



商贸零售行业研究

买入（维持评级）
行业周报
证券研究报告

国金证券研究所

分析师：赵中平（执业 S1130524050003） 分析师：于健（执业 S1130525070012） 分析师：许孟婕（执业 S1130522080003）
zhaozhongping@gjzq.com.cn yu_j@gjzq.com.cn xumengjie@gjzq.com.cn

分析师：谷亦清（执业 S1130525080002） 联系人：王泽
guyiqing@gjzq.com.cn wangyi9@gjzq.com.cn

持续推荐顺周期餐饮，建议关注 AI+零售方向

核心观点

持续推荐顺周期餐饮行业：目前餐饮行业正处于顺周期复苏的关键阶段，随着宏观经济环境触底改善、消费政策支持力度加大，行业呈现出结构性增长机遇。从细分领域看，休闲餐饮、现制饮品及连锁品牌表现突出。与 2023 年依赖“低基数+报复性消费”的短期需求释放不同，当前餐饮复苏源于供给侧深度调整：低效产能逐步出清，头部品牌通过优化运营模式、打磨单店模型提升整体经营效率，具备精细化管理能力的企业显现明确竞争优势。建议关注 AI+零售方向，阿里云栖大会“通义”大模型家族系列升级，覆盖语言、多模态、代码、语音等，目前阿里正积极推进 AI 基础设施建设，并计划追加更大的投入，AI+方向具备机会。

行业数据追踪

GMV 表现：根据国金数字未来 Lab，9 月第 2 周天猫+京东整体 GMV 同比-2.51%。品类表现：根据国金数字未来 Lab，9 月第 2 周天猫+京东品类增速表现前 5 的为玩具、书籍影音、消费电子、汽车及自行车、鞋包。

行情回顾

上周(2025/9/22-2025/9/26)上证指数、深证成指、沪深 300、恒生指数、恒生科技指数分别+0.21%、+1.06%、+1.07%，-1.57%、-1.58%，商贸零售(申万)-4.32%，板块对比来看，商贸零售板块上周涨幅在 9 个申万大消费一级行业板块中位列第 8。个股方面，宁波中百、吉宏股份、星辉股份、苏美达、深赛格涨幅居前，汇嘉时代、跨境通、南京商旅、农产品、华联股份跌幅居前。

细分行业景气指标

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

投资建议

永辉超市：永辉商业模式已发生根本性变革，走向精选型零售路线，新型模式具备在后消费时代长期快速增长的潜力。模仿胖东来模式的超市众多，但永辉具备独特竞争优势：①中国人对生鲜蔬菜的钟情成为中国公司超越海外同行最佳切入口。②永辉规模优势长期赋能，对于标品，裸价采购+规模优势=更低进货价，对于自有品牌，规模优势带来代工更优质+成本价更低优势。③上市地位融资优势。转向胖东来模式对资金需求较高，非上市企业较难承受，这阻碍了相当多同行的模仿。

美团：外卖再度进入竞争格局变化状态，长期看好美团在用户心智、骑手及商家端构建起的壁垒。1) 用户：美团的用户心智短期难以被撼动，京东的强补贴能够吸引一定的用户，但核心的用户群体存在差异化，且进攻美团下沉市场的基本盘较难，我们认为与此前抖音做到店业务不同点在于抖音是先有流量后做业务，而京东需要依靠业务获流量。2) 商家：目前来看确实存在一定的佣金差异，从当前角度看美团还未跟进更多的降佣，如果未来京东竞争力度加强不排除有一定可能性。3) 骑手：骑手的差距除了体现在规模上，还会体现在算法调度和整体配送过程中的灵活性上，这些数据积累等亦是公司的壁垒。

风险提示

业务拓展不及预期；内需消费不及预期；产品表现不及预期



内容目录

一、核心观点及公司动态.....	3
二、行业数据跟踪.....	3
三、行情回顾.....	4
四、投资建议.....	5
五、风险提示.....	6

图表目录

图表 1： 周度-线上 GMV（天猫+京东）及同比.....	3
图表 2： 分品类周度（天猫+京东）线上 GMV 同比.....	4
图表 3： 上周商贸零售板块涨跌幅（%）.....	4
图表 4： 上周商贸零售板块涨跌幅走势（%）.....	4
图表 5： 上周大消费行业涨跌幅排序.....	5
图表 6： 上周商贸零售行业涨幅前 5 名.....	5
图表 7： 上周商贸零售行业跌幅前 5 名.....	5



一、核心观点及公司动态

持续推荐顺周期餐饮行业：目前餐饮行业正处于顺周期复苏的关键阶段，随着宏观经济环境触底改善、消费政策支持力度加大，行业呈现出结构性增长机遇。从细分领域看，休闲餐饮、现制饮品及连锁品牌表现突出。与 2023 年依赖“低基数+报复性消费”的短期需求释放不同，当前餐饮复苏源于供给侧深度调整——低效产能逐步出清，头部品牌通过优化运营模式、打磨单店模型提升整体经营效率，具备精细化管理能力的企业已显现明确竞争优势。

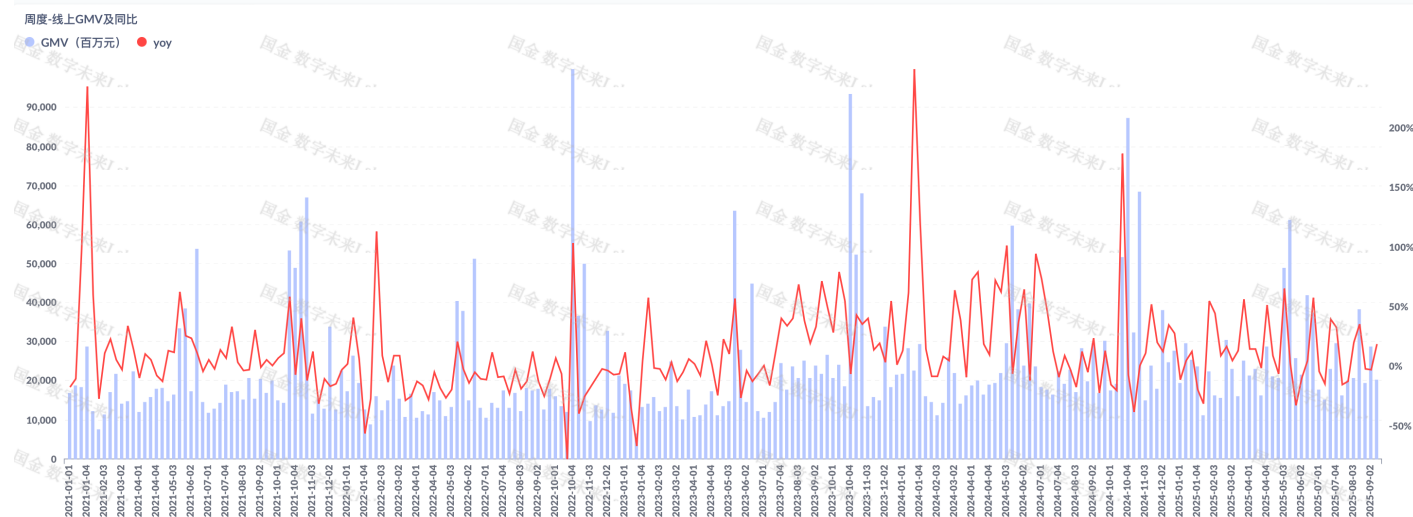
建议关注 AI+零售方向，阿里云栖大会“通义”大模型家族系列升级，覆盖语言、多模态、代码、语音等，目前阿里正积极推进 AI 基础设施建设，并计划追加更大的投入，AI+方向具备机会。1) AI+电商：壹网壹创，阿里 AI 链核心代运营商，双十一具备催化。2) AI+跨境：吉宏股份，AI 工具提升效率。3) AI+教育：豆神教育，新产品增收逻辑，未来 AI 超练流水有望继续攀升，同时提升高价值量产品 AI 双师转化率。

二、行业数据跟踪

GMV 表现：根据国金数字未来 Lab，9 月第 2 周天猫+京东整体 GMV 同比-2.51%。

品类表现：根据国金数字未来 Lab，9 月第 2 周天猫+京东品类增速表现前 5 的为玩具、书籍影音、消费电子、汽车及自行车、鞋包。

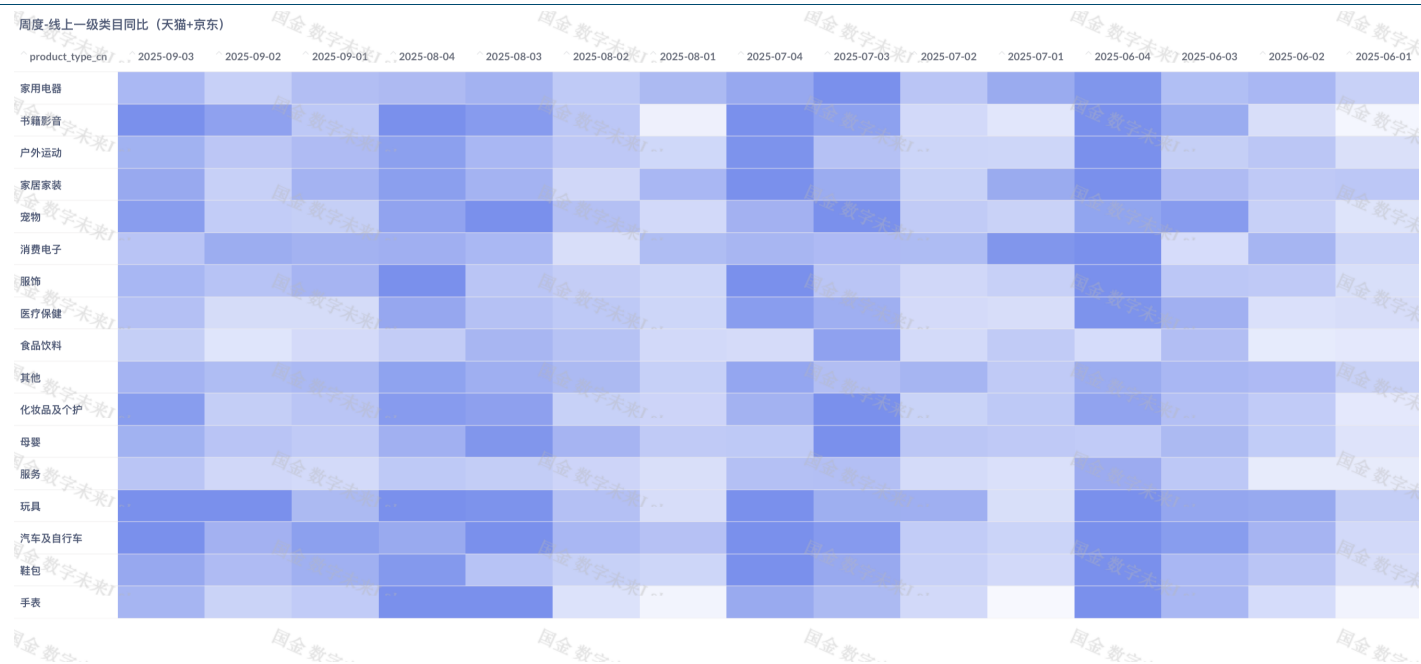
图表1：周度-线上 GMV（天猫+京东）及同比



来源：国金数字未来 Lab，国金证券研究所



图表2：分品类周度（天猫+京东）线上 GMV 同比



来源：国金数字未来 Lab，国金证券研究所（注：颜色由浅至深表明景气度由低至高）

三、行情回顾

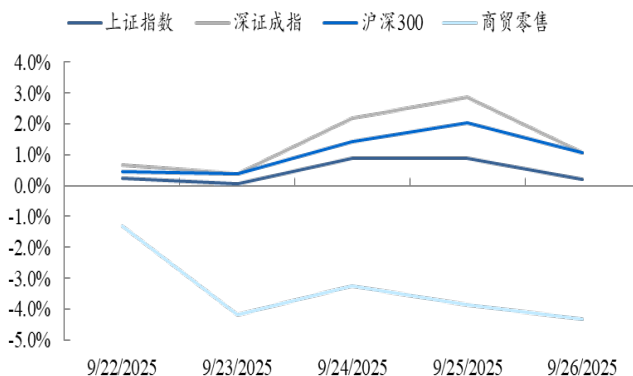
上周(2025/9/22-2025/9/26)上证指数、深证成指、沪深 300、恒生指数、恒生科技指数分别+0.21%、+1.06%、+1.07%，-1.57%、-1.58%，商贸零售(申万)-4.32%，板块对比来看，商贸零售板块上周涨幅在 9 个申万大消费一级行业板块中位列第 8。

个股方面，宁波中百、吉宏股份、星辉股份、苏美达、深赛格涨幅居前，汇嘉时代、跨境通、南京商旅、农产品、华联股份跌幅居前。

图表3：上周商贸零售板块涨跌幅（%）

板块代码	板块名称	一周涨跌幅
000001.SH	上证指数	0.21%
399001.SZ	深圳成指	1.06%
000300.SH	沪深300	1.07%
HSI.HI	恒生指数	-1.57%
HSTECH.HI	恒生科技指数	-1.58%
801200.SI	商贸零售	-4.32%

图表4：上周商贸零售板块涨跌幅走势（%）

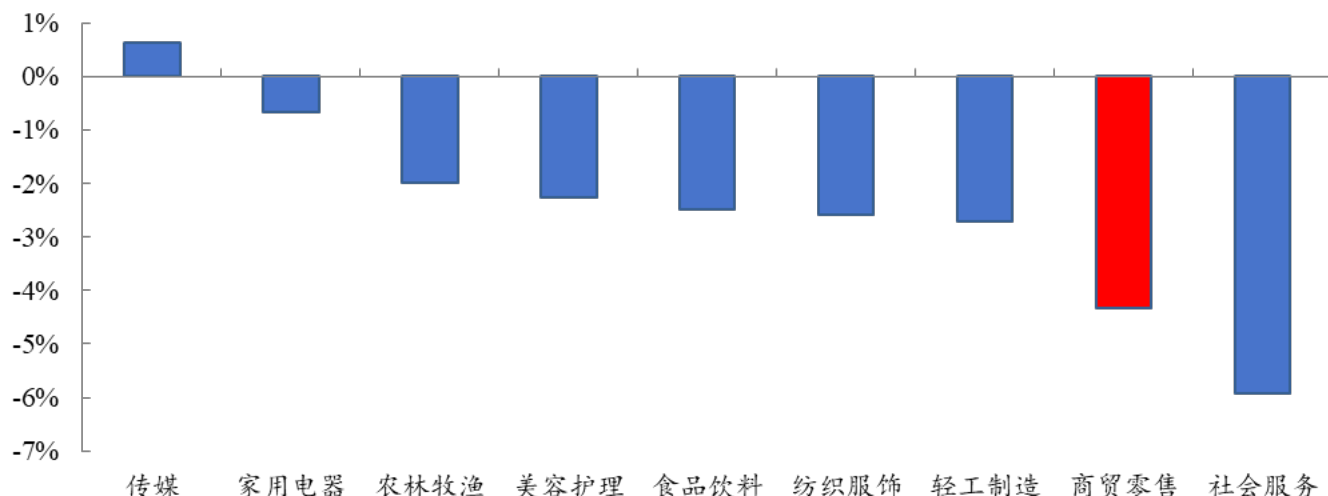


来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所



图表5：上周大消费行业涨跌幅排序



来源：wind，国金证券研究所

图表6：上周商贸零售行业涨幅前5名

证券代码	证券简称	周度收盘价（元）	上周涨跌幅
600857. SH	宁波中百	16.71	24.70%
002803. SZ	吉宏股份	20.83	16.69%
300464. SZ	星徽股份	6.08	10.55%
600710. SH	苏美达	10.32	5.41%
000058. SZ	深赛格	9.71	2.21%

来源：wind，国金证券研究所

图表7：上周商贸零售行业跌幅前5名

证券代码	证券简称	周度收盘价（元）	上周涨跌幅
603101. SH	汇嘉时代	10.42	-15.83%
002640. SZ	跨境通	5.10	-13.12%
600250. SH	南京商旅	10.89	-13.09%
000061. SZ	农产品	8.20	-10.58%
000882. SZ	华联股份	2.00	-9.50%

来源：wind，国金证券研究所

四、投资建议

■ 线下零售

建议关注走胖东来路线，调改持续深化的永辉超市。过去零售行业竞争激烈，盈利不佳留给投资者零售业很难投资的固有印象，其背后根源于“入场费+联营制”传统模式带来的行业高度同质化问题。永辉商业模式已发生根本性变革，走向精选型零售路线，新型模式具备在后消费时代长期快速增长的潜力。

模仿胖东来模式的超市众多，但永辉超市具备独特的竞争优势：①中国人对生鲜蔬菜的钟情成为中国公司超越海外同行最佳切入口，生鲜销售占比高、获客能力强，但经营难度也最高，永辉20年全国化生鲜经营专属经验构筑难以逾越的护城河。②永辉规模优势长期赋能，对于标品，裸价采购+规模优势=更低进货价，对于自有品牌，规模优势带来代工厂



更优质+成本价更低优势。③上市地位融资优势。转向胖东来模式对资金需求较高，非上市企业较难承受，这阻碍了相当多同行的模仿。胖东来式调改特点是“需要全面改，改一点是没用的”，因此门店调改费用和中央工厂建设费用带来的资金需求将相当的区域型、规模不大的竞争对手挡在门外。

■ 跨境出海：

投资建议：1) 持续关注优势出海品牌：安克创新，中小充、智能安防、储能新品驱动，7月份亚马逊 PrimeDay 高增有望持续，公司股权激励高授予价彰显未来信心。2) 份额提升逻辑的品类龙头公司：巨星科技，深度绑定家得宝渠道，供应链定价能力提升带动手工工具份额提升，电动工具拓展贡献增量，Q3 业绩有望回暖。3) 当前底部位置，下半年有望受益亚马逊流量回流的跨境电商公司：赛维时代、乐歌股份、致欧科技、华宝新能、华凯易佰等。

■ 线上零售

腾讯控股：1) 潜在的边际改善：AI+与产品端结合持续加深，AI+推动云服务需求提升有望受益。2) 稳健的基本盘：微信生态蓬勃发展，视频号小店升级微信小店，更有利于商家有效触达客户和销售转化，旨在依托于整个微信生态打造统一且可信赖的交易体验；微信搜一搜商业化检索量与点击率同比增长。核心游戏健康增长，且具备较多递延收入有待释放依托于视频号流量的快速增长及智能化广告产品持续升级，公司广告业务增速保持快速增长，若消费复苏广告主投放预算有望提升，腾讯作为头部广告平台有望受益。

美团：外卖再度进入竞争格局变化状态，长期看好美团在用户心智、骑手及商家端构建起的壁垒。1) 用户：美团的用户心智短期难以被撼动，京东的强补贴能够吸引一定的用户，但核心的用户群体存在差异化，且进攻美团下沉市场的基本盘较难，我们认为与此前抖音做到店业务不同点在于抖音是先有流量后做业务，而京东需要依靠业务获流量。2) 商家：目前来看确实存在一定的佣金差异，从当前角度看美团还未跟进更多的降佣，如果未来京东竞争力度加强不排除有一定可能性。3) 骑手：骑手的差距除了体现在规模上，还会体现在算法调度和整体配送过程中的灵活性上，这些数据积累等亦是公司的壁垒。

五、风险提示

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：游戏等相关内容型消费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。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

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

任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

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

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

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

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

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

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

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究