下载日志已记录，仅供内部参考

中信建投证券 CHINA SECURITIES

证券研究报告·行业深度

供给侧机会频现，出海依旧景气

社会服务

核心观点

2026 年需求侧 beta 尚未到来，但存在诸多行业已经完成了供给侧的改善，我们认为十五五期间，消费仍需关注细分 alpha 机会，一方面是中国品牌出海和消费回流逻辑日渐通畅，另一方面是供给侧推动。医美行业逐渐体现量价双升的修复、消费电子渠道洗牌带来渠道集中度提升、化妆品小单快反趋势下生产端规模效应集聚、出海品牌渐进式获取定价权、地产后市场供给出清后业态融合初显成效，预计后续还会有更多行业实现供给侧优化。

摘要

2025 年至今，消费板块整体居后，市场对于消费下行的预期尚未充分反馈，但估值和业绩接近理性区间，机构配置也处于低位。

政策角度，中国居民消费水平和结构已经达到服务业发力的阶段，十五五期间市场需要重视服务消费的发展机遇；行业角度，大部分行业已经完成了较好的传统供给出清，新供给在兴趣消费和人工智能领域尚有充足的发挥空间。

免税板块：海南封关落地打开离岛免税新阶段，离岛免税渠道保持稳定增长，机场、口岸等渠道价值持续深耕，全国税收监管政策逐步规范、人民币强势格局、收并购优质资产预计促进发展，免税龙头核心物业持续落地及优化带来消费体验和产品供给提升。**建议关注：中国中免。**

旅游、博彩：出行需求仍保持韧性稳健增长，自然资源类表现较好，旅游目的地百花齐放和节假日消费集中，供给端优化体验才能带动消费转化提升，出境需求扰动下国内长线目的地或受益，入境游持续增长。关注出行链优质资产运营和整合逻辑；博彩板块中高端需求成长性需持续验证，世界杯后 ggr 恢复度明显好转。**建议关注：九华旅游、岭南控股、银河娱乐。**

酒店：供给端增速有望年内逐步回归理性，26Q2 RevPAR 修复趋势放缓，暑期伴随休闲需求再度复苏，供应链运营及平台赋能能力逐步突出。行业差异化呈现利润增速快于收入，国内当前连锁化率空间、供给拐点、品牌矩阵完善、出海探索、会员精细化、股东回馈等方面逐步趋近全球酒店龙头的发展路径，或迎长期红利。**建议关注：华住集团-S、亚朵、锦江酒店、首旅酒店。**

维持　　强于大市

刘乐文
liulewen@csc.com.cn
SAC 编号:S1440521080003
SFC 编号:BPC301
石旖瑄
shiyixuan@csc.com.cn
SAC 编号:S1440526040001
陈如练
chenrulian@csc.com.cn
SAC 编号:S1440520070008
SFC 编号:BRV097

发布日期：　2026 年 09 月 07 日

市场表现



相关研究报告

本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

下载日志已记录，仅供内部参考

餐饮：行业供给侧优化逻辑逐步验证并进入深水区，26H1 龙头业绩分化且多数承压，性价比竞争仍较激烈。餐饮业短期更追求毛利率与客户体验平衡，中长期关注穿越周期属性，强组织和执行、优质供应链协同、质价比、发展节奏合理性、现金流及产业链议价权。原材料价格边际下行或带来更灵活竞争空间。**建议关注：古茗、百胜中国、海底捞、蜜雪集团。**

化妆品：线上竞争仍在，但胜负手已从单纯冲规模转向费用纪律与多品牌结构。制造端 26Q2 仍维持双位数增长、弹性高于品牌端，但增速已从 Q1 高点回落，主要由于 Q2 成本压力；品牌端收入继续放缓，扣非归母持续承压，毛销差走势分化。重点关注量利匹配、毛销差改善的标的。**建议关注：品牌端有潜力的林清轩、毛戈平、润本股份、贝泰妮、珀莱雅，及制造端诺斯贝尔。**

医美：竞争加剧下单一产品生命周期缩短、价盘下行，仍在品牌端报表中兑现，机构端则成为当季增长亮点。锦波生物等新材料已过快速收获期，高基数下转入调整；爱美客收入降幅有所收窄，仍待新品与管线验证。个股成长性与赛道位置、门店/产品周期直接相关。**建议关注：机构端朗姿股份、美丽田园医疗健康、新氧，品牌端矩阵丰富持续发力的爱美客、四环医药。**

一般零售：需求端依旧恢复较弱，供给侧关注新兴业态，比如折扣零售，建议关注：**鸣鸣很忙**；厄尔尼诺可能带来全球农作物行业的巨大变化，稳定的必选需求可带来对持续现金流的重估，建议关注：**农产品**。

外贸及跨境：柴发及造船持续景气，中国造船行业的优势扩大的趋势不会因为美国对外政策影响，行业主要参与方都积累了多年的在手订单，建议继续关注高股息低估值长期成长的**苏美达**。关税返还陆续到账也反馈了出海企业的经营韧性，下半年汇率相关影响有望显著减少，从品类出海到品牌出海带动一批出海企业走向全球各地，建议关注**绿联科技、安克创新、华凯易佰**。

专业连锁与专业市场：消费电子终端受本轮 AI 推动的成本通胀影响，供需格局发生剧烈变化，利润基础较厚的苹果系列表现出较好的韧性，相应渠道业务逆势扩张，建议关注**爱施德**。房地产后市场的需求相对稳定，逐渐从新房叙事转向二手房叙事，行业供给端的出清情况较为彻底，建议关注**美凯龙**。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

一、社服商贸板块行情：Q3 市场再平衡带动板块小幅修复，静待基本面及政策拐点..... 1
二、社服板块业绩总结：26Q2 业绩承压，头部企业深耕战略调改..... 6
（一）机构持仓 26Q2 降至低点..... 6
（二）26Q2 子板块业绩表现：营收和业绩环比再迎压力..... 8
（三）免税：海南稳定增长，关注渠道优势的持续深耕..... 10
（四）酒店：暑期 RevPAR 向好，供给望迎优化拐点，发展阶段对标海外龙头..... 15
（五）餐饮：供给优化有望迎拐点，竞争激烈，赛道内表现分化..... 21
（六）旅游：自然资源类韧性强，休闲需求托底出行，新供给新资产表现亮眼..... 24
（七）博彩：暑期 ggr 修复良好，高端业态成长持续性待验证，龙头股息提升..... 28
三、化妆品&医美：机构持仓再创新低，制造端高增降速、医美品牌与机构分化..... 31
（一）机构持仓再创新低..... 31
（二）板块分析：制造端高增降速，品牌利润边际修复，医美品牌与机构走势分化..... 34
（三）重点个股：产业链利益分布变化及费用纪律决定阿尔法..... 39
四、商贸零售板块业绩总结..... 43
（一）机构持仓继续下探，关注度仍处于低位..... 43
（二）商贸零售：细分行业供给侧格局改善..... 46
1、专营连锁+专业市场：需求端有待回暖，细分行业景气度率先好转..... 53
2、贸易：进出口两旺，人民币升值及大宗商品价格剧烈波动显著提升运营风险..... 57
3、一般零售：需求总量稳定，区域分化大于结构分化..... 60
4、电商服务：品牌代理发展逐步百花齐放，货架电商有望迎来新增长..... 64
投资评价和建议..... 67
风险分析..... 70

图目录

图表 1： 2026 年上半年各板块涨跌幅情况（单位：%）..... 1
图表 2： 2026 年以来各板块涨跌幅..... 1
图表 3： 2026 年上半年社服板块个股涨跌幅情况（%）..... 2
图表 4： 2026Q3 以来社服板块个股涨跌幅情况（%）..... 2
图表 5： 2026 年全年美护板块个股涨跌幅情况（%）..... 3
图表 6： 2026Q2 美容护理板块个股涨跌幅情况（%）..... 3
图表 7： 2026 年 Q3 至今美护板块个股涨跌幅情况（%）..... 4
图表 8： 2026 年至今商贸零售板块重点个股涨跌幅情况..... 5
图表 9： 休闲服务（申万指数 2014 版）基金持仓市值占股票投资市值比（%）..... 6
图表 10： 社服板块部分个股基金重仓持股占基金股票投资市值比重（%）..... 7
图表 11： 港股通部分标的持仓变化情况..... 7
图表 12： 社服各板块各年单 Q2 营收同比..... 8
图表 13： 2024Q2~2026Q2 各季度子板块营收同比..... 8

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 14： 各板块各半年度营收累计同比 8
图表 15： 各板块各半年度扣非归母净利累计同比 8
图表 16： 社服子板块各年单 Q2 扣非归母净利同比 9
图表 17： 2024Q2~2026Q2 各季度子板块扣非归母净利同比 9
图表 18： 中国中免部分经营数据 10
图表 19： 全球免税及旅游零售市场规模 11
图表 20： 2025 年中免品类销售结构变化 11
图表 21： 金卡会员及三线以下城市会员消费占比较大 11
图表 22： Z 世代消费能力增长较快 11
图表 23： 海南离岛免税月度销售额（亿元） 13
图表 24： 海南离岛免税购物件数（万件） 13
图表 25： 海南离岛免税客单价（元） 13
图表 26： 海南离岛免税购物人数变化（万人次） 13
图表 27： 海南离岛免税人均购物件数（件） 13
图表 28： 海南离岛免税单件商品销售均价（元） 13
图表 29： 上海机场国际客流及航班架次恢复度 14
图表 30： 白云机场国际客流及航班架次恢复度 14
图表 31： 韩国免税销售数据近况 14
图表 32： 全国酒店经营指标滚动 4 周同比情况 15
图表 33： 分档次 4 周滚动 RevPAR 同比情况 15
图表 34： 同程驿镜全国酒店房间数量（15 间以上，百万间） 15
图表 35： 7 月中国内地酒店入住率逐周攀升 16
图表 36： 7 月主要城市量价表现较分化 16
图表 37： 三家酒店集团同店 RevPAR 同比变化情况 16
图表 38： 图 8:三家酒店集团同店 RevPAR 同比 2019 恢复度 16
图表 39： 中国住宿和餐饮业固定资产投资完成额累计同比 17
图表 40： 国内 7 月高端及中高端酒店增速 17
图表 41： 7 月中国酒店市场开业及签约情况 17
图表 42： 三家酒店经济型同店 RevPAR 同比 18
图表 43： 三家酒店中高端同店 RevPAR 同比 18
图表 44： 三家酒店国内 pipeline（家） 19
图表 45： 三家酒店国内净开店数量（家） 19
图表 46： 酒店公司部分经营数据 19
图表 47： 图 12:欧美酒店龙头 2023 年以来的 EV/EBITDA 表现 20
图表 48： 图 13:欧美酒店龙头 2023 年以来的 PE 表现 20
图表 49： 近几年全国餐饮相关企业注册量与存量情况 22
图表 50： 全国餐饮月度景气度情况 22
图表 51： 26Q2 全国餐饮大盘客单价环比微降 23
图表 52： 中国住宿和餐饮业固定资产投资完成额累计同比 23
图表 53： 主要餐饮细分赛道原材料价格指数 23
图表 54： 2026 上半年民航客运航班量变化（班次） 25

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 55： 2026 上半年民航国际航班较 2019 同期恢复度.....25
图表 56： 2026H1 民航国内经济舱平均票价趋势.....25
图表 57： 暑运民航客运量情况.....25
图表 58： 近两年主要节假日客单价较 2019 恢复情况.....26
图表 59： 近两年主要节假日国内旅游人次和收入较 2019 恢复情况.....26
图表 60： 澳门博彩 GGR 较 2019 同期恢复度.....29
图表 61： 澳门入境中内陆游客占比及同比 2019 恢复度.....29
图表 62： 各家净负债/(现金）水平及预测（百万港元）.....29
图表 63： 各家每年 CAPEX 情况及预测（百万港元）.....29
图表 64： 金沙中国、银河娱乐、美高梅中国各季度分博彩类型收入较 2019 同期恢复度.....30
图表 65： 2023-2026 季度基金重仓持股占个股总股本的比例变化（为保证季度可比，此处非全部持仓）.....31
图表 66： 医美化妆品板块重仓持股市值占基金股票投资市值比合计（单位：%）.....32
图表 67： 陆股通对美护医美板块持仓情况.....32
图表 68： 港股通持股占港股美护公司流通股本比例.....33
图表 69： 美妆医美板块数据分析包含标的.....34
图表 70： 图 4:板块季度营收增速变化.....35
图表 71： 板块毛利额增速变化.....35
图表 72： 板块营业利润增速变化.....36
图表 73： 板块扣非归母净利润增速变化.....36
图表 74： 板块经营性现金流（单位：亿元）总计.....37
图表 75： 板块资本开支（单位：亿元）总计.....37
图表 76： 美护&医美公司最近一期毛销差变化 VS 营收增速散点图.....38
图表 77： 医美化妆品子版块重点个股业绩表现情况总结（亿元）.....39
图表 78： 主要化妆品公司 2025Q1 至 2026Q2 营收单季度增速.....41
图表 79： 主要医美公司 2025Q1 至 2026Q2 营收单季度增速.....42
图表 80： 零售板块重仓持股市值占基金股票投资市值比合计（%）*.....43
图表 81： 商贸零售板块部分个股基金重仓持股占基金股票投资市值比重（%）.....44
图表 82： 商贸零售板块部分个股基金重仓持股占流通股比率（%）.....44
图表 83： 港股通持股比例不断上升（%）.....45
图表 84： 商贸零售板块 2025 年营收与增速.....46
图表 85： 商贸零售板块 2025 年归母净利润与增速.....46
图表 86： 商贸零售板块单季度营收与增速.....46
图表 87： 商贸零售板块单季度归母净利润与增速.....46
图表 88： 商贸零售细分板块 2026 年上半年收入利润情况（亿元，%）.....47
图表 89： 商贸零售细分板块 2026 年第二季度收入利润情况（亿元，%）.....47
图表 90： 商贸零售细分板块 2026 年第二季度收入利润情况 vs2019（亿元，%）.....47
图表 91： CS 一般零售板块营收与增速.....48
图表 92： CS 一般零售板块归母净利润与增速.....48
图表 93： CS 专营连锁板块营收与增速.....48
图表 94： CS 专营连锁板块归母净利润与增速.....48

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 95： CS 专业市场经营板块营收与增速 49
图表 96： CS 专业市场经营板块归母净利润与增速 49
图表 97： CS 贸易板块营收与增速 49
图表 98： CS 贸易板块归母净利润与增速 49
图表 99： CS 电商及服务板块营收与增速 50
图表 100： CS 电商及服务板块归母净利润与增速 50
图表 101： 商贸零售重点个股收入利润情况（亿元） 51
图表 102： 商贸零售重点个股现金流情况（亿元） 51
图表 103： 商贸零售重点个股资产负债端情况（亿元） 52
图表 104： 主要专营零售增速差异较大 53
图表 105： 不同业态 2021 年以来累计增速 53
图表 106： 一线城市商铺平均租金（元/日.平方米） 53
图表 107： 硬折扣月度门店数统计 54
图表 108： 软折扣年度门店数统计 54
图表 109： 2026 年以来 DRAM 及 NAND Flash 合约价格环比涨幅（%） 55
图表 110： 2026 年主要手机品牌涨价统计 55
图表 111： 爱施德与天音控股营业收入（亿元） 55
图表 112： 爱施德与天音控股营业利润（亿元） 55
图表 113： 家具、五金及装饰材料市场规模 56
图表 114： 建材家居卖场统计 56
图表 115： 农产品市场数量 56
图表 116： 农产品市场单市场情况 56
图表 117： 义乌规模以上快递行业统计 57
图表 118： 人民币汇率与义务小商品景气指数 57
图表 119： 中国进出口同比增速（美元计价） 58
图表 120： 中国重点产品出口一览 58
图表 121： 中国重点进口产品一览 59
图表 122： 霍尔木兹海峡周度通行数量（艘） 59
图表 123： 全球造船产能分布图 59
图表 124： 限额以上零售业单位中的超市、便利店、专业店、专卖店、百货累计零售额同比增长（%） 60
图表 125： 沃尔玛中国区经营情况（十亿美元；%） 60
图表 126： 各地恒隆广场自 2019 年以来商户销售额累计增幅（%） 61
图表 127： 太古地产国内各地项目 2019 年以来商户销售额累计增速（%） 62
图表 128： 一般零售板块分地区零售公司营业收入增速 62
图表 129： 一般零售板块分地区零售公司归母净利润增速 63
图表 130： 一般零售板块分地区零售公司扣非后归母净利润增速 63
图表 131： 电商代运营公司收入同比增速（%） 64
图表 132： 电商代运营公司利润同比增速（%） 64
图表 133： 跨境电商企业单季度营收同比变化 66
图表 134： 跨境电商企业单季度净利润同比变化 66

下载日志已记录，仅供内部参考

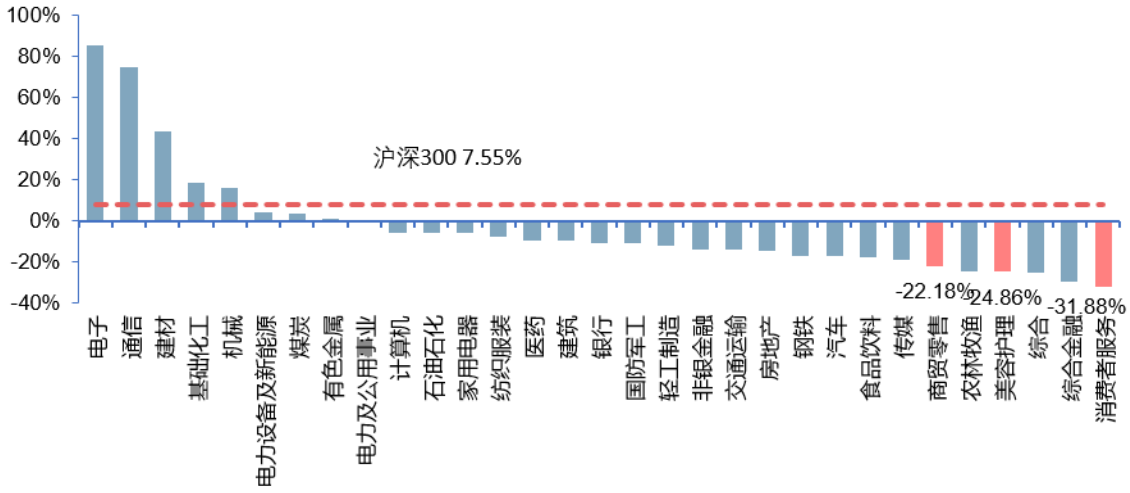
图表 135： 跨境电商公司汇兑损益统计（亏损以-号表示）.....66
图表 136： 重点公司盈利预测.....68

下载日志已记录，仅供内部参考

一、社服商贸板块行情：Q3 市场再平衡带动板块小幅修复，静待基本面及政策拐点

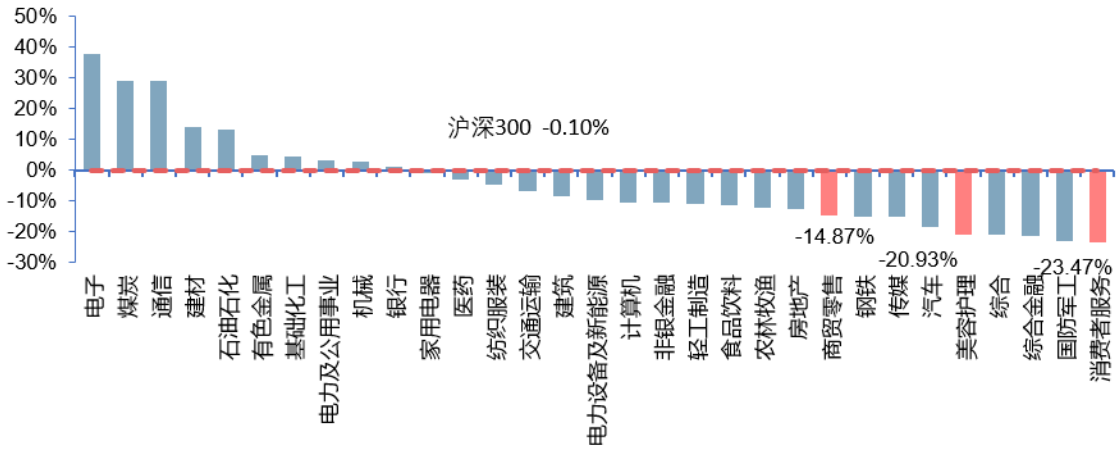
2026 年上半年消费者服务板块走势-31.88%，商贸零售-22.18%，美容护理板块-24.86%，分别排名 31 个一级行业的第 31、26、28 位，承压态势明显；从 2026 年初至 8.31 的走势来看，消费者服务板块-23.47%继续位于所有一级板块最后一位。美容护理板块-20.93%、商贸零售板块-14.87%，走势均较上半年略有改善，但仍位于一级行业走势靠后位置。其中上半年沪深 300 涨幅 7.55%，而年初至 8.31 沪深 300 则-0.10%，主要系 26Q3 以来市场出现“再平衡”行情，前期上涨较多的科技板块有所回落，而消费等板块走势有所修复。高频数据看，消费基本面仍静待拐点。

图表1： 2026 年上半年各板块涨跌幅情况（单位：%）



数据来源：Wind，中信建投证券，2026 年 1 月 1 日至 2026 年 6 月 30 日

图表2： 2026 年以来各板块涨跌幅

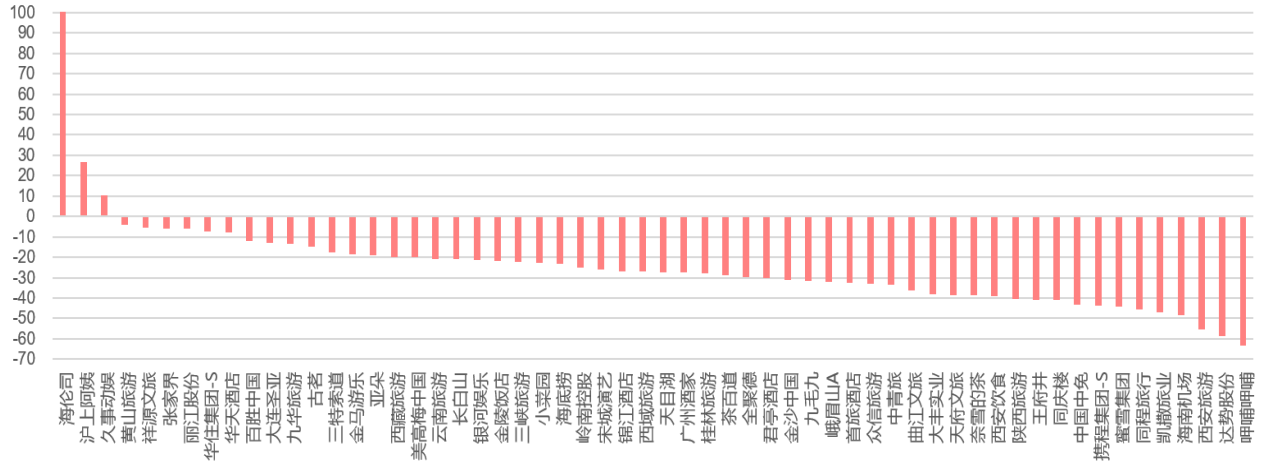


数据来源：Wind，中信建投证券，2026 年 1 月 1 日至 2026 年 8 月 31 日

下载日志已记录，仅供内部参考

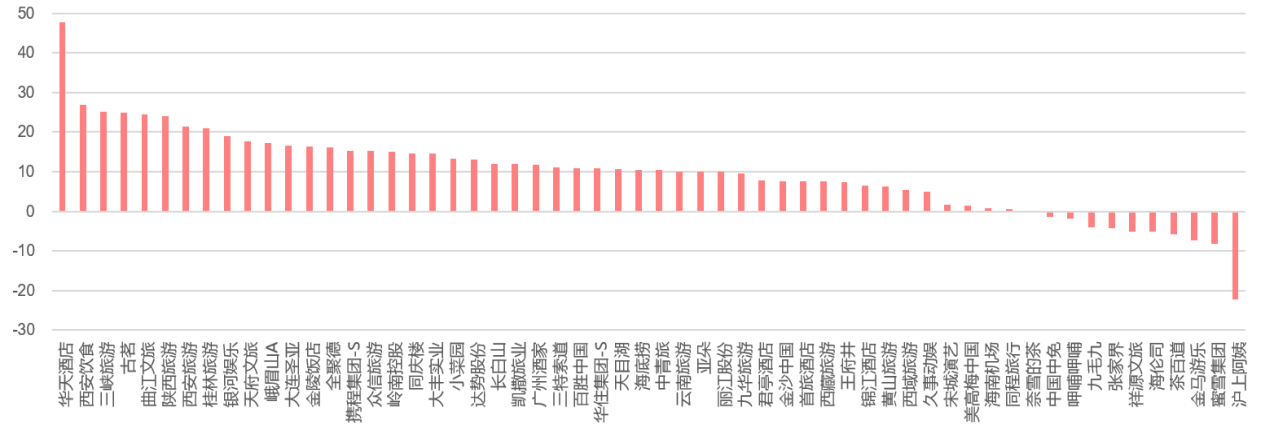
社服板块：社服板块个股 2026 年上半年整体走势看，表现出明显的普遍下跌趋势，跌幅较大的包括餐饮板块、OTA 板块、免税板块等。而跌幅较小较抗跌的主要包括部分优质现制茶饮龙头、酒店龙头、具备成长逻辑的景区龙头、体育板块标的等；而 26Q3 以来，在“再平衡”趋势的演绎下，社服板块标的又呈现明显的涨多跌少态势，主要标的均迎来一波修复行情。其中上涨幅度较大的包括部分兼具成长属性的优质自然景区、具备成长空间的现制饮品龙头、不确定性事件落地的 OTA 龙头等。从中报整体情况和各细分板块当前的基本面情况看，高频数据仍静待拐点到来，关注板块轮动趋势。

图表3： 2026 年上半年社服板块个股涨跌幅情况（%）



数据来源：Wind，中信建投证券，2026 年 1 月 1 日至 2026 年 6 月 30 日

图表4： 2026Q3 以来社服板块个股涨跌幅情况（%）

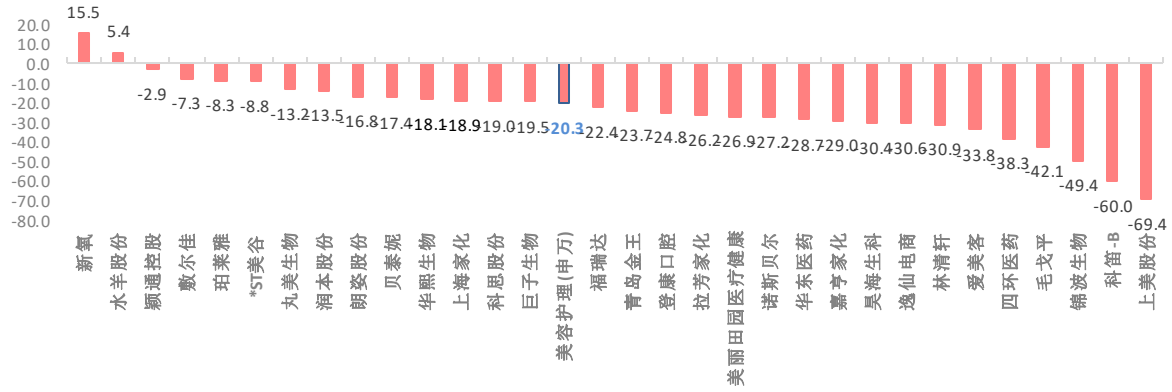


数据来源：Wind，中信建投证券，2026 年 7 月 1 日至 8 月 31 日

下载日志已记录，仅供内部参考

美护医美板块行情：上半年深度调整，三季度以来出现结构性修复。2026 年初至 8 月底，申万美容护理指数累计下跌 20.3%，板块个股跌多涨少，上半年杀估值与基本面定价同步兑现。从个股涨跌幅看，新氧、水羊股份分别录得 15.5%、5.4%的涨幅，为少数实现正收益的标的；港股及前期高位成长股调整剧烈。整体来看，2026 年以来板块内部 β 显著为负，“选股”更多体现在控风险而非趋势性机会，市场对高风偏资产的极致交易吸引了消费板块中相对高预期、高估值的美妆医美板块资金。

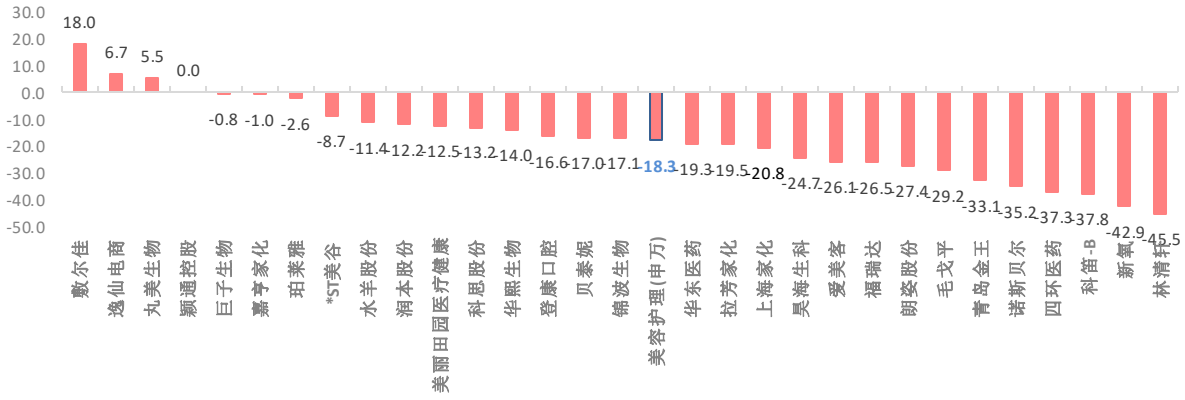
图表5： 2026 年全年美护板块个股涨跌幅情况（%）



数据来源：Wind，中信建投证券，2025 年 12 月 31 日至 2026 年 8 月 31 日

2026Q2 申万美容护理指数下跌 18.3%，是年初至今跌幅较为集中的时间段，反映中报预期与可选消费风险偏好同步走弱。涨幅方面仅敷尔佳（+18.0%）、逸仙电商（+6.7%）、丸美生物（+5.5%）等少数标的收红，其中敷尔佳受益于低基数后的业绩修复定价；跌幅居前的上美股份、林清轩、新氧分别下跌 48.1%、45.5%、42.9%，品牌端费用战与港美股流动性形成共振。整体而言，26Q2 行情是典型的“杀业绩+杀估值”，结构上并未出现明确的正向 β 。

图表6： 2026Q2 美容护理板块个股涨跌幅情况（%）

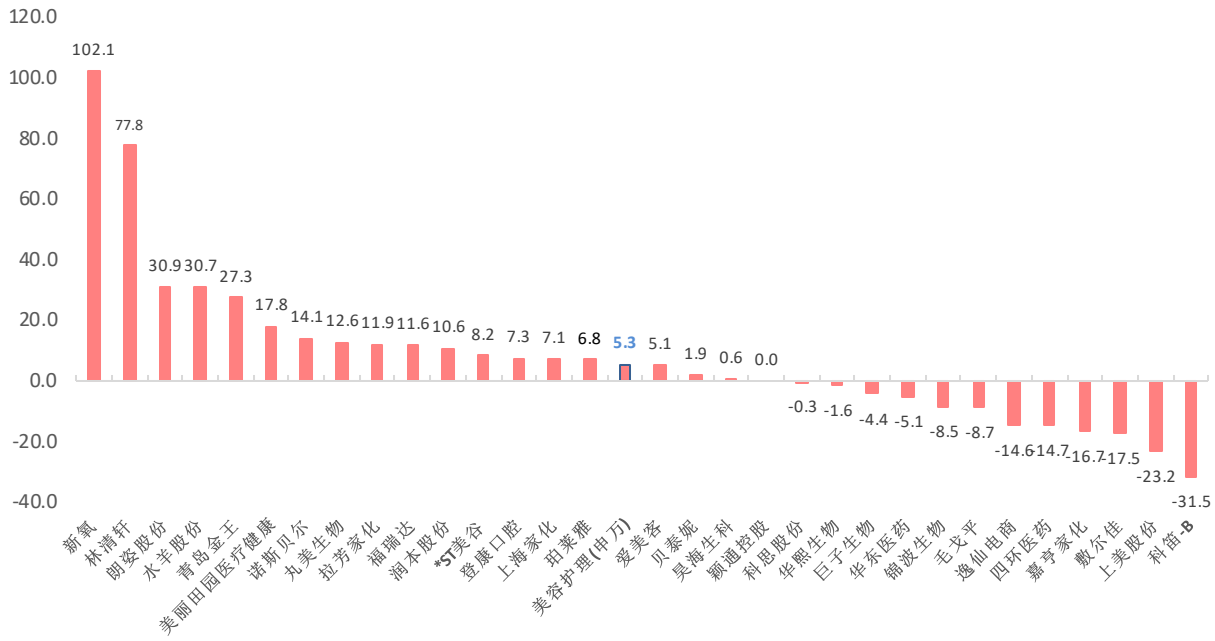


数据来源：Wind，中信建投证券，2026 年 3 月 31 日至 2026 年 6 月 30 日。

2026 年三季度至 8 月底，申万美容护理指数回升 5.3%，个股由普跌转为显著分化，超跌反弹与主题交易特征并存。新氧、林清轩分别上涨 102.1%、77.8%，朗姿股份、水羊股份、青岛金王涨幅亦超过 25%；同期上美股份、科笛-B 仍分别下跌 23.2%、31.5%，显示反弹并未演化为板块性修复。整体来看，三季度以来资金更愿意交易“超跌+主题”而非全面重估美护 β，行情修复的持续性仍有待中报后基本面验证。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表7： 2026 年 Q3 至今美护板块个股涨跌幅情况（%）

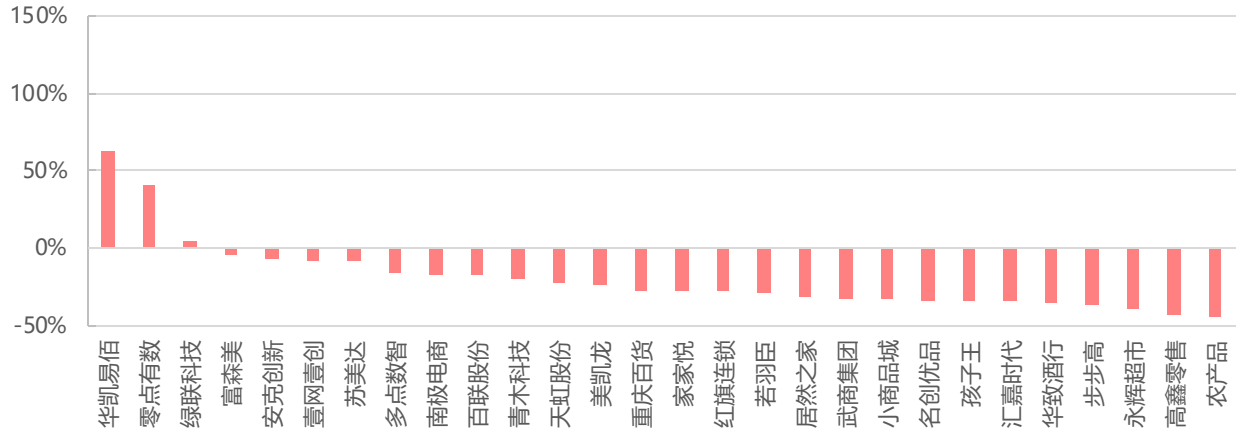


数据来源：Wind，中信建投证券，2026 年 6 月 30 日至 2026 年 8 月 31 日

下载日志已记录，仅供内部参考

零售板块：多主题+无主线分散走势。2026H1，零售板块整体表现偏弱，个股分化明显，仍未形成清晰主线。上涨标的主要集中于跨境电商及 AI 相关方向，其中华凯易佰、零点有数分别上涨 63.0%、41.0%，绿联科技上涨 4.7%，其余大部分公司均下跌。安克创新、壹网壹创、苏美达跌幅相对较小，分别下跌 7.4%、8.0%、8.2%；传统百货、超市及重资产零售表现整体较弱，永辉超市、高鑫零售、农产品分别下跌 39.5%、43.0%、45.0%，步步高、汇嘉时代、名创优品等跌幅亦超过 30%。二季度市场风格更为极端地向人工智能相关产业集中，可选消费继续存在流动性不足的现象，直到三季度开始风格有所回摆。上半年仅有部分业务与 AI 有关联度的个股表现较好，以及部分存在分红吸引力的个股略微为正，其余大部分细分板块依旧表现下跌趋势。

图表8： 2026 年至今商贸零售板块重点个股涨跌幅情况



数据来源：Wind，中信建投证券，截至 2026 年 6 月 30 日

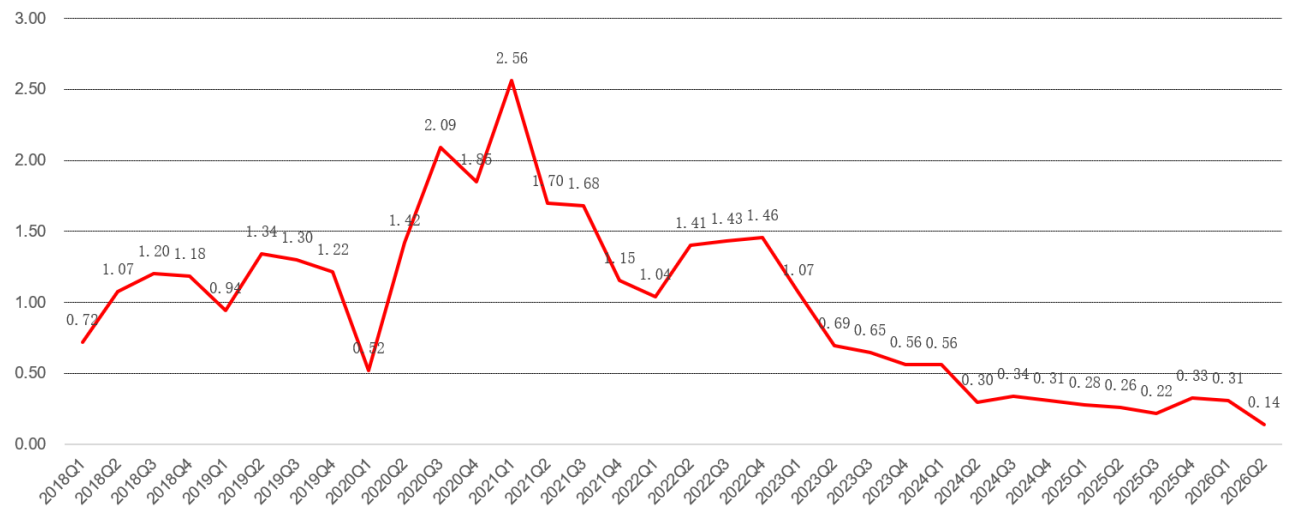
下载日志已记录，仅供内部参考

二、社服板块业绩总结：26Q2 业绩承压，头部企业深耕战略调改

（一）机构持仓 26Q2 降至低点

26Q2 机构持仓环比下滑明显。24Q3~25Q3 社服板块整体基金持仓市值占股票投资市值比环比持续下降，随后 25Q4 反弹，近两季度基金持仓占比再度下滑，且 26Q2 在市场较极致的行情中明显下行，基本达到历史低点水平。**2026** 年以来社服板块整体走势承压明显，尤其在 26H1 表现显著。产业端看，2026 年以来各细分赛道持续数据企稳磨底趋势，26Q3 以来暑期出行趋势在极端天气扰动下仍然保持较好的增速，但宏观的社零等数据、产业层面的经营数据仍未现明显拐点，关注各行业供给优化趋势可能的拐点到来，以及相关政策持续落地。我们认为线下消费及可选消费恢复的大趋势不变，若供给优化、创新迭代、渠道变革、新价值和需求的发现、政策拉动如预期刺激，则在内需拉动消费的大背景下，有望成为后续经济发展重要引擎。服务业供给侧优化后有望带动价格体系重塑，仍**建议持续板块轮动和再平衡趋势下，叠加消费供给优化和经营数据磨底回升对整体市场和机构持仓偏好的影响，以及对于不同子板块的敏感度。**

图表9： 休闲服务（申万指数 2014 版）基金持仓市值占股票投资市值比（%）



数据来源：Wind，中信建投证券

26Q2 持仓占比居前分别为：百胜中国、中国中免、首旅酒店、锦江酒店、古茗、蜜雪集团、同程旅行等，中国中免 26Q2 重仓占基金总市值比环比之前几个季度明显下降，社服前 15 重仓标的整体持仓比环比普遍下滑，仅美高梅中国略有提升；环比下降较大的标的包括中国中免（-0.04pct）、百胜中国（-0.02pct）、锦江酒店（-0.01pct）、首旅酒店等，也基本是排在行业重仓前列的标的，可见 26Q2 出现普遍的板块持仓系统性下滑。26Q3 以来，伴随暑期来临，出行和酒店大盘 RevPAR 经营效率迎来改善，餐饮和现制茶饮呈现比较明显分化的趋势，龙头标的表现与 26H1 有所区别。关注持仓历史低位叠加头部 α 标的成长机会在磨砺中凸显带来的机遇；从港股通看，2026 年 8 月 31 日持股较 4 月 30 日港股通持仓占比，同程旅行-3.7pct，百胜中国-1.9pct，海底捞-1.5pct，小菜园、银河娱乐、美高梅中国、九毛九、达势股份也均有所下滑；提升较快的为蜜雪集团（+1.28pct）、中国中免（+0.81pct）、古茗（+0.77pct）等；26H2 仍为细分赛道经营数据及后续表现有无拐点的重要验证期，尤其暑期改善是否可持续。

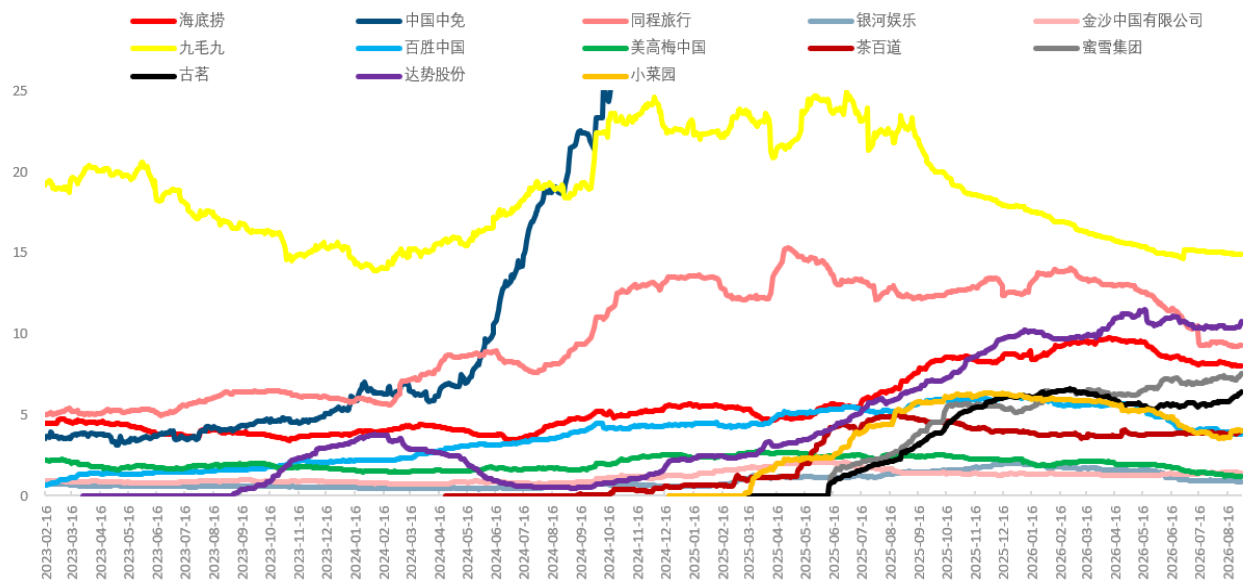
下载日志已记录，仅供内部参考

图表10： 社服板块部分个股基金重仓持股占基金股票投资市值比重（%）

代码	名称	19Q1-26Q2基金重仓占基金市值比（%）	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	
9987.HK	百胜中国		0.003	0.003	0.002	0.0003	0.0001	0.0290	0.0370	0.0383	0.0387	0.0368	0.0409	0.0431	0.0215	-0.0216
600188.SH	中国中免		0.108	0.110	0.085	0.0952	0.0622	0.0637	0.0521	0.0394	0.0413	0.0406	0.0694	0.0524	0.0113	-0.0411
600258.SH	首旅酒店		0.022	0.022	0.022	0.0115	0.0127	0.0147	0.0182	0.0161	0.0118	0.0097	0.0142	0.0104	0.0047	-0.0057
600754.SH	锦江酒店		0.050	0.044	0.022	0.0155	0.0139	0.0126	0.0137	0.0125	0.0077	0.0063	0.0058	0.0168	0.0035	-0.0133
1364.HK	古茗										0.0007	0.0012	0.0076	0.0088	0.0032	-0.0056
2097.HK	蜜雪集团										0.0018	0.0020	0.0063	0.0066	0.0030	-0.0036
0780.HK	同程旅行		0.003	0.006	0.003	0.0206	0.0126	0.0178	0.0315	0.0331	0.0133	0.0072	0.0070	0.0046	0.0030	-0.0016
002627.SZ	三峡旅游											0.0017	0.0025	0.0043	0.0024	-0.0019
1928.HK	金沙中国		0.001	0.001	0.001	0.0004	0.0001	0.0004	0.0001	0.0010	0.0014	0.0014	0.0029	0.0031	0.0019	-0.0012
300144.SZ	宋城演艺		0.037	0.038	0.031	0.0292	0.0166	0.0130	0.0179	0.0171	0.0117	0.0083	0.0080	0.0050	0.0018	-0.0032
6862.HK	海底捞		0.006	0.008	0.005	0.0084	0.0025	0.0060	0.0103	0.0098	0.0044	0.0006	0.0007	0.0025	0.0013	-0.0012
603199.SH	九华旅游		0.002	0.001	0.001	0.0021	0.0003	0.0012	0.0019	0.0004	0.0016	0.0006	0.0012	0.0020	0.0013	-0.0007
0027.HK	银河娱乐		0.0008	0.0024	0.0007	0.0003	0.0002	0.0001	0.0000	0.0000	0.0007	0.0030	0.0029	0.0019	0.0013	-0.0006
2282.HK	美高梅中国					0.0001	0.0001	0.0000	0.0001	0.0012	0.0008	0.0013			0.0005	0.0005
603043.SH	广州酒家		0.0021	0.0001	0.0002	0.0000	0.0001	0.0001	0.0002	0.0001	0.0000	0.0000	0.0010	0.0011	0.0004	-0.0007
605108.SH	同庆楼		0.002	0.007	0.011	0.0126	0.0029	0.0027	0.0022	0.0023	0.0017	0.0015	0.0010	0.0009	0.0004	-0.0005
002159.SZ	三特索道		0.000	0.000	0.000	0.0015	0.0006	0.0006	0.0007	0.0006	0.0005	0.0003	0.0004	0.0007	0.0004	-0.0003

数据来源：Wind，中信建投证券

图表11： 港股通部分标的持仓变化情况



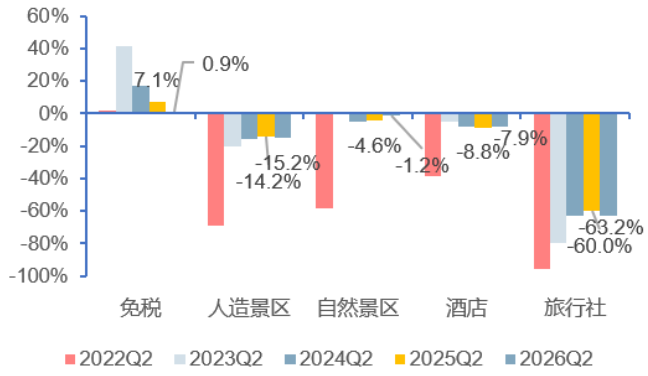
数据来源：Wind，中信建投证券，截至2026 年 8 月末

下载日志已记录，仅供内部参考

（二）26Q2 子板块业绩表现：营收和业绩环比再迎压力

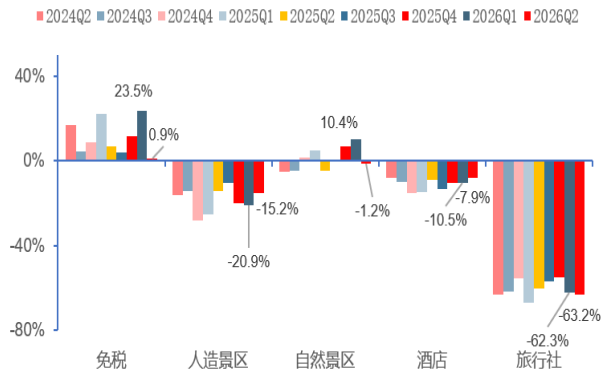
服务消费业板块 26Q2 营收端表现出现分化。营收端，26Q2 各板块营收较 2019 同期变化趋势分化，不同于 26Q1 同比 19 同期均环比好转，26Q2 免税、人造景区、旅行社板块较 2019 同期的营收同比变化均环比 26Q1 变差，而自然景区、酒店同比 19 同期则环比 26Q1 好转。并且仅免税板块较 2019 同期收入略增 0.9%，其他均较 2019 同期下滑，自然景区整体较 2019 同期的收入同比更接近。较 2023Q2 收入来看，仅人造景区和旅行社略有好转；各季度环比看，仅人造景区、酒店板块 26Q2 营收同比 2019 的变化，环比 26Q1 有所好转，其他板块环比 26Q1 恢复度均出现下滑。从近几个季度环比看，此前各板块基本自 25Q4 以来营收较 2019 恢复度改善的趋势在 26Q2 出现反复，酒店的恢复稳定性和韧性较强；各半年度整体累计营收看，人造景区、自然景区、酒店、旅行社、餐饮 26H1 的累计营收同比 2019 同期均好于 25H1，而免税仍有所承压，可见 26Q1 整体恢复趋势较好，26Q2 有所反复，后续仍待观察边际情况。

图表12： 社服各板块各年单 Q2 营收同比



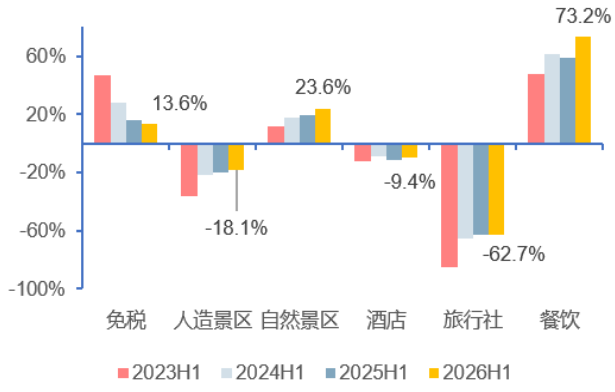
数据来源：Wind，中信建投证券，均同比 2019 同期

图表13： 2024Q2~2026Q2 各季度子板块营收同比



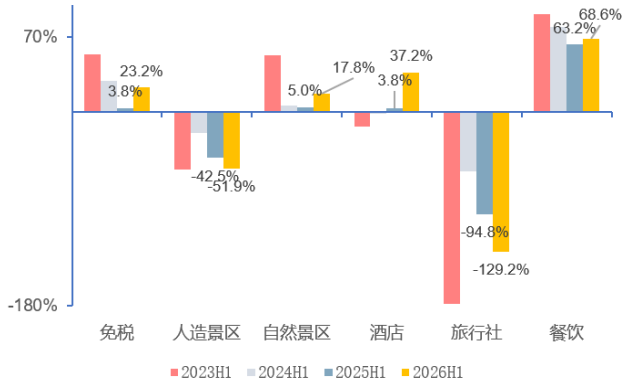
数据来源：Wind，中信建投证券，均同比 2019 同期

图表14： 各板块各半年度营收累计同比



数据来源：Wind，中信建投证券，均同比 2019 同期

图表15： 各板块各半年度扣非归母净利累计同比

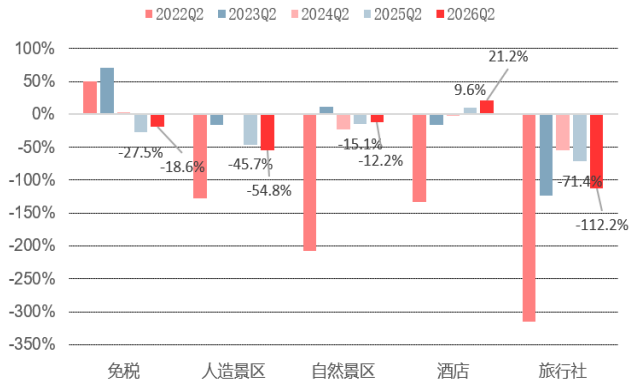


数据来源：Wind，中信建投证券，均同比 2019 同期

下载日志已记录，仅供内部参考

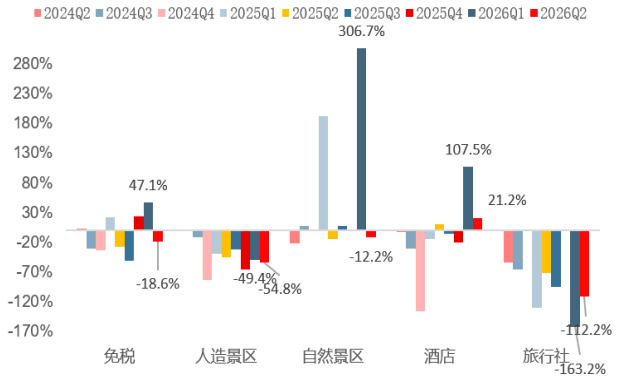
利润端，单 Q2 看，26Q2 免税、自然景区、酒店等较 2019 同期增长均好于 25Q2，板块分布的趋势与 26Q1 一致。人造景区和旅行社板块 26Q2 的扣非归母净利同比 19 的表现较 25Q2 偏弱；季度环比看，与 26Q1 的趋势分化较明显，26Q2 扣非归母较 2019 同期的变化幅度仅旅行社板块好于 26Q1，而免税、自然景区、酒店在 26Q1 表现较好，但 26Q2 同比 2019 同期的变化环比回落幅度较大，且明显可见 26Q2 除酒店外，各板块扣非归母同比 2019 的变化均明显弱于各自收入同比 2019 的变化，而酒店板块利润好于收入则明显受益于龙头轻资产化持续推进，加盟收入占比快速提升带来高 margin 的占比提升，从而产生结构性利润率提升。整体来看，社服各板块营收和业绩表现，自 2025 年末开始出现改善趋势，但 26Q2 有较明显反复，当前持续关注各细分赛道经营数据改善的延续性及后续政策变化。

图表 16： 社服子板块各年单 Q2 扣非归母净利同比



数据来源：Wind，中信建投证券，均同比 2019 同期

图表 17： 2024Q2~2026Q2 各季度子板块扣非归母净利同比



数据来源：Wind，中信建投证券，均同比 2019 同期

下载日志已记录，仅供内部参考

（三）免税：海南稳定增长，关注渠道优势的持续深耕

海南维持封关后增长稳态，机场口岸、线上、市内等渠道价值深度磨砺静待释放。26H1 公司实现营收 276.55 亿元，同比下降 1.76%；归母净利润 31.06 亿元，同比增长 19.49%；扣非归母净利润 30.78 亿元，同比增长 18.61%。收入小幅回落，但营业成本同比下降 3.42%、销售费用同比下降 2.67%，利润表走出反向增速；Q2 单季度实现营收 107.49 亿元，同比-5.75%。毛利率 3.90%（+1.13pct）。归母净利润 7.58 亿元，同比+14.54%。扣非归母净利润 7.41 亿元，同比+12.33%；海南离岛免税市场上半年购物金额同比+18.8%，公司收入与市场份额双提升。渠道端新中标进出境免税项目 29 个，覆盖重点机场、港口及陆路口岸。上半年海南资本开支 4.2 亿；三亚公司收入 132.56 亿元（+28.17%），归母 14.67 亿元（+142.35%）；海口公司收入 36.66 亿元（+19.97%），归母 0.11 亿元（同比扭亏）；海免公司收入 18.72 亿元（+2.53%），归母 0.67 亿元（+17.28%）；批发公司利润增长 29.91%，本期汇兑损益减少 0.5 亿元；京沪日上已经开始收尾注销，不再进行披露。上海机场相关免税合同收入 4.29 亿元（同期 6.28 亿元），中免上海（T2+虹桥）确认当期损失 6189 万元；整体来看，公司 26Q2 毛利率继续环比 26Q1 提升，毛利率没有受到 3C 等品类的影响，仍保持环比稳健提升状态，产品价盘和存货管理都保持稳健，26H1 末公司存货余额 171.89 亿元，较 2025 年末+12.3%。当前公司自身强供应链和后续海南封关后的基础设施能力提升可保证公司存货持续在合理水平。在建工程余额 22.57 亿元，较 2025 年末+28.3%。

图表 18：中国中免部分经营数据

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2
毛利率（%）	33.31	33.87	32.03	28.54	32.98	32.45	32.01	33.34	33.63	34.32
净利率（%）	12.95	9.73	5.65	4.10	12.28	7.46	4.76	1.63	14.02	6.27
存货周转天数（天）	138.67	173.54	186.49	180.09	132.70	162.79	173.56	162.76	125.10	159.96

资料来源：Wind，中信建投证券

全球旅游零售仍处复苏通道上，2025 年全球免税及旅游零售市场规模 759 亿美元，同比+2.4%，国际游客量同比+4.0%；2025 年中免将全部购物会员划分为 9 大客群，27%的人贡献了 74%的消费金额，中免金卡及以上会员消费金额占比约 66%。从品类结构看，香化稳住基本盘，电子、黄金、酒水是新增长点。增长最快的板块是食品及百货，2025 年消费金额同比+72%，其中电子产品+89%。黄金首饰同比+16%。威士忌同比+17%。奢侈品及配饰在 2025 年行业承压环境下消费会员数仍实现了 4%的正增长。

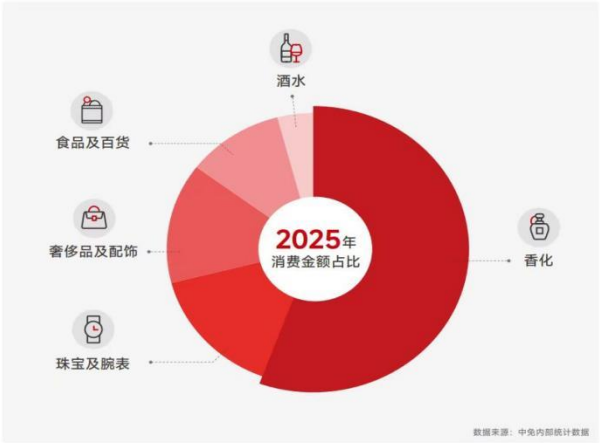
下载日志已记录，仅供内部参考

图表19： 全球免税及旅游零售市场规模



数据来源：Generation Research，中信建投证券

图表20： 2025 年中免品类销售结构变化



数据来源：《中免 2025-2026 消费白皮书》，中信建投证券

图表21： 金卡会员及三线以下城市会员消费占比较大



数据来源：《中免 2025-2026 消费白皮书》，中信建投证券

图表22： Z 世代消费能力增长较快



数据来源：《中免 2025-2026 消费白皮书》，中信建投证券

公司持续重视渠道价值打造，26H1 公司持续加强重点机场、邮轮母港、海港及陆路口岸免税经营权拓展，新中标进出境免税项目 29 个，项目覆盖成都天府、武汉天河、广州白云、长沙黄花、海口美兰、厦门翔安、济南遥墙等重点机场，以及上海吴淞口、广州南沙、厦门五通、青岛港、烟台港、威海港、日照港等水运口岸和孟定清水河、东宁、二连浩特等陆路口岸。京沪机场免税门店完成升级焕新运营，丰富 3C 数码、黄金等热销品类供给，于浦东机场打造国货专属消费区域。市内门店拓展线上服务渠道，开展云仓云店、线上预定、直播及闪送业务，丰富数字化消费场景。稳步拓展机场有税零售业态，借鉴成熟空港商业运营经验落地新项目，同步推进呼和浩特机场及太原机场项目商业布局。

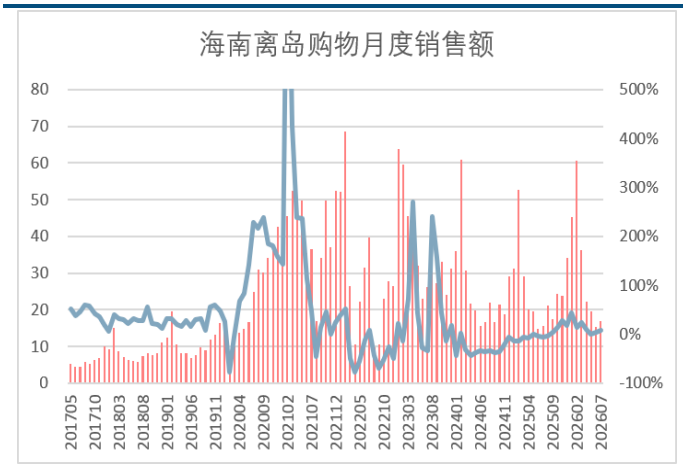
全国加强税收监管以及后续可能的消费税改革都将持续增强免税渠道的税收优势和差异化竞争能力；当前人民币汇率升值的大环境之下，对免税业态的业绩弹性也较为明显，对上游优质品牌的议价权也在不断提升，未来核心供应链优势将进一步凸显，对毛利率形成较强支撑。

下载日志已记录，仅供内部参考

从月度边际数据看，自 2025 年 9 月开始离岛免税销售额同比转正，2026 年前 7 月基本保持良好增长势头；客单价环比有回落趋势，至 2026 年 7 月约为 5283 元，6、7 月同比去年同期基本持平；人均购买件数自 2025 年 12 月以来每月均同比有个位数百分比下降，也带来单件商品价值持续提升，自 2024 年 12 月以来持续增长，但自 2026 年 2 月以来增速环比之前有所缩减，免税渠道消费者对优质供给的需求持续提升，预计随着年内太古三期等高端业态落地持续改善消费者购物体验，带来更丰富的供给，将对海南免税持续助益。根据新闻晨报报道，目前免税城一期二号地丽晶及英迪格酒店项目已顺利封顶，三期中免太古里项目首开区已如期竣备。作为太古集团内地首个滨海度假型商业街区，三期项目建成后将与免税城一期、二期有机串联，将重奢零售、文化艺术与滨海生活方式融入同一片街区。

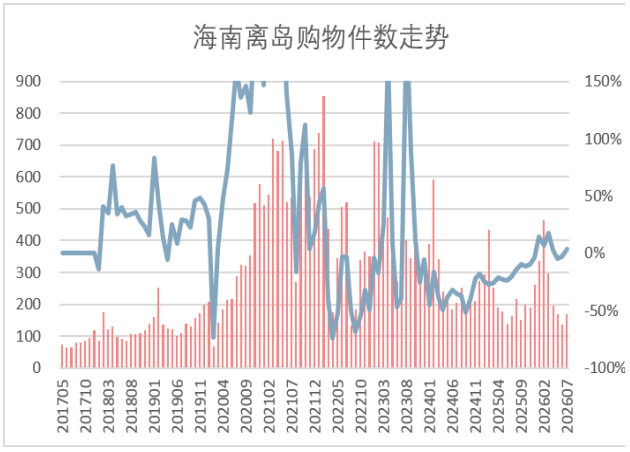
下载日志已记录，仅供内部参考

图表23： 海南离岛免税月度销售额（亿元）



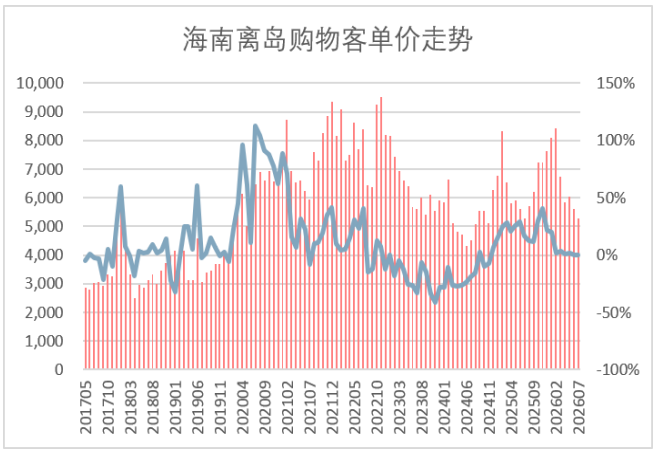
数据来源：海口海关，中信建投证券

图表24： 海南离岛免税购物件数（万件）



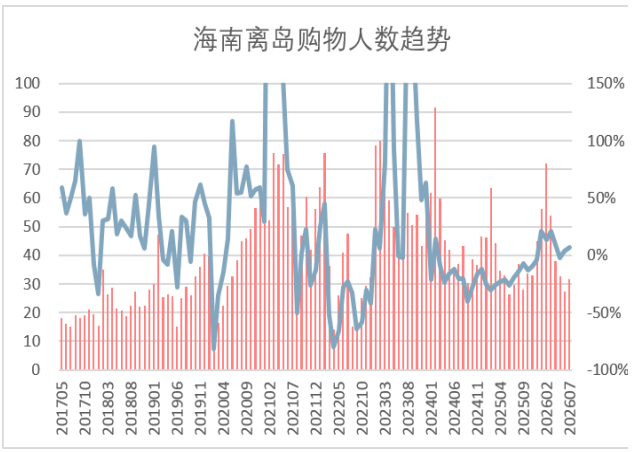
数据来源：海口海关，中信建投证券

图表25： 海南离岛免税客单价（元）



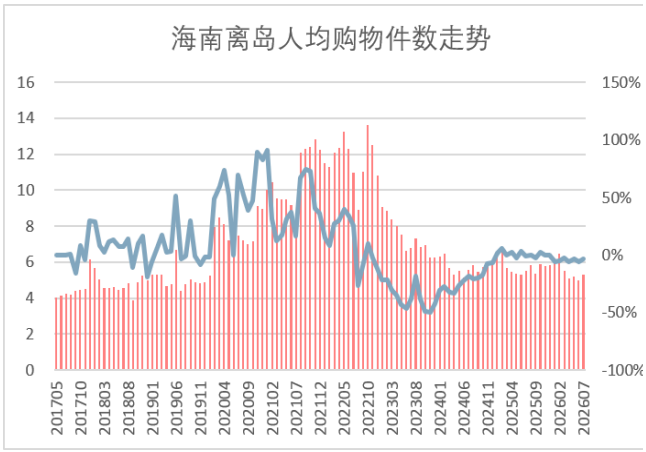
数据来源：海口海关，中信建投证券

图表26： 海南离岛免税购物人数变化（万人次）



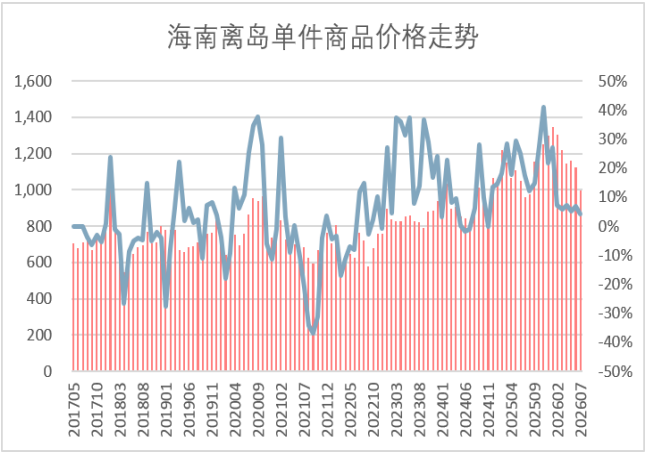
数据来源：海口海关，中信建投证券

图表27： 海南离岛免税人均购物件数（件）



数据来源：海口海关，中信建投证券

图表28： 海南离岛免税单件商品销售均价（元）

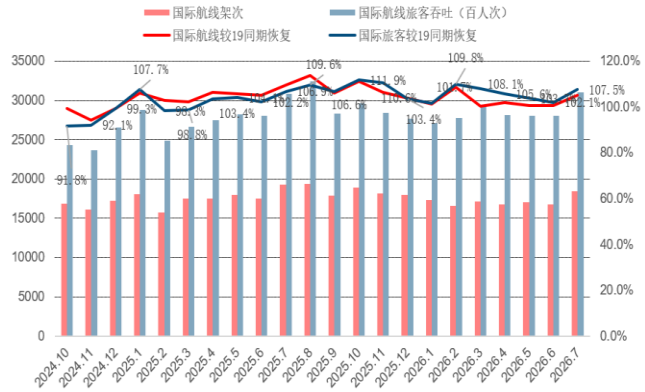


数据来源：海口海关，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

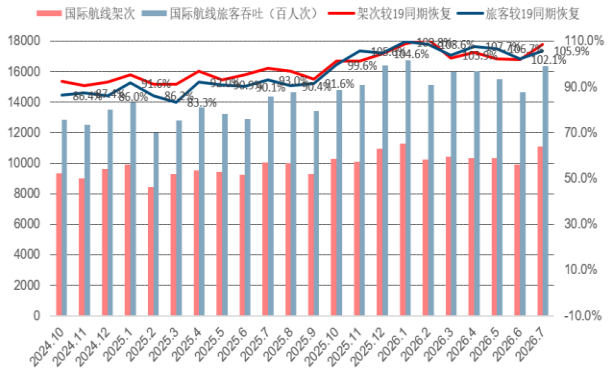
目前机场免税店的销售恢复明显弱于出入境客流，我们认为对于入境外国旅客而言，国内电商的比较优势和竞争难以发挥作用，且目前政策鼓励的是引入国产品牌和新的消费品类，这有助于中国口岸和市内免税店将销售结构逐步调整到以外国游客为主，进而实现新的增长。由于国际旅行的体验无法被线上取代，因此线下免税店作为入境旅游经济发展中至关重要的流量变现枢纽。

图表29： 上海机场国际客流及航班架次恢复度



数据来源：上海机场公告，中信建投证券，注：对比2019

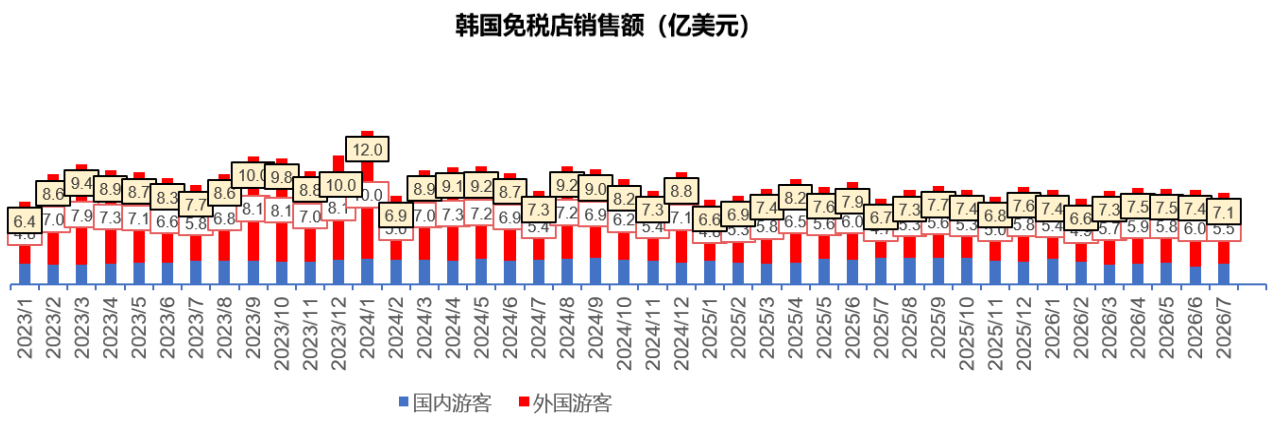
图表30： 白云机场国际客流及航班架次恢复度



数据来源：白云机场公告，中信建投证券，注：对比2019

韩国免税持续承压，全球高端消费品牌回暖，海南在亚洲渠道中较领先；7 月韩国免税店外国游客销售额同比 19 同期-61.2%，降幅基本达到年内次高，仅次于 3 月的-64.7%。韩国免税店整体销售额同比 19 同期为-58.5%，降幅在年内也仅次于 3 月份。人均消费来看，7 月韩国免税店外国游客客单价同比 19 同期-50.5%，降幅明显高于年内所有月份，为销售额主要拖累因素。

图表31： 韩国免税销售数据近况



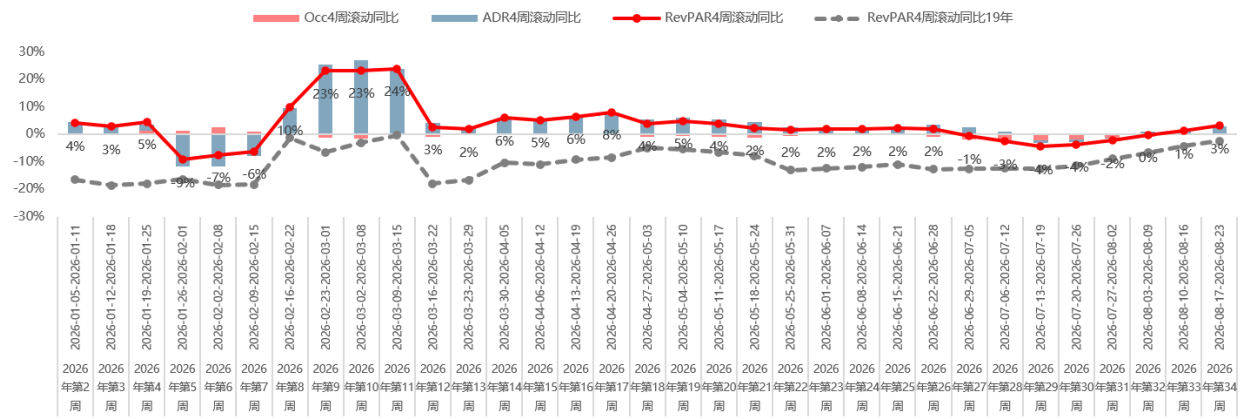
数据来源：kdfa，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

（四）酒店：暑期 RevPAR 向好，供给望迎优化拐点，发展阶段对标海外龙头

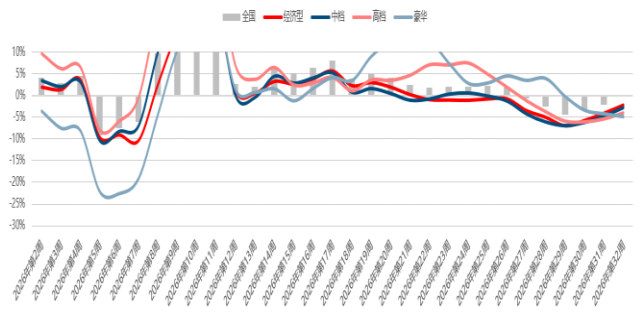
需求端：酒店行业整体自 25Q4 开始逐步修复 RevPAR，26Q1 整体 RevPAR 增长明显，26Q2 虽有反复，但暑期需求在极端天气后取得较好的增长，休闲需求仍然较强，商务需求有望在 Q4 延续较好复苏势头。根据 STR global，2026Q1 中国内地 RevPAR 整体同比+5%，其中房价仍为主要驱动因素，入住率也同比略增。26H1 国内 RevPAR 预计+2%，其中 ADR 约+3%，OCC 基本持平，26Q2 单季度 RevPAR 预计承压，结合各酒店集团 26Q2 的 RevPAR 增速表现普遍也较 26Q1 回落；从暑期情况看，7 月份 STR 数据显示全国各级别酒店 OCC 逐周上升，但仅不足 10%的次级市场实现量价齐升。46%的市场虽然需求增长，但受新增供给影响，整体未转化为收入增长。但进入 8 月以来，结合酒店之家周度数据，大盘 RevPAR 转正并连续 5 周以上的 RevPAR 增长，暑期结束前两周 RevPAR 还有增速环比大幅提升的情况，展现休闲需求较强，但临近暑期结束增速有所回落，9 月及 Q4 商务和展会需求待验证。

图表32： 全国酒店经营指标滚动 4 周同比情况



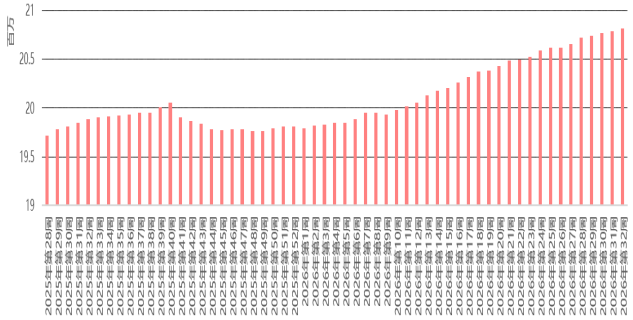
数据来源：同程驿镜，中信建投证券

图表33： 分档次 4 周滚动 RevPAR 同比情况



数据来源：同程驿镜，中信建投证券

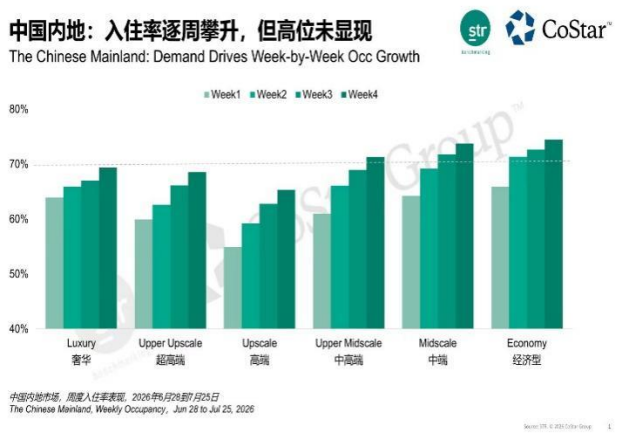
图表34： 同程驿镜全国酒店房间数量（15 间以上，百万间）



数据来源：同程驿镜，中信建投证券

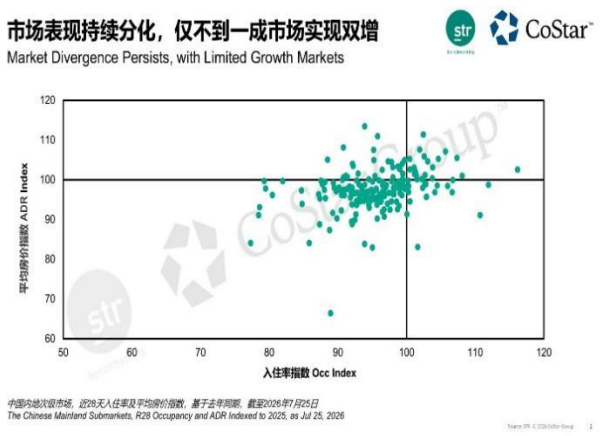
下载日志已记录，仅供内部参考

图表35： 7 月中国内地酒店入住率逐周攀升



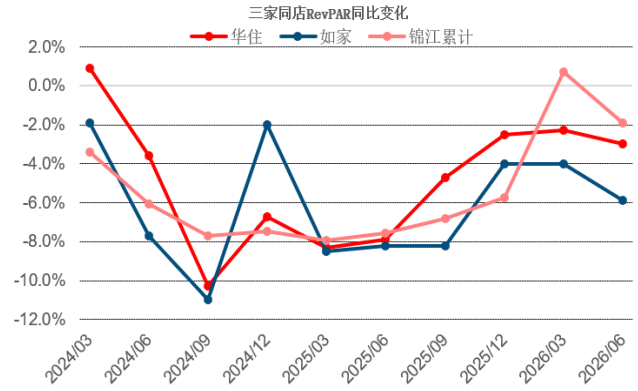
数据来源：STR，中信建投证券

图表36： 7 月主要城市量价表现较分化



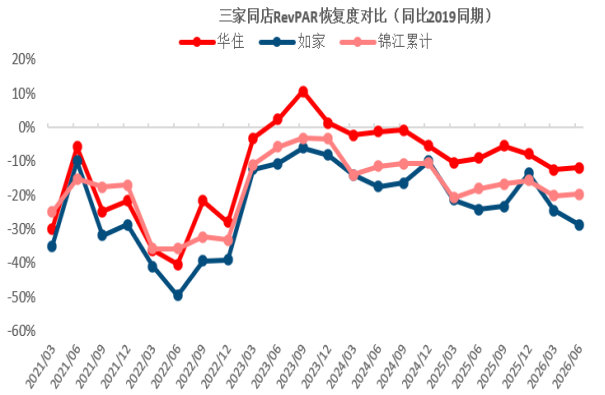
数据来源：STR，中信建投证券

图表37： 三家酒店集团同店 RevPAR 同比变化情况



数据来源：公司公告，中信建投证券

图表38： 图 1:三家酒店集团同店 RevPAR 同比 2019 恢复度

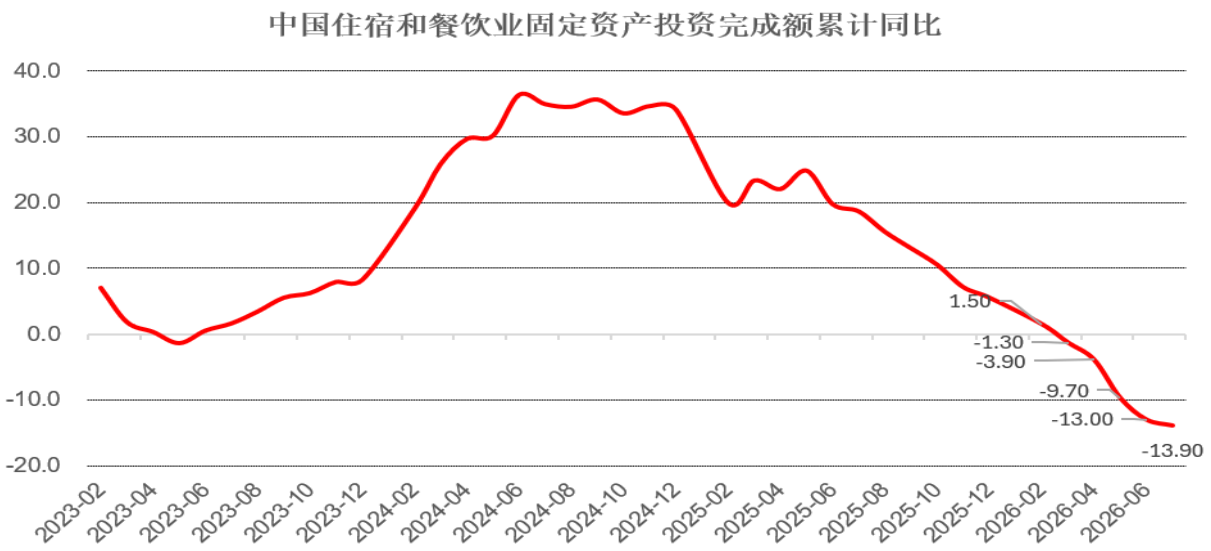


数据来源：公司公告，中信建投证券

供给端：年内供给端总体呈现出增速较 2025 年放缓，但绝对增速仍较快，下半年有望进一步放缓的态势。从我国住宿和餐饮业固定资产投资完成额累计同比来看，自今年 3 月以后同比转负，并且每月的累计同比下滑幅度逐步扩大，而该趋势有一定传导周期。酒店龙头中报也反馈下半年以来看到供给端增速有下降趋势，酒店业自 2023 年供给回补后的供给优化趋势预计有望在年内迎来拐点，预计明年及后续酒店行业供给有望逐步回归合理低速的区间。根据厚海数据、STR、携程等口径，预计 26H1 国内酒店供给净增速约在 5%~6%，亚洲旅宿数据 7 月中国酒店市场签约量环比下降。从头部 OTA 平台的酒店供给结构看，虽近年酒店供给持续增长，但考虑中长尾供给在内的全部酒店样本中，预计经济型占比较为稳定，整体结构性升级有限，而连锁酒店业态中，预计中高端酒店供给增长较快，带来 RevPAR 结构性升级。结合当前需求来看，年内旅游需求预计仍对行业整体支撑力度较强，商务环境有望逐步改善，价格端若持续修复态势则顺应供给侧持续向好及投资于人的政策方向。

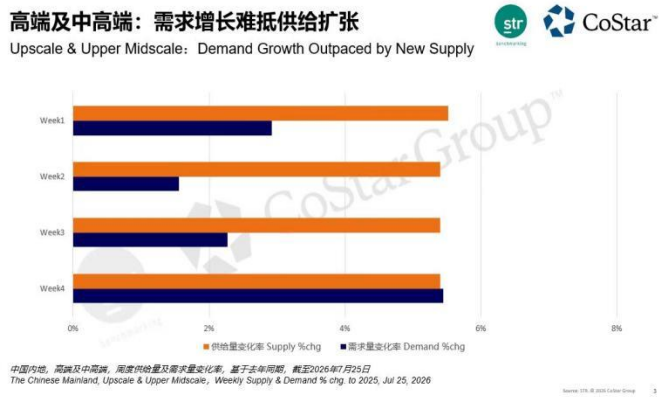
下载日志已记录，仅供内部参考

图表39： 中国住宿和餐饮业固定资产投资完成额累计同比



数据来源：Wind，中信建投证券

图表40： 国内 7 月高端及中高端酒店增速



数据来源：STR，中信建投证券

图表41： 7 月中国酒店市场开业及签约情况



数据来源：亚洲旅宿大数据，中信建投证券

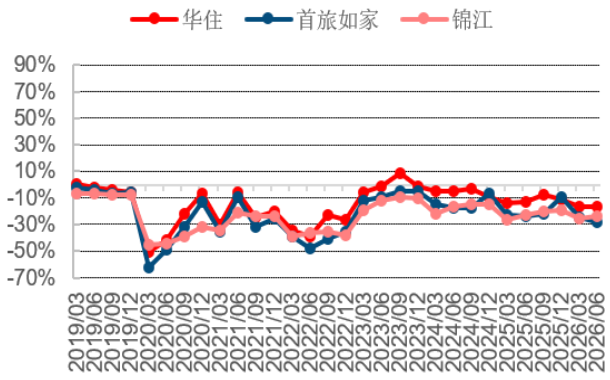
龙头酒店持续推进结构和运营优化，轻资产化推动板块 26Q2 逆势出现利润增速好于收入的情况。结合当前国内酒店龙头发展阶段，我们认为在轻资产化、AI 时代线下履约的稀缺性、品牌矩阵完善及集中度提升、连锁化率提升、会员体系精细化、全球扩张、优质股东回馈等层面上逐步进入类似海外酒店龙头发展阶段，有望充分享受红利和中长期成长价值。几大酒店集团 2026 年中报总体在开店速度上略有放缓，更追求开店质量，同时全年开店指引普遍保持同比平稳；经营效率端，26Q1 普遍 RevPAR 增速较快，而 26Q2 增速普遍下降。品牌端，继续注重核心品牌和各档次潜力品牌的培育和打造，龙头集团在酒店矩阵补足上普遍将战略品牌跑出了较成熟的单店模型，并逐步推动扩张。同时各家普遍开始在会员体系精细化和积极出海方向上探索，供应链能力也有明显增强；**亚朵：上调全年收入指引，零售表现亮眼，轻居等新品牌验证持续向好。**公司预计 2026 年全年总净收入同比增长 30%，较此前 24%~28%的指引明显上调。同时，基于上半年强劲表现及新品销售势头，公司将全年零售收入增速指引上调至约 40%。Q2 酒店业务毛利率 35.5%，同比-2.9pct、环比 Q1+2.9pct。同比下降

下载日志已记录，仅供内部参考

主要由于低毛利率的酒店供应链业务增长较快，以及酒店网络扩张带来的供应链和酒店经理等变动成本增加。零售端逐步构建起高竞争壁垒，且战略品类持续接棒成长。酒店端核心品牌在中高端市场仍有充足拓展空间，轻居新模型在回收期、顾客体验上也有较成熟验证，有望逐步推进扩张。供应链等业务对毛利率有结构性影响，但中远期仍提升供应链掌控力，单房的总部采购金额进一步增加。开店端预计全年仍较稳定，签约情况良好；**华住：上调全年收入指引，盈利能力显著提升，中高端品牌验证较好，新股东回馈计划提升股东回报，takerate 有所提升。**HWI 环比显著改善 26Q2 经调整 EBITDA 为 27.25 亿元/+20.0%（上季+24.2%），其中 HWC 为 25.94 亿元/+23.1%（上季+21.7%）；HWI 为 1.31 亿元，25Q2 为 1.64 亿元、26Q1 为-0.56 亿元，环比大幅扭亏。26Q2 经营利润率为 31.1%，同比+3.3pct（26Q1 为 24.8%），主要由管理加盟及特许经营收入占比提升所推动。26Q2 计算 takerate 达到 13.17%，同比+1.0pct，环比+0.5pct。近两季度 takerate 呈现逐步提升态势，展现较好的品牌赋能能力，预计与部分系统赋能销售，以及人员储备相关。Q2 整体 RevPAR+1.1%，管道酒店环比回升。持续加强中高端布局和全球化探索。董事会新批准三年期 25 亿美元股东回报计划，本次宣派现金股息约 2.75 亿美元，新回报计划总金额高于 2024 年披露的 20 亿美元；**锦江酒店：利润稳步改善且释放，盈利能力提升，海外开始减亏，铂涛利润增长突出。**Keystone 即铂涛集团 H1 实现营收 22.33 亿元/+16.2%，净利润 5.02 亿元/+58.2%，收入和利润均显著增长，是本期国内子公司中最主要的增量来源。26H1 公司于中国大陆境外有限服务型连锁酒店业务实现合并营业收入 22930 万欧元，同比-3.21%。归母净利润亏损 3782 万欧元，比上年同期减亏 733 万欧元。公司正在退出法国、荷兰部分低效门店，推进 40 余家老旧酒店翻新、约 20 家酒店管理外包及总部降本，年内公司海外减亏、直营优化、中高端矩阵逐步培育、CRS 系统进一步完善费率和赋能能力。2026 年上半年，境内有限服务型酒店板块中央预订率提升至 74.6%；线上直销预订率提升至 36.7%，较上年同期增加 9.3 个百分点，渠道结构持续优化；**首旅酒店** H1 不含轻管理酒店的全部酒店 RevPAR 为 153 元/+0.1%；26Q2 混合口径小幅下降，不含轻管理酒店的 ADR 为 240 元/-0.6%，OCC 为 67.8%/-0.4pct，RevPAR 为 163 元/-1.2%；公司持续推进降本增效，26Q2 新开业酒店同比增加 20 家，储备酒店数量较 2025 年末提升，如家 3.0 以上门店提升至 85.3%。中高端储备已达 2191 家。璞隐发展良好，其他部分高端直营品牌也有望开业。

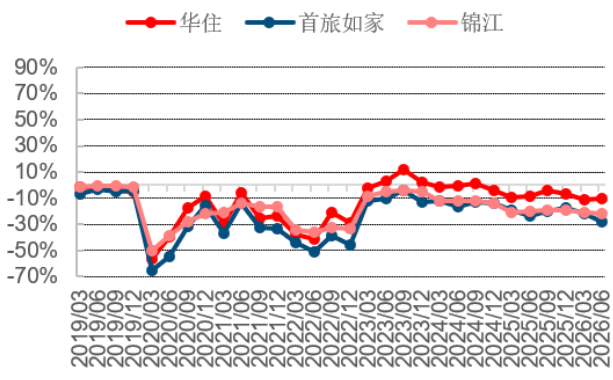
经营效率端，26Q1 表现较好，26Q2 环比减弱，暑期预计休闲需求推动复苏增长。龙头酒店集团经营指标在 25Q2 承压，但进入 25Q4 后已明显有改善，但 26Q2 有所反复。结合各家同店 RevPAR 同比 2019 的表现来看，当前 RevPAR 同比改善也主要受益于酒店集团结构性升级因素；经营效率端，同店角度看，26Q2 华住、锦江、首旅各自的经济型和中端同店均 yoy 下滑，且华住的经济型、中高端同店同比 19 同期均环比改善，26Q2 锦江的经济型同店同比 19 也环比 26Q1 改善；从供给端看，各家 pipeline 均环比有所提升，展现签约和后续开店目标的稳定性。从净开数量看，三家 26Q2 的净开数量均同比下滑，龙头进入稳健扩张期，更追求高质量开店。

图表 42： 三家酒店经济型同店 RevPAR 同比



数据来源：公司公告，中信建投证券，锦江为累计，均同比 19

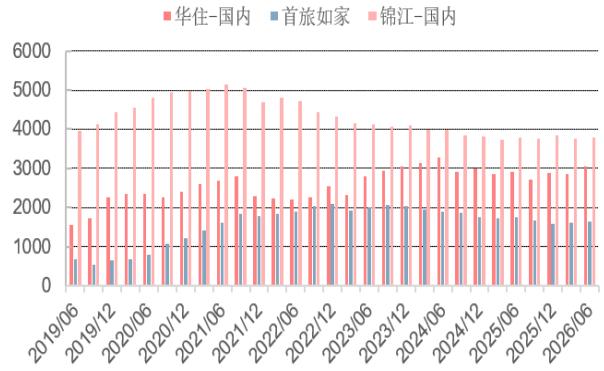
图表 43： 三家酒店中高端同店 RevPAR 同比



数据来源：公司公告，中信建投证券，锦江为累计，均同比 19

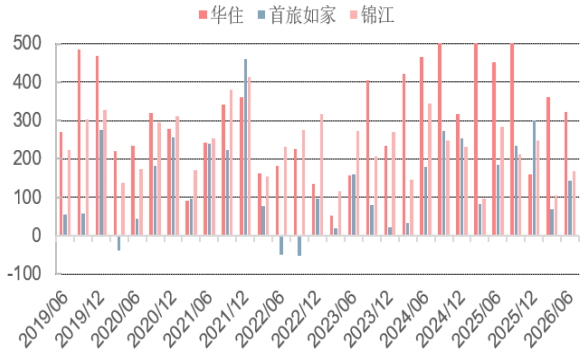
下载日志已记录，仅供内部参考

图表44： 三家酒店国内 pipeline（家）



数据来源：公司公告，中信建投证券

图表45： 三家酒店国内净开店数量（家）



数据来源：公司公告，中信建投证券

图表46： 酒店公司部分经营数据

锦江酒店	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2
毛利率（%）	35.38	43.75	44.34	33.09	31.85	39.92	41.69	38.76	33.45	36.93
销售费用率（%）	7.50	6.71	8.25	7.89	6.84	6.77	7.53	7.92	6.70	7.04
管理费用率（%）	18.72	17.89	17.97	17.92	19.53	12.40	13.60	20.87	17.84	15.45
财务费用率（%）	6.68	5.63	4.67	4.47	5.53	4.67	4.03	4.35	4.31	4.06

首旅酒店	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2
毛利率（%）	36.59	38.54	43.09	34.44	35.36	41.10	44.79	37.28	38.21	40.27
销售费用率（%）	8.22	6.01	7.20	8.42	7.86	8.21	8.85	10.03	7.90	7.79
管理费用率（%）	13.35	10.46	9.04	10.67	12.95	9.56	9.92	12.73	12.70	11.60
财务费用率（%）	5.23	4.69	3.98	4.52	4.18	3.79	3.29	3.46	3.26	3.15

华住集团-S（累计）	24Q1	24H1	24Q1~3	2024	25Q1	25H1	25Q1~3	2025	26Q1	26H1
毛利率（%）	32.46	36.15		36.02	33.20	37.77	39.21	39.39	39.04	41.41
销售费用率（%）	4.93	5.05		4.92	4.50	4.67	4.74	5.02	4.77	4.75
管理费用率（%）	9.64	9.72		10.50	9.49	9.91	9.14	8.94	9.34	9.54
财务费用率（%）	0.61	0.53		0.45	0.46	0.54	0.48	0.45	0.18	0.14

资料来源：Wind，中信建投证券

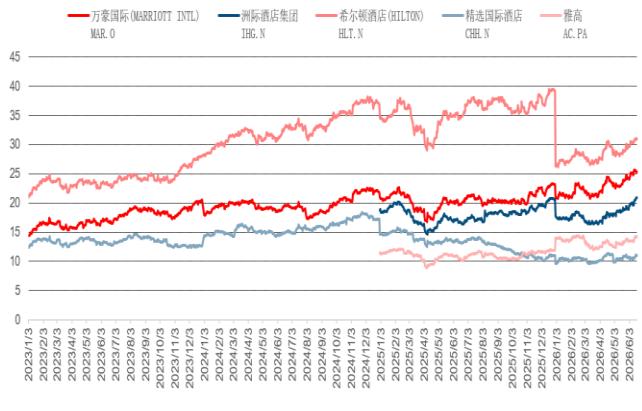
从龙头酒店经营趋势看，对比海外美股酒店龙头，在上半年美股消费类板块多数承压的情况下，酒店板块逆势稳步上涨，α 属性突出。我们认为主要原因为：1、轻资产平台化加速推进，2023 年后美股龙头酒店集团在开店结构上主要集中特许模式，而减少了 manage 的模式，带来结构性利润率快速提升，本质也是轻资产化的进一步集中；2、AI 叙事下线下履约的稀缺性。酒店具有很强的线下履约属性，在 AI 叙事下不同于互联网类企业可能被 AI 重塑流量获取逻辑，酒店的线下履约属性强化了自身会员渠道的粘性和稳定性。同时若 AI 真的让

下载日志已记录，仅供内部参考

OTA 行业出现流量重塑，则某种程度上也利好酒店 CRS 的构建和议价权，美股酒店龙头会员体系深耕精细化，会员粘性和 ARPU 值均较高；3、品牌集中度和品牌效应提升；4、低供给带来的议价权。美国酒店市场 2025 年供给增速仅约 0.7%，预计 2026 年有望降至 0.5%以下，这保证了需求端较强的议价权以及龙头市场份额进一步提升的空间；5、全球化布局顺畅，万豪、洲际、希尔顿等全球布局较完善，且可灵活调配重点发展区间，当地 BD 和资源都有深耕，例如 2023 年后部分企业将 pipeline 的近 3 成放于大中华市场；6、股东回报长周期的积极和优良。

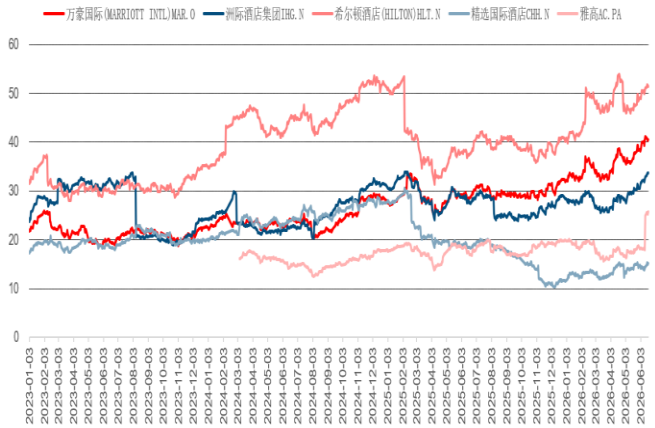
而我国酒店的发展预计很可能逐步进入到该阶段，主要基于：1、连锁化率仍有提升空间，若长期连锁化率达到 60%，每年供给回归低个位数合理增长，则中长期连锁酒店仍有近翻倍空间；2、供给逐步放缓，有望在明年进入合理低速的增长区间；3、会员体系普遍在近两年进入精细化和深耕阶段，后续挖掘会员价值和延伸服务仍有较大空间；4、品牌矩阵逐步补足，尤其中高端及以上品牌，较多品牌 UE 和回收期验证较好；5、轻资产加速，国内酒店集团目前加盟收入占比仍有较大提升空间，随着加盟收入占比提升，也会明显带来结构性利润率的提升；6、全球品牌力开始输出，近两年出海动作增多，整合全球的供应链、会员体系、AI 和底层中台逐步成为重要 KPI；7、更重视股东回报，且已经占据的高线核心地段酒店有望在未来产生较大价值。

图表47： 图 2:欧美酒店龙头 2023 年以来的 EV/EBITDA 表现



数据来源：Wind，中信建投证券

图表48： 图 3:欧美酒店龙头 2023 年以来的 PE 表现



数据来源：Wind，中信建投证券

建议关注：华住集团-S（中高端品牌逐步培育，供应链规模优势和价格优势深化，中远期会员价值运营优势凸显，海外和中高端发展节奏稳定，新三年股东回馈力度进一步提升）；**亚朵**（零售维持较高增速，酒店品牌矩阵稳健培育，模型渐成熟，核心品牌在中高端赛道心智较强）**锦江酒店**（降费提效明显，年内直营减亏、海外减亏、CRS 占比提升、H1 线上直销预订率+9.3pct、中高端培育均有望取得亮眼进展）；**首旅酒店**（降费提效逻辑持续，核心品牌开店和 pipeline 占比明显提升）。

下载日志已记录，仅供内部参考

（五）餐饮：供给优化有望迎拐点，竞争激烈，赛道内表现分化

餐饮 2026 年半年度业绩整体呈现出特征：1、头部赛道龙头的业绩整体比较分化，26H1 呈现多数餐企与财报前预期相比有所承压的态势，这与 2025 年度业绩多数餐企符合预期或超预期的情况不同；2、资本市场结合业绩和具体公司对未来的指引、竞争状况、行业边际变化、成长空间来综合判断竞争力的趋势仍在明显加强；3、餐企或茶饮企业普遍在今年进入战略调整改革的启动阶段；4、如此前预期，涨价或通胀逻辑从今年竞争情况来看明显不是餐饮业的业绩贡献因素，并且多数企业所面临的消费降级压力并未缓解，尤其叠加今年多数企业进行食材品质、供应链、服务质量的转型升级阶段，所面临的毛利率和盈利挤压将更严重；5、年内多数餐饮业如预期会重点考虑合理压降毛利率，寻求食材差异化、新鲜度，追求消费者体验和盈利能力的平衡，使得餐企在当前对于成本的精细化管控要求进一步提升；6、探索第二曲线的重要性增强，年内从行业视角来看，市场对部分赛道成长空间的判断有所缩减，且产业运营端也呈现出相同的趋势，导致多数赛道逐步进入行业空间较慢增长的存量竞争环境；7、行业视角看，上半年全国餐企净增数量已明显收窄或趋于持平下降，自 2023 年以来的行业供给优化逻辑有望逐步迎来拐点且逐步兑现，在供给优化的进程中，头部企业凭借核心竞争力有望再现海外部分发达经济体龙头市占率提升且加速出海的趋势，获得更长远的稳定发展。

茶饮赛道 26H1 的经营特征：1、如此前预期，我们认为外卖补贴退潮的影响机制复杂，包括直营加盟的差异、头部和长尾品牌的差异、量和价的差异等等，从年内趋势来看，头部部分品牌明显在应对退潮的情况下整体经营状态稳定，例如古茗在去年年中较早针对外卖和堂食场景进行价格区分，外卖单普遍涨价 3~4 元，以保证加盟商实收率，同时也使得外卖补贴对公司去年整体量的增长贡献有限，故而今年 7~8 月预计古茗同店实现正向增长，反而较 26Q2 的情况有环比好转，且加盟商盈利能力也依然得到较好保障。而深度参与去年外卖大战的品牌，普遍在同店端有比较大的基数压力；2、市场目前对于现制饮品中长期空间的预期有所下降，现制茶饮赛道增速有所放缓，人均消费杯数增长较缓慢，故而赛道的核心竞争壁垒重要性快速提升，目前消费者对于性价比、食材质量、健康度、口味丰富性的要求较同步，自然对于全球供应链体系的管控能力、组织能力、赛道和产品创新团队的要求提升；3、茶饮进入下半场，短期是一个品牌周期快速发展（比如近两年部分产品质量大幅提升，品牌间原料竞争加剧），叠加高频迭代创新要求仍高的阶段。

从投资逻辑来看，我们认为此阶段应重点关注具备在供给优化期穿越周期的品牌。主要特征包括：1、组织完善度和丰富度高、执行能力和创新能力突出，创始人战略清晰；2、现代化供应链能力领先，且具备较强的渠道整合和重塑能力，具备发展渠道品牌和价值发现的能力；3、产品性价比和质价比突出，具备抢夺市场份额的能力；4、发展战略和节奏合理，赛道内成长空间较充足，现金流和产业链议价权较强。

古茗：alpha 属性较突出。26H1 收入和经调整净利润均快速增长，且经调整净利润增速明显快于收入增速。虽然年内下调了 2026 年全年的开店指引，也是在年初调整和搬迁部分老店的情况下，积极进行六代店更新的举措，追求更高的开店质量。经营效率仍保持行业领先，上半年整体实现同店正增长，7~8 月预计同店也保持正向，在行业高基数的 Q3 凭借去年较好的价格管控措施，取得稳健的同店表现。26H1 毛利率 33.4%，同比+1.9pct，提升明显。在行业普遍进行原材料升级而带来毛利率敏感性扰动的情况下仍实现亮眼表现，展现出其较早布局优质原材料、冷链配送、供应链体系的领先优势。当前产品迭代和产品质量领先，性价比突出，在市场拓展中具有较强的市占率提升逻辑。北方市场日销快速提升，咖啡产品杯量占比也达到较高水平。后续发展稳定性较高；

百胜中国：26Q2 和 7 月同店表现环比稳健提升，未来两年的股东回馈预计保持较高水平，股息率在消费赛道较领先。今年以来新模型均表现优质，如肯悦咖啡、Kpro、车速取、必胜客 WOW、Lavazza，以及两大主品

下载日志已记录，仅供内部参考

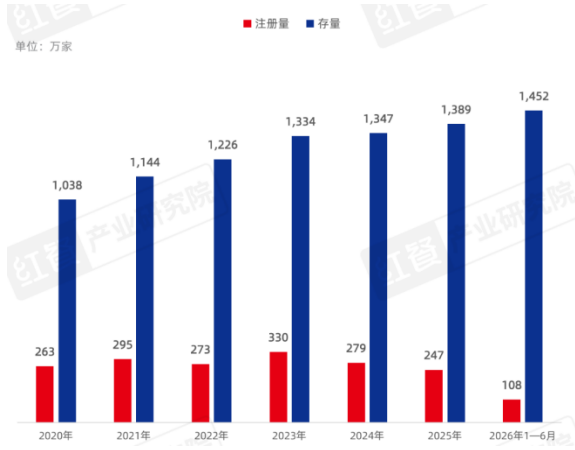
牌的不同下沉店型，与主品牌 margin 匹配度较高。收购必胜客中国所有权后，产品创新和战略将更加灵活。26H1 开店迅猛，未来两年朝着新万家的目标，预计将提升年均净开店速度。在细分赛道市占率大幅领先，带来供给优化后较强的集中度提升逻辑。供应链一体化展现强大优势。

海底捞：创始人回归带来副牌增长预期、外卖一人食的成长空间，以及主品牌的翻台率、运营质量、考核方式的稳定性，从而有利于翻台率和整体收入表现。2026 年预计净增门店逐步提升。杨利娟回归负责红石榴计划，预计对于副牌选优，集中资源和力量培育有较高预期，待持续验证。年初以来翻台率稳定在同比较好水平；26H1 外卖收入、加盟收入、其他餐饮品牌收入均取得高速增长，中期派息率近 100%，明显提升。

蜜雪集团：26H1 净利润、毛利率承压主要系围绕“真鲜纯”转型所做的系列改革措施的影响，同店端受到外卖补贴退潮的影响。2026 年是公司深度调整转型的开始，年内主动放缓开店也是为了进一步提升开店质量以及促进产品和供应链升级。公司本身在国内的门店数量优势、独特价格生态位的优势、供应链和自有产能的规模优势仍然突出，咖啡赛道产品也有布局和发展多年，其他副牌也在持续完善调整用户心智。战略调整后厚积薄发预计仍将实现稳健经营。

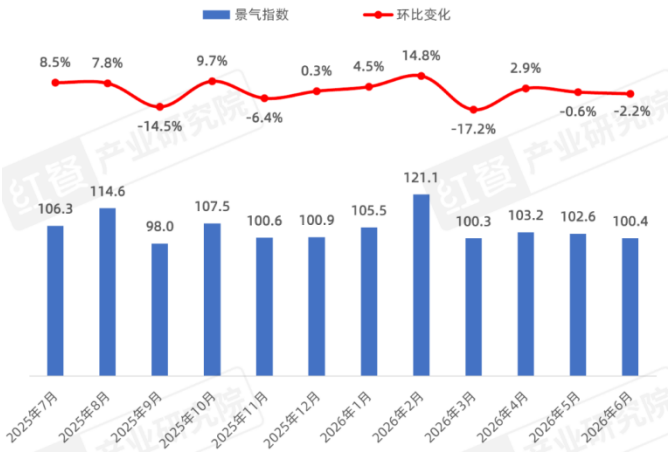
餐饮近两年进入供给优化期的趋势逐渐明确，且有望年内迎来拐点。从供给端看，据极海品牌监测数据，2026H1 中国餐饮企业数量净减少。从红餐网数据来看，26H1 餐饮企业注册口径的数量也有所减少。但近两年内，行业预计竞争仍难缓和，待逐步进入供给优化出清阶段，细分行业龙头有望迎来稳健成长期，而近两年龙头优势会进一步加大。

图表49： 近几年全国餐饮相关企业注册量与存量情况



数据来源：红餐网，中信建投证券

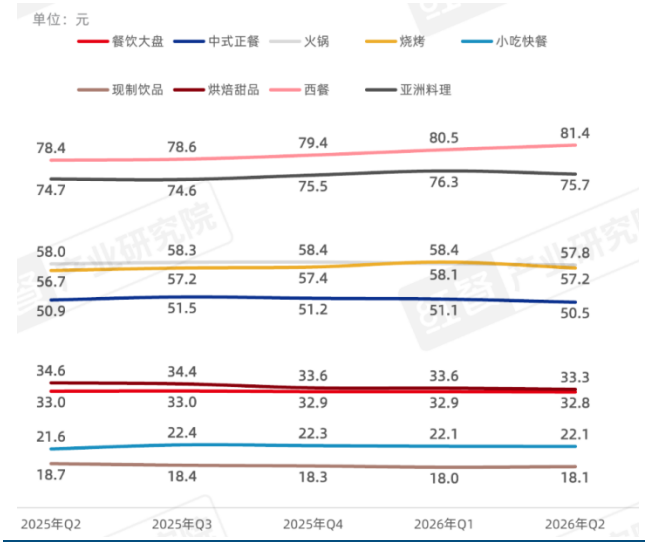
图表50： 全国餐饮月度景气度情况



数据来源：红餐网，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

图表51： 26Q2 全国餐饮大盘客单价环比微降



数据来源：红餐网，中信建投证券

图表52： 中国住宿和餐饮业固定资产投资完成额累计同比



数据来源：Wind，中信建投证券

餐饮成本端看，我们结合各细分餐饮赛道主要食材构成、成本结构和特征，对不同餐饮赛道成本和食材赋权，跟踪主要餐饮赛道原材料成本变化趋势。可见年初以来多数餐饮赛道基本均呈现原材料成本边际下降趋势，预计该趋势将使餐饮赛道内加速呈现追求毛利率与顾客体验平衡的趋势，且竞争空间仍具备。

图表53： 主要餐饮细分赛道原材料价格指数



数据来源：农业农村部，商务部，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

展望 26H2 及 2027 年，预计餐饮行业主要呈现如下几个重点变化和趋势：1、现制饮品行业存量属性更加凸显，短期竞争加剧，原材料及供应链升级改革的趋势明确，竞争分化或加剧；2、新打法下的中式休闲餐赛道存在明显认知差，且核心竞争壁垒将逐步向传统西式快餐龙头靠近，而其定位也将在供应链等优势加持下更突出性价比，供应链一体化组合的能力重要性进一步突出；3、合理的利润分配和激励模式将成为行业重要壁垒，调改和升级就是重要“反内卷”措施，也是提升整体服务持续性的最重要手段；4、出海仍将是头部企业重点战略，但短期盈利能力仍面临较大压力；5、行业利润率中枢可能的下行与供给端的紧平衡可能持续出现。行业供给侧优化有望在近一年迎来拐点。

（六）旅游：自然资源类韧性强，休闲需求托底出行，新供给新资产表现亮眼

旅游板块整体在 25Q4 和 26Q1 实现较好的业绩验证，但 26Q2 同样出现扰动，暑期需求验证其韧性。从全国大盘看，2025 年，国内居民出游人次 65.22 亿，比上年同期增加 9.07 亿，同比增长 16.2%。国内居民出游花费 6.30 万亿元，比上年同期增加 0.55 万亿元，同比增长 9.5%。客单价同比-5.8%；2026 年上半年，国内居民出游人次 34.63 亿，比上年同期增加 1.78 亿，同比增长 5.4%。其中，城镇居民国内出游人次 25.94 亿，同比增长 5.8%；农村居民国内出游人次 8.69 亿，同比增长 4.3%。分季度看，一季度国内居民出游人次 19.01 亿，同比增长 6.0%。二季度国内居民出游人次 15.62 亿，同比增长 4.8%。2026 年上半年，国内居民出游总花费 3.21 万亿元，比上年增加 0.06 万亿元，同比增长 2.0%。其中，城镇居民出游花费 2.66 万亿元，同比增长 2.2%。农村居民出游花费 0.56 万亿元，同比增长 0.6%；Q2 的同比增速环比小幅下降，在供给侧优化的大背景下，仍需关注此前强调的新场景落地、新内容赋能、优质资产收并购及注入等逻辑。从部分上市旅企的半年报数据可见，国内旅游整体百花齐放和开发区域不断扩大的趋势进一步加强，对周边传统旅游景区产生分流和冲击。另外，从中报旅游和景区企业情况来看，也呈现出了优质自然禀赋的景区业绩表现较稳定，而休闲度假类为主的景区承压的情况，这也一定程度上与年内旅游整体收入增速明显下降，以及旅游产品呈现的消费降级趋势有关。

从 26H1 的民航数据看，上半年民航客运量同比约+0.8%，环比 26Q1 增速明显下降；上半年民航国际航线恢复率在 4~6 月环比有下降趋势，6 月为 83.7%，较 2 月高点-9.5pct；26Q2 以来受到燃油价格提升的影响，国内航线燃油附加费上涨较大，且各航司受成本驱动，机票价格也有一定上涨，但 7、8 月分别下降了一次燃油费对暑期出行有较好的刺激作用；从暑期民航客运情况看，暑期民航客运量同比+4.4%，尤其在 7 月初极端天气后取得快速的复苏和较高的增速，8 月增速进一步快于 7 月，展现了休闲游仍然在当前的出行结构中具有重要的支撑作用，且休闲需求韧性仍然较强。

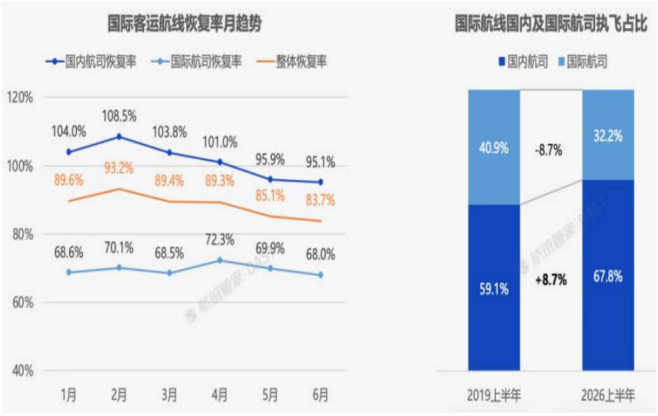
下载日志已记录，仅供内部参考

图表54： 2026 上半年民航客运航班量变化（班次）



数据来源：航班管家，中信建投证券

图表55： 2026 上半年民航国际航班较 2019 同期恢复度



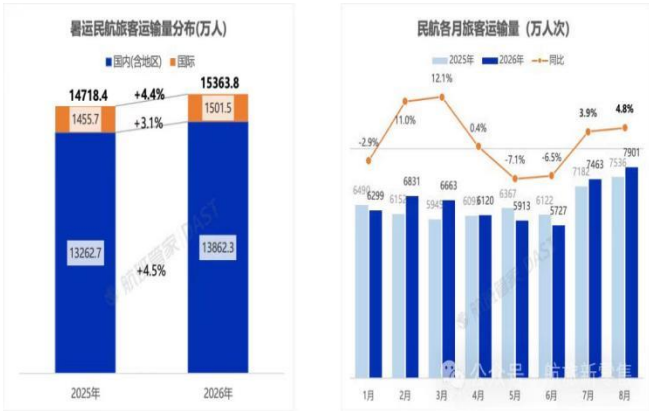
数据来源：航班管家，中信建投证券

图表56： 2026H1 民航国内经济舱平均票价趋势



数据来源：航班管家，中信建投证券

图表57： 暑运民航客运量情况



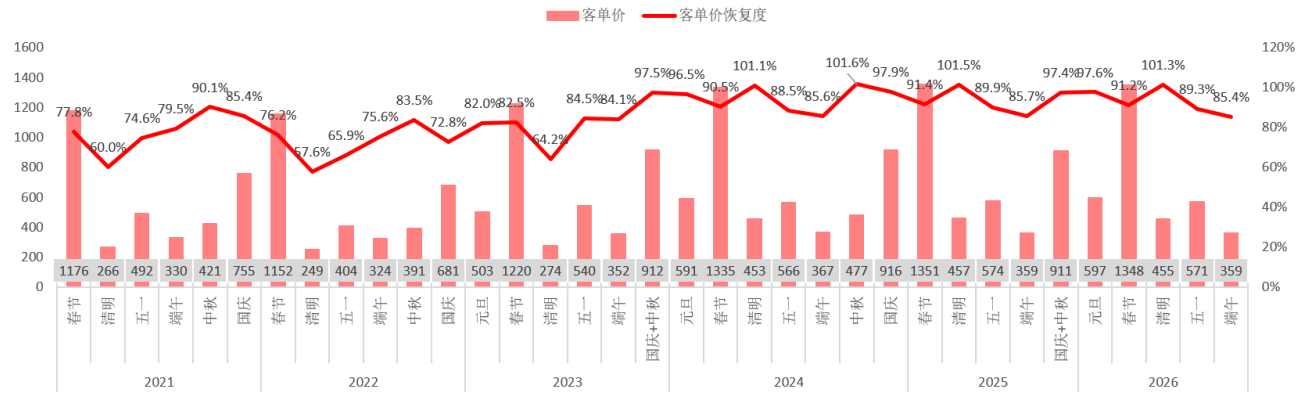
数据来源：航班管家，中信建投证券

2026 年上半年主要节假日的消费客单价来看，相较 2019 同期的恢复度仍存在明显波动，清明、五一、端午假期的客单价恢复度环比走弱，且均略不及 2025 同期的客单价。2026 年内春节、清明等节假日旅游数据仍亮眼，而五一和端午受到民航含燃油费机票涨价等影响，恢复度出现波动。以 2026 年五一假期为例，2026 年五一 5 天假期国内出游 3.25 亿人次，同比+3.6%（vs26 春节 yoy 为+5.74%，26 清明 yoy+6.8%），总花费 1854.92 亿元，同比+2.9%（vs26 春节 yoy 为+5.5%，26 清明 yoy 为+6.6%）。本次假期人次及收入同比 25 同期在 2023 以来最高基数下仍实现增幅，整体较平稳。若考虑相较 2019 同期恢复度，26 五一假期旅游人次较 2019 同期恢复度再创 2023 年以来新高，收入较 19 同期恢复度为 2023 年以来次高点，仅次于今年清明假期。五一假期人次、收入分别相当于 19 年同期的 141.3%/126.1%。客单价 571 元/人次，同比 25 同期-0.7%（vs26 春节 yoy 为-0.2%，26 清明 yoy 为-0.2%），若按 2019 年口径则恢复至 89.3%，恢复度环比前几个假期有所下降。

从暑期情况来看，7.5 和 8.5 分别下调燃油附加费，且 7 月初极端天气后，民航出行人次得到较好修复，增速明显加快，且整个暑运周期取得较好增长，可见当前环境下旅游仍为最韧性的需求。而当前环境下，我们认为节假日的旅游数据对于消费的指引作用有限，因其明显展现出对平日的虹吸效应，核心在于观测节假日结束后本地消费的稳健性，成为验证消费需求稳健性的关键。

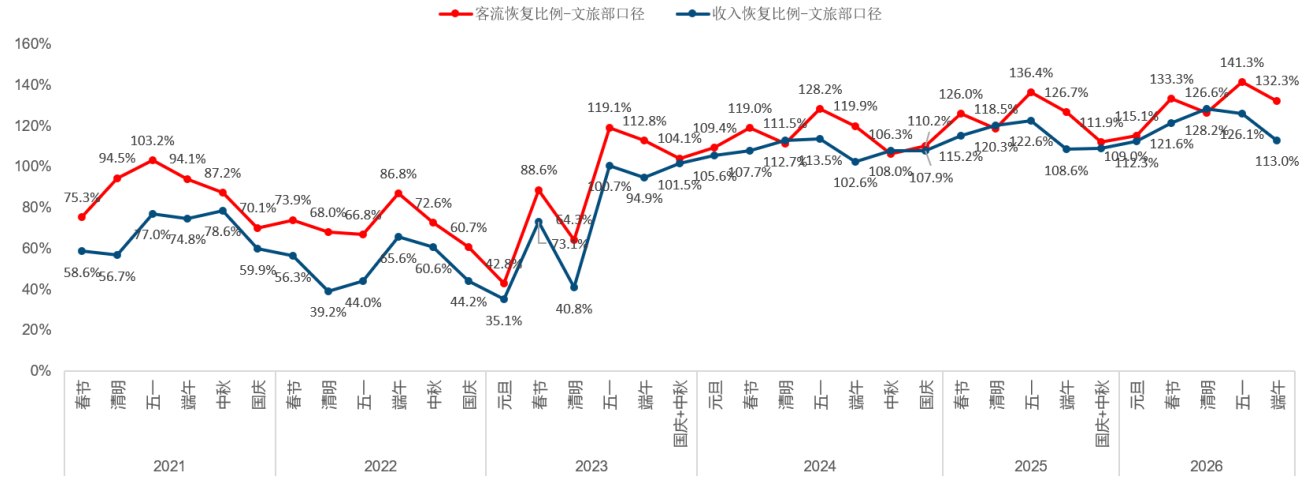
下载日志已记录，仅供内部参考

图表58： 近两年主要节假日客单价较 2019 恢复情况



数据来源：文旅部，中信建投证券

图表59： 近两年主要节假日国内旅游人次和收入较 2019 恢复情况



数据来源：文旅部，中信建投证券

从主要旅游和景区公司的业绩看，26H1 与 26Q1 的趋势类似，总体呈现出自然资源类景区业绩稳健向好，而休闲度假类明显承压的趋势，自然景区类公司中，如黄山旅游、九华旅游、丽江股份、峨眉山 A、长白山都实现了业绩增长或扭亏。从具体的部分增长因素看，长白山收入+17.7%，业绩扭亏主要得益于沈白高铁、冰雪旅游热度提升等；丽江股份得益于成熟索道客流恢复、天气改善、近两年新投运酒店等贡献。新供给端例如三峡旅游，伴随前两艘游轮落地进度超预期，且整体客单价、载客率都保持较好水平，预计后续将持续带来增量。26H1 旅游景区整体业绩表现仍承压，以 Wind 统计的 25 家旅游及景区行业公司的总和归母净利润，若不考虑张家界 3.27 亿元的重整收益，则总和归母净利润约下滑 10%，暑期预计传统景区也受到多元供给分流。

OTA：携程罚单正式落地，市场监管总局依法对携程集团有限公司滥用市场支配地位行为作出行政处罚，责令其停止违法行为，全额退还订单储备金 1.22 亿元，没收违法所得 16.58 亿元，并处以罚款 35.21 亿元，罚没款合计高达 51.79 亿元。7 月 25 日下午，携程发布落实行政处罚决定整改措施的公告，表示全盘接受、坚决服从，并将严格落实各项整改要求。关注携程不确定性落地后，自身产业链赋能能力在流量机制优化后的持续竞争优势和对资源的吸引能力；同时携程新的佣金制度逐步落地，未来或更偏向于鼓励酒店资源打造综合的竞

下载日志已记录，仅供内部参考

争力，从多维度更真实准确的考察酒店资源的运营能力和管理能力，也预计更好促进酒店行业整体运营质量和方向的改善，以实现更好的流量排序机制，与前期市场判断和预期较为一致，佣金率预计在 10%~15%的区间，考虑到佣金选择对于流量机制仍然有一定影响，预计实际携程平台整体酒店资源的佣金下降幅度也与前期市场预期相近；综合来看，此次系列监管的后续反向，对于携程几大核心业务商业模式和盈利能力的冲击较为有限，而携程自身在监管事件落地后，也预计迎来较好恢复节奏，包括暑期出行数据向好、年内酒店供给端仍保持中高速增长、trip.com 预计保持稳定的预期减亏及扭亏节奏。

OTA 巨头面临的监管压力有望逐步缓解，近年仍有望在入境游和旅游 AI 等领域发挥重要的赋能作用，配合入境游和出境游需求、国内旅游供给优化，迎来良好发展。互联网巨头入局预计将对行业竞争模式和迭代周期产生一定影响，行业趋势上需要积极应对，需要拓展市场空间以及协作共赢。互联网巨头过往核心比较优势在于 C 端流量集中和分发，而且在当前 OTA 的核心竞争模式中，预计对于机酒等高性价比资源的获取、机票联程计算等技术环节，以及下半场的定制游规划、UGC 内容生态、AI 等也有一定优势，预计有望在 2026 年迎来低基数下 GMV 的快速增长，从而获得一定的市场份额。而龙头 OTA 凭借长周期在该行业积累的垂类互联网认知、细节迭代，以及比较优势，仍维持行业领先地位，后续预计在出行定制化服务、内容生态构建、AI 能力提升、O2O 等方面持续发力，并借助先发优势快速获取较大的能力提升，近一年来看传统互联网巨头在文旅赛道的核心打法并未发生根本性变化，短期较难挑战 OTA 巨头在垂类赛道的全产业链资源积累和赋能能力、闭环履约能力、行业认知、资源集中的比较优势。

下载日志已记录，仅供内部参考

（七）博彩：暑期 ggr 修复良好，高端业态成长持续性待验证，龙头股息提升

2025 年 6~8 月澳门博彩 ggr 较 2019 同期恢复度出现明显超预期表现，恢复度达到 88%~92%之间，且同比增速也明显加快。**2025 年 ggr 超预期核心预计为此前高端供给与高端需求存在不匹配缺口，而年内随着政策利好、部分影响因素消除、内外环境有所企稳，国际引流积极、降息大背景等，各牌照也配合从供给端调整结构，高端中场业态在中场占比提升，高赢率高周转游戏占比提升，促销引流更积极，非博彩质量和数量同比明显提升；新物业引流火热；**澳门暑期客流也验证了其作为东南亚稀缺供给、出境游高性价比目的地而具备的客流强韧性。未来 ggr 增量预期当前仍逐步转变为高端客需求提升带动供给端配置的调整。

8 月澳门 ggr 为 218.91 亿澳门元，约恢复至 2019 同期 90.2%，同比-1.2%，增速环比+7.2pct。恢复度环比 7 月+7.4pct，符合自 7 月末世界杯结束后分流效应减弱的趋势判断，世界杯后数周 ggr 表现突出，6 月的一次性偏弱明显好转。8 月在今年内恢复度仅次于 1 月的 90.7%，与去年 6 月后各月恢复度普遍在 90%出头的状态接近。今年 1~8 月 ggr 整体为 1690.53 亿元，恢复至 2019 同期的 85.3%，较 1~7 月恢复度+0.7pct。同比+3.7%，增速环比 1~7 月-0.7pct；客流端，2026 年 7 月访澳旅客共 354.2 万人次，同比+2.4%，约恢复至 2019 同期 100.3%，较 6 月恢复度+9.8pct，大陆游客较 19 同期恢复度 105.1%，环比 6 月+12.3pct，7 月客流端明显向好，预计一方面 7 月下旬世界杯分流结束，另外内地极端天气后暑期旺季来临。前 7 月国际旅客 159.7 万人次，同比+5.1%；前 7 月不过夜旅客+13.9%，留宿旅客-0.3%；上半年：东南亚，菲律宾旅客同比-1.2%，泰国旅客+51.4%。南亚的印度旅客同比+12.4%；东北亚的韩国旅客同比+0.7%。长途客源中，美国旅客同比+7.4%；酒店端，7 月澳门酒店入住率 91.6%，同比+0.5pct（6 月为-2.6pct，85.8%）。住客同比-4.3%至 122.9 万人次（6 月为-8.6%）；五星级(94.2%，+0.2pct)、四星级(90.3%，+3.8pct)，以及三星级(85.5%，-1.5pct）；中国内地(92.3 万人次)同比-3.9%，香港特区(14.5 万人次)同比-13.8%，国际住客 8.9 万，同比+9.5%。上半年国际住客(66.2 万人次)同比+12.3%，当中韩国、泰国、印度、美国分别+13.0%、+43.5%、+16.1%、+27.8%，日本及马来-5.6%、-6.0%；8 月 ggr 恢复度环比提升明显，较 25H2 恢复度高基数的状态已比较接近，但预计仍部分有暑期客流和活动增多的促进，恢复度在下半年持续高基数下仍待验证；中报看，主要趋势仍为高端业态 ggr 恢复度明显放缓，以及去年年中较多利好因素集中释放的红利有所消退；金沙 Q2 伦敦人带动贵宾投注额在低基数下增超 70%，但行业贵宾业务投注仍偏弱。2026 仍关注高端和超高端中场表现，关注核心物业增量及市占率提升、股东回馈提升的兑现情况，行业β层面重点关注暑期后月度 ggr 同比 2019 同期恢复度的边际变化。

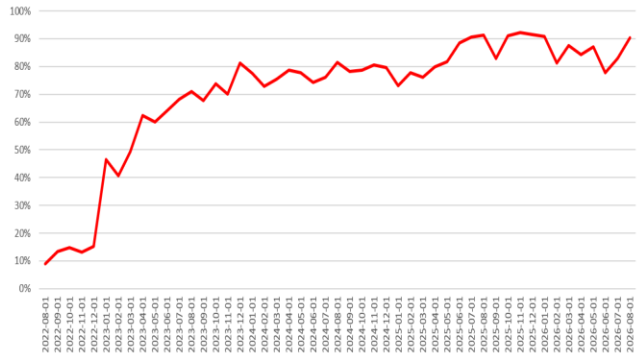
前期我们强调关注板块成长性的可延续性，2025 年中附近一系列板块利好因素以及中高端以上业态的增速稳定性的情况，从 2026 年各月份发展情况来看，今年 6~7 月澳门 ggr 确实受到世界杯的一次性分流较为明显，8 月澳门博彩 ggr 在相对较高的基数下展现出强韧恢复，同比 2019 恢复度再度超过 90%，并且同比也几乎接近打平，成长性仍待验证，但中期存量属性仍然较明显。预计板块今年在没有核心大物业落地培育的情况下，仍重点关注市占率变化+股息率变化。2027~2028 年关注赛道龙头的物业持续落地、海外业务发展契机、横琴布局及客流延伸、经营效率持续提升趋势，预计赛道内现金奶牛属性的公司在业务拓展和股东回馈层面拥有明显更充足灵活的空间。

从主要龙头公司分业务表现看，VIP 业务收入恢复度普遍有所下降，2025 年高端业态所带动的增长有所减弱，需要持续验证中高端业态的成长性，2025 年中部分利好因素的持续性有待继续验证，以确定板块的长期成长性。结合金沙中国、银河娱乐 26H1 的表现来看，**金沙中国**末期股息提升幅度较优质，大众市场消费力仍有待企稳好转，中高端市场也仍需投入较高营销费用，期待中高端市场成长性持续；**银河娱乐** 26H1 非博彩快速发展，新项目建设稳步推进，股东回报力度持续加大，中期派息率提升至 75%，环比提升较超预期，且博彩桌增加的审批、海外机会拓展、澳门物业持续建设等有望持续带来增量。仍可持续期待后续 capex 稳定且澳门唯

下载日志已记录，仅供内部参考

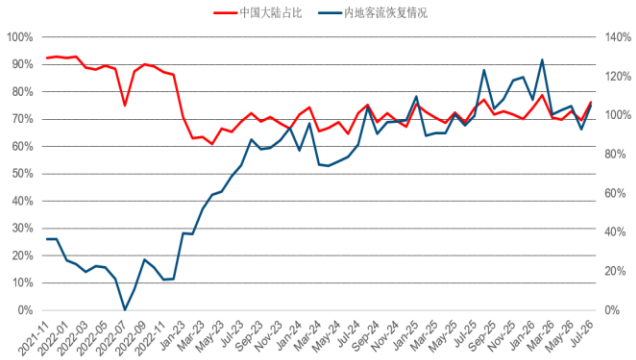
一现金牛属性带来的分红持续提升预期；2026 年仍关注高端和超高端中场布局，关注核心物业增量及市占率提升逻辑明确、股东回馈超预期提升、现金流优质、海外市场拓展逻辑顺畅、EV/EBITDA 在前期回调中已提升性价比。按照此前对行业判断，当前板块龙头 EV/EBITDA 估值或仍受 ggr 恢复度区间的影响，若恢复度维持在 90%附近且逐步提升，则 EV/EBITDA 有望获支撑。

图表60： 澳门博彩 GGR 较 2019 同期恢复度



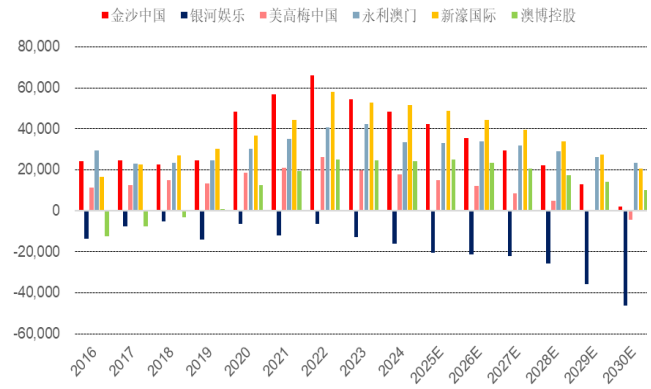
数据来源：DICJ，中信建投证券

图表61： 澳门入境中内陆游客占比及同比 2019 恢复度



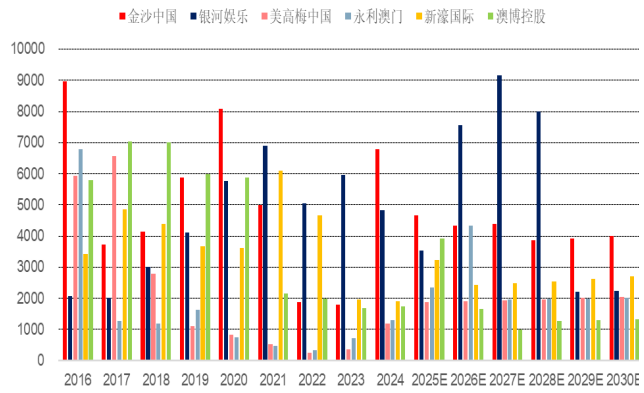
数据来源：澳门政府网站，中信建投证券

图表62： 各家净负债/(现金）水平及预测（百万港元）



数据来源：Wind，Bloomberg，中信建投证券

图表63： 各家每年 CAPEX 情况及预测（百万港元）



数据来源：Wind，Bloomberg，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

图表64： 金沙中国、银河娱乐、美高梅中国各季度分博彩类型收入较 2019 同期恢复度

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2
金沙中国（百万美元）														
贵宾业务赢额	154.93	181.71	186.34	130.13	127.65	179.28	177.35	109.54	163.54	155.49	148.01	280.36	329.47	102.44
恢复度	23.39%	32.44%	42.49%	23.56%	19.27%	32.00%	40.44%	19.83%	24.69%	27.75%	33.75%	50.76%	49.74%	18.28%
中场业务赢额	910.81	1169.20	1287.30	1415.14	1413.93	1365.17	1337.80	1365.98	1281.12	1376.67	1499.90	1541.00	1564.01	1465.73
恢复度	59.89%	84.03%	89.55%	96.59%	92.97%	98.12%	93.06%	93.24%	84.24%	98.94%	104.33%	105.18%	102.84%	105.34%
角子机业务赢额	117.17	151.30	158.88	163.11	169.14	165.94	166.69	163.45	164.77	182.82	189.13	196.84	215.96	221.45
恢复度	76.06%	94.12%	99.14%	101.47%	109.79%	103.23%	104.02%	101.68%	106.96%	113.73%	118.02%	122.45%	140.18%	137.76%
收益总额	1182.90	1502.22	1632.52	1708.38	1710.72	1710.38	1693.91	1646.81	1609.43	1714.98	1837.05	2018.20	2100.00	1780.00
恢复度	**50.61%**	**71.12%**	**80.17%**	**78.43%**	**73.19%**	**80.97%**	**83.18%**	**75.60%**	**68.86%**	**81.19%**	**90.21%**	**92.66%**	**89.84%**	**84.27%**
娱乐场收入	948	1213	1310	1370	1369	1329	1336	1312	1270	1347	1429	1537	1613	1317
恢复度	**50.32%**	**71.27%**	**78.68%**	**77.53%**	**72.66%**	**78.08%**	**80.24%**	**74.25%**	**67.41%**	**79.14%**	**85.83%**	**86.98%**	**85.62%**	**77.38%**
酒店、零售及其他收入	322	407	470	490	431	421	434	448	430	443	471	513	487	463
恢复度	**76.67%**	**92.92%**	**105.62%**	**103.59%**	**102.62%**	**96.12%**	**97.53%**	**94.71%**	**102.38%**	**101.14%**	**105.84%**	**108.46%**	**115.95%**	**105.71%**
经调整EBITDA	398	541	631	654	610	561	585	571	535	566	601	608	633	430
恢复度	**46.39%**	**70.72%**	**83.58%**	**80.64%**	**71.10%**	**73.33%**	**77.48%**	**70.41%**	**62.35%**	**73.99%**	**79.60%**	**74.97%**	**73.78%**	**56.21%**
EBITDA margin	31.3%	33.4%	35.4%	35.2%	33.9%	32.1%	33.1%	32.4%	31.5%	31.6%	31.6%	29.7%	30.1%	24.2%
变化	**-5.46%**	**-2.35%**	**-0.33%**	**-1.04%**	**-2.91%**	**-3.69%**	**-2.73%**	**-3.76%**	**-5.33%**	**-4.13%**	**-4.15%**	**-6.55%**	**-6.66%**	**-11.59%**
净利润率	-0.8%	11.5%	13.0%	15.5%	16.5%	14.1%	15.1%	13.5%	11.9%	12.0%	14.3%	10.4%	14.0%	6.0%
变化	**-24.70%**	**-12.34%**	**-8.54%**	**-7.42%**	**-7.41%**	**-9.82%**	**-6.38%**	**-9.43%**	**-12.03%**	**-11.92%**	**-7.20%**	**-12.51%**	**-9.91%**	**-17.87%**
银河娱乐（百万港元）														
贵宾业务赢额	794	931	813	909	1,299	1,391	1,100	1,539	1,978	2,413	2,044	3,109	2,341	1,636
恢复度	10.69%	12.71%	12.76%	14.07%	17.49%	18.99%	17.27%	23.82%	26.63%	32.94%	32.09%	48.13%	31.51%	22.33%
中场业务赢额	4,934	6,285	7,441	7,826	7,728	8,291	8,386	8,707	8,230	8,811	9,460	10,011	9,602	9,473
恢复度	67.17%	86.50%	101.67%	106.77%	105.21%	114.11%	114.58%	118.79%	112.05%	121.26%	129.25%	136.58%	130.73%	130.37%
角子机业务赢额	337	443	492	508	600	658	666	780	729	785	738	830	785	934
恢复度	55.61%	72.98%	76.76%	77.09%	99.01%	108.40%	103.90%	118.36%	120.30%	129.32%	115.13%	125.95%	129.54%	153.87%
博彩收益总额	6,065	7,659	8,746	9,243	9,627	10,340	10,152	11,026	10,937	12,009	12,242	13,950	12,728	12,043
恢复度	**39.43%**	**50.39%**	**61.04%**	**63.97%**	**62.59%**	**68.04%**	**70.85%**	**76.31%**	**71.11%**	**79.02%**	**85.44%**	**96.55%**	**82.76%**	**79.24%**
净博彩收益	5,323	6,589	7,417	7,961	8,181	8,595	8,197	8,853	8,922	9,656	9,707	11,363	10,021	9,502
恢复度	**47.99%**	**59.13%**	**69.95%**	**74.09%**	**73.76%**	**77.13%**	**77.31%**	**82.39%**	**80.44%**	**86.66%**	**91.55%**	**105.75%**	**90.35%**	**85.27%**
非博彩及其他收益	1,731	2,072	2,233	2,358	2,371	2,323	2,471	2,441	2,280	2,388	2,456	2,470	2,375	2,333
恢复度	**88.59%**	**102.02%**	**105.98%**	**105.83%**	**121.34%**	**114.38%**	**117.28%**	**109.56%**	**116.68%**	**117.58%**	**116.56%**	**110.86%**	**121.55%**	**114.87%**
经调整EBITDA	1,907	2,473	2,768	2,807	2,835	3,176	2,940	3,237	3,296	3,569	3,341	4,296	3,576	3,380
恢复度	**47.88%**	**57.09%**	**67.32%**	**69.27%**	**71.18%**	**73.31%**	**71.50%**	**79.89%**	**82.75%**	**82.39%**	**81.25%**	**106.02%**	**89.78%**	**78.02%**
EBITDA margin	27.0%	28.6%	28.7%	27.2%	26.9%	29.1%	27.6%	28.7%	29.4%	29.6%	27.5%	31.1%	28.9%	28.6%
变化	**-3.50%**	**-4.33%**	**-3.67%**	**-4.03%**	**-3.67%**	**-3.79%**	**-4.75%**	**-2.53%**	**-1.13%**	**-3.28%**	**-4.85%**	**-0.13%**	**-1.68%**	**-4.32%**
净利润率														
变化														
美高梅中国（百万港元）														
贵宾业务赢额	746.79	1118.35	970.39	1119.60	1498.94	877.63	726.92	944.36	1150.95	1289.04	1071.55	1325.89	833.77	861.72
恢复度	27.80%	49.67%	39.00%	49.36%	55.79%	38.98%	29.21%	41.64%	42.84%	57.25%	43.06%	58.46%	31.04%	38.27%
中场业务赢额	4102.76	4908.05	5544.81	6855.49	7431.11	7339.56	6694.26	7139.03	7105.16	7968.84	7871.47	8564.52	8411.35	8134.89
恢复度	117.61%	136.81%	141.51%	173.81%	213.03%	204.59%	170.84%	181.00%	203.68%	222.13%	200.89%	217.14%	241.13%	226.76%
角子机业务赢额	348.04	405.57	411.88	521.07	523.17	575.05	497.16	627.95	517.03	570.83	555.45	653.00	656.81	681.38
恢复度	64.81%	72.41%	71.96%	90.04%	97.42%	102.67%	86.86%	108.51%	96.28%	101.92%	97.04%	112.84%	122.31%	121.65%
收益总额	5197.59	6431.97	6927.08	8496.16	9453.21	8792.24	7918.34	8711.34	8773.14	9828.71	9498.47	10543.41	9901.93	9677.99
恢复度	**77.44%**	**100.52%**	**99.25%**	**125.11%**	**140.84%**	**137.40%**	**113.46%**	**128.28%**	**130.71%**	**153.60%**	**136.10%**	**155.26%**	**147.53%**	**151.24%**

数据来源：公司公告，中信建投证券

投资逻辑上首先仍然关注标的的三大要素：市占率变化、股息率、EV/EBITDA 估值。其中估值中枢又将受到 GGR 整体恢复度的高频影响。

建议关注：银河娱乐（至 2028 年预计仍有近 250 亿港币 capex 及后续增量物业预期、非博彩场馆优质，未来获取市占率提升的概率较大。中场业务增长亮眼，业绩表现优质。股息率持续提升。现金状况优质且长期具备提升股息率预期。海外发展潜力较大且正关注相关机会。新博彩桌申请持续推进，2026 中期派息率再度提升至 75%）、**金沙中国有限公司**（市占率或随物业培育逐步向好，股息率逐步向好，非博彩能力较强，伦敦人逐步培育丰富中高端业态，威尼斯人等逐步改造焕新，业绩逐步修复）。

下载日志已记录，仅供内部参考

三、化妆品&医美：机构持仓再创新低，制造端高增降速、医美品牌与机构分化

（一）机构持仓再创新低

消费行业弱预期延续，2026Q2 美容护理板块公募基金重仓持仓继续下滑，多数标的持仓占比环比下降，机构配置意愿基本见底。华东医药、毛戈平、锦波生物、爱美客、上海家化等前期重仓标的均出现明显回落，上美股份持仓降至零；增仓方面仅珀莱雅持仓占比由 0.0043%升至 0.0059%，敷尔佳、水羊股份录得微量配置，贝泰妮、巨子生物持仓基本持平。整体而言，26Q2 公募对美护的定价权进一步收缩，存量持仓向少数龙头集中，筹码结构已接近历史极致低配。

图表65： 2023-2026 季度基金重仓持股占个股总股本的比例变化（为保证季度可比，此处非全部持仓）

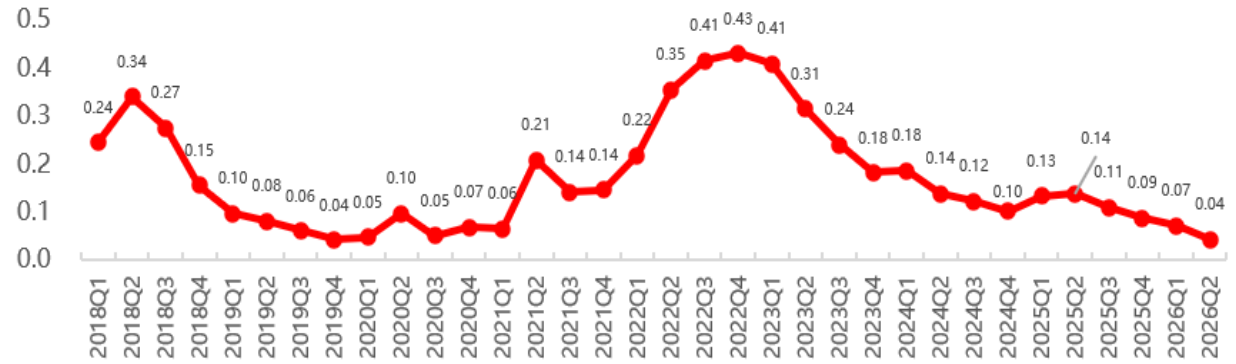
代码	名称	持股市值占基金股票投资市值比（%）	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	
1318.HK	毛戈平		-	-	-	0.0004	0.0017	0.0028	0.0025	0.0062	0.0016	0.0138	0.0154	0.0219	0.0137	-0.82%
000963.SZ	华东医药		0.0090	0.0080	0.0025	-0.0028954	0.0007	0.0002	0.0017	0.0038	0.0030	0.0136	0.0261	0.0224	0.0114	-1.10%
603605.SH	珀莱雅		0.1416	0.1172	0.0746	0.0864	0.0439	0.0384	0.0280	0.0274	0.0262	0.0033	0.0030	0.0043	0.0059	0.16%
920982.BJ	锦波生物		0.0009	-	0.0001	0.0001	0.0002	0.0001	0.0046	0.0068	0.0073	0.0254	0.0163	0.0108	0.0057	-0.51%
300957.SZ	贝泰妮		0.0041	0.0097	0.0030	0.0039	-	0.0008	-	0.0008	0.0011	0.0017	0.0008	0.0008	0.0008	0.00%
600315.SH	上海家化		0.0054	0.0039	0.0012	0.0001	-	-	-	-	0.0011	0.0050	0.0031	0.0022	0.0008	-0.14%
2367.HK	巨子生物		0.0141	0.0152	0.0117	0.0155	0.0087	0.0029	0.0001	-	-	0.0150	0.0007	0.0005	0.0005	0.00%
6699.HK	时代天使		0.0027	0.0015	0.0017	0.0013	0.0001	-	-	-	-	0.0002	0.0003	0.0006	0.0004	-0.02%
300896.SZ	爱美客		-	0.0000	0.0005	0	-	-	-	-	-	0.0195	0.0156	0.0028	0.0004	-0.24%
301371.SZ	敷尔佳		0.0013	0.0019	0.0005	0.0002	0.0001	0.0005	0.0004	-	-	-	-	-	0.0001	0.01%
300740.SZ	水羊股份		0.0396	0.0195	0.0189	0.0101	0.0245	0.0222	0.0064	0.0053	0.0103	0.0016	-	-	0.0001	0.01%
603983.SH	丸美生物									0.0070	0.0163	0.0043	0.0003	-	-	0.00%
603193.SH	润本股份		0.0000	-	0.0001	0.0043	0.0022	0.0024	0.0014	0.0006	0.0017	0.0002	-	-	-	0.00%
600223.SH	福瑞达		-	-	-	-	-	0.0002	-	0.0015	0.0053	-	-	-	-	0.00%
603630.SH	拉芳家化		0.0964	0.0581	0.0472	0.019	0.0133	0.0142	0.0208	0.0316	0.0352	-	-	-	-	0.00%
300955.SZ	嘉亨家化		-	0.0011	0.0031	0.0065	0.0063	0.0094	0.0124	0.0214	0.0396	-	0.0001	-	-	0.00%
300856.SZ	科思股份		0.0048	0.0071	0.0161	0.0323	0.0342	0.0305	0.0303	0.0376	0.0255	-	-	0.0005	-	-0.05%
300132.SZ	青松股份		0.0002	0.0022	0.0025	0.0092	0.0070	0.0040	0.0035	0.0026	-	-	-	0.0002	-	-0.02%
2145.HK	上美股份		0.0000	0.0006	0.0011	0.0009	0.0004	0.0003	-	-	-	0.0037	0.0020	0.0013	-	-0.13%
0460.HK	四环医药		0.0019	0.0020	0.0017	0.0005	-	-	-	-	-	-	-	0.0001	-	-0.01%
688366.SH	昊海生科		0.0115	0.0100	0.0037	-0.0041711	0.0001	0.0004	0.0013	0.0034	0.0025	-	-	-	-	0.00%
002612.SZ	朗姿股份		0.0140	0.0121	0.0049	-0.0054468	0.0006	0.0011	0.0009	0.0030	0.0019	-	0.0001	-	-	0.00%

数据来源：Wind，中信建投证券

26Q2 医美化妆品板块重仓持股市值占比降至 0.04%，与 2019Q4 持平，创近五年新低。板块机构持仓占比在 2022Q4 达到 0.43%的历史高位后持续下行，25Q4、26Q1、26Q2 分别为 0.09%、0.07%、0.04%，降速并未因制造端业绩反转而收敛。整体而言，当前板块筹码压力已充分释放，但低配本身并不构成反转条件，后续超额收益仍取决于盈利预期见底，何时演绎估值修复及溢价。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表66： 医美化妆品板块重仓持股市值占基金股票投资市值比合计（单位：%）



数据来源：Wind，中信建投证券

2026Q2 末陆股通对美护板块持仓延续结构性调整，北向资金在个股选择上更偏向景气改善与底部配置，而非简单增持龙头。增持方面，贝泰妮持股占比由 26Q1 的 1.36%升至 2.17%，科思股份由 0.55%大幅升至 1.39%，爱美客、朗姿股份、润本股份亦获加仓；减持方面，珀莱雅由 3.44%回落至 2.30%，上海家化由 3.36%降至 2.57%，昊海生科、华熙生物继续下降。整体而言，陆股通与公募出现一定错位：公募回补珀莱雅，北向更积极加仓贝泰妮及制造端科思，对处转型期的品牌龙头保持谨慎。

图表67： 陆股通对美护医美板块持仓情况

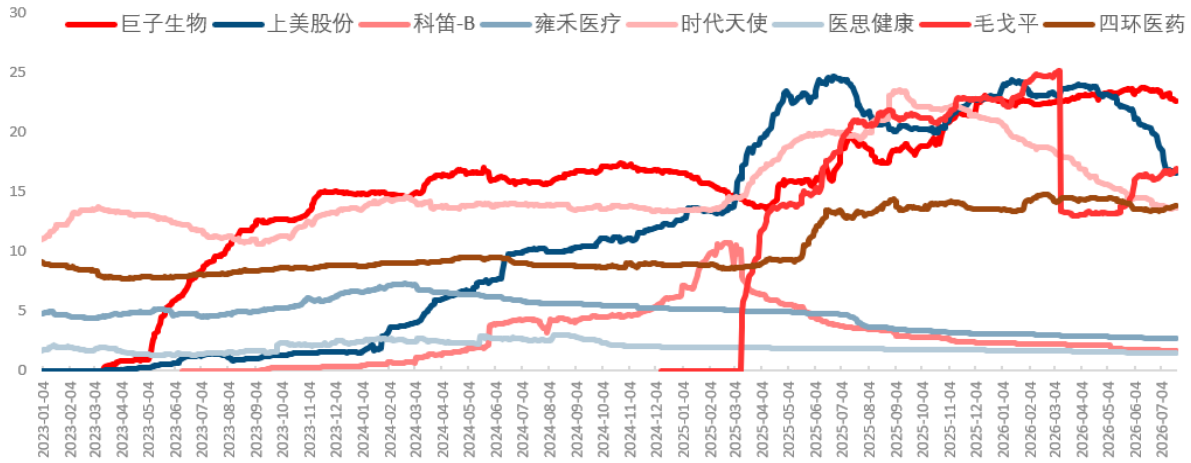
	代码	股票简称	持股数量（万股）	26Q2 持股占比(%)	26Q1 持股占比(%)	25Q4 持股占比(%)
沪港通	603605.SH	珀莱雅	1,063.6	2.30	3.44	2.68
	600315.SH	上海家化	2,876.1	2.57	3.36	4.27
	688363.SH	华熙生物	334.0	0.37	0.42	0.69
	603983.SH	丸美生物	153.8	0.61	0.56	0.38
	600223.SH	福瑞达	504.8	0.67	0.55	0.49
	688366.SH	昊海生科	498.3	1.49	1.75	2.56
	603193.SH	润本股份	124.9	0.57	0.35	1.20
深港通	300896.SZ	爱美客	465.9	1.72	1.45	1.53
	000963.SZ	华东医药	4,636.8	2.33	2.21	2.64
	300957.SZ	贝泰妮	544.5	2.17	1.36	1.28
	002612.SZ	朗姿股份	800.0	1.52	1.22	1.80
	300856.SZ	科思股份	327.9	1.39	0.55	0.68
	300740.SZ	水羊股份	484.4	1.12	1.31	1.24
	301371.SZ	敷尔佳	100.9	0.16	0.09	0.19

资料来源：Wind、中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

26Q2 港股通资金对美护标的由高位增持转为分化留存，南下资金仍是港股美护定价的重要力量。截至 2026 年 6 月末，巨子生物港股通持股占比约 23.5%，继续维持高位；上美股份由前期 24%附近回落至约 19.1%，毛戈平约 16.1%，时代天使约 13.8%，四环医药约 13.4%。进入 7 月后上美股份持股占比继续下台阶至 16%—17%区间。整体而言，南下资金对具备产品壁垒的头部品牌保持一定配置，持仓逻辑从“普涨式增持”转向“业绩验证导向”。

图表68： 港股通持股占港股美护公司流通股本比例



数据来源：Wind，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

（二）板块分析：美妆制造端景气，品牌增长承压，医美品牌与机构走势分化

板块分析构成包含 28 家以中国大陆为主要市场、开展医美/化妆品生产/销售业务的上市公司，我们将美护医美上市公司分为美妆制造端、美妆品牌端及医美品牌端、医美机构端四赛道，具体划分情况见表。需要说明的是，实际上多数化妆品品牌端上市均有自建工厂，也纵向深入到制造端，但此处为明晰板块特征，将主业为化妆品生产制造、品牌端业务不主导的公司归为化妆品制造端公司。

图表69： 美妆医美板块数据分析包含标的

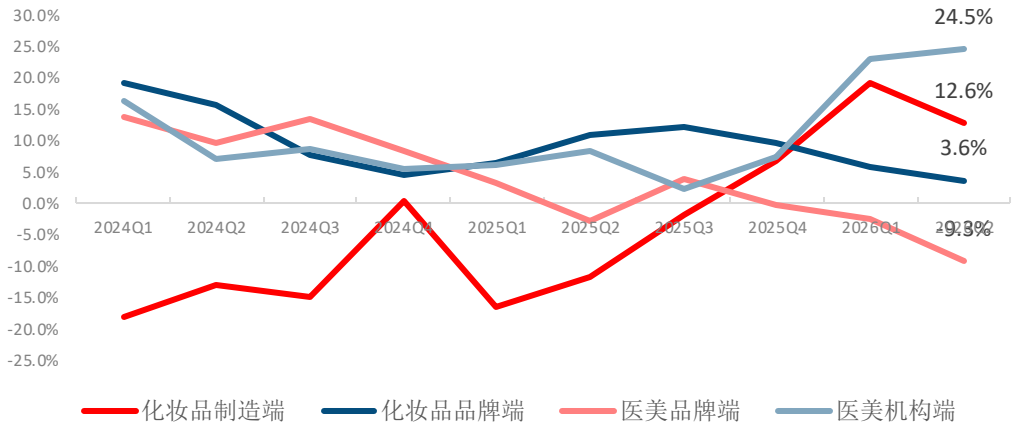
所在市场	美妆制造端	美妆品牌端	医美品牌端	医美机构端
A 股/北交所	嘉亨家化	珀莱雅	锦波生物	朗姿股份
	科思股份	贝泰妮	爱美客	
	青松股份	上海家化	昊海生科	
	青岛金王	丸美生物		
		华熙生物		
		敷尔佳		
		润本股份		
		水羊股份		
		福瑞达		
		登康口腔		
		拉芳家化		
美股		逸仙电商		新氧
港股		毛戈平	四环医药	美丽田园医疗健康
		巨子生物		
		上美股份		
		林清轩		
		科笛-B		

资料来源：Wind、中信建投证券

26Q2 美护细分板块增速进一步分化，化妆品制造端高增有所降速，品牌端继续放缓，医美板块则出现品牌与机构增速差异进一步走扩。化妆品制造端同比增速由 26Q1 的 19.0%回落至 12.6%，仍显著高于其他赛道，显示上游代工复苏斜率变平但仍有弹性；化妆品品牌端由 5.8%进一步放缓至 3.6%。医美品牌端由-2.7%扩大至-9.3%，价盘与产品周期压力仍在累积；医美机构端则维持高增，由 22.9%升至 24.5%，为当季唯一加速的细分板块。整体来看，终端需求疲软并不是医美、化妆品“一刀切”，而是美妆终端销售承压但制造端结构性景气、医美终端结构性景气但品牌端承压的分化格局。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表70： 板块季度营收增速变化

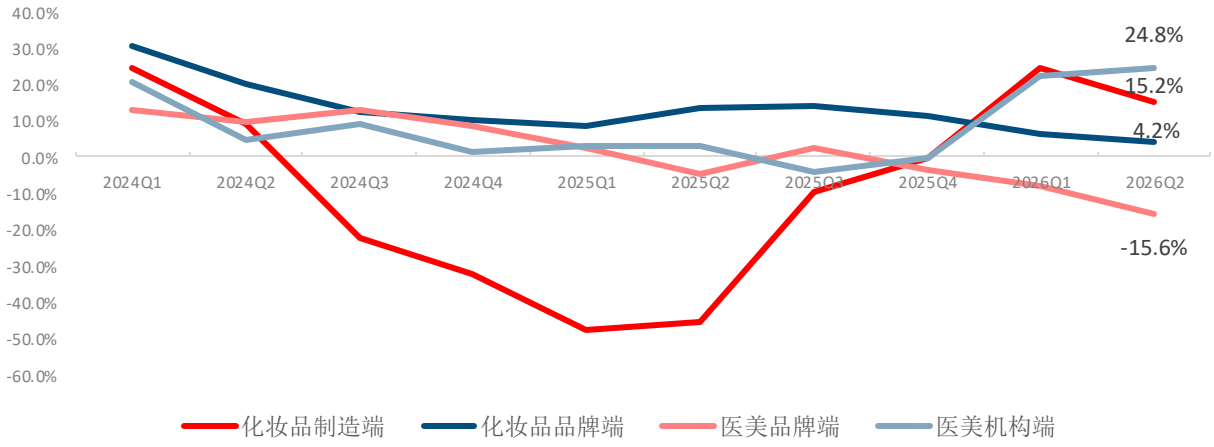


数据来源：Wind，中信建投证券

注：对于港股公司按单季度=1/2 半年度数值进行平均估算

26Q2 板块毛利额增速与营收方向一致，但医美品牌端的利润表压力比收入端更早、更深。化妆品制造端毛利额同比+15.2%，受制于成本抬升，涨幅较 Q1 的+24.6%回落；化妆品品牌端毛利额+4.2%，略快于收入增速。医美品牌端毛利额同比-15.6%，降幅大于收入的-9.3%，说明价格战与产品结构下移正在侵蚀单位盈利；医美机构端毛利额+24.8%，与收入高增匹配。整体而言，毛利额验证了“美妆制造端仍有弹性、品牌端增速放缓；医美机构端量利同步、品牌端价盘受伤”的主线。

图表71： 板块毛利额增速变化



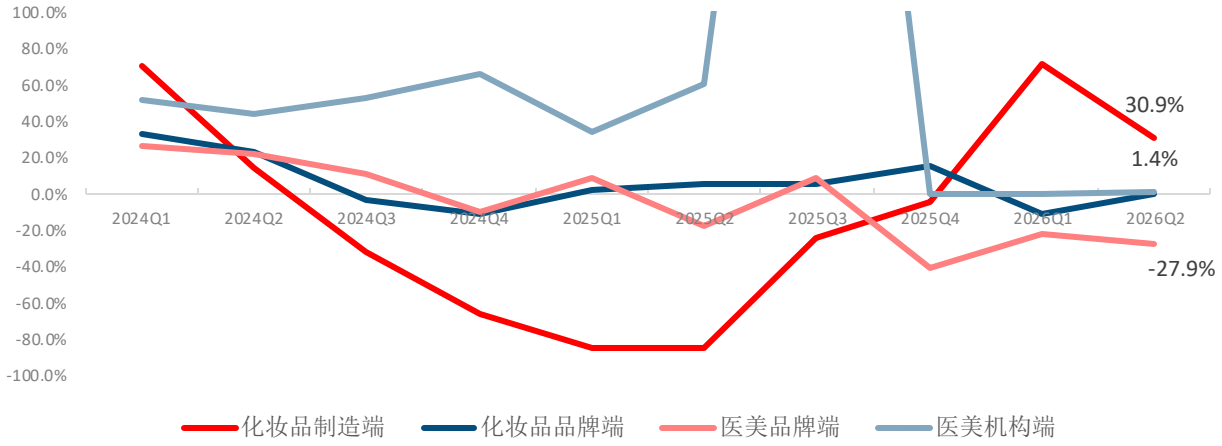
数据来源：Wind，中信建投证券

注：对于港股公司按单季度=1/2 半年度数值进行平均估算

26Q2 美护板块营业利润增速的极端分化有所收敛，但方向并未反转。化妆品制造端营业利润同比+30.9%，较 Q1 的+71.3%明显降速，但业绩弹性仍然兑现；化妆品品牌端由 Q1 的-11.1%收窄至-0.2%，接近转平，主要由于龙头珀莱雅获得一定非经常性收益缓冲。医美品牌端同比-27.9%，跌幅较 Q1 的-22.4%继续扩大；医美机构端营业利润仅+1.4%，显著落后于收入与毛利额增速，主要由于朗姿股份去年同期的高非经收益抬升基数。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表72： 板块营业利润增速变化



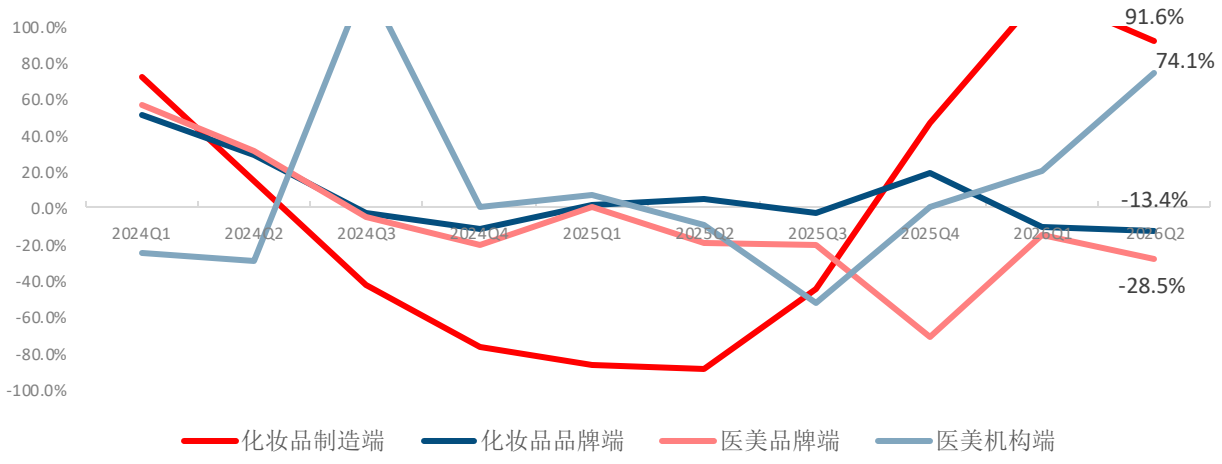
数据来源：Wind，中信建投证券

注 1：对于港股公司按单季度=1/2 半年度数值进行平均估算

注 2：注：剔除了因一次性或非业务性利润波动较大的化妆品品牌端的上海家化和逸仙电商，化妆品制造端的青岛金王，朗姿股份非业务性损益也较多但医美机构端标的仅有3 个因而未进行剔除

板块扣非归母净利润与营业利润大体同向，化妆品制造端、医美机构端呈现高业绩弹性。化妆品制造端扣非归母净利润同比+91.6%，成本与产能利用率仍是底部标的的核心弹性来源；化妆品品牌端由 Q1 的-11.3%跌至-13.4%，板块盈利持续承压。医美品牌端同比-28.5%，仍处下滑通道；医美机构端扣非归母净利润+74.1%，非经常性损益扰动较大，实际利润向上弹性初步兑现。整体而言，26Q2 利润分配仍在重塑：美妆制造端、医美机构端盈利状况向好、美妆医美品牌端持续承压。

图表73： 板块扣非归母净利润增速变化



数据来源：Wind，中信建投证券

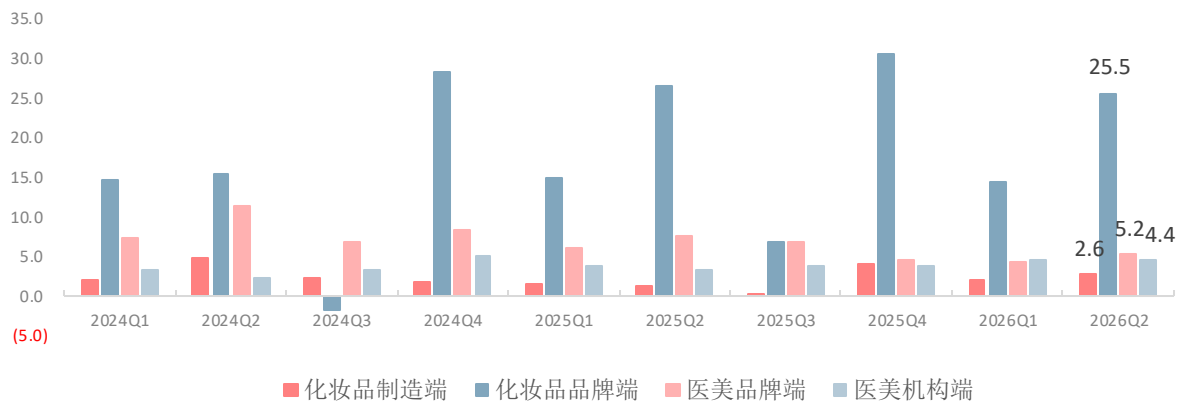
注 1：对于港股公司按单季度=1/2 半年度数值进行平均估算

注 2：注：剔除了因一次性或非业务性利润波动较大的化妆品品牌端的上海家化和逸仙电商，化妆品制造端的青岛金王，朗姿股份非业务性损益也较多但医美机构端标的仅有3 个因而未进行剔除

下载日志已记录，仅供内部参考

26Q2 美护医美板块经营性现金流相对稳定，品牌端仍是绝对的现金来源。化妆品品牌端当季经营性净现金流入 25.5 亿元，与去年同期 26.4 亿元基本持平，继续扮演“现金奶牛”；化妆品制造端流入 2.6 亿元，高于去年同期 1.2 亿元，与收入利润高增更为匹配。医美品牌端流入 5.2 亿元，低于去年同期 7.5 亿元；医美机构端流入 4.4 亿元，好于去年同期 3.2 亿元。整体而言，板块现金流整体稳定，后续更需观察品牌端投放回款与制造端是否重新进入补库占款。

图表74： 板块经营性现金流（单位：亿元）总计

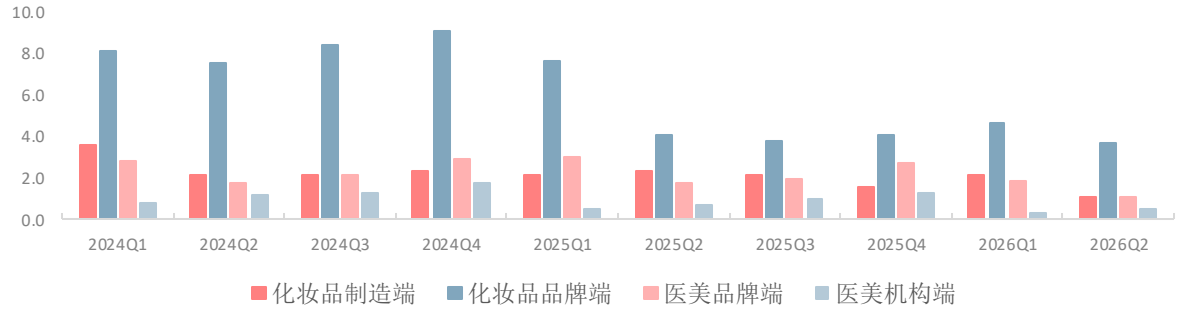


数据来源：Wind，中信建投证券

注：此处仅包含板块所有A股公司及数据完整的毛戈平

26Q2 各细分板块资本开支均较去年同期收缩，扩张节奏明显降温。化妆品制造端资本开支 1.0 亿元，同比显著收缩；化妆品品牌端 3.6 亿元，低于去年同期 4.0 亿元，也低于 26Q1 的 4.6 亿元；医美品牌端 1.1 亿元、机构端 0.4 亿元，均低于去年同期。整体来看，在终端增速放缓、机构持仓低配的环境下，上市公司更倾向于收缩产能与门店开支、把现金留在报表内，资本开支下行对中期供给出清偏正面，但也意味着从产业视角需求拐点仍未见。

图表75： 板块资本开支（单位：亿元）总计



数据来源：Wind，中信建投证券

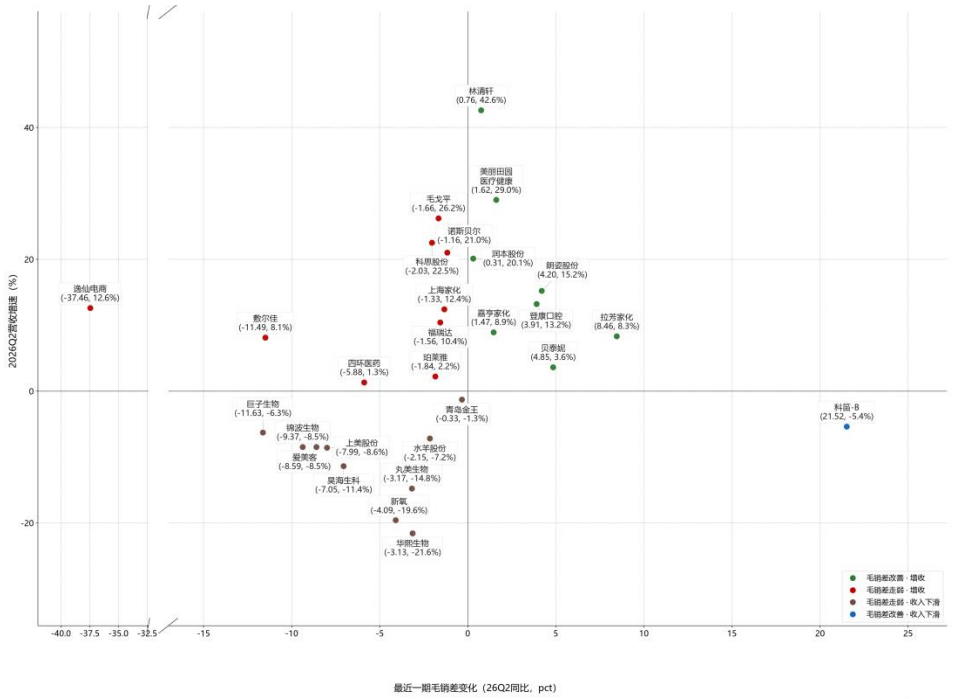
注：此处仅包含板块所有A股公司及数据完整的毛戈平

从散点图看经营效率改善与高增长兼备的“双优”标的。我们将美护板块公司按 26Q2 毛销差变化、营收增速两个维度绘制散点图，位于第一象限的标的量利双升，包括林清轩、美丽田园医疗健康、朗姿股份、润本

下载日志已记录，仅供内部参考

股份、登康口腔、拉芳家化、贝泰妮、嘉亨家化，其中林清轩收入同比+42.6%，拉芳家化毛销差改善达 8.5 个百分点。第四象限集中了毛戈平、科思股份、诺斯贝尔、上海家化、敷尔佳等，增长仍在，费用或促销对利润率形成对冲；第三象限双降则包括巨子生物、上美股份、华熙生物、丸美生物及多数医美品牌，仍待拐点确认。整体而言，“盈利质量驱动”导向下，毛销差改善且仍能增长的标的在存量竞争中更为稀缺。

图表 76： 美护&医美公司最近一期毛销差变化 VS 营收增速散点图



数据来源：Wind，中信建投证券绘制

注：A 股、美股公司用 2026Q2 数据，港股公司使用 2026H1 数据

2026Q2（港股为 H1）美护重点个股业绩继续极化，制造端收入弹性仍在、品牌端利润分化、医美板块普遍承压。化妆品制造端中，科思股份、诺斯贝尔收入分别同比+22.5%、+21.0%，诺斯贝尔归母净利润+35.0%，验证代工订单回暖。品牌端，林清轩收入 15.00 亿元/+42.6%、归母+40.7%表现亮眼；毛戈平收入 32.67 亿元/+26.2%、归母+20.3%，仍是量利较为匹配的龙头；润本股份收入+20.1%、利润+20.3%；珀莱雅收入+2.2%、归母+96.3%，利润高增主要来自并表及投资收益扰动；上海家化归母+226.7%但经营现金流偏弱；华熙生物收入-21.6%、利润-25.9%，仍处调整。医美方面，锦波生物、爱美客、昊海生科收入分别-19.6%、-8.5%、-11.4%，朗姿股份收入+15.2%但归母-65.3%，系去年同期非经收益影响基数致表观下滑。整体来看，个股层面更应把能否定价费用纪律和产品周期放在增速之前。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表77： 医美化妆品子版块重点个股业绩表现情况总结（亿元）

			2026Q2（港股H1）					
			收入	yoy	归母净利润	yoy	Net CFO	Net CFO/净利润
化妆品	300955.SZ	嘉亨家化	3.21	8.9%	-0.05	-59.7%	0.37	-751.3%
	300856.SZ	科思股份	3.98	22.5%	0.18	2.4%	1.18	666.1%
	300132.SZ	诺斯贝尔	6.27	21.0%	0.34	35.0%	1.05	305.8%
	603605.SH	珀莱雅	30.69	2.2%	8.01	96.3%	8.44	105.3%
	300957.SZ	贝泰妮	14.74	3.6%	2.26	3.4%	3.51	155.5%
	600315.SH	上海家化	19.96	12.4%	1.59	226.7%	0.19	11.9%
	603983.SH	丸美生物	7.82	-14.8%	0.54	38.3%	0.42	76.9%
	688363.SH	华熙生物	9.27	-21.6%	0.88	-25.9%	3.93	446.2%
	301371.SZ	敷尔佳	6.08	8.1%	0.84	-38.9%	0.43	50.7%
	603193.SH	润本股份	7.87	20.1%	1.72	20.3%	1.87	108.4%
	300740.SZ	水羊股份	13.12	-7.2%	0.52	-35.6%	1.12	214.7%
	600223.SH	福瑞达	10.09	10.4%	0.50	-12.9%	0.64	128.8%
	603630.SH	拉芳家化	2.16	8.3%	0.16	-335.1%	0.08	53.5%
	1318.HK	毛戈平	32.67	26.2%	8.05	20.3%	4.63	57.5%
	2367.HK	巨子生物	29.18	-6.3%	9.40	-20.5%	-	-
	2657.HK	林清轩	15.00	42.6%	2.56	40.7%	-	-
	2145.HK	上美股份	37.56	-8.6%	1.08	-79.4%	-	-
医美	920982.BJ	锦波生物	3.96	-19.6%	1.41	-36.9%	1.30	92.2%
	300896.SZ	爱美客	5.82	-8.5%	2.95	-14.6%	2.83	95.9%
	000963.SZ	华东医药	108.83	-0.5%	8.59	-4.6%	33.52	390.4%
	688366.SH	昊海生科	6.08	-11.4%	0.39	-67.6%	1.09	279.8%
	002612.SZ	朗姿股份	16.00	15.2%	0.62	-65.3%	1.68	271.5%

数据来源：Wind，中信建投证券

（三）重点个股：产业链利益分布变化及费用纪律决定阿尔法

化妆品：制造端订单景气，品牌端增速收敛、利润分化

润本股份：26Q2 营收 7.87 亿元/+20.1%，归母净利润 1.72 亿元/+20.3%；当季毛利率 61.0%/+2.9pct，销售费用率 32.4%/+2.6pct，毛利扩张覆盖投放，是净利率得以同步的关键。业务上驱蚊系列 H1 收入+28.2%为增长主引擎，Q2 量价齐升（销量+12.0%、均价+11.3%），婴童护理靠防晒结构升价、收入+8.9%。亮点在山姆与美团 O2O 放量，以及高含量驱蚊液、儿童防晒等矩阵补齐，渠道扩容与结构升价仍可延续。

珀莱雅：26Q2 营收 30.69 亿元/+2.2%，归母净利润 8.01 亿元/+96.3%，扣非仅 3.23 亿元/-17.5%；当季毛利率 74.17%/+0.32pct，销售费用率 54.86%/+2.16pct，费用投放是扣非净利率承压的主因，归母高增则来自花知晓分步并表及投资收益。主品牌珀莱雅 H1 收入-7.19%、彩棠-21.93%，Off&Relax+70.81%、原色波塔+222%贡献结构弹性。花知晓持股升至 51%、6 月起并表补齐彩妆矩阵，618 主品牌稳居天猫美妆及抖音、京东美妆国货第一，后续看主品牌拐点与并表协同。

丸美生物：26Q2 营收 7.82 亿元/-14.8%，归母净利润 0.54 亿元/+38.3%；毛利率 73.5%基本持平，销售费用

下载日志已记录，仅供内部参考

率 64.1%/+3.4pct，毛销差收窄至 9.4%，销售费用率抬升是经营净利率的主要压力，归母转正更多来自低基数。收入端转负。后续看收入拐点、盈利质量改善节奏及产业协同。

上海家化：26Q2 营收 19.96 亿元/+12.4%，归母净利润 1.59 亿元/+226.7%，扣非 0.86 亿元；毛利率 66.8%/+3.4pct 是净利率改善的经营主因，销售费用率 51.9%/+4.7pct 对冲部分毛利，归母仍含投资收益。业务上美妆收入+35.1%、个护+21.4%，创新-35.4%、海外-7.7%。亮点是高毛利美妆占比提升与六神旺季结构升价，后续看创新与海外拖累能否收敛并持续兑现业绩。

水羊股份：26Q2 营收 13.12 亿元/-7.2%，归母净利润 0.52 亿元/-35.6%；毛利率 69.3%/+4.1pct，但销售费用率 54.7%/+6.2pct，费用抬升超过毛利改善，是净利率下滑的主因。收入由一季度正增转为当季负增，总量回落是主要矛盾。毛利率仍在扩张，后续看投放 ROI 能否重新换回收入弹性。

福瑞达：26Q2 营收 10.09 亿元/+10.4%，归母净利润 0.50 亿元/-12.9%；毛利率 58.3%/+4.9pct，销售费用率 42.9%/+6.5pct，投放抬升对冲毛利扩张，是净利率未能同步的主因。化妆品 H1 收入+17.6%（颐莲+16.3%，珂谧高增，瑷尔博士 H1-6.5%但 Q2 已转正+3.1%），医药-23.4%拖累结构。后续看投放 ROI 收敛，以及瑷尔博士转正、珂谧轻医美胶原能否接力。

诺斯贝尔：26Q2 营收 6.27 亿元/+21.0%，归母净利润 0.34 亿元/+34.9%；毛利率 19.3%/-0.8pct，管理费用率 5.6%/-2.1pct，管理费用率下行是净利率改善的主因。品类上护肤+29.3%最快，面膜+12.3%、湿巾+19.5%。后续聚焦大客户节奏，订单景气下利润弹性仍可期。

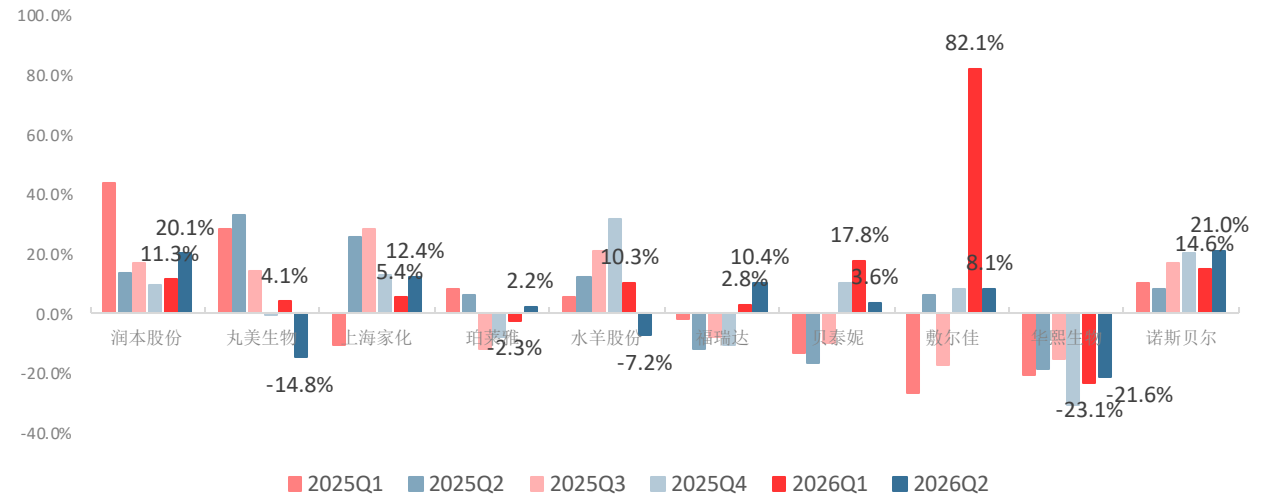
华熙生物：26Q2 营收 9.27 亿元/-21.6%，归母净利润 0.88 亿元/-25.9%；毛利率 68.1%/-1.9pct，销售费用率 36.2%/+1.2pct，收入缺口大于费用绝对值下降，毛利率与销费率共同拖累净利率。皮肤科学创新转化 H1-50.9%是利润下滑主因，原料+1.9%、营养+59.7%相对更强，医疗终端-11.0%但三类械/美塑支数高增。经营现金流 H1+140%， ECM 解决方案与威海 PDRN 产线 8 月投产。

敷尔佳：26Q2 营收 6.08 亿元/+8.1%，归母净利润 0.84 亿元/-38.9%，扣非-45.9%；毛利率 76.6%（H1 综合-4.6pct，主因化妆品毛利率-6.6pct），销售费用率 53.9%/+7.5pct，销费率抬升叠加毛利率下滑是净利率主因，Q1 补助基本不在当季。H1 化妆品+34.2%、器械+33.3%增速接近，但器械均价-14.7%；渠道上线上直营+43.2%、线上经销-23.6%，线下经销+58%。后续看Ⅲ类胶原贴敷料/冻干纤维拿证。

贝泰妮：26Q2 营收 14.74 亿元/+3.6%，归母+3.4%，扣非+27.1%；当季毛利率 75.59%/+0.55pct，销售费用率 48.63%/-4.29pct，费用优化是扣非净利率改善的主因。主品牌薇诺娜+2.5%稳盘，薇诺娜宝贝+54.0%、姬芮+22.5%、瑷科缦+46.0%接力，抖音/拼多多高增、OMO 与线下仍弱。亮点是多品牌由投入走向兑现，后续看主品牌稳盘与宝贝/瑷科缦弹性能否延续。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表78： 主要化妆品公司 2025Q1 至 2026Q2 营收单季度增速



数据来源：公司公告，中信建投证券

医美：品牌端周期下行多产品发力，机构端利润弹性兑现

锦波生物：26Q2 营收 3.96 亿元/-19.6%，归母净利润 1.41 亿元/-36.9%；毛利率 84.6%/-6.5pct，销售费用率 23.7%/+2.9pct，毛利率下台阶是净利率主拖累。H1 医疗器械毛利率 89.6%/-5.5pct、护肤 67.4%，高毛利械类走弱是结构主因。后续看凝胶类新品能否打开第二曲线、价盘能否止跌。

爱美客：26Q2 营收约 5.82 亿元/-8.5%，归母约 2.95 亿元/-14.6%；H1 毛利率 92.5%仅-0.9pct，销售费用率 19.3%/+8.2pct（新品事业部人工及市场费用）是净利率下滑的主因。溶液类-20.5%、凝胶类-23.1%，冻干粉（AestheFill 等）+973.5%贡献结构增量。亮点是肉毒 8 月已上市，嗨体面适应症与射频仪预计下半年销售，REGEN 整合降低对嗨体/濡白单一依赖。

昊海生科：26Q2 营收 6.08 亿元/-11.4%，归母净利润 0.39 亿元/-67.6%；毛利率 64.7%/-6.1pct，销售费用率 31.3%仅+1.0pct，毛利率下滑是净利率主因。H1 医美与创面护理分部收入约 4.39 亿元、毛利率 74.2%，高毛利医美分部下台阶使得利润承压。跟踪医美价盘与产品组合拐点。

四环医药： 26H1 收入同比约+1.3%；集团毛利率 58.7%/-7.4pct，销售费用率 18.7%/-1.5pct，毛利率才是净利率主拖累。医美分部 H1 收益 6.93 亿元、税前溢利 3.43 亿元，仍是利润压舱石。跟踪医美管线与创新药业务扩张节奏。

朗姿股份：26Q2 营收约 16.00 亿元/+15.2%，归母约 0.62 亿元/-65.3%，但 H1 扣非+35.3%；毛利率 62.2%/+2.5pct，三费率几乎持平，归母下滑主因处置收益、公允价值及补税，并非费率恶化。医美收入+15.0%（非手术+20.1%、手术-17.4%），女装线上+36.2%快于整体。亮点是医美毛利率 59.5%/+4.8pct、非手术标准化，后续看门店扩张质量与并购基金落地。

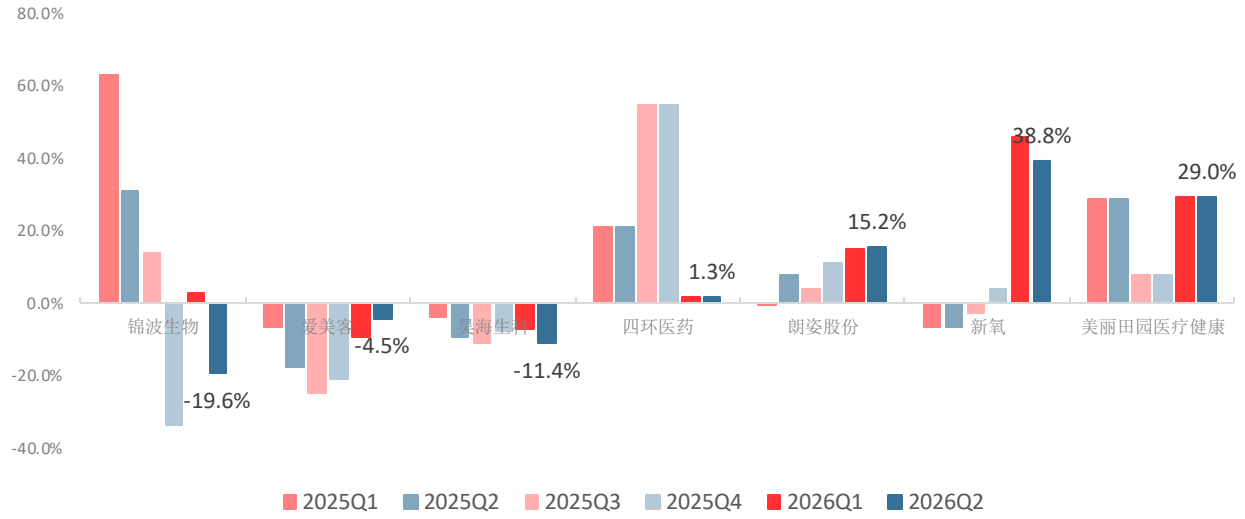
美丽田园医疗健康： 26H1 营收 18.82 亿元/+29.0%，归母净利润 2.22 亿元/+42.7%；毛利率 51.4%/+2.1pct，三费率 34.5%/-0.3pct，毛利率提升是净利率改善的主因。美容保健+35.7%快于医美+20.9%，直营同店+5.5%，

下载日志已记录，仅供内部参考

思妍丽并表贡献约 3.8 亿元。思妍丽整合有望发挥协同效益，后续看并表后同店与消费医疗占比提升。

新氧：26Q2 总收入 5.05 亿元/+33.4%，归母仍亏 0.23 亿元但同比收窄 37.0%；毛利率 44.1%/-7.2pct（治疗占比抬升拖累综合毛利），销售费用率 30.4%/-4.3pct，毛利率下滑是净利率口径的主要拖累，费用率改善形成对冲。医美治疗服务+129.5%为结构主引擎，信息与预约-35.0%。扩店至 65 家、同店销售+52%，Q3 治疗收入指引 3.52-3.62 亿元，规模效应下有望逐步迎来盈利拐点。

图表79： 主要医美公司 2025Q1 至 2026Q2 营收单季度增速



数据来源：公司公告，Wind，中信建投证券

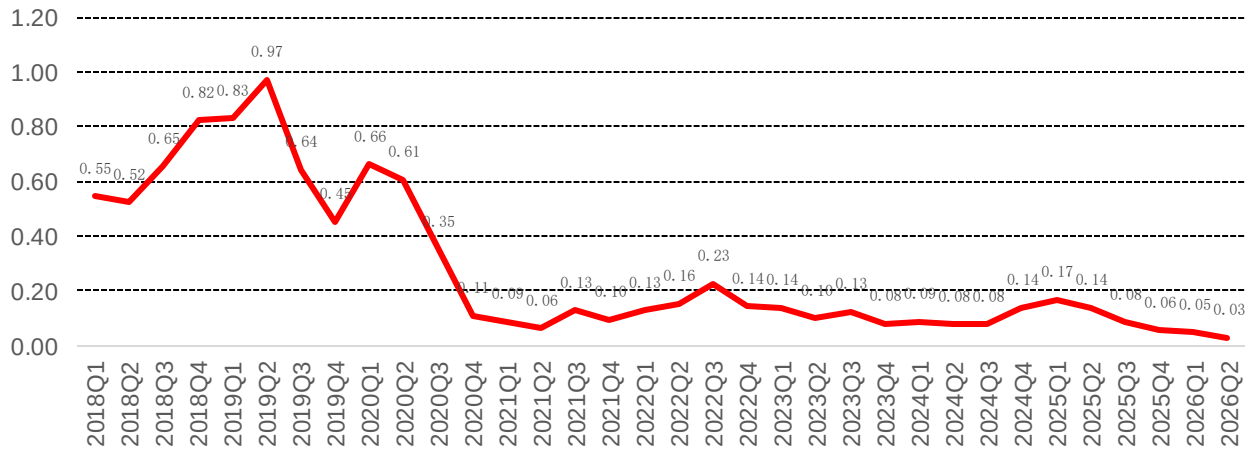
下载日志已记录，仅供内部参考

四、商贸零售板块业绩总结

（一）机构持仓继续下探，关注度仍处于低位

板块整体重仓环比连续五个季度下降，机构配置进一步降至低位。零售板块重仓持股市值占基金股票投资市值比合计自 25Q1 的近年高点 0.17%持续下降，26Q1 降至 0.05%，26Q2 仅为 0.03%，已处于 2018 年以来低位。2025 年初有胖东来调改+新消费相关的部分热度，而在 2025 年中后伴随宏观预期变化以及消费行业整体基本面走弱而不断减少机构配置。自 2020 年以来，零售板块整体受互联网冲击显著，即使在线下运营成本不断下降且各类国家性补贴政策落地后，市场信心仍未恢复，关注度极低。外贸相关领域受出口带动较好，基本面与股价表现相对好于大部分消费板块，但仍与科技板块有明显差距。

图表80： 零售板块重仓持股市值占基金股票投资市值比合计（%）*



*数据来源：Wind，中信建投证券 *注：包含跨境电商板块，不包含免税板块*

增仓角度：安克创新 26Q2 获得较明显增仓，重仓持股市值占基金股票投资市值比由 26Q1 的 0.0059%提升至 0.0108%，成为板块内增仓幅度最大的个股；孩子王由基本无重仓配置提升至 0.0017%，苏美达、大商股份亦有小幅增仓。整体看，增仓方向仍较为分散，既有品牌出海和成长属性较强的安克创新，也有业绩改善预期的孩子王以及偏稳健经营的苏美达，板块仍未形成明确统一的配置主线。

减仓角度：绿联科技、若羽臣、永辉超市持仓下降较为明显，重仓持股市值占基金股票投资市值比分别由 26Q1 的 0.0065%、0.0062%、0.0067%下降至 26Q2 的 0.0023%、0.0022%、0.0031%；国联股份、农产品、小商品城、壹网壹创等亦有不同程度减仓。名创优品持仓继续小幅下降。整体来看，26Q2 零售板块增仓公司数量和幅度仍明显弱于减仓公司，机构配置进一步向少数个股集中，但尚未体现出明显的板块效应。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表81： 商贸零售板块部分个股基金重仓持股占基金股票投资市值比重（%）

代码	名称	基金重仓占基金市值比(%)	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2		
300866.SZ	安克创新		0.012	0.019	0.012	0.006	0.016	0.015	0.024	0.023	0.019	0.008	0.010	0.006	0.011	↑	0.005
601933.SH	永辉超市		0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.001	0.006	0.007	0.007	0.005	0.000	0.007	0.003	↓	-0.004
301606.SZ	绿联科技		0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.002	0.003	0.005	0.003	0.007	0.002	↓	-0.004
000061.SZ	农产品		0.002	0.005	0.004	0.004	0.004	0.005	0.006	0.005	0.004	0.004	0.004	0.004	0.002	↓	-0.001
600710.SH	苏美达		0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.001	0.001	0.001	0.001	0.002	0.002	↑	0.000
003010.SZ	若羽臣		0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.004	0.008	0.022	0.013	0.007	0.006	0.002	↓	-0.004
9896.HK	名创优品		0.002	0.003	0.002	0.003	0.008	0.013	0.016	0.012	0.006	0.013	0.005	0.003	0.002	↓	-0.001
301078.SZ	孩子王		0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.001	0.006	0.013	0.010	0.000	0.000	0.000	0.002	↑	0.002
603613.SH	国联股份		0.041	0.051	0.019	0.021	0.019	0.018	0.014	0.012	0.008	0.006	0.004	0.003	0.001	↓	-0.003
002091.SZ	江苏国泰		0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.002	0.001	0.001	0.000	↓	0.000
600694.SH	大商股份		0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.004	0.004	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	↑	0.000
301381.SZ	赛维时代		0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.001	0.000	↓	-0.001
603214.SH	爱婴室		0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.001	0.002	0.001	0.000	0.000	0.000	0.000	↓	0.000
600729.SH	重庆百货		0.006	0.010	0.009	0.008	0.005	0.001	0.002	0.013	0.001	0.000	0.001	0.000	0.000	→	0.000
300592.SZ	华凯易佰		0.000	0.003	0.002	0.001	0.001	0.000	0.001	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	→	0.000
002697.SZ	红旗连锁		0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.001	0.003	0.001	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	→	0.000
002127.SZ	南极电商		0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.003	0.006	0.003	0.000	0.000	0.000	0.000	→	0.000
2586.HK	多点数智									0.000	0.001	0.000	0.000	0.000	0.000	→	0.000
002251.SZ	步步高		0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	→	0.000

数据来源：Wind，中信建投证券

图表82： 商贸零售板块部分个股基金重仓持股占流通股比率（%）

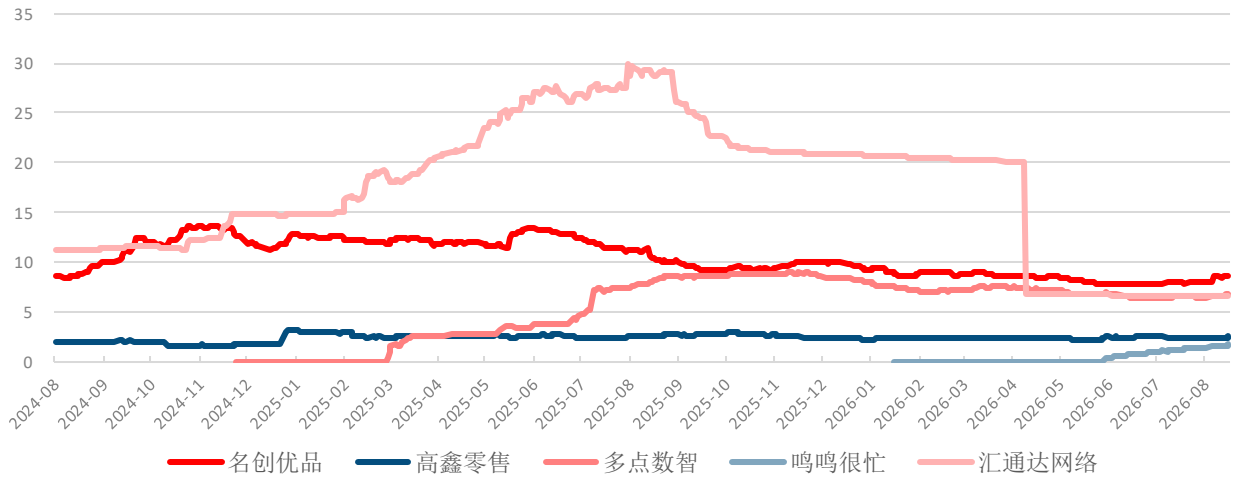
代码	名称	基金重仓占流通股比率比(%)	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2		
003010.SZ	若羽臣		0.019	0.028	0.003	0.000	0.000	0.000	7.222	9.763	15.577	11.546	7.980	7.149	3.516	↓	-3.633
300866.SZ	安克创新		5.655	7.993	3.664	1.975	4.284	4.254	5.614	5.245	3.931	2.046	2.452	1.418	2.957	↑	1.539
000061.SZ	农产品		0.974	2.676	2.298	2.396	3.038	3.497	3.390	3.100	2.926	2.479	1.892	2.131	2.018	↓	-0.113
301606.SZ	绿联科技		0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.001	2.417	8.770	12.413	2.981	2.235	4.658	1.994	↓	-2.664
301078.SZ	孩子王		0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.792	2.819	5.525	4.306	0.000	0.006	0.005	1.759	↑	1.754
600710.SH	苏美达		0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.001	2.417	8.770	12.413	0.719	0.509	1.082	1.653	↑	0.571
601933.SH	永辉超市		0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.110	0.755	1.059	1.122	1.057	0.080	1.583	1.072	↓	-0.511
9896.HK	名创优品		0.390	0.283	0.250	0.388	1.092	2.225	1.964	1.916	0.973	2.260	1.010	0.669	0.649	↓	-0.019
600694.SH	大商股份		0.000	0.000	0.000	0.000	0.456	0.031	2.994	3.488	0.047	0.034	0.000	0.061	0.433	↑	0.373
603613.SH	国联股份		0.000	0.507	0.000	0.019	0.000	0.000	0.000	0.000	0.010	2.402	1.916	1.457	0.390	↓	-1.067
002091.SZ	江苏国泰		0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	1.135	0.346	0.311	0.245	↓	-0.066
603214.SH	爱婴室		0.390	0.283	0.250	0.388	1.092	2.225	1.964	1.916	0.973	0.000	0.042	0.188	0.076	↓	-0.112
300592.SZ	华凯易佰		0.650	3.582	3.430	2.961	1.630	0.034	0.635	0.000	0.131	0.000	0.204	0.083	0.064	↓	-0.019
600729.SH	重庆百货		3.091	4.395	4.657	9.156	7.227	0.747	1.827	15.196	0.851	0.285	1.319	0.044	0.016	↓	-0.028
301381.SZ	赛维时代		0.000	0.647	0.000	1.625	0.000	0.025	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	1.013	0.000	↓	-1.013
002251.SZ	步步高		0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.005	0.005	0.000	0.000	→	0.000
002697.SZ	红旗连锁		0.301	0.051	0.156	0.296	0.121	1.080	2.612	0.753	0.000	0.340	0.000	0.000	0.000	→	0.000
002127.SZ	南极电商		0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	2.101	5.243	2.665	0.000	0.000	0.000	0.000	→	0.000

数据来源：Wind，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

港股持仓有持续分化。截至 26Q2 末，名创优品、多点数智港股通持股比例分别由 26Q1 末的 8.83%、7.53%下降至 7.83%、6.39%，延续缓步回落趋势；高鑫零售由 2.31%小幅提升至 2.49%。鸣鸣很忙入通后港股通持股比例由 0 提升至 0.73%；此前被移出恒生综指的汇通达持股比例则由 20.17%明显下降至 6.65%。整体港股零售标的数量仍较少，资金配置同样呈现较明显的个股分化。

图表83： 港股通持股比例不断上升（%）



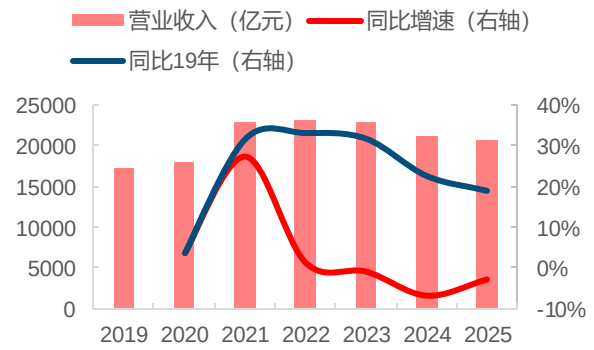
数据来源：Wind，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

（二）商贸零售：细分行业供给侧格局改善

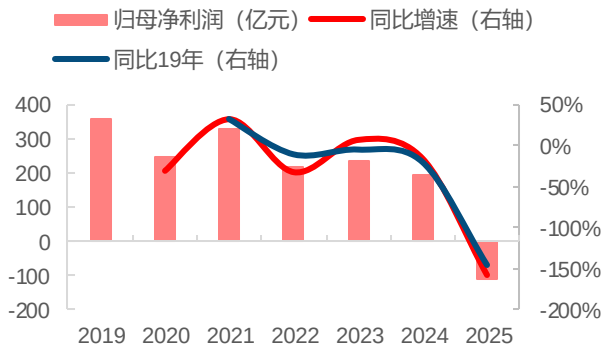
2026 年收入持续恢复增长。商贸零售板块收入端：2026H1 累计营业收入约 1.06 万亿元，同比增长 5.67%，其中 26Q1 收入 5,224 亿元，同比增长 7.87%，26Q2 收入 5,402 亿元，同比增长 3.63%，连续三个季度保持同比正增长；反馈经历 2024-2025 年的持续承压后，板块收入端延续企稳回升趋势，26Q2 增速较 26Q1 有所放缓，但依旧高于全国社零增速，也反馈上市公司正于供给侧不断获得优势，推进行业集中。

图表84： 商贸零售板块 2025 年营收与增速



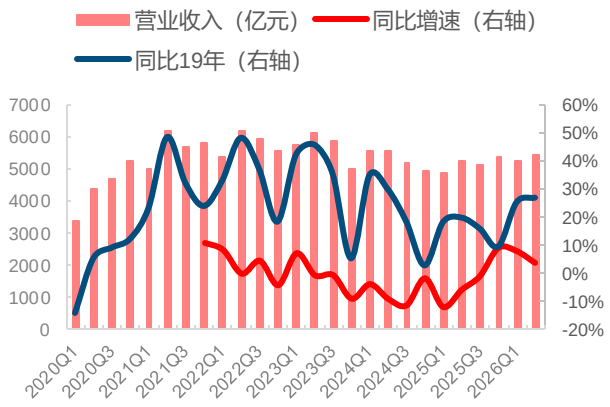
数据来源：Wind，中信建投证券，同比 2019 年为可比口径，即 2019Q1-2023Q4 都有披露数据的公司，剔除 2024 年以后上市企业即绿联科技，下同。

图表85： 商贸零售板块 2025 年归母净利润与增速



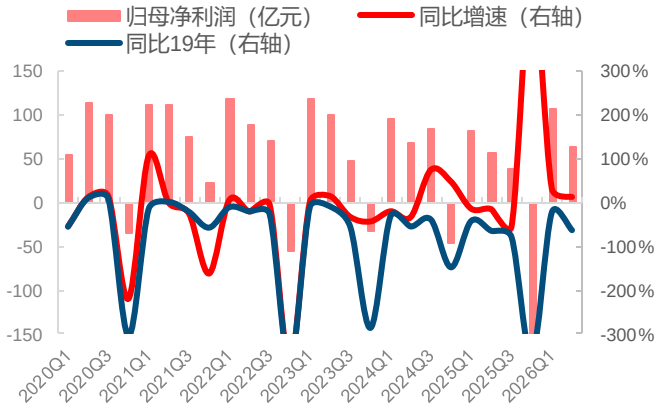
数据来源：Wind，中信建投证券

图表86： 商贸零售板块单季度营收与增速



数据来源：Wind，中信建投证券

图表87： 商贸零售板块单季度归母净利润与增速



数据来源：Wind，中信建投证券

利润端：2026H1 累计归母净利润约 169 亿元，同比增长 23.4%。其中 26Q1 归母净利润 106 亿元，同比增长 31.27%，26Q2 归母净利润 63 亿元，同比增长 12.09%，连续两个季度实现同比增长。经历 25Q4 较大规模减

下载日志已记录，仅供内部参考

值计提后，2026H1 板块利润端明显修复，发生经营改善的公司占比提升。

图表88： 商贸零售细分板块 2026 年上半年收入利润情况（亿元，%）

	收入			利润		
	2026H1	2025H1	同比%	2026H1	2025H1	同比%
整体收入及利润	10,626	10,056	5.7%	169	137	23.4%
一般零售	1,114	1,247	-10.7%	30	32	-5.9%
专营连锁	1,968	1,978	-0.6%	29	36	-18.8%
专业市场经营	192	185	3.7%	36	9	296.7%
贸易	6,789	6,140	10.6%	39	43	-8.4%
电商及服务	513	449	14.2%	34	19	85.7%

资料来源：Wind，中信建投证券

图表89： 商贸零售细分板块 2026 年第二季度收入利润情况（亿元，%）

	收入			利润		
	2026Q2	2025Q2	同比%	2026Q2	2025Q2	同比%
整体收入及利润	5,402	5,213	3.6%	62.83	56.06	12.1%
一般零售	493	547	-9.9%	1.59	7.21	-78.0%
专营连锁	853	1,023	-16.6%	6.25	17.34	-64.0%
专业市场经营	104	101	3.1%	15.79	0.72	2107.0%
贸易	3,658	3,280	11.5%	19.88	21.11	-5.8%
电商及服务	268	232	15.3%	19.75	10.89	81.3%

资料来源：Wind，中信建投证券

图表90： 商贸零售细分板块 2026 年第二季度收入利润情况 vs2019（亿元，%）

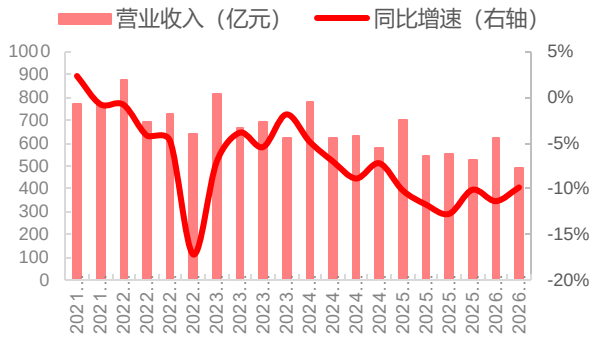
	收入			利润		
	2026Q2	2019Q2	同比%	2026Q2	2019Q2	同比%
整体收入及利润	5,402	4,053	33.3%	62.83	100.34	-37.4%
一般零售	493	1,071	-53.9%	1.59	33.09	-95.2%
专营连锁	853	584	46.0%	6.25	15.19	-58.9%
专业市场经营	104	31	240.7%	15.79	24.23	-34.8%
贸易	3,658	2,176	68.2%	19.88	17.66	12.6%
电商及服务	268	128	109.0%	19.75	9.72	103.2%

资料来源：Wind，中信建投证券

从细分行业看，2026H1 一般零售收入仍处于下滑区间，各类超市和百货持续推进调改、出清尾部门店，销售规模仍有收缩。26Q1 收入 620 亿元，同比下降 11.35%，26Q2 收入 493 亿元，同比下降 9.85%，降幅环比略有收窄；利润端 26Q1 归母净利润 29 亿元，同比增长 14.85%，26Q2 降至 2 亿元，同比下降 78.01%，盈利表现明显转弱。现阶段一般零售与宏观需求端关联度高，收入端仍处筑底过程，经营改善尚未形成稳定趋势。

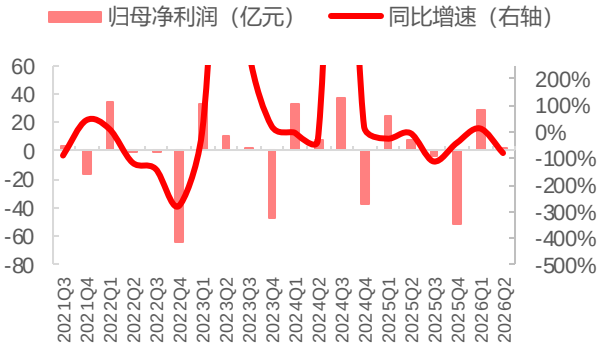
下载日志已记录，仅供内部参考

图表91： CS 一般零售板块营收与增速



数据来源：Wind，中信建投证券

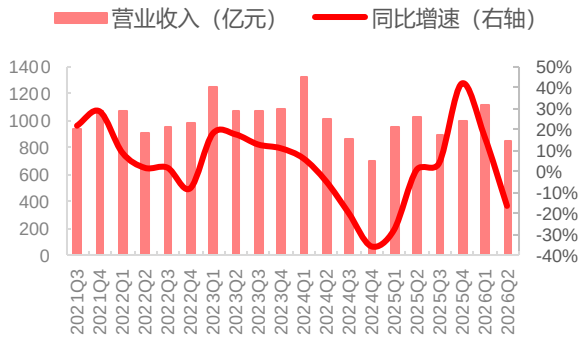
图表92： CS 一般零售板块归母净利润与增速



数据来源：Wind，中信建投证券

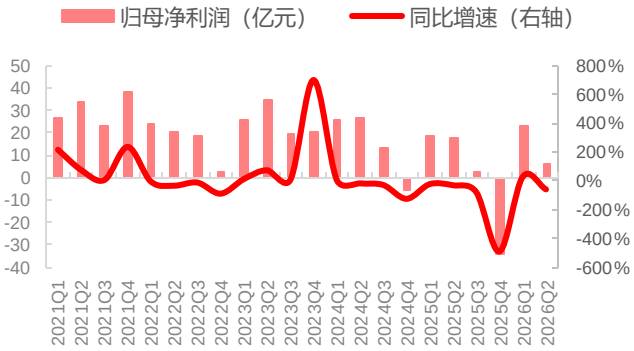
专营连锁 2026H1 收入表现先升后降，26Q1 收入 1,115 亿元，同比增长 16.64%，主要受大宗类产品及部分畅销 3C 类产品推动；26Q2 收入 853 亿元，同比下降 16.62%，收入端明显转弱。利润角度，26Q1 归母净利润 23 亿元，同比增长 23.36%，26Q2 降至 6 亿元，同比下降 63.97%，盈利同步承压。整体看，板块 Q1 阶段性改善后，Q2 收入利润均明显回落，经营表现仍较依赖大宗商品及原料价格变动。

图表93： CS 专营连锁板块营收与增速



数据来源：Wind，中信建投证券

图表94： CS 专营连锁板块归母净利润与增速

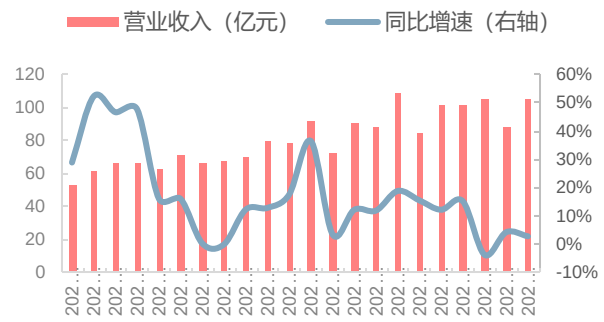


数据来源：Wind，中信建投证券

专业市场经营 2026H1 收入端整体保持低速增长，26Q1 收入 87.82 亿元，同比增长 4.55%，26Q2 收入 104.50 亿元，同比增长 3.08%，较 2025 年纯租金收入承压的情况有所企稳，但商业地产整体景气度仍偏弱。利润角度，在 2025Q4 大额投资性房地产计提后明显修复，26Q1 归母净利润 20.31 亿元，同比增长 142.23%，26Q2 归母净利润 15.79 亿元，同比大幅增长，主要受去年同期低基数影响。整体看，行业收入端逐步筑底，利润端改善较为明显，资产负债表的优化也甩掉了历史包袱。

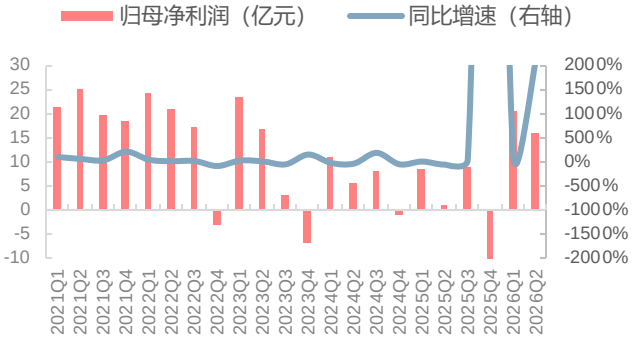
下载日志已记录，仅供内部参考

图表95： CS 专业市场经营板块营收与增速



数据来源：Wind，中信建投证券

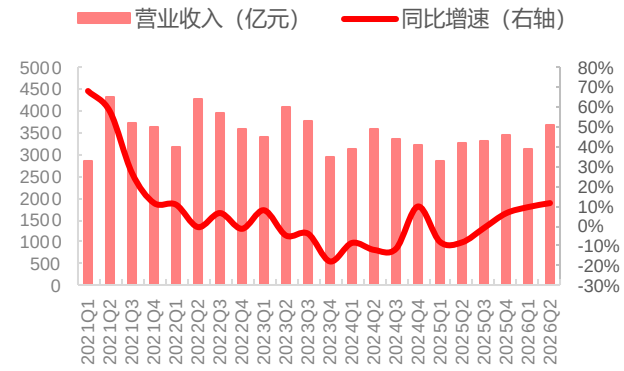
图表96： CS 专业市场经营板块归母净利润与增速



数据来源：Wind，中信建投证券

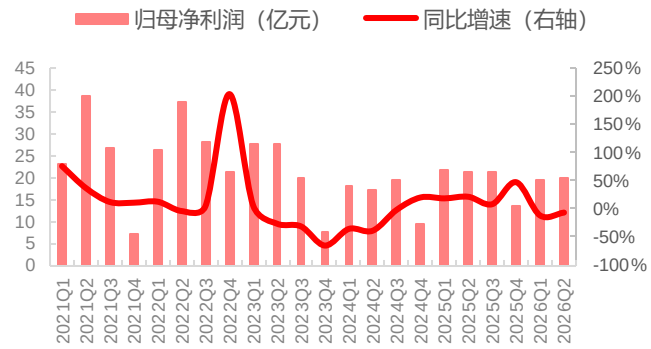
贸易板块收入端延续改善趋势，26Q1 收入 3,131 亿元，同比增长 9.49%，26Q2 收入 3,658 亿元，同比增长 11.53%，增速进一步提升；考虑贸易争端持续存在，国内进出口贸易仍体现较强韧性，伴随地缘冲突深化和人民币升值，贸易规模整体保持增长。利润角度，26Q1 归母净利润 19 亿元，同比下降 10.89%，26Q2 归母净利润 20 亿元，同比下降 5.83%，降幅有所收窄，板块盈利仍受汇兑损失及上游价格传导影响，但预计下半年汇兑损失影响将环比减少，税费及大宗产品价格的扰动也已经让相关企业筹备更加细致的风控措施，行业有望扭转利润下行趋势。

图表97： CS 贸易板块营收与增速



数据来源：Wind，中信建投证券

图表98： CS 贸易板块归母净利润与增速

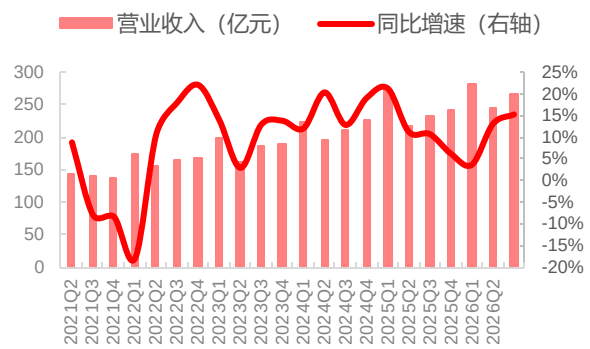


数据来源：Wind，中信建投证券

电商及服务板块（包含跨境电商）收入端自 2026Q1 开始明显回升，26Q1 收入 245 亿元，同比增长 13.06%，26Q2 收入 268 亿元，同比增长 15.27%，增速进一步提升，在出口价格和产品结构上取得较好表现。利润角度，板块继续保持较高景气度，26Q1 归母净利润 15 亿元，同比增长 91.87%，26Q2 归母净利润 20 亿元，同比增长 81.34%，盈利维持高增，电商行业头部集中趋势进一步强化，以及部分企业获得美国关税返还带来的阶段性收益。人民币持续走强是跨境出口增强的结果而不是原因，预计下半年出口景气度将维持。

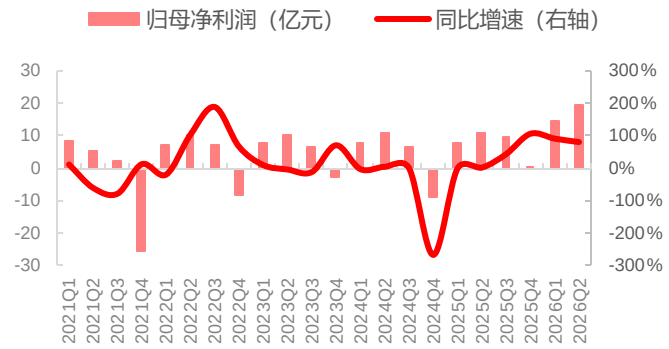
下载日志已记录，仅供内部参考

图表99： CS 电商及服务板块营收与增速



数据来源：Wind，中信建投证券

图表100： CS 电商及服务板块归母净利润与增速



数据来源：Wind，中信建投证券

个股角度：2026Q2 收入改善公司数量有所增加，现金流整体仍较健康。26Q2 约 14 家公司收入实现同比增长，较 26Q1 约 12 家有所增加，其中部分贸易、电商及专业零售公司收入增速较快，板块收入端延续自 2025Q4 以来的企稳趋势。利润端分化进一步加大，部分公司在收入增长的同时归母净利润仍出现下滑甚至亏损，盈利改善尚未形成普遍趋势。现金流方面，多数公司 26Q2 经营性现金流净额保持为正，且经营现金流高于净利润，整体现金流质量仍相对较好。外需角度，今年人民币保持较好升值趋势，且考虑外部产能环境，中高端中下游出口会受益于行业集中度提升；内需角度，服务业恢复度好于商品消费，也是各项政策的目标对象，通过服务活动带动线下消费可能成为趋势。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表101： 商贸零售重点个股收入利润情况（亿元）

			2026Q1				2026Q2			
			收入	YoY	归母净利润	YoY	收入	YoY	归母净利润	YoY
零售	601933.SH	永辉超市	133.67	-23.5%	2.87	94.4%	112.37	-9.9%	(0.47)	-87.9%
	603708.SH	家家悦	50.49	2.2%	1.52	7.0%	46.27	13.8%	0.24	-41.7%
	002697.SZ	红旗连锁	24.54	-1.0%	1.43	-9.0%	23.00	-1.2%	1.12	-9.8%
	002251.SZ	步步高	13.13	13.7%	1.16	-2.2%	12.27	25.5%	0.12	-84.8%
	603101.SH	汇嘉时代	7.60	4.6%	0.64	13.3%	6.45	18.4%	0.47	359.5%
	002419.SZ	天虹股份	31.72	-2.9%	1.48	-1.9%	28.12	2.5%	(0.91)	-3388.8%
	600729.SH	重庆百货	40.81	-4.6%	2.79	-41.3%	33.41	-11.3%	1.22	-59.3%
	600827.SH	百联股份	69.15	-8.9%	7.92	310.8%	55.07	-2.8%	(0.18)	-114.9%
	300755.SZ	华致酒行	22.14	-22.4%	0.53	-37.9%	9.72	-11.5%	(2.55)	773.4%
	300866.SZ	安克创新	76.08	26.9%	4.72	-4.9%	101.91	48.3%	9.80	46.1%
	301606.SZ	绿联科技	27.98	53.4%	2.38	58.1%	35.85	76.3%	2.82	127.0%
	002803.SZ	吉宏股份	18.04	22.1%	0.72	22.3%	22.06	25.6%	1.51	156.1%
	300592.SZ	华凯易佰	19.24	-16.1%	0.72	574.0%	29.72	32.3%	0.23	-56.0%
	301381.SZ	赛维时代	27.20	10.7%	0.43	-9.5%	31.84	10.3%	0.53	-56.8%
	301110.SZ	青木科技	3.43	25.1%	0.42	320.5%	4.23	7.5%	0.31	-26.1%
	300792.SZ	壹网壹创	2.13	-14.1%	0.31	20.7%	2.12	-25.8%	0.32	-28.6%
	301078.SZ	孩子王	24.62	2.5%	0.49	56.8%	25.60	2.1%	0.79	-29.3%
	000061.SZ	农产品	12.83	-16.8%	1.35	81.3%	16.22	-16.8%	0.73	-36.8%
	002818.SZ	富森美	2.58	-21.7%	3.87	162.0%	2.20	-30.9%	1.43	-16.0%
	601828.SH	美凯龙	15.48	-4.1%	0.48	109.3%	15.99	-7.1%	0.12	-100.9%
	000785.SZ	居然智家	25.23	-23.8%	0.62	-70.7%	24.43	-22.0%	0.63	-46.2%
	600710.SH	苏美达	311.35	21.4%	3.11	6.1%	404.02	37.2%	4.90	38.9%
	002091.SZ	江苏国泰	96.65	8.9%	2.12	-12.6%	123.42	26.6%	3.91	29.3%
	MNSO.N	名创优品	56.88	28.5%	5.51	-6.2%	60.99	28.2%	7.07	2.3%
	2586.HK	多点数智								

数据来源：Wind，中信建投证券

图表102： 商贸零售重点个股现金流情况（亿元）

			2026Q1						2026Q2					
			收入	经营收到	收入比%	净利润	Net CFO	利润比%	收入	经营收到	收入比%	净利润	Net CFO	利润比%
零售	601933.SH	永辉超市	133.67	148.28	110.9%	2.85	4.78	167.9%	104.24	111.68	107.1%	-0.58	(2.79)	480.3%
	603708.SH	家家悦	50.49	66.06	130.8%	1.52	9.59	632.1%	39.17	47.08	120.2%	0.31	1.56	498.4%
	002697.SZ	红旗连锁	24.54	27.57	112.4%	1.43	(0.43)	-30.5%	22.22	23.68	106.6%	1.25	3.35	267.4%
	002251.SZ	步步高	13.13	19.32	147.1%	1.23	3.59	292.6%	10.29	16.39	159.3%	0.30	1.80	596.4%
	603101.SH	汇嘉时代	7.60	13.76	181.2%	0.64	1.36	211.6%	5.75	10.01	174.1%	0.34	1.20	357.1%
	002419.SZ	天虹股份	31.72	42.49	134.0%	1.48	4.67	315.1%	25.83	33.59	130.1%	-0.34	1.76	-510.6%
	600729.SH	重庆百货	40.81	66.76	163.6%	2.82	9.41	333.6%	35.06	58.71	167.4%	1.69	4.31	255.1%
	600827.SH	百联股份	69.15	115.02	166.3%	8.52	10.54	123.6%	51.38	80.97	157.6%	-0.49	(13.54)	2787.2%
	300755.SZ	华致酒行	22.14	22.11	99.9%	0.55	7.22	1307.3%	10.36	11.41	110.2%	-1.25	(2.23)	178.3%
	300866.SZ	安克创新	76.08	68.94	90.6%	4.71	(4.51)	-95.7%	89.97	73.40	81.6%	12.74	11.73	92.1%
	301606.SZ	绿联科技	27.98	30.34	108.4%	2.38	(1.92)	-80.8%	30.22	32.54	107.7%	1.95	1.22	62.7%
	002803.SZ	吉宏股份	18.04	16.69	92.5%	0.98	0.15	14.9%	19.32	19.19	99.4%	1.36	2.88	210.9%
	300592.SZ	华凯易佰	19.24	18.56	96.5%	0.74	0.71	95.8%	20.52	21.58	105.2%	1.04	2.50	239.8%
	301381.SZ	赛维时代	27.20	15.27	56.1%	0.43	0.48	112.2%	34.81	18.18	52.2%	1.23	2.72	220.6%
	301110.SZ	青木科技	3.43	3.72	108.4%	0.42	(0.15)	-36.4%	3.86	3.91	101.3%	0.42	0.39	93.0%
	300792.SZ	壹网壹创	2.13	2.28	106.8%	0.31	0.12	37.8%	2.17	2.66	122.2%	0.35	1.24	354.4%
	301078.SZ	孩子王	24.62	27.53	111.8%	0.62	3.55	576.7%	26.33	29.69	112.8%	1.52	3.80	250.3%
	000061.SZ	农产品	12.83	14.51	113.1%	1.67	2.18	130.4%	14.16	15.52	109.7%	1.64	4.49	273.7%
	002818.SZ	富森美	2.58	2.52	97.6%	6.91	1.44	20.8%	2.46	2.08	84.8%	3.60	0.66	18.3%
	601828.SH	美凯龙	15.48	13.82	89.3%	0.55	4.13	754.2%	15.46	17.90	115.8%	0.26	4.70	1780.1%
	000785.SZ	居然智家	25.23	29.54	117.1%	0.50	5.51	1104.5%	29.32	28.18	96.1%	1.24	3.04	245.8%
	600710.SH	苏美达	311.35	346.77	111.4%	7.59	(1.04)	-13.6%	352.87	441.10	125.0%	10.90	30.83	282.9%
	002091.SZ	江苏国泰	96.65	97.72	101.1%	3.64	(4.76)	-130.9%	101.63	96.14	94.6%	4.61	2.13	46.3%

数据来源：Wind，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

商贸零售板块整体资产负债水平小幅上升，营运效率有所改善。26Q2 商贸零售板块资产负债率为 61.5%，同比提升 0.7pct，但 23 家公司中约 16 家资产负债率同比下降，其中华致酒行由 41.8%降至 25.9%、农产品由 59.2%降至 52.6%、华凯易佰由 42.6%降至 39.4%，红旗连锁、步步高、天虹、重庆百货等亦有不同程度改善；板块整体杠杆上升主要受到美凯龙由 59.0%升至 72.6%、永辉超市由 88.2%升至 93.0%等大体量公司的资产减值影响。营运端有所分化：26Q2 板块应收账款占总资产比例由 5.4%升至 5.8%；存货周转天数则由 63.4 天下降至 59.2 天，永辉、步步高、华致酒行、华凯易佰和赛维时代周转改善较明显。板块流动比率由 1.05 小幅降至 1.03，整体基本稳定。

图表 103： 商贸零售重点个股资产负债端情况（亿元）

			2025Q2						2026Q2					
			资产负债率（%）	应收账款	总资产	应收账款占总资产比例	存货周转天数	流动比率	资产负债率（%）	应收账款	总资产	应收账款占总资产比例	存货周转天数	流动比率
零售	601933.SH	永辉超市	88.2%	2.78	339.63	0.8%	42.47	0.68	93.0%	1.58	276.32	0.6%	29.18	0.52
	603708.SH	家家悦	80.6%	1.43	128.45	1.1%	48.16	0.73	79.7%	1.27	119.93	1.1%	41.21	0.62
	002697.SZ	红旗连锁	43.5%	0.97	81.19	1.2%	110.14	1.52	40.6%	0.88	82.63	1.1%	104.52	1.66
	002251.SZ	步步高	61.4%	0.48	220.37	0.2%	40.19	0.51	59.2%	0.53	217.96	0.2%	32.79	0.53
	603101.SH	汇嘉时代	70.7%	1.40	47.95	2.9%	70.42	0.33	68.3%	1.21	46.48	2.6%	70.20	0.35
	002419.SZ	天虹股份	84.3%	2.51	266.13	0.9%	36.87	0.33	83.2%	3.18	238.12	1.3%	33.13	0.50
	600729.SH	重庆百货	60.5%	4.60	196.76	2.3%	53.24	0.87	59.0%	3.37	196.58	1.7%	52.40	0.80
	600827.SH	百联股份	59.6%	5.17	544.02	0.9%	41.62	1.08	58.0%	4.13	521.16	0.8%	38.92	0.56
	300755.SZ	华致酒行	41.8%	1.04	56.21	1.9%	153.51	2.21	25.9%	1.26	37.17	3.4%	121.71	3.49
	300866.SZ	安克创新	50.0%	18.26	186.72	9.8%	107.93	2.07	47.6%	25.01	224.20	11.2%	126.71	2.24
	301606.SZ	绿联科技	27.7%	1.79	41.06	4.4%	101.50	3.49	29.7%	4.83	51.12	9.4%	113.34	3.41
	002803.SZ	吉宏股份	34.4%	5.91	40.65	14.5%	44.74	2.15	41.8%	6.93	49.21	14.1%	47.63	1.99
	300592.SZ	华凯易佰	42.6%	5.03	41.28	12.2%	91.94	2.17	39.4%	4.18	40.44	10.3%	72.92	1.97
	301381.SZ	赛维时代	42.8%	4.15	47.39	8.8%	98.27	2.48	46.5%	6.11	53.53	11.4%	69.62	2.06
	301110.SZ	青木科技	16.7%	2.03	17.41	11.7%	54.96	5.80	15.0%	2.21	18.46	12.0%	64.90	6.17
	300792.SZ	壹网壹创	5.4%	1.93	30.66	6.3%	123.52	13.07	7.1%	1.68	32.02	5.3%	135.76	10.82
	301078.SZ	孩子王	60.7%	0.69	111.43	0.6%	45.49	1.85	60.4%	1.25	105.78	1.2%	46.89	1.32
	000061.SZ	农产品	59.2%	4.37	223.29	2.0%	59.48	0.43	52.6%	4.08	241.80	1.7%	89.31	0.65
	002818.SZ	富森美	13.0%	0.81	67.30	1.2%	429.28	2.80	11.1%	0.62	74.55	0.8%	479.09	5.38
	601828.SH	美凯龙	59.0%	5.57	1,154.35	0.5%	6.97	0.32	72.6%	4.45	866.25	0.5%	4.42	0.21
	000785.SZ	居然智家	55.5%	13.25	478.40	2.8%	23.49	0.55	52.7%	8.87	422.16	2.1%	27.66	0.40
	600710.SH	苏美达	74.3%	102.68	570.36	18.0%	37.16	1.19	73.5%	119.96	662.53	18.1%	41.90	1.20
	002091.SZ	江苏国泰	49.1%	69.41	440.42	15.8%	41.97	2.08	50.4%	79.21	460.28	17.2%	41.74	2.11
	SW商贸零售板块合计		60.8%	828.11	15,371.84	5.4%	63.41	1.05	61.5%	877.70	15,125.78	5.8%	59.15	1.03

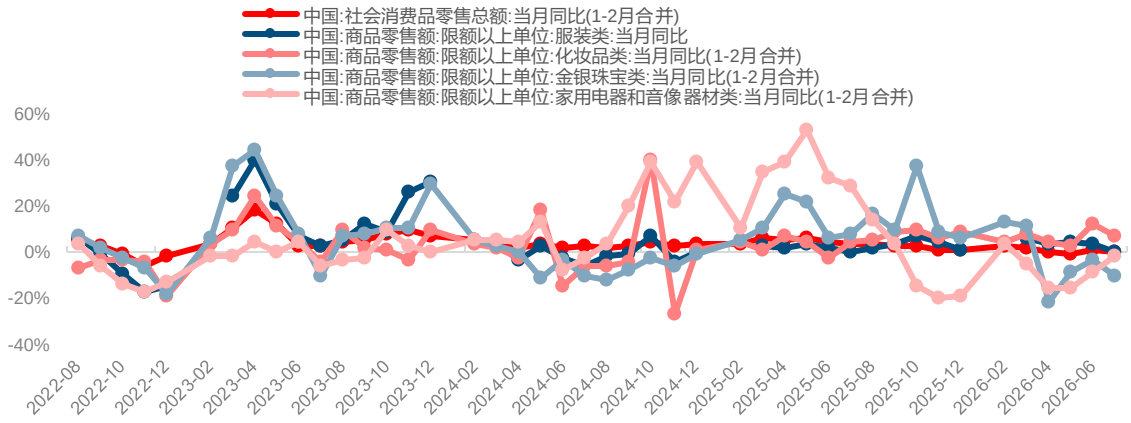
数据来源：Wind，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

1、专营连锁+专业市场：需求端有待回暖，细分行业景气度率先好转

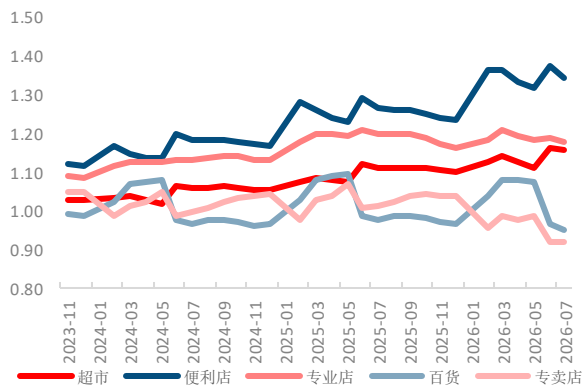
二季度社零表现进一步趋弱。2026 年 4-6 月社会消费品零售总额同比增速分别为 0.2%、-0.6%和 1.0%，较一季度进一步放缓，消费需求整体仍偏弱。分品类看，服装类 4-6 月同比增长 4.0%、4.1%、3.8%，整体保持平稳；化妆品类分别增长 4.7%、2.5%、12.6%，6 月明显提速。金银珠宝类仍明显承压，4-6 月分别同比下降 21.3%、8.9%、3.4%，但降幅逐月收窄；家用电器和音像器材类分别下降 15.1%、15.6%、8.7%，在国补高基数及政策边际效应减弱下仍处于下滑区间。整体看，二季度商品消费恢复仍偏弱，但部分可选品类已有边际改善。

图表104： 主要专营零售增速差异较大



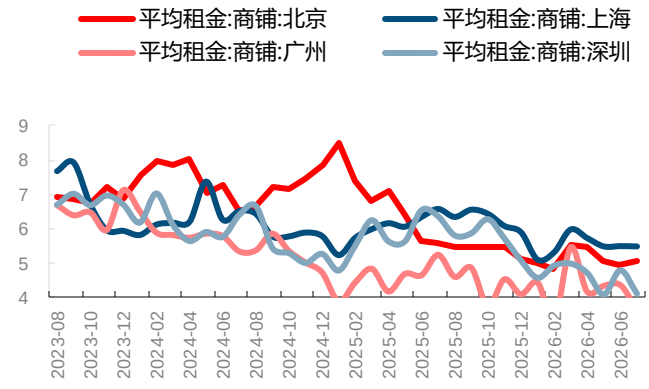
数据来源：国家统计局，中信建投证券

图表105： 不同业态 2021 年以来累计增速



数据来源：统计局，中信建投证券

图表106： 一线城市商铺平均租金（元/日.平方米）



数据来源：统计局，中信建投证券

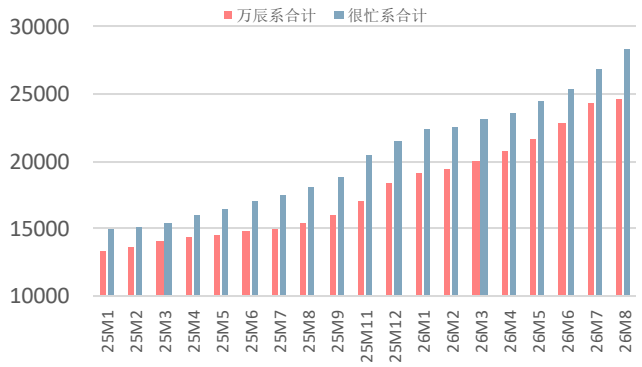
商业租金仍在下行通道，折扣零售商快速兴起。对社零数据中的分业态数据进行简单累计计算，可以看到便利店业态持续保持高景气度增长，居民日常高频需求尚可。其次是专业店，需求细分后专营零售亦有超过社零整体增速的表现，同时各类折扣零售（零食、潮玩、日用等）业态的快速兴起也填补了众多商铺空位。再次

下载日志已记录，仅供内部参考

是超市的表现好于同期累计 CPI 的涨幅，超市属于业态更新较为明显的零售店型，行业普遍从 to B 的 KA 模式转向 to C 的自营模式，山姆、开市客、胖东来等品质超市的成功也是适配了质价比路线。专卖店及百货则表现萎靡，即使全国一二三线城市的商铺租金价格依旧处于下行通道，过去三年主要城市单位租金下降幅度大约在30%左右，依旧没有改善运营模型，主要是收入端受到品牌线上化和消费性价比化趋势影响。同时传统加盟模式下，加盟商面临税务合规压力增大，在过去两年多种加盟业态的行业门店规模存在收缩趋势。

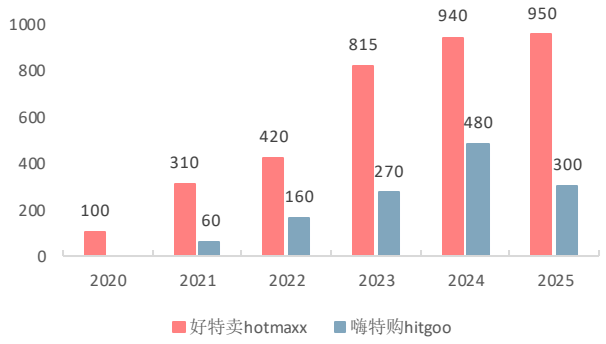
硬折扣持续扩张、软折扣进入分化收缩阶段。硬折扣主要通过精简 SKU、规模采购、低加价率及定制/自有商品形成稳定低价，依赖供应链效率而非临期尾货，近两年以零食量贩为代表的硬折扣持续高速开店。鸣鸣很忙系门店数量由 25M1 约 1.5 万家增至 26M8 的 2.83 万家，万辰系由约 1.3 万家增至 2.47 万家，过去一年半门店规模均接近翻倍。新开门店数量持续处于高位，25H2 以来单月新开门店多次超过千家，26M7-8 鸣鸣很忙系分别新开约 1,491、1,441 家，头部品牌仍在加速下沉和抢占渠道，行业集中度持续提升。**软折扣则主要依靠品牌尾货、临期及渠道库存获取低价商品，货源随机性和稳定性相对较弱**，2021—2023 年经历快速扩张后逐步分化，近两年整体扩张速度明显下降，部分品牌开始收缩门店。以嗨特购为例，门店数量由 2023 年的 480 家降至 2025 年的约 300 家，而好特卖基本维持在 900 家以上，反映软折扣竞争重点已由快速拓店转向货源组织和库存周转能力。

图表107： 硬折扣月度门店数统计



数据来源：公开资料收集，中信建投证券

图表108： 软折扣年度门店数统计



数据来源：公开资料收集，中信建投证券

存储价格上涨推动消费电子终端渠道进入新一轮价格调整。2025H2 以来 DRAM、NAND 价格持续上行，26Q2 手机用 LPDDR4X、LPDDR5X 合约均价环比分别上涨约 70%-75%、78%-83%，存储成本快速抬升并向终端传导。中低端产品毛利空间较薄、用户价格敏感度较高，提价后更容易出现延后换机、配置下调等情况，需求受到的抑制更明显；高端产品用户价格敏感度相对较低，品牌具备更强的成本转嫁和定价能力，在全行业价格中枢上移背景下反而有望强化高端化趋势。

渠道端亦逐步形成通胀预期。存储供给持续向 AI 服务器等高景气领域倾斜，26Q3 DRAM、NAND 合约价格预计仍分别环比上涨 13%-18%、10%-15%，终端厂商已难以继续内部消化成本。随着新品价格普遍上移，渠道库存的价格风险由过去的降价去库存逐步转向涨价预期下的备货与结构调整，资源进一步向高端机型和强品牌集中。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表109： 2026年以来DRAM及NAND Flash合约价格环比涨幅（%）

时间	DRAM合约价环比	NAND Flash合约价环比
2026Q1	+90%~95%	+55%~60%
2026Q2	+58%~63%	+70%~75%
2026Q3E	+13%~18%	+10%~15%

数据来源：TrendForce，中信建投证券

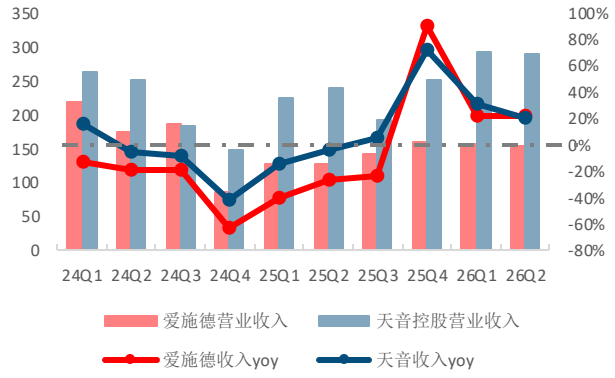
图表110： 2026年主要手机品牌涨价统计

品牌	代表机型	调价幅度
苹果	iPhone17	未调价
OPPO	K13 Turbo	+500 元
vivo	X300 16GB+1TB	+500 元
iQOO	Neo11 16GB+1TB	+700 元
小米	Xiaomi 17	+300 元
华为	Mate 80	+800 元
华为	Mate 80 Pro	+1,000 元
荣耀	Magic8	+300~500 元

数据来源：公开资料收集，中信建投证券

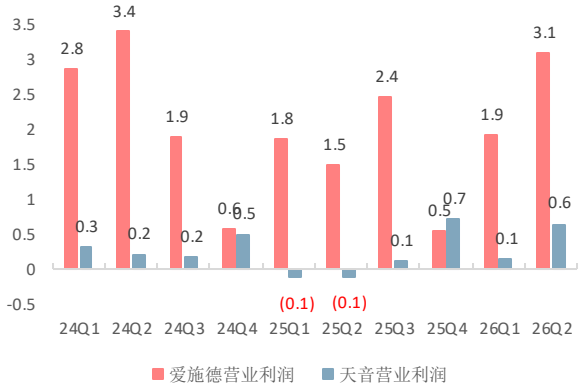
头部渠道商经营持续改善，26Q1/Q2爱施德收入分别同比增长21.5%/21.0%，26Q2营业利润同比增长107.7%；天音控股收入分别同比增长30.4%/20.3%，营业利润连续两个季度实现扭亏，终端渠道收入及盈利能力均呈修复趋势。

图表111： 爱施德与天音控股营业收入（亿元）



数据来源：中信建投证券

图表112： 爱施德与天音控股营业利润（亿元）

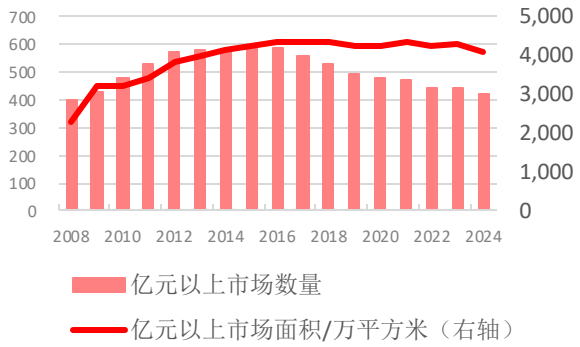


数据来源：中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

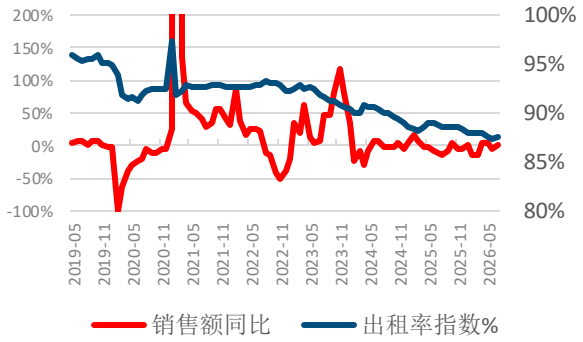
专业市场头部集中，资本开支周期有望见底。不论是建材还是农贸等属于衣食住行基础需求衍生的专业交易市场，从规模以上数量上来看均呈现逐年下降趋势，而头部市场的面积规模保持稳定，单个市场的平均面积不断增长，也代表行业的尾部供给不断出清。虽然出租率或租金水平依旧处于弱势阶段，但行业明显资本开支收缩，加上 REITS 渠道的拓展，推动行业资产负债表透明化，健康化发展。

图表113： 家具、五金及装饰材料市场规模



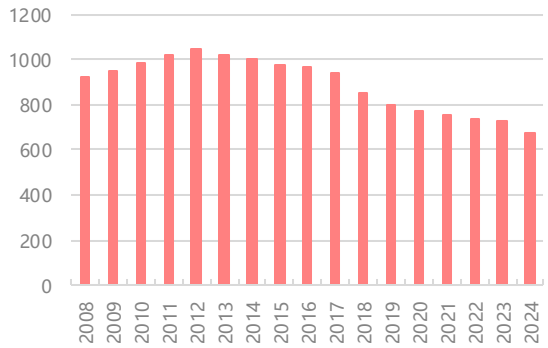
数据来源：统计局，中信建投证券

图表114： 建材家居卖场统计



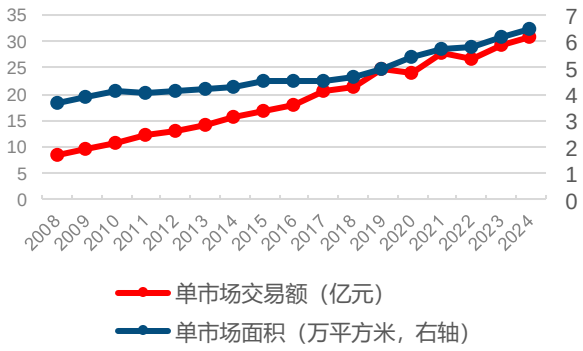
数据来源：中国建筑材料流通协会，中信建投证券

图表115： 农产品市场数量



数据来源：统计局，中信建投证券

图表116： 农产品市场单市场情况



数据来源：统计局，中信建投证券

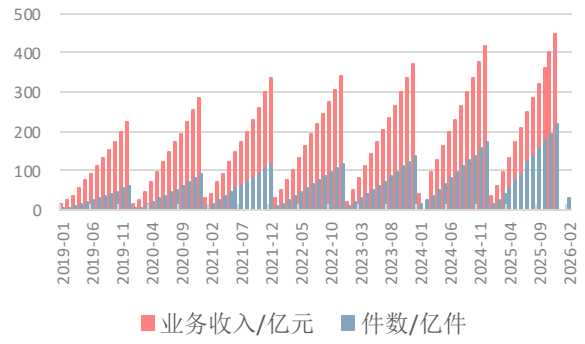
下载日志已记录，仅供内部参考

2、贸易：进出口两旺，人民币升值及大宗商品价格剧烈波动显著提升运营风险

人民币进入升值通道。2025 与美国贸易争端开始后，由于中国采取强力反制措施，自此开始人民币兑美元汇率逐渐进入强势升值区间。2025 年 4 月以来人民币兑美元汇率由 7.35 附近持续升值，至 2026 年 8 月末升至约 6.7 水平，累计升值约 8.5%。但人民币升值并未对进出口形成明显压制，2026H1 外贸增速反而进一步提升。以美元计价，上半年中国进出口总额约 3.67 万亿美元，同比增长 21.2%，其中出口 2.13 万亿美元，同比增长 17.6%，进口 1.55 万亿美元，同比增长 26.6%，贸易顺差约 5,760 亿美元。26Q2 以美元计价，中国进出口金额 1.98 万亿美元，同比增长 23.8%，其中出口同比增长 20.1%，进口同比增长 29.4%，贸易顺差约 3,152 亿美元，进一步累积。相比去年出口单边强势增长，2026 年以来进口也保持快速增长，而两者均与人工智能相关领域的基础设施建设有高度关联性。

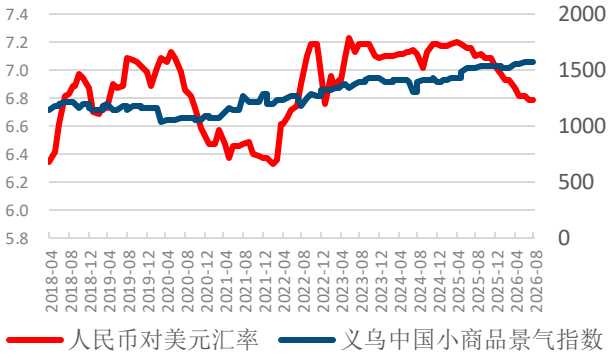
出口对于经济带动的作用显著，我们认为本轮人民币升值反映了中国商品和服务供给持续提质，全球产能效率竞争能力不断增强，带动海外对中国产品需求提升。同时，由于贸易争端持续存在，部分关键资源和技术进口仍受到限制，叠加贸易顺差维持较高水平，人民币供需结构对汇率形成升值支撑。另一方面，根据政府工作报告最新数据，对外贸易以人民币结算的比例已经提升到 30%以上，对金砖国家更达到 53%以上，人民币国际结算地位继续提升。

图表117： 义乌规模以上快递行业统计



数据来源：Wind，中信建投证券

图表118： 人民币汇率与义务小商品景气指数

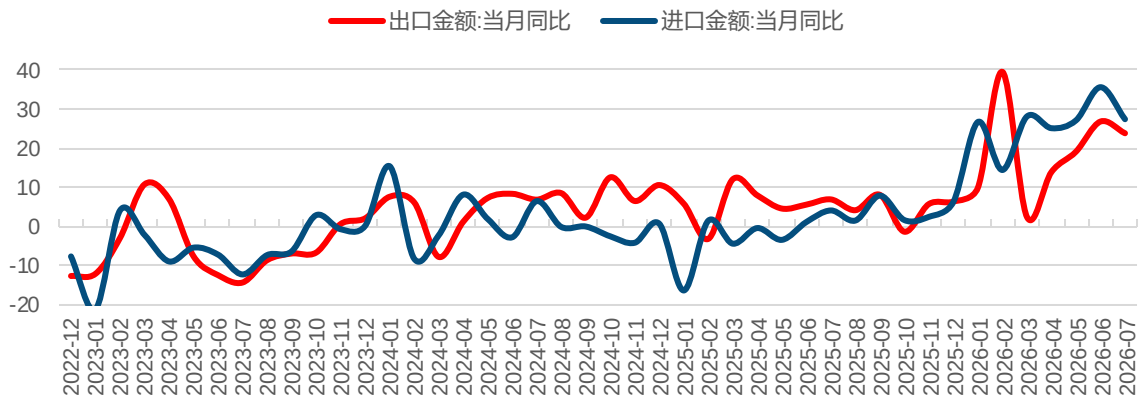


数据来源：外汇管理局，Wind，中信建投证券

从产业角度，特朗普政府的部分关税措施被美国法院驳回至今年二季度已经有部分出口企业陆续收到相关的退税，对于上半年毛利率形成一定改善，对冲了人民币升值的套保成本。近两年国家不断减少甚至取消金属制品、建材、光伏、锂电池等的出口退税，并且严格管制稀土等核心资源的出口。中国产业升级的趋势延续也逐步进行升级，高新技术产品、新能源汽车、造船、甚至包括成品油都实现了较好增长。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表119： 中国进出口同比增速（美元计价）



数据来源：Wind，中信建投证券

图表120： 中国重点产品出口一览

出口		2026-07-31	2026-06-30	2026-05-31	2026-04-30	2026-03-31	2026-02-28	2026-01-31
高新技术产品		52.7%	52.2%	50.9%	39.2%	31.4%	30.2%	24.0%
农产品		9.2%	19.7%	5.2%	3.8%	-6.1%	26.9%	2.7%
大宗产品								
煤及褐煤		25.5%	-23.0%	-2.9%	-49.3%	-21.2%	-13.1%	10.3%
焦炭及半焦炭		-44.2%	65.9%	-4.6%	26.8%	-35.1%	28.9%	20.7%
成品油		21.0%	30.9%	27.2%	-7.5%	-7.6%	1.3%	15.6%
钢材		4.9%	10.3%	-2.3%	-8.2%	-13.7%	4.8%	-20.4%
塑料制品		16.4%	17.4%	12.7%	8.0%	-21.8%	64.8%	6.1%
橡胶轮胎		-8.5%	10.8%	-6.1%	5.5%	-8.4%	18.0%	0.4%
轻工								
箱包		7.3%	1.7%	-4.9%	-11.4%	-34.5%	68.1%	-4.3%
服装		8.5%	3.2%	-4.1%	-2.2%	-29.4%	64.5%	-7.6%
鞋靴		2.7%	-1.2%	-10.4%	-17.1%	-39.6%	51.3%	-12.4%
家具		11.2%	9.0%	1.9%	-3.6%	-33.5%	67.8%	4.9%
玩具		-1.7%	-6.4%	-7.0%	-12.4%	-41.9%	32.3%	-12.9%
机电产品		33.8%	34.2%	27.4%	20.3%	11.2%	43.7%	15.5%
家电		6.6%	15.3%	9.4%	7.1%	-15.2%	28.5%	0.0%
消费电子								
手机		26.6%	27.5%	44.3%	11.0%	2.4%	-15.5%	-2.5%
电脑		13.1%	21.0%	19.7%	25.1%	27.2%	-16.3%	-15.6%
乘用车		24.7%	40.1%	25.5%	24.9%	-0.3%	58.6%	16.2%
新能源汽车		91.8%	106.1%	55.9%	57.0%	69.0%	120.0%	76.2%
造船		92.4%	42.3%	31.0%	-14.7%	35.8%	187.7%	18.0%

数据来源：Wind，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

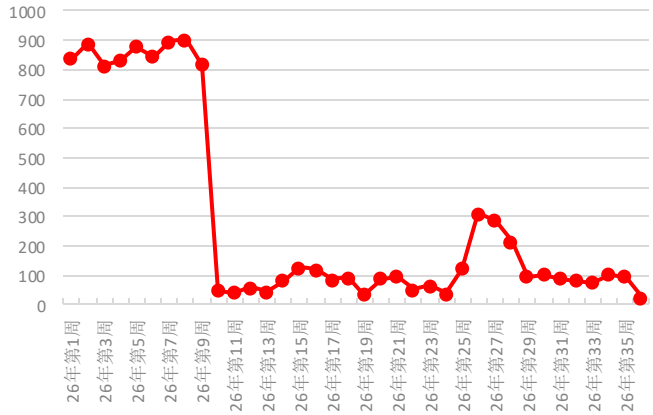
图表121： 中国重点进口产品一览

进口		2026-07-31	2026-06-30	2026-05-31	2026-04-30	2026-03-31	2026-02-28	2026-01-31
高新技术产品		58.8%	57.8%	46.8%	41.9%	31.5%	23.7%	31.4%
农产品		7.5%	19.6%	3.9%	20.0%	13.6%	5.4%	13.3%
金属矿		23.7%	31.9%	25.6%	15.4%	41.1%	23.0%	28.0%
铁		13.7%	18.3%	6.6%	2.7%	12.7%	5.0%	18.5%
铜		26.6%	33.3%	34.0%	16.3%	66.7%	50.3%	36.1%
铝		-18.5%	-8.5%	-1.8%	-36.3%	-10.6%	-11.9%	2.9%
煤		83.8%	60.7%	10.8%	-6.2%	3.1%	-20.1%	-3.7%
原油		-4.6%	-7.4%	15.3%	13.2%	-4.4%	-8.0%	-1.2%
成品油		-20.5%	-26.3%	-28.3%	-26.4%	26.7%	27.0%	15.7%
天然气		20.7%	18.1%	11.0%	-14.5%	-22.1%	-21.9%	-6.7%
基本有机化学品		1.8%	-2.3%	-6.8%	19.4%	8.6%	-6.1%	1.8%
医药		14.3%	13.1%	-9.3%	1.4%	7.1%	-14.2%	24.3%
化妆品		-5.8%	16.5%	-11.2%	-7.1%	11.8%	-5.7%	14.0%
初级塑料		-18.3%	-9.8%	-22.2%	-19.4%	-4.4%	-30.5%	-0.8%
塑料制品		-5.9%	11.1%	-2.7%	3.9%	2.2%	-14.0%	11.8%
纸浆		-6.0%	-4.8%	-7.6%	1.9%	-5.1%	-23.7%	-3.0%
铜材		23.6%	45.0%	44.3%	38.4%	20.9%	3.5%	21.8%
机电产品		46.0%	47.5%	38.2%	33.5%	25.9%	17.5%	29.5%
半导体设备		-3.1%	-3.0%	-9.0%	-4.2%	1.0%	-26.9%	-21.0%
半导体装置		2.5%	-1.6%	-12.3%	-6.0%	-2.9%	-24.3%	-19.3%
电子元件		65.6%	66.7%	61.5%	49.6%	48.5%	39.3%	34.8%
汽车		-15.5%	-15.6%	-25.0%	-34.4%	-39.5%	-18.6%	50.3%
检测仪器		15.8%	15.9%	10.2%	4.9%	2.1%	-18.4%	3.9%
食品		6.2%	17.9%	3.8%	18.5%	10.4%	6.3%	10.9%

数据来源：Wind，中信建投证券

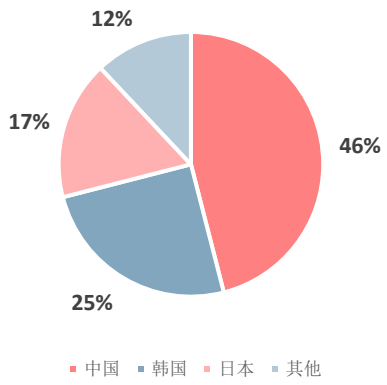
从国家角度，虽然今年美伊冲突对于全球供应链和能源安全造成了巨大的冲击，霍尔木兹海峡至今依旧受到地区局势的影响而无法稳定正常通航，但中国凭借强大完备的工业体系，受到了较少影响，中国与大部分国家/地区的经贸往来依旧保持总体增长态势，我们认为中国对外交流体系也会从单纯的贸易往来，走向对全球资源分配体系的战略布局，相应的贸易和出海企业向产业链上下游延伸的机会将会更多，业务形式和盈利潜力也会增强。

图表122： 霍尔木兹海峡周度通行数量（艘）



数据来源：船视宝，中信建投证券

图表123： 全球造船产能分布图



数据来源：Danish Ship Finance，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

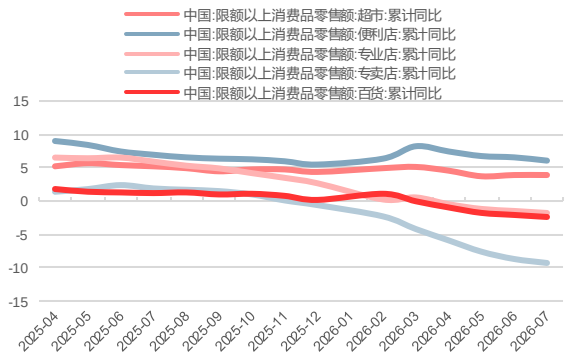
3、一般零售：需求总量稳定，区域分化大于结构分化

胖东来调改产生实质效果，但纯供给推动效果有限。

2026H1 超市及便利店业态仍保持相对较好表现，限额以上零售业单位中超市、便利店累计零售额分别同比增长 3.8%、6.6%，而专业店、专卖店、百货分别同比下降 1.5%、8.7%、2.1%，业态分化进一步加大。以永辉超市、步步高、汇嘉时代等参考胖东来模式调改的企业为代表，经历 2024-2025 年的门店瘦身和经营调整后，调改门店经营情况较过往有所改善，但尚未带动传统零售行业整体回升。我们认为调改本质是零售行业走向直营化发展以及追求质价比策略，行业去产能和品质路线在 2026 年会继续推进。现阶段部分能源及化工原材料价格有所上涨，上游成本压力逐步向中下游传导，但由于终端消费需求仍偏弱，下游通胀回升的持续性有待观察。在收入端难以打开局面的情况下，经营方有动力继续挖掘成本端，也就是对于销售体系的精简化成为趋势，定制产品和供应链的打造是资本开支和市场耐心的双重门槛。

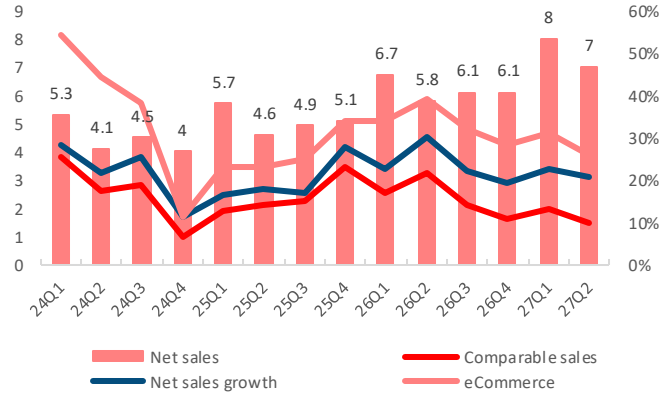
沃尔玛中国近三年保持较快增长，山姆仍是主要驱动力。中国区收入多数季度保持双位数增长，26Q2 同比增速一度达到 30.1%，27Q2 仍增长 20.7%；可比销售增速由前期 20%左右逐步回落至 9.7%，成熟门店增速有所放缓，但新店扩张仍持续贡献增量。电商增速近两年基本维持在 20%—40%，线上渗透继续提升。截至 2026 年 7 月底，中国共有 67 家山姆会员店；与此同时，27Q2 山姆中国会员数量创历史新高。山姆持续开店、会员规模增长，是中国区收入扩张的重要来源，整体仍处于较快扩容阶段。

图表124： 限额以上零售业单位中的超市、便利店、专业店、专卖店、百货累计零售额同比增长（%）



数据来源：国家统计局，中信建投证券

图表125： 沃尔玛中国区经营情况（十亿美元；%）



数据来源：中信建投证券

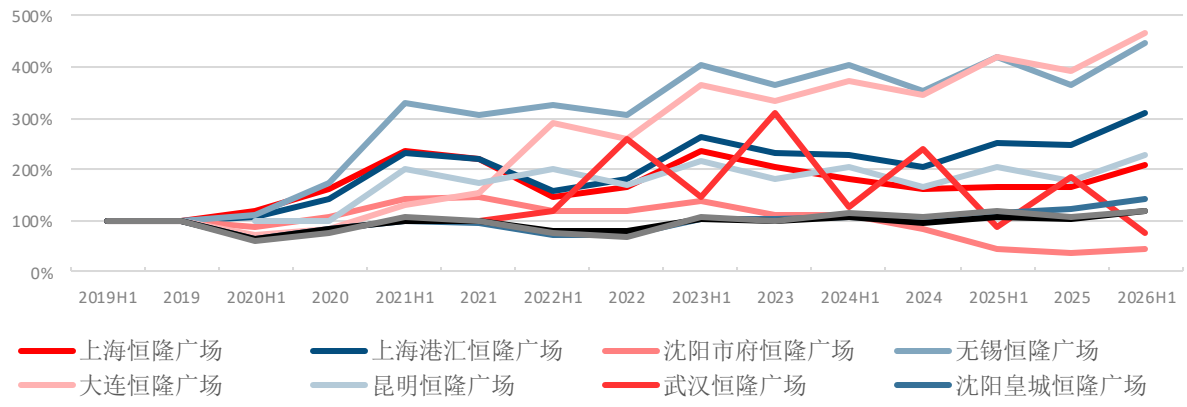
高端消费的持续性来自于消费回流。2025 年下半年以来国内高端商业逐步回暖，2026H1 一线及核心新一线城市优质项目改善进一步加速。从恒隆地产商户销售额看，上海恒隆广场、上海港汇恒隆广场 2026H1 销售额水平分别达到 2019 年同期的 207%、310%，较 2025H1 的 167%、250%明显提升；无锡、大连恒隆广场分别达到 448%、466%，亦延续较高景气。太古地产核心项目同样明显改善，2026Q2 北京三里屯太古里、广州太古汇、成都太古里、上海兴业太古汇销售额分别达到 2019 年同期的 184%、204%、155%、250%，其中北京、上海项目较 2025 年同期提升尤为显著。整体看，高端消费恢复并非全面普涨，而是更加集中于一线及核心新一线城市的头部商业项目。

下载日志已记录，仅供内部参考

高端消费的回暖主要受资本市场带来的增值效应推动，从国际奢侈品和化妆品公司的财报也显示，中国地区的消费复苏也来自于渠道结构梳理和用户群体重新定位。伴随国际局势的日益波动，海外诸多消费场所的不确定性增强，接待能力下降，大量高端消费存在回流的需求，并且国际巨头将更加有“针对性”的重视中国高端消费群体，对应高端线下场所的需求仍将处于景气区间。

消费 REITS 发行盘活资产负债表。目前大部分重资产零售公司的资产以账面价值计量，通过 REITS 发行可以募集资金的同时获取市场价值与账面价值差额部分的收益释放，有效改善资产负债表状况。自 2024 年首批 7 只消费基础设施 REITS 发行，2025 年新增 5 只，截至 2026 年 8 月已上市 12 只，底层资产覆盖购物中心、社区商业、奥特莱斯、生鲜商超等多种业态。2025 年末商业不动产 REITs 试点正式启动，2026 年 6 月首批 4 只商业不动产 REITs 上市，合计募集资金约 203 亿元，底层资产进一步拓展至奥特莱斯、购物中心及核心办公物业；截至 2026 年 6 月底，沪深交易所累计受理商业不动产 REITs 项目 22 只，预计募集总规模约 758 亿元，后续项目仍在持续推进。资产盘活和重估有望成为重资产零售企业新的投资主线。

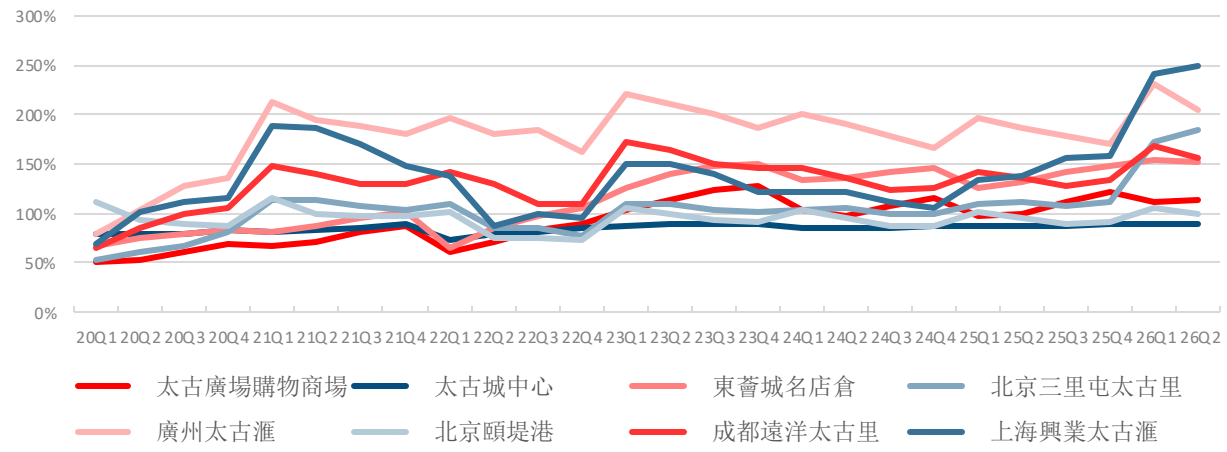
图表126： 各地恒隆广场自 2019 年以来商户销售额累计增幅（%）



数据来源：恒隆地产，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

图表127： 太古地产国内各地项目 2019 年以来商户销售额累计增速（%）



数据来源：太古地产，中信建投证券

从不同区域经营本地零售的上市公司数据可以看出：

收入端：1. 2026Q2 区域分化仍较明显，华东、西北、西南部分零售企业经营延续改善，华中、华南整体仍偏弱，华北和东北变化相对有限；从个股看，大部分企业收入同比仍处于下降区间，但部分公司降幅较 Q1 有所收窄。2. 相比 2019 年同期，部分超市、便利店类业态收入已实现一定增长，而大部分传统百货仍明显低于 2019 年同期，一方面受到消费及线下客流恢复偏弱影响，另一方面也与百货联营模式下会计准则调整有关。

图表128： 一般零售板块分地区零售公司营业收入增速

营业收入同比增速 区域	省份	公司	营业收入同比增速										VS2019									
			2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2
600697.SH	东北	吉林	欧亚集团	0%	1%	-1%	0%	0%	0%	-7%	-10%	-6%	-4%	-52%	-62%	-53%	-64%	-52%	-62%	-56%	-68%	-55%	-63%
000679.SZ	东北	辽宁	大连友谊	-6%	-11%	18%	532%	141%	129%	65%	-34%	20%	10%	-83%	-81%	-70%	27%	-58%	-57%	-50%	-17%	-49%	-52%
600694.SH	东北	辽宁	大商股份	-8%	-8%	-5%	0%	-8%	-5%	-13%	-17%	3%	-2%	-68%	-70%	-67%	-68%	-70%	-72%	-72%	-73%	-70%	-72%
000715.SZ	东北	辽宁	中兴商业	-4%	-4%	-17%	1%	0%	-1%	-2%	-7%	-8%	-5%	-70%	-71%	-75%	-71%	-70%	-71%	-75%	-73%	-73%	-72%
000882.SZ	华北	北京	华联股份	0%	2%	20%	-15%	-10%	-14%	-21%	-12%	-16%	-5%	-2%	-9%	62%	-6%	5%	-2%	-2%	-18%	-12%	-7%
600859.SH	华北	北京	王府井	-2%	-9%	-15%	-3%	-10%	-13%	-5%	-15%	-6%	-8%	-54%	-56%	-59%	-61%	-58%	-62%	-61%	-67%	-61%	-65%
601933.SH	华东	福建	永辉超市	-9%	-12%	-16%	-21%	-19%	-23%	-26%	-15%	-24%	-16%	-3%	-15%	-25%	-39%	-21%	-34%	-44%	-48%	-40%	-45%
002264.SZ	华东	福建	新华都	107%	9%	5%	5%	-21%	10%	-14%	-18%	40%	-19%	-16%	-49%	-48%	-47%	-33%	-44%	-55%	-56%	-6%	-55%
600280.SH	华东	江苏	中央商场	-1%	15%	-16%	-23%	2%	-25%	-3%	3%	-20%	-18%	-71%	-60%	-73%	-80%	-70%	-70%	-74%	-75%	-76%	-75%
600981.SH	华东	江苏	汇鸿集团	-11%	13%	9%	19%	9%	1%	4%	-3%	16%	3%	18%	60%	48%	98%	33%	70%	58%	77%	55%	75%
601010.SH	华东	江苏	文峰股份	-12%	-16%	-16%	-8%	-13%	-16%	-15%	-37%	-13%	-21%	-70%	-69%	-67%	-67%	-74%	-74%	-72%	-79%	-77%	-79%
600858.SH	华东	山东	银座股份	2%	-6%	0%	-6%	-4%	3%	-5%	-3%	1%	-8%	-54%	-52%	-48%	-68%	-56%	-51%	-51%	-69%	-55%	-55%
601366.SH	华东	山东	利群股份	-1%	-10%	-7%	3%	-5%	0%	-9%	-22%	-22%	-27%	-37%	-46%	-37%	-41%	-40%	-46%	-43%	-54%	-54%	-61%
603708.SH	华东	山东	家家悦	6%	0%	0%	6%	-5%	-3%	-4%	6%	2%	-4%	36%	21%	19%	3%	30%	17%	15%	9%	33%	13%
600824.SH	华东	上海	益民集团	-22%	-7%	-14%	-24%	-28%	-30%	-28%	18%	-19%	-15%	-33%	-32%	-50%	-54%	-52%	-53%	-64%	-46%	-61%	-59%
600628.SH	华东	上海	新世界	4%	-1%	-3%	-4%	-6%	2%	-1%	-1%	-1%	3%	-62%	-2%	6%	-23%	-64%	0%	4%	-24%	-64%	3%
600838.SH	华东	上海	上海九百	5%	-5%	10%	19%	0%	-2%	-10%	21%	1%	-10%	26%	38%	61%	-1%	26%	35%	45%	19%	28%	22%
600827.SH	华东	上海	百联股份	-7%	-7%	-11%	-13%	-14%	-11%	-10%	-5%	-9%	-9%	-38%	-46%	-43%	-54%	-47%	-52%	-49%	-56%	-51%	-57%
600814.SH	华东	浙江	杭州解百	-12%	-12%	-21%	-10%	-6%	-5%	1%	-1%	4%	-6%	-68%	-71%	-73%	-77%	-70%	-72%	-73%	-77%	-69%	-74%
002187.SZ	华南	广东	广百股份	-14%	13%	-18%	42%	8%	-62%	-40%	-57%	-62%	-13%	-32%	-16%	-45%	-34%	-26%	-68%	-67%	-72%	-72%	-73%
002419.SZ	华南	广东	天虹股份	-1%	-2%	-3%	-3%	-2%	-1%	-2%	-2%	-3%	-6%	-35%	-38%	-33%	-48%	-37%	-39%	-35%	-50%	-39%	-43%
600712.SH	华南	广西	南宁百货	0%	-29%	-18%	13%	-13%	10%	-21%	-57%	1%	-6%	-68%	-71%	-67%	-62%	-72%	-68%	-74%	-84%	-71%	-70%
000417.SZ	华中	安徽	合肥百货	2%	2%	8%	10%	7%	-8%	-14%	-6%	-17%	-10%	-43%	-30%	-33%	-32%	-40%	-36%	-42%	-37%	-50%	-42%
000501.SZ	华中	湖北	武商集团	-5%	1%	-14%	-9%	-9%	-17%	-9%	-2%	-1%	-1%	-59%	-59%	-63%	-67%	-62%	-66%	-67%	-68%	-63%	-66%
000759.SZ	华中	湖北	中百集团	-7%	-12%	-16%	-8%	-21%	-16%	-20%	-23%	-21%	-24%	-26%	-31%	-36%	-41%	-42%	-42%	-49%	-55%	-54%	-56%
002251.SZ	华中	湖南	步步高	-10%	4%	35%	30%	24%	25%	31%	12%	14%	5%	-83%	-82%	-83%	-81%	-79%	-78%	-77%	-79%	-77%	-77%
000419.SZ	华中	湖南	通程控股	-11%	-24%	0%	17%	6%	28%	-13%	-32%	-21%	-13%	-52%	-56%	-38%	-31%	-49%	-43%	-46%	-53%	-60%	-51%
605188.SH	华中	江西	国光连锁	12%	12%	14%	7%	5%	8%	0%	7%	1%	1%	4%	6%	14%	2%	10%	15%	13%	9%	11%	16%
601086.SH	西北	甘肃	国芳集团	-15%	-18%	-25%	-31%	-17%	0%	9%	44%	15%	5%	-69%	-72%	-72%	-77%	-74%	-72%	-70%	-67%	-71%	-71%
600785.SH	西北	宁夏	新华百货	2%	2%	2%	-4%	-2%	0%	-1%	-7%	1%	-1%	-16%	-18%	-16%	-31%	-17%	-18%	-17%	-36%	-16%	-19%
603101.SH	西北	新疆	汇嘉时代	-5%	-6%	4%	-6%	3%	1%	-1%	3%	5%	6%	-42%	-44%	-41%	-53%	-40%	-44%	-42%	-51%	-38%	-40%
600778.SH	西北	新疆	友好集团	-5%	-13%	-6%	-6%	-6%	-12%	-12%	-16%	-10%	-9%	-63%	-71%	-64%	-80%	-65%	-74%	-68%	-83%	-68%	-76%
600828.SH	西南	四川	茂业商业	-13%	-9%	-18%	-19%	-22%	-17%	2%	-8%	-21%	-32%	-76%	-73%	-77%	-83%	-81%	-78%	-77%	-85%	-85%	-85%
002697.SZ	西南	四川	红旗连锁	5%	3%	-2%	-5%	-7%	-7%	-11%	4%	-1%	-5%	41%	30%	25%	22%	31%	20%	12%	26%	30%	15%
600729.SH	西南	重庆	重庆百货	-5%	-19%	-13%	-2%	-12%	-9%	-11%	-26%	-5%	-7%	-52%	-49%	-45%	-54%	-57%	-54%	-51%	-66%	-59%	-57%

数据来源：Wind，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

利润端：1.业绩在 2025Q4 的亏损企业数量明显同期增加，反馈伴随线下商业压力增加，减值计提等相关行为更加明确，因而 2026Q1 的企业盈利状况开始改善；2026Q2 企业间分化再次加大，部分公司利润同比重新转弱 。利润表角度的超预期概率不可测，更多需要关注资产负债表改善及破净方向。

图表129： 一般零售板块分地区零售公司归母净利润增速

归母净利润同比增速				归母净利润同比增速								VS2019									
				2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2
600697.SH	东北	吉林	欧亚集团	40.81%	-69.06%	-24.64%	本期亏损	-74.64%	1204.91%	-81.03%	本期亏损	-93.65%	-94.96%	-73.28%	-98.92%	-95.21%	本期亏损	-93.23%	-85.97%	-95.18%	本期亏损	-92.85%	-85.54%
000679.SZ	东北	辽宁	大连友谊	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损
600694.SH	东北	辽宁	大商股份	22.87%	28.28%	-8.24%	0.13%	0.70%	-34.34%	-44.76%	-17.21%	-53.20%	-3.30%	-32.13%	-26.40%	-57.05%	-3.18%	-31.65%	-51.68%	-69.80%	-19.84%	-29.21%	-55.04%
000715.SZ	东北	辽宁	中兴商业	-36.82%	-14.90%	-41.64%	-17.01%	32.34%	20.33%	20.57%	1.48%	-6.26%	49.77%	-23.83%	-65.33%	-45.29%	24.30%	0.81%	-58.28%	-33.94%	26.14%	1.92%	-62.82%
000882.SZ	华北	北京	华联股份	-9.40%	11.73%	-67.55%	本期亏损	-59.92%	本期亏损	-38.44%	本期亏损	-89.27%	本期亏损	-44.23%	-40.94%	-96.52%	本期亏损	-77.65%	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损
600859.SH	华北	北京	王府井	-10.86%	-68.65%	2.53%	本期亏损	-72.43%	-72.10%	-43.84%	本期亏损	-11.74%	-46.15%	-49.94%	-69.19%	-9.51%	本期亏损	-86.20%	-91.41%	-71.19%	本期亏损	-87.19%	-99.14%
601933.SH	华东	福建	永辉超市	4.57%	本期亏损	本期亏损	本期亏损	-79.96%	本期亏损	-37.34%	本期亏损	本期亏损	本期亏损	-34.48%	本期亏损	本期亏损	本期亏损	-86.87%	本期亏损	本期亏损	本期亏损	-74.48%	本期亏损
002264.SZ	华东	福建	新华都	47.06%	48.83%	-26.09%	68.19%	-0.64%	4.45%	128.22%	本期亏损	扭亏为盈	扭亏为盈	235.61%	扭亏为盈	扭亏为盈	233.48%	扭亏为盈	扭亏为盈	本期亏损	199.98%	扭亏为盈	
600280.SH	华东	江苏	中央商场	扭亏为盈	-91.03%	本期亏损	本期亏损	-69.76%	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	33.49%	79.34%	本期亏损	本期亏损	-59.63%	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损
600981.SH	华东	江苏	汇鸿集团	本期亏损	本期亏损	扭亏为盈	扭亏为盈	本期亏损	扭亏为盈	-50.89%	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	1582.91%	-22.09%	本期亏损	扭亏为盈	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损
601010.SH	华东	江苏	文峰股份	-38.53%	-46.05%	本期亏损	-10.70%	7.67%	-63.12%	-7.48%	本期亏损	-96.08%	-47.53%	-43.13%	-79.48%	本期亏损	-53.14%	-38.77%	-92.43%	本期亏损	本期亏损	-50.92%	本期亏损
600858.SH	华东	山东	银座股份	-2.37%	-81.09%	-85.75%	本期亏损	-20.66%	41.64%	34.24%	本期亏损	扭亏为盈	本期亏损	31.06%	扭亏为盈	扭亏为盈	本期亏损	3.98%	扭亏为盈	本期亏损	本期亏损	2.11%	扭亏为盈
601366.SH	华东	山东	利群股份	-36.04%	75.88%	12.68%	-12.93%	-58.24%	-75.84%	-80.28%	本期亏损	-91.99%	-96.85%	-87.39%	-87.01%	-90.97%	-97.26%	-94.73%	-96.86%	-86.00%	本期亏损	-93.07%	本期亏损
603708.SH	华东	山东	家家悦	7.10%	-51.59%	-24.85%	本期亏损	-3.59%	82.56%	-2.54%	本期亏损	-80.51%	本期亏损	4.38%	-73.67%	-85.36%	本期亏损	0.64%	-51.93%	-81.79%	本期亏损	7.64%	-59.72%
600824.SH	华东	上海	益民集团	-14.42%	-32.14%	本期亏损	本期亏损	-57.97%	3.96%	-40.26%	扭亏为盈	36.42%	本期亏损	-48.87%	-47.19%	本期亏损	本期亏损	-78.51%	-45.10%	本期亏损	扭亏为盈	-70.28%	本期亏损
600628.SH	华东	上海	新世界	8.10%	46.50%	39.21%	扭亏为盈	-33.95%	37.26%	-70.26%	-52.74%	扭亏为盈	本期亏损	-67.85%	扭亏为盈	扭亏为盈	扭亏为盈	-78.76%	扭亏为盈	扭亏为盈	扭亏为盈	-72.11%	扭亏为盈
600838.SH	华东	上海	上海九百	-31.32%	-32.61%	-61.43%	-16.10%	22.12%	-15.97%	-37.57%	17.33%	-54.54%	-34.97%	-57.12%	-49.20%	-82.46%	-45.44%	-47.63%	-57.31%	-79.11%	-35.99%	-58.13%	-43.31%
600827.SH	华东	上海	百联股份	-8.97%	-29.50%	8102.38%	本期亏损	0.09%	46.93%	-35.62%	扭亏为盈	-84.80%	-77.18%	-41.40%	-70.82%	1146.91%	本期亏损	-41.35%	-57.12%	本期亏损	39.32%	140.93%	-56.84%
600814.SH	华东	浙江	杭州解百	9.46%	7.08%	-40.19%	8.71%	-29.58%	-13.19%	66.28%	345.06%	182.84%	-92.03%	82.02%	51.56%	69.17%	-91.34%	28.17%	31.56%	49.62%	-61.44%	33.55%	27.08%
002187.SZ	华南	广东	广百股份	-24.88%	本期亏损	8754.23%	本期亏损	-9.44%	本期亏损	-39.83%	本期亏损	-99.27%	扭亏为盈	-54.80%	本期亏损	-35.09%	本期亏损	-59.07%	本期亏损	本期亏损	本期亏损	-55.86%	本期亏损
002419.SZ	华南	广东	天虹股份	-28.34%	-28.33%	本期亏损	本期亏损	1.22%	-40.76%	-33.63%	扭亏为盈	-93.32%	-99.02%	-52.44%	-97.53%	本期亏损	本期亏损	-51.86%	-98.54%	本期亏损	-90.04%	-52.79%	本期亏损
600712.SH	华南	广西	南宁百货	扭亏为盈	扭亏为盈	扭亏为盈	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	扭亏为盈	1552.12%	-70.72%	-36.00%	本期亏损	本期亏损	本期亏损	172.33%	本期亏损	1989.79%	本期亏损
000417.SZ	华中	安徽	合肥百货	8.90%	-44.94%	58.36%	本期亏损	-28.46%	13.14%	-19.48%	本期亏损	-49.83%	扭亏为盈	-12.31%	409.08%	-20.54%	本期亏损	-37.27%	475.98%	-94.31%	本期亏损	-46.42%	本期亏损
000501.SZ	华中	湖北	武商集团	5.12%	扭亏为盈	本期亏损	1.43%	2.85%	50.54%	-55.29%	-42.74%	-99.33%	-77.75%	-53.01%	-95.06%	本期亏损	-77.43%	-51.67%	-92.56%	本期亏损	-87.07%	-58.18%	-97.45%
000759.SZ	华中	湖北	中百集团	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损
002251.SZ	华中	湖南	步步高	扭亏为盈	本期亏损	扭亏为盈	本期亏损	488.44%	扭亏为盈	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	-89.10%	本期亏损	扭亏为盈	本期亏损	-35.89%	33.03%	扭亏为盈	本期亏损	-37.28%	-56.34%
000419.SZ	华中	湖南	通程控股	27.06%	5.81%	95.23%	-64.52%	-77.87%	-1.06%	-29.06%	本期亏损	-74.50%	-68.10%	-9.87%	143.37%	-50.21%	-88.68%	-80.05%	140.79%	-36.64%	本期亏损	-33.87%	46.54%
605188.SH	华中	江西	国光连锁	-2.75%	本期亏损	本期亏损	本期亏损	-18.07%	本期亏损	-42.61%	扭亏为盈	本期亏损	-82.63%	-44.19%	本期亏损	本期亏损	本期亏损	-54.28%	本期亏损	本期亏损	-74.06%	-44.16%	本期亏损
601086.SH	西北	甘肃	国芳集团	-76.73%	-62.95%	-81.98%	-23.11%	-10.99%	-55.02%	69.12%	-58.29%	-57.02%	63.83%	-60.64%	-43.59%	-92.26%	25.97%	-64.97%	-74.63%	57.34%	-47.45%	-3.96%	0.25%
600785.SH	西北	宁夏	新华百货	-2.33%	-64.43%	-43.24%	扭亏为盈	-2.27%	-5.78%	-25.77%	本期亏损	676.43%	本期亏损	-27.50%	-87.97%	340.68%	125.10%	-29.15%	-88.66%	358.06%	本期亏损	-42.40%	-93.30%
603101.SH	西北	新疆	汇嘉时代	-58.07%	-90.31%	-74.39%	1137.23%	50.53%	195.45%	930.01%	本期亏损	313.71%	扭亏为盈	331.84%	-79.71%	5.95%	扭亏为盈	550.04%	-40.04%	57.05%	本期亏损	636.49%	98.64%
600778.SH	西北	新疆	友好集团	-70.79%	本期亏损	-34.41%	本期亏损	52.39%	本期亏损	13.74%	本期亏损	-94.62%	本期亏损	-66.78%	本期亏损	-96.47%	本期亏损	-49.38%	本期亏损	-97.83%	本期亏损	-48.02%	本期亏损
600828.SH	西南	四川	茂业商业	-44.95%	19.45%	16.62%	本期亏损	-75.46%	-78.38%	-68.53%	本期亏损	-99.33%	本期亏损	-82.67%	-69.18%	-99.22%	本期亏损	-95.75%	-93.34%	-96.89%	本期亏损	本期亏损	本期亏损
002697.SZ	西南	四川	红旗连锁	15.95%	-10.95%	-17.91%	-14.81%	-4.15%	20.34%	77.97%	-25.32%	-11.22%	39.85%	106.37%	-34.52%	-27.12%	19.14%	97.80%	-21.20%	-39.85%	-11.03%	80.06%	-20.44%
600729.SH	西南	重庆	重庆百货	-8.22%	-35.92%	-4.91%	109.66%	9.23%	7.96%	0.21%	-86.15%	-3.20%	131.68%	-8.02%	36.87%	-7.95%	385.75%	0.47%	47.77%	-5.35%	-32.72%	-41.01%	-17.22%

数据来源：Wind，中信建投证券

图表130： 一般零售板块分地区零售公司扣非后归母净利润增速

扣非后归母净利润同比增速				扣非后归母净利润同比								VS2019									
				2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2
600697.SH	东北	吉林	欧亚集团	-35.98%	扭亏为盈	本期亏损	本期亏损	-56.63%	413.11%	-85.25%	本期亏损	本期亏损	本期亏损	-90.56%	-98.53%	本期亏损	本期亏损	-95.90%	-92.48%	本期亏损	本期亏损	-92.73%	-86.75%
000679.SZ	东北	辽宁	大连友谊	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损
600694.SH	东北	辽宁	大商股份	21.21%	16.05%	47.90%	-25.63%	8.19%	-30.69%	-49.44%	-62.38%	-48.81%	-20.49%	-38.71%	-35.06%	-24.29%	-40.87%	-33.69%	-54.99%	-63.53%	-77.76%	-31.56%	-55.73%
000715.SZ	东北	辽宁	中兴商业	-52.61%	-24.38%	-56.92%	-24.50%	66.89%	10.38%	22.03%	8.27%	-2.11%	37.37%	-42.17%	-42.53%	-57.83%	3.71%	-3.48%	-36.56%	-46.64%	12.29%	-10.90%	-44.37%
000882.SZ	华北	北京	华联股份	46.66%	57.77%	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	扭亏为盈	本期亏损	-69.66%	本期亏损	扭亏为盈	-53.17%	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损
600859.SH	华北	北京	王府井	-13.72%	-45.81%	-70.54%	本期亏损	-86.02%	-99.39%	-43.18%	本期亏损	-35.42%	-73.20%	-50.97%	-15.35%	-80.98%	本期亏损	-93.15%	-99.48%	-99.64%	本期亏损	-92.54%	-96.64%
601933.SH	华东	福建	永辉超市	-3.08%	本期亏损	本期亏损	本期亏损	-77.07%	本期亏损	-38.21%	本期亏损	本期亏损	本期亏损	-40.11%	本期亏损	本期亏损	本期亏损	-86.26%	本期亏损	本期亏损	本期亏损	-75.34%	本期亏损
002264.SZ	华东	福建	新华都	47.15%	49.76%	-27.05%	7.06%	-10.23%	-20.37%	139.76%	-21.41%	扭亏为盈	扭亏为盈	252.81%	扭亏为盈	扭亏为盈	扭亏为盈	216.72%	扭亏为盈	扭亏为盈	扭亏为盈	222.42%	扭亏为盈
600280.SH	华东	江苏	中央商场	扭亏为盈	-84.56%	本期亏损	本期亏损	-66.13%	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	-1.50%	-70.99%	本期亏损	本期亏损	-66.64%	本期亏损	本期亏损	本期亏损	-93.43%	本期亏损
600981.SH	华东	江苏	汇鸿集团	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	扭亏为盈	本期亏损	本期亏损	本期亏损
601010.SH	华东	江苏	文峰股份	-37.74%	30.60%	本期亏损	-17.86%	3.60%	-79.83%	-6.30%	本期亏损	-97.61%	-39.56%	-41.66%	-77.69%	本期亏损	-50.35%	-39.57%	-95.50%	本期亏损	本期亏损	-64.00%	本期亏损
600858.SH	华东	山东	银座股份	-8.66%	扭亏为盈	本期亏损	本期亏损	-20.46%	6.01%	40.15%	本期亏损	本期亏损	本期亏损	28.00%	扭亏为盈	本期亏损	本期亏损	1.81%	扭亏为盈	本期亏损	本期亏损	-2.56%	本期亏损
601366.SH	华东	山东	利群股份	89.66%	本期亏损	本期亏损	扭亏为盈	本期亏损	本期亏损	-96.50%	本期亏损	本期亏损	本期亏损	-93.37%	本期亏损	本期亏损	-52.67%	本期亏损	本期亏损	-89.14%	本期亏损	本期亏损	
603708.SH	华东	山东	家家悦	1.05%	-51.90%	-85.32%	本期亏损	3.92%	120.53%	1.48%	本期亏损	-84.17%	本期亏损	2.55%	-77.66%	-97.68%	本期亏损	6.57%	-50.72%	-86.76%	本期亏损	14.75%	-69.17%
600824.SH	华东	上海	益民集团	9.61%	-20.98%	本期亏损	本期亏损	-56.73%	-69.22%	-35.42%	本期亏损	-7.23%	本期亏损	-29.21%	-64.45%	本期亏损	本期亏损	-69.37%	-89.06%	本期亏损	本期亏损	-60.18%	-73.17%
600628.SH	华东	上海	新世界	19.26%	109.96%	-12.49%	本期亏损	-34.82%	-16.58%	-70.80%	扭亏为盈	扭亏为盈	本期亏损	-65.18%	扭亏为盈	扭亏为盈	本期亏损	-77.30%	扭亏为盈	扭亏为盈	扭亏为盈	-83.11%	扭亏为盈
600838.SH	华东	上海	上海九百	-35.91%	-30.83%	-61.17%	51.64%	15.26%	-15.33%	-38.35%	16.53%	-53.72%	-64.03%	-60.49%	-46.49%	-82.03%	-45.45%	-54.46%	-54.69%	-78.10%	-36.43%	-65.08%	-42.03%
600827.SH	华东	上海	百联股份	-16.17%	-51.32%	本期亏损	本期亏损	-21.71%	48.65%	-39.36%	本期亏损	-95.76%	本期亏损	-49.17%	-83.15%	本期亏损	本期亏损	-60.20%	-74.95%	本期亏损	本期亏损	-62.08%	-66.57%
600814.SH	华东	浙江	杭州解百	3.00%	-2.10%	-46.91%	-56.93%	-27.96%	-21.54%	85.16%	271.15%	127.81%	扭亏为盈	90.72%	42.62%	20.94%	扭亏为盈	37.39%	11.90%	30.43%	扭亏为盈	33.66%	42.65%
002187.SZ	华南	广东	广百股份	-25.27%	本期亏损	扭亏为盈	本期亏损	-9.88%	本期亏损	-36.80%	本期亏损	本期亏损	扭亏为盈	-52.76%	本期亏损	-92.27%	本期亏损	-57.43%	本期亏损	本期亏损	本期亏损	-51.99%	本期亏损
002419.SZ	华南	广东	天虹股份	-26.07%	本期亏损	本期亏损	本期亏损	6.20%	本期亏损	-41.54%	本期亏损	本期亏损	-95.41%	-56.78%	本期亏损	本期亏损	本期亏损	-54.10%	本期亏损	本期亏损	本期亏损	-53.48%	本期亏损
600712.SH	华南	广西	南宁百货	本期亏损	扭亏为盈	扭亏为盈	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	-38.14%	-44.68%	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	5603.53%	本期亏损
000417.SZ	华中	安徽	合肥百货	17.23%	31.56%	7.86%	本期亏损	-33.07%	本期亏损	-24.87%	扭亏为盈	20.78%	本期亏损	-11.92%	1300.83%	30.28%	本期亏损	-41.05%	本期亏损	本期亏损	扭亏为盈	-57.08%	本期亏损
000501.SZ	华中	湖北	武商集团	-15.20%	扭亏为盈	本期亏损	扭亏为盈	21.24%	23.69%	-55.87%	-6.92%	本期亏损	本期亏损	-62.58%	-96.62%	本期亏损	-84.78%	-54.63%	-95.82%	本期亏损	-85.84%	-64.71%	-97.31%
000759.SZ	华中	湖北	中百集团	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损
002251.SZ	华中	湖南	步步高	扭亏为盈	本期亏损	本期亏损	本期亏损	399.70%	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	本期亏损	-95.38%	本期亏损	本期亏损	本期亏损	-76.93%	本期亏损	本期亏损	本期亏损	-53.77%	本期亏损
000419.SZ	华中	湖南	通程控股	-42.56%	0.75%	1.37%	-67.11%	-44.89%	1.55%	-40.26%	本期亏损	-72.86%	-76.38%	-65.69%	135.42%	-72.49%	-92.23%	-81.09%	139.06%	-32.45%	本期亏损	-80.15%	48.56%
605188.SH	华中	江西	国光连锁	-1.92%	本期亏损	本期亏损	本期亏损	-21.55%	本期亏损		本期亏损	本期亏损	本期亏损		本期亏损	本期亏损	本期亏损		本期亏损	本期亏损	本期亏损		本期亏损
601086.SH	西北	甘肃	国芳集团	-34.52%	-35.70%	-68.72%	13.39%	-42.24%	-33.91%	25.21%	-73.62%	43.12%	26.23%	-18.01%	-53.36%	-55.23%	43.13%	-52.64%	-69.17%	-9.45%	-62.25%	-44.64%	-69.55%
600785.SH	西北	宁夏	新华百货	-3.56%	-58.27%	-47.22%	扭亏为盈	-6.67%	本期亏损	-26.72%	本期亏损	868.03%	本期亏损	-29.33%	-82.47%	410.94%	93.05%	-34.04%	本期亏损	585.21%	本期亏损	-41.91%	本期亏损
603101.SH	西北	新疆	汇嘉时代	-59.10%	本期亏损	-88.40%	本期亏损	47.01%	扭亏为盈	1108.86%	扭亏为盈	435.11%	本期亏损	394.41%	本期亏损	-37.91%	本期亏损	626.81%	-54.70%	78.16%	扭亏为盈	685.59%	68.27%
600778.SH	西北	新疆	友好集团	-71.17%	本期亏损	-91.92%	本期亏损	24.24%	本期亏损	37.52%	本期亏损	扭亏为盈	本期亏损	-60.35%	本期亏损	扭亏为盈	本期亏损	-50.74%	本期亏损	扭亏为盈	本期亏损	-37.53%	本期亏损
600828.SH	西南	四川	茂业商业	23.12%	19.10%	6.32%	本期亏损	-71.35%	-69.85%	-86.60%	本期亏损	-99.15%	本期亏损	-83.50%	-73.90%	-99.09%	本期亏损	-95.27%	-92.13%	-97.96%	本期亏损	本期亏损	本期亏损
002697.SZ	西南	四川	红旗连锁	9.86%	-12.69%	-23.43%	19.51%	0.72%	21.96%	79.54%	-30.39%	-11.14%	3.97%	97.24%	-41.14%	-31.95%	24.26%	98.65%	-28.21%	-36.10%	-13.51%	85.68%	-12.25%
600729.SH	西南	重庆	重庆百货	-3.61%	-25.31%	-6.67%	199.79%	-0.16%	6.48%	0.20%	-83.53%	-3.69%	432.06%	-3.41%	37.52%	-10.10%	1495.04%	-3.57%	46.43%	5.99%	162.70%	-36.63%	-4.69%

数据来源：Wind，中信建投证券

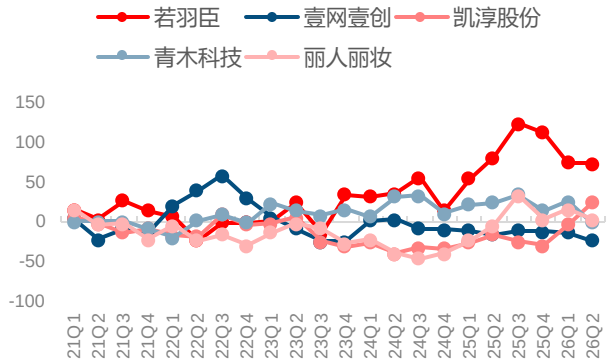
下载日志已记录，仅供内部参考

4、电商服务：品牌代理发展逐步百花齐放，货架电商有望迎来新增长

电商代运营企业呈现继续边际好转趋势。2026Q2 行业收入端表现分化，其中若羽臣延续高增，收入 12.91 亿元，同比增长 73.25%；凯淳股份收入同比增长 23.70%，由前期下滑转正；丽人丽妆收入同比增长 1.87%，保持正增长；青木科技、壹网壹创分别同比下降 2.04%、23.74%。利润端整体好于收入端，若羽臣 26Q2 归母净利润 0.95 亿元，同比增长 112.12%，丽人丽妆同比增长 184.40%，青木科技同比增长 7.13%；凯淳股份亏损继续收窄，而壹网壹创利润同比下降 21.93%。行业内企业通过买断或股权方式加强品牌代理和自营业务布局，同时持续应用 AI 工具提升投放、运营及客服效率，但不同公司在品牌结构和经营能力上的差异进一步拉大。

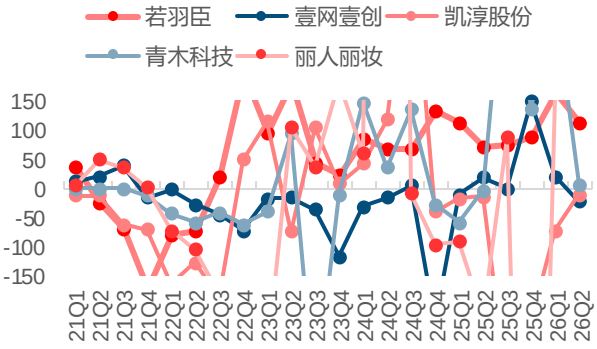
一方面是各公司积极尝试以股权或买断形式自主代理品牌在国内运营，将自身运营能力优势充分发挥，在各类保健品、潮玩等新消费领域实现较好的起量；另一方面是在降本增效方面，积极引入和开发人工智能相关的模块，提升运营效率摆脱过去对于人力的边际需求，带来了利润端的恢复。

图表131： 电商代运营公司收入同比增速（%）



数据来源：Wind，中信建投证券

图表132： 电商代运营公司利润同比增速（%）



数据来源：Wind，中信建投证券

2026 年主流电商品牌面临流量压力更大，且电商投流税的监管也对于流量转化效率构成压制，自营品牌需要更加突出质量本身。优思益事件带来跨境电商的监管更加具有针对性和穿透性，新兴品牌和产品需要采用更谨慎的宣发策略。不过，由于税务部门对于电商的税收监管力度不断加强，也顺带会清理各类非正规渠道并减少串货和价格竞争压力，可能加推动头部企业的竞争力提升。 结合 26Q2 经营表现看，具备较强品牌孵化、供应链管理及运营效率的头部企业仍能实现较好的收入利润增长，而传统代运营业务增长相对承压，行业分化和集中趋势进一步强化。

下载日志已记录，仅供内部参考

跨境电商：年内全球地缘因素变化致使全球部分区域经济发展受到冲击甚至出现滞胀现象，中国供应链稳定性和优质质量优势有望持续凸显，科技类跨境电商品牌战略品类市占率持续提升，出口外部环境有所改善，头部跨境电商公司积极进行库存清理、品类和品牌聚焦、战略方向调整、科技属性提升以增强壁垒，叠加出口β仍较强，头部跨境电商公司逐步迎来业绩磨底反转或品牌壁垒重塑期。年内全球贸易争端相较去年逐步博弈平衡，龙头企业去年一系列应对高关税的措施组合拳，在 26H1 财报开始逐步验证效果，安克创新、绿联科技、华凯易佰、赛维时代等跨境电商龙头的毛利率均较 2025 年提升，且部分公司提升明显。库存结构、品类聚焦度、产品科技含量或品牌认知度均较 2025 年有明显改善。

上半年，我国出口 14.73 万亿元，同比增长 13.4%，已连续 11 个季度保持增长。其中，出口机电产品 9.36 万亿元，增长 20.1%，占出口总值的 63.5%，较去年同期提升 3.5 个百分点。同期，高技术产品和自主品牌出口分别增长 39%、25.4%；上半年，民营企业进出口 14.53 万亿元，同比增长 17%，占外贸总值的近六成。同期，外资企业进出口增长 17.1%，已连续 9 个季度实现增长，国有企业进出口增长 16.8%；多元化市场持续巩固。上半年，我国对共建“一带一路”国家进出口 12.97 万亿元，同比增长 14.8%，占外贸总值的 50.9%；对拉美、非洲、欧盟进出口分别增长 16.2%、19.6%、10.2%。

从跨境电商发展角度看，在经过 2025 年外部关税环境剧烈变化，备货节奏、产能结构、产品结构、营销策略等深度调整后，主要的跨境电商龙头公司均顺利穿越风险。进入 2026 年，各主要跨境电商龙头企业普遍开始进行品类和结构的调整，并且在战略上更加聚焦主业和品牌，整理库存，减少不必要的拖累，降低风险，并且都取得较好的调改效果：

安克创新持续增加 7 系高毛利产品的占比，目标占比提升至 30~40%，同时去年一系列应对高关税的举措，让年内战略更加灵活，26H1 剔除 IEEPA 退税的部分，主业毛利率依然实现优质增长。同时公司年内的战略和心智已逐步从优质跨境电商向极致创新的科技企业进发，主要体现在 7 系产品占比明显提升、存算一体芯片推出并有望在后续逐步应用到智能家居领域、储能赛道高速发展并取得市占率持续提升、UV 打印机等高技术壁垒的战略品类持续推进。从β层面看，年内欧洲等市场对储能产品的需求量大增，部分国家如荷兰等由于政策变化，对光储一体的产品需求量明显提升，且阳台光伏的投资回报期进一步优化。公司在欧洲和北美市场均取得亮眼增速。智能创新板块因为 UV 打印机及母婴产品等新品类加入仍有充足增长动能；

绿联科技持续迭代升级NAS产品，上半年业绩和 NAS 增速在原材料涨价较多的背景下依然取得亮眼表现，原材料应对的措施和准备较充足。在高性价比的 to C 端 NAS 这个相对空白的市场，抓住机遇已构建较强的心智，以及相对于科技大厂的细分赛道比较优势。当前绿联科技的 NAS 私有云正式宣布与腾讯 WorkBuddy 达成合作，双方将围绕 AI Agent 与私有云存储的协同推进适配。9 月中旬预计公司的 AI NAS 产品逐步在亚马逊、京东等货架电商上架。随后 10 月份预计 Home Agent 产品将启动众筹，公司系列布局前瞻，且聚焦核心品类持续强化心智和壁垒。公司在已验证且取得优势的 to C NAS 赛道可以形成竞争壁垒积累的飞轮效应，并借助这一已验证的品类，将其作为中枢，有望逐步拓展成 Home Agent 的生态，望进一步打开中长期空间；

赛维时代逐步优化缩减非服产品，持续聚焦自身产品、数据、认知能力较强的服装业务，预计年内非服产品中拖累较大的 EBIKE 库存将得到大幅出清，非服产生的业绩拖累有望持续缩减，服装新细分赛道和品牌得到较好验证和成长；

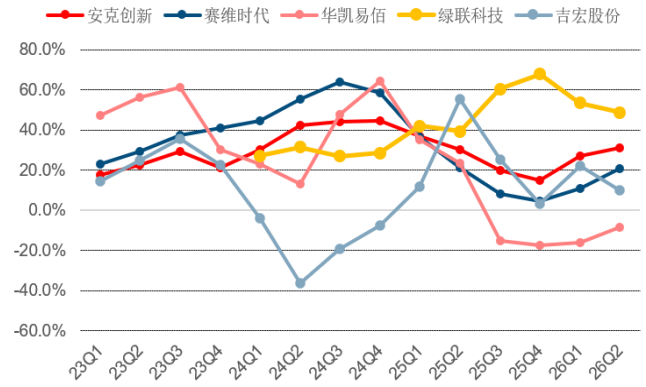
华凯易佰大幅优化自身 SKU，存货大幅下降的情况下，效率和产品质量的提升使收入端并未下滑很多，26H1 业绩恢复亮眼且季度环比增长明显，后续望聚焦精铺战略，自有品牌的占比逐步提升，并且强化自身对收购的优质小而美跨境电商品牌的赋能和加持能力；自身战略的主动调整伴随着外部挑战性环境而共同发生，也是跨

下载日志已记录，仅供内部参考

境电商企业匹配中长期发展的重要选择，跨境电商头部企业正明显在赛道内凸显出产业链协同、运营能力赋能的优势，预计其竞争格局和集中度都将得到改善。2026 年由于人民币走势较强，对于跨境电商企业普遍存在一定的汇兑损失影响，后续若汇率逐步回归稳态，则短期影响有望逐步得到缓解。

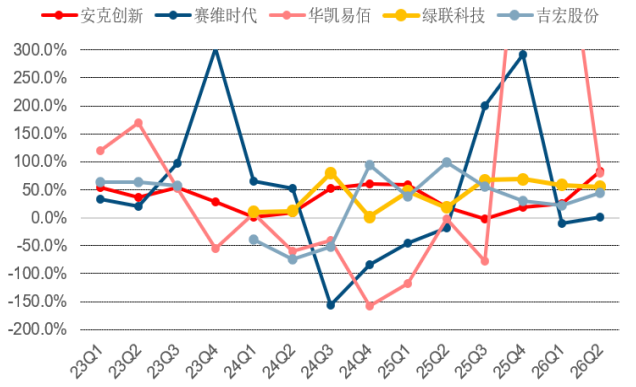
展望全年，跨境电商企业年内深度战略和运营调整取得良好成效，普遍迎来发展新阶段，且年内 β 有进一步强化的趋势，发展势头向好。

图表 133： 跨境电商企业单季度营收同比变化



数据来源：Wind，中信建投证券

图表 134： 跨境电商企业单季度净利润同比变化



数据来源：Wind，中信建投证券

图表 135： 跨境电商公司汇兑损益统计（亏损以-号表示）

单位：万元	22H1	2022	23H1	2023	24H1	2024	25H1	2025	26H1
安克创新	-992.73	-4603.50	-4919.59	-3262.56	3772.06	5347.73	8968.61	8881.46	-9434.78
绿联科技			410.79	570.96	477.49	974.18	1525.61	489.27	-4385.97
赛维时代	1383.73	2196.96	1117.03	1069.22	2291.39	4278.22	3097.07	1988.48	-3606.48
华凯易佰	-350.58	833.45	525.01	2023.06	1123.82	1959.92	4046.36	2976.08	-3474.77
吉宏股份	-211.28	1073.56	454.37	97.46	-929.18	-351.19	-166.82	-2827.33	-4111.38

资料来源：Wind，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

投资评价和建议

免税板块：海南封关落地打开离岛免税新阶段，离岛免税渠道保持稳定增长，机场、口岸等渠道价值持续深耕，全国税收监管政策逐步规范、人民币强势格局、收并购优质资产预计促进发展，免税龙头核心物业持续落地及优化带来消费体验和产品供给提升。建议关注：**中国中免。**

旅游出行、博彩：出行需求仍保持韧性稳健增长，自然资源类表现较好，旅游目的地百花齐放和节假日消费集中，供给端优化体验才能带动消费转化提升，出境需求扰动下国内长线目的地或受益，入境游持续增长。关注出行链优质资产运营和整合逻辑；博彩板块中高端需求成长性出现反复，世界杯后 ggr 恢复度明显好转。建议关注：**九华旅游、岭南控股、银河娱乐。**

酒店：供给端增速有望年内逐步回归理性，26Q2 RevPAR 修复趋势放缓，暑期伴随休闲需求再度复苏，供应链运营及平台赋能能力逐步突出。行业差异化呈现利润增速快于收入，国内当前连锁化率空间、供给拐点、品牌矩阵完善、出海探索、会员精细化、股东回馈等方面逐步趋近全球酒店龙头的发展路径，或迎长期红利。建议关注：**华住集团-S、亚朵、锦江酒店、首旅酒店。**

餐饮：行业供给侧优化逻辑逐步验证并进入深水区，26H1 龙头业绩分化且多数承压，性价比竞争仍较激烈。餐饮业短期更追求毛利率与客户体验平衡，中长期关注穿越周期属性，强组织和执行、优质供应链协同、质价比、发展节奏合理性、现金流及产业链议价权。原材料价格边际下行或带来更灵活竞争空间。建议关注：**古茗、百胜中国、海底捞、蜜雪集团。**

化妆品：线上竞争仍在，但胜负手已从单纯冲规模转向费用纪律与多品牌结构。制造端 26Q2 仍维持双位数增长、弹性高于品牌端，但增速已从 Q1 高点回落，主要由于 Q2 成本压力；品牌端收入继续放缓，扣非归母持续承压，毛销差走势分化。重点关注量利匹配、毛销差改善的标的。建议关注：**品牌端有潜力的林清轩、毛戈平、润本股份、贝泰妮、珀莱雅，及制造端诺斯贝尔。**

医美：竞争加剧下单一产品生命周期缩短、价盘下行，仍在品牌端报表中兑现，机构端则成为当季增长亮点。锦波生物等新材料已过快速收获期，高基数下转入调整；爱美客收入降幅有所收窄，仍待新品与管线验证。个股成长性与赛道位置、门店/产品周期直接相关。建议关注：**机构端朗姿股份、美丽田园医疗健康、新氧，品牌端矩阵丰富持续发力的爱美客、四环医药。**

一般零售：需求端依旧恢复较弱，供给侧关注新兴业态，比如折扣零售，建议关注：**鸣鸣很忙**；厄尔尼诺可能带来全球农作物行业的巨大变化，稳定的必选需求可带来对持续现金流的重估，建议关注：**农产品**。

外贸及跨境：柴发及造船持续景气，中国造船行业的优势扩大的趋势不会因为美国对外政策影响，行业主要参与方都积累了多年的在手订单，建议继续关注高股息低估值长期成长的**苏美达**。关税返还陆续到账也反馈了出海企业的经营韧性，下半年汇率相关影响有望显著减少，从品类出海到品牌出海带动一批出海企业走向全球各地，建议关注**绿联科技、安克创新、华凯易佰**。

专业连锁与专业市场：消费电子终端受本轮 AI 推动的成本通胀影响，供需格局发生剧烈变化，利润基础较厚的苹果系列表现出较好的韧性，相应渠道业务逆势扩张，建议关注**爱施德**。房地产后市场的需求相对稳定，逐渐从新房叙事转向二手房叙事，行业供给端的出清情况较为彻底，建议关注**美凯龙**。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表136： 重点公司盈利预测

行业	公司	代码	股价/元	市值	EPS 元/股				PE		
			2026/4/30	亿元	25 年	E26	E27	E28	E26	E27	E28
免税	中国中免	601888.SH	65.62	1,363.5	2.1	2.78	3.65	4.52	23.6	18.0	14.5
	王府井*	600859.SH	12.37	139.0	0.2	0.24	0.30	0.32	51.1	41.0	39.0
酒店	锦江酒店	600754.SH	25.56	272.5	0.9	1.10	1.23	0.00	23.2	20.8	
	首旅酒店	600258.SH	15.65	174.7	0.7	0.82	0.81	0.90	19.1	19.3	17.4
	华住集团	1179.HK	35.07	1,086.6	1.0	0.00	1.87	2.13		18.8	16.5
景区	中青旅*	600138.SH	9.01	65.2	0.2	0.25	0.29	0.00	36.3	31.0	
	黄山旅游*	600054.SH	11.89	86.7	0.4	0.49	0.56	0.62	24.4	21.4	19.2
	丽江股份*	002033.SZ	9.47	52.0	0.4	0.42	0.46	0.51	22.5	20.7	18.5
	峨眉山 A*	000888.SZ	11.85	62.4	0.4	0.57	0.63	0.70	20.9	18.7	16.9
	宋城演艺	300144.SZ	7.70	202.1	0.4	0.43	0.37	0.40	17.9	20.8	19.3
	天目湖	603136.SH	11.04	29.8	0.4	0.43	0.47	0.52	26.0	23.5	21.3
出境游	众信旅游*	002707.SZ	6.29	61.8	0.1	0.07	0.09	0.11	89.6	70.7	58.9
	岭南控股	000524.SZ	10.16	68.1	0.2	0.26	0.16	0.19	39.1	63.5	53.5
餐饮	同庆楼	605108.SH	15.92	41.4	0.4	0.71	1.10	1.46	22.4	14.5	10.9
	广州酒家*	603043.SH	15.52	88.3	0.9	0.94	1.02	1.03	16.5	15.3	15.1
医美	爱美客	300896.SZ	115.05	348.1	6.5	5.69	4.80	5.32	20.2	24.0	21.6
	朗姿股份	002612.SZ	16.09	71.2	0.6	0.69	0.84	1.01	23.3	19.2	15.9
	锦波生物	832982.BJ									
化妆品	珀莱雅	603605.SH	61.88	245.0	3.9	4.48	5.21	5.96	13.8	11.9	10.4
	贝泰妮	300957.SZ	40.88	173.2	1.2	1.81	2.12	0.00	22.6	19.3	
	华熙生物	688363.SH	41.35	199.2	0.4	1.21	1.60	2.07	34.2	25.8	20.0
	巨子生物	2367.HK	26.48	281.1	1.9	0.00	1.87	2.08		14.2	12.7
	毛戈平	1318.HK	63.17	309.7	1.8	0.00	3.22	4.22		19.6	15.0
	上美股份	2145.HK	41.21	164.1	2.0	3.28	4.00	4.84	12.6	10.3	8.5
	上海家化*	600315.SH	20.17	135.6	(1.2)	0.71	0.52	0.69	28.4	38.8	29.2
	丸美股份	603983.SH	25.17	100.9	0.9	1.16	0.83	1.05	21.7	30.3	24.0
	润本股份	603193.SH	25.97	105.1	0.7	0.93	1.11	0.00	27.9	23.4	
	敷尔佳	301371.SZ	29.04	151.0	1.3	1.58	1.79	2.02	18.4	16.2	14.4
	科思股份	300856.SZ	13.96	66.4	1.2	0.39	0.49	0.61	36.1	28.5	22.8
	福瑞达	600223.SH	6.55	66.6	0.2	0.29	0.26	0.33	22.6	25.2	19.8
商贸零售	永辉超市	601933.SH	3.84	348.5	(0.2)	0.02	0.07	0.10	192.0	54.9	38.4
	红旗连锁	002697.SZ	5.20	70.7	0.4	0.37	0.37	0.39	14.1	14.1	13.3
	步步高	002251.SZ	4.15	111.6	0.5	0.08	0.11	0.15	51.9	37.7	27.7
	汇嘉时代	603101.SH	11.06	52.0	0.1	0.23	0.22	0.26	48.1	50.3	42.5
	重庆百货	600729.SH	21.35	94.0	3.0	3.32	3.54	0.00	6.4	6.0	

下载日志已记录，仅供内部参考

安克创新	300866.SZ	125.44	672.6	3.9	5.77	7.22	0.00	21.7	17.4	
绿联科技	301606.SZ	75.78	314.4	1.1						
华凯易佰	300592.SZ	13.01	52.6	0.4	1.24	1.51	0.00	10.5	8.6	
青木科技	301110.SZ	67.28	62.3	1.0	2.09	2.83	3.69	32.2	23.8	18.2
孩子王	301078.SZ	8.84	111.5	0.1	0.31	0.37	0.44	28.5	23.9	20.1
农产品	000061.SZ	7.38	146.5	0.2	0.20	0.21	0.24	36.9	35.1	30.8
富森美	002818.SZ	12.15	90.9	0.9	1.21	0.00	0.00	10.0		
苏美达	600710.SH	12.22	159.7	0.9	0.97	1.14	1.28	12.6	10.7	9.5
江苏国泰	002091.SZ	8.95	145.7	0.7	0.75	0.85	0.91	11.9	10.5	9.8

*资料来源： Wind，中信建投证券，注：*采用wind 一致预期*

下载日志已记录，仅供内部参考

风险分析

1、美国降息进度和幅度可能与市场预期不同，导致相关度高的资产，诸如黄金、美债、美元指数再次大幅波动，影响到相关业务的经营。

2、酒店供需紧平衡，商务需求持续较弱的趋势可能导致加盟商资金压力以及开店意愿可能受到影响，进而影响到酒店行业供给出清，头部加速发展的逻辑兑现。

3、餐饮行业持续价格战在高线城市可能进一步加剧，在渠道获客成本上升的过程中，成本难以向上下游转嫁；副牌开发、产品创新、产业链延伸不及预期。

4、化妆品行业流量转化效率不及预期，竞争落败于国际品牌。流量获取成本不断提升，国内品牌整体培育尚需时间，面临国际品牌直接竞争压力。

5、医美监管趋严带来情绪面影响；上游企业新品开发、获批进度不及预期；产品端竞争愈加激烈；医美机构外延拓张不顺，新机构盈亏平衡期较长等。

6、特朗普挑起的贸易争端可能对全球外贸体系造成不可逆的损伤，贸易关系可能无法回到正常水平。美国如果出现经济衰退，消费需求不足，可能带来部分经济体受损，导致全球贸易体系失衡，影响外贸需求恢复。

7、AI 产业的发展迅速，技术路径和产品需求的变化极快，对应相关产业的软硬件产品需求波动，造成相关公司业绩不确定性提升。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师介绍

刘乐文

社服商贸行业首席分析师。本科毕业于西安交通大学，研究生毕业于美国约翰霍普金斯大学，从事商社行业研究数年，对于美容护理、珠宝时尚、餐饮酒店、零售贸易等行业拥有深度研究见解和丰富行业积累，曾获得水晶球社会服务行业最佳分析师第一名，新财富最佳海外研究第五名，新浪最佳分析师等评选。

石旖瑄

中信建投社服商贸行业分析师，厦门大学数学与应用数学学士、美国辛辛那提大学金融学硕士。研究美妆/医美/高端消费/社服等板块，多年买方经验视角。2023-2025 水晶球/上证报/WIND 批零社服行业最佳/金牌分析师上榜团队成员，2022-2025 新财富批零社服行业最佳分析师入围团队成员。

陈如练

社服商贸行业分析师，上海财经大学国际商务硕士，2018 年加入中信建投证券研究发展部，曾有 2 年国有资本风险投资经验。目前专注于餐饮、酒店、博彩、跨境电商、免税、旅游等细分板块研究。2018、2019、2020、2024 年 Wind 金牌分析师团队成员，2019、2022、2024、2025 年新浪金麒麟最佳分析师团队成员，2024、2025 年新财富海外研究第五名团队成员。

下载日志已记录，仅供内部参考

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15％以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15％以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610） 56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621） 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk