华金证券 Huajin Securities
华 发 集 团 控 股 公 司

证券研究报告
消费者服务/行业深度报告
领先大市（首次）

消费专题报告

估值低位下的结构演绎，聚焦“红利资产”与“情绪消费”

分析师：陈梦瑶 S0910523080002
闫誉怀 S0910525090001
杜鹤 S0910525070001

2026年01月28日

本报告仅供华金证券客户中的专业投资者参考
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

核心观点

- **总量磨底不改结构亮点，聚焦“服务消费”与“红利资产”的双主线**
- **总量研判：日历效应扰动短期增速，服务消费韧性优于商品。**12月社零增速虽受2026年春节错期（备货需求后移）及大促退潮影响回落，但剔除短期扰动后，消费大盘实质处于L型磨底阶段。结构性特征愈发清晰：近期餐饮等服务型消费增速(**+2.2%**)优于实物商品(**+0.7%**)，展现出穿越周期的强韧性。在总量降速背景下，市场定价逻辑正加速由“总量弹性”转向“结构性红利”。
- **估值分析：安全边际显著，悲观预期已充分定价。**截至1月18日，消费核心板块PE-TTM分位数已回落至历史低位区间（如食品饮料回落至7.5%，白酒探至4.1%）。当前估值水平已较为充分地计入了宏观预期的扰动，核心资产的长期配置性价比与安全边际显著提升，为后续的估值修复提供了坚实基础。
- **产业趋势：“K型分化”加剧，宏观脱敏资产逆势突围。**年度特征确立为“K型分化”。从2025年12月数据来看，一方面，与地产周期强相关的后周期板块（家电-18.7%、建筑装潢-11.8%）仍处于去库存与估值消化期；另一方面，具备“宏观脱敏”属性的新动能赛道展现强劲活力。“情绪价值”与“科技体验”推动体育娱乐(+9.0%)及化妆品(+8.8%)逆势高增，与地产后周期板块形成超25pct的增速剪刀差，深刻验证了消费需求从单纯物质满足向精神体验迁移的长期趋势。
- **投资策略：践行“哑铃型”配置，攻守兼备。**鉴于复苏斜率仍存波动，建议采取“防守反击”的哑铃型策略：
- **防御侧（红利底仓）：**重点配置估值处于历史低位、现金流稳健且具备分红潜力的必选消费及社服龙头，**重视其股息配置价值与防御属性**。
- **进攻侧（景气成长）：**积极关注受益于政策催化与基本面改善的免税板块，以及具备出海逻辑与情绪消费属性的美妆、体育及潮玩赛道，把握业绩增长带来的结构性机会。
- **风险提示：宏观经济复苏不及预期与居民消费意愿修复滞后风险、行业竞争加剧与“价格战”常态化风险、海南封关政策落地效果及进度不确定性风险、海外市场拓展受阻与汇率波动风险、原材料成本大幅波动风险等。**

目录

01 趋势研判：K型分化加剧，锁定“极致质价比”与“情绪溢价”的双击

02 行业轮动：左侧布局地产链/必选消费，右侧拥抱出海

03 本月深度专题聚焦——海南封关，免税新纪元

04 季度策略与行业展望

05 风险提示

华金证券 Huajin Securities
华 发 集 团 控 股 公 司

/01

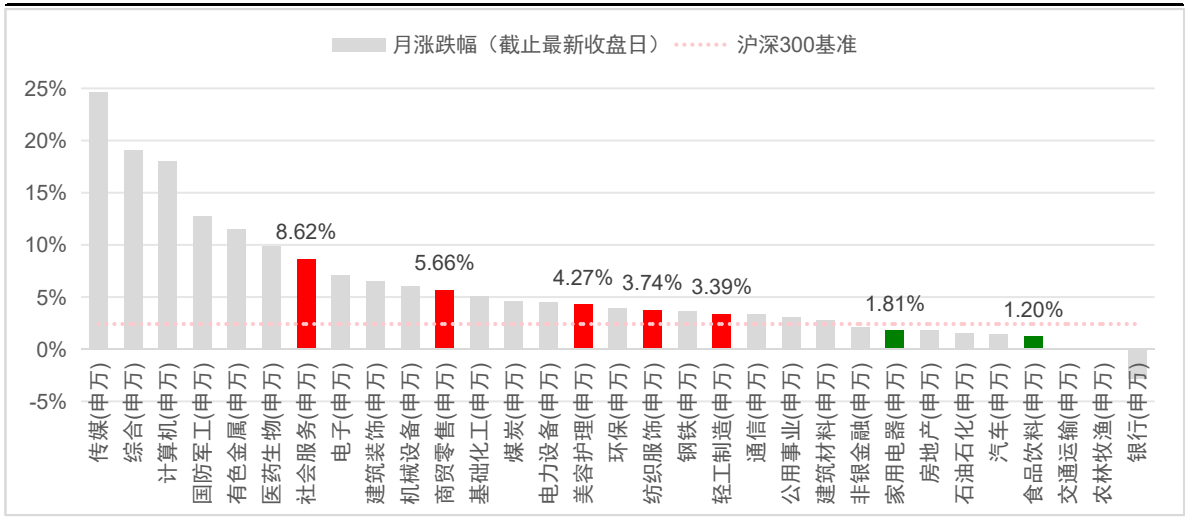
趋势研判：K型分化加剧，锁定“极致质价比”与“情绪溢价”的双击

1.1 股市复盘：存量博弈加剧，资金“弃旧图新”拥抱K型分化
1.2 12月社零复盘：春节错期致数据探底，静待Q1修复
1.3 行业分化：“情绪价值”重塑增长动能，地产后周期持续磨底
1.4 趋势研判：K型分化加剧，锁定“情绪溢价”与“极致质价比”的K型双击

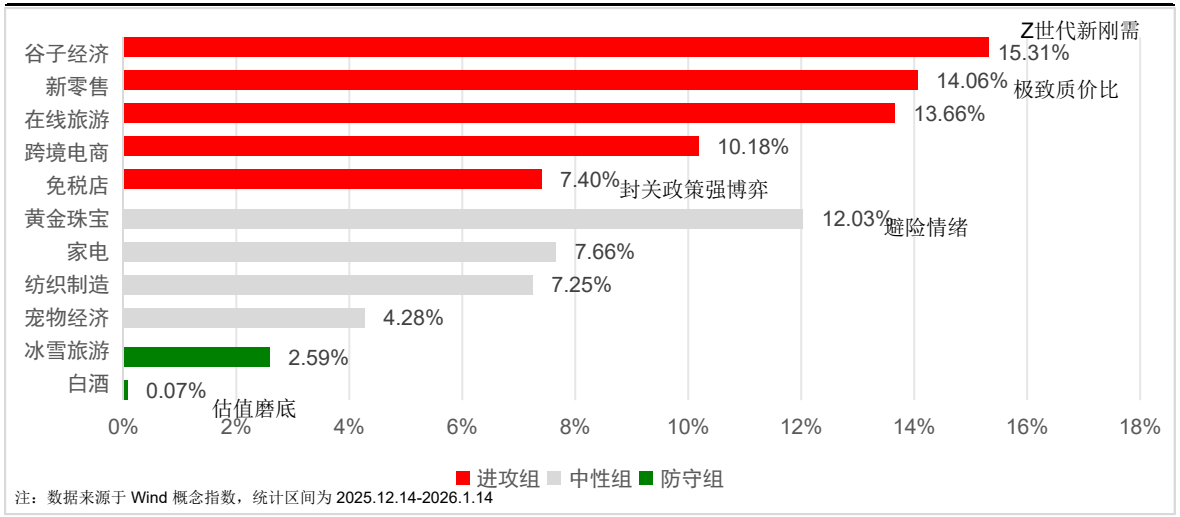
1.1 股市复盘：存量博弈加剧，资金“弃旧图新”拥抱K型分化

- **总量特征：缩量整固，结构优于总量。**12月中旬以来，市场进入政策观察期，消费板块整体呈现缩量震荡态势。在存量博弈背景下，资金风险偏好发生显著切换，从“纯防御”向“事件驱动”转移，“K型分化”特征演绎至极致。
- **结构演绎：左手“情绪溢价”，右手“红利避险”**
- **进攻侧（强预期）：“精神刚需”与“政策博弈”成为核心胜负手。**如右图所示，近一个月（截至1月14日）相关概念指数火热，谷子经济（+15.3%）与新零售（+14.1%）领涨全市场，在线旅游（+13.66%）、免税店（+7.4%）在年关和封关背景下表现优异，验证了市场对“增量逻辑”的高度关注。
- **防守侧（弱现实）：传统白马处于估值磨底期。** 受商务宴请恢复平缓及批价波动影响，**白酒**（+0.1%）与**食品饮料**板块表现滞涨，前者在特定时期内经历了显著的资金流出压力；而**黄金珠宝**（+12.0%）与**家电**出海等具备“避险+业绩”双重属性的资产维持了较好的防御韧性。
- 二级市场的结构性分化，实则是实体经济“K型复苏”特征在资产定价端的深度映射。下文将回归宏观社零视角，溯源这一行情背后的基本面锚点。

申万一级行业近一月涨跌幅（截至2026年1月14日）



Wind概念指数近一月涨跌幅（截至2026年1月14日）

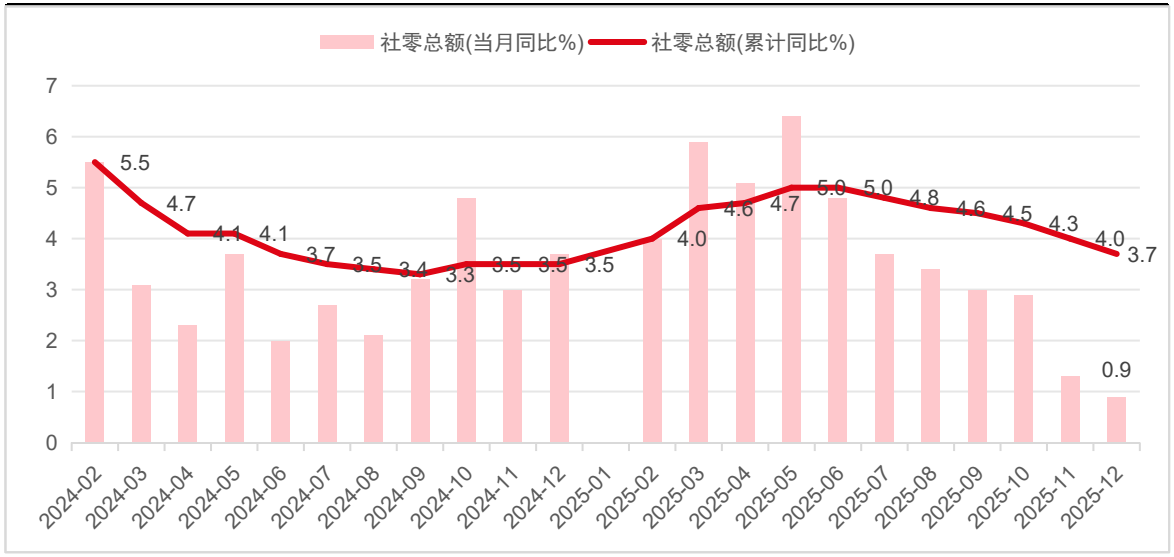


注：数据来源于 Wind 概念指数，统计区间为 2025.12.14-2026.1.14

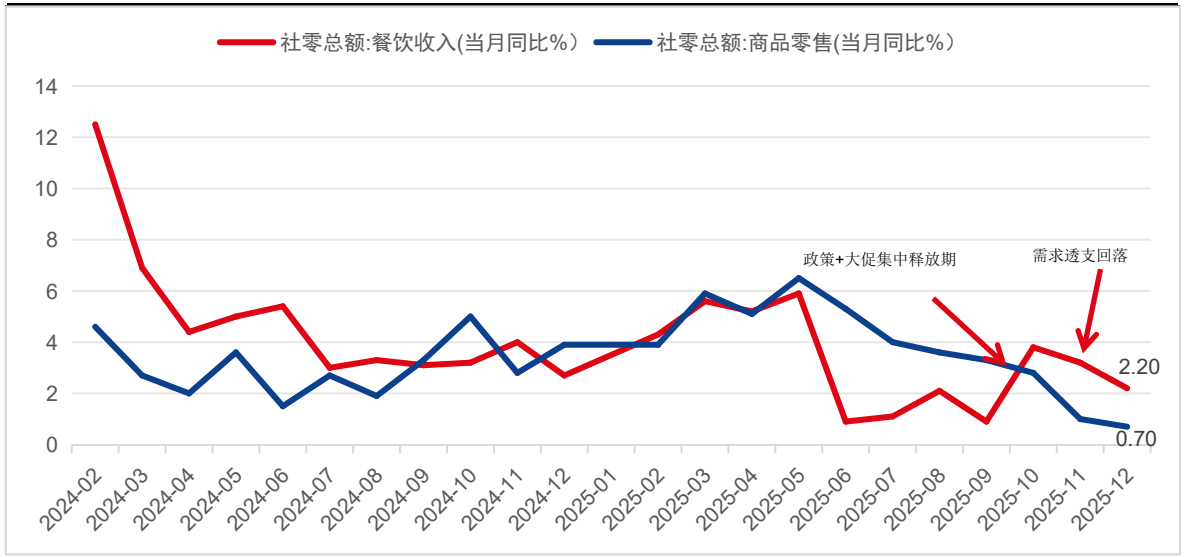
1.2 12月社零复盘：春节错期致数据探底，静待Q1修复

- **总量筑底：受错期扰动，增速回落至0.9%。**12月社零总额当月同比微增 0.9%（前值1.3%），拖累全年累计增速收官于3.7%。数据回落主要受日历效应干扰：2026年春节较晚（2月中旬），导致传统年末的年货备货需求推迟至1月释放。剔除春节错期因素，大盘实际处于L型底部的磨底阶段。
- **核心归因：大促退潮致线上回落，可选消费面临“量价双弱”困境。渠道端（线上退潮）：**受“双十一”虹吸效应影响，12月**实物商品网上零售额**占比季节性回落至28.20%（环比-4.16pct），线上动能在大促后退潮，流量红利边际递减。**价格端（需求疲软）：**线下实体呈现清晰的“K型”分化。2025全年，主营**必选消费**的**便利店**（+5.5%）与**超市**（+4.3%）维持稳健；而主营**可选消费**的**品牌专卖店**（-0.6%）成为唯一负增长的业态。**价格数据进一步印证了需求的寒意：**作为冬装销售旺季，12月**衣着类CPI环比仅录得0.0%**（上月为+0.7%），同比增速亦回落至1.7%。“价格涨不动（CPI动能减弱）”叠加“销售额转负（GMV-0.6%）”，揭示了可选消费正面临**实际销量收缩**的严峻挑战，居民对非刚需品类的支付意愿显著降低。
- **结构分化：城乡剪刀差走阔，业态演绎“K型”逻辑。**
- **城乡与渠道：**12月乡村消费品零售额（+1.7%）显著优于城镇（+0.7%），下沉市场韧性凸显。业态端，主营必选消费的便利店（+5.5%）与超市（+4.3%）全年维持稳健增长，而可选属性较强的百货店（+0.1%）与品牌专卖店（-0.6%）深陷停滞或负增长泥潭，实体商业的寒气主要集中在可选业态。
- **品类刚性：**2025全年，线上实物商品中，“吃类”增速（+14.5%）一骑绝尘，远超“穿类”（+1.9%）与“用类”（+4.1%）同时，**短期数据显示**，12月餐饮收入（+2.2%）亦跑赢商品零售（+0.7%）。**全年维度的线上高增叠加年末的服务消费韧性**，共同确认了“刚需吃喝”是当前存量市场的压舱石。

2024年1月-2025年12月中国社零总额当月&累计同比(%)



2024年1月-2025年12月社零总额:餐饮收入&商品零售(当月同比%)



资料来源：国家统计局、央视网、华金证券研究所

1.3 细分赛道：节日效应激活情绪价值，可选消费结构性回暖

- **“双旦”驱动礼赠与文娱需求，情绪资产领跑。**12月大消费板块的复苏主线高度集中在**“悦己”**与**“社交”**属性：
- **文体娱乐高景气：文化办公（+9.2%）**与 **体育娱乐（+9.0%）**领涨核心消费赛道。前者受益于IP谷子经济的持续火热，后者则印证了年末冰雪旅游与线下演出的供需两旺，年轻客群对精神消费的支付意愿展现出较强韧性。
- **礼赠消费回温：化妆品（+8.8%）**与**金银珠宝（+5.9%）**在“双旦”窗口期同步修复。化妆品受大促返场带动显著回升；金银珠宝在金价高位背景下仍录得稳健增长，显示婚庆刚需与节日礼赠需求对金价波动的脱敏度有所提升。
- **必选底仓稳健，服饰温和修复**
- **刚需资产：粮油食品（+3.9%）**与**日用品（+3.7%）**延续中低个位数的平稳增长，为消费大盘提供安全垫。
- **可选修复：服装鞋帽（+0.6%）**虽弹性弱于美妆珠宝，但维持正增长态势，并未出现显著恶化，侧面印证了居民在可选品类的消费决策上虽偏审慎，但并未失速。
- **整体来看，12月消费市场呈现“体验优于实物，悦己优于家装”的特征，资金与情绪明显向具备社交属性的细分领域倾斜。**

2025年1-12月（限额以上）社会消费品各品类热力图谱（1-2月合并）

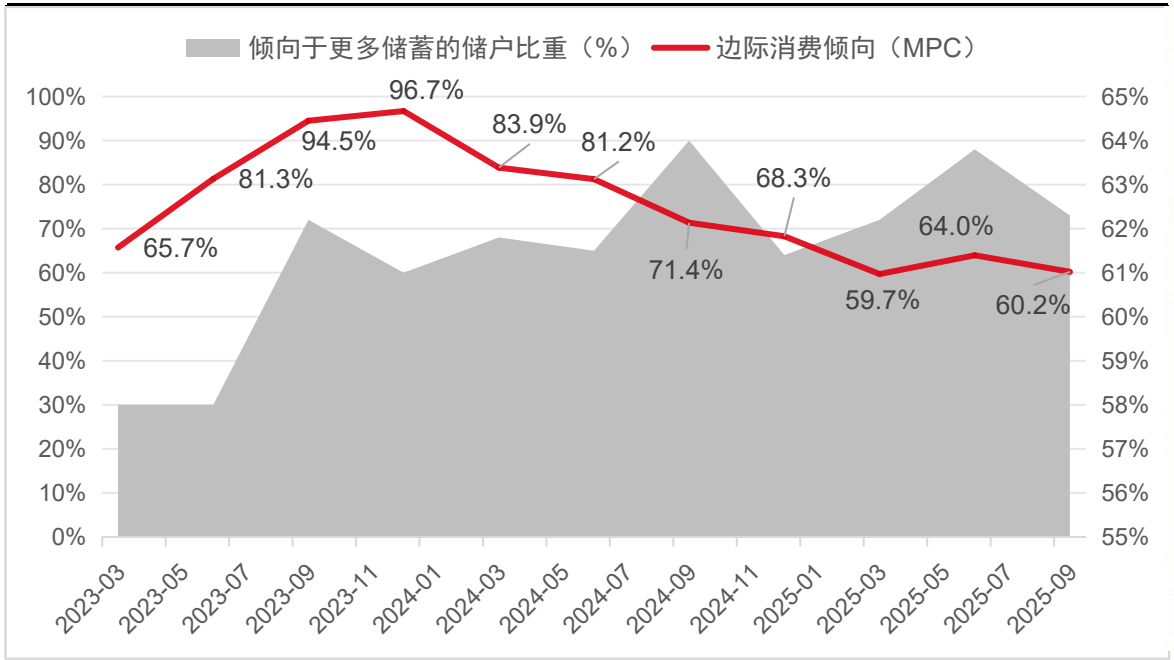
增长趋势	（限额以上）社会消费品品类/当月同比(%)	2025-02	2025-03	2025-04	2025-05	2025-06	2025-07	2025-08	2025-09	2025-10	2025-11	2025-12
高景气	通讯器材类	26.2	28.6	19.9	33	13.9	14.9	7.3	16.2	23.2	20.6	20.9
高景气	文化办公用品类	21.8	21.5	33.5	30.5	24.4	13.8	14.2	6.2	13.5	11.7	9.2
高景气	体育、娱乐用品类	25	26.2	23.3	28.3	9.5	13.7	16.9	11.9	10.1	0.4	9
高景气	化妆品类	4.4	1.1	7.2	4.4	-2.3	4.5	5.1	8.6	9.6	6.1	8.8
刚需/韧性	粮油、食品类	11.5	13.8	14	14.6	8.7	8.6	5.8	6.3	9.1	6.1	3.9
刚需/韧性	中西药品类	2.5	1.4	2.6	0.3	-0.7	0.1	0.9	1.9	3.6	4.9	1.2
触底改善	金银珠宝类	5.4	10.6	25.3	21.8	6.1	8.2	16.8	9.7	37.6	8.5	5.9
触底改善	日用品类	5.7	8.8	7.6	8	7.8	8.2	7.7	6.8	7.4	-0.8	3.7
触底改善	饮料类	-2.6	4.4	2.9	0.1	-4.4	2.7	2.8	-0.8	7.1	2.9	1.7
触底改善	服装鞋帽针纺织品类	3.3	3.6	2.2	4	1.9	1.8	3.1	4.7	6.3	3.5	0.6
触底改善	烟酒类	5.5	8.5	4	11.2	-0.7	2.7	-2.3	1.6	4.1	-3.4	-2.9
触底改善	汽车类	-4.4	5.5	0.7	1.1	4.6	-1.5	0.8	1.6	-6.6	-8.3	-5
低迷承压	家具类	11.7	29.5	26.9	25.6	28.7	20.6	18.6	16.2	9.6	-3.8	-2.2
低迷承压	石油及制品类	0.9	-1.9	-5.7	-7	-7.3	-8.3	-8	-7.1	-5.9	-8	-11
低迷承压	建筑及装潢材料类	0.1	-0.1	9.7	5.8	1	-0.5	-0.7	-0.1	-8.3	-17	-11.8
低迷承压	家用电器和音像器材类	10.9	35.1	38.8	53	32.4	28.7	14.3	3.3	-14.6	-19.4	-18.7

资料来源：国家统计局、华金证券研究所

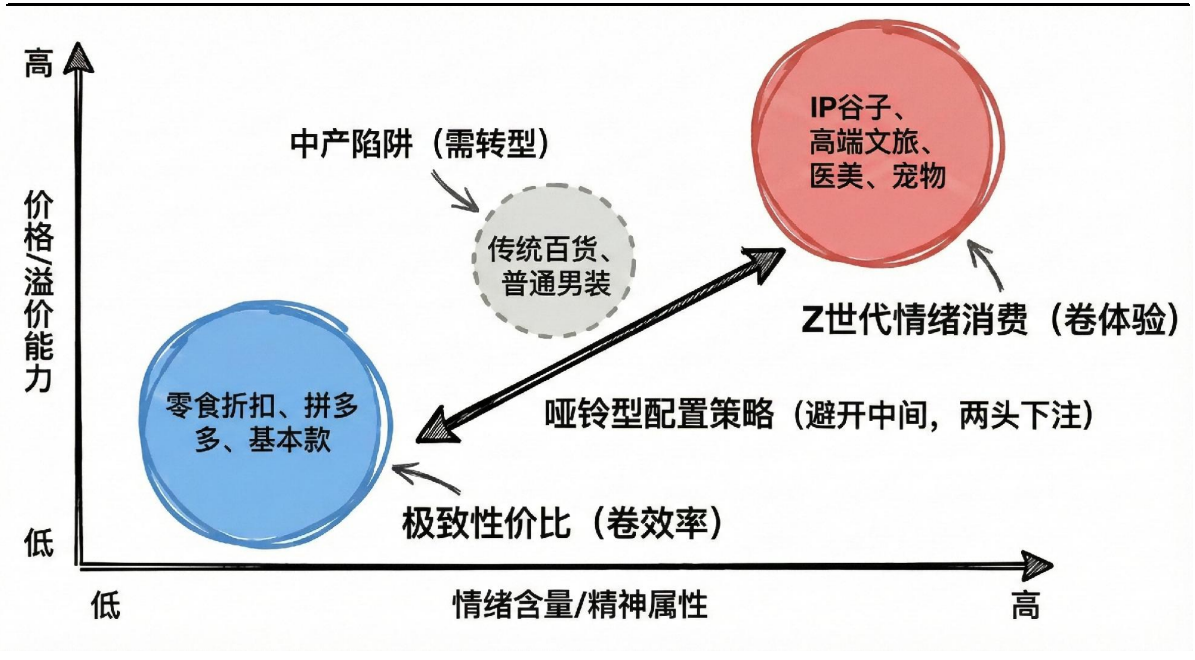
1.4 趋势研判：K型分化加剧，锁定“情绪溢价”与“极致质价比”的K型双击

- **宏观约束下的“极致理性”：**12月社零增速回落至0.9%，印证了居民边际消费倾向（MPC）的修复并非一蹴而就。在“春节错期”与“存量博弈”双重影响下，中产阶级消费决策加速回归理性，“去溢价”成为主流。传统可选消费（如汽车、家具）的成交更多依赖“以价换量”，缺乏情感附加值的中间价位品牌正面临严峻的“塌陷区”考验。
- **Z世代定义“新刚需”：**尽管大盘承压，但提供情绪价值的赛道走出了独立行情。12月数据显示，**体育娱乐**（+9.0%）与**化妆品**（+8.8%）逆势高增，与**IP谷子经济催化**下的**文化办公**（+9.2%）共同构成了增长的“三驾马车”。对于年轻一代，消费已从“功能满足”转向“精神寄托”，这种“口红效应”与“体验经济”的共振，是当下具备较高确定性的Alpha来源。
- **策略落地：锁定“K型双击”：**建议维持“哑铃型”配置策略，规避中间地带。**左手抓“红利底仓”：**配置现金流充沛的必选消费（粮油/中药），作为防御宏观波动的安全垫；**右手抓“情绪弹性”：**重点超配出海与情绪消费（泡泡玛特/美妆/运动龙头），赚取结构性高增长的收益。

2023Q1-2025Q3居民边际消费倾向(MPC) vs 储户的储蓄意愿



消费心理坐标示意图



华金证券 Huajin Securities
华 发 集 团 控 股 公 司

/02

行业轮动：左侧布局地产链/必选消费，右侧拥抱出海

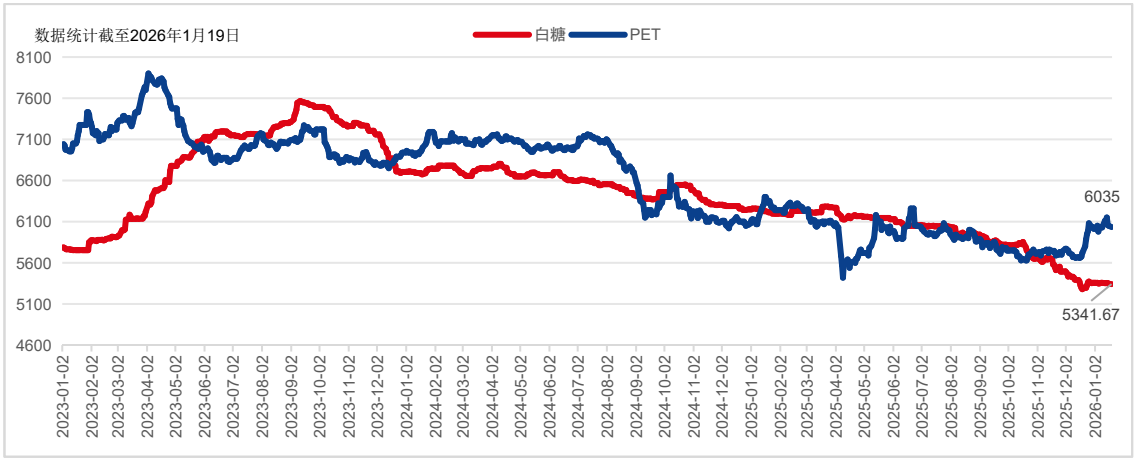
2.1 食品饮料：春节旺季催化，成本红利释放盈利弹性
2.2 商贸零售：线下业态分化加剧，即时零售领跑全渠道
2.3 社会服务：服务消费韧性凸显，估值回归历史中枢
2.4 纺织服饰：制造端出口回暖，品牌端“户外经济”高景气
2.5 家用电器：出海重塑增长曲线，攻守兼备凸显配置价值
2.6 轻工制造：地产链估值筑底，必选消费与出口链贡献主要增量

2.1 食品饮料：春节旺季催化，成本红利释放盈利弹性

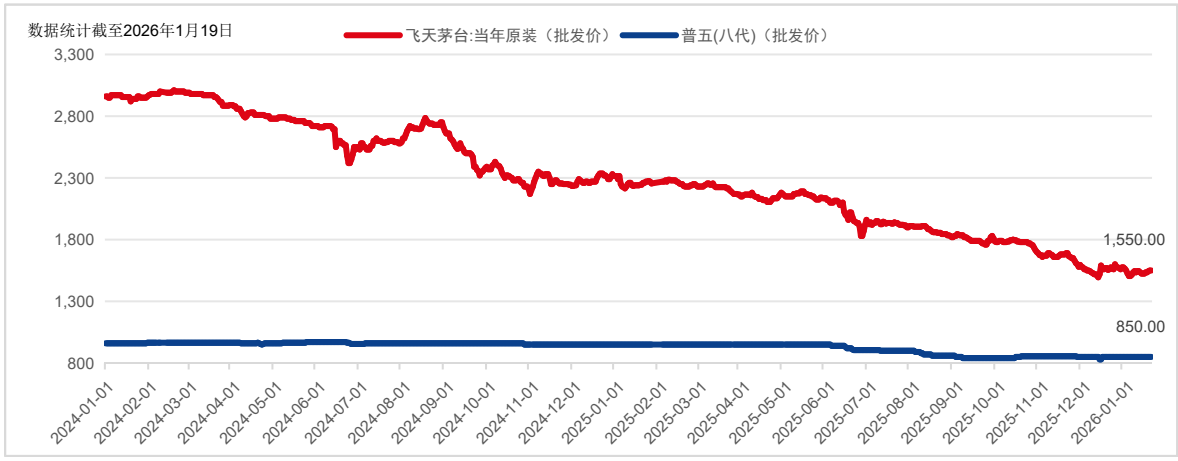
华金证券 Huajin Securities
华 发 集 团 控 股 公 司

- **核心逻辑一：白酒迎“开门红”，价盘筑底验证韧性**
- **旺季催化**：2026年春节较晚（2月中旬），1月正式进入渠道备货冲刺期。尽管商务宴请仍处弱复苏通道，但节假日临近，礼赠刚需展现出强韧性。
- **分化演绎：高端批价理性筑底，区域酒企受益返乡红利。**如图右所示，高端白酒批价在经历压力测试后，近期已在理性区间构筑“价格底”（茅台原箱约1550元，普五约850元），虽然溢价空间收窄，但去库存风险已逐步释放。相比之下，区域地产酒（如苏酒、徽酒）受益于2026年春节“返乡潮”带来的聚饮场景修复，动销端有望呈现结构性“小阳春”。
- **核心逻辑二：大众品成本处于低位，同比仍具红利**
- **成本低位**：2025年以来，上游核心原材料价格整体处于回落通道。虽然近期**聚酯瓶片（PET）**受原油波动影响出现**底部反弹**，但当前价格（约6035元/吨）仍低于2024年同期水平，且远低于2022-2023年的高位区间。
- **盈利韧性**：结合白糖价格的持续走弱（现价5341.67元/吨），大众品板块整体成本压力依然可控。对于**软饮料、乳制品**企业，虽然PET短期小幅反弹，但全年锁汇/锁价策略有望平滑波动，**毛利率同比改善**的趋势依然确立。
- **核心逻辑三：高股息策略，震荡市的最佳底仓**
- **配置价值**：在市场存量博弈环境下，确定性为王。乳制品与饮料龙头凭借稳定的现金流与高分红承诺（股息率相对偏高），具备高安全边际，是当前“进可攻（业绩弹性）、退可守（高股息）”的优选配置。

包材(PET)与糖价双双下行，成本红利确定性释放



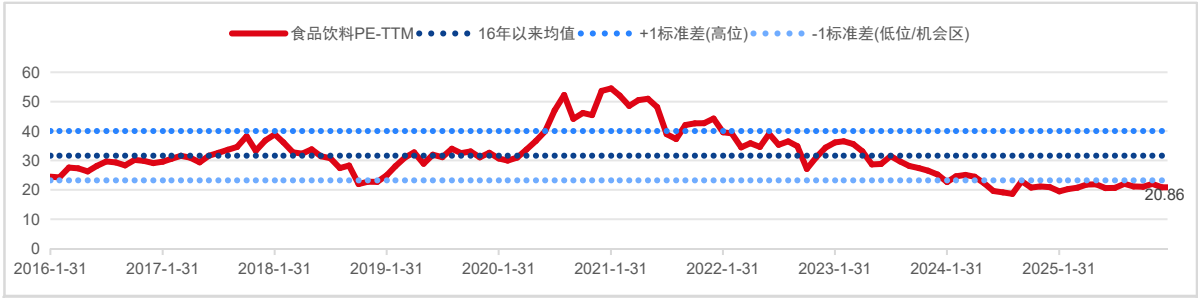
高端白酒批价企稳，旺季动销良性

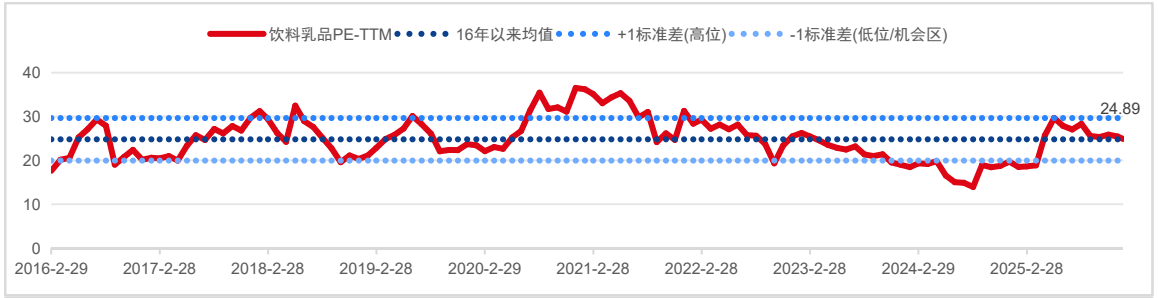


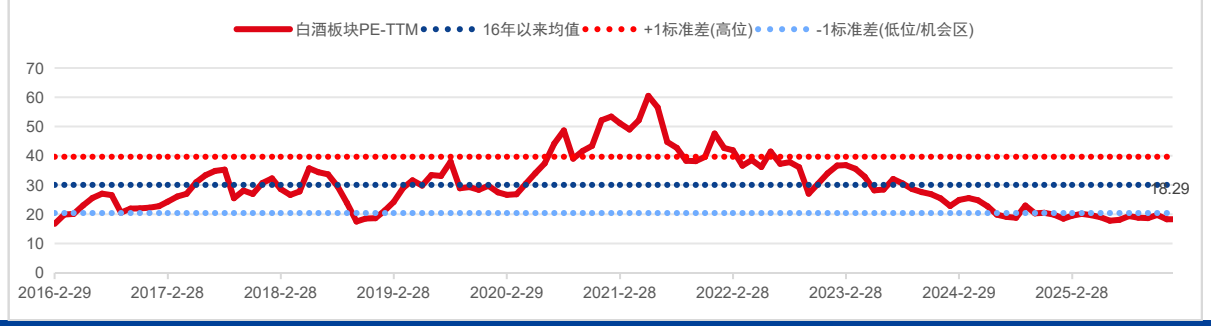
2.1.1 估值与配置：总量磨底验证安全边际，结构演绎“价值”与“成长”分化

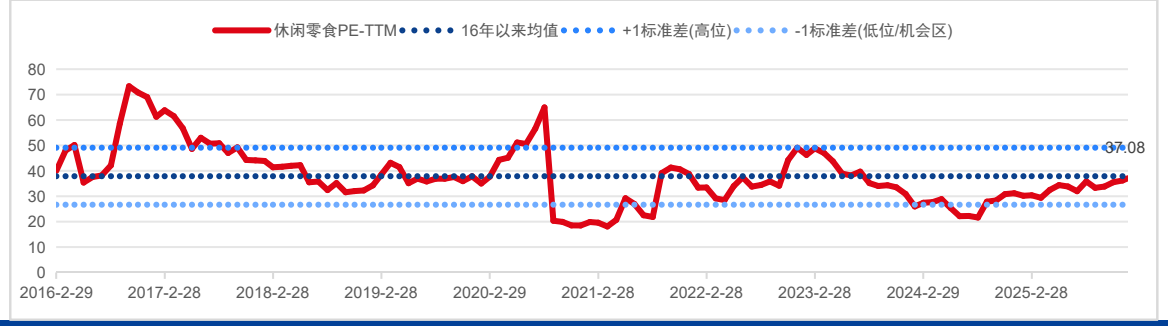
- **整体水位（风险释放）：板块估值隐含预期已至冰点。**2025年以来，食品饮料板块PE-TTM回落至20.86倍，处于近10年**7.5%**的历史分位数区间。当前估值已充分剔除2020-2021年的流动性溢价，实质性回归至2019年初的起涨水位。**系统性风险溢价已充分释放**，当前位置具备较强的长期配置价值。
- **白酒（18.29X / 4.1%分位）：悲观预期充分定价，左侧赔率显著提升。**白酒板块估值分位数进一步下探至**4.1%**的极值水平，股价已充分计入宏观降速与去库存周期的悲观预期。尽管短期基本面仍处磨底期，但考虑到头部酒企卓越的商业模式与抗风险能力，当前估值提供的安全边际极高，是博弈政策拐点与宏观Beta的首选品种。
- **大众品（24.89X / 37.08X）：基本面支撑估值分化，关注“股息”与“成长”的双重逻辑。**
- **饮料乳品（50%分位）：**估值处于历史中枢，主要系市场给予其“类债属性”的定价保护。在低利率环境下，龙头乳企稳定的现金流与分红预期（股息率3%-4%）构成了防御底仓的核心逻辑，叠加原奶成本下行（近期趋势放缓）带来的盈利改善，配置性价比依然突出。
- **休闲零食（55%分位）：**估值享有一定溢价，反映了市场对“高景气度”的确认。**受益于量贩渠道红利释放与上游原材料（PET/包材）成本下行，头部企业**有望通过业绩高增持续消化估值，符合PEG投资框架下的成长股逻辑。

食品饮料（申万）及白酒、饮料、休闲零食板块PE-TTM（数据更新至2026年1月18日）







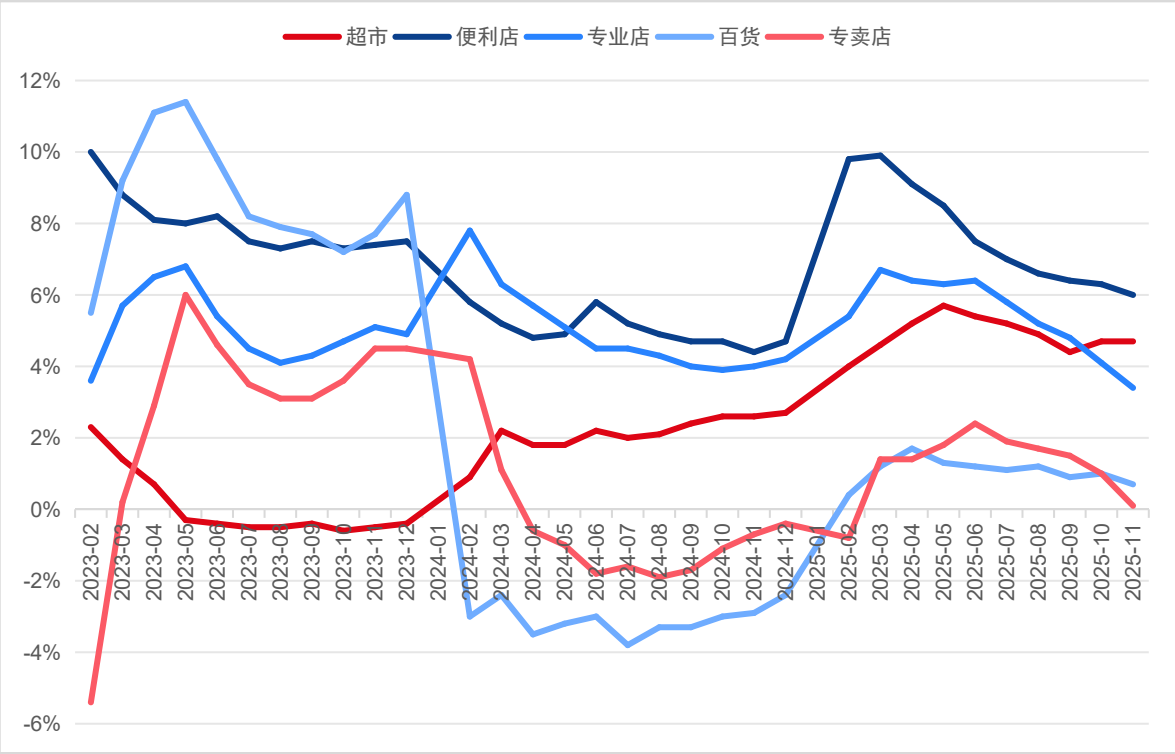


2.2 商贸零售：线下业态分化加剧，即时零售领跑全渠道

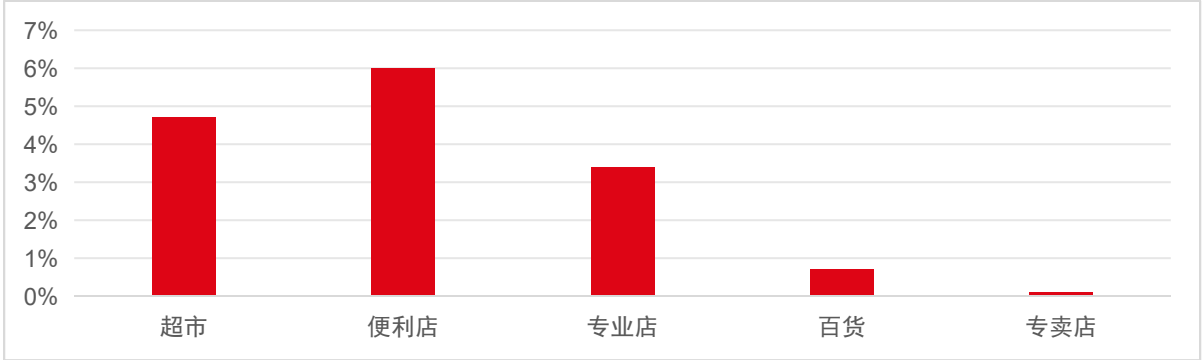
华金证券 Huajin Securities
华 发 集 团 控 股 公 司

- **线下业态呈现“必选稳、可选弱”分化特征，线上即时零售贡献核心增量。**
- **线下方面**：2025年1-11月限额以上零售数据显示，实体业态复苏步调不一。具备刚需与近场属性的便利店（同比+6.0%）与超市（同比+4.7%）保持稳健增长；而受消费意愿审慎影响，百货（+0.7%）与专卖店（同比+0.1%）等可选消费业态增长几近停滞，传统百货转型压力仍存。
- **线上方面**：“双十一”全网销售额同比增长14.2%，显示线上消费韧性。结构上，即时零售凭借“万物到家”的履约优势录得138.4%的强劲增长，正加速重塑零售格局；而社区团购（同比-35.3%）则进入深度调整期。

线下零售业态零售额增速



2025年1-11月限额以上零售单位零售额同比变化



线上零售表现：双十一大盘稳健增长，即时零售爆发式领跑

细分领域	销售总额（亿元）	同比增长（YoY）	头部平台排名（Top 3）
全网电商总额	16,950	+14.2%	-
综合电商	16,191	+12.3%	1.天猫 2.京东 3.抖音
即时零售	670	+138.4%	1.美团闪购 2.淘宝买菜/小时达 3.京东秒送
社区团购	90	-35.3%	1.多多买菜 2.兴盛优选 3.美团优选

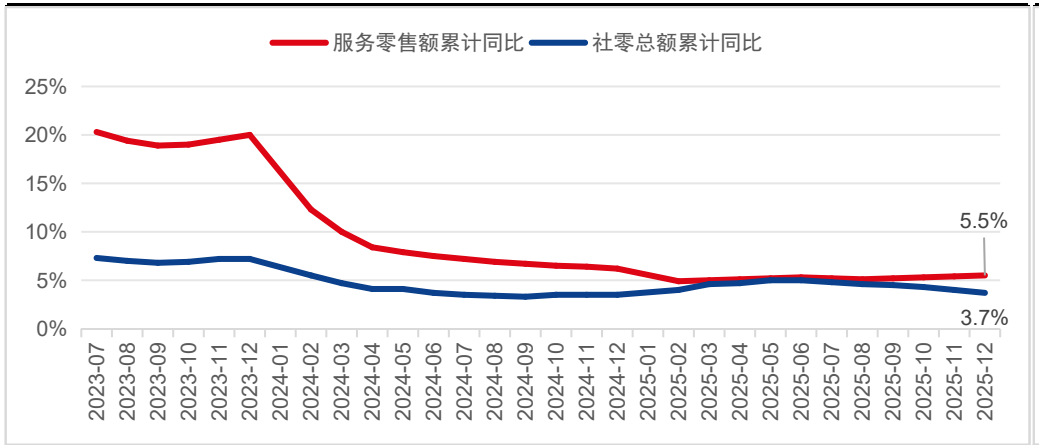
资料来源：国家统计局、星图数据、华金证券研究所

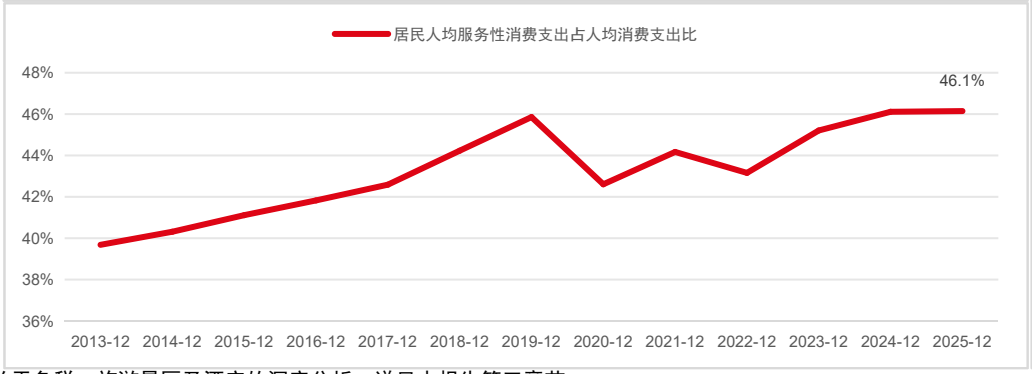
2.3 社会服务：服务消费韧性凸显，估值回归历史中枢

华金证券 Huajin Securities
华 发 集 团 控 股 公 司

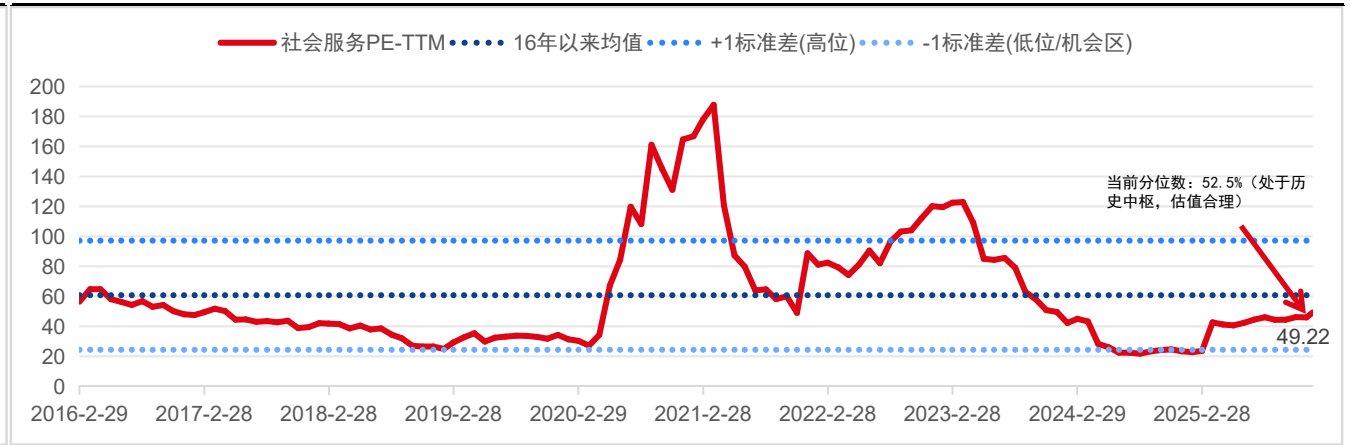
- **居民消费结构优化，板块估值回归合理区间。**
- **宏观趋势（结构红利）**：随着居民收入水平提升，消费形态加速由“实物”向“服务”转型。左图显示，服务零售额增速持续跑赢社零总体水平；居民人均服务性消费支出占比稳步增长，2025全年累计占比高达46.1%，验证了服务消费穿越周期的强韧性，行业具备长足增长动力。
- **估值与配置（中枢位置）**：截至2026年1月18日，社会服务板块PE-TTM为49.22倍（历史分位数52.5%），酒店餐饮板块PE-TTM为46.15倍（历史分位数47.5%）。两大核心指标均回落至历史中枢水平，表明此前的高估值风险已充分消化。在“服务消费韧性+估值合理”的双重逻辑下，板块已进入极具性价比的左侧布局区间。

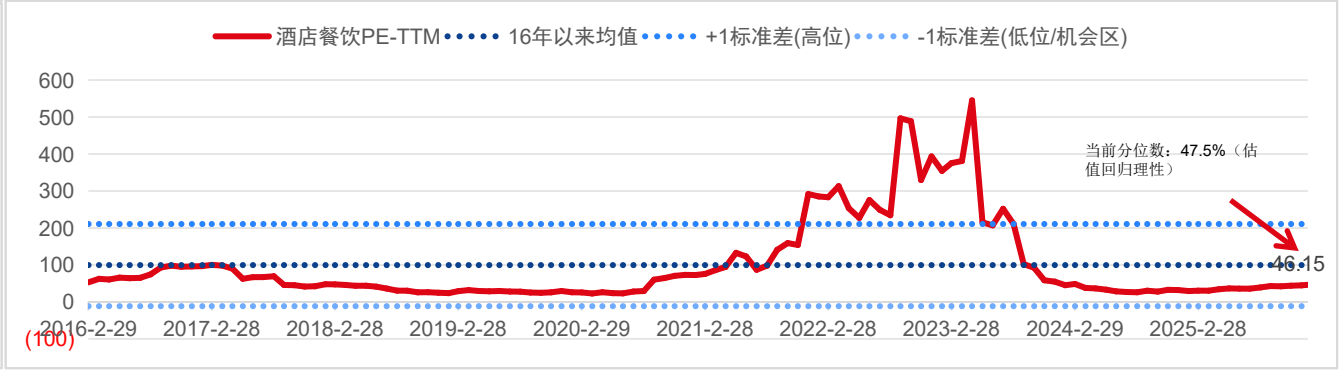
服务零售额持续跑赢社零总额，服务型消费占人均支出比持续增长





服务消费韧性+估值合理，社会服务板块有望迎来配置机会





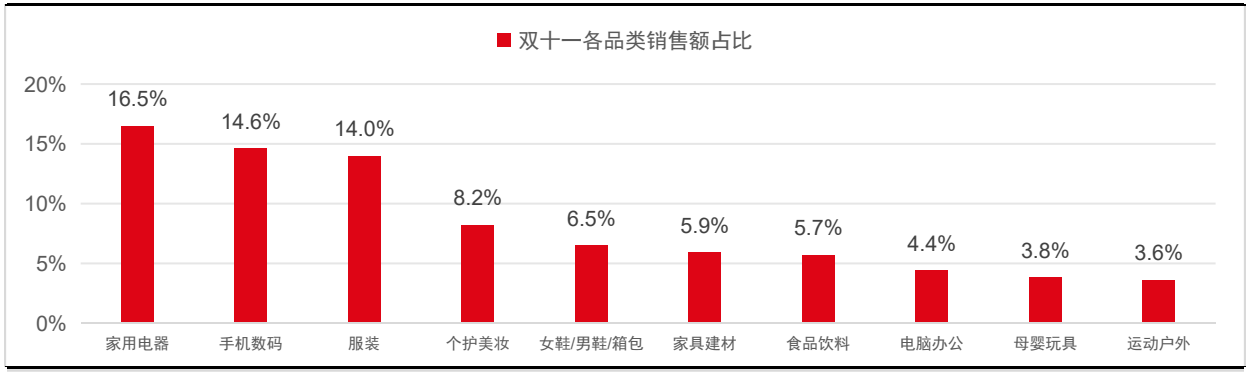
注：关于免税、旅游景区及酒店的深度分析，详见本报告第三章节。

2.4 纺织服饰：制造端出口回暖，品牌端“户外经济”高景气

华金证券 Huajin Securities
华 发 集 团 控 股 公 司

- **出口链与高景气赛道共舞，估值处于历史中高分位。**
- **消费韧性（双十一）**：如图左所示，2025年“双十一”期间，服装服饰类依旧占据综合电商销售额TOP品类前列，展现出极强的消费基本盘韧性。结构上，具备“情绪价值”的运动户外及黄金珠宝（饰品） 表现亮眼，消费者更愿为专业性与保值属性买单。
- **估值逻辑（复苏预期）**：截至2026年1月18日，纺织服饰板块PE-TTM为28.33倍（历史分位数67.5%），处于中高水位。
- **子板块分化**：饰品板块受金价上行催化，估值分位数达77.3%；纺织制造（68.3%）与服装家纺（70%）亦处于70%左右分位，主要反映市场对海外去库结束、订单回流及业绩修复的前置定价。后续需关注业绩兑现对估值的消化能力。

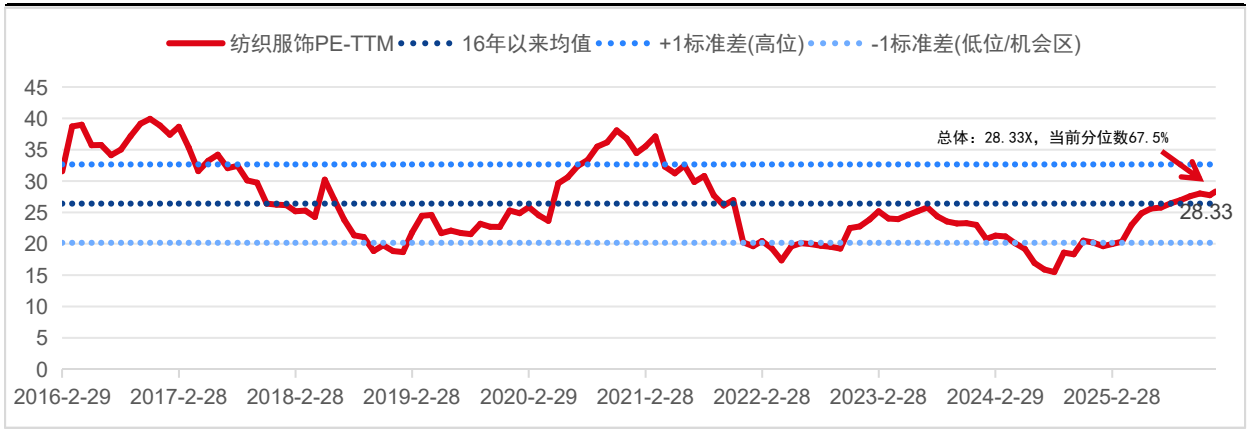
2025年双十一期间，综合电商平台销售额TOP10品类



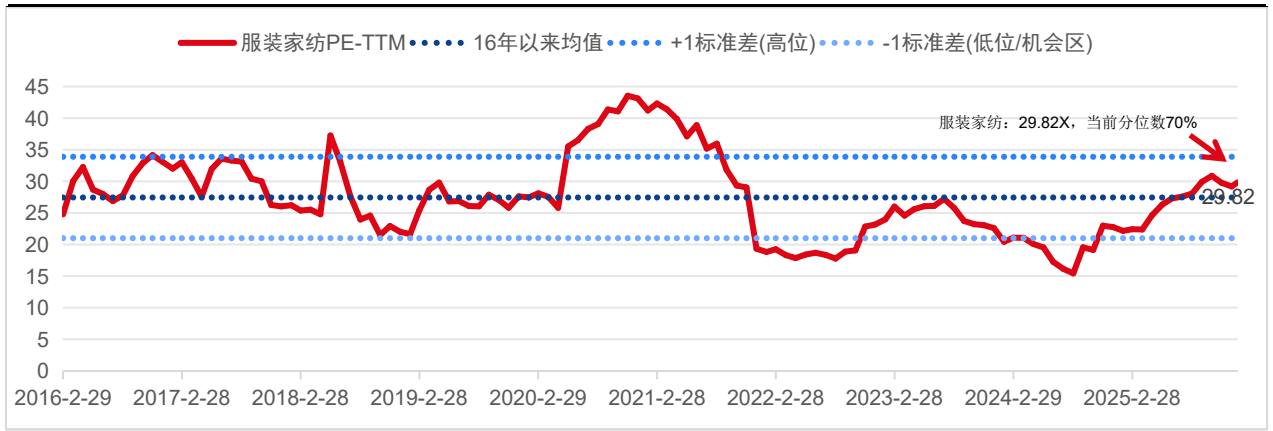
饰品（二级子板块）PE-TTM



纺织服饰PE-TTM



服装家纺（二级子板块）PE-TTM

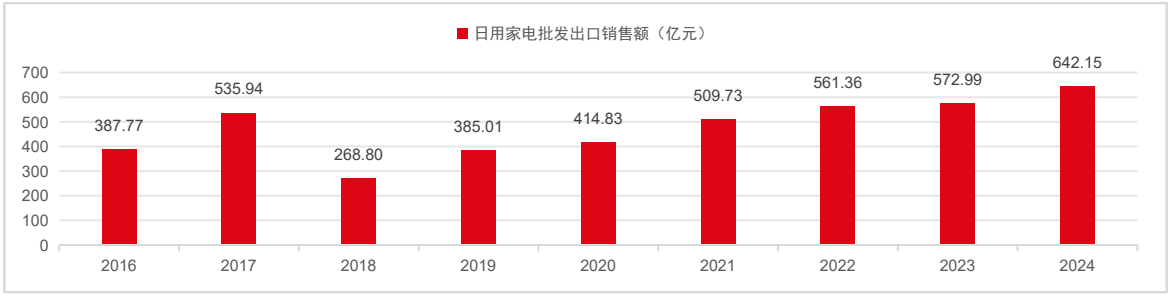


2.5 家用电器：出海重塑增长曲线，攻守兼备凸显配置价值

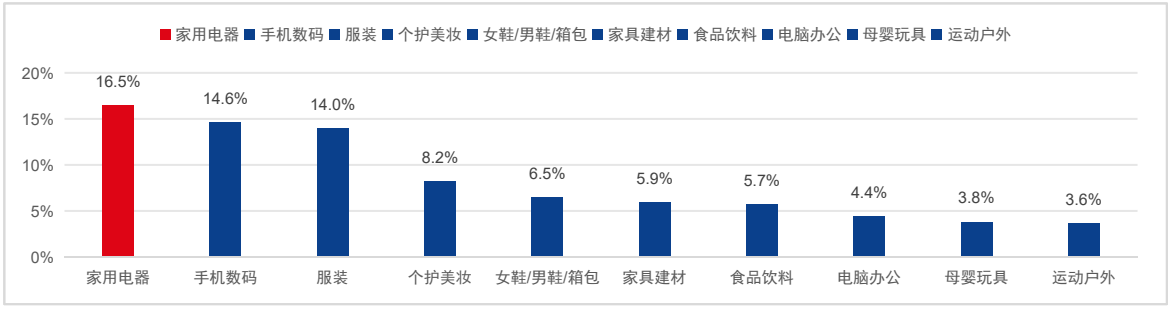
华金证券 Huajin Securities
华 发 集 团 控 股 公 司

- 外销延续高景气，内销大促爆发验证韧性。
- **外销（出海增量）**：如图左所示，限额以上日用家电批发出口额保持活跃趋势，验证了中国家电企业“品牌出海”战略的成效。在海外补库及新兴市场需求拉动下，外销持续贡献核心业绩增量，有效对冲了内销波动。
- **内销（政策与大促共振）**：受宏观环境影响，月度零售数据短期承压（前文中社零热力图数据显示，家电与音像器材类近两个月同比增速为负），但大促节点爆发力显著。2025年“双十一”期间，家电品类以16.5%的销售占比位居综合电商榜首，充分验证了“以旧换新”补贴叠加促销对存量更新需求的强劲拉动作用，刚需属性依然稳固。
- **估值（安全垫）**：截至2026年1月18日，家用电器板块 PE-TTM 仅为15.11倍（2016年初至今，历史分位数43.3%），处于历史低位区间。作为防御性板块，当前估值具备高安全边际与配置性价比。

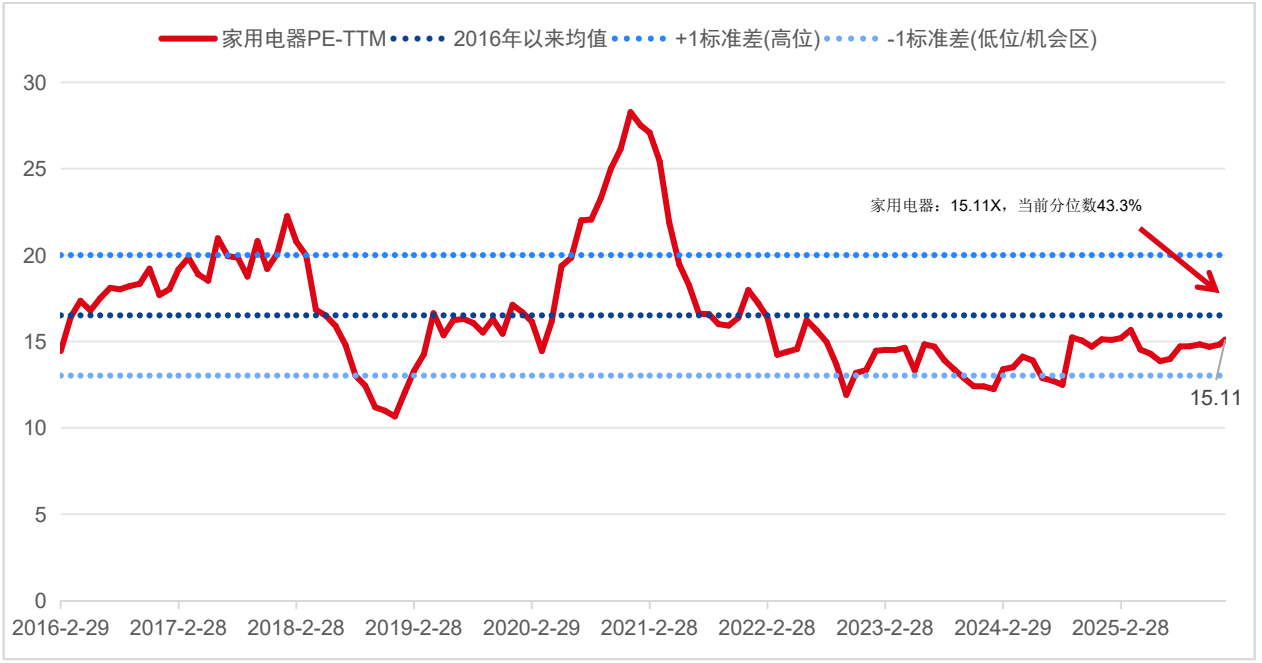
限额以上日用家电批发出口额（亿元）



2025年双十一期间，综合电商平台销售额TOP10品类



家用电器PE-TTM



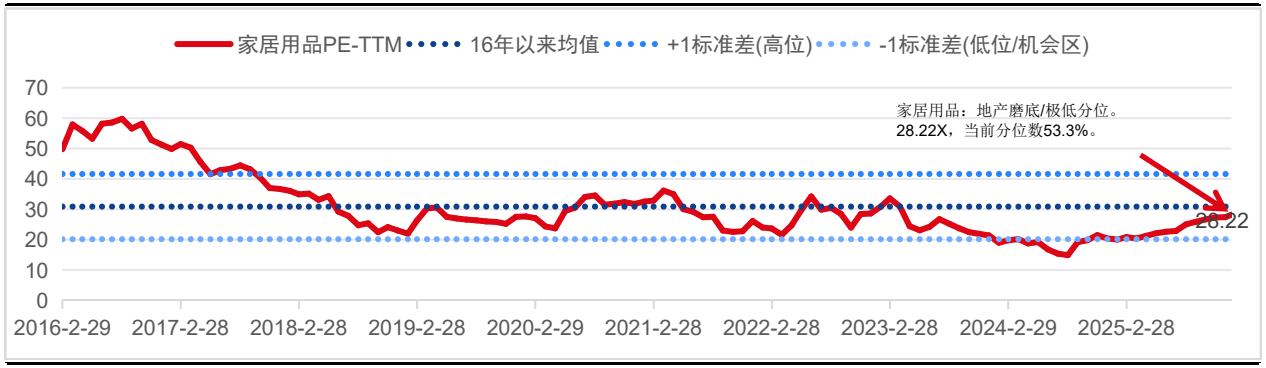
资料来源：Wind、国家统计局、星图数据、华金证券研究所

2.6 轻工制造：地产链估值筑底，必选消费与出口链贡献主要增量

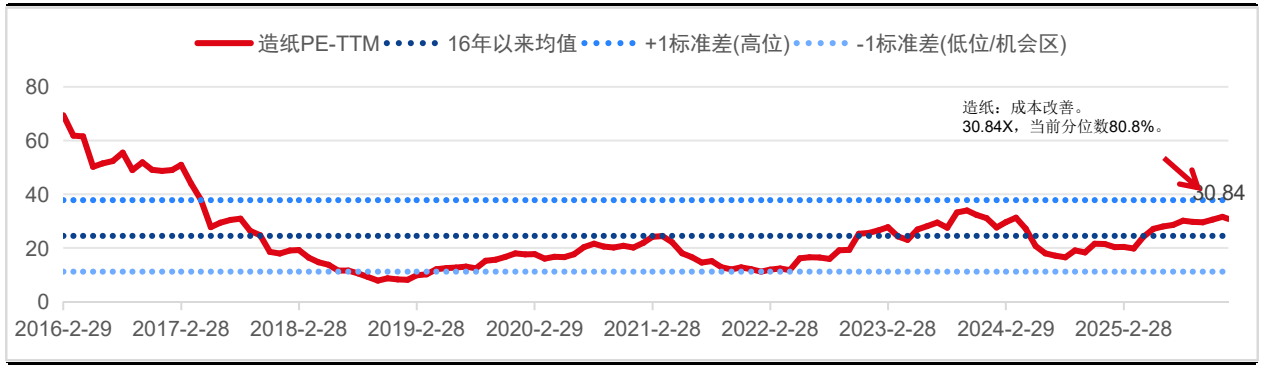
华金证券 Huajin Securities
华 发 集 团 控 股 公 司

- **板块估值分化显著，左侧布局地产链，右侧拥抱必选与出口。**
- **地产链（极值底部）**：受房地产周期拖累，家居用品板块当前 PE-TTM 为28.22倍（历史分位数53.3%），处于历史相对低位。结合1.2章节社零品类热力图可见，地产后周期消费处于“冷色区域”（12月建筑及装潢材料类同比-11.8%，家具类-2.2%），板块交易拥挤度降至冰点，悲观预期充分计价，安全边际极高，建议关注政策传导下的估值修复弹性。
- **必选与周期（韧性与红利）：**
- **文娱用品**：受益于“学生/办公刚需”与“Z世代IP谷子经济”双轮驱动，1.2章节热力图显示文化办公用品类12月增长9.2%。板块兼具抗周期韧性与情绪消费高弹性，估值47.33倍（历史分位数59.1%），体现出较强的抗周期韧性。
- **造纸与包装**：造纸板块（PE 30.84倍）受益于浆价下行带来的成本红利，盈利能力边际改善，关注周期底部的反转机会。
- **整体配置**：轻工制造板块整体PE-TTM为33.33倍，处于80.8%的历史分位数。板块估值已提前反应复苏预期，建议采取“哑铃型”策略：左手把握地产链龙头的估值修复，右手配置文娱/出口链的景气成长。

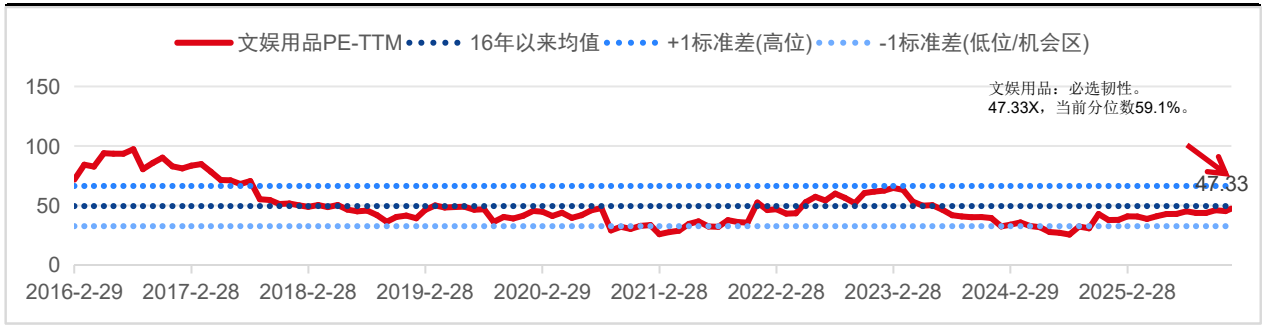
家居用品（二级子板块）PE-TTM



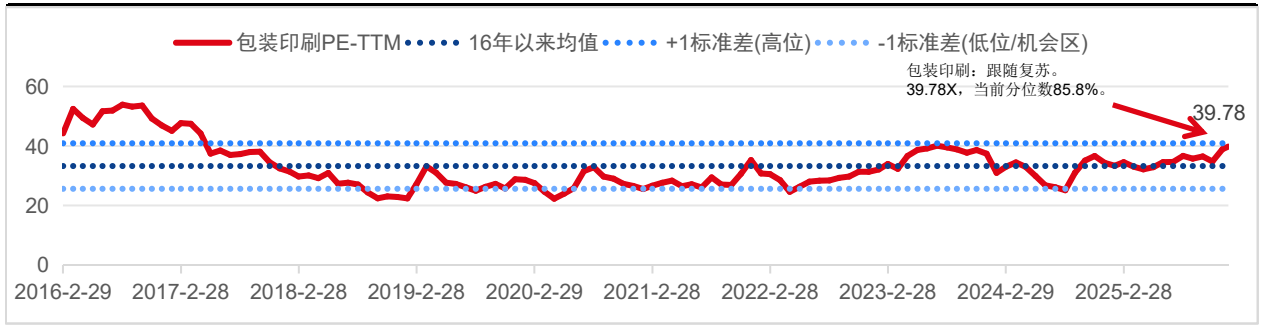
造纸（二级子板块）PE-TTM



文娱用品（二级子板块）PE-TTM



包装印刷（二级子板块）PE-TTM



华金证券 Huajin Securities
华发集团控股公司

/03

本月深度专题聚焦——海南封关，免税新纪元

3.1 全球视野：免税及旅游零售市场规模持续增长
3.2 中国格局：离岛免税主导，市内店开启新增长
3.3 中国中免：经营拐点确立，离岛免税引领业绩修复
3.4 王府井：2025年加速布局免税业务，文化赋能零售体验
3.5 珠免集团：全面剥离地产业务，加速向免税消费主业聚焦
3.6 Avolta AG：三季度延续全球业务扩张与区域多元化战略

3.1 全球视野：免税及旅游零售市场规模持续增长

华金证券 Huajin Securities
华 发 集 团 控 股 公 司

核心数据：

- **市场规模**：2024年达5254亿元 (YoY+3%)。
- **复苏进度**：已恢复至2019年峰值的85.8%，正加速向疫情前水平回归。

驱动因素：

- **三轮驱动**：国际旅游复苏&政策扩容&数字化转型。

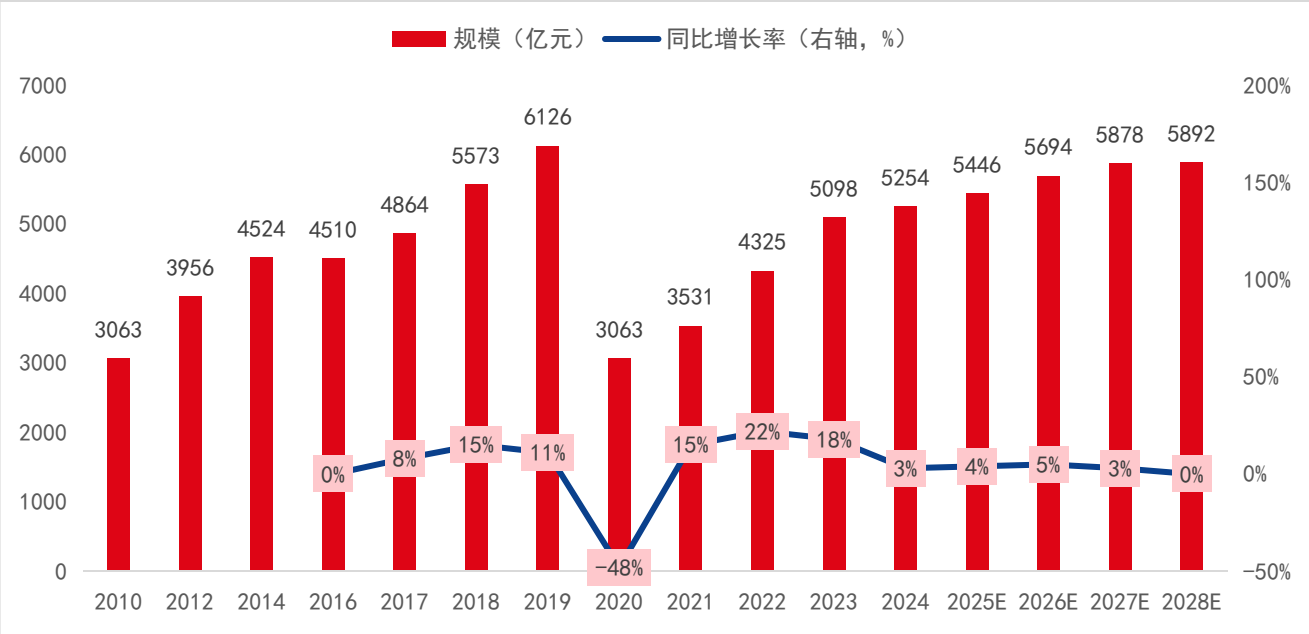
竞争格局：

- **头部集中**：市场高度集中于亚太、欧洲及北美。
- **双雄并立**：Avolta (14.8%) 与中国中免 (11.2%) 占据全球前二，中免是唯一进入第一梯队的中国企业。

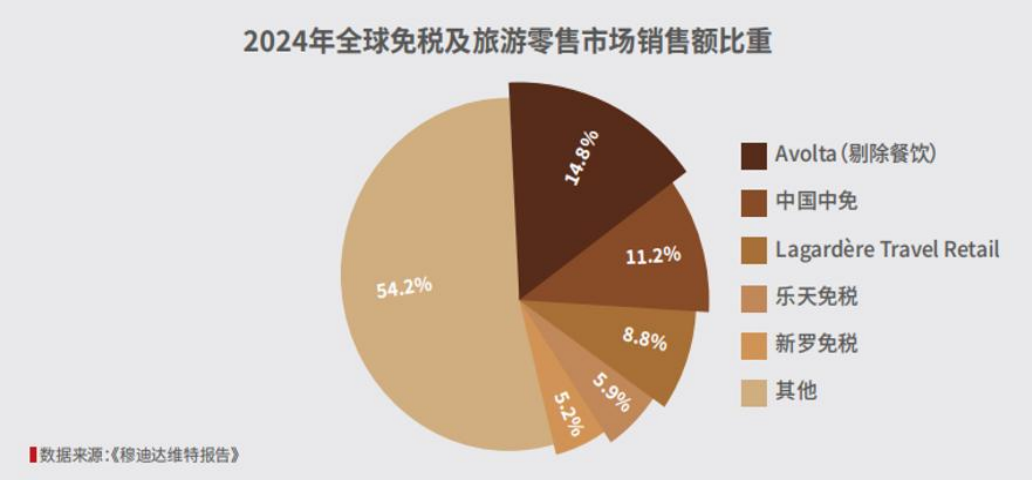
2024 年全球免税及旅游零售数据（亿美元）

全球免税及旅游零售销售额分区域情况					
分区域	2024年预计		2023年		同比增减
	销售额	市场份额	销售额	市场份额	
亚太	323.1	43.8%	320.6	44.6%	0.8%
欧洲	225.6	30.6%	215.6	30.0%	4.6%
美洲	114.8	15.6%	111.9	15.6%	2.6%
中东	65.4	8.9%	63.2	8.8%	3.5%
非洲	8.4	1.1%	7.8	1.1%	7.6%

免税及旅游零售市场规模



2024年全球免税及旅游零售市场销售额比重

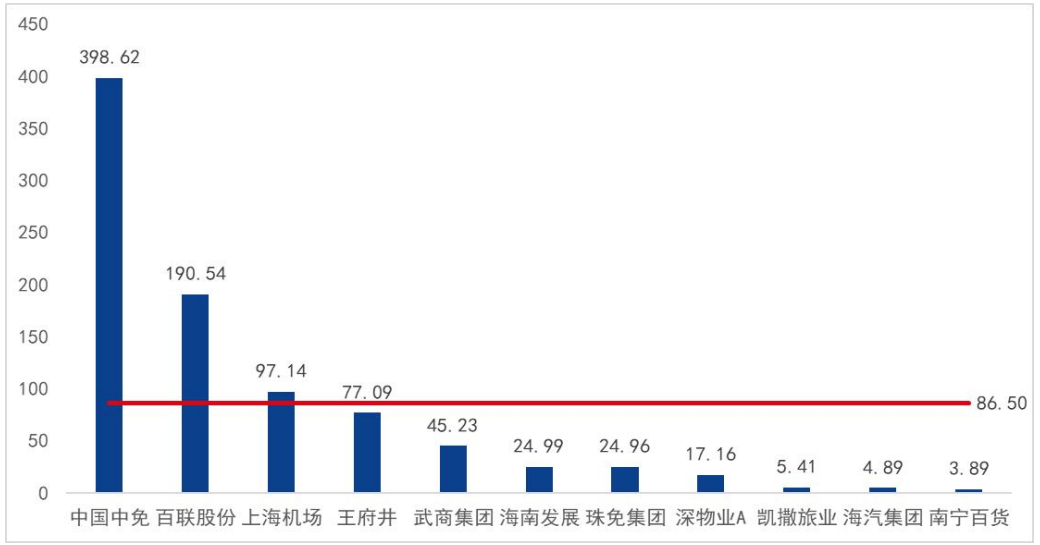


3.2 中国格局：离岛免税主导，市内店开启新增长

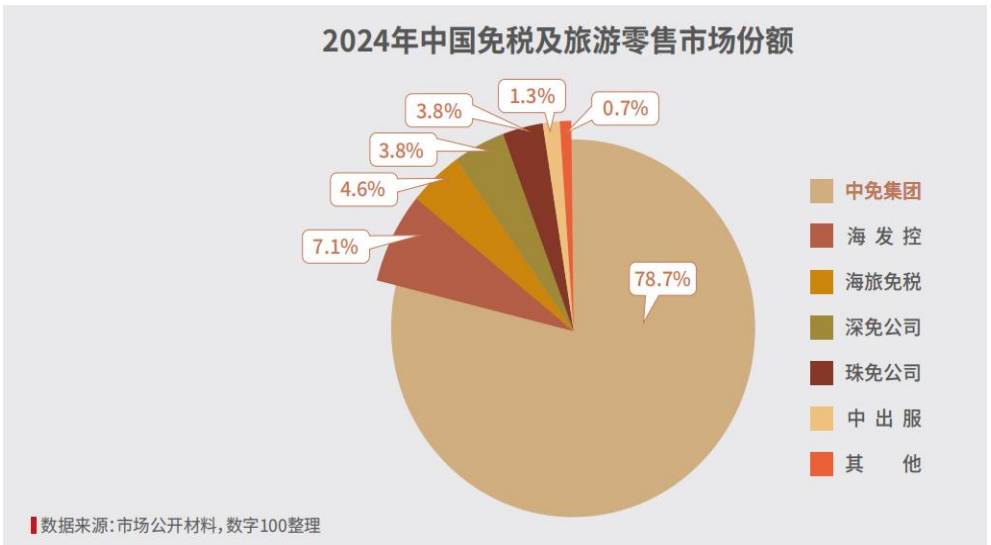
华金证券 Huajin Securities
华 发 集 团 控 股 公 司

- **中国免税市场重要性逐渐提升。**新冠疫情限制下的消费回流与离岛免税政策持续加码下，根据国际免税协会（TFWA）数据，2024年中国免税市场规模约2800亿元（含离岛免税、口岸免税等），2025-2027年CAGR预计为10%-12%，2027年规模突破3800亿元。
- **中国免税行业呈现“一超多强”格局。**上市公司以**中国中免**为**龙头企业**，2025年三季度营收温和回升，国际化与品牌合作构筑护城河；**王府井**免税业态拓展，主业持续创新，积极布局市内免税；区域性企业如**海南发展控股**、**珠海免税**等加速市内店布局，但规模与品牌议价能力仍落后于头部。
- **随着 2025年底海南正式封关运作、市内免税政策落地及消费回流加速，行业有望进入高质量增长新周期。**政策端持续优化释放潜力，预计离岛免税“零关税”政策进一步扩容，叠加85国免签政策落地，入境旅游消费回流有望贡献新增量。

2025年前三季度免税行业上市公司营收情况（亿元）



2024年中国免税运营商竞争格局



3.2.1 封关元年：政策红利从“预期”走向“兑现”

华金证券 Huajin Securities
华 发 集 团 控 股 公 司

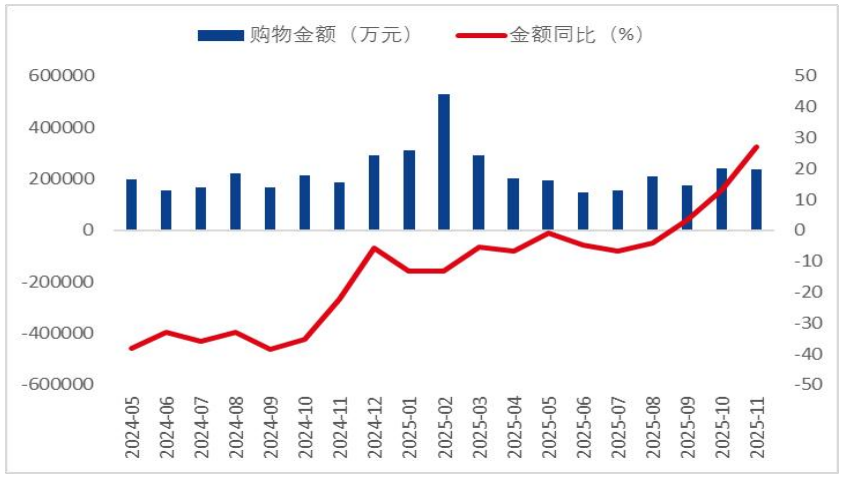
2025年免税行业政策密集落地，形成“海南离岛+市内免税+国货支持”的政策组合拳，直接推动行业基本面改善，政策红利持续释放，消费升级趋势显著。

- **海南离岛免税新政成效显著。**2025年11月1日实施的离岛免税新政（扩大品类至47类、新增离境旅客资格、同一自然年度内曾离岛的岛民不限次购买）首周即带动销售额同比增长34.86%，购物人数增长3.37%，政策拉动效应立竿见影。从全年数据看，2025年9月离岛免税销售额17.33亿元，同比增长3.4%，为18个月以来首次转正，印证政策对消费的刺激作用。
- **进一步扩大免税店经营品类，丰富旅客购物选择。**进一步扩大口岸出境免税店、口岸进境免税店和市内免税店经营品类，新增手机、微型无人机、运动用品、保健食品、非处方药、宠物食品等商品。整合优化口岸出境免税店、口岸进境免税店和市内免税店经营品类清单。
- **国货免税支持力度加大。**政策明确国货入店销售视同出口并享受退税，要求国货经营面积不低于1/4（口岸出境免税店、市内免税店），推动国货品牌在免税渠道占比提升。

海南离岛免税购物新政首日销售金额超7800万元



2025年9月离岛免税销售额18个月以来首次转正



海南岛免税购物“量价齐升”驱动增长



资料来源：Wind、海南省商务厅、华金证券研究所

3.2.2 海南岛封关政策解读

海南自由贸易港于2025年12月18日正式启动全岛封关运作，这一重大政策变革标志着海南进入"一线放开、二线管住、岛内自由"的全新监管阶段。

- **封关**是指将海南岛全岛建成一个海关监管特殊区域，实施以“‘一线’放开、‘二线’管住、岛内自由”为基本特征的自由化便利化政策制度。
- **“一线”放开**，就是将海南自贸港与我国关境外其他国家和地区之间作为“一线”，实施一系列自由便利进出举措；
- **“二线”管住**，就是将海南自贸港与内地之间作为“二线”，针对“一线”放开的内容实施精准管理；
- **岛内自由**，就是在海南自贸港内，各类要素可以相对自由流通。

封关政策以"零关税、低税率、简税制"为核心，构建了全新的税收制度体系：

- **零关税政策**：进口商品关税大幅降低，从封关前的21%覆盖范围扩大至74%，约6600个税目商品享受零关税待遇，涵盖奢侈品、电子产品、汽车、医疗器械、原材料等几乎所有消费与生产类商品。
- **低税率政策**：封关后，海南鼓励类企业享受15%企业所得税（内地为25%），高端人才个税封顶15%（内地最高45%），显著降低企业运营成本。
- **简税制政策**：实施"一税两费"税制，简化税收征管流程，提高通关效率。

海南自贸港总体方案税制四支柱

零关税

封关之前：

- 特定商品免税
  - 负面清单*1
  - 正面清单*3
- 加工增值≥30%免关税
- 离岛免税额度人民币10万元/人/年

2035年之前：

· 除负面清单上的商品外，所有商品均可享受免税政策

低税率 *需满足特定条件

2027年12月31日之前：

- 鼓励类企业15%企业所得税
- 高端人才和紧缺人才15%个人所得税
- 境外投资所得免税
- 资本性支出100%税收折旧和加速折旧制度

2035年之前：

- 15%企业所得税扩围到所有企业（除负面清单外）
- 累计居住满183天的个人，按3%、10%、15%三档税率征收个人所得税

简税制

- 中国税制简化改革试点
- 增值税、消费税、车购税、城建附加等税费进行销售税简并，并在货物和服务零售环节启动销售税征收工作。

2035年之前：

- 财政收入分配调整
  - 直接税由中央和地方共享
  - 销售税及其它国内税：地方税收收入

强法治

- 注重商业实质和价值创造
- 避免成为税收天堂
- 遵循OECD和BEPS的原则
- 加强国际信息互换

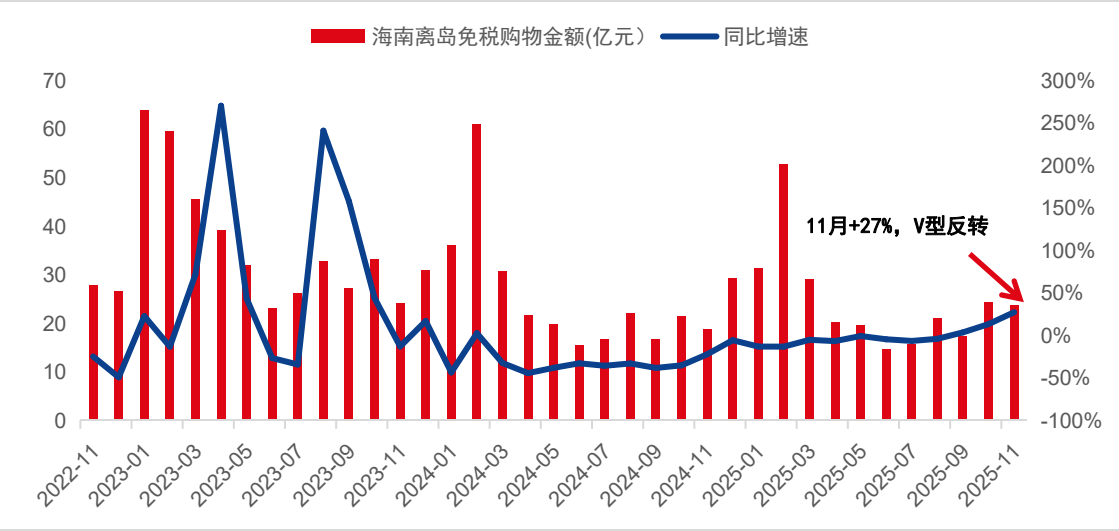
资料来源：中华人民共和国中央人民政府、毕马威分析、华金证券研究所

3.2.3 封关验证：短期脉冲确立“开门红”，首月数据验证“V型”反转

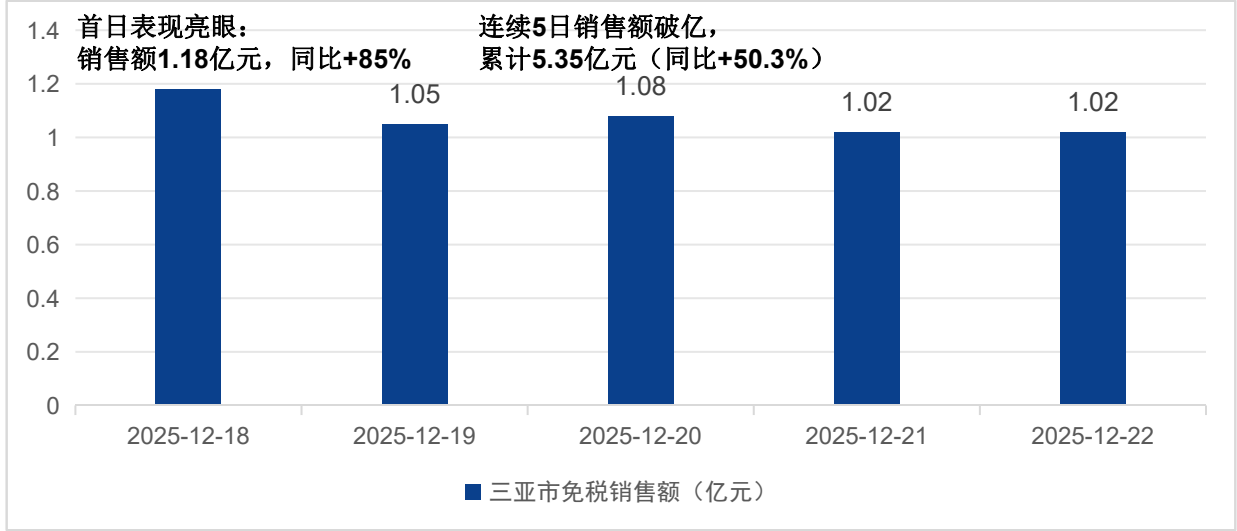
华金证券 Huajin Securities
华 发 集 团 控 股 公 司

- **事件驱动：封关运作首月数据落地，政策红利加速从“预期”走向“兑现”。**
- **初期验证（脉冲效应）：**封关启动初期，市场积压的免税消费需求得到集中释放。2025年12月18日至22日，三亚全市离岛免税连续5日销售额破亿元，累计实现销售额5.35亿元（同比+50.3%）。这一阶段的高增长主要受益于封关初期的流量聚焦效应与促销活动的瞬时拉动，验证了政策节点对短期市场情绪的强劲提振作用。
- **中期确认（趋势韧性）：**随着时间推移，销售热度并未出现显著的“节后回撤”，而是展现出极强的持续性。据2026年1月19日海南省新闻发布会，**封关首月**（2025.12.18-2026.1.18）离岛免税销售额录得**48.6**亿元（同比**+46.8%**）。首月近50%的高增速与前5日增速（+50.3%）高度趋同，有力证伪了“短期昙花一现”的市场担忧，确认了免税销售额的中枢已实质性上移，行业基本面呈现“V型”反转趋势。
- **结构优化（内生动力）：**增长质量同步提升，流量结构呈现“高净值化”特征。得益于免签政策扩容，2025年12月海南接待**入境过夜游客77.3万人（同比+59.5%）**，全面超越2019年同期水平。客源结构的国际化与高端化，叠加首月“零关税”进口货值7.53亿元（同比+38.9%）带来的供应链成本优化，有望在提升客单价（ASP）的同时改善运营商毛利水平。
- **审慎评估（风险提示）：**尽管首月数据表现亮眼，但考虑到12月-1月为海南传统旅游旺季，且存在2024年同期低基数效应，后续仍需持续跟踪春节后的淡季销售留存率，以及封关运作磨合期可能产生的物流时效波动。建议持续关注“客流客单双击”的可持续性。

海南离岛免税月度销售额（亿元）及增速



封关启动后，2025年12月18-22日三亚免税日度销售额

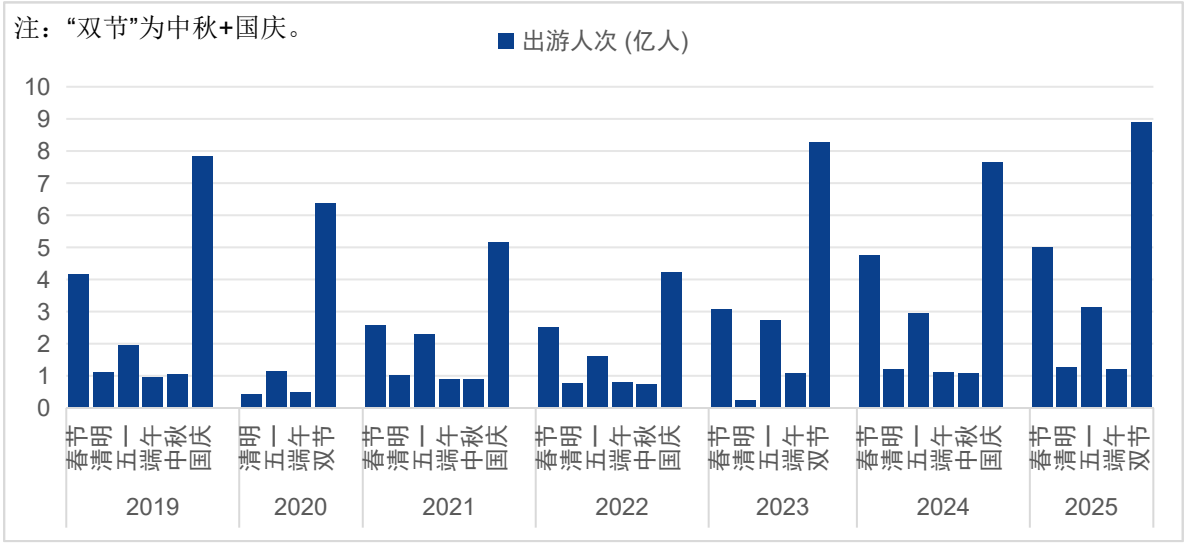


3.2.4 流量底座：文旅复苏为免税提供充足“入场券”

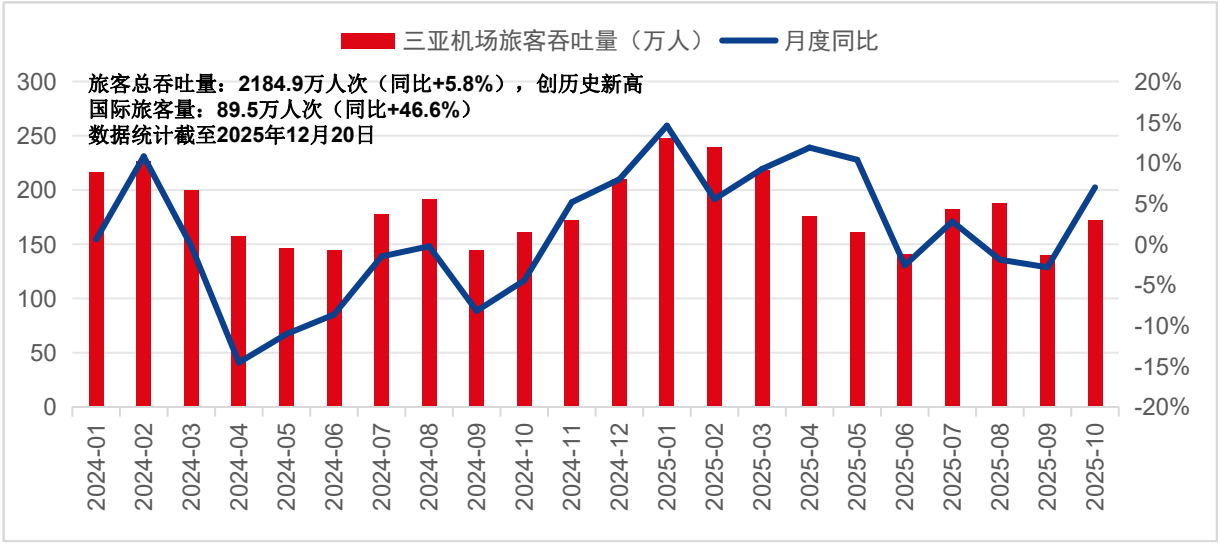
华金证券 Huajin Securities
华 发 集 团 控 股 公 司

- **宏观大盘：假日经济量价齐升，流量基数全面修复**
- **全面复苏**：2025年国内旅游市场展现出强大的韧性。如图左所示，春节、五一、国庆三大长假出游人次均超越 2019 年同期水平。其中，2025年“双节”（中秋+国庆）出游人次达 8.88亿，创下历史峰值。**理性繁荣**：在人均消费理性回归的背景下，具备高情绪价值的优质文旅产品依然展现出强大的溢价能力。行业增长逻辑已从“圈地收门票”转向“内容创造流量”，庞大的出行基数为免税行业提供了充足的流量“蓄水池”。
- **区域聚焦：三亚客流创历史新高，国际航线加速恢复**
- **海南虹吸**：作为国内唯一的“热带海岛+免税购物”稀缺目的地，海南对流量的承接能力持续验证。截至 2025年12月20日，三亚凤凰国际机场旅客总吞吐量达 2184.9万人次 (YoY +5.8%)，再次刷新历史纪录。**结构优化**：值得关注的是，国际旅客吞吐量达 89.5万人次 (YoY +46.6%)。随着 59国人员入境免签政策的效能释放，高净值国际客流的显著回升，将为封关后的离岛免税市场注入高含金量的“纯增量”。

2019-2025年节假日全国国内旅游出行人次（亿人次）



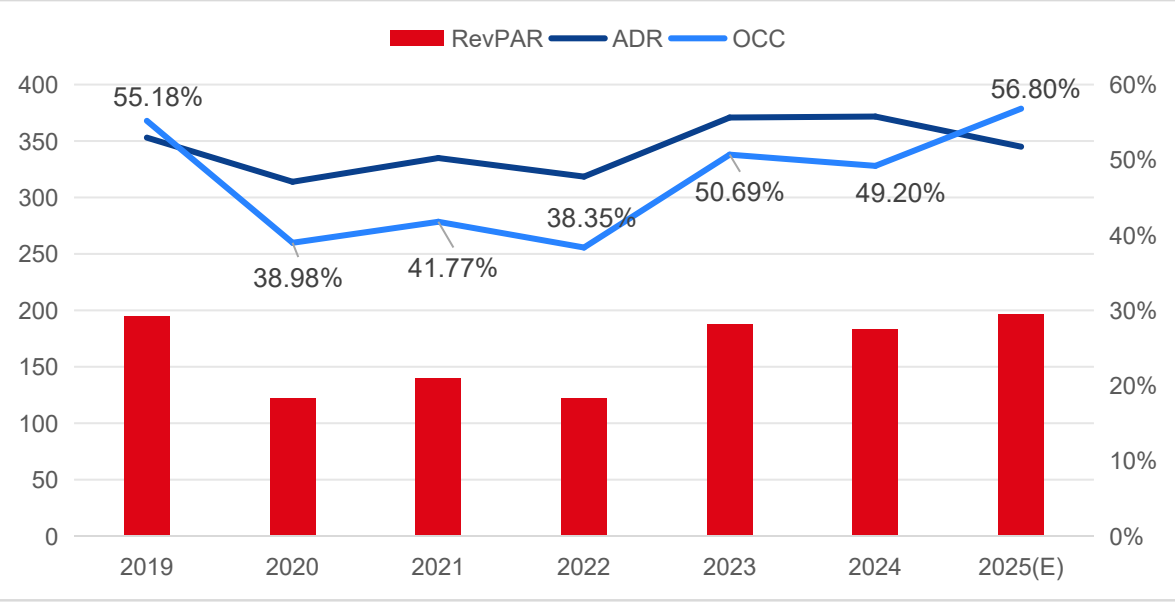
三亚机场旅客吞吐量（万人）和月度同比变化（%）



3.2.5 购买力锚点：高端酒旅复苏，预示客单价(ASP)上行

- **宏观验证：RevPAR超越 2019，高端资产展现“价格韧性”**
- **复苏里程碑：**如图左所示，2025年**RevPAR**（每间可供出租客房收入）预计达196元，或超越2019年同期水平（**194.96元**），标志着行业走出修复期。尽管大众市场呈现“ADR回调、以价换量”特征，但流量的强势回归（预计OCC修复至56.8%）为免税店提供了充足的**进店基数**。**客群筛选：**在“价格战”与“品牌战”并存阶段，以瑞吉、喜来登为代表的高端品牌资产展现出极强的品牌溢价能力与高客单价韧性。这部分入住高端酒店的客群，并未受到大众市场“消费降级”的显著影响，依然是免税店精品与重奢品类的核心购买力。
- **微观验证：4500万会员分层，高净值客群贡献“30倍”购买力**
- **数据铁证：**中免集团基于**4500万**会员规模，构建了基于大数据的分层运营体系。数据表明，高净值会员的年均消费频次超过整体水平的**3倍**，人均消费金额更是超过整体水平的**30倍**。**运营闭环：**依托线下“奢侈品牌联合定制”与“稀缺商品优先认购”特权，中免成功将高端酒店导入的“流量”转化为高留存的“留量”。这部分核心客群的高复购率，有效对冲了客流波动风险，充分释放了高端消费潜力。

2019-2025E全国星级饭店核心经营指标 (RevPAR/ADR/OCC)



中免会员整体结构特征



3.3 中国中免：经营拐点确立，离岛免税引领业绩修复

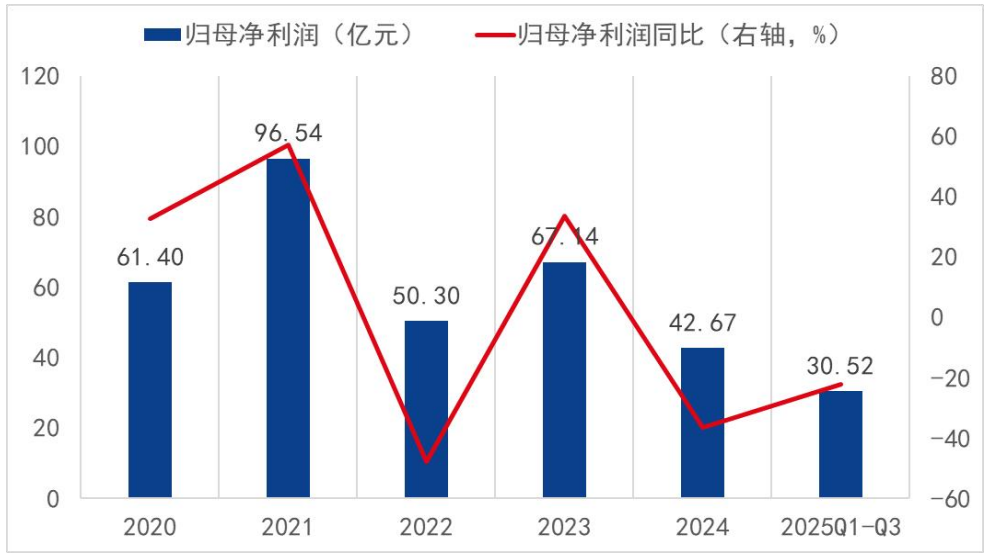
- **重大事件点评：锁定顶级资源，完善战略拼图**
- **事件概要：**公司发布公告，拟以现金收购DFS集团（LVMH与Robert Miller持股）旗下香港、澳门零售门店及大中华区无形资产；同时，LVMH集团及Miller家族拟作为战略投资者认购公司H股。
- **战略意义：**
- **供应链端：**LVMH拟进行的战略入股，有望从股权层面深化双方互信。在海南封关的背景下，此举或为公司后续在三亚国际免税城一期二号地及太古里项目中的重奢品牌引入提供更强的确定性背书。
- **渠道端：**若收购顺利落地，公司将承接DFS在港澳成熟的高端零售网络，形成“海南（离岛）+港澳（出境）+机场（口岸）”的立体化布局，契合“国潮出海”战略，有效对冲单一市场的波动风险。

- **经营近况回顾：基本面筑底，内生布局蓄力待发**
- **财务表现（企稳迹象）：**2025Q1-Q3实现营收398.62亿元（同比-7.3%），归母净利润30.52亿元。其中Q3单季营收117.11亿元，环比微增2.69%，显示经营韧性优于行业整体。
- **渠道创新（市内店落地）：**深圳、广州、成都三地市内店全新开业，首创“免税+有税”双轨模式，深度融合属地文化，为后续承接入境游消费红利搭建新场景。
- **区域深耕（海南+大湾区）：**
- **海南：**年内新增超60个品牌，市占率逆势提升约1 pct。
- **澳门：**cdf澳门新马路店开业并推进机场店建设，**提前卡位大湾区关键节点**。

2020-2025Q3营收情况



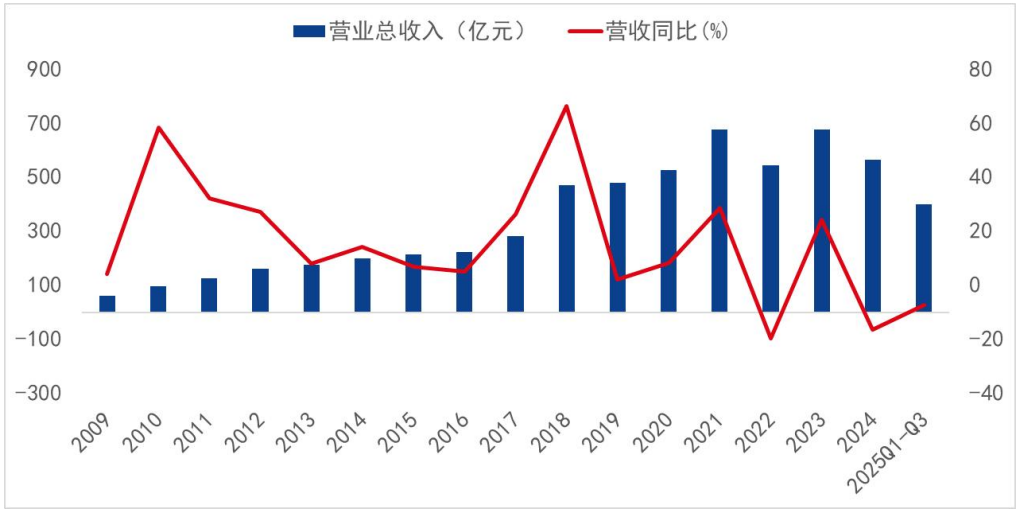
2020-2025Q3归母净利润情况



3.3.1 龙头地位：79%市占率构筑强力壁垒，穿越周期韧性凸显

- **免税和旅游零售业绝对龙头。**中国中免在国内免税及旅游零售市场中几乎占据垄断性优势，2024年中国中免在免税及旅游零售市场中的市占率高达 78.7%。
- **疫情前业绩双涨，增速较快。**自2011年4月20日海南离岛免税政策开始实施以来，中免营收和净利润均呈上升趋势。中免疫情前2011-2019年营收CAGR为18.08%，2021年峰值营收677亿元。
- **疫情影响下，2020-2021年受国内政策利好支撑业绩向好，2022年业绩有所下滑。**2022年上半年受国内疫情多点散发、多地频发影响，导致客流大幅下降，门店和物流运营出现中断，公司3-5月经营受到较大冲击，影响了整体业绩。
- **疫情后，2023年中免业绩有所回暖，2024年离岛免税表现不佳冲击公司整体业绩表现。**2023年海南离岛免税主导增长，受益于旅游复苏，海南岛营收 102.14 亿元，同比增长 15.74%；2024 年实现营业收入 564.74 亿元，同比下降 16.38%，业绩下滑主要受到海南离岛免税业务的拖累，以及整体消费市场疲软的影响。
- **2025年海南免税市场复苏有望成为公司增长的核心驱动力。**2025年12月18日，海南自由贸易港迎来全岛封关运作的历史性时刻，也标志着海南对外开放迈入全新阶段，离岛免税产业亦将登上更大的舞台。

2009-2025Q3中国中免营收及同比（右轴）



2009-2025Q1中国中免归母净利润及同比（右轴）



资料来源：Wind、华金证券研究所

3.3.2 渠道布局：全牌照+全域卡位，打造全球最大免税销售网

- **中免集团构建了全球化的全渠道零售网络，涵盖免税及有税业务，形成差异化竞争优势，是全球免税店类型最全、单一国家零售网点最多的免税运营商。**
- 2024年中免集团新获10个机场及口岸免税项目经营权，并在新加坡樟宜机场、中国香港国际机场、日本东京银座等地开设精品店及免税专柜，在斯里兰卡开设市内免税店，同步推动中国内地12家市内免税店布局，形成全方位渠道优势。同时通过全渠道会员体系整合线上线下消费场景，实现机场免税、市内店及跨境电商等多渠道无缝衔接。
- **有序推进海外业务布局。**中免集团2024年先后在新加坡樟宜机场、中国香港国际机场、日本东京银座及斯里兰卡等地开设精品店及免税专柜。
- **布局市内免税店。**2024年8月，中免成功竞得深圳、广州、西安、福州、成都和天津6家市内免税店经营权，中免集团运营的中国内地市内免税店总数增至12家。

中国中免香港東荟城免税店



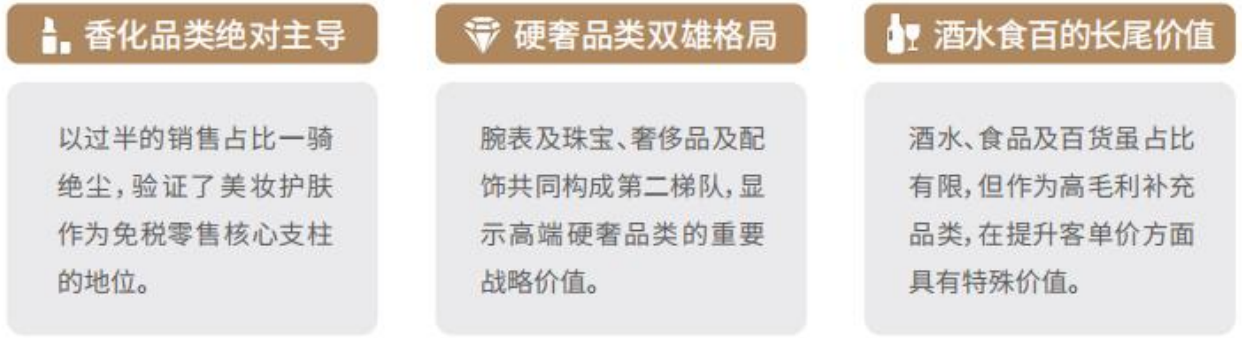
3.3.3 品牌壁垒：1500+品牌全品类覆盖，锁定稀缺重奢资源

- **品牌品类资源丰富，与供应商合作稳定。**中免集团构建了全球领先的供应链体系，与1,500余家国际一线品牌建立深度合作，形成包含精品、香化、烟酒等全品类、超36万SKU的商品矩阵。2024年，中免集团成功引入200多个新品牌，并独家发售19个系列500余款全球限量款商品，强化商品竞争力。通过“高端进口+国货爆品”组合策略，持续丰富商品品类，实现线上线下商品协同，全方位满足不同客群需求，巩固市场领先地位。
- **依托全球供应链体系，实现全品类品牌矩阵布局。**其中香化品类为绝对主导，该类产品市场稳健增长，消费人群持续扩容。2024年香化品类销售金额呈现稳定增长态势，总消费金额同比2023年实现1.5%的稳定增长。这一增长主要源于消费人群的扩大，香化购买会员数量增幅达17.3%，显示出市场渗透率的持续提升。
- **资源整合实现升级，收购DFS并战略绑定LVMH。**该业务布局是对高端渠道的补充，更是对顶级奢侈品集团核心资源（包括品牌、IP、供应链）的一次系统性整合与锁定，LVMH拟进行的战略入股，有望从股权层面深化双方互信。

供应链核心优势：依托全球供应链体系，实现全品类品牌矩阵布局



2024年中免集团会员消费的核心品类表现呈现结构性差异



资料来源：中国中免《2024～2025中免消费白皮书》、华金证券研究所

3.3.4 流量生态：4500万会员深度运营，线上线下构建私域闭环

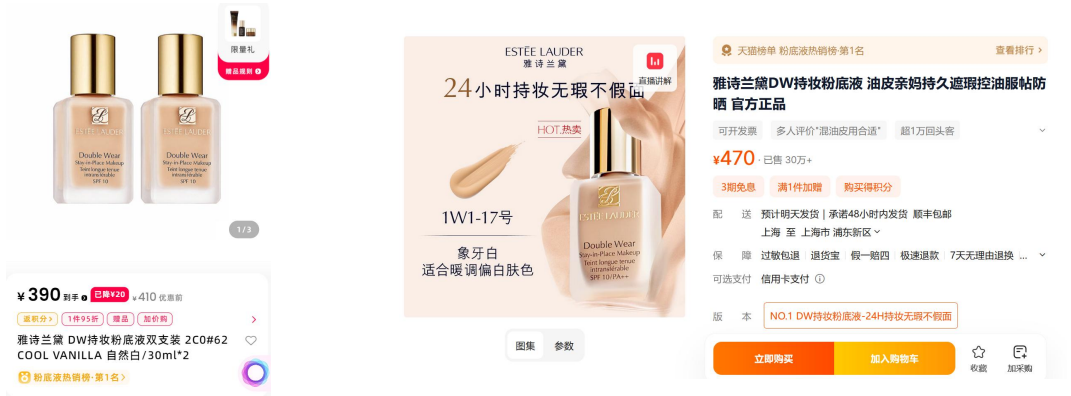
2020年面对疫情冲击，中免开始将工作重心转移到线上，积极培育发展CDF会员购等新业态。

- **通过构建全渠道销售网络实现免税业务数字化转型。**
- **其线上渠道主要分为自有平台、第三方电商合作、社交媒体触点三大板块。**自有平台包括中免会员 APP、官方网站及微信小程序，形成线上购物闭环，支持线上下单、机场提货或邮寄到家服务。具体来看，“cdf会员购”是疫情期间的创新模式，通过跨境电商政策满足无法出国人群的需求；“中免日上”整合了机场免税资源，主打高频次爆款；“cdf海南”则服务离岛免税这个特殊政策区域。
- **第三方合作方面，已入驻京东国际、天猫国际等跨境电商平台，利用流量优势扩大用户覆盖面。**社交媒体端以微信生态为主阵地，通过公众号内容推送、朋友圈广告投放、社群运营等方式提升用户粘性。
- **从政策到供应链，从运营到物流让利消费者，形成价格优势。**免税与线上双管齐下，中免日上采用线上销售模式，降低了实体门店的租金、人工等成本。

中免三大线上平台一览



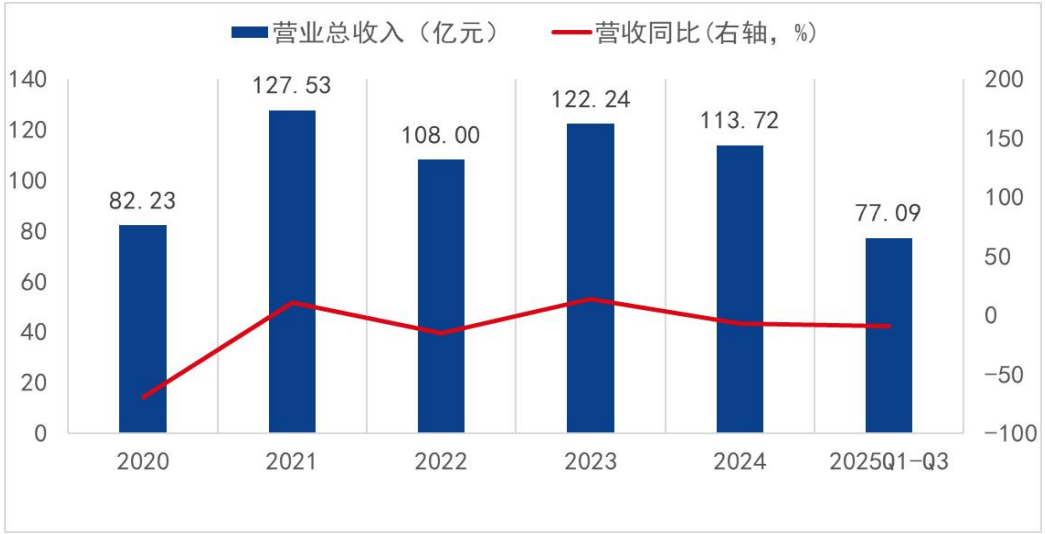
中免产品与官旗形成价格对比优势



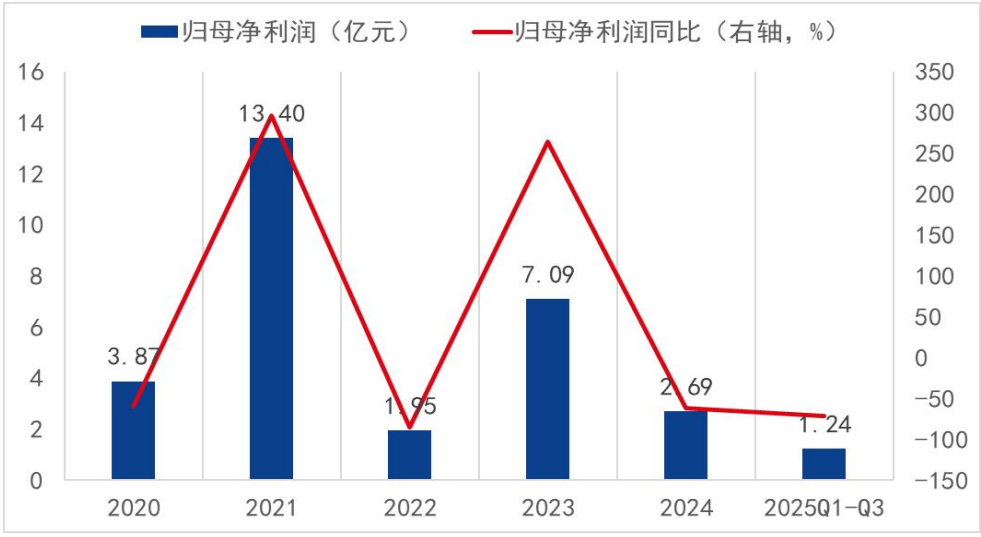
3.4 王府井：2025年加速布局免税业务，文化赋能零售体验

- **2025年10月31日，公司发布2025年三季报，业绩略低于预期。**2025Q1-Q3实现营业收入77.09亿元，同比-9.3%；实现归母净利润1.24亿元，同比-71.02%；2025Q3单季度实现营业收入23.47亿元，环比-1.21%；实现归母净利润0.43亿元，环比+67.14%。
- **公司持续推进购百业态焕新升级，并借市内免税店落地开拓新增量空间。**2025Q1-Q3公司百货/购物中心/奥特莱斯/专业店/免税分别实现营收28.98/18.58/17.31/10.26/1.85亿元，分别同比-10.62%/-17.56%/4.89%/-4.87%/-9.25%。百货/购物中心受消费结构变化影响收入有所承压，其新业态项目蓬勃发展，IP经济、首发经济、体验消费等聚集了不少年轻消费者，人气颇旺。
- **免税业态作为战略重点。**Q3长沙市内免税店开业，以“免税+有税+跨境”模式拓展多元消费场景，加速免税店全国布局。公司关闭2家百货门店（西单商场兰州店和六盘水国贸广场），截至2025年Q3，公司在37个城市运营77家大型综合零售门店，总建筑面积553.2万平方米。

2020-2025Q3营收情况



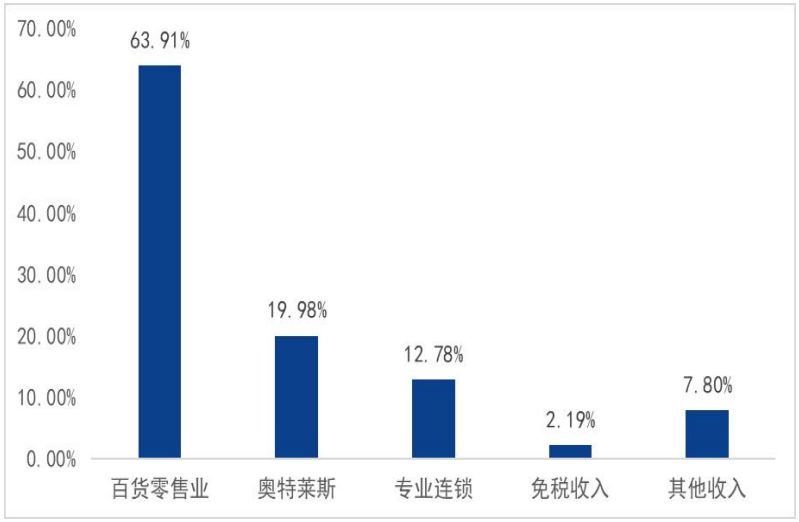
2020-2025Q3归母净利润情况



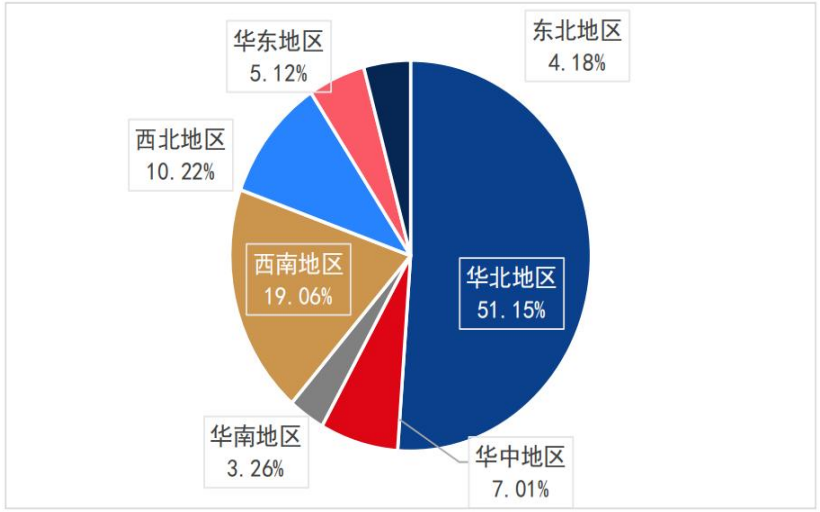
3.4.1 王府井集团：跨业态融合范式

- **多业态布局的零售龙头。**王府井前身是创立于1955年的北京市百货大楼，历经70年发展，公司目前已成为全国规模最大、业态最全的商业零售集团之一。截至2024年底，公司共运营80家大型零售门店，专业店358家，构建“综合百货为基、购物中心提质、奥莱扩容增效、专业店精准渗透、免税增量突破”的多业态协同生态。
- **免税业态拓展，主业持续创新。**在业态创新方面，公司完成了免税体系的搭建，并进行了业态创新调整。免税业态作为战略重点，2025三季度长沙市内免税店开业，以“免税+有税+跨境”模式拓展多元消费场景，加速免税店全国布局。
- **业务覆盖广，构建全域消费场景。**地理覆盖方面，构建“国内核心城市+海南自贸港战略要塞+国际枢纽布局”全域体系。覆盖北京、上海、广州、成都、西安、武汉等核心城市，万宁免税港（离岛免税）+海口在建口岸店，同时中标北京大兴机场、广州白云机场口岸免税店。消费场景覆盖方面，构建高端奢侈品消费，家庭一站式购物，折扣消费和文旅消费全场景。
- **整合了60余个二次元品牌及IP资源，构建了北京市场内领先的二次元主题商业空间——王府井喜悦购物中心。**王府井喜悦购物中心把握住国潮文化兴起，聚焦三大潜力主题——二次元、独立主理人品牌及特色餐饮，果断调整战略定位，将项目转型为“新国潮购物中心”，以打造“北京在地青年潮流文化地标”为使命，精准切入Z世代消费群体对潮流品牌、文化体验、社交空间及生活方式的多元化需求。

2024年主营构成各业态营收占比情况（%）



2024年主营构成分地区（%）



拉布布快闪店现身北京王府井大街apm购物中心



3.4.2 王府井国际免税港：“有税+免税”双轮驱动

王府井国际免税港：免税+有税奥莱+餐饮娱乐开启“免奥融合”模式

- **通过供应链协同、客群互导、场景互补、数据打通，四大核心机制实现有机联动侧。**供应链方面，免税和有税会在前期化妆品品类供应链搭建方面协同非常显著；客群互导方面，通过搭建“一体化商城”与“全域流量闭环体系”，实现了线上线下、全国门店的会员体系融通全国客群，有效提升了门店的营销效能。
- 免税吸引高消费游客，但受政策与客源波动影响大；奥莱服务本地及中端客群，提供稳定现金流，同时消化免税库存。两者通过数据与供应链深度咬合，形成抗周期商业体。

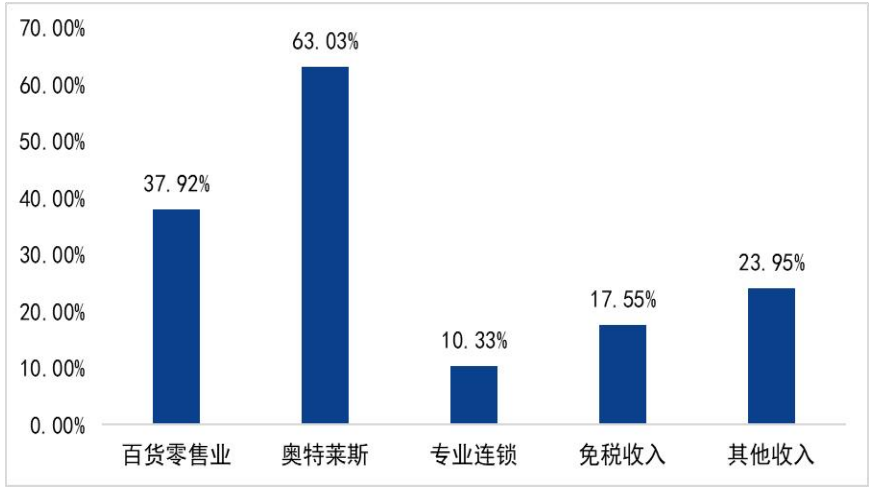
“高端百货+免税+奥莱”带动高毛利率

- 2024年，王府井奥特莱斯业务毛利率达到63.03%，百货零售业务毛利率37.92%。高端百货引入高端品牌，借品牌溢价与高客单价奠定基础，通过精细运营和场景化打造提升毛利；免税业务凭牌照优势降成本，客群价格敏感度低，助力高毛利；奥莱靠低价拿货和低运营成本，以高周转补充毛利。
- **三大业务协同增效形成闭环。**高端百货输送客群，免税业务提升品牌形象并引流，奥莱消化库存且扩大客群覆盖，资源互补与客群协同推动各业务优势叠加。

王府井国际免税港



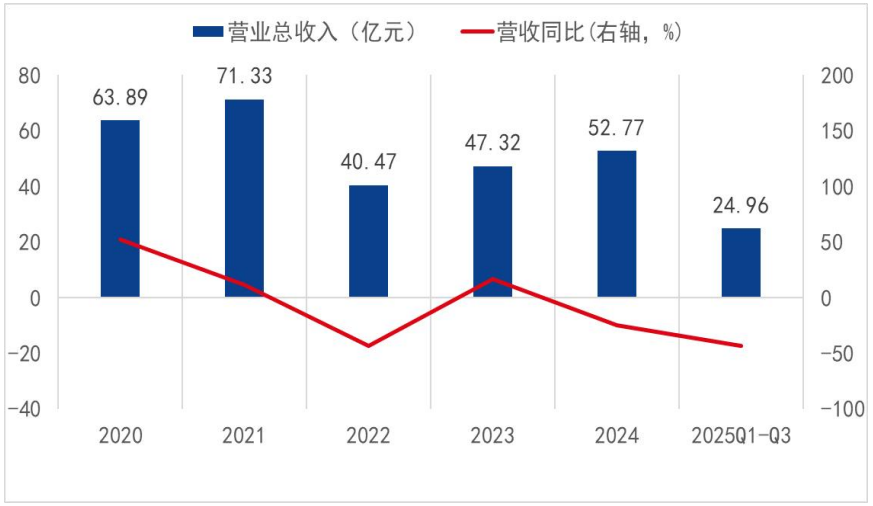
王府井2024年各业务毛利率情况



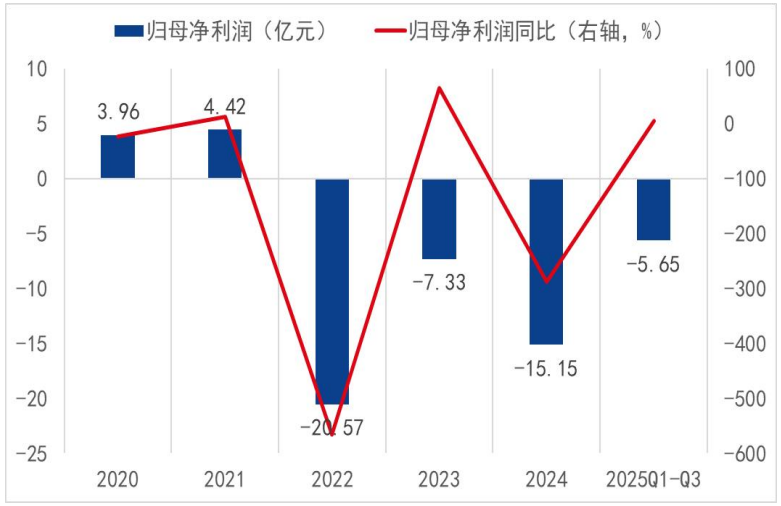
3.5 珠免集团：全面剥离地产业务，加速向免税消费主业聚焦

- **2025年10月30日，公司发布2025年三季报，经营表现整体显著承压。**2025Q1-Q3实现营业收入24.96亿元，同比-42.88%；实现归母净利润-5.65亿元，扣非归母净利润-5.26亿元。
- **2025年度业绩预亏，同比减亏。**公司预计2025年度实现归属于母公司所有者的净利润为-1.18亿元到-9.2亿元，预计亏损。与上年同期相比净利润亏损将减少3.35亿元到5.95亿元，同比减亏幅度22.09%到39.25%。
- **通过重大资产重组全面剥离地产业务，加速向免税消费主业聚焦。**珠免集团拟向关联方珠海投捷控股有限公司出售其持有的珠海格力房产有限公司100%股权，交易作价551,753.65万元，以现金方式支付。标的资产2024年资产总额占上市公司同期比例为66.89%，净资产占比95.82%，均超50%标准，构成重大资产重组。
- **公司未来将新增产品品类。**公司传统产品整体毛利率水平较高，是公司核心毛利贡献来源；食品类产品的毛利率也较为可观，是公司增长潜力较大的品种。在免税新政下，公司计划新增电子产品、黄金、保健品等品类，预计也将为公司带来新的增量。

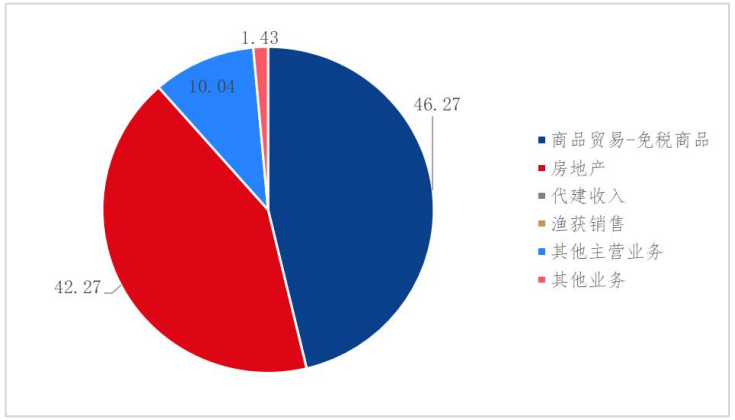
2020-2025Q3营收情况



2020-2025Q3归母净利润情况



2024年主营业务收入结构（%）



资料来源：Wind、华金证券研究所

3.5.1 区域布局，牌照布局：深耕珠海为主的珠港澳核心腹地

- **珠免依托自身在免税品经营领域的优势，充分挖掘粤港澳大湾区、横琴粤澳深度合作区、海南自由贸易港等战略发展机遇。**已形成了以免税业务为核心，涵盖口岸免税、多元商贸、跨境商务、口岸经济、商业综合、线上渠道的综合投资开发业务体系，共有成员企业二十多家；在国内共有二十多个陆路口岸和机场口岸的出入境免税店，其中拱北口岸免税店是目前国内单店面积最大的陆路口岸免税店。
- **2025年，珠免集团免税门店布局持续拓展，范围从粤港澳大湾区延伸至国内多个重要航空与港口枢纽。**揭阳潮汕国际机场出境免税店、广州南沙港客运口岸出境免税店、宜昌三峡国际机场出境免税店、青茂口岸出境免税店等相继投入运营，与2025年12月29日开业的湾仔口岸出境免税店共同形成了覆盖陆路、水路、机场等多类枢纽的免税服务网络，服务辐射范围持续扩大，为更多出入境旅客提供优质免税服务。
- **深化全国布局，构建多元交通枢纽网络。**随着湾仔口岸店开业，珠免集团已在珠海拱北、港珠澳大桥、横琴、青茂及湾仔等所有核心口岸开设免税门店，实现珠海市区主要出入境通道服务网络的全覆盖，服务珠澳通勤与旅游客群的免税购物需求。

珠免部分免税店门店布局情况

省份/地区	免税店名称
内蒙古	鄂尔多斯伊金霍洛国际机场出境免税店
湖北	宜昌三峡国际机场出境免税店
广西	南宁吴圩国际机场出境免税店
澳门	DFM澳门免税氹仔客运码头出境免税店
广东	拱北口岸进出境免税店
	横琴口岸出境免税店
	港珠澳大桥珠海公路口岸珠澳进境免税店
	港珠澳大桥珠海公路口岸港珠进出境免税店
	青茂口岸出境免税店
	九洲港口岸进出境免税店
	湾仔口岸出境免税店
	鹤山港口岸出境免税店
	揭阳潮汕国际机场出境免税店
	广州南沙港客运口岸出境免税店
	中山港口岸出境免税店
	江门港口岸出境免税店

3.6 Avolta AG：三季度延续全球业务扩张与区域多元化战略

- **2025年三季度，Avolta延续了其全球业务扩张与区域多元化战略，成功签署多项新合约并进入新的市场区域。**其中，公司通过在日本关西国际机场获得新的餐饮特许经营权，正式进入日本市场，此举标志着其在亚太地区业务拓展的重要里程碑。在北美地区，Avolta进一步强化了其在关键交通枢纽的布局，与亚特兰大、圣何塞、达拉斯-沃斯堡及圣安东尼奥等多个主要机场签订了长期零售与餐饮合同。此外，公司近期还获得了纽约肯尼迪国际机场8号航站楼的长期免税经营权，这也是过去一年中Avolta在该机场赢得的第八项重要合约。
- **Avolta旗下全球忠诚度计划Club Avolta于2025Q3迎来推出一周年，目前会员规模已突破1500万。**公司亦积极推动多项战略合作，旨在增强客户权益并提升数据价值。随着数据获取与分析能力的持续强化，预计将为Avolta未来的财务表现带来积极推动。
- **Avolta 关注人才、创新和可持续发展。**体现在2025年前沿奖的行业最高认可度上，获得了包括未来零售奖、最佳专业概念奖、人类与地球奖、旅游零售影响力女性奖和年度团队奖在内的多项荣誉。

2025三季度核心增长数据

指标	2025Q1-Q3同比	2025Q3单季度同比
同店增长	4. 00%	2. 70%
新增特许经营增长	1. 40%	2. 10%
有机增长	5. 40%	4. 80%
并购及其他增长	0. 50%	-1. 00%
固定汇率下增长	5. 80%	3. 80%
汇率影响	-3. 50%	-4. 70%
账面增长	2. 30%	-0. 90%

Avolta AG门店示意图



3.6.1 Avolta AG：战略收购实现全球扩张

华金证券 Huajin Securities
华 发 集 团 控 股 公 司

Avolta AG 发展历程

2023年	收购意大利连锁餐厅Autogrill后，更名为 Avolta AG
2020年	Hudson 成为Dufry 的全资子公司，并从纽约证券交易所退市。
2019年	Dufry 收购RegStaer Vnukovo 60% 的股份。
2018年	Dufry旗下子公司Hudson Ltd.在纽约证券交易所（NYSE）上市，首个交易日为2018年2月1日
2016年	续签现有特许经营合同。公司被纳入瑞士领先指数，该指数由瑞士证券交易所上市的30家最大的瑞士企业组成。
2015年	收购World Duty Free
2014年	收购Nuance集团
2012年	收购与俄罗斯RegStaer集团合资公司51%的股份。收购希腊Folli Follie集团51%的旅游零售业务。
2011年	收购阿根廷、乌拉圭、厄瓜多尔、马提尼克和亚美尼亚境内的零售公司，涉及分布在10个机场的21家免税店
2010年	Dufry Ltd. 与Dufry South America Ltd. 合并。
2008年	收购美国旅游零售商Hudson Group，该集团在美国和加拿大的69个机场和交通枢纽拥有 550家门店。
2007年	收购加勒比地区主要的旅游零售运营商之一，该运营商总部位于波多黎各，在波多黎各和其他加勒比地区拥有23家商店。
2006年	Dufry South America Ltd.（DSA）于12月首次公开募股。股票在巴西和卢森堡证券交易所上市。收购巴西旅游零售商Brasif及其物流平台Eurotrade。
2005年	Dufry成为一家上市公司，其股票在瑞士证券交易所上市。由Advent International Corporation牵头的财团从原股东手中收购了剩余的25%股权。公司标识/公司设计变更。
2004年	由Advent International Corporation牵头的财团收购了Dufry 75%的流通股本。战略重心转向旅游零售剥离批发业务以及Weitnauer Distribution等非战略性业务（2月）。
2003年	更名为Dufry。
1952年	开始免税零售业务，在巴黎/布尔歇开设欧洲大陆第一家免税店。
1948年	开始免税批发业务。
1865年	公司在瑞士以 Weitnauer为名成立，主要经营零售业务。

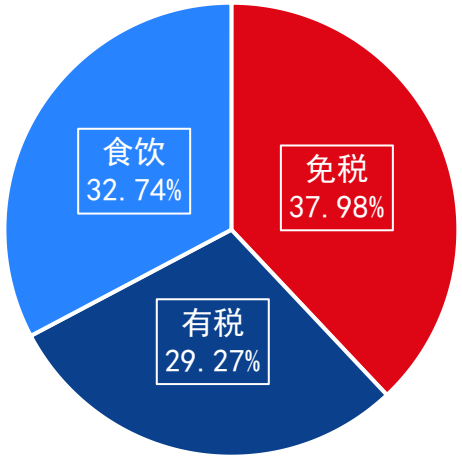
- 2023年，瑞士免税龙头Dufry收购意大利连锁餐厅Autogrill后，正式更名为 Avolta AG。现在公司的主要业态为免税、完税以及餐饮业务，主要品类包括香化、食品、葡萄酒和烈酒、奢侈品、烟草制品、电子产品、文学和出版物等。
- **“并购驱动，生态共赢”，Avolta的全球旅行零售裂变之路。**Avolta的发展遵循清晰商业逻辑，核心战略推动其从瑞士本土零售商成长为全球旅行体验领导者。公司的成长以精准并购为增长核心，依托收购实现全球化布局与份额扩张，并具备高效整合被收购企业的能力；凭借深度绑定私募资本、上市、分拆上市及全股票并购等专业化资本运作，为战略落地提供资金保障；始终聚焦机场、火车站等旅行枢纽渠道，持续深化护城河；疫情冲击下，通过收购Autogrill“逆势升级”，将业务从零售拓展至“零售+餐饮”，显著增强业务韧性与增长潜力。

资料来源：维基百科、华金证券研究所

3.6.2 “有税+完税+餐饮”，三位一体业务新生态

- 2025上半年实现营收66.24亿瑞士法郎（约583.67 亿元人民币），同比增长4.23%；净利润2.9亿瑞士法郎（约25.70亿元人民币），同比增长14.62%。
- **分品类来看。**食品、糖果和餐饮收入28.74亿瑞士法郎，占比最高，约43.39%左右。
- **分地区来看。**地区分布以北美和EMEA为主，拉美和亚太收入贡献较小。
- **分业态来看。**阿沃塔形成主体免税、有税、餐饮三板块均衡占比分别为37.98%、29.27%和32.74%，其中免税业务主要用于开拓EMEA市场，食饮业务用于开拓北美市场。

Avolta AG 2025H1营收分业态情况



Avolta AG 2025H1营收分品类、地区（亿瑞士法郎）

分品类/地区	EMEA（欧洲、中东和非洲）	北美（North America）	拉丁美洲（LATAM）	亚太地区（APAC）	2025H1净销售收入	分品类占比
食品、糖果和餐饮	10.81	15.87	0.97	1.09	28.74	43.39%
香化	7.96	0.85	2.71	0.45	11.97	18.07%
烟草及相关产品	7.00	0.18	0.49	1.57	9.24	13.95%
酒和烈性酒	3.19	0.32	1.91	0.95	6.37	9.62%
奢侈品	1.47	0.76	1.20	0.16	3.59	5.42%
燃料	1.21	-	-	-	1.21	1.83%
其他	2.33	2.28	0.50	0.01	5.12	7.73%
合计	33.97	20.26	7.78	4.23	66.24	100.00%

Avolta AG 2025H1营收分业态（亿瑞士法郎）

亿瑞士法郎	EMEA（欧洲、中东和非洲）	北美（North America）	拉丁美洲（LATAM）	亚太地区（APAC）	2025H1
免税	13.62	1.28	7.03	3.23	25.16
有税	10.39	8.1	0.75	0.15	19.39
食饮	9.96	10.88	0	0.85	21.69
合计	33.97	20.26	7.78	4.23	66.24

资料来源：《Avolta AG 2025半年报》，华金证券研究所

华金证券 Huajin Securities
华 发 集 团 控 股 公 司

/04

季度策略与行业展望

4.1 季度策略：践行“哑铃型”配置，左手“红利防守”，右手“情绪进攻”
4.2 细分赛道展望：锁定“出海增长、情绪价值与政策红利”三大Alpha

4.1 季度策略：践行“哑铃型”配置，左手“红利防守”，右手“情绪进攻”

华金证券 Huajin Securities
华 发 集 团 控 股 公 司

- **策略研判**：K型分化下的“哑铃型”配置
- **宏观定调**：消费市场呈现显著的 “K型分化” 特征。中产阶级消费回归理性，导致中间价位的可选消费（如传统百货、男装）承压；而 “极致质价比”（左端）与 “高情绪溢价”（右端）表现出强劲的抗周期韧性。
- **配置建议**：建议采取 “哑铃型” 投资策略。规避中间地带，重点加配 “精神刚需” 赛道（宠物、IP谷子）与 “出海/性价比” 赛道（家电、折扣零售）。
- 以下微观数据验证了哑铃右端（情绪/精神刚需）在春节窗口期的爆发力：

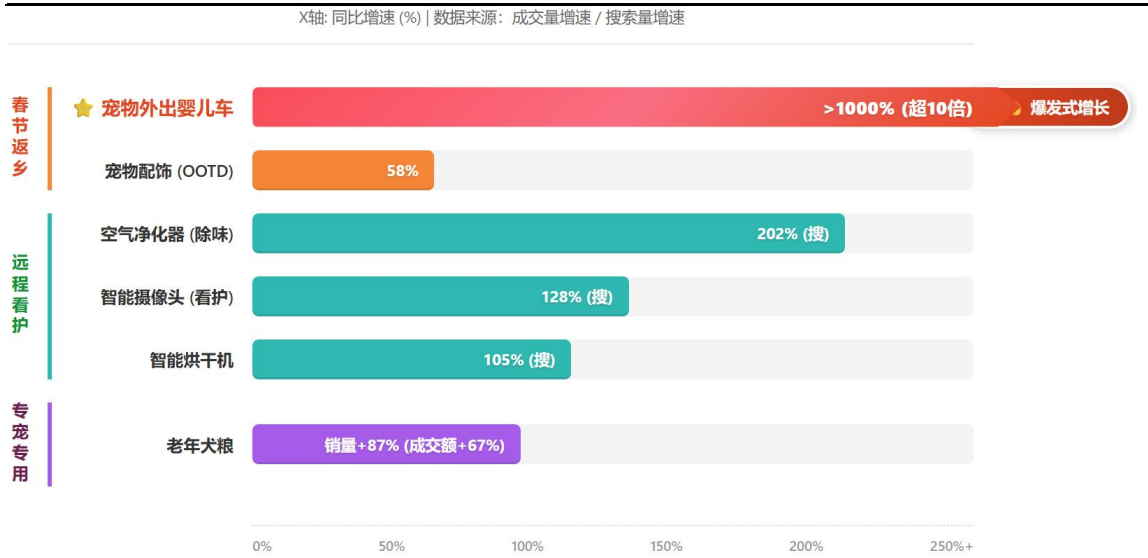
左侧区域：红利/刚需验证

春节催化：“返乡+留守”引爆拟人化消费
返乡出行：“宠物婴儿车”**成交量**暴增超10倍，宠物配饰增长58%，验证“悦己化”升级。
智能看护：解决异地焦虑，**宠物空气净化器(+202%)**与**智能摄像头(+128%)搜索量**增速显著。

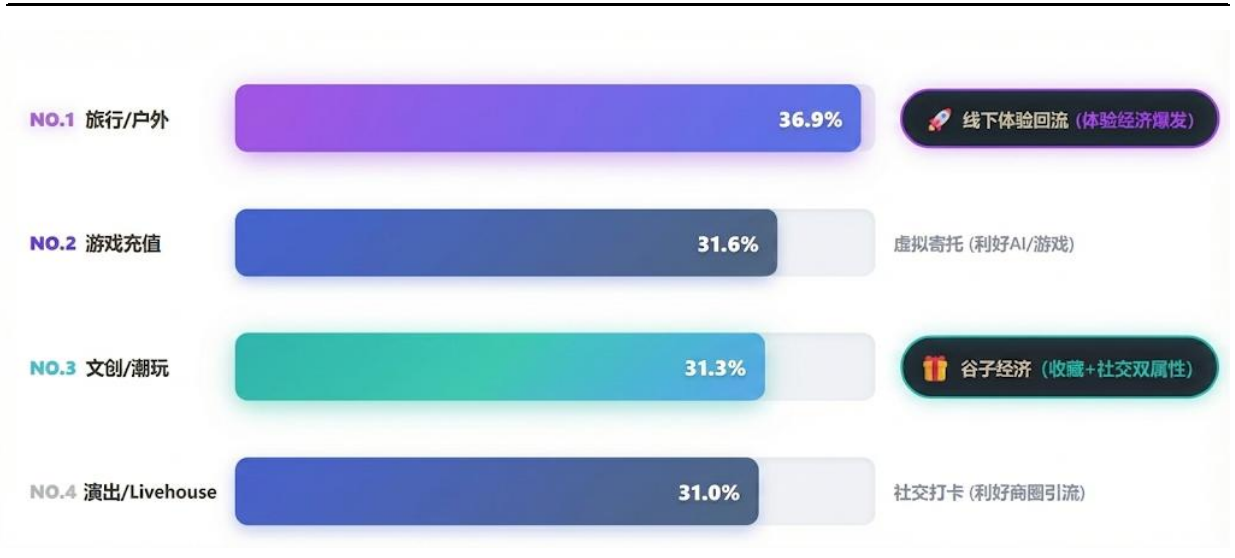
右侧区域：情绪/进攻验证

情绪买单：从“屏幕”回归“线下实体”
体验即正义：线下体验强势回归。**“旅行/户外”以36.9%**的占比位居Z世代情绪消费榜首。
谷子社交化：**“文创/潮玩”(31.3%)与“Livehouse”**热度持平，利好具备“门店+策展”能力的头部IP玩家。

2025宠物经济春节趋势：热点消费品类增速



Z世代消费新趋势：细分品类占比洞察

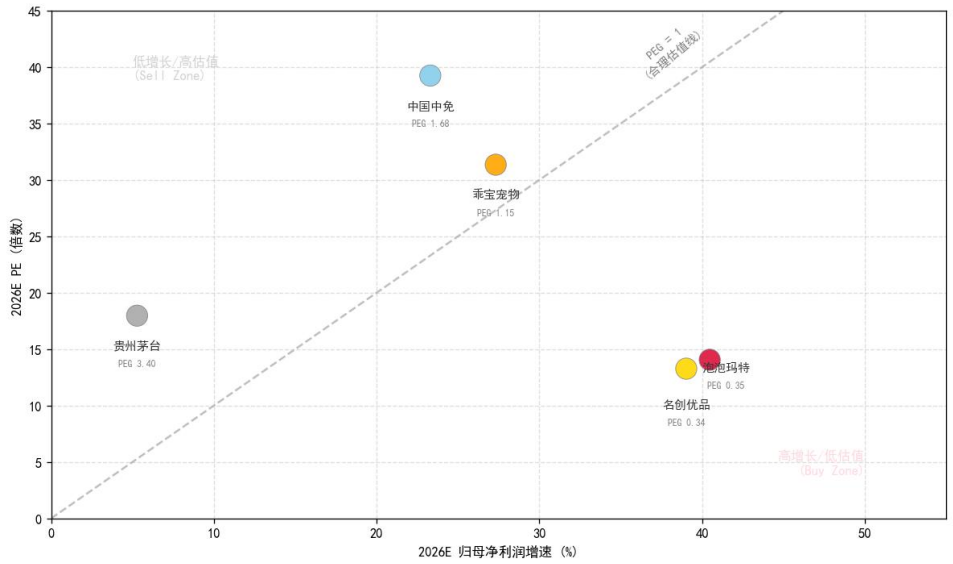


4.2 细分赛道展望：锁定“出海增长、情绪价值与政策红利”三大Alpha

华金证券 Huajin Securities
华 发 集 团 控 股 公 司

- **逻辑一：文化出海与情绪经济：国内消费步入存量时代，但“精神消费”与“全球化”仍是最大的增量来源。**
- **情绪刚需：**以潮玩、IP周边为代表的“谷子经济”展现出极强的抗周期属性，Z世代为“悦己”买单的意愿显著高于实物消费。
- **供应链溢价：**中国供应链优势正推动平价零售与IP授权商品加速出海。在欧美通胀背景下，具备“极致质价比”与“独特文化属性”的中国消费品牌，正在海外市场复制国内的高增长路径。
- **逻辑二：宠物经济的“拟人化”升级**
- **结构性红利：**宠物赛道是少有的具备“量价齐升”逻辑的行业。随着养宠观念向“家人化”转变，高端主粮与功能性食品渗透率有望持续提升。
- **出口回暖：**海外去库周期结束，叠加国内品牌在配方与研发上的追赶，宠物食品出口链条在经历2024年的修复性增长后，自2024Q4起进入“海外产能释放+品牌出海”的双轮驱动新阶段。
- **逻辑三：政策催化与消费回流**
- **政策节点：**2025-2026年是**海南自贸港封关运作**的关键窗口期，**离岛免税政策**优化预期强烈，有望进一步引导高端消费回流。
- **防御底仓：高端白酒**作为具备深厚品牌护城河的资产，在当前估值分位下，具备极高的安全边际与配置性价比。

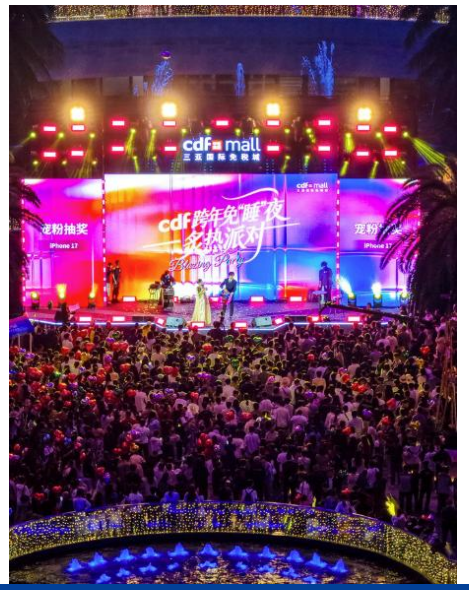
A/H股消费成长股PEG估值矩阵（2026E）



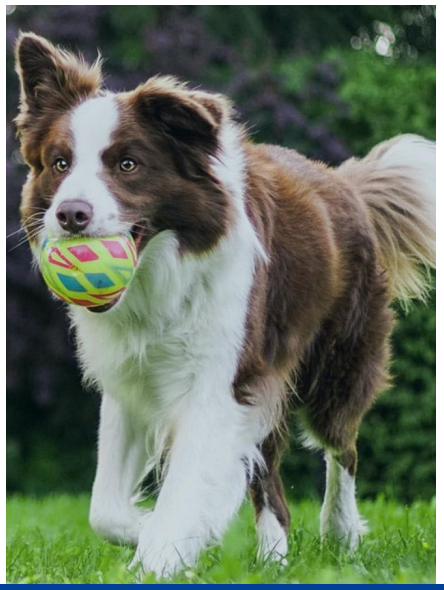
泡泡玛特在美国梅西百货节日花车游行



2025中免年终盛典



乖宝旗下麦富迪提升宠物生活品质



资料来源：消费日报网，大众点评、Wind（一致预期，数据截至1月19日收盘），华金证券研究所

风险提示

- **宏观经济复苏不及预期与居民消费意愿修复滞后风险：**尽管社零数据呈现结构性亮点，但若宏观经济回升斜率低于预期，或房地产后周期调整时间拉长，可能导致居民边际消费倾向（MPC）持续低迷。这将引发“消费降级”向中高端品类传导，从而压制报告中看好的“情绪消费”和“免税消费”的客单价与复购率。

- **行业竞争加剧与“价格战”常态化风险：**在存量博弈环境下，若必选消费（如乳品、零食）或可选消费（如美妆、黄金）龙头为抢占份额而维持高强度的折扣促销，将导致行业毛利率中枢下移。特别是免税行业，若运营商通过“牺牲利润换流量”的策略过度激进，可能导致盈利修复不及预期。

- **海南封关政策落地效果及进度不确定性风险：**海南自贸港封关运作涉及复杂的制度设计与软硬件磨合。若封关后的通关效率、物流成本优化幅度或“零关税”清单落地范围不及预期，或离岛免税政策优化（如额度提升、品类扩充）节奏延后，将直接影响免税板块的估值重塑逻辑。

- **海外市场拓展受阻与汇率波动风险：**针对报告中提及的“出海产业链”（家电、潮玩、跨境电商），若海外主要市场（如北美、欧盟）实施更严格的关税政策、贸易壁垒或数据监管，将抑制相关公司的海外业务增速。同时，人民币汇率的大幅波动可能对出口型企业的汇兑损益及毛利率产生显著扰动。

- **原材料成本大幅波动风险：**虽然当前PET、白糖等成本处于低位（红利期），但若地缘政治冲突导致原油及大宗商品价格超预期反弹，大众品板块的成本红利逻辑将被削弱，进而影响盈利弹性。

评级说明

公司投资评级：

买入 — 未来6-12个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%；
增持 — 未来6-12个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%至15%之间；
中性 — 未来6-12个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%至5%之间；
减持 — 未来6-12个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅在5%至15%之间；
卖出 — 未来6-12个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅大于15%。

行业投资评级：

领先大市 — 未来6-12个月内相对同期相关证券市场代表性指数领先10%以上；
同步大市 — 未来6-12个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%至10%；
落后大市 — 未来6-12个月内相对同期相关证券市场代表性指数落后10%以上。

基准指数说明：

A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普500指数为基准。

法律声明

分析师声明

陈梦瑶、闫誉怀、杜鹤声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

法律声明

华金证券 Huajin Securities
华发集团控股公司

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

法律声明

华金证券 Huajin Securities
华发集团控股公司

风险提示:

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路759号陆家嘴世纪金融广场30层

北京市朝阳区建国路108号横琴人寿大厦17层

深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦10楼05单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn