下载日志已记录，仅供内部参考

国金证券 SINOLINK SECURITIES

2026 年 09 月 01 日

批发和零售贸易行业研究

买入（维持评级）

行业专题研究报告

证券研究报告

商贸零售组
分析师：于健（执业 S1130525070012）
yu_j@gjzq.com.cn
分析师：谷亦清（执业 S1130525080002）
guyiqing@gjzq.com.cn
分析师：王超（执业 S1130526040002）
wang_chao@gjzq.com.cn

商社板块 26H1 业绩总结：Q2 压力集中释放，迎来边际改善窗口

投资逻辑：

黄金珠宝：高金价压制终端消费，Q2 有望确认板块业绩底部，看好 Q3 边际回暖。金价波动幅度趋稳，消费者逐步适应当前金价中枢，在央行购金、避险等逻辑支撑下有望震荡上行，利好高溢价品牌渗透。当前处于业绩底叠加预期底，重点关注高端精品老铺黄金、时尚珠宝龙头潮宏基。

跨境电商：中报板块收入利润同步修复，Q2 业绩改善确认，Q3 有望进一步加速。美国高通胀推动线上渗透率持续提升，海运、汇率等外部成本扰动边际趋缓，预计 Q3 景气有望延续。具备供应链与产品壁垒的头部企业份额有望持续提升，关注产品持续迭代的精品龙头安克创新、致欧科技，库存去化、业绩向上的拐点标的赛维时代、华凯易佰，以及业绩韧性突出、高分红低估值的跨境贸易平台小商品城。

餐饮：关注龙头品牌势能与精细化运营能力。餐饮行业仍处于消费环境调整与竞争格局优化阶段，同店压力短期仍存，但头部企业凭借品牌影响力、供应链能力及规模效应，盈利韧性逐步体现。茶饮赛道连锁化率持续提升，高性价比品牌依托加盟扩张仍具成长空间；餐厅业态中，具备成熟运营体系和成本管控能力的龙头有望通过降本增效改善盈利表现。

线下零售：板块整体受消费复苏偏弱影响业绩承压。超市依靠门店出清、供应链优化实现结构性利润修复；百货及多业态零售看好属地心智较强的区域龙头；专业连锁收入高增但受竞争压制盈利，整体建议聚焦核心客群稳固、具备产品升级逻辑的细分龙头。

旅游：26Q2 因外部扰动阶段性承压。二季度旅游板块受到天气扰动、油价上涨及消费恢复节奏波动影响，部分景区及旅行社经营承压，但居民出游需求整体仍保持韧性，OTA 平台及优质自然景区表现相对稳健。展望后续，随着假期安排改善、政策持续推动服务消费扩容，旅游需求有望逐步修复。

酒店：供需改善预期叠加龙头经营提效，关注利润弹性释放。酒店行业短期仍面临需求恢复节奏波动及供给扩张压力，但行业投资下滑有望推动未来供给增速回落，长期连锁化率提升趋势不变。随着 RevPAR 逐步企稳，头部酒店集团有望通过加盟扩张、品牌升级及运营效率提升释放利润弹性。

投资建议

黄金珠宝：金价上行有望带动终端回暖，当前低估位置修复空间大，重点推荐老铺黄金、潮宏基。

跨境出海：1）安克创新：品牌出海龙头，储能、智能创新业务高增有望持续，高端化与 AI 转型持续推进，带动毛利率提升或超预期，下半年低基数下业绩确定性强。2）小商品城：受益 AI 跨境平台放量，叠加义支付结算规模突破，贸易服务收入弹性明确，关注进口监管改革及人民币国际化等政策催化。

餐饮：预计餐饮行业整体经营水平持续优化，建议关注：海底捞、百胜中国、小菜园、蜜雪集团、古茗。

酒店：推荐改革提效持续兑现、利润弹性较大的锦江酒店，以及首旅酒店、华住集团和亚朵。

风险提示

消费复苏不及预期、行业竞争加剧、海外贸易政策变化、金价波动、政策及外部环境变化

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

一、 黄金珠宝：Q2 或为业绩底，关注行业边际改善 4
二、 跨境电商：出海 β 中报验证，Q3 景气度有望持续 6
三、 餐饮：降本增效成果凸显，茶饮持续高景气 9
四、 线下零售：营收普遍承压，规模扩张转向经营提效 12
五、 旅游：出行需求保持韧性，平台与优质景区占优 15
六、 酒店：扩张节奏分化，龙头迈向精细化经营 18
风险提示 19

图表目录

图表 1： 申万钟表珠宝板块公司合计收入及利润同比增速 4
图表 2： 申万钟表珠宝板块公司合计毛利率变化 4
图表 3： 黄金珠宝板块中报及单 Q2 业绩汇总 5
图表 4： 黄金珠宝板块单季度营收同比增速 5
图表 5： 黄金珠宝板块单季度毛利率同比增速 5
图表 6： 上半年国内金银珠宝零售额同比下滑，5 月以来降幅趋缓 6
图表 7： Q2 国内黄金珠宝需求量增速边际改善 6
图表 8： 美联储加息预期波动带来金价扰动 6
图表 9： 跨境电商板块中报及单 Q2 业绩汇总 7
图表 10： 跨境电商重点公司业绩期累计收入同比增速 8
图表 11： 跨境电商重点公司业绩期毛利率变化 8
图表 12： 美国网络零售额同比增速持续超过大盘 8
图表 13： 2026 上半年美国零售线上化率持续提升 8
图表 14： 7 月份以来航运价格边际下行 9
图表 15： 二季度人民币升值趋势边际放缓 9
图表 16： 2025 年 3 月-2026 年 7 月餐饮行业收入同比增速 9
图表 17： 上市公司餐饮品牌同店销售额增速 10
图表 18： 2025-2026 上半年上市餐饮品牌客单价变化 10
图表 19： 2025-2026 上半年上市餐饮品牌翻台率变化 11
图表 20： 上市餐饮公司门店情况汇总 11
图表 21： 餐饮行业 2026H1 业绩情况 12
图表 22： 超市、百货公司中报业绩汇总 13
图表 23： 超市细分板块半年报业绩总和增速 13

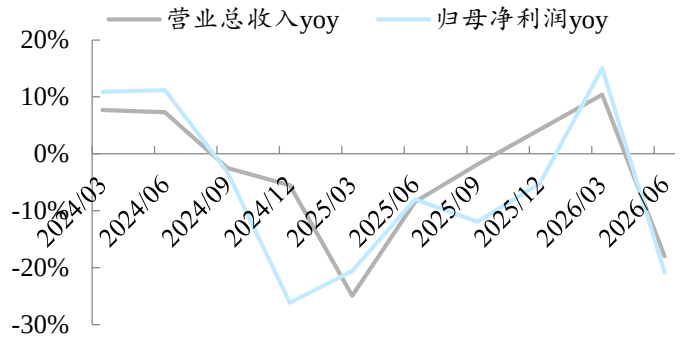
图表 24： 百货细分板块半年报业绩总和增速 13
图表 25： 多业态零售、商业物业及专业连锁公司中报业绩汇总 14
图表 26： 多业态零售细分板块半年报业绩总和增速 15
图表 27： 商业物业细分板块半年报业绩总和增速 15
图表 28： 专业零售细分板块半年报业绩总和增速情况 15
图表 29： 旅游板块公司中报业绩汇总 16
图表 30： 旅游板块公司二季度业绩汇总 16
图表 31： 主要假期全国日均出游人次 17
图表 32： 主要假期全国日均出游人次 18
图表 33： 酒店板块公司中报业绩汇总 18
图表 34： 酒店板块公司二季度业绩汇总 19
图表 35： 华住、首旅、锦江酒店数量 19
图表 36： 华住、首旅、锦江酒店开业数量 19

下载日志已记录，仅供内部参考

一、黄金珠宝：Q2 或为业绩底，关注行业边际改善

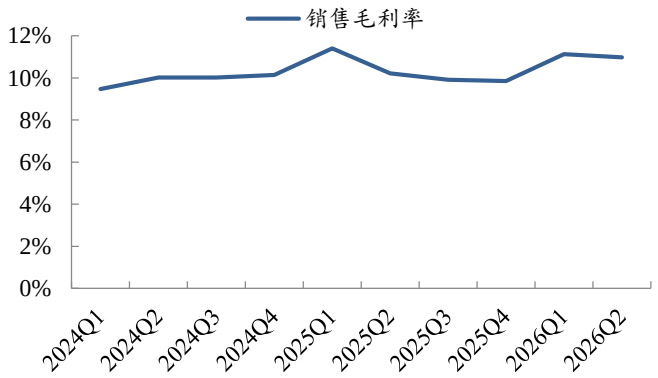
根据申万三级行业钟表珠宝，2026 年上半年板块整体实现营业收入 806 亿元，同比下滑 18%；实现归母净利润 25.7 亿元，同比下滑 21%。其中 Q2 单季度收入端压力显著放大，受高金价压制终端消费需求、渠道去库存、基数扰动多重因素影响，利润增速由正转负，板块业绩承压，Q2 或成为本轮业绩底部区间。

图表1：申万钟表珠宝板块公司合计收入及利润同比增速



来源：iFind，国金证券研究所

图表2：申万钟表珠宝板块公司合计毛利率变化



来源：iFind，国金证券研究所

板块整体承压，但不同公司业绩表现仍有明显分化，投资金业务为主的公司受规模扰动压力较大，内地品牌内部分化加剧，港资头部整体经营韧性更强。

以投资金业务为主的公司盈利能力有所承压，低毛利业务属性放大外部环境带来的经营压力。中国黄金、菜百股份以投资金及大宗黄金贸易为核心业务，2026 年上半年归母净利润同比均出现下滑，毛利空间有限、金价波动直接压制盈利表现。

内地珠宝品牌内部业绩分化显著，产品定位与差异化能力成为企业抗周期的核心变量。老铺黄金作为高端古法金精品品牌，在行业整体需求走弱环境下收入规模有所收缩，但依托极强的品牌产品溢价实现利润大幅增长，毛利率显著高于行业平均水平。大众零售类内地品牌经营表现进一步拉开差距，潮宏基凭借时尚黄金、彩宝的差异化产品矩阵，成为板块内少数营收、利润同步实现正增长的内地标的；老凤祥、周大生、菜百股份等传统零售龙头，受终端消费疲软、加盟渠道调整影响，收入及利润端均出现明显承压；而明牌珠宝、莱绅通灵等中小品牌经营压力进一步凸显，二季度利润大幅恶化，盈利端出现亏损。

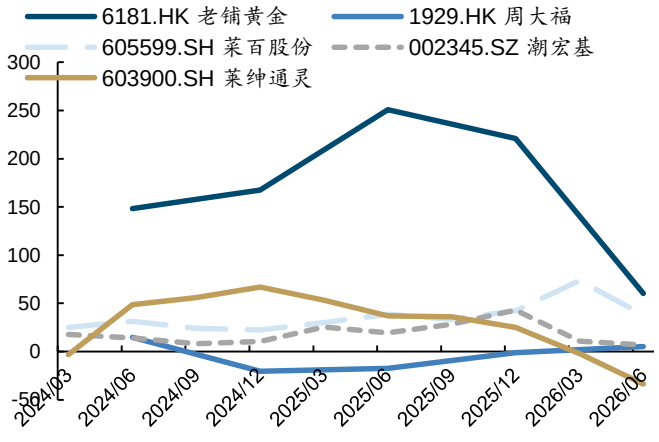
港资珠宝品牌整体经营表现相对占优，渠道精细化运营叠加产品结构升级驱动业绩兑现。周大福、周生生、六福集团实现上半年营收正增长，利润端弹性充足，内地渠道精细化管理、高工黄金产品放量共同推动业绩表现；周六福受加盟渠道调整因素影响，营收同比有所下滑，是港资样本中经营表现偏弱的标的。综合来看，港资头部企业在渠道管控、产品迭代层面具备优势，整体经营稳定性优于多数内地品牌。

图表3：黄金珠宝板块中报及单Q2业绩汇总

	收入			归母净利润			毛利率(%)	
	26H1	25H1	同比增速	26H1	25H1	同比增速	26H1	25H1
板块整体	**1,685.25**	**1,729.30**	**-3%**	**161.37**	**103.67**	**56%**	**23.80**	**19.12**
老凤祥	199.87	333.56	-40%	7.16	12.20	-41%	12.16	8.68
中国黄金	249.00	310.98	-20%	2.79	3.19	-12%	2.57	4.50
周大生	36.41	45.97	-21%	4.50	5.94	-24%	36.95	30.34
明牌珠宝	18.30	19.39	-6%	-0.19	-0.78	-76%	7.91	8.13
菜百股份	210.42	152.48	38%	4.37	4.59	-5%	6.09	7.15
曼卡龙	9.81	15.56	-37%	0.81	0.77	5%	25.80	13.52
老铺黄金	198.08	123.54	60%	42.67	22.68	88%	41.26	38.09
潮宏基	43.74	41.02	7%	4.22	3.31	27%	27.39	23.81
莱绅通灵	5.77	8.70	-34%	0.19	0.61	-68%	47.29	36.04
港资品牌								
周大福	489.26	472.00	4%	57.13	31.77	80%	33.63	28.07
周生生	111.51	100.62	11%	21.53	9.02	139%	33.16	33.52
六福集团	89.43	73.98	21%	12.41	6.23	99%	38.06	33.37
周六福	23.65	31.50	-25%	3.78	4.15	-9%	34.65	26.26
	收入			归母净利润			毛利率(%)	
	26Q2	25Q2	同比增速	26Q2	25Q2	同比增速	26Q2	25Q2
板块整体	**303.94**	**490.34**	**-38%**	**11.96**	**14.41**	**-17%**	**8.30**	**8.04**
中国黄金	95.55	200.95	-52%	1.16	1.84	-37%	2.31	3.87
菜百股份	67.69	70.26	-4%	0.38	1.39	-72%	3.88	5.76
老凤祥	62.45	158.35	-61%	1.69	6.07	-72%	10.87	8.26
老铺黄金	28.00			6.00				
潮宏基	18.76	18.50	1%	1.58	1.42	11%	28.02	24.88
周大生	16.87	19.24	-12%	1.56	3.42	-54%	34.07	36.07
明牌珠宝	8.73	9.65	-10%	-0.31	-0.40	-21%	7.94	3.86
曼卡龙	3.75	8.41	-55%	0.24	0.34	-30%	24.12	11.60
莱绅通灵	2.14	4.99	-57%	-0.34	0.32	-207%	46.47	32.37

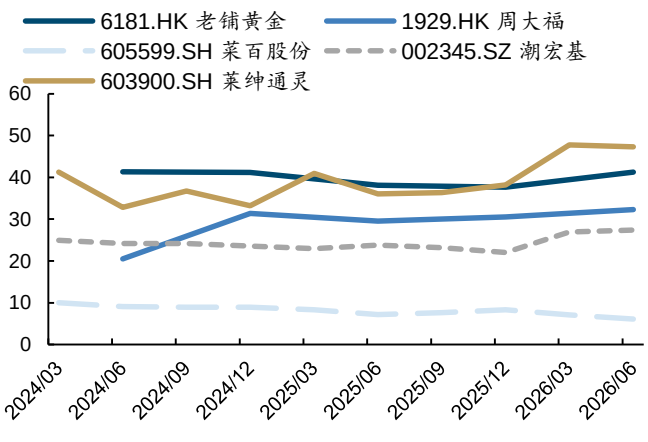
来源：iFind，国金证券研究所

图表4：黄金珠宝板块单季度营收同比增速



来源：iFind，国金证券研究所

图表5：黄金珠宝板块单季度毛利率同比增速



来源：iFind，国金证券研究所

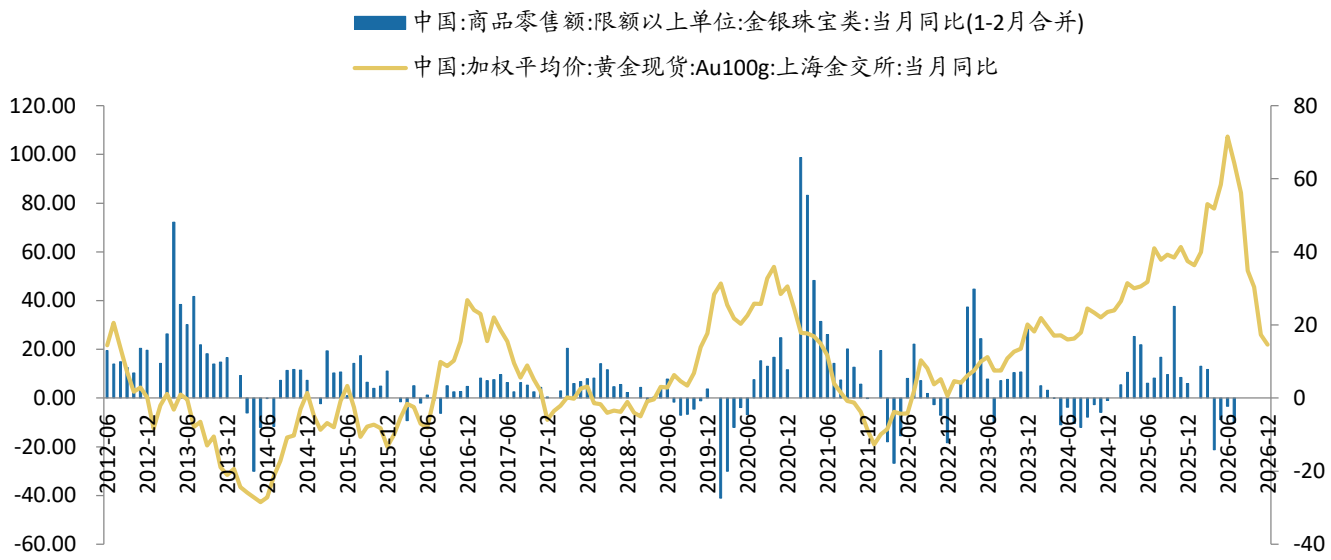
国内金银珠宝零售端在高金价环境下整体承压，但需求端已显现边际修复信号。从社零数据来看，上半年国内金银珠宝零售额同比有所下滑，自5月起零售额降幅逐步趋缓；国内珠宝首饰黄金消费量季度数据同样显示，Q2国内黄金珠宝需求量增速边际改善，终端消费并非持续走弱，而是在价格扰动下逐步消化调整。

金价走势由央行购金、避险需求、投资品属性三重逻辑共同驱动，板块金价中枢整体有望维持震荡上行。当前全球央行购金行为具备持续性，美联储加息预期已经经过市场充分博弈，后续难以形成超预期的大幅预期差，但海外货币政策预期仍是金价重要外部变量，多重因素共振之下，黄金价格整体或将呈现震荡上行格局。

金价对终端消费的抑制更多集中在价格快速大幅波动阶段，随着消费者逐步适应当前高金价中枢，被压制的实物消费需求有望迎来回补；同时金价慢牛行情有利于一口价、高工金等溢价品类渗透率持续提升，具备质价比优势的产品更容易获得消费者认可。

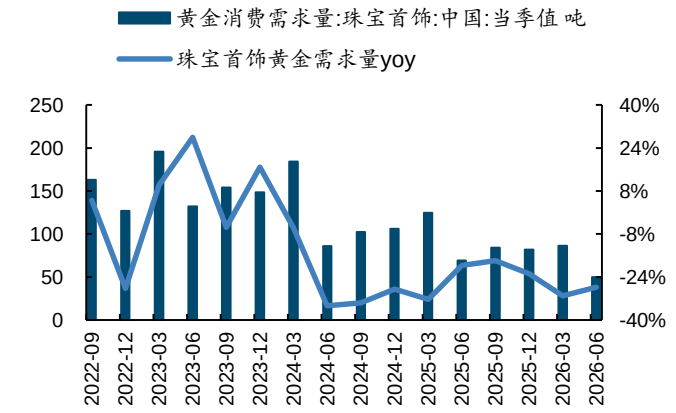
综合基本面与价格环境判断，当前黄金珠宝板块处于业绩底叠加预期底的配置窗口。二季度行业业绩集中释放压力，Q2 或为本轮业绩底部，而金价震荡上行的大背景下，消费需求边际修复可期，具备差异化产品力、渠道优势的企业有望率先兑现业绩弹性。投资层面建议重点关注，品牌壁垒持续抬升的高端精品代表老铺黄金；时尚珠宝龙头潮宏基，依托差异化产品矩阵穿越周期；有望率先完成产品渠道转型的港资头部周大福；以及直营占比高、金价回暖下业绩有望率先修复的菜百股份。

图表6：上半年国内金银珠宝零售额同比下滑，5 月以来降幅趋缓



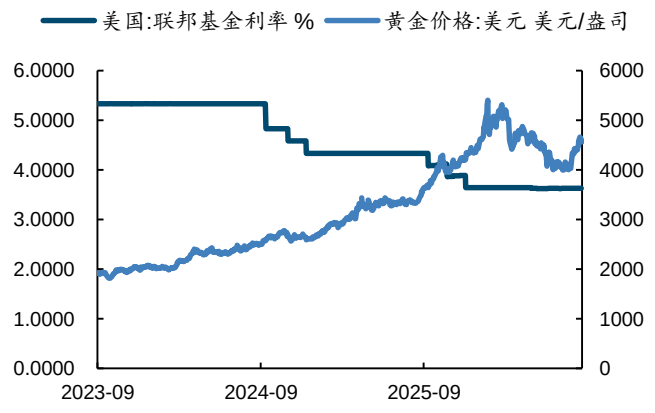
来源：iFind，国金证券研究所

图表7：Q2 国内黄金珠宝需求量增速边际改善



来源：iFind，国金证券研究所

图表8：美联储加息预期波动带来金价扰动



来源：iFind，国金证券研究所

二、跨境电商：出海β中报验证，Q3 景气度有望持续

跨境电商板块 2026 年上半年收入与利润实现同步改善，板块整体经营呈现向好态势。26H1 板块整体实现营业收入 1309.37 亿元，同比增长 10%；实现归母净利润 74.12 亿元，同比增长 14%。拆分单季度来看，26Q2 板块营收 395.12 亿元，同比增长 21%，归母净利润 39.68 亿元，同比增长 21%，Q2 收入、利润增速较上半年进一步抬升，板块景气度逐季上行。毛利率方面，26H1 板块整体毛利率 39.74%，较 25H1 的 37.83%有所提升，26Q2 板块毛利率 38.53%，相较 25Q2 的 36.18%同比改善，预计主要受益于关税影响趋缓、库存出清，板块整体盈利水平实现修复。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表9：跨境电商板块中报及单Q2业绩汇总

	收入			归母净利润			毛利率(%)	
	26H1	25H1	同比增速	26H1	25H1	同比增速	26H1	25H1
板块整体	**1,309.37**	**1,188.91**	**10%**	**74.12**	**65.09**	**14%**	**39.74**	**37.83**
精品								
安克创新	166.05	128.67	29%	17.02	11.67	46%	49.82	44.73
绿联科技	58.21	38.57	51%	4.31	2.75	57%	39.18	36.98
致欧科技	48.26	40.44	19%	2.46	1.90	29%	35.63	34.93
赛维时代	62.01	53.46	16%	1.66	1.69	-2%	42.71	44.47
乐歌股份	31.79	31.45	1%	0.21	1.29	-83%	29.58	25.69
恒林股份	66.68	53.47	25%	1.21	1.81	-33%	18.41	17.88
泛品								
华凯易佰	39.76	45.38	-12%	1.65	0.37	349%	38.74	33.47
吉宏股份	37.36	32.34	16%	1.58	1.18	34%	47.32	46.97
三态股份	7.79	8.27	-6%	0.09	0.23	-62%	35.12	31.74
平台								
小商品城	102.82	77.13	33%	19.79	16.91	17%	29.04	31.55
焦点科技	10.59	9.19	15%	2.60	2.95	-12%	79.10	80.05
	收入			归母净利润			毛利率(%)	
	26Q2	25Q2	同比增速	26Q2	25Q2	同比增速	26Q2	25Q2
板块整体	**395.12**	**326.57**	**21%**	**39.68**	**32.93**	**21%**	**38.53**	**36.18**
精品								
安克创新	89.9736	68.7338	31%	12.30	6.71	83%	55.05	46.00
绿联科技	30.2239	20.3294	49%	1.93	1.24	55%	39.11	36.06
致欧科技	25.1154	19.5291	29%	1.71	0.80	115%	36.17	34.43
赛维时代	34.8117	28.8731	-29%	1.23	1.22	1%	42.40	44.97
乐歌股份	16.8319	16.0026	21%	0.21	0.77	-73%	30.47	25.45
恒林股份	34.5000	26.9362	-85%	0.62	1.30	-52%	18.10	19.46
泛品								
华凯易佰	20.5232	22.4629	-9%	0.93	0.52	80%	41.44	35.49
吉宏股份	19.3150	17.5604	10%	0.85	0.59	45%	47.72	48.10
三态股份	3.9516	4.2432	-7%	-0.05	0.09	-158%	33.86	31.87
平台								
小商品城	56.8864	45.5163	25%	9.89	8.88	11%	25.22	28.34
焦点科技	5.4659	4.7631	15%	1.62	1.83	-11%	80.58	79.65

来源：iFind，国金证券研究所

从重点公司累计收入、毛利率变化趋势来看，板块内部分化持续演绎，精品赛道增长韧性突出，泛品增长仍面临压力，平台类标的盈利表现出现分化。

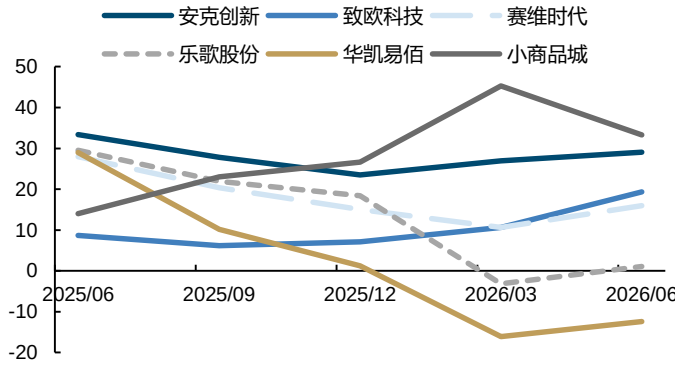
精品类企业整体收入利润实现高增。安克创新、绿联科技受益产品力迭代、海外渠道拓展，26H1 营收分别同比+29%、+51%，归母净利润实现 46%、57%的高速增长，Q2 单季度增速延续高景气，毛利率维持高位；致欧科技受益于亚马逊 VC 模式转型及大件家具品类拓展，收入同比 19%，利润增速 29%，经营稳健；赛维时代营收增速 16%，利润小幅下滑 2%，主要系非服业务库存拖累；乐歌股份、恒林股份受物流仓储及汇率等成本扰动，盈利端承压，归母净利润同比分别下滑 83%、-33%。

泛品类企业整体营收端承压，盈利弹性呈现两极分化。华凯易佰 26H1 营收同比-12%，但归母净利润同比大幅增长 349%，规模收缩背景下优化 SKU 结构，盈利能力显著改善；吉宏股份营收同比 16%，利润同比增长 34%，表现相对稳健；三态股份收入、利润双下滑，行业价格竞争之下，中小泛品企业经营压力仍存。

平台类公司营收保持较快增长，盈利表现有所分化。小商品城 26H1 营收同比+33%，归母净利润同比+17%，内外贸业务协同发力，收入利润同步向好；焦点科技营收同比+15%，归母净利润同比-12%，Q2 利润端继续承压，受投流成本等影响，平台业务盈利修复节奏偏慢。

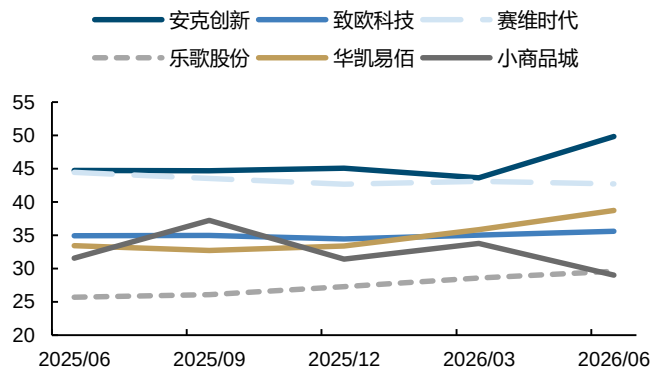
综合来看，2026 年中报跨境电商板块 Q2 景气度进一步抬升，精品龙头凭借产品迭代能力兑现高增长，泛品企业依靠内部效率优化实现盈利修复，平台企业增长确定性较强但盈利分化。后续重点关注海外消费需求变化、海外贸易政策扰动、行业价格竞争格局，具备产品壁垒、供应链管控能力的精品龙头有望持续兑现业绩。

图表10：跨境电商重点公司业绩期累计收入同比增速



来源：iFind，国金证券研究所

图表11：跨境电商重点公司业绩期毛利率变化

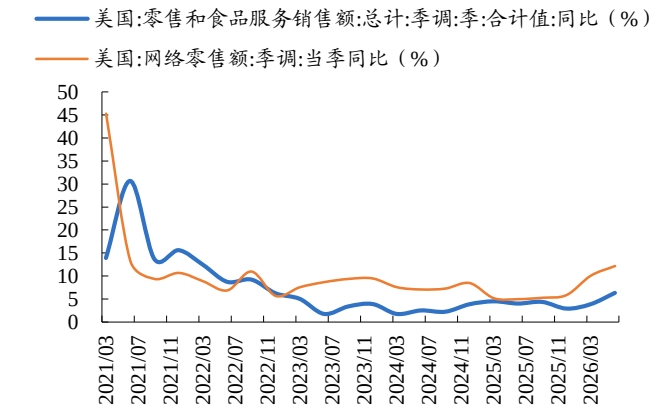


来源：iFind，国金证券研究所

美国零售线上化加速，外部成本扰动边际缓和，我们预计跨境电商板块 Q3 景气度有望延续。美国网络零售销售额同比增速持续跑赢零售大盘，6 月份同比增长加速至 12.2，截至 H1 美国线上零售占整体零售比重持续抬升至 17.10%，在高通胀环境下，消费者价格敏感度提升，高性价比跨境供给的比较优势进一步凸显，线上渗透率仍存在提升空间，为国内跨境出口企业提供需求端支撑。成本层面，7 月以来海运运价呈现边际下行态势，海运压力有所缓解；二季度人民币升值趋势放缓，汇率端对出口企业的盈利压制减弱，海运、汇率两大外部扰动因素同步趋缓，有望持续改善企业的盈利弹性。

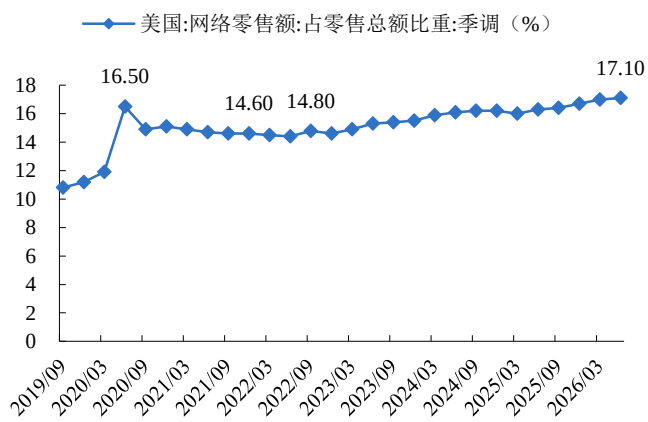
需求与成本端形成共振的背景下，Q3 板块景气有望延续。精品类企业依托产品迭代、品牌化运营，有望持续享受海外线上扩容红利；泛品企业盈利改善更多依赖库存去化、SKU 优化与 AI 助力内部效率提升；平台标的增长确定性较强，但盈利修复节奏仍需观察。投资层面持续看好具备产品壁垒、供应链管控能力的精品龙头，建议关注业绩高增持续兑现的安克创新，下半年业绩弹性有望凸显的致欧科技、赛维时代；同时关注完成内部降本提效、盈利弹性释放的泛品标的华凯易佰、吉宏股份，以及内外贸协同发展、分红率突出的小商品城。

图表12：美国网络零售额同比增速持续超过大盘



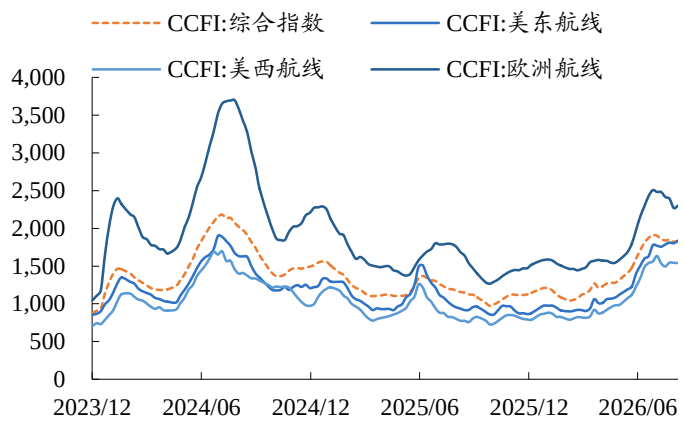
来源：iFind，国金证券研究所

图表13：2026 上半年美国零售线上化率持续提升



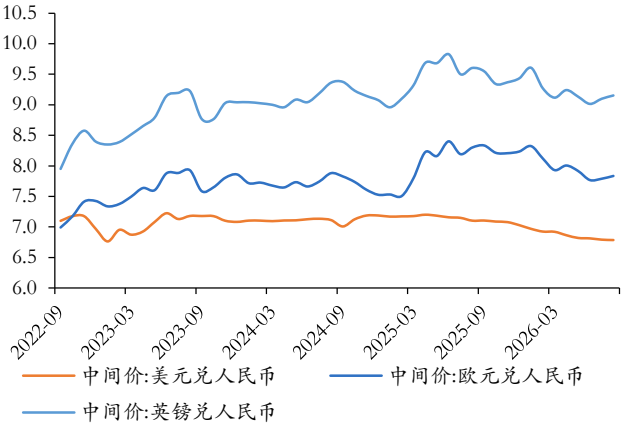
来源：iFind，国金证券研究所

图表14：7月份以来航运价格边际下行



来源：iFind，国金证券研究所

图表15：二季度人民币升值趋势边际放缓

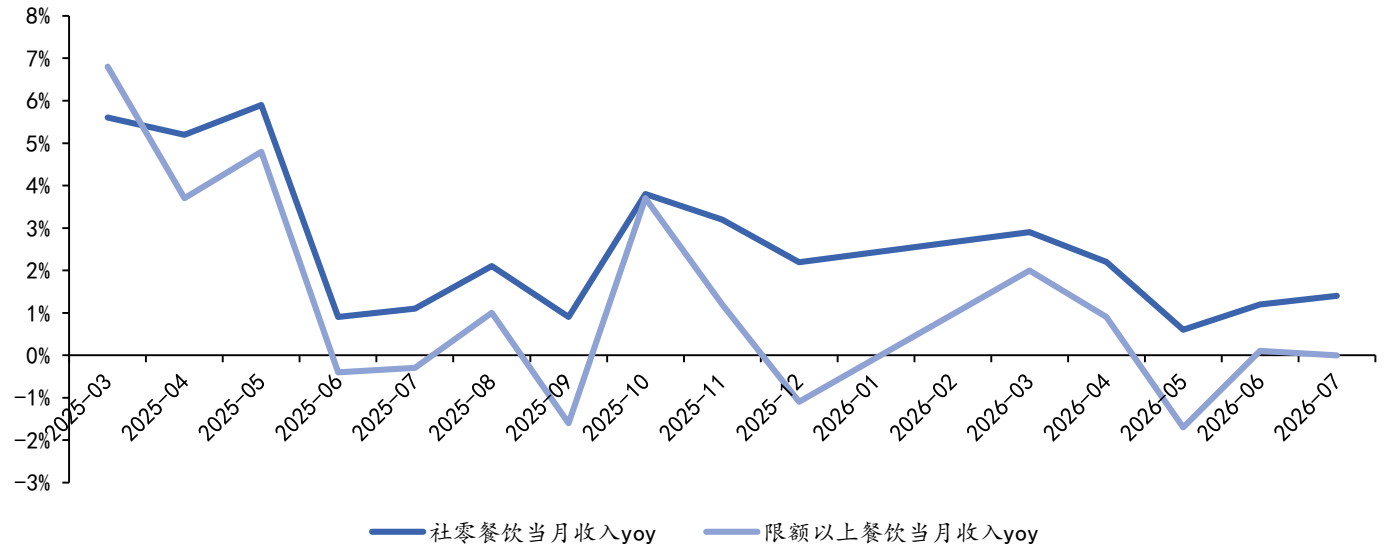


来源：iFind，国金证券研究所

三、餐饮：降本增效成果凸显，茶饮持续高景气

行业整体同店承压，多公司门店扩张亮眼。行业收入表现受消费环境与基数等因素影响，呈现增长承压且内部分化的态势。从单季度同比增速看，社交餐饮和限额以上餐饮整体增速波动。总体来看，26H1 社零餐饮收入为 28254.8 亿元，同比增长 2.8%，增速低于 25 年同期。

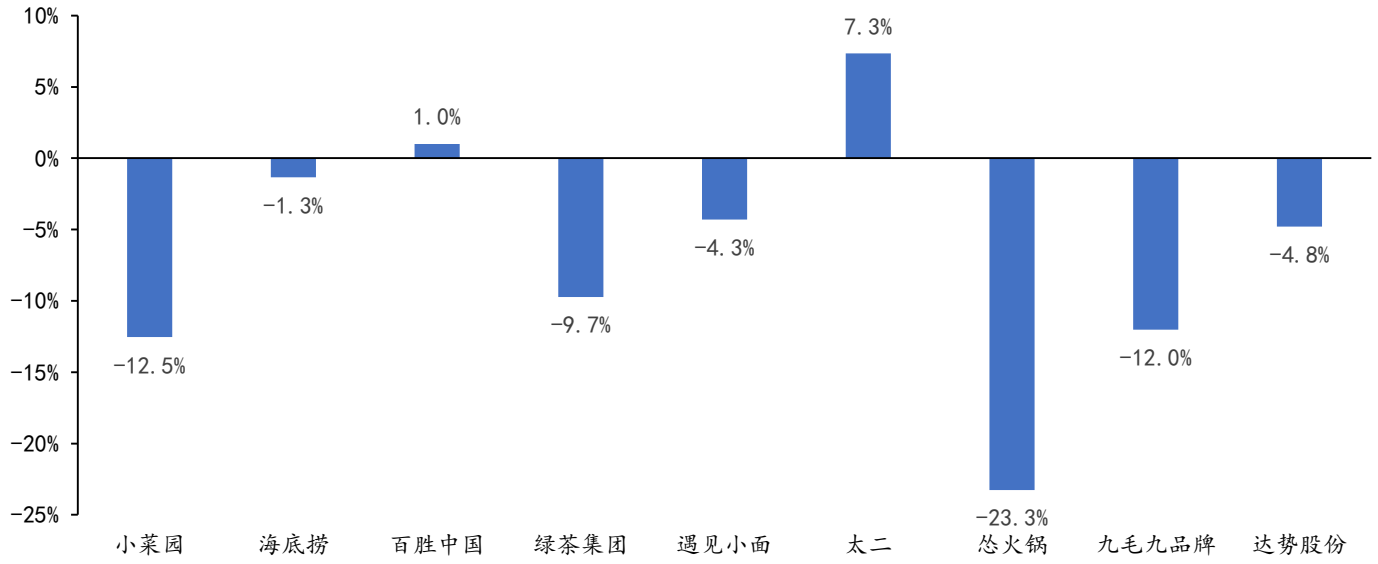
图表16：2025 年 3 月-2026 年 7 月餐饮行业收入同比增速



来源：iFinD，国金证券研究所

同店：上市公司同店销售额压力整体偏大，其中快餐、火锅头部品牌表现表现相对较好，品牌间进一步分化。需求端承压，上半年整体行业仍呈现降价趋势，上市公司餐饮品牌同店压力增大。1）快餐整体表现稳健，部分品牌同店承压。26H1 百胜中国同店同比+1%，增长稳健，达势股份同店销售同比-4.8%，中式快餐遇见小面同比-4.3%，原因主要系门店扩张对同店表现的短期稀释；2）火锅内部呈明显分层。怂火锅同店销售同比-20.1%，海底捞同比-1.3%，显示出成熟头部品牌存量竞争下的韧性较强；3）中式正餐总体承压。除太二（+7.3%）同店优化外，小菜园（-12.5%）、绿茶集团（-9.7%）、九毛九品牌（-12.0%）同店销售额均承压，下滑原因主要系厄尔尼诺事件影响线下消费。

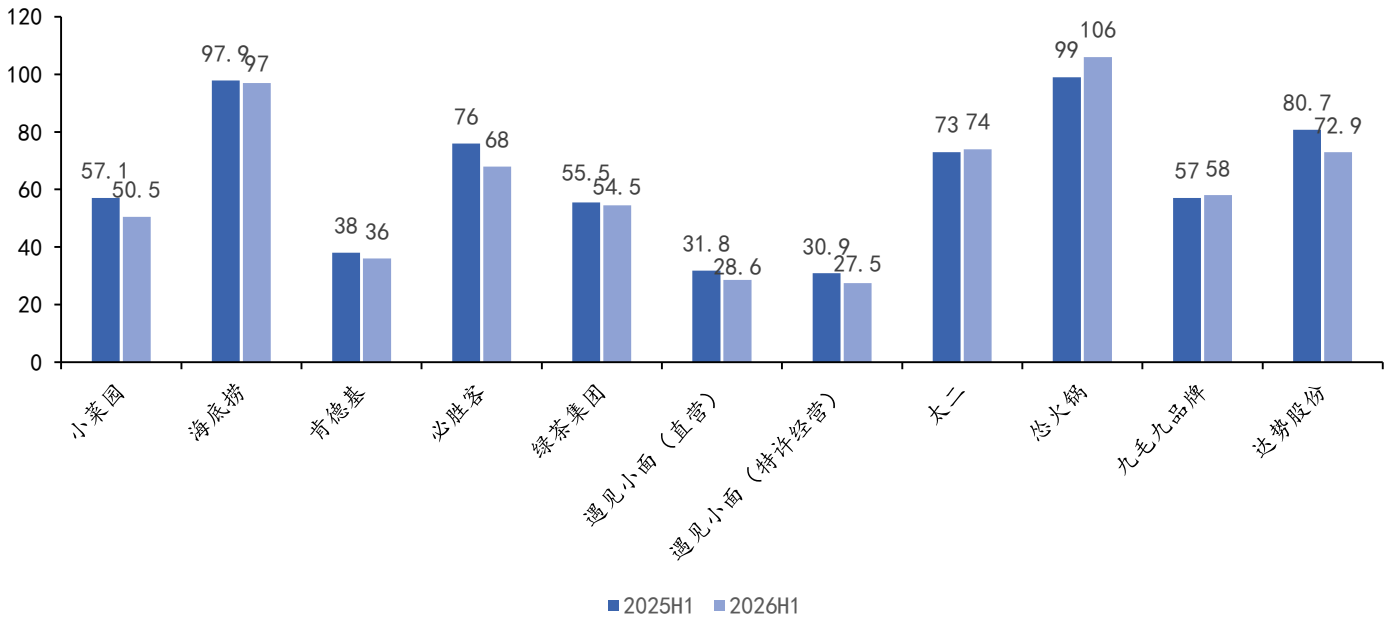
图表17：上市公司餐饮品牌同店销售额增速



来源：公司公告，国金证券研究所

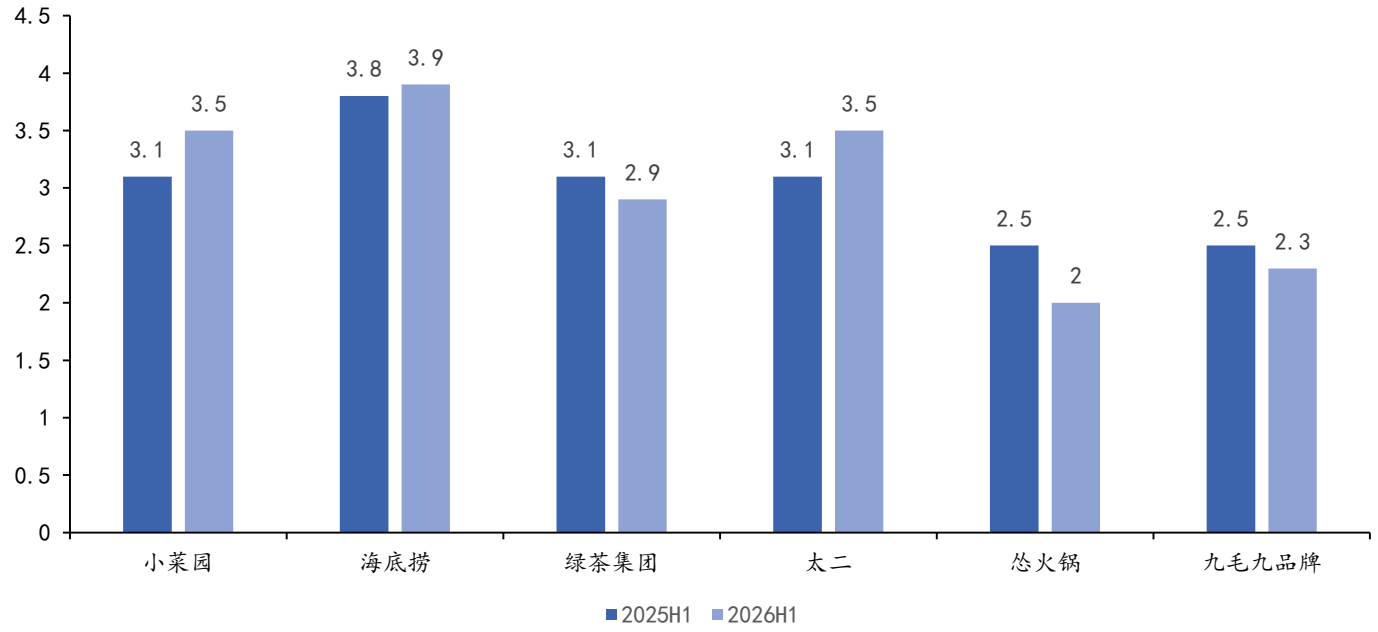
客单价：品牌表现分化，但整体呈现下降趋势。九毛九旗下的太二(+1.4%)怂火锅（+7.1%）、九毛九品牌（+1.8%）客单价均有所提升，品牌经营战略调整效果凸显；其余品牌客单价则出现不同程度下降，海底捞(-0.9%）客单价同比降幅较小，显示出头部品牌较强的韧性。各餐饮品牌在定价策略和市场接受度上存在差异。翻台率方面，各品牌间进一步分化。小菜园、海底捞、太二翻台率有所提升，而绿茶集团、怂火锅、九毛九品牌翻台率承压。

图表18：2025-2026上半年上市餐饮品牌客单价变化



来源：公司公告，国金证券研究所

图表19：2025-2026上半年上市餐饮品牌翻台率变化



来源：公司公告，国金证券研究所

门店数量：多数品牌门店数量呈上升趋势，部分品牌闭店率有所上升。九毛九门店数量同比下降16.87%，主因系同店数据承压，关闭低效门店、提升单店质量。其余品牌门店数量均有所上升，其中绿茶集团（+46%）、沪上阿姨（+39%）、遇见小面（+32%）进入高速扩张期。从商业模式来看，餐饮品牌加盟占比提升，百胜中国26H1净开店中加盟比例上升，其中肯德基净新增加盟店占比41%，必胜客净新增加盟店占比46%。

图表20：上市餐饮公司门店情况汇总

公司	品牌	2026H1	2025	26H1净增	26H1期末YOY	26H1新开	26H1关闭	关店率
小菜园	小菜园	824	819	5	22.62%	-	-	-
海底捞	海底捞	1389	1383	6	5.07%	44	32	2.31%
	其他品牌	183	207	-24	-	-	-	-
百胜中国	肯德基	13789	12997	792	13.00%	-	-	-
	必胜客	4549	4168	381	18.00%	-	-	-
	其他品牌	959	936	23	9.47%	-	-	-
	小计	19297	18101	1196	14.00%	-	-	-
绿茶集团	绿茶	733	609	124	46.02%	131	7	1.15%
遇见小面	遇见小面	550	423	127	31.89%	-	-	-
九毛九	太二	477	499	-22	14.39%	2	-	-
	怂火锅	54	62	-8	-28.95%	0	-	-
	九毛九	61	63	-2	-10.29%	2	-	-
	其他品牌	14	20	-6	-	0	-	-
	小计	606	644	-38	-16.87%	4	42	6.52%
达势股份	达美乐	1550	1315	235	29.38%	-	-	-
蜜雪集团	加盟店	63951	59785	4166	20.67%	5455	1289	2.16%
古茗	加盟店	14351	13554	797	28.37%	1318	521	3.84%
沪上阿姨	加盟店	13120	11423	1697	39.40%	2253	556	4.87%
茶百道	加盟店	8776	8608	168	4.10%	669	499	5.80%

来源：公司公告，国金证券研究所

业绩呈现分化，关注龙头降本增效能力。收入端：26 年行业继续分化，餐饮企业收入增速表现不一，在厄尔尼诺事件影响线下消费背景下，多数品牌仍能持续增长：1）强品牌延续势能，如古茗、沪上阿姨，收入实现大幅增长；2）增长动力多样，或凭借品牌力、或依靠规模效应等，如蜜雪集团、海底捞、百胜中国等收入保持稳定增长；3）九毛九因经营策略调整，关闭低效能门店，营业收入短期下滑。利润端：经营杠杆效应在不同企业呈现不同结果，强势能品牌（古茗、达势股份等）经营杠杆向上，业绩实现较好增长。高性价比或具备供应链、精细化运营优势的企业，如百胜中国，维持良好盈利水平，叠加收购必胜客品牌中国内地所有权，毛利率或将进一步提升。九毛九通过关闭低效能门店，减少成本费用，在营收短期下滑时利润仍能大幅增长。

图表21：餐饮行业 2026H1 业绩情况

	营业收入（亿元）			归母净利润（亿元）		
	1H26	1H25	1H26VS25	1H26	1H25	1H26VS25
茶饮						
蜜雪集团	152.2	148.7	2.29%	23.0	26.9	-14.73%
古茗	74.7	56.6	31.91%	15.7	16.3	-3.36%
沪上阿姨	25.9	18.2	42.40%	3.2	2.0	58.32%
茶百道	26.5	25.0	6.21%	3.4	3.3	3.20%
餐厅						
小菜园	29.03	27.14	6.96%	2.90	3.82	-24.20%
海底捞	223.37	207.03	7.89%	17.67	17.59	0.47%
百胜中国	29	412.92	5.42%	5.53	5.07	9.07%
绿茶集团	26.75	22.90	16.78%	2.91	2.34	24.42%
遇见小面	9.39	7.03	33.59%	0.63	0.42	51.22%
九毛九	23.91	27.53	-13.15%	0.76	0.61	24.90%
达势股份	31.34	25.93	20.84%	0.81	0.66	22.94%

来源：公司公告，国金证券研究所

四、线下零售：营收普遍承压，规模扩张转向经营提效

超市板块：2026 年上半年收入端承压，盈利呈现分化，部分企业展现出经营改善迹象。26H1 超市板块整体实现营业收入 466.48 亿元，同比下降 13.54%，归母净利润 6.42 亿元，同比大幅增长 129.06%，板块利润高增主要来自标的间业绩的结构性差异。

永辉超市受门店调整、消费疲软影响收入同比下滑 20.56%，减亏态势延续；步步高收入实现 9.7%增长，但利润端依旧承压；红旗连锁、家家悦保持收入基本平稳，依靠供应链优化、精细化管控维持稳健盈利；国光连锁、三江购物、中百集团收入有所下滑，传统区域超市仍面临客流分流、竞争加剧的压力，整体来看，行业处于出清阶段，门店结构优化、供应链降本仍是企业盈利修复的核心要素。

百货板块：2026 年上半年营收持续走弱，板块内公司盈利普遍承压。26H1 百货板块整体实现营业收入 191.90 亿元，同比下降 20.31%，归母净利润-6.08 亿元，同比转亏。其中王府井收入同比下滑 6.99%，消费复苏不及预期叠加业态调整拖累业绩；徽微股份、茂业商业利润端亏损幅度扩大；武商集团、杭州解百等区域优质百货依靠优质区位、业态升级，盈利保持相对韧性；供销大集、天虹股份、东百集团等企业收入均出现不同程度下滑，线下实体百货面临消费外流、客流不足的压力，多数公司依靠业态重构、品牌调改来对冲行业下行压力，但短期业绩兑现仍存在不确定性。

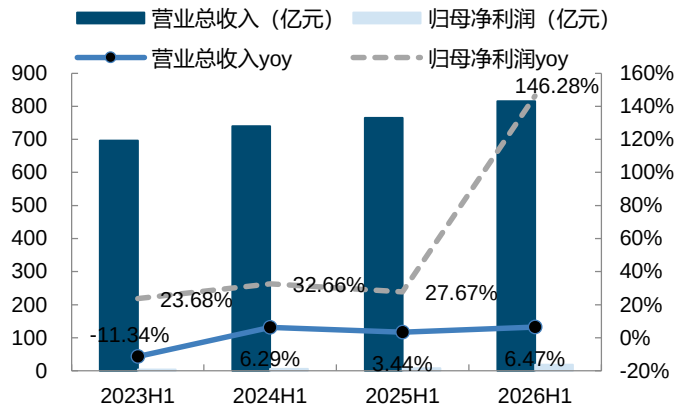
下载日志已记录，仅供内部参考

图表22：超市、百货公司中报业绩汇总

	收入			归母净利润			毛利率（%）		
	26H1	25H1	26VS25	26H1	25H1	26VS25	26H1	25H1	26VS25
板块整体	191.90	204.31	-6.08%	4.33	5.35	-19.10%			
百货									
供销大集	7.54	7.83	-3.63%	0.27	0.05	398.54%	30.97	31.47	-0.50
王府井	49.87	53.61	-6.98%	0.54	0.81	-33.20%	36.96	38.76	-1.80
翠微股份	9.66	11.20	-13.68%	-0.72	-2.03	-64.45%	24.00	20.96	3.04
友阿股份	4.09	5.25	-22.04%	0.71	0.53	32.43%	72.40	67.91	4.49
国芳集团	4.22	3.82	10.35%	0.71	0.23	214.09%	39.35	44.36	-5.01
武商集团	31.53	31.81	-0.90%	1.31	1.65	-20.65%	48.98	49.63	-0.65
茂业商业	9.29	12.63	-26.43%	-1.88	0.35	-644.96%	57.15	60.15	-3.00
天虹股份	57.55	60.09	-4.24%	1.13	1.54	-26.27%	36.05	36.37	
东百集团	9.44	9.29	1.68%	0.75	0.72	4.44%	57.13	57.49	-0.36
杭州解百	8.70	8.78	-0.87%	1.52	1.50	0.98%	76.91	76.89	0.02
	收入			归母净利润			毛利率（%）		
	26H1	25H1	26VS25	26H1	25H1	26VS25	26H1	25H1	26VS25
板块整体	466.48	539.51	-13.54%	6.42	2.80	129.06%			
超市									
永辉超市	237.91	299.48	-20.56%	2.53	-2.41	-205.23%	22.52	20.80	1.72
步步高	23.42	21.33	9.79%	1.43	2.01	-28.62%	35.13	36.32	-1.20
国光连锁	14.64	14.48	1.05%	0.22	0.20	8.92%	21.17	22.09	-0.93
红旗连锁	46.76	48.08	-2.75%	2.68	2.81	-4.57%	29.62	29.85	-0.23
家家悦	89.66	90.07	-0.46%	1.86	1.83	1.77%	24.18	24.00	0.18
三江购物	18.24	19.88	-8.28%	0.66	0.91	-28.03%	24.49	26.05	-1.55
中百集团	35.86	46.18	-22.35%	-2.96	-2.55	16.18%	22.74	23.04	-0.30

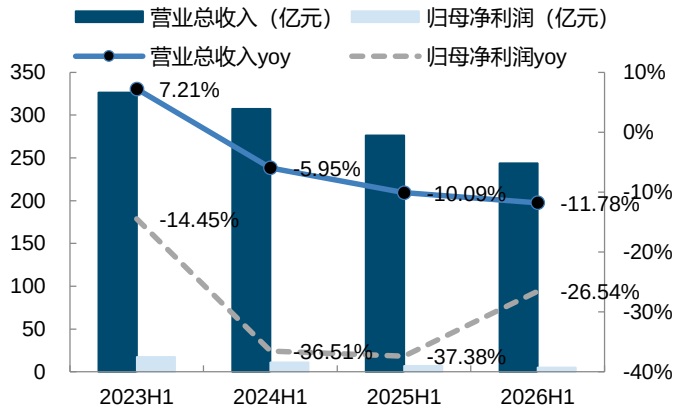
来源：iFind，国金证券研究所

图表23：超市细分板块半年报业绩总和增速



来源：iFind，国金证券研究所

图表24：百货细分板块半年报业绩总和增速



来源：iFind，国金证券研究所

多业态零售板块：上半年整体承压，部分区域性龙头优势稳固。26H1 多业态零售板块整体实现营收 317.26 亿元，同比-9.33%，归母净利润 17.46 亿元，同比-3.96%，板块收入整体走弱。其中汇嘉时代作为优质区域零售龙头，凭借新疆本地品牌心智、核心门店资源，在行业承压下实现 26H1 营收+4.98%、归母净利润+46.40%，业绩逆势改善，既受益本地消费及旅游客流修复，也来自商品结构优化与费用管控带来的经营效率提升。百联股份收入同比下滑 9.08%，但依托业态调整与资产优化，利润实现大幅增长；重庆百货收入小幅回落，利润有所承压；大商股份盈利保持稳健；部分区域标的如文峰股份、合百集团受消费环境、门店经营压力影响收入利润双降，整体来看，行业内部具备优质资产的企业盈利韧性更强，重点关注属地消费复苏、同店改善与商品调改落地。

商业物业经营板块：收入小幅下滑，分化突出，板块利润高增主要来部分标的去库贡献。26H1 商业物业经营板块整体营收 406.34 亿元，同比-4.27%，归母净利润 37.91 亿元，同比大幅增长 281.20%。其中小商品城受益内外贸业务共振，收入利润双高增，成为板块核心增长动力；豫园股份收入有所承压，受益于地产业务去化，利润实现改善；美凯龙、浙江东日、居然智家等企业受商业地产环境、出租率波动影响，收入端承压；富森美维持稳健经营。板块利润高增主要来自个别核心标的贡献，多数商业物业企业仍面临出租率、租金恢复节奏不及预期的现实约束。

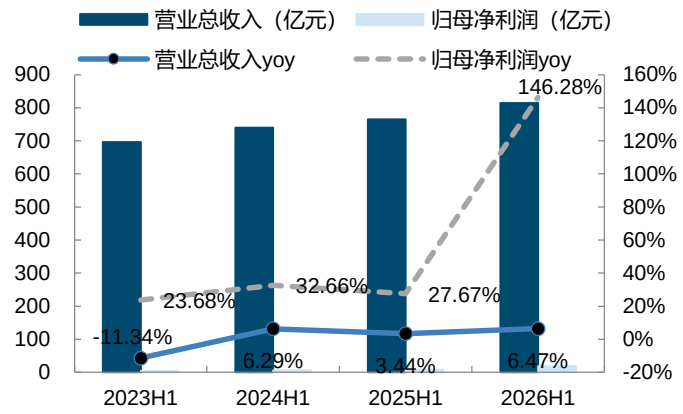
图表25：多业态零售、商业物业及专业连锁公司中报业绩汇总

	收入			归母净利润			毛利率（%）		
	26H1	25H1	26VS25	26H1	25H1	26VS25	26H1	25H1	26VS25
板块整体	317.26	349.91	-9.33%	17.46	18.18	-3.96%			
多业态零售									
百联股份	120.53	132.57	-9.08%	9.13	3.13	191.61%	24.14	25.04	-0.90
重庆百货	75.87	80.42	-5.65%	4.46	7.74	-42.33%	28.66	28.43	0.23
大商股份	34.40	34.16	0.69%	3.85	3.84	0.32%	40.95	42.49	-1.54
文峰股份	7.16	8.57	-16.51%	0.11	0.64	-82.82%	45.79	47.04	-1.26
汇嘉时代	13.35	12.71	4.98%	0.98	0.67	46.40%	34.96	35.01	-0.05
合百集团	31.90	37.00	-13.79%	0.60	1.71	-64.67%	25.75	25.06	0.69
赫美集团	2.39	3.17	-24.73%	-0.14	-0.10	42.62%	14.49	13.13	1.36
益民集团	3.05	3.66	-16.72%	-1.33	0.24	-645.23%	52.04	47.76	4.28
利群股份	28.19	37.18	-24.19%	-0.46	0.07	-717.98%	34.01	31.29	2.72
上海九百	0.43	0.45	-4.06%	0.25	0.24	5.40%	23.45	25.89	-2.44
	26H1	25H1	26VS25	26H1	25H1	26VS25	26H1	25H1	26VS25
板块整体	406.34	424.45	-4.27%	37.91	9.94	281.20%			
商业物业经营									
小商品城	102.82	77.13	33.30%	19.79	16.91	17.05%	29.04	31.55	-2.51
豫园股份	170.17	191.12	-10.96%	1.62	0.63	157.17%	20.82	15.09	5.73
浙江东日	3.39	3.73	-9.16%	0.44	0.69	-35.56%	32.33	38.44	-6.11
居然智家	54.55	64.45	-15.37%	1.96	3.28	-40.37%	21.44	23.85	-2.41
农产品	26.99	34.91	-22.70%	2.54	1.90	33.09%	26.55	20.66	5.88
美凯龙	30.95	33.37	-7.26%	0.75	-19.00	-103.94%	65.54	61.50	4.04
深赛格	7.04	7.51	-6.33%	0.52	0.47	10.45%	29.09	27.27	1.81
富森美	5.04	6.49	-22.36%	6.24	3.18	96.03%	62.87	67.95	-5.07
汇通能源	0.83	0.58	44.34%	0.26	0.21	25.04%	42.56	49.01	-6.44
轻纺城	4.58	5.15	-11.19%	3.80	1.67	127.56%	28.01	46.22	-18.21
	收入			归母净利润			毛利率（%）		
	26H1	25H1	26VS25	26H1	25H1	26VS25	26H1	25H1	26VS25
板块整体	1012.48	845.39	19.77%	2.91	4.65	-37.39%			
专业连锁									
孩子王	50.95	49.11	3.74%	1.72	1.43	19.90%	30.75	27.68	3.07
爱施德	307.55	253.70	21.22%	0.46	-7.20	2.23%	5.31	4.94	0.37
天音控股	579.91	463.26	25.18%	0.16	-0.63	-125.34%	2.89	2.49	0.41
博士眼镜	7.47	6.86	8.81%	0.83	0.56	48.20%	56.32	54.65	1.67
华致酒行	32.49	39.49	-17.72%	-0.73	0.56	-230.67%	8.59	9.72	-1.13
吉峰科技	16.04	14.62	9.76%	0.05	0.04	35.76%	10.53	12.39	-1.85
爱婴室	18.08	18.35	-1.49%	0.42	0.47	-9.56%	26.42	25.90	0.52

来源：iFind，国金证券研究所

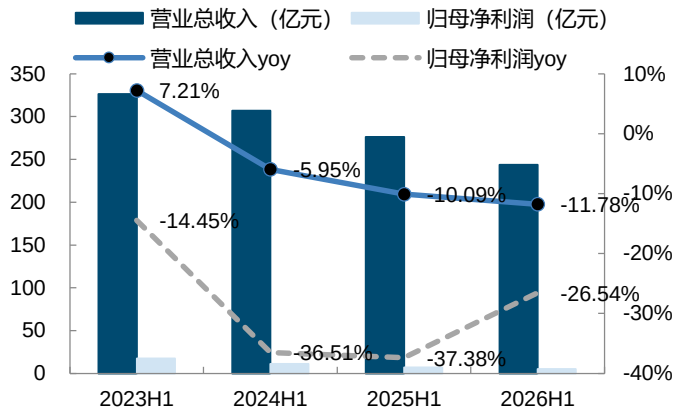
专业连锁板块：收入实现较快增长，但整体盈利水平明显回落。26H1 专业连锁板块整体营收 1012.48 亿元，同比+19.77%，归母净利润 2.91 亿元，同比-37.39%，板块收入高增而利润下滑，反映行业竞争加剧带来盈利端压力。孩子王收入稳健增长，利润实现改善；爱施德、天音控股收入实现较快增长，但受行业竞争、毛利水平挤压，利润显著下滑；博士眼镜、吉峰科技维持盈利韧性；华致酒行收入利润同步承压。整体看，专业连锁赛道细分景气度差异较大，规模扩张的同时受线上下价格竞争加剧，企业盈利兑现难度提升，具备供应链壁垒及高粘性核心客群的细分龙头业绩韧性更强。

图表26：多业态零售细分板块半年报业绩总和增速



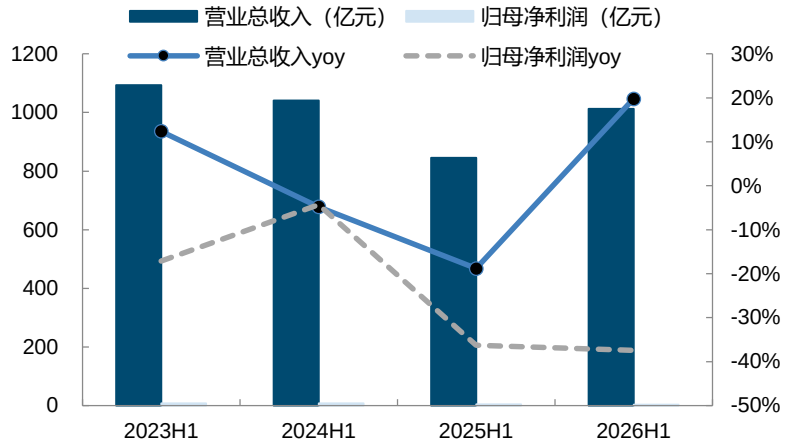
来源：iFind，国金证券研究所

图表27：商业物业细分板块半年报业绩总和增速



来源：iFind，国金证券研究所

图表28：专业零售细分板块半年报业绩总和增速情况



来源：iFind，国金证券研究所

五、旅游：出行需求保持韧性，平台与优质景区占优

旅游板块 26H1 收入同比增长 5%、归母净利润增长 17%，利润增速快于收入，但细分领域表现分化，OTA 与优质自然景区韧性相对突出。

OTA：同程旅行 26H1 收入、净利润分别同比增长 10%和 8%，毛利率提升至 68.28%，经营表现稳健。

旅行社：岭南控股收入、净利润分别增长 7%和 14%；众信旅游收入下降 3%、净利润下降 24%；凯撒旅业收入恢复增长、亏损同比收窄。

景区：人工景区整体承压，宋城演艺收入、净利润分别下降 11%和 13%，中青旅收入增长 11%、净利润下降 67%；自然景区表现相对稳健，长白山、丽江股份收入分别增长 18%和 11%，丽江股份净利润增长 40%，九华旅游、黄山旅游业绩保持增长。

图表29：旅游板块公司中报业绩汇总

	收入			归母净利润			毛利率(%)	
	26H1	25H1	同比增速	26H1	25H1	同比增速	26H1	25H1
板块整体	**267.36**	**254.21**	**5%**	**23.6**	**20.13**	**17%**		
旅行社								
众信旅游	28	28.75	-3%	0.31	0.4	-24%	12.67	12.42
岭南控股	22.36	20.9	7%	0.56	0.5	14%	18.54	18.61
凯撒旅业	4.35	3.17	203%	-0.11	-0.24	-55%	16.79	22.12
OTA								
同程旅行	99.93	90.47	10%	14.11	13.11	8%	68.28	66.86
人工景区								
宋城演艺	9.62	10.8	-11%	3.47	4	-13%	60.55	65.72
云南旅游	0.55	1.17	-53%	-1.39	-0.97	44%	-142.81	-28.76
曲江文旅	3.9	5.32	-27%	0.07	-0.14	-149%	10.71	6.62
大连圣亚	1.9	1.86	2%	0.16	-0.16	-202%	49.78	48.76
中青旅	53.85	48.66	11%	0.22	0.67	-67%	18.46	21.35
海昌海洋公园	5.36	6.86	-22%	-3.32	-2.95	13%	5.03	10.45
自然景区								
长白山	2.77	2.35	18%	0.01	-0.02	-162%	19.44	19.04
西域旅游	1.07	1.14	-6%	0.04	0.11	-67%	28.75	36.11
九华旅游	5	4.83	3%	1.52	1.42	7%	55.99	54.6
峨眉山 A	4.43	4.57	-3%	1.23	1.21	1%	48.75	48.07
西藏旅游	0.94	0.9	4%	0.03	0.02	39%	27.92	29.12
桂林旅游	2.01	1.97	2%	0.06	0.08	-23%	30.96	29
黄山旅游	9.88	9.4	5%	1.3	1.27	3%	42.82	45.43
丽江股份	4.19	3.78	11%	1.33	0.95	40%	59.77	53.79
ST 张家界	2.12	1.94	9%	3.08	-0.33	-1027%	21.94	13.44
天目湖	2.26	2.46	-8%	0.38	0.55	-30%	48.4	53.55
三特索道	2.88	2.92	-2%	0.54	0.68	-20%	60.85	59.48

来源：iFinD，国金证券研究所

26Q2 旅游板块收入同比增长 2%、归母净利润下降 9%，收入保持小幅增长，但利润端有所承压。OTA 中，同程旅行收入增长 7%、净利润下降 2%，毛利率同比提升 1.69 个百分点。旅行社延续弱复苏，岭南控股收入、利润小幅增长，众信旅游收入下降 10%，凯撒旅业亏损收窄。景区表现分化，宋城演艺和中青旅净利润分别下降 12%和 41%；九华旅游、黄山旅游及丽江股份净利润分别增长 13%、7%和 10%，西藏旅游净利润增长 104%。

图表30：旅游板块公司二季度业绩汇总

	收入			归母净利润			毛利率(%)	
	26Q2	25Q2	同比增速	26Q2	25Q2	同比增速	26Q2	25Q2
板块整体	**137.72**	**135.00**	**2%**	**12.08**	**13.22**	**-9%**		
旅行社								
众信旅游	15.34	17.09	-10%	0.21	0.21	-3%	12.06	10.60
岭南控股	12.17	11.67	4%	0.24	0.23	3%	17.64	17.47
凯撒旅业	2.39	1.76	142%	-0.14	-0.20	-30%	12.81	20.06
OTA								
同程旅行	49.87	46.69	7%	6.32	6.42	-2%	66.71	65.02

人工景区								
宋城演艺	4.28	5.19	-18%	1.36	1.53	-12%	55.16	63.16
云南旅游	-0.04	0.69	-106%	-1.06	-0.49	117%	0.00	-30.61
曲江文旅	1.65	2.26	-27%	0.21	0.30	-29%	10.10	10.89
大连圣亚	0.98	1.02	-4%	0.01	-0.08	-107%	52.22	55.71
中青旅	30.27	28.12	8%	0.59	1.01	-41%	19.12	21.94
自然景区								
长白山	1.21	1.07	13%	-0.07	-0.06	6%	13.88	14.43
西域旅游	0.88	0.97	-10%	0.30	0.41	-26%	52.28	59.80
九华旅游	2.65	2.48	7%	0.82	0.73	13%	57.18	54.61
峨眉山 A	2.22	2.31	-4%	0.63	0.62	2%	45.53	49.20
西藏旅游	0.70	0.65	8%	0.23	0.11	104%	42.57	46.64
桂林旅游	1.06	1.14	-7%	0.18	0.21	-15%	36.68	33.78
黄山旅游	5.71	5.37	6%	0.96	0.90	7%	46.29	50.08
丽江股份	2.18	2.15	1%	0.66	0.60	10%	58.67	55.42
ST 张家界	1.45	1.35	8%	0.02	-0.02	-216%	27.40	21.69
天目湖	1.26	1.41	-11%	0.28	0.41	-32%	57.01	62.53
三特索道	1.52	1.61	-6%	0.33	0.37	-11%	58.95	59.58

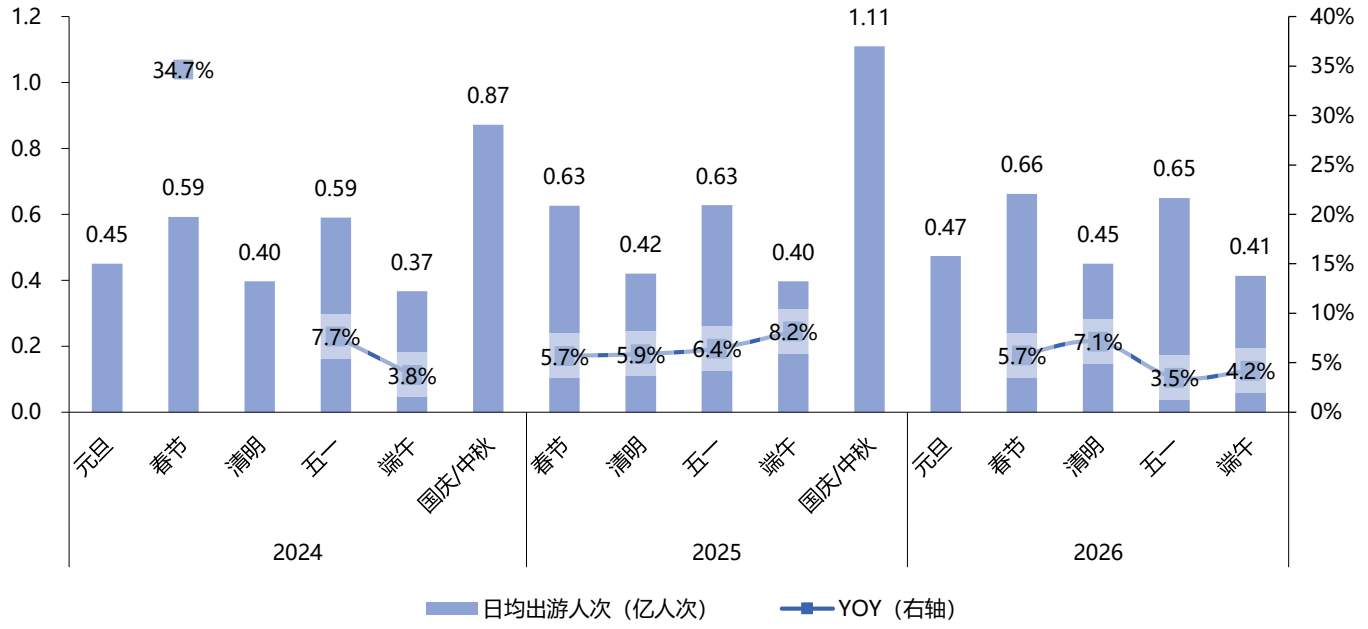
来源：iFinD，国金证券研究所

2023 年以来，服务消费支持政策持续出台。文旅消费券、旅游列车及银发旅游等专项措施有助于提升居民出游频次，落实带薪休假、鼓励错峰出行等安排则有望拉长出行窗口，释放中长途休闲度假需求。

2026 年端午假期共 3 天，全国国内出游 1.24 亿人次，同比增长 4.4%；国内出游总花费 444.56 亿元，同比增长 4.0%，人均旅游支出 359 元，整体基本持平。跨区域人员流动量日均 2.16 亿人次，同比下降 0.9%，其中铁路和民航客流分别增长 2.93%和 0.62%，公路和水路客流分别下降 1.21%和 1.76%。

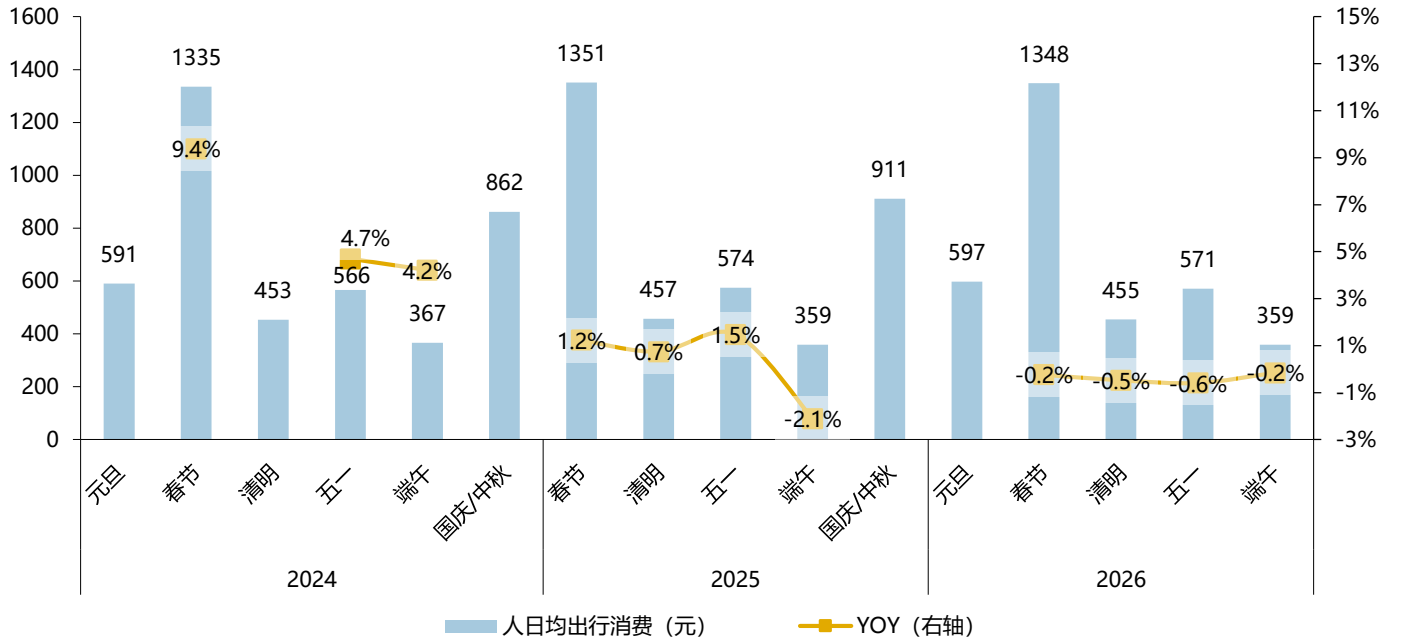
二季度出行需求受到天气扰动、油价上涨等因素影响，恢复节奏受到扰动。端午期间公路客流有所下降，但铁路和民航保持增长，显示中长途出行需求仍具韧性；旅游人次与收入增速基本匹配，行业整体延续量增价稳趋势，OTA 平台及优质目的地有望表现出更强韧性。

图表31：主要假期全国日均出游人次



来源：文化和旅游部，国金证券研究所

图表32：主要假期全国日均出游人次



来源：文化和旅游部，国金证券研究所

六、酒店：扩张节奏分化，龙头迈向精细化经营

25H1 酒店板块实现收入 308.51 亿元，同比增长 12%；归母净利润 43.04 亿元，同比增长 14%，利润增速略快于收入。亚朵表现领先，收入、净利润分别增长 44%和 52%；锦江酒店净利润增长 47%，首旅酒店、金陵饭店及君亭酒店净利润分别增长 11%、15%和 54%；华住集团收入增长 11%，净利润下降 2%，华天酒店亏损有所扩大。

图表33：酒店板块公司中报业绩汇总

	收入			归母净利润			毛利率(%)	
	26H1	25H1	同比增速	26H1	25H1	同比增速	26H1	25H1
板块整体	**308.51**	**274.87**	**12%**	**43.04**	**37.89**	**14%**		
亚朵	63.02	43.74	44%	10.11	6.67	52%	42.76	44.41
华住集团-S	131.17	118.21	11%	23.94	24.38	-2%	41.41	37.77
首旅酒店	35.80	36.61	-2%	4.41	3.97	11%	40.27	38.33
金陵饭店	8.11	8.51	-5%	0.27	0.23	15%	23.21	24.77
锦江酒店	68.01	65.26	4%	5.45	3.71	47%	36.93	36.28
华天酒店	2.41	2.53	-5%	-1.13	-1.07	6%	9.00	13.14
君亭酒店	3.31	3.26	1%	0.10	0.06	54%	32.06	28.16

来源：iFinD，国金证券研究所

25Q2 酒店板块收入同比增长 11%、归母净利润增长 10%，整体延续稳健增长。亚朵收入、净利润分别增长 42%和 29%，继续保持较快增速；华住集团收入增长 11%、净利润增长 2%；锦江酒店收入增长 3%、净利润增长 22%；首旅酒店收入下降 5%，净利润增长 7%。整体来看，头部酒店集团经营韧性较强，其中亚朵增长优势突出。

图表34：酒店板块公司二季度业绩汇总

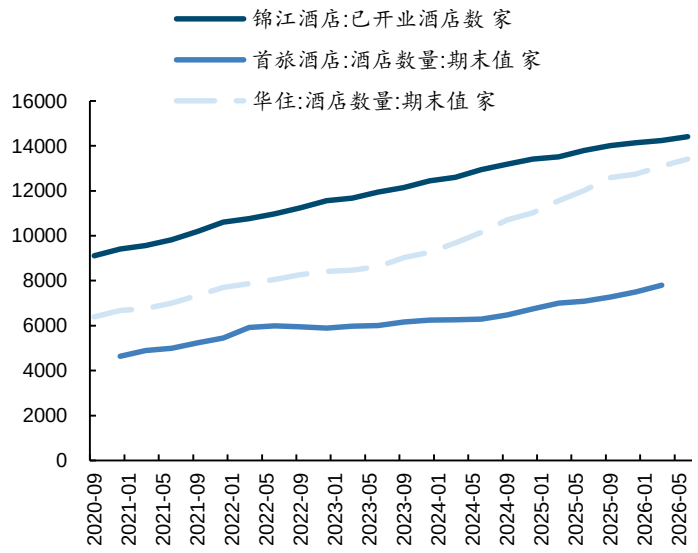
	收入			归母净利润			毛利率(%)	
	26Q2	25Q2	同比增速	26Q2	25Q2	同比增速	26Q2	25Q2
板块整体	**167.20**	**150.23**	**11%**	**27.75**	**25.34**	**10%**		
亚朵	34.32	24.14	42%	5.48	4.24	29%	44.50	46.60
华住集团-S	71.21	64.26	11%	15.77	15.44	2%	43.41	41.61
首旅酒店	18.03	18.96	-5%	2.72	2.54	7%	42.30	41.10
金陵饭店	3.98	4.04	-2%	0.18	0.17	10%	25.75	27.17
锦江酒店	36.81	35.85	3%	4.08	3.35	22%	39.89	39.92
华天酒店	1.21	1.34	-10%	-0.51	-0.43	17%	15.94	22.36
君亭酒店	1.65	1.64	1%	0.03	0.03	-16%	32.15	28.32

来源：iFinD，国金证券研究所

规模扩张延续，单店经营指标表现分化。26H1 末，锦江、首旅、华住已开业酒店数量分别达到 14,404 家、8,013 家和 13,417 家，同比分别增长 4%、10%和 12%，行业连锁化趋势延续。新开店节奏有所分化，26Q2 锦江、华住分别净增 245 家和新开 498 家，同比下降 11%和 16%；首旅新开 388 家，同比增长 7%，行业由规模扩张逐步转向精准布局与质量提升。

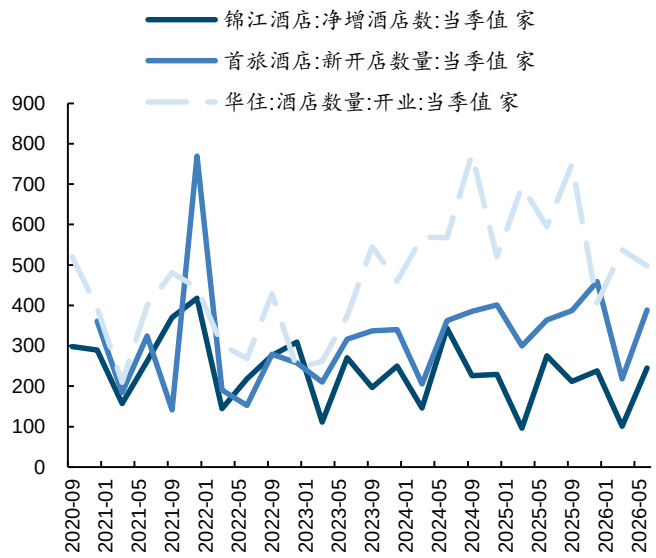
经营指标方面，26Q2 锦江平均房价和 RevPAR 分别同比下降 2.6%和 2.3%，首旅分别下降 0.4%和 0.7%，单店经营小幅承压；华住平均房价和 RevPAR 分别增长 2.8%和 1.3%，表现相对稳健。整体来看，酒店供给持续增长，需求恢复及品牌结构差异推动龙头单店经营表现进一步分化。

图表35：华住、首旅、锦江酒店数量



来源：iFinD，国金证券研究所

图表36：华住、首旅、锦江酒店开业数量



来源：iFinD，国金证券研究所

风险提示

消费复苏不及预期：若居民消费意愿恢复较慢，可能影响黄金珠宝、餐饮、旅游及线下零售等板块终端需求。

行业竞争加剧：若餐饮、跨境电商及零售行业竞争持续加剧，价格竞争可能对企业盈利能力造成压力。

海外贸易政策变化：若跨境电商企业面临关税、贸易政策及汇率波动等外部环境变化，可能影响出口业务盈利水平。

金价波动：黄金价格大幅波动可能影响消费者购买意愿，并对黄金珠宝企业库存及盈利水平造成扰动。

政策及外部环境变化：旅游、酒店等服务消费行业易受天气、政策调整及突发事件影响，可能导致需求恢复节奏低于预期。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

下载日志已记录，仅供内部参考

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806

【小程序】
国金证券研究服务

【公众号】
国金证券研究