

商社板块2026年度策略报告

内需看好高端消费顺周期，出海关注龙头 α

分析师 执业编号：
于健 S1130525070012
谷亦清 S1130525080002
王译 S1130525090006



投资要点

口 结论：服务消费复苏筑基，出海降息激活高弹性

口 内需：扩内需为首要战略，服务消费是重点。需求改善优先（估值），供给格局其次（EPS）；

1、顺周期Beta优先为需求改善（景气度提升），服务型消费优先看需求改善是重点，尤其是政策有望重点发力行业，遵循边际改善效应，出行链优先，改善程度依次排序：航空>酒店>旅游,商务>休闲。估值驱动。

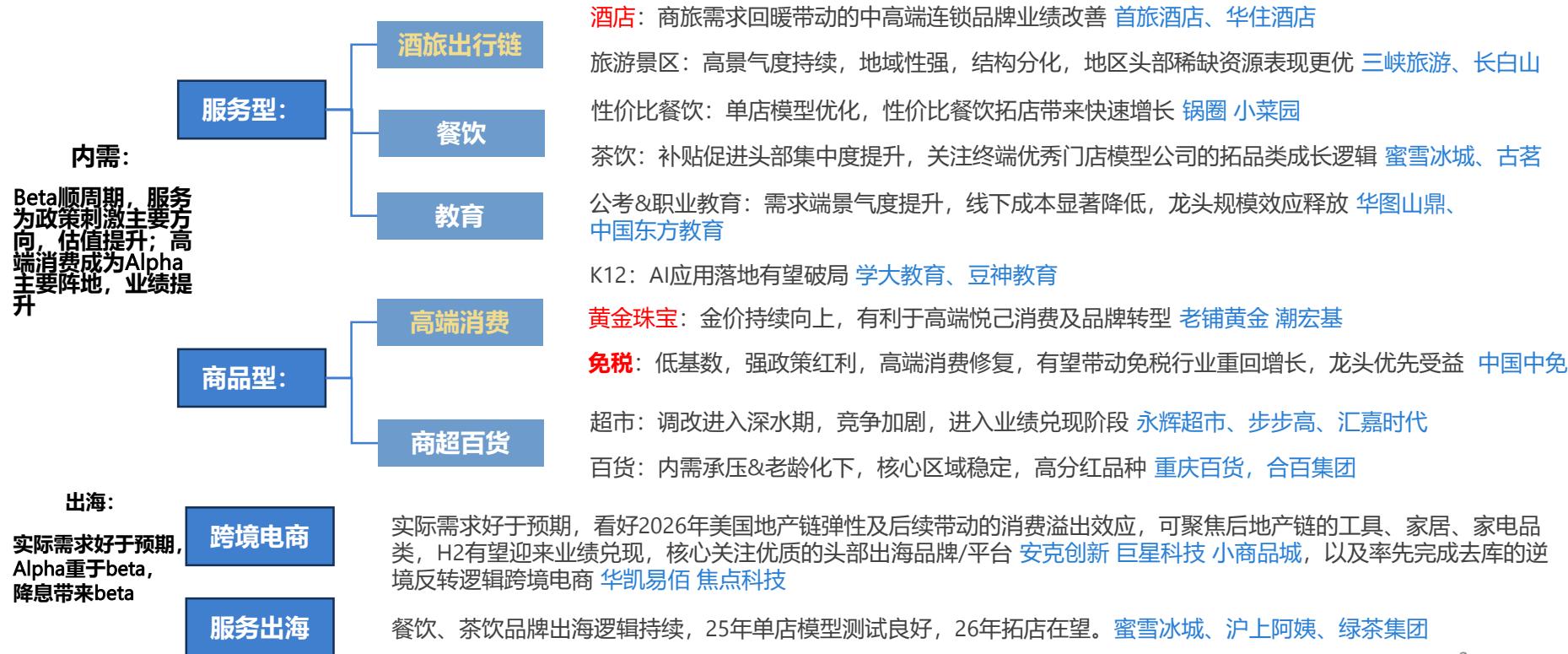
2、高端消费：实际需求改善+供给相对稀缺+政策效果强，涨价预期较强，估值+业绩双驱动，重点推荐行业：1) 免税；2) 黄金珠宝；

3、性价比（大众）消费：需求边际改善不明确，供给不稀缺，政策效果分散——更依赖于收入提升及PPI（CPI），寻找竞争格局改善的细分行业龙头，Alpha属性强，业绩驱动。1) 茶饮；2) 性价比餐饮；3) 商超百货调改；

4、逆周期：教育需求刚性（与地域分布相关性弱），职业教育和公考景气度稳中有升，供给龙头格局清晰，且线下成本显著降低，资本开支回报率显著提升，业绩驱动；AI成为效率催化剂。1) 职业教育；2) 公考；3) K12。

口 出海：出口是稳定器，实际需求好于市场预期，预计26年依然为业绩驱动，持续推荐具备Alpha，品类受益性价比消费的跨境电商公司，业绩增长持续性或超预期；降息节奏有望推动Beta；服务餐饮、黄金珠宝出海有望成为26年亮点。

• 跨境电商属于出口链后端，重点推荐头部品牌及平台，服务出海有望成为出海亮点，餐饮茶饮、黄金珠宝于25年测试单店模型成功，26年有望加快扩张。



01

出行链：顺周期服务类消费复苏重要代表

02

免税：政策驱动+高端消费+供给稀缺，服务复苏核心受益行业

03

茶饮：关注开店和增效2条路径

04

餐饮：政策支持有望带来行业性修复，看好单店模型优秀的公司

05

黄金珠宝：金价高位下悦己消费持续，品牌转型加速

06

商超百货&专业零售：关注具备变革属性的 α 机会

07

跨境电商&品牌出海：关注美国降息催化后地产链消费弹性

08

教育：持续关注AI+落地方向

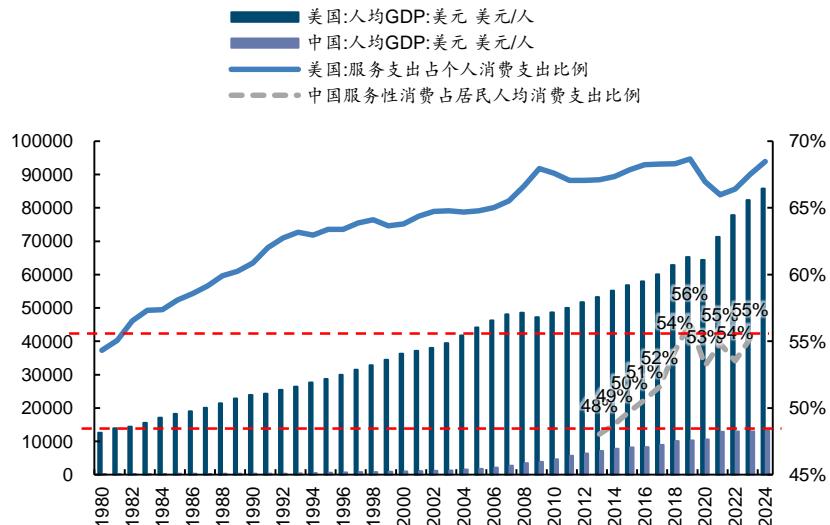
09

风险提示

服务消费具备长期发展空间，政策层面有望重点倾斜

- **为什么认为服务消费对经济带动作用更大？** 1) 弹性大：人口红利放缓，实物消费增长动能不足，扩量空间有限，提价则难以实现；2) 见效快：无需前置性需求培育，需求转化即时性较强；3) 风险低：非实物属性，规避库存积压风险与需求透支问题，供需匹配的灵活性更高；4) 具备劳动密集型特征，是拉动就业的重要载体，同时存在一定转移支付作用。
- **服务业占比提升是主要发达国家普遍现象。** 美国服务支出占个人消费支出的比例在1970年突破50%后持续提升至当前接近70%；我国服务型消费占人均现金消费支出比例约55%，2019年后持续波动稳定在这一水平，仍具有较大的提升空间。

图：“中美GDP及服务型消费支出占比对比



数据来源：iFind, 中国政府网, 商务部, 国金证券研究所

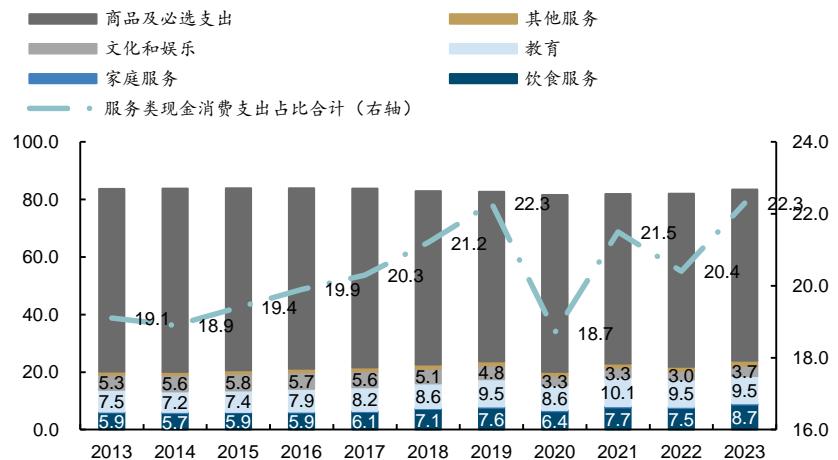
图：二十大以来我国持续推出服务消费相关支持政策

政策出处 / 名称	发布时间	核心内容
《关于促进服务消费高质量发展的意见》（国务院印发）	2024 年	提出 6 方面 20 项重点任务：挖掘餐饮住宿、家政、养老服务等基础型消费潜力，激发文化娱乐、旅游、体育等改善型消费活力，培育数字、绿色、健康等新型消费，以创新激发服务消费新动能。
《关于扩大服务消费的若干政策措施》（商务部等部门联合印发）	2025 年	推出 19 项措施，涵盖 5 大领域：培育服务消费促进平台、丰富高品质服务供给、激发新增量、强化财税金融支持、健全统计监测；含开展消费新业态试点城市、扩大服务业高水平开放吸引境外消费等具体举措。
《提振消费专项行动方案》（中共中央办公厅、国务院办公厅印发）	2025 年	包含服务消费提质惠民行动：优化“一老一小”服务供给，促进生活服务消费，扩大文体旅游消费，推动冰雪消费等。
《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	2020 年	提出“大力提振消费”，明确扩大优质服务供给，以放宽准入、业态融合为重点扩大服务消费，强化品牌、标准、新技术应用，打造消费新场景。
《关于增强消费品供需适配性进一步促进消费的实施方案》	2025 年	目标到 2027 年形成 3 个万亿级消费领域、10 个千亿级消费热点，打造高品质消费品；到 2030 年构建供给与消费良性互动的高质量发展格局，提升消费对经济增长的贡献率。
《国务院办公厅关于进一步培育新增长点繁荣文化和旅游消费的若干措施》	2025 年	通过消费券、丰富研学 / 冰雪旅游等产品、发展夜间经济繁荣文旅消费；支持专项债投向文旅服务项目。

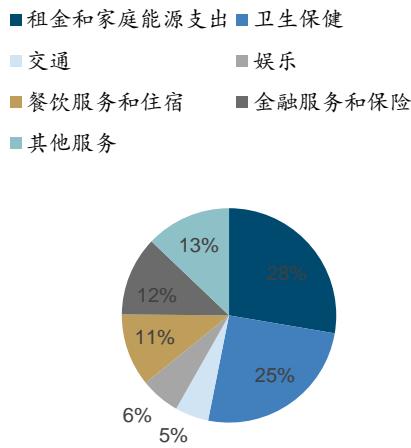
养老、家居、文娱等方向有望成为促消费政策核心抓手

- 当前我国服务消费整体以“基础刚需型”或“投资性”为主，高附加值、体验型品类供给不足，其中养老、家居、文娱类有望成为政策核心抓手。2023年我国可选服务类消费支出占比约22.3%，细分项目来看其中教育/餐饮服务/文化娱乐/家庭服务分别占比9.5%/8.7%/3.7%/0.4%。其中家庭服务（家政、养老等）的专业化、标准化程度低，文化娱乐占比仍显著低于美国水平，具有较大提升空间。现金消费支出口径：居民现金类消费支出中，服务消费占比约40%，具体构成如下：①主要刚性支出（占现金消费支出20%）：教育类支出占10%，医疗、住宅类支出各占5%左右，政策发力空间有限；②政策可发力领域（占现金消费支出14%+）：餐饮类支出占9%，文化娱乐类支出占比未明确披露（两者合计14%左右）；其余5-6%为家居服务、养老等其他服务类支出，是政策重点开拓方向。
- 美国家庭服务类消费支出项目中，最大的项目为租金及能源、卫生保健、金融服务，可选服务类消费中餐饮及住宿/娱乐/其它服务分别占比11%/6%/13%。美国卫生保健价格高、公共保障相对不足，导致居民刚性服务支出压力大，但其娱乐及其它服务占比仍达19%。

图：中国不同类型可选服务类现金消费支出占比情况（%）



图：2024年美国家庭服务类消费支出分品类占比情况（%）



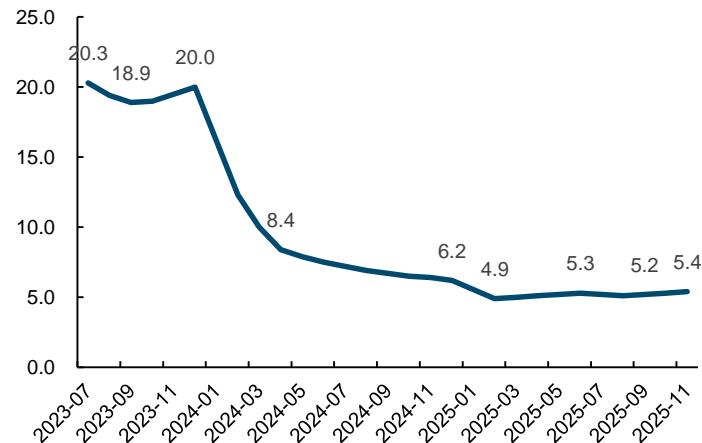
居民消费意愿有所回暖，服务类消费有望贡献增量需求

- 2025年我国服务消费前低后高，验证居民消费意愿有所提升，地产价格波动敏感度有所淡化。2025年我国服务零售增速整体呈小幅上行趋势，年初增速约4.9%-5%，累计增速升至5.4%，下半年单月增速已突破5.5%-6%区间。
- 2026年乐观逻辑：①资产端掣肘减弱：地产逐步接近中期底部，资产波动对居民消费的影响减轻；②收入端支撑增强：2026年企业利润改善有望向居民收入端传导，居民内生消费动力进一步提升；③政策加持：叠加政策持续支持（消费券、供给侧准入门槛放宽、增加假期等），服务消费将成为2026年消费增长的重要支撑。

图：中国居民人均服务消费同比增速情况（%）



图：中国社会消费品零售总额服务零售额累计同比（%）



服务消费细分板块产业链维度对比

图：服务类消费产业链对比：中低频服务弹性更大，优选竞争格局改善赛道

板块	消费频次	标准化程度	规模效应强弱	核心主体	盈利模式	产业链主导方	核心竞争力	竞争格局趋势
餐饮	高频（日均 / 周均消费）	部分标准化（连锁品牌） / 非标（个体商户）	连锁品牌较强，个体门店弱	连锁餐饮品牌、区域特色商户、个体门店	餐饮收入 + 场景溢价 + 供应链增值（连锁）	头部连锁品牌、本地生活平台	供应链管控 + 区域密度 + 口味迭代速度	连锁化率持续提升，区域品牌向全国扩张，即时零售渗透加深
茶饮	高频（周均 / 月均多次）	较高（连锁品牌） / 弱（小众独立品牌）	连锁品牌较强，小众品牌弱	连锁茶饮品牌、区域小众品牌、加盟门店	饮品销售收入 + 加盟管理费 + 周边衍生品 / 联名产品	头部连锁茶饮品牌（喜茶 / 奈雪等）	产品创新速度 + 供应链效率 + 年轻客群品牌心智	头部集中度提升，下沉市场拓展，中端品牌竞争激烈
景区	低频（多为单次消费）	非标（依赖 IP / 场景体验）	弱（单景区产能、客流有限）	龙头文旅集团、区域中小型景区	门票收入 + 二次消费（文创 / 体验项目） + 文旅 IP 授权	龙头文旅集团（资源垄断型）	稀缺自然 / 文化 IP + 沉浸式体验运营 + 二次消费开发	资源向区域龙头集中，“文旅融合”（IP + 体验项目）成主流，数字化导览 / 营销渗透
酒店	中频（月均 / 季度数次）	较高（连锁品牌） / 非标（单体民宿）	连锁集团较强，单体弱	连锁酒店集团、单体酒店、民宿品牌	房费收入 + 配套服务（餐饮 / 会议） + 加盟管理费	连锁酒店集团、OTA 平台	品牌标准化能力 + 会员体系沉淀 + 成本控制效率	中高端酒店升级提速，连锁化率提升，头部品牌发力私域流量运营
教育	中频（K12 / 素质教育） / 低频（职业教育）	较高（标准化课程） / 非标（个性化教学）	标准化课程较强，个性化弱	合规 K12 教培、职业教育机构、素质教育品牌	课程收费 + 教材 / 教具销售 + ToB 校企合作服务	头部教培机构（职业 / 素质类）	师资 / 课程研发能力 + 合规运营体系 + 客群口碑	合规化下头部集中，职业教育（技能培训）赛道扩容，素质教育细分场景（美育 / 科创）崛起



01

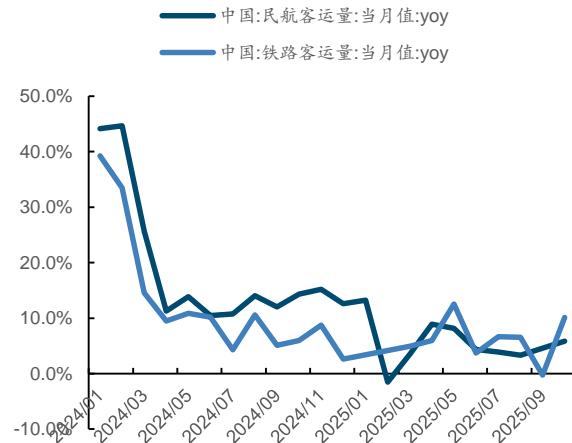
出行链:服务消费复苏重要代表



旅游：服务消费的重要代表，客流量持续恢复

- 出行量复苏明确，但人均消费暂未同步，我们认为仍处于修复初期阶段。2025年铁路、民航客运量月度同比虽有波动，但整体呈回升态势，居民出行意愿持续恢复；黄金周旅游总收入规模逐年增长，且恢复至2019年同期的比例持续提升（2025年已接近190%），客流复苏直接驱动旅游收入扩容；
- 消费端人均支出承压：2025年黄金周旅游人均支出的同比增速持续低迷，部分时段甚至负增长，呈现“客流增、人均消费弱”的特征，反映消费者出行时的消费意愿或能力相对谨慎。

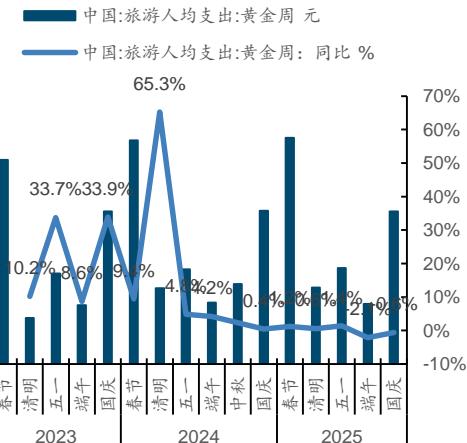
图：我国铁路及民航客运量稳少增长



图：黄金周旅游收入恢复态势良好



图：2025年黄金周旅游人均支出同比承压





旅游：政策端支持催化，关注AI+、适老等出行场景



□ **2024-2025年政策密集出台，持续释放促文旅消费的信号。**覆盖范围扩容+群体细分，从大众文旅消费，延伸至老年康养、亲子研学等细分群体，同时拓展冰雪、低空飞行等特色业态，精准匹配多元需求，同时通过专项债、特别国债升级文旅基础设施，鼓励业态创新+技术赋能，结合消费券、旅游专列、消费周等工具，强化政策落地效果。

④：2024-2025年文旅相关政策持续出台

发布主体	政策名称 / 核心举措	发布时间	核心内容
文旅部	2024 年全国文化和旅游消费促进活动	2024 年 4 月	活动时间为2024年4月-2025年2月，涵盖演出、研学旅游等多个门类，分设五一消费周、暑期消费季等专题活动，联动相关机构推出惠民措施，发布夜间消费路书，丰富旺季文旅产品供给。
文旅部等 9 部门	《关于推进旅游公共服务高质量发展的指导意见》	2024 年 8 月	优化线上线下旅游信息服务与跨部门数据共享；完善旅游交通，推进干线公路与景区连接道路建设，增开旅游专列；将旅游应急纳入政府应急体系，在游客集中区域设置医疗救助站。
国务院	《关于促进服务消费高质量发展的意见》	2024 年 8 月	聚焦激发文化娱乐、旅游等改善型消费活力，为文旅消费扩大提供宏观政策支撑，推动文旅行业与其他服务消费领域协同发展，优化文旅消费整体市场环境。
文旅部	文旅消费与产业发展八项措施	2024 年 9 月	发展线上演播、房车露营等新业态；开展国庆消费月，推动各地发放5亿元文旅消费券；推动5G、AR/VR在文旅领域应用，用超长期特别国债更新文旅设备；增开330列旅游专列并优化过境免签政策。
民政部、文旅部等 24 部门	关于进一步促进养老服务消费提升老年人生活品质的若干措施	2024 年 11 月	支持养老服务与文旅行业融合发展，拓展多形态新型消费领域，丰富老年群体文旅产品供给，适配老年人的文旅消费需求与服务保障。
国务院办公厅	《关于进一步培育新增长点繁荣文化和旅游消费的若干措施》	2025 年 1 月 9 日	1.推出文旅消费券、消费满减等惠民措施，举办春节消费月、冰雪旅游季等活动；2.适配不同群体需求，优化亲子游乐、研学旅游、老年康养慢游等产品；3.丰富冰雪旅游、低空飞行旅游等特色产品，开发国潮文创联名款；4.打造沉浸式体验空间，发展夜间文旅经济；5.允许专项债券支持文旅项目，探索旅游项目收益权入市交易。
文旅部办公厅	2025 年全国文化和旅游消费促进活动	2025 年 4 月 25 日	活动时间为2025年4月-2026年3月，涵盖演出、研学、冰雪旅游等多个门类。将开展五一消费周、暑期消费季等主题活动，鼓励各地举办民俗节庆活动，推动错峰休假；同时提升夜间文旅消费品质，推广“跟着演出去旅行”等模式，增加银发旅游、亲子游乐等定制化产品供给。

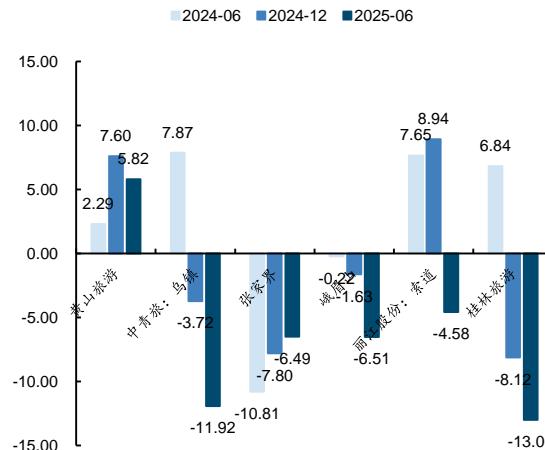
数据来源：中国政府网，国金证券研究所

景区：弱修复+强分化，建议关注稀缺资源及运营边际变化标的

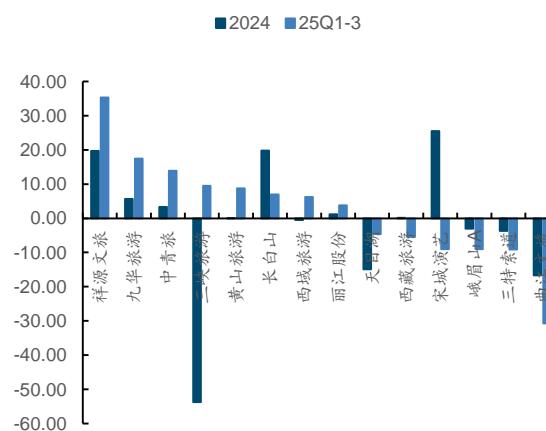


- 景区业绩整体呈现“弱修复+强分化”格局，促消费政策加码有望边际提振客流，但居民消费意愿偏弱的背景下，人均支出承压仍将制约营收弹性。
- 建议关注：1) 具备区域资源稀缺、业态创新能力强的头部景区，如黄山旅游、西域旅游、长白山等有望持续迎来客流与盈利的复苏；2) 依托产品升级，如沉浸式体验、定制化服务的公司，有望实现更强边际回暖，如三峡旅游。

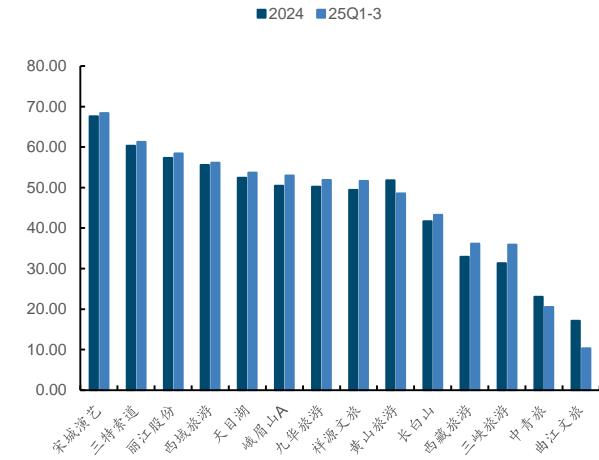
图：国内部分景区游客接待量累计同比增速



图：景区重点上市公司营收同比增速



图：景区重点上市公司毛利率变化

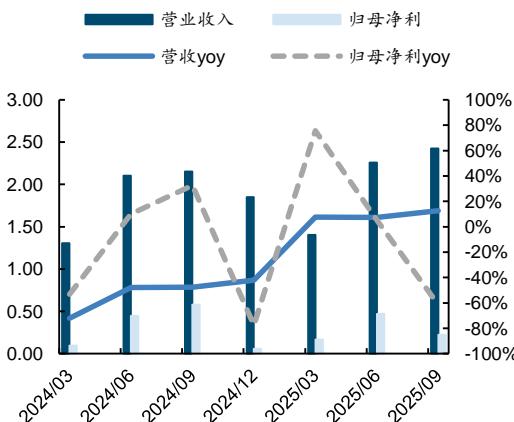


三峡旅游：业绩边际改善显著，游船业务拓展驱动增长

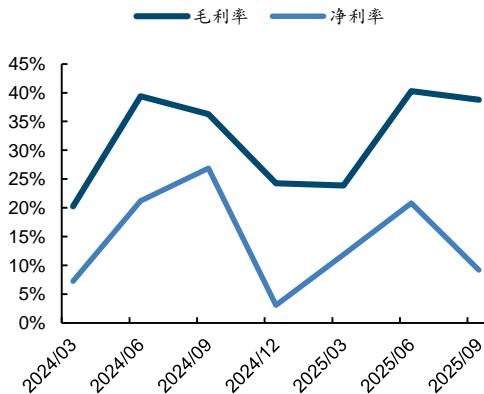


- 三峡旅游聚焦旅游综合服务与综合交通服务两大核心主业，具体涵盖游船运营、游客港口服务、景区经营、旅客客运及配套交通服务等细分领域，是三峡区域文旅与交通一体化的核心运营商。财务层面，2024年起公司分季度业绩边际改善趋势显著，营收与归母净利的同比增速逐步从低位修复；盈利能力同步回暖，毛利率、净利率较前期低谷有所回升，2025年上半年公司各细分业务已普遍实现收入增长。
- **游船业务拓展有望贡献核心增量**。增长逻辑在于：行业端旅游消费复苏带动三峡区域客流回升，而公司手握三峡核心文旅资源，游客港口、游船等业务直接承接复苏红利，2025年上半年游客港口服务营收同比高增134.05%；同时旅游业务与综合交通服务的协同布局，有效提升了客流的转化与留存效率。推荐逻辑：公司依托三峡稀缺的文旅资源构建了业务壁垒，核心旅游板块在行业复苏周期中具备较强业绩弹性，当前业绩边际改善趋势明确，叠加文旅交通一体化的业务协同效应，后续盈利修复与增长的确定性较高。

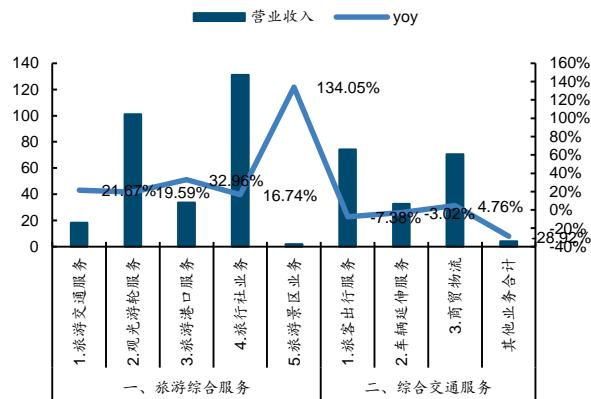
图：公司分季度业绩边际改善明显



图：公司盈利能力有所回暖



图：2025H1公司分业务增长情况

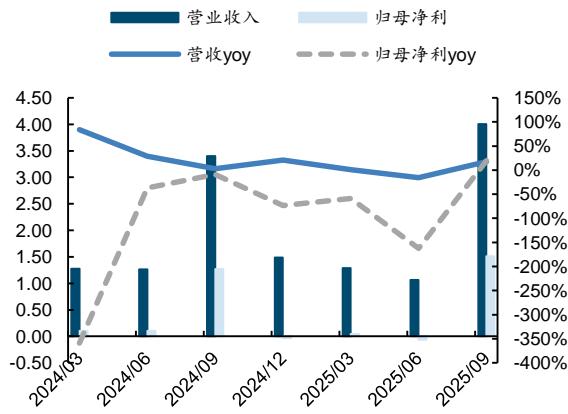


数据来源：iFind, 国金证券研究所

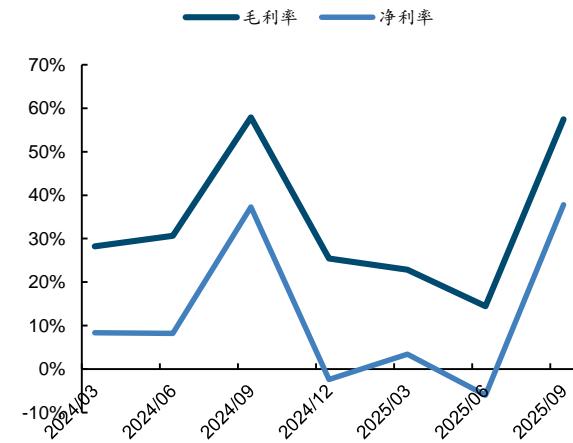
长白山：稀缺头部自然资源，文旅复苏周期弹性突出

- 长白山主营业务涵盖旅游客运、酒店运营、旅行社服务等，其中旅游客运是核心收入支柱（2025H1 营收占比达 66.82%）。财务层面，2024 年起公司三季度业绩边际改善趋势显著，营收与归母净利的同比增速逐步从低位修复；盈利能力同步回暖，毛利率、净利率较前期低谷明显回升，2025 年上半年业务收入结构进一步向核心的旅游客运集中。
- 旅游消费复苏带动长白山景区客流回升，而旅游客运是游客进入景区的核心交通载体，直接承接客流复苏红利，叠加长白山景区的稀缺自然文旅资源，业务需求具备较强韧性。公司依托长白山稀缺的景区资源构建了业务壁垒，核心旅游客运板块在文旅消费复苏周期中业绩弹性突出，当前业绩边际改善与盈利能力回暖趋势明确，后续收入与盈利修复的确定性较高。

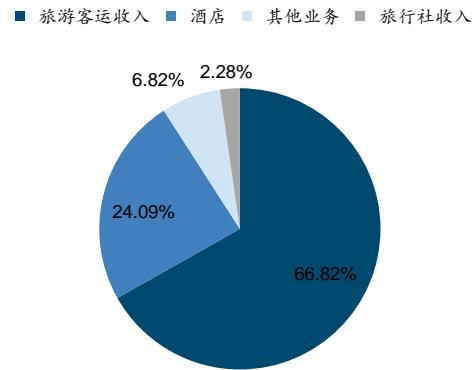
图：公司三季度业绩边际改善明显



图：公司盈利能力有所回暖



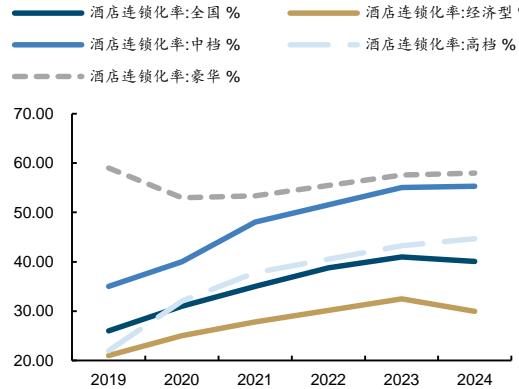
图：2025H1公司营收分品类占比



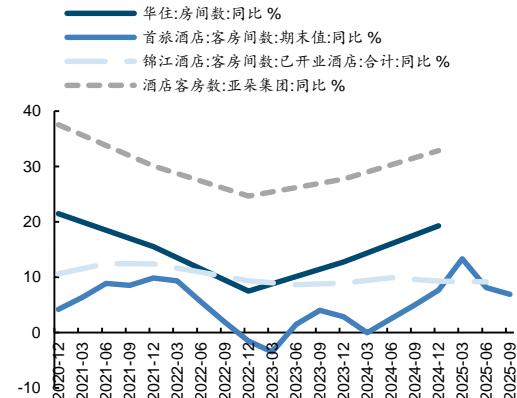
酒店：中高端连锁化持续，单店RevPAR仍待修复

- **连锁化向中高端集中：**中档及以上酒店连锁化率持续提升，经济型连锁化率略有回落，预计系房车、民宿等挤压，行业连锁化红利向中高端市场倾斜，头部品牌规模扩张提速持续，华住、锦江等头部酒店房间数同比保持增长。单店效率方面，头部品牌RevPAR同比增速承压，规模扩张下的单店营收仍待修复。
- 中高端酒店连锁化率将继续提升，头部品牌的规模扩张趋势延续；但行业竞争下，RevPAR修复仍存压力，头部需通过精细化运营（如产品升级、客群深耕）提振单店效率，**中高端连锁化红利仍是行业核心增长主线。**

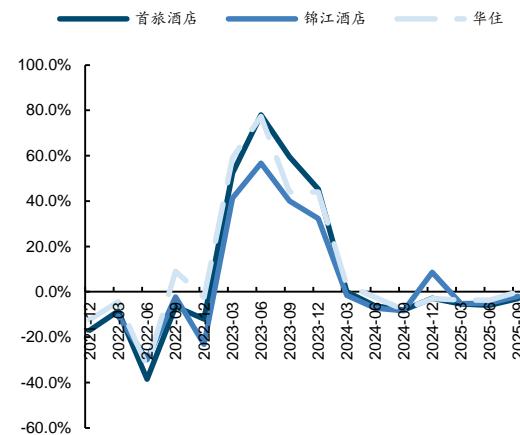
图：中档及以上酒店连锁化率仍呈提升态势



图：头部酒店品牌房间数同比增长持续



图：头部酒店Revpar同比增速持续承压

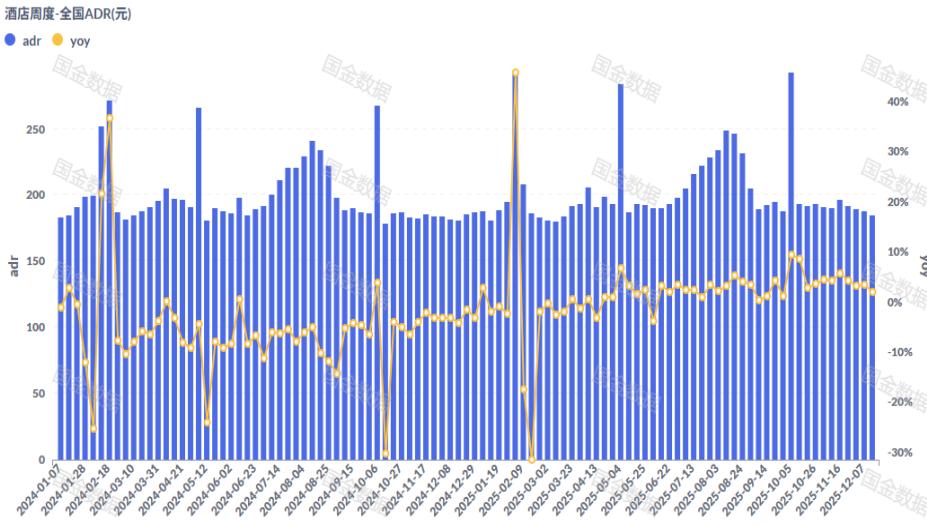




酒店：商旅需求边际好转，高档品牌弹性凸显

- ADR 修复动能持续积累，商旅需求预计随经济活动回暖进一步释放，高档型有望成为复苏主力。全国酒店平均房价 (ADR) 绝对值虽有波动，但25年同比增速已从低位回升并维持正增长，2025Q4 商旅需求回暖带动高档型酒店RevPAR 同比增速显著回暖，而经济型、豪华型相对承压。高档型的复苏直接对应商务出行、企业差旅的回暖，是当前行业修复的核心驱动力，休闲旅游需求对各档次的拉动效果暂不明显。
- 展望2026年酒店行业有望呈现阶梯型修复，头部高档品牌凭借产品与渠道优势业绩弹性或更突出。随着消费信心回升，中档型酒店或承接部分溢出的商旅与中阶休闲需求，ADR 与 RevPAR 的修复节奏将加快，但幅度弱于高档型。经济型受消费力与行业竞争挤压，豪华型则需依赖高端休闲旅游需求回暖。

图：全国酒店ADR同比增速呈持续复苏



图：2025Q4商旅复苏带动高档型酒店Revpar同比增速回暖

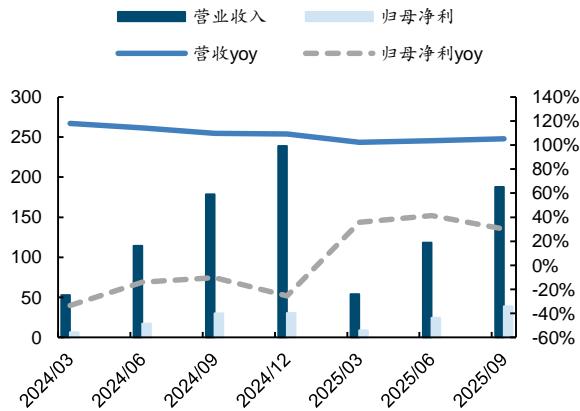
全国酒店分档次RevPAR YOY (%)	2025-12-14	2025-12-07	2025-11-30	2025-11-23	2025-11-16	2025-11-09	2025-11-02	2025-10-26	2025-10-19
全部	0.14%	0.99%	1.49%	2.92%	6.05%	3%	5.53%	2.78%	0.43%
经济型	-1.61%	-0.22%	0.37%	0.64%	2.01%	-0.07%	1.55%	-0.44%	-2.36%
中档型	-0.44%	-0.46%	-1.08%	1.6%	4.77%	0.78%	4.13%	1.86%	-0.54%
高档型	4.18%	4.23%	8.33%	7.94%	12.52%	4.5%	8.31%	1.24%	-1.43%
豪华型	-10.25%	-7.92%	-8.82%	-6.65%	0.58%	-0.57%	0.44%	-10.91%	-6.55%

全国酒店分档次OCC变动幅度(%)	2025-12-14	2025-12-07	2025-11-30	2025-11-23	2025-11-16	2025-11-09	2025-11-02	2025-10-26	2025-10-19
全部	-0.99	-1.27	-0.93	-0.72	0.2	-0.63	0.62	-0.49	-1.44
经济型	-1.52	-1.55	-1.07	-1.2	-0.44	-1.05	-0.03	-1.02	-2.04
中档型	0.13	-0.77	-0.95	0.18	1.25	-0.01	1.69	0.54	-0.44
高档型	2.85	2.54	4.23	3.4	4.89	2.23	3.69	0.87	-0.02
豪华型	-3.03	-2.44	-2.79	-3.05	-0.38	-0.23	0.03	-4.23	-1.7

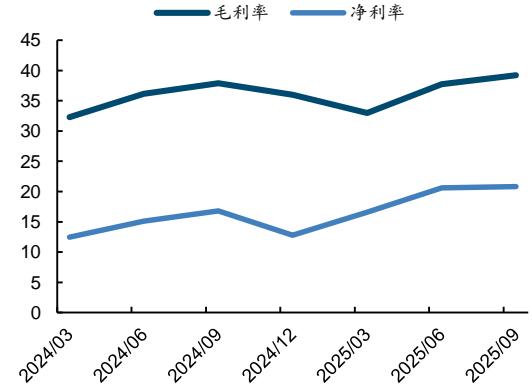
华住：受益中高端消费回暖，市场份额有望持续提升

- 华住是国内头部连锁酒店集团，主营业务涵盖多品牌酒店运营（覆盖经济型、中高端等客群梯队）及加盟管理服务。2024年起公司单季度营收规模稳步扩大，归母净利同比增速从低位逐步修复；盈利能力同步回暖，毛利率、净利率较前期有所抬升；同时酒店房量保持持续增长，但价格端受市场环境影响暂存一定承压。
- 行业酒店连锁化率持续提升，华住凭借全品牌矩阵（适配不同消费需求）与成熟的加盟管理体系，支撑酒店房量持续扩张；同时中高端酒店占比提升，有望优化盈利结构，部分对冲价格端的短期压力。华住作为连锁酒店头部企业，品牌与加盟体系构建了较强壁垒，房量扩张的持续性明确，叠加当前盈利能力逐步回暖，后续有望受益商旅及中高端消费的首轮回暖，业绩修复与长期增长的确定性较高。

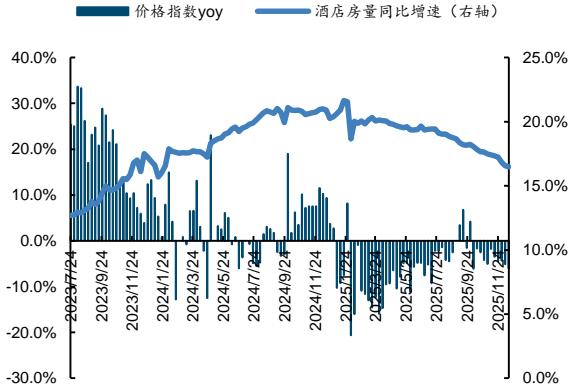
图：公司单季度营收与归母净利



图：公司盈利能力有所回暖



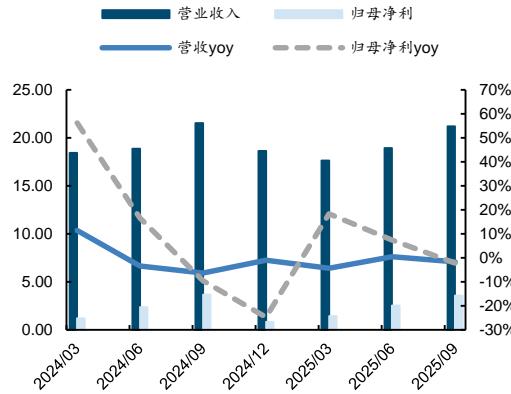
图：华住房量增长持续，价格端有所承压



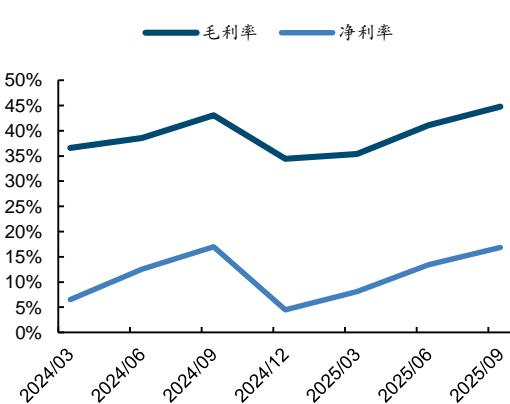
首旅酒店：房量价格双升，驱动业绩改善

- 公司聚焦以“首旅如家”为核心的多品牌酒店运营及加盟管理，覆盖经济型至中高端多元客群需求。公司单季度营收维持稳定规模，归母净利同比增速虽有波动但整体呈修复态势；盈利能力同步回暖，毛利率、净利率持续抬升；同时首旅如家的酒店房量与价格指数均保持提升，业务基本面逐步向好。
- 行业酒店连锁化率持续提升，首旅如家依托成熟品牌矩阵与加盟体系实现房量稳步扩张，叠加价格端持续提升，有效带动营收与盈利改善首旅酒店作为连锁酒店头部企业，借首旅如家的品牌与规模构建了竞争壁垒，当前房量、价格双升趋势明确，叠加盈利能力回暖，后续业绩修复与增长具备较高弹性。

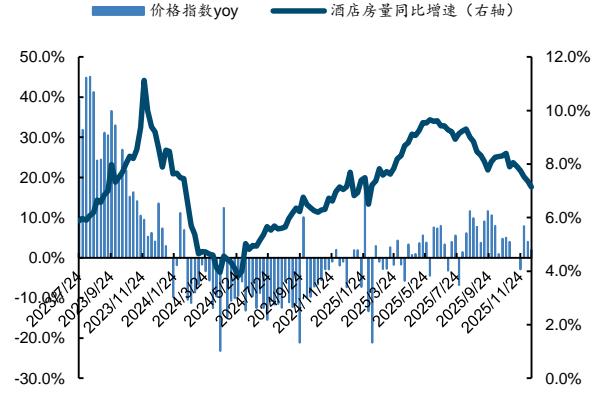
图：公司单季度营收与归母净利



图：公司盈利能力有所回暖



图：首旅如家房量及价格提升持续





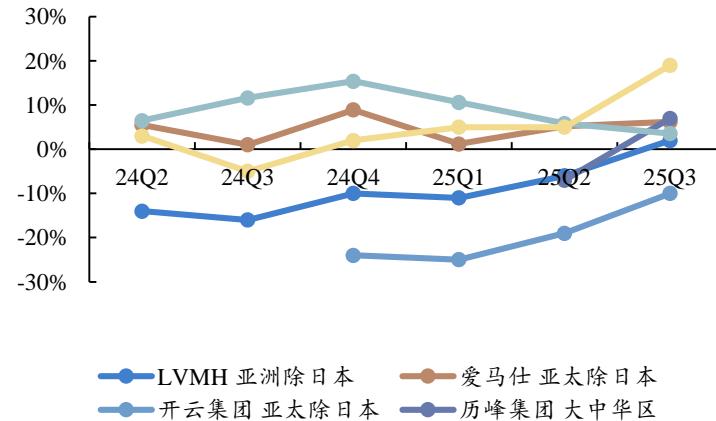
02

免税:政策驱动+高端消费复苏
核心受益标的

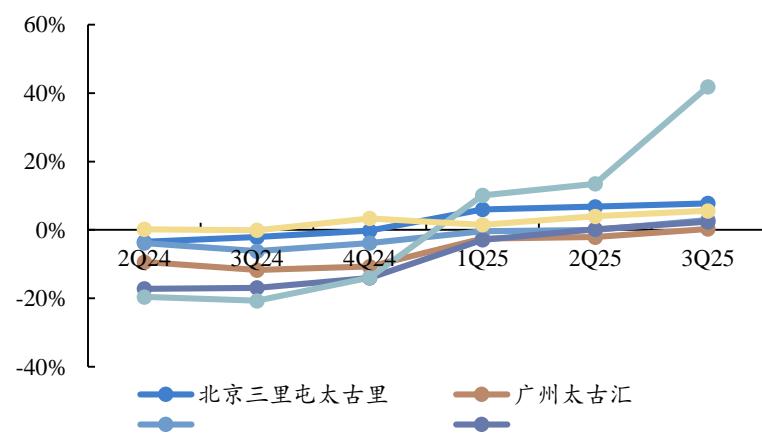
奢侈品、高端香化、高端零售25Q3业绩修复加速

- 奢侈品：**LVMH 亚洲除日本、历峰集团大中华区25Q3业绩同比转正，其余品牌多有所修复；天猫双十一第一周期Balenciaga、Burberry、Canada Goose、Coach、Miu Miu等奢品品牌高双位数增长；
- 高端香化：**雅诗兰黛25Q3在中国大陆销售额达5.32亿美元，同比+9%，为各大区中增幅最快，而25Q2同比增速为-1%。主要由超高端品牌LA MER海蓝之谜、高端品牌Le Labo和TOM FORD驱动；资生堂25Q3在中国大陆市场，增速达到高个位数，主要得益于超高端品牌CPB肌肤之钥、高端品牌NARS强劲的增长势头；
- 高端零售：**太古集团高端零售物业销售额改善趋势明显，广州太古里、成都太古里25Q3同比转正。

奢侈品公司25Q3相关地区业绩均有好转



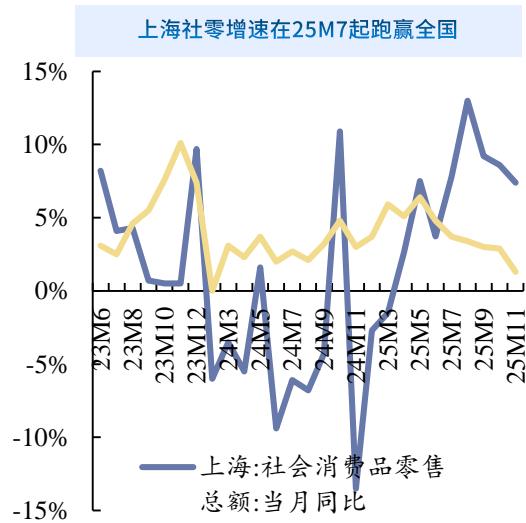
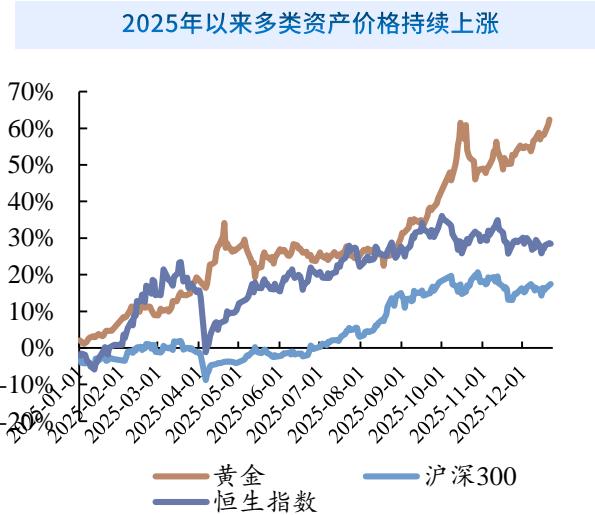
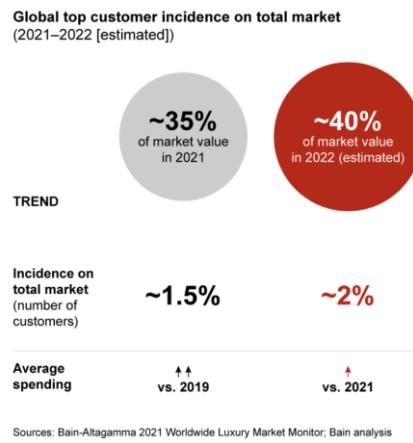
今年以来，太古集团高端零售物业销售额加速改善



高净值人群消费恢复或是高端消费改善的主要原因

- 少数重度消费群体（高净值人群）对于高端消费的影响较大。根据Bain研究，全球奢侈品市场占比2%的重度消费者2022年预计贡献40%销售额；根据2021年BCG与腾讯联合研究，中国奢侈品消费的重度客群（约11%）贡献40%份额；根据Bernstein Research统计，2019年30-40万VIP和高级玩家贡献澳门博彩收入的70%，头部效应显著；
- 我们认为，25H2高端消费企稳主要来源于：财富效应驱动的高净值人群消费意愿的恢复。财富效应指资产增值对消费的拉动作用。以美国为例，2021年居民总资产同比增长13.7%，消费倾向边际提高1.4pcts，消费支出增长12.9%。今年以来，截至12月21日，黄金/沪深300/恒生指数累计上涨62.3/17.2/28.6%。黄金、股票齐升提振财富效应和信心，高净值人群消费情绪或因此趋稳回升。

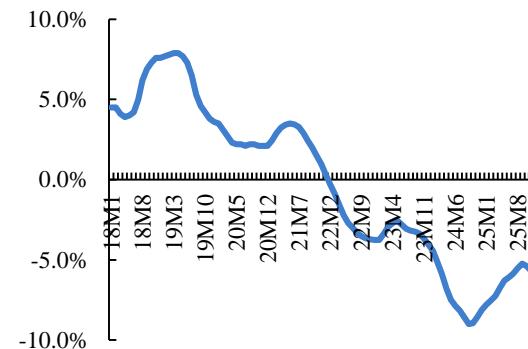
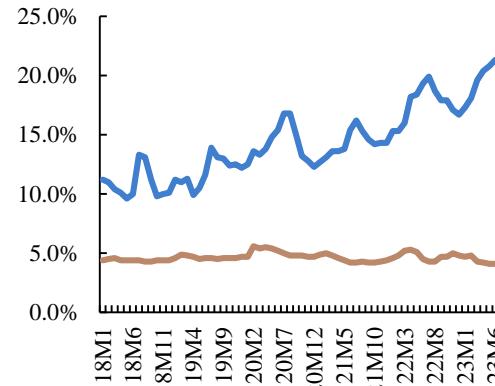
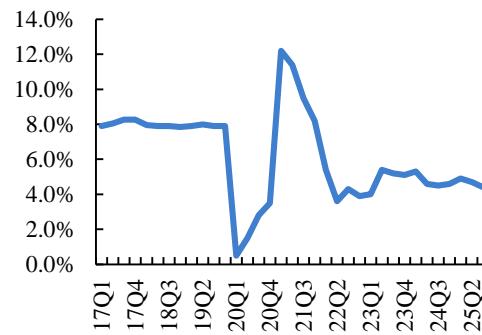
Bain研究指出，2%的头部消费者贡献奢侈品40%的份额



高端消费筑底已成，整体增速趋势改善

- 我们认为，当前中国高端消费筑底效应已经展现，高净值人群需求开始向上，后续期待中产消费信心见底回升。考虑到当前居民收入增速偏低（25Q1-3城镇居民人均可支配收入实际同比+4.5%）、就业稳定性不足（11月25-29岁青年失业率约7.2%），宏观数据整体偏弱，房地产有待企稳，信心尚未广泛恢复，短期内高端消费修复需依靠高净值人群的财富效应与针对中产的政策刺激。中长期看，需关注收入和就业的系统性改善、房地产的企稳回升，以及财富效应从高净值人群向中产的扩散节奏。
- 2025Q3奢侈品/化妆品集团普遍反馈，中国市场最困难阶段已经过去，整体趋势改善。高端化妆品筑底回暖的方向更为清晰，雅诗兰黛和科蒂Q3在中国市场均实现双位数增长，跑赢行业。

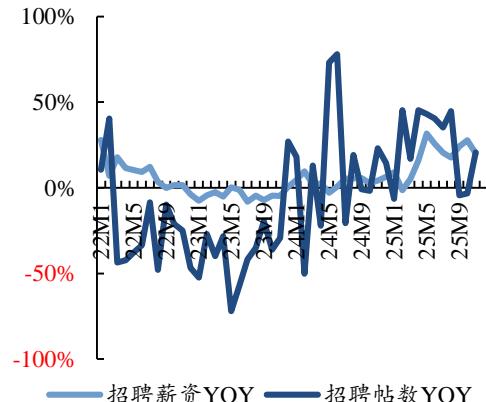
中长期看，中产消费信心的恢复需要以下数据的改善（居民收入、失业率、房地产）



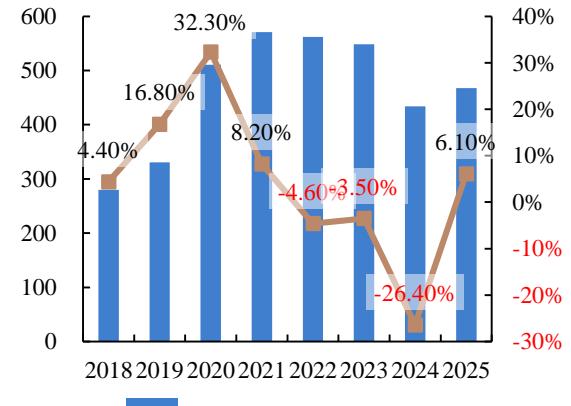
看好未来中产消费信心改善，贡献边际增量

- 中产的消费信心受未来收入预期影响较大，我们近期观察到招聘薪资开始上涨，招聘数量有所上涨，社会的焦虑感有望缓解。**根据通联数据爬取，25Q3 猎聘新增招聘贴平均薪资为18.3万元，同比增长20.7%，新增招聘贴数17.2万条，同比增长23.7%；
- 中产的消费约束主要来自以房地产为核心的负财富效应。**根据国际清算银行研究，在33个中国一二线城市，房价变化与后续消费变化显著相关：房价上涨10% 对应消费增加约1.6%。后续需重点关注住宅价格的企稳情况；
- 下半年以来，消费降级趋势尚未反转，但有缓和迹象。**①提供情绪价值的消费品表现较好，11月化妆品（强情绪，中产消费占比最高）社零同比+6.1%、服装鞋帽（情绪+功能）+3.5%、金银珠宝（情绪+保值）+8.5%，均跑赢整体增速1.3%；②社零增速25M9起分化，服务消费开始跑赢消费品。我们认为是弱预期环境下，消费从资产型/库存型转向体验型/即时型的结果。

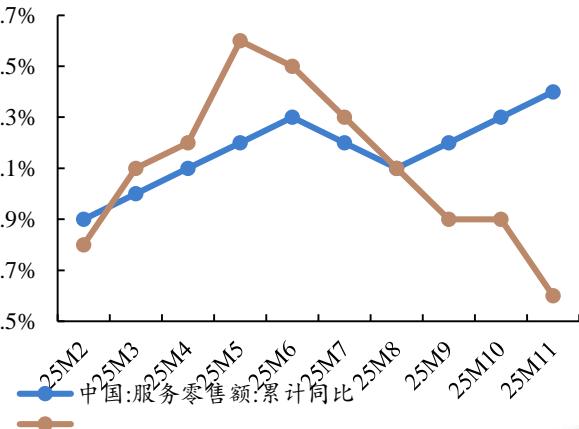
猎聘平均招聘薪资25M4起双位数增长



25M11化妆品结束了当月连续三年的同比下滑



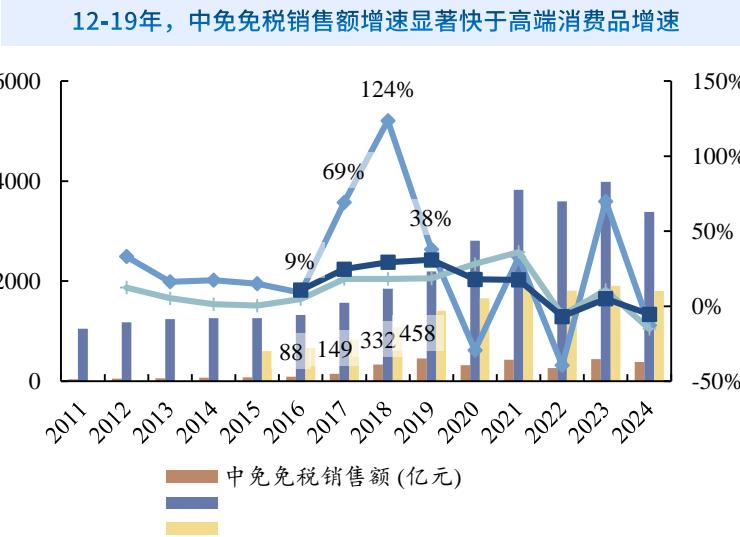
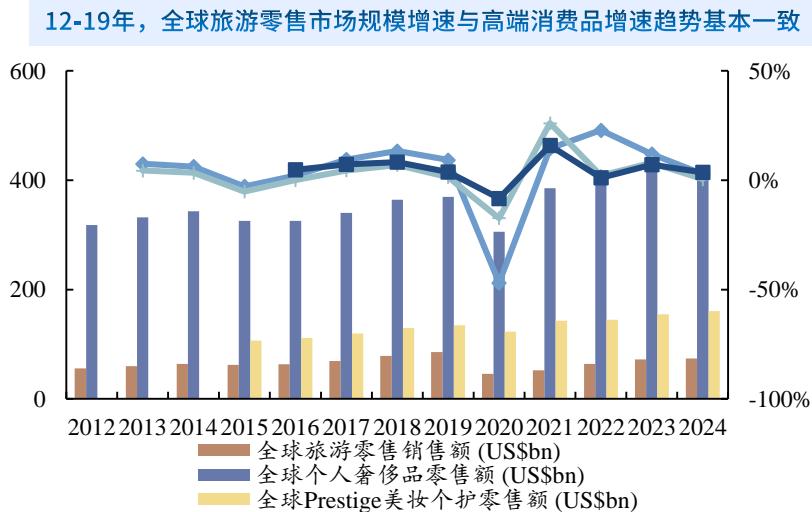
25M9起服务、消费品零售额表现开始分化



数据来源：iFind, 国金证券研究所

免税：旅游场景下的高端零售，受高端消费景气度影响较大

- 我们观察到，全球旅游零售市场增速与高端消费品零售额增速高度关联。剔除疫情影响，根据KPMG数据，2014-2019年全球旅游零售额CAGR为8.5%；根据欧睿数据，全球个人奢侈品与Prestige美妆个护零售额CAGR分别为3.2/6.0%，各年度同比增速变化趋势与旅游零售基本一致。
- 中国中免2016-2019年免税收入的快速增长，除受益于经营权获取、收并购等因素外，更重要的是乘上了顺周期中国高端消费快速扩张的红利。这一时期居民可支配收入保持较快增长（17/18/19年名义+9.0/8.7/8.9%），高收入与中产人群购买力持续抬升。根据欧睿数据，2016-2019年中国个人奢侈品零售额由1,324.9亿元增至2,194.2亿元，CAGR达18.3%；同期Prestige美妆个护零售额亦由665.9亿元增至1,405.6亿元，CAGR达28.3%。



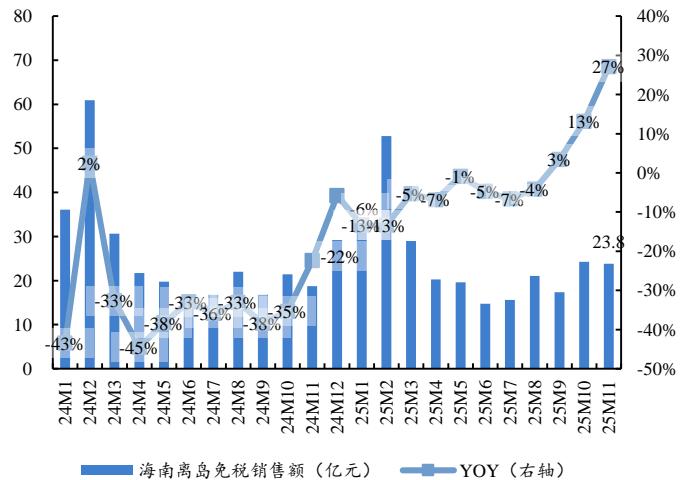
数据来源：iFind, 国金证券研究所



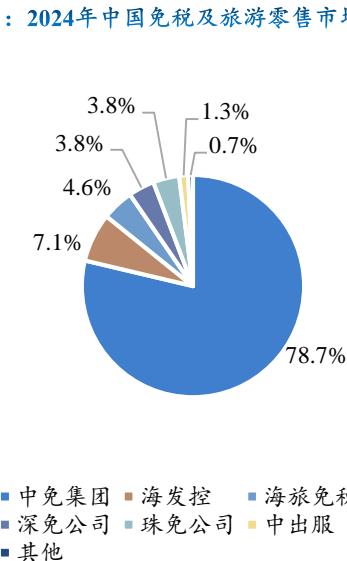
中国中免：低基数+政策红利有望带动公司业绩重回增长

- **海南离岛免率先回暖，业绩底部回升趋势在望。**2025年11月海南离岛免税销售额同比增27%，在低基数基础上实现显著修复，反映消费需求逐步释放；中免营收与利润经历波动后，2025年已进入修复通道，低基数下盈利弹性逐步显现。
- **海南封关有望成为持续催化：**封关后海南免税政策有望进一步优化（如购物额度提升、品类扩容、监管效率升级），叠加低基数效应，离岛免税需求将持续释放。中免78.7%的行业份额构筑高壁垒，是海南离岛免税的核心运营主体，直接承接封关政策红利，龙头地位带来更强的品牌议价、成本控制能力，在行业复苏周期中盈利修复确定性更高。

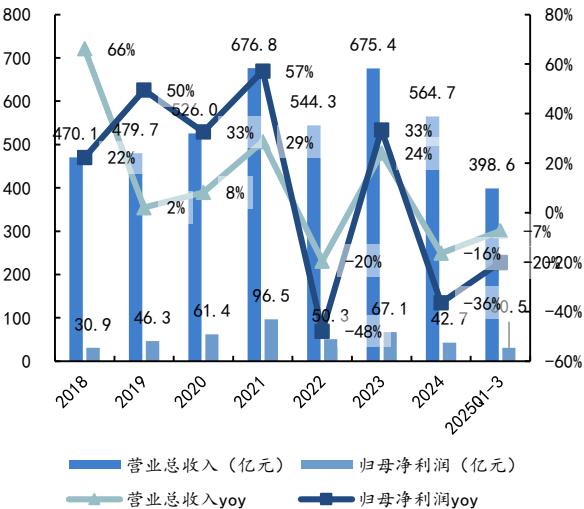
图：2025年11月，海南离岛免税销售额同比增长27%



图：2024年中国免税及旅游零售市场份额



图：中国中免营业收入与归母净利润



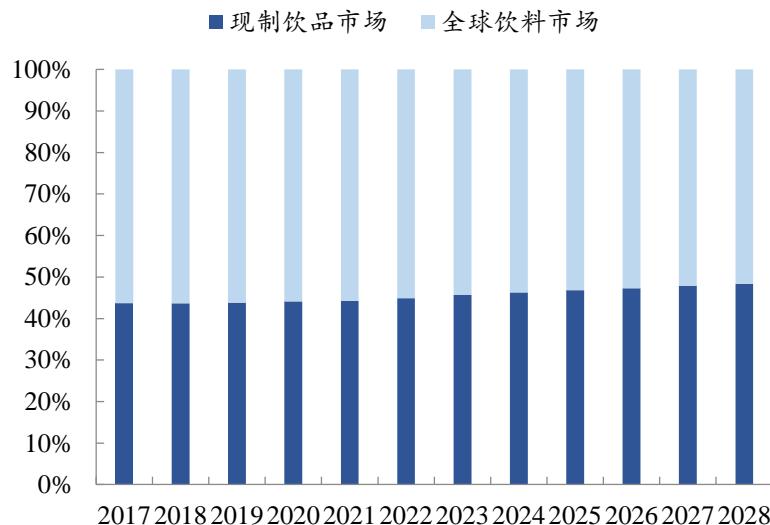


03 茶饮：关注对外和对内两条成长路径

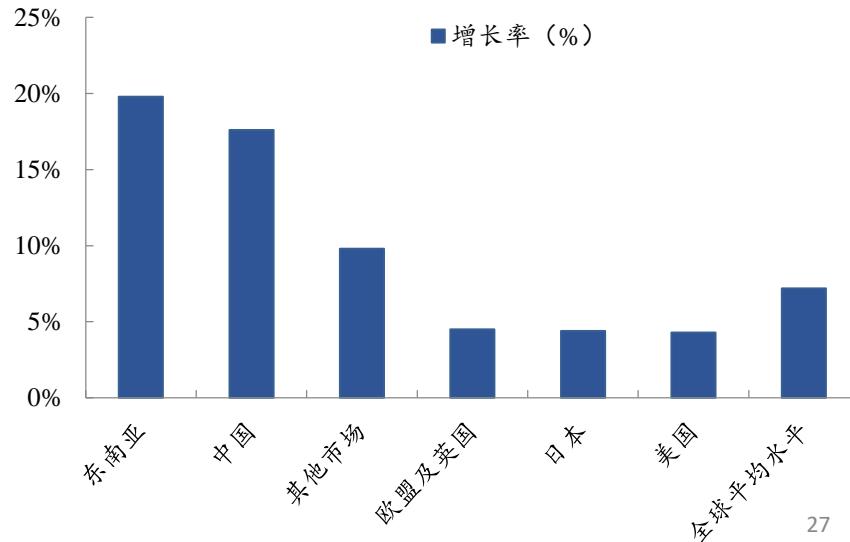
对外：茶饮出海空间广阔，撑起行业第二成长曲线

全球现制饮品占比持续提升，以东南亚为代表的市场快速发展，为茶饮出海提供广阔空间。随着全球经济水平的提升，现制饮品在整体饮料市场中的占比持续提升，我们认为这是一个长期趋势。详细来看，全球2023-2028年现制饮品复合增速最快的地区为东南亚和中国。东南亚成为现制饮品出海的重要目的地，有望成为国内茶饮品牌的第二大重要市场。

图表：现制饮品市场占全球饮料市场比例（%）



图表：2023-2028全球现制饮品市场终端零售额的复合增速（%）

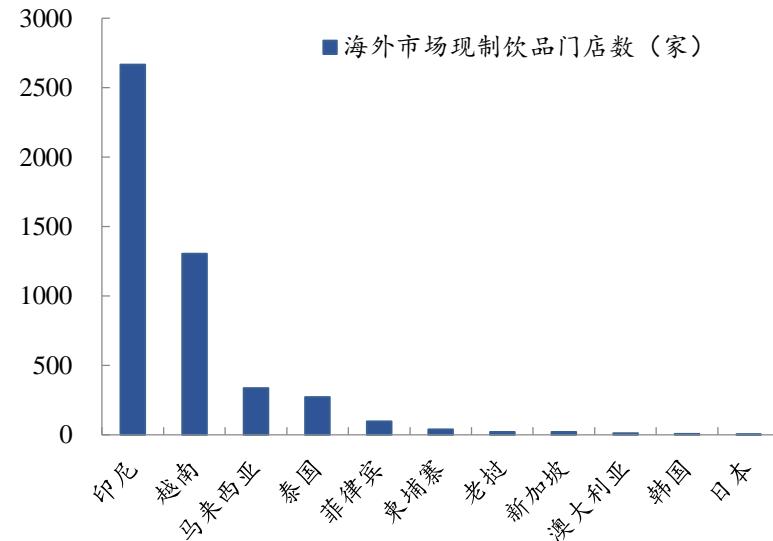


来源：蜜雪冰城招股书，国金证券研究所

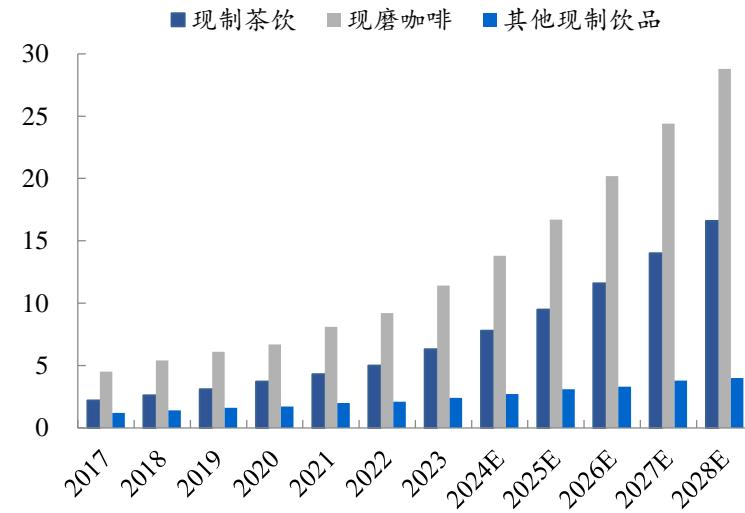
对外：茶饮出海空间广阔，撑起行业第二成长曲线

东南亚现制饮品市场中，咖啡和茶饮是两大主要品类，且近些年快速增长。以东南亚为例，近些年现制茶饮和现磨咖啡市场规模快速增长，现制茶饮市场规模预计2028年达到16.6亿元规模，5年复合增长率为21.38%，现磨咖啡市场规模预计2028年达到28.8亿元规模，5年复合增长率为20.36%。由于目前出海的茶饮品牌一般均同时覆盖茶饮和咖啡两个赛道，因此海外市场的增长将为出海提供大的空间。

图表：蜜雪冰城海外市场现制饮品门店数（家）

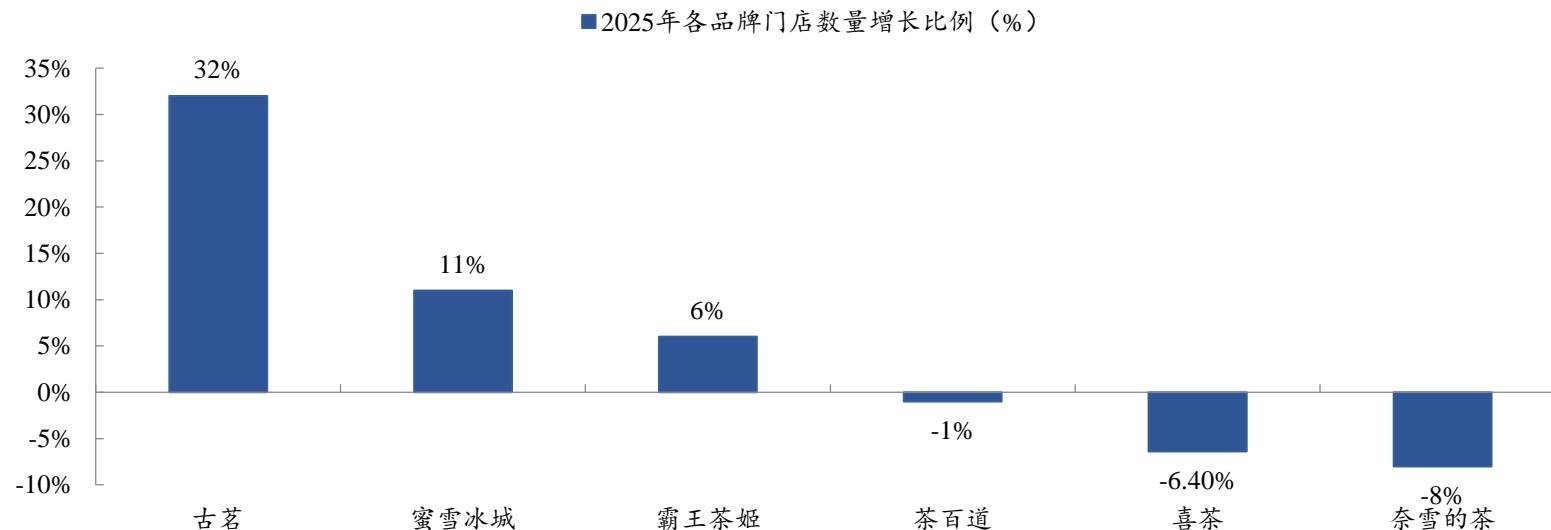


图表：东南亚不同类型现制饮品市场规模（亿元）



茶饮高端和低端市场格局相对稳定，中端的强势品牌有望通过高质量竞争带来品牌增长空间。目前茶饮的高端市场主要以霸王茶姬、奈雪的茶、喜茶为主，除霸王茶姬之外，另外两家品牌2025年门店持续减少，成长承压。而低端茶饮市场蜜雪冰城一家独大，目前仍在稳定开店。格局相对最分散，竞争相对更激烈的中端市场品牌众多，包括古茗、茶百道、沪上阿姨、CoCo等多个品牌共同竞争，其中古茗依靠区域集中开店策略带来的更高经营效率，实现了门店的明显增长。

图表：2025年各茶饮品牌门店数增长比例 (%)



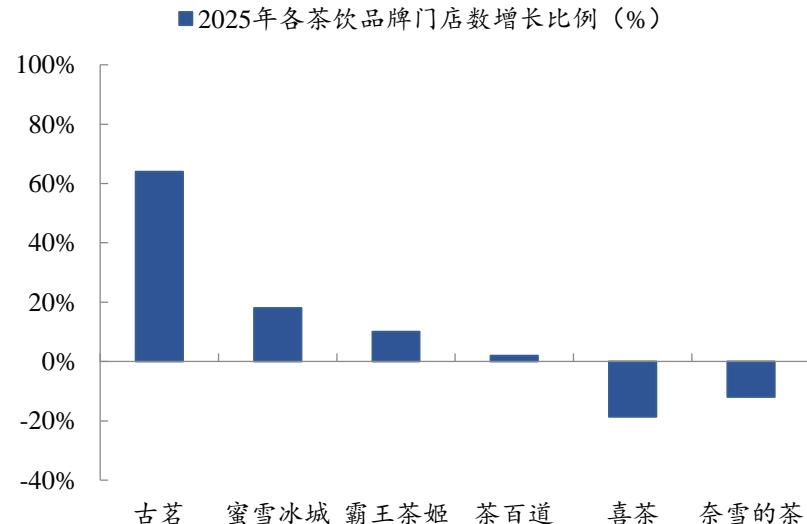
来源：极海数据，国金证券研究所（截止2025. 05. 31）

成长性：咖啡赛道整体成长性优于奶茶，奶茶品牌入局咖啡赛道

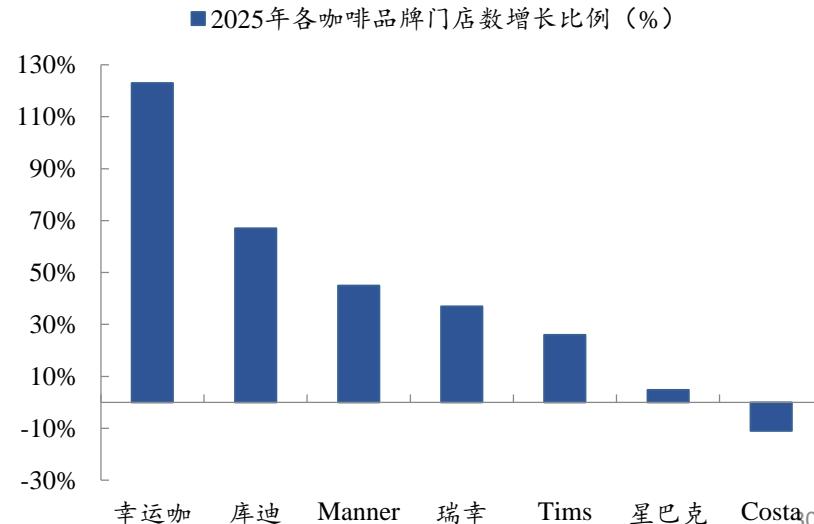


咖啡赛道整体成长性优于奶茶，奶茶品牌入局咖啡赛道。2025年众多奶茶品牌的扩张陷入停滞，奈雪的茶和喜茶持续关店，茶百道增长微弱。霸王茶姬、蜜雪冰城和古茗仍在扩张，截止11月底，三者今年门店数分别增长10%、18%和64%。而同期的咖啡品牌整体门店扩张速度更快，主流品牌中仅有Costa不断关店，幸运咖、库迪、Manner、瑞幸、Tims今年截止11月底门店数分别增长达123%、67%、45%、37%和26%。同时奶茶品牌已经大规模入局咖啡赛道，推出咖啡类产品，两个赛道的边界已变得更加模糊。

图表：2025年各茶饮品牌门店数增长比例（%）



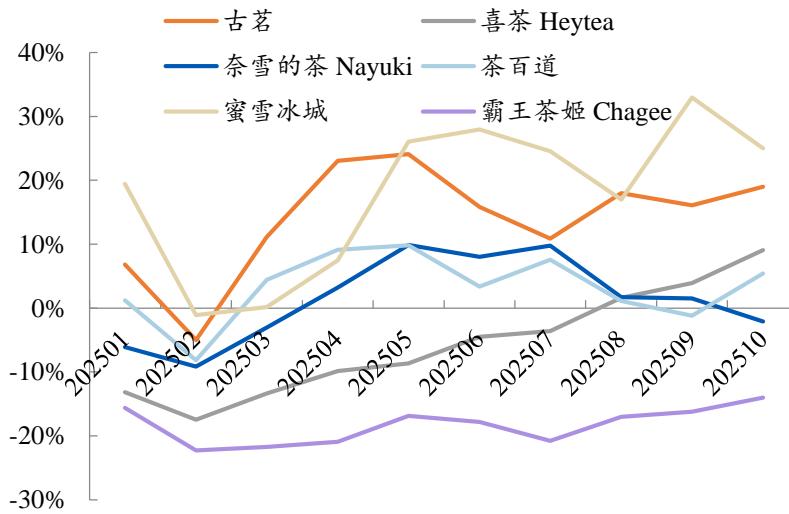
图表：2025年各咖啡品牌门店数增长比例（%）



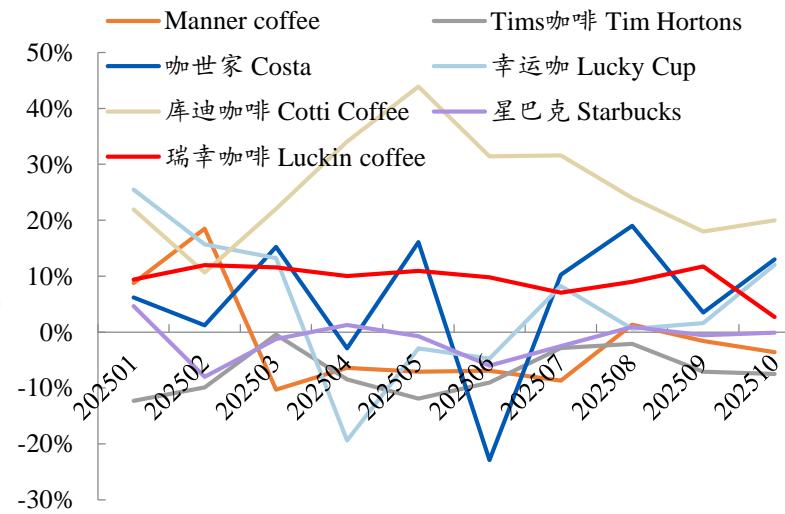
来源：极海数据，国金证券研究所（截止2025.11.30）

从今年的同店增长情况来看，蜜雪/古茗/库迪咖啡/瑞幸咖啡是同店增长更具韧性的几个品牌。今年的外卖补贴大战短时间内促进了全行业杯量的增长，使得部分品牌同店下降的时间有所推后。在这样的背景下，仍有不少品牌的同店未达到较高的同比增长，例如霸王茶姬、喜茶、Manner、星巴克等等。同期同店增长相对不错的品牌，主要为蜜雪冰城、古茗、库迪咖啡和瑞幸咖啡。

图表：2025年各茶饮品牌门店月度店效同比（%）



图表：2025年各咖啡品牌门店月度店效同比（%）



相比其他奶茶品牌，蜜雪冰城产品定价更低，产品配方更简单，标准化程度更高。蜜雪冰城基本避开了鲜果茶品类，降低了产品的损耗和供应链的管理能力，也降低了门店店员操作的难度，这不仅降低了中间成本，进一步保证了产品更低的成本，同时也降低了门店店员的操作要求，降低了门店复制的难度。

很高的标准化程度，通过降低供应链建设难度，降低了门店复制的难度，明显提升了出海的速度。出海的难点一方面在于海外供应链的建设，另外一方面在于海外员工的培训，而蜜雪冰城的选品定位，降低了这两方面的难度，成为目前出海效率最高的茶饮品牌。

图表：蜜雪冰城主要产品及价格（元）



图表：蜜雪冰城位于中国及东南亚的运营仓库



古茗：区域深耕战略后劲明显，有望在中端市场攫取更多份额



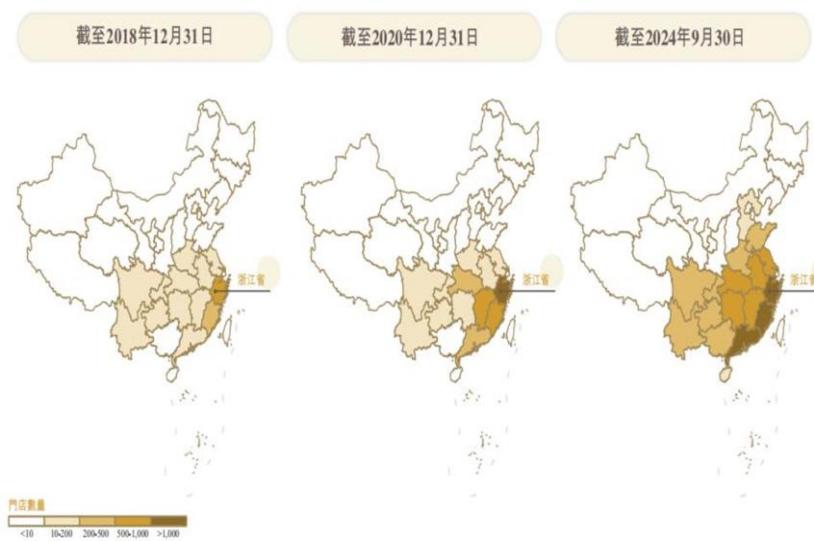
古茗区域高密度开店策略是区别于其他品牌的核心，提高了整体门店的供应效率和原材料新鲜度。在高密度开店策略前提下，高效的供应链配送确保了门店原材料的及时供应和新鲜度。古茗向约97%的门店提供两日一配的冷链配送服务，是中国前十大现制茶饮店品牌中，唯一一家能够向低线城市门店频繁配送短保质期鲜果和鲜奶的企业。

原材料更高的新鲜度最终保证了古茗在同价位产品上实现更高的产品质量，提高了客户复购率，从而走出了一条差异化竞争之路。中端茶饮市场最终的竞争是全方面的，包括供应链效率、产品创新速度、产品质量等等，我们看好古茗更好的精细化管理能力，有望在中端市场攫取更多份额

图表：古茗产品及对应价格（元）



图表：古茗的门店加密政策示意图





04

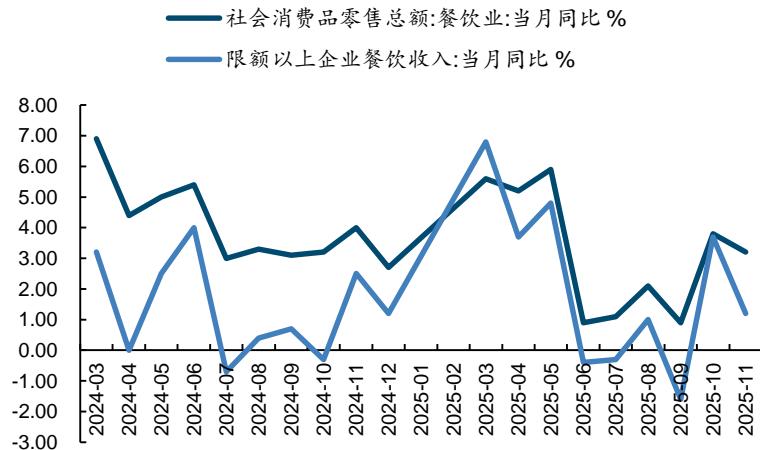
餐饮：关注行业性修复，看好单店
模型优秀的公司



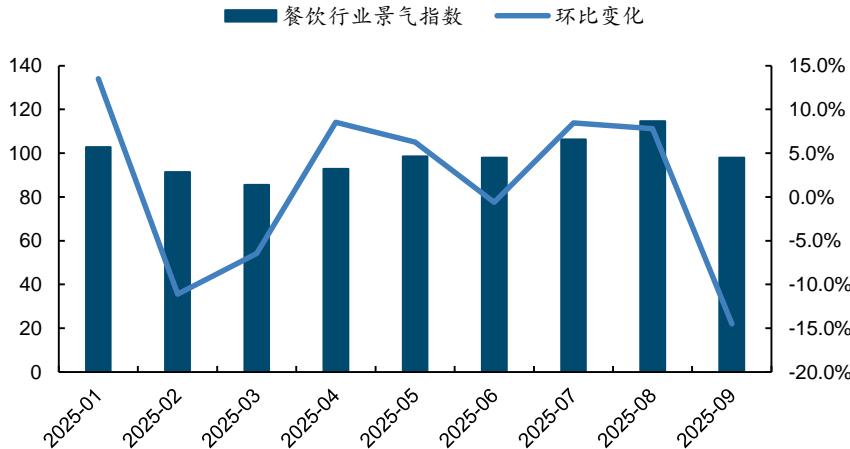
25年回顾：整体行业承压，但需求及景气度已经筑底

□ 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。从同比增速看，社零餐饮和限额以上餐饮整体增速波动，目前行业基本已经筑底企稳，10-11月社零餐饮同比+3.8%/+3.2%。红餐大数据显示，2025年Q3以来全国餐饮行业景气指数有所波动。

图：社零餐饮当月收入同比增速



图：2025年1-9月全国餐饮行业景气指数走势

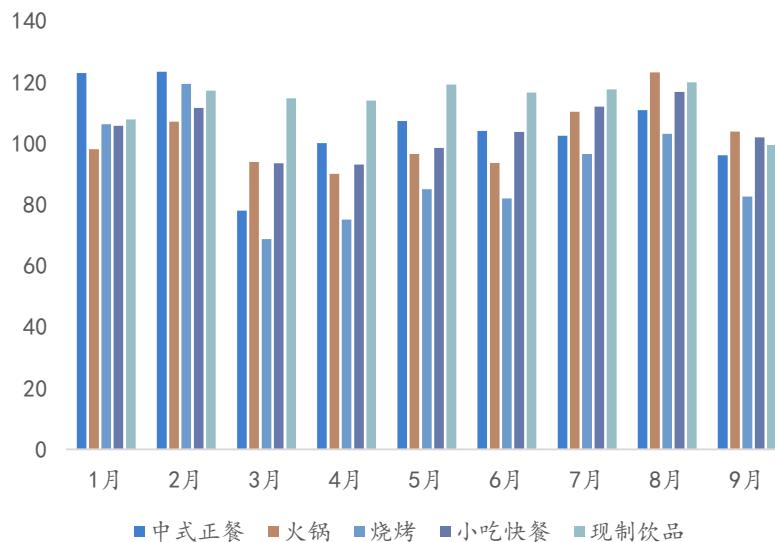




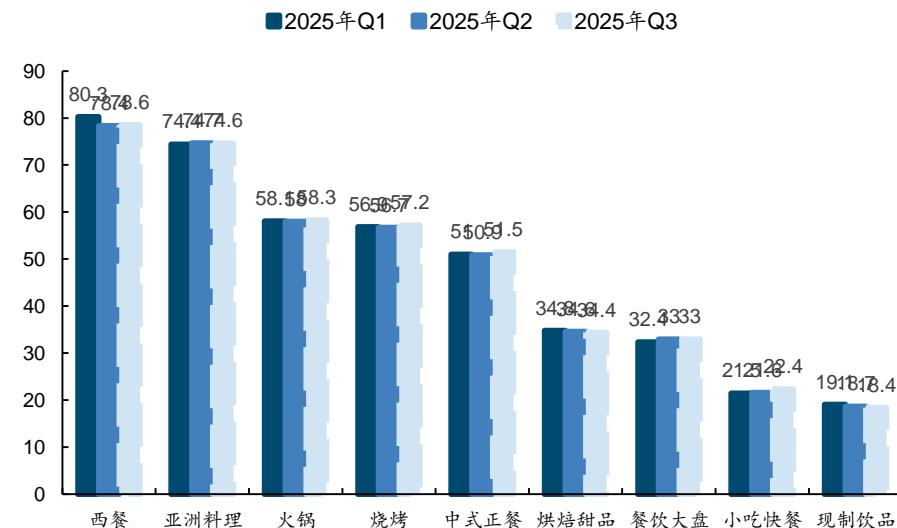
Q3各品类景气度均有所回落，客单价降低企稳回升

- 品类景气度：**根据红餐数据，2025年第三季度中式正餐、火锅、烧烤、小吃快餐、现制饮品五大餐饮赛道的景气指数均在波动中下降，于7月和8月持续上涨后在9月开始回落。其中，中式正餐赛道的景气指数环比下降13.4%至96.0；火锅赛道的景气指数环比下降15.7%至103.8；烧烤赛道的景气指数环比下降19.9%至82.6；小吃快餐赛道的景气指数环比下降12.7%至101.9；现制饮品赛道的景气指数环比下降17.1%至99.4。
- 客单价：**红餐大数据显示，截至2025年第三季度，餐饮大盘人均消费从第一季度的32.4元微涨至第三季度的33.0元。

图：2025年1-9月重点餐饮品类景气指数



图：2025年Q1-Q3 主要餐饮细分赛道人均消费情况表（单位：元）

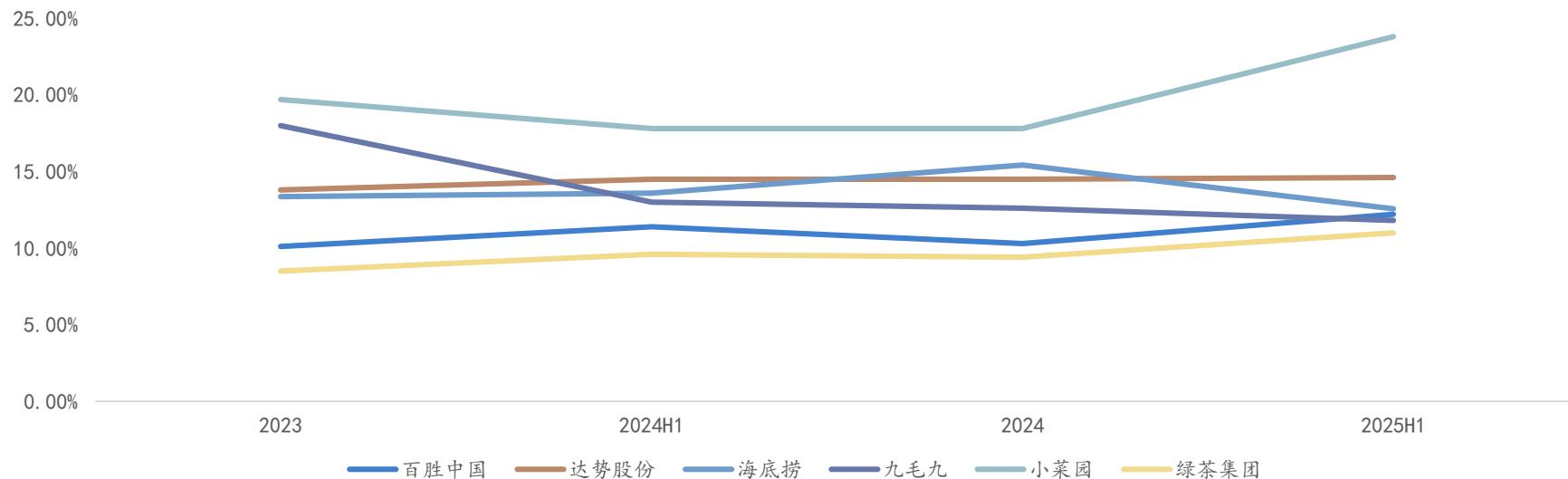




良好的单店模型可复制性强，看好单店模型优秀的龙头餐饮公司

- **单店模型的盈利能力与可复制性是支撑扩店的核心逻辑。凭借单店模型的持续优化，实现“门店扩张+盈利上行”的良性循环。**
- **单店盈利可通过两条路径实现突破：**其一，若同店销售额提升，可通过规模效应摊薄成本占比；其二，若同店销售额承压，可通过成本费用的精细化运营对冲。在此逻辑下，单店利润率上行时，扩店具备“天然合理性”；而当利润率小幅下行（降幅 < 5pct）时，只要能满足“新增门店利润 + 原有门店利润 > 原有利润”（即“1+1>1”），无论是直营体系还是加盟体系，扩店仍能驱动利润增量。

图：上市餐饮公司经营利润率变化情况



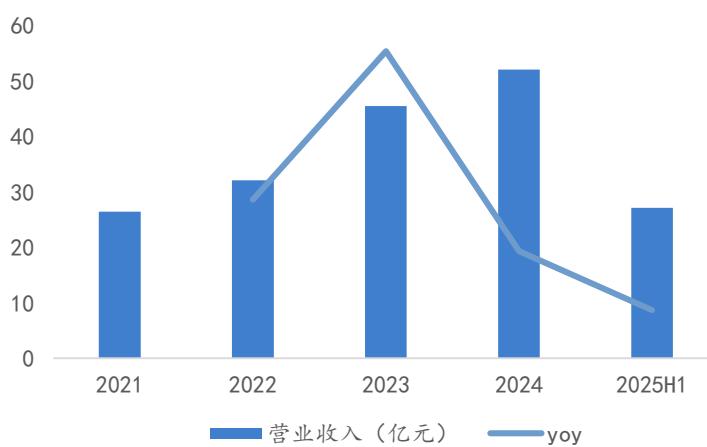


小菜园：高性价比餐饮龙头，扩店+提效带动业绩快速增长

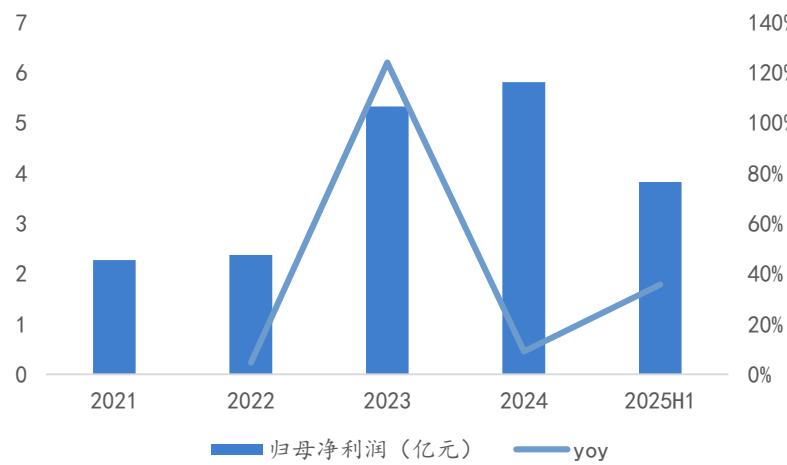


□ **小菜园：高性价比餐饮龙头，高成长动能持续释放。** 餐饮板块整体承压，小菜园凭高性价比优势率先修复。2025H1全国餐饮收入同比增长4.3%，增速同比下降3.6%。餐饮行业整体增速放缓的大环境下，小菜园率先实现业绩修复。2025H1，小菜园实现营业收入27.14亿元，同比增长6.5%；净利润达3.82亿元，同比大幅增长35.5%，营收与利润均跑赢行业平均水平。单店表现来看，小菜园同店销售额同比下滑7.2%，但从5月开始，24年菜品调价的影响基本结束，同店销售额开始回正，验证高性价比模式在行业承压背景下的需求韧性。小菜园既通过供应链优化维持70.5%高毛利率，又加速开店，“同店修复+规模扩张”持续兑现，是弱市下稀缺的成长标的。

图：小菜园历年营业收入及同比



图：小菜园历年归母净利润及同比

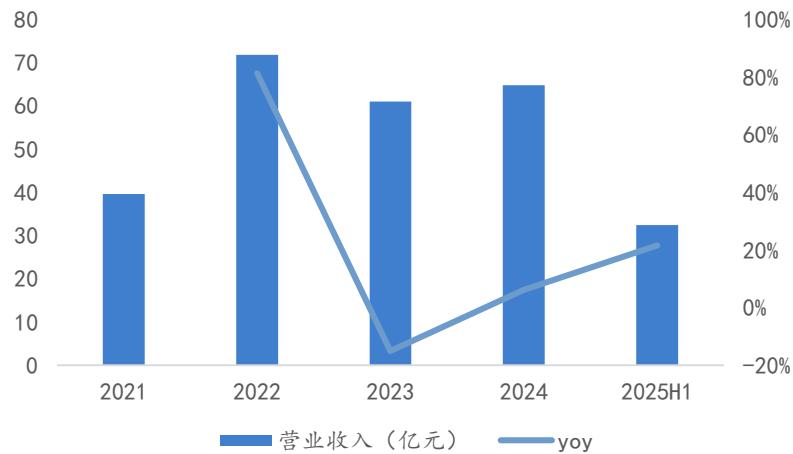




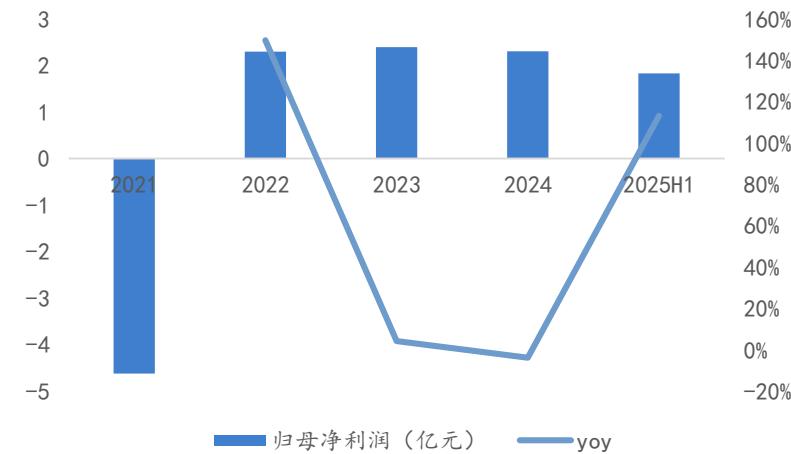
锅圈：在家吃饭餐食龙头，25H1快速增长，开店加速

□ **锅圈：在家吃饭餐食龙头，25H1快速增长。**25H1锅圈收入为32.4亿元，同比+21.6%；毛利为7.2亿元，同比+17.8%；归母净利润为1.8亿元，同比+112.8%。收入增长驱动：在营销、会员运营、推新SKU及产品组合上通过一系列联动举措带动单店营收提升；门店智慧化、无人化改造拉长营业时段，适应夜宵消费场景。利润增长驱动：产业端布局提升集团采购端议价能力，规模效应下费用率优化。存在优势：1) 布局下沉市场的乡镇门店，乡镇发展空间相对广阔且同类竞争对手较少，存在先发优势。2) 开店+提效推动业绩持续高增：公司25H1为开店淡季叠加部门地区门店调改，25H2公司拓店节奏将加速，强化龙头效应与规模效应，持续提升市占率。3) 高性价比套餐与品类拓展+抖音线上引流+无人零售经营时间延长+会员体系强化客户粘性，单店经营趋势向好。4) 采用“单品单厂”的策略不断强化产业链的控制力，持续深化产供销一体化协同效应，构建高效供应链的护城河。

图：锅圈历年营业收入及同比



图：锅圈历年归母净利润及同比

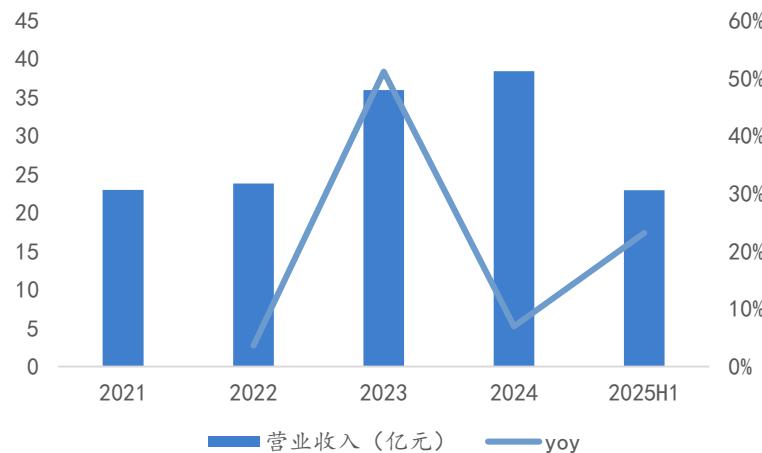




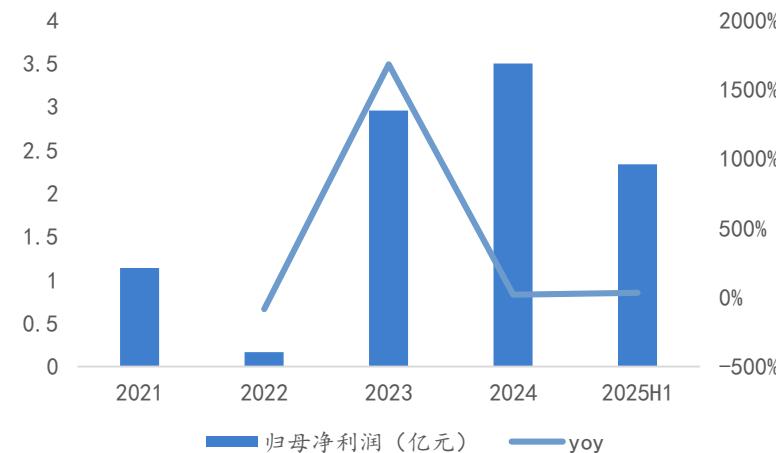
绿茶集团：25H1业绩快速增长，高成长性的高性价比中餐龙头

□ **绿茶集团：25H1业绩快速增长，高成长性的高性价比中餐龙头。** 25H1收入22.90亿元，同比+23.15%，归母净利润2.34亿元，同比+33.96%。25H1增长驱动力：1) 收入增长驱动主要来自于门店扩张。2) 利润增长驱动来自于门店扩张+门店层面盈利能力提升。推荐逻辑：1) 行业层面：符合当前性价比消费趋势+中餐标准化趋势。2) 成长性：门店扩张与经营提效并行，业绩有望持续保持高增长。公司开店空间广阔，且处于门店扩张期，门店层面盈利能力提升趋势明显，25H2同店经营数据有望持续改善，业绩增长确定性强。

图：绿茶集团历年营业收入及同比



图：绿茶集团历年归母净利润及同比





05

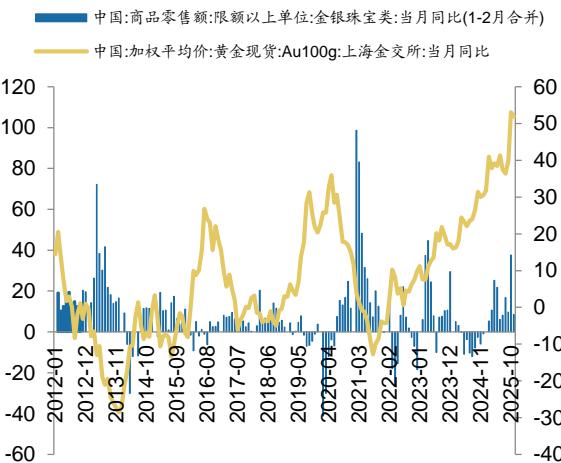
黄金珠宝：金价催化悦己消费持续，品牌转型加速



需求端：金价高位常态化，驱动悦己消费升级

- 美联储降息周期下黄金价格高景气表现或将延续，需求端“看涨”逻辑强化，黄金消费需求有望持续增长。短期内的金价持续上行可能抑制金饰需求释放，而当前金价上涨预期逐渐稳定，此前积压的婚庆送礼等刚需购买需求有望逐渐释放。据国家统计局数据，2025年1-5月全国金银珠宝社零同比增长12.3%，其中5月份同比增长21.8%，3-5月份黄金珠宝销售回暖显著。
- 从量价拆分角度来看，行业零售额增长主要由价格驱动，“价升量跌”趋势显著，产品溢价能力成为品牌核心竞争力。2025年Q1-Q3我国珠宝首饰黄金消费需求量分别同比-32%/-20%/-18%。

图：长期来看金银珠宝零售额增速与黄金价格增速呈一定反比关系，但长牛态势下存在追涨行为

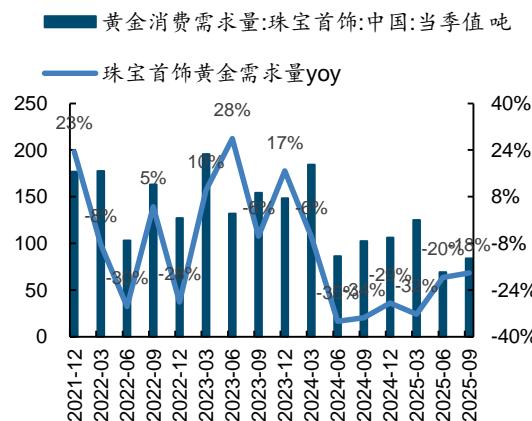


数据来源：国家统计局，iFind，国金证券研究所

图：2024年9月美联储开启降息周期，带动金价高位上涨



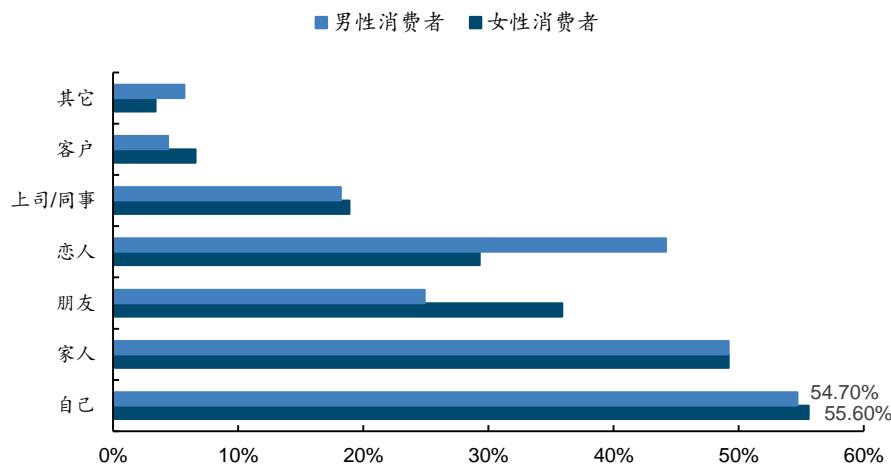
图：伴随金价上涨黄金消费需求量同比下降，整体呈价升量跌



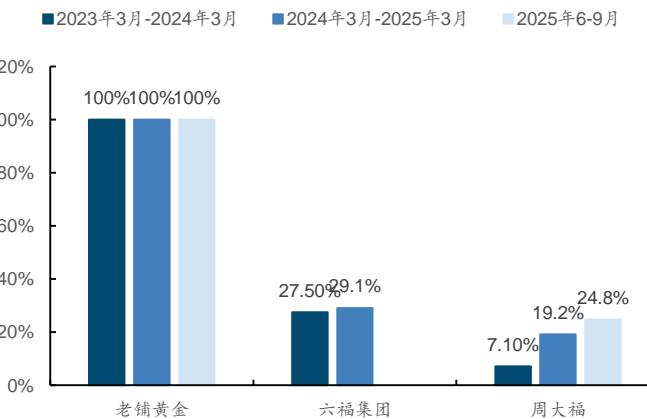
需求端：金价高位常态化，驱动悦己消费升级

- 悅己消費趨勢下，黃金飾品的情感價值超越功能刚需，優質設計及工藝的定價能力顯著提升，背後鎖定的是品牌效應。黃金飾品由克重計價向一口價轉變，本質是消費者從此前的為“功能滿足”付費，轉而向產品所帶來的“價值共鳴”付費，產品的工藝設計的價值得到越來越多的市場認可，而這種認可將逐步累積至品牌自身的消費者美譽度及信任度。
- 伴隨90及00後逐漸成為主力消費人群，悅己需求有望驅動一口價占比持續提升。根據艾媒諮詢2024年報告顯示，中國金銀珠寶消費者中，“為自己購買”的比例達到55.2%，除了老鋪黃金為100%一口價銷售外，六福集團和周大福的一口價產品營收占比分別為29.1%和24.8%，較24年均有提升。

图：2024年中国消费者饰品购买对象调查统计



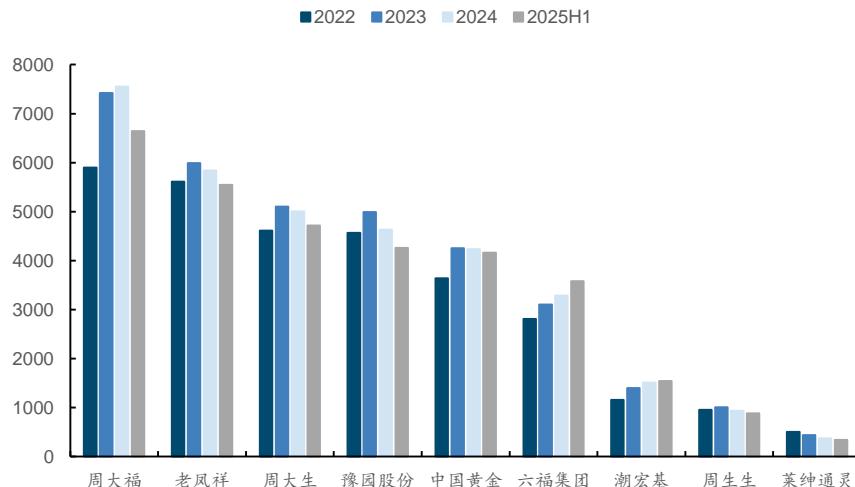
图：部分黄金珠宝品牌一口价占比情况



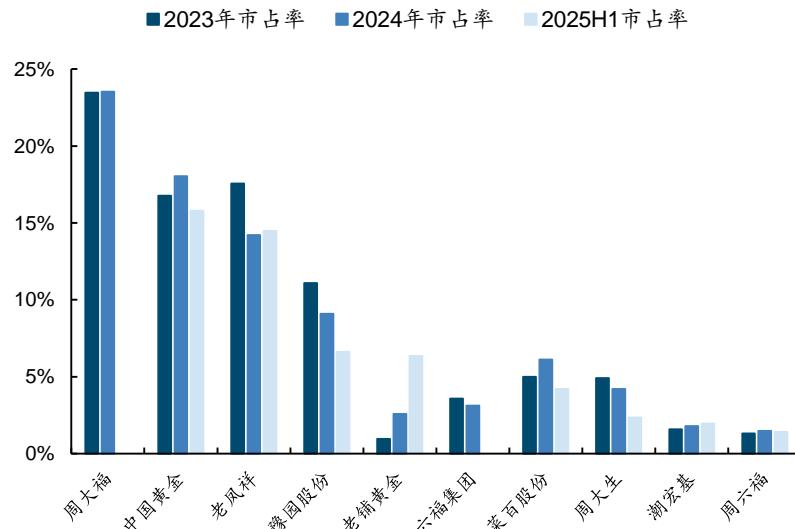
供给端：门店调整趋势持续，品牌转型加速

- **加盟模式下渠道拓店弹性更大。**对于加盟模式而言，订货会批发出货量同时受拓店数量与门店动销影响，渠道网点扩张为业绩业绩的核心驱动。
- **“价增量跌”态势下，行业门店调整或将持续，关注逆势拓店的公司，以及新消费带来的估值向上弹性。**从拓店角度来看，2026年渠道拓店逆势净增的公司有望出现更大的业绩弹性，同时2025年新开店也有望带来增量铺货贡献，且计件价黄金与投资金销售占比较高的黄金珠宝品牌有望呈现更优的业绩增速表现。

图：黄金珠宝公司门店数量对比



图：黄金珠宝公司市占率对比

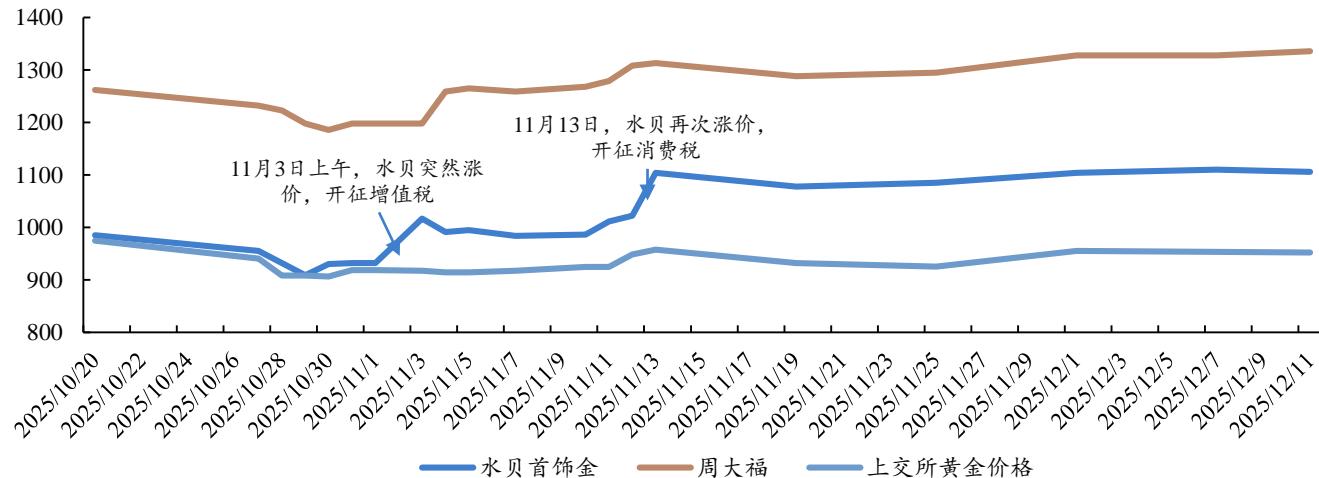


供给端：黄金税改监管加严，利好品牌市占率提升



- 2025年11月1日，财政部、国家税务总局联合发布《关于黄金有关税收政策的公告》，黄金首饰进项税扣除率从13%降低至6%。税改后黄金首饰每克普遍涨价6-8%。
- 黄金税改对非正规市场产生较大冲击。2024年，水贝黄金珠宝产业法人企业达7000家，年营业收入超1200亿元，占国内黄金珠宝批发市场份额的50%。税改后监管要求水贝商家必须缴税，水贝市场的价格优势被大幅削减。部分商家11月订单量比此前减少80%。

图：黄金税改前后，水贝市场金价变化显著大于品牌



数据来源：新京报，金价行情速递，深圳特区报，iFind，国金证券研究所

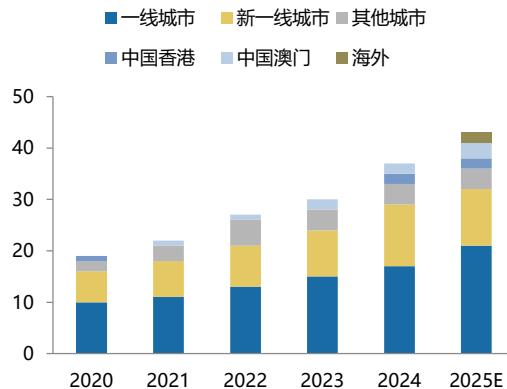


老铺黄金：涨价驱动下品牌调性夯实，高客运营空间较大



- 老铺黄金首创古法金，纯直营模式布局高端商圈。截至2025H1年公司共41家门店，这些门店全部位于具有严格准入要求的知名商业中心，包括SKP系（6家）和万象城系（11家）等。公司产品定位高净值客群，产品毛利高于同业，公司25H1毛利率达到38.1%，小幅下滑主要系调价慢于金价涨幅所致。2025年公司共三次上调价格，调价后短期“冷静期”后市场接受度较好，价格上调逐步夯实公司奢侈品调性。
- 老铺承接国际大牌流量转移，高客运营有望驱动同店增长持续。公司2026年计划持续优化选址、面积、产品及复购率提升店效，并设置大店高客茶室等区域，同时新增足金漆器等摆件类高客单新品，有望带动同店增长。2025H1年公司平均店效达2.8亿元，公司长期计划单店店效达到5-10亿元。
- 海外拓展开启，品牌势能进一步对标奢侈品。2025年6月公司在新加坡滨海湾金沙购物中心开设首家海外门店，与爱马仕、香奈儿等奢侈品牌同区位竞争。下一家海外门店或将在日本开业，同时公司长期规划在东南亚开设5家门店，逐步拓展至中东、欧美市场。

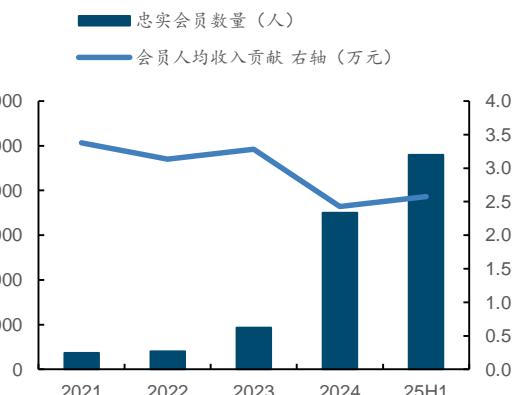
图：老铺黄金门店分布数量



图：老铺黄金门店年度店效快速提升



图：公司仍处于快速拓圈阶段，高客运营空间较大

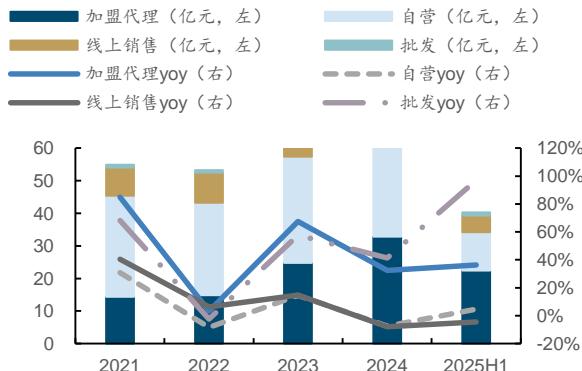


潮宏基：新品快速迭代驱动终端高增，拓店有望持续



- 公司连续多年研发投入领先行业，早期K金成熟的潮流设计体系复用，赋予黄金频率优秀的设计迭代能力。2024年公司80-00后客群占比高达85%，核心客群契合悦己消费趋势。根据电商数据，公司一口价产品较黄金市场价溢价率高达116%，克重类产品工费高达85-433元/克，充分验证市场认可度。
- 加盟商赚钱效应显著，华中、华北开店拓展空间广阔。截至25H1公司门店数达1542家，其中华东674家，根据久谦数据年度平均店效约732万元，测算经营利润率约10%左右。华北、华中等区域开店密度较低、平均店效较高，对标华东仍有较大增长潜力。
- 公司2025年三季度收入同比增长49.52%，归母净利润0.14亿元，补回商誉减值后为1.57亿元，同比高速增长81.54%。我们预计2025-2027年公现营业收入分别为82.20/102.74/119.51亿元，归母净利润分别为4.69/6.56/8.06亿元，高成长性有望持续消化估值。

图：加盟代理业务成为营收增长主力军



图：素金溢价能力验证品牌的市场认可度

系列名	产品名	售价 (元)	克重 (克)	克工费 (元/克)
圆满	双层足金项链	18549	12.65	161
非遗花丝	浪潮 足金戒指	8111	5	317
	云起 足金钻石手镯	26760	18.25	161
	梵华 金刚杵足金项链	32028	22.25	134
		51780	36.25	123
臻金	黄财神 足金手链	32862	23.35	102
	八瑞 足金项链	40145	23.1	433
	十二颜 足金戒指	4950	3.45	130
	五帝钱 足金手链	2918	2.1	85
故宫	乾坤 宝瓶足金项链	43062	25.7	371

图：截至24年底公司各区域门店密度及店效对比

大区	潮宏基门店密度 (百万人/家)	店效 (万元/年)	坪效 (万元/平方米)
华东	1.87	744.9	8.5
东北	1.32	540.6	6.3
华北	1.07	855.1	10.0
西北	0.91	-	-
华中	0.67	748.3	7.7
西南	0.47	727.5	6.9
华南	0.36	436.8	3.8

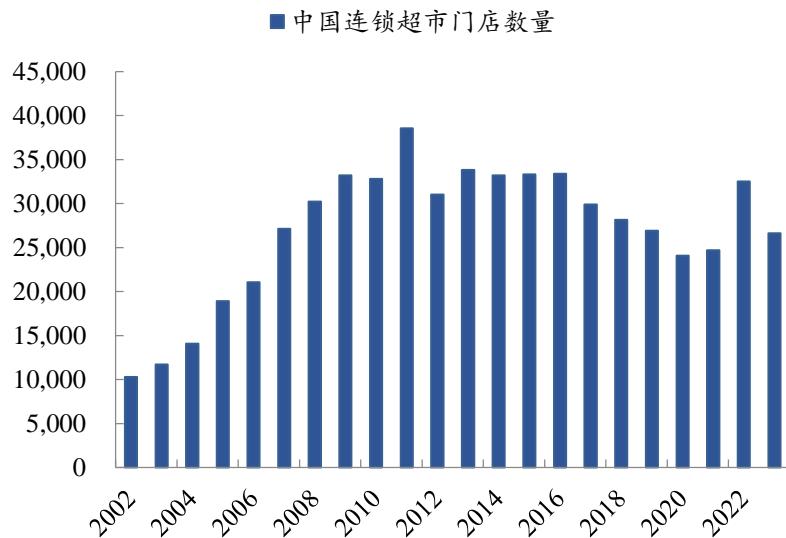


06

商超百货专业零售：关注具备变革属性的 α 机会

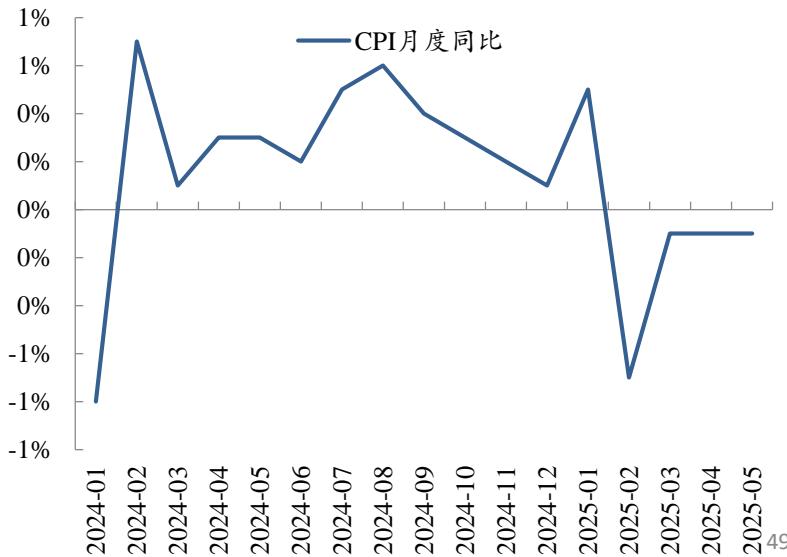
经济调整期往往是商超出现新变化，新机会的时期，美国日本均是如此。中国商超行业自从2015年后一直持续下行，超市门店数量不断减少，近1-2年由于经济进入调整期，居民收入预期下降，消费动力不足，整体对于商超的性价比需求显著提升，商超开始主动寻求商业模式变革，从而提供更具竞争力的商品和服务。美国商超变革从1970s开始，日本商超变革从1990s开始，均是在经济步入调整期发生的变化。

图表：中国连锁超市门店数量已经历10年的下滑



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表：2025年至今CPI呈现不断下滑态势



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。

图表：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：目前市场对调改商超分歧较大，在高负债影响下静态估值偏高



1) 目前中国调改商超的市场预期整体分歧较大

调改处于初期，对于未来门店日销的天花板和稳定的利润率没有一致预期

零售商的成长刚刚开始，对于未来零售商的进攻性没有一致预期

零售商的经营特点导致门店业绩方差较大，跟踪难度较高，也增加了预测的难度

2) 目前中国调改商超由于前期经营困难积累下来的高负债，使得估值看起来偏高

市场给估值时基本不考虑财务费用，直接通过调改店算盈利给估值：市场上目前对于商超的估值，整体都是直接按照预期门店数量和门店盈利直接给估值

历史经营困难带来的高负债高利息，使得估值水平看起来较高，但实际上高负债状态不可持续：以步步高和永辉超市为例，由于账面的财务费用绝对值较高，因此从净利润估值和从EBIT角度估值，结果差异很大。事实上和美日成熟零售商相比，国内调改商超的负债率还处在非常态化水平。

图表：中国主要调改型商超的盈利预期（均为ifind一致预期）

代码	公司	市值(亿)	归母净利润(亿)					PE	
			2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
002251.SZ	步步高	158.10	12.12	2.57	4.20	6.13	61.55	37.62	25.81
603708.SH	家家悦	67.66	1.32	1.85	2.27	2.57	36.48	29.87	26.29
600729.SH	重庆百货	120.43	13.15	13.98	14.86	15.75	8.61	8.10	7.65
601933.SH	永辉超市	451.03	-14.65	-4.99	6.17	12.43	-90.41	73.15	36.28
代码	公司	市值(亿)	息税前利润(亿元)					市值/EBIT	
			2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
002251.SZ	步步高	158.10	2.01	4.19	7.08	9.27	37.73	22.35	17.05
603708.SH	家家悦	67.66	2.53	4.37	4.50	5.05	15.48	15.04	13.40
600729.SH	重庆百货	120.43	0.55	14.61	15.44	16.22	8.24	7.80	7.43
601933.SH	永辉超市	451.03	11.38						

来源：ifind，国金证券研究所整理

商超：调改商超整体经历明显回调，进入“业绩兑现阶段”



1) 目前已从前期的“线性外推炒终局”进入“业绩兑现期”

前几波调改商超行情主要是简单业绩的线性外推，随着调改店业绩的下滑股价最终迎来回落

目前调改商超进入业绩兑现期，真实业绩的释放决定市值的变化

2) 股价回调时间较久，市值底逐步出现，但催化因素还未发生

市值底逐步出现：股价多次触碰的底部隐含了市场的中性预期，按照目前的门店调改水平计价，数量扩张预期整体很低

催化因素还未出现：日销和利润率的提升是核心催化因素，调改动作继续深入进行，但终端数据改善不会短期体现，因此市场分歧明显

图表：步步高股价变化 (元)



图表：永辉超市股价变化 (元)

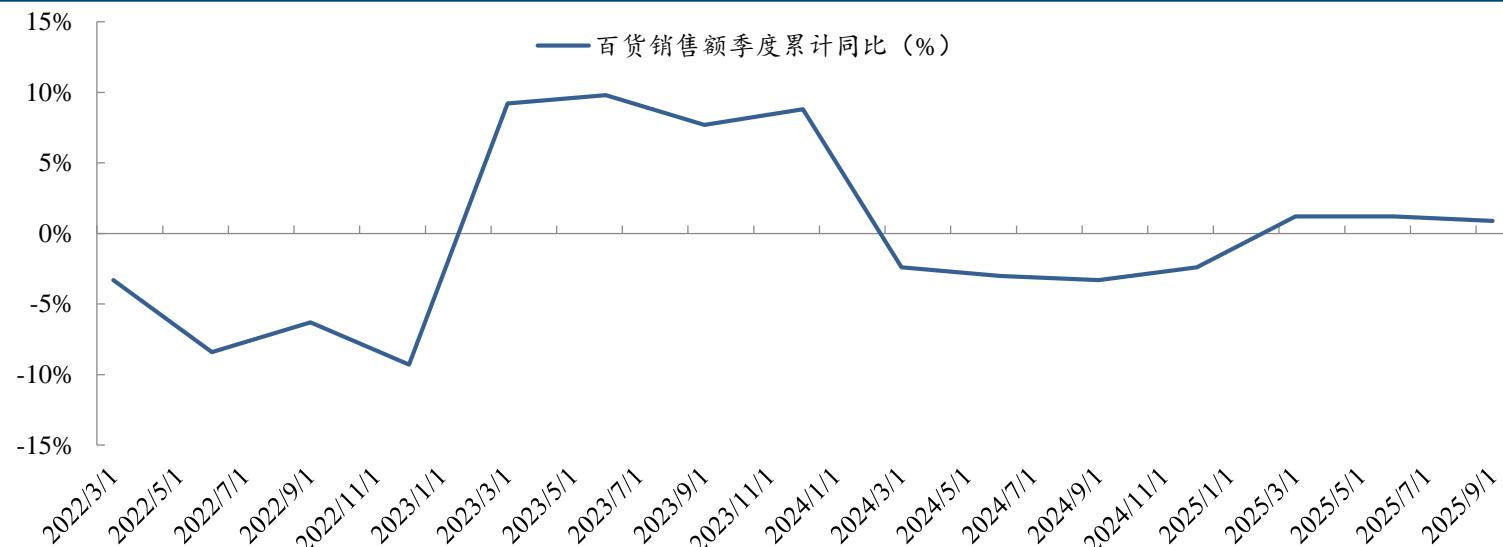


图表：汇嘉时代股价变化 (元)



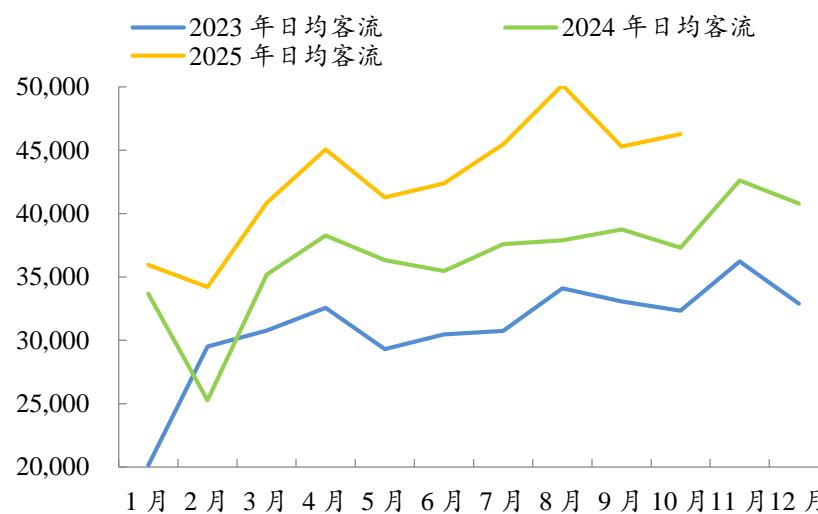
在当前的宏观环境之下，百货业态整体发展承压。由于消费者需求端的承压，购买力不足影响了消费者前往百货购物的欲望和行为，同时由于老龄化率的上升，也对消费者整体的购买欲望产生一定影响。在这样综合的背景之下，国内百货销售额增速只维持在低个位数的增长，截止最新发布的三季度限额以上百货销售额来看，季度累计同比仅为0.9%。

图表：百货销售额季度累计同比（%）

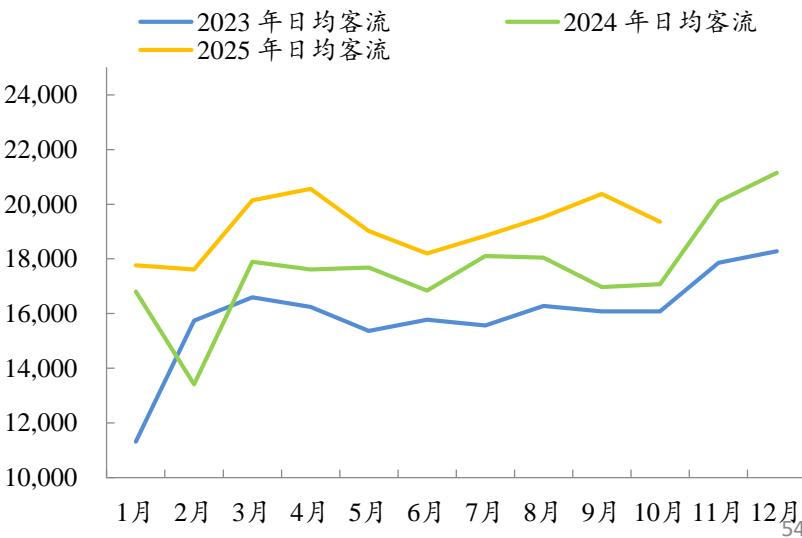


尽管整体百货行业承压，但核心地区的核心百货业态表现良好。以2大高端商场，北京SKP和上海恒隆为例，两大商场2025年前10个月的客流量均超过了过去2年，且同比增速均在15%以上。我们认为线下购物的需求本身是一种刚需，而过去几年尾部百货和购物中心业态的凋敝，将更多的客流量导入到了当地的核心购物中心当中；此外在当前结构性的经济发展过程中，高端人群的消费力有望率先恢复，这进一步推动了核心百货和购物中心的业绩。

图表：北京SKP商场月度客流量 (人)



图表：上海恒隆商场月度客流量 (人)



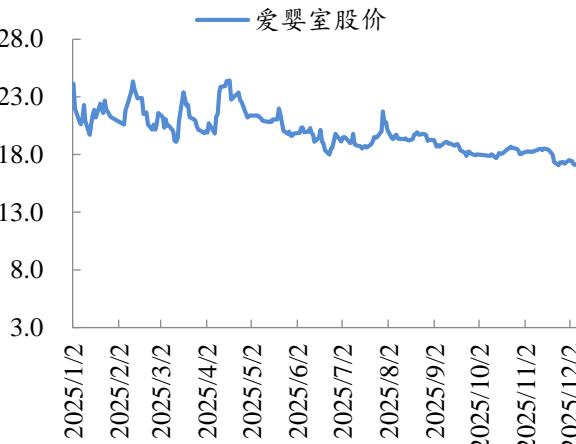
我们认为目前阶段影响专业型零售成长性的核心是赛道本身的成长性差异。国内各大专业型零售公司瞄准不同的细分零售赛道，其中部分赛道如母婴由于老龄化率的提升，出生率的下降对于行业本身的成长性构成压力，因此以爱婴室为代表的传统母婴零售公司开始探索更多具备成长韧性的方向，如：爱婴室同万代南梦宫合作在全国开设IP谷子店，从而抓住这一具备更高成长韧性的细分零售赛道；博士眼镜尝试拓展AI眼镜方向，从而搭上AI发展的快车道，为业务提供第二成长曲线。

渠道是否具备稀缺性是决定公司能否保持竞争力的核心。对于专业型零售商来说，本身渠道是否具备稀缺性（或者说在消费者建立的心智地位）是决定专业型零售商核心竞争力和护城河的关键。

图表：孩子王股价变化（元）



图表：爱婴室股价变化（元）



图表：博士眼镜股价变化（元）





07

跨境电商&品牌出海：关注美国降息催化后地产链消费弹性



需求端：美国性价比消费韧性持续，线上化率持续提升



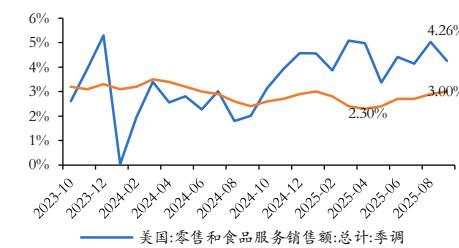
口 通胀相对稳定，叠加降息催化，可选品类增速出现回暖迹象。2025年以来通胀回落至低位同比增速相对稳定在2-3%，这一阶段通胀环境下培育的线上消费习惯持续释放效能，消费者对无店铺零售的便捷性、选品丰富性形成依赖。同时，服装配饰这类低价位可选品类优先回暖，居家家装、建材园林、汽车及零部件等高价位可选回暖趋势缓慢，但弹性更大。

图：美国疫后分品类零售同比增速（%）

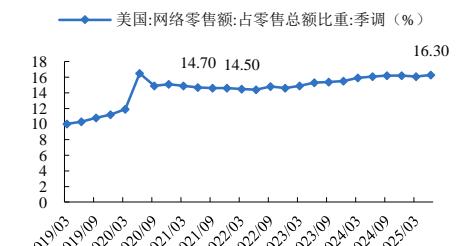
总计 (不包括机 动车辆及零 部件店)	零售和食品 服务销售额:		机动车 辆及零 部件店		汽车及 动车辆		家具和 家用装 饰店		电子和 家用电器 店		建材、 园林设 备及物 料店		食品和 饮料店		食品杂 货店		保健和 个人护理 店		加油站		服装及 服饰店		运动爱 好、书 及音乐 商店		日用品 商场		杂货店零 售业		无店铺零 售业 (电 子购物、 邮购等)		消费趋势	
	零售额	服务销售额	辆及零 部件店	动车辆	其他机 动车辆	店	家具	家用装 饰店	电子	家用电器 店	建材	园林设 备及物 料店	食品	饮料店	杂货	货店	保健	个人护理 店	加油站	服装	服饰	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)	杂货店零 售业	无店铺零 售业 (电 子购物、 邮购等)				
	总计	总计	总计	总计	总计	总计	总计	总计	总计	总计	总计	总计	总计	总计	总计	总计	总计	总计	总计	总计	总计	总计	总计	总计	总计	总计	总计	总计	总计			
通胀 +低基数 下回暖	2025-09	4.3	4.1	5.1	5.5	1.2	6.3	-2.4	2.7	3.1	5.6	3.1	6.7	-0.2	1.6	8.2	6.0															
	2025-08	5.0	4.9	5.7	6.1	1.9	3.0	-2.0	3.4	3.6	6.6	-0.6	9.1	4.5	2.4	7.8	9.2															
	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	通胀回落，线上														
	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	增速韧性持续；														
	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	可选耐用用品展现														
	2025-04	5.0	4.1	8.7	9.2	7.4	-0.3	2.3	2.7	2.9	8.7	-6.7	4.4	0.5	2.6	3.7	8.4	增速弹性；														
	2025-03	5.1	4.2	8.7	9.1	8.7	2.5	1.0	3.4	3.5	9.4	-4.9	7.1	3.0	2.8	7.7	6.6	汽车、家具、服														
	2025-02	3.9	4.3	2.2	2.1	6.9	-3.0	-0.9	4.0	4.3	7.8	-0.3	2.2	-3.9	2.8	8.0	10.0	装等增速转正														
	2025-01	4.6	4.4	5.4	5.8	5.5	-3.1	1.0	3.8	4.0	4.6	2.0	3.5	-2.0	4.0	7.3	7.9															
	2024-12	4.6	3.7	8.3	8.7	9.0	5.4	-0.1	3.5	3.5	4.7	-1.1	2.8	1.9	2.7	6.1	7.4															
消费能力 显着承压 下回暖	2024-11	3.9	3.1	7.3	7.8	2.5	1.9	2.5	2.2	2.1	2.5	-4.2	2.9	-3.3	2.7	0.2	8.4															
	2024-10	3.1	3.0	3.5	3.8	2.4	-2.1	2.8	2.7	2.7	2.5	-7.7	3.7	-2.5	2.9	5.2	7.9	消费降级+口红														
	2024-09	2.0	2.5	-0.2	-0.4	2.9	-5.6	1.3	2.5	2.4	6.7	-10.9	2.2	-2.1	2.8	7.2	7.4	效应；														
	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	保健个护、日用														
	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	杂货、线上零售														
	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	增速韧性凸显														
	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															
	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															
	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	必选消费重回高														
收入增速 放缓 +通胀加速 放缓	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	位，涉及；														
	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	加油站、食品饮														
	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	料、杂货、日用														
	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	可选消费高基数														
	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															
	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	可选消费高基数														
	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	放缓														
	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															

数据来源：iFind, 国金证券研究所

图：美国零售销售额与CPI同比增速



图：美国线上零售渗透率持续提升

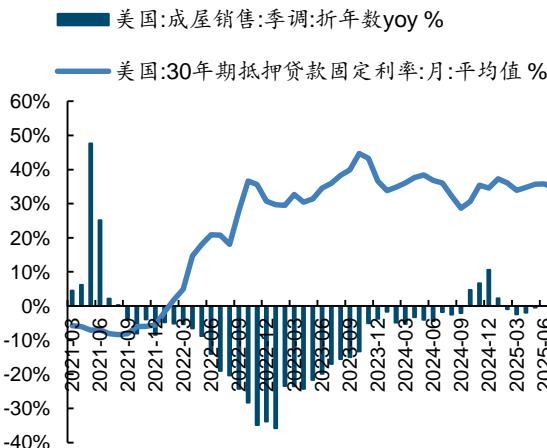




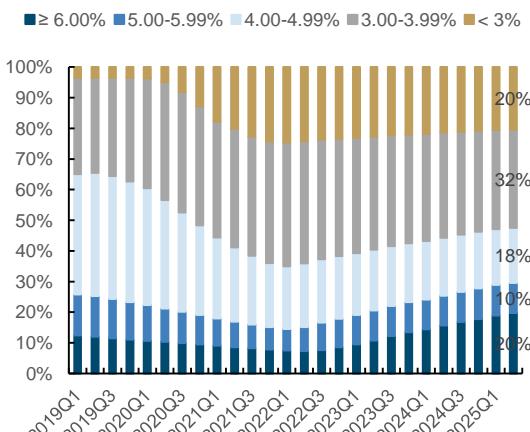
需求端：关注降息门槛效应下，耐用品出海向上弹性

- 2026年降息有望持续，贷款利率向下突破门槛后有望撬动更多成屋交易需求。美联储12月份议息会议宣布降息25个基点，把联邦基金利率区间从4%-3.75%降至3.75%-3.5%；根据CME美联储观察统计，截至12月18日预计1月份美联储降息25个基点的概率为26.6%，至3月份至少降息25个基点的概率为55%。当前美国30年抵押贷款利率为6.25%，而当前美国存量按揭贷款仅有20%超过6%。
- 美国耐用品消费与成屋销售存在一定同步性，弹性方面 OPE五金工具>家具>家电。复盘2007年以来美国耐用品消费与成屋交易增速，呈现较为显著的正相关属性，耐用品消费的增速对成屋交易存在1年以内的滞后情况，其中OPE及工具的向上弹性最为显著。

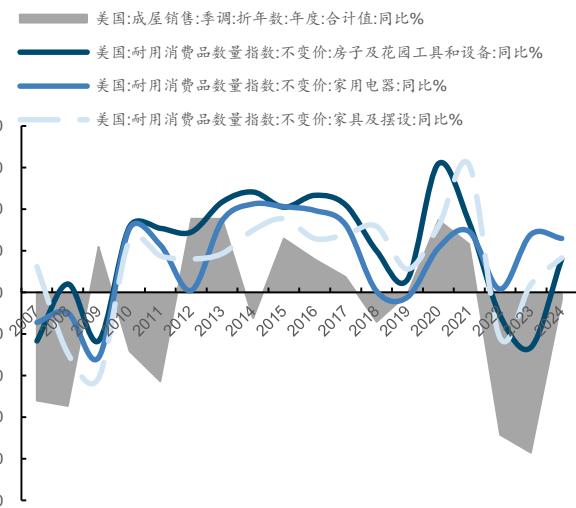
图：25年9月以来美国成屋销售套数同比增速回暖



图：美国存量按揭贷款不同利率的金额占比



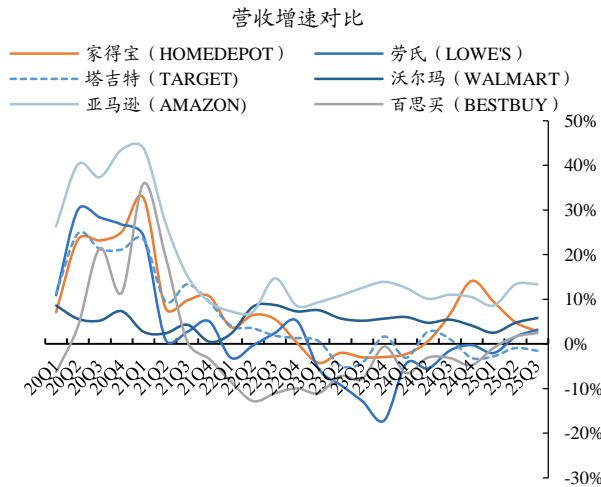
图：美国耐用品消费增速与成屋销售增速存在正相关关系



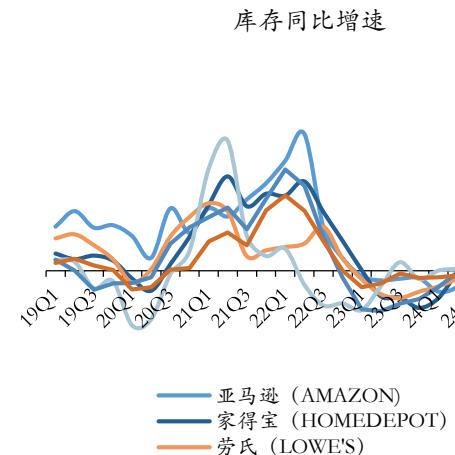
渠道端：渠道库存健康，关注先发补库品类

- “抢出口”库存消化，KA渠道库存维持健康水位。2024H2以来美国线下KA去库成效显著，但受关税政策波动威胁，线下渠道出现“抢出口”补库存现象，家得宝、劳氏、Costco等渠道24Q4-25Q1库销比短期环比向上，截至25Q3备货库存已显著消化，三季度库销比恢复至往年常态偏低水平。
- 整体来看，2025H2年伴随通胀回落及降息重启，线下可选商增速拐点显现，其中百思买、劳氏等可选渠道表现显著，同时当前库存水平健康，建议关注终端回暖趋势带动的补库订单转好。

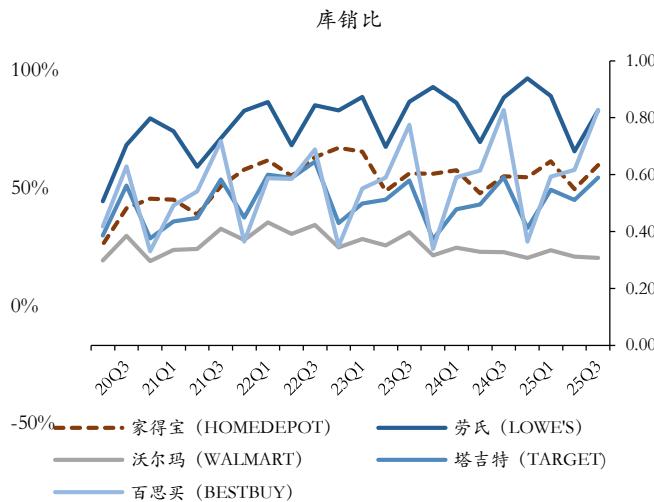
图：美国零售商收入增速转正



图：美国零售商库存去化，但当前仍未出现明显补库



图：美国各大零售商库销比变化情况

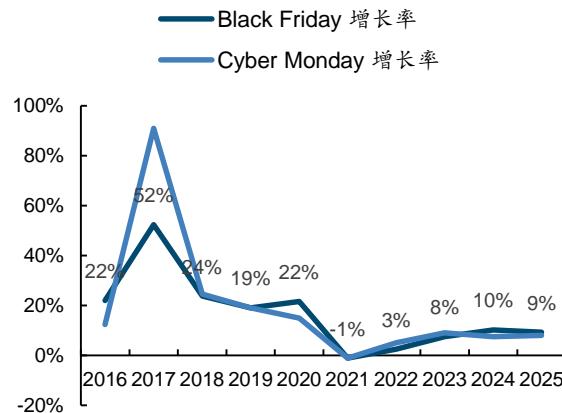




供给端：线上竞争加剧，线下集中度提升

- 关税政策波动有望放缓，线下KA的供应链安全要求下，产能转移领先的公司市占率提升逻辑有望持续。根据2025年5月12日发布的《中美日内瓦经贸会谈联合声明》，美国对华对等关税中的91%取消，24%暂停，保留基准10%及两次芬太尼10%关税，叠加此前的301关税，当前对华消费品关税水平约40%。
- 美国线上零售维持高单位数常态化增速，但性价比赛道整体呈竞争加剧态势，强产品力的公司有望具备更强业绩韧性。根据Marketplaces数据，中国卖家因成本较低而支付较低的关税，而许多卖家则通过“灰清”等方式支付更少的关税，美国零售商在合法经营的同时，却对较高的批发价格支付更高的关税，截至2025年1月亚马逊BS卖家榜单中中国卖家占比已经提升至50%以上，创历史新高。

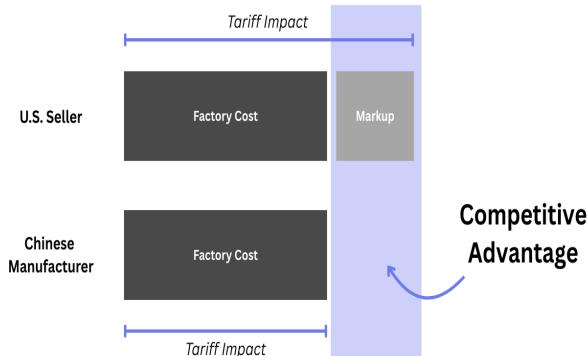
图：2025年黑五网一线上增速持续



图：亚马逊BestSellers中国卖家占比已提升至50%以上



图：执法漏洞导致不同主体实际关税成本差异较大

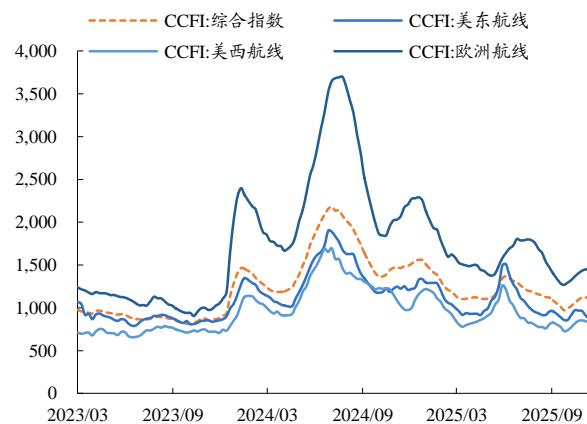




成本端：海运费相对稳定，原材料价格小幅上扬

- 出口链公司成本端因素利好有望持续：
- 海运：2025年以来海运费持续下降，当前已基本回归至常态水平（欧洲航线受局部冲突影响），跨境出海公司成本端同比有望持续优化。
- 原材料：大宗产品价格维持低位，四季度锂电池成本有小幅提升，或驱动2026年3C类产品涨价趋势。
- 汇率：上半年关税扰动导致美元贬值，但国内降准降息趋势下整体汇率维稳；同时欧元避险属性增强，欧元走强有望带动对欧洲出口毛利率利好。

图：CCFI集装箱航运指数



图：相关成本价格指数



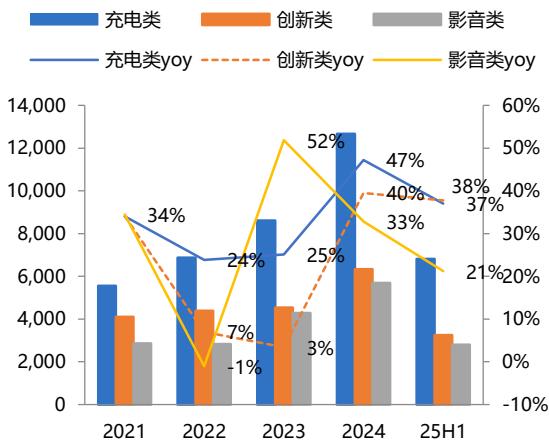
图：美元、欧元兑人民币汇率维持高位



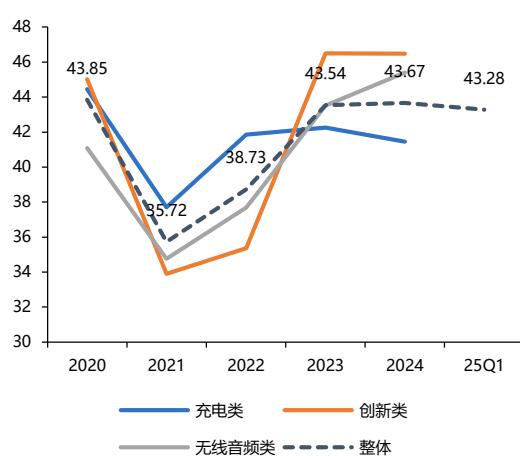
安克创新：多品类增长驱动持续，期待戴维斯双击

- 公司下半年受召回及美国政府停摆短期影响，26年增长驱动持续，叠加UV打印新品上量，建议关注当前回调机会。公司2025Q3收入增速19.9%，归母净利润增速27.8%，扣非增速-2.9%，预计主要系充电宝召回导致缺货及投流不足的短期影响，叠加公司研发及营销费用投入持续，以及关税备货导致的额外支出进而导致扣非净利润增速下滑。展望2026年，公司小充品类受手机迭代催化持续、储能品类渗透率提升持续，安防、扫地机打印等智能创新品类有望结合AI功能持续迭代，UV打印机众筹金额达4600万美元，增长动能充足，业绩拐点有望带动戴维斯双击。
- 关税压力下毛利率维持稳定：1) 供应链转移：截至2025年9月公司对美产品已有2/3转移至海外出货。2) 涨价（推新卖贵）：对比其它出海品牌，安克的溢价能力更高，对比欧美品牌仍有较大性价比优势，涨价能力可观。

图：安克创新分品类收入及同比增速（百万元）



图：2025年安克创新分品类毛利率维持稳定（%）

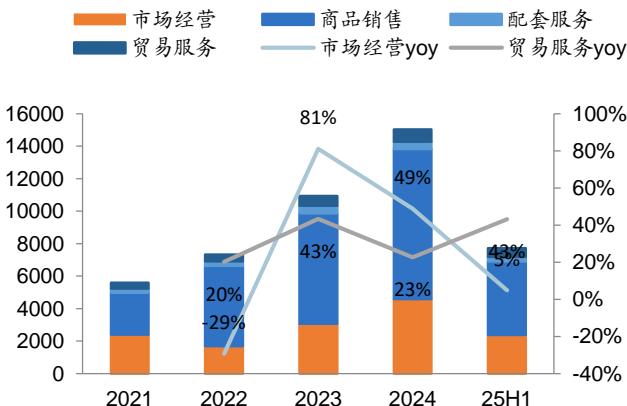


小商品城：出口alpha持续+进口增量期权，增长驱动充足



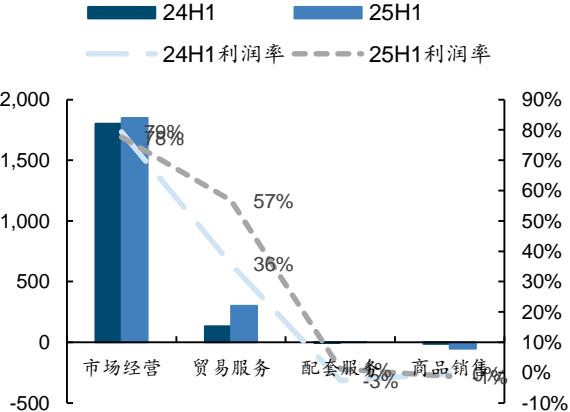
- 业绩增量展望：**新市场扩容驱动，全球数贸中心2025年10月开业，设有5000余个27平米标准商位，已入驻商户涉及时尚珠宝、智能装备等新兴行业，叠加存量市场租金动态上浮，市场经营业务进入扩张期。
- 数字贸易爆发：**Chinagoods平台GMV持续高增，AI工具提升商户订单转化率，叠加新市场开业驱动，AI功能付费有望超预期；跨境支付（Yiwu Pay）加速渗透，2025年1至9月已实现交易额突破270亿元，同比增长超过35%，义支付已于三季度正式开展市场采购贸易结算服务试点，后续增长驱动充足。
- 进口业务潜力：**政策支持进口创新试点，公司作为进口贸易试点单位，供应链金融及物流服务将贡献新增量。
- 推荐逻辑：**主业盈利稳定性强，新业务溢价数字贸易（支付、物流、数据要素）及全球数贸中心项目打开长期空间，叠加政策红利加持，平台生态壁垒有望持续强化，估值中枢有望上移。

图：小商品城分业务收入拆分及增速预期（百万元）

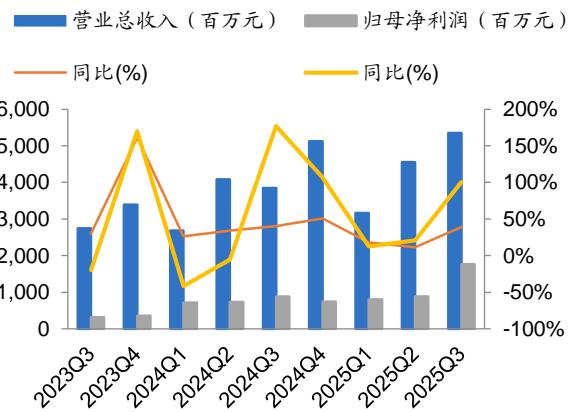


数据来源：iFind, 公司公告, 国金证券研究所

图：小商品城分业务利润贡献及利润率（百万元）



图：小商品城单季度收入及利润情况（百万元）





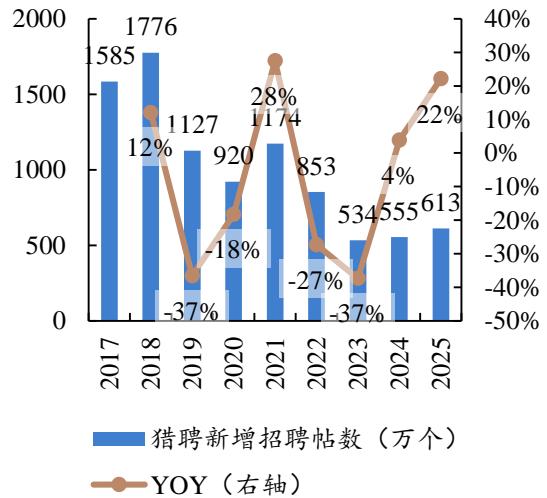
08

教育：持续关注AI+落地方向

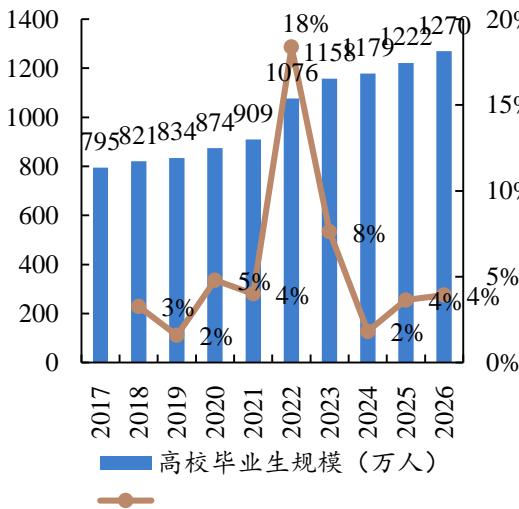
市场化机会数量处于低位，中期人才供给压力持续

- 从岗位供给看，招工意愿下降使得2019-2023年市场化就业机会持续缩减。根据萝卜投研数据，2023年猎聘新增招聘帖数为534万个，仅有2018年的30.1%。2024、2025年虽招聘情况略所回暖，但处于较低水平。
- 从岗位需求看，2017-2026年高校毕业生规模以5.3%CAGR持续增长，中期需求侧压力将延续。根据《少子化趋势下2024—2050年高等教育生源供需预测与危机预警》的研究，2030年预计高校生源供给到达峰值。
- 供需失衡令就业市场承压显著。2022年高校毕业生规模同增18%，而公共就业人才服务机构登记毕业生人数同增57%。

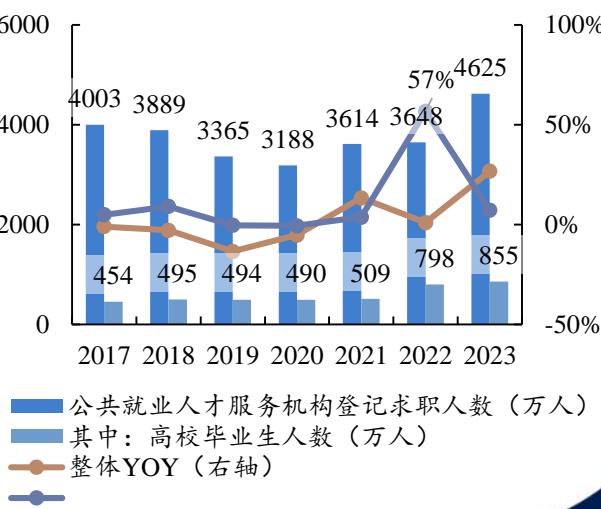
图：2019年起，中国人才招聘需求持续萎靡



图：我国高校毕业生规模在最近十年持续增长



图：登记求职人数增长侧面验证对岗位需求处于高位

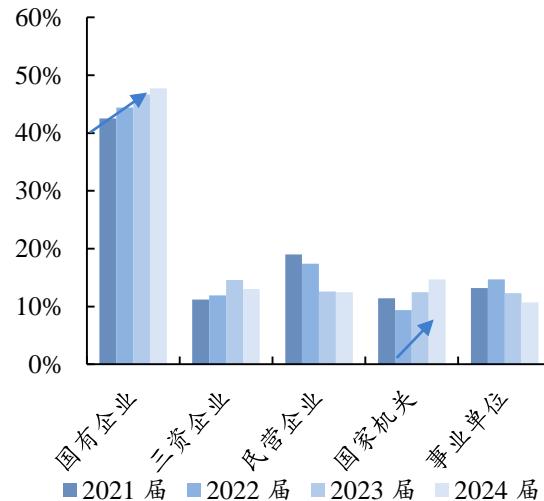


考公考编成为趋势，竞争强度逐年提升

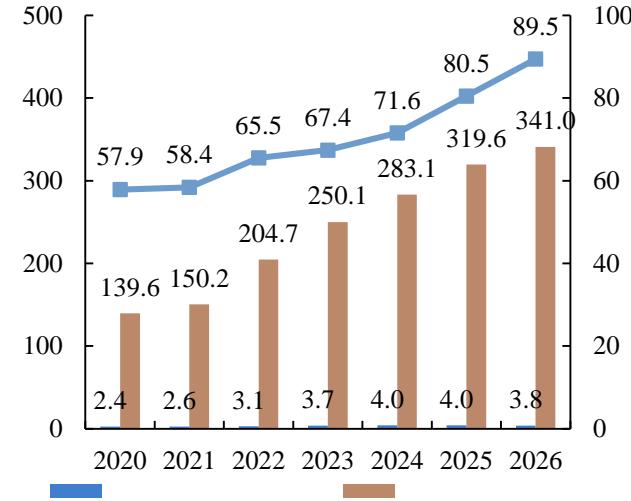


- **公务员、央国企等稳定的职业选择更受青睐。**根据智联招聘发布的《大学生就业力调研报告》，期望进入国家机关的学生比例从2022届的9.4%上升至2024年的14.7%。而期望进入民营企业的比例从约25.1%下降至12.5%。2020年起，报考国家公务员考试人数逐年增加，且竞争愈发激烈。根据2025年11月数据，2026年国考报名人数为341万人，是2020年的2.44倍，平均90个人竞争一个岗位，录取机会仅为1.1%。
- 我们认为中期（5-10年）公考人群增加确定性较高。①学生人数增加：高校生源供给在2026年前仍是上升趋势；②考研分流：全国考研报名人数不断下降，从2023年的474万人下降至2026年的388万人；③市场化就业不稳定，希望进入体制的人群占比提升。

图：2022年起应届生开始倾向选择国家机关/国企



图：国家公务员考试人数逐年增加，竞争日益激烈



图：高校生源高供给或将延续至2034年

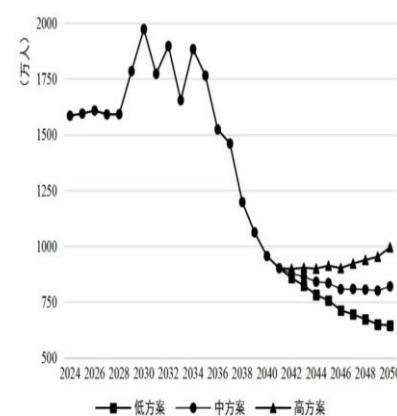
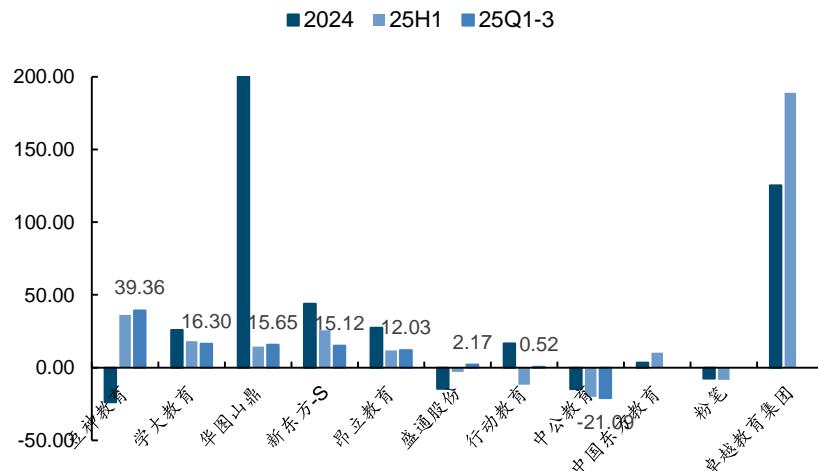


图2 2024—2050年高等教育生源的供给趋势

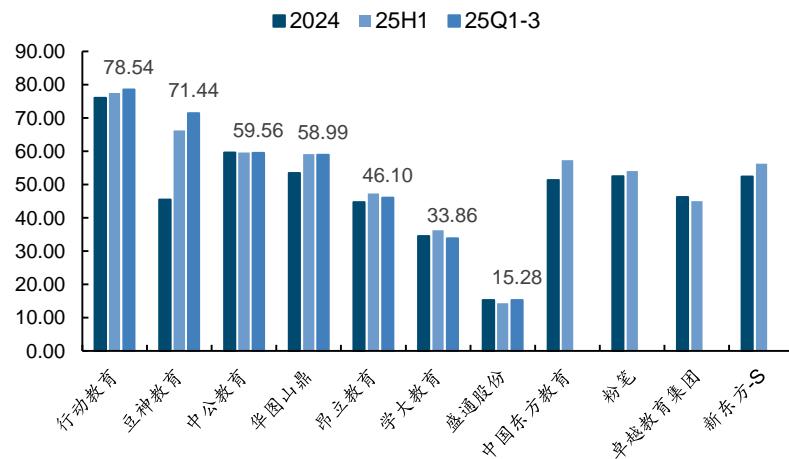
公司业绩表现分化，关注AI结合Alpha标的

- 整体来看，行业公司业绩表现存在分化，职业教育、素质教育等细分赛道的需求复苏更为显著，支撑优质标增长。
- 建议聚焦业绩稳健且AI应用落地明确的标的：优先选择营收增速领先、毛利率稳定，同时在AI教育（如智能教学、数字化管理）领域布局扎实的头部或特色教育企业，把握技术赋能下的超额收益机会，建议关注豆神教育。

图：教育板块重点上市公司营收同比增速



图：教育板块重点上市公司毛利率变化





09 风险提示

风险提示

- 宏观经济复苏不及预期：终端消费需求疲软，或拖累业务营收增长。
- 国际关税政策大幅变更：增加出口成本或受限，冲击海外业务布局。
- 汇率大幅波动：影响进出口业务成本，削弱盈利稳定性。
- 行业竞争加剧：若新加入竞争者超预期，市场份额争夺激烈，可能压缩盈利空间。

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形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。

获取更多研究服务，欢迎访问国金研究小程序



最新研报

会议路演

研究专题

