国金证券 SINOLINK SECURITIES

2026 年 11 月 01 日

批发和零售贸易行业研究

买入（维持评级）

行业周报

证券研究报告

商贸零售组
分析师：于健（执业 S1130525070012） yu_j@gjzq.com.cn
分析师：谷亦清（执业 S1130525080002） guyiqing@gjzq.com.cn
分析师：王超（执业 S1130526040002） wang_chao@gjzq.com.cn

酒店行业强周期属性，关注零售板块防御与修复机会

核心观点

9 月社零回暖超预期，建议关注业绩边际改善、具备防御属性的零售板块龙头。同比增长 1.1%，较 8 月加快 0.7 个百分点，环比由 8 月的下降 0.16%转为增长 0.35%，剔除汽车后增速达 3.9%；汽车类同比下降 21.2%为最大拖累项。结构方面，餐饮、乡村增速分别快于商品、城镇。展望四季度，社零总量端的边际回暖有望延续，去年同期低基数效应将在 10 月后逐步显现，叠加双十一大促与年末消费旺季，预计当月增速仍将维持温和修复通道。

建议沿三条主线布局：1）现金流稳健、分红确定性强的线下超市与便利店龙头；2）业绩兑现度高、高金价压制缓解的黄金珠宝头部品牌；3）受益于下沉市场与服务消费的细分赛道优质公司。

免税：10 月 14 日，三亚国际免税城三期项目正式命名为“三亚中免太古里”。项目由太古地产与中国旅游集团中免股份有限公司合作打造，总投资 70 亿元，总占地面积约 21 万平方米，计划自今年起分阶段向公众开放，将打造集高端零售、文化艺术与标志性热带海滨度假体验于一体的一站式度假消费目的地，定义中国高端度假式零售新范式。

黄金珠宝：9 月金银珠宝类零售额同比下降 9.6%，降幅较 8 月的 17.5%大幅收窄，高金价对终端消费的最剧烈压制阶段逐渐过去。宏观层面，芝商所 FedWatch 显示 10 月 28 日会议维持 375 至 400bps 利率不变概率扩大至约 90%。随着金价震荡趋稳与四季度婚庆、贺岁旺季到来，短期股价调整带来布局窗口，持续重点推荐老铺黄金。

跨境电商：季度业绩有望持续验证，行业需求韧性持续。海外通胀抬头利好线上性价比优势凸显，并带来涨价空间；近期海运、汇率等外部成本扰动，板块盈利能力表现或分化，持续看好头部出海品牌。

酒店：26W40 全国酒店 RevPAR 同比小幅下滑。分档次看，高档酒店表现相对较优，RevPAR 同比+0.9%，主要受 OCC 同比+2.9%带动；经济型、中档酒店 RevPAR 分别同比-4.8%/-3.8%，入住率与价格端均有所承压；豪华酒店 RevPAR 同比-6.3%，主要受 ADR 同比下降拖累。

行情回顾

上周（2026/10/26-2026/10/30）A 股市场整体震荡下行，上证指数、深证成指、沪深 300 分别下跌 0.69%、1.09%、1.57%；港股市场持续震荡，恒生指数、恒生科技指数分别为+0.87%、-3.02%。商贸零售（申万）板块下跌 2.61%，跟随大盘趋势保持相对一致。

细分行业景气指标

零售：商超-下行趋缓、百货-略有承压、电商-底部企稳、跨境电商-拐点向上、黄金珠宝-略有承压。社服：旅游-稳健向上；餐饮-稳健向上，茶饮-略有承压；酒店-底部企稳；教育：1）K12-略有承压，2）职业教育-底部企稳；人服-稳健向上。

投资建议

黄金珠宝：金价趋稳有望带动终端回暖，当前低估位置修复空间大，重点推荐老铺黄金、潮宏基。

跨境出海：1）安克创新：高端化与 AI 转型持续推进，带动毛利率提升或超预期，下半年低基数下业绩确定性强。2）小商品城：低估值位置，业绩稳健，关注进口监管改革及人民币国际化等政策催化。

餐饮：预计餐饮行业整体经营水平持续优化，建议关注：海底捞、百胜中国、小菜园、蜜雪集团、古茗。

酒店：推荐周期属性强的锦江酒店、首旅酒店。

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；国际贸易政策大幅波动。

内容目录

一、核心观点及公司动态 3
二、行业数据跟踪 5
三、行情回顾 6
四、投资建议 7
五、风险提示 7

图表目录

图表 1： 市场对 2026 年 10 月 28 日美联储议息会议加息预期有所降温 3
图表 2： 金价 4000 美元附近震荡筑底，加息预期退潮后续下行空间预计有限 4
图表 3： CCFI 综合指数高位回落，欧线领跌但仍处年内高位 4
图表 4： 美元、欧元、英镑兑人民币同步回落，人民币被动升值 4
图表 5： 26W31-26W40 全国酒店 RevPAR 同比增速（分档次） 5
图表 6： 社零增速探底回升，9 月边际改善信号明确 6
图表 7： 结构性分化走阔，服务消费仍是结构性亮点 6
图表 8： 上周商贸零售板块涨跌幅（%） 6
图表 9： 上周商贸零售板块涨跌幅走势（%） 6
图表 10： 上周大消费行业涨跌幅排序 7

一、核心观点及公司动态

免税：10 月 14 日，太古地产正式公布，三亚国际免税城三期项目正式命名为“三亚中免太古里”（CDF Taikoo Li Sanya）。项目由太古地产与中国旅游集团中免股份有限公司合作打造，总投资 70 亿元，总占地面积约 21 万平方米，计划自今年起分阶段向公众开放，将打造集高端零售、文化艺术与标志性热带海滨度假体验于一体的一站式度假消费目的地，定义中国高端度假式零售新范式。

三亚中免太古里位于三亚海棠湾国家海岸中心地带，由太古地产与中国中免全资子公司中免投资发展有限公司合作开发，是太古地产旗下首个度假型太古里项目。项目以“水天一线”为设计理念，从三亚疍家渔村文化与海南古盐田文化中汲取灵感，将在地文化基因融入开放式街区营造，构建兼具地域特色与国际品质的商业休闲空间。

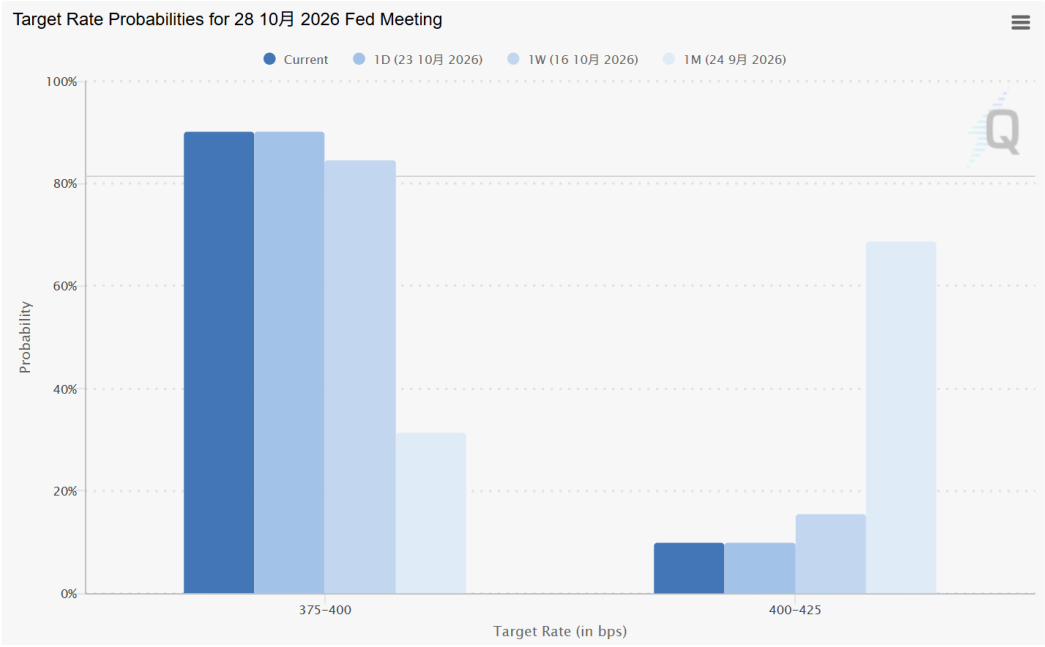
作为三亚国际免税城三期，三亚中免太古里将与一期、二期无缝连接，形成一体化综合目的地。项目周边覆盖海棠湾核心商圈、五星级酒店集群和国家级医疗康养基地，将吸引更多追求高品质、多元化零售、餐饮、文化与休闲度假体验的国内外游客到访。

黄金珠宝：

我们认为，随着 10 月议息会议临近，市场对加息的预期已基本充分定价，后续金价波动有望趋于放缓，对于头部一口价品牌而言质价比有望边际回归。回顾 9 月议息会议前后，美国通胀、就业数据持续改变市场加息概率，美债收益率反复变动，博弈属性较强，曾造成金价显著下跌。从最新芝商所 FedWatch 数据看，当前市场对 10 月 28 日会议维持 375 至 400bps 利率不变的概率约 90%，加息 25bp 至 400 至 425bps 的概率已由一个月前 9 月 24 日的约 68%、一周前 10 月 16 日的约 16%，快速回落至当前约 9%，加息预期已大幅退潮。当前对后续加息预期充分定价后，金价下行空间或相对有限。

行业分化加剧，持续重点推荐 9 月金股老铺黄金：1）消费者锚定 2x 金价价值定位，金价趋稳有利于品牌质价比回归，看好公司终端销售边际改善；2）中长期龙头地位稳固：中报情况验证行业整体承压而非老铺竞争力下滑，金价稳中有升情况下有利于公司拓客，而金价逆风情况下则深耕高客优化门店。中长期门店点位优化、摆件等产品升级提价、以及出海仍有较大增量贡献；3）9 月首次加息落地，当前市场对下半年加息预期逐步达成一致，金价震荡后有望逐步企稳，我们认为加息博弈预期波动有限，不改变公司基本面与业绩修复的核心逻辑，反而加强赔率，短期股价调整带来较好布局窗口，持续看好。

图表1：市场对 2026 年 10 月 28 日美联储议息会议加息预期有所降温



来源：芝商所 FedWatch，国金证券研究所

图表2：金价 4000 美元附近震荡筑底，加息预期退潮后续下行空间预计有限

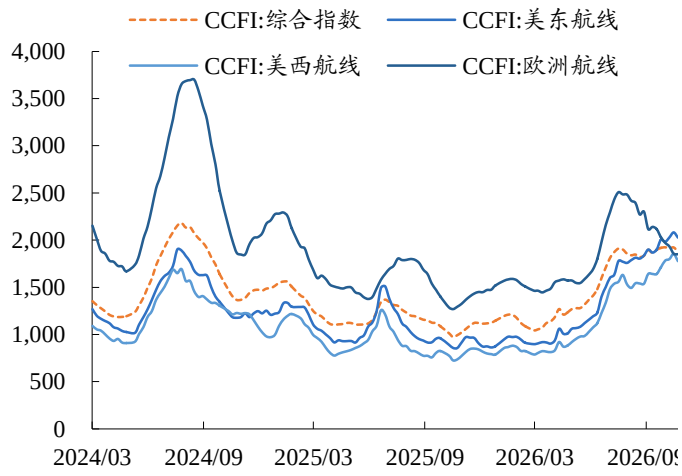


来源：Wind，国金证券研究所

跨境电商：季度业绩有望持续验证，行业需求韧性持续，持续看好跨境电商β：1）CPI 抬头利好线上性价比优势进一步凸显，并带来涨价空间，美国网络零售额同比增速持续跑赢大盘，且持续提速；2）前期高关税、高海运费、供应链扰动带来供给侧出清，国内外海关监管趋严强化出清趋势，竞争格局优化趋势下，头部品牌市占率有望提升；3）行业去库基本完成，平台与卖家轻装上阵，叠加海外需求阶段性复苏，订单与出货量同步回升。4）AI 应用在增收及降本方面效果加速体现。

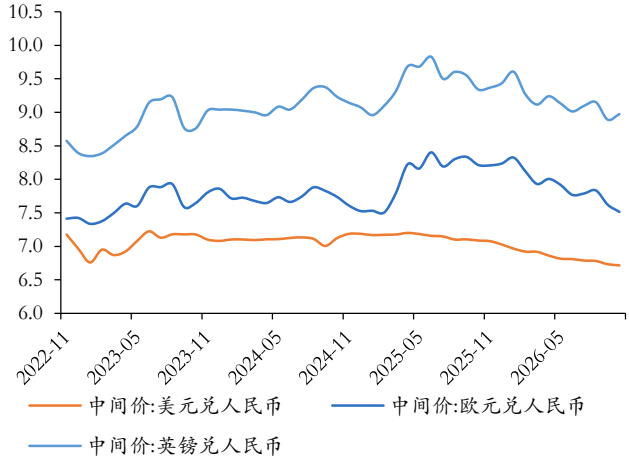
成本端来看，近期海运、汇率等外部因素扰动边际强化，Q4 板块盈利能力表现或逐渐走向分化，持续看好头部出海品牌。

图表3：CCFI 综合指数高位回落，欧线领跌但仍处年内高位



来源：iFind，国金证券研究所

图表4：美元、欧元、英镑兑人民币同步回落，人民币被动升值



来源：iFind，国金证券研究所

酒店：26W40(9/28-10/4)：

RevPAR：经济/中档/高档/豪华 yoy-4.8%/-3.8%/+0.9%/-6.3%

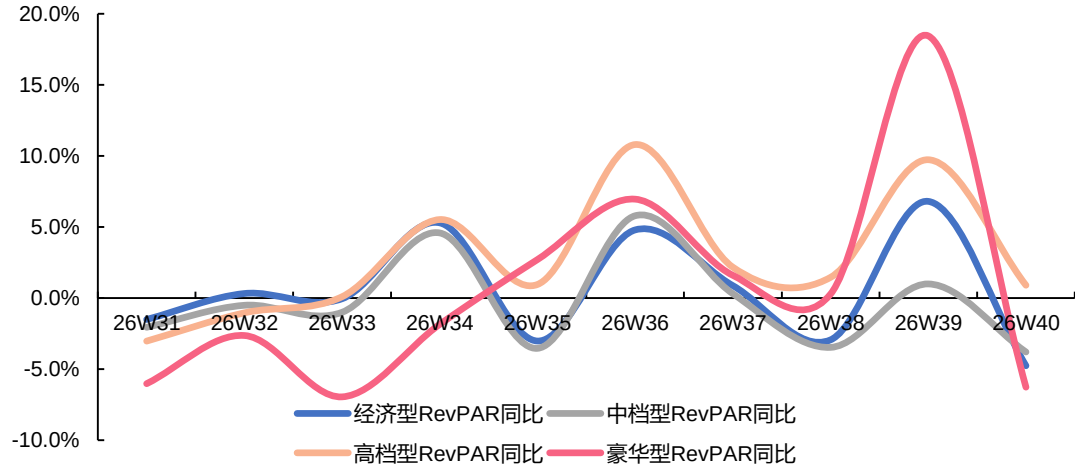
OCC：经济/中档/高档/豪华 yoy-2.6%/-1.8%/2.9%/-0.7%

ADR：经济/中档/高档/豪华 yoy-2.3%/-2.0%/-2.0%/-5.6%

全国酒店：RevPAR/OCC/ADRyoy-2.2%/-2.1%/-0.1%

国庆中秋假期前后酒店需求整体平稳，26W40 全国酒店 RevPAR 同比小幅下滑，主要受入住率承压影响，价格端表现相对稳定。分档次看，高档酒店表现相对较优，RevPAR 同比+0.9%，主要受 OCC 同比+2.9%带动；经济型、中档酒店 RevPAR 分别同比-4.8%/-3.8%，入住率与价格端均有所承压；豪华酒店 RevPAR 同比-6.3%，主要受 ADR 同比下降拖累。整体来看，假期出行需求仍具韧性，但酒店供给恢复及价格竞争仍对 RevPAR 形成一定压力，需求端改善尚未完全传导至价格端。

图表5：26W31-26W40 全国酒店 RevPAR 同比增速（分档次）



来源：酒店之家，国金证券研究所

餐饮茶饮：贝恩资本收购贡茶，餐饮连锁化转向质量深耕。贝恩资本宣布收购贡茶，预计于 2026 四季度完成交割，收购完成后，贡茶将加速在美国市场的增长步伐，通过产品创新、数字营销等方式优化客户体验。同日，中国连锁经营协会发布《2026 上半年连锁餐饮企业发展情况简报》，上半年三分之二的企业门店网络保持稳定或扩张，三成企业主动进行门店网络优化，把资源聚焦于更健康的门店模型，连锁化进程正在从数量扩张迈向质量深耕的新阶段。

西式快餐龙头增长稳健，店中店模式子品牌扩张加速。公司已完成对必胜客中国内地品牌所有权的收购，预计必胜客利润率提升 2.8%。百胜中国 2026 年上半年总收入同比+11%，归母净利润同比+9%，门店总数达 19297 家，上半年净增 1196 家，肯德基、必胜客客单价分别-3%/-11%，主要系子品牌小额订单增加导致，契合必胜客锚定大众市场的战略。KCOFFEE、KPRO 及必胜汉堡等子品牌采取店中店模式实现低成本快速扩张，26Q2 门店数量分别为 3300+/450+/200+家，KPRO、必胜汉堡 2026 全年扩张目标分别为 800 家和 500-600 家，KCOFFEE 则锚定 2027 年超 5000 家门店目标。

遇见小面模型转向平价高效，锅圈业绩延续增长态势。遇见小面 8 月 17 日发布中报，上半年收入同比+33.6%，归母净利润同比+51.2%，客单价降至 27.7 元、同比-11.5%，同店日均订单同比+7.8%，公司以价换量效果显著。锅圈同日发布中报，上半年收入同比+21.8%，净利润同比+12.1%，门店 12198 家、上半年净增 632 家，其中 367 家为乡镇门店，供应链驱动的社区餐饮零售或能进一步渗透下沉市场。

咖啡赛道，瑞幸咖啡二季度增长亮眼。瑞幸咖啡 2026 年二季度总净收入 158.86 亿元，同比增长 28.5%，GAAP 经营利润 21.23 亿元、同比增长 22.0%，全球门店达 36310 家、二季度净新增 2714 家，其中海外净新增门店 46 家，海外业务仍在探索。

二、行业数据跟踪

9 月社会消费品零售总额同比增长 1.1%，增速回暖超预期，环比增长 0.35%，而 8 月为环比下降 0.16%。1 至 9 月累计同比增长 1.1%。若剔除汽车品类，9 月社零同比增长 3.9%，即汽车单一品类对整体增速的拖累接近 2.8 个百分点。

分城乡与消费类型看，餐饮表现好于商品、乡村好于城镇。9 月餐饮收入同比增长 2.1%，高于商品零售的 1.0%；其中限额以上餐饮同比增长 2.0%，由负转正。乡村消费品零售同比增长 2.7%，明显快于城镇的 0.8%，下沉市场消费韧性持续显现。

可选品类内部呈现剧烈分化。通讯器材类同比增长 31.1%，1 至 9 月累计增长 18.1%，主要受新品周期与 AI 终端换机需求驱动；烟酒类增长 13.8%、文化办公用品类增长 7.9%、

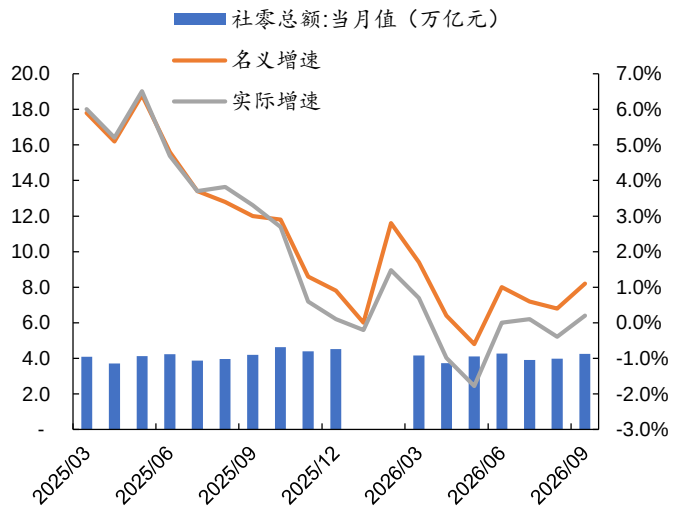
化妆品类增长 5.4%、中西药品类增长 5.0%，均保持较快增长；服装鞋帽针纺织品类仅增长 1.2%，需求仍偏弱。

汽车与地产后周期仍是主要拖累项。9 月汽车类零售额同比下降 21.2%，降幅较 6 月的 16.1%进一步走阔，为社零最大拖累项；家电类同比增长 1.9%转正，尽管 1 至 9 月累计仍下降 4.9%，显示以旧换新政策边际见效。家具类下降 3.0%、建筑及装潢材料类下降 9.2%，地产后周期链条仍在磨底。值得注意的是，金银珠宝类同比下降 9.6%，但降幅较 8 月的 17.5%大幅收窄 7.9 个百分点，高金价对终端消费的最剧烈压制阶段正在过去。

分业态看，调改与性价比方向的确定性延续。1 至 9 月累计口径下，便利店增长 5.2%、超市增长 4.1%，保持稳健；百货店下降 2.9%、专业店下降 2.2%、品牌专卖店下降 10.3%，传统业态持续承压。

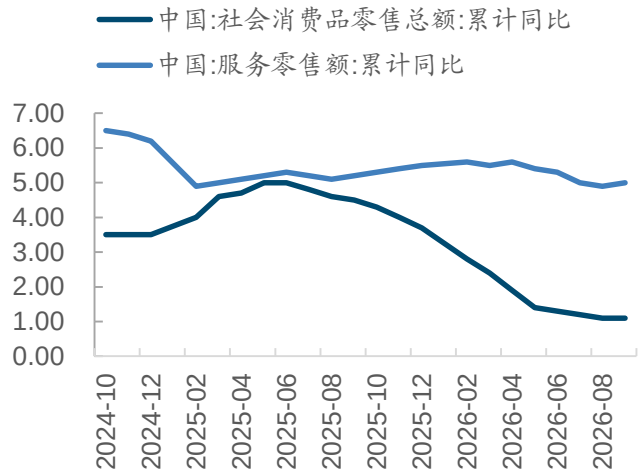
网上零售增速相对稳定，吃类与服务消费为结构性亮点。1 至 9 月网上商品和服务零售额同比增长 4.4%，其中网上商品零售额增长 3.8%，内部分化明显——吃类增长 15.8%、穿类增长 3.4%、用类仅增长 0.8%；网上服务零售额增长 5.3%，服务消费继续成为结构性亮点。

图表6：社零增速探底回升，9 月边际改善信号明确



来源：Wind，国金证券研究所

图表7：结构性分化走阔，服务消费仍是结构性亮点



来源：Wind，国金证券研究所

三、行情回顾

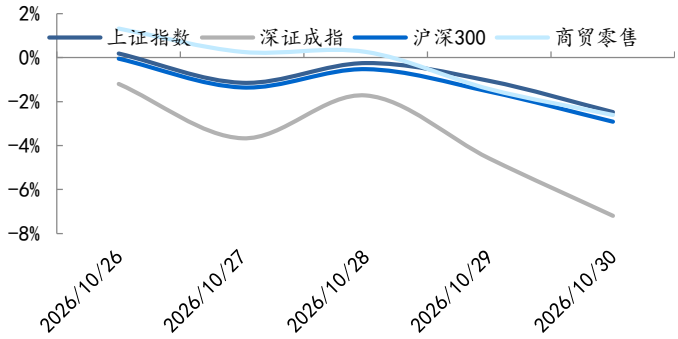
上周（2026/10/26–2026/10/30）A 股市场整体震荡下行，上证指数、深证成指、沪深 300 分别下跌 0.69%、1.09%、1.57%；港股市场持续震荡，恒生指数、恒生科技指数分别为+0.87%、-3.02%。商贸零售（申万）板块下跌 2.61%，跟随大盘趋势保持相对一致。

图表8：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	-2.48%
399001.SZ	深证成指	-7.20%
000300.SH	沪深 300	-2.92%
HSI.GI	恒生指数	0.87%
HSTECH.HK	恒生科技指数	-3.02%
801200.SL	商贸零售	-2.61%

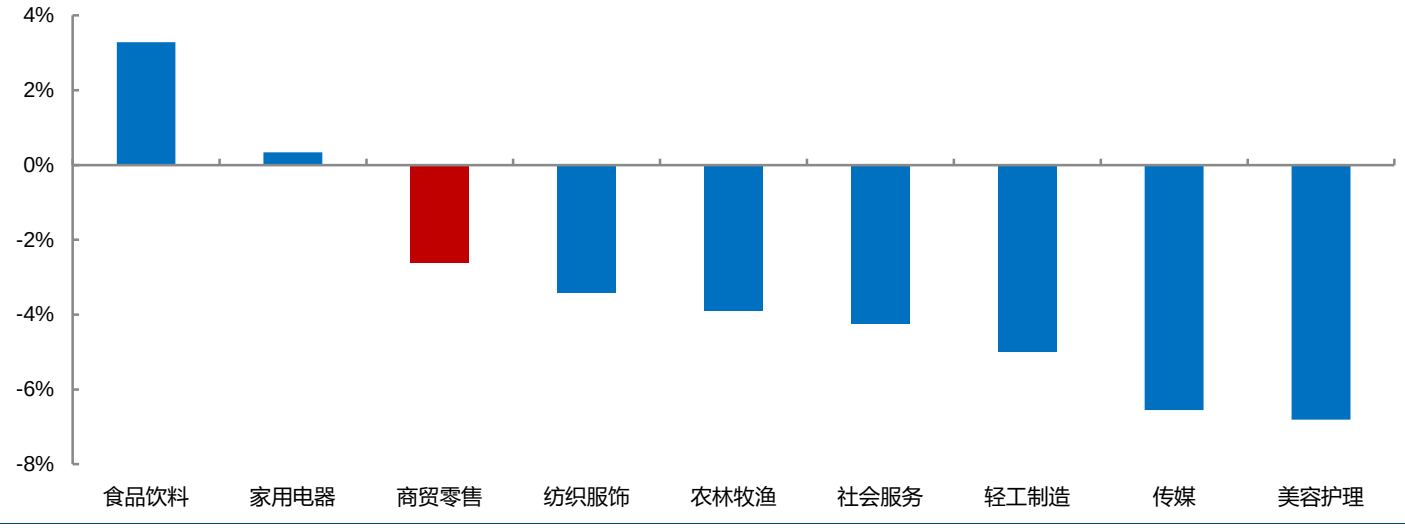
来源：iFinD，国金证券研究所

图表9：上周商贸零售板块涨跌幅走势（%）



来源：iFinD，国金证券研究所

图表10：上周大消费行业涨跌幅排序



来源：iFinD，国金证券研究所

四、投资建议

展望四季度，社零总量端的边际回暖有望延续，去年同期低基数效应将在 10 月后逐步显现，叠加双十一大促与年末消费旺季，预计当月增速仍将维持温和修复通道。

品类层面，三条线索值得持续跟踪：一是金银珠宝类降幅已连续收窄，高金价对终端的压制最剧烈阶段正在过去，随着金价震荡趋稳与四季度婚庆、贺岁旺季到来，板块终端动销有望边际改善，龙头一口价品牌的质价比修复逻辑不变；二是通讯器材、化妆品等可选品类在新品周期驱动下仍具结构性亮点；三是下沉市场与服务消费增速持续快于整体，是内需中少数具备确定性的方向。

业态层面，超市、便利店等性价比与调改业态在消费分级趋势下份额持续提升，传统百货、专业店、品牌专卖店仍将面临客流与坪效压力，行业分化短期难见拐点。建议沿三条主线布局：1）现金流稳健、分红确定性强的线下超市与便利店龙头；2）业绩兑现度高、高金价压制缓解的黄金珠宝头部品牌；3）受益于下沉市场与服务消费的细分赛道优质公司。

黄金珠宝：持续重点推荐 9 月金股老铺黄金：1）消费者锚定 2x 金价价值定位，金价趋稳有利于品牌质价比回归，看好公司终端销售边际改善；2）中长期龙头地位稳固：中报情况验证行业整体承压而非老铺竞争力下滑，金价稳中有升情况下有利于公司拓客，而金价逆风情况下则深耕高客优化门店。中长期门店点位优化、摆件等产品升级提价、以及出海仍有较大增量贡献；3）9 月首次加息落地，当前市场对下半年加息预期逐步达成一致，金价震荡后有望逐步企稳，我们认为加息博弈预期波动有限，不改变公司基本面与业绩修复的核心逻辑，反而加强赔率，短期股价调整带来较好布局窗口，持续看好。

跨境出海：建议关注以下标的，1）安克创新：品牌出海龙头，储能、智能创新业务高增有望持续，高端化（7 系占比提升）与 AI 转型持续推进，带动毛利率提升或超预期，下半年低基数下业绩确定性强。2）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；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。

餐饮：展望四季度，天气逐渐变冷后有望持续增加线下餐饮客流量，预计餐饮行业整体经营水平持续优化，建议关注：海底捞、百胜中国、小菜园、蜜雪集团、古茗。

酒店：推荐周期属性强的锦江酒店、首旅酒店。

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：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。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

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

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

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

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

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

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

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

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

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806

【小程序】
国金证券研究服务

【公众号】
国金证券研究