。2Q26 样本公司毛利率中位数约 45.5%，较 2Q25 的 49.2%下降约 3.7pct。结构上，陕西旅游、三特索道、丽江股份、九华旅游、天目湖、宋城演艺、西域旅游毛利率均超过 50%，索道、演艺及核心景区资源仍具备较高单位盈利能力；而中青旅、岭南控股等综合旅游服务业务占比较高的公司毛利率相对较低。与此同时，宋城演艺 2Q26 毛利率仍达 55.2%，但归母净利润同比下降 13.3%；祥源文旅毛利率约 46.1%，归母净利润同比下降 52.0%，表明在客流、客单价、固定成本及费用等因素共同作用下，毛利结构是利润弹性的基础，但并非利润增长的充分条件。宋城演艺 2Q26 毛利率同比下降约 8pct，也反映现场演艺收入下降后固定成本摊薄压力有所增加。

图 22：景区上市公司毛利率（按 2Q26 增速自上而下排序）

仅供内部参考，请勿外传

证券代码	公司简称	2013Q2	2014Q2	2015Q2	2016Q2	2017Q2	2018Q2	2019Q2	2020Q2	2021Q2	2022Q2	2023Q2	2024Q2	2025Q2	2026Q2
603402.SH	陕西旅游													73.65%	67.75%
002159.SZ	三特索道	48.60%	45.54%	49.35%	51.49%	52.27%	52.74%	58.96%	17.06%	56.67%	11.54%	62.42%	57.08%	59.59%	58.95%
002033.SZ	丽江股份	81.09%	75.85%	78.32%	79.48%	73.17%	73.05%	69.83%	34.32%	64.91%	-17.25%	62.73%	56.29%	55.43%	58.65%
603199.SH	九华旅游		51.17%	52.65%	52.12%	48.10%	52.07%	53.31%	20.12%	52.72%	-28.02%	49.18%	53.75%	54.59%	57.18%
603136.SH	天目湖					73.99%	69.53%	70.76%	55.56%	65.83%	-28.65%	61.99%	61.69%	62.55%	57.03%
300144.SZ	宋城演艺	76.76%	75.73%	77.77%	65.85%	65.68%	67.84%	69.61%	77.78%	64.25%	2.88%	69.93%	69.57%	63.19%	55.17%
300859.SZ	西域旅游							58.08%	17.72%	62.60%	24.67%	70.80%	68.04%	59.78%	52.27%
600054.SH	黄山旅游	40.70%	52.63%	50.99%	54.13%	57.49%	59.33%	60.36%	27.80%	52.53%	-52.24%	56.03%	57.48%	50.09%	46.30%
600576.SH	祥源文旅	-872.04%	23.60%		41.36%	25.17%	37.23%	34.14%	16.49%	44.81%	43.38%	50.21%	47.67%	51.86%	46.14%
000888.SZ	峨眉山A	44.67%	47.22%	49.47%	46.72%	51.26%	45.79%	48.19%	27.98%	50.05%	-31.44%	51.95%	47.78%	49.20%	45.52%
002627.SZ	三峡旅游	16.92%	14.14%	14.76%	13.32%	12.69%	14.88%	17.27%	8.54%	15.88%	2.68%	20.77%	39.42%	40.28%	45.21%
600749.SH	西藏旅游	50.66%	49.91%	23.37%	49.73%	50.51%	48.57%	55.31%	21.71%	50.54%	13.56%	42.93%	44.73%	46.64%	42.57%
000978.SZ	桂林旅游	44.82%	38.78%	48.24%	43.39%	48.15%	52.02%	48.84%	-38.53%	23.08%	-165.07%	34.37%	29.88%	33.75%	36.66%
000430.SZ	张家界	42.34%	47.05%	53.05%	46.17%	44.30%	44.15%	38.90%	-43.32%	29.79%	-195.01%	18.97%	20.55%	21.65%	27.40%
600138.SH	中青旅	21.07%	20.79%	23.39%	25.57%	26.44%	25.29%	25.74%	15.14%	25.68%	13.71%	26.35%	26.84%	21.94%	19.10%
000524.SZ	岭南控股	55.47%	53.72%	60.20%	56.76%	16.58%	15.73%	13.90%	0.21%	16.98%	17.25%	20.85%	18.65%	17.47%	17.70%
603099.SH	长白山			31.08%	33.22%	13.65%	8.90%	22.28%	-178.64%	-40.63%	-396.20%	33.80%	30.59%	14.51%	13.81%
600706.SH	曲江文旅	33.30%	37.34%	38.64%	36.72%	27.11%	30.89%	32.74%	3.39%	32.67%	15.01%	27.90%	23.75%	10.90%	10.15%
000558.SZ	天府文旅	13.76%	15.96%	11.59%	13.11%	6.54%	24.46%	17.72%	30.06%	2.29%	26.61%	13.16%	-67.85%	-22.53%	-49.38%
600593.SH	大连圣亚	53.14%	51.78%	51.94%	55.99%	59.58%	58.96%	53.54%	-97.28%	54.11%	-41.08%	62.98%	57.20%	55.71%	

数据来源：Wind、国泰海通证券研究

销售费用率整体仅小幅抬升，行业尚未出现系统性“高费用买流量”，但不同类型景区获客成本进一步分化。2Q26 样本公司销售费用率中位数约 5.5%，较 2Q25 的 5.1%提升约 0.4pct，整体变化有限，延续此前行业销售费用率未系统性抬升的特征。 结构上，三峡旅游、西域旅游、黄山旅游、长白山、九华旅游、丽江股份销售费用率分别约 1.2%、1.7%、2.8%、3.3%、3.7%、4.0%，核心资源、索道及目的地属性较强的公司仍具备较强自然获客能力；天府文旅、祥源文旅、陕西旅游、天目湖销售费用率则分别达到 15.1%、12.3%、8.7%、8.3%，综合文旅项目、异地项目及需要持续内容运营的资产获客投入相对更高。

与 1Q26 相比，景区行业费用率并未全面恶化，当前利润压力更多仍来自消费强度偏弱、收入结构、固定成本及单项目经营扰动，而非行业整体营销竞争显著加剧。

图 23：景区上市公司销售费用率（按 2Q26 增速自上而下排序）

证券代码	公司简称	2013Q2	2014Q2	2015Q2	2016Q2	2017Q2	2018Q2	2019Q2	2020Q2	2021Q2	2022Q2	2023Q2	2024Q2	2025Q2	2026Q2
000558.SZ	天府文旅	1.65%	1.12%	1.82%	1.17%	0.93%	8.93%	2.97%	4.91%	1.35%	3.33%	3.86%	20.68%	8.68%	15.05%
600576.SH	祥源文旅	6.79%			4.21%	6.04%	2.02%	4.90%	2.55%	19.38%	3.40%	3.07%	6.11%	8.27%	12.29%
603402.SH	陕西旅游													6.24%	8.69%
603136.SH	天目湖					15.35%	13.67%	13.10%	19.55%	7.89%	31.59%	6.06%	7.41%	7.16%	8.28%
000888.SZ	峨眉山A	14.14%	9.55%	6.86%	8.30%	7.13%	2.50%	1.97%	6.20%	4.94%	13.08%	4.44%	4.63%	4.46%	7.64%
000524.SZ	岭南控股	18.83%	19.92%	17.73%	17.86%	7.20%	6.92%	6.14%	33.06%	12.15%	16.52%	7.69%	7.45%	6.73%	6.94%
600138.SH	中青旅	9.00%	7.89%	10.03%	10.72%	10.95%	8.37%	9.68%	13.66%	9.18%	8.34%	7.44%	8.51%	5.91%	6.24%
600706.SH	曲江文旅	4.37%	5.47%	6.44%	4.35%	5.44%	3.65%	3.71%	1.13%	6.22%	3.96%	3.69%	3.38%	3.83%	6.07%
600749.SH	西藏旅游	0.37%	3.04%	8.54%	21.17%	3.51%	5.80%	5.12%	8.53%	6.01%	8.58%	5.78%	4.79%	7.67%	5.57%
002159.SZ	三特索道	6.23%	7.48%	6.75%	9.49%	5.76%	5.61%	6.19%	5.22%	3.67%	5.82%	4.72%	4.24%	4.72%	5.54%
000978.SZ	桂林旅游	1.92%	2.07%	2.48%	2.58%	2.48%	1.88%	2.54%	4.24%	4.79%	15.84%	4.18%	4.31%	3.00%	5.42%
300144.SZ	宋城演艺	3.87%	3.46%	1.29%	9.84%	10.17%	8.48%	5.88%	5.91%	3.93%	13.46%	2.38%	4.28%	7.50%	4.68%
000430.SZ	张家界	4.70%	4.33%	2.91%	4.97%	5.20%	3.23%	4.02%	10.49%	4.50%	7.84%	4.61%	0.46%	5.30%	4.05%
002033.SZ	丽江股份	9.86%	12.48%	14.69%	13.60%	13.53%	13.65%	8.95%	5.07%	5.15%	8.45%	3.01%	3.39%	2.77%	3.95%
603199.SH	九华旅游		2.52%	6.21%	5.73%	6.20%	4.32%	3.80%	9.49%	4.78%	11.97%	3.30%	3.36%	3.50%	3.65%
603099.SH	长白山			2.39%	3.97%	3.09%	1.96%	3.83%	5.87%	5.74%	11.92%	2.92%	3.04%	4.26%	3.33%
600054.SH	黄山旅游	0.33%	0.95%	1.02%	1.02%	1.04%	5.75%	5.79%	1.42%	2.51%	9.67%	1.97%	3.18%	5.11%	2.78%
300859.SZ	西域旅游							1.28%	2.25%	0.56%	1.17%	0.32%	0.92%	1.72%	1.74%
002627.SZ	三峡旅游	2.48%	2.49%	2.45%	2.33%	1.92%	2.06%	1.91%	2.00%	2.24%	2.13%	2.54%	1.07%	1.28%	1.20%
600593.SH	大连圣亚	9.84%	15.12%	10.81%	10.55%	7.04%	6.40%	8.12%	13.89%	4.50%	18.02%	6.44%	6.76%	7.32%	

数据来源：Wind、国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传

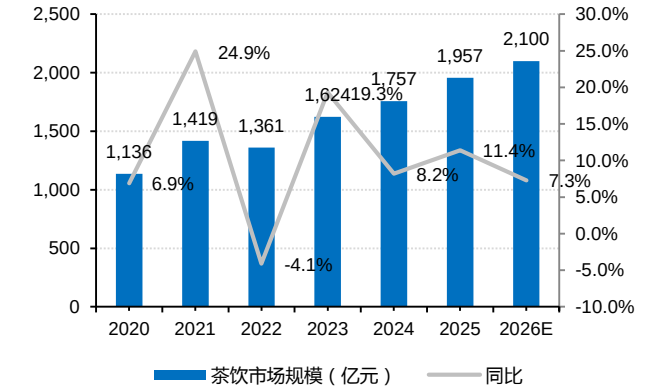
2.2. 餐饮/茶饮：基数回落，拐点将至

茶饮咖啡：基数回落，即将拐点

行业规模：外卖补贴退坡，咖啡增长好于茶饮。2026 年以来，外卖补贴持续退坡，价格敏感型消费者减少茶饮咖啡消费，但考虑消费习惯培育，总量高于外卖补贴前。咖啡增长好于茶饮：外卖大战加速咖啡消费习惯培育，根据红餐智库，2025 年现制咖啡市场规模增长 19%，现制茶饮市场规模增长 11%，预计 2026 年现制咖啡市场增速仍高于现制茶饮。

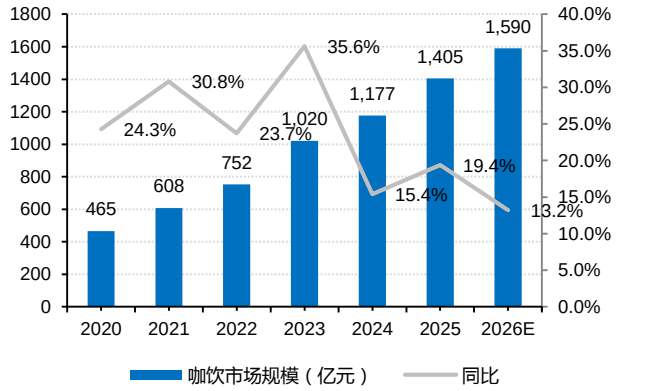
茶咖融合成为大趋势，品类拓展成为重要增长抓手。现制茶饮市场增速放缓，现磨咖啡还有后半场红利期，茶饮品牌相继布局咖啡，寻找增长抓手。现制茶饮与现磨咖啡在消费时段和场景上具有互补性，在核心能力上具备可复用性。茶饮品牌在原有门店布局咖啡品类，相较于成立独立咖啡品牌试错成本更低，有利于优化单店模型。

图 24：茶饮行业规模增长



数据来源：红餐智库，国泰海通证券研究

图 25：咖饮行业规模增长



数据来源：红餐智库，国泰海通证券研究

竞争格局：外卖大战加速行业出清，头部品牌市场份额提升。从门店体量看，过去一年茶饮门店数持续净减少，而咖啡门店在 2025 下半年持续增长，2026 年以来趋于平稳。**①外卖补贴退坡后遗症：**外卖补贴退坡同时，茶饮咖啡门店单店收入出现下滑，但外卖大战加速消费者外卖消费习惯培育，外卖占比具有一定刚性，导致加盟商实收降低、单店利润出现下滑，长尾品牌抗风险能力更弱；**②茶咖融合影响：**2026 年咖啡赛道进入茶饮品牌集体入局后的全面混战阶段，茶饮品牌通过促销活动建立消费心智。茶饮品牌的咖啡促销活动短期内对咖啡行业价格回升形成一定压力，预计中期维度咖啡行业延续结构性价格战。

图 26：茶饮门店数净减少

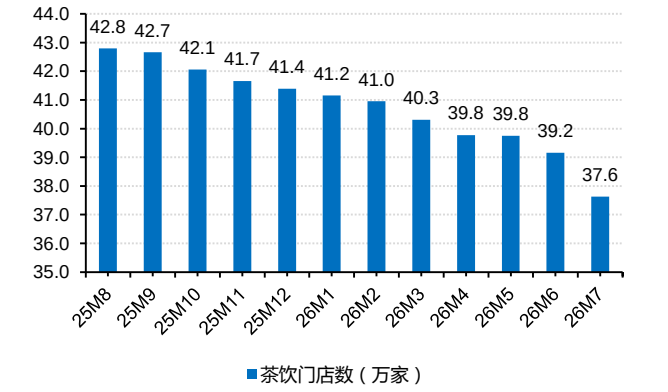
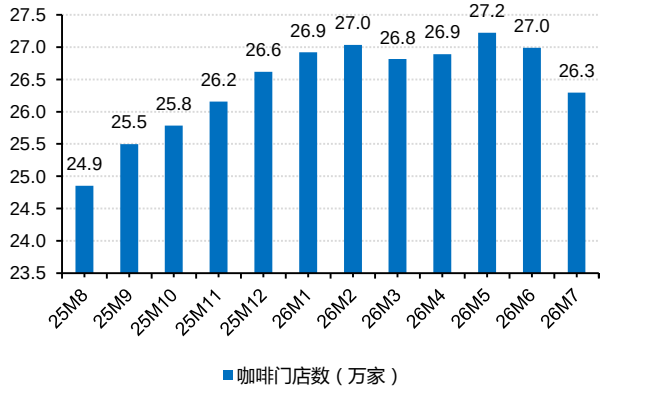


图 27：咖啡门店数增加后趋于平稳

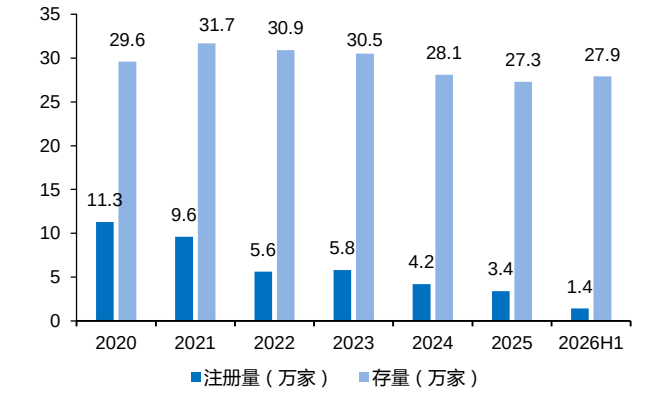


仅供内部参考，请勿外传

数据来源：窄门餐眼，国泰海通证券研究

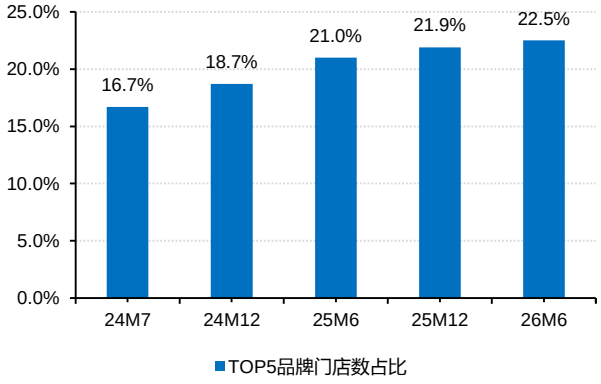
数据来源：窄门餐眼，国泰海通证券研究

图 28：茶饮企业注册量及存量



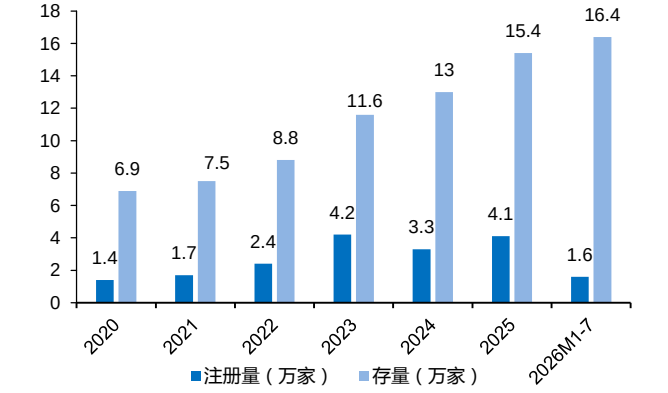
数据来源：红餐智库，国泰海通证券研究

图 29：全国茶饮门店数 TOP5 品牌门店数占比变化



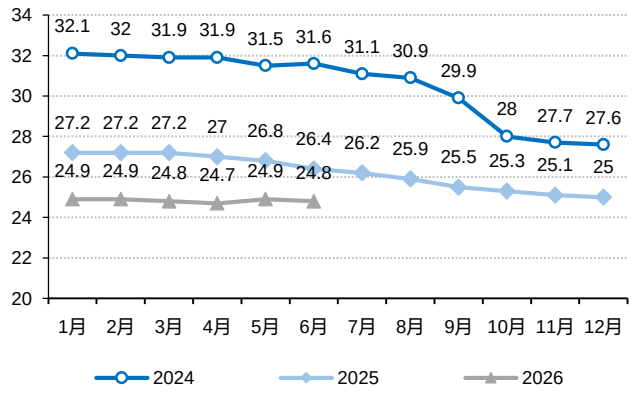
数据来源：红餐智库，国泰海通证券研究

图 30：咖饮企业注册量及存量



数据来源：红餐智库，国泰海通证券研究

图 31：26H1 咖啡价格企稳（单位：元）



数据来源：红餐智库，国泰海通证券研究

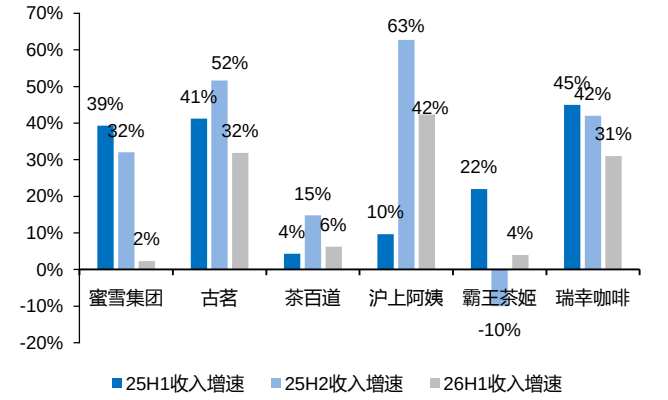
茶饮咖啡企业经营情况梳理：

2026H1 头部现制饮品企业经营表现分化，战略重心总体由单纯规模扩张向门店质量、品类拓展及综合运营能力升级。蜜雪集团聚焦“真、鲜、纯”产品升级及品牌 IP、门店运营等战略投入，业绩阶段性承压；古茗经营质量稳健，咖啡早餐增收；沪上阿姨多品牌加速开店；茶百道发力咖啡与海外；霸王茶姬国内经营处于调整期；瑞幸咖啡通过持续门店扩张扩大市场份额。

- **2026H1 收入增速对比：**沪上阿姨＞古茗＞瑞幸咖啡＞茶百道＞霸王茶姬＞蜜雪集团，其中霸王茶姬环比 25H2 提速，其余均环比降速。
- **2026H1 经调整净利润增速对比：**古茗＞沪上阿姨＞瑞幸咖啡＞茶百道＞蜜雪集团＞霸王茶姬，其中霸王茶姬和瑞幸咖啡环比 25H2 提速，其余均环比降速。

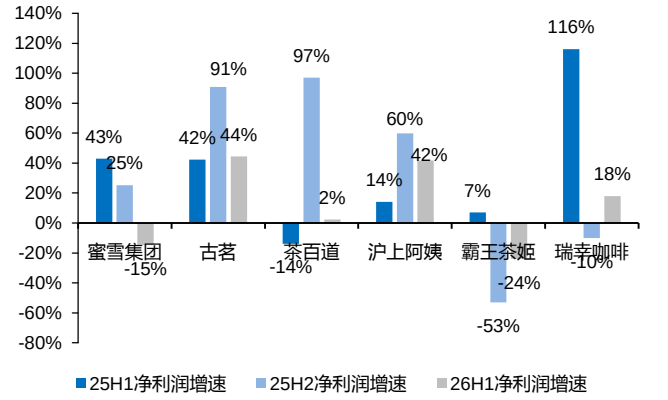
仅供内部参考，请勿外传

图 32：2026H1 收入增速比较



数据来源：蜜雪、古茗、茶百道、沪上阿姨、霸王茶姬、瑞幸咖啡 2022-2025 年报及 2026 中报，国泰海通证券研究

图 33：2026H1 经调整净利润增速比较

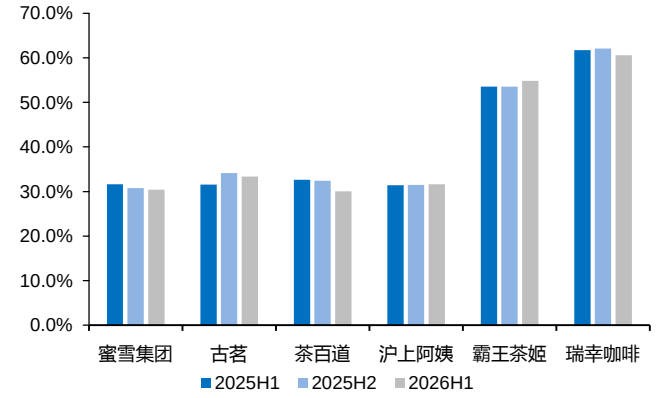


数据来源：蜜雪、古茗、茶百道、沪上阿姨、霸王茶姬、瑞幸咖啡 2022-2025 年报及 2026 中报，国泰海通证券研究

- **2026H1 毛利率对比：**瑞幸咖啡＞霸王茶姬＞古茗＞沪上阿姨＞蜜雪集团＞茶百道，其中古茗、沪上阿姨、霸王茶姬毛利率同比提升，其余下降。

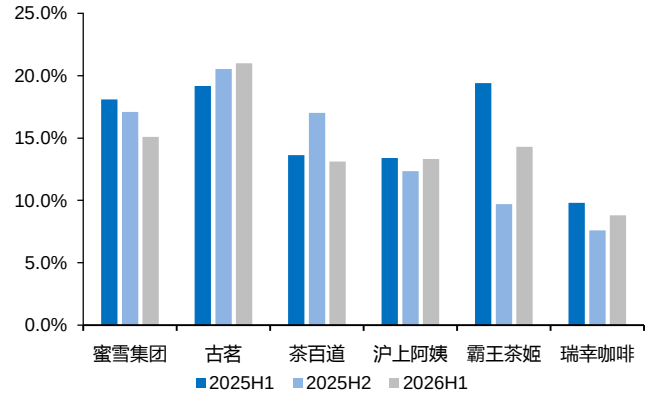
- **2026H1 经调整净利率对比：**古茗＞蜜雪集团＞霸王茶姬＞沪上阿姨＞茶百道＞瑞幸咖啡，其中古茗经调整净利率同比提升，沪上阿姨持平，其余下降。

图 34：2026H1 毛利率比较



数据来源：蜜雪、古茗、茶百道、沪上阿姨、霸王茶姬、瑞幸咖啡 2022-2025 年报及 2026 中报，国泰海通证券研究

图 35：2026H1 经调净利润率比较



数据来源：蜜雪、古茗、茶百道、沪上阿姨、霸王茶姬、瑞幸咖啡 2022-2025 年报及 2026 中报，国泰海通证券研究

- **2026H1 开店情况对比：**①26H1 门店数：蜜雪集团＞瑞幸咖啡＞古茗＞沪上阿姨＞茶百道＞霸王茶姬；②26H1 门店增速：按期末门店同比看，瑞幸咖啡≈沪上阿姨＞古茗＞蜜雪集团＞霸王茶姬＞茶百道，其中沪上阿姨和茶百道开店环比提速，瑞幸维持高增速，其余均降速；按 26H1 净增门店/25 年底门店看，瑞幸咖啡＞沪上阿姨＞蜜雪集团＞古茗＞茶百道≈霸王茶姬；③26H1 闭店率：茶百道＞沪上阿姨＞古茗＞蜜雪集团，沪上阿姨和蜜雪集团闭店率同比下降，其余提升。

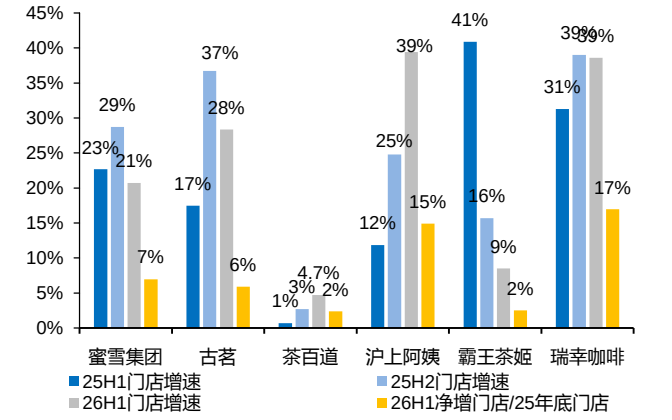
- **2026H1 店均收入增速对比：**沪上阿姨＞古茗＞瑞幸咖啡＞茶百道＞霸王茶姬＞蜜雪集团。

投资建议：推荐古茗、瑞幸咖啡。①古茗：1、短期边际改善：7-8 月合并同店正增好于市场预期，7 月后加盟商单店利润改善，Q4 有望加速开店；2、中长期成长空间：北方市场拓展进展顺利，提振全国开店信心，长期开店空间 3-4 万家以上；3、股东回报：常规分红不低于 50%，股息率 3%以上，另有回购托底。②瑞幸咖啡：1、Q3Q4 利润率回升，利润弹性释放，预期 H2

仅供内部参考，请勿外传

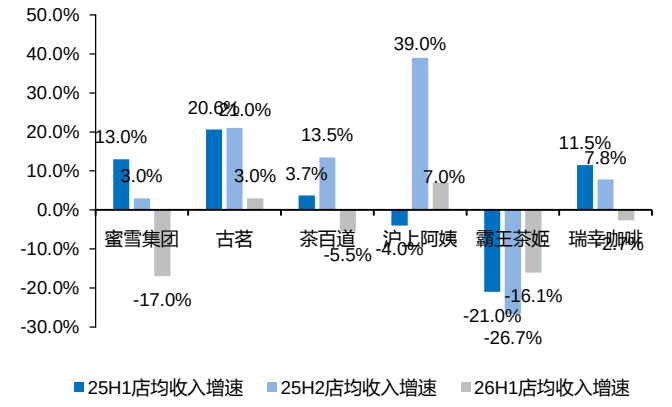
利润增速有望达 50%；2、展望 27 年，同店压力较大程度为公司主观可控，取决于公司开店策略，品类拓展有望支撑同店；3、中长期看，瑞幸将通过咖啡市场份额提升及拓展非咖业务获得持续增长。瑞幸产品、规模、渠道、运营等多维度竞争优势突出，头部现制饮品品牌市场份额有望进一步提高。

图 36：2026H1 门店增速对比



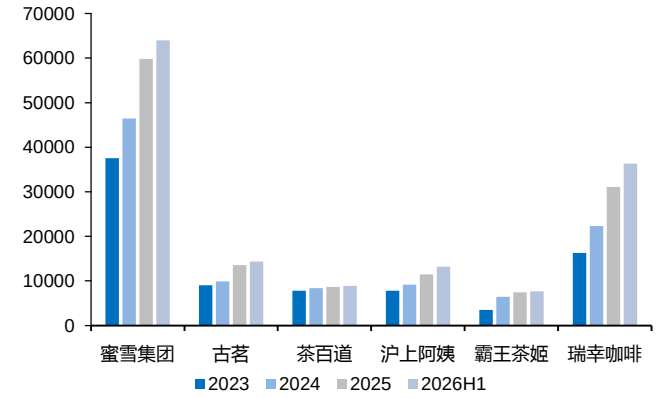
数据来源：蜜雪、古茗、茶百道、沪上阿姨、霸王茶姬、瑞幸咖啡 2022-2025 年报及 2026 中报，国泰海通证券研究

图 37：2026H1 店均收入增速对比



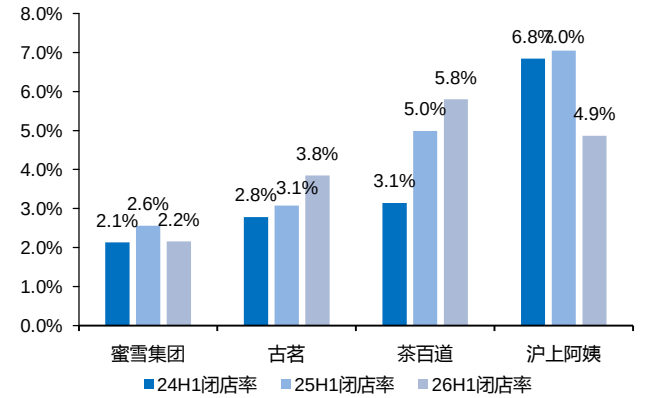
数据来源：蜜雪、古茗、茶百道、沪上阿姨、霸王茶姬、瑞幸咖啡 2022-2025 年报及 2026 中报，国泰海通证券研究

图 38：2026H1 门店总数对比



数据来源：蜜雪、古茗、茶百道、沪上阿姨、霸王茶姬、瑞幸咖啡 2022-2025 年报及 2026 中报，国泰海通证券研究

图 39：2026H1 闭店率对比



数据来源：蜜雪、古茗、茶百道、沪上阿姨、霸王茶姬、瑞幸咖啡 2022-2025 年报及 2026 中报，国泰海通证券研究

餐饮：需求筑底，龙头稳健

餐饮企业经营情况梳理：

外卖大战下渠道结构变化较大，龙头经营韧性强。

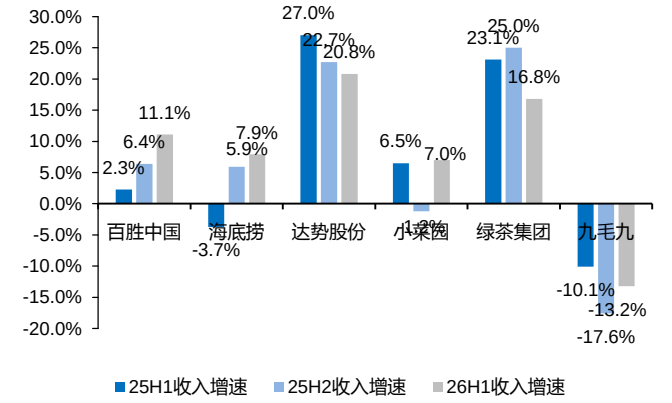
同店销售：龙头彰显经营韧性。2026H1 肯德基同店销售正增长，且必胜客 Q2 同店增速环比 Q1 改善；海底捞同店表现平稳；九毛九经过门店调改，太二品牌同店销售表现持续改善。达势股份、绿茶集团受到外卖大战扰动，同店出现下滑；小菜园以价换量、主动调整渠道结构，同店短期承压。

开店：26H1 门店增速，绿茶集团＞达势股份＞小菜园＞百胜中国，海底捞门店数量平稳，九毛九仍处于闭店调整阶段。

利润率：①26H1 毛利率：达势股份＞绿茶集团＞百胜中国＞小菜园＞九毛九＞海底捞，其中九毛九毛利率同比提升，其余均下降。②26H1 净利率：绿茶集团＞小菜园＞百胜中国＞海底捞＞九毛九＞达势股份，其中九毛九和绿茶集团净利率同比提升，其余均下降。

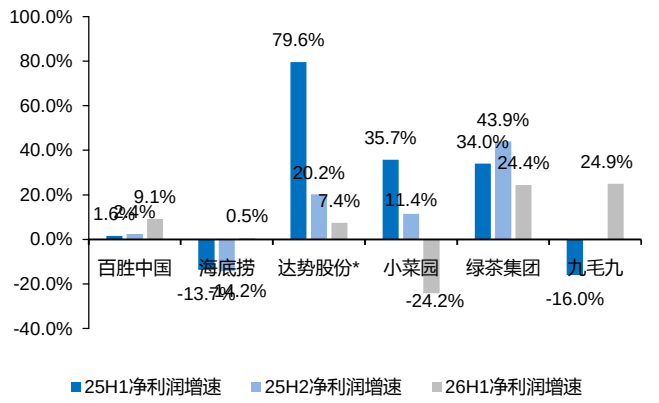
仅供内部参考，请勿外传

图 40：26H1 餐饮公司收入增速比较



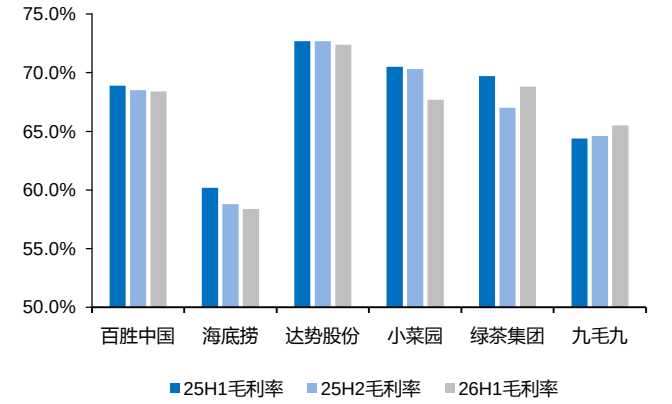
数据来源：百胜中国、海底捞、达势股份、小菜园、绿茶集团、九毛九 2025 年报及 2026 中报，国泰海通证券研究

图 41：26H1 餐饮公司利润增速比较



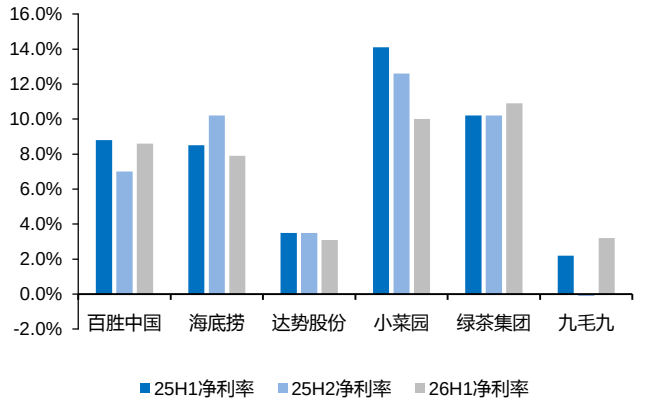
数据来源：百胜中国、海底捞、达势股份、小菜园、绿茶集团、九毛九 2025 年报及 2026 中报，国泰海通证券研究

图 42：26H1 餐饮公司毛利率比较



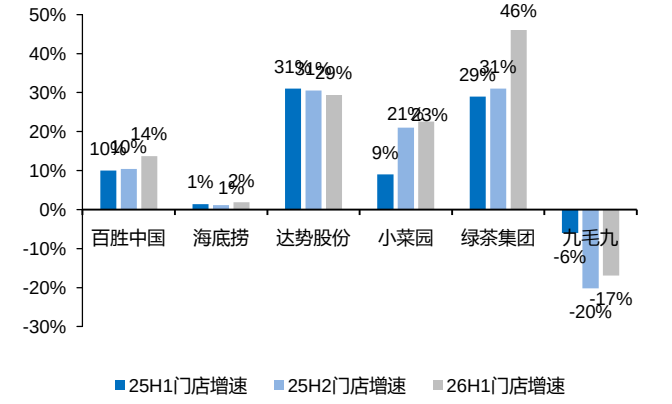
数据来源：百胜中国、海底捞、达势股份、小菜园、绿茶集团、九毛九 2025 年报及 2026 中报，国泰海通证券研究

图 43：26H1 餐饮公司净利率比较



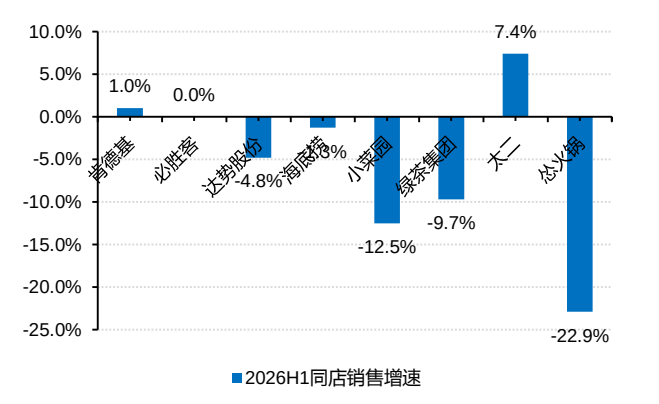
数据来源：百胜中国、海底捞、达势股份、小菜园、绿茶集团、九毛九 2025 年报及 2026 中报，国泰海通证券研究

图 44：26H1 餐饮公司门店数增速



数据来源：百胜中国、海底捞、达势股份、小菜园、绿茶集团、九毛九 2025 年报及 2026 中报（包含直营和加盟门店），国泰海通证券研究

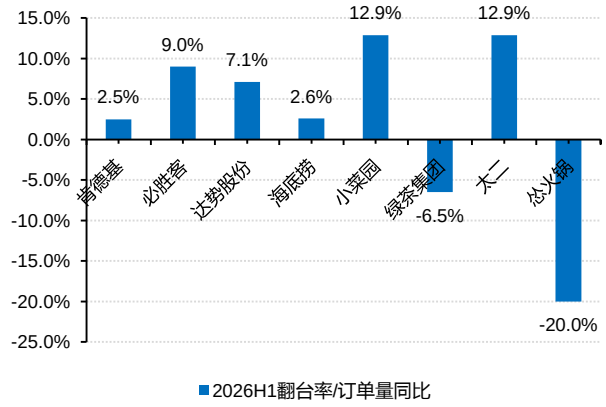
图 45：26H1 餐饮公司同店销售



数据来源：百胜中国、海底捞、达势股份、小菜园、绿茶集团、九毛九 2025 年报及 2026 中报，国泰海通证券研究

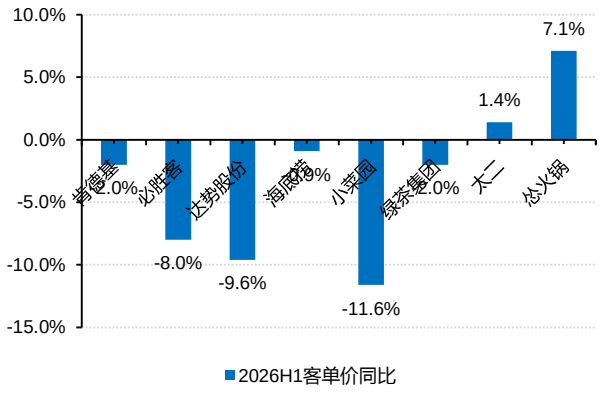
仅供内部参考，请勿外传

图 46：26H1 翻台率/订单量同比



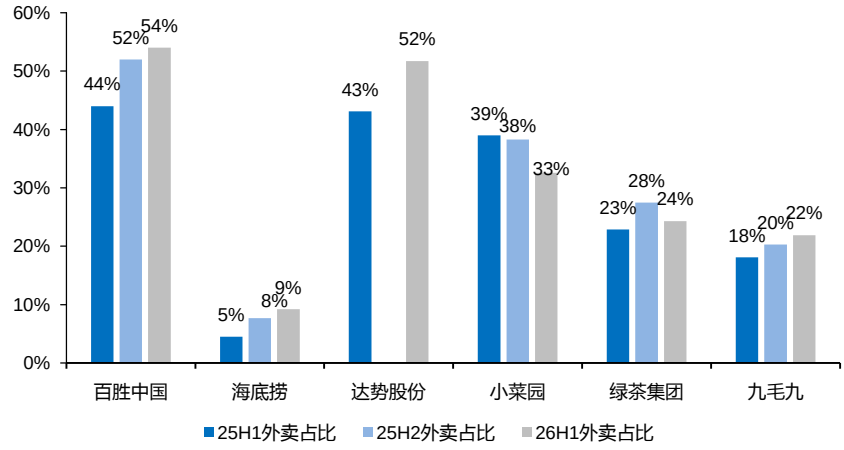
数据来源：百胜中国、海底捞、达势股份、小菜园、绿茶集团、九毛九 2025 年报及 2026 中报，国泰海通证券研究

图 47：26H1 客单价/单均价同比



数据来源：百胜中国、海底捞、达势股份、小菜园、绿茶集团、九毛九 2025 年报及 2026 中报，国泰海通证券研究

图 48：餐饮品牌外卖占比波动较大



数据来源：百胜中国、海底捞、达势股份、小菜园、绿茶集团、九毛九 2025 年报及 2026 中报、国泰海通证券研究

2.3. 免税：海南平稳，政策催化

中国中免 26Q2 归母净利润延续增长：2026Q2 收入 107.49 亿元/同比-5.75%，归母净利润 7.58 亿元/同比+14.54%，归母净利率 7.1%/同比+1.3pct，扣非归母净利润 7.41 亿元/同比+12.33%。

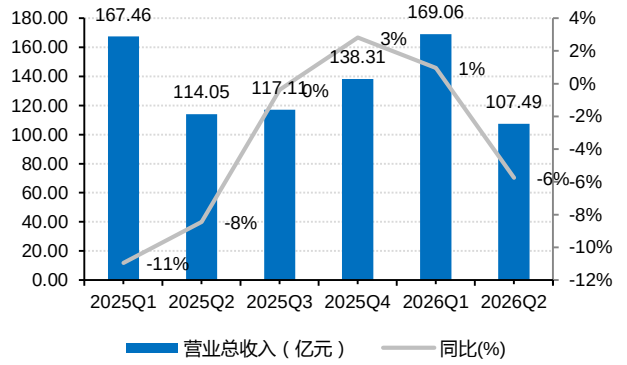
海南稳健增长，上海业务调整，后续有望逐步恢复。2026H1 海南地区收入 185.54 亿元/同比+23.4%，上海地区收入 20.53 亿元/同比-70.1%，其他地区收入 67.89 亿元/同比+11.0%，主要受上海仓业务调整及机场项目交接等阶段性因素拖累。根据一季报，2026Q1 海南地区收入 125.85 亿元/同比+28.26%，计算 2026Q2 海南收入约 59.69 亿元/同比约+14.4%。计算非海南业务，2026Q1 非海南地区营收 43.21 亿元/同比-38%，2026Q2 非海南收入约 47.80 亿元/同比约-22.7%，降幅环比收窄，驱动力为 Q2 上海降幅收窄+DFS 并表。随着上海地区调整影响逐步消化，我们预计下半年非海南业务有望进一步修复。

收购 DFS 大中华区业务，合作 LVMH、加快全球拓展。中免已于 2026 年 3 月完成 DFS 大中华区收购交割，LVMH 同步 H 股认购，正式确立三方战略合作。DFS 大中华区业务自 3 月 19 日起并表，截至 6 月底贡献收入 7.46 亿元、净利润 0.11 亿元；当前整合平稳推进，依托 DFS 高端品牌资源补强

仅供内部参考，请勿外传

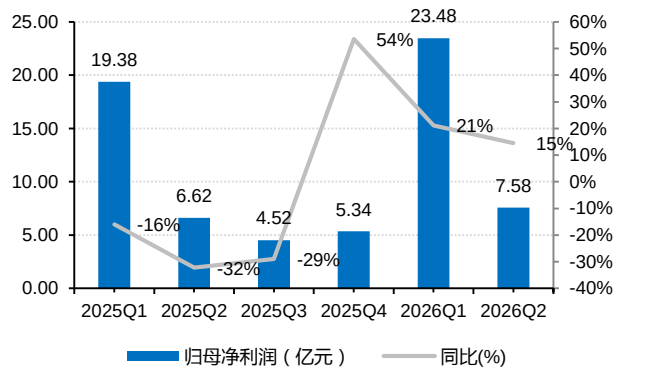
顶奢运营，共享高净值会员体系，同时以港澳门店为支点强化大湾区布局，搭建国货出海平台，助力本土品牌走向国际市场。

图 49：中国中免营收及增速



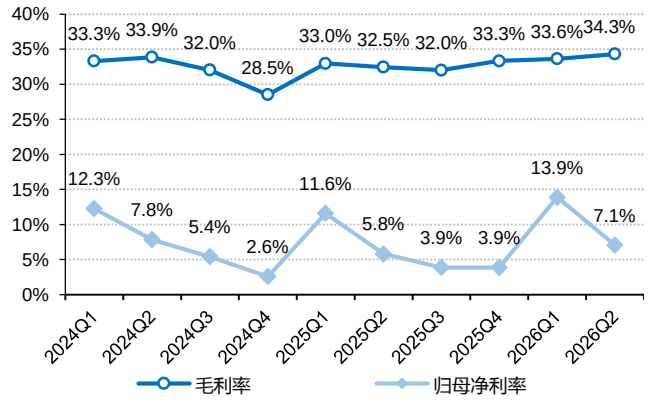
数据来源：Wind，国泰海通证券研究

图 50：中国中免归母净利润及增速



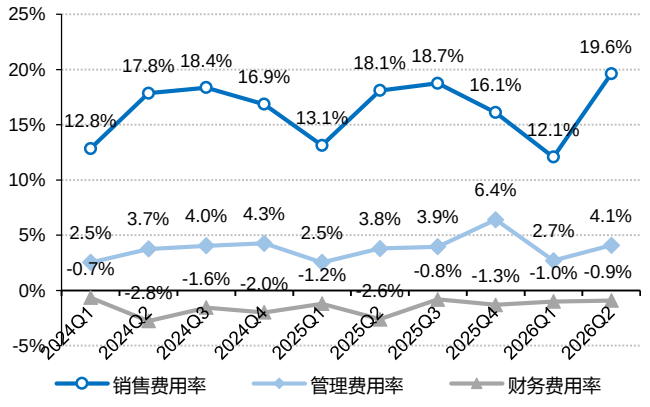
数据来源：Wind，国泰海通证券研究

图 51：中国中免毛利率和净利率



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

图 52：中国中免期间费用率



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

期待市内免税政策催化。当前市内免税仍处门店扩张与消费习惯培育的早期阶段，首轮政策优化已在销售对象、购物额度及线上预约等方面完成，后续在提货效率、品类丰富度及线上线下融合等环节仍有深化空间。随品牌供给与购物便利化持续改善，渗透率有望从低位稳步抬升并转化为新增销售，进一步放大龙头在采购、渠道、会员及口岸网络等方面的综合协同价值。

表 3：全国市内免税市场空间测算

	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
合格离境客流（万人次）	4,711.8	5,183.0	5,545.8	5,823.1	6,114.3	6,420.0	6,676.8	6,943.9	7,221.6	7,510.5	7,810.9
客流增长	0.0%	10.0%	7.0%	5.0%	5.0%	5.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
市内店利用率/渗透率	0.3%	2.0%	3.5%	5.0%	6.5%	8.0%	9.0%	10.0%	11.0%	12.0%	13.0%
购物离境人次（万人次）	14.1	103.7	194.1	291.2	397.4	513.6	600.9	694.4	794.4	901.3	1,015.4
客单价（元/购物离境人次）	1,400	1,500	1,600	1,700	1,800	2,000	2,100	2,200	2,300	2,400	2,500
市内免税GMV（亿元）	2.0	15.5	31.1	49.5	71.5	102.7	126.2	152.8	182.7	216.3	253.9
GMV 同比			99.7%	59.4%	44.5%	43.6%	22.9%	21.1%	19.6%	18.4%	17.4%

仅供内部参考，请勿外传

数据来源：民航局，国家统计局，国家移民管理局，国泰海通证券研究
计算公式：市内免税 GMV（亿元）= 合格离境客流（万人次）× 市内店利用率 × 客单价（元/购物离境人次）÷ 10,000。2025 年为非零销售校准年，销售并非官方实际披露。

2.4. 教育：需求韧性，分化加剧

个股阿尔法仍是主线，关注景气度持续验证的优质标的。

1H26 A 股教育板块收入总体保持韧性，利润表现较收入端更具弹性，但公司间分化明显。A 股教育类主要上市公司中 1H26 收入增速中位数约+8.4%，其中 7 家公司实现正增长；归母净利润增速中位数约+30.7%，6 家公司实现同比增长或扭亏。

- 行动教育 1H26 收入/归母净利润分别同比+24.4%/+30.7%，企业管理培训延续较高景气；学大教育收入/归母净利润分别+12.9%/+30.9%，个性化教育主业维持稳健增长；
- 传智教育收入同比+59.7%，归母净利润由上年同期亏损 720 万元转为盈利 3442 万元，体现业务恢复后的经营杠杆。
- 昂立教育收入同比+8.4%，归母净利润同比+977.3%，主要为业务扩张、成本费用优化叠加低基数贡献；
- 中公教育收入同比+1.2%、归母净利润同比+18.5%，利润端恢复快于收入。

从赛道看，K12 个性化、企业培训及部分职业教育表现相对占优，招录培训景气承压。学大、行动延续收入与利润双增，传智教育实现收入高增及扭亏；凯文教育收入同比+7.2%、归母净利润+36.0%，教育服务业务保持增长。

相比之下，公考链条出现明显分化：华图山鼎 1H26 收入同比-10.5%、归母净利润同比-84.7%，其中非学历培训收入同比-10.5%，公司披露主要受到国考、省考招录规模下降、备考周期缩短，以及一次性股份支付等因素影响；粉笔 1H26 收入同比-16.3%，由上年同期盈利 2.27 亿元转为亏损 1.84 亿元，培训服务收入同比-17.5%，主要受招录岗位减少及行业竞争加剧影响。豆神教育则呈现增收不增利，1H26 收入同比+17.0%，归母净利润由上年同期盈利 1.04 亿元转为亏损 2439 万元。

图 53：A 股教育公司 2Q 核心财务指标

代码	公司	营业收入（百万元）	营业收入增速	归母净利润（百万元）	归母净利润增速	毛利率	归母净利率
300492.SZ	华图山鼎	706.0	(21.3%)	(88.8)	(197.1%)	48.6%	(12.6%)
605098.SH	行动教育	254.6	19.4%	132.6	28.6%	80.5%	52.1%
000526.SZ	学大教育	1,212.0	15.2%	209.9	34.6%	41.3%	17.3%
300192.SZ	科德教育	180.3	(1.3%)	(5.8)	(137.9%)	26.0%	(3.2%)
003032.SZ	*ST传智	156.2	72.4%	33.0	1891.0%	62.8%	21.1%
300010.SZ	豆神教育	327.2	26.0%	32.3	(51.4%)	75.9%	9.9%
002659.SZ	凯文教育	86.9	7.9%	0.8	202.4%	31.2%	0.9%
002607.SZ	中公教育	569.5	(1.9%)	25.9	18.9%	58.4%	4.5%
600661.SH	昂立教育	351.2	8.6%	6.5	162.4%	44.6%	1.9%

数据来源：Wind、国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传

图 54： A 股教育公司 1H 核心财务指标

代码	公司	营业收入（百万元）	营业收入增速	归母净利润（百万元）	归母净利润增速	毛利率	归母净利率
300492.SZ	华图山鼎	1,543.0	(10.5%)	32.6	(84.7%)	55.4%	2.1%
605098.SH	行动教育	428.0	24.4%	171.7	30.7%	78.9%	40.1%
000526.SZ	学大教育	2,163.0	12.9%	300.5	30.9%	37.4%	13.9%
300192.SZ	科德教育	357.3	(2.4%)	18.7	(64.9%)	29.8%	5.2%
003032.SZ	*ST传智	260.3	59.7%	34.4	577.8%	59.1%	13.2%
300010.SZ	豆神教育	525.4	17.0%	(24.4)	(123.5%)	68.9%	(4.6%)
002659.SZ	凯文教育	183.5	7.2%	1.0	36.0%	28.6%	0.5%
002607.SZ	中公教育	1,169.0	1.2%	73.2	18.5%	60.3%	6.3%
600661.SH	昂立教育	685.5	8.4%	31.1	977.3%	45.1%	4.5%

数据来源：Wind、国泰海通证券研究

港美股教育公司同样呈现较强结构分化，好未来仍是收入与利润增长弹性最突出的龙头之一。好未来 2026 财年收入同比+33.7%至 30.09 亿美元，归母净利润同比+527.4%至 5.31 亿美元，规模增长与利润率修复共同驱动业绩释放；新东方 2026 财年上半年净收入同比+9.7%，归母净利润同比+3.2%，增长趋于稳健。 天立国际截至 2026 年 2 月末的半年收入同比+14.2%，股东应占利润同比约+18.4%；中国东方教育 1H26 收入同比+10.6%、归母净利润+13.0%、经调整净利润+20.5%，1-2 年制长期课程及美业等新专业贡献增长。

图 55：港美股教育公司营业收入增速

代码	公司	2023H1	2023A	2024H1	2024A	2025H1	2025A	2026H1
02469.HK	粉笔	15.4%	7.3%	(3.0%)	(7.7%)	(8.5%)	(4.1%)	(16.3%)
01773.HK	天立国际控股	137.2%	160.4%	73.8%	44.2%	14.0%	8.1%	14.2%
00667.HK	中国东方教育	4.0%	4.2%	1.6%	3.5%	10.2%	12.1%	10.6%
EDU.N	新东方	41.9%	42.2%	45.1%	34.4%	3.5%	6.7%	21.5%
TAL.N	好未来	(28.9%)	2.9%	55.0%	55.6%	40.5%	36.1%	31.7%

数据来源：Wind、国泰海通证券研究

图 56：港美股教育公司归母净利润增速

代码	公司	2023H1	2023A	2024H1	2024A	2025H1	2025A	2026H1
02469.HK	粉笔	120.8%	109.0%	240.9%	27.1%	(18.4%)	(17.3%)	(181.0%)
01773.HK	天立国际控股	456.6%	248.3%	67.8%	70.9%	37.6%	15.3%	18.7%
00667.HK	中国东方教育	(15.9%)	(25.8%)	33.2%	88.0%	48.4%	47.5%	13.0%
EDU.N	新东方	135.5%	224.9%	3.2%	27.9%	(17.4%)	(2.8%)	100.4%
TAL.N	好未来	44.4%	65.5%	146.1%	269.4%	(38.4%)	133.4%	2623.3%

数据来源：Wind、国泰海通证券研究

整体看，教育板块当前并非统一贝塔修复，而是不同细分赛道景气、产品结构与经营效率共同决定个股表现，企业培训、K12 个性化及部分职业教育相对较强，公考培训仍处调整阶段。

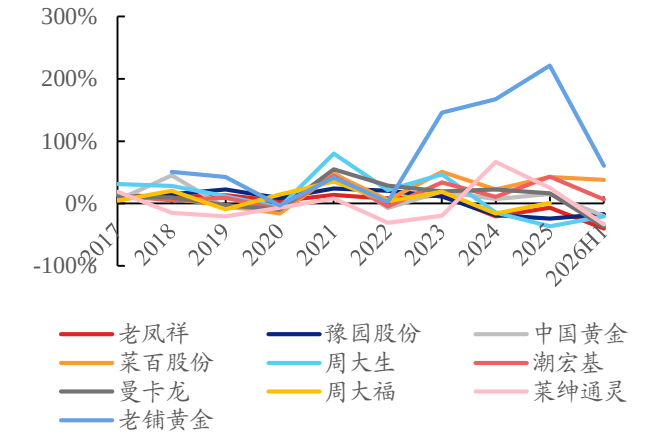
3. 商品消费：内需波动，出口景气

3.1. 黄金珠宝：基本面触底，有望修复

仅供内部参考，请勿外传

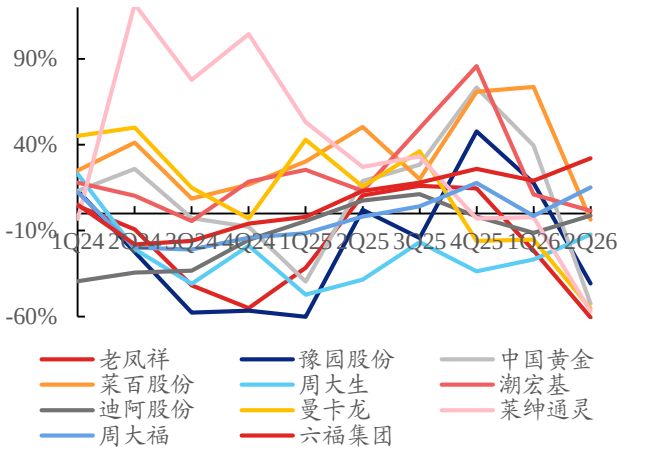
26H1 黄金珠宝公司收入增速表现分化，普遍在 26Q1 表现较好，26Q2 则环比降速/同比下滑。从终端景气度来看，克重黄金首饰类 Q2 整体好于 Q1，但投资金条类 Q2 受影响较大，投资产品占比收入较高的菜百股份、中国黄金、老凤祥因此 Q2 收入承压；曼卡龙、莱绅通灵线上销售中原本低毛利金饰占比较高，在税收新政+金价波动影响下亦承压拖累整体收入表现；潮宏基、周大生主要系加盟出货模式结构变化，增加了以净额法计收入的品牌费模式占比，致 26Q2 收入增速放缓/下滑。

图 57：26H1 黄金珠宝公司收入增速表现分化



数据来源：Wind，公司财报，国泰海通证券研究
注：周大福、六福集团为财年口径，其截止 2026.3.31 的 FY2026 财年对应其他公司 2025 年，依此类推。

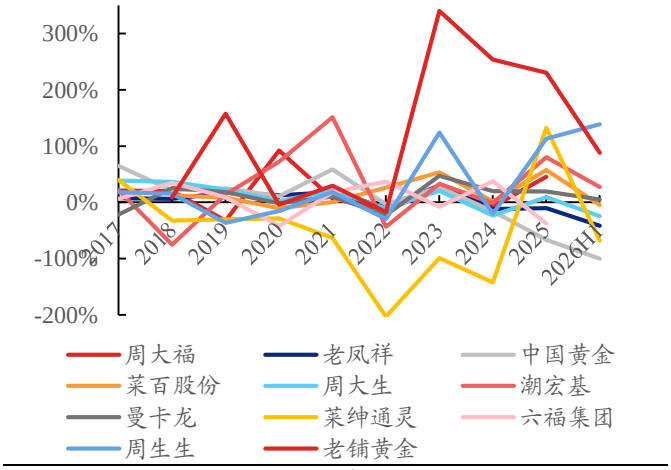
图 58：26Q2 黄金消费需求分化延续



数据来源：Wind，公司财报，国泰海通证券研究
注：周大福、六福集团采用季度披露的经营数据中集团零售值同比增速。

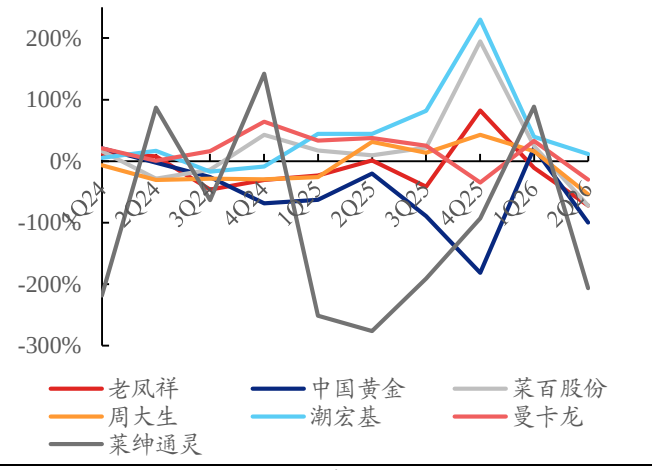
2026H1 珠宝公司盈利普遍承压，H1 仅老铺黄金、周生生、潮宏基、曼卡龙实现利润正增，26Q2 剔除不披露季度数据的港股以外，仅潮宏基实现利润正增，其他公司均承压明显。主要原因系 26Q2 金价持续下跌的过程中，未进行金价对冲的部分毛利率受到较大压力，而去年同期金价处于温和上涨趋势中，毛利率不同程度受益于金价，此外，部分公司如周大生发生黄金类存货减值亦进一步拖累盈利。潮宏基于 26Q2 展现经营韧性主要得益于其优于同业的终端动销，以及以加盟为主的经营模式相对较少承担金价波动。

图 59：26H1 多数珠宝公司归母净利润同比下滑



数据来源：Wind，公司财报，国泰海通证券研究
注：周大福、六福集团为财年口径，其截止 2026.3.31 的 FY2026 财年对应其他公司 2025 年，依此类推。

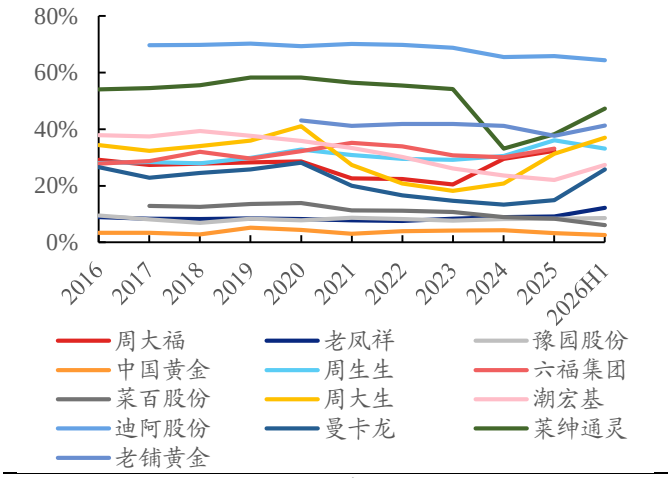
图 60：26Q2 多少珠宝公司归母净利润同比较大幅度下降



数据来源：Wind，公司财报，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传

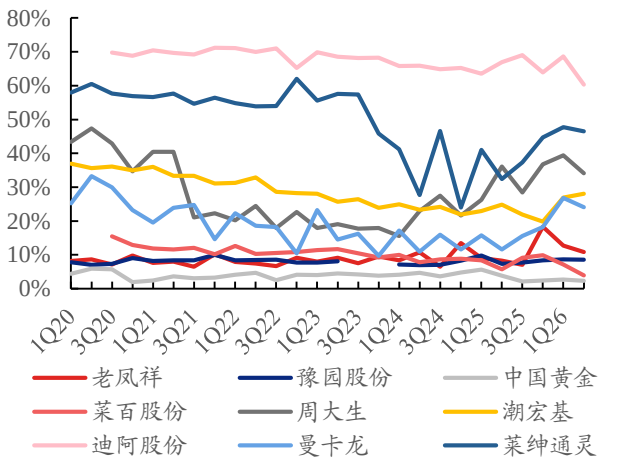
图 61：26H1 受益于金价珠宝公司毛利率普遍提升



数据来源：Wind，公司财报，国泰海通证券研究

注：周大福、六福集团为财年口径，其截止 2026.3.31 的 FY2026 财年对应其他公司 2025 年，依此类推。

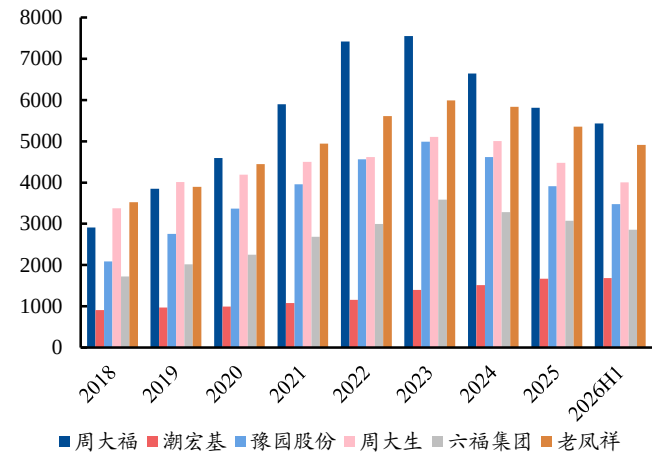
图 62：26Q2 因金价下跌珠宝公司毛利率普遍下降



数据来源：Wind，公司财报，国泰海通证券研究

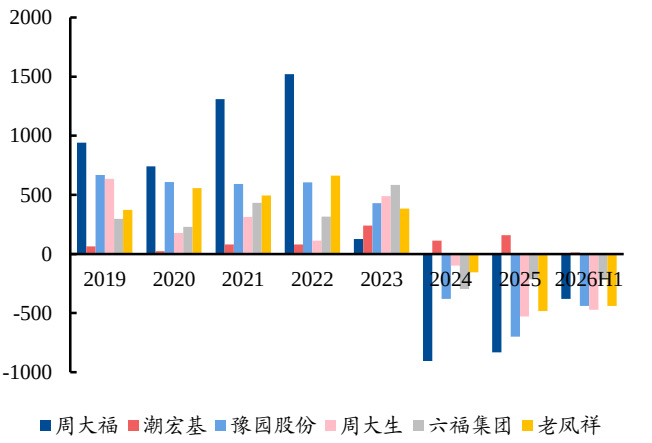
渠道方面，26H1 净关店趋势延续，头部公司通过收缩低线城市、低效门店，优化一二线城市核心商圈门店，提升店效取得较好效果。

图 63：主要珠宝公司期末门店数（家）



数据来源：Wind，公司财报，国泰海通证券研究

图 64：26H1 主要珠宝公司净关店趋势延续（家）



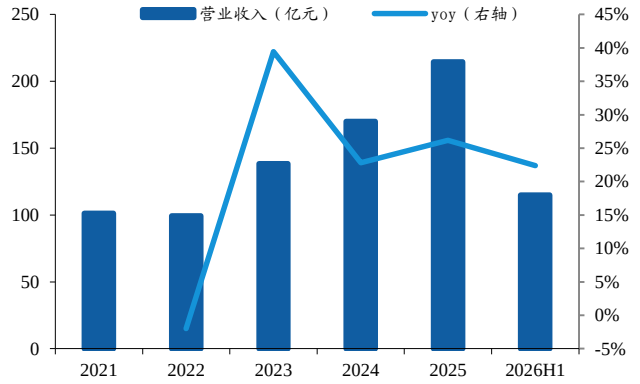
数据来源：Wind，公司财报，国泰海通证券研究

3.2. 潮玩 IP：国内景气，海外承压

- **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/TOP TOY 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。

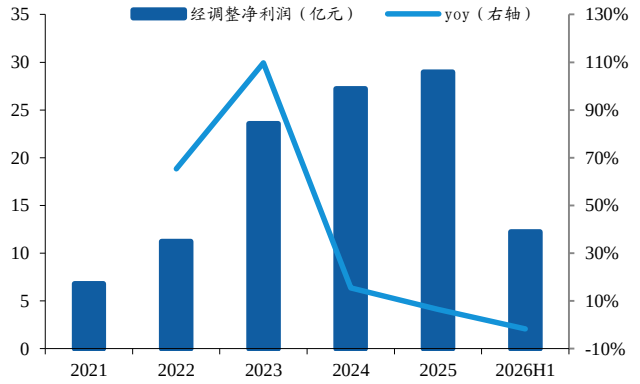
仅供内部参考，请勿外传

图 65：名创优品 2026H1 收入持续高增



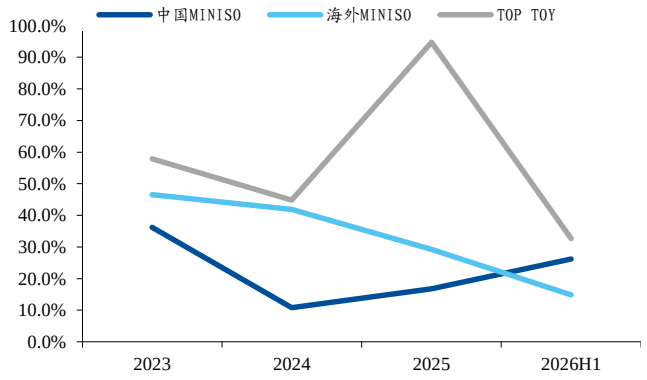
数据来源：名创优品投资者关系官网，名创优品 2026 年中期业绩公告，国泰海通证券研究

图 66：名创优品 2026H1 利润短期承压



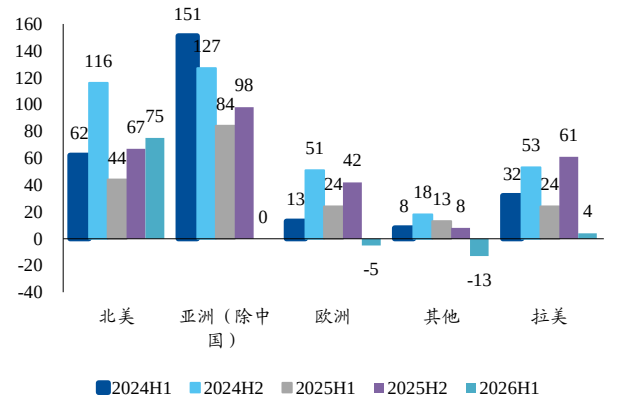
数据来源：名创优品投资者关系官网，名创优品 2026 年中期业绩公告，国泰海通证券研究
注：2026H1 为剔除汇兑损益影响后的经调整净利润

图 67：名创优品 2026H1 国内高增、海外降速



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

图 68：2026H1 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 2025&2026 年中期业绩公告，国泰海通证券研究

3.3. 跨境电商：延续高景气，退税增厚业绩

跨境行业：低基数、大促提前等因素推动收入环比加速，受益于退税毛利率大幅提升。

1）收入端，跨境企业 26Q2 收入增速环比加速，主要系 25Q2 受美国关税扰动收入低基数、PrimeDay 大促提前等因素影响；

2）利润端，受退税推进大部分跨境电商企业收到 IEEPA 关税计入当期利润表（主要冲减营业成本），毛利率大幅优化；同时收入高增下费用杠杆释放，虽然汇兑损益仍然对业绩造成扰动但已边际改善，跨境行业利润加速释放。

3）存货方面，行业库存自 25Q3 达到高点后，表现分化。部分企业库存去化成效显著，减值大幅收窄；部分企业为应对原材料涨价预期，自 26Q1 保持备货，对经营性现金流亦有一定影响。

表 4：跨境行业核心财务指标拆分

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
营业总收入（亿元）	127.1	143.5	174.5	209.9	165.8	182.3	200.4	234.6	196.8	225.4
同比增长（%）	27.2	24.9	34.5	37.8	30.5	27.0	14.8	11.8	18.7	23.7
毛利（亿元）	54.5	61.2	71.8	84.7	68.6	78.8	83.7	99.2	83.3	107.3
毛利率（%）	42.9	42.7	41.2	40.3	41.4	43.3	41.8	42.3	42.3	47.6
毛利率变动（pct）	-2.6	-4.3	-5.1	4.7	-1.6	0.6	0.6	2.0	1.0	4.3

仅供内部参考，请勿外传

销售费用率（%）	26.1	25.5	26.4	27.6	26.2	27.0	26.1	25.6	24.2	25.3
销售费用率变动（pct）	-2.6	-3.5	-2.8	7.9	0.1	1.6	-0.4	-2.1	-2.0	-1.8
管理费用率（%）	4.3	4.2	3.8	3.2	4.0	3.5	3.3	3.2	3.7	3.5
管理费用率变动（pct）	0.4	0.5	0.0	-1.2	-0.3	-0.7	-0.5	0.0	-0.4	0.0
研发费用率（%）	4.5	4.4	4.7	4.4	4.7	4.8	5.1	5.3	5.7	6.2
研发费用率变动（pct）	0.1	0.1	0.7	-0.1	0.2	0.4	0.4	0.8	1.0	1.4
财务费用率（%）	0.1	-0.3	-0.1	0.2	-0.6	-0.5	0.4	0.6	1.2	0.8
财务费用率变动（pct）	-0.7	0.5	-0.6	0.6	-0.7	-0.2	0.5	0.3	1.9	1.4
期间费用率（%）	35.0	33.8	34.8	35.5	34.3	34.8	34.9	34.6	34.8	35.8
期间费用率变动（pct）	-2.8	-2.4	-2.7	7.2	-0.8	1.0	0.1	-0.9	0.6	1.0
毛利-期间费用	10.0	12.8	11.1	10.1	11.7	15.4	13.8	18.0	14.8	26.6
毛利率-期间费用率（%）	7.9	8.9	6.4	4.8	7.1	8.4	6.9	7.7	7.5	11.8
归母净利润（亿元）	8.0	11.3	10.2	9.8	9.6	12.9	13.1	12.3	10.7	20.6
同比增长（%）	9.3	-5.9	6.4	6.8	19.9	14.7	28.4	25.9	11.3	59.5
归母净利率（%）	6.3	7.8	5.9	4.7	5.8	7.1	6.5	5.3	5.4	9.1
归母净利率变动（pct）	-1.0	-2.6	-1.5	-1.4	-0.5	-0.8	0.7	0.6	-0.4	2.1
扣非净利润（亿元）	7.7	9.9	9.4	8.8	8.9	11.6	10.3	12.3	11.1	16.8
同比增长（%）	19.2	0.4	8.1	18.7	16.3	17.0	10.0	39.3	24.5	44.8
扣非净利率（%）	6.0	6.9	5.4	4.2	5.4	6.4	5.1	5.2	5.7	7.5
扣非净利率变动（pct）	-0.4	-1.7	-1.3	-0.7	-0.7	-0.5	-0.2	1.0	0.3	1.1
经营活动现金流量（亿元）	6.4	14.9	10.0	28.2	5.3	11.4	14.4	31.8	-0.5	36.1
同比增长（%）	-44.8	12.9	27.3	33.7	-17.5	-23.8	44.0	12.6	-110.3	218.0
经营活动现金流/归母净利润	0.8	1.3	1.0	2.9	0.6	0.9	1.1	2.6	-0.1	1.8
存货（亿元）	68.8	81.6	110.5	98.7	102.3	110.6	123.6	110.3	118.5	138.7

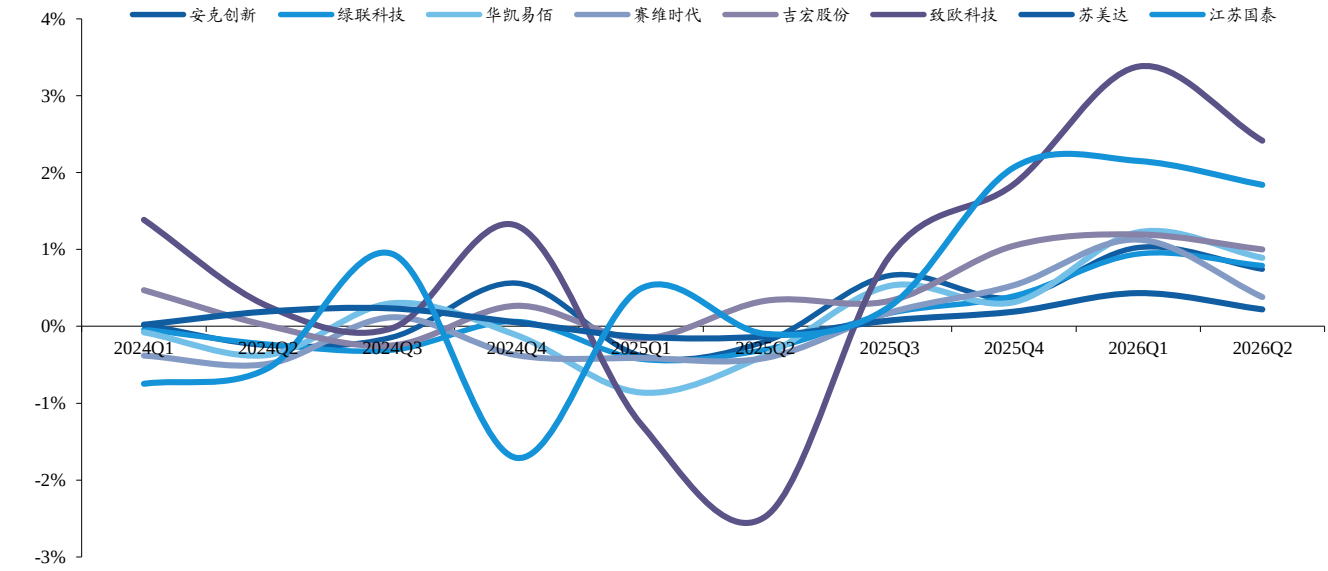
数据来源：Wind，国泰海通证券研究

汇率：升值曲线趋于平缓，财务费率高点已过。

2025 年 11 月人民币兑美元汇率快速升值，即期美元兑人民币汇率由 25M11 的 7.1 升值至 26M3 的 6.8~6.9 区间，主要系外贸企业年底集中结汇推动；26M4-M5 人民币汇率仍然维持强势，但升值曲线较 26Q1 明显趋于平缓。6 月下半旬以来人民币汇率走弱，截至 6 月底人民币汇率 6.79，呈现小幅贬值态势，为外贸企业带来结汇观察窗口期，跨境企业财务费率表现边际有所优化。

根据 Wind，25Q4/26Q1/26Q2 跨境企业平均财务费用率分别达 0.85%/1.43%/1.04%，较上年同期分别+0.84/+1.83pct/1.49pct。

图 69：各公司财务费用率（含汇兑损益）走势



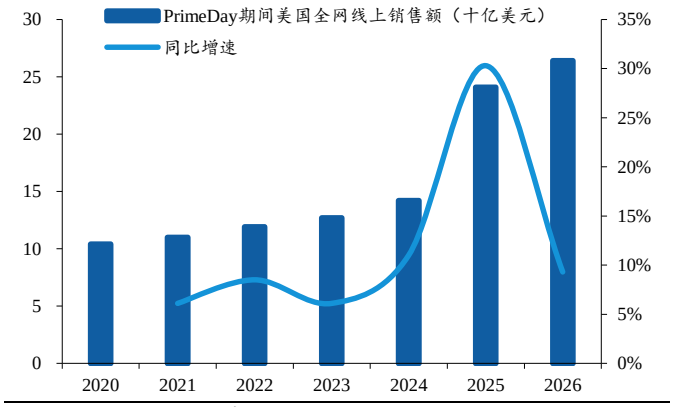
数据来源：Wind，国泰海通证券研究

大促：PrimeDay 大促提前，增厚 Q2 业绩。6 月 23-26 日，亚马逊开启 Prime Day 大促，相较于 2025 年 7 月大促有所提前；根据 Adobe 数据，美国消费

仅供内部参考，请勿外传

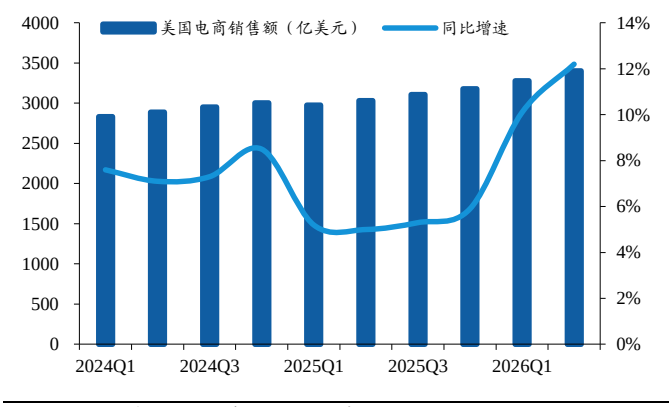
者线上消费总额达 264 亿美元/+9.3%，相较于 25 年大促提前，大卖大促收入将集中体现在 Q2，有望进一步增厚业绩。

图 70：2026 年 PrimeDay 保持 9.3%同比增速



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

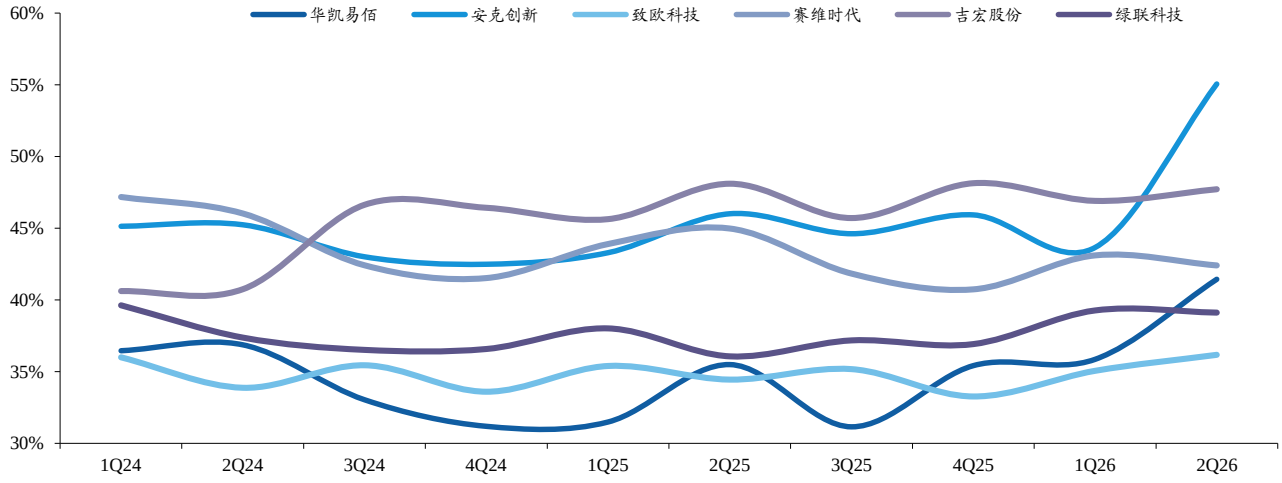
图 71：美国电商大盘 26Q2 增速达 12.2%



数据来源：美国人口普查局，国泰海通证券研究

退税：2 季度退税进入执行阶段，冲减营业成本直接推动毛利率优化。自 2026 年 2 月美国 IEEPA 关税被判无效后，4 月 20 日，美国海关与边境保护局上线 CAPE 系统开始接收退款申请，申请开放后 60-90 天内退税回款陆续落地，会计处理以冲减营业成本为主，26Q2 行业平均毛利率为 48.9%/同比+2.6pct，环比+3.0pct 直接增厚 Q2 跨境电商板块利润表现。

图 72：各公司毛利率走势



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

3.4. 超市百货：超市修复，百货依然乏力

超市行业：从“普遍承压”进入“结构性修复、强分化兑现”阶段

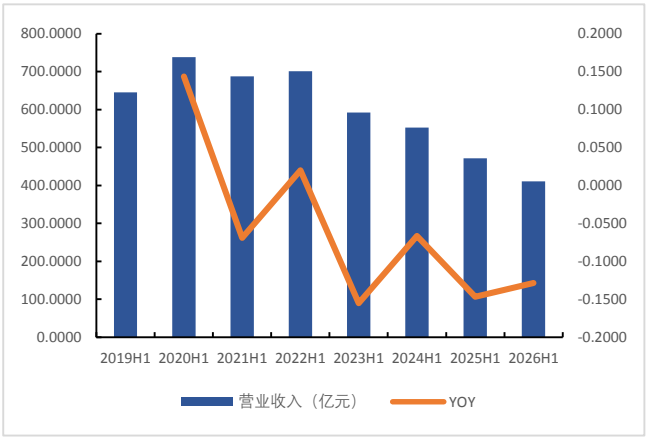
- 全行业收入 26H1 为 411.09 亿元/-12.85%、26Q2 为 181.67 亿元/-10.89%，归母净利 26H1 为 9.49 亿元/+93.27%、26Q2 转正

收入端：收入端普遍偏弱、国民消费需求仍未完全恢复，行业整体营收端 26H1-12.85%、26Q2-10.89%;

利润端：利润端结构性改善、超市行业这一轮修复的本质，不是周期反弹，而是商业模式的再平衡。受益于永辉超市利润端强劲修复：26H1 2.53 亿（去年同期-2.41 亿）、26Q2-0.34 亿（去年同期-3.88 亿），超市行业归母净利润整体 26H1+93.27%、26Q2 转正（去年同期为-1.31 亿元）。

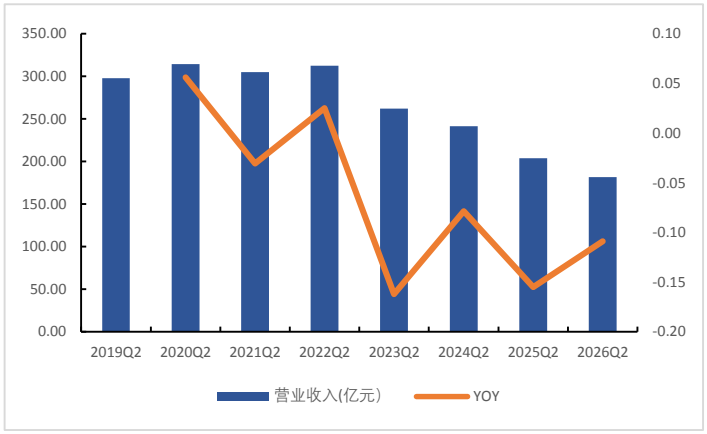
仅供内部参考，请勿外传

图 73：超市行业上市公司 26H1 营收及增速



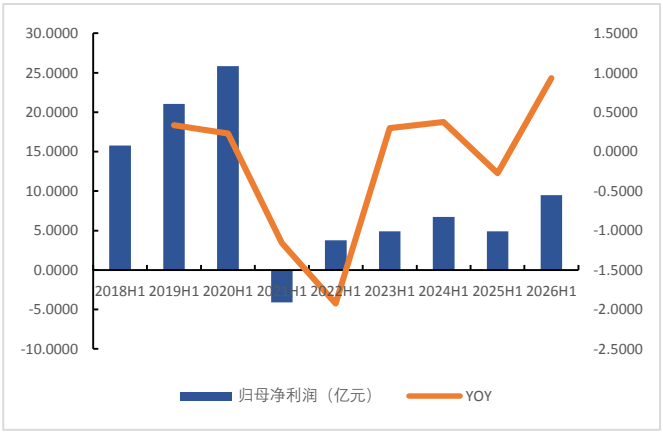
数据来源：Wind、国泰海通证券研究

图 74：超市行业上市公司 26Q2 营收及增速



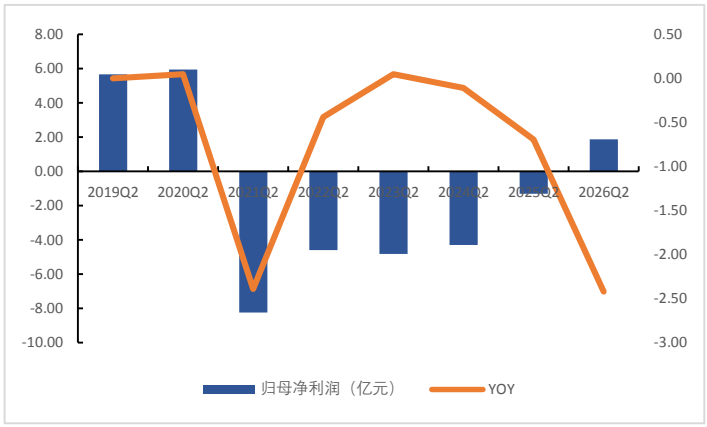
数据来源：Wind、国泰海通证券研究

图 75：超市行业上市公司 26H1 归母净利及增速



数据来源：Wind、国泰海通证券研究

图 76：超市行业上市公司 26Q2 归母净利及增速



数据来源：Wind、国泰海通证券研究

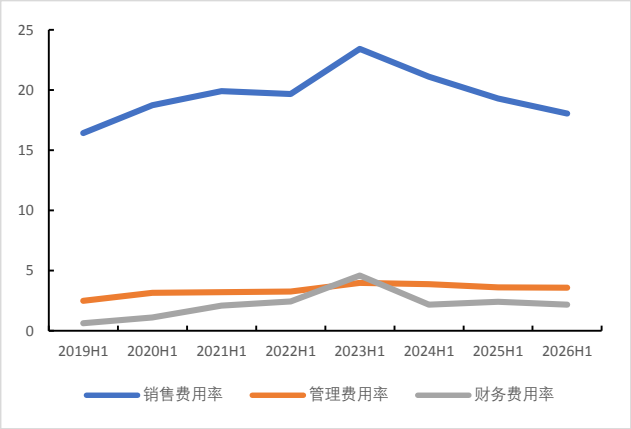
- 全行业销售费用率 26H1 为 18.06%/-1.24pct、26Q2 为 19.40%/-2.11pct；
  全行业管理费用率 26H1 为 3.56%/-0.03pct、26Q2 为 3.90%/-0.11pct；
  全行业财务费用率 26H1 为 2.17%/-0.23pct、26Q2 为 2.41%/-0.04pct；

全行业“费用管控继续强化”，期间三费率均实现同比下降，且 Q2 端降幅大于 H1 累计，折射出存量经营、组织精简、供应链优化等结构性改革逐步深入，尤其是在收入端承压背景下，费用刚性缓解成为超市利润改善的核心来源。

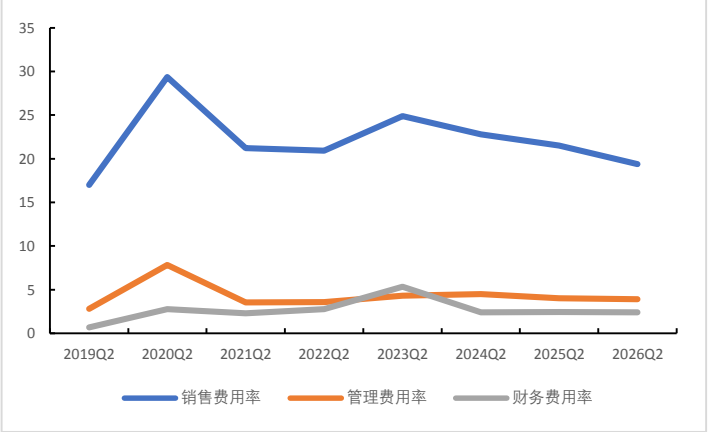
图 77：超市行业上市公司 26H1 期间费用率

图 78：超市行业上市公司 26Q2 期间费用率

仅供内部参考，请勿外传



数据来源：Wind、国泰海通证券研究



数据来源：Wind、国泰海通证券研究

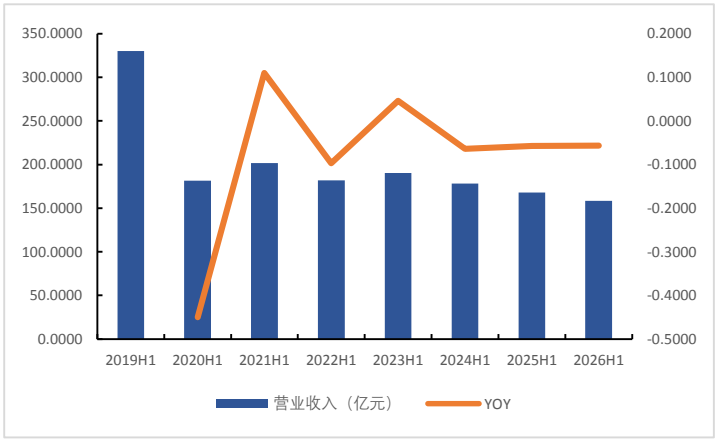
百货行业：行业恢复仍然乏力，分化特征加剧

- 全行业收入 26H1 为 158.55 亿元/-5.64%、26Q2 为 71.20 亿/-5.93%，归母净利 26H1 为 8.02 亿/-35.55%、26Q2 为 2.58 亿元/-0.48%。

收入端：全行业收入 2026H1 同比-5.64%，Q2 同比-5.93%，下滑幅度有所扩大。反映消费动能恢复有限，百货行业客流和交易频率不到位，受居民消费信心不足、客单持续收缩、到店流量分流（线上/同业/新业态等）等多重因素影响。

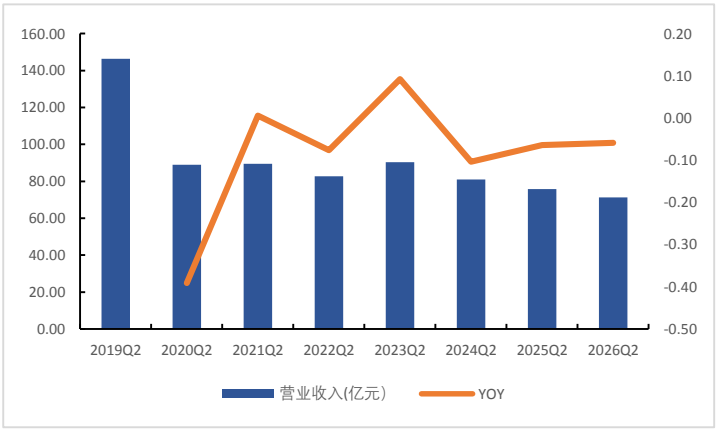
利润端：2026H1 归母净利润 8.02 亿元，同比 -35.55%；Q2 归母净利 2.58 亿元，同比降幅收窄至 0.48%。利润跌幅显著大于营收，一方面可选消费疲软压制美妆、服饰等高毛利品类表现，物业、人工刚性成本难以随收入灵活调整，另一方面受前期较高的非经常性损益基数扰动。盈利修复明显慢于营收修复进程。

图 79：百货行业上市公司 26H1 营收及增速



数据来源：Wind、国泰海通证券研究

图 80：百货行业上市公司 26Q2 营收及增速

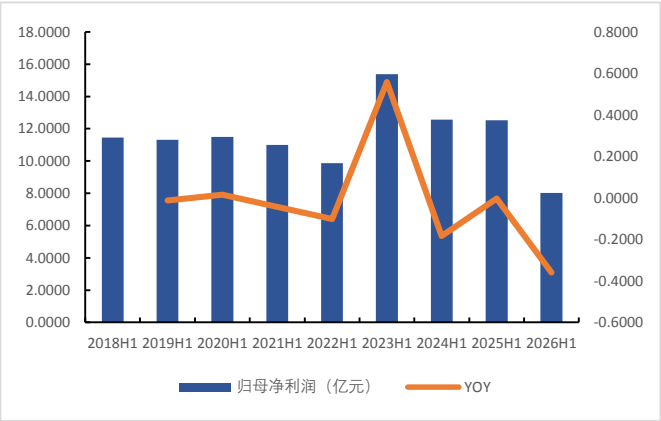


数据来源：Wind、国泰海通证券研究

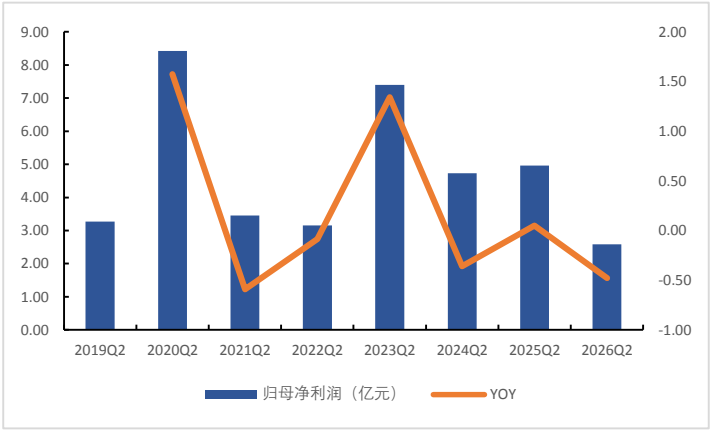
图 81：百货行业上市公司 26H1 归母净利及增速

图 82：百货行业上市公司 26Q2 归母净利及增速

仅供内部参考，请勿外传



数据来源：Wind、国泰海通证券研究

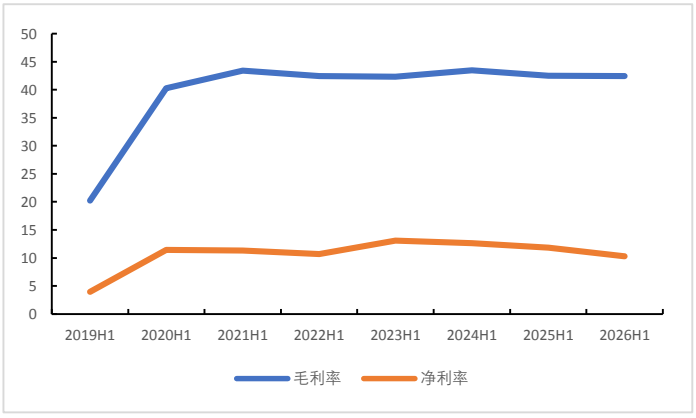


数据来源：Wind、国泰海通证券研究

- 全行业毛利率 26H1 为 42.47%/-0.05pct、26Q2 为 42.20%/-0.19pct，全行业净利率 26H1 为 10.26%/-0.79pct、26Q2 为 8.43%/-2.54pct。

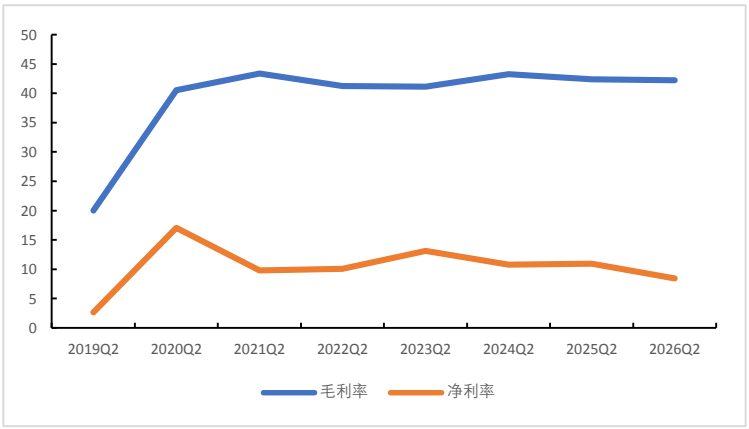
毛利率依然高位但小幅下行，反映商品结构、业态组合逐步调整与成本端压力并存；净利率下滑显著，显示刚性费用压力与需求恢复缓慢的矛盾加剧，“高毛利-低净利”已成行业主旋律。

图 83：百货行业上市公司 26H1 毛利率与净利率



数据来源：Wind、国泰海通证券研究

图 84：百货行业上市公司 26Q2 毛利率与净利率



数据来源：Wind、国泰海通证券研究

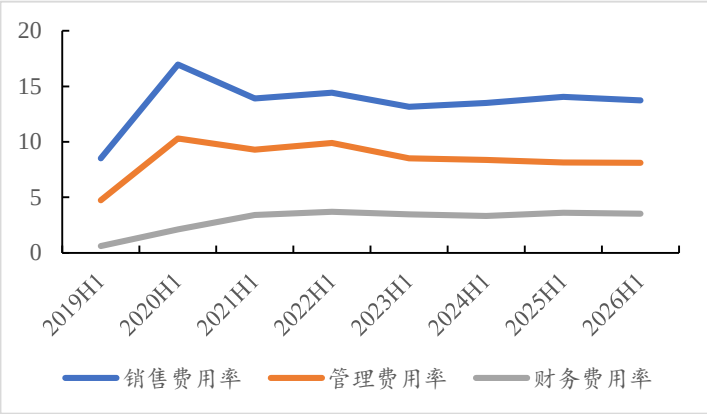
- 全行业销售费用率 26H1 为 13.75%/-3.0pct、26Q2 为 15.47%/+0.15pct；
  全行业管理费用率 26H1 为 8.11%/-0.04pct、26Q2 为 8.83%/-0.19pct；
  全行业财务费用率 26H1 为 3.51%/-0.08pct、26Q2 为 3.62%/-0.29pct；

2026 年 H1 全行业费用率结构优化趋势明确，销售费用率下降带动阶段性利润修复；但单季度（Q2）费用率有所回升，说明短期降本空间边际递减，反弹压力加大。管理与财务费用率改善有限、分化加剧，新的利润提升需依赖收入和坪效端恢复。

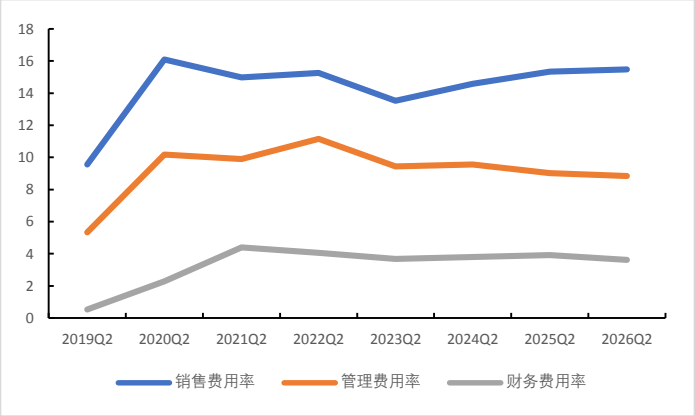
图 85：百货行业上市公司 26H1 期间费用率

图 86：百货行业上市公司 26Q2 期间费用率

仅供内部参考，请勿外传



数据来源：Wind、国泰海通证券研究



数据来源：Wind、国泰海通证券研究

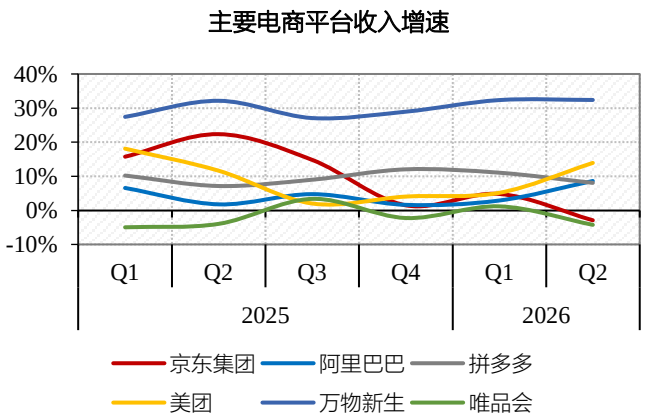
4. 平台企业：竞争趋缓，生态优化

4.1. 电商：盈利修复，继续扩大资本开支

电商板块收入增速分化，外卖趋缓有助增速恢复。

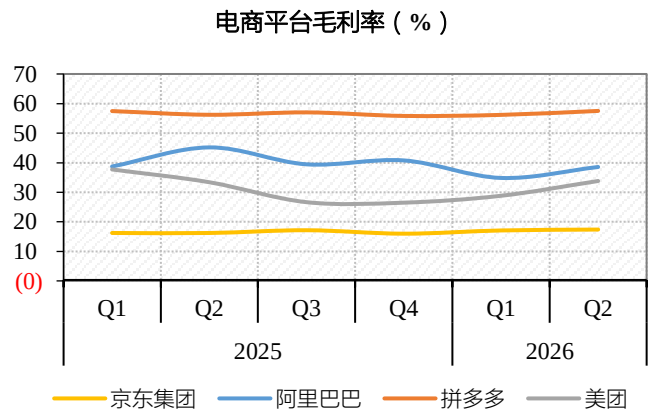
由于补贴计入收入冲抵项，外卖补贴竞争趋缓以及科技业务驱动，阿里及美团收入增速在 26Q2 环比改善明显。但拼多多、京东则更多受线上大盘整体放缓影响，增速放缓。二手电商板块收入维持高增长，相对稳定。

图 87：电商收入分化，外卖竞争趋缓收入回暖



数据来源：Wind、国泰海通证券研究

图 88：主要电商平台毛利率 26Q2 持平略改善



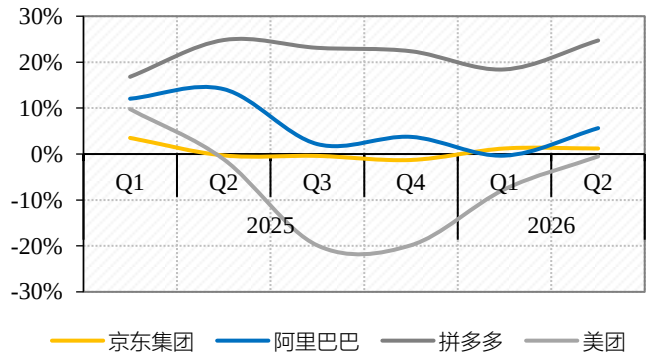
数据来源：Wind、国泰海通证券研究

图 89：降补带来营业利润率明显回暖

图 90：经调净利润率跟随营业利润环比明显修复

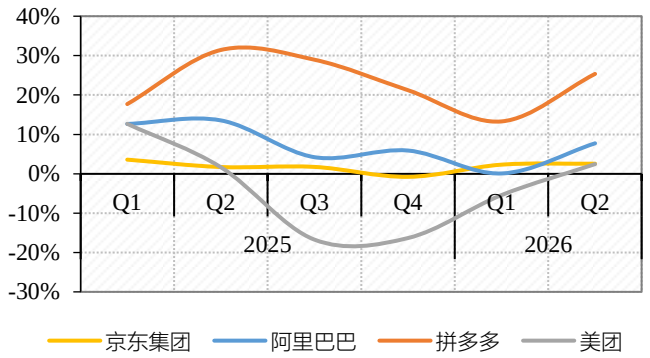
仅供内部参考，请勿外传

电商平台营业利润率（%）



数据来源：Wind、国泰海通证券研究

电商平台经调净利润率（%）



数据来源：Wind、国泰海通证券研究

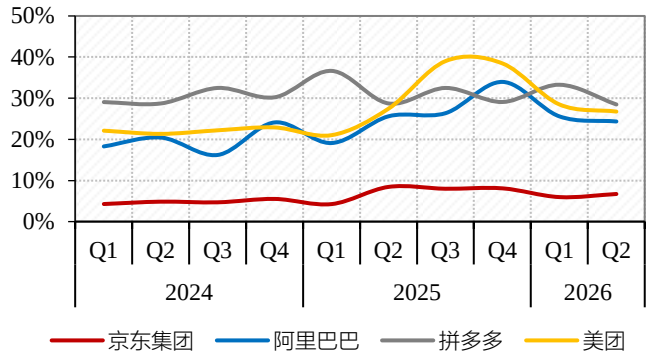
外卖大战的补贴收窄直接体现在费用率上，电商平台整体销售费用率 26Q2 环比明显下降。但于此对应的则是科技研发投入加大，导致研发费用率快速提升。因此 SG&A 变化并不明显。

不同平台企业组织扩张和收缩周期不同，导致管理费用率也在分化：阿里和拼多多组织扩张阶段，管理费用率阶段性提升。而京东和美团则处于优化提效周期。

图 91：电商平台 SG&A 费用率环比 26Q1 有所下滑

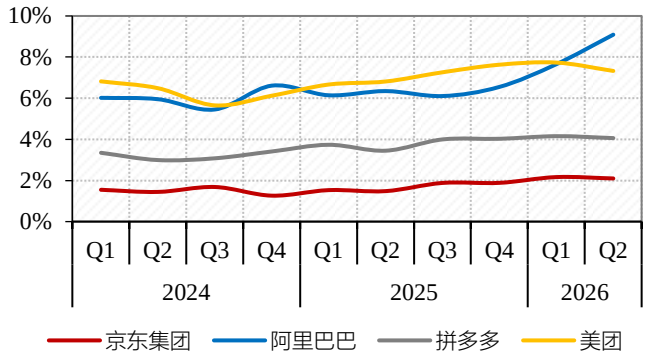
图 92：除阿里外，其他电商平台研发费用率保持平稳向上

SG&A（销售+管理）合计费用率（%）



数据来源：Wind、国泰海通证券研究

主要电商研发费用率（%）

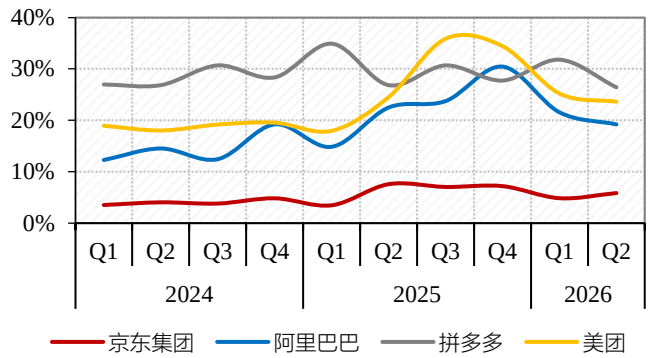


数据来源：Wind、国泰海通证券研究

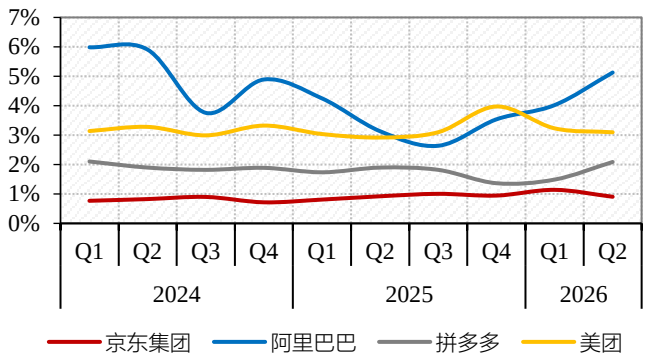
图 93：随着外卖降补，销售费用率明显下降

图 94：管理费用率分化，阿里多多扩张，美团京东收缩

主要电商销售费用率（%）



主要电商管理费用率（%）



仅供内部参考，请勿外传

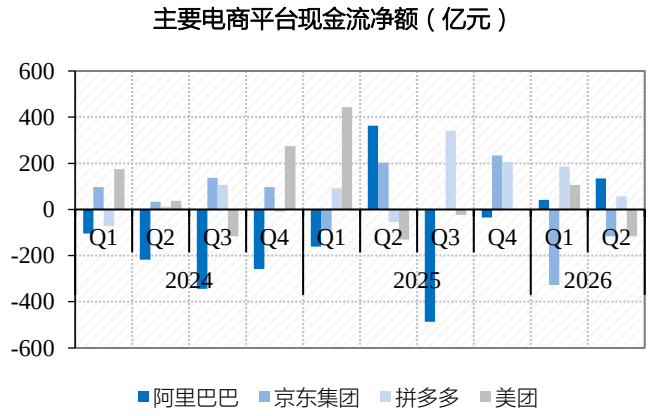
数据来源：Wind、国泰海通证券研究

数据来源：Wind、国泰海通证券研究

资本扩张、经营改善，开启融资周期。

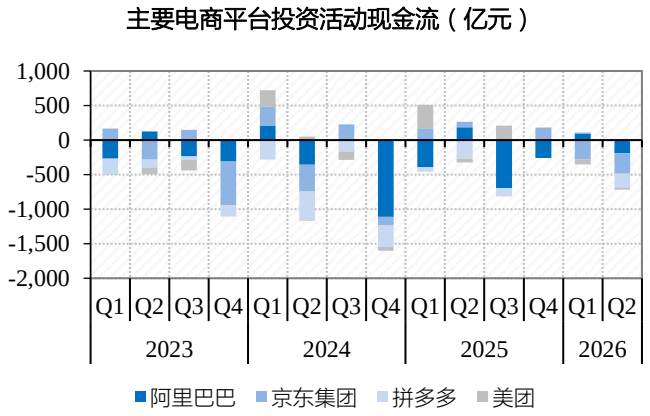
主要电商平台现金流净额仍然偏紧。核心原因依然为此前外卖大战导致的经营现金流下降，以及资本开支扩张。尽管 26Q2 以来经营现金流已经明显改善，但资本开支依然有增无减。因此部分平台，如阿里已经开启融资周期。

图 95：主要电商平台现金流偏紧



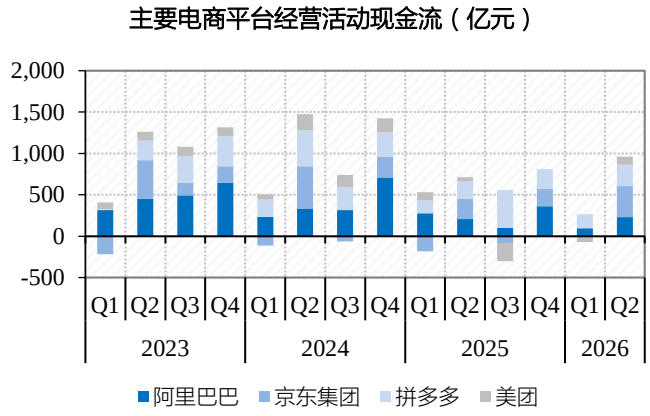
数据来源：Wind、国泰海通证券研究

图 96：资本开支依然处于扩张状态



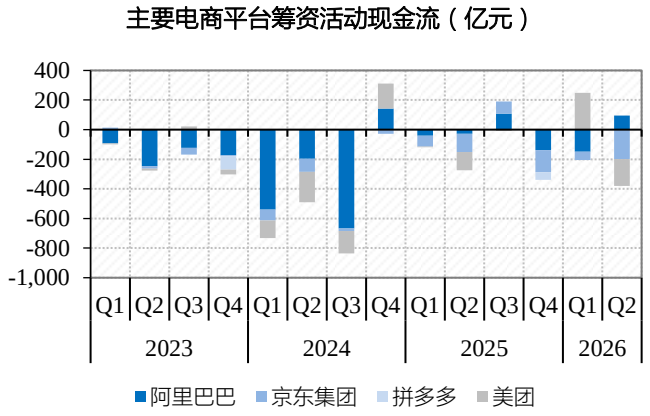
数据来源：Wind、国泰海通证券研究

图 97：经营现金流受益外卖降补 26Q2 环比改善



数据来源：Wind、国泰海通证券研究

图 98：部分平台率先开启融资阶段



数据来源：Wind、国泰海通证券研究

4.2. 出行平台：放缓明显，利润率稳定

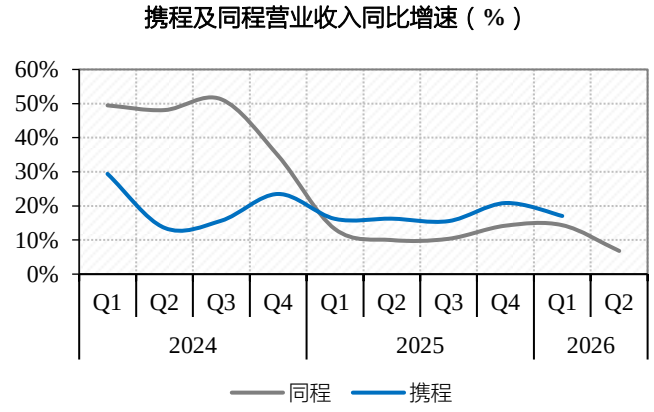
26Q2 受出行链油价因素冲击，收入增速明显放缓。叠加监管对交通业务整改要求，同程交通业务增速负增长。酒店住宿由于主要依靠交通票务预订业务引流，因此同步放缓。

但 OTA 行业整体竞争格局相对稳定，各家在行业景气度波动环境下，主动优化营销投放节奏和效率，在销售费用率上有明显优化，并支撑了 OTA 平台的盈利能力基本保持稳定。

监管落地后，OTA 平台的佣金率水平，以及后续运营规则变化带来的盈利能力调整，预计将在 26Q4 后逐步有量化体现。

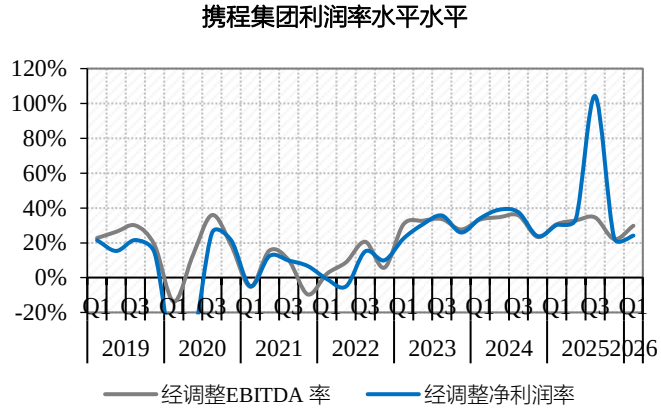
仅供内部参考，请勿外传

图 99：OTA 收入增速 26Q2 明显放缓



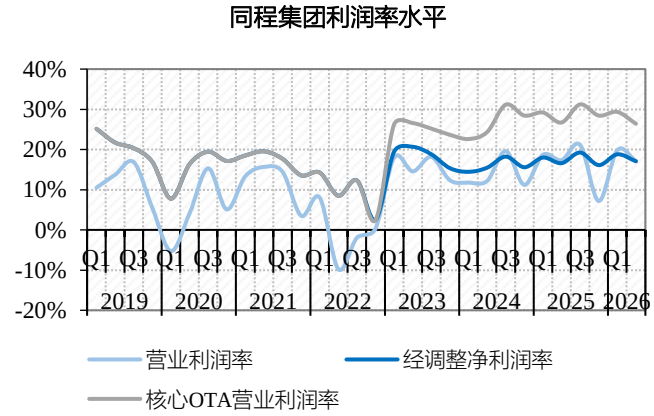
数据来源：携程 26Q1 财报、同城 26Q2 财报、国泰海通证券研究

图 100：截止 25Q4 携程利润率水平并未受到影响



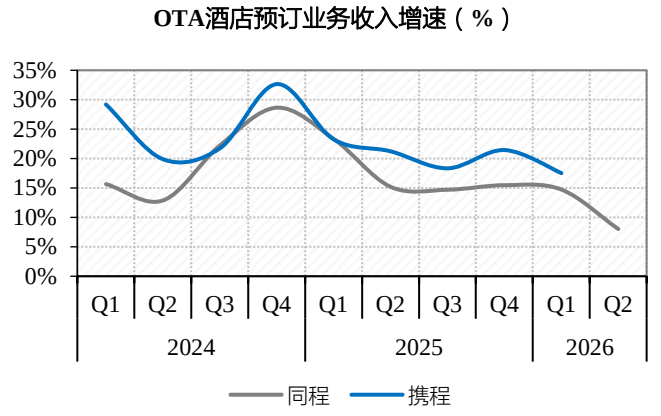
数据来源：携程、同程 25Q4 财报、国泰海通证券研究

图 101：同程利润率努力保持稳定



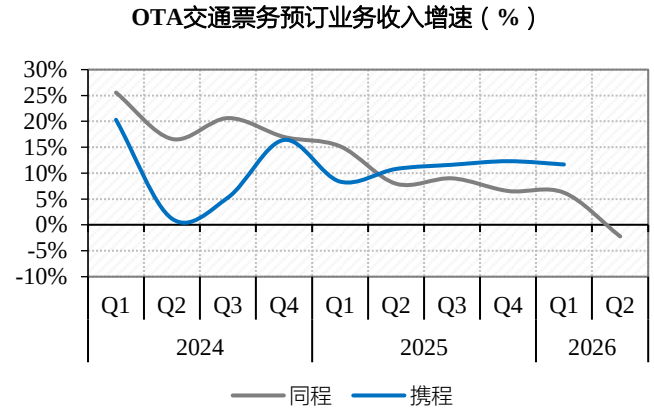
数据来源：携程、同程 25Q4 财报、国泰海通证券研究

图 102：酒店预订收入跟随大盘同步明显放缓



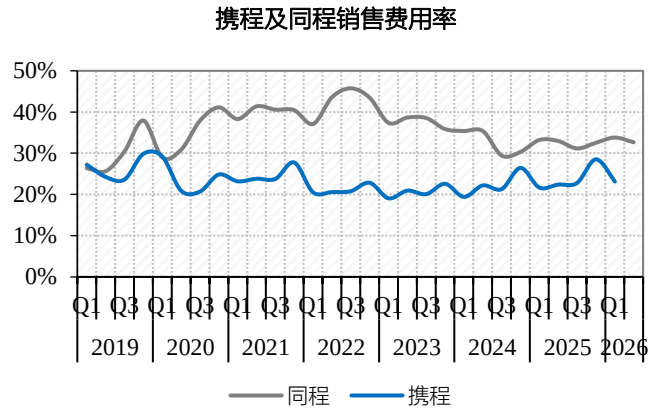
数据来源：携程、同程 25Q4 财报、国泰海通证券研究

图 103：交通票务业务增速快速下滑



数据来源：携程、同程 25Q4 财报、国泰海通证券研究

图 104：平台销售投放增加主要为向海外业务倾斜



数据来源：携程、同程 25Q4 财报、国泰海通证券研究

5. 板块持仓与估值水平

5.1. 基金持仓比例为近期最低

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。

仅供内部参考，请勿外传

- 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。

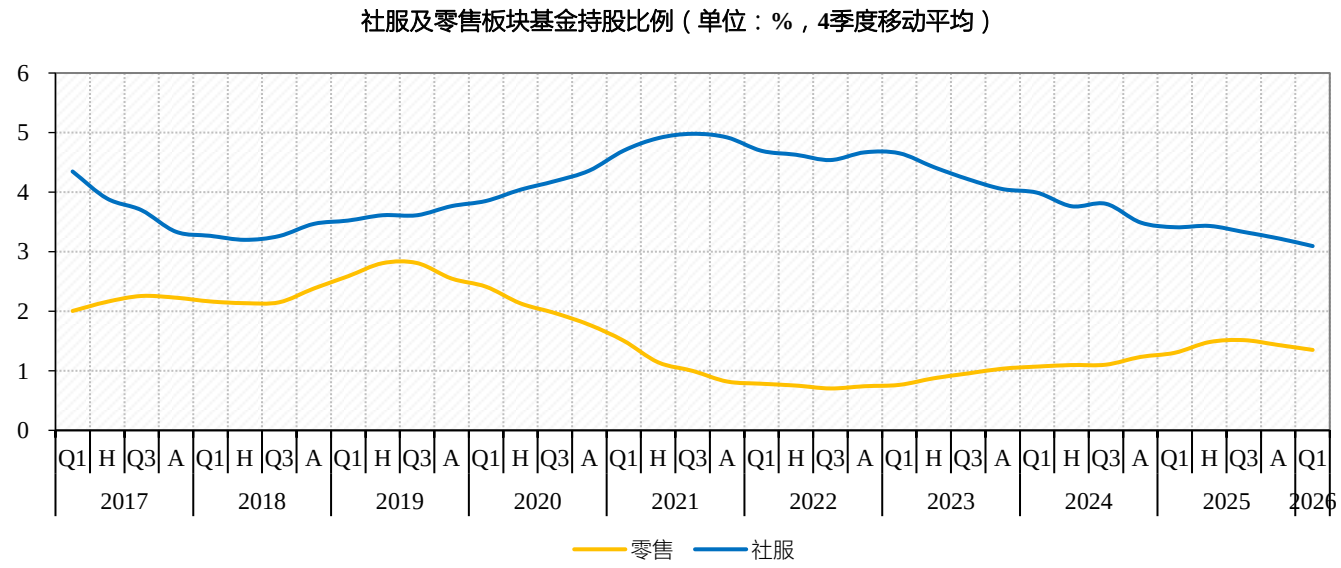
- 商贸零售板块主要持仓比例波动来自黄金珠宝，与金价景气度波动直接相关。其他板块整体持仓比例本身较低，波动并不大。

表 5：26H 社服及零售板块持仓均下降，社服降幅更大

	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、国泰海通证券研究

图 105：板块基金持仓比例处于 2017 年以来最低水平



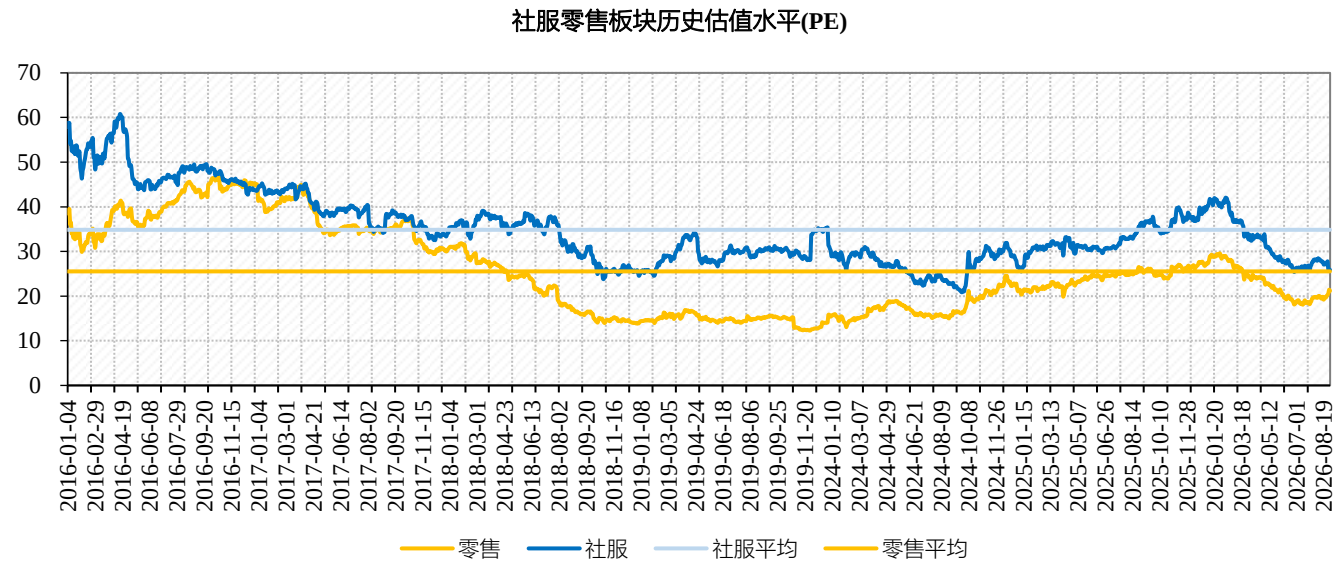
数据来源：Wind、国泰海通证券研究

5.2. 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。

图 106：板块整体估值低于历史均值，且处于历史底部

仅供内部参考，请勿外传



数据来源：Wind、国泰海通证券研究

6. 投资建议

- 新消费逐渐步入低基数期，预计茶饮节奏更快：推荐：古茗。
- 黄金珠宝兼具弹性与安全边际，推荐：老铺黄金、周生生、菜百股份、六福集团、周大福等。
- 推荐出口与教育等高景气持续验证的标的：学大教育、行动教育、安克创新、致欧科技、绿联科技、中国东方教育等。
- 低 PB、高股息的防御标的以及超跌龙头：推荐百胜中国、名创优品、小商品城、江苏国泰。
- AI 赋能型：建议关注培育钻石，推荐康耐特光学、青木科技、孩子王、凯文教育、华凯易佰等。

表 6：相关标的盈利预测与估值（2026.08.31）

标的名称	股票代码	收盘价（元）	市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE			评级
				2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	
古茗	1364.HK	26.10	528	25.75	34.58	42.74	21	15	12	增持
老铺黄金	6181.HK	397.80	608	48.68	65.86	71.28	12	9	9	增持
周生生	0116.HK	14.03	94	17.17	29.32	32.56	5	3	3	增持
菜百股份	605599.SH	15.34	119	11.33	9.66	10.65	11	12	11	增持
六福集团	0590.HK	21.70	127	11.00	20.46	22.49	12	6	6	增持
周大福	1929.HK	12.96	1,279	90.04	106.01	116.89	14	12	11	增持
学大教育	000526.SZ	36.22	44.14	1.95	3.19	3.89	23	14	11	增持
行动教育	605098.SH	55.90	66.66	3.20	4.05	4.65	21	16	14	增持
安克创新	300866.SZ	125.77	740	25.45	32.43	39.54	29	23	19	增持
致欧科技	301376.SZ	21.24	85	3.36	4.88	6.25	25	18	14	增持
绿联科技	301606.SZ	51.69	214	7.05	10.20	13.11	30	21	16	增持
中国东方教育	0667.HK	4.01	76.95	7.56	9.00	10.56	10	9	7	增持

仅供内部参考，请勿外传

百胜中国	9987.HK	352.40	154	9.29	10.33	11.20	17	15	14	增持
名创优品	9896.HK	18.57	195	12.05	27.73	29.13	16	7	7	增持
小商品城	600415.SH	12.48	684	42.04	50.09	56.87	16	14	12	增持
江苏国泰	002091.SZ	7.72	126	12.94	12.85	13.36	10	10	9	增持
康耐特光学	2276.HK	44.78	193	5.58	7.07	9.06	35	27	21	增持
青木科技	301110.SZ	35.37	46	1.23	2.18	2.72	37	21	17	增持
孩子王	301078.SZ	7.20	91	2.98	5.31	6.83	31	17	13	增持
凯文教育	002659.SZ	4.64	28	-0.17	0.78	1.38	-163	36	20	增持
华凯易佰	300592.SZ	16.89	66	1.47	2.82	3.65	45	23	18	增持

数据来源：Wind，国泰海通证券研究

注：[1]其中港股公司，收盘价为港元，所有公司市值及净利润单位为人民币。

[2]截止 2026 年 8 月 31 日港币/人民币汇率为：1HKD=0.8651CNY，美元/人民币汇率为：1USD=6.7828CNY。

7. 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

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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