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）

行业专题研究报告

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

商社板块 26Q3 业绩总结：盈利修复路径分化，聚焦经营改善兑现

投资逻辑：

黄金珠宝：需求承压延续，产品升级支撑差异化盈利。26Q3 八家 A 股样本收入同比下降 45.1%、归母净利润下降 65.1%，毛利率提升 1.63 个百分点，产品结构改善尚未抵消规模收缩。潮宏基收入微降、利润增长，菜百收入增长、利润下降，显示产品结构与费用覆盖决定盈利差距。后续聚焦具备品牌及产品差异化的企业，销售恢复与毛利额增长共同决定利润修复幅度。

跨境电商：收入增长延续，归母与扣非利润走势分化。26Q3 板块收入同比增长 12.5%，归母净利润下降 10.1%，扣非净利润增长 11.1%。安克创新归母下降、扣非高增，公允价值变动损益是分化的重要原因；绿联、致欧及赛维收入与利润保持增长。精品企业依靠产品迭代扩张，泛品企业通过 SKU 和费用调整修复盈利。后续重点看收入增长对履约、营销及研发投入的覆盖，以及经营现金回收。

线下零售：超市减亏与专业连锁扭亏，经营修复仍有分化。26Q3 超市板块归母亏损收窄，百货收入下降、亏损扩大。多业态零售归母增长主要受非经常性损益支撑，扣非转亏；商业物业利润增幅受到低基数及个别公司扭亏放大。专业连锁归母净利润 1.58 亿元，博士眼镜扣非增长较为明确，部分公司仍未扭亏。投资上聚焦经营改善能够持续体现于扣非利润及现金流的公司。

出行链：酒店与免税盈利修复，景区旺季承压。26Q3 出行需求向企业盈利的传导仍有差异，酒店、免税在收入偏弱的背景下实现利润增长，景区则受天气扰动、客单价下降及固定成本影响，旺季盈利承压。酒店龙头通过直营改革、渠道提效和加盟结构升级释放利润，免税龙头依靠海南份额提升与商品毛利改善修复盈利；旅游公司表现取决于资源禀赋、产品供给及单位客流收益，新增产品和结算价格改善带动部分公司逆势增长。

教育：K12、职教增长与提效共振，公考收入结转及成本投入拖累盈利。26Q3 板块盈利分化明显，行动教育、传智教育及学大教育合计收入同比增长 13.2%、扣非净利润增长 100.8%，招生、订单增长与费用效率改善推动利润释放。其中，传智 AI 培训报名增长带动校区利用率提升，行动教育及学大教育收入、利润和回款延续改善。公考则面临竞争加剧、长周期课程结转放缓及培训基地投入先行等压力，预收增长尚未充分转化为利润。

投资建议

黄金珠宝：聚焦产品差异化与渠道效率，关注老铺黄金的品牌及产品优势、潮宏基产品结构升级带来的利润兑现。

跨境出海：关注安克创新扣非利润增长与产品升级，以及绿联科技、致欧科技收入扩张向利润的转化。

线下零售：低预期下把握结构性修复机会，关注门店调改见效、减亏逻辑清晰的超市龙头，以及属地心智稳固、具备业态升级能力的区域零售龙头。

出行链：看好酒店改革收益持续兑现、免税经营改善，关注优质景区客流恢复与产品扩容带来的盈利弹性。

教育：看好需求增长能够持续兑现为利润与现金流的公司，关注职业培训招生、企业管理培训订单及 K12 业务交付效率改善。

风险提示

消费复苏不及预期、行业竞争加剧、海外贸易政策变化、金价波动、政策及外部环境变化

内容目录

一、 黄金珠宝：需求承压延续，产品升级支撑差异化盈利 4
二、 跨境电商：收入保持增长，盈利分化加剧 5
三、 线下零售：业绩分化加剧，超市减亏与专业连锁扭亏为亮点 8
四、 酒店：改革提效释放利润弹性，加盟结构升级持续推进 11
五、 免税：海南份额提升与毛利改善兑现，渠道拓展接续增长 12
六、 旅游：量增价弱叠加天气扰动，旺季经营杠杆承压 13
七、 教育：K12、职教盈利改善，公考交付与成本调整延续 14
风险提示 15

图表目录

图表 1： 黄金珠宝板块三季报及单 Q3 业绩汇总 4
图表 2： 黄金珠宝重点公司累计营收同比增速（%） 4
图表 3： 黄金珠宝重点公司累计毛利率（%） 4
图表 4： 金价波动与金银珠宝零售额同比变化 5
图表 5： 黄金珠宝板块 Q3 归母及扣非净利润对比 5
图表 6： 美国联邦基金利率与国际金价走势 5
图表 7： 跨境电商板块三季报及单 Q3 业绩汇总 6
图表 8： 跨境出海重点公司累计营收同比增速（%） 7
图表 9： 跨境出海重点公司累计毛利率（%） 7
图表 10： 美国网络零售额同比增速持续超过大盘 7
图表 11： 2026 上半年美国零售线上化率持续提升 7
图表 12： 主要航线集装箱运价走势 8
图表 13： 美元、欧元及英镑兑人民币中间价走势 8
图表 14： 超市板块 Q3 收入与归母净利润对比（亿元） 8
图表 15： 百货板块 Q3 收入与归母净利润对比（亿元） 8
图表 16： 超市、百货公司 Q3 业绩汇总 9
图表 17： 多业态零售、商业物业及专业连锁公司 Q3 业绩汇总 10
图表 18： 多业态零售 Q3 收入与归母净利润对比（亿元） 11
图表 19： 商业物业 Q3 收入与归母净利润对比（亿元） 11
图表 20： 专业连锁 Q3 收入与归母净利润对比（亿元） 11
图表 21： 酒店板块三季报及单 Q3 业绩汇总（亿元） 11
图表 22： 酒店板块单季度营收同比增速 12
图表 23： 酒店板块 Q3 归母及扣非净利润对比 12

图表 24： 免税板块三季报及单 Q3 业绩汇总（亿元） 12
图表 25： 免税板块单季度营收同比增速 13
图表 26： 免税板块 Q3 归母及扣非净利润对比 13
图表 27： 旅游板块三季报及单 Q3 业绩汇总（亿元） 13
图表 28： 旅游板块单季度营收同比增速 14
图表 29： 旅游板块 Q3 归母及扣非净利润对比 14
图表 30： 教育板块三季报及单 Q3 业绩汇总（亿元） 14
图表 31： 教育板块单季度营收同比增速 15
图表 32： 教育板块 Q3 归母及扣非净利润对比 15

一、黄金珠宝：需求承压延续，产品升级支撑差异化盈利

黄金珠宝收入与利润承压，毛利率改善尚未抵消规模收缩。26Q1-3 八家 A 股样本合计营业收入 995.47 亿元，同比下降 25.3%；归母净利润 26.29 亿元，同比下降 28.6%；毛利率 9.72%，同比提升 0.99 个百分点。26Q3 收入 222.16 亿元，同比下降 45.1%；归母净利润 2.44 亿元，同比下降 65.1%；毛利率 9.52%，同比提升 1.63 个百分点。产品结构改善对盈利形成支撑，但收入收缩仍是利润下降的主要压力。

黄金业务收入与盈利表现分化，规模增长并不必然带来利润改善。中国黄金 26Q1-3 收入 304.39 亿元，同比下降 33.5%，归母净利润 3.35 亿元基本持平，Q3 归母净利润同比增长 246.5%；老凤祥前三季度收入 266.11 亿元，同比下降 44.6%，归母净利润 5.92 亿元，同比下降 58.9%，Q3 出现亏损。菜百股份前三季度收入 264.48 亿元，同比增长 29.2%，但归母净利润 5.13 亿元，同比下降 20.7%；毛利率降至 6.17%，同比回落约 1.5 个百分点，收入扩张未能覆盖单位盈利下降的影响。

差异化产品带来的毛利改善，决定品牌间的盈利差距。潮宏基 26Q1-3 收入 59.42 亿元，同比下降 4.7%，归母净利润 5.36 亿元，同比增长 69.1%，毛利率提升约 4.7 个百分点至 27.84%，Q3 扭亏为盈。周大生前三季度收入 55.84 亿元，同比下降 17.5%，归母净利润 6.51 亿元，同比下降 26.1%。明牌珠宝、莱绅通灵 Q3 亏损扩大，品牌间的产品结构、费用负担和渠道效率差异继续反映在利润端。

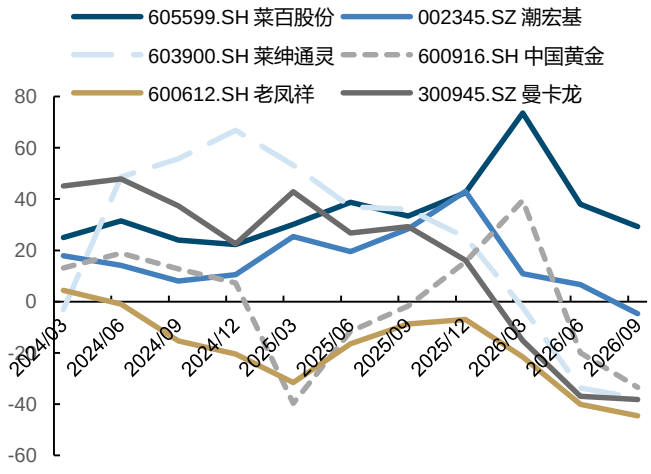
扣非利润同样下滑，板块修复尚未形成普遍趋势。八家 A 股样本 Q3 扣非净利润 2.35 亿元，同比下降 64.5%，与归母净利润降幅接近。潮宏基扭亏、中国黄金利润增长，与老凤祥及部分中小品牌承压并存。毛利率提升需要进一步转化为毛利额增长和费用覆盖，判断盈利持续改善应重点看销售恢复及扣非利润兑现。

图表1：黄金珠宝板块三季报及单 Q3 业绩汇总

公司	前三季收入	同比	前三季归母	同比	Q3 收入	同比	Q3 归母	同比	Q3 扣非	同比
老凤祥	266.11	-44.6%	5.91	-58.9%	66.24	-54.8%	-1.24	转亏		转亏
中国黄金	304.39	-33.5%	3.35	0.1%	55.40	-62.2%	0.56	246.5%	0.51	扭亏
周大生	55.84	-17.5%	6.51	-26.1%	19.43	-10.7%	2.01	-30.1%	2.04	-24.7%
明牌珠宝	24.37	-7.0%	-0.77	减亏	6.07	-10.9%	-0.58	增亏	-0.69	增亏
菜百股份	264.48	29.2%	5.13	-20.7%	54.06	3.5%	0.76	-59.4%	0.93	-51.2%
曼卡龙	13.37	-38.2%	0.84	-18.3%	3.57	-41.3%	0.03	-88.7%	0.00	-97.9%
潮宏基	59.42	-4.7%	5.36	69.1%	15.68	-26.6%	1.14	扭亏	1.09	扭亏
莱绅通灵	7.48	-37.7%	-0.04	转亏	1.70	-48.3%	-0.23	转亏	-0.22	转亏
黄金珠宝合计	995.47	-25.3%	26.29	-28.6%	222.16	-45.1%	2.44	-65.1%	2.35	-64.5%

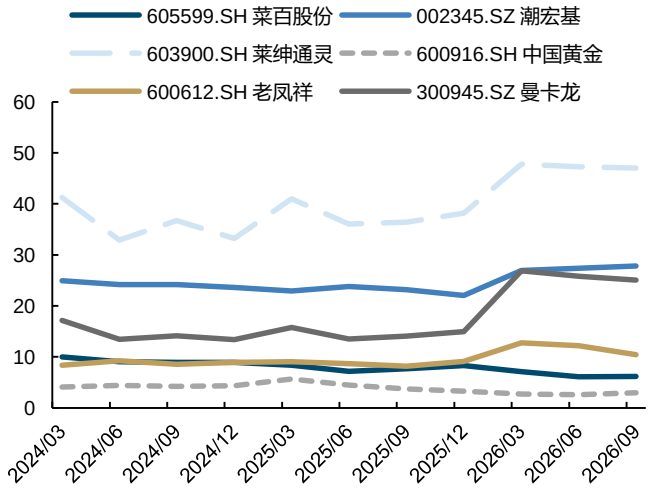
来源：公司公告，东方财富，国金证券研究所

图表2：黄金珠宝重点公司累计营收同比增速（%）



来源：iFind，国金证券研究所

图表3：黄金珠宝重点公司累计毛利率（%）



来源：iFind，国金证券研究所

国内金银珠宝零售端在高金价环境下整体承压，三季度金价大幅波动放大了终端观望情绪。从社零数据来看，三季度

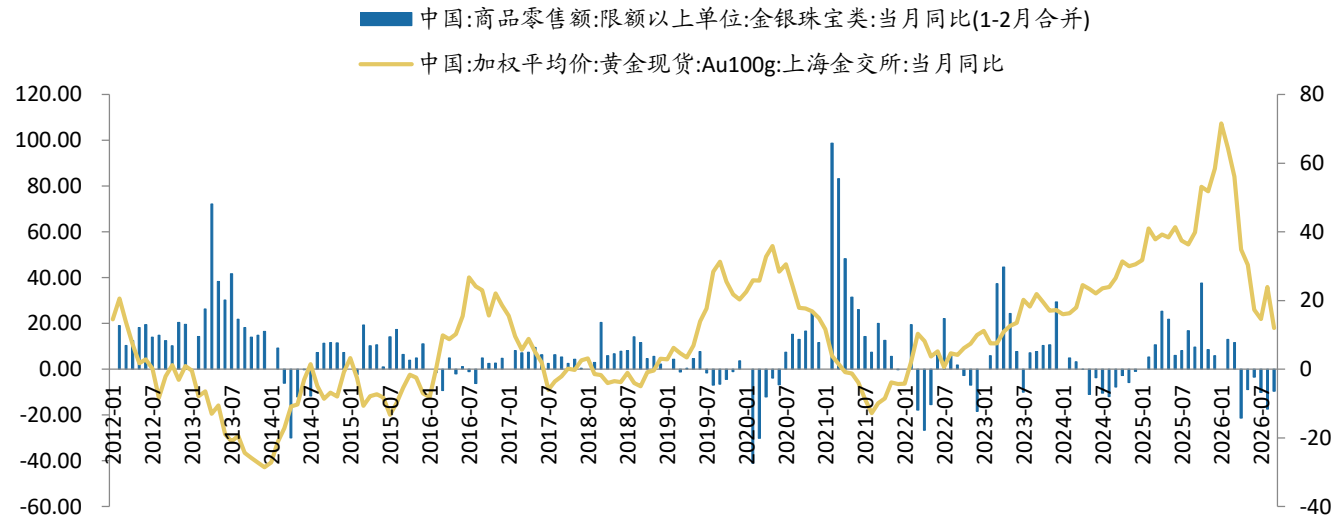
国内金银珠宝零售额同比下滑幅度较上半年有所放大，消费者在金价快速涨跌过程中持观望态度。但从中长期视角看，高金价环境下消费者对一口价、高工金等溢价品类的接受度持续提升，行业产品结构正从克重向精品化方向加速升级，这一趋势已在头部企业毛利率数据中得到验证。

利率预期与金价波动影响购买节奏，也影响企业库存损益。短期金价受美元利率、避险需求和资金流向共同影响；对珠宝企业而言，金价上涨并不等于利润同比改善，终端销量、产品工费、库存成本及套期保值安排共同决定盈利。

精品化提高单位产品盈利空间，销售恢复仍决定利润释放幅度。一口价及高工费产品有助于提升毛利率，但高金价同时提高购买门槛。潮宏基的利润增长与菜百的增收降利形成对照，后续应聚焦产品升级能否带动毛利额增长，以及门店费用能否被新增销售覆盖。

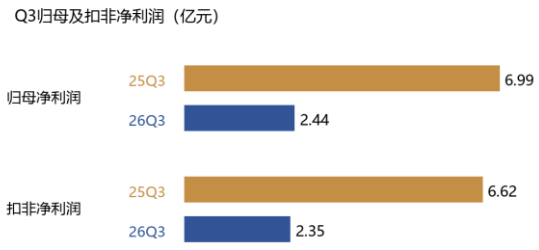
投资上聚焦产品差异化与渠道效率，优先选择改善已体现于盈利的公司。关注潮宏基的产品结构升级及利润兑现、老铺黄金的品牌与产品差异化，以及菜百股份收入增长向利润的转化。板块后续修复取决于终端销售和单位盈利共同改善。

图表4：金价波动与金银珠宝零售额同比变化



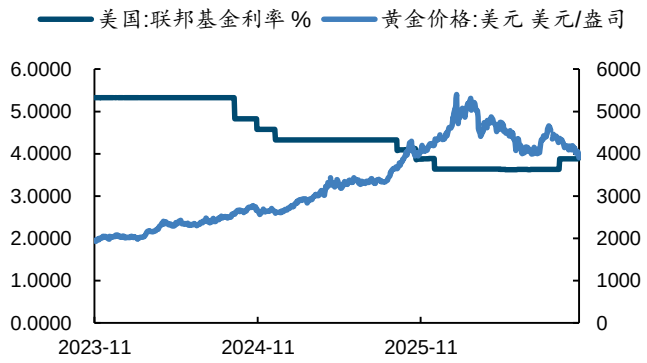
来源：iFind，国金证券研究所

图表5：黄金珠宝板块 Q3 归母及扣非净利润对比



来源：公司公告，东方财富，国金证券研究所

图表6：美国联邦基金利率与国际金价走势



来源：iFind，国金证券研究所

二、跨境电商：收入保持增长，盈利分化加剧

跨境出海收入延续增长，归母与扣非利润走势分化。14 家公司 26Q1-3 合计收入 1152.36 亿元，同比增长 16.5%；归母净利润 103.26 亿元，同比增长 3.9%；毛利率 37.60%，同比提升 1.17 个百分点。26Q3 收入 406.17 亿元，同比增长 12.5%；归母净利润 36.53 亿元，同比下降 10.1%，扣非净利润 40.02 亿元，同比增长 11.1%。非经常性损益变化拉低

归母表现，主营盈利与各公司成本投入仍需分别分析。

图表7：跨境电商板块三季报及单Q3业绩汇总

公司	前三季收入	同比	前三季归母	同比	Q3收入	同比	Q3归母	同比	Q3扣非	同比
安克创新	261.40	24.4%	22.61	17.0%	95.35	17.0%	5.59	-27.0%	8.40	61.2%
绿联科技	91.81	44.3%	7.03	50.7%	33.60	34.0%	2.72	41.7%	2.70	43.9%
致欧科技	76.16	25.2%	3.75	38.1%	27.90	37.0%	1.29	59.2%	1.16	83.4%
赛维时代	97.22	18.7%	2.43	15.7%	35.21	23.9%	0.77	89.5%	0.83	137.4%
乐歌股份	50.37	3.9%	0.59	-65.0%	18.58	9.2%	0.38	-5.7%	0.30	-11.0%
恒林股份	99.83	17.6%	1.59	-42.9%	33.15	5.6%	0.38	-61.3%	0.51	-45.6%
华凯易佰	61.43	-8.9%	2.89	484.4%	21.67	-1.6%	1.24	877.1%	1.15	954.8%
吉宏股份	57.91	14.9%	2.01	-6.8%	20.55	13.9%	0.43	-55.6%	0.38	-59.1%
三态股份	11.68	-6.7%	0.16	-49.8%	3.88	-8.5%	0.07	-17.1%	0.01	-74.1%
小商品城	153.19	17.3%	34.61	0.1%	50.38	-5.8%	14.81	-16.1%	16.05	-6.9%
焦点科技	16.01	13.6%	4.28	2.8%	5.45	11.3%	1.68	37.9%	1.61	36.2%
巨星科技	122.89	10.2%	20.43	-5.2%	46.15	11.8%	7.39	-16.3%	7.24	-7.3%
常润股份	24.77	12.6%	1.50	-8.7%	9.41	17.6%	0.59	4.3%	0.55	5.5%
大叶股份	27.69	-9.9%	-0.61	转亏	4.90	-6.1%	-0.81	减亏	-0.88	减亏
跨境出海合计	1152.36	16.5%	103.26	3.9%	406.17	12.5%	36.53	-10.1%	40.02	11.1%

来源：公司公告，东方财富，国金证券研究所

从重点公司累计收入、毛利率变化趋势来看，板块内部分化持续演绎，精品赛道增长韧性仍存，泛品企业盈利修复延续，平台类标的Q3盈利出现波动。

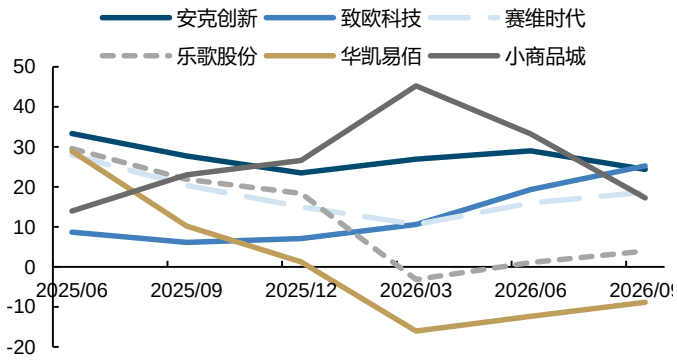
精品企业收入保持增长，安克归母下降主要受非经常性损益变化影响。安克创新26Q1-3收入261.40亿元，同比增长24.4%，归母净利润22.61亿元，同比增长17.0%；Q3归母净利润同比下降27.0%，而扣非净利润8.40亿元、同比增长61.2%，公允价值变动损益是两者分化的重要原因。绿联科技前三季度收入91.81亿元，同比增长44.3%，归母净利润7.03亿元，同比增长50.7%，Q3归母净利润同比增长41.7%；致欧科技前三季度收入76.16亿元，同比增长25.2%，归母净利润3.75亿元，同比增长38.1%，Q3归母净利润同比增长59.2%。赛维时代前三季度收入97.22亿元，同比增长18.7%，归母净利润2.43亿元，同比增长15.7%；Q3收入35.21亿元，同比增长23.9%，归母净利润同比增长89.5%，服饰增长与非服业务调整共同影响业务结构。

泛品类企业盈利修复趋势延续，华凯易佰利润弹性持续释放。华凯易佰26Q1-3收入61.43亿元，同比下降8.9%，但归母净利润2.89亿元，同比大幅增长484.4%，毛利率提升6.3个百分点至39.04%，Q3单季利润同比增长877.1%，SKU结构优化及AI效率提升成效显著；吉宏股份收入57.91亿元，同比增长14.9%，归母净利润2.01亿元，同比下降6.8%，Q3单季利润同比下降55.6%，主要受投流成本增加影响；三态股份收入11.68亿元，同比下降6.7%，归母净利润0.16亿元，同比下降49.8%，中小泛品企业经营压力仍存。

平台类公司营收保持增长，Q3单季盈利表现有所分化。小商品城26Q1-3收入153.19亿元，同比增长17.3%，归母净利润34.61亿元基本持平，但Q3单季收入同比下降5.8%，归母净利润同比下降16.1%，主要受基数效应及贸易服务收入季节性波动影响；焦点科技收入16.04亿元，同比增长13.9%，归母净利润4.28亿元，同比增长2.8%，Q3单季利润同比增长37.9%，B端付费转化率提升带动盈利改善。

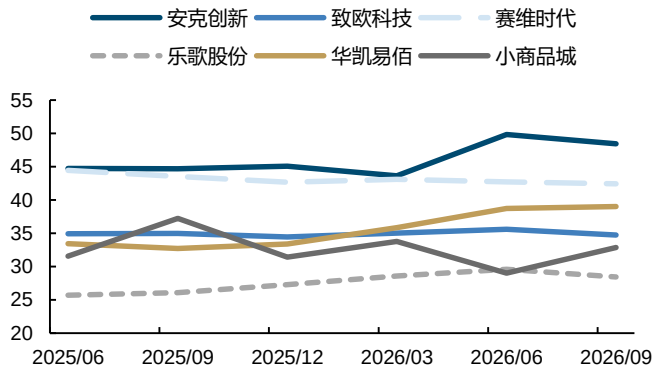
板块Q3扣非利润保持增长，分化集中在业务结构与非经常性损益。精品品牌的产品迭代支撑收入，泛品企业的SKU与费用调整影响盈利效率；归母净利润下降则受到投资收益及公允价值变动等因素干扰。判断后续盈利持续性，应重点看收入增长能否覆盖履约、营销及研发投入，并结合扣非利润和现金回收检验。

图表8：跨境出海重点公司累计营收同比增速（%）



来源：iFind，国金证券研究所

图表9：跨境出海重点公司累计毛利率（%）

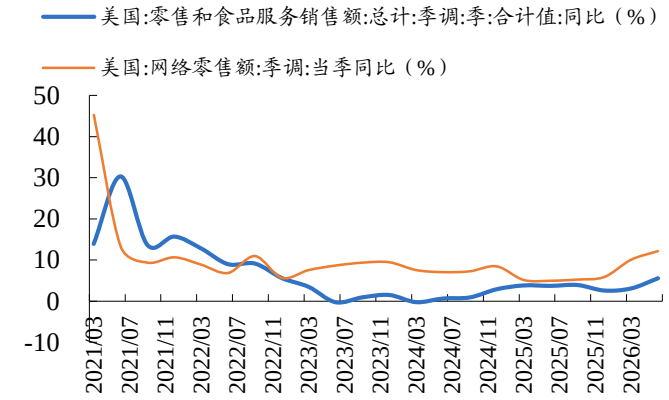


来源：iFind，国金证券研究所

美国零售线上化趋势持续，但三季度外部成本端扰动有所加剧。美国网络零售销售额同比增速持续跑赢零售大盘，线上渗透率仍存在提升空间，为国内跨境出口企业提供需求端支撑。成本层面，三季度美线海运运费价格持续走高，对出口企业盈利形成一定压制；同时人民币升值趋势有所强化，汇兑损益对企业利润的影响需持续跟踪。

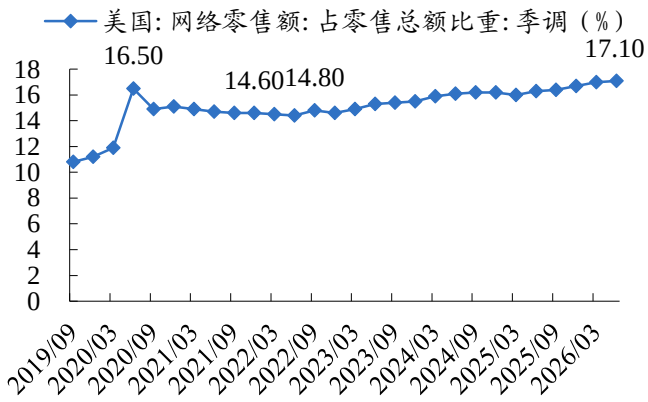
投资上关注主营增长和经营效率改善能够持续兑现的公司。关注安克创新扣非利润增长与产品升级、绿联科技收入和利润同步增长、致欧科技 Q3 利润增速提升，以及华凯易佰收入收缩背景下的盈利修复。海运与汇率变化对各公司影响取决于履约模式、收入币种及套期保值安排。

图表10：美国网络零售额同比增速持续超过大盘



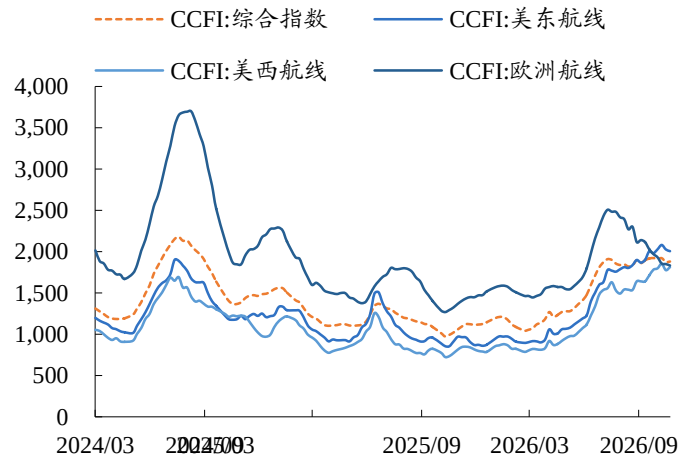
来源：iFind，国金证券研究所

图表11：2026 上半年美国零售线上化率持续提升



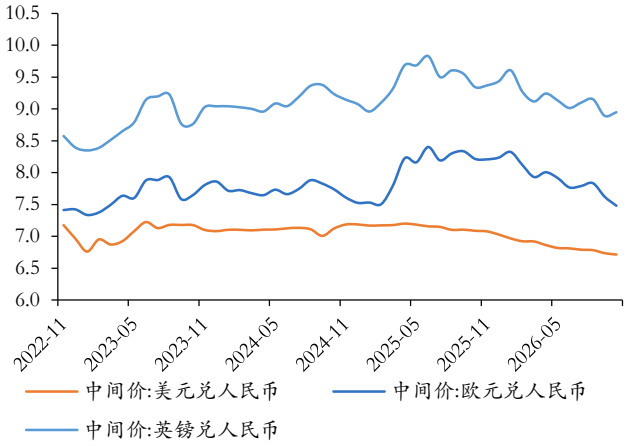
来源：iFind，国金证券研究所

图表12：主要航线集装箱运价走势



来源：iFind，国金证券研究所

图表13：美元、欧元及英镑兑人民币中间价走势



来源：iFind，国金证券研究所

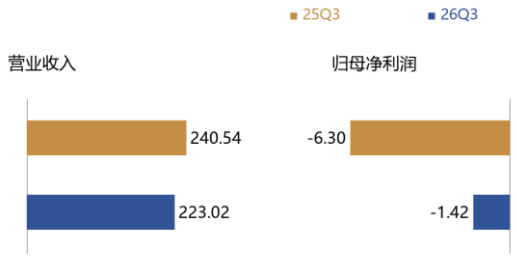
三、线下零售：业绩分化加剧，超市减亏与专业连锁扭亏为亮点

超市收入仍有压力，亏损收窄是本季主要变化。七家公司 26Q3 收入 223.02 亿元，同比下降 7.3%；归母净亏损 1.42 亿元，较上年同期 6.30 亿元减亏 77.4%；扣非净亏损 1.30 亿元，上年同期亏损 8.65 亿元。利润改善并非只来自非经常性损益，门店调整、成本费用控制及税费变化对各公司的影响仍有差异。

永辉减亏贡献较大，区域超市盈利表现相对稳定。永辉超市 26Q3 收入 114.50 亿元，同比下降 8.3%，归母净亏损 0.83 亿元，较上年同期 4.69 亿元明显收窄；红旗连锁收入 22.24 亿元，同比下降 3.3%，归母净利润 1.04 亿元，同比增长 2.1%；家家悦收入 43.32 亿元，同比下降 5.4%，归母净利润 0.32 亿元，同比增长 40.4%；中百集团收入 15.77 亿元，同比下降 18.5%，归母净亏损 2.03 亿元，同比收窄 37.6%。板块后续改善仍取决于门店调整后的销售恢复和费用覆盖。

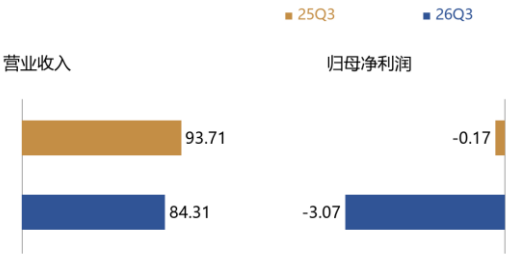
百货收入下降与亏损扩大并存，盈利修复仍有压力。十家公司 26Q3 收入 84.31 亿元，同比下降 10.0%；归母净亏损 3.07 亿元，上年同期亏损 0.17 亿元。王府井收入 21.27 亿元，同比下降 9.4%，归母净利润转亏；翠微股份、茂业商业亏损扩大，天虹股份亏损收窄，东百集团、杭州解百仍保持盈利。业态调整能否带来销售增长及费用摊薄，是公司后续分化的关键。

图表14：超市板块 Q3 收入与归母净利润对比（亿元）



来源：公司公告，东方财富，国金证券研究所

图表15：百货板块 Q3 收入与归母净利润对比（亿元）



来源：公司公告，东方财富，国金证券研究所

图表16：超市、百货公司Q3业绩汇总

公司	Q3收入	同比	Q3归母	同比	Q3扣非	同比	Q3毛利率
永辉超市	114.50	-8.3%	-0.83	减亏	-0.33	减亏	22.69%
步步高	11.75	10.1%	-0.08	转亏	-0.22	减亏	33.83%
国光连锁	7.03	2.6%	-0.11	增亏	-0.10	减亏	18.75%
红旗连锁	22.24	-3.3%	1.04	2.1%	0.96	-9.1%	27.70%
家家悦	43.31	-5.4%	0.32	40.4%	0.23	46.5%	24.50%
三江购物	8.41	-15.9%	0.26	12.7%	0.21	5.6%	25.65%
中百集团	15.77	-18.5%	-2.03	减亏	-2.05	减亏	23.10%
超市合计	223.02	-7.3%	-1.42	减亏	-1.30	减亏	24.14%
供销大集	3.57	-16.2%	-0.89	转亏	-1.11	增亏	28.56%
王府井	21.26	-9.4%	-0.19	转亏	-0.60	转亏	35.11%
翠微股份	3.94	-33.3%	-1.86	增亏	-0.77	减亏	28.24%
友阿股份	1.95	-11.3%	0.02	-77.7%	-0.02	转亏	54.26%
国芳集团	1.97	4.0%	0.20	-47.9%	0.18	7.7%	43.09%
武商集团	12.84	-4.3%	-0.37	减亏	-0.45	减亏	50.64%
茂业商业	3.87	-30.9%	-0.54	转亏	-0.44	转亏	57.58%
天虹股份	27.24	-5.1%	-0.53	减亏	-0.62	减亏	35.98%
东百集团	4.05	-5.8%	0.58	253.7%	0.22	76.9%	58.74%
杭州解百	3.59	-9.1%	0.51	33.1%	0.43	5.8%	70.99%
百货合计	84.31	-10.0%	-3.07	增亏	-3.18	增亏	41.49%

来源：公司公告，东方财富，国金证券研究所

多业态零售归母增长主要受非经常性损益支撑，扣非端仍承压。十家公司26Q3收入133.26亿元，同比下降11.6%；归母净利润3.55亿元，同比增长10.1%，扣非净利润由上年同期1.93亿元转为亏损0.32亿元。汇嘉时代收入6.26亿元，同比增长4.9%，归母净利润0.39亿元，同比增长188.9%；重庆百货收入32.46亿元，同比下降9.6%，归母净利润1.66亿元，同比下降23.7%；合百集团归母净利润3.35亿元，非经常性损益贡献较大。归母增长尚未对应板块主营盈利的普遍改善。

商业物业归母高增主要来自亏损收窄与个别公司扭亏。十家公司26Q3收入174.09亿元，同比下降20.4%；归母净利润14.58亿元，上年同期3.72亿元，同比增长292.1%。豫园股份归母净利润0.07亿元，美凯龙0.18亿元，均较上年同期扭亏；小商品城归母净利润14.81亿元，同比下降16.1%。亏损基数变化放大板块增幅，后续仍需看租赁、市场运营及各公司主业盈利的持续改善。

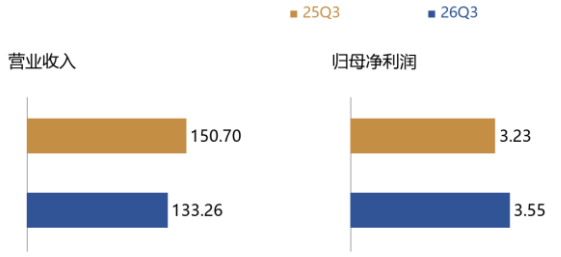
图表17：多业态零售、商业物业及专业连锁公司Q3业绩汇总

公司	Q3收入	同比	Q3归母	同比	Q3扣非	同比	Q3毛利率
百联股份	49.60	-14.4%	-0.10	减亏	-0.33	增亏	24.25%
重百集团	32.46	-9.6%	1.66	-23.7%	1.46	-37.0%	27.15%
大商股份	14.04	-0.8%	0.21	-66.4%	0.16	-69.6%	34.74%
ST文峰	2.79	-15.2%	-0.30	增亏	-0.37	增亏	40.35%
汇嘉时代	6.26	4.9%	0.39	188.9%	0.29	161.7%	32.68%
合百集团	13.73	-1.7%	3.35	24524.1%	-0.19	减亏	24.49%
鹏飞绿能	1.23	-11.4%	-0.11	转亏	-0.13	增亏	10.67%
益民集团	1.25	-11.0%	-0.21	增亏	0.14	扭亏	63.50%
利群股份	11.70	-29.0%	-1.38	转亏	-1.38	转亏	33.03%
上海九百	0.20	7.3%	0.04	-12.9%	0.05	-4.4%	14.39%
多业态合计	133.26	-11.6%	3.55	10.1%	-0.32	转亏	27.82%
小商品城	50.38	-5.8%	14.81	-16.1%	16.05	-6.9%	40.75%
豫园股份	59.64	-35.8%	0.07	扭亏	-0.71	减亏	21.24%
浙江东日	1.70	-7.8%	0.32	-30.5%	0.31	-30.4%	38.52%
居然智家	23.04	-15.1%	0.41	-40.9%	0.70	-12.3%	16.93%
农产品	14.72	-13.8%	0.93	26.8%	0.72	19.8%	24.61%
美凯龙	14.82	-9.2%	0.18	扭亏	0.22	扭亏	64.66%
深赛格	4.95	2.7%	0.15	-69.1%	0.14	-39.9%	15.58%
富森美	2.15	-22.0%	13	转亏	0.66	-40.2%	57.66%
汇通能源	0.31	17.7%	0.09	64.8%	0.09	83.3%	39.94%
轻纺城	2.39	11.3%	-0.26	增亏	-0.25	增亏	21.50%
商业物业合计	174.09	-20.4%	14.58	292.1%	17.95	52.4%	30.79%
孩子王	24.11	-1.1%	0.37	-44.4%	0.26	-37.9%	31.37%
爱施德	134.01	-4.3%	0.70	-39.8%	0.72	-33.3%	5.69%
天音控股	269.25	39.9%	0.13	150.2%	0.00	扭亏	3.50%
博士眼镜	4.23	7.4%	0.48	51.1%	0.42	43.6%	57.20%
华致酒行	13.47	10.9%	-0.09	减亏	-0.02	减亏	7.05%
吉峰科技	8.46	10.9%	-0.13	增亏	-0.14	减亏	8.22%
爱婴室	8.91	0.0%	0.12	109.4%	0.07	348.4%	26.99%
专业连锁合计	462.44	18.7%	1.58	扭亏	1.31	扭亏	6.72%

来源：公司公告，东方财富，国金证券研究所

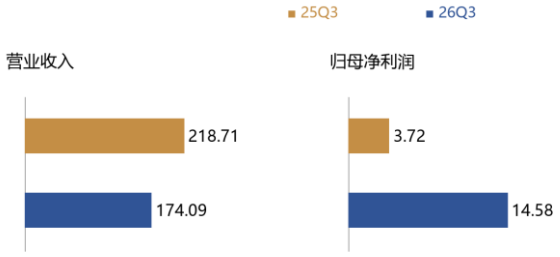
专业连锁Q3扭亏，但利润体量仍较小，赛道分化明显。七家公司收入462.44亿元，同比增长18.7%；归母净利润1.58亿元，上年同期亏损0.42亿元；扣非净利润1.31亿元，上年同期亏损1.17亿元。天音控股归母净利润0.13亿元，同比增长150.2%，扣非净利润约38万元；博士眼镜归母净利润0.48亿元，同比增长51.1%，扣非净利润0.42亿元，同比增长43.6%，主营盈利改善较为明确。华致酒行归母净亏损0.09亿元，同比大幅减亏，尚未扭亏；爱施德归母净利润0.70亿元，同比下降39.8%；吉峰科技归母净亏损0.13亿元，同比扩大；爱婴室归母净利润0.12亿元，同比增长109.4%；孩子王归母净利润0.37亿元，同比下降44.4%。

图表18：多业态零售 Q3 收入与归母净利润对比（亿元）



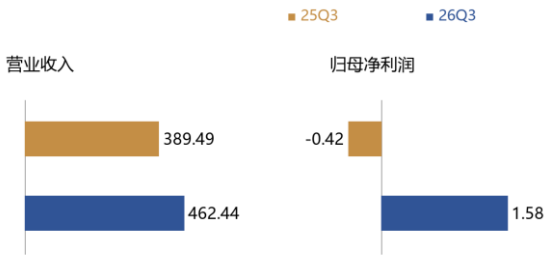
来源：公司公告，东方财富，国金证券研究所

图表19：商业物业 Q3 收入与归母净利润对比（亿元）



来源：公司公告，东方财富，国金证券研究所

图表20：专业连锁 Q3 收入与归母净利润对比（亿元）



来源：公司公告，东方财富，国金证券研究所

四、酒店：改革提效释放利润弹性，加盟结构升级持续推进

酒店利润先于收入改善，集团经营提效是本季主要驱动。26Q3 五家酒店公司合计收入 66.19 亿元、同比+0.4%，归母净利 8.76 亿元、同比+24.4%，扣非净利 8.44 亿元、同比+14.3%。锦江、首旅扣非净利分别增长 13.4%、11.3%，前三季度酒店样本经营现金净流入 63.76 亿元，上年同期 57.54 亿元，盈利修复伴随现金回收改善。

成熟店量价仍有压力，直营优化和产品组合改善支撑全网表现。首旅 Q3 不含轻管理的全网 RevPAR 为 186 元、同比-2.4%，成熟店 RevPAR 同比-7.8%，成熟店 ADR 同比-4.2%、OCC 同比下降 2.9 个百分点。锦江 Q3 境内有限服务酒店 RevPAR 同比-2.23%，直营 RevPAR 却增长 9.06%，直营改善与加盟门店压力并存。

图表21：酒店板块三季报及单 Q3 业绩汇总（亿元）

公司	前三季收入	同比	前三季归母	同比	Q3 收入	同比	Q3 归母	同比	Q3 扣非	同比
锦江酒店	106.79	4.3%	10.55	41.4%	38.78	4.4%	5.10	35.9%	4.89	13.4%
首旅酒店	55.73	-3.6%	8.22	8.9%	19.94	-6.0%	3.81	6.5%	3.78	11.3%
君亭酒店	4.98	-1.5%	0.12	26.1%	1.67	-6.9%	0.03	-20.0%	0.02	-63.7%
华天酒店	3.84	-3.4%	-1.49	减亏	1.44	-0.8%	-0.36	减亏	-0.41	减亏
金陵饭店	12.47	-2.8%	0.45	11.2%	4.36	0.9%	0.18	5.8%	0.16	9.6%

来源：公司公告，东方财富，国金证券研究所

锦江境内外直营改善、加盟收费与直销共同贡献增量。Q3 持续加盟及劳务派遣服务收入 12.78 亿元、同比+5.70%，前期服务费同比-15.32%；开业 360 家、退出 188 家，净增 172 家。线上直销预订率 43.67%，同比提升 12.49 个百分点。境外整体 RevPAR 由 Q2 同比-5.21%转为 Q3 的+0.75%，其中直营同比+12.69%；境外收入欧元口径增长 7.40%、人民币口径增长 1.32%，汇率折算抵消部分增量。

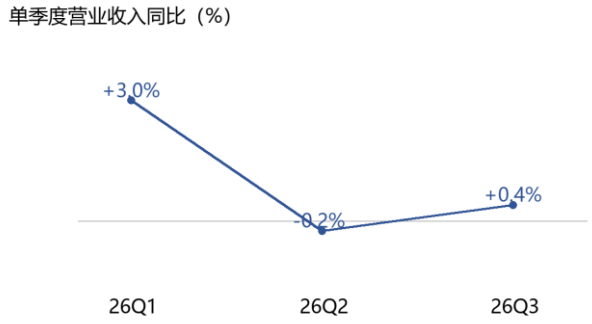
维也纳全资化增加利润归属，改革收益继续向归母端释放。锦江前三季度毛利率同比提升 0.89 个百分点、管理费用率下降 0.25 个百分点，财务费用减少约 0.47 亿元，有效税率由 33.2%降至 25.5%。公司以 8.11 亿元收购维也纳酒店及百岁村餐饮各 10%股权，截至 10 月 31 日维也纳已实现全资持有。维也纳 26H1 净利 2.30 亿元，新增持股有望在后

续经营中增加归母贡献。

首旅高毛利管理业务扩张，轻资产与中高端升级提高盈利稳定性。2025 年酒店管理业务毛利率 76.9%，高于酒店运营业务的 18.1%；轻管理店数占比 44.0%，但单店收费较低。前三季度管理收入同比+11.59%、直营运营收入同比-11.07%，直营平均可售房量下降 9.6%，业务结构切换对利润形成支撑。销售及财务费用分别减少约 0.48 亿元、0.52 亿元，酒店业务利润总额同比增长 14.64%。

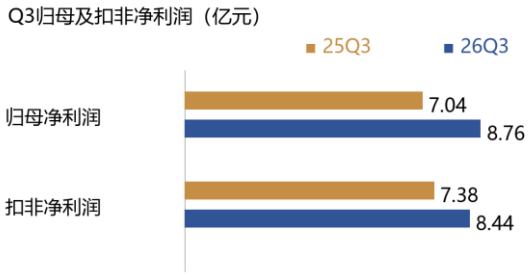
标准加盟拓展和成熟店收益决定后续增长质量。首旅 Q3 新开 406 家，其中标准店 209 家、占比 51.5%；储备店 1595 家，其中标准店 1122 家，较 6 月末分别减少 46 家、89 家。国庆不含轻管理酒店 RevPAR 可比同比+4.5%，需求端出现积极变化。看好锦江直营、渠道改革和首旅加盟结构升级带来的利润释放，后续经营弹性来自成熟店收益回升与新签补充。

图表22：酒店板块单季度营收同比增速



来源：公司公告，东方财富，国金证券研究所

图表23：酒店板块 Q3 归母及扣非净利润对比



来源：公司公告，东方财富，国金证券研究所

五、免税：海南份额提升与毛利改善兑现，渠道拓展接续增长

中免 Q3 利润修复延续，海南份额与毛利改善是经营亮点。中国中免 26Q3 收入 111.66 亿元、同比-4.7%，归母净利 5.64 亿元、同比+24.6%，扣非净利 5.65 亿元、同比+28.2%。前三季度收入 388.21 亿元、同比-2.6%，归母净利 36.70 亿元、同比+20.3%。

离岛免税增速放缓，公司竞争地位继续巩固。前三季度海南离岛免税购物金额 254.6 亿元、同比+14.9%，购物人次 376.5 万人次、同比+9.8%；Q3 购物金额 55.4 亿元、同比+2.59%。7—8 月购物金额 38.2 亿元、同比+4.1%，人数同比+3.4%，测算客单同比约+0.7%，暑期销售主要由人数带动。中免截至 9 月末海南市场份额同比提升逾 2 个百分点，规模恢复偏慢时仍取得份额增量。

图表24：免税板块三季报及单 Q3 业绩汇总（亿元）

公司	前三季收入	同比	前三季归母	同比	Q3 收入	同比	Q3 归母	同比	Q3 扣非	同比
中国中免	388.21	-2.6%	36.70	20.3%	111.66	-4.7%	5.64	24.6%	5.65	28.2%

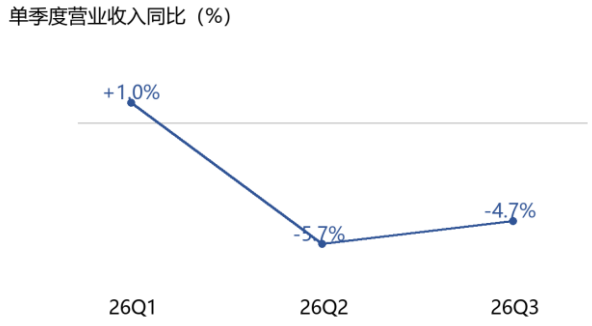
来源：公司公告，东方财富，国金证券研究所

毛利改善支撑利润，销售费用上升消耗部分增量。Q3 综合毛利率 33.99%，同比提升 1.98 个百分点；销售费用率同比提升 1.86 个百分点，管理费用率下降 0.51 个百分点。按财务数据测算，毛利额同比增加约 0.46 亿元，销售费用增加约 1.06 亿元、管理费用减少约 0.78 亿元。利润总额同比增长 10.34%，少数股东损益由 1.05 亿元降至 0.01 亿元，进一步放大归母增幅。

机场新品类、海外整合与海南新项目扩大经营场景。9 月中免在浦东 T2、首都 T3 陆续开设 Apple 免税店，首都 T3 进境店 10 月 1—6 日销售额超过 2700 万元、同比增长 25%。前三季度国际业务收入同比+71%，包含 DFS 收购后的业务扩张。三亚中免太古里项目占地约 21 万平方米，计划自 2026 年起分阶段开放。机场客流与新品类经营、DFS 整合和海南项目爬坡有望形成后续增量。

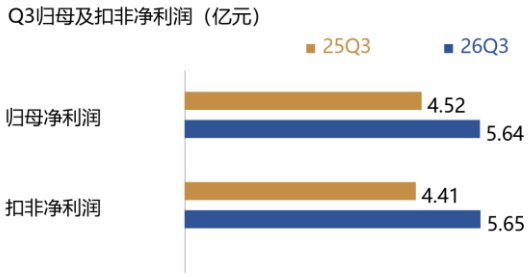
采购备货增加占用资金，库存周转是利润修复的重要配套。Q3 经营现金净流出 4.12 亿元，上年同期净流入 7.81 亿元；前三季度经营现金净流入 20.67 亿元，低于去年 33.88 亿元，主要受收入减少和采购付款增加影响。期末存货 190.73 亿元，较年初增长 24.65%。公司拟每股派息 0.40 元，合计 8.31 亿元，占前三季度归母净利 22.65%。看好份额及毛利改善带来的盈利修复，新业务销售爬坡与库存消化将影响现金回收。

图表25：免税板块单季度营收同比增速



来源：公司公告，东方财富，国金证券研究所

图表26：免税板块Q3归母及扣非净利润对比



来源：公司公告，东方财富，国金证券研究所

六、旅游：量增价弱叠加天气扰动，旺季经营杠杆承压

出游总量保持增长，单次消费偏弱压制目的地盈利。前三季度国内出游53.07亿人次、同比+6.2%，花费4.95万亿元、同比+2.2%，按同比因子测算单次出游花费下降约3.8%。15家旅游样本26Q3收入101.19亿元、同比+1.2%，归母净利8.04亿元、同比-15.7%，扣非净利7.60亿元、同比-20.0%，利润表现弱于客流总量。

集团收入增长掩盖核心景区压力，剔除中青旅后板块收入明显下降。中青旅占样本Q3收入约38.3%，集团收入同比+22.7%；乌镇游客同比-22.28%、收入-12.77%、净利-50.49%，古北水镇游客同比+6.15%、收入-1.43%，净亏损约0.52亿元。低毛利业务增长和高毛利景区收入下滑并存，剔除中青旅后其余14家收入62.41亿元、同比-8.7%。

图表27：旅游板块三季报及单Q3业绩汇总（亿元）

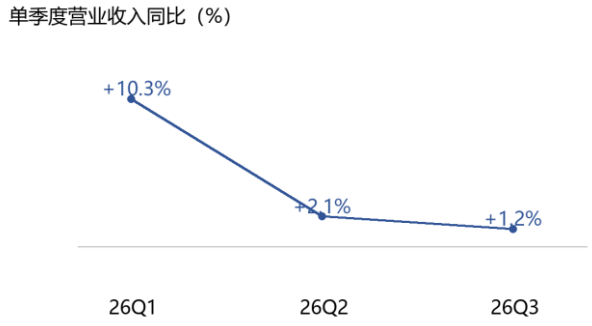
公司	前三季收入	同比	前三季归母	同比	Q3收入	同比	Q3归母	同比	Q3扣非	同比
中青旅	92.64	15.4%	0.34	-71.6%	38.78	22.7%	0.12	-77.5%	0.08	-84.3%
岭南控股	35.93	5.2%	0.75	14.2%	13.57	2.5%	0.18	15.0%	0.13	5.9%
众信旅游	47.29	-9.8%	0.68	1.1%	19.29	-18.5%	0.37	39.4%	0.36	36.4%
祥源文旅	9.27	6.0%	0.83	-46.5%	3.72	3.3%	0.37	-45.5%	0.38	-41.3%
桂林旅游	3.13	-7.7%	0.15	-58.0%	1.12	-21.4%	0.09	-67.9%	0.08	-67.2%
丽江股份	6.79	2.9%	2.27	18.1%	2.60	-8.0%	0.94	-3.5%	0.93	-3.8%
黄山旅游	15.30	-0.3%	2.14	-15.7%	5.42	-9.0%	0.83	-34.3%	0.80	-35.2%
峨眉山A	6.66	-9.1%	2.13	-9.0%	2.23	-19.0%	0.91	-19.8%	0.92	-18.7%
九华旅游	6.97	4.3%	1.92	6.1%	1.97	6.6%	0.40	1.9%	0.38	1.4%
天目湖	3.33	-13.8%	0.49	-41.6%	1.06	-23.7%	0.10	-63.9%	0.09	-66.7%
长白山	6.50	2.1%	1.40	-6.3%	3.73	-7.0%	1.39	-8.5%	1.40	-8.0%
三峡旅游	7.11	16.7%	1.39	61.3%	2.96	22.0%	0.59	165.0%	0.53	54.3%
西藏旅游	1.64	2.2%	0.33	2.0%	0.70	-0.5%	0.30	-0.5%	0.24	-20.6%
大连圣亚	3.96	-7.7%	0.91	38.3%	2.06	-15.3%	0.75	-8.4%	0.62	-28.8%
三特索道	4.87	-3.3%	1.24	-10.5%	1.99	-5.7%	0.70	-1.2%	0.66	-5.3%

来源：公司公告，东方财富，国金证券研究所

天气扰动放大旺季损失，目的地分流和刚性成本拖累利润。黄山强降雨增加、台风闭园6日，Q3收入同比-9.0%、扣非净利-35.2%；中青旅提及周边同质化目的地竞争，天目湖业务量与目的地客单价下降Q3营业成本同比+6.1%，高于收入增速，毛利率下降3.45个百分点，索道、演艺、酒店和园区维护的固定支出放大利润波动。

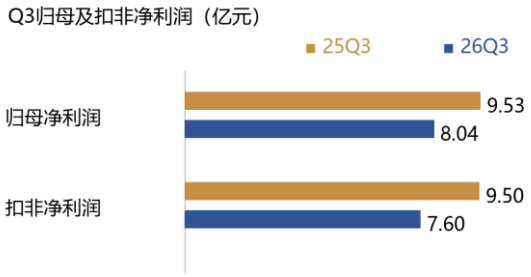
新增产品和结算价格改善带来逆势增长。三峡旅游前三季度收入同比+16.7%，公司披露增量来自新增省际度假游轮及"两坝一峡"产品外部结算价调增；同期观光游轮游客224.25万人、同比-2.67%。Q3扣非净利同比+54.3%，新产品和价格结构改善抵消传统客流压力。天然资源景区依靠资源稀缺性与单位客流收益，人造目的地则更依赖内容更新、住宿和二次消费，产品扩容与运营改善是公司分化的核心。

图表28：旅游板块单季度营收同比增速



来源：公司公告，东方财富，国金证券研究所

图表29：旅游板块 Q3 归母及扣非净利润对比



来源：公司公告，东方财富，国金证券研究所

七、 教育：K12、职教盈利改善，公考交付与成本调整延续

教育板块盈利下降集中于公考，非公考培训经营改善延续。五家 A 股教育样本 26Q3 收入 21.75 亿元、同比-4.1%，归母净亏损 0.09 亿元，上年同期盈利 1.50 亿元；扣非净利 0.39 亿元、同比-70.5%。剔除中公、华图后，行动、传智和学大三家公司收入 11.60 亿元、同比+13.2%，扣非净利 1.51 亿元、同比+100.8%，需求与盈利表现显著分化。

公考产品周期拉长，收入结转与基地投入错位。华图前三季度非学历培训合同负债 11.74 亿元、同比+26.26%，其中课程交付类预收 9.84 亿元、同比+44.59%，与考试通过相关的可退费预收 1.29 亿元、同比-38.86%。公司披露招录岗位缩减、竞争加剧及直通车结转周期拉长，长周期课程增加收入储备，同时延长授课与交付。

图表30：教育板块三季报及单 Q3 业绩汇总（亿元）

公司	前三季收入	同比	前三季归母	同比	Q3 收入	同比	Q3 归母	同比	Q3 扣非	同比
中公教育	15.57	-6.1%	0.50	-45.6%	3.87	-22.8%	-0.23	转亏	-0.27	转亏
华图山鼎	21.71	-11.9%	-1.16	转亏	6.28	-15.2%	-1.49	转亏	-0.84	转亏
行动教育	6.57	16.1%	2.71	26.1%	2.29	3.3%	0.99	19.0%	0.92	14.9%
传智教育	4.34	61.4%	0.78	扭亏	1.74	64.1%	0.43	扭亏	0.42	扭亏
学大教育	29.19	11.7%	3.21	38.7%	7.57	8.6%	0.20	1297.0%	0.17	扭亏

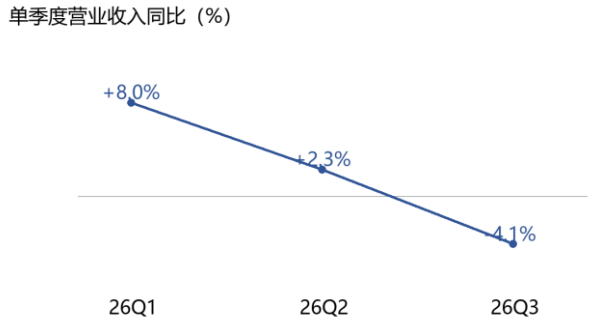
来源：公司公告，东方财富，国金证券研究所

股份支付和基地扩张共同拖累华图利润，经营调整仍在持续。前三季度终止股权激励一次性确认股份支付 1.23 亿元，剔除后净利仍仅 732 万元；Q3 扣非亏损 0.84 亿元。同期租赁负债较年初增加 33.0%，长期待摊费用增加 58.0%，固定资产增加 31.4%，培训基地投入先于部分收入确认。中公 Q3 收入同比-22.8%、扣非亏损 0.27 亿元，竞争压力同时影响其他公考机构。

传智 AI 培训招生增长释放经营杠杆，订单和现金共同改善。前三季度收入同比+61.4%，增长来自 AI 开发与应用培训报名和学历在校生增加；合同负债较年初增长 46.6%，经营现金净流入 2.06 亿元，上年同期 0.83 亿元。Q3 收入 1.74 亿元、同比+64.1%，扣非净利 0.42 亿元，实现扭亏。毛利率约 63.5%、同比提升 8.0 个百分点，销售、管理及研发费用率下降，校区利用率提升和固定费用摊薄推动盈利。

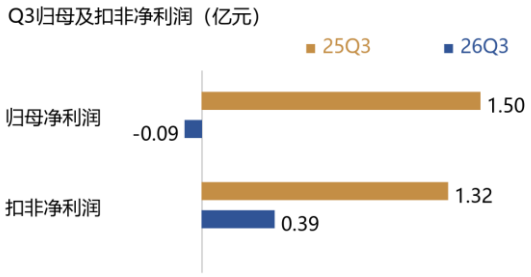
行动教育与学大收入、利润和回款延续改善。行动教育前三季度经营现金净流入 3.10 亿元、同比+99.0%，Q3 收入同比+3.3%、扣非净利+14.9%，高毛利产品与费用效率共同支撑利润。学大 Q3 收入同比+8.6%，前三季度扣非净利 3.20 亿元、同比+53.0%，经营现金净流入 8.80 亿元，上年同期 7.62 亿元。关注企业管理培训订单、职业培训招生和 K12 交付效率带来的持续利润贡献。

图表31：教育板块单季度营收同比增速



来源：公司公告，东方财富，国金证券研究所

图表32：教育板块Q3归母及扣非净利润对比



来源：公司公告，东方财富，国金证券研究所

风险提示

消费复苏不及预期：若居民消费意愿恢复较慢，可能影响黄金珠宝、酒店、旅游及线下零售等板块终端需求。

行业竞争加剧：若跨境电商、零售、酒店及教育培训行业竞争加剧，价格竞争和获客投入可能对企业盈利能力造成压力。

海外贸易政策变化：若跨境电商企业面临关税、贸易政策及汇率波动等外部环境变化，可能影响出口业务盈利水平。

金价波动：黄金价格大幅波动可能影响消费者购买意愿，并对黄金珠宝企业库存及盈利水平造成扰动。

政策及外部环境变化：免税和教育业务可能受政策调整影响；旅游、酒店易受极端天气及突发事件影响，可能导致经营恢复低于预期。

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