

行业评级：看好（维持）
证券研究报告|行业专题报告
商贸零售
2025年12月28日



消费复苏态势延续：把握景气及顺周期

——商社行业2026年度投资策略

证券分析师
姓名：丁一
S1350524040003
dingyi@huayuanstock.com



■ 2025年行业发展回顾

- 社服、零售板块涨跌幅表现弱于沪深300指数，社服板块涨跌幅好于零售板块
- 黄金珠宝：金银珠宝零售总额高增，或主要受益于金价高涨；消费趋势看，黄金珠宝情绪价值驱动消费，珠宝品牌出海进行时
- 餐饮行业：餐饮供给端或进入理性增长阶段；消费趋势看，餐饮连锁化率预计持续提升，性价比消费趋势凸显
- 出行链：出行端持续复苏，节假日出行需求旺盛；细分表现看，海南离岛免税额9-10月增速转正；博彩端景气度较高

■ 2026年行业机会展望

- 方向一——消费复苏态势延续：1) 关注高端消费中免税、博彩、酒店等板块；2) 性价比消费中关注平价餐饮、零食量贩等
- 方向二——情绪价值、悦己型消费预计延续高景气：关注黄金珠宝、潮玩、现制茶饮等

■ 投资建议

- 在经济复苏的大背景下，建议关注：受益于消费复苏、基本面坚挺且中长期业绩增长确定性较高的标的
- 情绪经济增长潜力预计持续释放，建议关注：能够把握情绪消费，且拥有较强品牌力、产品力的公司

■ 风险提示

- 经济环境表现不及预期；行业竞争加剧风险；出海政策风险；品牌力下降风险。

主要内容

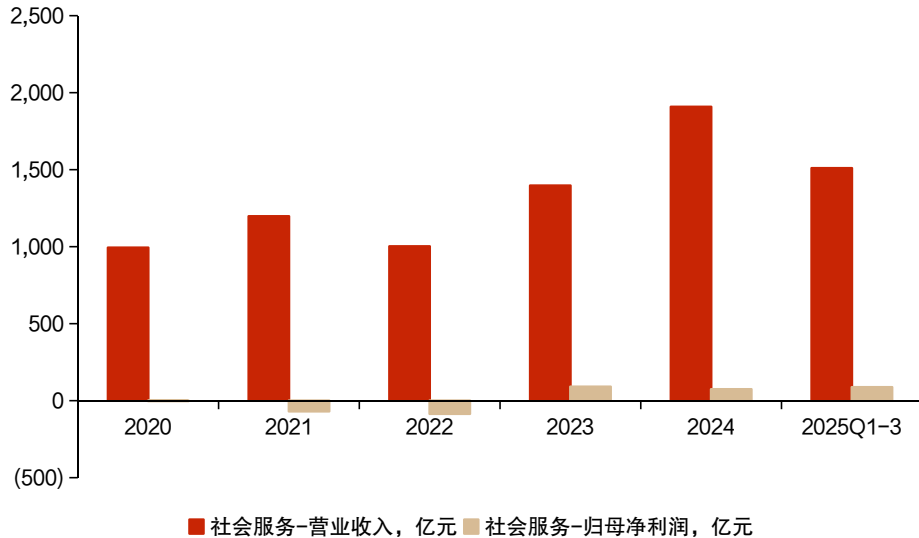
1. 2025年行业发展回顾
2. 2026年行业机会展望
3. 重点标的
4. 风险提示



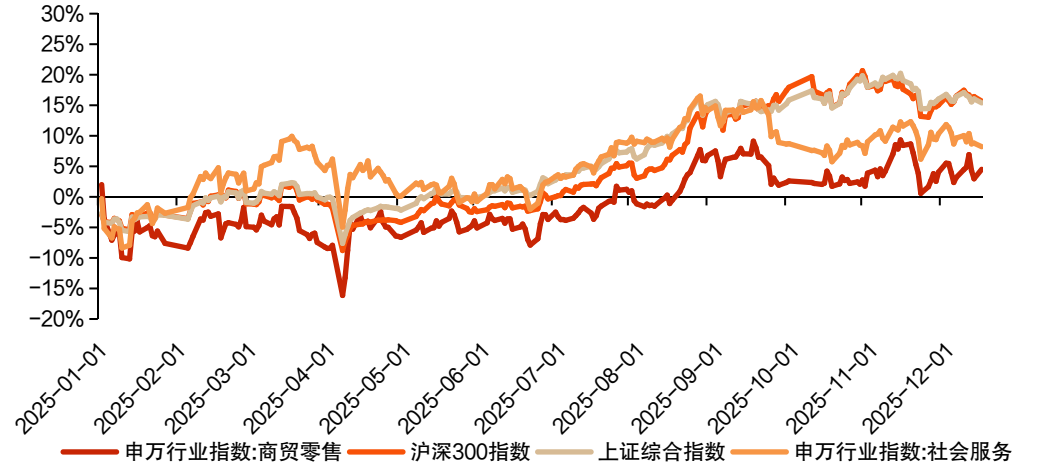
1.1 板块表现：社服、零售板块涨跌幅表现弱于沪深300指数，社服涨跌幅好于零售

- 25年社会服务、商贸零售板块表现：社服、零售板块涨跌幅表现弱于沪深300指数，社会服务板块涨跌幅表现好于商贸零售板块。
- 板块行情：2025年年初至12月15日，SW社会服务指数累计上涨8.22%，SW商贸零售指数累计上涨4.50%；社会服务指数跑输沪深300指数7.5pct；商贸零售指数跑输沪深300指数11.2pct。
- 板块业绩：2025年前三季度社会服务板块总营业收入为1509.24亿元，同比增长4.9%，板块归母净利润为86.97亿元，同比下滑2.7%；商贸零售板块总营业收入为9165.47亿元，同比下滑6.1%，归母净利润为148.18亿元，同比下滑35.4%。社服及零售利润表现均承压。

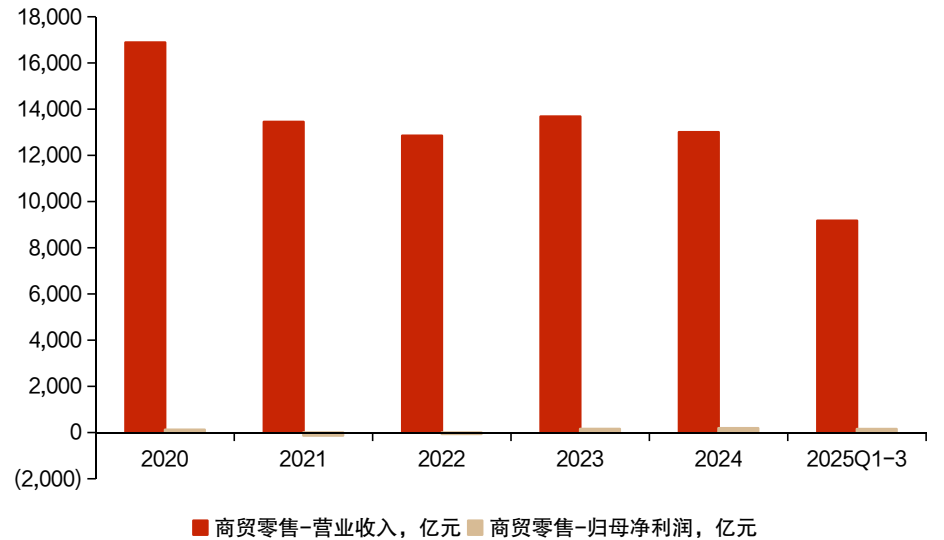
图：2020-2025Q3申万社会服务板块业绩表现



图：2025年年初至今社会服务板块、商贸零售板块、沪深300指数及上证指数累计涨跌幅情况



图：2020-2025Q3申万商贸零售板块业绩表现

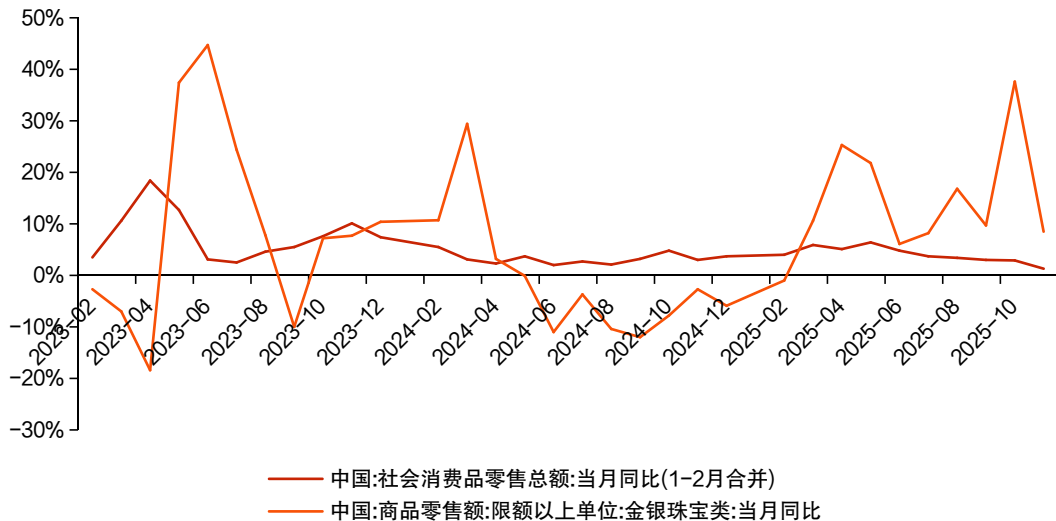




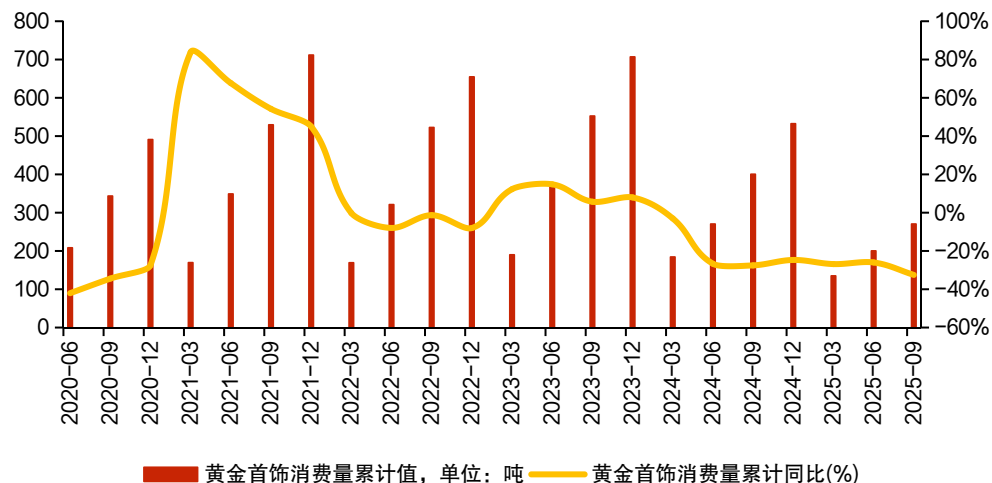
1.2黄金珠宝零售表现：金银珠宝零售总额高增，或主要受益于金价高涨

- 25年黄金珠宝零售表现：金银珠宝零售总额高增，或主要受益于金价高涨，黄金首饰消费量承压。
- 25年金银珠宝零售市场表现：2025年前11月社会消费品零售总额达372335.90亿元，同比增长3.0%，其中限额以上金银珠宝零售总额达2996.2亿元，同比增长达到15.7%，金银珠宝零售市场增速表现快于整体消费品增速表现。金银珠宝类零售总额高增或主因金价上涨带动，截至2025年12月14日，COMEX黄金年初至今累计涨幅达64%，黄金价格高速增长。但黄金首饰消费量呈下滑态势，根据中国黄金协会数据，2025Q1-3黄金饰品消费量累计同比下降32.50%。

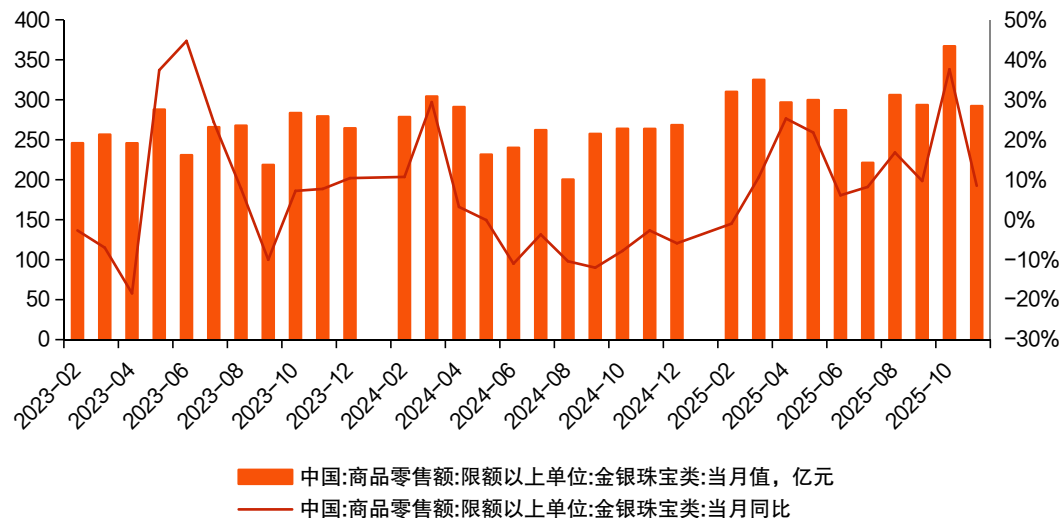
图：2023-2025年11月中国社零及限额以上金银珠宝零售总额当月同比增速



图：2020-2025年9月黄金首饰消费量（吨）及增速



图：2023-2025年11月中国限额以上金银珠宝零售总额（亿元）及增速





- **25年黄金珠宝行业趋势：渠道逻辑转变为产品逻辑，品牌出海进行时。**
- **情绪价值逐渐主导消费者选择：**根据贝恩咨询，超过六成的消费者购买珠宝是出于自我奖励的动机，珠宝已从传统的身份象征转变为日常佩戴和情感表达的潮流语言。以悦己、社交需求为代表的珠宝消费不断扩大、释放，推高了珠宝市场的销售与复购率。在当前情绪价值主导消费者选择的环境下，能够做到产品差异化、紧跟消费者趋势、打造能够引起消费者共鸣的产品或成为品牌竞争力的关键。
- **品牌出海进行时：**当前看黄金珠宝品牌海外门店数量均处于相对低位，品牌出海仍处于初步阶段。以潮宏基为例2025H1公司持续深化东南亚市场战略布局，成功进驻柬埔寨核心商圈，在金边永旺商场及西港Umall商场开设了2家门店，截至2025H1末潮宏基在亚洲及其他地区经营1家自营门店、3家加盟门店。黄金饰品出海既是品牌的对外输出，亦是中华文化及审美能力的输出，但产品及品牌运营本地化或仍将成为品牌出海需要攻克的课题。当前黄金饰品品牌出海仍处于初步阶段，未来前景可期。

图：周大福发布chiikawa联名产品



图：潮宏基海外门店

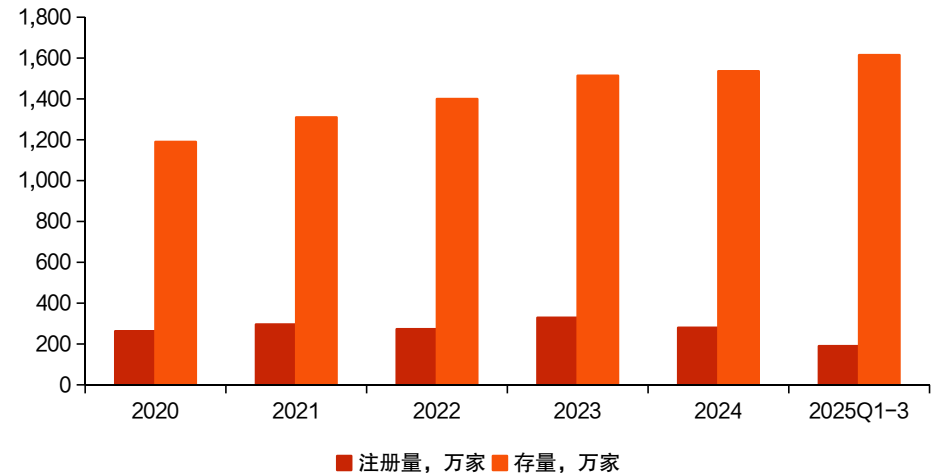




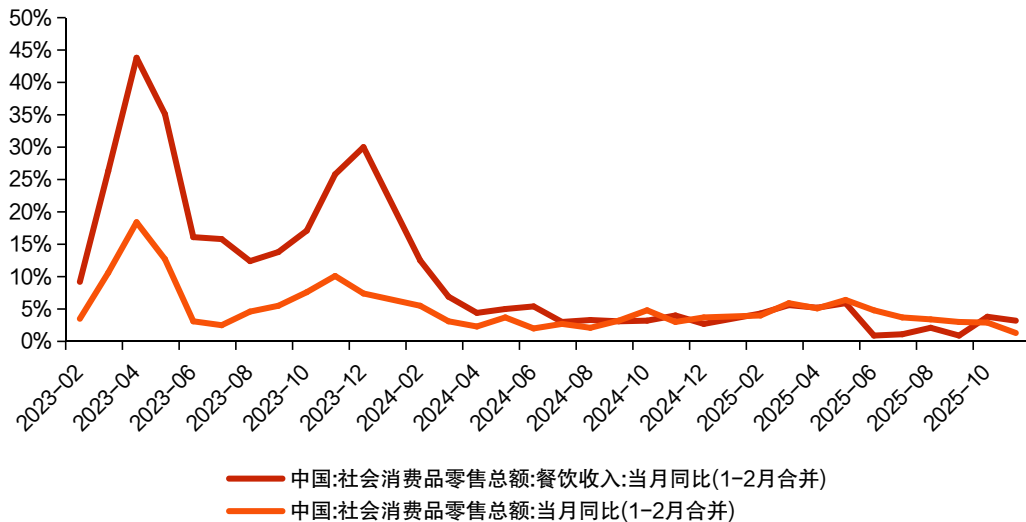
1.3 餐饮表现：餐饮增速快于社零整体，餐饮供给端或进入理性增长阶段

- 25年餐饮市场表现：餐饮供给端或进入理性增长阶段。
- 25年餐饮市场收入表现：2025年前11月社会消费品零售总额达372335.90亿元，同比增长3.0%，其中餐饮收入达42453亿元，同比增长达到4.3%，餐饮市场增速快于整体消费品增速。
- 餐饮供给端进入理性增长阶段：根据红餐产业研究院数据，截至2025年9月，全国餐饮企业存量达1614万家，较2024年增长79.6万家；餐饮企业注册量达189万家，同比减少25万家。餐饮企业注册量的减少意味着餐饮行业入局者态度趋于谨慎，餐饮行业供给端或进入理性增长的阶段。

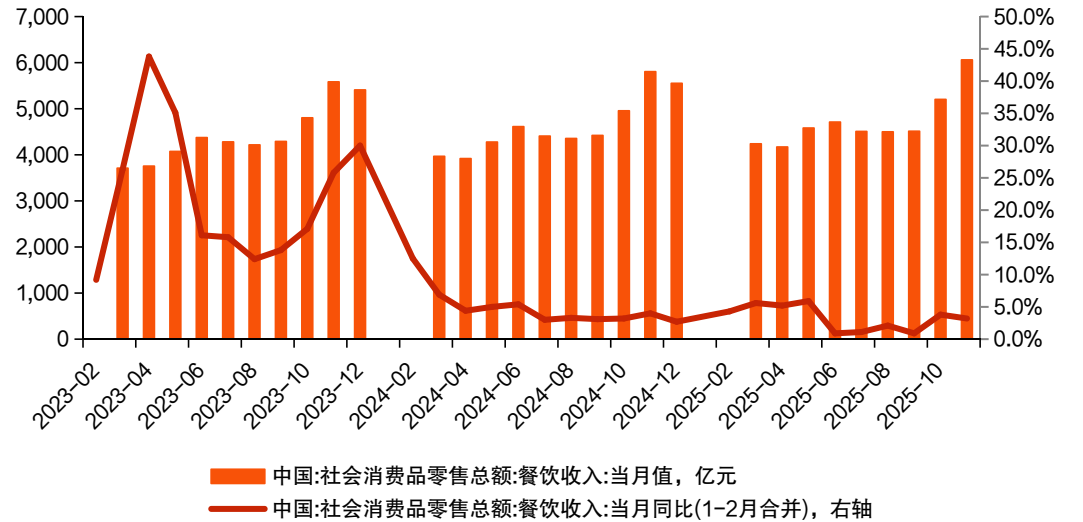
图：截至2025年9月30日，全国餐饮相关企业注册量及存量表现



图：2023-2025年11月中国社零及餐饮收入当月同比增速



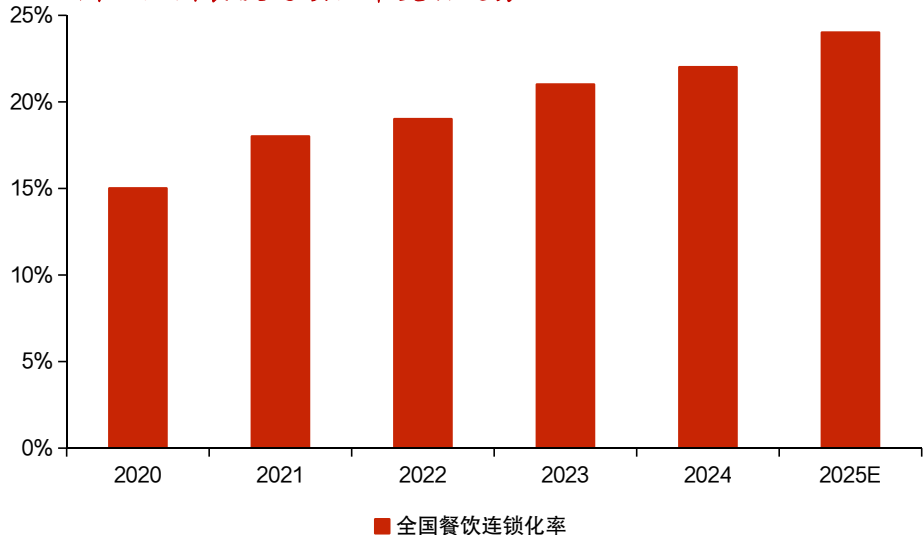
图：2023-2025年11月中国餐饮收入总额（亿元）及增速



1.3 餐饮行业趋势：连锁化率预计持续提升，性价比消费趋势凸显

- **25年餐饮行业趋势：连锁化率预计逐步提升，性价比消费趋势凸显。**
- **餐饮连锁化率预计持续提升：**近年来我国餐饮连锁化率持续提升，2020年全国餐饮连锁化率为15%，2024年全国餐饮连锁化率上升至22%，根据红餐产业研究院预计，2025年全国餐饮连锁化率有望进一步提升至24%。分品类看，2024年中式正餐、烧烤连锁化率低于全国餐饮连锁化率水平，仍具提升空间。
- **性价比消费趋势凸显：**从餐饮行业市场增速看，2020-2024年餐饮行业整体市场增速为9.0%，细分中式餐饮表现看，休闲中式餐饮增速快于整体中式餐饮表现。休闲中式餐饮因相比其他中式餐饮拥有舒适的用餐环境、实惠的价格及方便快捷的用餐体验而受到消费者的喜爱，性价比更高的中式休闲餐饮在中式餐饮市场所有细分市场中成长最快。

图：全国餐饮连锁化率变动趋势

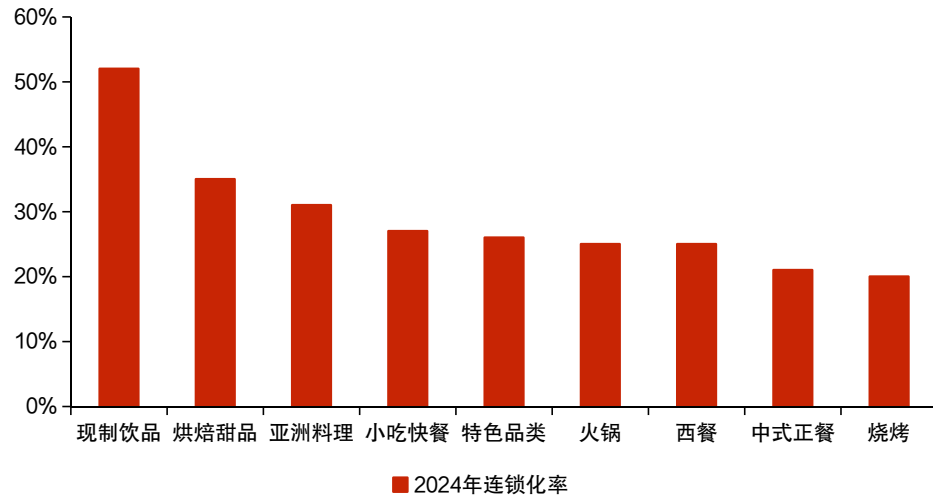


资料来源：美团，红餐产业研究院，绿茶集团招股书，华源证券研究

表：分类别餐饮市场的复合增速

按菜品及服务类别划分中国内地餐饮市场的规模增速		
	2020-2024年CAGR	2024-2029年CAGR
总计	9.0%	7.1%
中式餐厅	8.7%	6.8%
西方及亚洲菜餐厅	6.8%	4.7%
快餐店	9.6%	8.1%
其他餐饮场所	12.1%	9.1%
中式餐饮的市场规模增速		
	2020-2024年CAGR	2024-2029年CAGR
总计	8.7%	6.8%
休闲中式餐厅	11.1%	9.1%
中式高档餐厅	7.0%	5.5%
中式火锅及烧烤餐厅	9.2%	6.9%

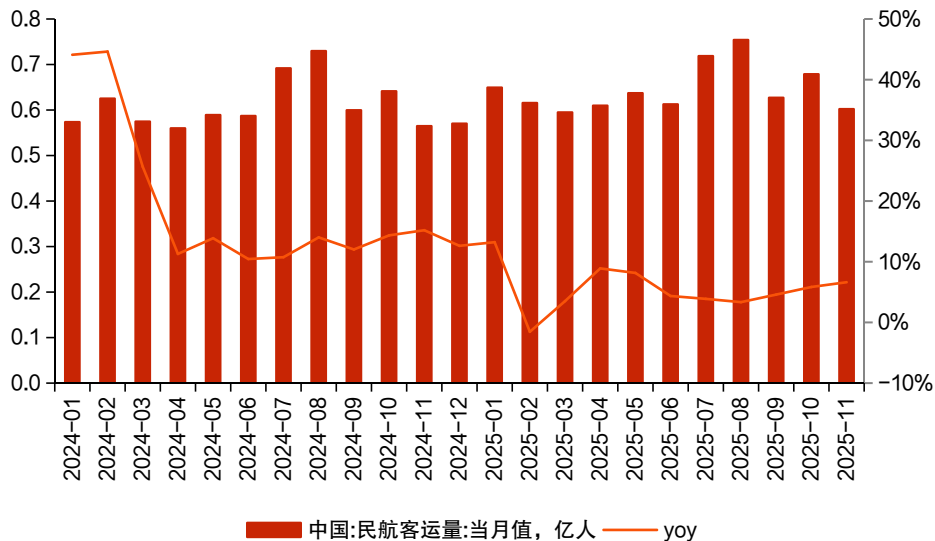
图：2024年分餐饮类目连锁化率表现



1.4出行表现：出行端持续复苏，节假日出行需求旺盛

- 25年出行端数据表现：出行端持续复苏，节假日出行需求旺盛。
- 25年1-11月民航客运量持续增长：2025年1-11月民航客运量合计值达7.1亿人次，2024年1-11月民航客运量合计值6.7亿人次，同比增长幅度达5.4%，民航客运数据看，出行端仍保持复苏态势。
- 节假日出行需求旺盛：根据文旅部数据，2025年春节/清明/五一/端午/国庆及中秋出行人次分别为5.0/1.3/3.1/1.2/8.9亿人次，出行人次同比增长分别为5.9%/6.3%/6.4%/5.7%/16.1%，出行花费同比去年分别增长7.0%/6.7%/8.0%/5.9%/15.4%。节假日旅游端仍然保持高景气度。

图：2024年以来民航客运量表现及对应增速

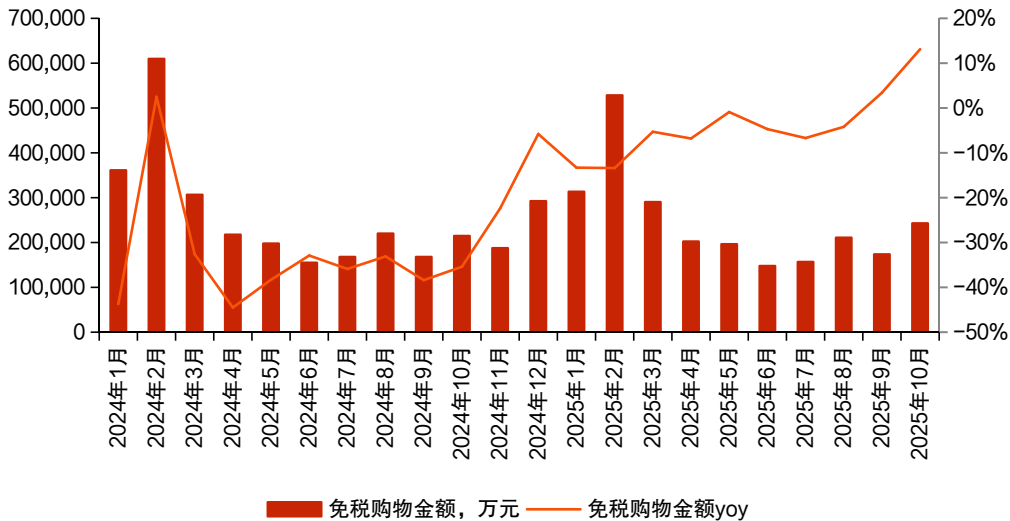


表：2024年以来节假日出行人次及花费情况

时间		人次, 亿	yoy	VS2019	花费, 亿元	yoy	VS2019
24年	元旦	1.35	155.3%	109%	797.30	200.7%	106%
	春节	4.74	34.3%	119%	6326.87	47.3%	108%
	清明	1.19		112%	539.50		113%
	五一	2.95	7.6%	128%	1668.90	12.7%	114%
	端午	1.10	6.3%		403.50	8.1%	
	中秋	1.07		106%	510.47		108%
	国庆	7.65	5.9%	110%	7008.17	6.3%	108%
25年	春节	5.01	5.9%		6770.02	7.0%	
	清明	1.26	6.3%		575.49	6.7%	
	五一	3.14	6.4%		1802.69	8.0%	
	端午	1.19	5.7%		427.30	5.9%	
	国庆+中秋	8.88	16.1%		8090.06	15.4%	

- 25年出行端细分市场表现：博彩端延续高景气，海南离岛免税额增速9-10月转正。
- 海南离岛免税额增速9-10月转正：据海口海关公布数据显示，1-10月海南离岛免税销售额累计值达245.90亿元，同比下降6.0%。2025年9月、10月海南离岛免税月度销售额同比增速分别为3.4%、13.1%。
- 博彩延续高景气，中国澳门演艺端持续火热，有望带动核心客流持续增长：中国澳门1-11月GGR累计值达2265.2亿澳门元，累计同比增长8.6%，延续高景气度。

图：2024年以来海南离岛免税额及增速表现

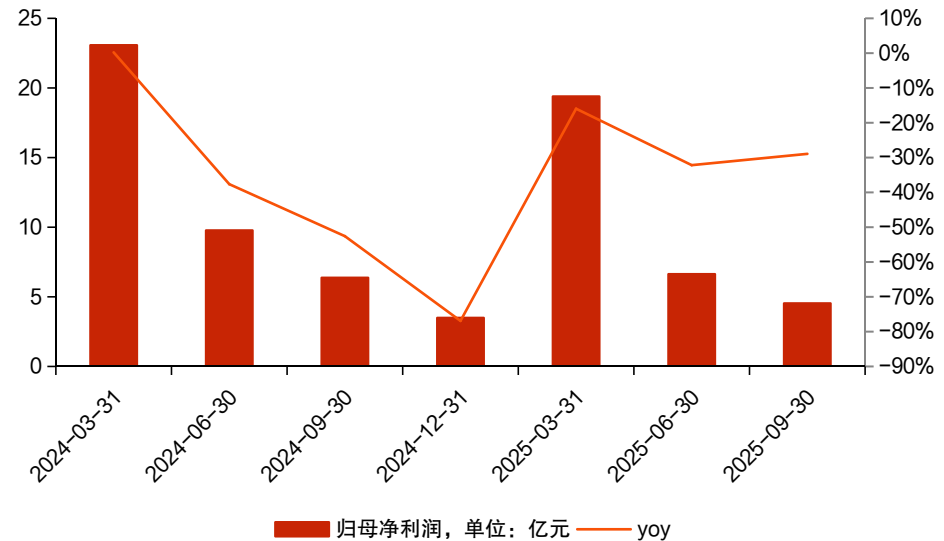


资料来源：wind, DICJ, 海口海关, 华源证券研究

表：2025年1-11月博彩毛收入表现情况

2025年博彩毛收入, 单位: 百万澳门元						
	月份毛收入, 单位: 百万澳门元			累计毛收入, 单位: 百万澳门元		
	2025年	yoy	VS2019	2025年	yoy	VS2019
1月	18,254	-5.6%	73.19%	18,254	-5.6%	73.19%
2月	19,744	6.8%	77.82%	37,998	0.5%	75.52%
3月	19,659	0.8%	76.08%	57,657	0.6%	75.71%
4月	18,858	1.7%	79.95%	76,514	0.8%	76.71%
5月	21,193	5.0%	81.66%	97,707	1.7%	77.74%
6月	21,064	19.0%	88.46%	118,771	4.4%	79.44%
7月	22,125	19.0%	90.48%	140,896	6.5%	81.00%
8月	22,156	12.2%	91.32%	163,052	7.2%	82.26%
9月	18,289	6.0%	82.83%	181,341	7.1%	82.32%
10月	24,086	15.9%	91.09%	205,427	8.0%	83.26%
11月	21,088	14.4%	92.18%	226,515	8.6%	84.01%

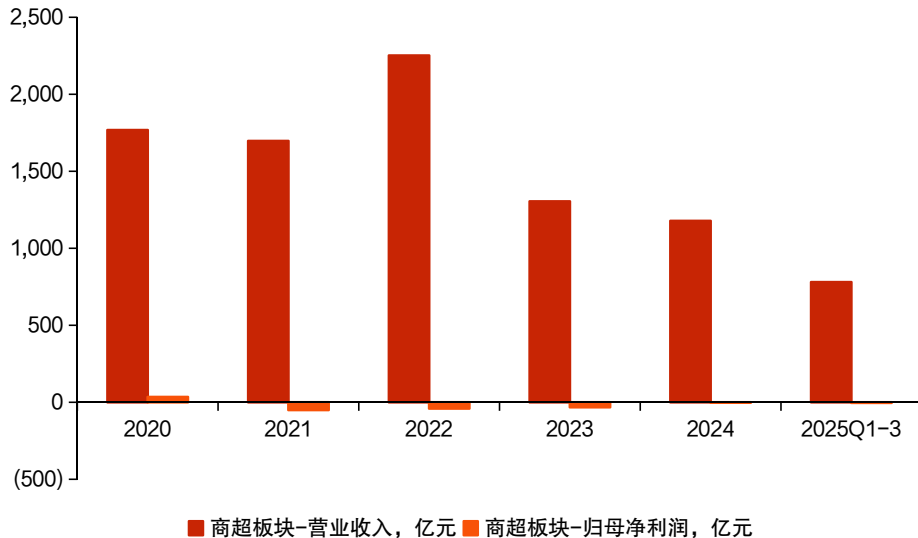
图：2024-2025Q3中国中免季度归母净利润及增速



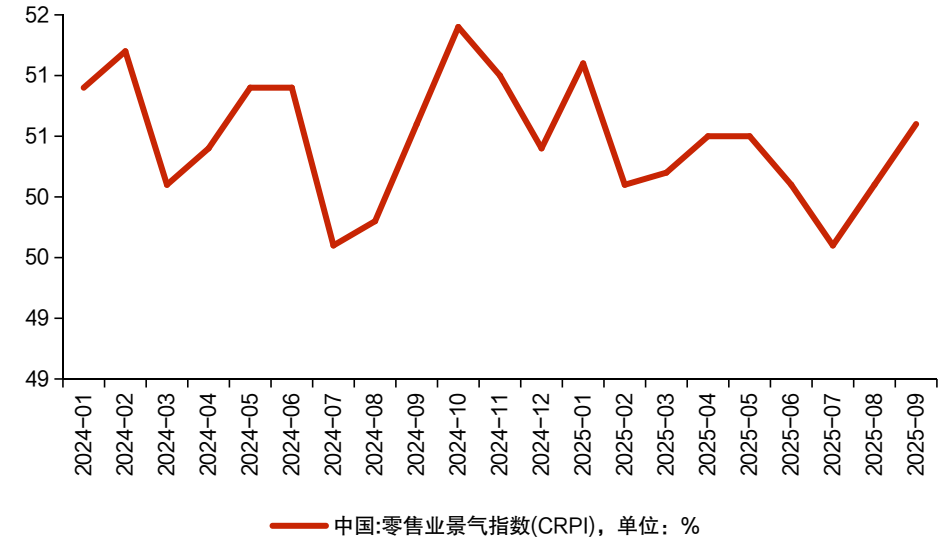


- 商超百货表现：25年Q1-3商超及百货板块业绩表现较弱，9月中国零售业景气指数环比向好。
- 25年Q1-3商超及百货板块业绩表现：商超板块2025年Q1-3实现收入779.99亿元；实现归母净利润为-3.50亿元，呈现净亏损态势。百货板块2025Q1-3实现收入410.46亿元；实现归母净利润6.12亿元。商超及百货业绩表现较弱，或为调改带来的业绩阵痛期。
- 25年9月中国零售业景气指数环比向好：25年9月中国零售业景气指数为50.6%，环比上升0.5pct。从行业分类看，商品经营类指数50.6%，环比上升0.9pct；租赁经营类指数为51.4%，环比下降0.7pct，维持在中高位景气区间；电商经营类指数较上月回升0.8pct。

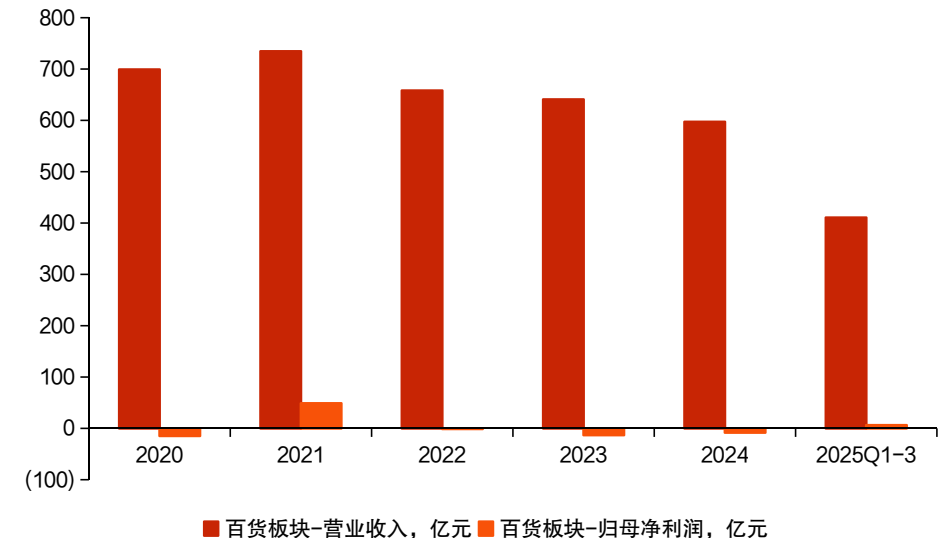
图：2020-2025Q3申万商超板块收入及归母净利润表现



图：2024年-2025年9月中国零售业景气指数走势



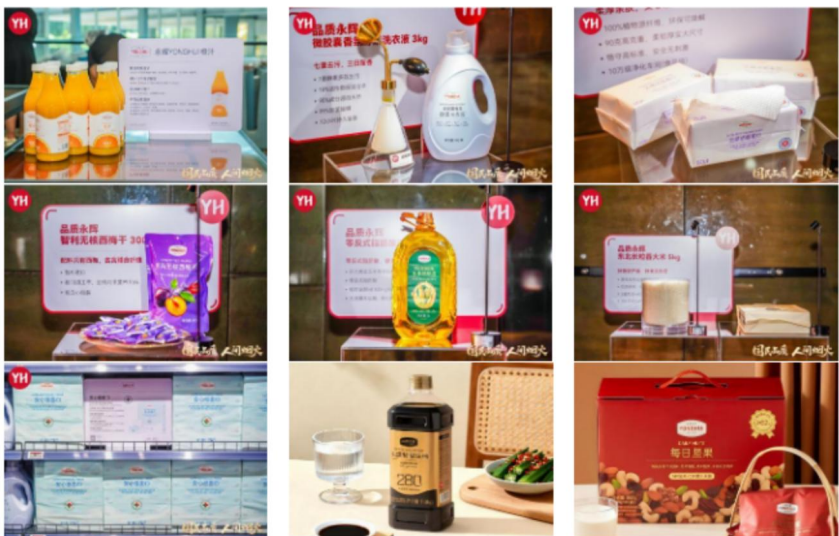
图：2020-2025Q3申万百货板块收入及归母净利润表现





- 25年商超百货行业趋势：调改进行时。
- 商超主要聚焦在商品端及服务端调改：以永辉超市为例，截至25Q3永辉现存调改已开业门店共计222家，调改主要聚焦商品端及服务端。1) 商品端——供应链升级、完善自有品牌：公司持续推进供应链升级工作并精简供应商体系，25Q3公司实现供应商淘汰率达40.4%。此外永辉超市积极推进自有品牌上架，截至25年10月底，永辉超市已上架9支自有品牌商品。2) 服务端——设置便民服务点位并通过提高超市员工福利及员工专业素养完善顾客消费体验：永辉超市打造顾客休息区，完善洗手台、免费茶饮等30项便民服务；设置湿手器、保温袋等超20项细节服务。此外，对超市内员工，永辉提高其月综合薪资，并注重其专业素养培训，意在完善顾客的消费体验。
- 百货主要聚焦业态调整，焕活线下流量：重庆百货实施“1+6+N”调改策略，深化消费场景与家庭需求、生活方式融合，截至25H1重庆百货的百货业态新增非购面积11.69万平米，引进品牌38个。百联聚力打造商业地标，推进空间与内容创新，截至25H1百联推动标杆项目，如百联ZX创趣场打造国内最强大的次元海外官方品牌阵容；百联TX淮海首店经济与潮流体验齐头并进，扩大在年轻力文化、潮流商业领域中的号召力。

图：永辉超市上架自有品牌



图：SUNRISEPOP入驻百联ZX创趣场



主要内容

1. 2025年行业发展回顾
2. 2026年行业机会展望
3. 重点标的
4. 风险提示

- **2026年行业机会展望：政策聚焦扩大内需、提振消费。**
- **12月政治局会议提出坚持扩大内需的战略基点：**12月8日，中共中央政治局召开会议，分析研究2026年经济工作。会议提出，持续扩大内需、优化供给，做优增量、盘活存量，因地制宜发展新质生产力，纵深推进全国统一大市场建设，持续防范化解重点领域风险，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长，保持社会和谐稳定，实现“十五五”良好开局。
- **商务部等9部门发布《关于扩大服务消费的若干政策措施》：**提出五方面19条举措，包括开展“服务消费季”系列促消费活动；支持优质消费资源与知名IP跨界合作；因地制宜延长热门文博场馆、景区营业时间，优化预约方式，鼓励推行免预约；优化学生假期安排，完善配套政策等。旨在增加优质服务供给，更好满足人民群众多样化服务消费需求。
- **商务部、中国人民银行、金融监管总局联合发布《关于加强商务和金融协同，更大力度提振消费的通知》：**指导地方商务主管部门和中国人民银行分支机构、金融监管总局各监管局及金融机构加强协同配合，聚焦消费重点领域加大支持力度，形成提振和扩大消费的更大工作合力。该通知围绕商品消费、服务消费、新型消费、消费场景、消费帮扶等重点领域和强机制、抓落实、促合力等关键环节，提出3方面11条政策措施。

表：扩大服务消费，各部门举措

部门	举措
商务部	将在约50城开展消费新业态、新模式、新场景试点建设
国家发展改革委	将重点从推动企业向“新”、推动行业向“优”、推动市场向“活”，三个方面，促进服务供给提质扩容
文化和旅游部	将在消费月期间发放超过3.3亿元的消费补贴
央行	目前金融机构申报服务消费与养老再贷款近600亿元；积极支持符合条件的金融机构发行金融债券，提升消费信贷供给能力



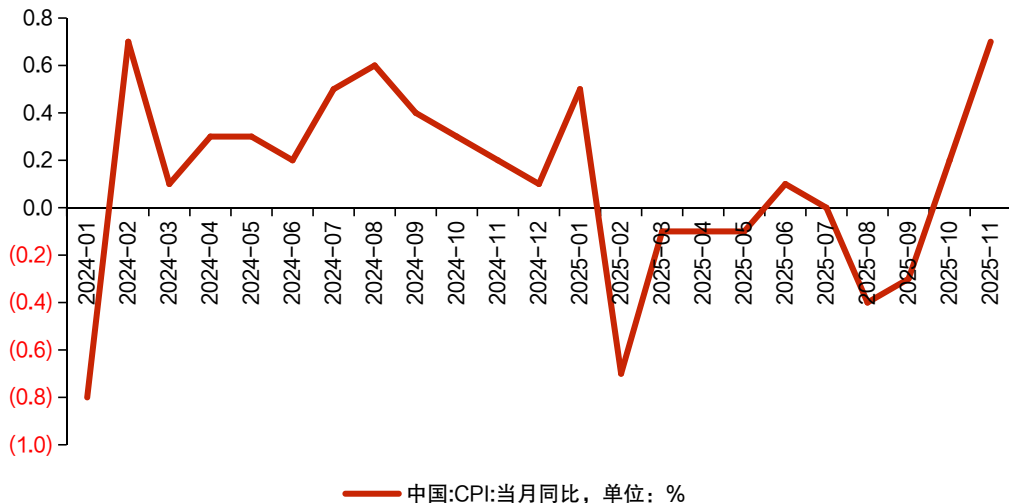
■ 2026年行业机会展望：关注消费复苏、情绪价值两条投资主线。

■ 11月CPI同比上涨0.7%，涨幅比上月扩大0.5个百分点，为2024年3月份以来最高，同比涨幅扩大主要是食品价格由降转涨拉动：食品烟酒类价格同比上涨0.3%，食品中鲜菜价格上涨14.5%；水产品价格上涨1.5%；鲜果价格上涨0.7%；蛋类价格下降12.5%；畜肉类价格下降6.6%；粮食价格下降0.4%。其他用品及服务、生活用品及服务、衣着价格分别上涨14.2%、2.1%和1.9%，医疗保健、教育文化娱乐价格分别上涨1.6%和0.8%；居住价格持平；交通通信价格下降2.3%。

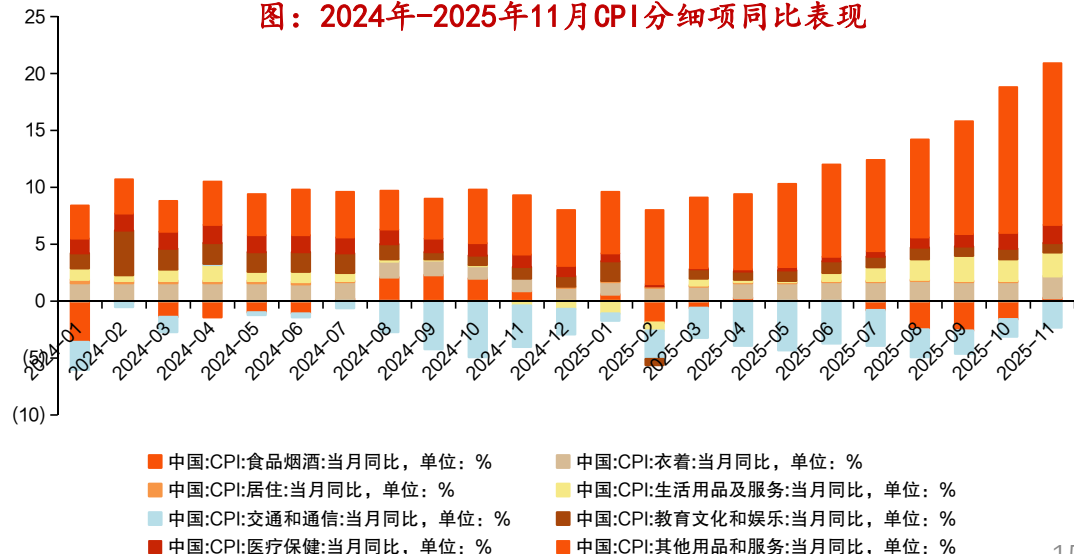
■ CPI回暖有望支撑消费持续复苏，预计后续消费复苏态势延续，新兴消费业态保持高景气。

- 方向一——消费复苏态势延续：1) 关注高端消费中免税、博彩、酒店等板块；2) 性价比消费中关注平价餐饮、零食量贩等。
- 方向二——情绪价值、悦己型消费预计延续高景气：关注黄金珠宝、潮玩等。

图：2024-2025年11月CPI当月同比表现



图：2024年-2025年11月CPI分细项同比表现





- 高端消费多个细分板块数据企稳回升，预计高端消费复苏趋势已现，建议把握高端消费复苏态势
- 奢侈品：LVMH25Q3亚洲市场（除日本）收入同比增长2%，季度同比增速转正（2025Q1同比增幅为-11%，Q2同比增幅为-6%）；爱马仕25Q3亚洲市场（除日本）收入同比增长0.3%，25Q2亚洲市场（除日本）收入增幅表现为0.1%，增幅保持稳健。
- 酒店：万豪25Q3大中华区RevPAR同比增幅为0%，环比增幅4.7%，万豪大中华地区RevPAR环比表现呈现复苏态势。
- 美护：雅诗兰黛2026财年Q1（2025年7-9月）净销售额同比+4%，其中中国大陆同比+9%，增速在集团四大区域市场中排名第一。
- 博彩：中国澳门1-11月GGR累计值达2265.2亿澳门元，累计同比增长8.6%，延续高景气。
- 免税：2025年9月、10月海南离岛免税月度销售额同比增速分别为3.4%、13.1%。
- 商业地产：根据上海海大房地产公众号，25Q3上海核心商圈租金环比上升0.44%，中高端购物中心空置率下降至9.32%，零售商业消费活力持续释放。

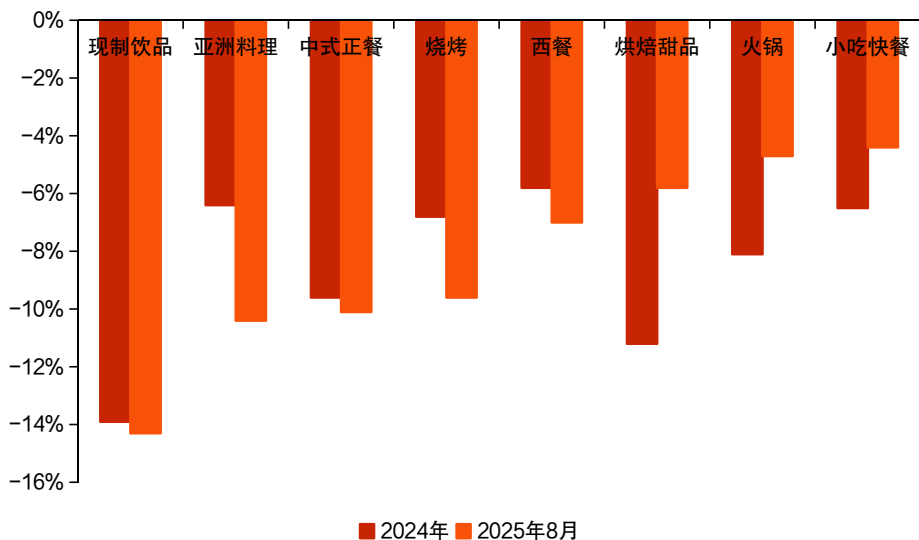
表：高端消费公司25Q3业绩同环比表现

公司	区域	同比增速	环比增速
LVMH	亚洲市场（除日本），收入口径	2%	
爱马仕	亚洲市场（除日本），收入口径	0.3%	-0.9%
万豪	大中华区，RevPAR口径	0.0%	4.7%
雅诗兰黛	中国大陆，净销售额口径	9%	

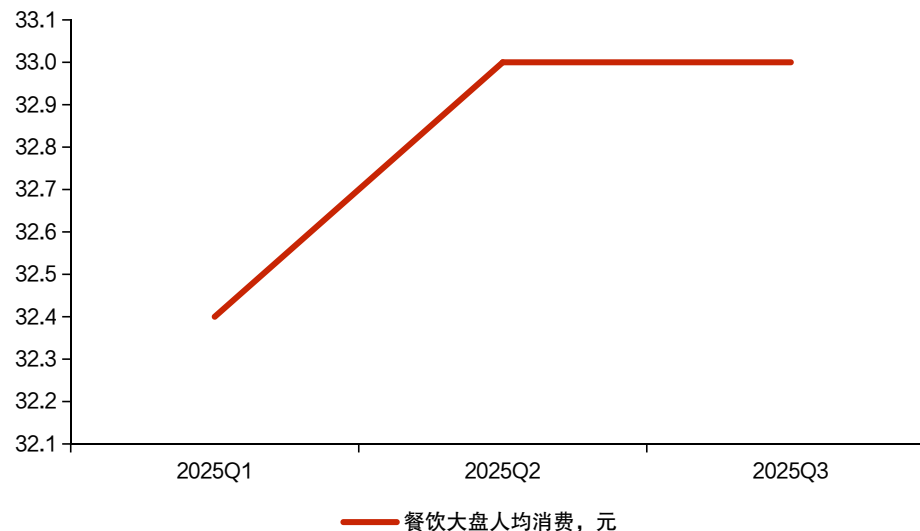


- 性价比消费延续高增态势，预计后续性价比消费板块凭借抗周期性、消费韧性持续在弱复苏环境中获得增长，建议关注
- 平价餐饮：根据红餐产业研究院数据，截至2025年8月，全国餐饮大盘人均消费降至36.6元，较2024年同期下滑7.7%。在餐饮客单价下行阶段，性价比餐饮经营韧性或更为凸显。
 - 小菜园：25H1收入同比增长6.5%，人均消费达57.1元，翻台率达3.1次/天，翻台率同比去年基本持平。同店销售额25H1同比下滑7.2%，其中部分原因为公司主动调整菜单定价，扣除该部分影响同店预计为低单位数下滑，经营韧性凸显。
 - 百胜中国：截至2025年11月，窄门餐眼数据显示肯德基人均消费为30.85元，必胜客人均消费达52.98元。百胜中国25Q3系统销售额同比增长4%，同店销售额同比增长1%，同店销售额连续两个季度实现正增长。

图：2024和2025年8月部分餐饮赛道人均消费同比变化情况



图：2025Q1-Q3餐饮大盘人均消费表现

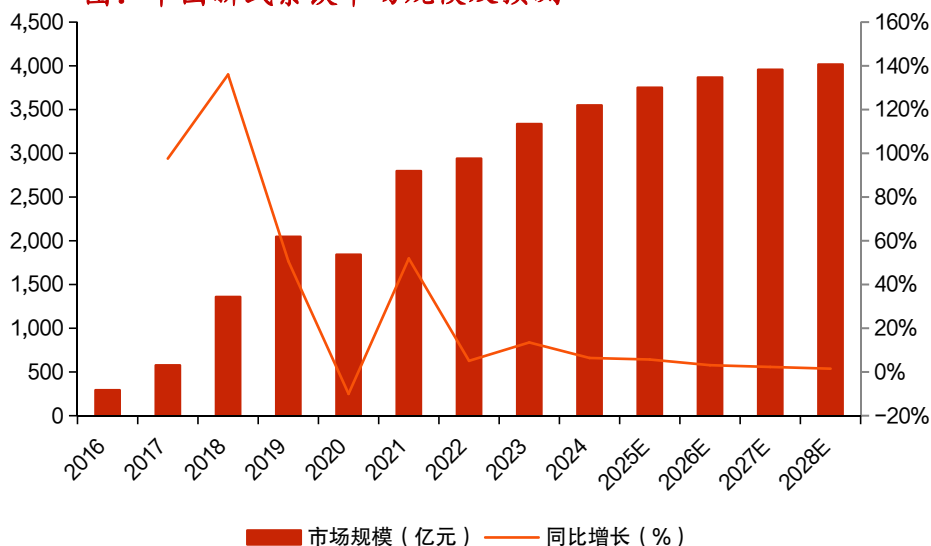




2.3方向一：消费复苏态势延续：性价比消费具备韧性

- 性价比消费延续高增态势，预计后续性价比消费板块凭借抗周期性、消费韧性持续在弱复苏环境中获得增长，建议关注
- 茶饮：根据艾媒咨询数据显示，2024年中国新式茶饮市场规模达3547.2亿元，同比增长6.4%，到2028年有望突破4000亿元。在同质化严重、存量竞争的阶段，性价比茶饮公司有望持续获得市场份额。
 - 蜜雪集团：2025H1蜜雪集团收入同比增长39.3%，25H1公司门店数达53014家。“蜜雪冰城”品牌稳健扩张国内门店网络、持续渗透下沉市场、全面提升门店经营质量；“幸运咖”品牌依托集团强大的供应链体系及运营能力，强化差异化优势、加速门店布局。
 - 古茗：2025H1古茗收入同比增长41.2%，截至2025H1，古茗门店覆盖中国超过200个各线城市，包括11179家门店，2025H1，古茗GMV总额达140.94亿元，同比增长34.43%，单店GMV达137.05万元，同比增长20.56%，经营指标持续向好。
- 零食量贩：2019-2024年中国零食饮料零售市场整体CAGR达5.0%，其中增速表现最为突出的为量贩零食饮料零售商，2019-2024年CAGR达77.9%。零食量贩渠道相较于其他渠道通常通过精细化选品、优质供应链等满足消费者对高性价比产品的需求，其业态发展符合当前消费趋势，建议关注新零售新渠道带来的成长性机会。

图：中国新式茶饮市场规模及预测



资料来源：wind，艾媒咨询，万辰生物科技港股招股书，华源证券研究

表：按销售渠道划分的中国零食饮料零售市场的市场规模（按GMV计）年均复合增速

	2019-2024年	2024-2029年（估计）
大卖场、超市及便利店	3.5%	3.6%
杂货店	3.1%	2.9%
电商	11.9%	10.3%
专卖零售商	13.2%	16.1%
量贩零食饮料零售商	77.9%	36.5%
其他专卖零售商	5.9%	-0.7%
其他渠道	1.4%	1.4%
总计	5.0%	5.9%



- 情绪性消费主要指消费者在购买商品或服务时不再单纯基于产品的实用性，而是更倾向于购买能够带来情感共鸣、心理慰藉、自我认同等情绪价值的产品。根据艾媒咨询统计，2025年中国情绪经济市场规模预计达27185.50亿元，同比增长17.8%，预计2029年进一步突破4.5万亿元，情绪经济增长潜力预计持续释放，建议积极关注情绪经济板块。
- 黄金珠宝：在金价大幅上涨的背景下，终端黄金饰品消费量表现承压，但拥有差异化产品力、善于抓住消费者心智推出相关产品的公司在该背景下仍有望获得高速增长。
 - 潮宏基：2025Q1-3潮宏基实现收入62.37亿元，同比增长28.35%，实现归母净利润达3.17亿元，同比增长0.33%，剔除商誉减值后的归母净利润达4.88亿元，同比增长54.52%。潮宏基持续丰富产品线，推出新一代花丝、臻金等系列新品。此外公司进一步拓展IP联名版图，第三季度成功推出黄油小熊、猫福珊迪两大IP授权系列，持续完善差异化IP联名矩阵的生态布局。
 - 老铺黄金：根据老铺黄金招股书，古法黄金珠宝2023年的市场规模为1573亿元，2018-2023年复合年增长率为64.6%。由于主流消费群体转向年轻一代和消费者偏好升级，预计古法黄金珠宝市场到2028年将达到人民币4214亿元，2023-2028年复合年增长率为21.8%。老铺黄金有望凭借优质产品力、高奢定位及古法黄金行业渗透率提高，持续获得市场份额。

图：潮宏基联名线条小狗推出相关黄金饰品



图：周生生与泡泡玛特DIMOO联名推出足金串珠产品





- 根据艾瑞咨询数据，2025年中国IP潮玩消费市场规模将达796亿元，同比增长17.4%，预计2029年中国IP潮玩市场规模将达到近1300亿元，消费潜力持续释放。
- 潮玩行业：根据中国社会科学网公众号，潮玩已从小众走向大众化市场，全国现存、存续状态的潮玩经济相关企业超5万家。未来，拥有较强的IP获取能力、IP运营能力的公司有望持续获得市场份额。
 - 泡泡玛特：泡泡玛特2025年第三季度整体收益（未经审核）同比增长245-250%。公司收益高增长，预计为热门IP影响力持续释放带动。公司作为中国潮玩行业的头部企业，具备IP玩具全产业链运营能力，公司通过出众的IP创造、运营能力及渠道端多样的消费者触达能力持续高质量发展，且伴随公司海外业务逐步扩大、产品海外影响力不断提升，有望打开第二增长极。

图：泡泡玛特致力于打造潮流IP产品



图：布鲁可圣斗士星矢IP产品



主要内容

1. 2025年行业发展回顾
2. 2026年行业机会展望
3. 重点标的
4. 风险提示

3.1投资建议：消费复苏态势预计延续，关注业绩增长确定性较高标的

- 在经济复苏的大背景下，建议关注：受益于消费复苏、基本面坚挺且中长期业绩增长确定性较高的标的。
- 蜜雪集团：深耕现制饮品行业，兼具客群、渠道、供应链及营销等多重竞争优势，精准卡位平价茶饮价格带。看好其国内及海外市场渠道扩张。
- 古茗：国内开店空间较大，下沉市场能力较强，且持续看好古茗的研发推新能力及扩品类能力，预计将带动公司股份持续提升。
- CPI、社零等数据回暖的背景下，预计带动餐饮板块整体估值回升，建议关注百胜中国、小菜园、绿茶集团。
- 12月18日海南自贸港迈入全岛封关运作新阶段，预计将加快吸引全球优质要素集聚，促进海南自贸港高质量发展，建议关注中国中免。

表：重点标的估值表

板块	证券代码	证券简称	总市值，亿元人民币	归母净利润，亿元人民币			归母净利润增速		市盈率	
				2025E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
餐饮/茶饮	0999. HK	小菜园	102	7. 5	8. 9	10. 1	19%	13%	11. 4	10. 0
	9987. HK	百胜中国	1, 220	65. 1	70. 5	76. 0	8%	8%	17. 3	16. 1
	6831. HK	绿茶集团	40	4. 9	6. 2	7. 8	26%	26%	6. 5	5. 2
	2097. HK	蜜雪集团	1, 451	54. 3	65. 9	76. 7	21%	16%	22. 0	18. 9
	1364. HK	古茗	552	22. 3	26. 5	30. 5	19%	15%	20. 8	18. 1
	2555. HK	茶百道	94	8. 7	10. 1	11. 5	17%	14%	9. 3	8. 2
酒旅/免税/博彩	1179. HK	华住集团-S	1, 067	46. 0	51. 3	57. 7	11%	13%	20. 8	18. 5
	ATAT. O	亚朵	411	16. 1	20. 9	25. 4	30%	21%	19. 7	16. 2
	600754. SH	锦江酒店	241	8. 9	11. 1	12. 8	25%	15%	21. 7	18. 8
	600258. SH	首旅酒店	183	8. 7	9. 8	10. 9	13%	11%	18. 7	16. 8
	601888. SH	中国中免	1, 744	40. 2	49. 0	56. 9	22%	16%	35. 6	30. 7
	1928. HK	金沙中国有限公司	1, 529	75. 3	95. 6	106. 8	27%	12%	16. 0	14. 3
	0027. HK	银河娱乐	1, 547	94. 2	102. 5	110. 6	9%	8%	15. 1	14. 0
	2282. HK	美高梅中国	537	46. 1	49. 0	50. 3	6%	3%	11. 0	10. 7
零食量贩	1128. HK	永利澳门	297	27. 1	32. 5	45. 8	20%	41%	9. 1	6. 5
	300972. SZ	万辰集团	376	11. 7	16. 9	21. 4	45%	27%	22. 2	17. 5

3.2投资建议：把握情绪经济景气度，关注强品牌力、强产品力公司

- 情绪经济增长潜力预计持续释放，建议关注：能够把握情绪消费且拥有较强品牌力、产品力的公司。
- 泡泡玛特：公司作为中国潮玩行业的头部企业，具备IP玩具全产业链运营能力，公司通过出众的IP创造、运营能力及渠道端多样的消费者触达能力持续高质量发展，且伴随公司海外业务逐步扩大、产品海外影响力不断提升，有望打开第二增长极。
- 潮宏基：公司持续深化差异化产品策略，推出花丝工艺产品，增加东方美学特色黄金产品线，并紧抓当下年轻人的审美偏好，推出布丁狗、线条小狗、黄油小熊等IP授权系列，有效激活IP粉丝经济。渠道端，网络布局持续完善，国内持续开店，海外深化东南亚市场战略布局。
- 老铺黄金：古法黄金供给端产品及工艺持续升级，需求端受益于国潮回归，行业渗透率处于提升阶段。门店端焕新升级，开店空间大，海外持续进入顶级商圈。产品端，在金价持续上涨的背景下，金饰的保值及投资属性更加凸显，老铺专注产品设计，有望持续刺激新的消费需求。
- 2026年即将迎来世界杯等重磅体育赛事，有望刺激体育、户外等相关产业，建议关注相关标的。

表：重点标的估值表

板块	证券代码	证券简称	总市值, 亿元人民币	归母净利润, 亿元人民币			归母净利润增速		市盈率	
				2025E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
潮玩	9992. HK	泡泡玛特	2,436	127.4	178.9	225.9	40%	26%	13.6	10.8
	9896. HK	名创优品	417	10.0	32.3	40.4	222%	25%	12.9	10.3
	0325. HK	布鲁可	157	7.5	10.7	14.7	43%	38%	14.7	10.7
黄金珠宝	002345. SZ	潮宏基	113	4.4	6.3	7.5	45%	19%	18.0	15.1
	300945. SZ	曼卡龙	45	1.2	1.6	1.9	28%	21%	28.5	23.5
	603900. SH	莱绅通灵	30	0.8	1.4	1.9	63%	43%	22.5	15.7
	002867. SZ	周大生	132	11.2	12.6	13.9	12%	10%	10.5	9.5
	600612. SH	老凤祥	192	16.5	18.3	20.1	11%	10%	10.5	9.6
	0590. HK	六福集团	129	10.0	13.7	15.6	37%	14%	9.4	8.3
	6181. HK	老铺黄金	1,078	49.0	66.1	84.7	35%	28%	16.3	12.7
	1929. HK	周大福	1,146	53.9	73.7	82.6	37%	12%	15.6	13.9
	6168. HK	周六福	110	8.2	9.3	10.5	14%	13%	11.8	10.4
户外	2020. HK	安踏体育	2,071	54.9	150.1	167.8	174%	12%	13.8	12.3
	2543. HK	大行科工	11	0.9	1.3	1.8	48%	41%	8.4	6.0
	002858. SZ	力盛体育	25	0.4	0.7	1.0	91%	39%	33.7	24.2

主要内容

1. 2025年行业发展回顾
2. 2026年行业机会展望
3. 重点标的
4. 风险提示



- **1) 经济环境表现不及预期：**宏观经济的变动一定程度上影响消费市场的表现，倘若宏观经济表现不及预期，或影响消费板块公司业绩；
- **2) 行业竞争加剧风险：**倘若行业竞争加剧，或会引发价格战等恶性竞争，进而影响公司业绩兑现及带来行业竞争格局恶化；
- **3) 出海政策风险：**多家消费品公司布局出海，倘若出海方向政策进一步收紧或会影响公司出海业务业绩兑现；
- **4) 品牌力下降风险：**若公司未能及时探查行业趋势并推出相应的产品或会导致公司品牌力下降，进而影响公司业绩表现。



華源証券

HUAYUAN SECURITIES

评级说明和重要声明

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。



信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500指数或者纳斯达克指数。



華源証券

HUAYUAN SECURITIES