下载日志已记录，仅供内部参考

社会服务

商社板块 26Q2 总结：服务消费韧性高，行业内分化

行业：服务消费韧性高，行业内持续分化。（1）社零：5 月有所回落，服务消费表现优于商品消费。2026Q2 社零总额 12.1 万亿元，同比增长 0.2%，增速环比 2026Q1 减少 2.2pct；其中 2026M4/M5/M6 各同比+0.2%/-0.6%/+1.0%。2026Q2 商品零售/餐饮各同比+0.1%/1.3%，服务消费表现优于商品消费。**（2）社服板块：**免税/酒店/出境游/旅游/旅游（剔除张家界）/会展/餐饮扣非归母利润各同比+12%/+9%/-13%/-27%/-27%/-61%/-165%。**（3）零售板块：**26Q2，超市/代运营/跨境/母婴/批发市场/黄金珠宝/百货扣非归母利润各同比+71%/+62%/+22%/-5%/-42%/-50%/-89%。

社服：免税出境游业绩回暖，酒旅餐饮同比承压

（1）免税：26Q2 利润持续改善。海南离岛免税新政，全岛封关红利持续兑现。26H1 海南离岛免税购物金额 199.2 亿元/同比+18.8%。26Q2 收入端，小幅下降主要系机场经营主体切换、转场装修影响；利润端，主营业务毛利率持续改善带来业绩持续修复。26Q2 板块收入同比-5.7%，归母净利润同比+14.5%，归母净利率 7.1%/同比+1.2pct。

（2）旅游：行业增速继续放缓，业绩同比压力加大。行业端，25Q1 以来国内旅游人次及收入增速逐季放缓；经营端，26Q2 受降雨、消费意愿谨慎、行业竞争加剧影响；业绩端，26Q2 板块收入业绩增速双承压，板块营收增速-1.8%（剔除中青旅），扣非归母净利润 -27.5%（剔除张家界）。

（3）出入境游：利润端边际改善。行业竞争激烈且受国际局势影响，叠加基数较高，26Q2 营收增速均较 26Q1 出现下滑；净利润端则边际改善。

（4）酒店：RP 同比转弱，头部扣非归母净利率维持向上趋势。行业端，26H1 供大于求，价格驱动，中间承压；经营端，头部酒管公司维持稳健扩张，中高端、轻资产化趋势向上，RP 同比转弱；业绩端，26Q2 营收略有承压，头部中高端、轻资产趋势带动下，扣非归母净利率维持向上趋势。

（5）餐饮：增长压力持续存在，品牌创新应对挑战。行业端，25 年 10 月以来持续好于社零大盘，26 年 5 月以来边际好转；A 股餐饮公司 26Q2 增长压力持续存在；港股餐饮公司表现存分化，持续创新应对挑战。

零售：品质零售转型深化，黄金珠宝经营提质

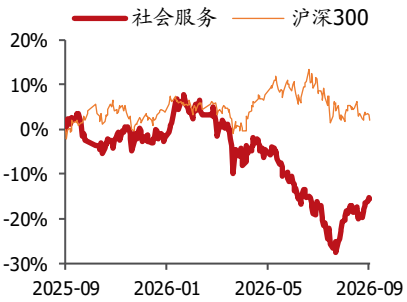
（1）商超百货：超市调改减亏兑现，百货静待消费回暖。①百货：26Q2 板块收入 295.8 亿元/同比-8.7%，降幅收窄 0.7pct；毛利率 34.9%基本平稳，费用绝对额延续压降；淡季利润基数较小，扣非归母净利 0.5 亿元/同比-89.4%，盈利仍承压。

②超市：26Q2 板块收入 205.6 亿元/同比-12.4%，降幅收窄 2.5pct；毛利率+1.2pct、期间费用率-2.1pct，扣非归母净利-2.7 亿元/同比减亏 71.5%；剔除永辉后收入-7.8%、盈利小幅转亏，板块改善主要由永辉减亏贡献。

③调改：永辉 6 月末调改店 331 家、闭店与改造高峰已过，步入提质增效第二阶段；家家悦上半年大改 27 处、可比客流+2%；步步高存量门店运营改善，超市收入同比+16.3%。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 李宏科
执业证书编号：S0680525090002
邮箱：lihongke@gszq.com
分析师 陈天明
执业证书编号：S0680525120002
邮箱：chentianming@gszq.com
分析师 张冰清
执业证书编号：S0680525110002
邮箱：zhangbingqing1@gszq.com
分析师 程子怡
执业证书编号：S0680524080004
邮箱：chengziyi@gszq.com
分析师 毛弘毅
执业证书编号：S0680525110003
邮箱：maohongyi@gszq.com

相关研究

1、《社会服务：出行链股价企稳，关注双节前板块行情》2026-08-15
2、《社会服务：暑期旅游虽晚但到，关注出行链》2026-08-02
3、《社会服务：政策导向高质量发展，文旅零售迎提质增效新周期》2026-07-11

下载日志已记录，仅供内部参考

（2）黄金珠宝：行业需求承压，港澳景气较优，龙头加快渠道提质。①降幅逐月收窄，港澳市场显著优于行业。26Q2 限额以上金银珠宝零售额同比约-14%，4-6 月各同比-21.3%/-8.9%/-3.4%，降幅逐月收窄；港澳市场显著优于行业，周大福中国港澳及其他市场、六福集团中国港澳及海外市场零售值均同比+41%以上。

②淡化门店数量，聚焦高势能渠道。26Q2 周大生/周大福珠宝/老凤祥/六福集团各净关店 187/255/254/148 家；潮宏基非遗工艺馆入驻上海国金 IFC、长沙 IFS 等核心商圈，周大生拓展 SKP、万象城及免税渠道，周大福新增 4 家内地高端形象店，老铺黄金持续进入及扩容头部商业中心。

③财务：26Q2 样本公司收入/毛利各同比-44.4%/-37.2%，期间费用率同比+2.3pct 至 5.1%，归母净利润/扣非归母净利润各同比-57.7%/-50.4%；潮宏基归母净利润同比+11.3%，表现领先，板块经营现金流同比-26.7%至 36.7 亿元。

④重视龙头股息率表现。2026 年中期老铺黄金/潮宏基/周大生/老凤祥拟现金分红约 31.85/1.78/1.74/1.05 亿元；以 20260901 股价测算，周大生/六福集团/老铺黄金/周大福/菜百股份/老凤祥/潮宏基股息率各 8.3%/7.3%/6.2%/5.2%/5.2%/5.0%/4.5%。

（3）跨境电商：收入增速回升，盈利韧性凸显。①26Q2 板块收入 207.8 亿元/同比+21.4%，增速环比+6.2pct、连续两个季度回升；②毛利率 48.4%/同比+4.5pct 创近年单季新高（安克 +9.1pct，含 IEEPA 关税退回一次性冲减），带动归母净利 18.6 亿元/+54.6%、扣非归母净利 14.7 亿元/+39.6%，扣非归母净利率 7.1%/+0.9pct；③研发费用率 6.2%/+1.4pct，财务费用率+1.6pct（汇兑损失及可转债利息），资产减值 5.1 亿元/同比多损 2.5 亿元，均被毛利率改善充分消化。展望后续，新品周期与 AI 赋能持续推进，行业基本面有望延续向好。

（4）母婴：拓展加盟业态，外延多业态扩张。行业层面，新生儿下降但需求并未减少，政策托底持续加码，行业转向质量驱动。26Q2 收入和利润增速有所放缓，主因去年高基数且部分进口奶粉出现争议性事件。公司均选择提高自有品牌比例，从而使得毛利率提高。作为头部母婴公司，孩子王/爱婴室均开放或大力发展加盟业态，以扩大公司发展空间，拉动板块整体毛利率 31.6%/同比+2.9pct。

（5）代运营：行业自有品牌孵化+AI 赋能使得业绩高增。26Q2，多数公司自有品牌快速增长、AI 赋能提效降本后，利润持续快速增长，但增速较 26Q1 下滑，主因 25Q1 基数低于 25Q2，及部分公司主动收缩低毛利的代运营业务。26Q2 板块收入同比+25.2%，归母净利润同比+59.2%，归母净利率 7.6%/同比+1.6pct。板块整体毛利率 55.7%/同比+6.4pct。

投资建议：看好红利主线+出海龙头，关注内需弹性

近期市场风格再平衡，结合估值与业绩预期，看好：1）业绩确定性强+股息率优+低估值个股，具有较强安全边际，推荐小商品城、苏美达、百胜中国，以及动销优良的周大福、潮宏基等黄金珠宝个股，关注老铺黄金、大商股份；2）成长性优的跨境龙头，如安克创新、致欧科技、赛维时代等；3）内需方向前期回调较大，随着基本面因素逐渐消化，股价磨底企稳，8 月环比向好，双节预定热度升温，关注服务消费和商品消费弹性。

综上推荐小商品城、安克创新、苏美达、古茗、百胜中国、周大福、潮宏基、华住集团、首旅酒店、锦江酒店、三峡旅游、九华旅游，关注中国中免、菜百股份、老铺黄金、中国东方教育、长白山、孩子王、华凯易佰、海底捞、小菜园、三特索道、黄山旅游、名创优品、若羽臣、赛维时代、焦点科技、永辉超市、家家悦、美团-W、青木科技、壹网壹创。

风险提示：消费复苏不及预期；行业竞争加剧；监管政策的不确定性。

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. 行业 26Q2 整体分析 4
2. 社服子版块分析 6
2.1 免税：26Q2 利润持续改善 6
2.2 旅游：行业增速继续放缓，业绩同比压力加大 7
2.3 出入境游：利润端边际改善 10
2.4 酒店：RP 同比转弱，头部扣非归母净利率维持向上趋势 11
2.5 餐饮：增长压力持续存在，品牌创新应对挑战 13
3. 零售子版块分析 16
3.1 商超百货超市调改减亏兑现，百货静待消费回暖 16
百货：降本增效持续推进，淡季盈利承压 16
超市：品质零售显效，调改步入减亏兑现期 17
3.2 黄金珠宝：龙头运营提质提效，港澳区域景气延续 20
3.3 跨境电商：汇兑短期扰动，盈利韧性凸显 22
3.4 母婴零售：主业稳步增长，外延多业态扩张 24
3.5 代运营：自有品牌孵化+AI 赋能，延续高成长 25
4. 风险提示 26

图表目录

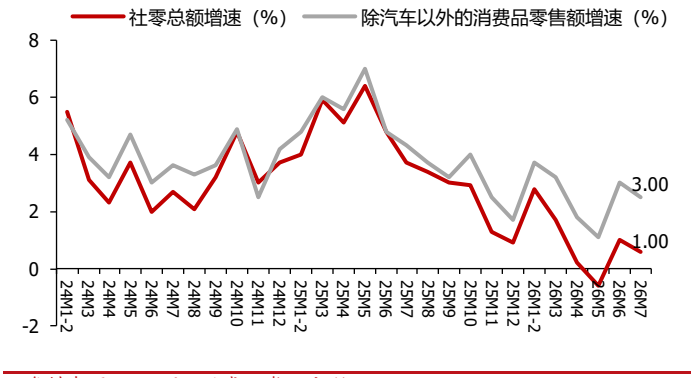
图表 1：社零总额及除汽车外消费品增速（%） 4
图表 2：商品零售及餐饮增速（%） 4
图表 3：25Q1-26Q2 商社主要子板块收入同比增速（%） 5
图表 4：25Q1-26Q2 商社主要子板块扣非归母净利同比增速（%） 5
图表 5：海南离岛免税购物金额（万元）及增速（ %） 6
图表 6：中国中免主要经营指标 7
图表 7：24Q1-26Q2 国内旅游总人次及增速 8
图表 8：24Q1-26Q2 国内旅游收入及增速 8
图表 9：旅游 A 股公司主要财务指标 9
图表 10：国际客运航线恢复率月趋势 10
图表 11：国内及国际航司执飞占比 10
图表 12：出入境游 A 股公司主要经营指标 11
图表 13：24Q1-26Q2 头部酒管公司净开店数（家） 12
图表 14：24Q1-26Q2 头部酒管公司中高端酒店数占比 12
图表 15：24Q1-26Q2 头部酒管公司加盟酒店数占比 12
图表 16：24Q1-26Q2 头部酒管公司季度 RP 同比变化 12
图表 17：26Q1&26Q2 酒店 A 股公司主要财务指标 13
图表 18：2024 年以来社零及社零餐饮收入当月同比 14
图表 19：26Q1&26Q2 餐饮 A 股公司主要财务指标 14
图表 20：26H1 年港股主要餐饮公司经营及财务指标 15
图表 21：26H1 年港股茶饮公司门店数及主要财务指标 15
图表 22：36 家百货 A 股公司主要经营指标 17
图表 23：7 家超市 A 股公司主要经营指标 19
图表 24：6 家超市 A 股公司主要经营指标（剔除永辉超市） 20
图表 25：7 家珠宝公司 26Q2 主要财务指标 22
图表 26：7 家跨境电商 A 股公司主要经营指标 23
图表 27：母婴零售 A 股公司主要经营指标 24
图表 28：代运营 A 股公司主要经营指标 25

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 行业 26Q2 整体分析

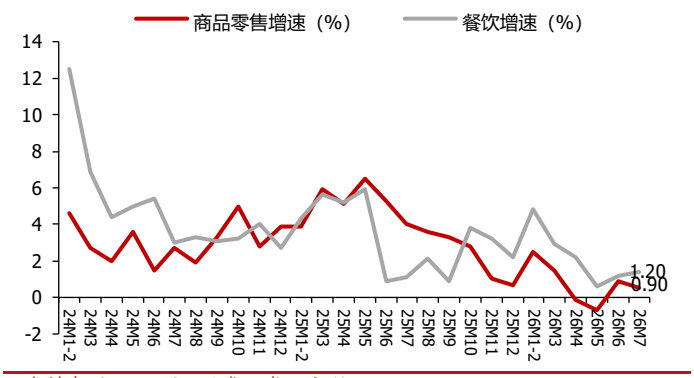
社零：5 月有所回落，服务消费表现优于商品消费。26Q2 社零总额 12.1 万亿元，同比增长 0.2%，增速环比 2026Q1 减少 2.2pct；其中 26M4/M5/M6 各同比+0.2%/-0.6%/+1.0%。按消费类型，2026Q2 商品零售 10.7 万亿元，同比增长 0.1%，增速环比 26Q1 减少 2.1pct；餐饮收入 1.4 万亿元，同比增长 1.3%，增速环比 26Q1 减少 2.9pct。

图表1：社零总额及除汽车外消费品增速（%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表2：商品零售及餐饮增速（%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

社服板块：26Q2：餐饮/旅游/酒店/旅游（剔除中青旅）/免税/出境游/会展营收各同比+1%/+1%/+0%/-2%/-6%/-6%/-23%；免税/酒店/出境游/旅游/旅游（剔除张家界）/会展/餐饮扣非归母利润各同比+12%/+9%/-13%/-27%/-27%/-61%/-165%。

旅游板块受天气和消费力影响持续承压；酒店板块26Q2 RP同比转弱，中高端、轻资产化趋势不变，带动利润率趋势向上；餐饮板块持续承压，各品牌创新应对挑战。26H1茶饮受去年同期外卖大战高基数影响，茶饮公司普遍放缓开店节奏注重提质增效，行业利润增速放缓并有所分化。26Q2免税主营业务毛利率持续改善带来业绩持续修复。

零售板块：26Q2：代运营/跨境/母婴/百货/超市/批发市场/黄金珠宝营收各同比+25%/+22%/+2%/-9%/-12%/-24%/-44%；超市/代运营/跨境/母婴/批发市场/黄金珠宝/百货扣非归母利润各同比+71%/+62%/+22%/-5%/-42%/-50%/-89%。

26Q2，母婴行业收入增速趋稳，自有品牌和定制化商品销售占比提升，带动利润稳步增长；但环比增速因高基数风险事件等放缓。代运营行业多数公司自有品牌快速增长、AI赋能提效降本后，利润持续快速增长；行业头部企业门店调改进入收获期，毛利率提升与费用压降带动板块亏损大幅收窄，经营质量持续改善；黄金珠宝受金价波动影响利润有所承压，关注金价回暖后动销及利润修复；跨境电商行业收入增速环比回升，毛利率创新高带动扣非归母净利润高增，前期汇兑扰动逐步消化，盈利韧性凸显。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表3：25Q1-26Q2 商社主要子板块收入同比增速（%）

	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2
百货	-7.2	-9.3	-8.9	-11.6	-9.2	-8.7
批发市场	30.5	40.4	14.6	-27.2	-13.3	-24.2
超市	-14.2	-14.8	-17.2	-8.1	-14.4	-12.4
超市（剔除永辉）	-6.2	-3.8	-5.8	0.0	-2.3	-7.8
黄金珠宝	-26.0	15.0	20.1	50.4	14.1	-44.4
跨境	26.9	23.6	16.7	10.4	20.3	22.2
跨境（剔除小商）	28.8	27.3	11.6	4.5	15.2	21.4
母婴	8.7	8.4	9.1	12.5	2.7	1.9
代运营	5.2	18.6	46.3	34.2	33.0	25.2
旅游	6.6	7.8	4.2	9.6	5.6	1.5
旅游（剔除中青旅）	6.5	3.9	-1.0	7.0	1.3	-1.8
出境游	10.2	7.6	13.0	-2.0	11.9	-6.0
酒店	-8.0	-1.2	-3.9	4.9	3.0	-0.2
餐饮	-0.5	2.5	-1.0	7.3	4.0	1.4
会展	-1.6	-8.7	24.7	-5.1	14.0	-22.6
免税	-11.0	-8.5	-0.4	2.8	1.0	-5.7

资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表4：25Q1-26Q2 商社主要子板块扣非归母净利同比增速（%）

	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2
百货	-13.3	-46.0	-427.1	-152.6	-20.4	-89.4
批发市场	-17.3	28.7	-53.5	-375.0	-22.2	-42.2
超市	*-51.3*	*-40.9*	*11.3*	*1.5*	*30.2*	71.5
超市（剔除永辉）	-8.1	83.0	41.6	27.3	9.5	-247.6
黄金珠宝	-19.4	-5.4	-18.7	327.2	23.0	-50.4
跨境	*17.3*	*17.2*	*46.7*	*-10.5*	*13.4*	21.9
跨境（剔除小商）	*19.5*	*15.1*	*-4.9*	*4.9*	*8.0*	39.6
母婴	282.7	54.7	69.5	21.7	22.8	-4.7
代运营	*-23.6*	*0.1*	*2461.5*	*67.9*	*233.3*	61.7
旅游	*-2.0*	*4.4*	*-5.5*	*-20.2*	*5.7*	-27.1
旅游（剔除张家界）	-5.3	2.4	-5.8	-44.1	2.9	-27.5
出境游	-50.3	-149.8	-85.0	-17.0	-148.1	-13.0
酒店	-35.4	7.2	30.5	204.2	220.9	8.8
餐饮	*-41.3*	*27.3*	-12.1	89.5	-34.8	-165.3
会展	-1741.7	-13.4	-2.4	28.0	7.3	-60.6
免税	11.6	5.8	3.8	3.7	13.8	12.3

资料来源：Wind，国盛证券研究所

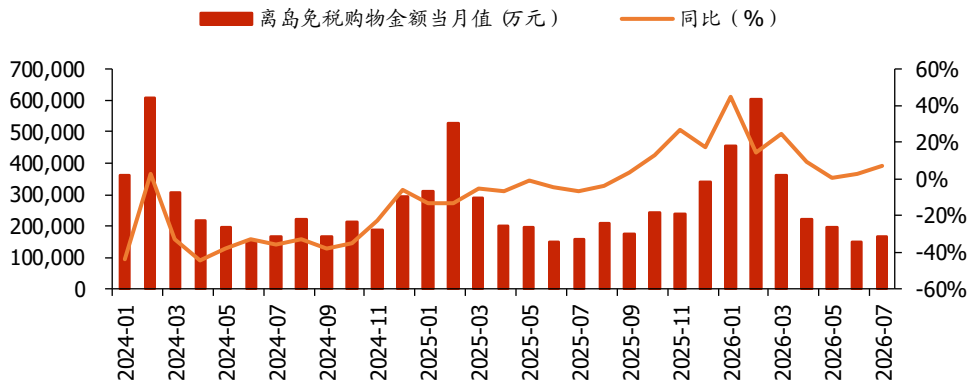
下载日志已记录，仅供内部参考

2. 社服子版块分析

2.1 免税：26Q2 利润持续改善

行业：海南离岛免税新政，全岛封关红利持续兑现。据海口海关统计，26H1 海南离岛免税购物金额 199.2 亿元/同比+18.8%、购物件数 1596.6 万件/同比+7.3%、购物人数 279.3 万人次/同比+12.6%，客单价同比+5.6%。

图表5：海南离岛免税购物金额（万元）及增速（ %）



资料来源：wind，国盛证券研究所

业绩总结：收入端，小幅下降主要系机场经营主体切换、转场装修影响。利润端，主营业务毛利率持续改善带来业绩持续修复。26Q2 板块收入同比-5.7%，归母净利润同比+14.5%，归母净利率 7.1%/同比+1.2pct。板块整体毛利率 34.3%/同比+1.9pct，销售费用率 19.6%/同比+1.5pct，管理费用率 4.1%/同比+0.3pct，研发费用率 0.23%/同比+0.0pct。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表6：中国中免主要经营指标

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2
营业总收入（亿元）	188.1	124.6	117.6	134.5	167.5	114.0	117.1	138.3	169.1	107.5
同比增长（%）	*-9.4*	*-17.4*	*-21.5*	*-19.5*	*-11.0*	*-8.5*	*-0.4*	*2.8*	*1.0*	*-5.7*
毛利（亿元）	62.6	42.2	37.7	38.4	55.2	37.0	37.5	46.1	56.9	36.9
毛利率（%）	33.3	33.9	32.0	28.5	33.0	32.5	32.0	33.3	33.6	34.3
毛利率变动（pct）	*4.3*	*1.0*	*-2.4*	*-3.5*	*-0.3*	*-1.4*	*-0.0*	*4.8*	*0.7*	*1.9*
销售费用率（%）	12.8	17.8	18.4	16.9	13.1	18.1	18.7	16.1	12.1	19.6
销售费用率变动（pct）	*3.0*	*3.1*	*0.6*	*2.0*	*0.3*	*0.3*	*0.4*	*-0.8*	*-1.1*	*1.5*
管理费用率（%）	2.5	3.7	4.0	4.2	2.5	3.8	3.9	6.4	2.7	4.1
管理费用率变动（pct）	*0.4*	*0.0*	*0.5*	*0.2*	*-0.0*	*0.0*	*-0.1*	*2.2*	*0.2*	*0.3*
研发费用率（%）	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.0	0.2
研发费用率变动（pct）	*-0.0*	*0.0*	*0.0*	*-0.2*	*0.1*	*0.2*	*0.2*	*0.1*	*-0.1*	*-0.0*
三项费用率（%）	15.4	21.6	22.5	21.2	15.7	22.1	22.9	22.7	14.8	23.9
三项费用率变动（pct）	*3.4*	*3.1*	*1.1*	*2.0*	*0.4*	*0.5*	*0.5*	*1.5*	*-1.0*	*1.8*
毛利-三项费用（亿元）	33.7	15.3	11.2	9.9	28.9	11.8	10.6	14.8	31.9	11.2
毛利率-三项费用率（%）	*17.9*	*12.3*	*9.6*	*7.4*	*17.3*	*10.3*	*9.1*	*10.7*	*18.9*	*10.4*
归母净利润（亿元）	23.1	9.8	6.4	3.5	19.4	6.6		5.3	23.5	7.6
同比增长（%）	*0.2*	*-37.6*	*-52.5*	*-76.9*	*-16.0*	*-32.2*	*-28.9*	*53.6*	*21.2*	*14.5*
归母净利率（%）	12.3	7.8	5.4	2.6	11.6	5.8	3.9	3.9	13.9	7.1
归母净利率变动（pct）	*1.2*	*-2.5*	*-3.5*	*-6.4*	*-0.7*	*-2.0*	*-1.6*	*1.3*	*2.3*	*1.2*
经营活动现金流量净额（亿元）	53.0	-9.9	7.9	28.4	48.0	-21.9	7.8	26.7	38.9	-14.1
同比增长（%）	*-28.6*	*-186.4*	*-83.7*	*68.4*	*-9.5*	*-120.6*	*-1.7*	*-5.8*	*-18.9*	*-35.6*
经营活动现金流/归母净利润	229.9	-101.7	124.8	815.3	247.5	-330.8	172.7	499.9	165.7	-186.1

资料来源：Wind，国盛证券研究所

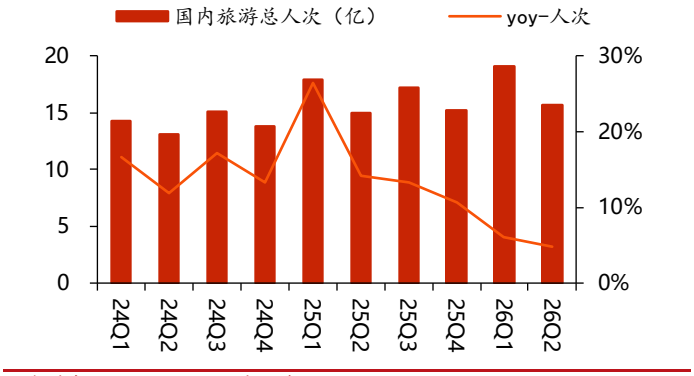
2.2 旅游：行业增速继续放缓，业绩同比压力加大

我们选取九华旅游、三峡旅游、三特索道、黄山旅游等 23 家旅游 A 股公司作为样本，对旅游板块 26Q2 进行业绩分析。

行业：25Q1 以来国内旅游人次及收入增速逐季放缓。据文旅部，26Q1 国内旅游总人次 19.0 亿/同比+6.0%，国内旅游收入 1.9 万亿元/同比+2.9%；26Q2 国内旅游总人次 15.6 亿/同比+4.8%，国内旅游收入 1.4 万亿元/同比+0.8%。同比增速上，25Q1-26Q2 人次及收入均出现逐季放缓趋势。

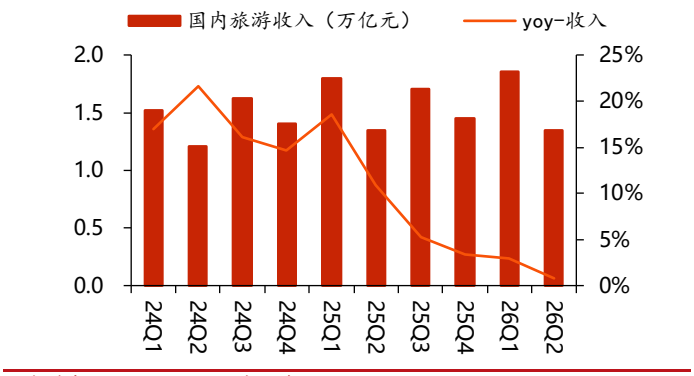
下载日志已记录，仅供内部参考

图表7：24Q1-26Q2 国内旅游总人次及增速



资料来源：文旅部，国盛证券研究所

图表8：24Q1-26Q2 国内旅游收入及增速



资料来源：文旅部，国盛证券研究所

经营层面：26Q2 受降雨、消费意愿谨慎、行业竞争加剧影响。以项目遍布全国 8 个省(自治区)的三特索道为例，26H1 营收同比-1.6%，主要系：1）主力项目贵州梵净山和华山索道受连绵阴雨天气影响，客流下降；2）游客消费意愿趋于谨慎，收缩非必要支出；3）文旅行业竞争加剧，部分同业景区采取低价策略。在整体行业客流增速放缓，收入增速低于客流增速的背景下，文旅公司的经营难度进一步加大。

业绩层面：26Q2 收入业绩增速双承压。由于中青旅营收体量相对较大，容易影响板块营收增速，若剔除中青旅，旅游板块 26Q1/26Q2 营收增速各 1.3%/-1.8%，26Q2 增速已转负。利润层面，由于 ST 张家界重整对 26Q1 板块业绩影响较大，若剔除 ST 张家界，26Q1/26Q2 旅游板块扣非归母净利润同比+2.9%/-27.5%，扣非归母净利率同比-0.2/-2.9pct。26Q2 相对 26Q1 业绩层面压力加大，关注 26H2 天气表现及中小学秋假等多放假对景区客流的拉动效应。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表9：旅游A股公司主要财务指标

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2
营业总收入（亿元）	61.0	75.2	93.8	76.7	65.1	81.1	97.7	84.0	68.7	82.3
同比增长（%）	*14.4*	*2.0*	*0.4*	*4.4*	*6.6*	*7.8*	*4.2*	*9.6*	*5.6*	*1.5*
营业总收入(亿元，剔除中青旅)	41.8	51.0	66.8	47.6	44.5	53.0	66.1	50.9	45.1	52.0
同比增长（%）	*13.7*	*4.9*	*-1.6*	*7.1*	*6.5*	*3.9*	*-1.0*	*7.0*	*1.3*	*-1.8*
毛利（亿元）	19.3	26.9	38.1	19.6	20.3	27.4	36.9	21.0	20.8	25.0
毛利率（%）	31.7	35.8	40.7	25.6	31.2	33.8	37.8	25.0	30.3	30.4
毛利率变动（pct）	*0.6*	*-0.3*	*-0.8*	*1.3*	*-0.5*	*-2.0*	*-2.9*	*-0.6*	*-0.8*	*-3.4*
毛利率（%，剔除中青旅）	36.8	40.1	47.6	28.3	36.1	40.1	46.6	29.6	37.0	37.0
毛利率变动（pct）	*2.2*	*-1.1*	*0.8*	*1.9*	*-0.7*	*0.1*	*-1.0*	*1.2*	*0.9*	*-3.1*
销售费用率（%）	7.0	5.9	5.8	8.2	6.6	5.7	5.9	8.3	6.5	6.0
销售费用率变动（pct）	*1.1*	*0.6*	*0.0*	*-0.4*	*-0.4*	*-0.2*	*0.2*	*0.1*	*-0.2*	*0.3*
管理费用率（%，剔除中青旅）	13.7	12.6	10.6	17.3	13.0	11.8	9.8	16.8	13.2	12.2
管理费用率变动（pct）	*-1.2*	*0.0*	*0.7*	*-1.5*	*-0.6*	*-0.8*	*-0.8*	*-0.5*	*0.1*	*0.4*
财务费用率（%）	1.7	1.3	1.2	1.6	1.6	1.3	1.2	1.4	1.7	1.0
财务费用率变动（pct）	*0.1*	*-0.4*	*-0.2*	*0.5*	*-0.2*	*0.0*	*0.0*	*-0.2*	*0.2*	*-0.3*
研发费用率（%）	0.5	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4	0.3
研发费用率变动（pct）	*0.0*	*0.1*	*0.0*	*-0.4*	*-0.1*	*-0.1*	*-0.1*	*0.0*	*-0.1*	*0.0*
毛利-期间费用	6.6	13.1	22.6	1.0	7.3	13.6	21.5	1.6	7.5	11.3
毛利率-期间费用率（%）	*10.8*	*17.4*	*24.1*	*1.3*	*11.2*	*16.8*	*22.0*	*2.0*	*11.0*	*13.7*
归母净利润（亿元）	4.2	6.8	19.6	-10.6	4.2	9.1	15.0	-11.6	7.7	7.1
同比增长（%）	*24.4*	*-23.6*	*14.4*	*40.6*	*0.7*	*32.6*	*-23.4*	*-8.9*	*83.1*	*-22.0*
归母净利率（%）	6.8	9.1	20.9	-13.9	6.5	11.2	15.3	-13.8	11.2	8.6
归母净利率变动（pct）	*0.5*	*-3.1*	*2.6*	*10.5*	*-0.4*	*2.1*	*-5.5*	*0.1*	*4.7*	*-2.6*
归母净利润(亿元，剔除 ST 张家界)	4.6	7.0	19.6	-5.5	4.5	9.1	14.9	-6.3	4.6	7.1
同比增长（%）	*26.9*	*-22.9*	*14.5*	*65.7*	*-2.7*	*30.1*	*-24.1*	*-15.6*	*2.7*	*-22.4*
归母净利率（%，剔除 ST 张家界）	7.6	9.3	20.9	-7.1	6.9	11.2	15.2	-7.5	6.8	8.6
归母净利率变动（pct）	*0.7*	*-3.0*	*2.6*	*14.6*	*-0.7*	*1.9*	*-5.7*	*-0.4*	*-0.2*	*-2.6*
扣非归母净利润（亿元）	3.9	6.6	15.6	-10.3	3.1	6.9	14.7	-12.4	4.0	6.0
同比增长（%）	*23.2*	*-24.7*	*-5.8*	*45.3*	*-21.0*	*4.4*	*-5.5*	*-20.2*	*5.7*	*-27.1*
扣非归母净利率（%）	6.4	8.8	16.6	-13.5	4.7	8.5	15.1	-14.8	5.8	7.3
扣非归母净利率变动（pct）	*0.5*	*-3.1*	*-1.1*	*12.3*	*-1.6*	*-0.3*	*-1.5*	*-1.3*	*0.0*	*-2.8*
扣非归母净利润(亿元，剔除 ST 张家界)	4.3	6.7	15.6	-5.2	4.1	6.9	14.7	-7.4	4.2	6.0
同比增长（%）	*25.3*	*-24.1*	*-5.7*	*69.6*	*-5.3*	*2.4*	*-5.8*	*-44.1*	*2.9*	*-27.5*
扣非归母净利率(%，剔除 ST 张家界)	7.1	9.0	16.7	-6.7	6.3	8.5	15.1	-8.8	6.2	7.2
扣非归母净利率变动（pct）	*0.6*	*-3.1*	*-1.1*	*16.4*	*-0.8*	*-0.4*	*-1.6*	*-2.1*	*-0.2*	*-2.9*

资料来源：wind，国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

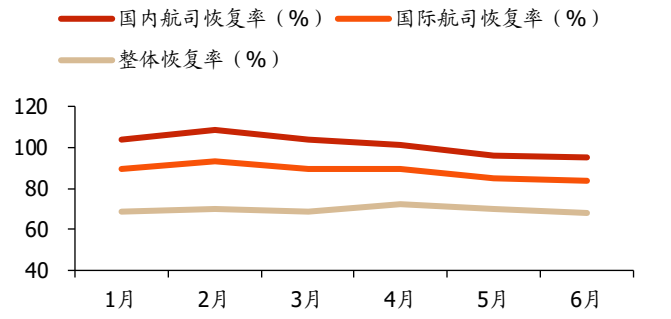
2.3 出入境游：利润端边际改善

我们选取众信旅游、凯撒旅业作为板块样本，对 26Q2 进行分析：

行业：26H1 出入境人次创新高，受航油价格上涨影响二季度国内航司国际航班恢复率下降。1）需求端，根据国家移民管理局，26H1 全国移民管理机构累计查验出入境人员 3.69 亿人次，同比上升 10.8%，再创历史新高；其中内地（大陆）居民 1.76 亿人次、港澳台居民 1.47 亿人次、外国人 4590.6 万人次，同比分别上升 10.7%、8.1%和 20.6%；免签入境外国人 1781.5 万人次，占入境外国人总数的 77.7%，同比上升 30.6%。累计查验出入境交通运输工具 2084.4 万架（列、艘、辆）次，同比上升 17.1%；其中飞机 49 万架次、列车 5.6 万列次、船舶 22.9 万艘次、机动车 2006.8 万辆次，同比分别上升 1%、5.7%、4.6%和 17.8%。

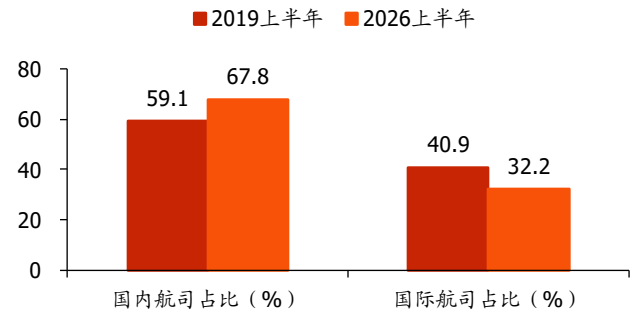
2）供给端，2026 上半年民航国际客运航班整体恢复至 2019 年的 88.3%。国内外航司恢复水平不一，其中国内航司恢复并超过 2019 年水平，恢复率达 101.3%，国际航司仅 69.5%，受航油价格上涨影响，二季度国内航司恢复率逐月下滑，5、6 月份国内航司国际恢复率下滑至 95%，从航司占比看，国内航司国际航班占比由 2019 年的 59.1%提升至 2026 年的 67.8%，提升 8.7pct。

图表10：国际客运航线恢复率月趋势



资料来源：航旅新零售，国盛证券研究所

图表11：国内及国际航司执飞占比



资料来源：航旅新零售，国盛证券研究所

业绩总结：行业竞争激烈且受国际局势影响，叠加基数较高，26Q2 营收增速均较 26Q1 出现下滑；净利润端则边际改善。26Q2 板块收入同比-6.0%；归母净利润同比+301.2%；归母净利率 0.4%/同比+0.3pct。板块整体毛利率 12.2%/同比+0.7pct，销售费用率 8.3%/同比+0.2pct，管理费用率 3.5%/同比+0.0pct。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表12：出入境游 A 股公司主要经营指标

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2
营业总收入（亿元）	11.9	17.5	22.9	18.8	13.1	18.9	25.9	18.4	14.6	17.7
同比增长（%）	452.4	117.5	51.3	39.7	10.2	7.6	13.0	-2.0	11.9	-6.0
毛利（亿元）	1.8	2.3	3.1	2.6	2.1	2.2	2.9	2.4	2.1	2.2
毛利率（%）	15.6	13.1	13.7	13.8	16.1	11.5	11.3	13.1	14.5	12.2
毛利率变动（pct）	15.4	13.0	13.5	13.7	0.5	-1.6	-2.3	-0.7	-1.6	0.7
销售费用率（%）	8.5	7.1	7.8	11.2	10.9	8.1	6.7	9.8	9.2	8.3
销售费用率变动（pct）	-17.4	-2.2	2.3	2.1	2.4	1.0	-1.1	-1.4	-1.7	0.2
管理费用率（%）	4.1	2.9	2.8	4.2	4.1	3.5	2.6	4.4	4.6	3.5
管理费用率变动（pct）	-13.5	-3.5	-0.7	-4.6	0.0	0.6	-0.2	0.2	0.5	0.0
研发费用率（%）	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
研发费用率变动（pct）	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
三项费用率（%）	12.5	10.0	10.6	15.4	15.0	11.6	9.3	14.2	13.8	11.8
三项费用率变动（pct）	-30.9	-5.7	1.5	-2.4	2.5	1.6	-1.3	-1.2	-1.2	0.2
毛利-三项费用（亿元）	0.4	0.5	0.7	-0.3	0.1	-0.0	0.5	-0.2	0.1	0.1
毛利率-三项费用率（%）	3.0	3.1	3.1	-1.6	1.1	-0.1	2.0	-1.0	0.7	0.4
归母净利润（亿元）	0.1	0.4	0.5	-1.0	0.1	0.0	0.2	-0.1	0.1	0.1
同比增长（%）	117.2	156.8	173.2	-111.9	4.8	-95.8	-52.3	94.9	-11.9	301.2
归母净利率（%）	1.2	2.3	2.2	-5.5	1.1	0.1	0.9	-0.3	0.9	0.4
归母净利率变动（pct）	38.4	11.3	6.7	-69.5	-0.1	-2.3	-1.3	5.2	-0.2	0.3
经营活动现金流量净额（亿元）	1.0	2.6	0.6	-2.5	-0.3	3.6	0.1	-2.4	-0.2	2.6
同比增长（%）	223.4	134.1	-34.3	-155.3	-130.6	38.5	-75.3	3.5	-35.1	-27.1
经营活动现金流/归母净利润	726.2	626.3	116.1	-	-212.4	-	60.1	-	-156.6	3709.1

资料来源：Wind，国盛证券研究所

2.4 酒店：RP 同比转弱，头部扣非归母净利率维持向上趋势

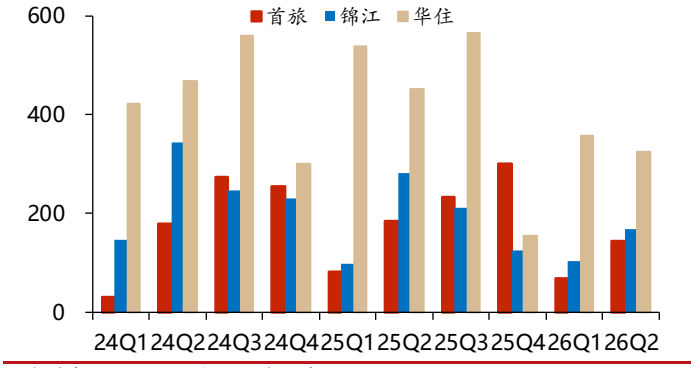
我们选取锦江酒店、首旅酒店、君亭酒店、金陵饭店、华天酒店 5 家酒店 A 股公司和港股华住集团作为样本，对酒店板块 26Q2 进行业绩分析。

行业：供大于求，价格驱动，中间承压。据 STR，1）供需：截至 26 年 6 月的滚动 12 个月，客房供给/客房需求同比+4.6%/+2.7%，供给增速仍高出需求约 2pct。2）经营表现：以 25H1 为 100，26H1 入住率指数/平均房价指数/RevPAR 指数各为 100/103/102，由此可见 26H1 RP 的增长主要靠价格驱动。3）产品结构：26H1 分产品结构的 RP 表现，奢华/超高端/高端/中高端/中档/经济型同比约+6%/正增长/持平附近/约-2%/约-2%/略有修复。由此可见消费分层加剧，奢华向上，中间承压。

经营层面：稳健扩张，中高端、轻资产化趋势向上，RP 同比转弱。1）开店：26Q2，首旅/锦江/华住净开店 143/168/324 家，整体保持稳健拓店速度。2）中高端&轻资产化：24Q1-26Q2 三家酒管公司的中高端酒店占比和轻资产的加盟酒店占比均保持上升趋势。3）RP 同比转弱：自 25Q4 以来，三家酒管公司 RP 均已实现同比持平正增；26Q1，首旅/锦江（境内 -有限）/华住（HWC-综合）RP 同比+0.8%/+3.7%/+3.0%；26Q2，首旅/锦江（境内 -有限）/华住（HWC-综合）RP 同比-1.0%/-2.4%/+1.1%，趋势走弱。

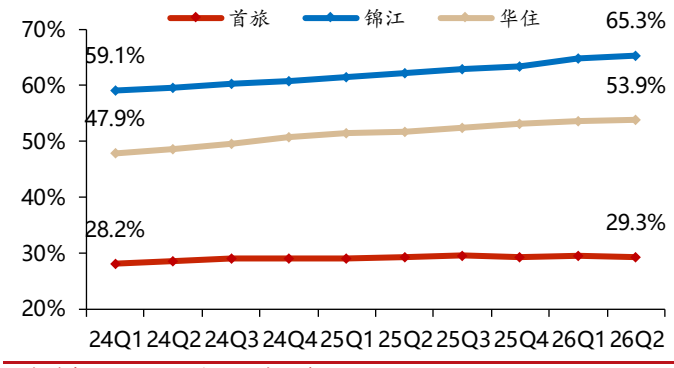
下载日志已记录，仅供内部参考

图表13：24Q1-26Q2 头部酒管公司净开店数（家）



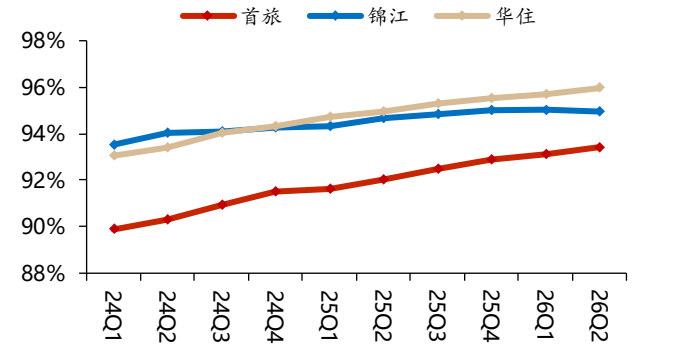
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表14：24Q1-26Q2 头部酒管公司中高端酒店数占比



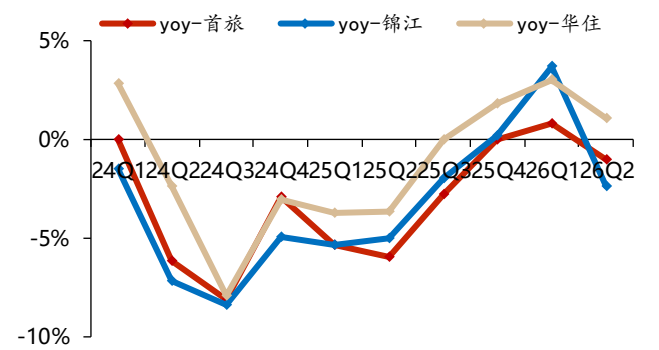
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表15：24Q1-26Q2 头部酒管公司加盟酒店数占比



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表16：24Q1-26Q2 头部酒管公司季度 RP 同比变化



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

业绩层面：26Q2 营收略有承压，扣非归母净利率维持趋势向上。1）A 股酒店板块 26Q2 合计营收同比-0.2%，略有承压，主因锦江、首旅等头部公司 RP 同比转负。头部公司中高端、轻资产化趋势未变，带动板块利润率持续提升，26Q2 酒店板块毛利率/扣非归母净利率同比+0.2/+0.8pct。2）华住集团 26Q2 HWC 综合 RP 仍维持+1.1%增长，轻资产化稳步推进，带动营收/经调 EBITDA 各+10.8%/+20.0%，个股表现持续优秀。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表17：26Q1&26Q2 酒店 A 股公司主要财务指标

	26Q1						26Q2					
	锦江酒店	首旅酒店	君亭酒店	金陵饭店	华天酒店	合计	锦江酒店	首旅酒店	君亭酒店	金陵饭店	华天酒店	合计
营业总收入（亿元）	31.2	17.8	1.7	4.1	1.2	56.0	36.8	18.0	1.7	4.0	1.2	61.7
同比增长（%）	*6.1*	*0.7*	*2.2*	*-7.6*	*0.5*	*3.0*	*2.7*	*-4.9*	*0.6*	*-1.6*	*-9.8*	*-0.2*
毛利（亿元）	10.4	6.8	0.5	0.9	0.0	18.6	14.7	7.6	0.5	1.0	0.2	24.1
毛利率（%）	33.4	38.2	32.0	20.8	2.0	33.3	39.9	42.3	32.1	25.8	15.9	39.0
毛利率变动（pct）	*1.6*	*2.9*	*4.0*	*-1.8*	*-0.7*	*1.8*	*0.0*	*1.2*	*3.8*	*-1.4*	*-6.4*	*0.2*
销售费用率（%）	6.7	7.9	8.0	3.5	3.9	6.8	7.3	7.7	10.4	5.2	3.1	7.3
销售费用率变动（pct）	*-0.1*	*0.0*	*0.7*	*-1.9*	*-0.2*	*-0.2*	*0.6*	*-0.5*	*2.2*	*-0.7*	*0.0*	*0.2*
管理费用率（%）	17.8	12.7	11.7	11.2	34.4	15.9	13.4	10.5	11.8	11.4	36.5	12.9
管理费用率变动（pct）	*-1.7*	*-0.2*	*0.7*	*1.0*	*-0.8*	*-0.8*	*1.0*	*0.9*	*0.7*	*-0.7*	*3.6*	*0.9*
财务费用率（%）	4.3	3.3	7.7	0.2	20.2	4.1	3.8	3.0	7.7	0.1	18.0	3.8
财务费用率变动（pct）	*-1.2*	*-0.9*	*-0.8*	*-0.2*	*-0.8*	*-1.0*	*-0.8*	*-0.7*	*-0.6*	*-0.1*	*-1.4*	*-0.8*
研发费用率（%）	0.2	0.7	0.0	0.2	0.2	0.4	0.2	0.9	0.0	0.2	0.3	0.4
研发费用率变动（pct）	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*-0.1*	*-0.1*	*0.0*	*0.0*	*0.1*	*0.0*	*0.0*	*0.1*	*0.0*
期间费用率（%）	29.0	24.6	27.4	15.0	58.7	27.2	24.8	22.1	29.9	16.9	58.0	24.3
期间费用率变动（pct）	*-3.1*	*-1.2*	*0.5*	*-1.1*	*-1.9*	*-2.0*	*0.8*	*-0.3*	*2.3*	*-1.5*	*2.3*	*0.3*
毛利-期间费用	1.4	2.4	0.1	0.2	-0.7	3.4	5.6	3.6	0.0	0.4	-0.5	9.1
毛利率-期间费用率（%）	*4.4*	*13.6*	*4.6*	*5.7*	*-56.7*	*6.1*	*15.1*	*20.2*	*2.2*	*8.9*	*-42.1*	*14.7*
归母净利润（亿元）	1.4	1.7	0.1	0.1	-0.6	2.6	4.1	2.7	0.0	0.2	-0.5	6.5
同比增长（%）	*280.1*	*18.5*	*135.2*	*29.2*	*-1.4*	*107.5*	*22.0*	*6.8*	*-16.0*	*9.7*	*-17.0*	*14.9*
归母净利率（%）	4.4	9.5	4.1	2.0	-52.2	4.6	11.1	15.1	1.7	4.6	-41.9	10.5
归母净利率变动（pct）	*3.2*	*1.4*	*2.3*	*0.6*	*1.0*	*2.3*	*1.8*	*1.6*	*-0.3*	*0.5*	*-9.6*	*1.4*
扣非归母净利润（亿元）	1.5	1.4	0.1	0.1	-0.7	2.4	4.4	2.2	0.0	0.2	-0.5	6.3
同比增长（%）	*472.7*	*31.8*	*227.6*	*30.9*	*0.5*	*2.2*	*15.4*	*-1.0*	*69.6*	*1.3*	*-14.1*	*8.8*
扣非归母净利率（%）	4.9	8.1	3.7	1.7	-55.9	4.3	12.0	12.4	1.1	4.1	-42.8	10.2
扣非归母净利率变动（pct）	*4.0*	*1.9*	*2.5*	*0.5*	*0.6*	*2.9*	*1.3*	*0.5*	*0.4*	*0.1*	*-9.0*	*0.8*

资料来源：wind，国盛证券研究所

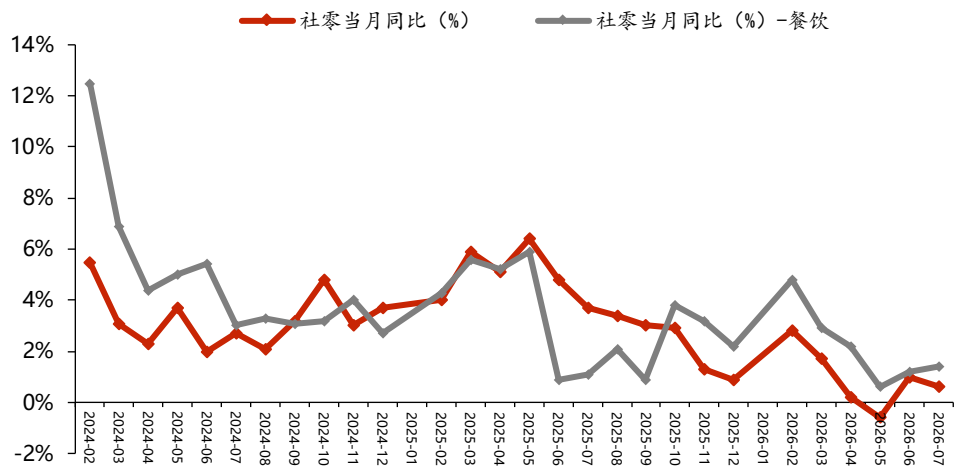
2.5 餐饮：增长压力持续存在，品牌创新应对挑战

我们选取广州酒家、同庆楼、全聚德、西安饮食 4 家餐饮 A 股公司，及港股餐饮、茶饮公司作为样本，对餐饮板块 26Q1&26H1 进行业绩分析。

行业：25 年 10 月以来持续好于社零大盘，26 年 5 月以来边际好转。25 年 10 月以来，受国庆中秋超长假期、中小学春秋假等利好服务消费的事件影响，餐饮社零当月同比增速持续好于社零大盘，即使在 26 年 5 月社零大盘负增时，餐饮社零当月同比仍为+0.6%，6 月和 7 月恢复向上正增趋势。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表18：2024 年以来社零及社零餐饮收入当月同比



资料来源：wind，国盛证券研究所

A 股标的业绩总结：26Q2 增长压力持续存在。26Q2，收入端除广州酒家外均出现负增；毛利率端除西安饮食外均出现下滑，板块同比-1.7pct；由此带来板块归母净利率/扣非归母净利率同比-2.2/-1.4pct，增长压力持续存在，且存在拉大趋势。

图表19：26Q1&26Q2 餐饮 A 股公司主要财务指标

	26Q1					26Q2				
	广州酒家	同庆楼	全聚德	西安饮食	合计	广州酒家	同庆楼	全聚德	西安饮食	合计
营业总收入（亿元）	11.4	7.2	3.3	1.3	23.2	10.4	6.1	2.8	1.2	20.5
同比增长（%）	*8.9*	*3.6*	*0.3*	*-17.5*	*4.0*	*10.0*	*-4.3*	*-5.7*	*-14.5*	*1.4*
毛利（亿元）	3.2	1.2	0.5	0.0	5.0	2.2	0.8	0.5	0.1	3.6
毛利率（%）	28.1	17.1	16.1	-0.4	21.3	21.3	13.4	17.4	4.2	17.4
毛利率变动（pct）	*2.7*	*-5.2*	*0.1*	*-2.0*	*0.1*	*-0.7*	*-5.6*	*-0.4*	*1.0*	*-1.7*
销售费用率（%）	11.0	5.6	3.8	4.3	8.2	11.7	5.8	3.3	2.9	8.3
销售费用率变动（pct）	*0.6*	*0.7*	*-0.6*	*-0.3*	*0.9*	*-0.6*	*0.6*	*-0.4*	*-1.3*	*0.0*
管理费用率（%）	8.3	4.2	10.2	11.9	7.8	9.1	4.7	11.1	13.8	8.3
管理费用率变动（pct）	*1.0*	*-0.8*	*-0.1*	*1.4*	*0.5*	*-0.4*	*-0.1*	*-0.3*	*1.6*	*-0.2*
财务费用率（%）	-0.3	3.2	0.7	4.3	1.2	-0.9	3.9	0.7	5.3	1.1
财务费用率变动（pct）	*0.5*	*0.5*	*0.0*	*0.2*	*0.4*	*0.5*	*0.4*	*0.0*	*0.6*	*0.2*
研发费用率（%）	1.3	0.1	0.3	0.0	0.8	1.5	0.1	0.2	0.0	0.8
研发费用率变动（pct）	*-0.1*	*0.1*	*0.0*	*0.0*	*0.1*	*-0.4*	*0.0*	*-0.1*	*0.0*	*-0.2*
期间费用率（%）	20.3	13.1	15.0	20.5	18.0	21.3	14.5	15.4	22.0	18.5
期间费用率变动（pct）	*2.0*	*0.4*	*-0.7*	*1.2*	*1.8*	*-1.0*	*0.9*	*-0.9*	*1.0*	*0.0*
毛利-期间费用	0.9	0.3	0.0	-0.3	0.8	0.0	-0.1	0.1	-0.2	-0.2
毛利率-期间费用率（%）	*7.8*	*4.0*	*1.1*	*-20.9*	*3.3*	*0.0*	*-1.2*	*2.0*	*-17.8*	*-1.1*
归母净利润（亿元）	0.5	0.2	0.1	-0.3	0.5	-0.2	-0.2	0.1	-0.2	-0.5
同比增长（%）	*3.4*	*-67.7*	*60.9*	*0.1*	*-39.6*	*-84.1*	*-176.2*	*-17.0*	*7.6*	*-530.0*
归母净利率（%）	4.6	2.3	2.0	-21.8	2.0	-2.1	-2.5	2.4	-18.7	-2.6
归母净利率变动（pct）	*-0.2*	*-5.2*	*0.8*	*-3.8*	*-1.5*	*-0.8*	*-5.7*	*-0.3*	*-1.4*	*-2.2*
扣非归母净利润（亿元）	0.5	0.2	0.0	-0.3	0.4	-0.1	-0.2	0.0	-0.2	-0.5
同比增长（%）	*13.2*	*-67.2*	*146.4*	*0.1*	*-0.3*	*24.4*	*-178.5*	*81.4*	*7.7*	*-165.3*
扣非归母净利率（%）	4.6	2.2	1.4	-22.1	1.9	-0.8	-2.5	1.3	-20.1	-2.2
扣非归母净利率变动（pct）	*0.2*	*-4.7*	*0.8*	*-3.9*	*-1.1*	*0.4*	*-5.5*	*0.6*	*-1.5*	*-1.4*

资料来源：wind，国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

港股餐饮标的业绩总结：26H1，1）除了九毛九和海伦司持续优化新店型处于门店净减状态，其他餐饮品牌门店数维持正增；2）百胜中国和九毛九的太二品牌维持同店正增，且太二通过门店模型迭代，带动同店同比+26.4pct 至 7.4%；3）除了净关店状态中的餐饮品牌，其他餐饮品牌均实现营收正增，但归母净利率除了绿茶集团和九毛九均有所下滑。

图表20：26H1 年港股主要餐饮公司经营及财务指标

	百胜中国	海底捞	锅圈	小菜园	绿茶集团	九毛九	海伦司
期末门店数（家）	19297	1389	12198	824	733	606	555
同比增长（%）	*14%*	*2%*	*17%*	*23%*	*46%*	*-17%*	*-4%*
同店同比（%）	1	-1.3		-12.5	-9.7	7.4	-21
同店同比变动（pct）	*1*	*8.6*		*-5.4*	*-8.0*	*26.4*	*-3.1*
营业收入（亿元）	64.1	223.4	39.5	29.0	26.7	23.9	2.3
同比增长（%）	*11%*	*8%*	*22%*	*7%*	*17%*	*-13%*	*-20%*
归母净利润（亿元）	5.5	17.6	2.1	2.9	2.9	0.8	0.1
同比增长（%）	*9%*	*1%*	*15%*	*-24%*	*24%*	*25%*	*-73%*
归母净利率（%）	8.6	7.9	5.4	10.0	10.9	3.2	5.9
归母净利率变动（pct）	*-0.2*	*-0.6*	*-0.3*	*-4.1*	*0.7*	*1.0*	*-11.4*

资料来源：公司公告，国盛证券研究所　注：百胜中国业绩单位为美元，九毛九同店同比为太二品牌。

港股茶饮标的业绩总结：受去年同期外卖大战高基数影响，茶饮公司普遍放缓开店节奏注重提质增效。行业利润增速分化，我们认为 26 年行业将从拼规模转变成抓盈利能力。1）门店数量：蜜雪、古茗等主动聚焦单店质量放缓开店节奏。截至 2026 上半年，蜜雪集团/古茗/沪上阿姨/茶百道/霸王茶姬/奈雪的茶总门店数分别 63987/14351/13155/8863/7639/1685 家，净增分别 4164/797/1706/242/186/39 家。2）收入：受去年外卖大战高基数影响，及放缓开店节奏，增速有所分化。3）净利润：在收入基础上进一步分化。主因高基数、开店节奏影响，以及部分公司例如蜜雪集团因主动升级原材料、投入供应链，净利润增速下滑。

图表21：26H1 年港股茶饮公司门店数及主要财务指标

	蜜雪集团	古茗	沪上阿姨	茶百道	霸王茶姬	奈雪的茶
门店总数						
26 年初门店（家）	59823	13554	11449	8621	7453	1646
26H1 末门店（家）	63987	14351	13155	8863	7639	1685
净增加	*4164*	*797*	*1706*	*242*	*186*	*39*
加盟门店数量						
26 年初门店	59785	13554	11423	8608	6838	358
新开	5455	1318	2253	669		
关店	1289	521	556	499		
净开	*4166*	*797*	*1697*	*170*	*-82*	*12*
26H1 末门店	63951	14351	13120	8778	6756	370
直营店数量	**36**		**35**	**85**	**883**	**1315**
26H1 收入（亿元）	152.16	74.70	25.89	26.55	69.61	18.93
同比增长（%）	*2.30%*	*31.91%*	*42.40%*	*6.21%*	*3.51%*	*-13.09%*
26H1 归母净利润（亿元）	22.96	15.71	3.21	3.36	9.18	-
同比增长（%）	*-14.73%*	*-3.36%*	*58.32%*	*3.20%*	*28.76%*	
26H1 经调整净利润（亿元）	-	15.68	3.45	3.48	-	-0.97
同比增长（%）	*-*	*44.44%*	*41.58%*	*2.34%*	*-*	*亏损收窄*

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

3. 零售子版块分析

3.1 商超百货超市调改减亏兑现，百货静待消费回暖

百货：降本增效持续推进，淡季盈利承压

我们选取百联股份、重庆百货、天虹股份、王府井、欧亚集团、银座股份等 36 家百货及综合业态 A 股公司作为样本，对百货板块 26Q2 进行业绩分析：

（1）收入与利润：收入降幅小幅收窄，利润端明显承压。26Q2，板块营业总收入为 295.8 亿元，同比下降 8.7%，降幅同比收窄 0.7pct；归母净利润为 1.2 亿元，同比下降 86.7%；扣非归母净利润为 0.5 亿元，同比下降 89.4%；板块扣非归母净利率为 0.2%，同比下滑 1.2 pct。二季度为传统利润淡季、基数较小，收入下滑背景下经营杠杆放大盈利波动。

（2）毛利率：整体平稳。26Q2 板块毛利率为 34.9%，同比微降 0.1pct，结束此前连续四个季度的同比提升，整体保持平稳。

（3）费用率：收入规模下降导致费用率被动抬升。26Q2 期间费用率为 31.9%，同比增加 0.3pct。其中，销售费用率同比增加 0.1pct 至 19.1%，管理费用率同比增加 0.2pct 至 9.8%，财务费用率为 3.1%，保持稳健。费用率提升主因收入规模下降，从费用绝对额角度，板块销售费用、管理费用、财务费用及期间费用均有所压降。

业绩总结：26Q2 百货板块收入延续承压但降幅略有收窄，毛利率保持平稳、费用绝对额继续压降，显示企业降本增效仍在推进；但淡季利润基数较小，收入下滑对盈利的挤压更为明显，板块盈利能力的实质性修复仍有待消费环境回暖与调改成效进一步释放。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表22：36 家百货 A 股公司主要经营指标

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2
营业总收入（亿元）	439.2	357.3	350.8	351.2	407.5	323.9	319.5	310.4	370.2	295.8
同比增长（%）	-5.2	-8.0	-8.4	-4.0	-7.2	-9.4	-8.9	-11.6	-9.2	-8.7
毛利（亿元）	152.3	123.1	117.7	127.1	138.6	113.3	109.0	114.5	128.5	103.2
毛利率（%）	34.7	34.5	33.6	36.2	34.0	35.0	34.1	36.9	34.7	34.9
毛利率变动（pct）	-0.3	-1.1	-1.0	0.3	-0.7	0.5	0.6	0.7	0.7	-0.1
销售费用率（%）	15.5	17.8	18.9	20.1	15.5	19.0	19.5	20.5	15.7	19.1
销售费率变动（pct）	0.4	0.3	0.9	-0.4	0.0	1.1	0.6	0.4	0.2	0.1
管理费用率（%）	8.2	8.8	9.4	10.2	8.3	9.6	9.7	11.4	8.	9.8
管理费率变动（pct）	-0.1	-0.3	0.1	1.3	0.1	0.8	0.3	1.3	0.4	0.2
财务费用率（%）	2.3	3.0	3.0	3.1	2.4	3.1	3.2	2.8	2.6	3.1
财务费率变动（pct）	-0.3	0.1	-0.2	0.3	0.1	0.1	0.2	-0.2	0.2	-0.0
期间费用率（%）	26.0	29.6	31.3	33.3	26.2	31.6	32.4	34.7	27.0	31.9
期间费率变动（pct）	-0.0	0.1	0.8	1.2	0.2	2.0	1.1	1.4	0.8	0.3
毛利-期间费用（亿元）	38.2	17.3	8.0	10.0	31.8	10.8	5.5	6.6	28.4	8.7
毛利率-期间费率（%）	8.7	4.8	2.3	2.9	7.8	3.3	1.7	2.1	7.7	2.9
归母净利润（亿元）	21.0	11.3	18.2	-16.7	19.2	9.0	1.7	-33.4	22.2	1.2
同比增长（%）	-14.4	-33.7	2616.5	24.6	-8.4	-20.5	-90.4	-100.2	15.5	-86.7
归母净利率（%）	4.8	3.2	5.2	-4.8	4.7	2.8	0.5	-10.8	6.0	0.4
归母净利率变动（pct）	-0.5	-1.2	5.4	1.3	-0.1	-0.4	-4.6	-6.0	1.3	-2.4
扣非归母净利润（亿元）	19.1	8.0	0.5	-10.3	16.5	4.4	-1.6	-26.1	13.2	0.5
同比增长（%）	-14.0	-23.8	-89.0	39.3	-13.4	-45.2	-427.1	-152.6	-20.4	-89.4
扣非归母净利率（%）	4.3	2.2	0.1	-2.9	4.1	1.4	-0.5	-8.4	3.6	0.2
扣非归母净利率变动（pct）	-0.4	-0.5	-1.0	1.7	-0.3	-0.9	-0.6	-5.5	-0.5	-1.2
经营活动现金流量（亿元）	57.4	20.6	61.6	78.0	21.7	14.4	58.2	67.7	60.0	5.6
同比增长（%）	-46.6	-48.3	-12.5	-1.2	-62.3	-29.7	-5.	-13.2	177.0	-60.9
经营活动现金流/归母净利润	2.7	1.8	3.4	-4.7	1.1	1.6	33.3	-2.0	2.7	4.7

资料来源：Wind，国盛证券研究所

超市：品质零售显效，调改步入减亏兑现期

我们选取中百集团、红旗连锁、三江购物、永辉超市、家家悦、国光连锁、步步高等 7 家超市 A 股公司作为样本，对超市板块 26Q2 进行业绩分析。

（1）收入与利润：收入降幅收窄，亏损大幅收窄。26Q2，板块营业总收入为 205.6 亿元，同比下降 12.4%，降幅同比收窄 2.5pct；归母净利润为-0.5 亿元，同比减亏 83.8%（25Q2 为-2.8 亿元）；扣非归母净利润为-2.7 亿元，同比减亏 71.5%（25Q2 为-9.6 亿元）；板块扣非归母净利率为-1.3%，同比提升 2.8pct。

（2）毛利率：延续改善。26Q2，板块毛利率为 24.0%，同比提升 1.2pct，判断主要源于供应链改革深化与自有品牌占比提升（永辉超市 26Q2 毛利率同比+2.4pct）。

（3）费用率：降本增效成果显著。26Q2，板块期间费用率为 24.4%，同比下降 2.1pct。其中，销售费用率同比下降 2.0pct 至 20.2%，管理费用率同比下降 0.4pct 至 2.8%，财务费用率同比增加 0.4pct 至 1.4%，平台精简与门店优化带来的费用压降持续兑现。

若剔除永辉超市，则板块业绩表现为：

下载日志已记录，仅供内部参考

（1）收入与利润：收入降幅有所扩大，盈利小幅转亏。26Q2，板块营业总收入为 101.4 亿元，同比下降 7.8%，降幅同比扩大 3.9pct；归母净利润为-0.1 亿元（25Q2 为 1.1 亿元）；扣非归母净利润为-0.7 亿元，亏损同比扩大（25Q2 为-0.2 亿元）；板块扣非归母净利率为-0.6%，同比下滑 0.5pct。
（2）毛利率：基本持平。26Q2，板块毛利率为 25.9%，同比微降 0.3pct。
（3）费用率：小幅抬升。26Q2，板块期间费用率为 25.6%，同比增加 0.3pct。其中，销售费用率同比下降 0.6pct 至 20.8%，管理费用率同比增加 0.6pct 至 3.4%，财务费用率同比增加 0.2pct 至 1.3%。
剔除永辉后，板块收入与盈利同比均有走弱，反映二季度淡季叠加消费疲弱下，其余超市企业经营仍有压力，26Q2 板块层面的改善主要由永辉减亏贡献。

门店调整方面：

（1）永辉超市：截至 26 年 6 月末，调改已开业门店 331 家，已开业门店合计 382 家，覆盖 24 个省市；上半年新开门店 3 家，已签约未开业门店 28 家，储备面积 20.52 万平方米。大规模闭店和改造高峰已过，一次性投入同比明显减少，调改由“快速整改”转向精细化管理的提质增效第二阶段。
（2）家家悦：上半年完成大改门店 27 处，可比门店客流同比+2%，坪效、劳效及商品效率均有提升；上半年新开直营门店 17 家(其中 26Q2 新开 11 家)，26Q2 因布局优化、经营未达预期关闭 19 家。期末门店总数 1041 家，其中直营 895 家、加盟 146 家。
（3）步步高：26H1 未新开或关闭门店，期末门店总数 53 家（超市 22 家、百货及购物中心 31 家），增长主要来自存量门店运营改善：26H1 超市业态收入 15.9 亿元/同比+16.3%，毛利率同比+1.3pct，胖东来模式调改门店示范效应持续兑现。

业绩总结：26Q2 超市板块延续“收入换质量”的调改兑现逻辑：收入端因关店与调改仍处下滑通道，但降幅收窄，毛利率与费用率同步改善带动板块亏损大幅收窄。头部企业门店网络逐步趋稳，永辉闭店与改造高峰已过、调改进入提质增效阶段，后续收入端拖累有望逐步减弱。展望未来，随着供应链红利持续释放和消费环境边际回暖，超市板块有望迎来基于经营质量改善的价值重估。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表23：7 家超市 A 股公司主要经营指标

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2
营业总收入（亿元）	355.3	275.4	290.5	242.1	304.9	234.6	240.5	222.6	260.9	205.6
同比增长（%）	-5.4	-7.7	-10.7	-12.5	-14.2	-14.8	-17.2	-8.1	-14.4	-12.4
毛利（亿元）	85.7	60.6	62.4	54.0	71.5	53.5	53.7	47.5	63.6	49.4
毛利率（%）	24.1	22.0	21.5	22.3	23.5	22.8	22.3	21.4	24.4	24.0
毛利率变动（pct）	-0.3	-1.1	-1.3	-0.4	-0.7	0.8	0.8	-0.9	0.9	1.2
销售费用率（%）	16.9	20.1	20.1	24.4	17.3	22.2	21.0	23.0	17.4	20.2
销售费率变动（pct）	-0.4	-0.5	0.2	1.5	0.5	2.1	0.9	-1.4	0.1	-2.0
管理费用率（%）	2.2	2.9	3.2	2.9	2.5	3.2	3.2	4.2	2.6	2.8
管理费率变动（pct）	-0.3	0.4	0.5	-0.1	0.4	0.4	0.0	1.2	0.1	-0.4
财务费用率（%）	1.3	1.6	1.5	1.6	1.4	1.1	1.4	1.8	1.2	1.4
财务费率变动（pct）	-0.3	-0.2	-0.3	-0.1	0.1	-0.6	-0.1	0.3	-0.2	0.4
期间费用率（%）	20.3	24.6	24.8	28.9	21.3	26.5	25.6	29.0	21.3	24.4
期间费率变动（pct）	-1.0	-0.3	0.4	1.3	0.9	1.9	0.8	0.1	-0.0	-2.1
毛利-期间费用（亿元）	13.5	-7.3	-9.5	-16.0	6.7	-8.7	-7.8	-17.0	8.2	-0.8
毛利率-期间费率（%）	3.8	-2.6	-3.3	-6.6	2.2	-3.7	-3.2	-7.7	3.1	-0.4
归母净利润（亿元）	11.2	-5.3	17.3	-23.0	5.6	-2.8	-6.3	-21.6	6.9	-0.5
同比增长（%）	16.9	-4.6	531.4	16.0	-50.2	47.7	-136.4	6.0	22.9	83.8
归母净利率（%）	3.2	-1.9	6.0	-9.5	1.8	-1.2	-2.6	-9.7	2.6	-0.2
归母净利率变动（pct）	0.6	-0.2	7.2	0.4	-1.3	0.7	-8.6	-0.2	0.8	1.0
扣非归母净利润（亿元）	9.6	-6.8	-9.8	-25.0	4.6	-9.6	-8.7	-24.6	6.1	-2.7
同比增长（%）	28.8	10.0	-65.1	5.1	-51.3	-40.9	11.3	1.5	30.2	71.5
扣非归母净利率（%）	2.7	-2.5	-3.4	-10.3	1.5	-4.1	-3.6	-11.1	2.3	-1.3
扣非归母净利率变动（pct）	0.7	0.1	-1.5	-0.8	-1.2	-1.6	-0.2	-0.7	0.8	2.8
经营活动现金流量（亿元）	35.5	15.0	19.1	-16.6	18.4	15.4	12.1	0.7	22.5	1.7
同比增长（%）	65.4	-32.2	-49.6	-72.3	-48.1	2.6	-36.9	104.4	22.3	-89.0
经营活动现金流/归母净利润	3.2	-2.8	1.1	0.7	3.3	-5.5	-1.9	-0.0	3.3	-3.8

资料来源：Wind，国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图表24：6 家超市 A 股公司主要经营指标（剔除永辉超市）

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2
营业总收入（亿元）	138.7	114.3	122.8	111.9	130.1	109.9	115.7	111.9	127.2	101.4
同比增长（%）	*0.8*	*-1.6*	*-1.5*	*0.7*	*-6.2*	*-3.8*	*-5.8*	*-0.0*	*-2.3*	*-7.8*
毛利（亿元）	36.2	28.6	30.2	29.4	34.0	28.8	28.9	28.5	33.2	26.3
毛利率（%）	26.1	25.0	24.6	26.3	26.1	26.2	25.0	25.5	26.1	25.9
毛利率变动（pct）	*-1.1*	*-1.5*	*-1.2*	*-0.8*	*0.0*	*1.2*	*0.4*	*-0.8*	*-0.0*	*-0.3*
销售费用率（%）	18.9	21.0	21.5	23.0	18.3	21.4	20.2	22.6	18.2	20.8
销售费率变动（pct）	*-1.8*	*-0.8*	*0.3*	*-2.0*	*-0.6*	*0.4*	*-1.3*	*-0.4*	*-0.1*	*-0.6*
管理费用率（%）	2.5	3.0	3.6	2.6	2.7	2.8	3.2	3.0	2.7	3.4
管理费率变动（pct）	*-0.4*	*0.1*	*0.5*	*-0.8*	*0.2*	*-0.2*	*-0.4*	*0.4*	*0.0*	*0.6*
财务费用率（%）	1.0	1.2	1.3	1.3	1.3	1.1	1.3	1.4	1.2	1.3
财务费率变动（pct）	*-0.8*	*-0.9*	*-0.7*	*-0.0*	*0.3*	*-0.1*	*-0.0*	*0.1*	*-0.1*	*0.2*
期间费用率（%）	22.3	25.2	26.3	26.8	22.2	25.3	24.7	26.9	22.1	25.6
期间费率变动（pct）	*-3.0*	*-1.5*	*0.2*	*-2.8*	*-0.1*	*0.1*	*-1.7*	*0.1*	*-0.2*	*0.3*
毛利-期间费用（亿元）	5.2	-0.2	-2.1	-0.6	5.0	0.9	0.4	-1.6	5.2	0.3
毛利率-期间费率（%）	*3.8*	*-0.2*	*-1.7*	*-0.5*	*3.9*	*0.8*	*0.4*	*-1.4*	*4.1*	*0.3*
归母净利润（亿元）	3.9	-0.7	20.8	-9.1	4.1	1.1	-1.6	-3.2	4.0	-0.1
同比增长（%）	*50.9*	*59.8*	*2728.1*	*32.7*	*6.8*	*252.*	*-107.7*	*65.0*	*-2.7*	*-110.4*
归母净利率（%）	2.8	-0.6	17.0	-8.2	3.2	1.0	-1.4	-2.9	3.1	-0.1
归母净利率变动（pct）	*0.9*	*0.9*	*17.6*	*4.1*	*0.4*	*1.6*	*-18.3*	*5.3*	*-0.0*	*-1.1*
扣非归母净利润（亿元）	3.6	-1.1	-2.8	-7.5	3.3	-0.2	-1.7	-5.5	3.6	-0.7
同比增长（%）	*188.1*	*53.1*	*-143.4*	*27.3*	*-8.1*	*83.0*	*41.6*	*27.3*	*9.5*	*-247.6*
扣非归母净利率（%）	2.6	-1.0	-2.3	-6.7	2.5	-0.2	-1.4	-4.9	2.8	-0.6
扣非归母净利率变动（pct）	*1.7*	*1.1*	*-1.4*	*2.6*	*-0.1*	*0.8*	*0.9*	*1.8*	*0.3*	*-0.5*
经营活动现金流量（亿元）	15.6	5.4	10.8	-0.7	12.7	9.0	12.8	5.7	17.7	4.5
同比增长（%）	*48.9*	*-24.4*	*6.1*	*53.6*	*-18.8*	*66.1*	*18.4*	*859.5*	*39.8*	*-50.4*
经营活动现金流/归母净利润	4.1	-7.6	0.5	0.1	3.1	8.2	-7.9	-1.8	4.4	-39.3

资料来源：Wind，国盛证券研究所

3.2 黄金珠宝：龙头运营提质提效，港澳区域景气延续

我们选取潮宏基、周大生、曼卡龙、老凤祥、中国黄金、莱绅通灵、菜百股份 7 家黄金珠宝 A 股公司作为样本，对黄金珠宝板块 26Q2 进行业绩分析。

行业：26Q2 限额以上金银珠宝零售额同比-14%，降幅逐步收窄，港澳景气显著优于行业。根据国家统计局数据，26Q2 限额以上金银珠宝零售额同比约-14.0%，其中 4M26/5M26/6M26 各同比-21.3%/-8.9%/-3.4%，降幅逐月收窄。港澳市场表现显著优于行业：26Q2 周大福集团/中国内地/中国港澳及其他市场零售值各同比+15.1%/+10.7%/+44.8%；六福集团内地/港澳及海外市场零售值各同比+22%/+41%，内地/港澳及海外市场同店各同比+16%/+41%。六福集团按重量计价黄金产品同店销售金额/重量各同比+50%/+13%，重量增速由负转正；定价黄金产品同店销售同比+34%。展望 26Q3，我们认为，若金价企稳、终端观望情绪缓解，黄金饰品动销有望逐步修复。

下载日志已记录，仅供内部参考

开店：淡化门店数量，聚焦网络质量与高势能渠道。26Q2 周大生/周大福珠宝/老凤祥/六福集团门店各净减少 187/255/254/148 家，潮宏基净增加 13 家。26H1 周大生/老凤祥门店累计净减少 473/439 家，潮宏基净增加 12 家，龙头普遍加快关闭低效门店，渠道发展由数量扩张转向单店效率与品牌势能提升。**潮宏基：**26H1 自营/加盟门店各净减少 12 家/净增加 24 家至 172/1510 家，持续升级门店形态，非遗工艺馆落地上海国金 IFC、长沙 IFS、昆明恒隆和郑州正弘城等核心商圈。**周大生：**26H1 关闭 557 家、新开 84 家，期末门店 4006 家；持续推进“国家宝藏”等高端品牌入驻 SKP、万象城、月星环球港等头部商业综合体，26H1 新开海口 CDF 国际免税城专柜及北京东方新天地专卖店，并进一步拓展免税渠道。**老凤祥：**26H1 累计关闭三、四线城市低坪效加盟店 342 家，同时在一、二线城市新开加盟店 71 家，持续推进“藏宝金”“凤祥喜事”主题店升级；7 月在上海万象城开设老凤祥珍品快闪店，打造高端东方黄金珠宝标杆店型。**周大福：**26Q2 在内地选择性新开 14 个、关闭 272 个零售点，同时在长沙 IFS、南京德基等高端购物中心新增 4 家高端形象店，内地高端形象店增至 12 家；海外在加拿大温哥华 Oakridge Park 开设高端形象店。**六福集团：**内地门店净减少 150 家，主要系持续优化整合四、五线城市品牌店网络；海外净增加 2 家，重返新加坡市场并在越南新开品牌店，27FY 计划进入至少 2 个新国家、净增加 30 家海外门店。**老铺黄金：**截至 26H1 在 16 个城市、35 家头部商业中心开设 45 家自营门店；2026 年计划优化升级 10-12 家门店，截至 20260825 已完成 6 家。

26Q2 业绩总结：26Q2 板块总收入/毛利分别同比-44.4%/-37.2%；期间费用率 5.1%（+2.3pct），毛利-期间费用同比-57.4%，毛利-期间费用率 4.1%（-1.2pct）。最终，板块归母净利润/扣非归母净利润分别同比-57.7%/-50.4%；板块归母净利率/扣非归母净利率各 2.3%/2.3%，分别同比-0.7pct/-0.3pct。分公司看，潮宏基归母净利润同比+11.3%，表现显著领先；周大生/曼卡龙/老凤祥/中国黄金/莱绅通灵/菜百股份归母净利润各同比-54.2%/-30.2%/-72.2%/-37.2%/-206.6%/-72.4%。板块经营活动现金流净额同比+26.7%至 36.7 亿元，现金流表现优于利润。

分红：龙头宣布中期分红，股息率较优。2026 年中期，老铺黄金/潮宏基/周大生/老凤祥拟现金分红约 31.85/1.78/1.74/1.05 亿元；以 20260901 股价测算，周大生/六福集团/老铺黄金/周大福/菜百股份/老凤祥/潮宏基股息率（TTM）分别为 8.3%/7.3%/6.2%/5.2%/5.2%/5.0%/4.5%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表25：7 家珠宝公司 26Q2 主要财务指标

	潮宏基	周大生	曼卡龙	老凤祥	中国黄金	莱绅通灵	菜百股份	合计
营业总收入（亿元）	18.8	16.9	3.8	62.4	95.5	2.1	67.7	267.2
同比增长（%）	1.4	-12.3	-55.4	-60.6	-52.5	-57.0	-3.6	-44.4
毛利（亿元）	5.3	5.7	0.9	6.8	2.2	1.0	2.6	24.5
同比增长（%）	14.2	-17.2	-7.2	-48.1	-71.6	-38.3	-35.0	-37.2
毛利率（%）	28.0	34.1	24.1	10.9	2.3	46.5	3.9	9.2
毛利率变动（pct）	3.1	-2.0	12.5	2.6	-1.6	14.1	-1.9	1.1
期间费用	2.7	2.9	0.6	3.4	1.5	1.2	1.4	13.7
同比增长（%）	8.7	5.9	6.9	-2.4	1.5	12.2	-21.0	0.8
期间费用率（%）	14.3	17.0	14.8	5.4	1.6	57.3	2.1	5.1
期间费用率变动（pct）	1.0	2.9	8.6	3.2	0.9	35.4	-0.5	2.3
毛利-期间费用（亿元）	2.6	2.9	0.3	3.4	0.7	-0.2	1.2	10.9
同比增长（%）	20.6	-31.9	-23.4	-64.5	-89.5	-144.6	-46.1	-57.4
毛利率-期间费用率（%）	13.7	17.1	9.3	5.5	0.7	-10.8	1.8	4.1
毛利率-期间费用率变动（pct）	2.2	-4.9	3.9	-0.6	-2.4	-21.3	-1.4	-1.2
归母净利润（亿元）	1.6	1.6	0.2	1.7	1.2	-0.3	0.4	6.3
同比增长（%）	11.3	-54.2	-30.2	-72.2	-37.2	-206.6	-72.4	-57.7
归母净利率（%）	8.4	9.3	6.3	2.7	1.2	-16.1	0.6	2.3
归母净利率变动（pct）	0.8	-8.5	2.3	-1.1	0.3	-22.5	-1.4	-0.7
扣非归母净利润（亿元）	1.6	1.6	0.2	1.7	1.2	-0.3	0.3	6.2
同比增长（%）	11.3	-54.2	-36.6	-59.0	-30.5	-201.5	-73.1	-50.4
扣非归母净利率（%）	8.4	9.2	4.6	2.7	1.3	-16.2	0.5	2.3
扣非归母净利率变动（pct）	0.7	-8.4	1.4	0.1	0.4	-23.1	-1.2	-0.3
经营活动现金流量（亿元）	9.5	3.8	0.2	21.4	0.1	-0.3	1.9	36.7
同比增长（%）	38.2	1206.1	28.5	85.0	-99.4	-264.2	182.3	26.7
经营活动现金流/归属净利润	599.9	243.0	96.7	1268.7	6.4	76.8	506.6	585.4

资料来源：Wind，国盛证券研究所

3.3 跨境电商：汇兑短期扰动，盈利韧性凸显

我们选取安克创新、赛维时代、致欧科技、华凯易佰、吉宏股份、华宝新能、焦点科技 7 家跨境电商 A 股公司作为样本，对跨境电商板块 26Q2 进行业绩分析：

（1）收入与利润：收入增速环比继续回升，利润端高增。26Q2，板块营业总收入为 207.8 亿元，同比增长 21.4%，增速同比下降 5.8pct、环比提升 6.2pct，连续两个季度环比改善。板块归母净利润为 18.6 亿元，同比增长 54.6%；扣非归母净利润为 14.7 亿元，同比增长 39.6%；板块扣非归母净利率为 7.1%，同比提升 0.9pct。

（2）毛利率：大幅提升，创近年单季新高。26Q2，板块毛利率为 48.4%，同比提升 4.5pct，判断主因产品结构优化、高毛利新品占比提升及供应链降本，其中龙头安克创新 26Q2 毛利率同比+9.1pct（部分受收到退回的上年度 IEEPA 关税冲减营业成本的一次性因素影响）。

下载日志已记录，仅供内部参考

（3）费用率：研发与财务费率继续上行。26Q2，板块期间费用率为 36.8%，同比增加 1.1pct。其中：①销售费用率为 26.1%，同比下降 1.8pct；②管理费用率为 3.6%，同比基本持平；③研发费用率为 6.2%，同比增加 1.4pct，判断主因龙头公司为构建核心壁垒持续加大研发与 AI 相关投入；④财务费用率为 1.0%，同比增加 1.6pct，判断主因汇率波动下汇兑损益变动及可转债利息等。此外，板块资产减值损失为 5.1 亿元，同比多损失 2.5 亿元，主因龙头公司存货跌价计提增加。

业绩总结：26Q2 跨境电商板块收入增速连续两个季度环比回升，毛利率创近年单季新高，带动扣非归母净利润同比增长 39.6%，研发投入加码与汇兑扰动被毛利率改善充分消化，盈利韧性进一步凸显。展望后续，新品周期与 AI 赋能持续推进，行业基本面有望延续向好。

图表26：7 家跨境电商 A 股公司主要经营指标

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2
营业总收入（亿元）	120.1	134.5	168.8	206.0	154.7	171.2	188.3	215.3	178.3	207.8
同比增长（%）	*27.4*	*23.9*	*36.1*	*41.9*	*28.8*	*27.3*	*11.6*	*4.5*	*15.2*	*21.4*
毛利（亿元）	52.2	58.4	70.4	84.1	64.8	75.2	79.2	91.6	76.2	100.6
毛利率（%）	43.4	43.4	41.7	40.8	41.9	43.9	42.0	42.5	42.7	48.4
毛利率变动（pct）	*-2.5*	*-4.1*	*-5.3*	*5.2*	*-1.6*	*0.5*	*0.3*	*1.7*	*0.9*	*4.5*
销售费用率（%）	26.9	26.2	27.1	28.4	26.9	27.9	27.1	26.7	25.1	26.1
销售费率变动（pct）	*-3.1*	*-4.2*	*-3.3*	*7.7*	*0.0*	*1.7*	*-0.1*	*-1.7*	*-1.9*	*-1.8*
管理费用率（%）	4.5	4.3	3.8	3.2	4.2	3.6	3.4	3.4	3.8	3.6
管理费率变动（pct）	*0.3*	*0.4*	*-0.2*	*-1.5*	*-0.3*	*-0.7*	*-0.4*	*0.2*	*-0.3*	*-0.0*
研发费用率（%）	4.6	4.4	4.6	4.4	4.7	4.8	5.0	5.3	5.7	6.2
研发费用率变动（pct）	*-0.1*	*0.0*	*0.6*	*-0.2*	*0.2*	*0.3*	*0.4*	*0.9*	*0.9*	*1.4*
财务费用率（%）	-0.1	-0.4	-0.0	0.3	-0.7	-0.6	0.6	0.8	1.5	1.0
财务费率变动（pct）	*-0.8*	*1.0*	*-0.5*	*0.6*	*-0.6*	*-0.2*	*0.6*	*0.5*	*2.2*	*1.6*
期间费用率（%）	35.8	34.6	35.5	36.3	35.1	35.7	36.0	36.2	36.0	36.8
期间费率变动（pct）	*-3.7*	*-2.8*	*-3.3*	*6.6*	*-0.8*	*1.1*	*0.5*	*-0.1*	*1.0*	*1.1*
毛利-期间费用（亿元）	9.1	11.8	10.6	9.4	10.5	14.2	11.4	13.7	11.9	24.1
毛利率-期间费率（%）	*7.6*	*8.8*	*6.3*	*4.6*	*6.8*	*8.3*	*6.0*	*6.4*	*6.7*	*11.6*
归母净利润（亿元）	7.3	10.6	9.9	9.2	8.9	12.0	11.4	8.7	8.5	18.6
同比增长（%）	*19.2*	*-1.6*	*12.1*	*37.6*	*23.0*	*13.1*	*14.7*	*-5.4*	*-5.5*	*54.6*
归母净利率（%）	6.1	7.9	5.9	4.5	5.8	7.0	6.0	4.0	4.7	9.0
归母净利率变动（pct）	*-0.4*	*-2.0*	*-1.3*	*-0.1*	*-0.3*	*-0.9*	*0.2*	*-0.4*	*-1.0*	*1.9*
扣非归母净利润（亿元）	6.8	9.2	8.8	8.1	8.2	10.5	8.4	8.5	8.8	14.7
同比增长（%）	*33.3*	*6.4*	*7.4*	*34.3*	*19.5*	*15.1*	*-4.9*	*4.9*	*8.0*	*39.6*
扣非归母净利率（%）	5.7	6.8	5.2	4.0	5.3	6.2	4.5	4.0	4.9	7.1
扣非归母净利率变动（pct）	*0.3*	*-1.1*	*-1.4*	*-0.2*	*-0.4*	*-0.7*	*-0.8*	*0.0*	*-0.3*	*0.9*
经营活动现金流量（亿元）	5.4	15.4	9.7	30.5	1.3	9.7	14.8	30.0	0.3	37.5
同比增长（%）	*-41.9*	*42.9*	*17.9*	*33.9*	*-76.8*	*-37.2*	*53.4*	*-1.7*	*-79.8*	*287.6*
经营活动现金流/归母净利润	0.7	1.4	1.0	3.3	0.1	0.8	1.3	3.4	0.0	2.0

资料来源：Wind，国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

3.4 母婴零售：主业稳步增长，外延多业态扩张

我们选取孩子王、爱婴室 2 家母婴 A 股公司作为样本，对母婴板块 26Q2 进行业绩分析：

行业层面，新生儿下降但需求并未减少，政策托底持续加码，行业转向质量驱动。需求端，2025 年全国出生人口为 792 万人，较 2024 年减少 16.98%，出生率仅 5.63‰，少子化压力继续加大；但需求并未下降，据魔镜洞察，2025 年母婴市场整体稳健增长，在中国主流电商平台上销售额达 2237.8 亿元，同比增长 12.6%。政策端，2025 年持续发力，托育服务立法推进、分娩个人“无自付”、免费学前教育政策衔接育儿补贴等政策，对行业需求形成底部托举。

业绩总结：26Q2 收入和利润增速有所放缓，主因去年高基数且部分进口奶粉出现争议性事件。公司均选择提高自有品牌比例，从而使得毛利率提高。作为头部母婴公司，均开放或大力发展加盟业态，以扩大公司发展空间。26Q2 板块收入同比+1.9%，归母净利润同比+3.0%，归母净利率 4.4%/同比+0.0pct。板块整体毛利率 31.6%/同比+2.9pct，销售费用率 19.7%/同比+1.2pct，管理费用率 4.4%/同比+0.9pct，研发费用率 0.4%/同比+0.1pct。

图表27：母婴零售 A 股公司主要经营指标

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2
营业总收入（亿元）	30.0	32.1	30.5	35.4	32.6	34.8	33.3	39.8	33.5	35.5
同比增长（%）	*5.1*	*8.2*	*3.7*	*6.7*	*8.7*	*8.4*	*9.1*	*12.5*	*2.7*	*1.9*
毛利（亿元）	8.6	9.3	8.6	10.6	8.4	10.0	9.6	12.3	9.2	11.2
毛利率（%）	28.6	29.0	28.2	30.0	25.7	28.6	28.9	30.9	27.6	31.6
毛利率变动（pct）	*1.7*	*-0.1*	*-2.1*	*-0.5*	*-2.9*	*-0.4*	*0.8*	*0.9*	*1.9*	*2.9*
销售费用率（%）	21.3	19.3	20.2	19.5	18.5	18.5	20.0	19.7	19.4	19.7
销售费用率变动（pct）	*0.7*	*0.1*	*-1.3*	*-2.1*	*-2.8*	*-0.8*	*-0.1*	*0.2*	*0.9*	*1.2*
管理费用率（%）	4.7	4.2	4.8	5.6	4.9	3.5	4.5	4.5	4.6	4.4
管理费用率变动（pct）	*-0.1*	*-0.7*	*-0.3*	*-0.0*	*0.2*	*-0.7*	*-0.3*	*-1.2*	*-0.3*	*0.9*
研发费用率（%）	0.3	0.3	0.3	0.4	0.2	0.3	0.3	0.4	0.3	0.4
研发费用率变动（pct）	*-0.2*	*-0.1*	*-0.1*	*-0.0*	*-0.1*	*-0.1*	*0.1*	*0.1*	*0.1*	*0.1*
三项费用率（%）	26.3	23.9	25.2	25.5	23.6	22.3	24.9	24.6	24.3	24.5
三项费用率变动（pct）	*0.4*	*-0.7*	*-1.6*	*-2.1*	*-2.7*	*-1.5*	*-0.3*	*-0.9*	*0.7*	*2.2*
毛利-三项费用（亿元）	0.7	1.7	0.9	1.6	0.7	2.2	1.3	2.5	1.1	2.5
毛利率-三项费用率（%）	*2.3*	*5.1*	*2.9*	*4.4*	*2.1*	*6.3*	*4.0*	*6.3*	*3.3*	*7.0*
归母净利润（亿元）	0.2	1.0	0.6	1.1	0.4	1.5	0.7	1.2	0.6	1.6
同比增长（%）	*74.9*	*3.4*	*7.9*	*136.2*	*109.9*	*46.0*	*25.7*	*8.4*	*51.7*	*3.0*
归母净利率（%）	0.6	3.2	1.9	3.1	1.2	4.4	2.2	3.0	1.7	4.4
归母净利率变动（pct）	*0.2*	*-0.1*	*0.1*	*1.7*	*0.6*	*1.1*	*0.3*	*-0.1*	*0.6*	*0.0*
经营活动现金流量净额（亿元）	4.8	5.3	1.1	4.0	5.4	6.0	1.6	5.0	4.9	5.5
同比增长（%）	*96.4*	*102.8*	*-41.9*	*-21.5*	*13.7*	*14.3*	*43.7*	*27.2*	*-8.9*	*-8.2*
经营活动现金流/归母净利润	2658.4	504.5	200.0	364.4	1440.4	395.1	228.7	427.4	865.5	352.1

资料来源：Wind，国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

3.5 代运营：自有品牌孵化+AI 赋能，延续高成长

我们选取若羽臣、壹网壹创、凯淳股份、青木科技、丽人丽妆作为板块样本，对 26Q2 进行分析：

业绩总结：26Q2，多数公司自有品牌快速增长、AI 赋能提效降本后，利润持续快速增长，但增速较 26Q1 下滑，主因 25Q1 基数低于 25Q2，及部分公司主动收缩低毛利的代运营业务。26Q2 板块收入同比+25.2%，归母净利润同比+59.2%，归母净利率 7.6%/同比+1.6pct。板块整体毛利率 55.7%/同比+6.4pct，销售费用率 37.7%/同比+4.3pct，管理费用率 5.8%/同比-0.6pct，研发费用率 1.0%/同比-0.5pct。

当前代运营公司向自有品牌或品牌管理业务持续转型，自有品牌孵化能力和 AI 对于行业提效降本的赋能能力，成为代运营公司的核心竞争力。此外，已有部分代运营公司如壹网壹创/青木科技把在电商领域的积累叠加 AI 应用开发成对外产品，形成 AI 智能营销投放服务。

图表28：代运营 A 股公司主要经营指标

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2
营业总收入（亿元）	14.6	16.7	12.4	19.4	15.3	19.8	18.1	26.0	20.4	24.8
同比增长（%）	*-4.8*	*-11.2*	*-7.8*	*-14.5*	*5.2*	*18.6*	*46.3*	*34.2*	*33.0*	*25.2*
毛利（亿元）	4.7	7.4	5.1	6.9	6.9	9.8	9.3	13.1	11.0	13.8
毛利率（%）	32.5	44.1	41.2	35.8	44.9	49.4	51.2	50.3	53.7	55.7
毛利率变动（pct）	*-1.8*	*10.3*	*10.7*	*-3.2*	*12.4*	*5.2*	*10.0*	*14.5*	*8.9*	*6.4*
销售费用率（%）	20.9	28.8	29.2	19.7	33.3	33.4	40.6	34.1	38.8	37.7
销售费用率变动（pct）	*-0.3*	*8.0*	*9.6*	*-5.0*	*12.4*	*4.5*	*11.4*	*14.4*	*5.5*	*4.3*
管理费用率（%）	7.1	6.6	10.1	7.7	6.9	6.4	7.0	6.5	4.8	5.8
管理费用率变动（pct）	*0.2*	*0.7*	*1.4*	*2.1*	*-0.2*	*-0.1*	*-3.1*	*-1.2*	*-2.0*	*-0.6*
研发费用率（%）	2.0	1.7	2.0	1.8	1.7	1.5	1.4	1.2	1.3	1.0
研发费用率变动（pct）	*0.4*	*0.1*	*0.1*	*0.3*	*-0.3*	*-0.2*	*-0.6*	*-0.5*	*-0.4*	*-0.5*
三项费用率（%）	30.0	37.1	41.2	29.1	41.9	41.3	49.0	41.8	45.0	44.5
三项费用率变动（pct）	*0.2*	*8.8*	*11.1*	*-2.5*	*11.9*	*4.2*	*7.7*	*12.7*	*3.1*	*3.2*
毛利-三项费用（亿元）	0.4	1.2	-0.0	1.3	0.5	1.6	0.4	2.2	1.8	2.8
毛利率-三项费用率（%）	*2.4*	*7.0*	*-0.0*	*6.7*	*3.0*	*8.1*	*2.2*	*8.5*	*8.7*	*11.2*
归母净利润（亿元）	0.6	1.2	0.2	0.6	0.5	1.2	0.8	0.9	1.6	1.9
同比增长（%）	*61.5*	*45.4*	*602.6*	*-56.2*	*-20.4*	*-1.9*	*264.4*	*46.7*	*235.5*	*59.2*
归母净利率（%）	4.0	7.2	1.8	3.1	3.0	6.0	4.5	3.4	7.7	7.6
归母净利率变动（pct）	*1.7*	*2.8*	*2.1*	*-2.9*	*-1.0*	*-1.2*	*2.7*	*0.3*	*4.6*	*1.6*
经营活动现金流量净额（亿元）	2.0	4.3	3.4	3.1	1.7	2.3	2.8	7.2	-1.7	4.9
同比增长（%）	*192.7*	*17.7*	*194.1*	*-43.9*	*-12.8*	*-47.2*	*-183.5*	*130.8*	*-197.6*	*117.0*
经营活动现金流/归母净利润	339.5	356.7	1508.3	525.7	371.9	192.0	-345.5	827.2	-108.1	261.7

资料来源：Wind，国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

4. 风险提示

消费复苏不及预期。消费复苏目前仍存压力，子行业后续表现受到消费环境一定影响。

行业竞争加剧。高景气赛道有不同玩家加入争夺市场，导致行业竞争加剧，对企业经营或将造成影响。

监管政策的不确定性。零售社服子行业发展受监管政策影响较大。

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市丰台区丽泽路 22 号院新华社国家金融信息大厦西塔 B 座 38 层
邮编：100077
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
邮编：200120
电话：021-38124100
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com