



商贸零售行业研究

买入（维持评级）
行业专题研究报告

证券研究报告

国金证券研究所

 分析师：于健（执业 S1130525070012）
yu_j@gjzq.com.cn

 分析师：赵中平（执业 S1130524050003）
zhaozhongping@gjzq.com.cn

 分析师：许孟婕（执业 S1130522080003）
xumengjie@gjzq.com.cn

 分析师：谷亦清（执业 S1130525080002）
guyiqing@gjzq.com.cn

持续看好黄金珠宝及性价比餐饮赛道，关注优势出海品牌

核心观点

黄金珠宝：高景气有望持续，产品升级趋势下品牌中报表现分化。老铺、潮宏基等新兴品牌“高端化+设计感”驱动爆发式增长，传统品牌受闭店拖累，同店方面持续改善。金价上涨趋势下，消费者对黄金饰品的保值预期有望增强，对一口价定价产品接受度提升，强品牌、产品力的公司有望获得更多溢价能力，从而带动量价齐升与份额上行。

跨境出海：受关税等外部因素影响，中报收入好于利润，多家零售商上调增速指引，下半年需求端景气有望持续。利润端关税影响或在 Q3 逐步显现，具备强供应链及品牌议价能力的公司份额或将提升，头部品牌份额提升逻辑强化，建议关注低估值拐点标的。

文旅板块：上半年业绩呈“整体复苏+结构分化”特征，建议优选出入境/文体融合等高景气赛道。行业政策驱动叠加需求回暖、但资源禀赋决定表现分化，细分领域中，OTA 与优质自然景区成增长引擎，旅行社底部弹性显现，人工景区仍待修复。

酒店板块：供给端重构，关注龙头整合与效率提升。7 月酒店新开店增速收敛，有望缓解中低端价格战压力，供需再平衡下价格拐点渐近。华住集团（会员体系+下沉市场渗透）和锦江酒店（东南亚出海+数字化降本）通过精细化运营对冲 RevPAR 下行。

餐饮板块：同店开始修复，关注高性价比餐饮及茶饮赛道。25H1 同店销售压力整体偏大，性价比餐饮表现相对较好，品牌间进一步分化。1) 茶饮高景气：除沪上阿姨（-1.9%）外，古茗（+20.6%）、蜜雪冰城（+11.5%）、瑞幸（+13.4%）、奈雪的茶（+2.3%）等茶饮品牌同店销售额均呈增长态势；2) 快餐整体表现稳健有韧性：25H1 肯德基同店同比持平，必胜客同比+1%；3) 低客单价餐饮开启修复。小菜园同店销售额-7.0%，绿茶集团 25H1 同店销售-1.68%。

线上零售板块：线上零售渗透率亦趋于平稳，即时零售行业竞争持续升级。整体线上零售步入存量竞争阶段，2025H1 社零总额 24.55 万亿，同比+4.02%。电商平台及本地生活评点即时零售战场竞争激烈：淘宝/京东/美团三大平台持续加码即时零售，短期带来一定财务压力。

线下零售板块：板块业绩仍有承压，消费市场复苏与企业策略调整有望带动后续业绩回升。整体板块具备一定增长压力，细分领域超市板块以调改为主线，调改效果初有成效。

细分行业景气指标

零售：商超-略有承压，调改类向上、百货-略有承压、电商-底部企稳、跨境电商-稳健向上。社服：旅游高景气维持；餐饮拐点向上；酒店底部企稳；教育：1) K12 高景气维持，2) 职业教育底部企稳；人服稳健向上。

投资建议

黄金珠宝：1) 持续看好推荐品牌势能最强、产品特点突出的龙头品牌老铺黄金；中报验证同店趋势及品牌高端定位，SKU 上新及提价有望进一步驱动客群扩圈，高增有望持续。2) 潮宏基：年轻客群+高复购率支撑品牌转型持，终端销售&开店有望持续超预期；自产比例增长+产品结构优化+费用率快速摊薄，全年业绩有望超预期。

性价比餐饮：持续看好小菜园，公司切中性价比餐饮赛道，下半年开店提速，同店恢复正向增长，在当前餐饮市场环境表现突出，强供应链能力带动采购成本优化，业绩有望持续超预期。

风险提示

业务拓展不及预期；内需消费不及预期；产品表现不及预期；行业竞争加剧；美国关税政策持续大幅波动。



内容目录

一、黄金珠宝：高景气有望持续，产品升级趋势下品牌分化	5
1.1、渠道收缩、同店改善，盈利能力提升	5
1.2、一口价占比提升，金价上涨或驱动行业景气度持续	7
二、跨境电商：需求景气持续，关税影响效果分化	7
2.1、收入端增速稳健，外部影响因素下利润端分化	7
2.2、北美连锁商超指引上调，看好下半年头部品牌业绩回暖	9
三、文旅：复苏趋势持续，自然景区表现亮眼	10
3.1、业绩表现分化，性价比旅游趋势下 OTA 平台更加受益	10
3.2、航班价格同比下降，出行人数稳步提升	12
四、酒店：业绩增速边际提升，供需有望再平衡	13
4.1、RevPAR 承压持续，业绩表现分化	13
4.2、行业新开店增速收敛，经济型好于中高端	15
五、餐饮：茶饮高景气，性价比餐饮开启修复	16
5.1 经营表现：整体同店、开店承压，性价比餐饮表现亮眼	16
5.2 财务表现：业绩呈现分化，关注龙头降本增效能力	18
六、线上零售：线上零售渗透率亦趋于平稳，即时零售行业竞争持续升级	18
七、线下零售：板块业绩仍有承压，消费市场复苏与企业策略调整有望带动后续业绩回升	21
八、风险提示	25

图表目录

图表 1：黄金珠宝板块 25H1 业绩情况（亿元）	5
图表 2：黄金珠宝板块 25Q2 单季度业绩情况（亿元）	6
图表 3：黄金珠宝板块重点公司收入同比增速（%）	6
图表 4：黄金珠宝板块重点公司毛利率（%）	6
图表 5：25H1 金银珠宝月度零售额增速跑赢大盘	6
图表 6：多家传统品牌门店优化持续	6
图表 7：多品牌一口价占比呈提升趋势	7
图表 8：8 月 27 日当周金价收盘价环比提升 1.14%	7
图表 9：跨境出海板块 25H1 中报业绩情况（亿元）	8
图表 10：跨境出海板块 25Q2 单季度业绩情况（亿元）	8
图表 11：跨境出海公司收入同比增速韧性持续（%）	9
图表 12：跨境出海公司归母净利润同比增速趋稳（%）	9



图表 13: 25Q2 海外连锁商超收入同比增速回暖	9
图表 14: 25Q2 海外线下连锁商超库销比环比下降	9
图表 15: 海外连锁商超中报收入增速指引普遍上调	10
图表 16: 25Q2 海运费成本大幅下降	10
图表 17: 文旅板块 25H1 中报业绩情况 (亿元)	11
图表 18: 文旅板块 25Q2 单季度业绩情况 (亿元)	11
图表 19: 携程旅行分季度收入拆分 (亿元)	12
图表 20: 同程旅行分季度收入拆分 (亿元)	12
图表 21: 25Q2 民航各月旅客运输量同比提升	12
图表 22: 25 年 7 月暑期西部旅游目的地运力增幅显著	12
图表 23: 上半年国内市场平均机票价格小幅下降	13
图表 24: 25H1 民航国内旅客数量周同比趋势	13
图表 25: 25H1 民航国际客运航班量恢复率逐步提升	13
图表 26: 25H1 民航国际旅客数量周同比趋势	13
图表 27: 酒店板块 25H1 中报业绩情况 (亿元)	14
图表 28: 酒店板块 25Q2 单季度业绩情况 (亿元)	14
图表 29: 25H1 重点品牌已开店数量持续提升	14
图表 30: 25H1 重点品牌新开店数量走势分化	14
图表 31: 25H1 重点品牌均价同比小幅下降	15
图表 32: 25H1 重点品牌 RevPAR 同比小幅下降	15
图表 33: 全国酒店周度 RevPAR 同比小幅回暖	15
图表 34: 全国酒店周度 OOC 同比	15
图表 35: 全国酒店开业增速边际放缓	15
图表 36: 分档次 RevPAR 经济型好于中高端	15
图表 37: 门店层面经营利润率	16
图表 38: 上市公司餐饮品牌同店销售额增速	16
图表 39: 上市餐饮品牌客单价变化	17
图表 40: 上市餐饮品牌翻台率变化	17
图表 41: 上市餐饮公司门店情况汇总	17
图表 42: 餐饮行业 2025H1 业绩情况	18
图表 43: 中国社零总额及同比	19
图表 44: 中国网上商品和服务零售占比及同比	19
图表 45: 全平台线上 GMV 及同比	19
图表 46: 主流电商平台月度 GMV 及同比	20
图表 47: 主要电商公司 25H1 业绩情况 (亿元, %)	20



图表 48: 阿里巴巴、京东、美团销售费用率变化情况.....	21
图表 49: 美团收入及同比.....	21
图表 50: 美团经调整净利润及同比.....	21
图表 51: 线下零售板块上半年营收（亿元）.....	22
图表 52: 线下零售板块上半年归母净利润（亿元）.....	22
图表 53: 百货板块上半年营收（亿元）.....	22
图表 54: 百货板块上半年归母净利润（亿元）.....	22
图表 55: 百货板块各公司 2025H1 业绩情况（亿元，%）.....	23
图表 56: 多业态零售板块营收（亿元）.....	23
图表 57: 多业态零售板块归母净利润（亿元）.....	23
图表 58: 多业态零售板块各公司 2025H1 业绩情况（亿元，%）.....	23
图表 59: 超市板块营收（亿元）.....	24
图表 60: 超市板块归母净利润（亿元）.....	24
图表 61: 超市板块各公司 2025H1 业绩情况（亿元，%）.....	24
图表 62: 专业连锁板块营收（亿元）.....	25
图表 63: 专业连锁板块归母净利润（亿元）.....	25
图表 64: 专业连锁板块各公司 2025H1 业绩情况（亿元，%）.....	25



一、黄金珠宝：高景气有望持续，产品升级趋势下品牌分化

1.1、渠道收缩、同店改善，盈利能力提升

25H1 板块整体实现收入 1,787.15 亿元，同比下降 5%；但归母净利润 107.30 亿元，同比大幅增长 41%；毛利率 19.23%，较 24H1 的 14.16% 明显提升，反映行业整体产品结构升级趋势以及黄金涨价利好影响。从具体公司看，品牌表现分化加剧。

1) **传统品牌：分化加剧，“产品升级”成利润护城河。**增长型：菜百股份（收入+39%、净利+15%）、曼卡龙（收入+27%、净利+35%）、萃华珠宝（收入+7%、净利+34%）增长较好，文化营销（菜百）、小众设计（曼卡龙、萃华）”精准抓消费需求；周大生收入下滑 44%，但净利仅降 1%，且毛利率从 18.38% 飙升至 30.34%。

2) **新兴品牌：“高端化+设计感”驱动爆发式增长，成行业“增长引擎”。**新兴品牌集体高增，收入增速均超 20%，净利增速超 30%：其中老铺黄金收入暴增 251%、净利增 286%，毛利率维持 38% 以上，依靠古法黄金工艺的稀缺性+SKP、万象城等高端商场布局，精准吸引高净值人群。

潮宏基：收入+20%、净利+44%，毛利率 23.81%，“IP 联名+花丝工艺”构成差异化竞争，线下门店拓展加速。

莱绅通灵：收入+37%，净利从 24H1 的亏损转为盈利，毛利率 36.04%，受益于“艺术黄金”构建差异化壁垒。

3) **港资品牌：头部靠“产品+模式”突围。**其中周大福、周生生靠产品升级/成本控制实现利润高增，六福集团仍承压。

周大福：收入-15%，但净利高增达 74%，毛利率从 16.80% 升至 28.02%，核心是“关闭低效门店（尤其香港区域）+产品高端化（一口价比例快速提升）”。

周生生：收入-5%，净利+71%，毛利率 33.52% 提升明显，靠高端珠宝占比提升+渠道精细化聚焦高客流商圈。

图表1：黄金珠宝板块 25H1 业绩情况（亿元）

	收入			归母净利润			毛利率(%)	
	25H1	24H1	同比增速	25H1	24H1	同比增速	25H1	24H1
板块整体	1,787.15	1,882.36	-5%	107.30	76.02	41%	19.23	14.16
传统品牌								
老凤祥	333.56	399.59	-17%	12.20	14.04	-13%	8.68	9.21
中国黄金	310.98	351.55	-12%	3.19	5.94	-46%	4.50	4.39
周大生	45.97	81.97	-44%	5.94	6.01	-1%	30.34	18.38
明牌珠宝	19.39	24.34	-20%	-0.78	0.14	-647%	8.13	8.93
菜百股份	152.48	109.89	39%	4.59	4.00	15%	7.15	9.07
曼卡龙	15.56	12.27	27%	0.77	0.57	35%	13.52	13.47
萃华珠宝	22.43	20.95	7%	1.11	0.82	34%	13.60	12.99
新兴品牌								
老铺黄金	123.54	35.20	251%	22.68	5.88	286%	38.09	41.33
潮宏基	41.02	34.31	20%	3.31	2.29	44%	23.81	24.15
莱绅通灵	8.70	6.35	37%	0.61	-0.37	-264%	36.04	32.87
港资品牌								
周大福	502.48	591.87	-15%	33.86	19.48	74%	28.02	16.80
周六福	31.50	29.94	5%	4.15	3.71	12%	26.26	25.42
周生生	100.62	105.73	-5%	9.02	5.26	71%	33.52	28.27
六福集团	78.92	78.40	1%	6.66	8.24	-19%	33.39	26.70

来源：ifind，国金证券研究所

其中 25Q2 传统品牌收入增速环比显著改善，新兴品牌延续高增，但利润端分化加剧，毛利率表现同比有所下降，预计主要受上半年黄金价值单向大幅提升与终端涨价不同步的影响。

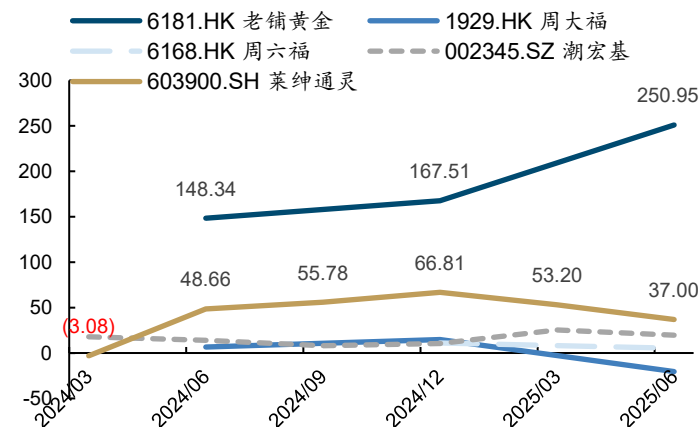


图表2: 黄金珠宝板块 25Q2 单季度业绩情况 (亿元)

	收入			归母净利润			毛利率(%)	
	25Q2	24Q2	同比增速	25Q2	24Q2	同比增速	25Q2	24Q2
板块整体	500.46	437.78	14%	14.66	13.41	9%	8.13	9.68
传统品牌								
老凤祥	158.35	143.29	11%	6.07	6.02	1%	8.26	10.71
中国黄金	200.95	169.05	19%	1.84	2.31	-20%	3.87	4.71
周大生	19.24	31.26	-38%	3.42	2.60	31%	36.07	22.93
明牌珠宝	9.65	10.77	-10%	-0.40	-0.06	525%	3.86	7.27
莱百股份	70.26	46.73	50%	1.39	1.27	9%	5.76	7.80
曼卡龙	8.41	7.27	16%	0.34	0.25	37%	11.60	10.92
萃华珠宝	10.12	9.12	11%	0.25	0.22	12%	12.39	19.61
新兴品牌								
潮宏基	18.50	16.35	13%	1.42	0.99	44%	24.88	23.30
莱绅通灵	4.99	3.93	27%	0.32	-0.18	-276%	32.37	27.70

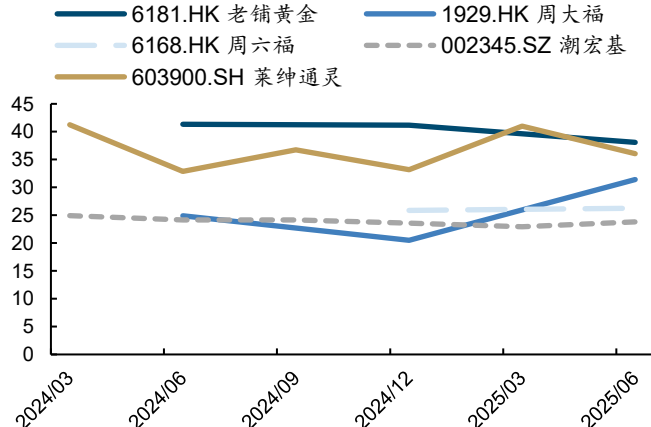
来源: iFind, 国金证券研究所

图表3: 黄金珠宝板块重点公司收入同比增速 (%)



来源: iFind, 国金证券研究所

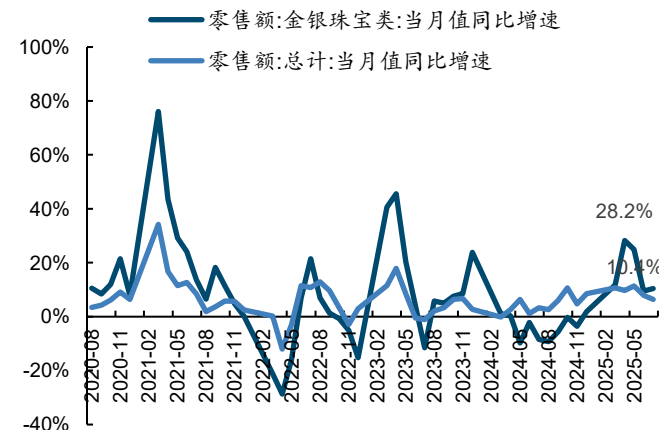
图表4: 黄金珠宝板块重点公司毛利率 (%)



来源: iFind, 国金证券研究所

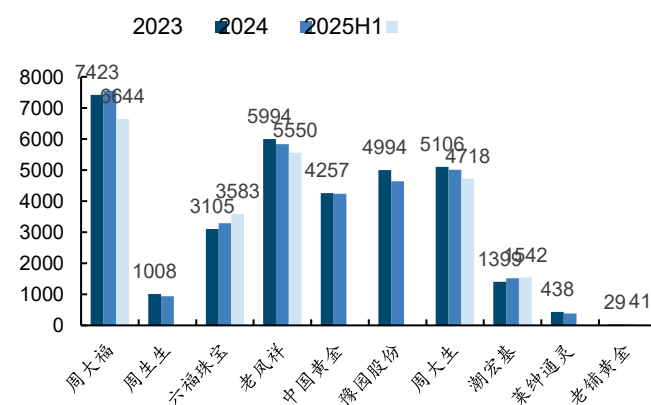
2025 年上半年,金银珠宝类零售额同比增速大幅跑赢社会消费品零售总额大盘,其中 7 月金银珠宝增速达 10.4%,总额增速 6.4%,持续领先;同时周大福、老凤祥等多家传统珠宝品牌的门店优化持续推进,2023-2025 年上半年间各品牌门店规模呈现阶段性调整态势,同店增长有望持续改善。

图表5: 25H1 金银珠宝月度零售额增速跑赢大盘



来源: iFind, 国金证券研究所

图表6: 多家传统品牌门店优化持续



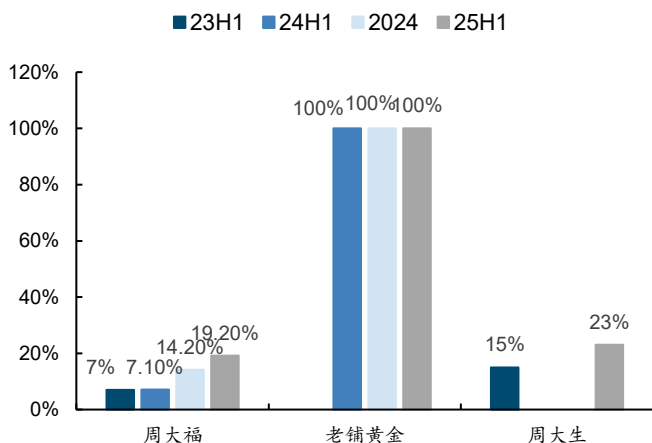
来源: 公司公告, 国金证券研究所



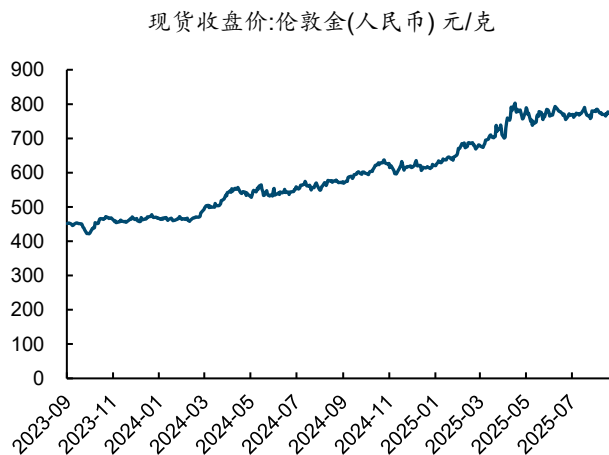
1.2、一口价占比提升，金价上涨或驱动行业景气度持续

8月22日晚间美联储主席鲍威尔发言偏鸽，降息预期提升有望带动金价持续走强，催化黄金珠宝行业产品升级与定价变革持续。根据芝商所FedWatch数据显示，鲍威尔讲话前市场预期9月降息25bp概率为70%，讲话后提升至90%。本周伦敦金收盘价环比上周增长0.95%，其中单8月22日收涨0.9%，或系市场降息预期大幅提升带动。金价上涨趋势下，消费者对黄金饰品的保值预期有望进一步增强，同时对一口价定价产品接受度提升，黄金珠宝行业强品牌、产品力的公司有望获得更多溢价能力，从而带动量价齐升与份额上行。

图表7：多品牌一口价占比呈提升趋势



图表8：8月27日当周金价收盘价环比提升1.14%



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所

二、跨境电商：需求景气持续，关税影响效果分化

2.1、收入端增速稳健，外部影响因素下利润端分化

跨境出海板块 2025 年上半年及二季度整体延续增长态势：板块整体 25H1 收入同比增 22%、归母净利增 14%，25Q2 收入增 19%、净利增 13%。

根据下游渠道、物流方式、产能分布不同，各公司受关税影响分化明显。

跨境品牌龙头安克创新收入（25H1+33%）、净利（25H1+34%）双高增长，系新品拓展及涨价驱动，上半年公司备货充足关税影响尚未显现；

泛品类吉宏股份 25Q2 收入同比增 56%、净利增 100% 表现突出系东南亚投流增加叠加低基数驱动，华凯易佰、赛维时代、恒林股份等跨境电商公司增收不增利，主要系库存去化及营销费用增长影响，关税影响相对不明显；

平台类焦点科技、小商品城经营状态受外部影响较小，市场拓展战略及 AI 工具加持驱动业绩稳步增长；

工具出海类巨星科技业绩增速放缓，主要系关税影响发货，下半年产能迁移后有望逐步恢复；大25H1收入同比增 132%、净利增 325%，系家得宝渠道上量驱动。


图表9：跨境出海板块 25H1 中报业绩情况（亿元）

	收入			归母净利润			毛利率(%)	
	25H1	24H1	同比增速	25H1	24H1	同比增速	25H1	24H1
板块整体	589.58	483.60	22%	56.06	49.27	14%	35.54	36.02
精品								
安克创新	128.67	96.48	33%	11.67	8.72	34%	44.73	45.18
致欧科技	40.44	37.21	9%	1.90	1.72	11%	34.93	34.92
赛维时代	53.46	41.77	28%	1.69	2.36	-28%	44.47	46.51
乐歌股份	31.45	24.27	30%	1.29	1.60	-19%	25.69	31.35
恒林股份	53.47	48.04	11%	1.81	2.20	-18%	17.88	21.16
泛品								
华凯易佰	45.38	35.19	29%	0.37	1.35	-73%	33.47	36.67
吉宏股份	32.34	24.53	32%	1.18	0.72	63%	46.97	40.68
三态股份	8.27	8.01	3%	0.23	0.45	-49%	31.74	29.99
平台								
小商品城	77.13	67.66	14%	16.91	14.48	17%	31.55	33.08
焦点科技	9.19	7.94	16%	2.95	2.34	26%	80.05	80.17
工具出海								
巨星科技	70.27	67.01	5%	12.73	11.94	7%	31.95	32.05
常润股份	14.00	14.50	-3%	1.07	0.87	24%	21.89	19.72
大叶股份	25.51	10.98	132%	2.25	0.53	325%	24.41	18.52

来源：iFind，国金证券研究所

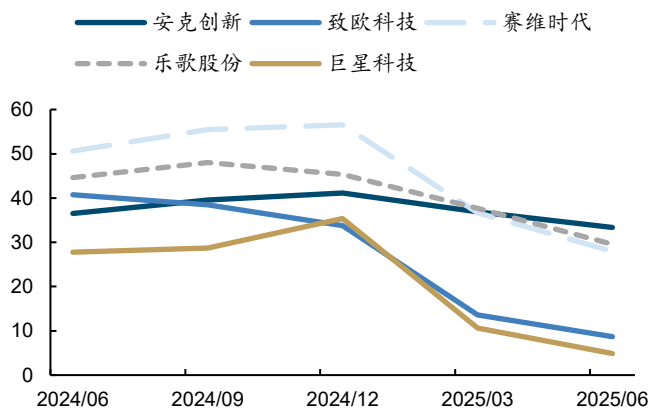
图表10：跨境出海板块 25Q2 单季度业绩情况（亿元）

	收入			归母净利润			毛利率(%)	
	25Q2	24Q2	同比增速	25Q2	24Q2	同比增速	25Q2	24Q2
板块整体	306.24	258.18	19%	31.68	27.96	13%	36.19	35.16
精品								
安克创新	68.7338	52.7060	30%	6.71	5.61	20%	46.00	45.23
致欧科技	19.5291	18.7947	4%	0.80	0.71	12%	34.43	33.86
赛维时代	28.8731	23.7846	-6%	1.22	1.50	-18%	44.97	46.02
乐歌股份	16.0026	13.0554	35%	0.77	0.80	-4%	25.45	31.39
恒林股份	26.9362	24.5064	-83%	1.30	1.17	10%	19.46	17.66
泛品								
华凯易佰	22.4629	18.2209	23%	0.52	0.53	-1%	35.49	36.87
吉宏股份	17.5604	11.2901	56%	0.59	0.30	100%	48.10	40.75
三态股份	4.2432	4.1167	3%	0.09	0.15	-39%	31.87	28.33
平台								
小商品城	45.5163	40.8533	11%	8.88	7.35	21%	28.34	29.16
焦点科技	4.7631	4.0949	16%	1.83	1.57	16%	79.65	81.23
工具出海								
巨星科技	33.7135	33.9485	-1%	8.12	7.80	4%	33.73	32.70
常润股份	7.5740	8.1851	-7%	0.55	0.39	40%	22.31	18.54
大叶股份	10.3327	4.6243	123%	0.31	0.07	312%	25.85	18.74

来源：iFind，国金证券研究所

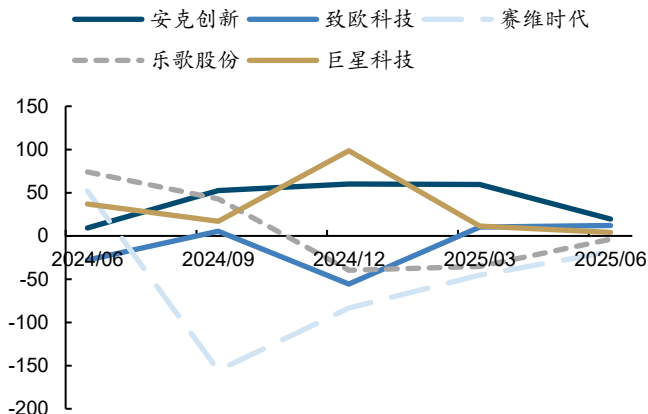


图表11：跨境出海公司收入同比增速韧性持续（%）



来源：iFind，国金证券研究所

图表12：跨境出海公司归母净利润同比增速趋稳（%）



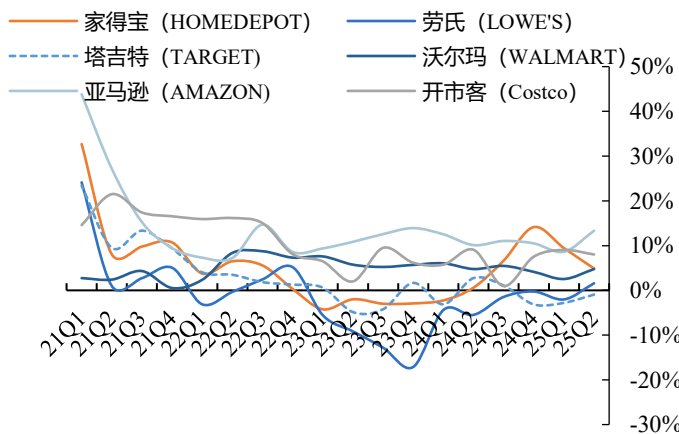
来源：iFind，国金证券研究所

2.2、北美连锁商超指引上调，看好下半年头部品牌业绩回暖

多家零售商上调增速指引，跨境出海高景气持续。根据海外渠道商中报数据，25Q2 亚马逊、沃尔玛、劳氏、塔吉特等多家公司收入增速环比提升，同时除家得宝外多家公司上调全年增速指引，预计主要系海外经济数据承压但居民对性价比&刚需产品的需求依旧旺盛。库存方面，伴随 2024 年底的关税囤货持续消化与终端景气回升，二季度渠道库销比出现显著环比下降趋势，三季度订单有望回暖。

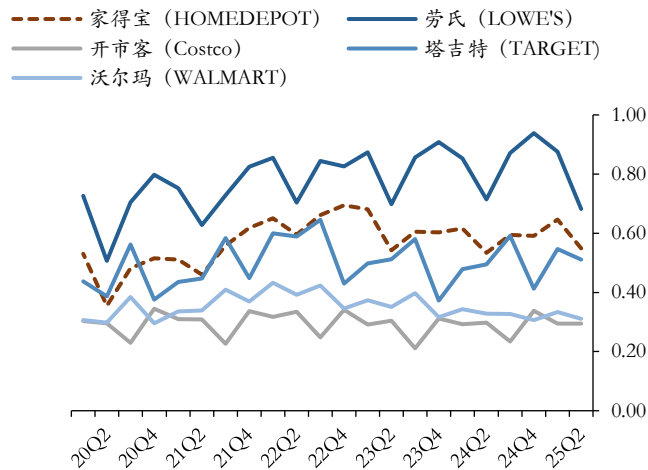
我们预计跨境出海板块收入端景气度持续，利润端关税影响或在 Q3 逐步显现，具备强供应链及品牌议价能力的公司份额或将提升，头部品牌份额提升逻辑强化，叠加海运费成本下降，建议关注低估值拐点标的。

图表13：25Q2 海外连锁商超收入同比增速回暖



来源：iFind，国金证券研究所

图表14：25Q2 海外线下连锁商超库销比环比下降



来源：iFind，国金证券研究所

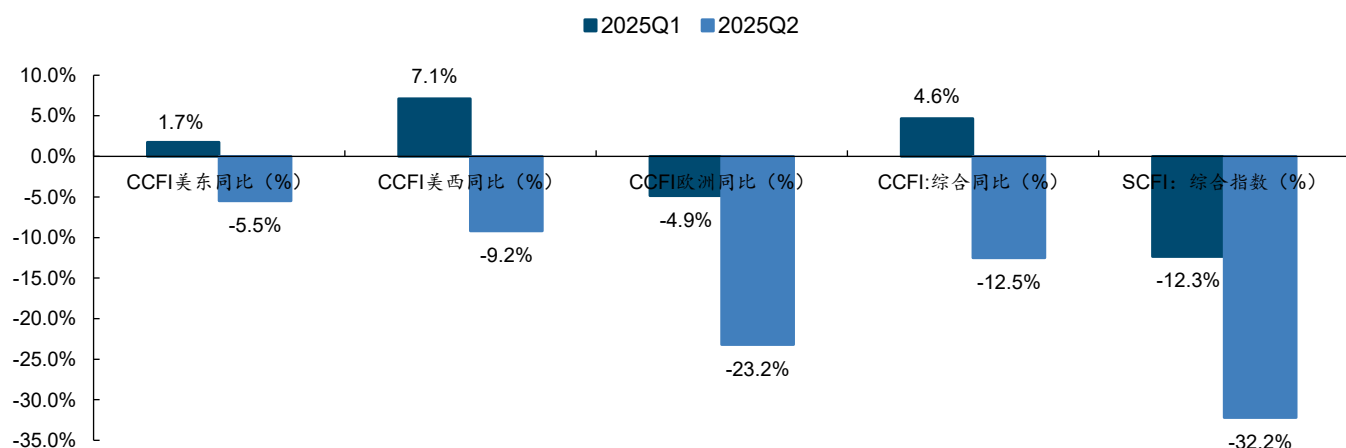


图表15：海外连锁商超中报收入增速指引普遍上调

公司	2025中报指引	2024年报指引
沃尔玛	2026财年净销售增长预期上调至3.75%-4.75%	剔除汇率影响，公司指引25全年净销售额同比增长3%-4%，调整后营业利润同比增长3.5%-5.5%
亚马逊	三季度指引净销售额同比增长10%-13%，增长加速	25Q1公司指引净销售额同比增长5%-9%（不考虑闰年影响6%-10%，不考虑汇率影响7.5%-11.5%）
家得宝	2025财年指引维持不变，预计总销售增长约2.8%，同店销售增长约1%，毛利率预计为33.4%	指引25全年总销售额同比增长2.8%，可比销售额同比增长1.0%；25全年毛利率约为33.4%
劳氏	预计全年总销售额将介于845-855亿美元之间，预期上调	指引25全年总销售额835-845亿美元，可比销售额同比增长0%-1%；营业利润率12.3%-12.4%
塔吉特	预计第三季度同店销售额将增长1到2%，增长加速	指引25全年净销售额同比增长1%

来源：公司公告，华尔街见闻，新浪财经，腾讯新闻，国金证券研究所

图表16：25Q2 海运费成本大幅下降



来源：iFind，国金证券研究所

三、文旅：复苏趋势持续，自然景区表现亮眼

3.1、业绩表现分化，性价比旅游趋势下 OTA 平台更加受益

文旅板块 25H1 及 25Q2 业绩呈“整体复苏+结构分化”特征，行业政策驱动叠加需求回暖、但资源禀赋决定表现分化。从数据看，25H1 板块整体收入同比+10%、归母净利+15%，25Q2 收入+11%、净利+25%，业绩增速延续修复态势；细分领域中，OTA 与优质自然景区成增长引擎，旅行社底部弹性显现，人工景区仍待修复。

分领域看：

OTA：受益旅游需求井喷式爆发，OTA 平台、垂直酒店类平台多流量入口布局，全景流量同比增长。OTA 对价格端敏感度较低，跟量的相关性更强，因此在宏观经济波动情况下体现出更强的韧性。携程 25H1 收入+16%、归母净利+12%，同程旅行收入+12%、净利+58%，增长动能来自高端产品与高毛利的住宿预订业务占比提升；

旅行社：凯撒旅业 25H1 收入+236%（低基数叠加出境游回暖），众信旅游虽短期净利承压，但渠道资源优势仍在，板块边际改善明确；

景区：自然景区中黄山旅游 25H1 收入+13%、九华旅游+22%，毛利率维持 45%以上高位，资



源稀缺性支撑抗周期能力；人工景区如宋城演艺净利-27%，反映内容迭代与需求偏好变化下的分化，需关注后续 IP 打造与场景创新。

图表17：文旅板块 25H1 中报业绩情况（亿元）

	收入				归母净利润				毛利率(%)		
	25H1	24H1	同比增速	较19年增速	25H1	24H1	同比增速	较19年增速	25H1	24H1	19H1
板块整体	534.07	487.69	10%	81%	114.31	99.75	15%	402%			
旅行社											
众信旅游	28.75	26.17	10%	-50%	0.40	0.72	-44%	-63%	12.42	13.07	10.90
岭南控股	20.90	19.26	9%	-43%	0.50	0.40	24%	-73%	18.61	19.66	13.94
凯撒旅业	3.17	3.21	236%	-91%	-0.24	-0.17	亏损扩大	盈转亏	22.12	22.43	16.32
OTA											
同程旅行	90.47	81.12	12%	168%	13.83	58%	342%	66.86	64.83	68.60	
携程集团-S	286.73	246.77	16%	-	91.23	81.45	12%	-	80.74	81.56	0.00
人工景区											
宋城演艺	10.80	11.77	-8%	-24%	4.00	5.50	-27%	-49%	65.72	69.19	69.71
云南旅游	1.17	3.01	-61%	-88%	-0.97	-0.46	111%	-378%	-28.76	5.04	17.81
曲江文旅	5.32	7.70	-31%	-18%	-0.14	-1.87	-93%	-121%	6.62	22.68	31.04
大连圣亚	1.86	2.01	-7%	42%	-0.16	0.12	-229%	-309%	48.76	54.92	53.45
中青旅	48.66	43.51	12%	-17%	0.67	0.73	-8%	-83%	21.35	24.11	24.96
海昌海洋公园	0.00	8.00	-100%	-100%	0.00	-0.84	-100%	-100%	0.00	24.37	36.52
自然景区											
长白山	2.35	2.54	-7%	83%	-0.02	0.21	-110%	-91%	19.04	29.43	4.58
西域旅游	1.14	1.04	10%	84%	0.11	0.29	-62%	218%	36.11	54.16	40.71
九华旅游	4.83	3.95	22%	66%	1.42	1.14	24%	76%	54.60	54.17	54.08
峨眉山A	4.57	5.08	-10%	-14%	1.21	1.33	-8%	57%	48.07	49.60	40.29
西藏旅游	0.90	0.92	-1%	13%	0.02	-0.03	-181%	-72%	29.12	28.52	51.21
桂林旅游	1.97	1.96	0%	-35%	0.08	-0.19	-142%	-19%	29.00	27.38	44.42
黄山旅游	9.40	8.34	13%	29%	1.27	1.32	-4%	-25%	45.43	50.21	54.09
丽江股份	3.78	3.85	-2%	19%	0.95	1.12	-16%	-4%	53.79	57.21	68.65
ST张家界	1.94	1.74	11%	14%	-0.33	-0.61	-46%	-503%	13.44	9.73	29.67
天目湖	2.46	2.63	-6%	12%	0.55	0.53	4%	2%	53.55	52.18	65.66
三特索道	2.92	3.11	-6%	3%	0.68	0.76	-11%	-282%	59.48	59.24	53.22

来源：iFind，国金证券研究所

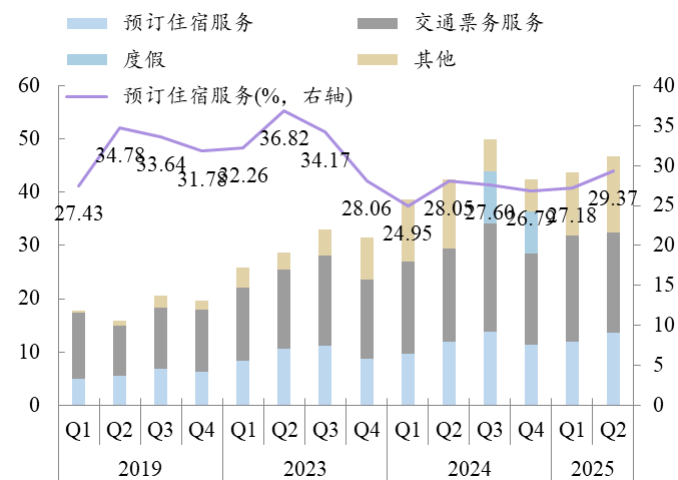
图表18：文旅板块 25Q2 单季度业绩情况（亿元）

	收入				归母净利润				毛利率(%)		
	25Q2	24Q2	同比增速	较19年增速	25Q2	24Q2	同比增速	较19年增速	25Q2	24Q2	19Q2
板块整体	283.43	254.98	11%	86%	61.68	49.47	25%	287%			
旅行社											
众信旅游	17.0925	15.9233	7%	-48%	0.21	0.44	-51%	-53%	10.60	11.90	9.14
岭南控股	11.6667	10.2420	14%	-37%	0.23	0.16	46%	-67%	17.47	18.62	13.87
凯撒旅业	1.7644	1.6002	224%	-89%	-0.20	-0.03	665%	-161%	20.06	24.84	17.93
OTA											
同程旅行	46.69	42.45	10%	194%	6.42	4.34	48%	222%	65.02	64.64	64.73
携程集团-S	148.43	127.72	16%		48.46	38.33	26%		81.01	81.90	0.00
人工景区											
宋城演艺	5.1858	6.1781	-16%	-12%	1.53	2.99	-49%	-63%	63.16	69.58	69.62
云南旅游	0.6929	1.7517	-60%	-90%	-0.49	-0.14	242%	-188%	-30.61	4.68	22.12
曲江文旅	2.2571	3.6921	-39%	-32%	0.30	-1.89	-116%	-14%	10.89	23.76	32.77
大连圣亚	1.0167	1.0938	-7%	18%	-0.08	0.11	-170%	-148%	55.71	57.21	60.67
中青旅	28.1197	24.2834	16%	-15%	1.01	1.02	-1%	-68%	21.94	26.85	25.73
自然景区											
长白山	1.0665	1.2652	-16%	34%	-0.06	0.10	-162%	-495%	14.43	30.64	22.29
西域旅游	0.9739	0.8732	12%	83%	0.41	0.41	-1%	150%	59.80	68.04	58.06
九华旅游	2.4837	2.1477	16%	59%	0.73	0.62	17%	75%	54.61	53.75	53.29
峨眉山A	2.3104	2.5475	-9%	-16%	0.62	0.58	7%	8%	49.20	47.82	48.20
西藏旅游	0.6481	0.6882	-6%	0%	0.11	0.17	-35%	-25%	46.64	44.73	55.31
桂林旅游	1.1407	1.0756	6%	-38%	0.21	-0.06	-471%	78%	33.78	29.88	48.83
黄山旅游	5.3699	4.9762	8%	16%	0.90	1.06	-16%	-38%	50.08	57.47	60.35
丽江股份	2.1522	2.0490	5%	13%	0.60	0.56	6%	-4%	55.42	56.30	69.84
ST张家界	1.3482	1.1536	17%	17%	-0.02	-0.15	-86%	-112%	21.69	20.57	38.85
天目湖	1.4139	1.5678	-10%	8%	0.41	0.42	-2%	6%	62.53	61.71	70.76
三特索道	1.6065	1.6989	-5%	-8%	0.37	0.43	-12%	1986%	59.58	57.06	58.93

来源：iFind，国金证券研究所

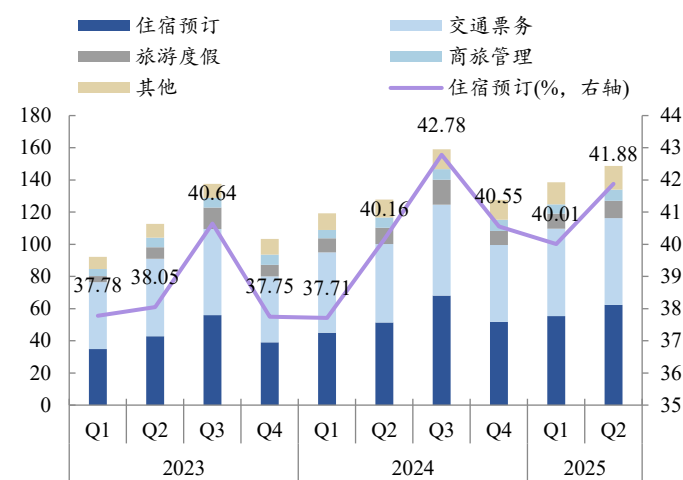


图表19：携程旅行分季度收入拆分（亿元）



来源：iFind，国金证券研究所

图表20：同程旅行分季度收入拆分（亿元）



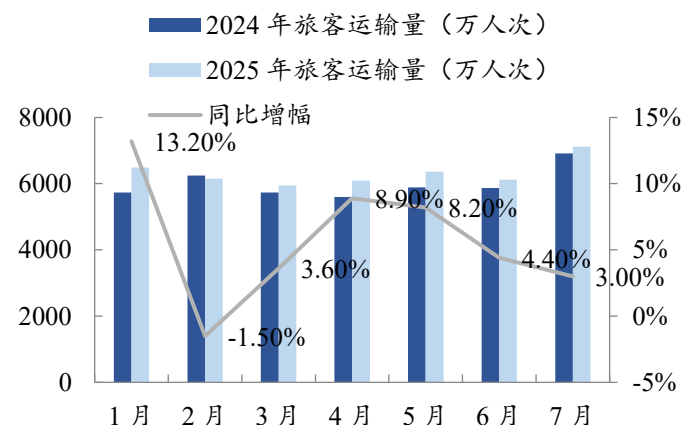
来源：iFind，国金证券研究所

3.2、航班价格同比下降，出行人数稳步提升

国内游大盘表现稳中向好，出游人数稳步提升。2025 上半年民航客运航班量达 34 万次，较 2019 年恢复率约 88%，客运总量达 3.7 亿人次，同比增长 6.0%，航旅需求景气度持续；其中 7 月客运总量 0.71 亿人次，环比+16.3%，同比+3.0%，7 月同比增速放缓预计系台风等极端天气影响。根据国家铁路公司数据，铁路暑运期间，7 月全国铁路累计发送旅客 4.41 亿人次，同比增长 4.3%。

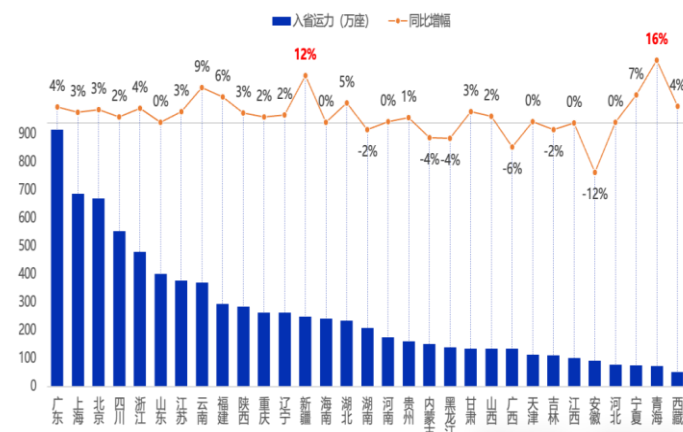
暑期自然风光&避暑目的地热度增速更高。从入省运力观察，25 年 7 月旅游属性的省份有较高的运力增幅，其中青海同比增长 16%、新疆同比增长 12%，旅游热度最高，除此之外，云南增长 9%、宁夏增长 7%。

图表21：25Q2 民航各月旅客运输量同比提升



来源：DAST 交通数据速递，国金证券研究所

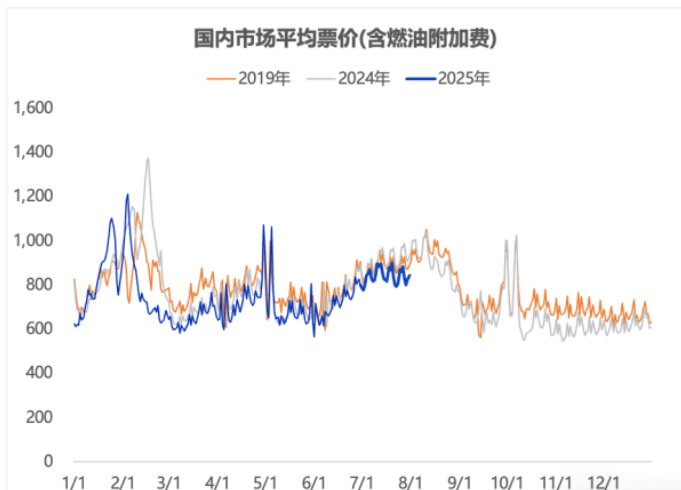
图表22：25 年 7 月暑期西部旅游目的地运力增幅显著



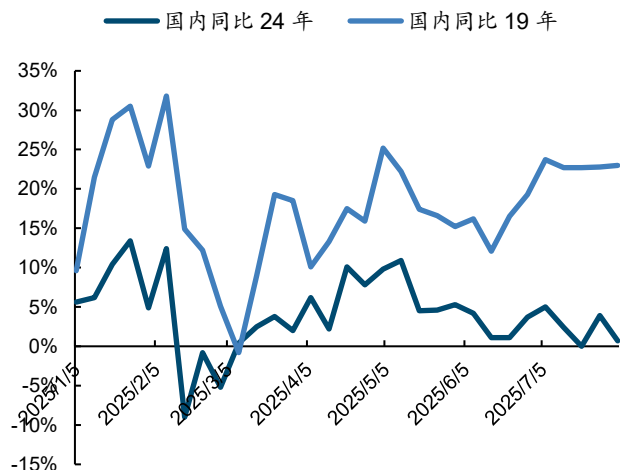
来源：DAST 交通数据速递，国金证券研究所



图表23：上半年国内市场平均机票价格小幅下降



图表24：25H1 民航国内旅客数量周同比趋势

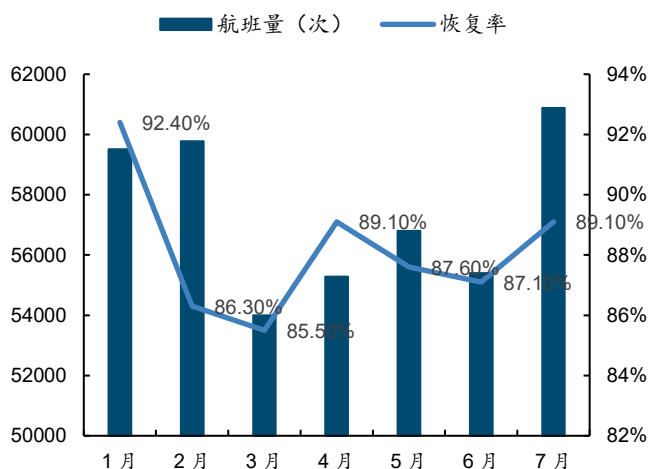


来源：DAST 交通数据速递，国金证券研究所

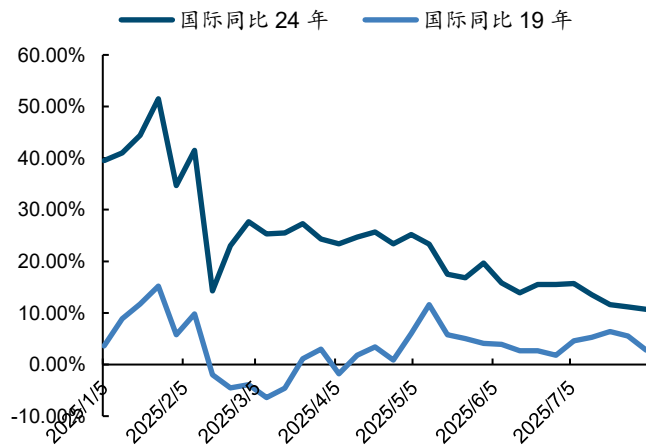
来源：DAST 交通数据速递，国金证券研究所

受益移民政策开放，免签入境外国人数大幅增长，国人境外游需求稳步回暖。根据国家移民管理局数据，2025 年上半年全国移民管理机构累计查验出入境人员 3.33 亿，同比增长 15.8%；入境外国人中，适用免签政策入境 1364 万人次，较去年同期增长 53.9%。共计查验出入境交通运输工具 1779.5 万架（艘、列、辆）次，较去年同期增长 15.4%。

图表25：25H1 民航国际客运航班量恢复率逐步提升



图表26：25H1 民航国际旅客数量周同比趋势



来源：DAST 交通数据速递，国金证券研究所

来源：DAST 交通数据速递，国金证券研究所

四、酒店：业绩增速边际提升，供需有望再平衡

4.1、RevPAR 承压持续，业绩表现分化

25H1 板块整体收入 274.87 亿元（同比+24%，较 19 年+58%），归母净利润 37.89 亿元（同比+10%，较 19 年+144%）；25Q2 收入 150.23 亿元（同比+6%，较 19 年+64%），归母净利润 25.34 亿元（同比+12%，较 19 年+122%）。业绩增长源于商务出行回暖（如展会、差旅频次提升）叠加休闲旅游韧性。

具体来看：

- 1) 华住集团：上半年华住集团总营收 118.21 亿元，同比增长 3.46%；股东应占溢利 24.38 亿元，同比增长 41.25%，业绩弹性显著，会员渠道与品牌迭代巩固行业地位。
- 2) 首旅酒店：规模扩张与结构优化并行，业绩增速环比改善。上半年首旅酒店总营收 36.61 亿元，同比下降 1.93%；归母净利润 3.97 亿元，同比增长 11.08%，业绩增速与



行业整体持平。

- 3) 锦江酒店：上半年实现营业收入 65.3 亿元，同比下降 5.3%；归母净利润 3.71 亿元，同比下降 56.3%，主要因去年同期处置时尚之旅酒店股权等非经常性收益导致基数较高。

图表27：酒店板块 25H1 中报业绩情况（亿元）

	收入				归母净利润				毛利率(%)		
	25H1	24H1	同比增速	较19年增速	25H1	24H1	同比增速	较19年增速	25H1	24H1	19H1
板块整体	274.87	265.27	4%	58%	37.89	34.36	10%	144%			
亚朵	43.74	32.65	34%		6.67	5.61	19%		44.41	40.93	
华住集团-S	118.21	114.26	3%	125%	24.38	17.26	41%	239%	37.77	36.15	33.70
首旅酒店	36.61	37.33	-2%	-8%	3.97	3.58	11%	8%	38.33	37.58	94.14
金陵饭店	8.51	9.05	-6%	52%	0.23	0.23	0%	-36%	24.77	26.05	55.64
锦江酒店	65.26	68.92	-5%	-9%	3.71	8.48	-56%	-35%	36.28	39.85	89.55
华天酒店	2.53	3.06	-17%	-42%	-1.07	-0.79	35%	-22%	13.14	23.77	55.11
君亭酒店	3.26	3.31	-1%	75%	0.06	0.14	-55%	-83%	28.16	31.18	32.14

来源：iFind，国金证券研究所

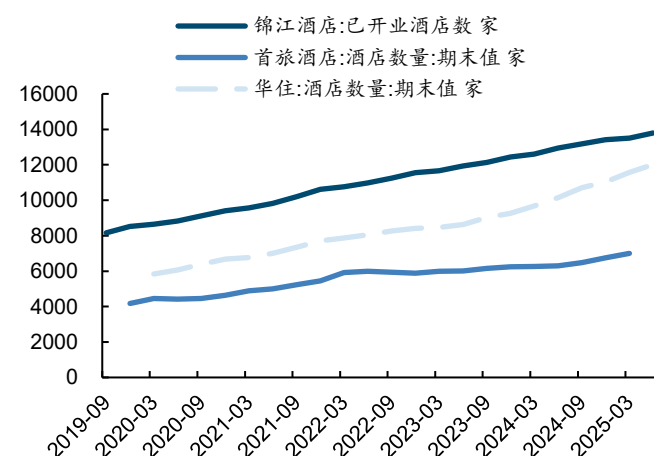
图表28：酒店板块 25Q2 单季度业绩情况（亿元）

	收入				归母净利润				毛利率(%)		
	25Q2	24Q2	同比增速	较19年增速	25Q2	24Q2	同比增速	较19年增速	25Q2	24Q2	19Q2
板块整体	150.23	141.51	6%	64%	25.34	22.58	12%	122%			
亚朵	24.14	17.44	38%		4.24	3.04	40%		46.33	42.80	
华住集团-S	64.26	61.48	5%	125%	15.44	10.67	45%	152%	41.61	39.31	39.03
首旅酒店	18.96	18.88	0%	-7%	2.54	2.37	7%	-13%	41.10	38.54	94.35
金陵饭店	4.04	3.49	16%	55%	0.17	0.16	6%	-27%	27.17	35.20	61.14
锦江酒店	35.85	36.86	-3%	-6%	3.35	6.58	-49%	23%	39.92	43.75	90.60
华天酒店	1.34	1.67	-20%	-36%	-0.43	-0.32	36%	-28%	22.36	29.21	56.69
君亭酒店	1.64	1.70	-4%		0.03	0.09	-63%		28.32	32.17	

来源：iFind，国金证券研究所

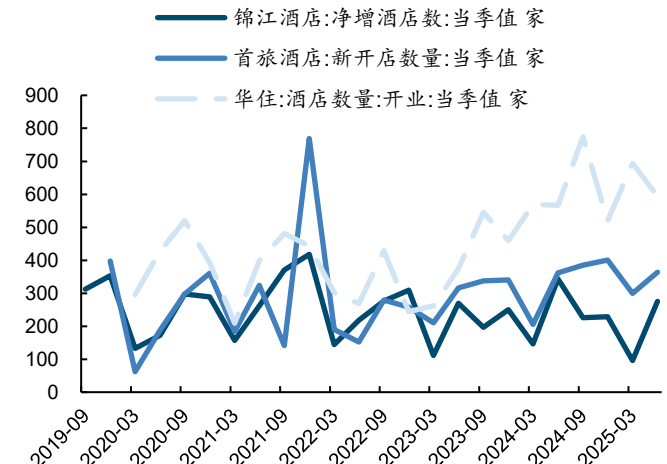
规模扩张延续，单店经营指标小幅承压。锦江、首旅、华住已开业酒店数量持续提升，映行业连锁化趋势不改，龙头依托品牌、供应链优势加速布局以巩固市场份额；但新开店数量走势分化，不同品牌在区域选择、品牌矩阵迭代上的策略差异，行业从“全面扩张”向“精准布局”过渡。经营维度来看重点品牌均价、RevPAR 同比小幅下降，短期或受供给增加后的竞争、需求高基数下的阶段性平稳影响。

图表29：25H1 重点品牌已开店数量持续提升



来源：iFind，国金证券研究所

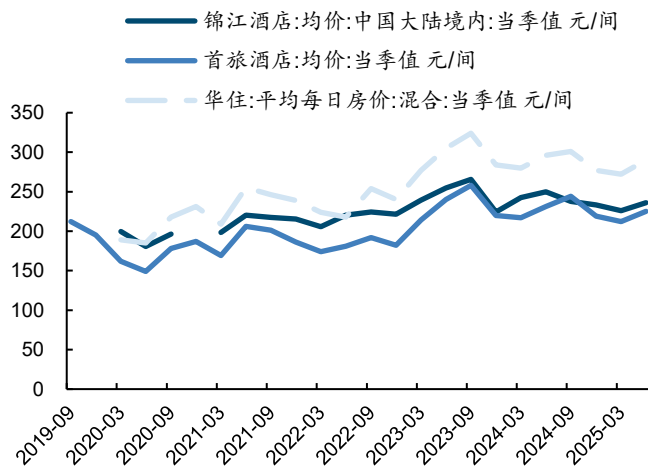
图表30：25H1 重点品牌新开店数量走势分化



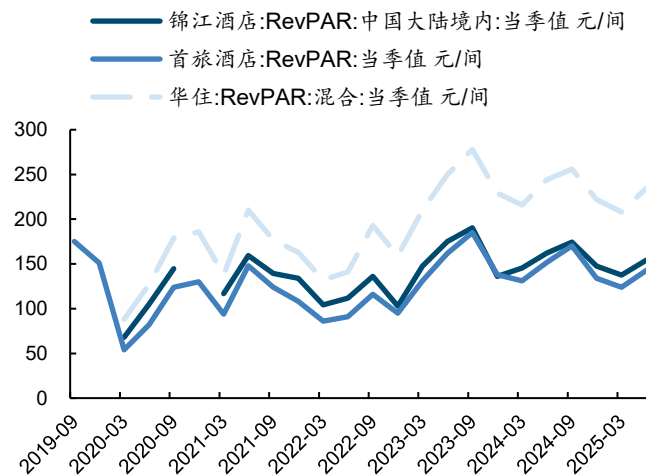
来源：iFind，国金证券研究所



图表31：25H1 重点品牌均价同比小幅下降



图表32：25H1 重点品牌 RevPAR 同比小幅下降



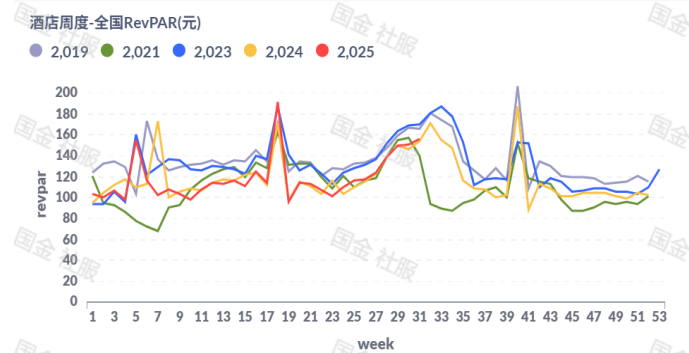
来源：iFind，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所

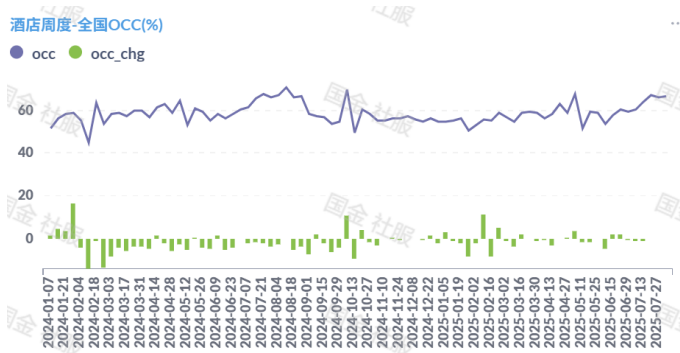
4.2、行业新开店增速收敛，经济型好于中高端

暑期酒店经营数据边际回暖，OCC 下降带动 RevPAR 提升。7 月全国酒店 RevPAR 同比 +1.02%，其中 ADR+3.61%、OCC-1.21pct，环比 5 月 RevPAR+26.2%，其中 ADR+12.4%、OCC+11.56pct，降幅有所收窄或转增。

图表33：全国酒店周度 RevPAR 同比小幅回暖



图表34：全国酒店周度 OCC 同比

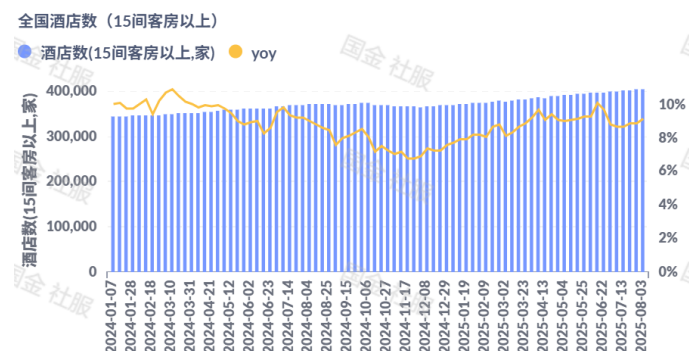


来源：酒店之家，国金证券数字未来实验室，国金证券研究所

来源：酒店之家，国金证券数字未来实验室，国金证券研究所

酒店新开店增速收敛，有望缓解中低端价格战压力，供需再平衡下价格拐点渐近。7 月供给：行业酒店数+9.14%、边际增速放缓。分类别看，经济型好于中高端，8 月初较 7 月同比增速有所修复。最新 25 年 W31 数据 RevPAR 经济型+1.46%/中档-2.34%/高档-1.98%/豪华-3.18%。

图表35：全国酒店开业增速边际放缓



图表36：分档次 RevPAR 经济型好于中高端

全国酒店分档次RevPAR YOY (%)					
hotel_type_name	2025-08-03	2025-07-27	2025-07-20	2025-07-13	2025-07-06
全部	1.74%	3.14%	0.3%	0.33%	0.16%
经济型	1.46%	2.5%	0.16%	-0.63%	-0.47%
中档型	-2.34%	-1.17%	-3.68%	-4.39%	-5.89%
高档型	-1.98%	1.25%	-4.94%	-0.9%	-4.7%
豪华型	-3.18%	0.64%	-7.21%	-10.85%	-10.4%

来源：酒店之家，国金证券数字未来实验室，国金证券研究所

来源：酒店之家，国金证券数字未来实验室，国金证券研究所

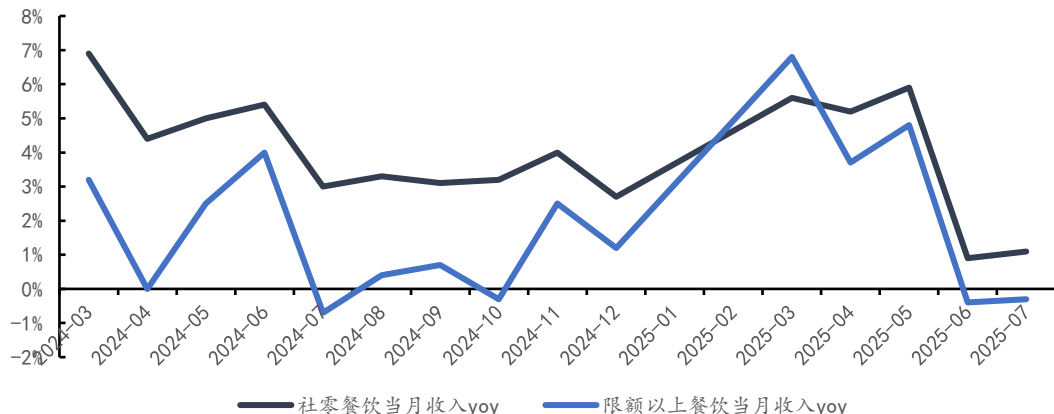


五、餐饮：茶饮高景气，性价比餐饮开启修复

5.1 经营表现：整体同店、开店承压，性价比餐饮表现亮眼

行业收入表现：受消费环境与基数等因素影响，呈现增长承压且内部分化的态势。从单季度同比增速看，社交餐饮和限额以上餐饮整体增速波动。总体来看，25H1 社零餐饮收入为 27480.2 亿元，同比增长 4.3%，增速低于 24 年同期。

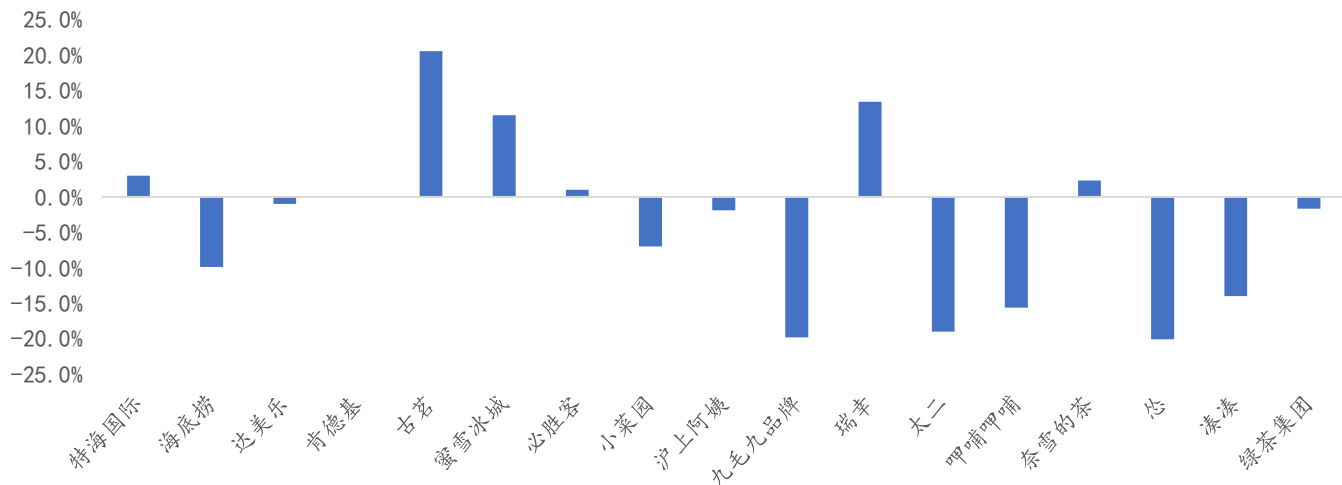
图表37：门店层面经营利润率



来源：ifind，国金证券研究所

同店：上市公司同店销售额压力整体偏大，其中性价比餐饮（快餐、茶饮及低客单餐饮）表现相对较好，品牌间进一步分化。需求端承压，上半年整体行业仍呈现降价趋势，上市公司餐饮品牌同店压力增大。1) 茶饮高景气：除沪上阿姨（-1.9%）外，古茗（+20.6%）、蜜雪冰城（+11.5%）、瑞幸（+13.4%）、奈雪的茶（+2.3%）等茶饮品牌同店销售额均呈增长态势，行业竞争加剧的情况下韧性较强；2) 快餐整体表现稳健有韧性：25H1 肯德基同店同比持平，必胜客同比+1%；3) 低客单价餐饮：开启修复。小菜园同店销售额-7.0%，主要由于线下客流承压及客单下降。绿茶集团 25H1 同店销售-1.68%，下滑幅度环比收窄；4) 火锅客单价较高，同店承压更明显。海底捞（-9.9%）、呷哺呷哺（-15.6%）、怂火锅（-20.1%）、凑凑（-14.0%）同店销售额均下降显著，下滑原因主要包括市场竞争加剧、消费者消费观念转变更加关注性价比等。

图表38：上市公司餐饮品牌同店销售额增速



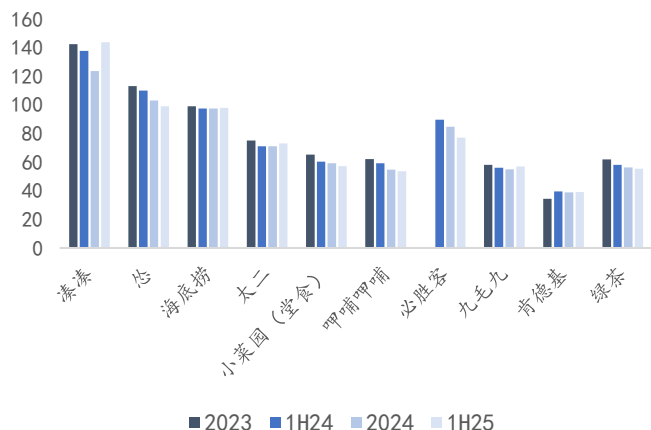
来源：公司财报、国金证券研究所

客单价：品牌表现分化，但整体下降呈现下降趋势。凑凑 25H1 客单价有一定增长（+4%），太二、九毛九、海底捞也有小幅上升；而其余品牌客单价则出现不同程度下降，其中怂火

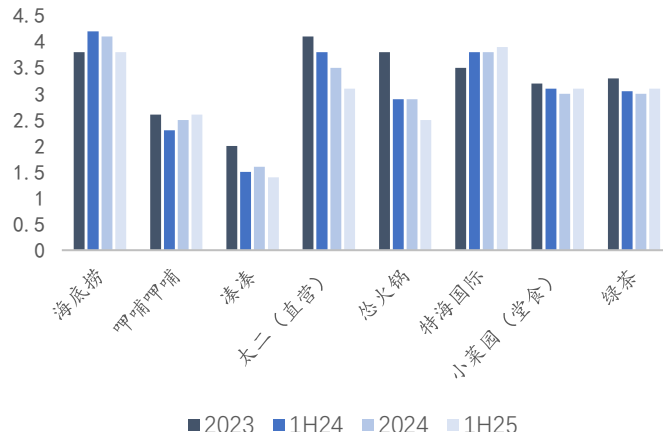


锅的客单价下降幅度相对较大(-10%)。各餐饮品牌在定价策略和市场接受度上存在差异。翻台率方面，多数品牌翻台率有所下降。海底捞、凑凑、太二、怂火锅等品牌翻台率均有不同程度降低。而特海国际、呷哺呷哺翻台率有所上升，小菜园则相对稳定。

图表39：上市餐饮品牌客单价变化



图表40：上市餐饮品牌翻台率变化



来源：各公司历年财报，国金证券研究所

来源：各公司历年财报，国金证券研究所

门店数量：多数品牌门店增速较 24H1 放缓，部分品牌闭店率有所上升，品牌加盟比例增加。主因同店数据承压，关闭低效门店、提升单店质量，如九毛九等，此外部分加盟为主品牌闭店率有所上升或反映压力下加盟商盈利能力变化。从商业模式来看，餐饮品牌加盟占比提升，1) 百胜中国提升净开店中加盟比例，公司预计在未来几年内，肯德基和必胜客净新增门店中加盟店的比例将分别逐渐增加到 40%-50%和 20%-30%；2) 海底捞推进红石榴计划，孵化如焰请烤肉铺子、小嗨火锅、火焰宫等新品牌，打开第二增长曲线，多管店模式提升同商圈内协同效应。

图表41：上市餐饮公司门店情况汇总

公司	品牌	2025H1	25H1 净增	24H1 期末 YOY	25H1 期末 YOY	增速变动	25H1 新开	25H1 关闭	关店率
百胜中国	肯德基	12238	590	14.32%	11.96%	-2.36%	781	191	1.64%
	必胜客	3864	140	14.06%	10.27%	-3.79%	271	131	3.52%
	其他品牌	876	-147	2.07%	4280.00%	4277.93%	-	-	-
	小计	16978	583	13.00%	3.56%	-9.44%	-	-	-
达势股份	达美乐	1198	190	36.01%	31.07%	-4.94%	-	-	-
海底捞	海底捞	1363	-5	2.82%	1.41%	-1.41%	28	33	2.41%
九毛九	太二	566	-77	23.79%	-7.82%	-31.61%	3	80	12.44%
	九毛九	68	-3	-4.00%	-5.56%	-1.56%	0	3	4.23%
	怂火锅	76	-4	73.81%	4.11%	-69.70%	5	9	11.25%
	其他品牌	19	-3	71.43%	58.33%	-13.10%	2	5	22.73%
	小计	729	-87	24.15%	-5.45%	-29.60%	10	97	11.89%
小菜园	小菜园品牌	672	55	-	8.91%	-	-	-	-
呷哺呷哺	呷哺呷哺	732	-52	-0.13%	-2.79%	-2.92%	-	-	-
	凑凑	189	-65	7.93%	6.78%	-1.15%	-	-	-
蜜雪冰城	加盟店	52996	6534	-	22.68%	-	7721	1187	2.55%
霸王茶姬	加盟店	7038	598	-	40.90%	-	-	-	-
古茗	加盟店	11179	1265	-	17.48%	-	1570	305	3.08%
茶百道	加盟店	8430	48	20.58%	0.64%	-19.93%	466	418	4.99%
奈雪的茶	奈雪直营	1321	-132	1.46%	-9.08%	-10.55%	-	-	-



	奈雪加盟	317	-28	-	-8.12%	-	-	-	-
瑞幸咖啡	直营店	16968	3032	81.64%	29.96%	-51.67%	-	-	-
	加盟店	9238	1831	89.28%	33.79%	-55.49%	-	-	-

来源：各公司财报，国金证券研究所

5.2 财务表现：业绩呈现分化，关注龙头降本增效能力

收入端：25 年行业继续分化，多数餐饮企业面临一定增长压力，收入增速表现不一，但仍有部分品牌表现突出：1) 强品牌延续势能，如古茗、达势股份，收入实现大幅增长；2) 增长动力多样，或凭借品牌力、或依靠规模效应等，像蜜雪集团、小菜园、百胜中国等收入保持稳定增长，而海底捞、九毛九、全聚德等收入出现下滑。

利润端：经营杠杆效应在不同企业呈现不同结果，25 年多数企业业绩受多因素影响，部分企业利润降幅高于收入端，而强势品牌（古茗、达势股份等）经营杠杆向上，业绩实现较好增长。高性价比或具备供应链、精细化运营优势的企业，如百胜中国，维持良好盈利水平；古茗通过推新品、抓老店运营，小菜园借助拓展外卖、供应链提效等方式，在压力环境下 25 年收入、业绩稳健。

图表42：餐饮行业 2025H1 业绩情况

	营业收入（亿元）			归母净利润（亿元）		
	1H24	1H25	1H25VS24	1H24	1H25	1H25VS24
茶饮						
霸王茶姬	55.3	67.3	21.61%	11.6	7.1	-38.79%
瑞幸咖啡	146.8	212.2	44.55%	7.9	17.8	125.38%
蜜雪集团	106.8	178.8	67.42%	18.8	26.9	42.94%
古茗	40.1	56.6	41.15%	7.3	16.3	123.29%
沪上阿姨	16.6	18.2	9.52%	1.7	2.0	19.41%
奈雪的茶	25.4	21.8	-14.25%	-4.4	-1.2	-73.41%
茶百道	24.0	25.0	4.17%	2.4	3.3	35.83%
餐厅						
达势股份	20.4	25.9	27.11%	0.1	0.7	560.00%
特海国际	28.4	27.1	-4.65%	-0.1	0.3	400.00%
小菜园	25.5	27.1	6.27%	2.8	3.8	35.71%
百胜中国	406.7	412.9	1.52%	5.0	5.1	2.00%
同庆楼	12.7	13.3	4.80%	0.8	0.7	-10.00%
广州酒家	19.1	20.0	4.71%	0.6	0.4	-33.33%
海底捞	215.0	207.0	-3.72%	20.4	17.6	-13.73%
巴比食品	7.6	8.4	10.53%	1.1	1.3	18.18%
九毛九	30.6	27.5	-10.13%	0.7	0.6	-14.29%
全聚德	6.9	6.3	-8.70%	0.3	0.1	-66.67%
味千中国	8.3	8.8	5.42%	-0.1	0.2	-340.00%
西安饮食	3.5	3.1	-11.43%	-0.6	-0.5	-16.67%
味知香	3.3	3.4	3.94%	0.4	0.3	-20.00%
呷哺呷哺	24.0	19.4	-19.08%	-2.7	-0.8	-68.89%
绿茶集团	18.6	22.9	23.12%	1.7	2.3	35.29%

来源：各公司财报，国金证券研究所

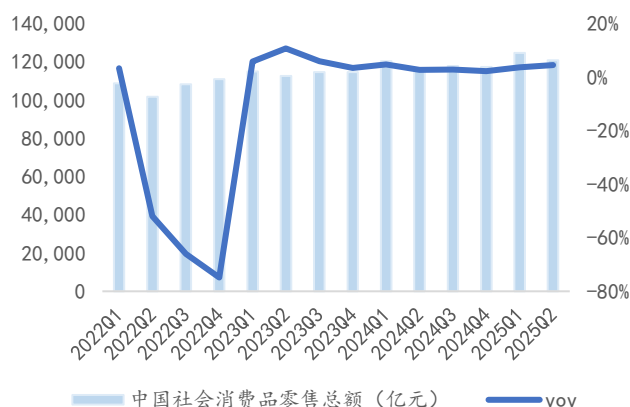
六、线上零售：线上零售渗透率亦趋于平稳，即时零售行业竞争持续升级

整体线上零售步入存量竞争阶段，近 2 年网上零售额渗透率未呈现出提升趋势，线上消费增长与整体消费大盘增长较为一致。2025H1 社零总额 24.55 万亿，同比+4.02%。线上渗



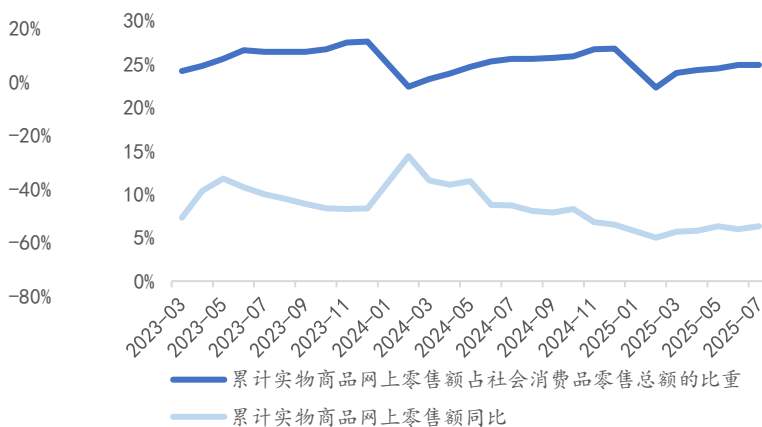
透率整体趋于平稳，2025 上半年高点为 24.9%，未突破前期高点。

图表43：中国社零总额及同比



来源：ifind，国金证券研究所

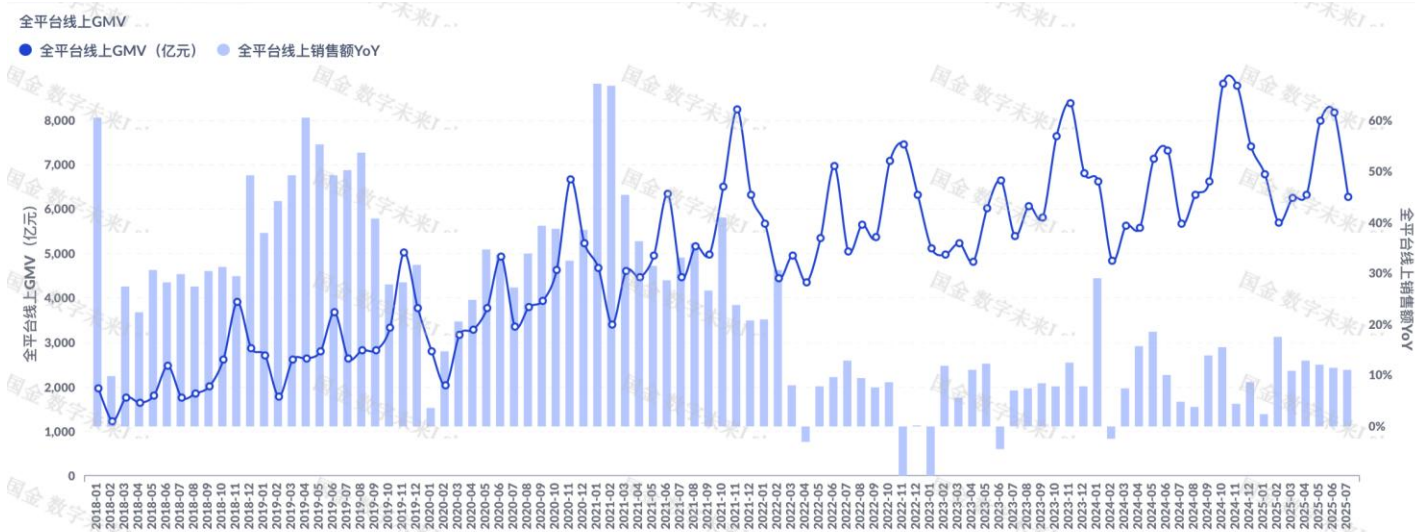
图表44：中国网上商品和服务零售占比及同比



来源：ifind，国金证券研究所

整体线上零售 GMV 自 2022 年以来增速趋于稳定，2024 年上半年消费整体承压，下半年随着国补等消费政策的刺激，线上 GMV 增速出现一定程度回暖。从线上主流电商平台 2024 年表现来看，2024 年 9 月后天猫及京东同比增速均有所改善，至 2025H1 该趋势仍然维持。

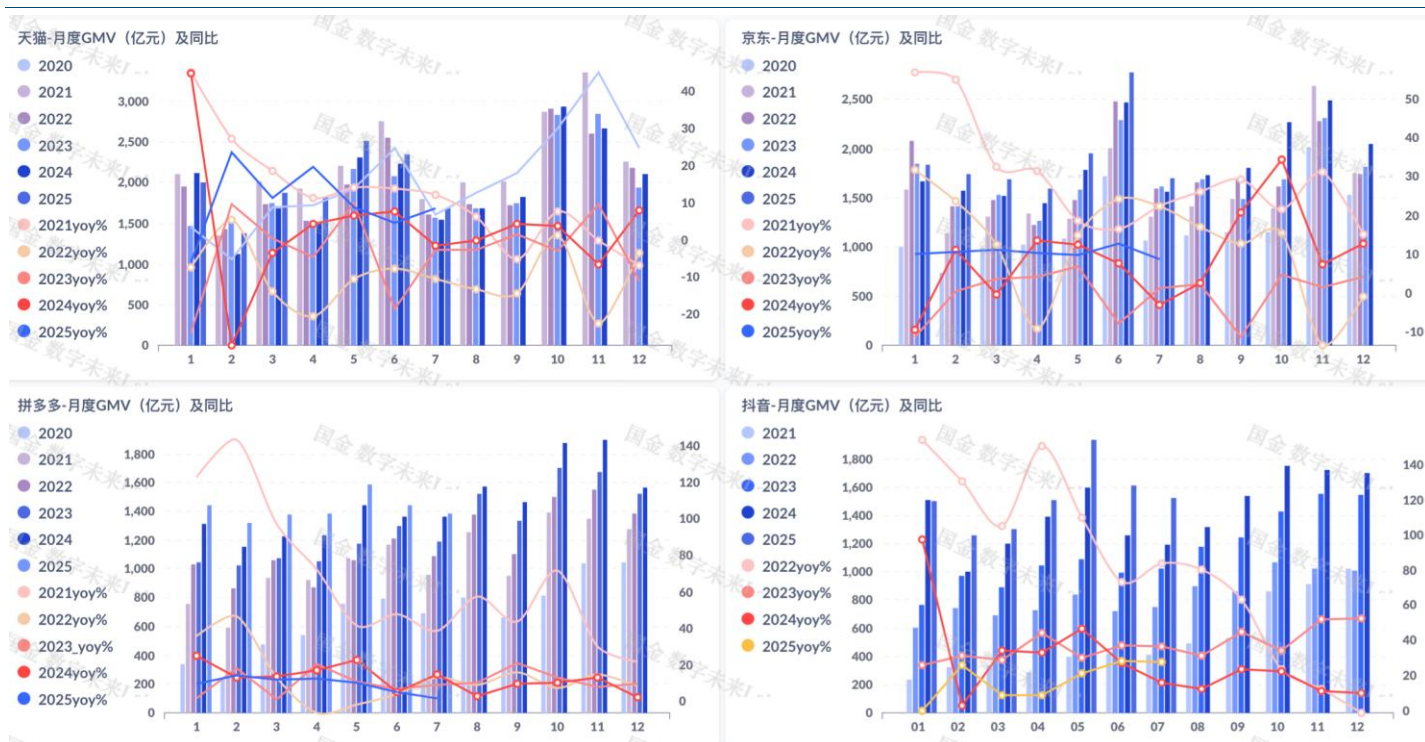
图表45：全平台线上 GMV 及同比



来源：国金证券数字未来实验室，国金证券研究所



图表46：主流电商平台月度GMV及同比



来源：国金证券数字未来实验室，国金证券研究所

收入端：电商行业在存量竞争时代，头部平台优势明显，二线梯队玩家业绩增长降速。1) 阿里巴巴：25H1 营收同比+4.53%。阿里以即时零售为新抓手，“淘宝闪购”在4月底上线，叠加平台整合，订单量创新高。人工智能相关产品收入已连续八个季度实现三位数增幅，公共云稳步放量。2) 京东：受益于国补，25H1 营收同比+19.28%，增长势头强劲，京东零售作为核心业务稳健增长，带动整体业绩表现。3) 京东、阿里等综合电商平台复苏强劲，唯品会作为垂直平台的增长速度面临压力。

利润端：经调整利润同比均存在不同程度的下滑。1) 阿里巴巴 25H1 经调整净利润及利润率同比均有下滑，主要系闪购及用户体验投入增加。2) 京东利润端受外卖补贴拖累短期承压。3) 拼多多利润端下降显著，除营收放缓因素，还包括成本原因：在国补落后京东阿里等竞争对手的情况自行投入资金补贴消费者保持价格竞争力，且费用减免让利给商家。4) 快手营收利润双增，核心广告业务回暖，AI 视频生成成为公司第二条增长曲线。

图表47：主要电商公司 25H1 业绩情况（亿元，%）

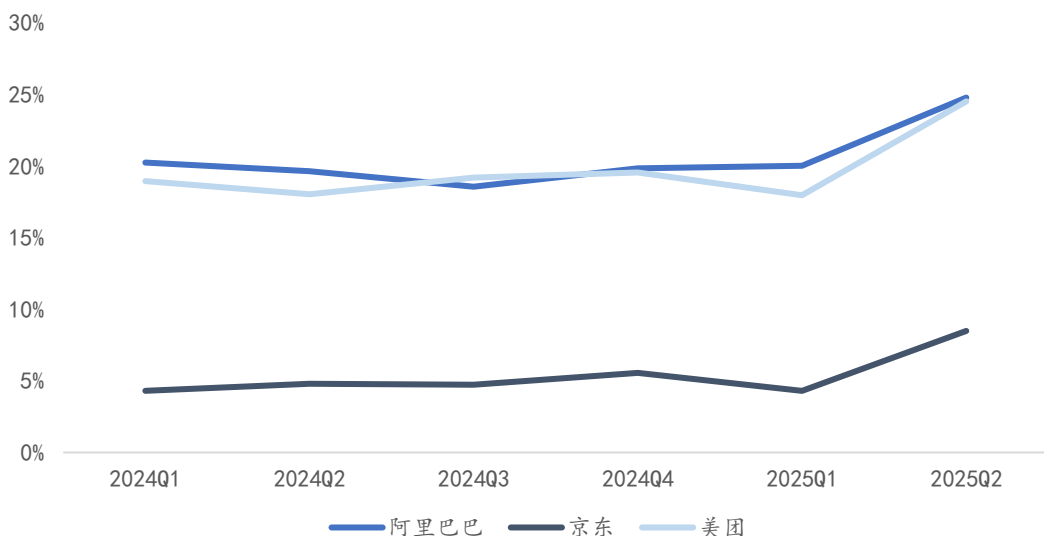
	收入			经调整利润			经调整利润率		
	25H1	24H1	25VS24	25H1	24H1	25VS24	25H1	24H1	25VS24
阿里巴巴	4797.39	4589.46	4.53%	681.43	620.38	9.84%	14.20%	13.52%	0.69%
京东	6,577.42	5,514.46	19.28%	170.68	197.74	-13.68%	2.59%	3.59%	-0.99%
拼多多	1,996.57	1,838.72	8.59%	454.95	600.07	-24.18%	22.79%	32.64%	-9.85%
快手	676.54	603.83	12.04%	89.00	80.98	9.90%	13.16%	13.41%	-0.26%
唯品会	520.75	545.21	-4.49%	34.33	42.48	-19.19%	6.59%	7.79%	-1.20%

来源：各公司财报，国金证券研究所

电商平台&本地生活评点即时零售战场竞争激烈：淘宝、京东、美团三大平台持续加码即时零售，短期带来一定财务压力。头部电商平台正以直接大额补贴为核心手段，助力商户完成转型升级。其中，淘宝闪购推出规模达 500 亿的补贴计划，京东外卖推出“双百计划”，两大平台通过针对性投入，加入即时零售市场竞争。Q2 以来各家在即时零售的投入带动销售费用大幅增长，导致利润端承压，预计 Q3 仍会维持该趋势。



图表48：阿里巴巴、京东、美团销售费用率变化情况

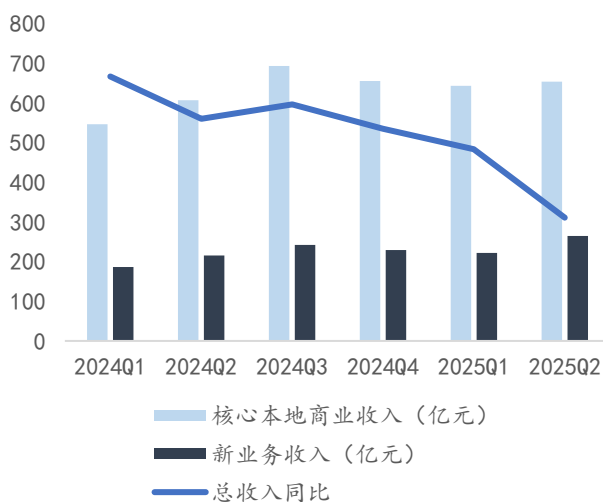


来源：ifind，国金证券研究所

淘宝闪购及美团闪购日均订单量再创新高。7月28日，淘宝闪购与饿了么联合对外宣布，日订单量连续两个周末突破9000万大关，80万餐饮门店增加实收超万元，超30万非餐饮门店生意突破历史峰值。7月12日美团闪购也发布数据，其即时零售的日均订单量突破1.5亿单，其中拼好饭和神抢手的订单量分别突破3500万单和5000万单。

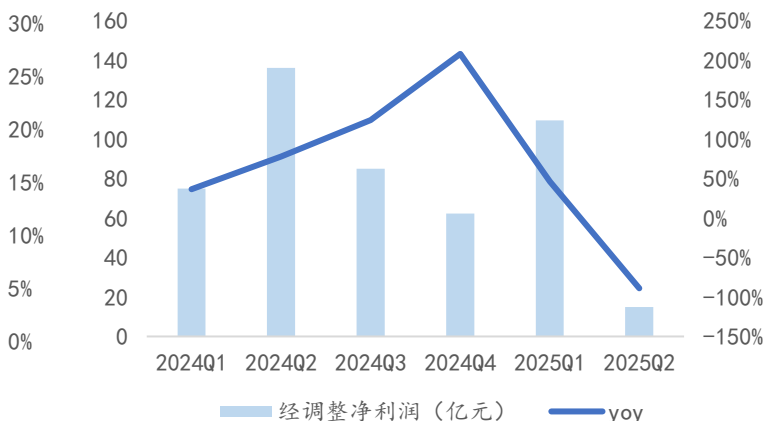
而8月7日-9日，在“秋天的第一杯奶茶”“88会员日”“大会员体系”“超级星期6”各种促销活动的推动下，茶饮类商家纷纷出现爆单现象，根据晚点Latepost，淘宝闪购的日订单量连续在这三天都超过了1亿单，8月8日和8月9日，淘宝闪购的日订单量份额首次超过了美团。短期来看，补贴的驱动及淘宝的流量优势带动阿里进攻保持迅猛态势，短期份额提升或较为明显，中长期来看，供给端及履约端能力的补齐是重点。

图表49：美团收入及同比



来源：美团财报，国金证券研究所

图表50：美团经调整净利润及同比



来源：美团财报，国金证券研究所

七、线下零售：板块业绩仍有承压，消费市场复苏与企业策略调整有望带动后续业绩回升

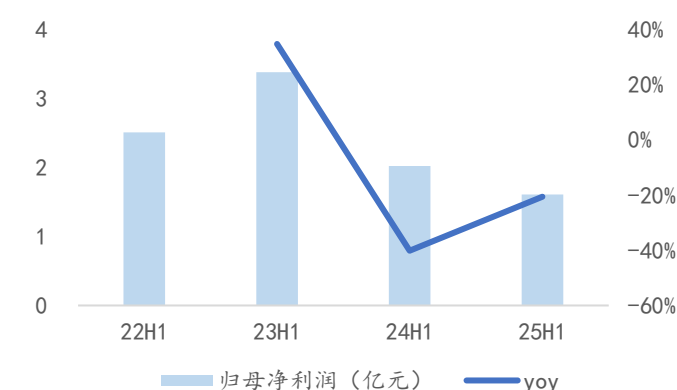
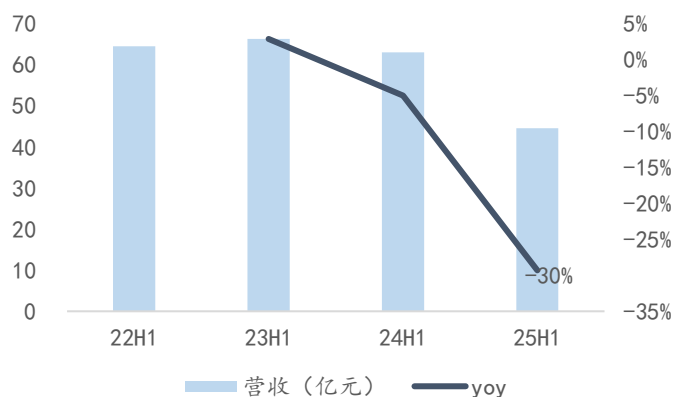
2025H1 板块收入及利润均有承压。我们统计了申万商贸零售板块44家线下零售主要上市公司2025H1业绩，采用整体法计算，板块内公司上半年实现营收均值为44.55亿元，同比-29.3%，归母净利润均值为1.61亿元，同比-20.58%。具体来看，44家公司中收入端实



现高增的有赫美集团 (375.31%)、农产品 (44.98%)，有 24 家公司收入端仍有不同程度下滑。

图表51：线下零售板块上半年营收（亿元）

图表52：线下零售板块上半年归母净利润（亿元）



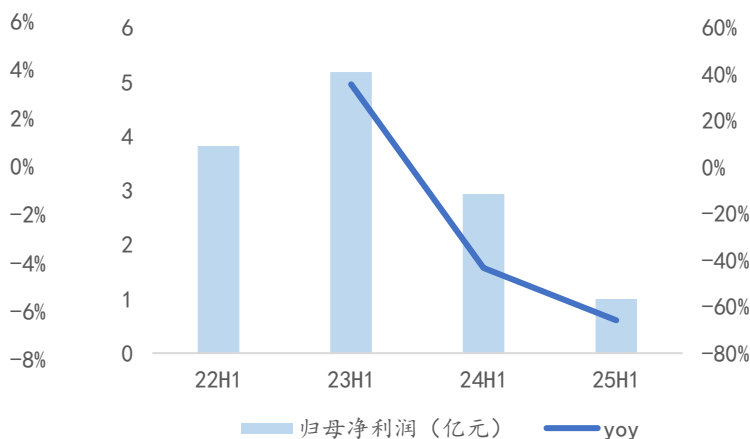
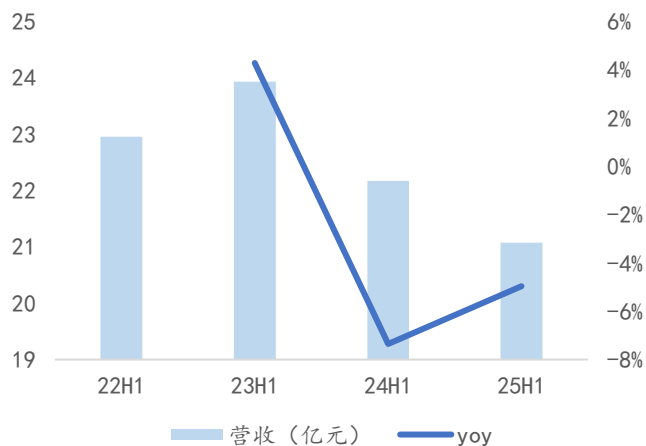
来源：ifind，国金证券研究所

来源：ifind，国金证券研究所

百货及多业态零售板块 H1 业绩表现有所回落，盈利能力仍在修复中。百货板块主要上市公司 25H1 营收-7.84%，归母净利润-38.36%，同比由盈转亏；25H1 大部分百货公司营收利润同比均迎来下滑，其中利润维持正增长的公司有武商集团 (+7.53%)、东百集团 (+2.40%)。同时实现收入和利润增长的有东百集团。多业态零售板块主要上市公司 25H1 营收-8.47%，归母净利润-0.46%。其中利润维持正增长的有百联股份 (+14.06%)、重庆百货 (+8.74%)、汇嘉时代 (+62.64%)、上海九百 (+0.24%)。同时实现收入和利润增长的有汇嘉时代。

图表53：百货板块上半年营收（亿元）

图表54：百货板块上半年归母净利润（亿元）



来源：ifind，国金证券研究所

来源：ifind，国金证券研究所



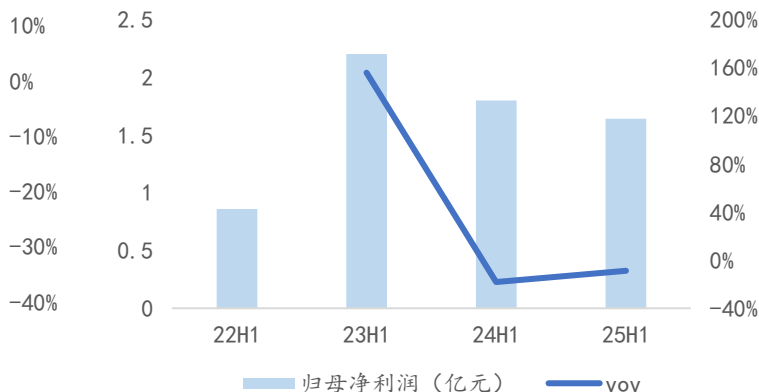
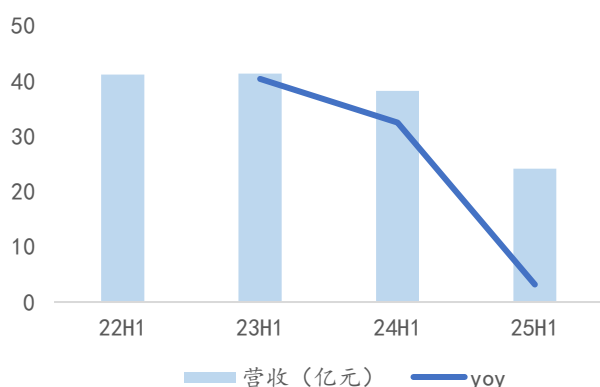
图表55: 百货板块各公司 2025H1 业绩情况 (亿元, %)

	收入			归母净利润			毛利率 (%)		
	25H1	24H1	25VS24	25H1	24H1	25VS24	25H1	24H1	25VS24
板块整体	204.32	221.69	-7.84%	5.34	8.68	-38.47%			
百货									
供销大集	7.83	7.35	6.53%	0.05	-0.44	-112.03%	31.47	27.98	3.49
王府井	53.61	60.35	-11.17%	0.81	2.93	-72.37%	38.76	40.94	-2.19
翠微股份	11.20	11.68	-4.08%	0.53	-2.38	-122.25%	20.96	19.86	1.11
友阿股份	5.25	6.13	-14.32%	-2.03	0.98	-306.45%	67.91	66.37	1.54
国芳集团	3.82	4.25	-9.95%	0.23	0.34	-32.73%	44.36	46.65	-2.29
武商集团	31.81	36.43	-12.66%	1.65	1.54	7.53%	49.63	46.54	3.09
茂业商业	12.63	15.74	-19.73%	0.35	1.52	-77.26%	60.15	62.67	-2.52
天虹股份	60.09	61.19	-1.79%	1.54	1.54	-0.05%	36.37	37.03	-0.66
东百集团	9.29	9.28	0.11%	0.72	0.70	2.40%	57.49	57.20	0.29
杭州解百	8.78	9.31	-5.75%	1.50	1.96	-23.48%	76.89	78.92	-2.03

来源: ifind, 国金证券研究所

图表56: 多业态零售板块营收 (亿元)

图表57: 多业态零售板块归母净利润 (亿元)



来源: ifind, 国金证券研究所

来源: ifind, 国金证券研究所

图表58: 多业态零售板块各公司 2025H1 业绩情况 (亿元, %)

	收入			归母净利润			毛利率 (%)		
	25H1	24H1	25VS24	25H1	24H1	25VS24	25H1	24H1	25VS24
板块整体	349.91	382.30	-8.47%	17.91	18.00	-0.47%			
多业态零售									
百联股份	132.57	151.73	-12.63%	3.13	2.74	14.05%	25.04	25.54	-0.50
重庆百货	80.42	89.80	-10.45%	7.74	7.12	8.74%	28.43	26.65	1.78
大商股份	34.16	36.69	-6.89%	3.84	4.44	-13.57%	42.49	42.41	0.08
文峰股份	8.57	10.01	-14.34%	0.38	0.72	-48.19%	47.03	49.03	-2.00
汇嘉时代	12.71	12.43	2.29%	0.67	0.41	62.64%	35.01	33.93	1.09
合百集团	37.00	37.00	0.02%	1.71	1.90	-9.93%	25.06	27.83	-2.76
赫美集团	3.17	0.67	375.31%	-0.10	-0.22	-53.93%	13.13	41.44	-28.31



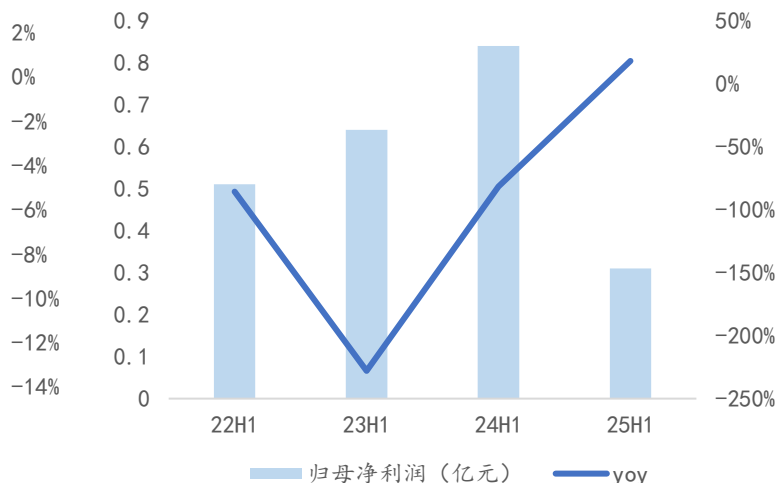
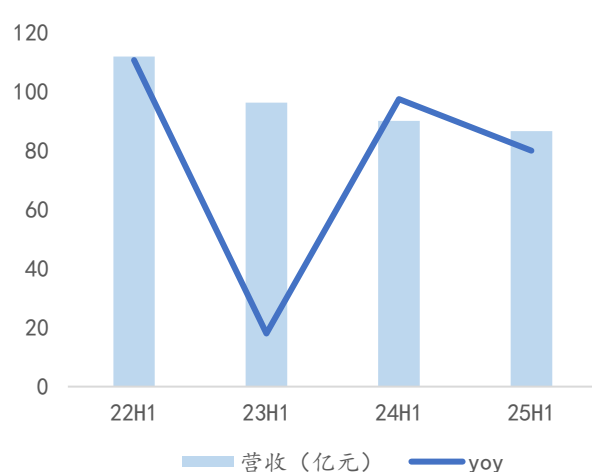
益民集团	3.66	5.16	-29.03%	0.24	0.43	-43.09%	47.76	39.47	8.29
利群股份	37.18	38.36	-3.08%	0.07	0.22	-65.94%	31.29	31.58	-0.30
上海九百	0.45	0.46	-1.09%	0.24	0.24	0.24%	25.89	25.57	0.32

来源：ifind，国金证券研究所

超市板块 H1 仍旧以调改为主线，部分超市已经实现业绩触底逐渐恢复。超市板块主要上市公司 25H1 营收-14.47%，归母净利润-52.39%。其中利润维持正增长的有国光连锁(+4.15%)、红旗连锁(+5.33%)、家家悦(+7.82%)、三江购物(+17.55%)、中百集团(+79.50%)。同时实现收入和利润增长的有国光连锁、三江购物。

图表59：超市板块营收（亿元）

图表60：超市板块归母净利润（亿元）



来源：ifind，国金证券研究所

来源：ifind，国金证券研究所

图表61：超市板块各公司 2025H1 业绩情况（亿元，%）

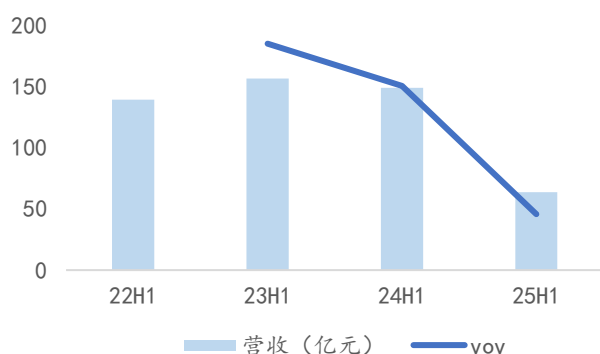
	收入			归母净利润			毛利率 (%)		
	25H1	24H1	25VS24	25H1	24H1	25VS24	25H1	24H1	25VS24
板块整体	539.51	630.75	-14.47%	2.80	5.89	-52.39%			
超市									
永辉超市	299.48	377.79	-20.73%	-2.41	2.75	-187.38%	20.80	21.58	-0.77
步步高	21.33	17.15	24.39%	2.01	-0.78	-357.71%	36.32	39.75	-3.42
国光连锁	14.48	13.60	6.50%			5%			
红旗连锁	48.08	51.86	-7.30%	2.81	2.67	5.33%	29.85	28.98	0.87
家家悦	90.07	93.62	-3.79%	1.83	1.70	7.82%	24.00	23.57	0.44
三江购物	19.88	19.63	1.30%	0.91	0.78	17.55%	26.05	26.90	-0.85
中百集团	46.18	57.11	-19.13%	-2.55	-1.42	79.50%	23.04	21.79	1.24

来源：ifind，国金证券研究所

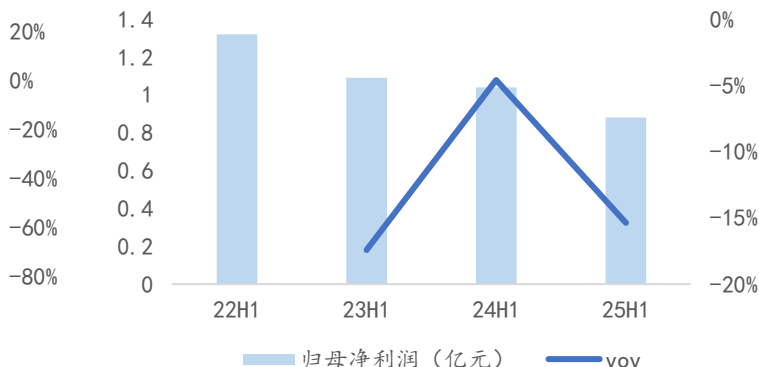
专业连锁板块共 7 家上市公司，25H1 实现利润增长的有 3 家，分别为孩子王(+79.42%)、博士眼镜(+6.97%)和爱婴室(+10.17%)，其余 4 家公司 2025 年利润同比下滑。



图表62：专业连锁板块营收（亿元）



图表63：专业连锁板块归母净利润（亿元）



来源：ifind，国金证券研究所

来源：ifind，国金证券研究所

图表64：专业连锁板块各公司 2025H1 业绩情况（亿元，%）

	收入			归母净利润			毛利率 (%)		
	25H1	24H1	25VS24	25H1	24H1	25VS24	25H1	24H1	25VS24
板块整体	845.39	1041.26	-18.81%	4.65	7.30	-36.31%			
专业连锁									
孩子王	49.11	45.20	8.64%	1.43	0.80	79.42%	27.68	29.67	-2.00
爱施德	253.70	388.47	-34.69%	2.22	3.95	-43.98%	4.94	3.75	1.19
天音控股	463.26	510.52	-9.26%	-0.63	0.10	-739.66%	2.49	2.53	-0.04
博士眼镜	6.86	6.01	14.22%	0.56	0.52	6.97%	54.65	58.09	-3.44
华致酒行	39.49	59.43	-33.55%	0.56	1.55	-63.75%	9.72	10.50	-0.78
吉峰科技	14.62	14.68	-0.45%	0.04	-0.05	-177.01%	12.39	13.29	-0.90
爱婴室	18.35	16.94	8.31%	0.47	0.42	10.17%	25.90	26.45	-0.55

来源：ifind，国金证券研究所

八、风险提示

业务拓展不及预期：各行业公司业务拓展若低于预期则将对公司业绩产生影响。

内需消费不及预期：国内需求较弱将对公司产品及服务销售产生一定影响。

产品表现不及预期：黄金珠宝等行业一口价产品若表现不及预期可能会有一定负面影响。

行业竞争加剧：即时零售等行业再度进入市场竞争焦灼阶段，对各家公司业绩产生较大影响，若持续加剧影响力度可能进一步加大。

美国关税政策持续大幅波动：跨境电商的发展与关税政策等息息相关，行业政策的不确定性可能会对相关公司的业务开展产生一定影响。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服



【公众号】
国金证券研究