国金证券 SINOLINK SECURITIES

2026 年 11 月 08 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

美国中期选举翻蓝，关注外部环境预期修复机会

核心观点

2026 年 11 月 3 日美国中期选举民主党赢得国会参众两院，席位优势超选前预期。新一届国会将于 2027 年 1 月 3 日就职，在此之前共和党仍掌握两院。府院分裂背景下，民主党主导的国会或将在政府拨款、对外战争开支、AI 监管与对盟友关税缓和等方向产生政策影响。考虑到跨境贸易及金价对美国政策变化的敏感度较高，我们对不同政策组合情景及板块景气度影响进行了梳理和总结。

整体来看，跨境电商景气度主要受美国终端需求、关税与包裹合规成本、海运汇率、头部份额与平台规则驱动；黄金珠宝景气以国内金价、婚庆贺岁旺季与本土消费为主线，美国政策主要通过金价宏观通道（美元、实际利率、避险情绪）间接传导。**1）跨境电商：**持续聚焦品牌化、合规化、布局海外仓及东南亚/墨西哥本地化产能的头部出海龙头，优选供应链与产品力领先、利润率和现金流稳健的标的；依赖直邮铺货、关税与合规敞口较高的白牌卖家或将持续承压。**2）黄金珠宝：**金价企稳后一口价质价比有望修复，优选一口价占比提升、终端动销与门店扩张持续验证的头部品牌；关注实际利率回落带来的估值修复，现金流与分红确定性强的龙头优先配置。

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。

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。

商超百货：国内线下零售处于出清与结构分化阶段，超市减亏趋势明确、百货仍承压，建议关注现金流稳健、供应链壁垒、同店经营改善的龙头公司，低预期+边际改善带来估值修复机会。

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，关注外贸环境改善相关催化。

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 7
三、行情回顾 8
四、投资建议 9
五、风险提示 10

图表目录

图表 1： 美国民主党分领域政策倾向与后续政策端可能影响 3
图表 2： 政策倾向对黄金珠宝/跨境电商两板块景气度影响情景分析 4
图表 3： 现货金价高位震荡整理，美元指数自高位缓慢下调，负相关或延续 5
图表 4： 全球央行持续净购金，三季度进一步加码，中长期官方买盘托底金价中枢 5
图表 5： CCFI 综合指数高位回落，欧线领跌但仍处年内高位 6
图表 6： 美元、欧元、英镑兑人民币同步回落，人民币被动升值 6
图表 7： 26W31-26W40 全国酒店 RevPAR 同比增速（分档次） 7
图表 8： 社零增速探底回升，9 月边际改善信号明确 8
图表 9： 结构性分化走阔，服务消费仍是结构性亮点 8
图表 10： 上周商贸零售板块涨跌幅（%） 8
图表 11： 上周商贸零售板块涨跌幅走势（%） 8
图表 12： 上周大消费行业涨跌幅排序 9

一、核心观点及公司动态

2026 年 11 月 3 日美国中期选举民主党赢得国会参众两院，席位优势超选前预期。新一届国会将于 2027 年 1 月 3 日就职，在此之前共和党仍掌握两院。府院分裂背景下，民主党主导的国会或将在政府拨款、对外战争开支、AI 监管与对盟友关税缓和等方向产生政策影响。

图表1：美国民主党分领域政策倾向与后续政策端可能影响

政策领域	民主党主流倾向	可能影响
AI 投资与监管	支持 AI 创新但强化安全监管与利益再分配；监管大概率走两党合作路径，后两年实际落地程度预计有限	AI 资本开支增速或边际放缓；监管或聚焦前沿模型监督与数据中心电价规则；实际利率下行部分对冲估值压力
外贸 / 关税	反对全面高关税，主张修复对盟友正常贸易关系；对华维持关税壁垒与竞争框架	对盟友关税边际缓和，但对华贸易限制延续；出口链、跨境电商外部压力难显著缓解；本土制造、关键产业链扶持方向不变
民生 / 财政再分配	扩大医保与社会福利、提高劳动者收入与议价权，累进税负向大企业与高收入群体倾斜；明确 "医保优先、而非战争支出"	财政拨款边际转向民生与工人补贴，家庭财务状态或有改善；但政府拨款谈判复杂性提升，或造成部分政府停摆可能性加大。
外交 / 战争	援乌为优先事项；对以军援分歧加大；约束未经国会授权的战争与巨额军费，以拨款权、议会监督、人事确认限制白宫对外军事空间	中东方向持续性大规模冲突概率下降，地缘中期趋缓，油价与通胀预期或有回落。

来源：新华社，21 经济网，网易新闻，国金证券研究所

考虑到跨境贸易及金价对美国政策变化的敏感度较高，我们对不同政策组合情景及板块景气度影响进行了梳理和总结。以下仅为情景推演，政策落地节奏与力度存在不确定性；板块景气最终仍取决于自身供需与业绩兑现，表中方向为条件式判断，不构成确定性结论。

整体来看，跨境电商景气度主要受美国终端需求、关税与包裹合规成本、海运汇率、头部份额与平台规则驱动；黄金珠宝景气以国内金价、婚庆贺岁旺季与本土消费为主线，美国政策主要通过金价宏观通道（美元、实际利率、避险情绪）间接传导。

跨境电商：聚焦品牌化、合规化、布局海外仓及东南亚/墨西哥本地化产能的头部出海龙头，优选供应链与产品力领先、利润率和现金流稳健的标的；依赖直邮铺货、关税与合规敞口较高的白牌卖家或将持续承压。

黄金珠宝：金价企稳后一口价质价比有望修复，优选一口价占比提升、终端动销与门店扩张持续验证的头部品牌；关注实际利率回落带来的估值修复，现金流与分红确定性强的龙头优先配置。

图表2：政策倾向对黄金珠宝/跨境电商两板块景气度影响情景分析

政策领域（美国民主党倾向）	对跨境电商的传导与景气影响	对黄金珠宝的传导与景气影响
AI 投资与监管：支持创新但强化安全监管与利益再分配，监管走两党合作、落地程度预计有限	**直接影响偏中性**。AI 选品、客服、营销与供应链工具的迭代节奏或随资本开支边际放缓而略缓；而监管聚焦前沿模型与数据中心电价，对出口卖家成本扰动有限。	**中期 GDP / 利率链条影响利好**：AI 资本开支直接拉动数据中心、芯片、电力投资并计入 GDP；景气强则增长与通胀预期偏强、利率偏鹰，压制无息资产金价；开支放缓则增长通胀降温、实际利率与期限溢价中期回落，对金价中枢偏支撑。
	间接传导偏利好：AI 高景气拉动美国投资与 GDP、算力产业链相关高薪岗位扩张，但并未显著支撑大众居民收入与消费，反而推高利率恶化家庭财务状况；若开支放缓，增长与通胀预期降温、实际利率下行，反而对居民消费有一定支撑。	**资金轮动存在两面性**：常态为机会成本下的资金分流 ——AI 赚钱效应强时热钱涌向科技股、黄金吸引力下降，AI 降温时部分资金或回流黄金；但短期流动性踩踏时股金可能同跌，冲击幅度取决于杠杆拥挤度、保证金比例、美元美债方向及央行购金、买盘承接力。
外贸 / 关税：反对全面高关税、修复盟友关系；对华维持关税壁垒与竞争框架	**出海门槛持续提升、竞争出清**，利好具备产品及供应链优势的头部品牌。对华关税与包裹清关限制延续，直邮模式成本与合规压力难显著缓解；对盟友关税缓和或利于已布局东南亚、墨西哥等本地化产能的龙头；本土制造与产业链回流扶持下，白牌直邮空间持续收窄，品牌化、海外仓、本地化经营的头部相对受益。	**影响偏中性。**
民生 / 财政再分配：扩大医保福利、提升劳动者收入与议价权，累进税负向大企业与高收入群体倾斜	**需求端偏正面影响，但成本端或有一定对冲**。 1）需求端：儿童税收抵免、托育与医保减负若落地，美国家庭可支配收入与财务状态改善，利好可选消费品与线上需求。 2）用工成本上行、累进税负或抬升在美运营成本。 3）政策扰动：政府拨款谈判复杂、停摆风险或短期扰动消费情绪与政策环境	**影响偏中性。**
外交 / 战争：援乌优先、对以军援分歧加大；约束未经授权的战争与巨额军费	**边际偏正面**。中东大规模冲突概率下降、地缘中期趋缓，油价与通胀预期回落，利于海运物流成本与终端需求环境改善。	**整体影响偏利好。** **1）通胀-利率逻辑：**冲突→油价→通胀预期→加息预期→实际利率上行压制金价；趋缓→油价与通胀回落→美联储鹰派软化→实际利率中期回落支撑金价。 **2）流动性挤兑逻辑：**全球流动性挤兑/资金避险阶段美元偏强压制金价，战后利率压力缓解、美元中期偏弱支撑金价。 **3）中长期避险逻辑：**局势降温并不会快速使溢价回落，全球央行持续购金形成中长期买盘承接。

来源：新华社，21 经济网，网易新闻，国金证券研究所

黄金珠宝：

三季度美国通胀、就业数据反复扰动美联储加息预期，美债收益率波动放大，金价博弈属性较强并出现显著回调；随着加息预期逐步充分定价，后续金价大幅下行的空间或相对有限。结构上看，全球央行长期保持净购金，中长期官方买盘对金价中枢形成托底；叠加货币政策预期边际缓和，金价中期中枢有望维持震荡。

行业分化加剧，金价趋稳利好头部品牌质价比修复，持续重点关注老铺黄金、周大福：

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，中报验证系行业整体承压而非公司竞争力下滑，金价稳中有升情形下有利于公司拓客，金价逆风情形下则深耕高客、优化门店，

门店点位优化、摆件等产品升级提价及出海仍有较大增量贡献；3）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，短期股价调整反而加强赔率，带来较好布局窗口，持续看好。

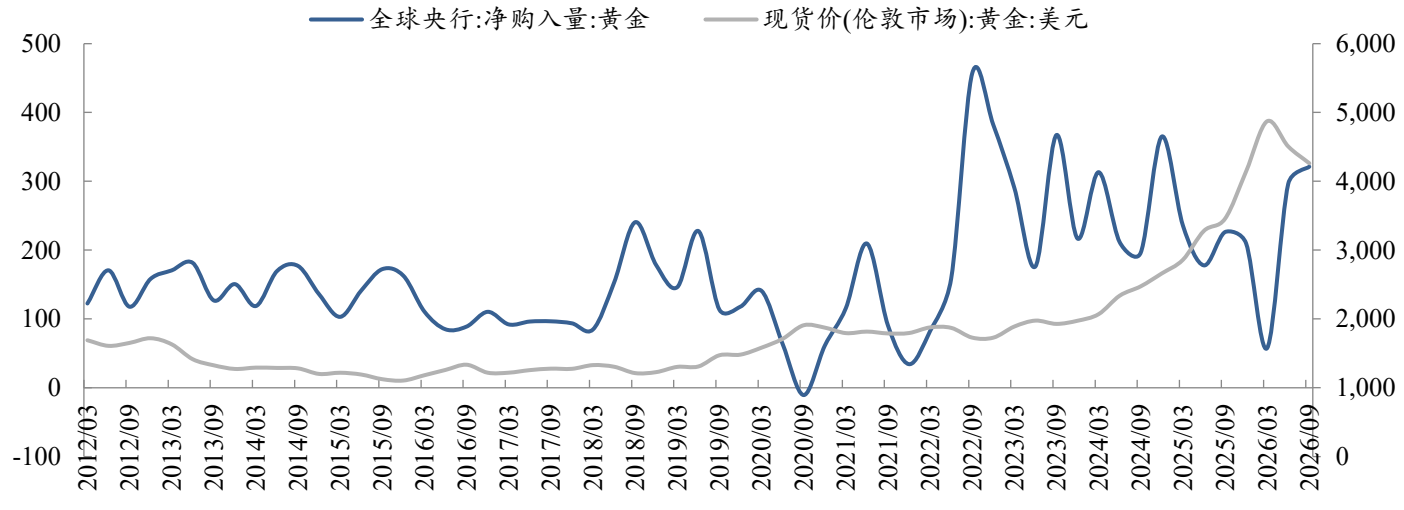
周大福：港资头部经营韧性凸显，渠道精细化运营叠加产品结构升级驱动业绩兑现。公司在内地渠道精细化管控、高工黄金产品放量层面优势显著，盈利表现优于多数内地品牌；金价趋稳环境下，品牌门店网络与产品力支撑终端拓客与门店优化，估值具备修复空间。

图表3：现货金价高位震荡整理，美元指数自高位缓慢下调，负相关或延续



来源：Wind，国金证券研究所

图表4：全球央行持续净购金，三季度进一步加码，中长期官方买盘托底金价中枢



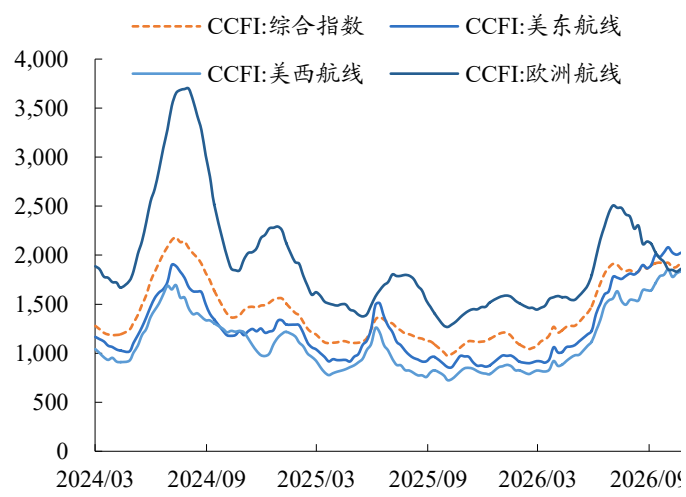
来源：Wind，国金证券研究所

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

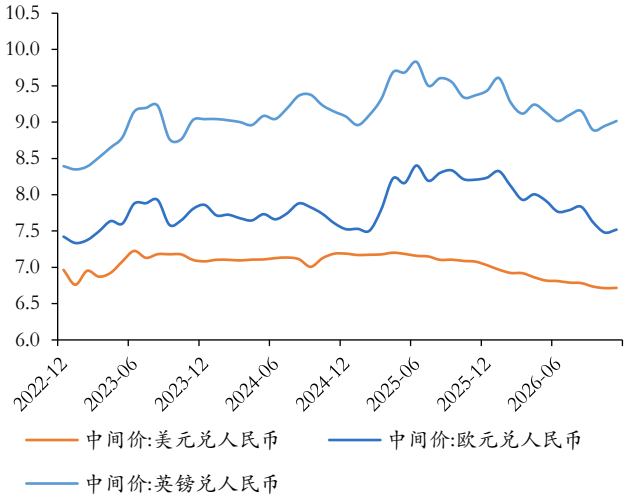
分化，持续看好头部出海品牌。

图表5：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6：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

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。

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%

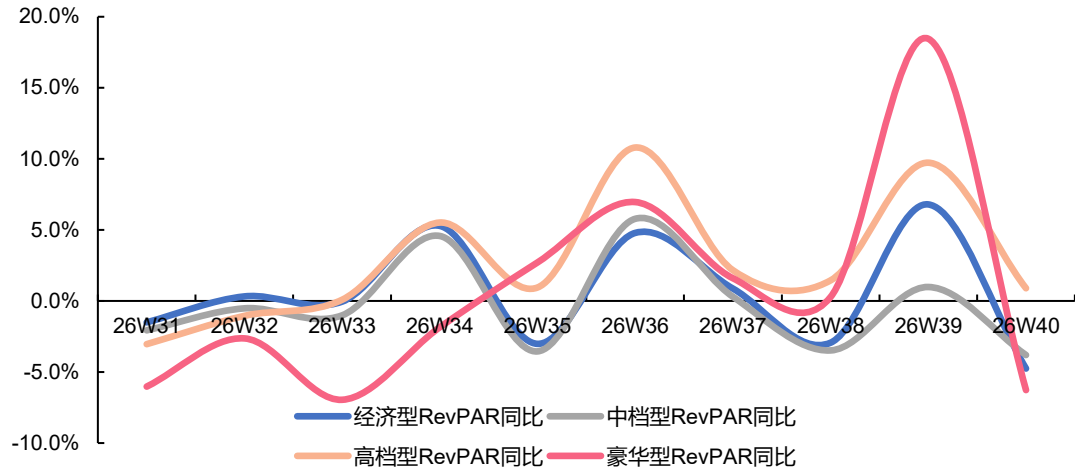
OCC：经济/中档/高档/豪华 yoy-2.6%/-1.8%/2.9%/-0.7%

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 7：26W31-26W40 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。

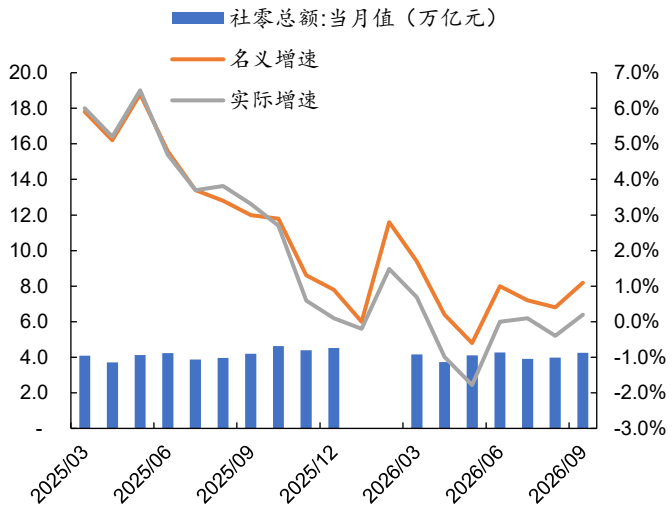
汽车与地产后周期仍是主要拖累项。9 月汽车类零售额同比下降 21.2%，降幅较 6 月的 16.1%进一步走阔，为社零最大拖累项；家电类同比增长 1.9%转正，尽管 1 至 9 月累计仍下降 4.9%，显示以旧换新政策边际见效。家具类下降 3.0%、建筑及装潢材料类下降 9.2%，地产后周期链条仍在磨底。值得注意的是，金银珠宝类同比下降 9.6%，但降幅较 8 月的

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。

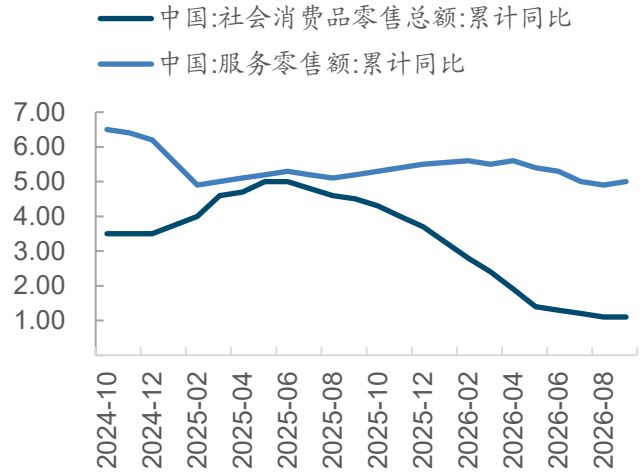
网上零售增速相对稳定，吃类与服务消费为结构性亮点。1 至 9 月网上商品和服务零售额同比增长 4.4%，其中网上商品零售额增长 3.8%，内部分化明显——吃类增长 15.8%、穿类增长 3.4%、用类仅增长 0.8%；网上服务零售额增长 5.3%，服务消费继续成为结构性亮点。

图表8：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9：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（2026/11/2–2026/11/6）A 股市场震荡反弹，上证指数、深证成指、沪深 300 分别上涨 1.39%、3.16%、1.73%；港股市场表现强势，恒生指数、恒生科技指数分别上涨 5.10%、8.61%。商贸零售（申万）板块周度上涨 5.01%，跑赢沪深 300 及主要宽基指数，在大消费板块中涨幅居前。

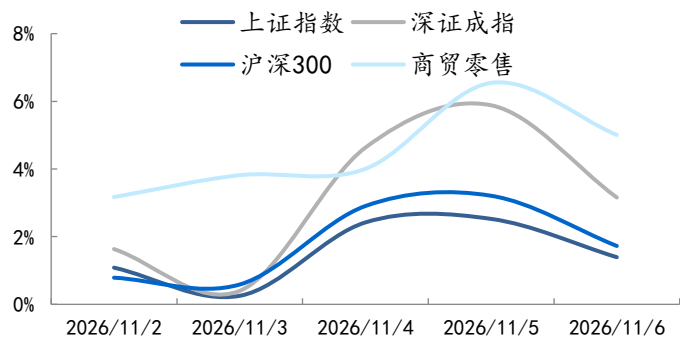
板块表现方面，社会服务、商贸零售在本周大消费细分板块中涨幅居前，主要驱动因素包括：一是 9 月社零同比增长 1.1%、环比由降转升，剔除汽车后增速达 3.9%，消费边际回暖信号明确；二是社会服务受益于出行需求韧性，前期板块调整充分、估值处于低位，资金低位布局意愿增强；三是商贸零售方面，超市、便利店等性价比业态份额提升的确定性，零售龙头现金流稳健、防御属性凸显，在市场反弹中获得资金回流。

图表10：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	1.39%
399001.SZ	深证成指	3.16%
000300.SH	沪深 300	1.73%
HSI.GI	恒生指数	5.10%
HSTECH.HK	恒生科技指数	8.61%
801200.SL	商贸零售	5.01%

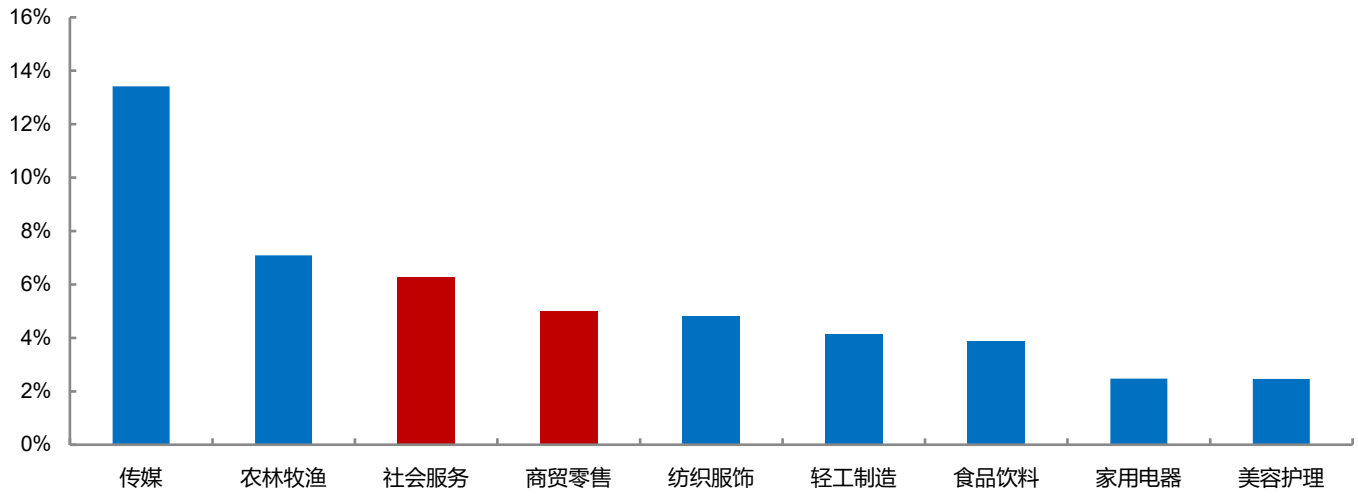
来源：iFinD，国金证券研究所

图表11：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12：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：行业分化加剧，金价趋稳利好头部品牌质价比修复，持续重点关注老铺黄金、周大福：

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，中报验证系行业整体承压而非公司竞争力下滑，金价稳中有升情形下有利于公司拓客，金价逆风情形下则深耕高客、优化门店，门店点位优化、摆件等产品升级提价及出海仍有较大增量贡献；3）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，短期股价调整反而加强赔率，带来较好布局窗口，持续看好。

周大福：港资头部经营韧性凸显，渠道精细化运营叠加产品结构升级驱动业绩兑现。公司在内地渠道精细化管控、高工黄金产品放量层面优势显著，盈利表现优于多数内地品牌；金价趋稳环境下，品牌门店网络与产品力支撑终端拓客与门店优化，估值具备修复空间。。

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，低估值位置，业绩稳健，关注外贸环境改善相关催化；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