

2026H1商贸零售&社会服务中期策略报告： 跨境出海困境反转，服务消费格局向好

于健（执业S1130525070012）
谷亦清（执业S1130525080002）
王超（执业S1130526040002）

01

跨境电商：困境反转，头部品牌市占率有望提升

02

黄金珠宝：行业极致分化，关注头部品牌业绩超预期

03

商超百货：关注高现金流国资龙头，聚焦重组与分红价值

04

出行链：服务消费持续提振，长期竞争格局向好

05

教育：关注 α 较强的特色标的

06

餐饮：弱复苏、强分化，中国餐饮行业进入精耕时代

07

投资建议与风险提示

01

跨境电商：困境反转，头部品牌市占率有望提升

需求端：线上零售逆周期属性凸显，性价比优势回流

美国货币政策变化与分品类零售同比增速 (%)

		零售和食品 服务销售额 总计	零售和食品 服务销售额 (不含机动车 及零部件)	机动车辆汽车及其 零部件	其他机动车 用装饰用品店	家具和家用电器 及装饰用品店	建材、园 林设备及 物料店	食品和饮 品店	杂货店	保健和个 人护理店	加油站	服装及服 饰店	运动爱好 书及音乐 商店	日用品商 场	杂货店零 售业	无店铺零 售业 (电子 购物、 邮购等)	消费趋势	
暂停降息 通胀整体抬头	2026-04	4.9	6.3	-1.2	-1.4	-3.6	7.6	2.2	1.4	1.5	2.3	20.9	5.5	13.4	3.1	12.8	11.1	线上增速回暖， 高频可选景气持续
	2026-03	4.2	5.6	-1.8	-2.1	-0.9	5.9	3.1	0.4	0.6	2.5	16.6	7.4	5.8	2.8	8.2	10.6	
	2026-02	4.2	4.2	3.9	3.8	-4.7	5.7	4.0	-0.5	-0.4	2.1	-0.1	8.6	12.3	1.3	12.4	9.2	
	2026-01	3.3	4.0	0.3	0.0	-3.4	5.0	4.5	1.2	1.3	2.9	-2.7	4.4	6.6	1.8	12.2	10.1	
第二波降息 通胀稳定在 2% 附 近，核心略高但可 控	2025-12	2.4	3.3	-1.2	-1.5	-6.5	3.0	0.7	1.0	1.2	5.4	1.2	4.8	6.7	1.3	10.2	5.9	低频可选高基数放缓，高 频持续回暖（服装等）， 线上零售增速进一步放缓
	2025-11	3.2	4.1	-0.6	-0.9	-1.6	3.1	-2.5	1.7	2.2	5.6	3.1	7.5	5.9	2.0	16.5	7.2	
	2025-10	3.2	3.7	1.4	1.4	-0.2	3.5	-4.4	1.9	2.3	5.9	1.4	7.0	5.1	2.0	10.7	7.1	
	2025-09	4.1	3.8	5.5	5.8	-3.0	6.1	-2.7	2.1	2.5	5.9	3.1	6.3	1.6	1.5	8.2	6.4	
暂停降息 通胀小幅反弹	2025-08	5.0	4.8	5.6	5.9	1.3	3.2	-2.1	3.3	3.5	6.5	-0.7	8.7	4.9	2.5	8.1	9.6	可选品类整体回暖 线上零售增速维稳
	2025-07	4.1	4.0	4.6	5.0	4.6	1.1	-2.3	2.2	2.4	7.1	-2.1	6.7	4.1	1.8	12.3	7.4	
	2025-06	4.4	4.0	6.4	7.0	4.5	0.1	-0.2	2.7	2.9	9.7	-3.3	5.1	0.5	2.4	12.6	5.6	
	2025-05	3.4	3.7	1.9	1.8	5.7	-1.8	-1.1	2.2	2.4	8.5	-5.3	3.7	1.1	2.1	10.4	7.8	
第一波降息 整体通胀达目标边缘， 核心持续下行	2025-04	5.0	4.1	9.0	9.6	7.0	-0.9	2.3	2.8	3.0	9.6	-6.7	4.7	-1.6	2.2	4.1	8.2	家居家电显著回暖 线上零售增速放缓
	2025-03	5.2	4.2	9.3	9.8	7.6	2.1	0.6	3.7	3.8	9.9	-4.5	7.4	3.6	2.6	8.6	5.9	
	2025-02	3.8	4.3	1.8	1.7	7.2	-3.1	-1.3	4.1	4.4	8.7	0.0	1.9	-5.7	2.9	7.5	10.2	
	2025-01	4.5	4.2	6.1	6.5	5.5	-3.0	-0.6	3.6	3.8	5.5	2.5	4.4	-2.1	3.3	7.4	6.9	
高息维持观望 整体通胀接近 2%， 但核心通胀粘性较强	2024-12	4.6	3.8	7.7	8.2	9.9	5.7	-0.6	3.6	3.6	5.1	-1.3	3.1	-1.0	2.6	6.4	7.6	可选品类持续承压 线上零售增速放缓
	2024-11	3.9	3.1	7.3	7.8	2.7	1.8	2.5	2.3	2.2	2.5	-4.6	2.6	-4.0	2.7	-0.5	8.3	
	2024-10	3.2	3.1	3.9	4.3	2.9	-2.3	3.1	2.7	2.7	2.4	-7.7	3.4	-3.1	2.9	4.8	7.6	
	2024-09	2.0	2.6	-0.4	-0.6	3.5	-5.3	1.3	2.6	2.5	6.5	-11.0	2.1	-2.0	2.8	6.9	7.5	
最后轮加息 通胀高位快速回落 但核心仍远高于2%	2024-08	1.8	2.1	0.6	0.4	-0.3	-0.9	0.0	1.7	1.5	4.4	-6.5	-0.6	-4.7	1.5	10.0	5.9	线上、保健个护优势明显， 汽车类消费低位改善
	2024-07	3.0	3.3	1.8	1.7	-1.0	3.1	0.5	2.8	2.8	5.9	1.2	2.3	-8.0	2.7	3.7	5.9	
	2024-06	2.3	3.5	-3.0	-3.5	-3.2	0.3	-1.0	2.3	2.2	0.8	1.4	3.5	-3.5	2.1	1.8	9.9	
	2024-05	2.8	3.0	1.9	1.8	-3.8	3.1	-3.5	1.8	1.6	0.8	1.5	3.8	-4.2	3.0	3.9	6.9	
暂停降息 通胀整体抬头	2024-04	2.6	2.9	1.0	0.7	-5.9	1.8	-2.2	2.0	1.7	0.8	1.1	2.3	-5.4	2.7	5.5	6.2	可选品类持续承压 线上零售增速放缓
	2024-03	3.4	3.5	3.0	2.6	-8.4	-2.6	-0.5	1.0	0.7	1.2	-1.6	-0.7	-3.4	4.3	6.9	10.3	
	2024-02	2.0	1.8	2.5	2.4	-9.1	1.7	-4.9	-0.2	-0.5	2.0	-3.7	1.9	-0.7	1.0	4.4	6.3	
	2024-01	0.0	0.6	-2.3	-2.9	-14.1	-2.1	-7.9	0.6	0.7	3.5	-7.4	-0.4	-2.9	0.3	0.9	7.5	
暂停降息 通胀整体抬头	2023-12	5.3	4.5	8.9	9.2	-4.1	3.6	-2.7	0.6	0.2	9.4	-5.8	4.7	-4.5	2.2	6.0	12.1	线上、保健个护优势明显， 汽车类消费低位改善
	2023-11	3.9	3.6	5.5	5.3	-3.7	4.6	-2.7	0.5	0.3	9.6	-9.7	1.3	-0.6	0.7	6.2	12.2	
	2023-10	2.6	2.6	2.9	2.4	-9.0	-0.1	-5.6	0.6	0.5	10.8	-7.8	-0.1	-2.6	0.9	3.2	9.9	
	2023-09	4.2	3.6	6.8	6.8	-5.9	-0.8	-4.4	1.5	1.5	7.4	-2.7	0.5	-2.0	1.0	1.2	10.6	
暂停降息 通胀整体抬头	2023-08	3.2	2.8	4.9	4.6	-5.1	-2.5	-4.5	2.0	2.2	8.3	-8.5	2.5	-1.6	2.1	-6.0	9.9	线上、保健个护优势明显， 汽车类消费低位改善
	2023-07	2.9	1.9	7.2	7.0	-3.8	-4.7	-4.0	2.1	1.9	6.1	-20.8	2.4	2.1	2.5	-0.2	11.2	
	2023-06	1.7	0.6	6.3	6.0	-3.5	-1.9	-3.7	1.1	0.9	7.6	-23.6	-1.1	-0.2	0.6	0.1	9.9	
	2023-05	2.1	1.3	5.6	5.5	-5.5	-4.6	-2.0	2.6	2.4	9.5	-20.8	-1.0	0.5	1.8	-0.4	9.1	
暂停降息 通胀高位快速回落 但核心仍远高于2%	2023-04	1.6	1.9	0.0	-0.7	-6.4	-9.4	-4.8	3.5	3.7	8.1	-14.9	-2.9	1.1	2.7	-0.5	9.5	线上、保健个护优势明显， 汽车类消费低位改善
	2023-03	2.2	2.5	0.6	0.3	-2.5	-5.8	-5.6	4.0	4.4	8.2	-13.3	-2.6	-1.1	2.7	-1.7	8.7	
	2023-02	5.3	6.5	0.8	0.1	1.9	2.3	0.8	5.8	6.2	8.2	-1.6	3.1	0.2	7.0	1.4	9.0	
	2023-01	7.7	8.6	4.2	3.9	9.7	8.0	1.4	5.1	5.1	5.9	5.0	7.7	5.0	8.5	4.6	7.3	

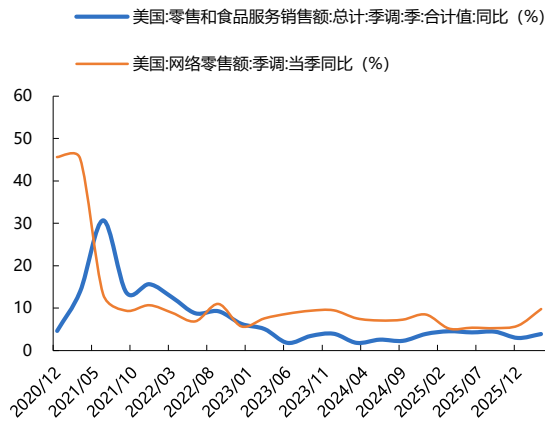
数据来源：iFinD，国金证券研究所

- 当前阶段（2025 年末 - 2026 年）：降息节奏放缓，高性价比品类需求回流。
- 从美国货币政策周期与分品类零售增速的联动关系来看，线上零售的逆周期防御属性已在本轮降息周期中得到验证。
- 在高通胀、高利率压制消费意愿的阶段，消费者对价格敏感度显著提升，线上渠道的比价优势、高性价比品类的需求韧性持续凸显。

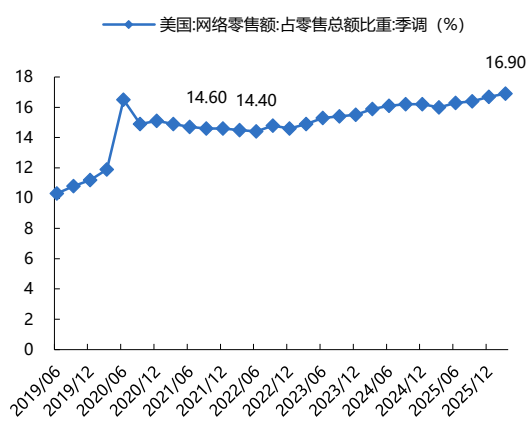
需求端：美国线上渗透率持续提升，亚马逊销量增长提速

- ❑ **美国线上零售的结构性红利正在持续释放，且亚马逊作为头部平台显著受益。**美国网络零售额占零售总额比重从2019年的约10%持续攀升，2026Q1已达16.90%，较2020年的阶段性高点16%进一步提升，线上化率进入持续上行通道。线上零售的渗透率天花板仍在上移，并非疫情后的短期脉冲，而是消费习惯长期固化的结果。这意味着跨境电商赛道的市场容量仍在扩张，而非存量博弈。
- ❑ **2026Q1 亚马逊付费商品销售数量增速加速提升，呈现明确的逆周期复苏特征。**亚马逊付费商品销量增速自2023Q1的8%起步，整体呈波动上升趋势，2026Q1增速达15%，创近三年新高，增速显著快于整体线上零售大盘。

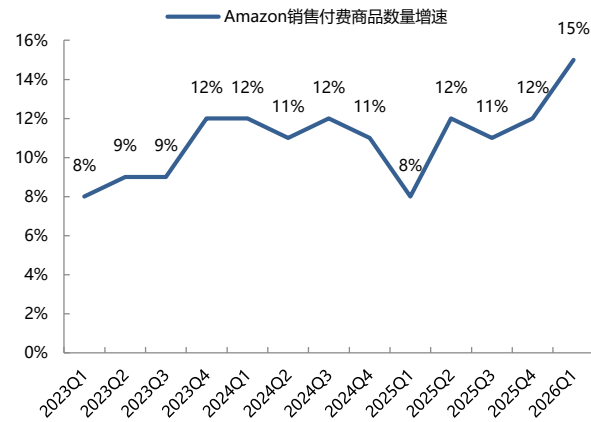
2026Q1美国线上零售同比增速再次显著跑赢大盘



美国零售线上化率持续提升



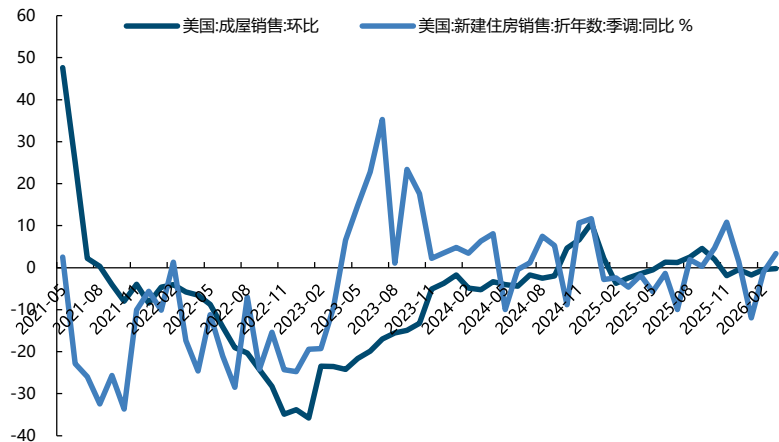
26Q1亚马逊付费商品销售数量加速提升



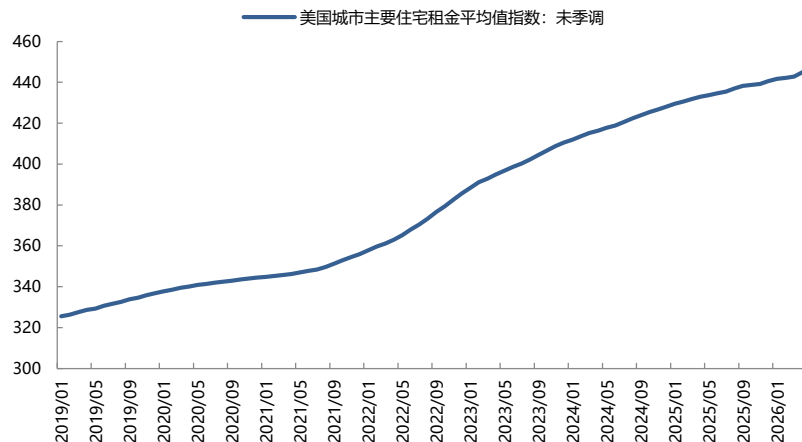
需求端：美国住房消费由购转租，家居消费性价比趋势持续

- **降息节奏放缓背景下，购房需求持续承压。**美联储降息节奏不及预期，抵押贷款利率维持高位，美国成屋销售环比、新建住房销售折年数同比增速在2024年及2025年9-12月份降息期间短暂修复后，2025年底-2026年初再度回落至低位区间。
- **美国居民住房消费呈现“由购转租”结构性分化，带动性价比家居用品高景气。**高利率压制购房需求，大量居民转向租赁市场，叠加新建住房供给不足，供需失衡推动租金持续上涨。租房市场的高景气度，将直接带动适配租赁场景的轻量化、高性价比、易安装家居品类需求提升，如折叠家具、收纳用品、小型家电、软装装饰等，这类美国货出海优势赛道有望持续受益。

25年底以来美国成屋/新屋销售套数同比增速再次放缓



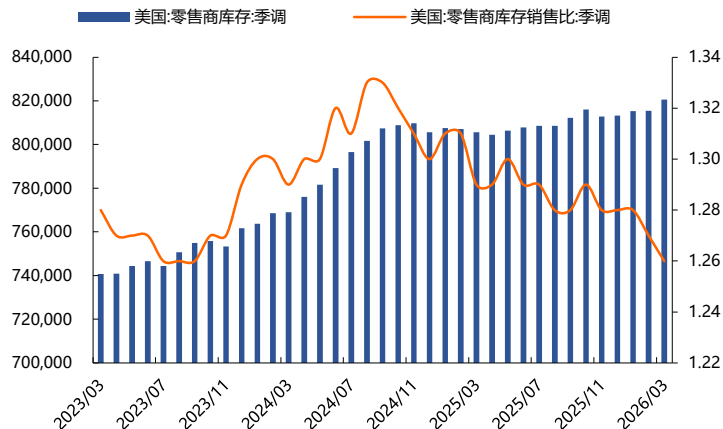
2026年初美国主要城市住宅租金上扬



渠道端：渠道库存持续消化，关注先发补库品类

- **渠道端库存去化效果显著，库存周转效率持续修复。**前期压制订单的渠道高库存压力已基本缓解，零售商补库需求有望在 2026 年逐步释放，尤其是此前受库存积压影响较大的家居、消费电子等品类，订单修复弹性将更为突出。
- **美国头部零售商 2026 年 Q1 业绩普遍超预期或符合预期，Q2 营收指引来看均相对谨慎，对应当前渠道商对补库的谨慎态度。**预计终端需求相对旺盛、周转更快的消耗品订单相对更优。

美国零售商库销比持续回落至健康状态



美国各大零售商Q1业绩及Q2指引情况

26Q1增速及Q2业绩指引

亚马逊	26Q1业绩超预期：营收1815.2亿美元,同比增速+17%；26Q2业绩指引营收上限1990亿美元,下限1940亿美元,指引营收同比+10%；26Q2利润指引上限240亿美元,下限200亿美元,利润同比+0.63%。
家得宝	26Q1业绩符合预期：营收417.6亿美元,同比增速4.8%,可比销售额微增0.6%；26全年业绩指引营收同比+2.5%-4.5%,可比销售额增速+0%-2%。
劳氏	26Q1业绩符合预期：营收231亿美元,同比增速+10.4%,可比销售额微增0.6%；26全年指引营收上限940亿美元,下限920亿美元,同比+7%-9%,可比销售额+0%-2%；全年指引利润率11.2%-11.4%。
沃尔玛	26Q1业绩超预期：营收1778亿美元,同比增速7.3%；其中电商业务同比增长31%。26Q2业绩指引营收同比+4.0-5.0%。
塔吉特	26Q1业绩超预期：营收254.4亿美元,同比增速6.7%。26全年指引营收同比+4%,较预期+2pct。

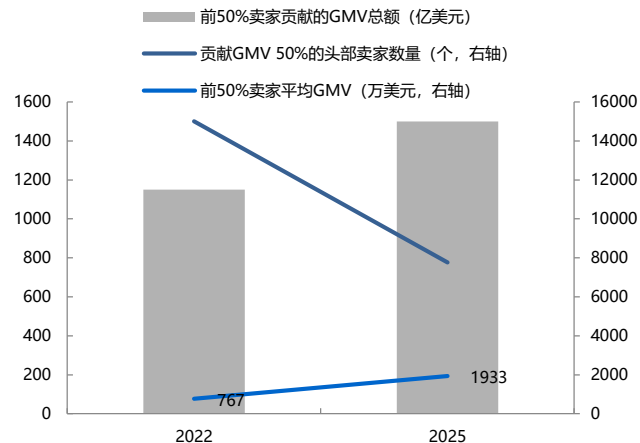
供给端：合规趋严+供应链扰动，卖家集中度提升

- 供给端变化来看，中美税务合规趋严叠加亚马逊库存管控升级，中小卖家出清加速，行业份额持续向头部卖家集中，品牌出海龙头的竞争壁垒与盈利空间进一步拓宽。2022-2025年，贡献 GMV 50% 的头部卖家数量从 767 个下降至 1933 个；前 50% 卖家贡献的 GMV 总额大幅增长，单个头部卖家平均 GMV 显著提升。
- 中小卖家出清减少了同质化低价竞争，头部品牌出海企业的价格战压力缓解，盈利空间有望修复。具备完善税务合规体系、精细化库存管理能力的卖家，能更好地应对平台规则变化，持续享受集中度提升红利。

2025年黑五网一线上增速持续

分类	政策名称 / 类型	生效时间	核心要点
中国税务合规	国务院令 第 810 号《互联网平台企业涉税信息报送规定》	2025/6/1	亚马逊等境外平台按季度报送中国税收居民控制店铺的主体、交易、收入、佣金等涉税数据
	国家税务总局公告 2025 年第 15 号	2025/7/1	细化报送规则，亚马逊设立境内代理人；2025 年 Q3 启动首次报送，Q4 数据细化至订单维度
美国税务合规	亚马逊美国站卖家税务与资质验证新规	2025-03	注册及复审需提交 UBO 声明、持股架构；银行账户、税务资料需注册阶段完成核验
亚马逊库存管控	超龄库存强制移除规则更新	2025/4/4	超龄库存判定时长由 365 天缩短至 270 天，固定季度集中清理，未主动处理将自动弃置
	超龄库存附加费调整	2025/2/15	上调 271-365 天库存附加费，新增 241-270 天库存收费（服装类除外）
	部分品类月度仓储费上调	2025/2/1	服装、鞋靴、箱包、眼镜等品类 1-9 月月度仓储费上调，标准大件、危险品费率不变
	IPI 库存绩效指标库容管控收紧	2025	全站点 IPI 低于 350 将被限制库容，美国站最低合规要求提升至 400

2022-2025年亚马逊卖家份额集中度显著提升



成本端：海运费相对稳定，汇兑影响较大

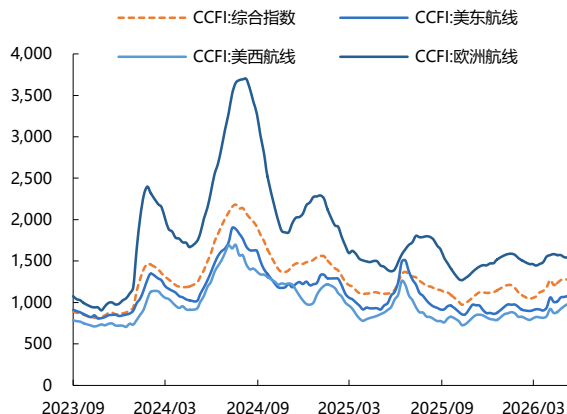
□ 出口链公司成本端因素利好有望持续。

□ 海运：2025年以来CCFI集装箱航运指数持续回落，美东/美西航线运价已回归常态区间，仅欧洲航线受局部事件扰动小幅波动，跨境出海企业海运成本同比有望维持优化趋势。

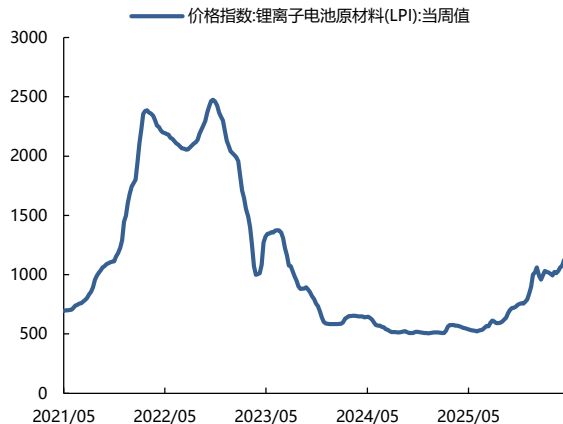
□ 原材料：大宗商品价格整体维持低位，锂离子电池原材料价格指数自2025年下半年以来持续回升，或对3C类产品成本端形成一定压力。

□ 汇率：人民币升值对出口企业形成双重压力，1) 以外币计价的订单，结汇时会产生汇兑损失；2) 出口产品在海外市场的价格竞争力/毛利率下降。

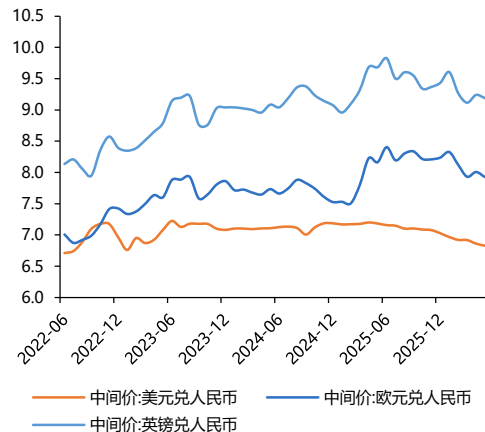
CCFI集装箱航运指数



相关成本价格指数



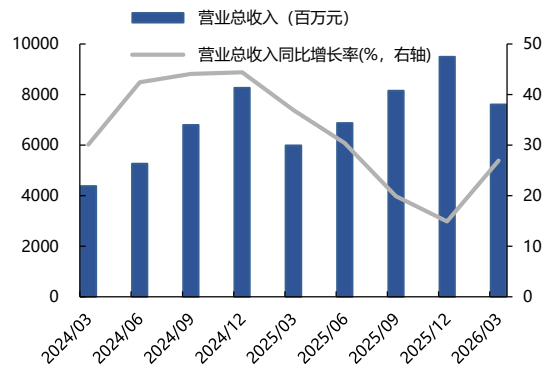
美元、欧元兑人民币汇率显著下调



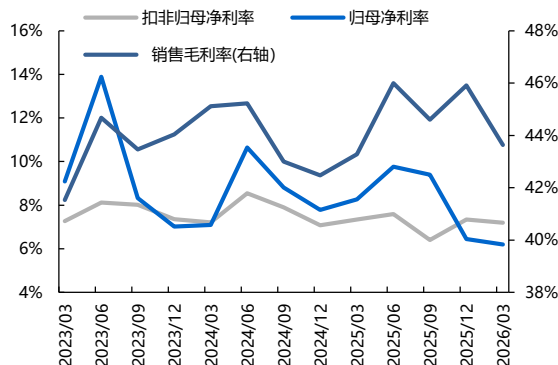
安克创新：多品类增长驱动持续，期待戴维斯双击

- **Q1 高增验证平台化拓品逻辑持续兑现。** 26Q1 公司营收 76.08 亿元、同比 + 26.93%，扣非净利同比 + 24.39%，营收端高增印证充电主业回暖、储能与 UV 打印机新品放量的多轮驱动逻辑。短期归母利润扰动源于股权投资公允价值变动，剔除扰动后主业盈利稳健；叠加关税扰动下毛利率仍站稳 43.64%，品牌溢价与全球化供应链优势持续兑现，平台化产品孵化能力持续落地。
- **主业修复 + 第二成长曲线放量，三大板块打开业绩向上弹性。** 充电品类 25H2 增速下滑系产品召回带来的短期供应链扰动，非赛道步入成熟期，依托产品迭代提价逻辑，26-28 年小充业务有望维持双位数稳健增速；阳台储能受益欧洲政策宽松，依托 X1 系列产品持续落地英澳等海外市场，打开第二成长曲线；UV 个人 3D 打印机众筹表现亮眼，先发优势下有望持续贡献增量，多品类共振带动业绩弹性上行。
- 我们预计公司2026-2028年营业收入分别389.81/475.52/566.12亿元，归母净利润分别31.78/40.27/48.76亿元,当前对应2026-2028年PE分别19/15/12倍，考虑到公司成熟的平台化能力的稀缺属性、多品类所带来的更为平稳的成长曲线，以及对公司AI终端落地的预期，估值仍存向上修复空间。

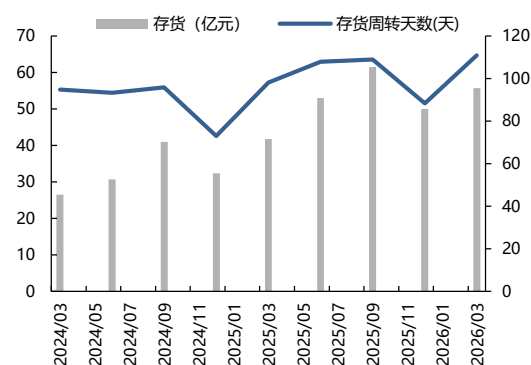
2026Q1公司营业收入增速显著修复



成本承压情况下公司毛利率保持平稳



产品召回叠加补库需求短期推高存货水平



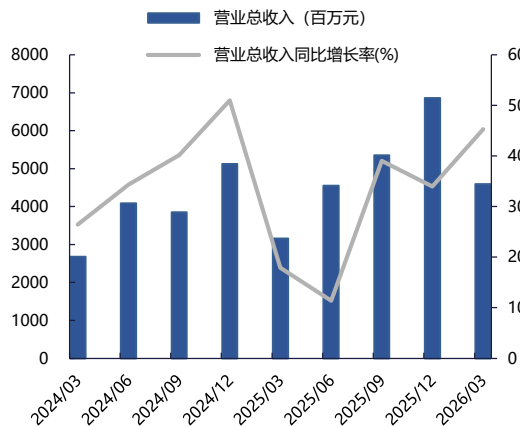
小商品城：出口alpha持续+进口增量期权，底部位置推荐

- **地缘短期扰动不改长期趋势**：26年3月义乌进出口增速回落仅受中东地缘冲突短期扰动，海外刚需日用百货、家居小商品需求具备抗周期属性，全年外贸向上逻辑不变。
- **我们认为公司全年业绩具备较大向上弹性**：1) Q1选位费结算放缓，预留后续较大释放空间。预期分3年确认收入，而26Q1合同负债项并未明显计提；2) CG平台AI业务持续高速拓展，深度用户订单效果已有显现，看好长期ASP提升趋势；3) 牌照拓展驱动支付业务高增，有望突破规模效应奇点迎来快速业绩兑现。义支付业务当前拓宽1039结算范围、新加入央行M-Bridge结算体系，全年目标结算额突破100亿美元。
- **进口业务推进持续**：作为唯一白名单企业，当前已完成28类进口商品试单，义乌市目标2030年3000亿进口规模，小商有望成为重点承接对象，政策端有望持续催化。

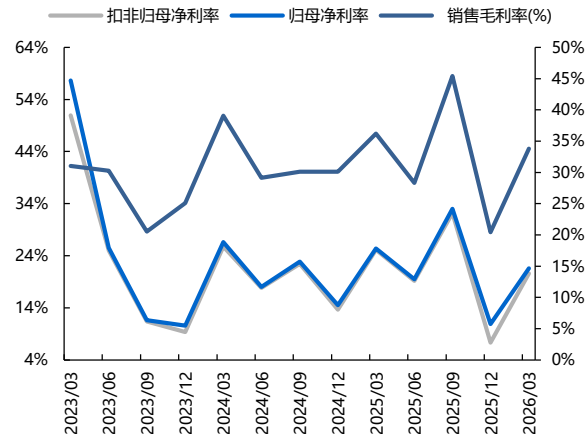
义乌市3月份进出口增速短期受中东地缘因素影响



24Q1-26Q1小商品城营业收入和同比增长率



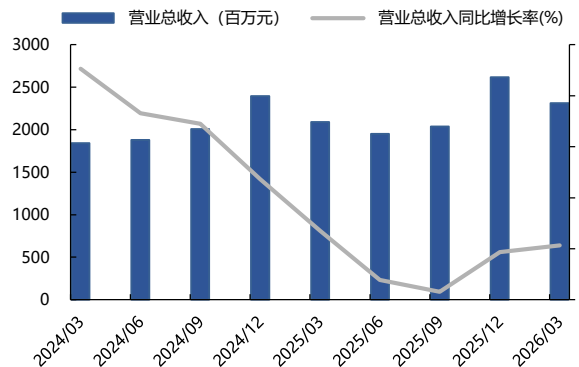
六期选位费计提节奏影响短期利润率



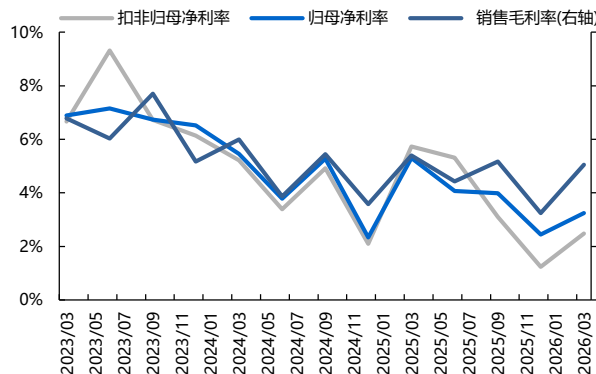
致欧科技：品类拓展+成本优化，带来收入及利润双击机会

- **海外需求边际改善，补库周期开启支撑收入回暖。**在美国关税政策缓和、区域供应链持续迁移的背景下，欧美家居市场补库逻辑逐步落地，叠加海外居民消费降级趋势，平价刚需家居产品需求稳步上行。从营收数据来看，公司2025年营收同比增速触底后持续抬升，2026Q1营收同比转正，收入拐点正式确立。
- **SC转VC供应链变革，成本优化打开盈利上行空间。**亚马逊由SC向VC供货模式切换是公司核心盈利增量逻辑，原有SC渠道平台佣金转为VC直供模式，有望节省成本，增厚净利率。同时公司依托欧洲自有卫星仓资源，仓储效率处于行业领先。财报端销售毛利率自2024年低位持续震荡上行，毛利率稳步抬升为净利率打底，叠加2026Q1汇兑损失为一次性扰动，剔除汇率影响后主业盈利扎实，后续随VC占比持续提升，公司净利率有望逐季兑现修复。
- **VC模式赋能品类扩张，产品优化+行业出清夯实中长期成长。**VC供货模式降低大件家具的渠道与履约成本，助力公司加速布局床垫、沙发、床架等中大件高毛利品类，欧洲落地大件新品转化率亮眼，美国大件优先切换VC模式优化定价与盈利。行业层面跨境合规收紧加速中小铺货卖家出清，头部品牌份额持续抬升。需求回暖、品类升级、行业出清三重逻辑共振，有望推动公司实现收入与利润同步增长。

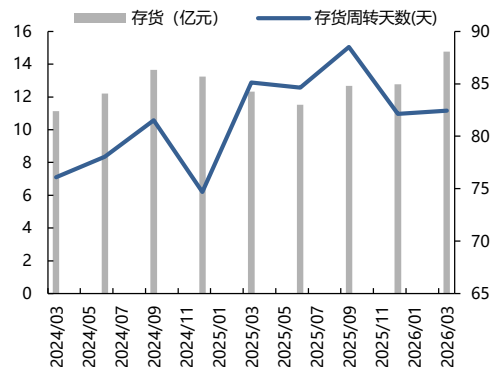
2026Q1公司营收同比增长率拐点向上趋势确立



26Q1公司毛利率及净利率有所提升



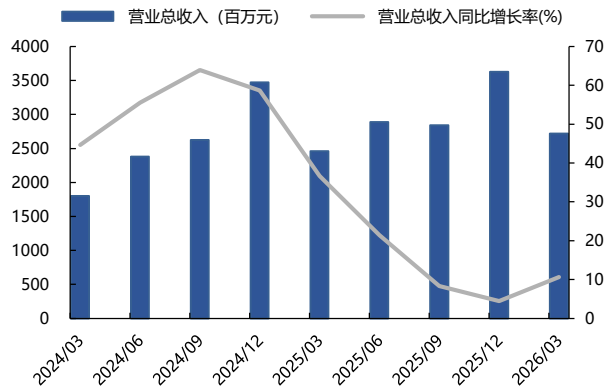
25Q4以来公司库存数据有所好转



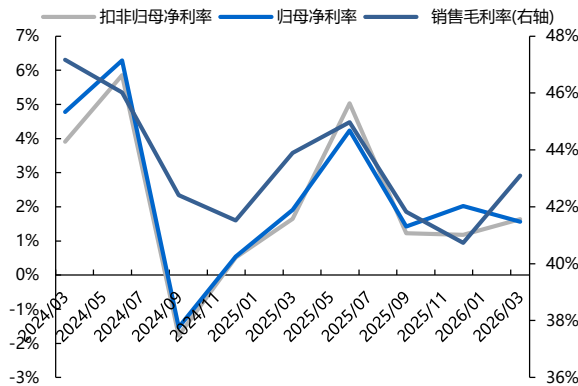
赛维时代：品牌矩阵持续放量，头部跨境卖家受益合规出清

- **营收拐点确立，补库周期驱动收入稳步修复。**从营收数据看，公司2024年营收同比冲高后阶段性回落，2025年全年增速持续探底，2026Q1营收同比拐头向上，收入拐点正式落地。海外前期去库存周期结束，欧美消费回暖叠加终端渠道补库需求释放，服饰、居家等核心品类订单回暖。依托多品牌矩阵布局，公司覆盖服饰、配饰、家居多赛道，分散单一品类周期波动，在海外补库旺季带动下，存量品牌持续放量，收入端有望延续回暖态势。
- **毛利率持续回暖，库存优化带来盈利改善基础。**公司2026Q1毛利率、净利率同步抬升，主要受益成本管控与产品结构优化成效落地。前期高库存减值压力逐步出清，低效备货减少优化资金占用。伴随库存周转效率提升，仓储与跌价成本下行，叠加高毛利新品占比提升，毛利率上行有望带动净利率稳步修复。
- **行业合规加速出清，头部卖家份额持续抬升。**全球跨境电商合规政策持续落地，欧盟小包免税取消、美国海关新规落地，中小铺货卖家受合规成本抬升，加速出清，行业资源持续向具备自主品牌、完善供应链的头部企业集中。公司深耕亚马逊等主流平台，多品牌精细化运营构筑壁垒，有望受益行业供给出清带来的份额红利。

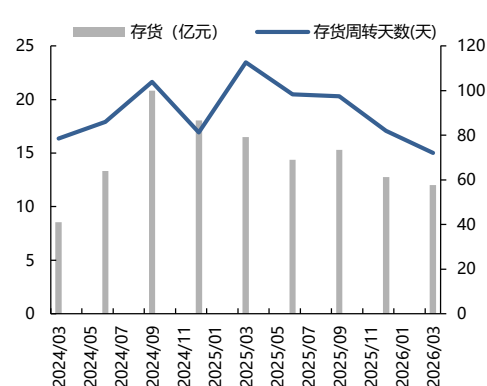
2026Q1公司营收同比增长率拐点向上



26Q1公司毛利率及净利率有所提升



25Q4以来公司库存数据有所好转



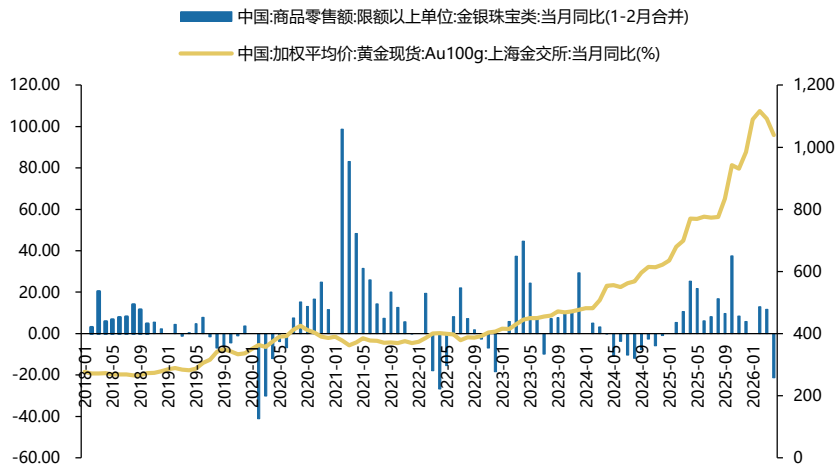
02

黄金珠宝：行业极致分化，关注 头部品牌业绩超预期

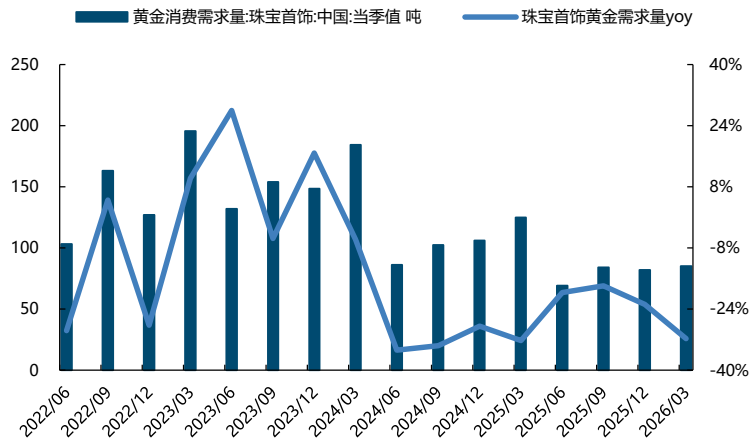
需求端：金价波动扰动短期景气度，行业分化加剧

- **金价高位波动成为短期扰动项，金价同比走高阶段性压制零售额增速。** 金价高位下跌带来终端客群观望情绪，阶段性拖累金银珠宝零售同比承压回落；复盘历史周期，2021年金价阶段性回调期间，金银珠宝零售同比曾迎来脉冲式回补高增，印证金价短期大涨会抑制即时消费意愿，但高线市场悦己消费韧性充足，中长期个性化、婚庆刚需仍为支撑消费底盘。
- **国内珠宝首饰黄金实物消费量自2023年高点后持续下行，行业总量端景气走弱。** 总量收缩环境下消费资源向头部品牌集中，头部企业凭借产品创新、渠道精细化运营持续抢占中小品牌市场份额，中小珠宝商受客流与毛利双重挤压出清提速，行业马太效应强化，龙头企业优先受益于存量市场份额提升。

金价高位回调短期内抑制黄金珠宝消费增速



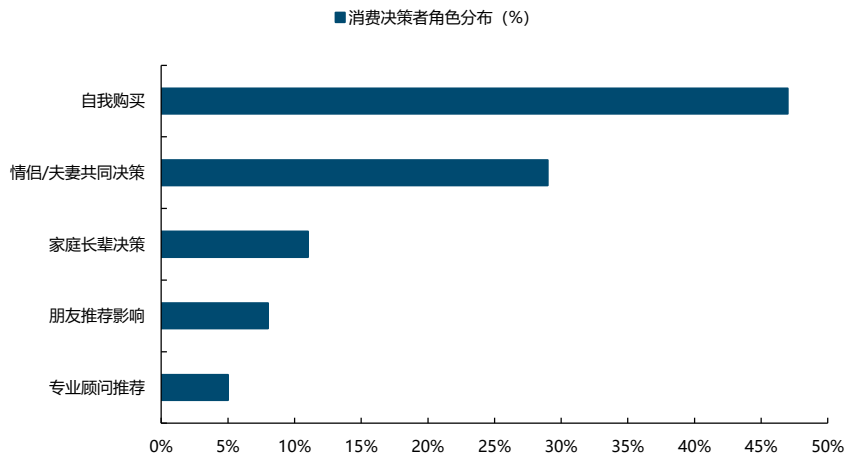
黄金消费需求持续大幅下滑，行业分化或将加剧



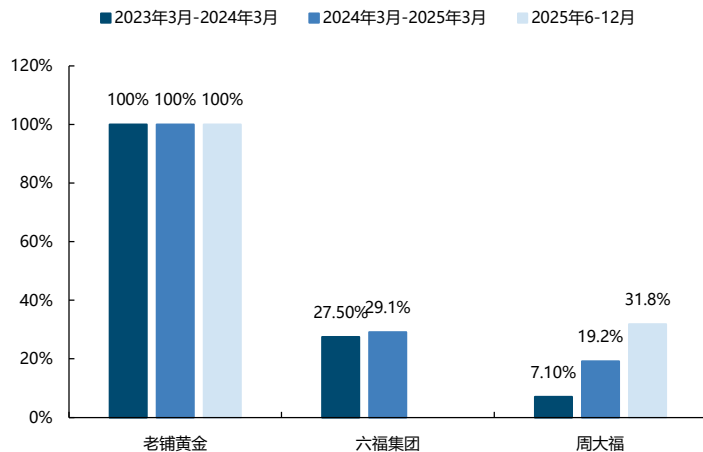
需求端：高线客群决策“去金价化”，悦己消费筑牢需求底盘

- 女性主导消费浪潮下，珠宝首饰悦己属性持续凸显，中青年中产成为行业消费基本盘，消费决策从传统长辈置办转向自主选购与伴侣协同，高线城市消费活力持续释放。黄金饰品逐步摆脱婚嫁刚需单一驱动，自购穿搭需求持续扩容，品牌依托款式设计挖掘产品溢价空间，终端客单价稳步抬升。
- 伴随26-45岁中青年、中等收入群体成为消费中坚，自主选购有望持续拉动首饰零售扩容。根据尚普咨询2025年调研数据显示，珠宝饰品消费人群中女性占比达62%，26-45岁群体合计占比55%，年收入5-12万元的中等收入群体合计占52%；消费决策里个人自购比例47%、情侣夫妻共同选购29%，一线+新一线城市合计消费占比46%，高线市场需求根基扎实。

图：2025年中国消费者饰品购买决策者调查统计



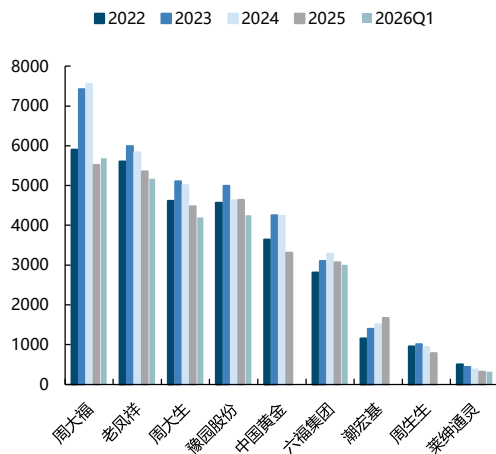
图：部分黄金珠宝品牌一口价占比情况



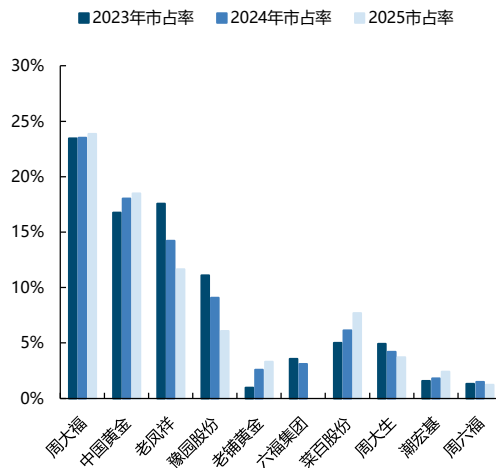
供给端：门店调整趋势持续，品牌差异化运营效果凸显

- **传统品牌闭店持续，行业变革加速。**结合门店统计数据，2022-2026Q1传统黄金品牌门店数逐年收缩，粗放拓店模式落幕，行业加速向精细化运营转型。重点关注门店逆势扩张、市占持续提升的头部珠宝企业，渠道拓店落地有望持续打开营收与估值向上空间。
- **差异化特色是缩量行情下市占率逆势抬升的核心。**对照历年市占数据，赛道分化显著：1) 老铺、潮宏基依托原创设计、品牌势能获得产品溢价，实现份额稳增；2) 菜百、中国黄金凭借投资金属属性巩固基本盘，在行业总量下行阶段逆势抢占市场份额。

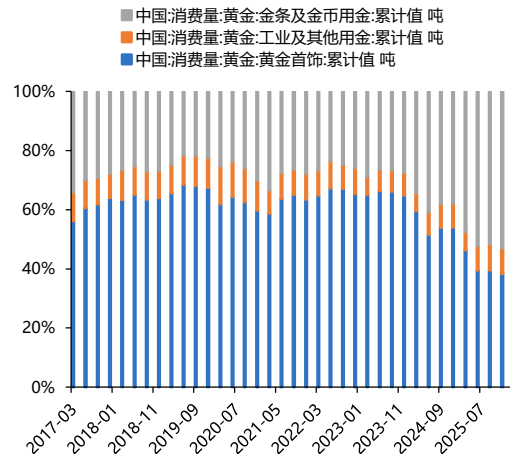
黄金珠宝公司门店数量对比 (个)



黄金珠宝公司市占率对比



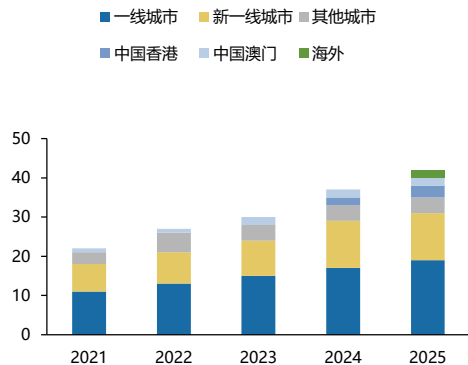
2026Q1我国投资用金消费占比持续提升



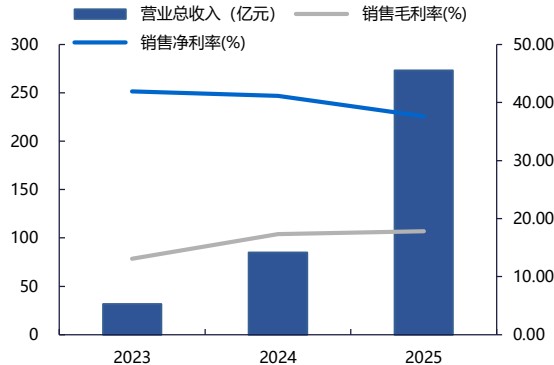
老铺黄金：库存备货充分，渠道扩容兑现业绩弹性

- **公司对标奢侈品商业模型稳健落地，战略转向优化客群结构。**产品端品牌经典设计已符号化，持续引领行业趋势，公司融合搂胎、花丝、篆刻等工艺，点钻、烧蓝等系列产品已成为品牌符号；2025年公司进一步推出“金胎漆器”高端化产品，持续打造高端古法黄金独有心智；渠道端坚持全直营，布局一二线重奢商场，当前严控拓店速度，品牌稀缺性凸显。
- **26年利润端涨价+成本下降双重利好，业绩确定性或超预期。**公司一口价已验证金价冲击下韧性，同时毛利与金价呈现反向关系。2026年金价回调环境下，存量高价原料逐步出清、新增采购成本下移，在终端售价维持高位的前提下，综合毛利率中枢稳步抬升；同时前期大额库存 26Q1 已消化过半，库存压力较小，全年盈利能力确定性上行。
- **公司高端龙头品牌估值修复空间可观。**我们预测 2026/2027/2028 年公司归母净利润分别达 86/114/139 亿元，当前对应仅 9/7/5x。公司奢侈品模型持续兑现，估值修复空间可观。当前标的估值仍部分沿用传统黄金板块定价（8~10 倍 PE），未充分体现公司品牌属性；随着客户结构优化、储蓄型消费占比回落、品牌定价权持续强化，估值中枢有望逐步向入门级奢侈品 15~20 倍 PE 切换，重点推荐。

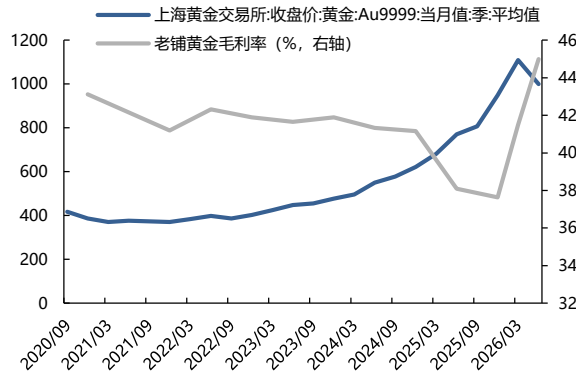
老铺黄金门店分布数量



老铺黄金营业总收入、净利率和毛利率



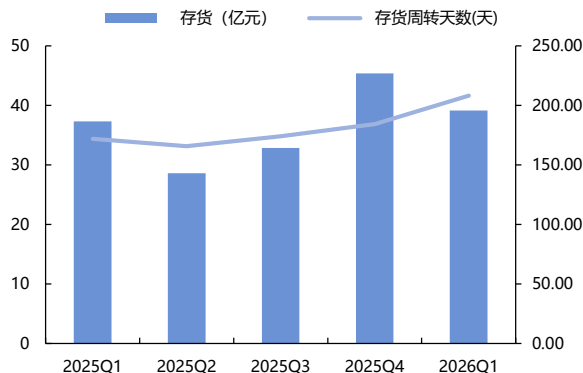
公司毛利率和金价变动趋势呈一定反比



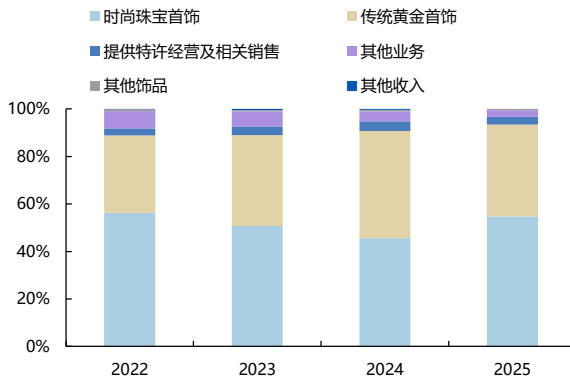
潮宏基：短期影响修复，时尚珠宝转型带动业绩释放

- **短期金价扰动导致Q1增速放缓，产品迭代不停，看好情绪消化后Q2 终端修复。**公司 2026Q1 收入增速放缓主要受国际金价大幅波动扰动、叠加公司产品涨价导致的终端消费观望情绪；公司品牌上新节奏持续落地，随二季度金价走势趋于平稳，叠加婚庆、节假日消费旺季催化，前期被压制的消费需求有望逐步释放。
- **产品+渠道双转型兑现，利润率改善落地，全年业绩确定性增强。**公司时尚珠宝产品结构优化、线下渠道精细化布局成效在一季度逐步兑现，高毛利轻奢品类销售占比持续抬升，直接带动当期毛利率、净利率环比大幅改善。强大产品力驱动下公司终端表现韧性持续，一季度盈利能力提升得到验证，叠加下半年开店旺季，我们认为公司业绩确定性有所增强。预计公司2026-2028年收入分别103.9/117.5/131.0亿元，利润分别6.7/8.2/9.3亿元，对应PE 12/10/9x，估值修复空间大，重点推荐。

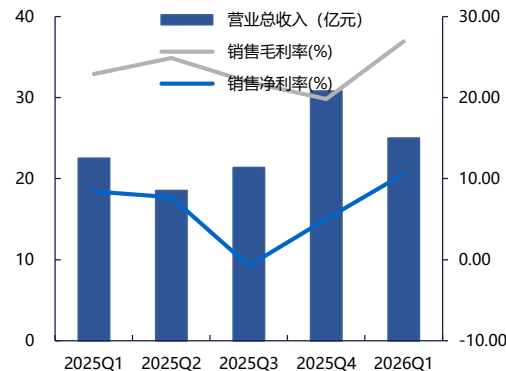
公司26Q1存货绝对值维稳



时尚珠宝占比提升，收入结构持续优化



26Q1销售毛利率和净利率优化趋势显著



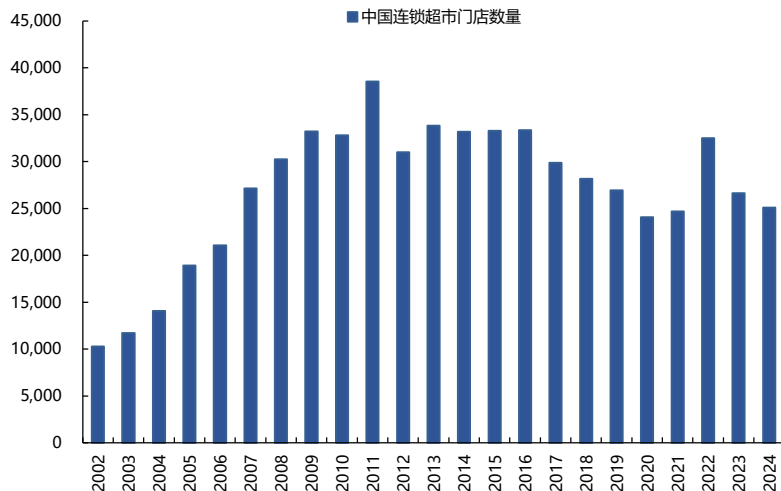
03

商超百货：关注高现金流国资龙头，聚焦重组与分红价值

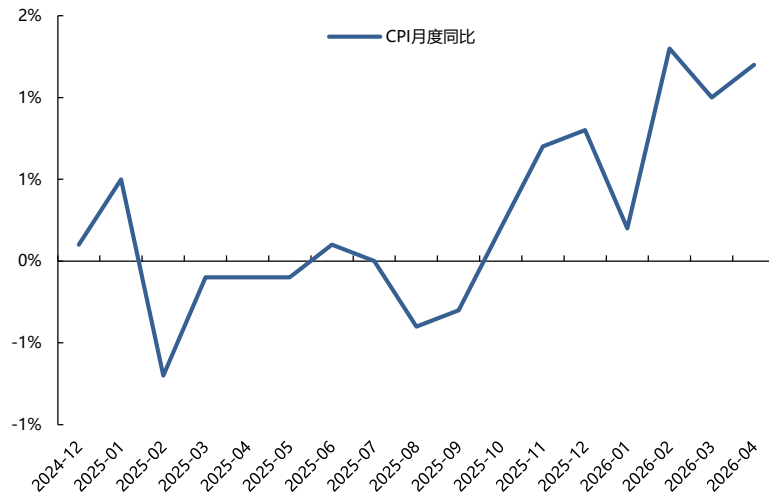
商超：物价与渠道双向改善，必选消费需求有望稳步回暖

- **CPI触底回暖，通胀温和修复带动必选消费边际改善。**国内CPI自2025年低位震荡回升，通胀环境逐步回暖，结束前期通缩压制。食品、日用品等品类消费跟随物价温和上行，商超企业库存商品实现自然提价，营收端获得价格支撑，叠加居民日常刚需刚性，行业消费基本面底部确认，为连锁商超业绩修复奠定宏观基础。
- **行业十年出清落地，存量门店优化迎来集中度提升红利。**国内连锁超市门店数量经历长达10年持续出清，中小区域性商超在租金、人力成本压力下逐步出清，优质头部连锁商超依托供应链、品牌、集采优势收割存量市场份额。存量竞争环境下头部企业不再依赖新开门店驱动增长，转而深耕现有门店精细化运营，同店收入稳步改善，行业从总量收缩转向存量提质。

中国连锁超市门店数量已经历10年的下滑



CPI触底回暖，通胀水平稳步上行



商超：新型商超模式不断涌现，重走欧美日集中度提升之路

- 新型商超模式在中国大地不断涌现，胖东来模式、Costco模式、奥乐齐模式在全国快速发展。
- 第一种模式是永辉重点学习的胖东来模式，门店面积3000-7000平方米，无需会员费，SKU数量在几个模式中最高，达到1万以上，商品均为小包装，自有产品销售占比达到30%，目前胖东来在中国总开店数为13家，分布在新乡和许昌两个下线城市。
- 第二种模式来自于美国，是Costco、山姆为代表的仓储会员模式，门店面积在三个模式中最大，购物面积达到1.5万平方米，需要会员费，SKU数量限制在4000左右，商品均为大包装，自有产品销售占比超过30%，目前Costco在中国总门店数量为7家，主要分布在华东地区。
- 第三种模式来自于德国，标榜“穷人超市”的奥乐齐，门店面积在三个模式中最小，仅有不到1000平方米，也不需要会员费，SKU数量也最少，控制在2000个以内，商品均为小包装，且自有产品比例达到80%，目前奥乐齐在中国门店数量超过60家，主要分布在上海。

中国三种主要的线下商超新模式

	胖东来模式	Costco 模式	奥乐齐模式
是否会员制	否	是	否
SKU 数量	1 万+	4000 左右	小于 2000
自有品牌占比	30%	30%+	80%
门店面积 (m ²)	3000-7000	1.5 万	500-1000
包装大小	小	大	小
中国地区门店数	13	7	60+
商品所有权	买断式销售	买断式销售	买断式销售
标签	品质零售	仓储会员超市	平民超市

商超：业绩放量消化估值，商超前瞻PE逐年下行

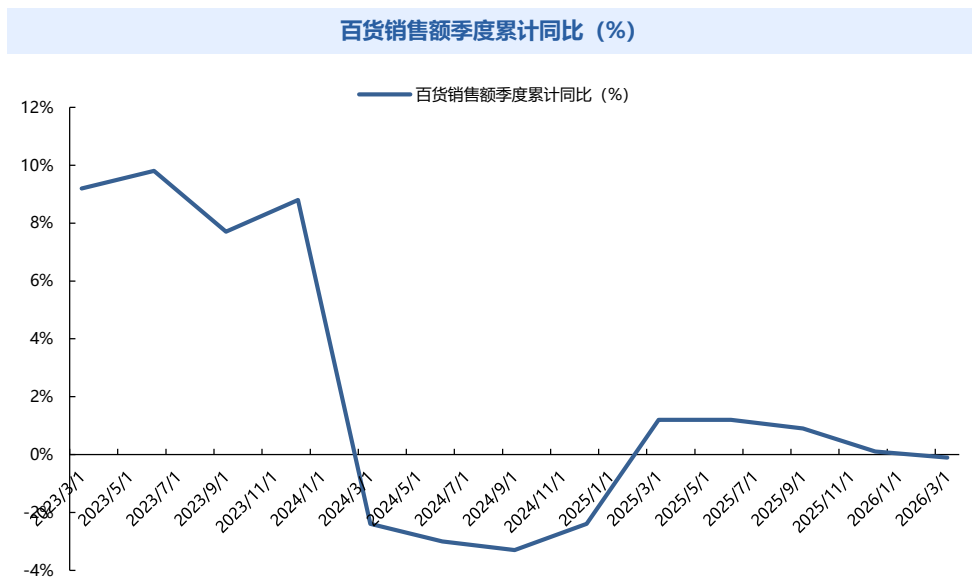
- 1) 商超龙头盈利修复节奏分化，远期估值定价分歧凸显
- 行业改革进度参差不齐，各家门店调改落地速度、单店盈利兑现时点缺乏统一预期；标的间业绩兑现差距显著，永辉25年仍处大额亏损、重百已实现十亿级别稳定净利，盈利基数分化进一步抬升市场盈利预判难度；随着调改逐步落地，个股利润从亏损/微利迈向稳步增长，不同年份业绩增速落差大，对应远期PE估值波动明显。
- 2) 盈利从底部修复阶段，对应前瞻PE呈现逐年下行趋势
- 当前商超处于困境反转初期，前期亏损拖累存量基数，短期前瞻估值普遍偏高，随利润放量估值持续消化；永辉26E PE高达206.88、步步高53.71，核心源于当年预期净利润基数偏低，伴随27/28年业绩持续兑现，两家估值快速回落至51.99/31.62、37.62/28.77；而重百盈利体量扎实，历年PE稳定在个位数区间。整体来看，国内商超估值回落逻辑锚定业绩释放，盈利兑现是消化高估值的核心抓手。

中国主要调改型商超的盈利预期（均为Ifind一致预期，2026年6月5日数据）

证券代码	证券名称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE		
			2025	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
002251.SZ	步步高	118.84	1.13	2.21	3.16	4.13	53.71	37.62	28.77
603708.SH	家家悦	60.39	2.01	2.48	2.94	3.37	24.40	20.57	17.91
600729.SH	重百集团	85.10	10.45	10.23	11.15	11.50	8.32	7.63	7.40
601933.SH	永辉超市	309.46	-25.52	1.50	5.95	9.79	206.88	51.99	31.62

百货：基数扰动下增长降速，关注调改带动稳步修复

- 在消费环境迭代与业态调整的大背景下，国内百货行业景气度呈现明显的周期波动。
- 步入 2025 年后，百货门店调改逐步落地、场内品牌优化迭代，行业景气触底回升，增速由负转正并稳定在低位正增长区间；2025 年末至 2026Q1，基数抬升叠加消费淡季扰动，行业增速缓慢回落趋近零轴。随着门店改造持续深化，以及服务类、体验类消费的崛起，百货行业有望依托业态优化实现基本面稳步修复。



投资思路：关注高现金流国资龙头，聚焦重组与分红价值

- 考虑到1) 板块内大量区域零售标的账面货币资金储备丰厚，王府井、百联股份、天音控股、杭州解百等国资龙头手握数十亿闲置资金，资金面充裕，具备开展股权收购、资产重组、资产注入的资金基础；2) 中小区域零售主体经营承压、门店与商圈资源闲置，手握现金的头部企业依托资金优势，整合低效存量门店、同业并购的外部条件持续优化；3) 超半数标的实控人为各地国资委，国企改革稳步落地，地方国资存在存量商业资产整合、集团优质资产注入诉求，重组落地预期持续抬升；4) 消费缓慢回暖，优质企业依托存量资金布局新业态、异地拓店，积极培育第二增长曲线；5) 大商股份、重百集团、爱施德、小商品城等个股分红与股息水平突出，高分红叠加充沛现金流，防御属性突出，同时富余资金可落地外延并购增厚业绩。建议优选账面现金充裕、地方国资实控、分红率及股息率靠前的标的，重点把握国企资产重组+行业并购整合+高股息稳健回报三重投资机会。

线下零售板块公司实控人、货币资金及2025年分红情况

证券代码	证券名称	市值(亿元)	货币资金 (亿元)	实际控制人	分红率 (%)	股息率 (%)	证券代码	证券名称	市值(亿元)	货币资金 (亿元)	实际控制人	分红率 (%)	股息率 (%)
600859.SH	王府井	117.45	72.51	北京国资委	0.00	0.00	601366.SH	利群股份	35.22	10.45	徐恭藻,徐瑞泽, 赵钦霞	-	2.72
600827.SH	百联股份	136.13	68.87	上海国资委	42.41	1.86	600790.SH	轻纺城	57.75	9.70	绍兴市柯桥区人 民政府	-	3.05
000829.SZ	天音控股	93.90	54.96	深圳国资委	0.00	0.00	000785.SZ	居然智家	145.09	9.21	杨芳	0.00	0.00
600415.SH	小商品城	659.12	50.16	义乌国资委	65.23	4.16	000882.SZ	华联股份	39.69	9.04	海南省文化交流 促进会	0.00	0.00
600814.SH	杭州解百	50.87	49.78	杭州国资委	27.51	1.81	000058.SZ	深赛格	72.41	8.77	深圳国资委	42.59	0.34
002416.SZ	爱施德	128.14	44.51	黄绍武	165.51	4.84	601086.SH	国芳集团	48.48	8.29	张国芳,张春芳	93.95	1.37
600729.SH	重百集团	85.10	44.12	-	33.33	4.92	002419.SZ	天虹股份	54.82	8.15	国务院国资委	96.35	1.49
600694.SH	大商股份	54.55	37.82	牛钢	70.19	6.94	600785.SH	新华百货	34.48	7.75	张文中	30.29	1.31
601828.SH	美凯龙	94.34	35.49	厦门国资委	0.00	0.00	600697.SH	欧亚集团	17.39	7.64	长春国资委	-	0.91
000501.SZ	武商集团	55.44	30.42	武汉国资委	41.56	2.77	000759.SZ	中百集团	34.32	7.55	武汉国资委	0.00	0.00
600858.SH	银座股份	25.90	29.01	山东国资委	17.55	0.70	000419.SZ	通程控股	27.29	7.46	长沙国资委	57.47	2.59
002697.SZ	红旗连锁	62.97	27.44	四川国资委	30.28	2.31	601116.SH	三江购物	66.10	7.22	陈念慈	29.23	0.83
601933.SH	永辉超市	309.46	26.19	-	0.00	0.00	600113.SH	浙江东日	150.70	6.04	温州国资委	38.00	0.36
603708.SH	家家悦	60.39	25.26	王培桓	46.26	3.28	002344.SZ	海宁皮城	49.89	4.70	海宁市人民政府	72.65	1.03
603123.SH	翠微股份	77.16	21.65	北京国资委	0.00	0.00	000715.SZ	中兴商业	26.91	4.60	方威	30.76	1.31
002187.SZ	广百股份	38.06	17.40	广州国资委	0.00	0.00	601010.SH	ST文峰	31.79	4.48	薛健	0.00	1.16
600628.SH	新世界	39.85	16.96	上海国资委	38.83	0.65	600857.SH	宁波中百	35.33	4.19	徐柏良	31.01	0.29
301078.SZ	孩子王	104.59	13.47	汪建国	23.19	0.91	605188.SH	国光连锁	68.37	4.00	胡金根等	48.18	0.11
000417.SZ	合百集团	60.68	13.18	合肥国资委	31.64	0.84	600738.SH	丽尚国潮	31.67	2.82	丽水经济技术开 发区管理委员会	45.29	2.40
300755.SZ	华致酒行	61.69	13.16	吴向东	0.00	0.00	002561.SZ	徐家汇	29.27	1.96	上海国资委	0.00	0.00

数据来源：iFinD，国金证券研究所

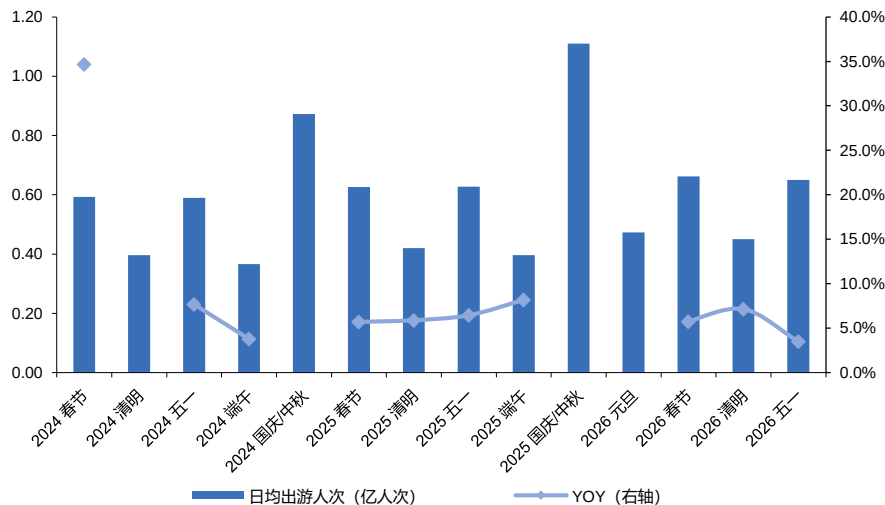
04

出行链：服务消费持续提振，长期竞争格局向好

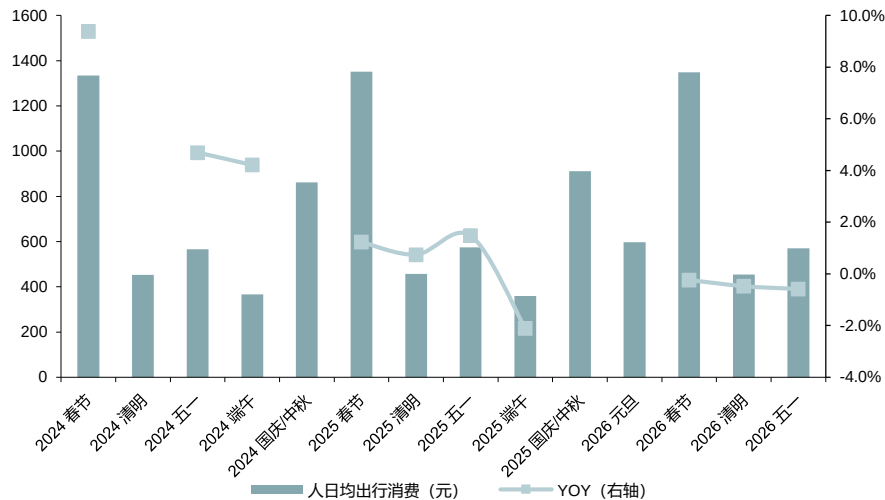
出行：市场重点关注旅游需求修复斜率

- **2023年起，服务消费支持政策频出。**文旅消费券发放、旅游列车和银发旅游等专项措施，有助于提升居民出游频次和旅游消费活跃度；落实带薪休假、鼓励错峰出行、优化假期安排等制度性安排，也有助于拉长出行时间窗口，释放中长途休闲度假需求。2024-2026年主要假期出行人次均维持较好增长，但二次消费一定压力。
- 2026年“五一”假期全国国内出游3.25亿人次，同比增长3.6%；旅游花费1854.92亿元，同比增长2.9%，相比春节和清明假期减速。出行与预订数据不及预期使得出行链整体承压，原因系：1) 多地假期前两日有雨；2) 机票价格上涨；3) 中小学春秋假在4月提前分流需求。

主要假期全国日均出游人次



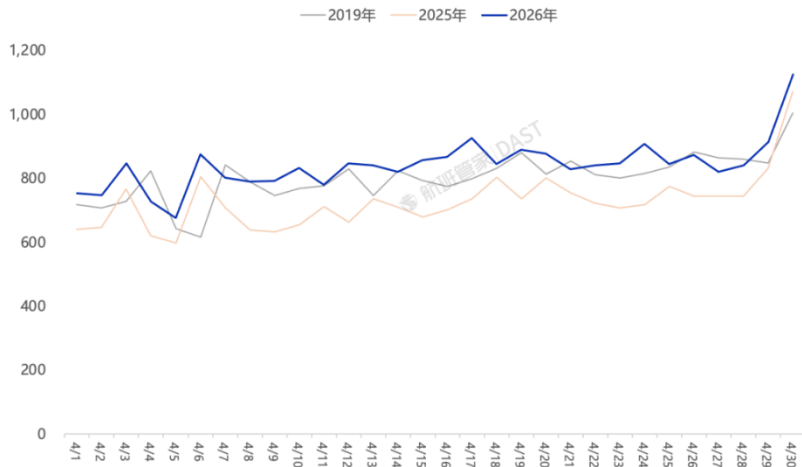
主要假期全国人日均出行消费



出行：Q2-Q3油价与天气因素或将产生短期扰动

- 4月民航国内经济舱平均票价达843.1元（含税），同比2025年增长16.0%，同比2019年增长4.9%。4月5日燃油附加费升至60/120元，5月16日进一步升至90/170元，6月5日回落至80/150元，对中低收入家庭游形成挤压。
- 5月29日中国气象局表示：5月赤道中东太平洋海温已进入厄尔尼诺状态，夏秋季将发展成为一次中等及以上强度的厄尔尼诺事件，于秋冬季达到峰值，发生强厄尔尼诺事件的概率正在增大，预计明年春季衰减。世界气象组织6月2日发布公报：考虑到热带太平洋海水异常温暖等因素，今年6月至8月出现厄尔尼诺事件的概率为80%，未来数月极端天气出现风险随之攀升。历史统计表明，厄尔尼诺期间，易出现我国长江以南地区夏秋季降水较常年偏多、全国大部气温偏高的情况。全年预计7-9个台风登陆或明显影响我国沿海地区，数量较常年偏多，强度总体偏强，活跃季节偏早。

国内市场经济舱平均票价（含税，元）



来源：航班管家、国金证券研究所

国内航班燃油附加费变化历史

国内机票燃油附加费调整轨迹

按生效日期梳理，单位：元/人

● 800公里（含）以下 ● 800公里以上

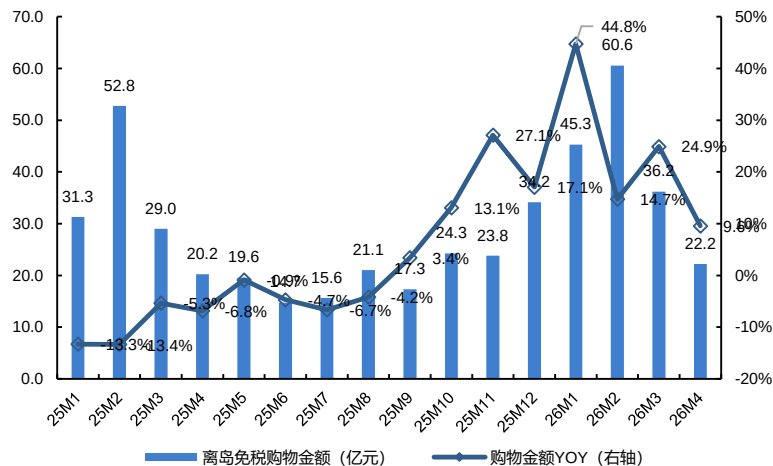
燃油附加费（元/人）



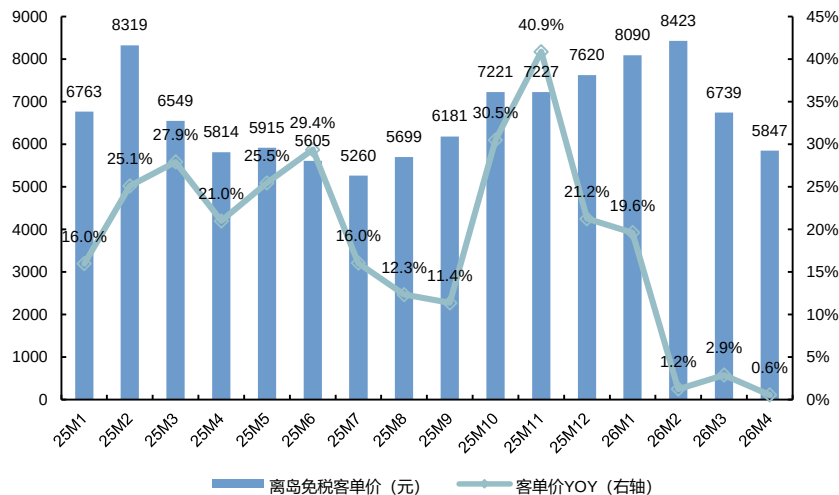
免税：4月离岛免税增速回落

- 4月离岛免税增速回落。海口海关统计，26M4海南离岛免税销售额22.2亿/+9.5%，购物人次38.0万/+9.1%，客单价5837元/+0.4%。消费恢复趋缓对客单价造成一定压力，购物人次增速随客流增速下滑。
- 五一假期期间（2026年5月1日至5月5日），海口海关共监管离岛免税购物金额5.54亿元，购物人数8.46万人次，购物件数44.17万件，比2025年同期分别增长10.4%、7.4%、3.8%。

25M1-26M4离岛免税购物金额



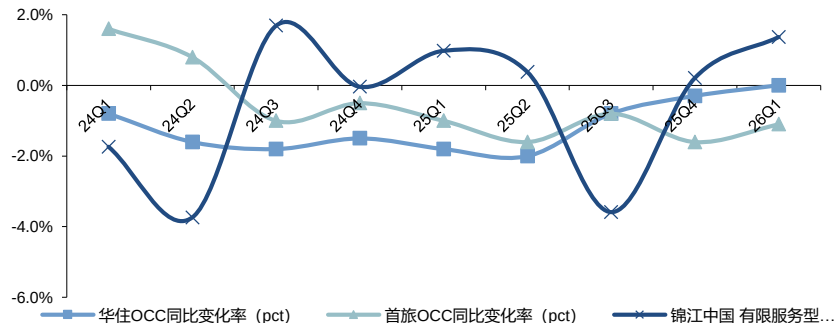
25M1-26M4离岛免税客单价



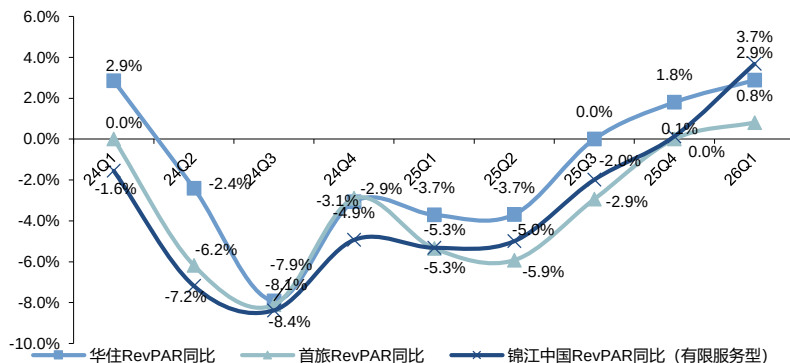
酒店：当前酒店行业处于复苏的验证阶段

- 2023年-2024年，酒店行业经历了疫后需求集中释放、供给回补竞争加剧的过程。2025年下半年以来，随着行业供给压力缓解、休闲需求持续增长、价格策略趋于理性，龙头RevPAR率先转正。
- 26Q1华住、首旅、锦江RevPAR同比+2.9%/+0.8%/+3.7%，ADR同比+4.8%/+0.9%/+1.4%，OCC同比持平/-1.1%/1.4%。

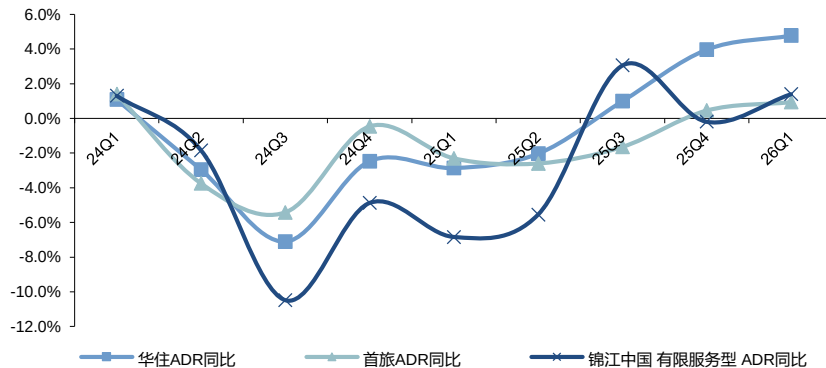
三大酒店集团OCC同比变化率



三大酒店集团RevPAR同比增速



三大酒店集团ADR同比增速



酒店：五一假期整体维持稳健增长

- 根据酒店之家统计，2026年5月1日至5月5日，全国酒店全ADR同比分别增长3.5%、2.1%、3.7%、5.3%、4.2%，全程保持正增长；OCC同比分别为-2.5%、-3.9%、-2.6%、-0.4%、0.0%，前期承压但逐日修复；RevPAR同比分别为+1.0%、-1.8%、+1.0%、+4.9%、+4.2%，5月4日至5月5日明显改善。整体来看，尽管假期前半程入住率仍有压力，但房价韧性较强，叠加后半程OCC修复，推动RevPAR改善。

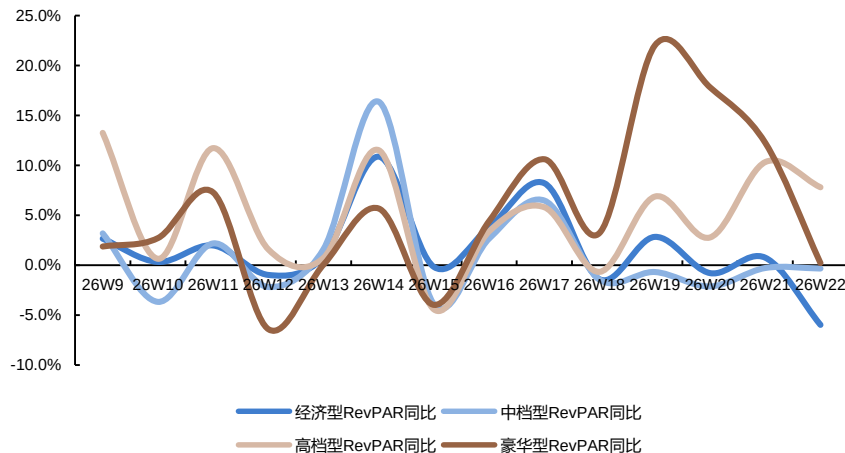
五一假期酒店行业经营情况

数据日期	酒店档位	OCC	ADR (元)	RevPAR (元)	OCC	ADR (元)	RevPAR (元)
2026/5/1	全部	71%	348	248	-2.5%	3.5%	1.0%
	经济型	72%	258	185	-2.7%	0.3%	-3.0%
	中档型	73%	385	282	-2.3%	0.7%	-3.0%
	高档型	72%	495	357	-1.7%	1.1%	-0.6%
	豪华型	53%	848	449	-3.5%	-3.6%	-6.9%
2026/5/2	全部	74%	364	268	-3.9%	2.1%	-1.8%
	经济型	73%	266	195	-4.4%	1.8%	-6.1%
	中档型	76%	395	299	-3.6%	4.6%	-8.0%
	高档型	76%	510	387	-2.4%	1.0%	-3.4%
	豪华型	56%	883	495	-4.6%	-3.6%	-8.1%
2026/5/3	全部	67%	328	219	-2.6%	3.7%	1.0%
	经济型	66%	235	155	-3.1%	1.5%	-4.6%
	中档型	69%	344	236	-1.8%	3.2%	-4.9%
	高档型	70%	459	322	-1.6%	0.3%	-1.8%
	豪华型	51%	826	425	-6.3%	-1.2%	-7.4%
2026/5/4	全部	52%	243	127	-0.4%	5.3%	4.9%
	经济型	53%	169	88	-1.1%	0.8%	-2.0%
	中档型	53%	250	132	-0.1%	1.6%	-1.7%
	高档型	56%	352	197	-1.9%	0.2%	2.2%
	豪华型	38%	701	265	-4.5%	0.2%	-4.3%
2026/5/5	全部	46%	191	89	0.0%	4.2%	4.2%
	经济型	48%	135	64	-1.0%	0.7%	-1.7%
	中档型	45%	203	91	-0.2%	3.1%	-2.9%
	高档型	49%	296	146	-2.2%	0.8%	1.3%
	豪华型	28%	626	175	-3.2%	3.7%	0.4%

酒店：高端/豪华酒店近期表现更优

□ **结构化延续，高端表现更优。** 26W22(05/25-05/31)经济型/中档/高档/豪华酒店RevPAR分别同比+0.8%/-0.3%/+10.3%/+12.3%，高档及豪华酒店连续5周延续较优表现，主要由入住率提升驱动，反映高端出行消费需求仍具韧性。经济型及中档表现相对平稳，预计系出行成本上行抑制中低收入家庭出行。

26W9(02/23-03/01)-26W22(05/25-05/31)分档次酒店数据



来源：酒店之家、国金证券研究所

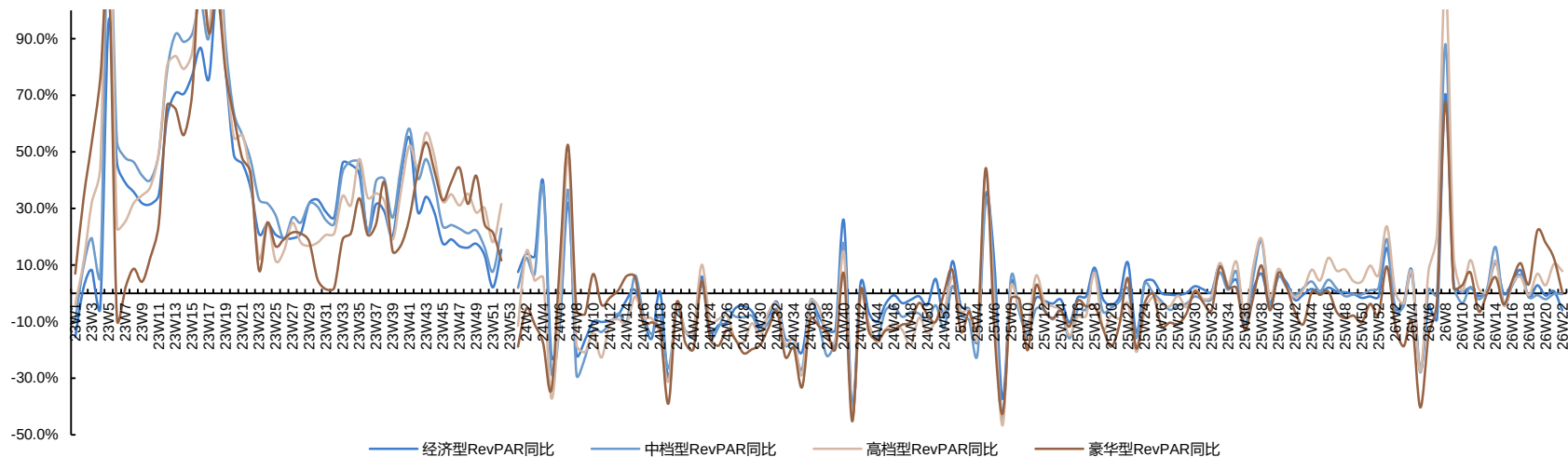
全国酒店RevPAR同比增速

周期	经济型RevPAR同比	中档型RevPAR同比	高档型RevPAR同比	豪华型RevPAR同比
26W1	16.0%	19.1%	23.6%	9.5%
26W2	-5.4%	-6.6%	0.4%	-11.2%
26W3	-3.3%	-4.6%	-3.6%	-18.8%
26W4	8.0%	6.2%	7.5%	-10.2%
26W5	-27.1%	-28.0%	-27.6%	-40.3%
26W6	-4.2%	1.5%	8.2%	-14.6%
26W7	-9.0%	-0.5%	21.2%	-2.7%
26W8	70.4%	88.0%	111.9%	67.5%
26W9	2.7%	3.2%	13.2%	1.9%
26W10	0.3%	-3.7%	0.7%	2.7%
26W11	2.0%	2.2%	11.7%	7.3%
26W12	-1.0%	-2.2%	1.6%	-6.4%
26W13	0.8%	1.6%	0.7%	0.1%
26W14	10.9%	16.4%	11.5%	5.7%
26W15	-0.2%	-3.9%	-4.4%	-4.0%
26W16	3.8%	2.7%	3.4%	4.4%
26W17	8.2%	6.5%	5.8%	10.6%
26W18	-1.4%	-1.4%	-0.7%	3.2%
26W19	2.8%	-0.7%	6.9%	22.0%
26W20	-0.8%	-2.1%	2.8%	17.8%
26W21	0.8%	-0.3%	10.3%	12.3%
26W22	-6.0%	-0.3%	7.8%	0.2%

酒店：预计26Q2RevPAR小幅增长

- 26Q2预计RevPAR小幅增长：1) 4月整体表现较好；2) 25Q2基数很低；3) 酒店集团表现优于行业。
- 26Q3存在一定不确定性，变量在于暑期长途休闲游是否受到机票价格上涨的抑制。对于3—5人家庭出行而言，交通成本增长对预算的占用更大，进而挤压住宿、餐饮、景点及购物等消费预算。若高票价持续，部分游客可能由长途游转向自驾周边游，从而影响停留时长和消费金额。考虑到暑期仍是传统旅游旺季，若机票价格回落，Q3酒店RevPAR仍有望实现小幅提升。

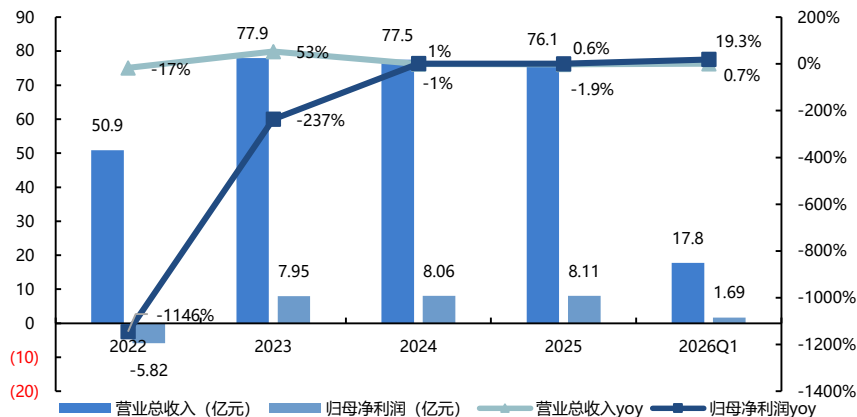
23W1-26W22分档次酒店数据



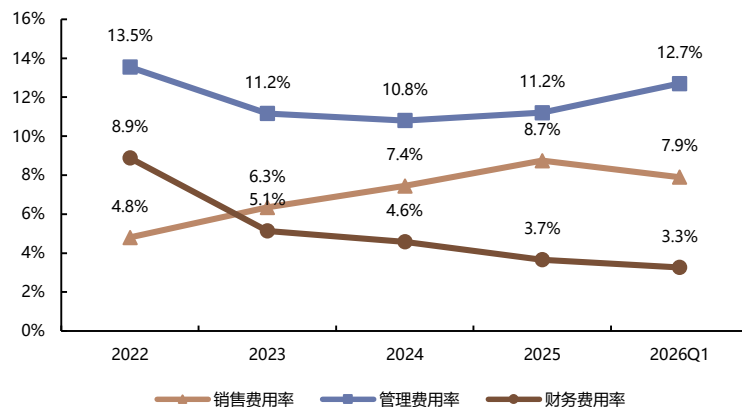
首旅酒店：经营质量渐进优化，拓店目标稳步推进

- 经营质量渐进优化，利润略超市场预期。** 26Q1公司实现营业收入17.77亿元/+0.66%，归母净利润1.69亿元/+18.51%，扣非归母净利润1.44亿元/+31.84%。公司26Q1扣非归母净利润同比增长31.84%，主要得益于高毛利特许业务收入的增长、及直营店资产折旧摊销与租赁负债利息费用下降，多因素协同驱动营业利润显著提升。酒店业务利润总额同比大增58.51%，看好主业经营改善带动业绩增长持续。
- 26Q1 RevPAR同比增速转正，经营趋势向好。** 26Q1公司全部酒店RevPAR 125元/+0.8%，ADR 214元/+0.8%，OCC 58.3%/持平。不含轻管理的全部酒店RevPAR 143元/+1.7%，ADR 228元/+0.2%，OCC 62.6%/+0.9pct。公司自24Q2起RevPAR同比增速首次转正，25Q2/25Q3/25Q4分别为-5.9%/-2.9%/持平。
- 拓店速度略有放缓，明确聚焦标准店。** 公司立足产品结构优化，大力发展标准管理酒店，持续提升中高端占比。26Q1公司新开店218家/-27.30%，主要系春节时间延后影响开店节奏。其中标准管理酒店142家，占比65.1%/+1.1pct；中高端酒店74家，占比33.9%/+3.9pct。

2022-2026Q1首旅酒店收入与归母净利润



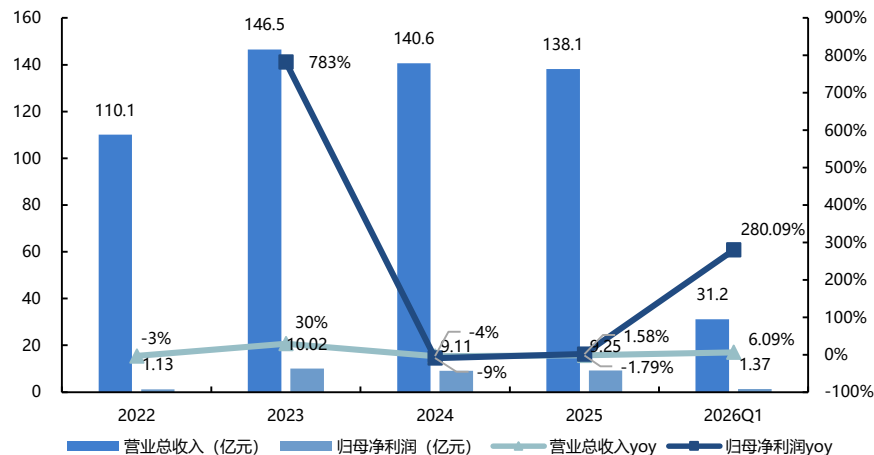
2022-2026Q1首旅酒店各项费用率



锦江酒店：提质改革逐步见效，重塑核心竞争力

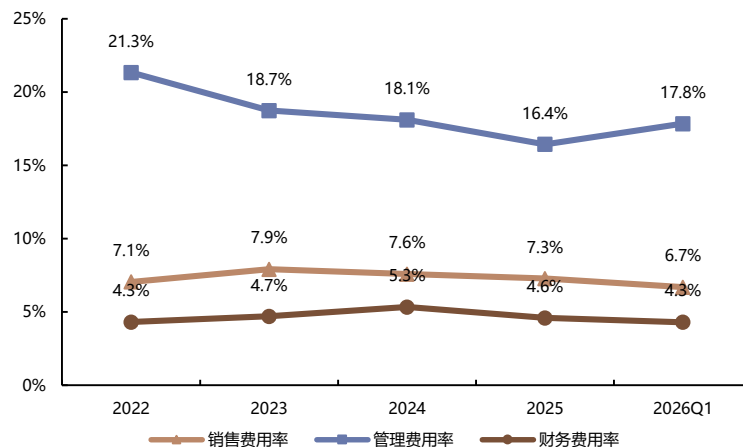
- **验证提质改革见效，盈利能力大幅改善。** 26Q1公司实现营业收入31.21亿元/+6.09%；归母净利润1.37亿元/+280.09%；扣非归母净利润1.52亿元/+472.67%。加盟扩张&RevPAR增长带动毛利率提升，26Q1公司毛利率33.45%/+1.60pct。费用率改善显著，26Q1公司销售费用率6.70%/-0.14pct，管理费用率17.84%/-1.69pct，研发费用率0.20%/-0.04pct，财务费用率4.31%/-1.22pct。公司2025年推进“做精总部、做强区域、做实省区”改革，精简部门，下放经营权限，推动决策贴近一线，Q1费用率改善验证提质改革见效。
- **直营门店RevPAR大幅优化。** 26Q1 RevPAR 143元，同比+3.7%，ADR 229元，同比+1.4%，OCC同比+1.4pct；26Q1境内直营RevPAR同比+13.9%，同期华住/首旅直营RevPAR同比+4.4%/+4.1%，大幅领先同业，原因系关闭低效门店、改革调整决策和激励机制。

2022-2026Q1锦江酒店收入与归母净利润



来源：iFinD，公司公告，国金证券研究所

2022-2026Q1锦江酒店各项费用率

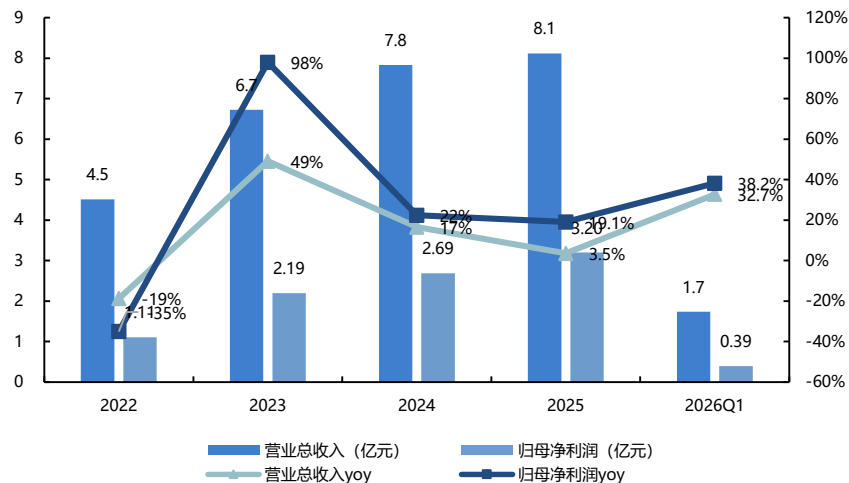


05 教育：关注 α 较强的特色标的

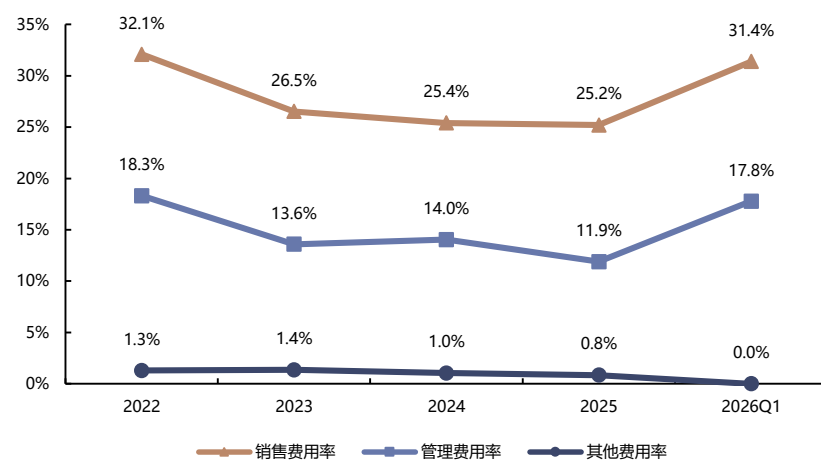
行动教育：百校计划打开空间，AI赋能成长飞轮

- 2026Q1 行动教育实现营业收入 1.73 亿元，同比+32.70%；归母净利润 3907.12 万元，同比+38.26%；扣非归母净利润 3733.87 万元，同比+61.55%；经营活动现金流净额 5444.16 万元，同比+207.56%，利润与现金流表现均优于收入增速。
- 公司成长主线在于“百校计划”带来的区域扩张。行动教育过去主要依托核心城市及总部品牌进行获客与交付，后续通过分校网络建设，有望扩大区域覆盖半径、强化本地化招生交付能力，并提升企业家校友生态密度。
- AI 是公司中期提升复制效率的重要抓手。公司将 AI 应用于招聘、营销、财务、教学和管理工具等环节，有望降低销售培训、分校校长培养及内部管理的标准化难度。

2022-2026Q1 行动教育营业收入与归母净利润



2022-2026Q1 行动教育各项费用率



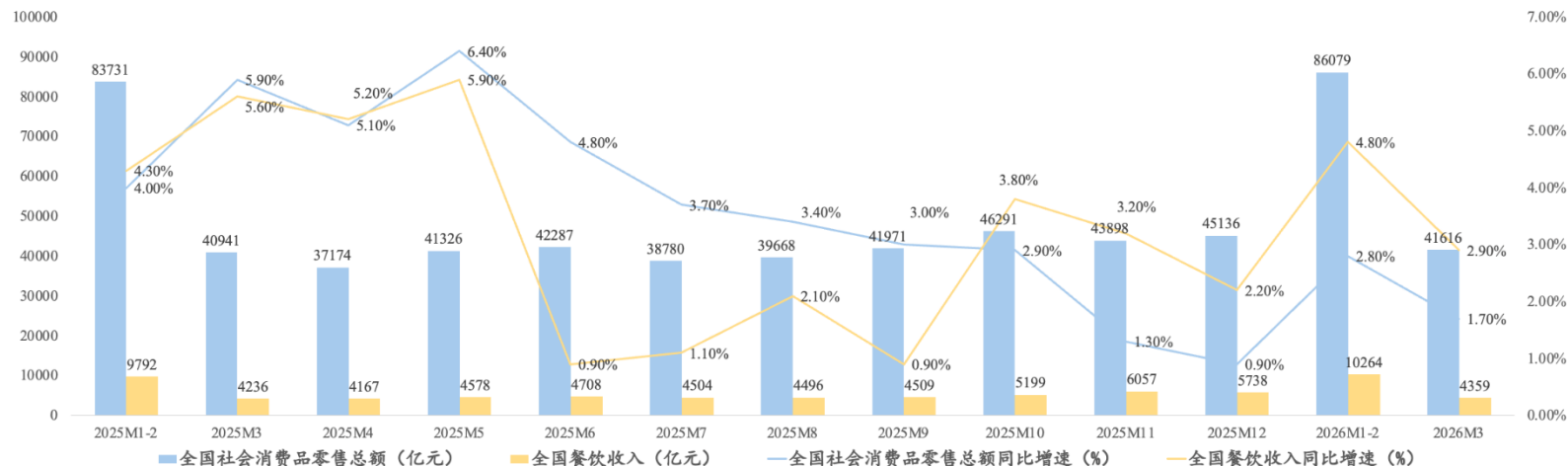
06

餐饮：弱复苏、强分化，中国餐饮行业进入精耕时代

行业总览：弱复苏、强分化，中国餐饮行业进入精耕时代

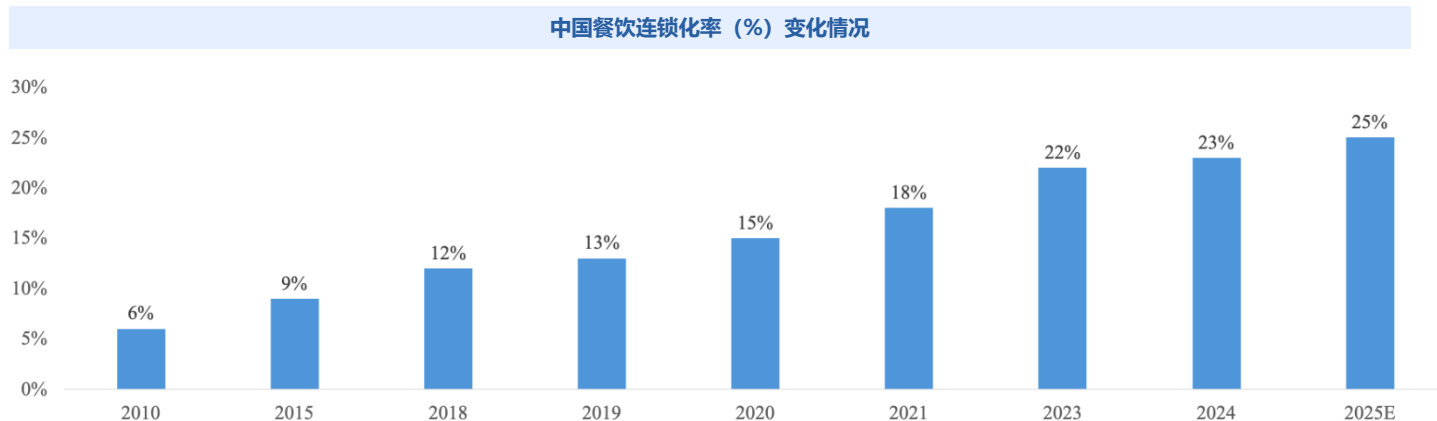
- 截至2026年4月，全国餐饮收入达 18,883亿元，同比+3.8%，增速高于同期社零 +1.9%，餐饮仍是服务消费的重要支撑。但从节奏看，餐饮收入增速由1-2月 +4.8%、一季度 +4.2% 回落至1-4月 +3.8%，显示春节后消费热度边际降温。
- 2026年“五一”假期餐饮消费保持韧性，中国烹饪协会调研显示，受访餐饮企业客流量、营业收入同比分别增长 4.2% / 3.1%。但经营端压力仍在，4月餐饮业表现指数报告显示销售额和盈利指数降幅较明显，反映客流转化与利润水平仍偏低。
- 行业主线建议归纳为三点：高性价比竞争、连锁化提升、AI/数字化提效。毕马威报告也指出，餐饮行业面临存量竞争、客单价下行，同时连锁化率提升、AI应用从单点走向全链路整合。

图：2025-2026年月度全国社会消费品零售总额与全国餐饮收入



数据来源：国家统计局、中国烹饪协会、红餐产业研究院、国金证券研究所

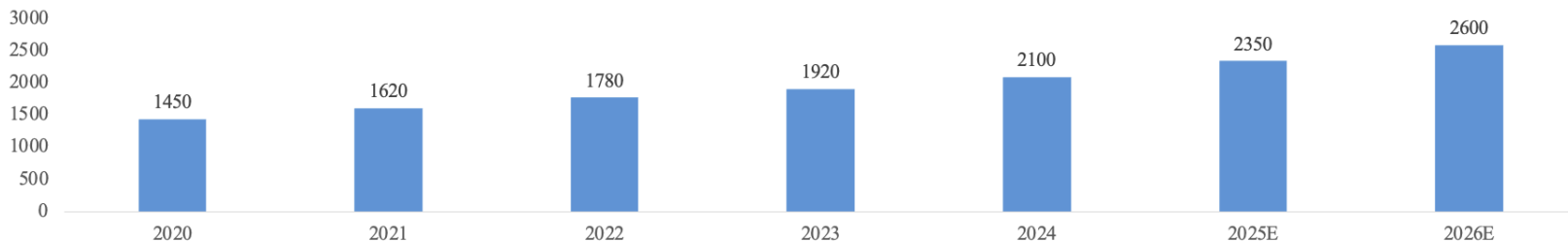
- 当前餐饮行业迈入连锁化率加速提升、下沉市场全面提速、大众餐饮成主流的新阶段。2025 年行业连锁化率已达25%，较 2020 年的 15% 显著提升，品牌化、标准化扩张成共识；一线市场存量竞争加剧，三四线及县域下沉市场门店增速超 13%，成为核心增长极；消费理性回归，大众餐饮（快餐、小吃、茶饮）占比超 70%，凭借高性价比、高频刚需特性，稳居市场主流。
- 十五五规划明确鼓励服务消费、扩大内需，全力支持餐饮行业高质量发展中国经济网。政策聚焦三大方向：一是完善县域商业体系，健全县乡村三级冷链物流网络，助力连锁品牌下沉；二是推动数智化转型，支持智能点餐、后厨管理、供应链数字化升级；三是强化食品安全与标准化，推广中央厨房与统一配送模式，保障食材品质与安全。
- 政策红利叠加市场需求，餐饮行业正从“规模扩张”转向“效率与品质双驱动”，连锁化、下沉化、鲜智化成为不可逆转的趋势，供应链能力决定品牌长远竞争力。



现制茶饮：景气度领跑，品类扩张 + 冷链升级 + 加盟下沉驱动高增

- 行业仍处扩张周期，但增速由“规模驱动”转向“效率驱动”。2026年上半年，新茶饮行业整体保持增长态势，但行业竞争进一步加剧，门店扩张速度有所放缓。经历2024-2025年的大规模开店后，市场逐步进入存量竞争阶段，品牌竞争重点从单纯追求门店数量转向提升单店效率、供应链能力及盈利质量。行业连锁化率持续提升，饮品赛道连锁化率已达到54%，显著高于餐饮行业平均水平，仍是餐饮行业连锁化升级的重要驱动力。
- 2026年上半年，中国茶饮行业延续高景气增长态势，健康化消费趋势持续深化，无糖茶成为推动行业扩容的核心引擎。行业规模预计达到2600亿元，同比增长约10.6%，显著高于饮料行业整体增速，其中无糖茶市场占比首次突破50%，达到52%，无糖茶 2026E 规模 1,352 亿元，成为绝对主导品类。
- 消费者健康意识提升、营养标签规范化以及“减糖”政策导向共同推动需求升级，65%以上消费者将“健康、0糖”作为购买茶饮的首要因素。产品结构方面，无糖纯茶保持70%左右的高增速，冷泡茶和功能茶分别实现55%和35%的快速增长，而传统含糖茶市场持续萎缩。消费群体以18-35岁的Z世代和年轻白领为主，高线城市仍是核心市场，但下沉市场渗透率快速提升。

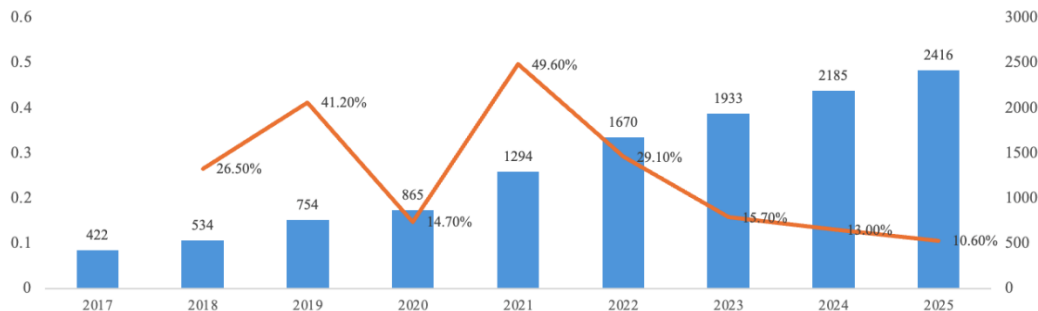
中国茶饮料市场规模（2020-2026E）（亿元）



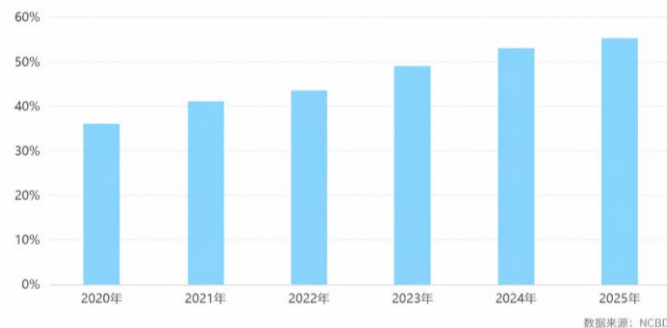
现制茶饮：景气度领跑，品类扩张 + 冷链升级 + 加盟下沉驱动高增

- 根据NCBD（餐宝典）披露的数据显示，2025年中国中式新茶饮市场规模达2,416亿元，同比增速放缓至10.6%，表明行业已由增量扩张正式步入存量深耕阶段。在此背景下，行业集中度加速提升，继2024年连锁化率首次突破50%大关后，2025年该指标持续攀升至接近55%的水平，高居餐饮业各细分品类之首。从区域竞争格局与出清表现来看，存量博弈特征愈发显著，其中广东以88.39的内卷指数高居全国首位，广西紧随其后；尽管整体竞争激烈，但2024至2025年间，茶饮品类的闭店率较前期有所回落，其整体闭店率虽高于咖啡品类，但仍低于餐饮行业的平均水平。
- 尽管外卖渠道补贴力度的收窄令现制饮品行业面临阶段性需求逆风，但咖啡赛道依然展现出相对较高的成长韧性。NCBD数据显示，2025年中国现制咖啡市场规模同比增长13.4%至2,177.9亿元，增速持续领先于茶饮品类。在资本与头部品牌的驱动下，2025年现制咖啡连锁化率已逼近40%，虽略逊于茶饮，但仍具备广阔的提升空间。从竞争密度来看，华南地区依然是激战中心，广东以87.29的内卷指数领跑全国，而北京、上海等成熟市场的竞争烈度则相对较低；此外，2024至2025年咖啡品类的闭店率同比有所改善，且整体闭店风险明显低于茶饮品类，表现出较强的抗周期韧性。

2017-2025年中国茶饮料市场规模（亿元）及增速（%）



2020-2025年中式新茶饮连锁化率



餐饮鲜货化：鲜食冷链成核心壁垒，茶饮果汁领跑

- 从产业链角度看，冷链能力正逐步成为新茶饮行业核心壁垒之一。随着鲜果茶、冷链果汁及短保鲜乳制品占比持续提升，头部品牌加速布局仓储与冷链配送体系。古茗依托区域仓储网络实现高频鲜果配送，约97%的门店可实现“两日一配”。蜜雪冰城则通过覆盖采购、生产、仓储及物流的一体化供应链体系强化规模优势；喜茶近年来持续加码冷链鲜果与冷藏乳制品供应链建设，提高高端鲜果茶产品占比。行业整体冷链渗透率持续提升，鲜果采购、冷链仓储、干线运输及门店鲜制逐渐形成闭环，推动产品从“标准化饮品”向“鲜货消费品”转型。未来随着消费者对新鲜度和健康属性要求进一步提高，冷链覆盖密度、鲜品周转效率及损耗控制能力有望成为新茶饮品牌盈利能力与竞争格局分化的关键变量。

蜜雪冰城全国冷链网



蜜雪冰城车间全自动榨果机



古茗水果保鲜仓库



餐饮鲜货化：鲜食冷链成核心壁垒，茶饮果汁领跑

- 2026年处于“十四五”、“十五五”衔接期，我国冷链物流升级为民生与双循环配套的战略产业。2025年市场规模超5567亿元、需求3.81亿吨，2026年近6000亿元、2030年或将破万亿，增长由食品安全、消费升级、政策扶持三重因素驱动。政策完善骨干冷链基建，数字、绿色技术革新行业；后续产业将朝着提质增效、跨境组网、拓展多元高附加值场景三大方向发展。
- 鲜货化趋势亦加速向正餐扩散，海底捞在“红石榴计划”推动下持续孵化海鲜大排档等新业态，截至2025年底旗下20个子品牌共经营207家门店，并在主品牌推出鲜切海鲜、鲜切牛肉、鲜切鸡肉等超过100款区域特色产品；九毛九旗下太二则从标准化酸菜鱼向“鲜活川菜”升级，2025年太二实现收入37.2亿元，通过活鱼现杀、鲜货直采及冷链配送强化产品差异化。整体来看，鲜货化并非单纯菜单创新，而是对采购、仓储、冷链运输、中央工厂及门店运营体系的全面重构。随着消费者对品质和新鲜度要求不断提高，冷链密度、鲜品周转效率及损耗控制能力有望成为未来茶饮、火锅、酸菜鱼等餐饮细分赛道的重要竞争壁垒。

太二酸菜鱼活鱼供应链流程设计

◆ 流程设计



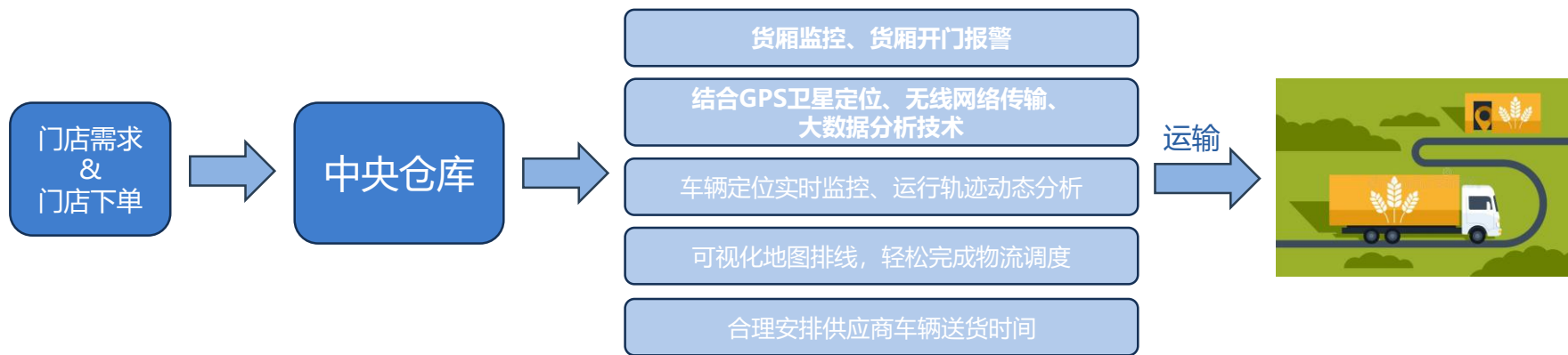
海底捞海鲜大排档生鲜食材区



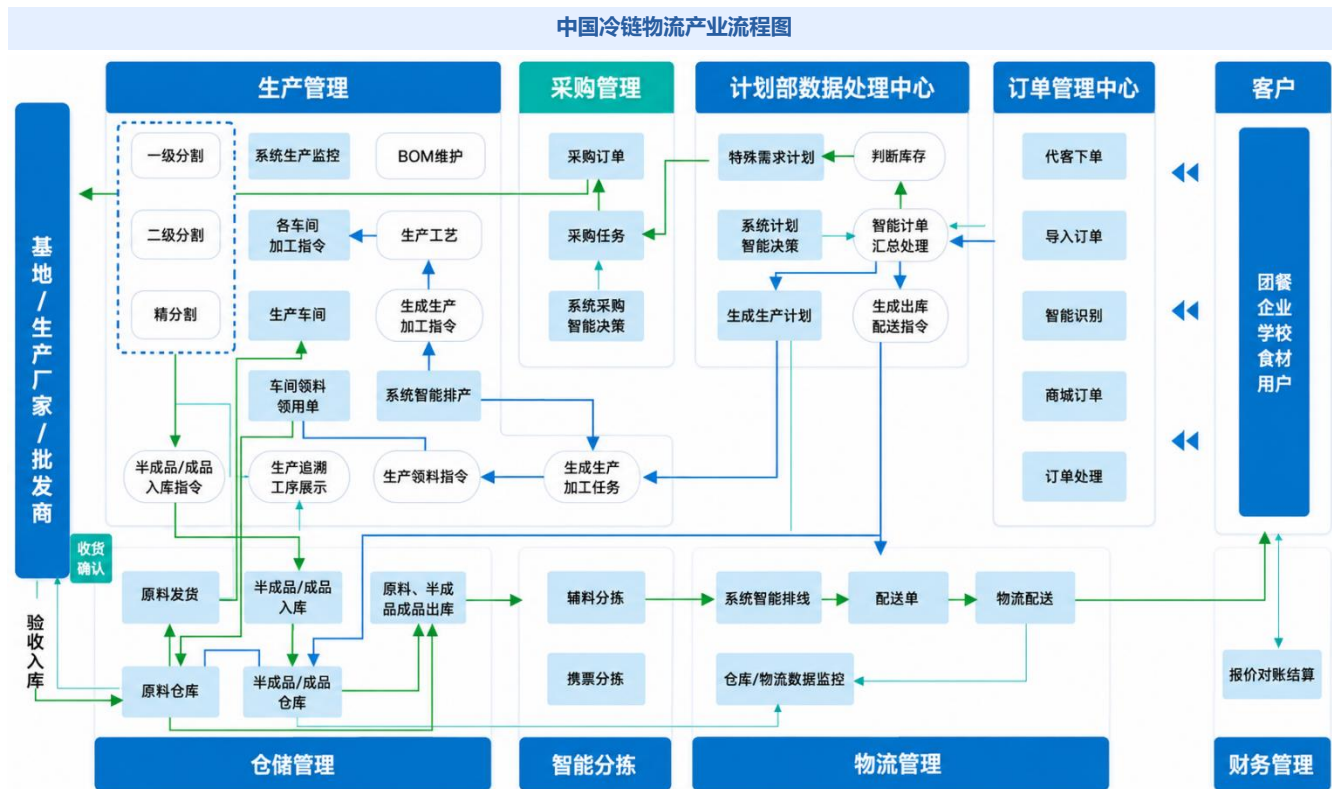
餐饮鲜货化：鲜食冷链成核心壁垒，茶饮果汁领跑

- 鲜货化正在成为新茶饮行业新一轮竞争的核心方向，行业产品逻辑由“标准化原料+门店复制”逐步转向“鲜果直采+冷链配送+门店鲜制”的供应链竞争。根据36氪《2026茶咖行业报告》，截至2026年4月，全国50个主流茶饮及咖啡品牌门店总量已突破23.08万家，单月净增4,097家，在行业整体扩张趋缓背景下，头部品牌开始从“跑马圈地”转向供应链效率与产品品质竞争。同期行业新品数量达到190款，环比增长43.9%，鲜榨果汁、冷链果汁及短保鲜果产品成为新品创新的重要方向，茶饮与咖啡、酒精饮品等跨品类融合趋势亦持续强化。相比传统浓缩果浆模式，冷链果汁及鲜果现制模式能够更好地满足消费者对于“新鲜、低糖、现制化”的需求，因此鲜果采购能力与冷链配送体系正逐步成为品牌差异化的重要来源。
- 从产业链角度看，冷链基础设施建设正成为鲜货化趋势落地的核心支撑。根据疏东坡《2026中国生鲜供应链行业发展报告》，2026年中国ToB生鲜配送行业市场规模预计达到5.2万亿元，年复合增长率维持12%-15%，餐饮食材供应链市场规模约2.45万亿元，冷链配送需求持续扩张。

餐饮行业运输过程透明管理



餐饮鲜货化：鲜食冷链成核心壁垒，茶饮果汁领跑



智能化浪潮：炒菜机器人渗透提速，人力替代 + 标准统一双红利

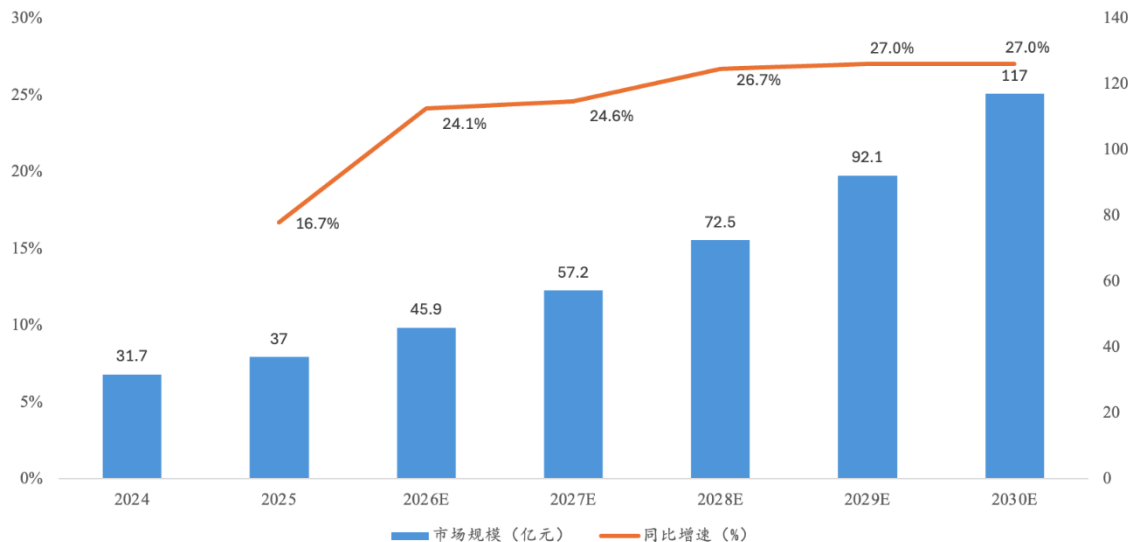
- 2024 年中国炒菜机器人市场规模 31.7 亿元，2025 年 37 亿元，2030 年破 110 亿元 2025 年连锁餐饮渗透率 40%，2028 年团餐 / 快餐有望 50% 人力成本占餐饮营收 22%（2025 社保新规后更高）双红利：人力替代（降本）+ 标准统一（利于连锁扩张）

部分餐饮品牌机器人应用情况

部分餐饮品牌炒菜机器人应用情况



2024-2030年全国炒菜机器人市场规模（亿元）



智能化浪潮：炒菜机器人渗透提速，人力替代 + 标准统一双红利

- 餐饮连锁化与标准化趋势推动后厨智能化设备加速渗透，炒菜机器人正成为中式餐饮工业化的重要抓手。小菜园通过中央厨房与智能后厨设备协同布局，持续提升门店运营效率和标准化水平。公司于2023年开始在门店引入炒菜机器人，以提高后厨自动化程度，实现调味精准化和菜品口味稳定化。根据招股书披露，单台炒菜机器人采购价格约为5万元，公司计划利用IPO募集资金采购3000台炒菜机器人，对应投入规模约1.5亿元。与此同时，公司中央厨房模式已将大量食材粗加工环节前置，通过集中采购、预处理及仓配体系降低门店后厨复杂度，预计未来新开门店仅需1名厨师长和1名副厨师长两名后厨员工即可完成运营。伴随门店规模由2023年底的542家向2026年超过1100家扩张，机器人炒菜、中央厨房及数字化管理体系有望进一步提升公司人效水平、降低人工成本并强化菜品标准化能力，推动中式正餐向工业化、智能化运营模式升级。
- 后厨自动化进入商业化验证阶段。小菜园目前已试点应用炒菜机器人，覆盖土豆丝等标准化菜品及部分预处理环节。根据管理层披露，当前炒菜机器人综合表现已达“80分”水平。尽管机器人短期内难以替代依赖“锅气”和经验判断的复杂中餐制作，但有望承担标准化菜品生产任务，未来在门店后厨运营中的占比预计可达约三分之一，推动餐饮行业向标准化、智能化方向升级。

小菜园优特智厨炒菜机器人



智能化浪潮：炒菜机器人渗透提速，人力替代 + 标准统一双红利

- 锅圈持续推进“智能化+供应链”战略，探索中餐标准化生产新模式。2025年11月，公司联合被投资企业熊猫大师发布新一代智能炒菜机，并计划应用于“锅圈小炒”项目，进一步深化“社区央厨”战略布局。技术层面，该设备通过PID控温算法及温度悬停技术将油温波动控制在 $\pm 5^{\circ}\text{C}$ 以内，并基于AI对大量厨师烹饪动作进行分析建模，实现火候控制、调味时序及烹饪流程的数字化复制，提升现炒菜品的一致性和标准化水平。
- 供应链方面，锅圈依托全国7家自有工厂及19个数字化中央仓构建完整供应链体系，可为智能炒制设备提供标准化净菜、复合调味料及冷链配送支持。公司认为，智能炒菜设备有望突破中餐标准化与规模化复制难题，推动业务从食材零售向即时餐饮服务延伸。首家“锅圈小炒”门店预计于2026年初在郑州开业，未来“算法+供应链”协同模式有望成为公司切入社区餐饮市场的重要抓手。

锅圈食品熊猫大师战略投资发布会



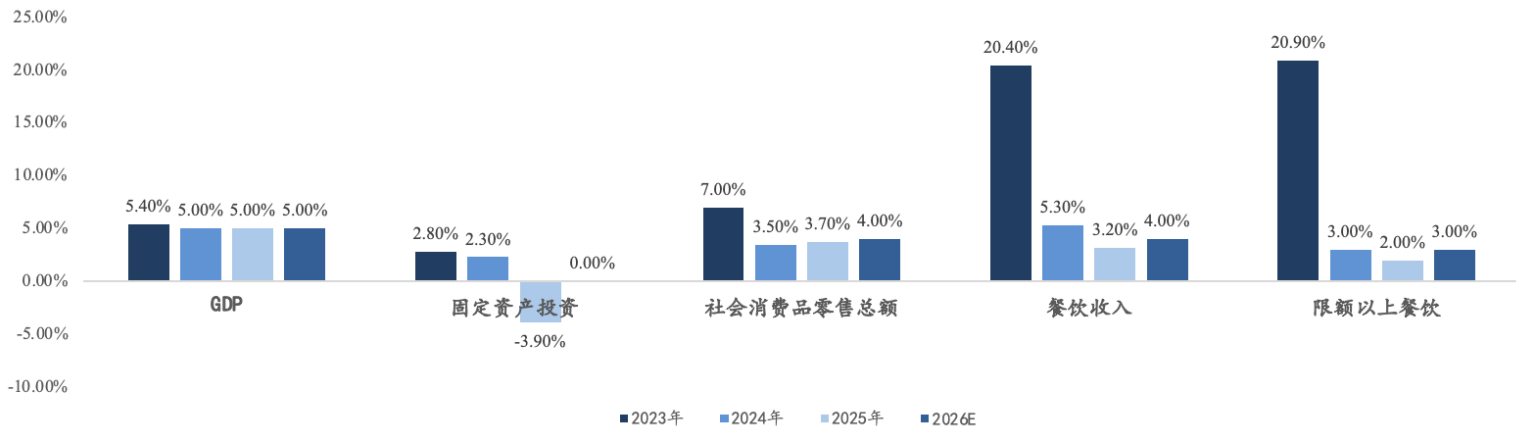
锅圈智能炒菜机



餐饮复苏跟踪：2026 年 H1 回暖，龙头修复更强

- 2025年国内餐饮行业整体呈现高景气复苏态势，行业盈利修复速度显著优于收入增速，全年全国餐饮收入实现5.8万亿元，同比增长3.2%，盈利端改善凸显行业复苏质量升级。中国餐饮行业正由规模扩张驱动逐步迈向效率提升驱动的发展阶段，行业整体进入利润率收窄、竞争格局加速分化的新周期。在消费趋于理性、供给持续扩容的背景下，餐饮企业发展重心由单纯追求门店规模增长转向经营质量与盈利能力提升。供应链深度整合、数字化运营升级、单店模型优化、海外市场拓展以及品牌差异化建设，正成为推动行业高质量发展的核心抓手，并有望重塑未来行业竞争格局。
- 从细分赛道复苏节奏来看，行业呈现清晰的梯队分化特征，复苏顺序整体为茶饮>快餐>火锅>正餐，低客单、高频刚需属性的茶饮赛道率先回暖，2025年头部品牌营收增速普遍超35%；快餐赛道依托日常及商务刚需紧随其后，2025年Q2同店销售正式回正；社交属性较强的火锅赛道在2025年三季度实现翻台数据企稳；高客单、偏宴请属性的正餐赛道复苏节奏最慢，在2025年末至2026年一季度迎来加速修复，赛道分化核心由客单价高低、消费场景刚需程度决定

2023-2026年我国部分经济指标增速



餐饮复苏跟踪：2026 年 H1 回暖，龙头修复更强

- 行业复苏背后呈现三大核心变革，一是业态与品类重构，小众菜系挖掘、本土食材替代、高端餐饮大众化成为增长新路径，餐饮从单纯饱腹转向社交、情绪、体验综合消费；二是供应链全面升级，行业从单纯价格竞争转向供应链方案竞争，供应链企业加速新品研发，连锁品牌依托自建供应链、预制菜布局降本增效，成为复苏核心壁垒；三是配套生态深度赋能，商业地产转向与餐饮品牌联营共生，租金模式优化降低拓店成本，冷链物流成本下行、仓储运力扩容支撑全国化扩张，同时数字化与 AIGC 普及，成为餐饮获客、运营提效的重要抓手。
- 复苏格局下行业洗牌加剧，连锁化率稳步提升，头部品牌凭借门店模型创新、供应链优势、多品牌布局持续抢占份额，低投资小店、社区店、大排档等轻量化店型验证成功，成为龙头扩张与盈利修复的核心抓手；而缺乏产品创新、转型滞后的老字号及中小餐饮品牌持续承压，行业正式进入缩量增利、强者恒强的复苏周期。

GEO三大核心原则



结构化内容 让AI读得懂

AI 搜索引擎不依赖关键词密度，而是通过知识图谱和语义节点来理解内容。因此内容必须具备“可读性+可解析性+可复用性”



语义权威 让AI信得过

AI 在筛选信源时，极其依赖 EEAT 原则（经验、专业、权威、可信度）来判断信息质量



意图匹配 让AI答得准

GEO 时代，内容必须精准回应用户的真实问题。这要求企业区分各类搜索意图，并针对性地创作内容

传统流量路径



人工智能时代流量路径



GEO优化落地流程



5.15亿

截至2025年6月
AI平台用户规模



36.5%

用户普及率，每
3人即有1人使用



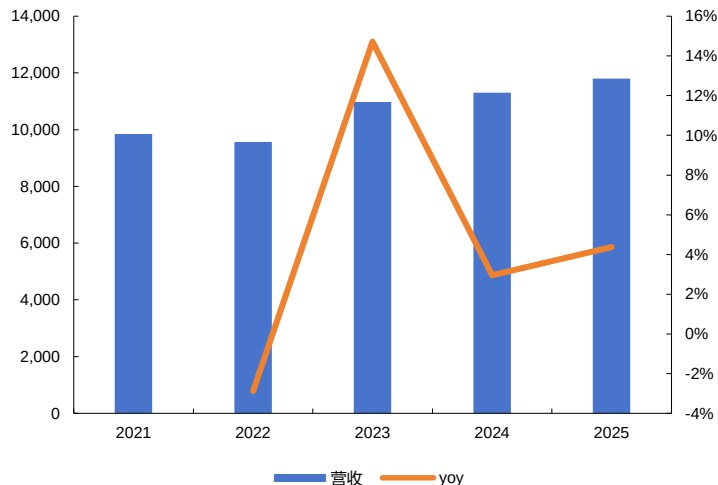
63%

的用户在购买决策前会
优先咨询AI工具

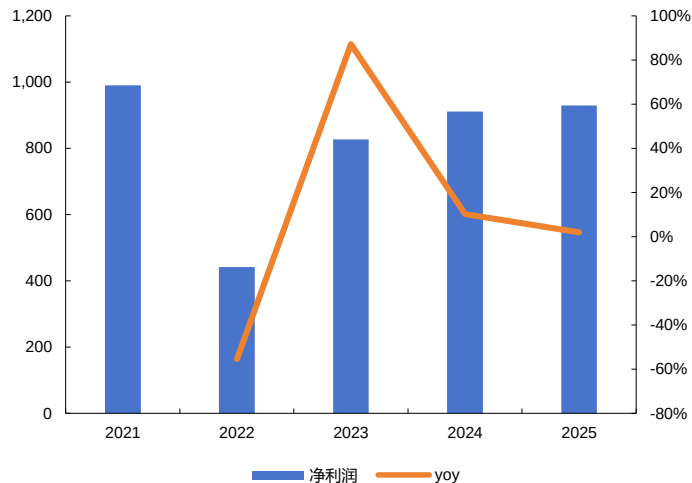
百胜中国：西式快餐龙头企业，多品牌门店引领企业拓展

□ **百胜中国：西式快餐龙头企业，多品牌门店引领企业拓展。**百胜中国作为国内快餐龙头品牌，旗下的肯德基及必胜客等品牌深受现阶段消费者喜爱，公司提供极具性价比的产品，提供消费者复购频次。25年公司实现营收118亿美元，同比+4%，经营利润13亿美元，同比+11%，归母净利润9.29亿美元，同比+2%，经营利润率10.9%，同比提升0.6pct，餐厅利润率16.3%，同比提升0.6pct。26Q1实现营收33亿美元，同比+10%（不计及外币换算影响，同比+4%）；公司实现经营利润4.47亿美元，同比+12%；公司实现净利润3.09亿美元，同比+6%。公司通过对于同店的不断优化稳健提升单店效益，同时积极拓店带来加深规模效应，自身的优秀能力与“性价比”餐饮行业的景气度加深，有望使公司进一步释放利润。

百胜中国历年营业收入（百万美元）及同比



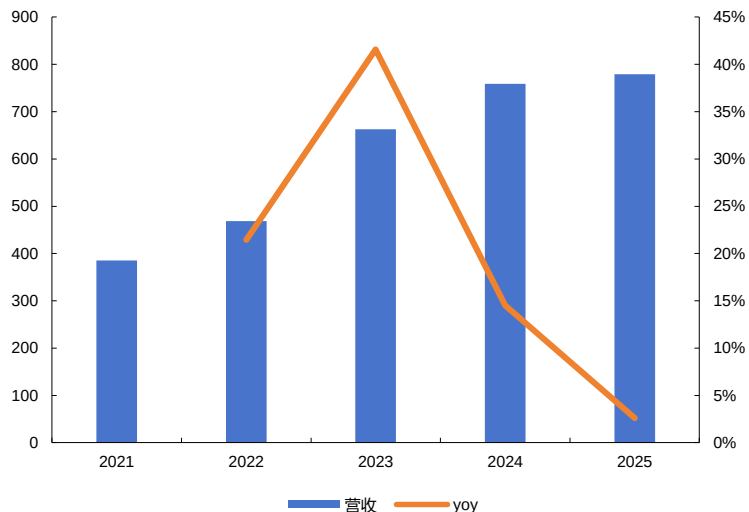
百胜中国历年归母净利润（百万美元）及同比



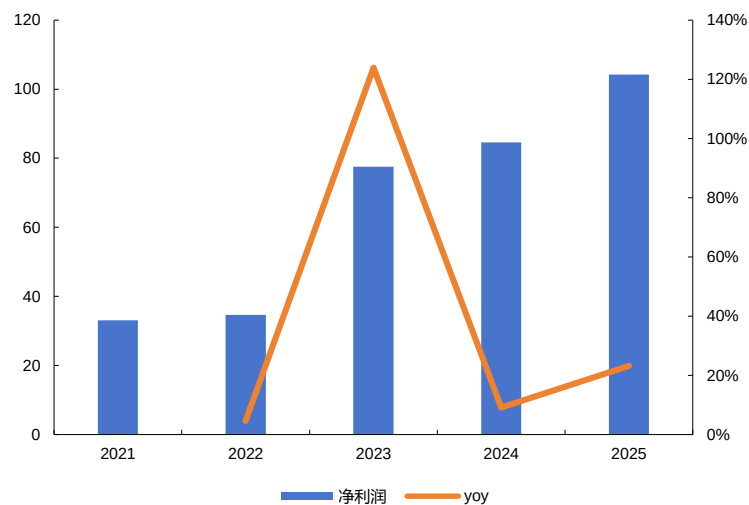
小菜园：高性价比餐饮龙头，扩店+供应链优化带动业绩增长

□ **小菜园：高性价比餐饮龙头，高成长动能持续释放。** 公司25年营业收入53.45亿元，同比+2.60%；归母净利润7.15亿元，同比+23.16%；对应归母净利润率13.38%，同比+2.23pcts。公司业务分拆来看，25年公司堂食业务收入32.61亿元，同比+2.18%；外卖业务收入20.65亿元，同比+3.01%；其他收入1897.7万元，同比+40.01%。2025年公司净增门店146家，门店总数增至819家，其中小菜园门店达807家；分各线城市城市来看，截至25年末一线/新一线/二线/三线及以下城市门店数分别为137家/229家/98家/343家，三线及以下城市门店扩张稳步推进。小菜园通过持续的供应链优化来稳定高毛利率，同时开店速度稳健，具有高成长性的平价正餐龙头企业。

小菜园历年营业收入（百万元）及同比



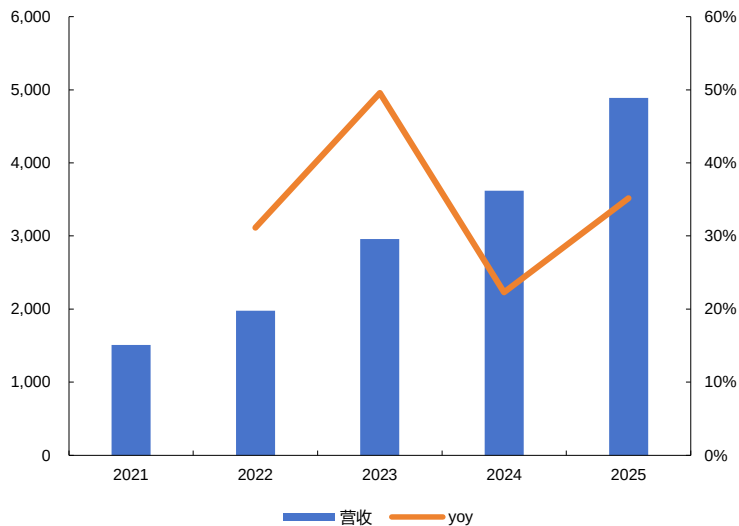
小菜园历年归母净利润（百万元）及同比



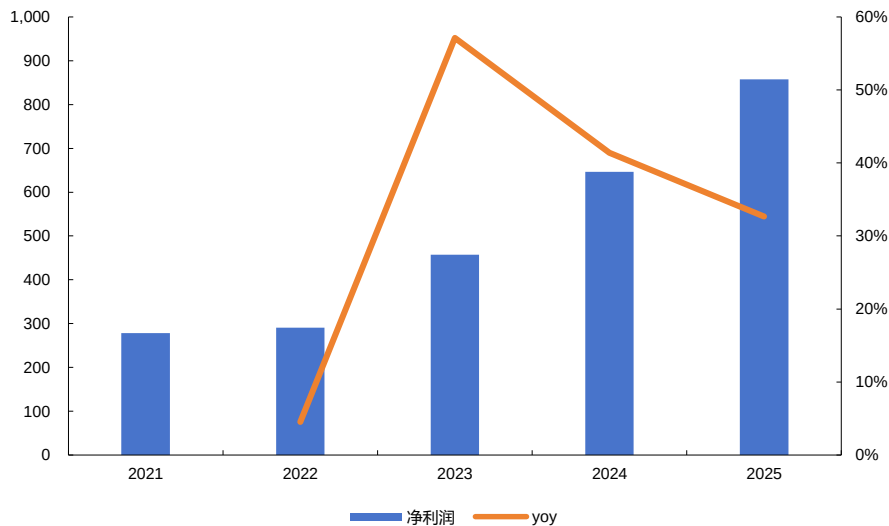
蜜雪集团：性价比茶饮龙头企业，航母品牌扬帆出海

□ **蜜雪集团：和同行奶茶品牌相比，蜜雪冰城定价更亲民、配方更简约，且标准化程度遥遥领先。**品牌主动避开高损耗的鲜果茶赛道，既大幅减少食材损耗、简化供应链管理复杂度，也降低了门店制作门槛，使得品牌更容易快速复制扩张。同时，高标准化大幅减轻海外供应链搭建、外籍员工培训两大出海核心难题，完美适配海外拓店节奏，也让公司成为目前茶饮行业里出海效率最高、扩张速度最快的品牌。2025年公司实现营业收入335.60亿元，同比+35.2%，归母净利润58.87亿元，同比+32.7%；公司将在大陆市场持续加密，同时进一步丰富海外拓展版图，提高自身成长性。

蜜雪集团历年营业收入（百万元）及同比



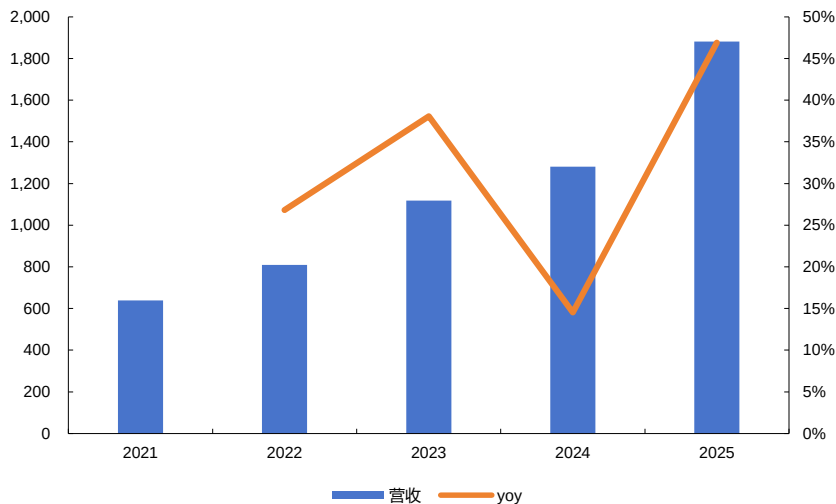
蜜雪集团历年归母净利润（百万元）及同比



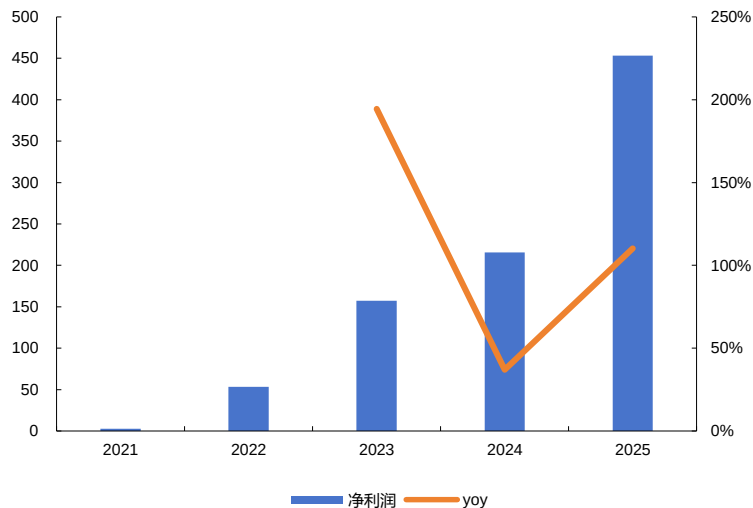
古茗：区域深耕战略后劲明显，门店省外拓展高确定性

□ **古茗：区域高密度布局是公司区别于同业品牌的核心竞争策略，可有效提升整体门店供货效率，保障原料新鲜度。**依托密集开店布局，公司搭建起高效供应链配送体系，实现门店食材的及时补给与品质维稳。古茗为全国约97%的门店提供两日一配冷链配送服务，可向下沉市场门店高频配送短保质期鲜果、鲜奶原料。依托原料更高的新鲜度，公司在同价位产品中形成品质优势，有效提升用户复购黏性，构建起差异化竞争壁垒。中端茶饮市场的竞争已升级为供应链效率、产品迭代速度、品质管控等多维度的综合比拼。凭借精细化运营与供应链管理能力，古茗具备突出竞争优势，有望持续抢占中端茶饮市场份额。2025年公司实现营业收入129.14亿元，同比+47%；归母净利润31.09亿元，同比+110%。公司有望持续往浙江省外拓展，进一步提高市占率。

古茗历年营业收入（百万元）及同比（%）



古茗历年归母净利润（百万元）及同比（%）



07 投资建议与风险提示

- **跨境出海：**板块修复逻辑持续强化，建议关注以下标的：1) 小商品城：受益于1039模式与AI跨境平台放量，叠加义支付结算规模突破预期，贸易服务收入弹性明确，重点关注进口监管改革及人民币国际化等方向政策催化；2) 安克创新：品牌出海龙头，一季度储能、智能创新业务增速亮眼，高端化（7系占比提升）与AI转型持续推进，下半年低基数下业绩确定性强。3) 关注致欧科技、赛维时代、华凯易佰：去库结束叠加新品拓展带来收入高增，困境反转逻辑清晰。
- **黄金珠宝：**当前板块呈现显著结构性分化：首饰消费承压、投资金需求高景气，头部品牌凭借产品结构与渠道优势，业绩持续超预期。推荐：1) 老铺黄金：高客单+强品牌力支撑消费韧性。涨价有望带来毛利率端持续优化，看好26年店铺优化调整与高客运营策略带动同店增长持续。2) 潮宏基：产品上新带动加盟商单店模型强化，开店有望超预期，自产比例增长+产品结构优化，双重驱动盈利能力提升，持续推荐。
- **酒店：**26Q1数据好转进一步验证行业周期复苏，推荐：1) 首旅酒店：直营占比高，经营杠杆大，更受益于行业回暖。经营优化与费用下降带动26Q1利润超预期，看好持续性。
- **免税：**建议关注：1) 中国中免，免税消费淡季不淡，赴日旅游消费回补，高端消费持续复苏，服务型消费标杆。人民币升值、折扣缩减将驱动毛利率高增延续。叠加资产减值下降、固定成本摊薄等因素，经营杠杆有望展现弹性。

- **整体逻辑：优选龙头、聚焦刚需、看好模型创新、规避尾部。** 2026 年行业进入“缩量增利、强者恒强”阶段，连锁化率持续提升，具备供应链壁垒、高效店型、数字化能力的龙头份额有望持续扩张。
- **茶饮：复苏领跑，龙头精细化运营为王。** 茶饮为复苏领头羊，2025 年市场规模增速 14.6%，高频刚需、低客单、标准化高，率先修复新华网客户端。从“跑马圈地”转向供应链深耕+单店盈利优化+下沉扩张，头部品牌凭借规模效应与成本控制能力，持续挤压中小品牌空间。建议增持。重点关注：蜜雪冰城（下沉市场绝对龙头、极致性价比、供应链壁垒）、古茗（中高端性价比代表、店效高、数字化成熟）、瑞幸咖啡（咖啡赛道龙头、社区店模型成功、高频刚需）。
- **快餐简餐：刚需属性强，复苏稳健，2025 年同店持续回正，商务/日常消费支撑客流稳定。** 小店化、智能化、健康化成为趋势，中央厨房+标准化出品降本增效，适配下沉市场与社区场景。建议增持。重点关注：百胜中国（肯德基/麦当劳，全球供应链、多店型布局、加盟化成熟）、达势股份（达美乐披萨，外送模型高效、翻台率高、单店盈利稳定）。
- **火锅：龙头修复强劲，模型创新驱动增长。** 社交属性强，2025 年 Q3 后加速修复，翻台率企稳，龙头同店改善显著新华网客户端。轻量化店型（Mini/社区店）+大排档模式验证成功，低投资、高坪效、短回本周周期，支撑龙头快速扩张；供应链一体化（底料/食材自研）降本增效新华网客户端。谨慎增持。重点关注：海底捞（火锅绝对龙头、翻台率修复、Mini 店模型成功、供应链壁垒）、九毛九（怂火锅创新店型、太二酸菜鱼高增长、多品牌矩阵）。
- **中餐：复苏滞后，关注婚宴/地方菜龙头。** 复苏最慢，2025 年末 - 2026Q1 加速修复，高客单、宴请属性强，依赖商务/婚宴场景回暖新华网客户端。老字号 IP 活化+预制菜第二曲线+轻量化门店，降低对堂食依赖，提升抗风险能力；地方特色菜系标准化潜力大。观望为主，择机布局。重点关注：绿茶集团（大众正餐龙头、大排档模型成功、下沉扩张加速）、同庆楼（婚宴龙头、商务宴请修复、预制菜赋能）、广州酒家（餐饮+食品制造双轮驱动、低估值稳健）。
- **供应链与预制菜：Beta 受益，龙头份额提升。** 餐饮连锁化带动食材标准化、集中采购需求提升，具备研发、冷链、规模化生产能力的供应链企业，深度绑定龙头餐企，盈利确定性强；预制菜适配 B 端降本与 C 端便捷需求，渗透率持续提升。建议增持。重点关注：颐海国际（火锅底料龙头、绑定海底捞、多元化产品）、安井食品（速冻食材龙头、餐饮+商超双渠道）、千味央厨（预制面点龙头、供应链深度绑定快餐龙头）。

- **业务拓展不及预期：**部分新业务的拓展尚处于早期，后续表现的持续性有待观望。
- **内需消费不及预期：**当前居民消费意愿度仍处于较低状态，若消费恢复不及预期，互联网相关广告及消费直接相关业务将受到影响。
- **产品表现不及预期：**新品上市的阶段性表现存在较强不确定性，若表现不及预期会对相关收入产生影响。
- **国际贸易政策大幅波动：**若美国对华关税大幅提升，或影响市场情绪及相关出口链公司后续业绩表现。
- **行业竞争加剧：**若行业参与者增加或竞争对手加大价格、渠道、营销等投入，可能导致业内公司盈利能力下降。
- **食品安全与合规政策风险：**食品安全为行业生命线，食材溯源、加工卫生、冷链储运任一环节出错，均可能引发舆情危机，导致门店关停、品牌声誉崩塌。同时，环保（油烟排放、厨余垃圾处理）、劳动用工、税务合规等政策趋严，合规成本上升，不合规门店面临直接整改或淘汰风险。
- **赛道同质化竞争与价格战风险：**行业供给出清缓慢，中小品牌扎堆，茶饮、快餐、火锅等赛道同质化严重。外卖平台低价补贴持续，15元以下低价单占比提升，价格体系下移，倒逼行业陷入“低价内卷—利润压缩—品质下滑”恶性循环，尾部品牌出清加速。
- **门店扩张不及预期与模型失效风险：**龙头扩张依赖店型复制（Mini店、大排档、社区店），若新店选址失误、单店模型跑不通（坪效/翻台率低于预期），或加盟管控不力，将导致开店进度放缓、费用高企，拖累业绩增长。同时，轻量化小店虽降本，但客单与复购不及预期时，盈利弹性不足。
- **供应链与数字化转型风险：**上游食材价格波动、供应商集中度高、冷链物流不稳定，将直接影响出品稳定性与成本控制。此外，行业数字化转型加速，中小品牌技术投入不足、数据安全漏洞、数字化人才短缺，或导致运营效率落后，丧失竞争优势。