下载日志已记录，仅供内部参考

商贸零售行业专题研究

新消费 2026 年中报总结：从利润率寻找消费真正的 α

2026 年 09 月 14 日

【投资要点】

- **美容护理：**中报景气度来看，医美维度，医美下游机构>医美上游产品，美妆维度，个护>化妆品，建议优先关注行业维度具备改善逻辑的标的、其次关注边际改善/增长确定性标的。1）医美下游机构：行业端，医美行业渗透率仍在提升，下游机构具备集中度提升、盈利改善逻辑，建议关注医美下游龙头公司**朗姿股份**。2）美妆：化妆品社零增速来看，行业整体保持中个位数增长，推荐具备改善逻辑的公司 α 机会（**珀莱雅、贝泰妮、巨子生物**等）。3）个护：行业景气度优于美妆，推荐具备中期较强增长确定性的标的（**若羽臣、登康口腔**）。
- **社会服务：头部茶饮、酒店企业经营韧性强，游轮维持高景气度和兑现成长逻辑。**1）茶饮：行业已从门店总量扩张转向存量竞争与份额再分配，头部集中化显著。**古茗**通过开店降速提质和咖啡品类增厚同店销售的策略实现利润率显著修复；**蜜雪集团**因主动加大供应链升级与全球化投入，短期利润承压但长期壁垒加固。2）酒店：供给增长与需求弱复苏，其中**华住集团**依靠品牌溢价与收益管理能力实现 RevPAR 正增长。3）游轮：高端供给扩容与需求结构升级驱动行业维持高景气度，**三峡旅游**凭借省际游轮的高载客率及新运力投放，Q2 成功兑现业绩高增长，第二艘省际游轮首航后预计 Q3 业绩端有进一步释放可能。
- **IP 潮玩：收入延续增长，关注经营质量改善。**26H1 泡泡玛特/名创优品收入同比+23.8%/+22.4%，但利润率均承压。泡泡玛特国内收入同比+47.3%，星星人跃居第二大 IP；海外仍处渠道调整期，重点跟踪企稳信号与新品接力。名创优品收入超预期，但经调整净利率同比下降 4.2pct，后续关注海外经营改善及费用投放效率。总体看，国内市场仍具韧性，海外经营与利润率修复尚待验证，推荐**泡泡玛特**。
- **跨境电商：板块景气度持续，利润显著修复。**海外合规与监管风险扰动不改跨境电商出口持续高景气。26H1 板块部分标的呈现利润修复显著快于收入增长，尽管人民币升值拖累利润修复进度，26Q2 关税退税进一步增厚利润表现。建议关注头部品牌卖家**安克创新**，VC 转型进入兑现期的**致欧科技**，去库逐步完成的**华凯易佰、赛维时代**，持续受益于电商高增的**极兔速递**，AI 赋能降本增效的社交电商**吉宏股份**。
- **黄金珠宝：金价下行拖累销售景气，渠道端持续优化。**2026H1 金价冲高回落，多数公司营收端和利润端二季度环比走弱，预计下半年金价走势方向乐观、幅度谨慎，金价慢涨背景下终端消费也有望回暖，同时渠道端调整优化持续进行，建议关注**老铺黄金、潮宏基**。
- **宠物食品：汇兑损失、原材料涨价、费率加码等多维影响下利润率仍承压。**上半年宠物食品板块仍处寻底阶段，外销方面，毛利率受汇率下行叠加原材料价格上涨影响，内销激烈竞争导致费率维持被动上行趋势。预计下半年汇率和费率压力仍将延续，但也存在产能端的边际改善机会，建议关注具备业绩底部反转潜力的**乖宝宠物、中宠股份**。

东方财富证券 Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

强于大市（维持）

东方财富证券研究所

证券分析师：刘嘉仁

证书编号：S1160524090001

证券分析师：李汶静

证书编号：S1160525020001

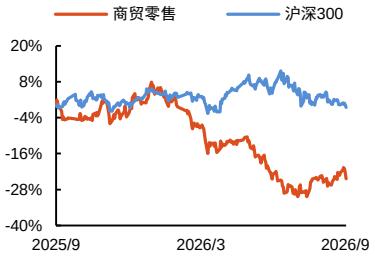
证券分析师：班红敏

证书编号：S1160524070004

证券分析师：张一逸

证书编号：S1160526040002

相对指数表现



相关研究

《SHEIN 赴港上市点评：公司供应链壁垒深厚，跨境电商行业稳健增长》

2026.08.21

《聚焦“气候+能源”驱动下的通胀传导主线》

2026.06.08

《新消费 2025&26Q1 财报总结：曙光乍现，消费的三类选股——底部反转/高增长持续/0-1》

2026.05.12

《中国潮玩出海，引领全球风潮》

2025.12.29

《国民收入的倍增潜力，消费的黄金十年》

2025.12.05

下载日志已记录，仅供内部参考

【风险提示】

- 消费需求不及预期；宏观政策影响消费及出行意愿；海外市场政策变动；部分行业底部反转逻辑或高增长无法持续验证等。

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

1. 从利润率寻找消费真正的 α 6
2. 美容护理：景气度分化，关注细分赛道的结构性机会 11
2.1. 美护：行业增速修复，核心关注底部反转机会 11
2.2. 医美：产业链话语权边际从上游向下游迁移 13
2.2.1. 医美上游：产品获批加速供给增多导致竞争加剧 14
2.2.2. 医美下游：下游具备集中度提升、盈利能力优化逻辑 14
2.3. 美护板块核心标的梳理 16
3. 社会服务：头部茶饮、酒店企业经营及业绩韧性强，游轮维持高景气度和兑现成长逻辑 17
3.1. 茶饮：从门店竞速转向单店质量与供应链效率提升 17
3.2. 酒店：经营及业绩分化，华住体现头部溢价 20
3.3. 游轮：行业延续高景气度，三峡旅游省际游轮业务进入兑现期 21
3.4. 推荐标的 23
4. IP 潮玩：收入增长延续，规模增长转向经营质量 25
4.1. 泡泡玛特：国内与 IP 矩阵接力兑现，海外渠道调整仍在途中 25
4.2. 名创优品：收入超指引延续高增，利润率修复是下阶段核心变量 26
5. 跨境电商：板块景气度持续，利润显著修复 28
5.1. 中国外贸出口额持续高增，跨境电商仍处于高景气度 28
5.2. 关税退税增厚利润，板块 26Q2 收入与利润加速修复 28
5.3. 推荐标的 29
5.3.1. 安克创新：品牌出海龙头，扣非净利润维持高增 29
5.3.2. 致欧科技：欧洲市场稳健拉美市场高增，VC 转型进入兑现期 30
5.3.3. 华凯易佰&赛维时代：去库逐步完成，业绩迎来拐点向上 31
5.3.4. 极兔速递：全球网络进入利润释放阶。 32
6. 黄金珠宝：金价下行拖累销售景气，渠道端持续优化 33
7. 宠物食品：外销受汇率及原材料涨价拖累，内销加码费用端致使利润承压 36
8. 风险提示 39

图表目录

图表 1： 2026 年上半年消费行业八大板块在营收端和利润端的同比表现 6
图表 2： 2026 年上半年人均可支配收入同比增速与人均消费支出同比增速产生较大偏离 7
图表 3： 2026 年上半年社零总额及细分品类的同比增速情况 7
图表 4： 2026 年上半年 CPI 呈现温和回升态势 8
图表 5： 国际油价仍处中高水平 8
图表 6： 农产品价格已出现上涨趋势 8
图表 7： 2026 年上半年消费行业细分板块毛利率与净利率同比变化 9
图表 8： 以美容护理板块为代表，上半年部分消费板块销售费用率呈现上升趋势 9
图表 9： 美护板块景气度来看，医美维度，医美下游机构>医美上游产品，美妆维度，个护>化妆品（单位：亿元） 11
图表 10： 26 年 4/5/6 月化妆品社零总额分别同增 4.7%/2.5%/12.6% 11
图表 11： 26 年以来化妆品社零整体保持较好增长 11
图表 12： 25 年 7 月以来化妆品社零增速稳定跑赢社零总额增速 12
图表 13： 多数美妆集团 26H1 毛销差同比有所降低 12
图表 14： 子品牌开始贡献明确增量，部分集团主品牌随体量提升增速放缓 13

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 15：德勤&艾尔建预测 26-30 年医美行业 CAGR 约 10% 14
图表 16：医美上游来看，新品类获批加速，产品供给持续丰富 14
图表 17：医美板块景气度来看，下游机构端好于上游品牌端（单位：亿元） 15
图表 18：医美上下游表现显著分化，下游机构端普遍实现较好增速（单位：亿元） 15
图表 19：医美上游品牌商收入部分从 24 年开始出现下滑趋势 15
图表 20：医美下游机构增速趋于稳定，部分有增速环比提升趋势 15
图表 21：美护板块标的梳理 16
图表 22：社会服务行业 26H1 收入及利润一览（单位：亿元） 17
图表 23：进入 2026 年，行业门店数 TOP5 品牌拓店节奏明显放缓 18
图表 24：行业门店数 TOP5 品牌市占率逐步提升，中小品牌出清加速 18
图表 25：2025 年 5 月为外卖大战高基数伊始，7-8 月进入补贴峰值 18
图表 26：蜜雪“真鲜纯”升级后，将实现全国整套冷链供应链能力的代际切换 19
图表 27：三大酒店集团 RevPAR 季度同比 20
图表 28：三大酒店集团 ADR 季度同比 21
图表 29：三大酒店集团 OCC 季度同比 21
图表 30：26H1 申万旅游及景区板块收入及利润情况 22
图表 31：26H1 申万旅游及景区板块毛利率及净利率情况 22
图表 32：26H1 长江三峡游轮发船次同比减少 22
图表 33：26H1 长江三峡游轮客运量同比上升，表明需求韧性足，单船次承载能力提升 22
图表 34：26H1 长江三峡游轮中豪华型客运量增速始终高于经济型 23
图表 35：长江三峡豪华型游轮年载客率可达 80%以上 23
图表 36：社服重点细分赛道中报验证方向 23
图表 37：社服重点公司估值情况汇总 24
图表 38：IP 潮玩两大龙头 26H1 业绩总览 25
图表 39：泡泡玛特半年度收入及经调整净利润 25
图表 40：泡泡玛特 26H1 分区域收入 25
图表 41：泡泡玛特 26H1 分 IP 收入 26
图表 42：名创优品分业务收入 26
图表 43：名创优品利润率关键指标 27
图表 44：26H1 跨境电商板块收入、利润及经营性现金流一览 28
图表 45：2026 年上半年跨境电商板块利润率表现 29
图表 46：跨境电商重点推荐公司估值情况汇总 29
图表 47：安克创新 26H1 收入情况 30
图表 48：26H1 欧洲市场稳健增长，拉美市场高增 31
图表 49：26H1VC 模式快速放量 31
图表 50：中国之外的市场包裹量占比提升，集团盈利能力持续增强 32
图表 51：2026 年上半年黄金珠宝板块营收及归母净利润情况 33
图表 52：2026 年上半年金价从高位回落 34
图表 53：2026 年上半年限额以上金银珠宝类商品零售额出现同比大幅下滑 34
图表 54：2026 年上半年金条及金币消费景气度较高 34
图表 55：主要黄金珠宝公司上半年毛利率变化 35
图表 56：主要黄金珠宝公司上半年净增门店数 35
图表 57：主要黄金珠宝公司销售费用率 35
图表 58：2026 年上半年宠物食品板块营收及归母净利润情况 36
图表 59：2026 年以来我国狗猫食品对全球及对美国出口销售额增速呈现回升态势 37
图表 60：2026 年上半年美元兑人民币汇率持续走低 37
图表 61：2026 年上半年白羽肉鸡价格保持相对高位 37

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 62： 宠物食品线上渠道主要头部品牌同比增速 38
图表 63： 头部宠企的销售费用率有所提升 38
图表 64： 头部宠企的净利率承压 38

下载日志已记录，仅供内部参考

1.从利润率寻找消费真正的 α

“增速放缓、利润率下降”是消费板块 26Q2 业绩最鲜明的特征。从消费行业八大细分板块的中报数据来看，其中一半板块在营收端实现了低个位数的小幅增长，然而部分板块利润端却出现下滑甚至负增长，环比视角下部分板块 Q2 的营收和盈利出现边际走弱，拆解这一现象，*需要从需求、成本、费用三个维度入手*。

图表 1：2026 年上半年消费行业八大板块在营收端和利润端的同比表现

板块	2026Q1营收同比增速	2026Q2营收同比增速	2026Q1归母净利同比增速	2026Q2归母净利同比增速
农林牧渔	3.49%	-4.52%	-109.14%	-184.99%
家用电器	-0.17%	-0.16%	-8.14%	-4.99%
食品饮料	3.46%	-4.81%	2.38%	-18.74%
纺织服饰	6.18%	-15.37%	-1.00%	-8.63%
轻工制造	4.54%	5.32%	-20.68%	-11.89%
商贸零售	6.47%	1.63%	49.46%	36.22%
社会服务	6.08%	2.40%	6.44%	-10.02%
美容护理	5.33%	2.41%	-12.28%	15.43%

资料来源：Choice SEE，东方财富证券研究所；注：农林牧渔板块归母净利下滑较大主因生猪养殖行业的周期性特点，上半年猪周期陷入深度亏损

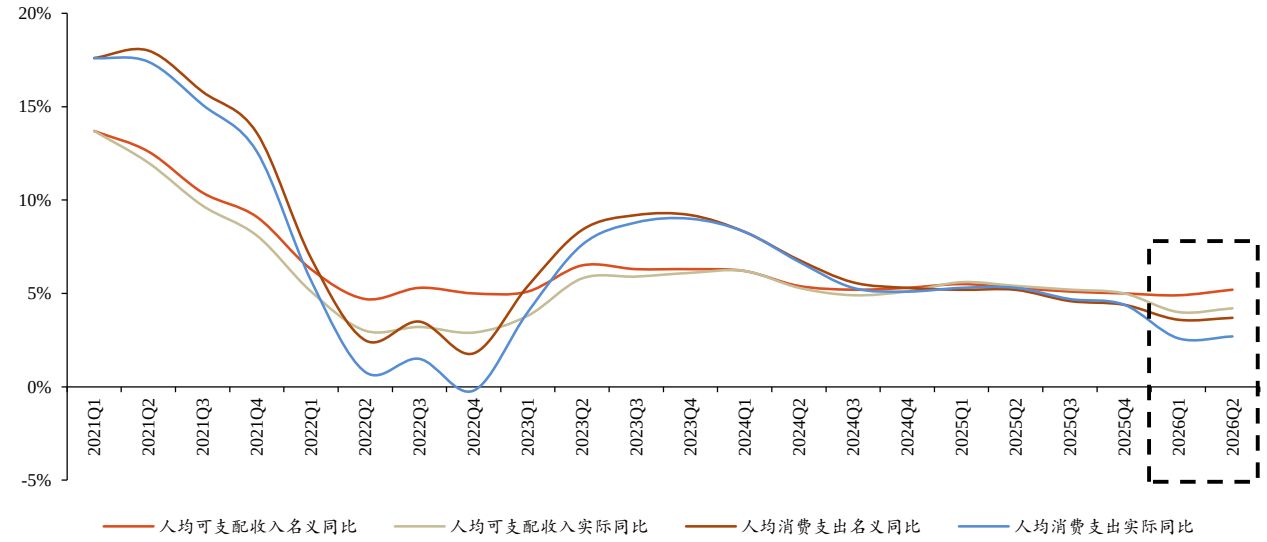
需求端：国内终端需求仍然偏弱，消费弱复苏进程中存在结构性亮点。

- ✓ 收入与消费的增速偏离：2026 年上半年人均可支配收入名义同比+5.2%、实际同比+4.2%，而人均消费支出名义同比+3.7%、实际同比+2.7%，收入与消费增速差距走阔表明居民消费倾向依旧谨慎。
- ✓ 消费者信心修复缓慢：中国消费者信心指数自 2026 年 2 月达到 91.6 的阶段性高点后持续回落，5 月短暂回升至 89.9 后再度走弱，6 月和 7 月分别下滑至 89.4、89.2。
- ✓ 消费总量延续弱势、内部结构分化：2026 年上半年社零总额 24.87 万亿，同比+1.3%。分季度来看，Q1 增速高于 Q2，尤其是必选消费二季度增速大幅回落。分业态来看，服务消费景气度优于商品消费，上半年商品零售额 22.05 万亿元，同比+1.1%，餐饮收入 2.83 万亿元，同比+2.8%。分品类来看，必选消费韧性强于可选消费，上半年粮油食品、饮料、烟酒、服装品类分别同比+7.4%、6.0%、13.2%、6.7%，而金银珠宝、体育娱乐品类分别同比+1.9%、-2.4%，去年同期享有补贴的品类例如家电、家具、汽车则在高基数下出现大幅回落，分别同比-7.4%、-3.7%、-12.6%。

消费板块上半年的营收表现与宏观层面消费弱复苏的格局相互印证，需求端动能不足，压制收入增长弹性。2026 年上半年，基础必需品类为社零增长提供支撑，但社零增速仍低于同期 4.7%的 GDP 增速，分季度来看，二季度社零势能明显弱于一季度，5 月单月更是录得同比负增长，这也解释了为何二季度消费板块营收增速走弱。下半年虽然已步入社零低基数区间，但 7 月社零同比+0.6%，消费修复斜率再次放缓，居民消费意愿有待进一步提振。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 2：2026 年上半年人均可支配收入同比增速与人均消费支出同比增速产生较大偏离



资料来源：Choice EDB，东方财富证券研究所

图表 3：2026 年上半年社零总额及细分品类的同比增速情况

	类型	国补与否	7月增速	6月增速	5月增速	4月增速	3月增速	1-2月增速	趋势图
社会消费品零售总额			0.6%	1.0%	-0.6%	0.2%	1.7%	2.8%	
其中：除汽车以外的消费品零售额			2.5%	3.0%	1.1%	1.8%	3.2%	3.7%	
其中：限额以上单位消费品零售额			-3.4%	-2.0%	-4.9%	-4.4%	1.3%	2.7%	
按消费类型分									
餐饮收入			1.4%	1.2%	0.6%	2.2%	2.9%	4.8%	
其中：限额以上单位餐饮收入			0.0%	0.1%	-1.7%	0.9%	2.0%	4.7%	
商品零售额			0.5%	0.9%	-0.7%	-0.1%	1.5%	2.5%	
其中：限额以上单位商品零售额			-3.8%	-2.2%	-5.2%	-4.9%	1.2%	2.5%	
其中：粮油、食品类	必选		5.3%	7.9%	1.9%	4.1%	9.5%	10.2%	
饮料类	必选		3.5%	5.8%	6.1%	3.6%	8.2%	6.0%	
烟酒类	必选		6.0%	12.1%	4.8%	11.7%	7.7%	19.1%	
服装、鞋帽、针纺织品	必选		-1.0%	3.9%	3.8%	3.6%	7.0%	10.4%	
化妆品类	可选		6.8%	12.6%	2.5%	4.7%	8.3%	4.5%	
金银珠宝类	可选		-10.1%	-3.4%	-8.9%	-21.3%	11.7%	13.0%	
日用品类	必选		1.8%	3.9%	1.6%	3.5%	4.6%	6.6%	
体育、娱乐用品类	可选		-10.6%	-2.2%	-8.0%	-8.0%	-2.0%	4.1%	
家用电器和音像器材类	可选	补贴	-1.9%	-8.7%	-15.6%	-15.1%	-5.0%	3.3%	
中西药品类	可选		6.7%	4.4%	4.0%	4.2%	5.7%	0.7%	
文化办公用品类	可选	补贴	7.4%	12.7%	-1.5%	-6.9%	15.0%	5.8%	
家具类	可选	补贴	-8.8%	-6.6%	-8.7%	-10.4%	-8.7%	8.8%	
通讯器材类	可选	补贴	20.4%	16.5%	0.7%	6.2%	27.3%	17.8%	
石油及制品类	必选		-7.6%	-5.1%	-3.2%	-6.5%	0.1%	-9.7%	
汽车类	可选	补贴	-17.0%	-16.1%	-16.1%	-15.3%	-11.8%	-7.3%	
建筑及装潢材料类	可选	补贴	-14.2%	-10.5%	-13.6%	-13.8%	-9.0%	-2.2%	
必选合计			-0.2%	3.1%	1.1%	1.2%	5.4%	4.9%	
可选合计			-7.1%	-6.3%	-10.5%	-10.4%	-2.5%	0.3%	
可选（剔除补贴）合计			1.6%	4.4%	-0.4%	-2.6%	6.9%	5.1%	
限额以上（剔除补贴）合计			0.1%	3.4%	0.8%	0.5%	5.7%	4.9%	

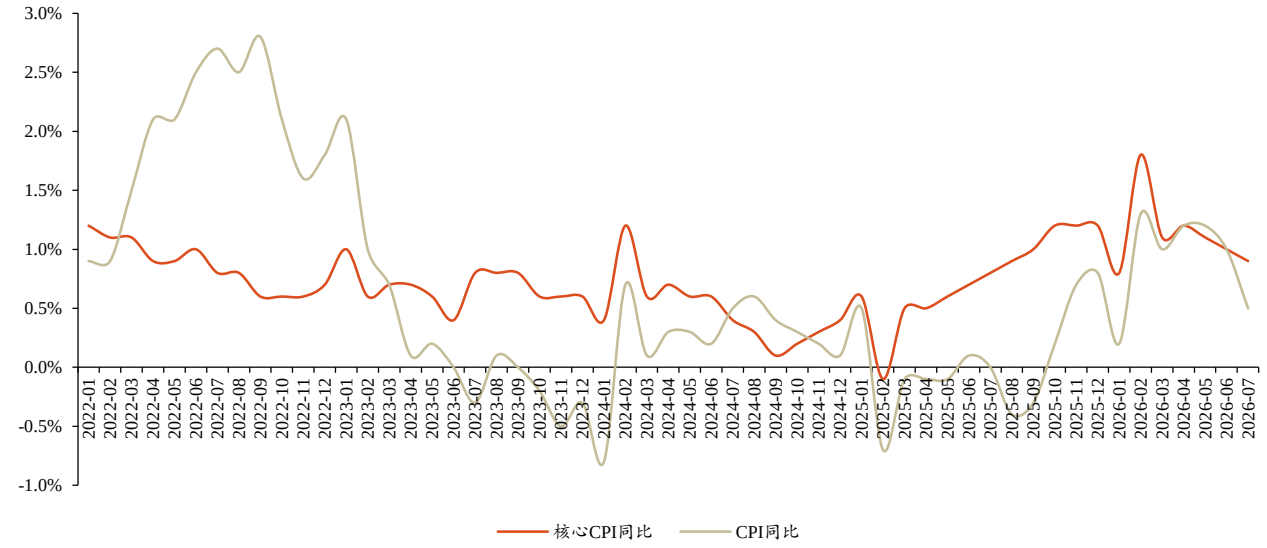
资料来源：Choice EDB，东方财富证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

成本端：供给侧成本压力渐显，CPI 从低通胀逐步回到温和通胀。

自去年四季度以来，消费价格延续温和回升的态势。2026 年上半年，CPI 同比+1.0%，2-5 月 CPI 同比连续保持在 1%及以上的温和上涨区间。当前阶段 CPI 上涨的推动力首先来自供给侧成本：1）国际油价仍处中高位，中东局势逐步呈现低烈度、长期化特征；2）极强厄尔尼诺预期持续发酵，农产品价格的天气风险溢价明显提升；3）国内“反内卷”不断深入，部分行业低价竞争受到约束；4）近期多地社保征缴和补缴规范趋严，也在边际抬升部分企业用工成本。

图表 4：2026 年上半年 CPI 呈现温和回升态势



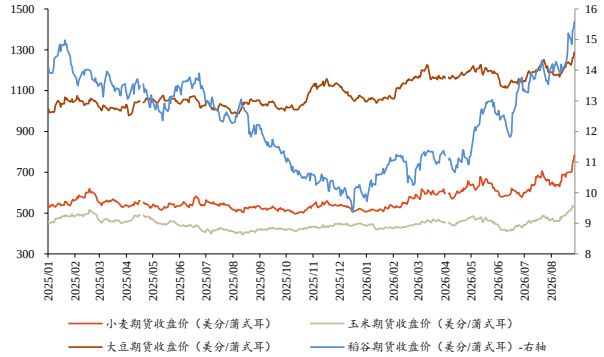
资料来源：Choice EDB，东方财富证券研究所

图表 5：国际油价仍处中高水平



资料来源：Choice EDB，东方财富证券研究所

图表 6：农产品价格已出现上涨趋势



资料来源：Choice EDB，东方财富证券研究所

Q2 部分消费板块盈利端边际走弱。二季度农业、家电、轻工板块毛利率同比降幅走阔，美护板块毛利率同比增速亦现收窄。在需求尚未明显回暖时，同样面对成本上涨，企业之间的利润表现会迅速分化：*真正具备行业龙头地位、品牌力、产品差异化或渠道优势的公司，可以通过涨价、产品结构升级和供应链议价把成本向下传导，而缺乏这些壁垒的企业则难以实现顺价，只能被动承受毛利侵蚀*。例如西麦食品凭借全产业链布局下的成本优势和产品、渠道升级来提供利润弹性，2026H1 毛利率提升至 44.03%/+0.44pct；以及农夫山泉依靠高毛利茶饮占比提升，对冲了 PET 原料涨价压力，形成结构性顺价，2026H1 毛利率提升 0.6pct 至 60.9%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 7：2026 年上半年消费行业细分板块毛利率与净利率同比变化

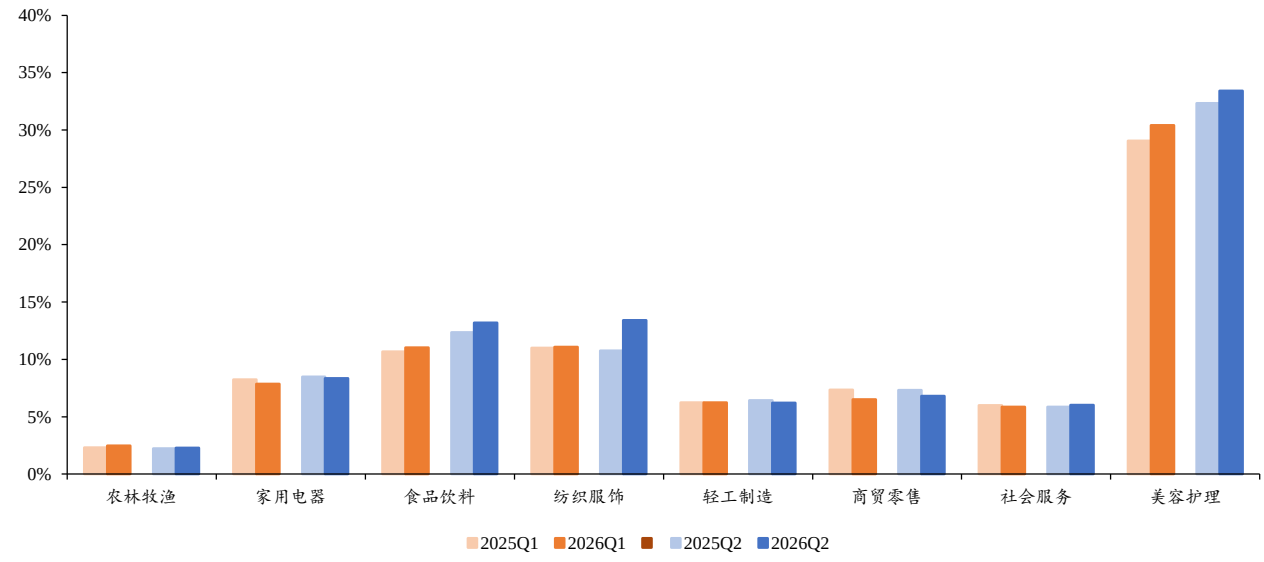
板块	2026Q1毛利率同比	2026Q2毛利率同比	2026Q1净利率同比	2026Q2净利率同比
农林牧渔	-3.68pct	-6.28pct	-5.27pct	-7.92pct
家用电器	-0.08pct	-0.62pct	-0.67pct	-0.54pct
食品饮料	0.84pct	-0.04pct	0.60pct	-1.94pct
纺织服饰	-0.37pct	4.46pct	-0.50pct	0.71pct
轻工制造	-0.52pct	-1.40pct	-0.67pct	-0.42pct
商贸零售	-1.08pct	-0.17pct	1.10pct	0.70pct
社会服务	-0.09pct	0.51pct	0.08pct	-0.22pct
美容护理	2.19pct	1.57pct	-1.30pct	1.29pct

资料来源：Choice SEE，东方财富证券研究所

费用端：为维持收入规模与市场份额，销售费用被动加码。

在营收增长诉求驱动下，部分企业被迫加大销售费用投放力度。然而流量红利减退导致投流成本上升、ROI 下滑，以抖音生态核心投流工具巨量千川为例，其平均 CPM（每千次曝光成本）已由 2023 年的 80 元攀升至 2026 年的 120 元，涨幅达 50%，投流费用的增加直接推高获客成本，进一步侵蚀利润空间。从财务数据来看，销售费用率的上行在消费多个板块均有体现，尤其是以高毛利、高营销投入为特点的美护板块，其平均销售费用率从 2023Q2 的 28.21%增长至 2026Q2 的 33.42%，增幅达到 5.21pct。随着流量成本中枢上移成为常态，单纯依靠“烧钱换规模”的粗放式增长逻辑将难以为继，对于企业而言，破局需从两方面着力：一是深耕细分赛道、巩固龙头地位，从而获取平台资源倾斜与流量议价优势；二是强化精细化运营能力，以运营效率提升对冲成本上行压力，实现从“规模驱动”向“效率驱动”的转型。

图表 8：以美容护理板块为代表，上半年部分消费板块销售费用率呈现上升趋势



资料来源：Choice SEE，东方财富证券研究所

中报之后消费选股的核心正在从“低估值”进一步转向“利润率 α”。根据中报数据，部分消费板块 Q2 收入增速较 Q1 放缓，同时 Q2 利润增速弱于收

下载日志已记录，仅供内部参考

入，当前能够逆势守住甚至提升利润率的公司，反而是最值得重视的 α 资产。例如三峡旅游通过业务结构向盈利能力更高的省际度假游轮倾斜，Q2 整体利润率明显提升，后续随着游轮数量继续增加或将仍有结构性改善空间；贝泰妮在美妆行业流量成本普遍较高的环境下，通过更加务实的经营管理和营销费用投放，盈利能力反而出现逆势改善；朗姿股份旗下医美业务则受益于头部连锁机构集中度提升以及对上游采购议价能力增强，医美业务毛利率继续提升。这几个案例背后其实指向同一个问题：消费需求越弱、成本压力越大，越能够检验一家公司真正的核心竞争力。

当前我们仍然维持“从无基之弹到有基反转”的判断，低持仓解决的是赔率，**政策决定消费 β 什么时候回来，而利润率决定最终哪些公司能够真正穿越周期。**一旦后续需求刺激政策落地，这类企业还会同时获得收入增长和利润率改善两端的业绩弹性。**在年报和一季报财报季我们选取了“底部反转/高速增长/0-1 成长”三条主线**，在中报季之后，我们发现*凭借成本管控、产品结构升级与精细化运营而实现利润率改善的细分龙头，正率先在中报中兑现*，因此在此前选股逻辑基础上，我们认为还需进一步观察收入是否真正与盈利形成共振，而非仅由短期需求回补或费用投放所驱动，即**“利润率的边际变化”**，以验证业绩改善的真实成色与持续性，修正后的三条主线为：

1. 哪些是低预期下验证底部反转，营收拐点向上且利润率同步修复？

2. 哪些高增长的逻辑可持续但仍需后续验证，且不以牺牲利润拉动增长？

3. 哪些有 0-1 的成长机会？

下载日志已记录，仅供内部参考

2.美容护理：景气度分化，关注细分赛道的结构性机会

从各版块景气度来看，医美维度，医美下游机构>医美上游产品，美妆维度，个护>化妆品，具体来看，建议优先关注行业端结构性改善、盈利能力具备优化逻辑的板块。

图表 9：美护板块景气度来看，医美维度，医美下游机构>医美上游产品，美妆维度，个护>化妆品（单位：亿元）

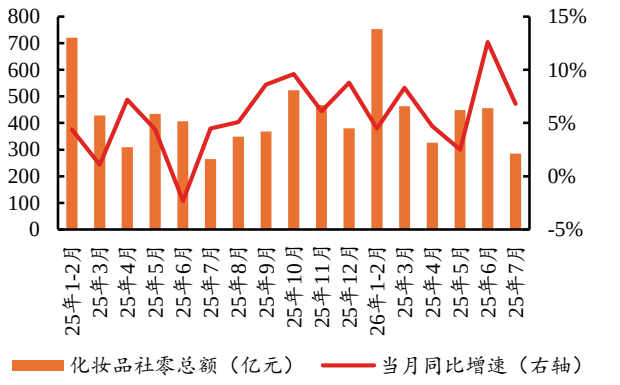
行业	代码	公司	26H1					26Q2				
			收入	收入增速	归母净利润	归母净利增速	扣非归母增速	收入	收入增速	归母净利润	归母净利增速	扣非归母增速
化妆品	600315.SH	上海家化	37.91	9.0%	3.81	43.4%	58.9%	19.96	12%	1.59	227%	196%
	300957.SZ	贝泰妮	25.92	9.3%	2.92	18.3%	34.8%	14.74	4%	2.26	3%	27%
	1318.HK	毛戈平	32.67	26.2%	8.05	20.3%	——	——	——	——	——	——
	301371.SZ	敷尔佳	11.56	33.9%	2.56	11.5%	0.4%	6.08	8%	0.84	-39%	-46%
	603605.SH	珀莱雅	53.75	0.2%	11.68	46.3%	-13.8%	30.69	2%	8.01	96%	-18%
	2367.HK	巨子生物	29.18	-6.3%	9.40	-20.5%	——	——	——	——	——	——
	600223.SH	福瑞达	19.09	6.7%	0.82	-24.3%	-26.8%	10.09	10%	0.50	-13%	-19%
	300740.SZ	水羊股份	25.10	0.4%	0.87	-29.4%	-30.9%	13.12	-7%	0.52	-36%	-40%
	603983.SH	丸美生物	16.63	-5.8%	1.55	-10.9%	-32.1%	7.82	-15%	0.54	38%	-60%
	2145.HK	上美股份	37.56	-8.6%	1.08	-79.4%	——	——	——	——	——	——
个护	603630.SH	拉芳家化	4.40	7.2%	0.37	484.5%	1474.5%	2.16	8%	0.16	335%	248%
	003010.SZ	若羽臣	22.86	73.3%	1.67	131.7%	128.6%	12.91	73%	0.95	112%	107%
	2698.HK	乐舒适	22.66	30.7%	5.16	46.0%	——	——	——	——	——	——
	001328.SZ	登康口腔	9.61	14.2%	1.01	19.1%	32.4%	4.66	13%	0.50	18%	33%
	603193.SH	润本股份	10.54	17.7%	2.25	20.0%	22.6%	7.87	20%	1.72	20%	22%
	603059.SH	倍加洁	8.76	22.2%	0.48	10.6%	15.3%	4.57	16%	0.29	-8%	-5%
代工厂	300132.SZ	诺斯贝尔	11.07	18.2%	0.56	105.5%	120.2%	6.27	21%	0.34	35%	45%
医美	0460.HK	四环医药	11.61	1.3%	2.25	119.0%	——	——	——	——	——	——
	2373.HK	美丽田园医疗健康	18.82	29.0%	2.22	42.7%	——	——	——	——	——	——
	002612.SZ	朗姿股份	32.08	12.1%	1.11	-59.9%	35.3%	16.00	12%	0.62	-66%	74%
	300896.SZ	爱美客	12.16	-6.4%	5.93	-24.8%	-24.5%	5.82	-8%	2.95	-15%	-23%
	688363.SH	华熙生物	17.56	-22.3%	1.53	-30.8%	-25.5%	9.27	-22%	0.88	-26%	-22%
	300003.SZ	乐普医疗	32.14	-4.6%	4.99	-27.7%	-27.4%	15.42	-6%	2.53	-19%	-26%
	832982.BJ	锦波生物	7.71	-10.2%	2.81	-28.2%	-30.8%	3.96	-20%	1.41	-37%	-38%
	688366.SH	昊海生科	11.79	-9.6%	1.13	-46.6%	-59.8%	6.08	-11%	0.39	-68%	-79%

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

2.1.美护：行业增速修复，核心关注底部反转机会

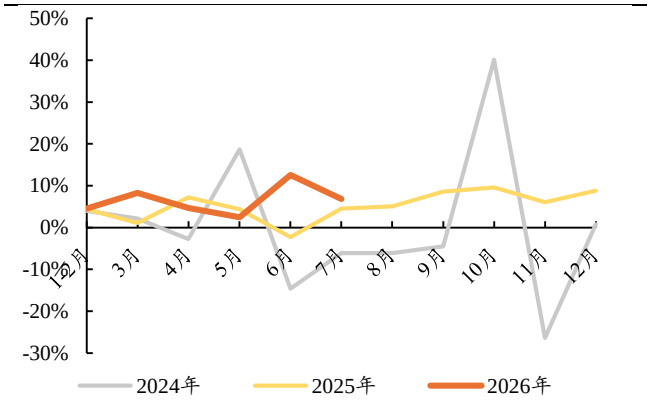
26 年以来化妆品社零保持较好增长趋势，稳定跑赢社零总额。根据国家统计局数据，自 25 年 7 月起化妆品社零增速稳定跑赢社零总额增速，进入 26 年后趋势依然延续，整体保持低个位数至中个位数增速，4/5/6 月化妆品社零总额分别同增 4.7%/2.5%/12.6%，26 年累计至 7 月的化妆品社零同比增长 6.3%。

图表 10：26 年 4/5/6 月化妆品社零总额分别同增 4.7%/2.5%/12.6%



资料来源：Choice 宏观数据，国家统计局，东方财富证券研究所

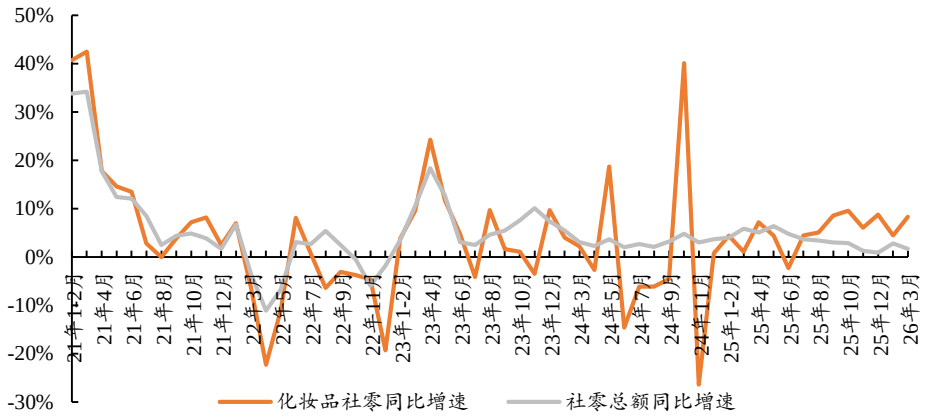
图表 11：26 年以来化妆品社零整体保持较好增长



资料来源：Choice 宏观数据，国家统计局，东方财富证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 12：25 年 7 月以来化妆品社零增速稳定跑赢社零总额增速



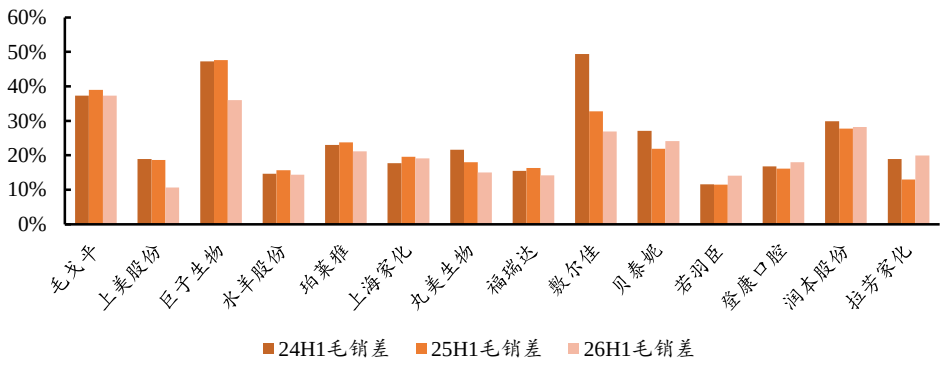
资料来源：Choice 宏观数据，国家统计局，东方财富证券研究所

景气度来看，个护标的 26Q2 普遍兑现较好增长、盈利能力稳定，化妆品板块则高度分化、盈利能力普遍有所走弱。

个护板块：多数标的 26Q2 实现较好增长，26Q2 若羽臣、润本股份、登康口腔收入分别增长 73%/20%/13%，扣非归母净利润分别增长 107%/22%/33%，业绩端跑赢收入端增速，盈利能力保持优化，个护公司可通过强化电商运营能力驱动盈利质量提升，建议关注板块中具备增长韧性的标的：①线下基本盘夯实，市占率优势突出，发力此前弱势区域继续扩张线下规模；通过兴趣电商打造大单品矩阵，推动品牌年轻化、提供成长增量，十五五规划目标实现收入、利润双翻倍的**登康口腔**。②核心自有绽家、斐萃依然保持优异增长，公司收购高端美妆品牌奥伦纳素有望进一步验证较强运营能力，增长驱动力丰富的**若羽臣**。

化妆品板块：品牌、集团增长表现高度分化，从 A 股标的 26Q2 收入、扣非归母净利润表现来看，收入增速普遍弱于 10%/扣非归母净利润增速普遍弱于收入增速，预计主要源于毛利率提升幅度无法完全覆盖销售费率增长，导致多数美妆集团毛销差同比有所收窄，我们预计销售费率增长可能源于：1）渠道维度，线上平台流量费用普遍提升、以及费率更高的抖音渠道或增速更快，2）品牌维度，集团内净利率相对更高的主品牌增长承压，净利率较主品牌偏低的小品牌增长较快导致的结构性变化。

图表 13：多数美妆集团 26H1 毛销差同比有所降低



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

多个美妆集团主品牌规模体量已较为可观、增长有所放缓，子品牌贡献度

下载日志已记录，仅供内部参考

进一步提升。从 26H1 美妆集团旗下主品牌增速来看，普遍处于下滑或低个位数增长情况，如:珀莱雅品牌/韩束/可复美/薇诺娜 26H1 分别实现收入 36.9/26.6/23.5/20.0 亿元，同比分别-7.2%/-20.4%/-7.6%/+2.5%，但美妆集团布局的多品类小品牌逐步开始贡献可观增量，如珀莱雅旗下 OR/原色波塔/惊时 26H1 分别实现收入 4.8/3.1/0.8 亿元，同比分别+71.0%/+222.7%/+103.5%，上美股份旗下一页、安敏优分别 26H1 分别实现收入 6.35/1.4 亿元，同比分别+59.9%/+89.3%，我们预计具备多品类、多品牌培育能力的集团或具备更强的长期增长动能。

图表 14：子品牌开始贡献明确增量，部分集团主品牌随体量提升增速放缓

集团	美妆护肤个护相关业务	26H1		2025年		25H2		25H1		2024年	
		收入（亿元）	增速	收入（亿元）	增速	收入（亿元）	增速	收入（亿元）	增速	收入（亿元）	增速
珀莱雅	珀莱雅品牌	36.92	-7.2%	76.89	-10.4%	37.10	-19.3%	39.79	-0.1%	85.81	19.6%
	彩棠	5.51	-21.8%	12.55	5.4%	5.50	-9.7%	7.05	21.1%	11.91	19.0%
	OR	4.77	71.0%	7.44	102.2%	4.65	102.2%	2.79	102.5%	3.68	71.1%
	悦芙媞	1.75	5.4%	3.71	11.7%	2.05	19.9%	1.66	3.3%	3.32	9.4%
	原色波塔	3.13	222.7%	2.56	124.6%	1.59	164.3%	0.97	80.2%	1.14	138.4%
	惊时	0.82	103.5%	0.96	——	0.56		0.40			
上美股份	韩束	26.61	-20.4%	73.60	31.6%	40.16	50.7%	33.44	14.3%	55.91	80.9%
	一页	6.35	59.9%	8.80	134.2%	4.82	125.0%	3.97	146.5%	3.76	146.3%
	安敏优	1.40	89.3%	1.98	62.7%	1.24	——	0.74	——	1.22	
	红色小象	1.13	-29.1%	2.98	-20.8%	1.39	-31.3%	1.59	-8.7%	3.76	0.1%
	一叶子	——	——	——	——	——	——	0.89	-29.0%	2.29	-35.7%
贝泰妮	薇诺娜	19.99	2.5%	44.32	-9.7%	24.82	-1.5%	19.50	-18.4%	49.09	-5.5%
	ZA	2.59	22.5%	4.52	-3.2%	2.41	5.4%	2.12	-11.5%	4.67	——
	薇诺娜baby	1.69	54.0%	2.35	17.0%	1.25	25.5%	1.10	8.7%	2.01	34.0%
	AOXMED	0.75	46.0%	1.29	115.1%	0.77	135.1%	0.51	90.6%	0.60	65.6%
	初普	0.41	——								
	泊美	0.21	-12.9%	0.47	-9.6%	0.23	-14.2%	0.24	-4.7%	0.52	——
上海家化	——	37.91	9.0%	63.17	11.2%	28.39	20.4%	34.78	4.7%	56.79	-13.9%
	美妆	10.33	38.2%	16.13	53.7%	8.66	79.0%	7.47	32.0%	10.50	
	个护	17.44	9.7%	24.19	1.7%	8.29	4.8%	15.90	0.1%	23.79	
巨子生物	可复美	23.47	-7.6%	44.70	-1.5%	19.30	-21.8%	25.4	22.7%	45.40	62.9%
	可丽金	4.98	-0.4%	9.18	9.3%	4.18	-5.9%	5.0	26.9%	8.40	36.3%
水羊股份	——	25.10	0.4%	49.77	17.5%	24.78	27.4%	25.00	9.0%	42.37	-5.7%
毛戈平	整体品牌收入	32.0	27.3%	48.69	30.4%	23.60	28.7%	25.09	32.1%	37.33	34.2%
	彩妆	19.7	38.3%	29.96	30.0%	15.74	29.1%	14.22	31.1%	23.04	42.0%
	护肤	12.1	11.5%	18.73	31.1%	7.86	28.0%	10.87	33.4%	14.29	23.2%
丸美生物	丸美	12.7	2.0%	25.47	23.9%	12.97	15.3%	12.50	34.4%	20.55	31.7%
	PL恋火	3.88	-24.8%	9.06	0.1%	3.86	-20.9%	5.20	23.9%	9.05	40.7%
林清轩	林清轩			24.50	102.5%	13.98	105.8%	10.52	98.3%	12.10	50.3%
华熙生物	功能性护肤品	4.48	-50.9%	14.87	-42.1%	5.75	-51.6%	9.12	-34.0%	25.69	-31.6%
福瑞达	化妆品	12.86	17.6%	22.46	-9.3%	11.52	-10.6%	10.94	-7.7%	24.75	2.5%
	瑷尔博士	4.22	-6.4%	9.47	-27.2%	4.96	-24.4%	4.51	-30.0%	13.01	-3.5%
	颐莲	6.44	16.2%	10.43	8.3%	4.89	-5.2%	5.54	23.8%	9.63	12.4%
	珂蕴	1.69	621.6%	1.55	258.0%	1.32		0.23			
敷尔佳	化妆品	8.39	34.2%	13.54	16.3%	7.30	6.8%	6.25	29.9%	11.64	7.5%
	医疗器械产品	3.18	33.2%	5.39	-36.8%	3.00	-23.7%	2.38	-48.1%	8.53	0.3%
登康口腔	整体收入	9.61	14.2%	17.16	10.0%	8.74	2.0%	8.42	19.7%	15.60	13.4%
拉芳家化	拉芳	3.35	1.7%	6.57	2.5%	3.28	-4.7%	3.30	10.7%	6.42	9.1%
	雨洁	0.38	-30.3%	1.04	-28.5%	0.49	——	0.55	——	1.45	28.0%
润本股份	婴童护肤	4.41	8.9%	8.14	17.9%	4.08	2.6%	4.05	38.7%	6.90	32.4%
若羽臣	绽家	7.40	66.7%	10.69	120.8%	6.25	100.7%	4.44	157.1%	4.84	90.1%
	斐萃	4.04	152.4%	6.96	——	5.36	——	1.60	——	0.12	-
锦波生物	功能性护肤品	1.49	22.9%	2.55	79.9%	1.34	42.9%	1.21	152.4%	1.42	86.8%

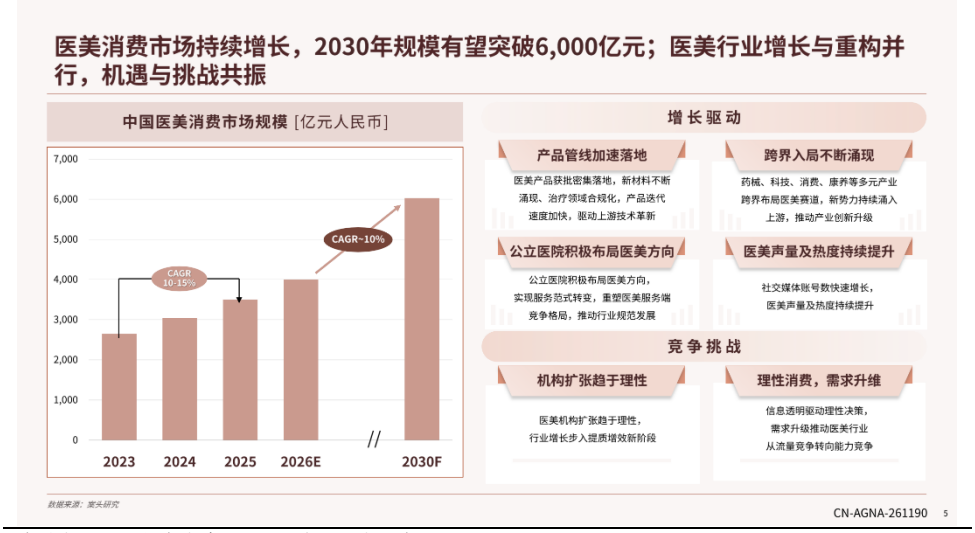
资料来源：Choice，各公司公告，东方财富证券研究所

2.2.医美：产业链话语权边际从上游向下游迁移

医美行业仍保持稳健增长，渗透率或持续提升。根据德勤&艾尔建预测，中国医美消费市场规模 26-30 年复合增速约 10%，行业整体依然保持稳定增长，2030 年规模有望达到 6000 亿元，行业渗透率持续提升。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 15：德勤&艾尔建预测 26-30 年医美行业 CAGR 约 10%

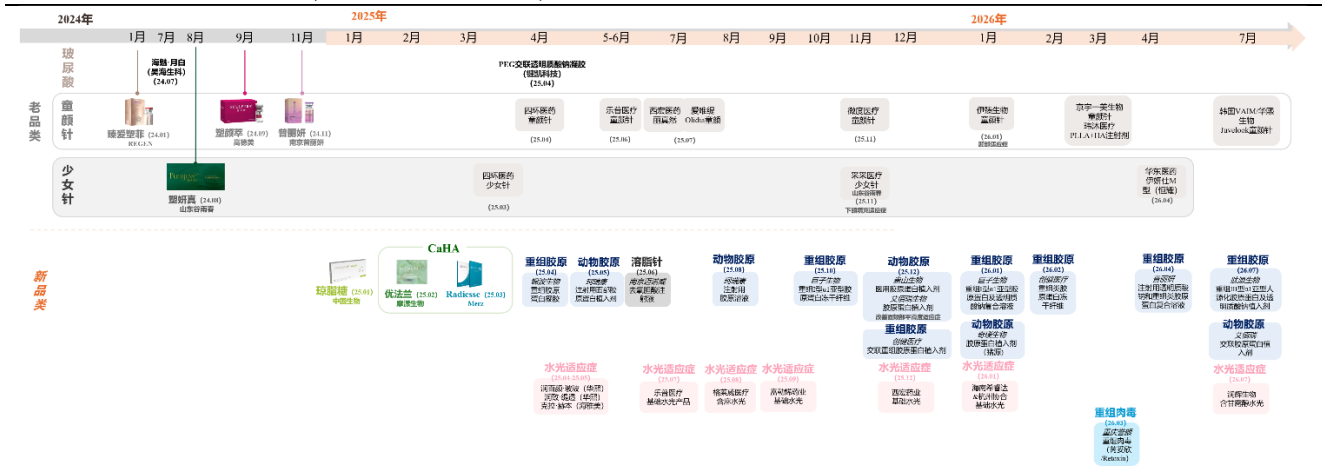


资料来源：艾尔建美学公众号，东方财富证券研究所

2.2.1.医美上游：产品获批加速供给增多导致竞争加剧

供给端获批加速，核心关注竞争格局较好的品类以及新成分机会。26H1 的医美产品获批整体延续 25 年趋势，重点品类如童颜针、重组胶原蛋白注射剂的获批仍保持较高频率，且考虑到产品从获批到上市往往需要数月筹备阶段，对于市场竞争格局实际发生影响或存在时滞，预计竞争加剧的趋势短期无法缓解。当前阶段优先关注竞争格局较好的细分赛道：1）新成分：关注需求已经部分在韩国得到验证，具备差异化功效性的 PDRN 赛道，首个获批的产品或能够享受增长红利，关注**乐普医疗**旗下产品获批情况；2）肉毒品类机会：肉毒为医美基础品类，在行业渗透率提升过程中增长确定性高，此外肉毒作为毒麻品，药监局审批、进口管理相对严格，竞争格局较好，可关注**华东医药**旗下差重组肉毒产品销售表现。

图表 16：医美上游来看，新品类获批加速，产品供给持续丰富



资料来源：医美行业观察公众号，Medactive 公众号，医与美前沿公众号，美沃斯公众号，中国生物公众号，润致公众号，医美部落公众号，E 美星球公众号，JUVELOOK 公众号，东方财富证券研究所

2.2.2.医美下游：下游具备集中度提升、盈利能力优化逻辑

下载日志已记录，仅供内部参考

中报景气度表现来看，医美下游机构明显好于上游。从各个公司医美业务增速表现来看，上游品牌商除了四环医药外，其余收入增速均有不同程度承压，但具备医美机构业务的朗姿股份、美丽田园医疗健康均实现较好的收入、净利润或扣非归母净利润增长，行业整体在稳步增长过程中，上下游头部企业景气度出现明显差异。

图表 17：医美板块景气度来看，下游机构端好于上游品牌端（单位：亿元）

行业		代码	公司	26H1					26Q2				
				收入	收入增速	归母净利润	归母净利增速	扣非归母增速	收入	收入增速	归母净利润	归母净利增速	扣非归母增速
医美	医美上游	0460.HK	四环医药	11.61	1.3%	2.25	119.0%	——	——	——	——	——	——
	医美下游	2373.HK	美丽田园医疗健康	18.82	29.0%	2.22	42.7%	——	——	——	——	——	——
		002612.SZ	朗姿股份	32.08	12.1%	1.11	-59.9%	35.3%	16.00	12%	0.62	-66%	74%
	医美上游	300896.SZ	爱美客	12.16	-6.4%	5.93	-24.8%	-24.5%	5.82	-8%	2.95	-15%	-23%
		688363.SH	华熙生物	17.56	-22.3%	1.53	-30.8%	-25.5%	9.27	-22%	0.88	-26%	-22%
		300003.SZ	乐普医疗	32.14	-4.6%	4.99	-27.7%	-27.4%	15.42	-6%	2.53	-19%	-26%
		832982.BJ	锦波生物	7.71	-10.2%	2.81	-28.2%	-30.8%	3.96	-20%	1.41	-37%	-38%
		688366.SH	昊海生科	11.79	-9.6%	1.13	-46.6%	-59.8%	6.08	-11%	0.39	-68%	-79%

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

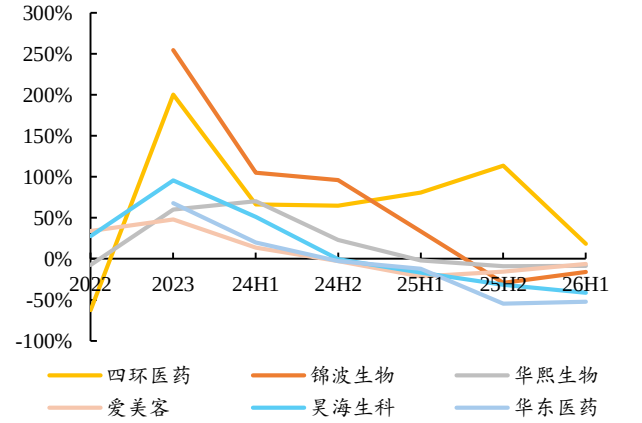
图表 18：医美上下游表现显著分化，下游机构端普遍实现较好增速（单位：亿元）

单位：亿元	医美业务情况	26H1		2025		25H2		25H1		2024	
		医美业务规模	增速	医美业务规模	增速	医美业务规模	增速	医美业务规模	增速	医美业务规模	医美业务增速
四环医药	医美业务（乐提葆为主）	6.9	19%	14.9	99.5%	9.0	113.6%	5.9	81.0%	7.4	65.4%
锦波生物	医疗器械（薇旖美为主）	6.0	-16%	11.7	3.4%	4.6	-29.4%	7.1	33.4%	11.3	99.7%
华熙生物	皮肤类医疗产品	4.3	-9%	9.4	-12.6%	4.7	-9.1%	4.7	-1.8%	10.7	43.6%
爱美客	——	12.2	-6%	24.5	-18.9%	11.5	-15.7%	13.0	-21.6%	30.3	5.4%
昊海生科	玻尿酸业务	2.0	-41%	5.7	-23.3%	2.2	-31.6%	3.5	-16.8%	7.4	23.2%
华东医药	欣可丽美学(26H1改为国内医美业务)	3.5	-52%	7.8	-31.5%	2.4	-54.5%	5.4	-12.2%	11.4	8.3%
乐普医疗	医美业务	0.8	——	1.2	——						
朗姿股份	医美业务	16.2	15%	30.3	3.3%	16.9	12.0%	13.3	-6.1%	27.8	3.5%
美丽田园医疗健康	医美业务	6.0	21%	10.2	9.6%	5.2	6.1%	5.0	13.0%	9.3	9.1%

资料来源：Choice，各公司公告，东方财富证券研究所

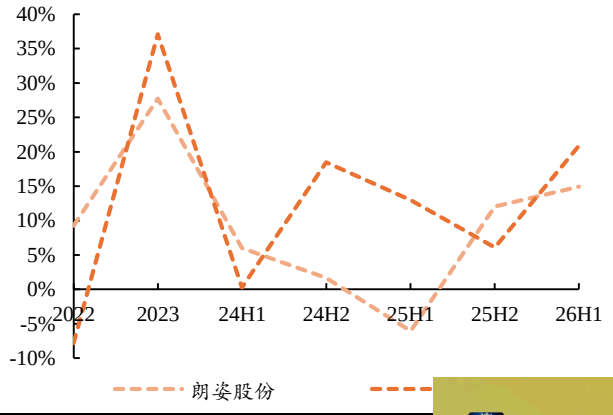
行业维度看，产业链话语权/利润边际从上游向下游转移。我们认为下游机构具备以下两个优化逻辑：1）龙头机构集中度提升：医美连锁机构在成本端通过集团采购较单体机构更具优势，同时 26 年以来医美增值税/社保等因素影响下，单体机构的运营/盈利难度或进一步提升，推动行业尾部出清龙头集中度继续提升。2）产业链利润边际从上游向下游迁移：24 年以来医美上游产品获批加速、供给丰富，产品出厂价呈下降趋势，下游机构采购成本进一步压缩，产业链的利润部分从上游头部往下游头部迁移。

图表 19：医美上游品牌商收入部分从 24 年开始出现下滑趋势



资料来源：Choice，东方财富证券研究所
注：图中增速除了爱美客为公司整体收入增速外，其余为各公司医美业务增速

图表 20：医美下游机构增速趋于稳定，部分有增速环比提升趋势



资料来源：Choice，东方财富证券研究所
注：图中增速为各公司医美业务增速

下载日志已记录，仅供内部参考

公司维度看，部分医美下游企业已经开始兑现盈利能力改善趋势。26H1 朗姿股份医美业务实现收入 16.2 亿元/yoy+15%；实现净利润 1.17 亿元/yoy+95%，毛利率为 59.5%/+4.8pct，且毛利率提升主要来自与上游供应商重新议价；美丽田园医疗健康医美业务 26H1 实现收入 6.0 亿元/yoy+20.9%，毛利率为 58.9%/+2pct。

2.3.美护板块核心标的梳理

图表 21：美护板块标的梳理

分类	板块	公司	归母净利润（亿元）			PE			PE-TTM 历史分位数	总市值（亿元）
			2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E		
低预期下验证底部反转修复/盈利能力改善	医美	朗姿股份	10	3.5	4.5	7	20	16	0%	71
	医美	珀莱雅	15	19.7	18.2	15	12	13	1%	232
	美妆	贝泰妮	5.1	6.5	7.6	26	21	18	41%	134
	美妆	诺斯贝尔	1.5	1.8	2.2	22	19	15	35%	33
高增长的逻辑可持续，但仍需后续验证	个护	若羽臣	1.9	3.9	5.7	48	24	16	49%	92
0-1 的成长机会	医美	乐普医疗	9.6	11.1	12.0	22	19	17	44%	208

资料来源：Choice，东方财富证券研究所预测，总市值为 26 年 9 月 10 日收盘价计算，珀莱雅、贝泰妮、若羽臣、乐普医疗来自东方财富证券预测数据，其余来自 choice 一致预期

下载日志已记录，仅供内部参考

3.社会服务：头部茶饮、酒店企业经营及业绩韧性强，游轮维持高景气度和兑现成长逻辑

图表 22：社会服务行业 26H1 收入及利润一览（单位：亿元）

代码	公司	26H1				26Q2			
		收入	收入增速	归母净利润	归母净利润增速	收入	收入增速	归母净利润	归母净利润增速
00780.HK	同程旅行	99.9	10%	14.11	8%	49.9	7%	6.32	-2%
600138.SH	中青旅	53.9	11%	0.22	-67%	30.3	8%	0.59	-41%
002707.SZ	众信旅游	28.0	-3%	0.31	-24%	15.3	-10%	0.21	-3%
300144.SZ	宋城演艺	9.6	-11%	3.47	-14%	4.3	-18%	1.36	-13%
600054.SH	黄山旅游	9.9	5%	1.30	3%	5.7	6%	0.96	7%
600576.SH	祥源文旅	5.6	8%	0.46	-47%	3.1	6%	0.28	-52%
603402.SH	陕西旅游	4.2	-19%	1.25	-39%	2.5	-17%	0.83	-36%
000888.SZ	峨眉山A	4.4	-3%	1.23	1%	2.2	-4%	0.63	2%
603199.SH	九华旅游	5.0	3%	1.52	7%	2.6	7%	0.82	13%
002033.SZ	丽江旅游	4.2	11%	1.33	40%	2.2	1%	0.66	10%
000796.SZ	凯撒旅业	4.3	37%	-0.11	55%	2.4	35%	-0.14	30%
603099.SH	长白山	2.8	18%	0.01	162%	1.2	13%	-0.07	-6%
002627.SZ	三峡旅游	4.1	13%	0.80	25%	2.6	17%	0.65	39%
002159.SZ	三特索道	2.9	-2%	0.54	-20%	1.5	-6%	0.33	-11%
300859.SZ	西域旅游	1.1	-6%	0.04	-67%	0.9	-10%	0.30	-26%
01179.HK	华住集团-S	131.2	11%	23.94	-2%	71.2	11%	15.77	2%
600754.SH	锦江酒店	68.0	4%	5.45	47%	36.8	3%	4.08	22%
600258.SH	首旅酒店	35.8	-2%	4.41	11%	18.0	-5%	2.72	7%
301073.SZ	君亭酒店	3.3	1%	0.10	54%	1.7	1%	0.03	-16%
09987.HK	百胜中国	436.5	11%	37.66	9%	213.7	7%	16.62	8%
06862.HK	海底捞	223.4	8%	17.67	0%	-	-	-	-
01364.HK	古茗	74.7	32%	15.71	-3%	-	-	-	-
02097.HK	蜜雪集团	152.2	2%	22.96	-15%	-	-	-	-
601888.SH	中国中免	276.6	-2%	31.06	19%	107.5	-6%	7.58	15%
002858.SZ	力盛体育	2.6	-4%	0.16	5%	1.6	-4%	0.10	12%
600676.SH	久事动娱	20.7	-20%	0.22	122%	12.1	-20%	0.84	280%

资料来源：Choice-股票数据浏览器，东方财富证券研究所

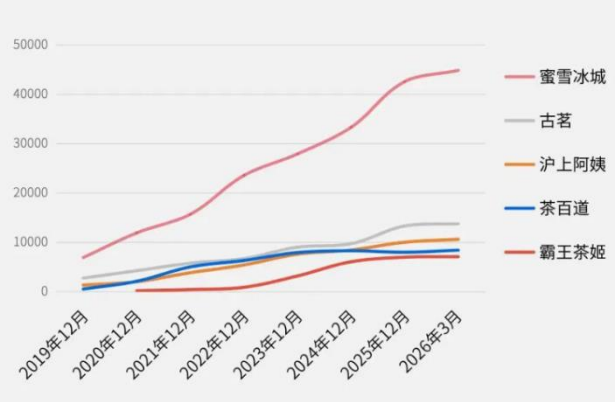
3.1.茶饮：从门店竞速转向单店质量与供应链效率提升

茶饮行业的低预期主要来自两个方面：

1）门店新增：行业门店总量已回归理性增长，长尾品牌退出速度加快。2026 年上半年，茶饮行业仍具备消费频次和下沉渗透基础，但门店总量已进入存量竞争阶段，加盟商回报、外卖渠道结构和单店质量成为核心变量。据窄门餐眼数据，2025 年末全国茶饮门店约 40.73 万家，较年初减少近 2 万家；截至 2026 年 6 月，奶茶门店近一年闭店数已超过开店数。与此同时，蜜雪、古茗和沪上阿姨等头部品牌仍在扩张，行业由总量增长转向份额再分配的特征相对明确。

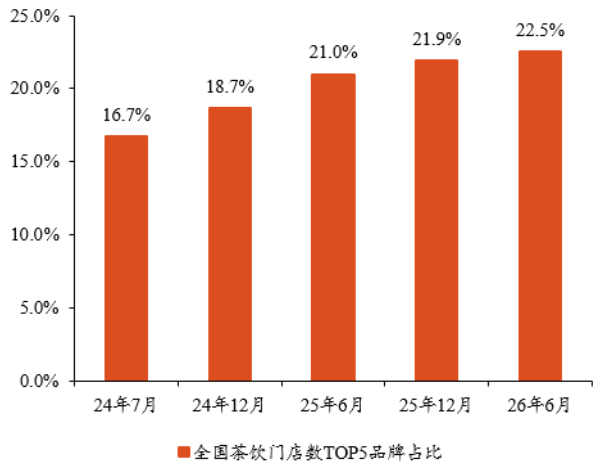
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 23：进入 2026 年，行业门店数 TOP5 品牌拓店节奏明显放缓



资料来源：国茶实验室公众号，东方财富证券研究所

图表 24：行业门店数 TOP5 品牌市占率逐步提升，中小品牌出清加速



资料来源：红餐大数据、企查查，东方财富证券研究所

2）同店压力：外卖补贴退坡使终端订单和渠道结构面临高基数压力。2025 年满减和免单在年中显著放大了餐饮及茶饮订单，并推动消费者由线下、品牌自营渠道进一步转向第三方即时配送平台。随着 7 月监管再次要求平台规范促销、理性竞争，8 月主要平台相继表态抵制恶性竞争，补贴强度此后逐步回归常态。因此，在同比进入 2025 年补贴高峰期后，终端订单将同时面临补贴诱发订单回落与高基数抬升的双重压力，品牌渠道结构也可能由第三方外卖重新向堂食、自营小程序和会员渠道再平衡。

图表 25：2025 年 5 月为外卖大战高基数伊始，7-8 月进入补贴峰值

月份	重大补贴事件	对餐饮及即时零售市场的影响
2 月	2 月 11 日，京东启动品质餐饮商家招募，对规定期限前入驻的商家实行全年免佣；2 月 19 日，宣布自 3 月起逐步为全职外卖骑手缴纳五险一金。	京东正式进入餐饮外卖市场，竞争首先从商家佣金和骑手运力展开。
3 月	京东开始落实全职骑手五险一金政策，并于 3 月 24 日宣布日订单量突破 100 万单。	京东从招商阶段进入履约网络建设和业务起量阶段。
4 月	4 月 11 日，京东外卖百亿补贴上线；4 月 15 日，美团发布独立即时零售品牌“美团闪购”；4 月 21 日，京东与美团围绕骑手接单问题公开交锋；4 月 30 日，淘宝将“小时达”升级为“淘宝闪购”，饿了么同步启动补贴活动。	竞争从商家和骑手端进一步升级至消费者补贴及全品类即时零售。
5 月	5 月初，淘宝闪购在全国上线，淘宝流量与饿了么供给、履约体系开始全面协同；5 月 13 日，市场监管总局等五部门约谈京东、美团、饿了么，要求合法规范经营、公平有序竞争。	美团、阿里、京东的三方竞争格局正式形成，监管首次集中介入。
6 月	6 月 23 日，阿里宣布饿了么、飞猪并入中国电商事业群，强化统一决策和协同作战。	阿里由流量和履约合作进一步转向组织整合与生态竞争。
7 月	淘宝闪购宣布未来 12 个月投入 500 亿元补贴消费者与商家；美团、淘宝闪购集中披露订单峰值，补贴战达到阶段高点。7 月 18 日，市场监管总局再次约谈饿了么、美团、京东。	外卖大战进入最激烈阶段，同时监管要求由一般合规提示转向直接约束非理性促销。
8 月	8 月 1 日，美团、淘宝闪购/饿了么、京东分别发布声明，承诺规范促销、抵制恶性竞争。	行业出现明确降温信号，竞争开始从极端补贴转向服务、供给和履约效率。

下载日志已记录，仅供内部参考

9 月	市场监管部门进一步强调合理控制补贴，避免冲击正常价格体系；《外卖平台服务管理基本要求（征求意见稿）》公开征求意见。	行业从行政约谈转向常态化、标准化治理。

资料来源：电商派、新华观点、科技日报等，东方财富证券研究所

优先推荐古茗，中报已验证利润率修复，底部反转具备经营依据。公司 2026 年上半年收入为 74.70 亿元，同比增长 31.9%；毛利为 24.93 亿元，同比增长 39.6%；经调整利润达到 15.68 亿元，同比增长 44.4%，经调整利润率由 19.2%提升至 21.0%；经调整核心利润达到 17.30 亿元，同比增长 53.3%，对应核心利润率由 19.9%提升至 23.2%。毛利率由 31.5%提升至 33.4%，增加 1.9 个百分点，同时销售/管理/研发/财务费率同比分别-0.46/-0.48/-0.34/+0.61pct，体现总部费用管控能力良好。

2026 全年门店端以调优提质为主要抓手，门店扩张未以明显牺牲单店表现为代价，7-8 月高基数期间同店表现或超预期。截至 26H1 末，古茗门店达到 14351 家，同比增长 28.4%，上半年净增加 797 家，公司主动降低开店速度、提高选址门槛，短期或压低门店净增量，中长期有利于加盟商回报与长期闭店率控制，我们认为降速提质策略的调整与利润率改善同步发生，为经营端底部反转质量较高的重要依据。同店方面，2026 年上半年总 GMV 同比增长约 40.1%；单店月均 GMV 达 23.6 万元/同比+3.4%；单店日均售出杯数小幅提升，提升主要系咖啡品类贡献及积极拓展早餐销售场景。我们认为 5 月或为外卖大战高基数伊始以及对同店利润影响较大月份，伴随品牌精益化管理和新品类拓张，7-8 月同店表现或可乐观看待。

本轮中报蜜雪与古茗业绩上的分化，可理解为不同经营阶段的策略差异。古茗仍处于区域加密、单店增长和规模效应同步释放阶段，利润弹性好于收入端；蜜雪已拥有约 6.4 万家门店，供应链和组织复杂度更高，同时主动向鲜奶、冷链、多温配送、门店运营及 IP 内容投入，短期利润率承压更明显，中长期来看，蜜雪优势仍是难以复制的全球门店规模、自建生产体系和高质平价定位，后续将重点关注品质升级投入转化为消费频次和加盟商利润。同时全行业在同店表现与门店扩张降速后，加大股东回报或有利于估值回升，此次中报蜜雪集团董事会建议派发每股 2.65 元特别股息，合计约 10 亿元，分红率约 43.8%。

图表 26：蜜雪“真鲜纯”升级后，将实现全国整套冷链供应链能力的代际切换



资料来源：蜜雪集团官网，东方财富证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

3.2.酒店：经营及业绩分化，华住体现头部溢价

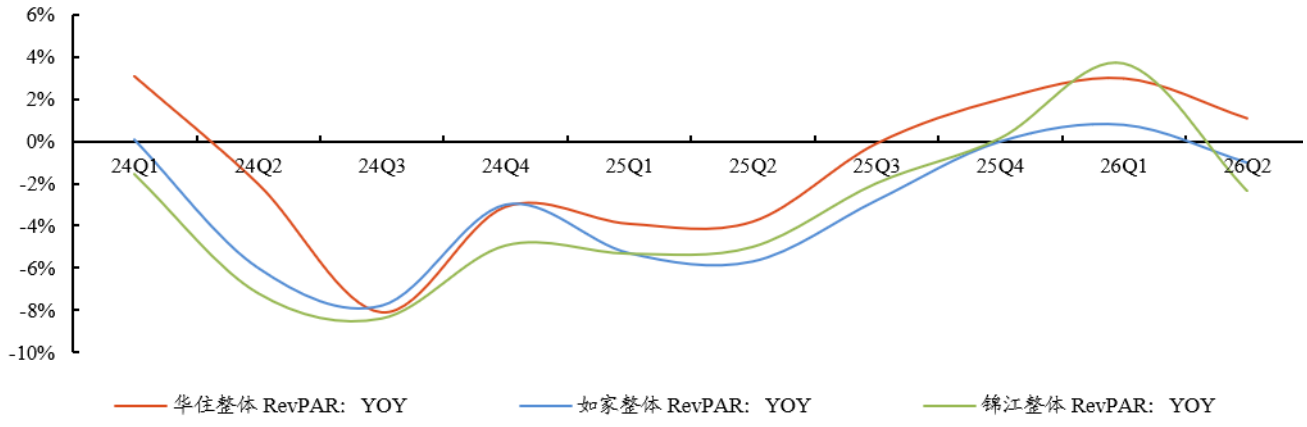
上半年酒店行业处于弱复苏和供给分化阶段，中高端与高档酒店仍是当前开发投资的主力方向。据 Lodging Econometrics 发布的《2026 年第二季度中国酒店在建及筹建项目趋势报告》显示，截至 Q2 末处于早期规划阶段的项目数和客房数分别同比增长 4%和 3%；Q2 新开工项目数同比增长 7%。其中中高端连锁项目数和客房数分别同比增长 7%和 3%；高档连锁亦刷新项目数纪录，两者合计占中国酒店在建及筹建项目总量的 66%，客房数占比 64%。

头部公司的差异主要体现在经营韧性与利润改善来源。华住依靠品牌和收益管理实现经营与盈利同步领先，锦江依靠规模、境内业务改善及降本实现利润弹性，首旅则处于存量产品升级和门店结构优化阶段。其中：

率先关注华住，经营表现及盈利质量较高，相对优势主要来自产品升级、收益管理、优质新店扩张以及门店结构优化。26Q2 华住中国综合 RevPAR 同比增长 1.1%，其中 ADR 增长 2.6%，抵消入住率下降 1.2 个百分点的影响。但同店在 Q2 仍显示出经营压力，开业满 18 个月酒店的同店 RevPAR 仍下降 3.0%，行业需求尚未全面反转。同时，上半年管理加盟及特许经营收入同比增长 22.9%至 65.92 亿元，占总收入的 50.3%，轻资产业务扩张成为收入及利润率改善的核心动力。

锦江和首旅利润端修复强于经营端。锦江上半年收入同比增长 4.21%，归母净利润同比增长 47.05%；其中 Q2 境内有限服务型酒店 RevPAR 同比下降 2.35%，其中 ADR 下降 2.60%、OCC 小幅提升 0.17 个百分点，利润高增长更多来自境内业务扩张、成本控制及财务费用下降，房价修复偏弱。首旅上半年收入同比下降 2.22%，归母净利润同比增长 10.98%；其中 Q2 整体 RevPAR 同比下降 1%、不含轻管理下降 1.2%（其中 ADR-0.6%、OCC-0.4pct），成本压降、财务费用下降和标准管理酒店扩张仍支撑利润正增长。

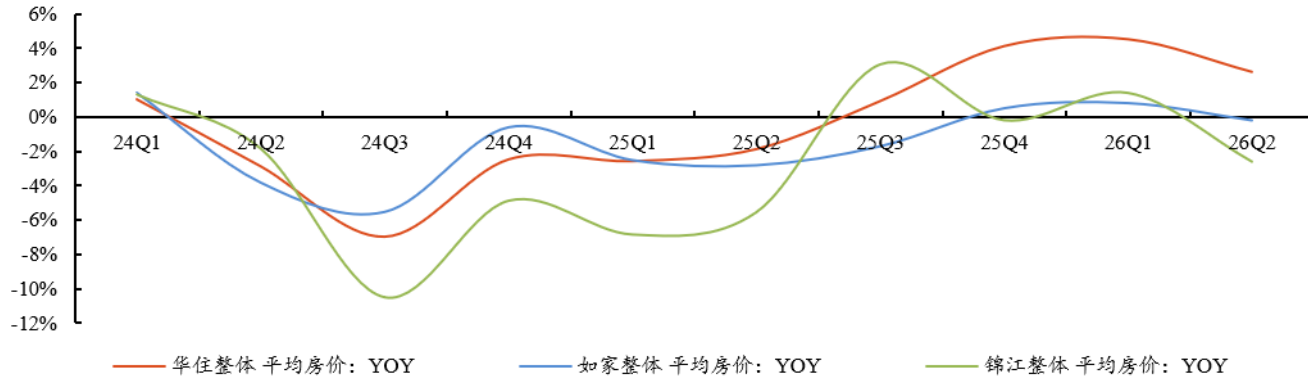
图表 27：三大酒店集团 RevPAR 季度同比



资料来源：各公司公告，东方财富证券研究所

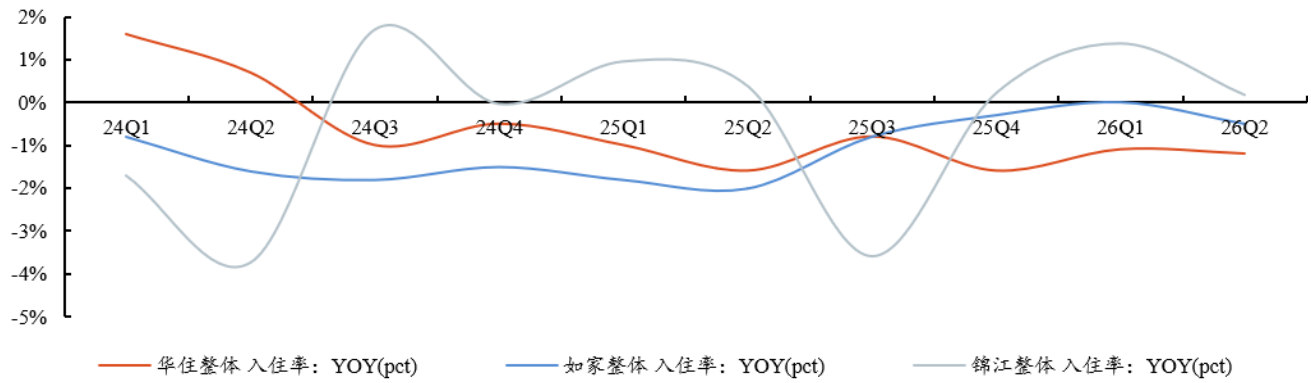
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 28：三大酒店集团 ADR 季度同比



资料来源：各公司公告，东方财富证券研究所

图表 29：三大酒店集团 OCC 季度同比



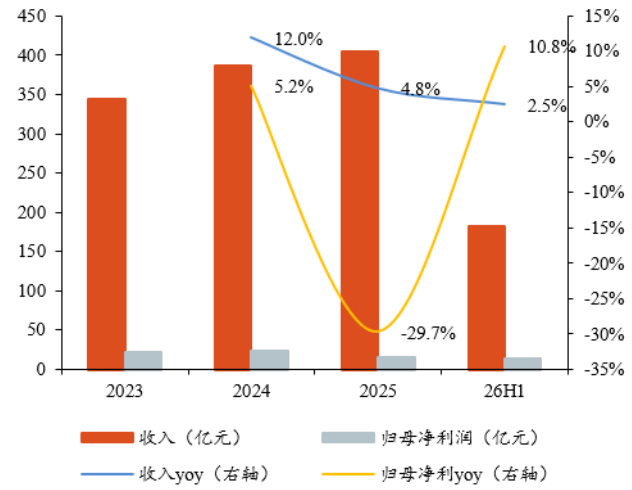
资料来源：各公司公告，东方财富证券研究所

3.3.游轮：行业延续高景气度，三峡旅游省际游轮业务进入兑现期

上半年国内居民出游人次达到 34.63 亿人次，同比增长 5.4%；国内居民出游总花费为 3.21 万亿元，同比增长 2.0%；单次出游人均花费约为 927 元，同比下降约 3.2%，表明居民出游意愿仍具韧性，但消费决策更加理性，短途高频、县域旅游和城市微度假等高性价比产品对客流的贡献有所提升。板块业绩层面，申万旅游及景区板块收入同比增长 2.5%，归母净利润同比增长 10.8%，利润端通过经营杠杆效应波动放大，同时整体毛利率同比有所下降，但净利率提升，即公司通过管控期间费用以及非经常性损益进行精益化管理。

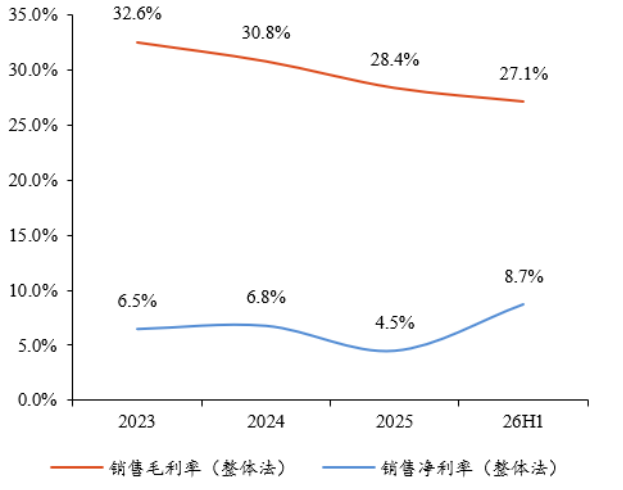
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 30：26H1 申万旅游及景区板块收入及利润情况



资料来源：Choice-板块数据浏览器，东方财富证券研究所

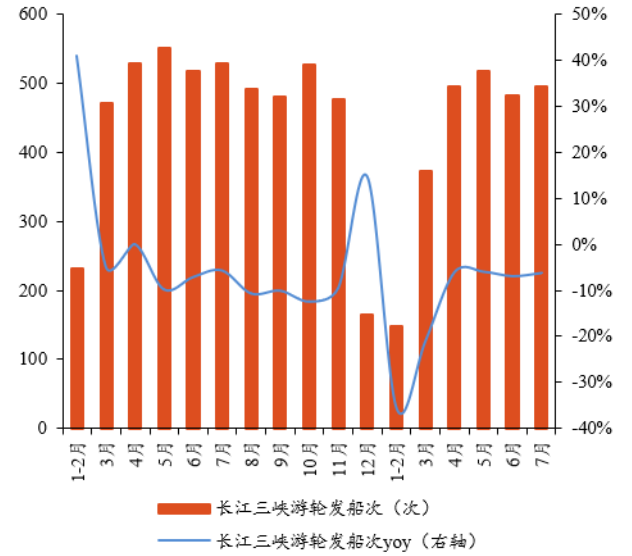
图表 31：26H1 申万旅游及景区板块毛利率及净利率情况



资料来源：Choice-板块数据浏览器，东方财富证券研究所

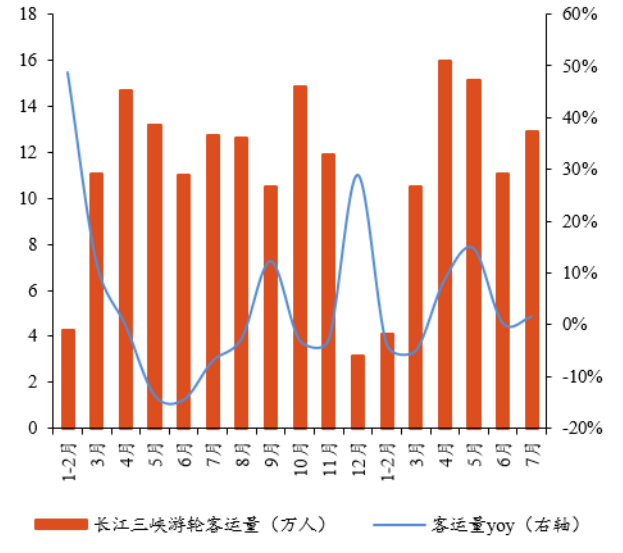
游轮板块处于高端供给扩容与需求结构升级阶段，为旅游行业中相对稀缺的高景气度赛道。重庆市交通运输委员会披露，2026 年上半年长江三峡游轮累计接待游客 56.89 万人次，同比增长 4.9%；平均载客率达到 80.63%，同比提升 4.16 个百分点；同期发船量同比减少，行业呈现“班次减量、客流提质”的特征，其中豪华型游轮的客运表现明显优于经济型游船，呈现更好的抗周期性特征。

图表 32：26H1 长江三峡游轮发船次同比减少



资料来源：重庆邮轮中心公众号，东方财富证券研究所
注：图中横坐标为 2025 年 1-2 月至 2026 年 6 月，下同。

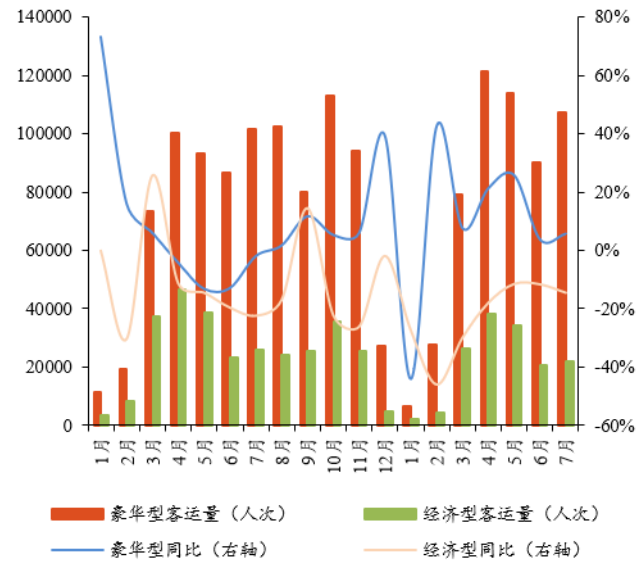
图表 33：26H1 长江三峡游轮客运量同比上升，表明需求韧性足，单船次承载能力提升



资料来源：重庆邮轮中心公众号，东方财富证券研究所

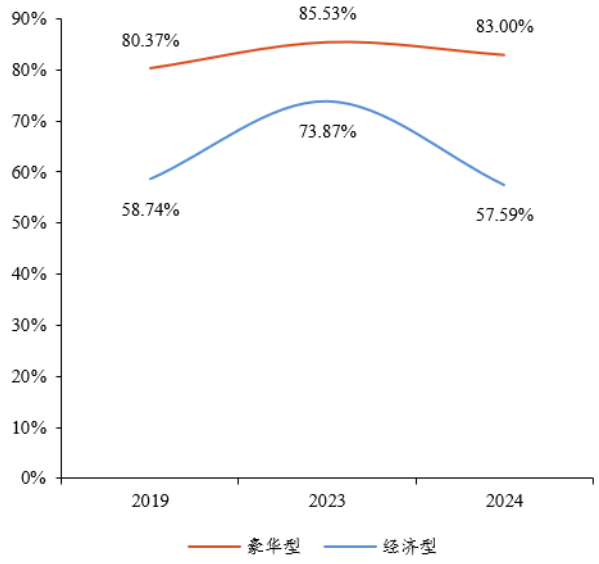
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 34：26H1 长江三峡游轮中豪华型客运量增速始终高于经济型



资料来源：重庆邮轮中心公众号，东方财富证券研究所

图表 35：长江三峡豪华型游轮年载客率可达 80%以上



资料来源：重庆邮轮中心公众号，东方财富证券研究所

三峡省际游轮高上座率验证产品力，新增运力打开 Q3 利润释放空间。26H1 三峡旅游实现收入 4.14 亿元/同比+13.1%，归母净利润 0.8 亿元/+25.0%。单季度看，26Q2 收入 2.64 亿元/+16.9%，归母净利 0.65 亿元/+33.9%。其首艘省际度假游轮“长江行·揽月”于 2026 年 4 月 18 日投入运营，截至 7 月 28 日，平均载客率为 95.6%，显著高于 2026 年上半年长江三峡游轮行业平均载客率的 80.63%，公司新船在产品定位、渠道组织和市场接受度方面取得较好的初步验证。第二艘省际度假游轮“长江行·极光”于 2026 年 8 月 7 日正式投入运营，另有 2 艘省际度假游轮在建，成长路径及空间明确。

三峡旅游自 7 月底部股价走出，为旅游股中相对稀缺的兼具业绩兑现及增长弹性标的。除本季度的业绩兑现，豪华省际游轮客群与国内其他旅游目的地相比，呈现明显银发高端小众特征、同时前期叠加家庭游客源推高客单价，为国内少数具备中高端客群基础的抗周期消费品类。此外，揽月号已开放 26-27 冬季航线预定，订单能见度有望从当前 1-2 个月的提前预定期再次延展。我们预计 Q3 为两艘船盈利的密集释放期，同时前置费用影响削弱，建议观察揽月号/极光号在完整经营年度内的上座率及价格是否有稳定支撑。

图表 36：社服重点细分赛道中报验证方向

子行业	行业状态	核心矛盾	2026 年中报验证方向
现制茶饮	存量竞争、集中度提升	单店承压与头部扩张并存	古茗利润率修复，蜜雪进入战略投入期
酒店	供给增长、需求弱复苏	房价与入住率承压，龙头分化	华住综合 RevPAR 持续正增长，首旅与锦江偏弱，成熟店经营压力仍在
长江游轮	总量稳增、结构升级	高端供给扩容与淡旺季波动	三峡旅游省际游轮载客率和新增运力兑现

资料来源：东方财富证券研究所整理

3.4.推荐标的

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 37：社服重点公司估值情况汇总

分类	公司	代码	归母净利润（亿元）			PE			PE-TTM 历史分位数	总市值（亿元）	评级
			2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E			
低预期下验证底部反转修复	华住集团-S	01179.HK	50.8	54.8	59.0	20.2	18.2	16.9	21%	999	增持
或利润率修复	古茗	01364.HK	31.1	31.5	40.0	17.3	17.1	13.5	26%	538	增持
高增长的逻辑可持续，但仍需后续验证	三峡旅游	002627.SZ	0.6	1.9	2.4	84.1	27.2	21.2	80%	50	增持

资料来源：Choice，东方财富证券研究所
注：数据截至 2026 年 8 月 31 日收盘价，以上单位均为人民币元。

下载日志已记录，仅供内部参考

4.IP 潮玩：收入增长延续，规模增长转向经营质量

26H1 头部 IP 潮玩公司收入保持较快增长，但利润增速低于收入，市场关注点由规模扩张转向增长质量。泡泡玛特、名创优品 26H1 收入分别同比增长 23.8%/22.4%；其中，泡泡玛特经调整净利润同比增长 9.5%，经调整净利率同比下降 3.9pct，名创优品经调整净利润同比下降 15.7%，经调整净利率同比下降 4.2pct。后续重点关注两条主线：①泡泡玛特海外渠道调整成效；②名创优品利润率改善进展。总体来看，推荐 IP 矩阵增长确定性较强的泡泡玛特。

图表 38：IP 潮玩两大龙头 26H1 业绩总览

公司	收入（亿元）	yoy	经调整净利润（亿元）	yoy	经调整净利率	同比变动
泡泡玛特	171.7	23.8%	51.6	9.5%	30.0%	-3.9pct
名创优品	115.0	22.4%	10.8	-15.7%	9.4%	-4.2pct

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所。

4.1.泡泡玛特：国内与 IP 矩阵接力兑现，海外渠道调整仍在途中

国内业务和核心 IP 是主要驱动，海外调整压力仍待消化。公司实现收入 171.7 亿元，同比增长 23.8%；经调整净利润 51.6 亿元，同比增长 9.5%。分区域看，中国市场收入同比增长 47.3%；分 IP 看，星星人收入达 26.5 亿元，同比增长 580.6%，成为公司第二大 IP。海外业务进入调整期，集中于线上渠道。26H1 亚太收入-9.7%（线上-39.8%）、美洲-16.5%（线上-45.6%）、欧洲及其他+5.9%（线上-59%）。公司主动收缩部分线上渠道，线下拓展仍在兑现增长。汇兑损失 7.2 亿元（去年同期为收益 1.2 亿元）拖累表观利润，剔除汇兑损益后经调整净利率 33.20%基本持平。后续重点跟踪海外单店经营改善、渠道调整进度及 Q3 新品接力情况。

图表 39：泡泡玛特半年度收入及经调整净利润

期间	收入（亿元）	yoy	经调整净利润（亿元）	经调整净利率
24H1	45.6	+62.0%	10.2	22.3%
24H2	84.8	+143.2%	23.9	28.1%
25H1	138.8	+204.4%	47.1	33.9%
25H2	232.4	+174.1%	83.7	36.0%
26H1	171.7	+23.8%	51.6	30.0%

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所测算。注：半年度数据由年度与中期公告拆算。

图表 40：泡泡玛特 26H1 分区域收入

区域	26H1 收入（亿元）	占比	25H1 收入（亿元）	占比	yoy
中国	122.0	71.0%	82.8	59.7%	+47.3%
亚太	25.8	15.0%	28.5	20.6%	-9.7%
美洲	18.9	11.0%	22.6	16.3%	-16.5%
欧洲及其他	5.1	3.0%	4.8	3.4%	+5.9%
海外合计	**49.7**	**29.0%**	**55.9**	**40.3%**	**-11.1%**
合计	**171.7**	**100.0%**	**138.8**	**100.0%**	**+23.8%**

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

星星人放量验证 IP 矩阵接力，单一 IP 依赖度显著下降。星星人收入 26.5 亿元（+580.6%），成为公司第二大 IP（占比 15.4%）；THE MONSTERS 收入 44.5 亿元（-7.5%），占比由 34.7%降至 26.0%；CRYBABY、DIMOO、SKULLPANDA、HIRONO 收入分别同比增长 34.0%/46.5%/27.1%/38.5%，梯队 IP 延续增长。

图表 41：泡泡玛特 26H1 分 IP 收入

IP	26H1 收入（亿元）	占比	25H1 收入（亿元）	占比	yoy
THE MONSTERS	44.5	26.0%	48.1	34.7%	-7.5%
星星人	26.5	15.4%	3.9	2.8%	+580.6%
CRYBABY	16.3	9.5%	12.2	8.8%	+34.0%
DIMOO	16.2	9.4%	11.1	8.0%	+46.5%
SKULLPANDA	15.5	9.0%	12.2	8.8%	+27.1%
HIRONO	10.1	5.9%	7.3	5.2%	+38.5%
MOLLY	9.0	5.3%	13.6	9.8%	-33.6%
Zsiga	3.0	1.7%	2.1	1.5%	+41.2%
其他艺术家 IP	11.7	6.8%	11.8	8.5%	-0.9%
授权 IP	17.7	10.3%	15.2	11.0%	+16.2%
外采及其他	1.1	0.7%	1.2	0.9%	-8.6%
合计	**171.7**	**100.0%**	**138.8**	**100.0%**	**+23.8%**

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

4.2.名创优品：收入超指引延续高增，利润率修复是下阶段核心变量

国内同店增长带动收入超预期，但费用投入增速较快，盈利能力仍待改善。公司 26H1 实现收入 115.0 亿元，同比增长 22.4%；经调整净利润 10.8 亿元，同比下降 15.7%，对应净利率 9.4%，同比下降 4.2pct。

分季度看，26Q1/26Q2 收入分别为 56.9/58.1 亿元，同比+28.5%/+17.0%，Q2 增速较 Q1 放缓。其中，中国内地收入同比+29.6%/+22.9%，维持较快增长；海外收入同比+21.9%/+9.1%，TOP TOY 收入同比+51.4%/+16.9%，**Q2 增长动能有所回落。**盈利端，26Q1/26Q2 剔除汇兑后经调整净利润分别为 6.3/5.9 亿元，同比+8.1%/-10.5%，对应净利率 11.1%/10.1%，分别同比下降 2.1/3.1pct。26Q2 毛利率同比提升 1.0pct 至 45.3%，但其中约 1.2pct 来自关税退税；剔除股份支付后的销售及分销费用率同比提升 3.8pct 至 27.0%，**利润率压力仍待缓解。**

分业务看，26H1 名创品牌中国内地、海外及 TOP TOY 收入分别同比增长 26.2%/14.9%/32.1%，其中国内收入主要由中个位数同店 GMV 增长驱动。同期销售及分销费用同比增长 39.6%，快于收入增速，主要受直营门店折旧摊销与租金、推广、IP 授权及海外人员投入增加影响。后续重点跟踪国内同店动能、海外直营店效及费用投入转化。

图表 42：名创优品分业务收入

业务	26Q1 收入（亿元）	yoy	26Q2 收入（亿元）	yoy
收入	**56.9**	**28.5%**	**58.1**	**17.0%**
名创品牌-中国内地收入	32.3	29.6%	32.2	22.9%
名创品牌-海外收入	19.4	21.9%	21.2	9.1%
TOP TOY 收入	5.1	51.4%	4.7	16.9%

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

投入期费用率上行压制核心利润率，汇兑损失进一步拖累报表利润，关注26H2修复节奏。26Q1/26Q2毛利率分别为43.3%/45.3%，同比-0.9/+1.0pct，但剔汇兑经调整经营利润率分别降至14.7%/13.6%，同比-1.9/-2.9pct；剔汇兑经调整净利率分别为11.1%/10.1%，同比-2.1/-3.1pct。若计入汇兑影响，经调整净利率进一步降至9.7%/9.1%，同比-3.6/-4.8pct。主要由于直营门店扩张及海外人员投入推高费用，26Q1/26Q2剔股份支付销售费用率分别为24.5%/27.0%，同比+1.7/+3.8pct，Q2毛利率改善尚未传导至净利率。

图表43：名创优品利润率关键指标

指标	26Q1	同比变动	26Q2	同比变动
毛利率	43.3%	-0.9pct	45.3%	+1.0pct
剔汇兑经调整经营利润率	14.7%	-1.9pct	13.6%	-2.9pct
剔汇兑经调整净利率	11.1%	-2.1pct	10.1%	-3.1pct
经调整净利率	9.7%	-3.6pct	9.1%	-4.8pct
销售费用率（剔股份支付）	24.5%	+1.7pct	27.0%	+3.8pct

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

我们认为，IP潮玩板块仍处于等待右侧业绩验证阶段。泡泡玛特26H2面临高基数压力，核心关注海外渠道调整何时企稳；名创优品则需验证海外经营改善能否带动利润率拐点。

下载日志已记录，仅供内部参考

5.跨境电商：板块景气度持续，利润显著修复

5.1.中国外贸出口额持续高增，跨境电商仍处于高景气度

全球电商稳增长。据 ECDB 数据，2017-2024 年全球电商收入规模 CAGR 达 14%，目前增速趋于平稳。EDCB 预计 2026 年全球电商收入规模将突破 5 万亿美元，增速达 8.6%。

中国跨境电商正处于爆发式增长期。据海关总署数据，2026 年前 5 个月，我国货物贸易进出口总值达 20.68 万亿元，同比+15.3%，其中出口 11.91 万亿元，增长 11.8%。跨境电商方面，26Q1 出口总额为 6184.6 亿元，出口 4735.5 亿元，占比高达 76.6%，进口 1449.1 亿元，占 23.4%。

跨境电商的高增长伴随物流履约需求放量。大件商品和新兴市场扩张对海外仓、尾程配送及本地售后提出更高要求，履约能力逐渐从成本项转化为竞争壁垒。

渠道看，亚马逊仍为核心渠道，内容电商 Tiktok Shop 增速领跑。亚马逊仍是多数卖家的核心渠道，但品牌官网、线下零售、TikTok Shop 以及区域平台的重要性持续上升；渠道多元化正在成为降低平台风险、提升用户资产沉淀能力的关键。

区域看，1）欧洲仍为高质量增量市场。致欧科技 26H1 欧洲收入达 32.39 亿元，占比 67.54%，同比+26.03%，Q2 增速进一步提速。安克创新 26H1 欧洲收入达 44.32 亿元，同比+29.34%。**2）拉美与东南亚市场具备高潜力。**致欧科技 26H1 拉美收入 1.78 亿元，同比+99.44%，公司并已在巴西完成首仓布局。极兔 26H1 其他市场包裹量同比+119.9%，市场份额同比+2.7pct；东南亚包裹量同比+71.2%，峰值达 4700 万件。

5.2.关税退税增厚利润，板块 26Q2 收入与利润加速修复

26H1 跨境电商板块收入稳健增长、利润加速释放。2026H1，跨境电商板块（下表除极兔+小商）实现营收 405.3 亿，同比+15.8%；实现归母净利润 28.3 亿，同比增+27.4%；实现扣非归母净利润 26.0 亿元，同比增长 30.4%。归母和扣非增速均高于收入增速。

图表 44：26H1 跨境电商板块收入、利润及经营性现金流一览

行业	代码	公司	26H1收入、利润及现金流表现（亿元/%）							
			收入	同比增速	归母净利润	同比增速	扣非	同比增速	经营性现金流	经营性现金流占营收比
跨境电商	002803.SZ	吉宏股份	37.4	15.5	1.6	33.5	2.2	71.0	3.0	8.1
	002315.SZ	焦点科技	10.6	15.4	2.6	-11.7	2.4	-14.9	2.9	27.4
	300592.SZ	华凯易佰	39.8	-12.4	1.6	349.1	1.7	775.7	3.2	8.1
	300866.SZ	安克创新	166.1	29.1	17.0	45.9	14.8	54.3	7.2	4.4
	300729.SZ	乐歌股份	31.8	1.1	0.2	-83.4	0.0	-96.2	2.5	7.8
	301381.SZ	赛维时代	62.0	16.0	1.7	-2.1	1.7	-7.3	3.2	5.2
	600415.SH	小商品城	102.8	33.3	19.8	17.0	18.2	9.3	-1.3	-1.3
	301376.SZ	致欧科技	48.3	19.3	2.5	29.2	2.0	-12.5	16.7	34.7
	920065	千岸科技	9.4	5.6	1.1	-3.1	1.1	-2.8	1.1	11.6
	01519.HK	极兔速递	522.6	39.5	17.0	18948.9			43.3	8.3

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 45：2026 年上半年跨境电商板块利润率表现

行业	代码	公司	销售毛利率（%/pct）			净利率（%/pct）			扣非净利润率（%/pct）		
			25H1	26H1	同比	25H1	26H1	同比	25H1	26H1	同比
跨境电商	**002803.SZ**	**吉宏股份**	**47.0**	**47.3**	**0.4**	**4.2**	**6.3**	**2.0**	**3.5**	**4.0**	**0.5**
	002315.SZ	焦点科技	80.1	79.1	-1.0	32.1	23.6	-8.5	31.1	24.1	-7.1
	300592.SZ	**华凯易佰**	**33.5**	**38.7**	**5.3**	**0.7**	**4.5**	**3.8**	**0.5**	**4.1**	**3.5**
	300866.SZ	**安克创新**	**44.7**	**49.8**	**5.1**	**9.1**	**10.5**	**1.4**	**7.5**	**8.7**	**1.2**
	300729.SZ	乐歌股份	25.7	29.6	3.9	4.1	0.7	-3.4	2.5	0.1	-2.4
	301381.SZ	赛维时代	44.5	42.7	-1.8	3.2	2.7	-0.5	3.5	2.8	-0.7
	600415.SH	小商品城	31.6	29.0	-2.5	22.0	19.3	-2.7	21.6	17.7	-3.9
	301376.SZ	**致欧科技**	**34.9**	**35.6**	**0.7**	**4.7**	**5.1**	**0.4**	**5.5**	**4.1**	**-1.5**
	920065	千岸科技	43.4	47.6	4.2	12.9	11.8	-1.1	12.6	11.6	-1.0
	01519.HK	极兔速递	9.8	13.2	3.4	1.6	3.4	1.8			

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

展望 H2，我们认为跨境电商板块景气度有望持续。1）需求端仍具韧性，电商出口增长并未因关税政策波动、平台规则趋严和海外合规成本提升而中断；2）头部公司通过库存结构改善、组织效率提升、广告投放优化、海外仓协同和 AI 工具落地，将规模增长转化为更高质量的盈利增长。在外部贸易环境仍具不确定性的情况下，具备产品、品牌、渠道和供应链优势的龙头有望继续提升份额。

5.3.推荐标的

跨境电商板块建议关注：

跨境品牌卖家：1）安克创新：产品创新与全球化品牌布局持续深化；2）千岸科技：聚焦细分品类、布局高毛利精品品牌。

跨境卖家&物流服务商：1）致欧科技：VC 转型进入兑现期，海外仓与全球供应链网络持续完善的；2）乐歌股份：海外仓毛利率改善，汇兑显著拖累表观利润；3）极兔速递：全球物流网络覆盖广泛、规模效应逐步释放的。

去库逐步完成的跨境大卖：1）华凯易佰：去库存基本完成，盈利能力显著修复；2）赛维时代：服饰主业高增，非服调整接近尾声。

AI 赋能的社交电商：1）吉宏股份：AI 驱动精准营销、区域拓展与双主业协同。

B2B 电商平台：1）小商品城：市场采购贸易生态与数字化平台建设持续推进；2）焦点科技：跨境 B2B 平台主业稳健，股份支付扰动表观利润。

图表 46：跨境电商重点推荐公司估值情况汇总

分类	公司	归母净利润（亿元）			PE			PE-TTM历史分位数	总市值（亿元）
		2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E		
低预期下验证底部反转修复	华凯易佰	1.5	3.3	4.4	29.9	20.8	16.5	94.4%	73	1.5
高增长的逻辑可持续，但仍需后续验证	吉宏股份	002803.SZ	2.8	3.7	4.7	29.9	26.0	20.5	10.5%	87
	安克创新	25.5	32.0	39.3	24.1	19.3	15.8	61.1%	610	25.5
	致欧科技	3.4	4.7	5.7	21.7	16.1	13.0	72.2%	76	3.4
	极兔速递	13.9	33.8	50.1	60.2	18.9	13.2	70.6%	789	13.9

资料来源：Choice，东方财富证券研究所
注：数据截至 2026 年 8 月 31 日收盘价，以上单位均为人民币元。

5.3.1.安克创新：品牌出海龙头，扣非净利润维持高增

公司收入增长结构健康。1）分品类看，26H1 充电储能、智能创新、智能

下载日志已记录，仅供内部参考

影音收入分别为 89.30/41.86/34.85 亿元，同比+31.02%/28.77%/24.53%。2）分地区看，26H1 北美、欧洲、中国及其他区域分别同比+32.70%/29.34%/23.24%。

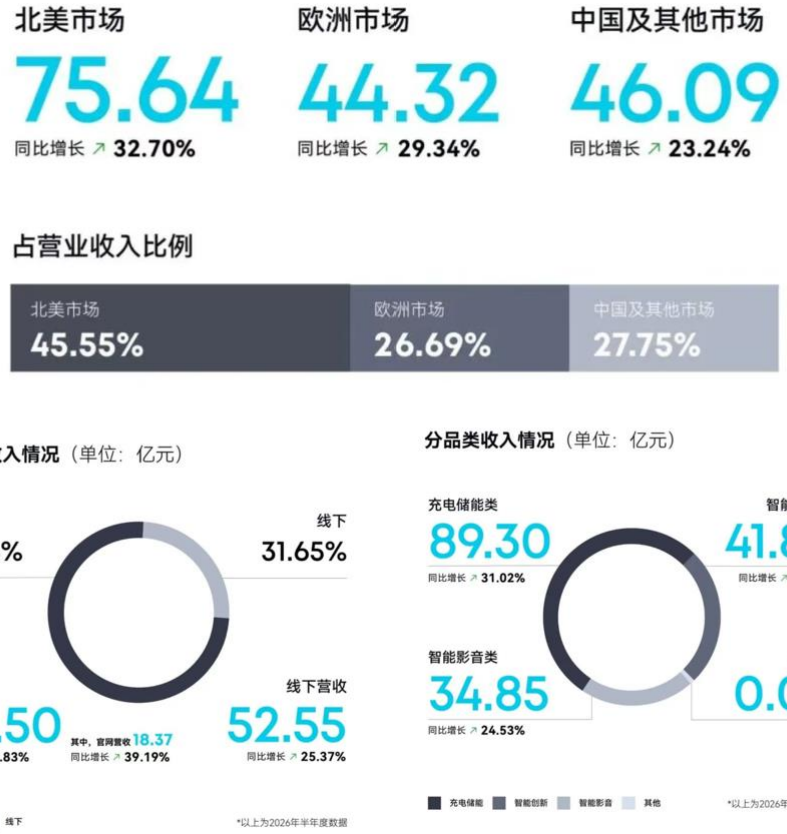
经营基本盘稳固，产品矩阵不断完善。移动充电业务通过 7 系产品占比提升、SKU 精简和高端化升级改善 ASP 与毛利率。创意打印和智能母婴有望成为新增长点；关注影音端 AI 音频产品销售表现。

储能业务已成长为第二增长曲线。储能业务仍处于需求持续增长、产品不断创新和政策逐步完善的发展阶段。阳台光储受欧洲能源价格和即插即用政策推动实现快速增长，户用储能在澳大利亚通过本地化产品与头部经销合作切入，便携储能则依靠新品迭代维持增长。

渠道多元化持续推进。26H1 亚马逊渠道收入占比降至 46.37%，官网收入 18.37 亿元、同比+39.19%，其他三方线上渠道增速接近翻倍；线下渠道收入 52.55 亿元、同比+25.37%。

H2 重点关注储能业务增速、自研芯片新品市场反馈及 7 系产品占比。

图表 47：安克创新 26H1 收入情况



资料来源：公司公众号，东方财富证券研究所

5.3.2.致欧科技：欧洲市场稳健拉美市场高增，VC 转型进入兑现期

品类与区域继续扩张。1）分品类看，26H1 家具、家居、宠物和运动户外收入分别约 26.25/16.52/3.05/1.97 亿元；2）分地区看，26H1 欧洲收入 32.39 亿、同比+26.03%，美加收入 12.99 亿、上半年基本持平但 Q2 明显修复，拉美收入 1.78 亿元、同比翻倍增长。。

VC 转型推动费用率大幅下降。26H1 公司销售费用率降至 23.09%，同比下降 1.95pct。公司 26H1 亚马逊 VC 收入 18.66 亿、同比+406.31%，营收占

下载日志已记录，仅供内部参考

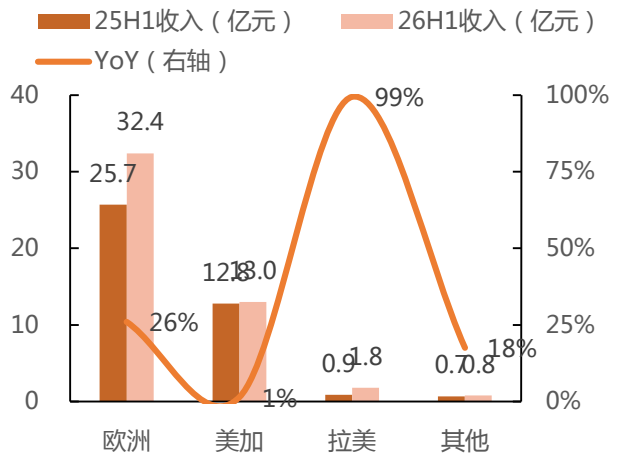
比由去年同期 9.2%升至 38.91%；传统亚马逊 B2C 收入 14.47 亿元、同比-40%。VC 模式更能发挥大件家居在采购、仓储和履约上的规模效应；且 VC 模式按供货价确认收入，报表收入低于终端 GMV，实际市场份额扩张或更高。

中大件新品突破验证横向拓展能力。新品收入占比由去年同期 4.35%升至 13.87%，全新品与次新品合计占比达 31.74%，床、床垫、升降桌、斗柜等中大件新品快速起量，公司在家具家居供应链、仓配和运营能力具备可复制性。

公司现金流显著优于利润表现，扣非利润下滑主要系汇兑影响。公司 26H1 汇兑损失 1.07 亿，上年同期为汇兑收益 1 亿；此外，公司收到相关退税款项约四千万元。

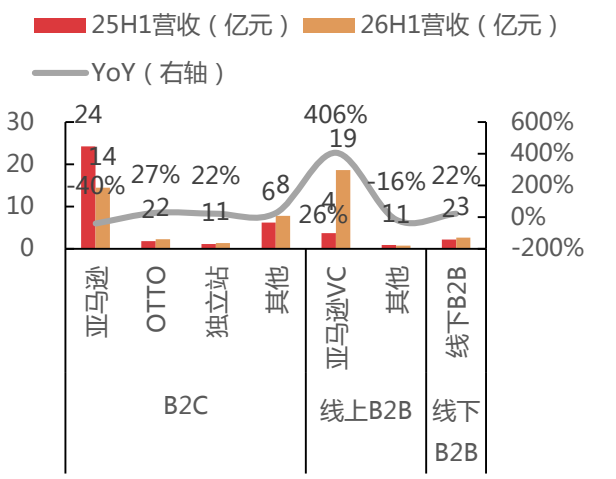
后续建议关注 VC 模式增长、新品表现、本地仓网络完善及拉美市场拓展。

图表 48：26H1 欧洲市场稳健增长，拉美市场高增



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 49：26H1VC 模式快速放量



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

5.3.3.华凯易佰&赛维时代：去库逐步完成，业绩迎来拐点向上

两家跨境电商均处于去库逐步完成，收入结构优化阶段：26H1 华凯易佰收入收缩但利润与毛利率大幅修复；赛维时代收入回升、服饰主业走强，利润与现金流仍被非服收缩与运输成本拖累。

华凯易佰：去库存基本完成，盈利能力显著修复。26H1 公司泛品收入 26.57 亿元、同比-19.24%；精品收入 9.96 亿元、同比增+1.56%，占比升至 25.04%。精品客单价约 307 元，明显高于泛品约 115 元。随着库存回归健康、仓储费和减值压力下降，收入质量与利润率显著修复。

Q2 经营拐点进一步验证。收入环比+6.7%，归母和扣非净利润环比+30.6%/47.2%，Q2 毛利率升至 41.4%。区域和渠道集中度仍较高，26H1 北美收入占比约 50.5%，Amazon 收入占比约 68.4%。*H2 重点关注精品占比、泛品业务止跌、并购标的业绩表现。*

赛维时代：服饰主业高增，非服调整接近尾声。26H1 服饰配饰收入 50.32 亿元、同比+28.05%，占主营业务约 81%，女装和运动服饰增速尤其突出；26H1 非服饰收入 8.53 亿元、同比-17.88%，非服库存已由此前高点 8.25 亿元降至 2.74 亿元，多数产品线逐步回到健康区间。*H2 建议关注服饰毛利率、非服减值、Walmart 动销以及北美以外市场。*

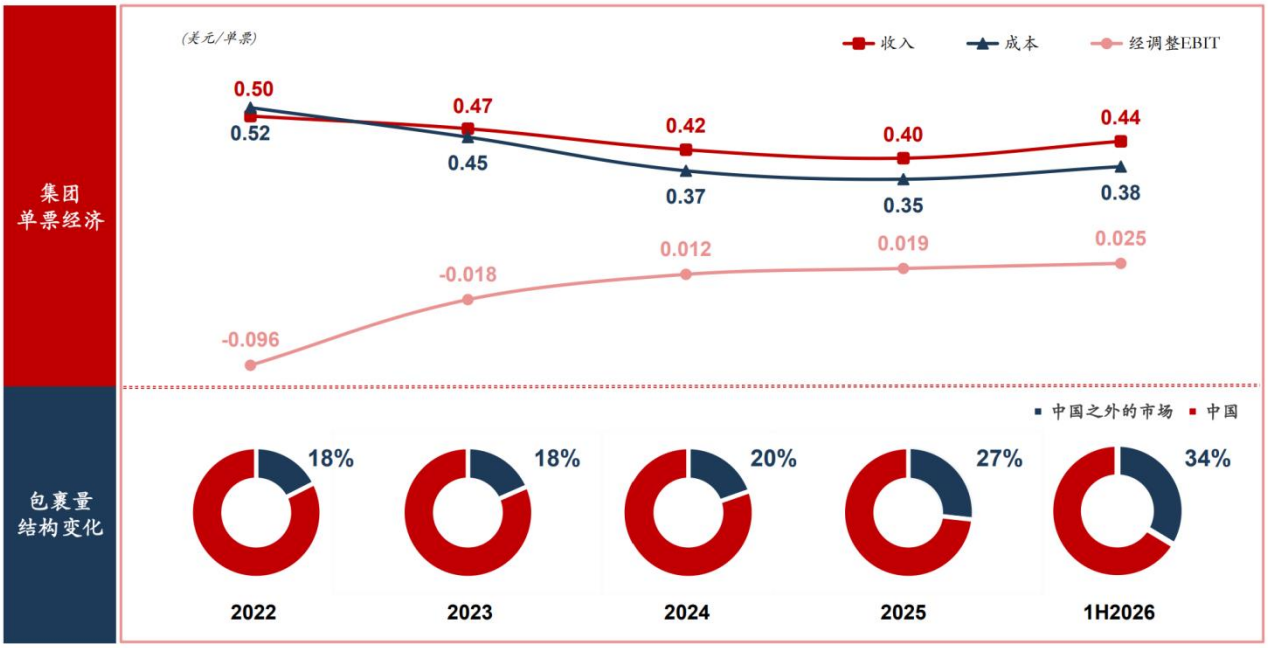
下载日志已记录，仅供内部参考

5.3.4.极兔速递：全球网络进入利润释放阶。

单票利润稳定，新市场包裹量高增推动利润兑现。26H1 全球包裹量 175 亿件，同比增长 25.1%，其中东南亚 55.2 亿件/同比+71.2%、中国 116.2 亿件/同比+9.6%、其他市场 3.6 亿件/同比+119.9%；对应市场份额分别为 38.1%/11.6%/8.9%。26Q2 包裹 91.8 亿件/同比+24%，日均首次破 1 亿单。26H1 单票经调整 EBIT 达 0.025 美元、同比增长 77.2%。客户结构、网络效率和规模效应同步改善。非中国收入占比首次约 50%。

全球化快递龙头进一步强化。26H1 中国收入 38.38 亿美元、同比增长 22.4%，东南亚收入 30.31 亿美元、同比增长 53.8%，其他市场收入 7.22 亿美元、同比增长 99.3%，非中国收入占比已接近一半。东南亚包裹量 55.2 亿件、市场份额升至 38.1%；其他市场包裹量 3.6 亿件、同比增长 119.9%。

图表 50：中国之外的市场包裹量占比提升，集团盈利能力持续增强



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

极兔已由全球网络扩张阶段逐步进入利润与现金流兑现阶段。*H2 重点关注新市场资本开支，海外政策变动，海外市场份额及单票利润情况。*

下载日志已记录，仅供内部参考

6.黄金珠宝：金价下行拖累销售景气，渠道端持续优化

黄金珠宝板块上半年业绩表现整体趋同，Q1 金价维持高位运行，终端消费景气度较高，板块整体营收及利润端表现亮眼，但 Q2 金价快速大幅回落，购金需求受到明显抑制，板块营收与利润同步收缩。综合来看，板块业绩弹性对金价中枢及波动节奏的依赖度仍然较高。

图表 51：2026 年上半年黄金珠宝板块营收及归母净利润情况

公司	营收（亿元）		营收同比增速		归母净利润（亿元）		归母净利润增速	
	2026Q1	2026Q2	2026Q1	2026Q2	2026Q1	2026Q2	2026Q1	2026Q2
深中华A	1.3	1.7	-18%	5%	0.06	0.04	4%	-65%
飞亚达	9.9	8.5	7%	-1%	0.65	0.35	44%	-5%
潮宏基	25.0	18.8	11%	1%	2.64	1.58	40%	11%
明牌珠宝	9.6	8.7	-2%	-10%	0.12	-0.31	132%	21%
金一文化	2.2	1.7	55%	-35%	0.34	0.04	262%	205%
周大生	19.5	16.9	-27%	-12%	2.93	1.56	16%	-54%
曼卡龙	6.1	3.8	-15%	-55%	0.57	0.24	33%	-30%
迪阿股份	3.6	3.7	-11%	-1%	0.38	-0.02	81%	-104%
老凤祥	137.4	62.4	-22%	-61%	5.47	1.69	-11%	-72%
中国黄金	153.4	95.5	39%	-52%	1.64	1.16	22%	-37%
莱绅通灵	3.6	2.1	-2%	-57%	0.54	-0.34	89%	-207%
菜百股份	142.7	67.7	74%	-4%	3.98	0.38	25%	-72%

公司	2026H1营收（亿元）	2026H1营收同比增速	2026H1归母净利润（亿元）	2026H1归母净利润同比增速
周生生	111.9	17%	21.5	139%
冠城钟表珠宝	2.2	-9%	0.5	223%
六福集团	63.3	26%	6.2	43%
APOLLO出行	0.4	-42%	-1.4	-31%
周大福	355.9	-1%	25.3	0%
西普尼	3.3	16%	1.0	75%
周六福	23.7	-25%	3.8	-9%
老铺黄金	198.1	60%	42.7	88%

资料来源：Choice-板块及股票数据浏览器，东方财富证券研究所

金价冲高后震荡走低，终端消费随之由热转冷。2026 年上半年金价呈现“快速冲高-剧烈回调-震荡下行”的走势，一季度金价延续强势上行，一度逼近 1200 元/克的历史高位，但 3 月出现剧烈调整，快速回落至 950 元/克以下，二季度虽出现阶段性反弹，但整体延续震荡下行走势，价格中枢较一季度明显下移，季度环比降幅达 8.9%。终端消费同步走弱， 1-2 月和 3 月黄金珠宝类商品零售额分别同比+13.0%、+11.7%，但 4 月起同比大幅转负，表明金价高位回落后居民黄金消费意愿显著收缩。分品类看，2026Q1、Q2 黄金饰品累计消费量分别同比-37%、-34%，而金币及金条累计消费量分别同比+46%、+28%，反映出投资型需求较为强劲。

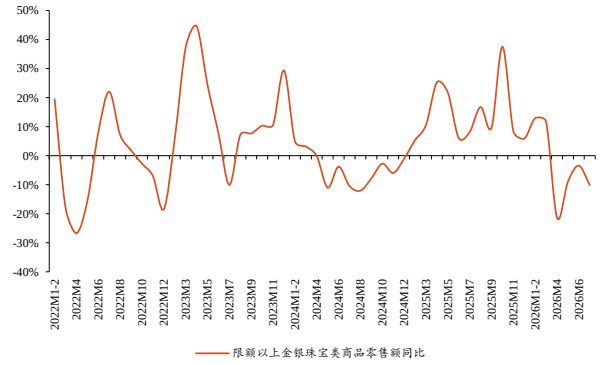
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 52：2026 年上半年金价从高位回落



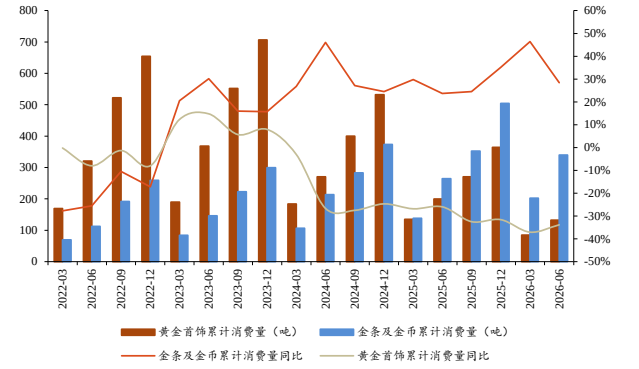
资料来源：Choice EDB，东方财富证券研究所

图表 53：2026 年上半年限额以上金银珠宝类商品零售额出现同比大幅下滑



资料来源：Choice EDB，东方财富证券研究所

图表 54：2026 年上半年金条及金币消费景气度较高



资料来源：Choice EDB，东方财富证券研究所

利润弹性受金价与产品结构影响较大，渠道策略延续“提质减量”主线。毛利率维度，金价同比高位运行为上半年行业盈利改善的核心支撑，主要黄金珠宝上市公司的毛利率普遍实现同比抬升，但受二季度金价环比回落拖累，毛利率改善幅度边际收窄。从敏感性来看，因产品结构及渠道模式差异，金价波动对不同公司的盈利弹性影响也不同，直营占比高、投资金业务为主的公司面临的金价敞口相对更大，例如菜百股份，一季度营收端高增，但同时低毛利投资金对金饰产品的结构性挤压使其毛利率上行空间受限。费用率维度，2026Q1、Q2 主要黄金珠宝公司的销售费用率整体呈现上升趋势，尤其是在二季度金价下行、景气低迷时期更是加大了费用投放力度。此外，上半年各公司在线下渠道方面继续聚焦于低效门店出清与结构优化，重心从规模扩张切换至单店效益与门店质量的提升，仅有潮宏基门店数量净增加了 14 家，成为上半年少数保持渠道逆势扩张的公司，而周大生、老凤祥、周六福的门店清退力度较大，门店分别净减少了 473、439、226 家。

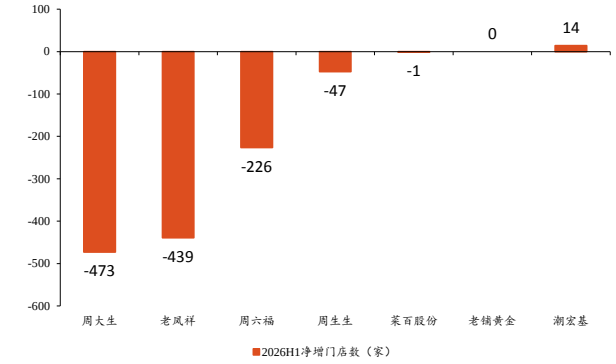
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 55：主要黄金珠宝公司上半年毛利率变化

公司	2026Q1毛利率	2026Q2毛利率	2026H1毛利率
潮宏基	26.9%/+4.0pct	28.0%/+3.1pct	27.4%/+3.6pct
周大生	39.4%/+13.2pct	34.1%/-2.0pct	36.9%/+6.6pct
莱百股份	7.1%/-1.2pct	3.9%/-1.9pct	6.1%/-1.1pct
莱绅通灵	47.8%/+6.8pct	46.5%/+14.1pct	47.3%/+11.2pct
老凤祥	12.7%/+3.7pct	10.9%/+2.6pct	12.2%/+3.5pct
老铺黄金	-	-	41.3%/+3.2pct
周大福	-	-	30.5%/-0.9pct
周六福	-	-	34.7%/+8.4pct

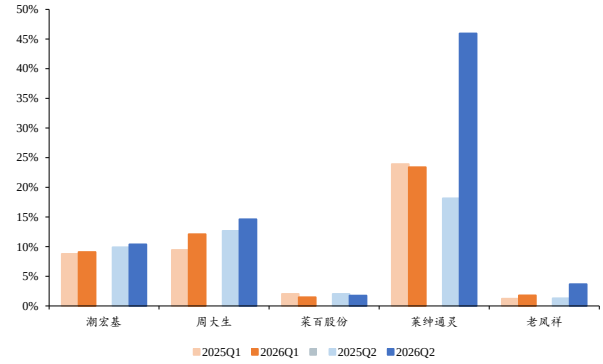
资料来源：Choice-股票数据浏览器，东方财富证券研究所

图表 56：主要黄金珠宝公司上半年净增门店数



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 57：主要黄金珠宝公司销售费用率



资料来源：Choice-股票数据浏览器，东方财富证券研究所

我们认为，三季度以来金价有所回升，预计下半年金价走势方向乐观、幅度谨慎，金价慢涨背景下终端消费也有望回暖，一口价产品和金条销售或共同迎来修复，同时渠道端调整优化持续进行，目前老铺黄金等头部黄金珠宝公司的动态市盈率处于低位，建议关注后续金价走势及动销情况。

下载日志已记录，仅供内部参考

7.宠物食品：外销受汇率及原材料涨价拖累，内销加码费用端致使利润承压

从中报数据来看，宠物食品板块上半年营收端保持了较好增速，但 Q2 营收增速环比有所下降，归母净利润同比大幅降低，且 Q2 的降幅环比走阔，利润端显著承压主要是受到汇兑损失、原材料涨价以及费用率上升的影响。

图表 58：2026 年上半年宠物食品板块营收及归母净利润情况

公司	营收（亿元）		营收同比增速		归母净利润（亿元）		归母净利润同比增速	
	2026Q1	2026Q2	2026Q1	2026Q2	2026Q1	2026Q2	2026Q1	2026Q2
乖宝宠物	16.4	19.0	11%	9%	1.2	0.7	-40%	-61%
中宠股份	15.3	17.5	39%	31%	0.7	0.5	-20%	-52%
佩蒂股份	3.5	3.8	7%	-4%	0.1	0.2	-64%	-71%
源飞宠物	4.5	4.6	34%	1%	0.2	0.2	-11%	-65%
天元宠物	6.8	9.0	20%	3%	0.1	0.1	-20%	-67%
依依股份	4.0	4.4	-17%	10%	0.3	0.3	-49%	-43%
路斯股份	2.2	2.7	20%	32%	0.1	0.1	-37%	4%

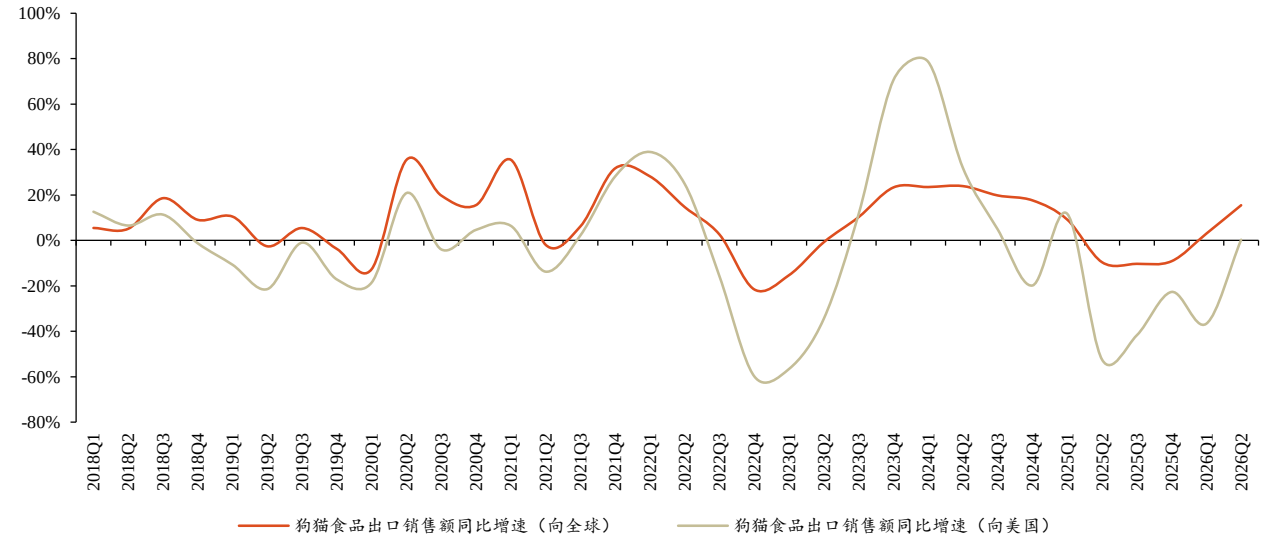
资料来源：Choice-股票数据浏览器，东方财富证券研究所

外销方面，二季度起步入低基数区间，同时关税扰动影响减退，宠物食品出口端有所修复。根据海关出口数据，2026 年 Q1、Q2 我国狗猫零食向全球出口额同比增速分别为 3%、15%，向美国出口额同比增速分别为-37%、0.3%。考虑到 2025 年 2 月和 4 月，美国先后对中国商品加征了 10%芬太尼关税和 34%对等关税，而 2026 年 2 月美国海关已停止征收上述关税，同时依据 122 条款加征了 10%的进口附加费，因此上半年宠物食品出口受到的关税冲击相对减弱，二季度对美出口也重回正增长。

汇兑损失和原材料价格上涨导致收入和毛利受到影响。2025 年起人民币步入升值通道，2026 年以来美元兑人民币汇率继续呈下降趋势，2026 年二季度，美元兑人民币平均汇率为 6.84，而 2025 年平均汇率为 7.14，因此对外销利润造成一定影响，三季度人民币仍处升值通道，后续仍需关注汇率走势。此外，鸡肉是宠物食品的核心原材料，2025 年四季度起白羽鸡价格走高，2026 年上半年白羽肉鸡均价为 7.45 元/公斤，同比上涨 3.6%，但三季度已出现回落迹象，后续对成本端的压力预计有限。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 59：2026 年以来我国狗猫食品对全球及对美国出口销售额增速呈现回升态势



资料来源：海关总署，东方财富证券研究所

图表 60：2026 年上半年美元兑人民币汇率持续走低



资料来源：Choice EDB，东方财富证券研究所

图表 61：2026 年上半年白羽肉鸡价格保持相对高位



资料来源：Choice EDB，东方财富证券研究所

线上增速整体放缓，竞争白热化背景下头部宠企加码费用投放。从线上渠道的销售表现来看，2026 年以来包括麦富迪在内的部分头部品牌同比增速走弱，随着烘焙粮产品周期趋于成熟后行业增长势能或有一定程度减弱。为抢占市场份额以及实现营收规模快速提升，头部宠企一致采取了加大销售费用投放力度的策略，2026H1 乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份的销售费用率分别为 24.3%、13.3%、8.0%，同比分别增加 3.2pct、1.0pct、0.4pct，净利率因而分别下滑至 5.4%、4.2%、3.4%。由于目前行业竞争尚无缓和迹象，短期内头部公司或将继续保持高费用投放、守住营收基本盘的经营策略，预计下半年净利率层面依旧可能承压。

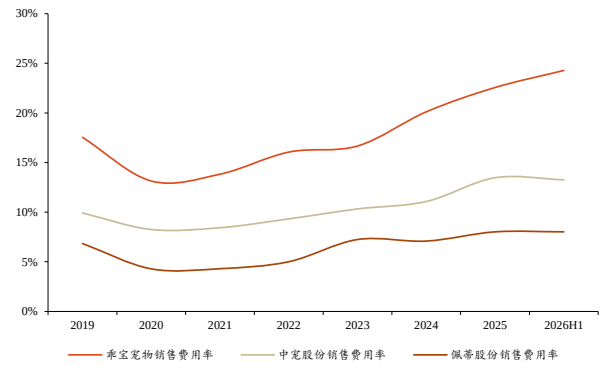
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 62：宠物食品线上渠道主要头部品牌同比增速

销售额同比增速		25M6	25M7	25M8	25M9	25M10	25M11	25M12	26M1	26M2	26M3	26M4	26M5	26M6
乖宝	麦富迪	-13%	-2%	3%	0%	36%	10%	-4%	6%	14%	-6%	0%	-5%	9%
	弗列加特	195%	90%	80%	109%	84%	61%	-15%	36%	24%	-1%	7%	31%	0%
中宠	顽皮	-3%	22%	38%	30%	85%	46%	32%	94%	112%	32%	33%	74%	52%
	ZEAL	-3%	-22%	-10%	-11%	20%	20%	2%	76%	58%	-7%	-18%	7%	-2%
	Toptrees	12%	45%	46%	47%	194%	27%	27%	32%	126%	26%	45%	45%	79%
佩蒂	爵宴	-11%	58%	28%	14%	87%	-25%	-19%	-28%	2%	-29%	-4%	-4%	36%
海外品牌	皇家	0%	25%	46%	32%	60%	26%	21%	54%	71%	39%	51%	25%	45%
	渴望	-24%	7%	42%	15%	36%	36%	-10%	17%	41%	41%	29%	-7%	34%
	爱肯拿	-8%	10%	38%	10%	26%	32%	-26%	25%	24%	9%	23%	-7%	26%
	滋益巅峰	-47%	-7%	12%	-11%	-19%	-17%	-48%	0%	17%	-33%	-11%	-33%	18%
国产新锐	鲜朗	124%	18%	32%	22%	81%	116%	-2%	119%	75%	18%	30%	143%	37%
	蓝氏	13%	68%	46%	30%	-4%	42%	36%	70%	54%	59%	75%	47%	55%
	诚实一口	28%	54%	35%	12%	24%	25%	-42%	-18%	3%	-13%	-31%	-28%	-32%
	网易严选	-32%	-26%	2%	-6%	-10%	-4%	-5%	2%	11%	-10%	0%	5%	-4%
	高爷家					-58%	-13%	-50%	-18%	28%	-54%	31%	22%	119%
	卫仕	26%	49%	15%	31%	25%	37%	62%	175%	129%	72%	130%	81%	77%

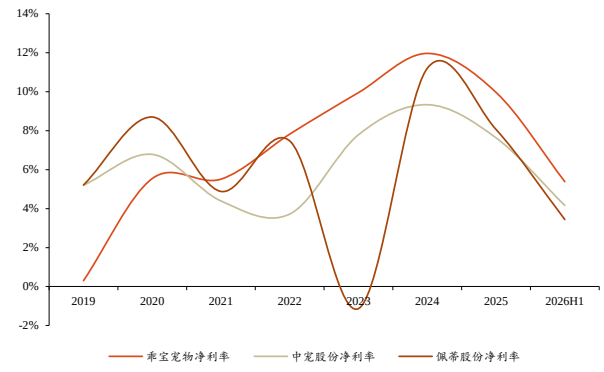
资料来源：久谦，东方财富证券研究所

图表 63：头部宠企的销售费用率有所提升



资料来源：Choice-股票数据浏览器，东方财富证券研究所

图表 64：头部宠企的净利率承压



资料来源：Choice-股票数据浏览器，东方财富证券研究所

我们认为，宠物食品板块的反转拐点仍待确认，下半年外销方面预计继续受到汇率下行影响，盈利端或将延续承压态势，部分公司新增产能的投产和爬坡有望带来边际改善，同时白羽肉鸡等原材料价格回落也有助于缓解成本端压力；**内销方面，头部宠企维持较为激进的费用投放策略，或致使净利端继续承压**，烘焙粮产品周期趋于老化，功能粮能否接棒成长有待验证，后续需关注自主品牌增速及费率情况。

下载日志已记录，仅供内部参考

8.风险提示

- 消费需求不及预期；宏观政策影响消费及出行意愿；部分行业底部反转逻辑或高增长无法持续验证等。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师申明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。

投资评级说明

报告中所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为以报告发布日后的 3-12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。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为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%～15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-5%～5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅介于 15%～5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%～10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上。

免责声明

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。
本报告由本公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。
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本公司的当然客户。
本报告信息均来源于公开资料或本公司认为可靠的资料，但本公司对该等信息的真实性、准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及预测仅反映报告出具日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。
本报告所载的盈利预测、评级、估值等观点，均基于特定的假设和前提条件，不构成所述证券买卖的出价或征价，亦不构成对具体证券在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议。
在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户需充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。
在法律允许的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等服务。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。
本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。