仅供内部参考，请勿外传

招商证券|9 月港股消费观察:

消费的初春

- 宏观组 社零数据分析
- 食饮组 全球鱼子酱龙头，H2 提价催化业绩有望加速
- 纺服组 江南布衣高质量增长+超预期派息，继续关注稳健增长的高股息标的
- 轻工组 关注两轮车 9 月基本面拐点，看好 HNB 产业链长期机会
- 家电组 关注泉峰控股，26H1 重返增长,引入行业顶尖人才接任 CEO
- 医药组 持续看好创新药及产业链高景气度，关注近期学术大会催化
- 商业组 电商竞争趋缓，云与 AI 加速增长投资回报可观，持续推荐阿里巴巴
- 社服组 受海外信托影响港股消费回调，茶饮&出行景气度温和改善关注底部布局机会
- 农业组 母猪产能去化继续提速，重点推荐养殖板块

风险提示：行业竞争加剧、地缘政治风险、消费复苏不及预期。

推荐（维持）

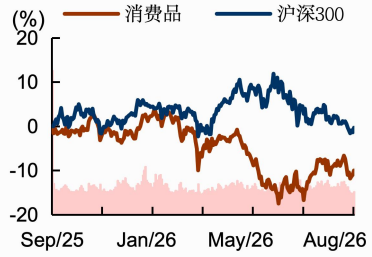
研究部/消费品

行业规模

		占比%
股票家数（只）	1218	23.4
总市值（十亿元）	15346.6	13.6
流通市值（十亿元）	14240.6	14.4

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-2.5	-8.6	-12.1
相对表现	2.1	-5.4	-12.3



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

1、《招商证券丨8 月港股消费观察:仍有左侧布局机会》2026-08-22

2、《大消费组八月消费金股—大消费组八月消费金股》2026-08-03

张一平 S1090513080007
zhangyiping@cmschina.com.cn
陈书慧 S1090523010003
chenshuhui@cmschina.com.cn
唐圣炀 S1090523120001
tangshengyang@cmschina.com.cn
杨蕊菁 S1090524100002
yangruijing1@cmschina.com.cn
史晋星 S1090522010003
shijinxing@cmschina.com.cn
许菲菲 S1090520040003
xufeifei@cmschina.com.cn
丁浙川 S1090519070002
dingzhechuan@cmschina.com.cn
李秀敏 S1090520070003
lixiumin1@cmschina.com.cn
施腾 S1090522080002
shiteng@cmschina.com.cn

仅供内部参考，请勿外传

宏观组（张一平）：社零分析

1、8 月社零同比增长 0.4%，环比下降 0.13%，增速分别比上月放缓 0.2 和 0.14 个百分点，继续在低位徘徊。

2、商品消费需求偏弱依然是社零的主要拖累因素。8 月商品零售同比增长 0.3%，比 7 月放缓 0.2 个百分点，比去年同期回落 3 个百分点。汽车和金银珠宝商品需求萎缩是核心原因。其中，8 月金银珠宝零售额同比下降 17.5%，比 7 月降幅扩大 7.4 个百分点，汽车零售额同比下降 18.5%，降幅比上月扩大 1.5 个百分点。商品消费中好转的商品一是体育、娱乐用品零售额同比降幅明显收窄；二是房地产后周期商品同比增速继续改善，其中家电同比增速由负转正，8 月读数为 2.3%，比 7 月加快 4.2 个百分点，家具和建材零售额同比降幅继续收窄；三是通讯器材零售额增速继续高增，这主要是成本上涨，产品涨价的结果。

3、服务消费表现继续好于商品消费。8 月餐饮收入同比增长 1.1%，1-8 月服务零售额同比增长 4.9%，增速均快于同期商品消费增速。1-8 月商品和服务零售增速为 2.5%，也快于同期社零累计增速 1.4 个百分点。

4、前瞻地看，中秋节、国庆以及中小学生秋假接踵而至，可能有利于相关服务消费，并带动部分商品消费。上半年房地产销售好于预期，对家电等相关商品销售有一定的带动作用。但当前 K 型分化经济导致收入中位数增速与平均数增速差扩大可能将导致社零增速继续在偏低水平震荡。

仅供内部参考，请勿外传

食饮组（陈书慧）：全球鱼子酱龙头，H2 提价催化业绩有望加速

鲟龙科技：全球鱼子酱供给加速向中国集中，25 年市场规模约 808 吨、仅恢复历史峰值四成，中国产量占比已达 54%，供需偏紧构成提价基础。需求集中于欧美高端客群，餐饮占比约六成，价格弹性充足。预计 25－30 年全球消费量 CAGR 约 10.7%，中国约 19.5%。格局高度集中，CR5 约 57.7%，鲟龙销量市占 36.1%断层领先，出口牌照与供给透明度强化其全球定价权。公司主业清晰，22－25 年营收/归母净利 CAGR 约 16%，鱼子酱占比超 90%、海外约 84%。生物资源是核心资产：25 年末鲟鱼存栏 122.3 万尾，雌鱼占比高、年轻鱼群储备足，28 年后有望放量。成长路径明确——扩产能提份额、国内全渠道与“鱼子酱+”场景渗透、自有品牌卡露伽（较第三方溢价约 24%）抬估值上限。长养殖周期抬高行业壁垒，公司具备先发、稀缺水域与活鱼规模、育种与养殖技术（存活率 97%－98%、怀卵率 17%－18%）、欧美核心分销与米其林/航司渠道四大护城河，盈利韧性强。看好全球供需缺口下量价份额共振。

近期大跌主因港股波动加大、上市时间短、流通盘有限，叠加入港股通后筹码置换，公司层面无新负面变化、经营正常。回落后对应 26 年约 15X PE（4.2 亿净利润口径），估值进入合理低估区间；行业供不应求上行周期未变，未来三年复合 15%+确定性较强，7 月对海外客户提价后下半年业绩有望加速兑现，月度海关数据可持续验证。

风险提示：经济环境扰动、需求不及预期风险、成本上涨幅度过大、行业竞争加剧导致利润率不及预期、新品推广不及预期等风险、自然灾害风险。

仅供内部参考，请勿外传

纺服组（唐圣炀）：江南布衣高质量增长+超预期派息，继续关注稳健增长的高股息标的

江南布衣发布 FY26（25 年 7 月-26 年 6 月）年度业绩：全年营收 60.46 亿元，同比+9.0%，增长主要来源于线上渠道的增长&线下可比同店的销售增长；归母净利润 9.97 亿元，同比+11.7%。董事会建议派发末期股息 1.06 港元/股+特别股息 0.75 港元/股，连同中期股息 0.52 港元/股，全年派息总额为 2.33 港元/股，派息比率约 110%。

成长品牌中 LESS 增长领跑，线上渠道增速好于线下。1）分品牌：FY26JNBY 品牌收入 32.41 亿元（同比+7.6%），占总收入 53.6%；速写品牌收入 7.12 亿元（同比-1.1%）；jnby by JNBY 品牌收入 8.85 亿元（同比+6.5%）；LESS 品牌收入 7.31 亿元（同比+17.4%）；新兴品牌收入共 4.78 亿元（同比+32.2%）。2）分渠道：线下自营收入 22.99 亿元（同比+10.7%），线下经销收入 22.99 亿元（同比+1.3%），线上渠道收入 14.48 亿元（同比+20.5%）。

门店数量稳定，同店同比恢复正增长。期末门店总计 2118 家（同比+1 家）；线下零售店铺可比同店同比+2.4%，得益于新零售场景及产品的升级、存货共享及分配系统的升级、客户精细化管理与精准营销等措施。

活跃会员增加，其零售贡献突出。FY26 会员贡献零售额占比超 80%，活跃会员账户数 61 万个（FY25：56 万个），年度购买总额超 5000 元的会员账户数超 36 万个（FY25：超 33 万个），其消费零售额达 52.0 亿元（FY25：48.6 亿元），贡献了超过 60%的线下零售总额。

主要品牌毛利率均有提升，净利率稳中有升。FY26 公司毛利率同比+1.0pct 至 66.6%，经营利润率同比+0.5pct 至 22.1%，净利率同比+0.3pct 至 16.5%。毛利率分品牌：JNBY 品牌 69.9%（+1.3pct），速写品牌 67.6%（+1.4pct），jnby by JNBY 品牌 60.8%（+2.9pct），LESS 品牌 70.2%（+1.2pct），新兴品牌 48.8%（-2.7pct）。

盈利预测及投资建议：我们预计 FY27 公司归母净利润为 10.7 亿元，同比增长 7%，对应 FY27PE9X。假设延续往年的较高派息率（不考虑特别股息），对应股息率 8%，维持强烈推荐评级。

风险提示：终端消费不及预期的风险；行业竞争加剧的风险；多品牌运营管理的风险等。

仅供内部参考，请勿外传

轻工组（杨蕊菁）：关注两轮车 9 月基本面拐点，看好 HNB 产业链长期机会

雅迪控股：行业 Q3 有望引基本面拐点，当前估值处于低位

今年处于国标落地初期，26H1 尤其 26Q1 监管严格，Q3 存在以下边际向好的变化，部分中小厂受新标影响出清，原材料压力化解（油价下降、下游顺价、经销商观望情绪淡化、规模化降本），叠加国补以及去年 7、8 月标准切换集中提货高基数度过，行业 Q3 有望迎基本面拐点，当前雅迪估值处于低位。

思摩尔国际：雾化修复，HNB 提速，国内政策节奏快于预期

26Q1 公司整体收入 38.56 亿元、同比+41.7%，验证雾化修复+HNB 放量，1）欧美监管趋严与一次性禁令推进，合规出清带来结构性机会，合规强化利好龙头份额回归，2）海外 HNB 国内《加热卷烟》强制性国家标准征求意见稿发布，明确产品细节、节奏提速。

风险提示：原材料价格波动，新品推出不及预期，政策效果不及预期，汇率波动超预期，市场竞争加剧。

仅供内部参考，请勿外传

家电组（史晋星）：关注泉峰控股，26H1 重返增长，引入行业顶尖人才接任 CEO

度过调整期，26H1 迎来强劲复苏。根据公司公告，2026 年业务表现实现强劲复苏，EGO 品牌在各个地区均实现强劲复苏，26H1 公司户外动力 OPE、电动工具分部分别实现收入 6.9、3.4 亿美元，分别同比+13.9%、+11.1%，主因 OBM 业务快速增长，下游客户在终端市场需求增长下积极备货等因素。分地区看，北美、欧洲、中国地区分别实现收入 7.5、2.0、0.5 亿美元，分别同比+15%、11%和-7%。此外，EGO 平台的电池包销售增长亮眼，巩固公司 56V 平台作为全球最大单一电池 OPE 平台的地位。

26H1 毛利率创新高，展望积极增长趋势。根据公司半年报，26H1 公司毛利率实现 39.3%，同比+6pct，净利率实现 10.3%，同比-0.1pct。毛利率提升主要受益（1）高毛利的 OBM 产品（尤其表现强劲的 EGO）收入占比提升；（2）营运效率持续提升；（3）收到关税退款。根据公司公告，公司认为已摆脱短期干扰，并重返可持续增长轨道。

引入行业传奇 CEO 加盟，开启全球化新篇章。根据公司官网，董事会已委任 Joseph Galli Jr. 先生出任行政总裁（CEO）。Galli 先生曾在百得（SWK，全球工具龙头）工作 19 年，并一手创立 DeWalt（得伟）品牌，将其发展成全球领先的专业电动工具业务；而后又在创科实业（TTI）任职近二十年，把 Milwaukee 打造成为全球领先的专业电动工具品牌之一，同时推动了 Ryobi 工具及户外业务的增长。根据公司公告，在 Galli 先生任职创科实业的 CEO 期间，TTI 的 Milwaukee 品牌收入在 2008 至 2023 年收入 CAGR 达 23%，Ryobi 品牌则在 2020 年已成为全球第一大电动 OPE 品牌（根据招股书推测），份额达 16.3%领先泉峰控股的 EGO 品牌 6.5pct。根据公司公告，我们认为正是在 Galli 先生任职期间的经营基础上，2025 年上半年，Milwaukee 品牌已成为全球第一大专业动力工具品牌，Ryobi 品牌成为全球第一大消费级电动工具和户外园林工具品牌。根据公司官网，公司目前已经拥有 EGO、FLEX、SKIL 和 DEVON 组成的全球品牌组合，Galli 先生的加盟将为公司的业务和品牌注入新的动能。

风险提示：汇率波动超预期，政策落地及传导不及预期，原材料价格波动，市场竞争加剧。

仅供内部参考，请勿外传

医药组（许菲菲）：持续看好创新药及产业链高景气度，关注近期学术大会催化

关注创新药临床进展，看好产业链与业绩改善个股。

CXO 与生命科学上游景气延续，药房低位布局价值显现：海外 CXO 龙头上调指引，国内龙头在手订单充裕，AI 制药（AIDD）热度持续提升研发效率带动上游需求；创新药 BD 出海高景气下，产业链订单与现金流持续改善。药房板块低位低估值，业绩与同店经营有望改善，龙头重启扩张。器械板块部分子行业修复加速，“出海+创新”趋势明确。

展望后市，我们关注 WCLC、ESMO 等会议披露的临床数据，以及创新药商业化、授权回款和产业链订单转化。继续关注创新药、CXO、药房与医疗器械，优先选择研发进展明确、经营改善且估值与业绩相匹配的公司。

1）创新药出海：科伦博泰、信达生物、康方生物、百济神州、复宏汉霖、映恩生物、和铂医药等。

2）CXO 与生命科学上游：CRO：益诺思、昭衍新药、泰格医药、美迪西、诺思格；CDMO：药明康德/药明合联/药明生物、康龙化成、凯莱英、普洛药业、皓元医药、维亚生物。

3）药房：业绩与同店经营有望改善、低位低估值，龙头重启扩张：益丰药房、大参林、老百姓等。

4）器械：关注海外业务，创新产品放量及部分加速修复的子行业：惠泰医疗、联影医疗、迈瑞医疗、英科医疗、新产业等。

风险提示：行业机会竞争格局加剧、研发不及预期风险、商业化不及预期风险等。



仅供内部参考，请勿外传

商业组（丁浙川）：电商竞争趋缓，云与 AI 加速增长投资回报可观，持续推荐阿里巴巴

AI 价值向 CSP 迁移，看好云厂商未来投资回报空间。阿里云 AI+云投资回报可观、路径清晰，阿里云搭载芯片的服务器通常在不超过三年收回成本（基于税后经营现金流口径），伴随 AI 产品毛利率提升有望缩短至 2-2.5 年，按五年使用年限计算预计盈亏平衡后至少两年将持续产生正向自由现金流，预计 2029 财年公司可实现自由现金流转正。综合来看阿里云 AI capex 投入 ROIC 可观，新增投入能够为股东创造更高价值。

阿里云收入持续加速增长，利润率大幅提升。预计 Q3 云外部收入增速将继续加速至 50%+，Q4 及明年 Q1 有望继续加速。长期看公司对实现 2030 年前云外部收入 1000 亿美元的目标具备极强信心。Q2 云 EBITA margin 11.6%，预计后续季度云 EBITA margin 将环比继续提升，长期看云业务远期实现 20%以上 EBITA margin 具有很强可见性。

阿里云 AI 时代全栈布局构建竞争壁垒，看好其长期价值增长空间。阿里云对平头哥 AI 算力、云基础设施、Qwen 大模型的全栈 AI 布局构建核心竞争壁垒。算力方面，平头哥在支持多行业训练和推理上是国产芯片第一，在行业未来产能和供应链布局上位居前二，看好平头哥芯片长期商业价值；同时阿里云在国内 AI 云市场稳居市场份额第一；模型方面，Qwen 3.8-max 参数规模扩展至 2.4 万亿，编程与 Agent 能力跃升，位居国内第一梯队。看好阿里云长期增长潜力及盈利空间。

电商市场竞争趋缓，外卖大战退坡，看好阿里中国电商集团保持稳健。今年以来国内电商市场竞争有所趋缓，直播电商平台增速放缓，淘宝天猫作为国内最大的电商平台保持稳健趋势，稳态竞争环境下盈利能力维持稳固。此外，外卖大战今年以来也明显退坡，淘宝闪购伴随单量结构改善、补贴优化等驱动 UE 持续改善，亏损逐季收窄，有望在新财年结束前实现 UE 转正，看好阿里中国电商集团业务保持稳健。

投资建议：看好阿里云与 AI 业务长期增长潜力和利润提升空间，预计 FY2027-FY2029 nongaap 归母净利润为 959、1309、1740 亿，给予 FY2027 财年传统电商业务净利润 8 倍 PE、云业务 6-8 倍 PS，对应目标价 161-190 港元/股，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：宏观经济风险，行业竞争加剧。

仅供内部参考，请勿外传

社服组（李秀敏）：受海外信托影响港股消费回调，茶饮&出行景气度温和改善关注底部布局机会

社服板块 Q2 财报陆续披露，除高基数茶饮外，酒店板块龙头同店趋稳&供给降速延续，随着高油价环境缓解，出行、酒店基本面均有温和改善趋势，高基数过后餐饮、茶饮同店有望迎来修复；受海外信托影响港股消费回调，关注出行链及消费互联网底部布局机会。

古茗：开业驱动业绩增长，盈利能力持续优化

（1）受益于门店数量的扩张以及同店经营的稳定，公司上半年业绩增长靓丽，2026 年中公司实现收入 74.7 亿元/+31.9%，受益于门店扩张（+28.4%），其中商品及设备收入 59.7 亿/+32.8%，加盟管理收入 14.9 亿/+28.9%，直营收入 727 万/-7.2%；经营利润 20.2 亿/+50.5%；经调整归母净利润 15.7 亿元/+44.4%，收入利润基本符合预期。

（2）上半年公司优先推进第六代门店升级，开业节奏略有放缓，下半年开业或重回正常节奏，2026 年中公司总门店达到 14351 家/+28.4%，其中开业 1318 家，关闭 521 家，净开店 797 家，预计全年净开业 2000 家，门店拓展稳定。

（3）公司低线市场基本盘稳固，供应链能力持续提升，同时积极布局高线城市打开成长空间，建议后续关注同店经营韧性、咖啡品类渗透进度以及高线城市拓店成效，随着茶饮高基数过去，下半年同店有望持续改善。

受海外信托带来的装入税及分红税影响，市场预期公司管理层短期或存在减持压力，建议关注底部布局机会。

携程集团：反垄断调整不影响长期护城河，看好国际业务长期增长

（1）行业格局稳定中小有改善，线上化率提升。受居民出行意愿旺盛、品牌势能形成影响，多家平台价格补贴力度减弱，行业竞争格局进一步改善，得益于线上化率提升驱动，携程间夜量增速持续领跑大盘供给增长（25 年大盘约 7%），未来携程、同程市占率或将持续提升。预计公司 26Q2 交通/酒店/其他/整体收入同比增长-5-0%/8-13%/3-8%/3-8%，其中出境/Trip.com 收入同比持平/40%+；26Q2 预计国内酒店收入/adr/量分别同比增长约中高个位数/微增/中高个位数，Q2 non-gaap OPM 27%。

（2）海外 ota 市场前景广阔，国际业务有望持续贡献业绩增量。25Q4Trip.com 收入占公司约 18%，25Q3/Q4/26Q1 同比增长约 6%+/5%-6%/5%-6%。中长期来看 Trip.com 增长驱动力主要是在线化率及旅游收入提升带来的增量市场，而非存量竞争，预计 27 年 Trip.com 亚洲市场空间有望达到 2714 亿元，24-27 年收入 cagr 约为 6%，对应 27 年亚洲市占率为 13.6%，长期前景广阔。

（3）受燃油成本下降&反垄断结果出台影响公司估值近期有所回升，建议短期关注反垄断进程&AI 大模型&燃油成本上涨对出行需求影响的持续情况，中期聚焦国内游及出境游市场稳健增长带动利润释放，长期来看海外市场空间广阔，看好国际业务驱动公司业绩长期增长。

风险提示：拓店进度不及预期，燃油成本持续上涨，行业竞争加剧，反垄断监管政策的不确定性。

仅供内部参考，请勿外传

农业组（施腾）：母猪产能去化继续提速，重点推荐养殖板块

生猪方面：关注产能去化节奏。当前板块核心逻辑仍在于去产能，其中主动去产能为主、被动去产能为辅。1）主动去产能，行业自 25 年 9 月起进入亏损阶段、26 年 3 月起深度亏损，至今已亏损 8 个月，近期观察到散户由于现金流压力较大，出栏占比底部持续提升，或对后市猪价形成压制，行业亏损时间拉长或进一步推动产能非线性去化。2）被动去产能，生猪反内卷继续加码，《生猪产能综合调控实施方案（2026 年修订）》进一步将能繁母猪正常保有量从 3900 万头下调至 3750 万头，并逐级下达至各省市，属地管理等举措持续加码，倒逼行业产能被动去化。养猪板块目前仍处周期和估值的双底部，产能去化提速或对板块形成明显催化。重点推荐牧原股份、温氏股份，关注正邦科技，小猪关注神农集团、德康农牧、巨星农牧、天康生物、东瑞股份、中粮家佳康等。

后周期方面：继续重点推荐海大集团。受厄尔尼诺影响，截至 6 月 3 日，中北部累计捕鱼 46.6 万吨，仅完成配额的 24%，支撑鱼粉价格涨至 2.1 万元/吨，同比+90%，公司鱼粉替代技术领先行业，看好公司逆势提份额。中期维度来看：1）国内价值，公司国内资本开支高峰期已过，饲料销量增长或带动单吨折旧明显改善，带动盈利释放，价值属性凸显。2）海外成长，海外饲料空间更为广阔，公司在国内激烈的竞争环境中已形成较强竞争力，有望将国内成熟的竞争范式复制到海外市场，打开成长空间。公司目前主业估值跌至 24 年的历史最低水平，配置价值凸显，继续重点推荐。

农产品：多国权威气象机构持续上调厄尔尼诺发生概率与强度预期，全球气候扰动或为大宗农产品产量带来更多不确定性。与此同时，高油价或通过抬升成本以及提振替代需要两方面逐步向大宗农产品价格传导。关注棕榈油、天然橡胶以及白糖等。

风险提示：畜禽及粮食价格波动超预期，突发大规模不可控疾病，极端天气，重大食品安全事件，上市公司销量/成本不达预期等。

仅供内部参考，请勿外传

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；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。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，**仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。**本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。