仅供内部参考，请勿外传！

中信建投证券 CHINA SECURITIES

证券研究报告·行业动态

关注三季报业绩表现及优质标的修复机遇

社会服务

核心观点

国家移民管理局数据显示，2026Q3 外国人入境 1160.1 万人次，同比增长 15.6%，其中免签入境 899.2 万人次，同比增长 24.1%。秋假带动家庭出游需求，美团数据显示，11 月机票搜索量增长 136%、住宿预订量增长 175%，亲子家庭房预订量同比增长 109%；政策端，九部门提出开展“人工智能+文化和旅游”应用试点，上海发布都市旅游“十五五”规划，进一步推动文旅消费场景和供给升级。

行业动态信息

本周（10.16-10.23）中信消费者服务行业涨跌幅、商业贸易行业涨跌幅分别为-1.49%、-1.72%，相对上证综指，分别跑输 0.8pct、跑输 1.03pct，相对沪深 300 分别跑赢 0.08pct、跑输 0.16pct，在中信一级行业中排名第 14、16。

板块表现：

社会服务：酒店板块涨跌幅第一（+3.03%），免税>餐饮>出境游>景区，涨跌幅分别为+2.21%、-0.20%、-0.20%、-2.12%。

商贸零售：专业市场经营板块涨跌幅第一（+1.04%），一般零售>贸易>专营连锁>电商及服务，涨跌幅分别为-0.12%、-1.72%、-3.19%、-4.66%。

板块新闻：

休闲服务方面，入境游、秋假亲子游及银发旅居需求延续较高景气。国家移民管理局数据显示，2026Q3 外国人入境 1160.1 万人次，同比增长 15.6%，其中免签入境 899.2 万人次，同比增长 24.1%。秋假带动家庭出游需求，美团数据显示，11 月机票搜索量增长 136%、住宿预订量增长 175%，亲子家庭房预订量同比增长 109%。银发旅游进入旺季，去哪儿数据显示“候鸟老人”平均旅居时长达 12.6 天，同程旅行错峰参团用户中 55 岁以上占比接近七成，途家 7 天以上银发旅居订单同比增长约 20%。平台端，飞猪双 11 境内外线路游成交额同比增长近 100%，景区门票增长超 200%；政策端，九部门提出开展“人工智能+文化和旅游”应用试点，上海发布都市旅游“十五五”规划，进一步推动文旅消费场景和供给升级。

商贸零售方面，企业持续推进门店焕新、数智化升级及即时零售扩张。星巴克中国计划 2027 财年新增投入超 3 亿元，推进约 1000 家门店焕新；商务部等九部门提出推动批发零售数智化升级，抖音电商双 11 期间消费券带动成交额破亿商家数同比增长 200%。海外零售方面，日本罗森 2026 财年上半年营业收入同比增长 3.2%、事业利润增长 7.6%，中国大陆门店达 7010 家；沃尔玛推出与山姆会员店联合会员，强化会员体系协同。渠道端，惠宜选全国门店突破 5000 家，继续依托加盟、数字化运营及即时配送加快扩张；与此同时，家乐福下调 2026 年财务预期，零售企业经营表现继续分化。

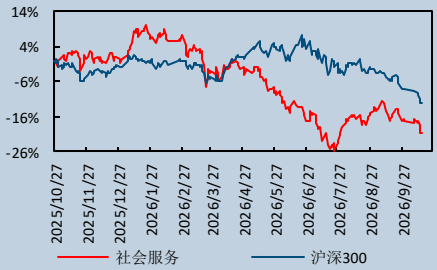
维持 强于大市

刘乐文
liulewen@csc.com.cn
SAC 编号:S1440521080003
SFC 编号:BPC301
石旖瑄
shiyixuan@csc.com.cn
SAC 编号:S1440526040001

陈如练
chenrulian@csc.com.cn
SAC 编号:S1440520070008
SFC 编号:BRV097

发布日期： 2026 年 10 月 27 日

市场表现



相关研究报告

26.10.13	【中信建投社服商贸】:国庆假期客流及收入增速符合预期，关注休闲韧性持续性
26.09.29	【中信建投社服商贸】:中秋假期各地出行增速良好，关注 Q4 需求验证
26.09.22	【中信建投社服商贸】:中秋国庆民航日均客运量预计稳健增长，携程集团国际化业务维持高增
26.09.15	【中信建投社服商贸】:关注出行链需求结构验证，子板块供给侧优化趋势深化
26.09.07	【中信建投社服商贸】:半年报总结：供给侧机会频现，出海依旧景气

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

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

目录

板块表现及投资建议..... 1
（一）重点数据跟踪..... 1
（二）投资建议..... 6
（三）板块行情.....15
（四）子行业表现 16
公司动态.....19
（一）休闲服务板块.....19
（二） 商业贸易板块.....21
行业动态.....23
（一）休闲服务板块.....23
（二）商业贸易板块.....25
风险分析.....28

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

板块表现及投资建议

（一）餐饮成本指数跟踪

餐饮成本整体平稳，火锅及西式快餐成本高于基期：餐饮上游成本指数近期整体维持窄幅波动，不同品类走势有所分化。以 2025 年 1 月第一周为基期 100，截至 2026 年 10 月 4 日，中式快餐、西式快餐、火锅、预制菜、现制茶饮、咖啡饮品成本指数分别为 89.43、101.27、102.44、96.67、92.05、86.62。其中火锅及西式快餐成本指数高于基期，年初至今分别上涨 2.44%、1.27%；预制菜、现制茶饮、中式快餐及咖啡饮品仍低于基期，年初至今分别下降 3.33%、7.95%、10.57%、13.38%，咖啡饮品成本降幅最大。从近期走势看，各品类成本波动整体较小，近 4 周六大品类变动均低于 3%，月度预警暂未触发，餐饮企业整体原材料成本压力仍相对可控。

图 1: 餐饮成本指数走势总览



数据来源：农业农村部、商务部，中信建投证券

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

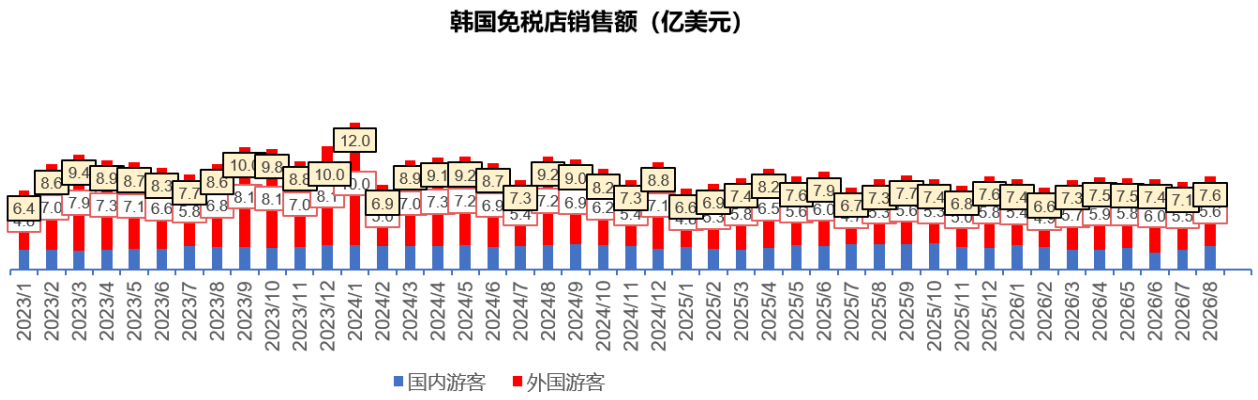
仅供内部参考，请勿外传！

（二）重点数据跟踪

韩国免税：【外国游客部分】 2026 年 8 月销售额 5.6 亿美元，同比+6.8%（上月为+18.2%）：其中购物人次同比+39.1%，客单价同比-23.2%至 406.2 美元；年初至今累计销售额 44.8 亿美元，同比+2.1%：其中购物人次同比+31.1%，客单价同比-22.1%；

【整体市场】2026 年 8 月销售额 7.6 亿美元，同比+3.0%（上月为+6.4%）：其中购物人次同比+11.7%，客单价同比-7.8%至 257.4 美元；年初至今累计销售额 58.3 亿美元，同比-0.6%：其中购物人次同比+6.5%，客单价同比-6.6%。

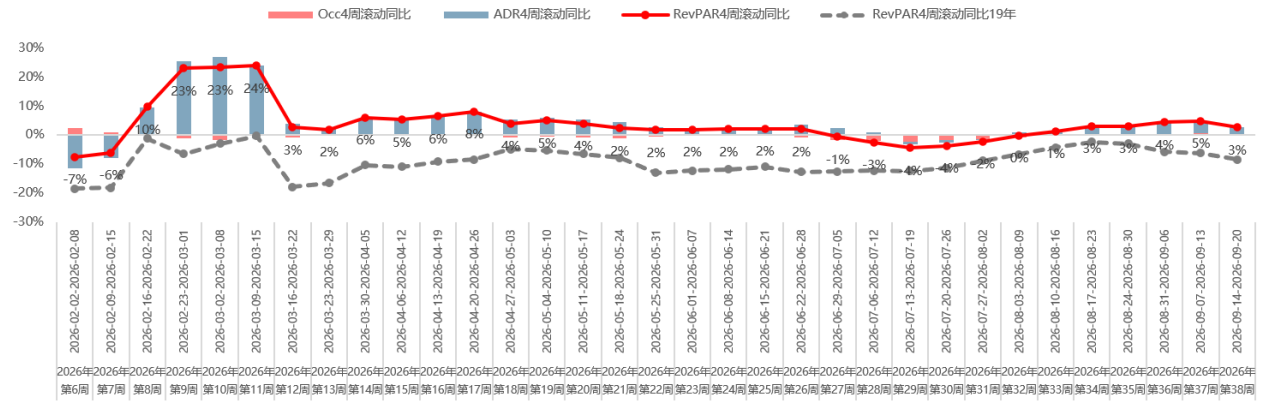
图 2:韩国免税店销售额（亿美元）



数据来源：KDFA，中信建投证券

酒店全国经营数据同比去年：2026 年第 42 周全国 RevPAR 为 115.86，较 2019 同期-13.9%（上周为-2.6%），较 2025 年同期+2.4%（上周为+12.9%）；其中经济型 RevPAR 为 80.57，较 2019 同期-12.3%（上周为-0.9%），较 2025 同期+0.4%（上周为+10.7%）；中端 RevPAR 为 132.71，较 2019 同期-20.0%（上周为-9.1%），较 2025 同期-1.5%（上周为+8.6%）；

图 3:酒店行业数据追踪



数据来源：同程驿镜，中信建投证券

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

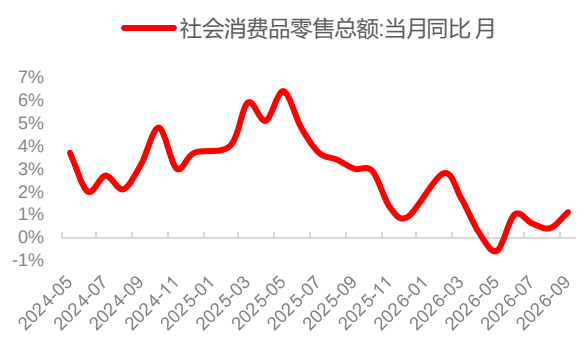
9 月份社会消费品零售总额 42433 亿元（同比+1.1%，环比+0.7pct）。其中，除汽车以外的消费品零售额 38792 亿元，增长 3.9%。商品零售额 37830 亿元，同比增长 1.0%；餐饮收入 4603 亿元，增长 2.1%。

1—9 月份，限额以上零售业单位中便利店、超市零售额同比分别增长 5.2%、4.1%；专业店、百货店、品牌专卖店零售额分别下降 2.2%、2.9%、10.3%。可选消费零售继续走弱。

1—9 月份，全国网上商品和服务零售额 151471 亿元，同比增长 4.4%。其中，网上商品零售额 95060 亿元，增长 3.8%；在网上商品零售额中，吃类、穿类、用类商品分别增长 15.8%、3.4%、0.8%。网上服务零售额 56411 亿元，增长 5.3%。增速仍明显好于线下。

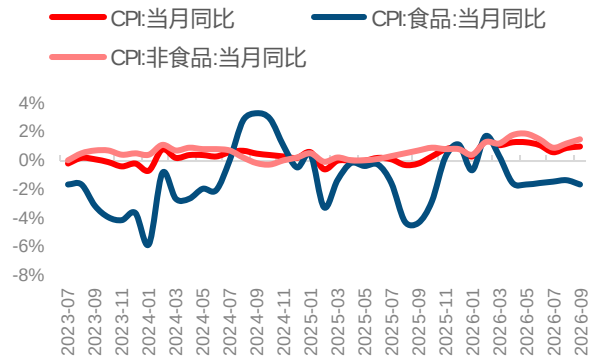
9 月份，限额以上单位消费品零售额同比-2.1%，低于整体社零。分品类：通讯器材+31.1%、烟酒+13.8%、文化办公+7.9%、粮油食品+6.7%、化妆品+5.4%、饮料+5.0%、日用品+4.1%、家电+1.9%、服装+1.2%、体育娱乐-1.1%、家具-3.0%、建材-9.2%、金银珠宝-9.6%、汽车-21.2%。通讯器材延续高增，烟酒及基础消费表现稳健；汽车、金银珠宝及家具建材等可选和地产链消费仍明显承压。

图 4:社会零售总额月度同比增速



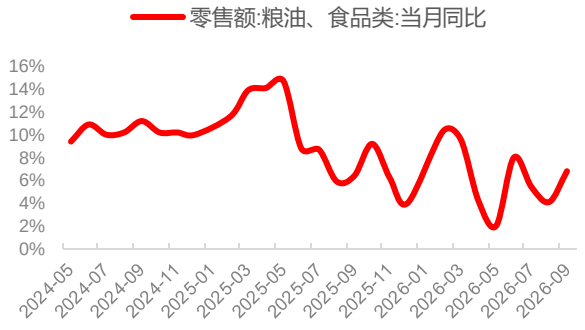
数据来源：Wind，中信建投证券

图 5: CPI 同比变化



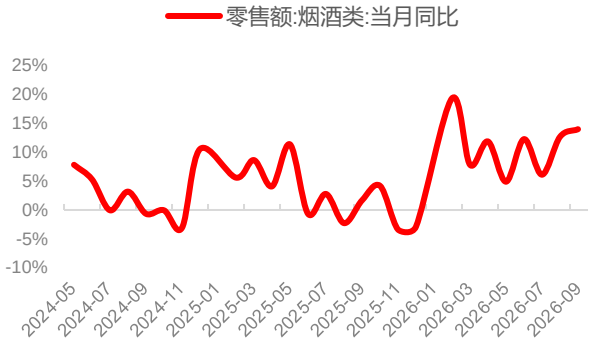
数据来源：Wind，中信建投证券

图 6:粮油、食品类零售额同比增速



数据来源：Wind，中信建投证券

图 7:烟酒类零售额同比增速

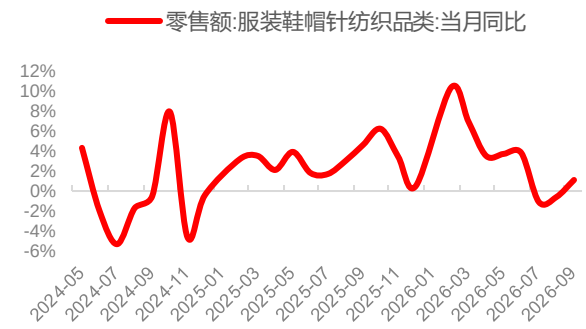


数据来源：Wind，中信建投证券

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

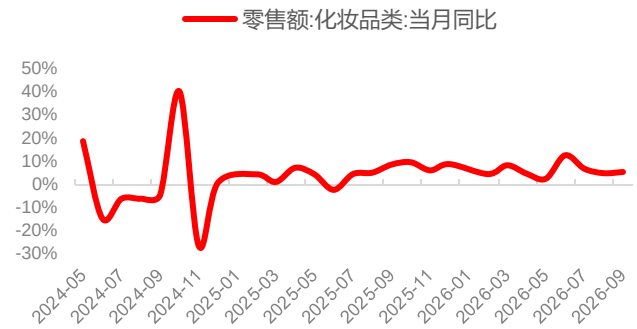
仅供内部参考，请勿外传！

图 8:服装鞋帽针纺织品类零售额同比增速



数据来源：Wind，中信建投证券

图 9:化妆品类零售额同比增速（%）



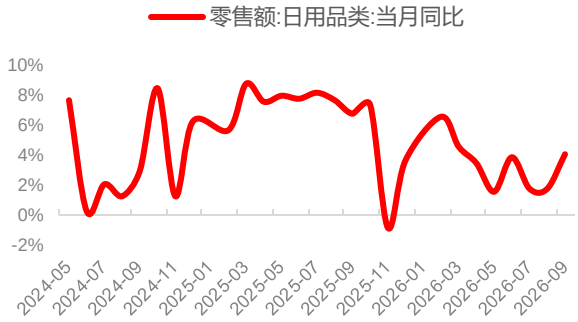
数据来源：Wind，中信建投证券

图 10:金银珠宝类零售额同比增速（%）



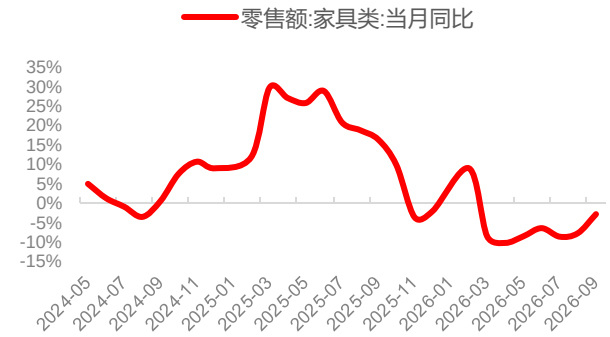
数据来源：Wind，中信建投证券

图 11:日用品类零售额同比增速



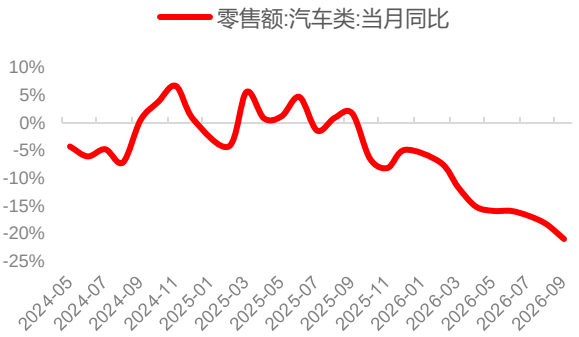
数据来源：Wind，中信建投证券

图 12:家具类零售额同比增速



数据来源：Wind，中信建投证券

图 13:汽车类零售额同比增速（%）



数据来源：Wind，中信建投证券

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

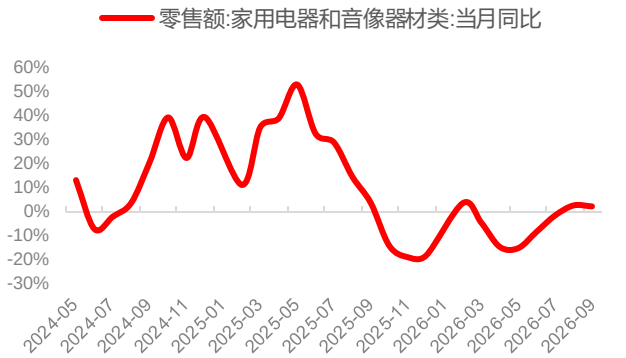
仅供内部参考，请勿外传！

图 14:通讯器材类零售额同比增速（%）



数据来源：Wind，中信建投证券

图 15:家电类零售额同比增速（%）



数据来源：Wind，中信建投证券

9 月，制造业 PMI 回升到 50.1（环比+0.3）。大型企业 PMI 为 50.6%，与上月持平，高于临界点；中、小型企业 PMI 分别为 49.7%和 48.9%，比上月上升 0.3 个和 1.0 个百分点，均低于临界点。生产指数 51.7（+1.3），新订单指数 50.5（-0.1），均高于临界点，生产扩张加快、需求保持扩张；新出口订单 50.0（-0.1）；原材料购进价格和出厂价格分别升至 60.8 和 54.0，环比+4.2 和+3.6，价格端明显抬升。9 月，非制造业 PMI 为 50.2（环比+0.2），其中新订单（+2.4）、新出口订单（+1.5）、投入品价格（+1.4）、销售价格（+1.0）、从业人员（+0.5）、业务活动预期（+0.5)。需求景气有所修复，价格指数继续回升，企业预期改善。电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务、保险等行业商务活动指数均位于 55.0%以上较高景气区间；资本市场服务、房地产等行业商务活动指数均低于临界点。服务业 50.2%，建筑业 50.3%。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

（四）投资建议

（1）免税板块：边际端，“三亚中免太古里”（CDF Taikoo Li Sanya）。项目计划自今年起分阶段向公众开放，将打造集高端零售、文化艺术与标志性热带海滨度假体验于一体的一站式度假消费目的地，关注 LV 等高端业态进驻及引流效应带来的租金和其他收入贡献；iPhone DUO 等机型进入海南渠道预计促进整体销售；9 月预计海南离岛免税销售额同比保持平稳态势，机场口岸端销售额仍有承压，关注年末三亚免税城太古项目的逐步落地。今年暑期，海关监管离岛免税购物金额 38.2 亿元、购物件数 380.9 万件、购物人数 69 万人次，同比分别增长 4.1%、0.3%、3.4%。中免三亚太古里项目招商进度较好，公司正与太古积极合作推进，品牌方对项目非常支持，已按既定招商计划开展工作。8 月离岛免税金额预计仍稳健增长。目前，免税城一期二号地丽晶及英迪格酒店项目已顺利封顶，三期中免太古里项目首开区已如期竣备。作为太古集团内地首个滨海度假型商业街区，三期项目建成后将与免税城一期、二期有机串联，将重奢零售、文化艺术与滨海生活方式融入同一片街区；高奢酒店项目的落地，则将推动购物与度假两大场景深度交融、双向赋能；《穆迪达维特免税报告》本月公布最新一期年度全球领先旅游零售商排名，Avolta 按年营业额计算，连续 3 年保持全球领先旅游零售商市场领导地位，中免排名第二；2026 年 7 月海南离岛免税销售额预计仍保持比较稳健的增长趋势。前 7 月，海南离岛免税购物金额 216 亿元，购物人数 311.1 万人次，购物件数 1765.3 万件，同比分别增长 17.9%、11.9%、6.9%；前 7 个月，三亚 4 家离岛免税店实现购物金额 138.42 亿元，接待购物人数 205.46 万人次，售出商品 1052.51 万件，同比分别增长 19.34%、9.15%、7.42%，三亚离岛免税行业持续保持稳健增长势头。中免仍在海南市占率稳居头部，收购 DFS 大中华区零售业务事项完成交割（对应商誉新增 12 亿元），中免收购 DFS 相关资产后利好港澳及全球业务拓展，并于年内已正式接手 DFS 在中国香港和中国澳门的门店业务，且由于三亚亚龙湾 DFS 项目终止，中免在海南的竞争格局将进一步改善。中免产品价盘和存货管理都保持稳健，当前公司自身强供应链和后续海南封关后的基础设施能力提升可保证公司存货持续在合理水平。中免在海南继续深耕商业价值，自去年封关以来，公司很好借助区域和政策势能，目前中免的渠道价值在不断受益海南独特场景、政策、优质物业、运营能力升级作用，以及国家年内持续加强税收监管的政策方向的支持，渠道价值不断凸显；

中免发布 2026 半年报，26H1 公司实现营收 276.55 亿元，同比下降 1.76%；归母净利润 31.06 亿元，同比增长 19.49%；扣非归母净利润 30.78 亿元，同比增长 18.61%。收入小幅回落，但营业成本同比下降 3.42%、销售费用同比下降 2.67%，利润表走出反向增速；Q2 单季度实现营收 107.49 亿元，同比下降 5.75%；毛利率 34.32%（+1.87pct），归母净利润 7.58 亿元，同比增长 14.54%；扣非归母净利润 7.41 亿元，同比增长 12.33%；海南离岛免税市场上半年购物金额同比增长 18.8%，公司收入与市场份额双提升；渠道端新中标进出境免税项目 29 个，覆盖重点机场、港口及陆路口岸。上半年海南资本开支 4.2 亿；三亚公司收入 132.56 亿元（+28.17%），归母 14.67 亿元（+142.35%）；海口公司收入 36.66 亿元（+19.97%），归母 0.11 亿元（同比扭亏）；海免公司收入 18.72 亿元（+2.53%），归母 0.67 亿元（+17.28%）；批发公司利润增长 29.91%，本期汇兑损益减少 0.5 亿元；京沪日上已经开始收尾注销，不再进行披露。上海机场相关免税合同收入 4.29 亿元（同期 6.28 亿元），中免上海（T2+虹桥）确认当期损失 6189 万元。

全国加强税收监管以及后续可能的消费税后移，预计都将持续加强免税渠道的税收优势和差异化竞争能力。同时免税渠道黄金、3C、高端香化等核心品类的价格优势逐步体现；2026 年开年以来优质表现再度验证封关后海南作为优质渠道未来的发展潜力仍较大；商务部表示，将支持中国香港融入和服务国家发展大局，与海南优势互补，协同发展，共同在国家高水平对外开放中更好地发挥作用。机场口岸端随着新协议逐步落地实施，销售额有望逐步回暖，直邮模式预计有望逐步修复。根据财政部最新免税支持政策，参考韩国发展路径，后续发力国产商品和市内免税店会成为公司出入境免税的增长机遇。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

当前人民币汇率升值的大环境之下，对免税业态的业绩弹性也较为明显，在 2026 年的同比环境下，预计人民币汇率每升值 1%，将带动毛利率提升 0.5pct 左右，并且中国中免凭借供应链持续迭代增强优势，对上游优质品牌的议价权也在不断提升，未来核心供应链优势将进一步凸显，对毛利率形成较强支撑。

目前机场免税店的销售恢复明显弱于出入境客流，我们认为主要是因为原先的口岸免税店主要针对的是中国本土游客出入境需求，购买以国际品牌香化奢侈品为主，但是伴随品牌在抖音、天猫等渠道的激烈价格竞争，对国内香化价格体系造成长期扰动，免税的价格优势大幅削弱。但是对于入境外国旅客而言，国内电商的比较优势不能发挥作用，且目前政策鼓励的是引入国产品牌和新的消费品类，这有助于中国口岸和市内免税店将销售结构逐步调整到以外国游客为主，进而实现新的增长。资生堂、爱茉莉等国际香化品牌也是伴随日韩免税渠道漂洋过海，打开全球市场空间。**由于国际旅行是无法被线上取代的体验，因此线下免税店作为入境旅游经济发展中至关重要的流量变现枢纽，其长期商业价值将再次被深度挖掘，关注后续市内店可能的政策优化。**

从全球旅游零售和中高端香化、奢侈品销售情况以及龙头奢侈品公司业绩看，2025 年中开始除日本高基数外，其他亚洲区域取得较好回暖和增长，而从近两个季度恢复情况看，海南同比恢复度好于韩免渠道，有望在亚洲地区的整体恢复中保持向好态势。韩国近期受益赴日本的中国游客减少等，销售有所回升。当前海南与全球主要香化奢侈品进入库存周期底部，后续预计毛利率也将受益于人民币升值的大趋势，免税渠道整体收入增长和盈利释放有望迎来共振。

（2）酒店板块：当前酒店供需端表现情况。需求端：9 月全国大盘周度 RevPAR 整体保持较好增长态势，10 月第三周在无节假日扰动后依然整体+2.4%表现较优，25Q4 酒店行业整体展会及经营表现较好，基数相对较高，仍需观察 RevPAR 兑现情况。考虑到 9 月正常基数周 RevPAR 基本持平，则国庆整体周度 RevPAR 表现同比较平稳。9 月和国庆假期后为休闲需求支撑因素结束后，观测商务需求和逐步升高基数下需求的重要窗口期；酒店 RevPAR 端拆分看，ADR 议价权仍是决定酒店产业周期+估值的重要变量，而 9 月 ADR 同比较上半年明显偏弱。根据 STR 数据，截至 9.2 的 4 周表现，超半数市场实现入住率增长，但分化更加明显，房价则仅有 44%的次级市场同比增长。

供给端：全国大盘周度数据看，8 月末 9 月初后全国 15 间以上酒店房量出现放缓和下滑，32~35 周房量基本稳定，35~37 周稳中有降，38 周（9.14-9.20）后再度加速提升，预计暑期后短暂供给放缓，但年内整体供给仍较稳定，目前较难判断行业供给端挤压和拐点已经来临，仍需观望。35~40 周单周环比的 15 间以上酒店房量增速分别-0.05%、-0.2%、+0.1%、+0.3%、+0.2%、+0.2%。

国内连锁酒店龙头正逐步朝向全球酒店巨头发展方向，连锁化率仍有充足提升空间、供给端有望逐步增速减缓回落、龙头矩阵补足渐完成且 UE 较优、会员精细化深耕、轻资产和结构性利润率提升推进、重视股东回馈；根据同程驿镜数据，此前连续七周酒店大盘 RevPAR 持续转正，且边际有环比向好的趋势，8 月末大盘 RevPAR 增速明显环比加速，9 月第一周大盘 RevPAR 增速再度环比明显加速，第二周仍为正向稳增，商务需求待后续持续验证。自 2026 年 3 月以来，全国住宿和餐饮业固定资产投资累计同比下降，且环比有降幅扩大趋势，截至 2026 年 6 月，26H1 累计下滑 13%，另外从酒店集团中报情况来看，行业整体供给确实有边际收窄趋势，持续关注供给优化有望在近两年迎来拐点的趋势。IHG 大中华区 2026 年上半年 RevPAR 同比增长 3.1%，但二季度增速降至 0.8%；万豪 26Q2 大中华区 RevPAR 增长 3%以上，希尔顿则同比-2.2%，万豪增长主要受豪华酒店驱动，而希尔顿则表示大中华区团队/会议需求下降；根据 STR 数据，7 月以来全国各级别酒店入住率呈现逐周上升趋势，但 7 月前 25 天仅约不足 10%的次级市场实现入住率和房价双增，46%的市场虽

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

实现需求增长，但受新增供给影响，整体表现并未转化为收入增长。需求端总体与暑期日度民航数据匹配，此前几周的天气等因素逐步消退，受益于燃油附加费下行。年内酒店行业供给或仍保持中大个位数增速，仍需重点关注行业供给变化。仍需关注当前国内航班及高铁涨价趋势下需求的稳定性，预计事件扰动有望逐步缓和，暑期民航客运量近一周有所改善，燃油附加费下调利好整体需求。关注国内连锁酒店业供给优化进程较快，且龙头逐步走向海外巨头轻资产化、供应链升级、会员体系精准迭代的红利期。关注航空和商务高铁票价变化后续影响。在细分板块中，酒店板块修复趋势已经逐步确立，RevPAR 自 25Q4 开始整体大盘经营效率明显回升，今年春节后周度数据逐步回暖，增速环比稳步提升。今年更多关注供给和需求端双向贡献。供给端主要系过去两年部分观望物业入场，潜在增量物业被逐渐出清，供给增速有望回归到合理水平；需求端预计在旅游持续韧性的情况下，若商务需求能够在过去两年偏低基数上有所修复，则带动整体量价回升。今年预计头部品牌在中端酒店以上的档次竞争会更激烈，优质品牌数量和规模持续增加，且中高端生态位对于酒店集团模型验证、供应链建设、会员体系打磨、下沉市场布局都有较强外溢效应。

酒店板块行业整体自 25Q4 开始逐步修复 RevPAR，26Q1 整体 RevPAR 增长明显，有望延续 β 效应。根据 STR global，2026Q1 中国内地 RevPAR 整体同比+5%，其中房价仍为主要驱动因素，入住率也同比略增，年内供给端预计增速已较 2025H1 有所下降，有望逐步恢复合理增速，但同时仍有较多的物业去年处于观望期，今年预计仍保持合理的供给进入节奏。26Q2 整体 RevPAR 虽承压，但龙头多数仍保持稳增趋势，且暑期 RevPAR 受休闲需求支撑，已经出现好转迹象，后续需求端仍待 9 月后商务等需求的验证；从头部 OTA 平台的酒店供给结构看，虽近年酒店供给持续增长，但考虑中长尾供给在内的全部酒店样本中，预计经济型占比较为稳定，整体结构性升级有限，而连锁酒店业态中，预计中高端酒店供给增长较快，带来 RevPAR 结构性升级。结合当前需求来看，年内旅游需求预计仍对行业整体支撑力度较强，商务环境有望逐步改善，价格端若持续修复态势则顺应供给侧持续向好及投资于人的政策方向。同时，大盘 RevPAR 增长更加趋向于商务需求、入境需求潜在恢复和增长下，ADR 的提前合理释放。而连锁酒店 RevPAR 增长的主要驱动力，或仍主要为结构优化升级。

对比海外酒店集团近几年趋势，当前国内酒店集团在龙头优势持续加强且竞争格局逐步清晰化的趋势下，会在发展阶段上与海外头部酒店集团有趋同趋势，逐步开始享受份额提升、品牌和会员体系溢价、全球拓展的红利。一方面结构升级带来的 RevPAR 区间提升、经营效率提升、结构性利润率提升会持续推动近两年业绩贡献。另一方面在会员权益设置的精准化、会员权益的合理性、针对性等角度都将做更进一步优化，以逐步提升会员 ARPU 值及粘性，充分发挥会员运营价值，也是未来主要需求的来源。国内酒店龙头有望朝向全球优质酒店集团方向发展。

经营效率端，25Q4~26Q1 持续改善，期待 β 效应维持。龙头连锁酒店同店表现较 19 同期环比较稳定，年内结构升级仍为 RevPAR 重要驱动力。龙头酒店集团经营指标在 25Q2 承压，但进入 25Q4 后已明显有改善，后续预计随着商务需求回暖、旅游需求维持热度、行业供给端增速回归理性，有望对大盘 RevPAR 持续形成支撑。同时结合同店 RevPAR 同比 2019 年的表现来看，当前 RevPAR 同比改善也主要受益于酒店集团结构性升级因素；经营效率端，从同店角度看，锦江酒店 26Q1 的经济型同店已实现正增，中高端同店基本打平。华住则在更高的恢复水平上保持优质同店表现；从供给端看，各家 pipeline 基本稳定，华住及首旅 26Q1 的 pipeline 数量均环比提升。从净开数量看，锦江酒店 26Q1 净开数同比增加，而华住、首旅有所减少，体现龙头酒店进入稳健扩张期，对 BD 选址和物业质量要求进一步提升。26Q2 有所承压，暑期有所复苏，后续待 26Q4 商务需求验证。

龙头优化供给和强化产品矩阵的趋势凸显，平台和供应链能力预计逐步迎来价值兑现期。亚朵推出见野品牌，强化品牌矩阵和竞争力。2000 好店目标完成，26Q2 零售增速环比加速，且经营效率和开店速度稳健，品

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

牌矩阵的构建和验证持续向好；**华住关注供应链规模优势和变现空间、中高端品牌发力以及模型优化调整、中长期多品牌矩阵心智优势扩大且逐步受益扩张下沉，国内和海外均具备较强发展潜力，在行业内龙头优势和发展阶段优势凸显。2025 年城际酒店全年开业、签约项目双破百。26Q2** 提出新三年股东回报计划，且股东回馈总体金额明显提升，整体 takerate 也有结构性提升的趋势，品牌效应凸显；**锦江酒店** 26Q2 整体 RevPAR 同比微增符合行业中较好的趋势，业绩兑现符合预期，2026 年预计直营减亏趋势良好，海外持续减亏约 1 亿元以上，中高端等矩阵模型逐步迭代和完善，直销渠道收入保持稳健增长态势；**首旅酒店** 26Q2 业绩增速继续明显超过收入端表现，展现持续的降本增效能力。

（3）餐饮板块：餐饮服务销售收入国庆假期+9%，主要公司表现较优。9 月主要龙头经营效率表现较稳定，茶饮逐步度过外卖大战高基数期，9 月同店表现环比有所改善，主要龙头正餐和快餐预计经营效率持平微增；年内供给侧优化的拐点仍有望持续兑现。餐饮板块中报整体较分化，且多数有承压趋势，关注供给侧优化的逻辑，当前需要关注细分赛道龙头穿越周期的属性，主要包括强组织和执行力、现代化供应链及一体化能力、行业认知迭代、可拓展空间充足且发展节奏稳定、产品质价比等。重点关注餐饮行业整体供给端有望在今年实现净增趋势的扭转，供给侧优化的逻辑仍逐步推进。龙头餐饮和茶饮在补贴退潮等高基数期逐步来临下，当前仍然保持较稳健的同店和店效表现。茶饮龙头如古茗 Q2 同店变化或略好于此前预期，Q3 在去年外卖主动提价背景下同店表现有望较 Q2 基本稳定，关注消费反弹趋势下正餐快餐龙头，以及茶饮 α 属性较强标的。同时开店稳健和基本面表现逐步企稳的正餐龙头也可持续关注。涨价逻辑预计并不会成为年内餐饮业利润改善的助力。预计年内各餐企平衡毛利率和客户满意度之间的关系，中毛利率且一定程度让利消费者成为主流方向。各企业探索第二曲线动作频繁；对于茶饮行业来说，预计外卖补贴若退潮，则对于直营或加盟模式的影响比较复杂，核心仍看品牌旗下加盟盈利状况如何，以及 2025 年高峰期下品牌如何选择控制外卖占比，具体影响需具体分析。今年茶咖赛道的融合，以及咖啡赛道的竞争预计有明显加剧的趋势。茶饮行业进入下半场，产品升级周期或成为主导。

预计年内餐饮行业整体有望受益于消费磨底复苏，故而预计龙头餐饮中受益品质和体验升级的优质供给有望受益 β 趋势；从当前行业发展趋势看，当前由供应链和组织架构领先带来的细分赛道绝对性价比优势成为核心壁垒。近期赛道龙头价格竞争有所缓和，预计龙头议价能力将进一步突出；餐饮近两年进入供给优化期的趋势明确。

从供给端看，以红餐网大数据来看，截至 2025 年末，全国餐饮相关企业存量 1613 万家，同比+6.5%，增速有所加快，25Q4 整体客单稳定略降。但根据极海数据，2026H1 餐饮行业总体门店数量有所净减少，有望逐步达到供给优化的拐点。该趋势整体符合我们判断 2023 年后餐饮业进入供给侧优化的状态，2023 年行业仍出现大量供给涌入和净增加，但 2024 年明显净增收窄，2023 年后逐步开始普及的餐饮精细化管理和核心竞争壁垒重要性逐步凸显，龙头份额进一步提升，出海模型持续验证，逐步呈现穿越周期的样貌。

百胜中国：26Q2 同店销售同比、系统销售额同比均如期环比改善，开店也创造了第二季度新高，且未来两年分红仍维持较高预期甚至望单年超 10 亿美金。新模式普遍表现突出，KPRO、车速取、肯悦咖啡、WOW、Lavazza 等均取得较好表现，部分品牌提升开店或销售额预期。26Q2 经营利润率同比提升，整体供应链和运营能力持续兑现，预计在餐饮行业整体供给侧优化的大背景下，具备深度供应链和渠道组织能力的品牌将充分受益，同时公司股息率仍维持消费中较高水平，后续运营效率预计持续稳健。

古茗：α 属性仍较突出。7~8 月同店保持正增在高基数下展现出强势的经营能力，整体经营韧性仍较强，

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

9 月预计同店表现持续正向。2026 年门店净增目标中枢调整为 2000 家，咖啡平均杯量持续提升，预计接近 25%，早时段的咖啡和烘焙仍有较明显提升空间，预计对同店形成较好支撑。毛利率预计维持稳定，同店凭借 25 年外卖涨价控量，以及今年咖啡同比渗透率大幅提升，带来同店正增的概率大幅提升，在外卖退坡趋势下横向对比表现优异，年末年初新开 6 代店型的新店堂食销售和利润率历史首次好于老店。同时结合行业趋势也看到古茗过往一直深耕的冷鲜、优质原料、高效配送方向及战略较正确，而该壁垒并非一蹴而就的，背后是持续深耕冷鲜档次的差异，冷鲜成本相对可控，亦需要长周期的深耕；预计 2026 年开店速度较快但扩张区域并不激进，北方像山东等省份日销快速提升，咖啡凭借优质豆子和鲜奶品质，已站稳心智，咖啡平均杯数在奶茶品牌中领先，下一步是解决差异化能力和推新迭代能力。而公司在国内甚至出海的空间，作为当前行业内龙头之一、核心壁垒突出的品牌来说，潜力较大；

蜜雪集团：毛利率和盈利能力受到真鲜纯转型，原材料、供应链等更新迭代带来一定的影响，深度调整后预计仍有望凭借供应链能力和整体运营能力维持良好的拓店节奏和竞争优势。

海底捞：此次控股股东集团减持系个人资金安排，更多偏一次性影响。创始人回归带来副牌增长预期、外卖一人食的成长空间，以及主品牌的翻台率、运营质量、考核方式的稳定性，从而有利于翻台率和整体收入表现。过去两年调整后关店预期下降，2026 年净增门店逐步提升。杨利娟回归负责红石榴计划，预计对于副牌选优，集中资源和力量培育有较高预期，待持续验证。年初以来翻台率稳定在同比较好水平。

（4）景区及休闲度假游板块：根据《空运商务》刊发文章预测，预计 2027 年民航客运量 8.16 亿人次，同比+3.3%，其中国内+3.1%，国际和地区同比+6.3%。国庆假期旅游人次及收入可比口径的同比增速均较今年春节和五一假期有所加速，表现较稳定。出入境人次保持稳定增长。休闲游年内仍有较好韧性。暑运民航整体客运量同比+4.4%。暑期出入境航线民航客运量超 1498 万人次，同比增约 3%；7 月民航整体旅客运输量预计约 7447.6 万人次，同比+3.7%，截至 8 月 21 日，2026 年暑运民航累计全国旅客量同比+4.6%，环比进一步好于 7 月。关注燃油附加费下调带来需求弹性，8 月 5 日为自 7 月后再次下调燃油费。近几周暑运民航数据有所好转，暑期民航客运累计数量已同比转正，国际航班运营数量近一周也有明显同比改善。商务部 文化和旅游部 国铁集团等 8 单位印发《关于促进铁路与旅游融合发展 扩大服务消费的若干措施》的通知，拉动内需促进旅游供给优化的措施和政策预计仍将持续发力。旅游持续是内需消费的压舱石，增长韧性稳健且持续，预计伴随供给侧优化，近年来仍能激发持续的增长潜力。但考虑到过去几年高速增长，年内趋势或逐步转入稳健合理的增长区间，且需求端可能部分受到燃油成本对民航等交通方式的扰动，板块仍重点关注供给优化边际改善较大的标的，或优质资产注入预期较强的标的。

旅游板块整体在 25Q4 和 26Q1 迎来较好的业绩验证，与全国大盘年度及节假日旅游收入趋势保持一致，但 Q2 同样承压，不考虑板块部分重组利润，则整体总和利润同比有所下滑。暑期预订整体休闲需求修复较好，后续接续中秋和十一假期，预计取得较好支撑和延续。从全国大盘看，2025 年，国内居民出游人次 65.22 亿，比上年同期增加 9.07 亿，同比增长 16.2%。国内居民出游花费 6.30 万亿元，比上年同期增加 0.55 万亿元，同比增长 9.5%。客单价同比-5.8%；2026 年上半年，国内居民出游人次 34.63 亿，比上年同期增加 1.78 亿，同比增长 5.4%。其中，城镇居民国内出游人次 25.94 亿，同比增长 5.8%；农村居民国内出游人次 8.69 亿，同比增长 4.3%。分季度看，一季度国内居民出游人次 19.01 亿，同比增长 6.0%；二季度国内居民出游人次 15.62 亿，同比增长 4.8%；上半年，国内居民出游总花费 3.21 万亿元，比上年增加 0.06 万亿元，同比增长 2.0%。其中，城镇居民出游花费 2.66 万亿元，同比增长 2.2%；农村居民出游花费 0.56 万亿元，同比增长 0.6%；26H1 人次

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

和收入增速较去年明显有所下降，在供给侧优化的大背景下，仍需关注此前强调的新场景落地、新内容赋能、优质资产收并购及注入等逻辑。从部分上市旅企的年报和季报数据可见，国内旅游整体呈现出百花齐放和开发区域不断扩大的趋势，由于原先部分小众冷门或下沉景区逐渐被开发且赋能积极，引发这些景区和旅游目的地的高速增长，从而部分出现了对周边传统旅游景区的分流和冲击，故而景区的精细化运营、优质内容迭代带来的复购率成为竞争关键，类似安徽广德的现象背后需要的是整个区域的协同赋能和精准配合。

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

OTA：携程罚单正式落地，市场监管总局依法对携程集团有限公司滥用市场支配地位行为作出行政处罚，责令其停止违法行为，全额退还订单储备金 1.22 亿元，没收违法所得 16.58 亿元，并处以罚款 35.21 亿元，罚没款合计高达 51.79 亿元。7 月 25 日下午，携程发布落实行政处罚决定整改措施的公告，表示全盘接受、坚决服从，并将严格落实各项整改要求。关注携程不确定性落地后，自身产业链赋能能力在流量机制优化后的持续竞争优势和对资源的吸引能力；同时携程新的佣金制度逐步落地，未来或更偏向于鼓励酒店资源打造综合的竞争力，从多维度更真实准确的考察酒店资源的运营能力和管理能力，也预计更好促进酒店行业整体运营质量和方向的改善，以实现更好的流量排序机制，与前期市场判断和预期较为一致，佣金率预计在 10%~15%的区间，考虑到佣金选择对于流量机制仍然有一定影响，预计实际携程平台整体酒店资源的佣金下降幅度也与前期市场预期相近；综合来看，此次系列监管的后续方向，对于携程几大核心业务商业模式和盈利能力的冲击较为有限，而携程自身在监管事件落地后，也预计迎来较好恢复节奏，包括暑期出行数据向好、年内酒店供给端仍保持中高速增长、trip.com 预计保持稳定的预期减亏及扭亏节奏。

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

（5）博彩板块：9 月澳门博彩 ggr 约恢复至 2019 同期的 82%，同比-1.2%。国庆假期澳门入境旅客人次表现较优；8 月澳门 ggr 为 218.91 亿澳门元，约恢复至 2019 同期 90.2%，同比-1.2%，增速环比+7.2pct。恢复度环比 7 月+7.4pct，符合自 7 月末世界杯结束后分流效应减弱的趋势判断，世界杯后数周 ggr 表现突出，6 月的

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

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

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

投资逻辑上首先仍然关注标的的三大要素：市占率变化、股息率、EV/EBITDA 估值。其中估值中枢又将受到 GGR 整体恢复度的高频影响，分情景假设，若较 2019 同期的恢复度持续在 90%附近或环比有所成长，则对于龙头的 EV/EBITDA 估值中枢接受度预计将有所提升，若恢复度在 85%附近或以下，则成长逻辑可能受到挑战。结合年内 6~10 月的 GGR 变化趋势来看，预计 9、10 月部分扰动主要受到一些一次性因素影响，如台风天气、景区改造、亚洲其他国家热门赛事活动对于节假日的分流等等，在正常环境下同比仍保持较强劲增速，暑期趋势得以延续，明年预计仍将在 ggr 端有稳定增速。

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

（6）可选消费板块：建议关注：①医美化妆品赛道具备修复和国产品牌份额提升逻辑，龙头产品矩阵和研发持续完善中，建议关注经营效率、弹性和龙头的研发创新趋势，**毛戈平、珀莱雅、润本股份**；②建议关注

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

细分赛道龙头的长期发展空间，金价表现有望受益地缘政治博弈和美国降息预期、外贸环境等持续提升，预计黄金需求具有较强的持续性和稳健性；关注零售板块整体政策利好和调改差异化效果，关注本地零售与消费提振政策的敏感性和关联度，关注**名创优品等。**

（7）跨境电商板块：关注当前全球地缘及关税等措施的变化，欧洲关税担忧有所缓和，9 月出口数据表现优异，发展动能仍较充足；目前主要关注龙头跨境出口企业的战略品类的验证情况以及后续增速表现。今年前 8 个月，我国货物贸易进出口总值 34.78 万亿元，同比增速继续上行至 17.6%，较前 7 个月进一步加快 0.3 个百分点，出口β仍强劲。26H1 财报整体优质，普遍处于库存优化、品牌培育逐步明确、利润释放能力增强的阶段。年内地缘因素变化导致全球供应链和主要大宗产品受到持续冲击，全球部分区域经济发展受到冲击甚至出现滞胀现象，中国供应链稳定性和优质质量优势有望持续凸显，科技类跨境电商品牌战略品类市占率持续提升。后续关注全球地缘和关税变化情况，科技类跨境企业的核心品类增速验证情况。主要类目来看，欧洲年内阳台光储赛道增速有望接近翻倍，户储有望实现大几十增速。当前全球贸易争端相较去年逐步博弈平衡，龙头企业从 25Q4 开始逐步验证一系列应对关税和外贸不确定性的措施行之有效，并且在当前关税水平下，毛利率有望保持稳定提升态势，而今年内叠加地缘环境对全球供应链的冲击，中国供应链的优势持续凸显，给年内外贸出口提供较强的β支撑，出口有望再度延续在整体经济中的重要拉动作用。符合出口产业仍将是未来很长一段时间中国经济增长的重要支撑的判断。当前地缘环境和全球经济发展状况下，年内中国供应链稳定性和优势将进一步凸显，出口的β有望得到进一步加强，从前 4 月我国出口增速可见出口韧性较强，年内仍为经济重要增长驱动力。跨境电商卖家今年将面临相对稳定的关税环境和全球需求结构，并且在某些品类上的需求进一步增强。头部跨境电商企业 2025 年普遍主动进行战略调整，更加突出品牌打造、SKU 的精品化、战略品类梳理，对于铺货类公司更强调 SKU 的优化和筛选以及精品矩阵的培育和打造，对于科技类跨境电商企业则更注重战略品类核心壁垒的打造、发展方向的清晰，后续预计持续强化科技创新概念，并逐步进入战略品类培育验证期。

从跨境电商发展角度看，在经过 2025 年外部关税环境剧烈变化，备货节奏、产能结构、产品结构、营销策略等深度调整后，主要的跨境电商龙头公司均顺利穿越风险，在 2025 年末取得业绩明显回暖。进入 2026 年，各主要跨境电商龙头企业普遍开始进行品类和结构的调整，例如安克创新持续增加 7 系高毛利产品的占比，目标占比提升至 30~40%；绿联科技持续迭代升级 NAS 产品，预计下半年开始交付 AI NAS，在高性价比的 to C 端 NAS 这个相对空白的市场，抓住机遇已构建较强的心智，以及相对于科技大厂的细分赛道比较优势；赛维时代逐步优化缩减非服产品，持续聚焦自身产品、数据、认知能力较强的服装业务；华凯易佰大幅优化自身 SKU，存货大幅下降，但效率和产品质量的提升使收入端并未下滑很多，且 26Q1 业绩端实现亮眼增速；自身战略的主动调整伴随着外部挑战性环境而共同发生，也是跨境电商企业匹配中长期发展的重要选择，同时在中国供应链和产品质量优势逐步凸显的时候，国内相关跨境出口企业互相的竞争态势也逐步加强；另外 2026 年由于近期人民币走势较强，对于跨境电商企业普遍存在一定的汇兑损失影响，后续若汇率逐步回归稳态，则短期影响有望逐步得到缓解。

科技属性较强的跨境电商企业利用当前的市场机遇期，积极调整和储备战略品类，并逐步明晰未来的核心发展业务线，近两年战略品类的市场验证、市占率提升、心智积累将决定相关企业中长期的发展高度。例如安克创新全球市占率领先的阳台光伏产品，在欧洲缺电的大背景下，叠加如英国等部分国家政策打开，仍预计有较快的增速和较高的细分赛道成长空间。智能创新类目中 UV 打印机、家居智能系统等方向也有待持续开发和验证；绿联科技在 NAS 品类的比较优势已较强，AI NAS 产品搭乘目前 AI 快速发展的机遇期，预计持续推进围绕 NAS 的家庭 AI 生态，待 AI NAS 产品逐步上市且规模提升后，其性能、性价比、AI 生态构建等仍需持续迭代和验证。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

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

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

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

华凯易佰大幅优化自身 SKU，存货大幅下降的情况下，效率和产品质量的提升使收入端并未下滑很多，26H1 业绩恢复亮眼且季度环比增长明显，后续望聚焦精铺战略，自有品牌的占比逐步提升，并且强化自身对收购的优质小而美跨境电商品牌的赋能和加持能力；自身战略的主动调整伴随着外部挑战性环境而共同发生，也是跨境电商企业匹配中长期发展的重要选择，跨境电商头部企业正明显在赛道内凸显出产业链协同、运营能力赋能的优势，预计其竞争格局和集中度都将得到改善。2026 年由于人民币走势较强，对于跨境电商企业普遍存在一定的汇兑损失影响，后续若汇率逐步回归稳态，则短期影响有望逐步得到缓解。

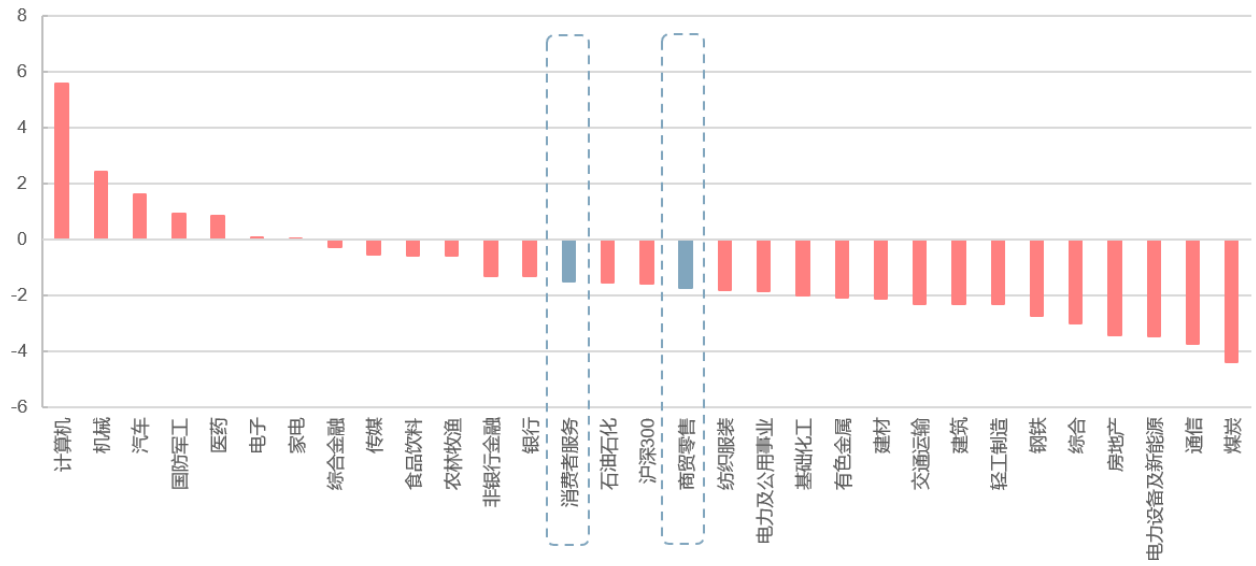
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

（五）板块行情

本周消费者服务行业涨跌幅-1.49%，跑输上证综指 0.80 pct，跑赢沪深 300 指数 0.08 pct，在中信一级指数排名第 14；商业贸易行业涨跌幅-1.72%，跑输上证综指 1.03 pct，跑输沪深 300 指数 0.16 pct，在中信一级指数排名第 16。

图 16:本周各板块指数涨跌幅（单位，%）

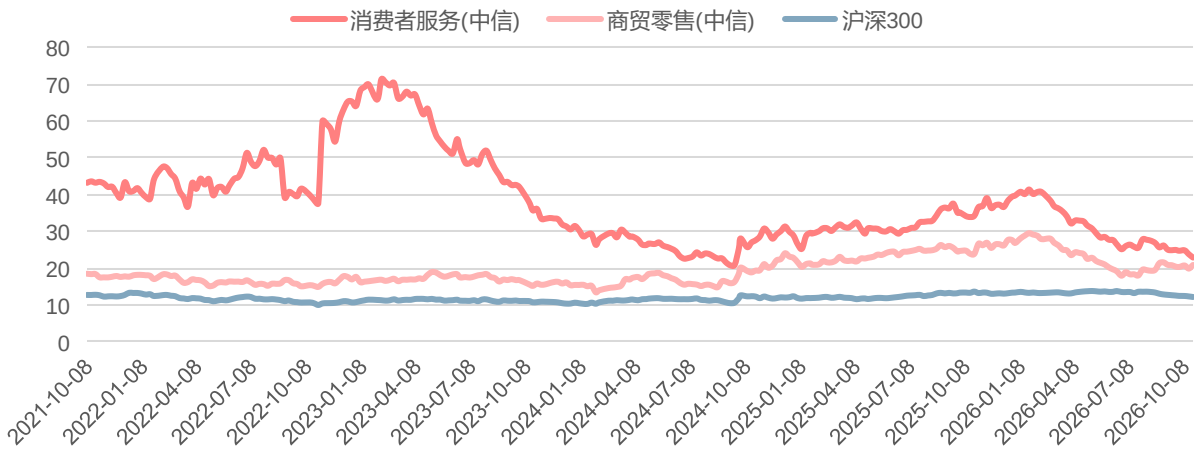


数据来源：Wind，中信建投证券

截至 2026 年 10 月 23 日，中信消费者服务板块 PE TTM 为 23.15，较上周的 24.06 下降 0.91。

截至 2026 年 10 月 23 日，中信商贸零售板块 PE TTM 为 20.97，较上周的 20.01 上升 0.96。

图 17:沪深 300、CS 消费者服务、CS 商业贸易板块市盈率对比



数据来源：Wind，中信建投证券

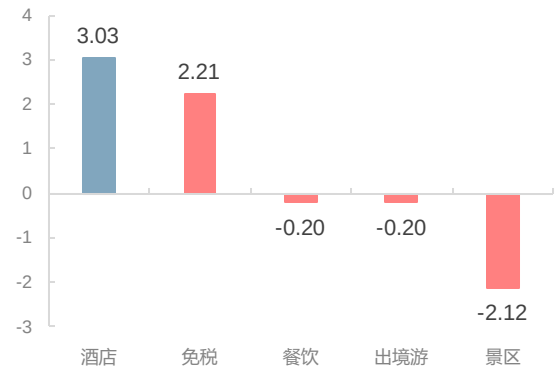
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

（六）子行业表现

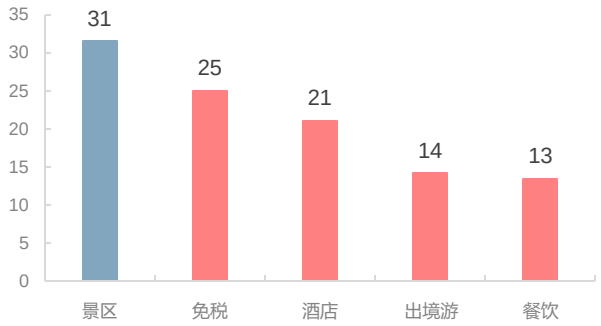
休闲服务行业子板块中，酒店板块本周涨跌幅第一，涨跌幅为+3.03%。其余板块中，免税>餐饮>出境游>景区，涨跌幅分别为+2.21%、-0.20%、-0.20%、-2.12%。景区板块估值水平最高，PE 达 31 倍。其余板块中，免税>酒店>出境游>餐饮，分别为 25、21、14、13 倍。

图 18:休闲服务子行业涨跌幅（单位：%）



数据来源：Wind，中信建投证券，注：总市值加权平均

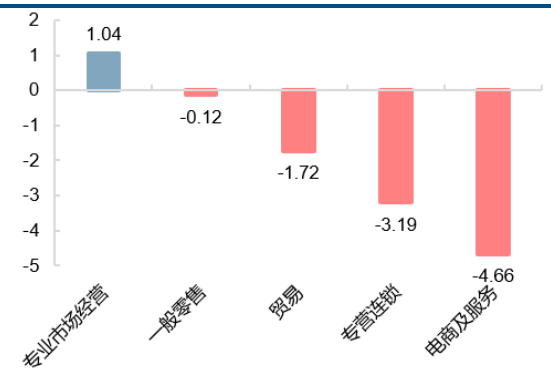
图 19:休闲服务子行业 PE（TTM 整体法，剔除负值）



数据来源：Wind，中信建投证券

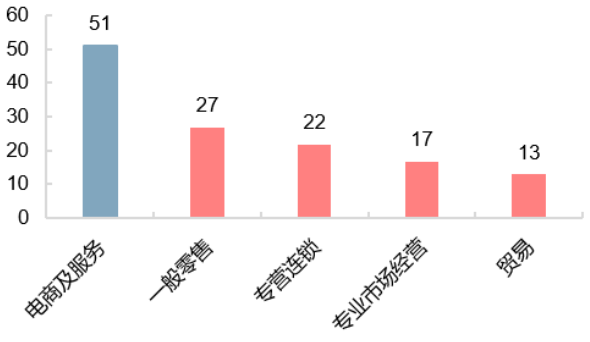
商贸零售行业子板块中，专业市场经营板块本周涨跌幅第一，涨跌幅为+1.04%。其余板块中，一般零售>贸易>专营连锁>电商及服务，涨跌幅分别为-0.12%、-1.72%、-3.19%、-4.66%。估值方面，PE 自高而低分别为电商及服务>一般零售>专营连锁>专业市场经营>贸易，PE 分别为 51、27、22、17、13。

图 20:商业贸易子行业涨跌幅（单位：%）



数据来源：Wind，中信建投证券

图 21:商业贸易子行业 PE（TTM，剔除负值）



数据来源：Wind，中信建投证券

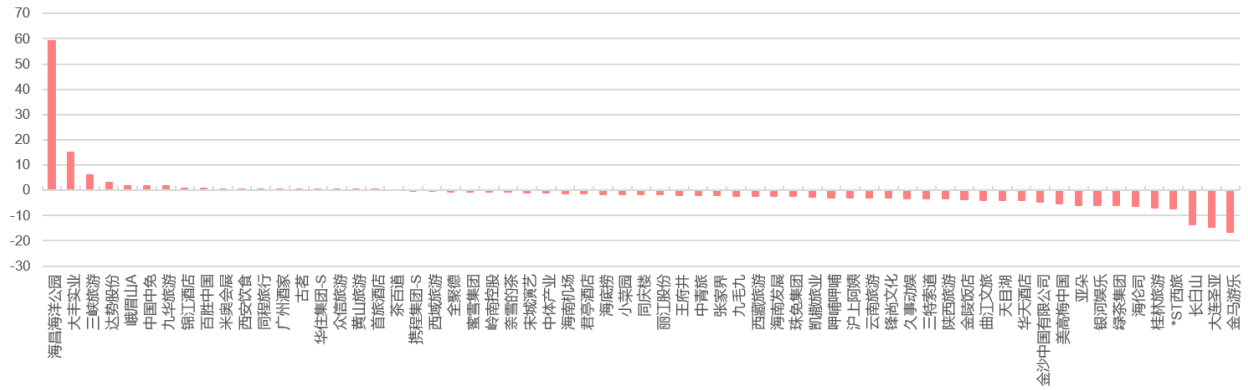
个股表现：（1）休闲服务：个股周涨跌幅方面，本周中信消费者服务板块涨幅前五公司分别为海昌海洋公园、大丰实业、三峡旅游、达势股份、峨眉山 A；跌幅前五公司分别为金马游乐、大连圣亚、长白山、*ST 西旅、桂林旅游。

（2）商业贸易：个股周涨跌幅方面，本周中信商贸零售板块涨幅前五公司分别为朗姿股份、安克创新、高鑫零售、华熙生物、小商品城；跌幅前五公司分别为水羊股份、潮宏基、丽人丽妆、南极电商、丸美生物。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

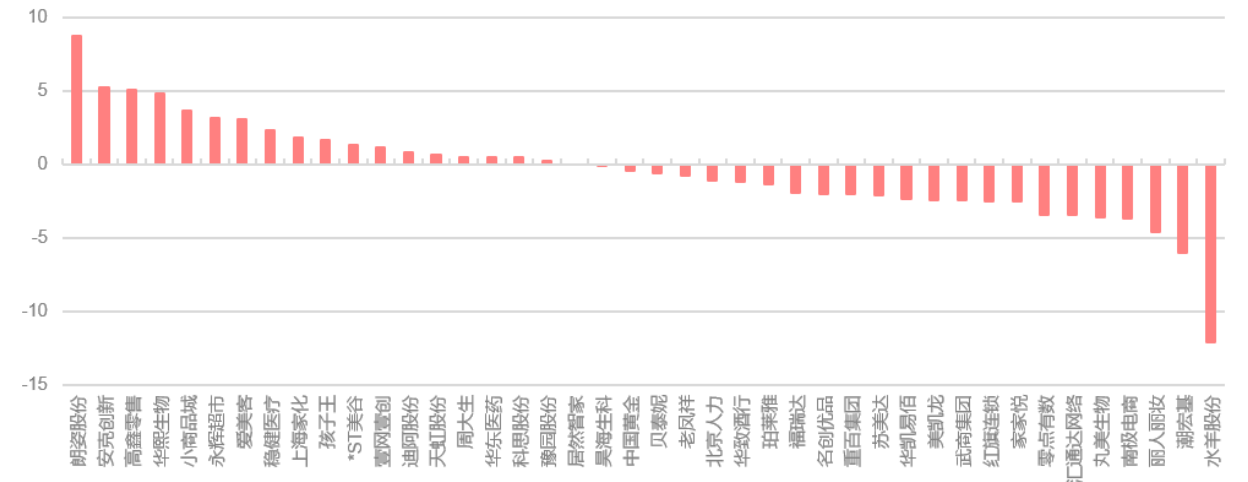
仅供内部参考，请勿外传！

图 22:本周休闲服务板块个股涨跌幅（%）



数据来源：Wind，中信建投证券

图 23:本周商业贸易板块个股涨跌幅（%）



数据来源：Wind，中信建投证券

表 1：大盘及社服商贸板块个股涨跌幅（%）

指数		消费者服务				商业贸易			
		涨幅前五		换手率前五		涨幅前五		换手率前五	
上证综指	-0.69	海昌海洋公园	59.09	大连圣亚	18.18	朗姿股份	8.73	丽人丽妆	20.02
深证成指	-1.09	大丰实业	15.14	长白山	13.73	安克创新	5.25	美凯龙	18.80
上证 50	-0.38	三峡旅游	6.18	桂林旅游	8.94	高鑫零售	5.05	零点有数	12.67
沪深 300	-1.57	达势股份	3.02	米奥会展	7.36	华熙生物	4.79	水羊股份	11.50
创业板指	-3.18	峨眉山 A	1.68	金马游乐	7.34	小商品城	3.67	壹网壹创	10.64
消费者服务	-1.49	跌幅前五		换手率后五		跌幅前五		换手率后五	
商贸零售	-1.72	桂林旅游	-7.06	华住集团-S	0.10	丸美生物	-3.58	高鑫零售	0.59
道琼斯	0.41	*ST 西旅	-7.32	海伦司	0.04	南极电商	-3.72	豫园股份	0.56
标普 500	-0.47	长白山	-13.59	呷哺呷哺	0.03	丽人丽妆	-4.58	*ST 美谷	0.47
纳斯达克	-0.71	大连圣亚	-14.57	茶百道	0.00	潮宏基	-6.04	昊海生科	0.46
USD/CNY	-0.06	金马游乐	-16.38	亚朵	0.00	水羊股份	-12.12	汇通达网络	0.09

资料来源：Wind，中信建投证券，注：周换手率统计 A 股中板块换手情况（基于自由流通股）

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

休闲服务沪深港通持股：截至 10.23，港股通中持股占总股本比排名前三为中国中免、九毛九、海昌海洋公园。

表 2：休闲服务沪（深）港通持股一览（截至 2026.10.23）

分类	证券代码	股票简称	持股数量/万股	持股占比	上周持股占比	年初持股占比
港股通	1880.HK	中国中免	4,300	34.30%	34.32%	5.30%
	9922.HK	九毛九	19,312	14.43%	14.45%	15.32%
	2255.HK	海昌海洋公园	164,054	12.41%	12.46%	8.72%
	1405.HK	达势股份	1,410	10.70%	10.76%	3.13%
	0520.HK	呷哺呷哺	10,974	10.09%	10.10%	19.92%
	6862.HK	海底捞	55,679	9.98%	9.92%	3.75%
	0880.HK	澳博控股	54,651	7.69%	7.69%	7.31%
	2097.HK	蜜雪集团	1,111	7.35%	7.36%	0.00%
	0200.HK	新濠国际发展	16,598	7.28%	7.30%	3.96%
	0780.HK	同程旅行	16,156	6.85%	6.87%	5.97%
	1364.HK	古茗	14,447	6.17%	6.35%	0.00%
	0308.HK	香港中旅	30,190	5.44%	5.47%	2.05%
	9987.HK	百胜中国	1,447	4.27%	4.26%	2.13%
	2555.HK	茶百道	6,192	4.18%	4.18%	0.00%
	0341.HK	大家乐集团	1,947	3.40%	3.42%	1.04%
	0999.HK	小菜园	3,798	3.22%	3.23%	0.00%
	1128.HK	永利澳门	11,300	2.13%	2.11%	2.60%
	1928.HK	金沙中国有限公司	13,972	1.72%	1.70%	0.84%
	2282.HK	美高梅中国	5,265	1.38%	1.39%	1.64%
	0027.HK	银河娱乐	3,717	0.84%	0.84%	0.52%

资料来源：Wind，中信建投证券

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

公司动态

（一）休闲服务板块

1.【丽江股份】（代码：002033.SZ）

公司 2026 年前三季度实现营业收入 67,858.25 万元（同比+2.86%），归母净利润 22,670.49 万元（同比+18.12%），扣非归母净利润 22,443.83 万元（同比+16.33%）。其中，第三季度单季营收 25,953.74 万元（同比-7.97%），归母净利润 9,396.69 万元（同比-3.55%），前三季度累计盈利保持增长，但单季度营收及利润均有所回落。

2.【西域旅游】（代码：300859.SZ）

公司 2026 年前三季度实现营业收入 23,912.07 万元（同比-16.53%），归母净利润 6,105.22 万元（同比-38.07%），扣非归母净利润 6,080.43 万元（同比-37.64%）。其中，第三季度单季营收 13,240.58 万元（同比-23.40%），归母净利润 5,737.31 万元（同比-34.32%）。公司营业收入回落，叠加政府补助及联营、合营企业投资收益减少，盈利能力承压。

3.【张家界】（代码：000430.SZ）

公司 2026 年前三季度实现营业收入 42,861.87 万元（同比+27.34%），归母净利润 32,731.91 万元（同比+1,561.47%），扣非归母净利润-758.42 万元（亏损同比收窄 76.95%）。其中，第三季度单季营收 21,671.91 万元（同比+51.77%），归母净利润 1,896.00 万元（同比+74.35%）。前三季度归母净利润显著增长，但累计扣非归母净利润仍为负，非经常性损益对整体盈利贡献较大。

4.【岭南控股】（代码：000524.SZ）

公司 2026 年前三季度实现营业收入 359,267.79 万元（同比+5.25%），归母净利润 7,487.08 万元（同比+14.20%），扣非归母净利润 6,260.33 万元（同比+3.67%）。其中，第三季度单季营收 135,672.63 万元（同比+2.47%），归母净利润 1,844.45 万元（同比+15.04%），营收及归母净利润均实现同比增长。

5.【西安饮食】（代码：000721.SZ）

公司 2026 年前三季度实现营业收入 37,098.83 万元（同比-14.05%），归母净利润-5,581.52 万元（亏损同比收窄 34.12%），扣非归母净利润-7,928.92 万元（亏损同比收窄 9.22%）。其中，第三季度单季营收 11,375.58 万元（同比-9.04%），归母净利润-351.07 万元（亏损同比收窄 88.51%）。公司收入仍有下滑，但归母净亏损有所收窄。

6.【宋城演艺】（代码：300144.SZ）

公司 2023 年限制性股票激励计划首次授予部分第三个归属期符合归属条件，本次共归属 31.56 万股，涉及 82 名中层管理及核心骨干员工，相关股份于 10 月 21 日上市流通。本次股权激励募集资金约 183.38 万元，

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

将全部用于补充流动资金。

7.【敷尔佳】（代码：301371.SZ）

公司 2026 年前三季度实现营业收入 176,973.70 万元（同比+36.43%），归母净利润 36,193.72 万元（同比+11.35%），扣非归母净利润 25,599.27 万元（同比+0.95%）。其中，第三季度单季营收 61,359.79 万元（同比+41.37%），归母净利润 10,595.22 万元（同比+11.08%）。公司持续拓展业务、优化渠道并加大营销投入，前三季度销售费用同比增长 42.92%，叠加产品结构变化导致综合毛利率下降，收入增长较快但扣非利润基本持平。

8.【昊海生科】（代码：688366.SH）

公司 2026 年前三季度实现营业收入 171,044.11 万元（同比-9.93%），归母净利润 16,290.26 万元（同比-46.53%），扣非归母净利润 11,619.14 万元（同比-54.38%）。其中，第三季度单季营收 53,131.80 万元（同比-10.66%），归母净利润 5,027.47 万元（同比-46.28%）。国内医美需求不足、玻尿酸产品价格竞争加剧及部分经销业务终止导致收入承压，叠加松江新基地投产新增折旧摊销费用，盈利下降较为明显。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

（二）商业贸易板块

1.【小商品城】（代码：600415.SH）

公司 2026 年前三季度实现营业收入 153.19 亿元（同比+17.29%），归母净利润 34.61 亿元（同比+0.09%），扣非归母净利润 34.28 亿元（同比+1.08%）。其中，第三季度单季营收 50.38 亿元（同比-5.81%），归母净利润 14.81 亿元（同比-16.14%）。前三季度经营活动现金流量净额 11.26 亿元（同比-88.27%），主要系上年同期收取全球数贸中心商位及辅房招商、商业街一楼及写字楼销售款项较多，导致基数较高。

2.【汇嘉时代】（代码：603101.SH）

公司 2026 年前三季度实现营业收入 19.61 亿元（同比+4.95%），归母净利润 1.37 亿元（同比+70.08%），扣非归母净利润 1.22 亿元（同比+64.05%）。其中，第三季度单季营收 6.26 亿元（同比+4.87%），归母净利润 3,860.54 万元（同比+188.87%）。分业态看，第三季度超市业务收入 3.72 亿元（同比+15.73%），毛利率 21.65%（同比+1.54pct）；百货业务收入 1.20 亿元（同比-22.38%），毛利率 28.34%（同比-9.28pct）。公司超市业态经营改善，叠加降本增效及财务费用下降，推动盈利显著增长。

3.【红旗连锁】（代码：002697.SZ）

公司 2026 年前三季度实现营业收入 69.00 亿元（同比-2.93%），归母净利润 3.72 亿元（同比-2.81%），扣非归母净利润 3.71 亿元（同比+0.96%）。其中，第三季度单季营收 22.24 亿元（同比-3.32%），归母净利润 1.04 亿元（同比+2.06%），扣非归母净利润 9,567.95 万元（同比-9.13%）。前三季度经营活动现金流量净额 4.17 亿元（同比-52.49%），整体收入小幅下滑，归母净利润基本保持稳定。

4.【中兴商业】（代码：000715.SZ）

公司 2026 年前三季度实现营业收入 5.26 亿元（同比-6.46%），归母净利润 6,610.92 万元（同比-3.37%），扣非归母净利润 5,208.39 万元（同比-9.14%）。其中，第三季度单季营收 1.50 亿元（同比-5.98%），归母净利润 2,014.75 万元（同比+2.87%）。公司前三季度收入及利润均有所下滑，第三季度单季归母净利润小幅增长，但扣非净利润仍同比下降 6.11%。

5.【农产品】（代码：000061.SZ）

公司通过公开摘牌方式收购深圳市运通致远冷链管理有限责任公司 100%股权，已支付全部交易价款并完成工商变更登记，旨在推动深圳海吉星农产品物流园业态升级、强化冷链物流布局。同时，公司参与的深圳市农产品流通产业发展投资企业（有限合伙）已完成运通冷链相关股权转让，并按基金份额比例分配转让款，公司持有基金份额 41.18%，本次收到分配款 6,379.03 万元。

6.【绿联科技】（代码：301606.SZ）

公司拟使用自有资金 5,000 万至 10,000 万元，通过集中竞价交易方式回购 A 股股份，回购价格不超过 70 元/股，预计回购 71.43 万至 142.86 万股，约占公司总股本 0.17%—0.34%。回购股份拟全部用于股权激励或员工持股计划，实施期限为董事会审议通过回购方案之日起 12 个月内，旨在完善长期激励机制、增强员工积极性。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

7.【爱婴室】（代码：603214.SH）

公司于 10 月 19 日通过集中竞价交易方式首次回购 76 万股，占总股本的 0.55%，回购价格区间为 12.75—13.25 元/股，支付资金 978.35 万元。根据此前披露的回购方案，公司拟使用 1,500 万至 3,000 万元回购股份，回购价格不超过 15 元/股，所回购股份拟用于股权激励，旨在完善员工长期激励机制。

8.【天虹股份】（代码：002419.SZ）

公司持股 5%以上股东五龙贸易有限公司减持计划期限届满，累计减持 3,421.25 万股，占公司总股本的 2.9978%。其中，通过集中竞价方式减持 1,141.25 万股，大宗交易方式减持 2,280 万股。减持完成后，五龙贸易持股比例由 5.12%下降至 2.12%，不再属于持股 5%以上股东。本次减持未导致公司控制权变更，对持续经营不构成重大影响。

9.【华凯易佰】（代码：300592.SZ）

公司股东罗春本次质押 720 万股，占其所持股份的 44.24%、公司总股本的 1.84%，主要用于资金需求。本次质押完成后，罗春及其一致行动人累计质押股份 1,087 万股，占合计持股的 12.95%、公司总股本的 2.78%。公司表示相关股东资信状况良好，目前不存在平仓或被强制过户风险，本次质押不会对公司经营及治理产生不利影响。

10.【赛维时代】（代码：301381.SZ）

公司实际控制人陈文平于 10 月 16 日质押股份 369.86 万股，占其所持股份的 10.11%、公司总股本的 0.91%，质押用途为关联方融资担保。本次质押完成后，陈文平累计质押股份 1,069.86 万股，占其所持股份的 29.24%。公司表示相关质押不会对正常生产经营及公司治理产生实质性影响，但后续仍需关注实际控制人的股份质押情况。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

行业动态

（一）休闲服务板块

1. 国家移民管理局：三季度外国人入境 1160.1 万人次，同比增长 15.6%

10 月 20 日，国家移民管理局发布 2026 年三季度数据，全国累计查验出入境人员 1.92 亿人次，同比增长 7.9%。其中外国人入境 1160.1 万人次，同比增长 15.6%；免签入境外国人 899.2 万人次，占入境外国人总数的 77.5%，同比增长 24.1%，免签政策持续推动入境客流增长。

资料来源：https://www.nia.gov.cn/n794014/n794021/c1820896/content.html

2. 美团：秋假带动 11 月机票搜索量增长 136%，住宿预订量增长 175%

随着多地陆续落地中小学秋假，美团数据显示，深圳、运城等地公布秋假安排后一周，平台 11 月机票搜索量较此前一周增长 136%，火车票搜索量增长 121%，11 月入住住宿预订量增长 175%。截至 10 月 20 日，11 月亲子家庭房预订量同比增长 109%，其中民宿家庭房增长 158%，亲子景点门票预订量同比增长 82%。

资料来源：https://www.pinchain.com/article/352065

3. 去哪儿：“候鸟老人”避寒旅居进入高峰，平均旅居时长 12.6 天

去哪儿数据显示，重阳节前后老年人乘机出游量环比上月同期增长约四成，飞机上的银发客群占比约 16%，达到国庆假期单日最高值的 2 倍，预计 10 月底占比进一步升至 20%。本轮“候鸟老人”平均旅居时长达到 12.6 天，整体旅行支出高出大盘近两成；三线及以下城市 60 岁以上用户 2026 年酒店预订量增长 40%。

资料来源：https://www.pinchain.com/article/351943

4. 同程旅行：错峰出游参团用户中 55 岁以上占比接近七成

同程旅行 2026 重阳银发出游数据显示，双节结束后至重阳期间，平台出发地参团度假产品中 55 岁以上用户预订占比接近七成，同比提升 9 个百分点，平均出游时长有所拉长。银发闺蜜团、老友小拼团等结伴模式增多，长线慢游及品质化产品需求进一步提升。

资料来源：https://www.pinchain.com/article/351957

5. 途家：银发民宿预订量同比增长约 16%，长住订单增长两成

途家《2026 银发民宿报告》显示，今年以来 55 岁及以上用户民宿预订量同比增长约 16%，7 天及以上银发旅居订单同比增长约 20%，平均入住天数达到 12 天。银发旅游逐步由短途观光向小城旅居、长住度假转变，为淡季民宿及目的地住宿带来新增需求。

资料来源：https://www.pinchain.com/article/351947

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

6. 飞猪：双 11 境内外线路游成交额同比增长近 100%，景区门票增长超 200%

截至 10 月 21 日，飞猪双 11 已售出的境内外线路游商品成交额同比增长近 100%，乐园及景区门票成交额同比增长超 200%；其中三峡游轮等国内游轮套餐成交额同比增长 120%。出境深度游、冬季新疆小团、沙漠观星等非标体验类产品销售较好，旅游“囤货”需求进一步向线路游及体验型产品延伸。

资料来源：https://www.pinchain.com/article/352129

7. 九部门发布科技兴商意见，提出开展“人工智能+文化和旅游”应用试点

10 月 19 日，商务部、文旅部等九部门发布《关于加快推进科技兴商的意见》，提出开展“人工智能+文化和旅游”应用试点，推动 AI 与扩展现实等技术融合，并运用人工智能、数字孪生等技术推动文旅 IP 研发与场景创新。同时明确在步行街、商圈、旅游景区等场所建设数实融合消费场景。

资料来源：https://www.pinchain.com/article/352063

8. 抖音生活服务加码酒店内容化经营，酒旅竞争由住宿向体验延伸

10 月 20 日，抖音生活服务举办 2026 年度心动榜酒店盛典，头部酒店集团及平台商家围绕酒店体验、内容营销及经营增长展开交流。平台提出，酒店消费正从单纯关注房型、硬件设施，进一步转向度假体验、情绪价值及内容种草，短视频和本地生活平台对酒店获客的重要性继续提升。

资料来源：https://www.pinchain.com/article/352092

9. 上海发布都市旅游“十五五”规划，力争 2030 年跻身全球旅游第一方阵

上海市文旅局发布《上海市都市旅游创新发展“十五五”规划》，提出到 2030 年力争跻身全球旅游第一方阵。规划将重点建设“一江一河”世界级滨水旅游区、主题公园产品矩阵和全龄旅游产品体系，同时强化上海作为入境旅游第一站的枢纽功能，并加快智慧旅游及文商旅融合场景建设。

资料来源：https://mct.gov.cn/whzx/qgwhxxlb/sh/202610/t20261016_967383.htm



Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

（二）商业贸易板块

1. 星巴克中国 2027 财年新增投入超 3 亿元 焕新约 1000 家店

10 月 21 日，星巴克中国宣布，2027 新财年（自 2026 年 9 月 28 日起）将新增投入超 3 亿元，聚焦门店服务体验焕新，涉及增加人手、设备升级、门店改造等。据公司介绍，相关投入将用于增加高峰时段及臻选吧台服务人力、升级数智化系统与核心设备，并在 2027 财年推进约 1000 家门店设施焕新。人力方面，星巴克将在全国近半数门店增加高峰时段人力投入，重点覆盖交通枢纽、商务办公、文旅景区等高客流门店。数智化方面，自 2027 年 1 月起，门店将分阶段上线新的智能移动 POS 机。门店焕新方面，星巴克将在 2027 财年陆续完成约 1000 家门店的焕新与升级，部分门店将升级吧台、座椅与灯光等软硬装，数百家门店核心设备将更新换代。

资料来源：零售圈

2. 家乐福下调 2026 年财务预期

10 月 20 日，家乐福下调 2026 年多项财务预期。家乐福预计 2026 年经常性营业利润将实现增长，利润率增幅在零至 15 个基点之间，此前预期为超过 25 个基点。家乐福预计 2026 年调整后每股收益与 2025 年持平或略有增长，此前预期为高个位数增长；预计 2026 年净自由现金流略有下降，此前预期为略有增长。家乐福股价跌幅扩大至 5.4%。交易员称，家乐福下调预期，因法国抗议活动造成影响，预计其股价将下跌 7%-10%。

资料来源：零售圈

3. 几多全江西蓝标首店落地南昌万象城

10 月 21 日，几多全官宣江西蓝标首店将于 10 月 23 日开业，位置在南昌万象城。几多全强调其坚持选用上等原料，比对多家供应商，溯源直达源头。每一份进入蓝标店的食材，都要先过农残、兽残的检测。让安全有据可依，以常态化坚守兑现品质承诺。并且自建现代化工厂，核心车间采用万级洁净标准，洁净管控对标医药级别，整体遵循供港食品规范打造，守住食品安全这道底线。几多全称，以“更健康、更好吃、更好看”为目标，店内所有产品每三个月至少完成一轮优化升级，坚持给配料表做减法，在口感和风味上做加法。

资料来源：零售圈

4. 苏宁易购完成转让南京宁祺达物流 100%股权 对价 2 元

10 月 21 日，ST 易购公告称，公司及子公司转让南京宁祺达物流有限公司 100%股权事项已完成，标的股权已于当日完成工商变更登记，受让方为无锡世景高汇企业管理有限公司。该股权经公司第九届董事会第二次会议及 2026 年第六次临时股东会审议通过后，于 9 月 15 日在安徽省产权交易中心公开挂牌出售，9 月 23 日由无锡世景摘牌并签订《股权转让协议》，受让方已支付股权款。转让方为苏宁易购集团股份有限公司及浙江苏宁易购商贸有限公司。根据公开挂牌和竞价结果，受让方应向转让方支付转让对价共计 2 元人民币。

资料来源：零售圈

5. 沃尔玛推出与山姆会员店联合会员

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

据财联社报道，沃尔玛周二宣布推出全新联合会员，打通沃尔玛主品牌与其子公司山姆会员店的会员权益，年费 120 美元，自 10 月 20 日起生效。购买该联合会员的消费者可进入山姆会员店线下仓店，享受两家门店的免费配送服务，还可自选 Peacock 或 Paramount + 流媒体订阅、加油优惠，以及山姆会员店符合条件消费返 2%现金。已经同时拥有两家会员的用户，可以绑定账号享受这套组合权益。

资料来源：零售圈

6. 泡泡玛特盘中一度跌 5.8% 分析师称三季度销售同比跌幅超 50%

10 月 21 日 11:05，泡泡玛特跌超 5%，股价报 135 港元，成交额超 15 亿港元。泡泡玛特下跌 4.6%，报 135.60 港元，在恒生指数成分股中跌幅居前；恒生指数当日跌 0.9%。上午 10:04，泡泡玛特出现大手卖出 4.88 万股，成交价 139.0 港元，涉资 678.32 万港元。当日盘中，泡泡玛特股价跌 2.11%，当日最高价 142.7 港元、最低价 138.9 港元，总成交量 447.15 万股，总成交金额 6.294 亿港元。晨星的亚洲股票分析师 Jeff Zhang 表示，根据第三方监测的数据，泡泡玛特三季度销售同比跌幅超过 50%；此外公司至今没有确定业绩发布时间，放大了投资人的担忧。

资料来源：零售圈

7. 抖音电商双 11 数据：消费券带动破亿商家数同比涨 2 倍

10 月 20 日，抖音电商公布 2026 双 11 数据：10 月 15 日至 18 日，平台消费券带动成交额破亿商家数同比增长 200%，破百万、破千万商家数分别增 38%、36%。平台出资消费券叠加分层扶持，推动中小新商跨级成长，成交额破百万商家数同比增 59%，破亿直播间数增 80%。期内店播成交额破千万新商数同比增 133%，破千万店播直播间数增 98%。特色行业农产品生鲜成交额过千万商家数同比增 250%，宠物行业增 200%。

资料来源：零售圈

8. 商务部发文深化批发零售数智化升级

近日，商务部等 9 部门发布关于加快推进科技兴商的意见，其中提出推动批发零售数智化升级。意见提到，深化批发业和产业数字化协同，推动批发企业线上线下融合发展。加快农产品批发市场数智化转型，提升农产品集散流通效能。意见还提出实施零售业创新提升工程，鼓励企业应用数字技术优化门店布局、进销存管理、物流配送、防伪溯源、售后管理等环节。

资料来源：零售圈

9. 日本罗森便利店发布 2026 财年上半年财报

近日，日本罗森便利店发布 2026 财年上半年（2026 年 3—8 月）财报。报告期内，公司实现营业收入 6415 亿日元（约 271.1 亿元人民币），同比增长 3.2%；事业利润 660 亿日元（约 27.9 亿元人民币），同比增长 7.6%；归属于母公司股东的净利润 405 亿日元（约 17.1 亿元人民币），同比增长 5.7%。连锁门店整体销售额为 1.5636 万亿日元（约 660.8 亿元人民币），同比增长 2.6%，上述指标均创同期历史新高。其中，罗森同店销售额同比增长 1.9%，客流量增长 0.5%，客单价增长 1.4%；全店平均日销售额达到 60.8 万日元（约 2.57 万元人民币），同比增加 5000 日元（约 211 元人民币）并创历史新高。快餐食品销售占比由 24.6%提高至

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

25.2%，整体商品毛利率由 31.7%升至 32.0%。截至 2026 年 8 月底，罗森全球门店总数为 22467 家，其中日本 14630 家、海外 7837 家。海外市场中，中国大陆拥有 7010 家门店，泰国 236 家、菲律宾 247 家、印度尼西亚 342 家、美国夏威夷 2 家。

资料来源：零售圈

10. 惠宜选全国门店突破 5000 家

10 月 14 日，即时零售连锁品牌惠宜选宣布，全国门店数量已突破 5000 家。品牌于 2021 年开出首店，2024 年 8 月门店达到 1000 家，2025 年先后跨过 2000 家和 3000 家，今年 6 月增至 4000 家，随后仅用约 4 个月完成下一个千店增量。惠宜选的门店网络已延伸至西藏等区域市场。今年 8 月，品牌在昌都开出西藏首店，并针对高原地区的消费习惯和配送条件调整商品与履约方案。其快速扩张主要依靠加盟网络、数字化运营及即时配送能力。随着规模突破 5000 家，采购协同、区域仓配、加盟商管理及单店盈利质量将比门店数量更为关键，也将检验其全国化网络的稳定性。

资料来源：零售圈

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

风险分析

1、离岛免税客单价、渗透率、品牌数量提升可能不及预期。

2、酒店行业在过去几年中明确供给出清，但物业和加盟商的争夺依旧激烈，头部企业如果签约和储备门店数量增速不足以支撑后续展店，也会在成长属性上受到极大压制。

3、行业竞争加剧：零售企业一方面面临同业间竞争，另一方面面临互联网巨头的竞争。互联网巨头凭借其资金和体量优势，在某一细分赛道的加码布局会导致竞争加剧。

4、渠道扩张不及预期；企业渠道扩张中面临诸多不确定因素，有可能导致扩张不及预期。

5、居民边际消费倾向下降：在外部冲击下，居民消费支出可能更加保守，导致边际消费倾向下滑。

6、市场对于美元降息预期的不确定性，如果降息进度低于预期，可能影响短期金价走势及外贸结汇预期。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

分析师介绍

刘乐文

社服商贸行业首席分析师。本科毕业于西安交通大学，研究生毕业于美国约翰霍普金斯大学，从事商社行业研究十数年，对于美容护理、餐饮酒店、零售贸易、新兴消费等行业拥有深度研究见解和丰富行业积累，曾获得水晶球社会服务行业最佳分析师第一名，新财富最佳海外研究第五名，新浪最佳分析师等评选。

石旖瑄

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

陈如练

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

研究助理

季耘卉

社服商贸团队研究员，上海财经大学国际商务硕士，西南财经大学国际经济与贸易学士。2026 年 7 月加入中信建投证券研究发展部，主要研究零售贸易、社会服务及消费等领域，工作地上海。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

评级说明

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

分析师声明

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

法律主体说明

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

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

一般性声明

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

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

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

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

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

中信建投证券研究发展部

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

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

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

中信建投（国际）

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

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster