



新消费乘风破浪，全场景深度重构

银河研究所副所长、大消费组组长、家电首席：何伟。

宏观经济首席：张迪；轻工首席：陈柏儒；农业首席：谢芝优；纺服首席：郝帅；社服首席：顾熹闽。

食品饮料分析师：刘光意、刘来珍；家电分析师：杨策；家电轻工分析师：刘立思；宏观经济分析师：赵红蕾。

研究助理：韩勉、陆思源、彭潇颖。



新消费乘风破浪，全场景深度重构

2025年6月8日

- **消费行业回顾：**1) 2021年以来消费行业结束长期牛市，整体进入调整期。2024年以来，在港股优质“新消费”龙头的带动下，新消费在港股爆发，并在2025年上半年更大范围地蔓延到A股。本轮“新消费”的背后是深刻的人货场以及购买倾向的变化。2) 相比而言，传统消费面临压力。通过提升消费在GDP中占比，可实现消费对冲出口风险、稳住经济基本盘的重要功能。2024年12月，中央经济工作会议将扩大内需提升至重点工作首位，明确提出大力提振消费，并对商品消费展开大规模刺激政策。

- **新消费是“人货场”+消费倾向变化过程中结构受益或创新突破的方向。**

相比上一轮新消费（2017-2021年），本轮新消费有如下显著特点：1) Z世代的悦己消费结合当下的口红效应，有显著的高频情绪消费特点。上一轮年轻人的新消费主要体现为婚姻产业链上下游的消费升级。2) 消费理性化导致性价比品牌份额提升，以及对零售渠道效率追求。上一轮新消费体现为大量的品牌消费升级，以及以直播带货、抖音引流为代表的高费用渠道兴起。“场”变化巨大且最不稳定，当下线上流行低成本的企业家IP引流，小米集团、毛戈平是典型代表；线下折扣零售兴起迎合理化消费需求。3) 科技消费品创新大量涌现，上一轮是数字化带动下的产品创新，本轮是AI+带动下的产品创新。4) 国货崛起不一样，上一轮是国产品牌替代外资品牌，但创新不多；本轮如毛戈平、老铺黄金等以中国本土特点产品实现真正的国货替代。5) 国际竞争力明显增强，部分新消费企业具备全球拓展能力，展现中国产品、文化、科技、商业模式的全球影响力在提升，未来中国消费行业会出现中国的星巴克、戴森、耐克、迪士尼等公司。

人口结构的深层次背景，新消费的“X/Y/Z”：1) Z世代结婚率低、生育率低、家庭小型化；他们自幼生活在物质丰富的时代，对物质无特别执念，更愿意为满足自己情绪价值的消费付费即悦己消费，由此带动宠物（刺激催产素）、谷子潮玩（刺激多巴胺）等需求；性价比现制饮品与休闲零食通过味蕾刺激多巴胺；商业模式中引入不确定性、即时反馈、社交认可、稀缺性增值等各种模式，可持续激活大脑的多巴胺奖赏系统，带动年轻人高频消费。对比看，Y世代年轻时恋爱、结婚、买房、生子导致的相关需求在当下市场乏力。2) Y世代消费趋于理性化，品牌溢价支出减少，对政府补贴的耐用品消费支出增加，购买黄金之类的资产避险与保值支出增加。3) X世代随着年龄增长，且当前X世代所享受的养老待遇优渥，更多的闲暇时间和购买力催生银发经济、健康经济。4) X/Y/Z世代奶头乐需求增加，高频刺激多巴胺的网文、短视频、超短剧流行，演唱会经济盛行，现象级的非专业赛事如贵州村超、广州龙舟赛、苏超联赛频繁出现。

- **消费理性化+国货崛起+科技引领推动下的新消费：**

消费理性化：1) 当下的消费者为大额耐用品的溢价支付意愿下降，追求更好的质价比产品和服务，以及口红效应。2) 口红效应体现为小额支出频繁刺激多巴胺的消费，具体体现为谷子潮玩、性价比现制饮品、休闲零食、旅游出行。3) 追求质价比产品方面，家电市场小米以性价比，针对年轻人的营销

分析师

何伟

☎：021-2025-7811

✉：hewei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525010001

张迪

☎：010-8092-7737

✉：zhangdi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524060001

陈柏儒

☎：010-8092-6000

✉：chenbairu_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130521080001

谢芝优

☎：021-6859-7609

✉：xiezhizhou_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130519020001

郝帅

☎：010-8092-7622

✉：haoshuai@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524040001

顾熹闽

☎：021-2025-2670

✉：guximin_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522070001

刘光意

☎：021-2025-2650

✉：liuguangyi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522070002

刘立思：S0130524070002

杨策：S0130520050005

刘来珍：S0130523040001

赵红蕾：S0130524060005

研究助理：韩勉、陆思源、彭潇颖

手段，年轻人需求的微创新（比如针对年轻人的内衣分区一体机）起到鲑鱼效应，激活传统家电龙头的活力。4) 零售渠道，折扣零售兴起，质价比要求渠道效率提升，引起零售渠道的改革。5) 最近几年，中国出行人次稳步增加，出游散心能刺激多巴胺，但传统的餐饮住宿门票等消费支出并未明显增长，运动服饰、户外装备、运动相机等购买意愿提升。

国货崛起：1) 大部分消费市场已经实现国产品牌替代外资品牌。2) 本国产国货崛起不是简单的性价比产品份额提升，而是产品微创新方面具有明显的中国特色。美妆市场，毛戈平根据亚洲女性面部骨骼特征与肤质特点开发的光影塑颜高光粉膏做到了微创新。黄金珠宝市场，欧美奢侈品牌需求下降，特别是人造钻石对珠宝首饰保值增值价值造成冲击；在此背景下老铺黄金以古法手工金器工艺，乘黄金增值之风兴起。

科技消费：科技消费品是新消费重要发展方向之一。中国的智能汽车、无人机、扫地机、无边界割草机、运动相机等科技消费品已全球领先。AI技术发展下，智能耳机、智能眼镜、AI+玩具等科技产品快速发展，正在推向市场。具身智能技术发展下，探索各类具身智能机器人的消费应用场景成为重要的市场热点。

- **投资建议：**推荐潮玩谷子板块泡泡玛特、布鲁可，现制饮品板块蜜雪集团、古茗，宠物板块乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份，休闲零食板块劲仔食品，科技消费板块石头科技；关注老铺黄金、毛戈平、瑞幸咖啡、茶百道、源飞宠物、卫龙美味、亚朵、锅圈。
- **风险提示：**AI+消费品体验不及预期的风险、消费需求不及预期的风险、行业竞争加剧的风险。

表1: 推荐标的盈利预测及估值（收盘价为2025年6月5日）

板块	股票代码	股票名称	上市日期	总市值 (亿元)	货币	归母净利润 (亿元)			归母净利润 CAGR		PE		
						2024A	2025E	2026E	2022~2024	2024~2026	2024A	2025E	2026E
潮玩谷子	9992.HK	泡泡玛特	2020-12	3,263	HKD	31.3	57.0	79.9	156.3%	59.9%	96.7	53.6	38.2
潮玩谷子	0325.HK	布鲁可	2025-01	415	HKD	-4.0	9.7	15.3				40.0	25.4
现制饮品	2097.HK	蜜雪集团	2025-03	2,156	HKD	44.4	52.4	60.8	49.1%	17.1%	45.9	38.9	33.5
现制饮品	1364.HK	古茗	2025-02	646	HKD	14.8	18.2	21.7	100.8%	21.1%	40.2	31.8	27.4
宠物	301498.SZ	乖宝宠物	2023-08	462	RMB	6.2	7.7	9.6	53.0%	24.1%	74.5	60.2	48.0
宠物	002891.SZ	中宠股份	2017-08	214	RMB	3.9	4.5	5.6	92.8%	19.0%	54.9	47.1	38.4
宠物	300673.SZ	佩蒂股份	2017-07	44	RMB	1.8	2.2	2.6	19.7%	19.9%	24.4	20.0	16.8
休闲零食	003000.SZ	劲仔食品	2020-09	68	RMB	2.9	3.4	4.0	52.9%	17.3%	23.2	20.2	16.9
科技消费	688169.SH	石头科技	2020-02	409	RMB	19.8	16.0	21.6	29.2%	4.4%	20.8	25.7	19.1

资料来源：WIND，中国银河证券研究院

注：盈利预测为中国银河证券研究院预测，2024年PE为LYR

目录

Catalog

一、 消费“新常态”与消费“新驱动”	5
(一) 中国经济正处在提振消费的重要时间窗口	5
(二) 追求质价比——功能性消费的理性化	5
(三) 新消费崛起——悦己的情绪消费倾向增强	6
(四) 寻找消费“新驱动”——新消费的“X、Y、Z”	8
(五) 新消费上市公司主要在港股	9
二、 Z世代为情绪付费,潮玩谷子与宠物经济扩容	12
(一) 年轻人扩容玩具市场:潮玩、谷子、卡牌	12
(二) 中国宠物保有量已超孩子数量,宠物食品&宠物医疗空间广阔	17
三、 味蕾刺激多巴胺,性价比现制饮品与休闲零食	24
(一) 现制饮品:农村已包围城市,向海外连锁	24
(二) 休闲零食:理性消费下获得愉悦生活的性价比选择	31
四、 出游意愿稳步提升,户外运动用品受益	35
(一) 近些年出行与户外运动明显增多	35
(二) 运动服饰受益于户外运动兴起	36
(三) 运动相机、全景相机需求增加	46
五、 科技消费,产品创新引领需求增长	49
(一) 科技消费主线进入 AI+消费	49
(二) 当前消费级机器人:自动化、数字化有余, AI+不足	49
(三) 家庭服务类机器人:移动底盘加机械手臂是发展方向	50
(四) AI+玩具:互动体验赋能,玩乐属性再进阶	54
(五) 音视频入口是 AI 重要切入点	58
六、 投资建议	64
七、 风险提示	64

一、消费“新常态”与消费“新驱动”

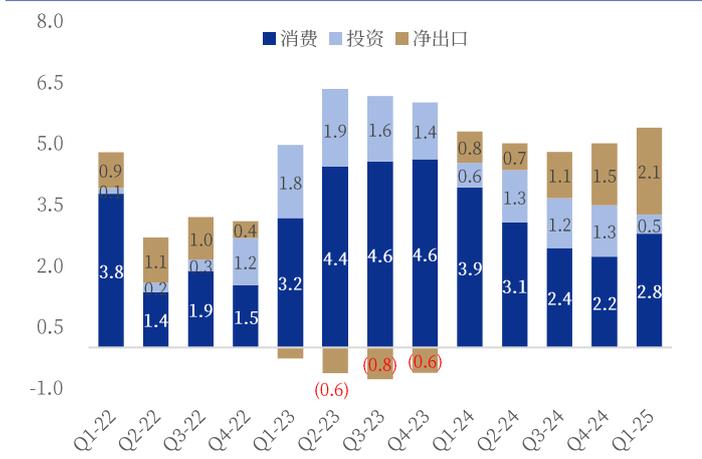
(一) 中国经济正处在提振消费的重要时间窗口

提振消费是迈向成熟经济体的必然选择。工业化高峰阶段过后，各国都必然会面对总需求不足的困扰，当前中国经济处在提振消费重要的时间窗口。去年底中央经济工作会议将“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”列为2025年九大重点任务之首；两会政府工作报告进一步强调“经济政策的着力点更多转向惠民生、促消费”。3月16日，《提振消费专项行动方案》发布，标志着我国宏观政策的转型。今年一季度，政策拉动作用进一步显效，消费对经济增长的拉动作用较去年底提高了0.6个百分点至2.8%。

中国消费“新常态”——“消费理性化”与“新消费崛起”并存。放大消费市场内部表现，当前中国传统消费品领域出现价格敏感度提升、中低端产品销量增长等更加追求质价比的消费行为特征。而与此同时，新消费品牌崛起，老铺黄金、泡泡玛特、蜜雪集团、小米集团、毛戈平等为典型代表。“消费理性化”与“新消费崛起”现象的并存，成为了中国消费市场的“新常态”。

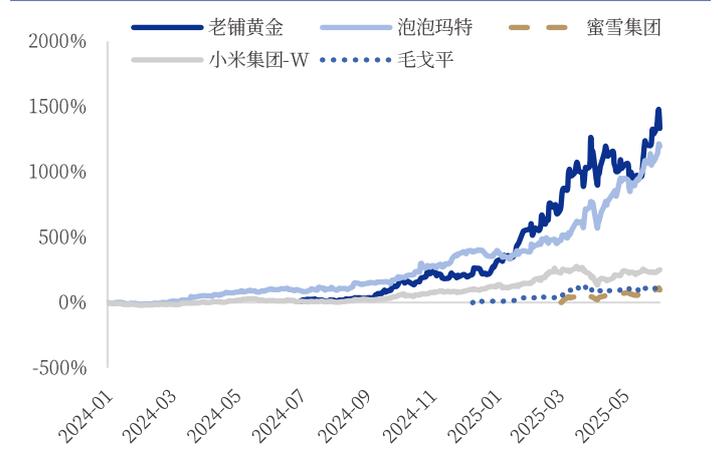
“物质消费理性化，精神消费奢侈化”的二元消费结构。“消费理性化”并非简单的消费意愿收缩，而是消费者在新发展阶段，面临经济环境变化带来的收入预期波动，以及房地产市场泡沫破裂带来的财富效应减弱下，对边际消费支出的再配置，也是中国消费市场由“物质满足”向“精神满足”的跃迁，形成“物质消费理性化，精神消费奢侈化”的二元结构，中国正在经历消费市场的深度重构，是经济转型期消费结构动态优化的微观映射。

图1: GDP三驾马车拉动作用 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图2: 代表性港股“新消费”龙头2024年以来涨幅

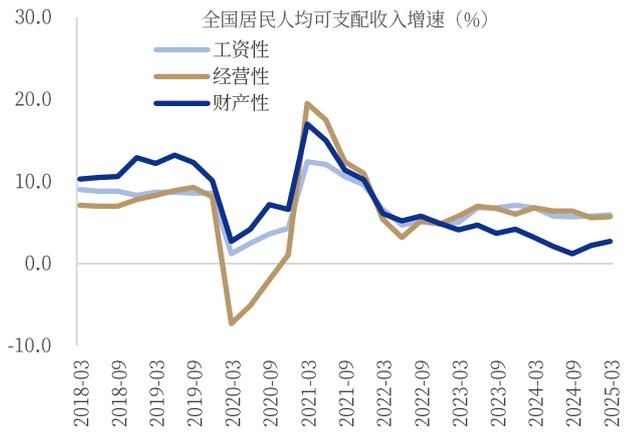


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 追求性价比——功能性消费的理性化

过去几年，居民的财产性收入受到房地产市场深度调整的持续拖累，面对连续几年的内外部经济环境的不确定性，居民对未来收入的预期也随之波动，这直接影响了居民的消费决策。消费者在面对不确定的收入预期时，更倾向于理性消费，追求更高的性价比。低价商品销量激增、下沉市场消费增速大幅超过北京、上海等一线城市等现象背后，蕴含着居民在收入预期波动中重塑消费理性的深层逻辑。

图3：居民财产性收入受地产等宏观因素拖累



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

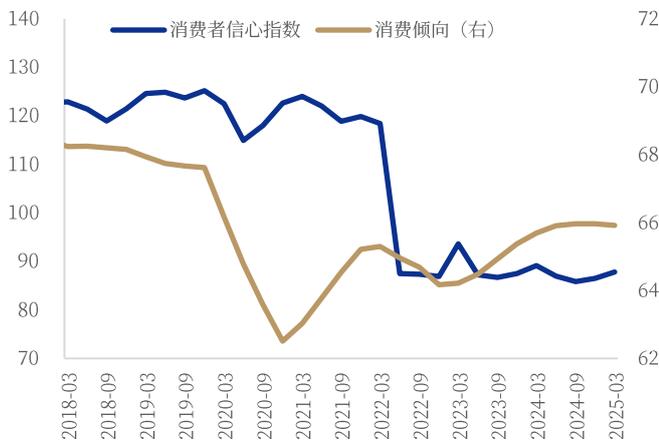
图4：2024年主要省市社零增速



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

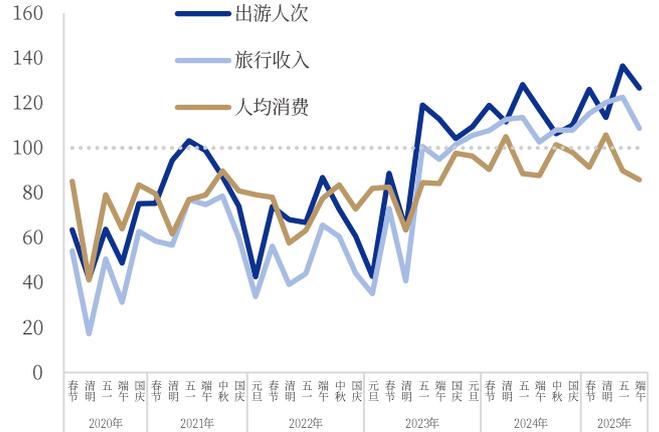
经济环境的不确定性促使人们重新审视消费价值，消费者并非单纯追求低价，而是以“质价比”为核心标尺，在价格与品质之间寻求精准平衡。今年假期出行持续火热，但人均消费支出保持稳定甚至出现小幅下降趋势，说明消费者在更重旅游、娱乐等“体验型”服务消费的同时，支出也更加理性。这种理性化趋势导致很多传统消费品牌面临“中间价位陷阱”，既不能满足基础需求的价格敏感，又无法提供高溢价的情感价值。

图5：消费者信心与平均消费倾向 (%)



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图6：节假日旅游数据恢复至2019年同期可比口径 (%)

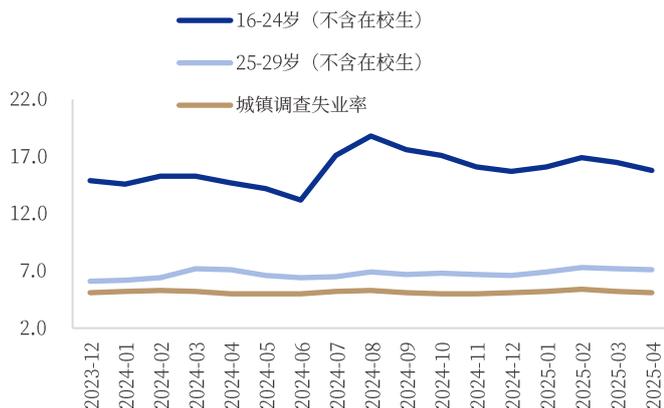


资料来源：商务部, 中国银河证券研究院

(三) 新消费崛起——悦己的情绪消费倾向增强

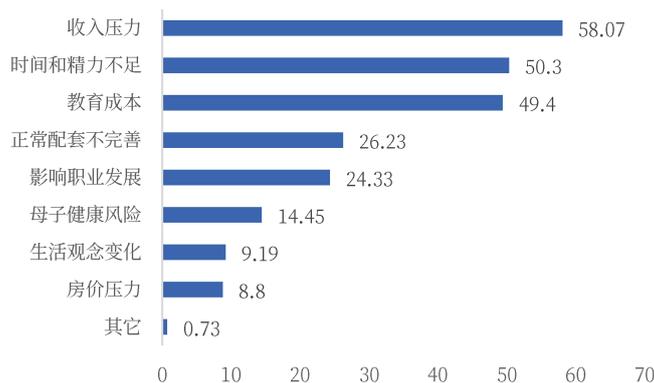
近年来，中国经济发展增速转轨，随着经济增速的放缓，部分传统行业企业投资和扩张的步伐减缓，导致就业机会减少，与此同时，高端制造业、高端服务业等新兴行业虽然提供了新的就业机会，但对劳动力的技能要求较高，使得结构性失业问题愈发严重，青年就业压力持续加大，收入压力也成为了影响当前中青年群体生育意愿的最主要因素。

图7：中国劳动力调查失业率（%）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图8：影响当前中青年群体生育意愿的因素（%）



资料来源：中国公众生育观念调查报告（2023），中国银河证券研究院

随着人口结构老龄化、结婚率生育率低、家庭结构小型化、少子化，家庭规模的缩小使得家庭成员之间的经济支持和情感支持减少，进一步加剧了社会焦虑，这种焦虑情绪也催生了新的消费趋势，即情感消费的崛起。情感消费是指消费者在购买商品或服务时，更多地关注其情感价值而非实际功能，例如旅游、娱乐、体育活动等“悦己消费”的需求显著增加，人们希望通过这些消费来缓解压力、提升生活质量。

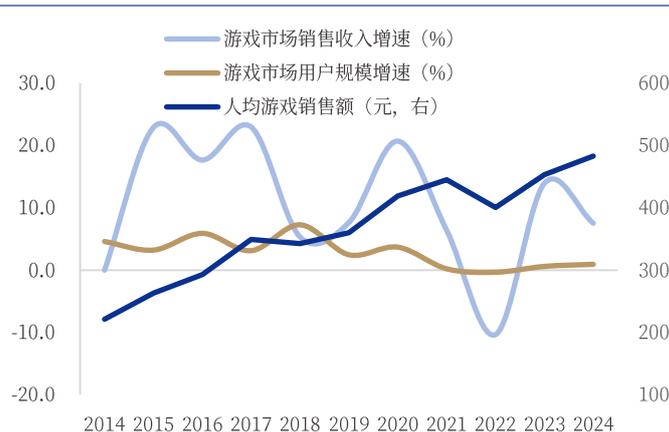
泡泡玛特的盲盒模式通过游戏化机制创造了情绪共振，老铺黄金通过奢侈品化战略重构黄金饰品价值。这些消费行为本质上是“悦己经济”支付溢价，通过文化赋能使消费完成从“物质交易”到“情感投资”的质变。消费者愿意为单克黄金饰品支付高于原料金价 200% 的工费，为限量版潮玩支付 3-5 倍溢价，是为情绪价值创造的“心理账户”专项预算，这种支付结构不同于传统奢侈品消费的符号崇拜，更多是情感需求的现实表达，人们对体育娱乐游戏等“体验型”服务消费的支出和买单意愿持续走强，情感消费出现奢侈化趋势。

图9：体育娱乐用品零售增速远超总体



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图10：消费者对游戏付费意愿持续走强

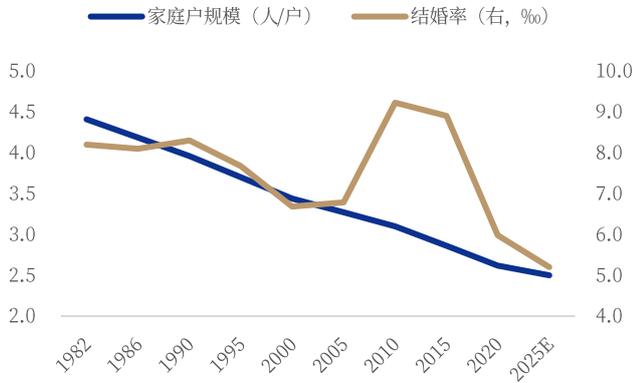


资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

当前中国的人口年龄结构与 1995 年前后的日本相似，日本在上世纪末至本世纪初所经历的社会与消费变迁对我国有着较强的借鉴意义。日本也在老龄化、结婚率降低及家庭规模小型化趋势下，催生了消费的结构转型，核心变化体现为消费偏好的分化与情感消费需求的激增。一方面年轻家庭更注重性价比，削减非必需开支，形成谨慎消费心理，老年家庭消费倾向较高，主要集中于健

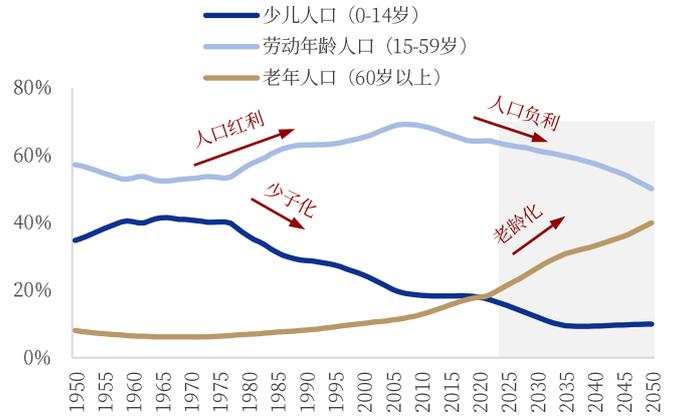
康管理、养老照护等领域；另一方面“悦己消费”逆势增长，二次元经济带来的新消费者不断涌入，虚拟偶像、游戏陪玩等数字娱乐以及宠物经济成为年轻群体重要支出方向。因此，参照日本经验来看，能够引发情绪共鸣的体验类、情绪类消费具有持续且广阔的发展空间。

图11：中国结婚率降低及家庭规模小型化趋势



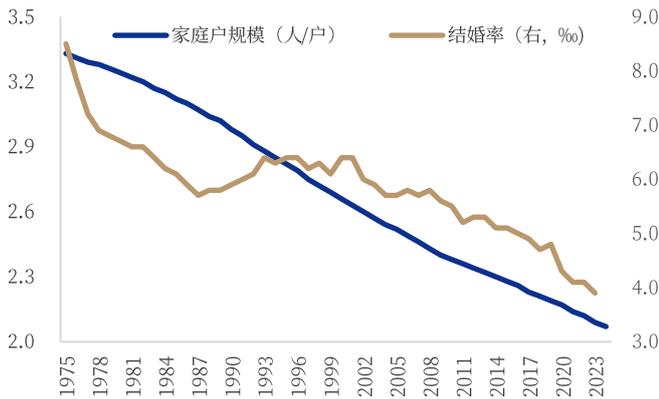
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图12：中国人口年龄结构变动



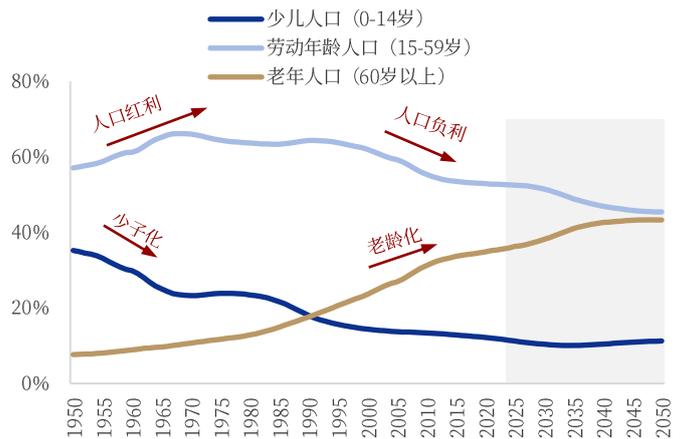
资料来源：United Nations, Department of Economic and Social Affairs, World Population Prospects 2024，中国银河证券研究院

图13：日本结婚率降低及家庭规模小型化趋势



资料来源：日本国立人口和社会保障问题研究所，中国银河证券研究院

图14：日本人口年龄结构变动



资料来源：United Nations, Department of Economic and Social Affairs, World Population Prospects 2024，中国银河证券研究院

综上，“追求质价比”与“新消费崛起”这种看似矛盾的现象，实则是我国消费市场在经济转型大背景下出现的结构性重构，当基础的刚性消费需求趋于饱和，消费升级不再表现为单纯的价格提升，而是向情感价值等维度的拓展。这种消费格局的变化正在重塑消费产业，一方面消费理性化倒逼传统产业通过技术创新与管理优化重构成本曲线，而新消费崛起则催生了数字经济、文化创意产业等新兴部门的蓬勃发展。

(四) 寻找消费“新驱动”——新消费的“X、Y、Z”

从“投资于人”的角度出发，消费不是拉动经济增长的手段，本质是让老百姓生活更舒适、更美好，满足人更高层次发展需要的目的，消费最核心也是唯一的驱动因素，即是对美好生活的追求。我们将消费者分为“X及婴儿潮世代、Y世代、Z世代”三个消费群体，不同代际对美好生活的不同定义与追求构成了新消费崛起的不同驱动力量，具体来看：

1) 对于 Z 世代（1997-2012 年出生），美好生活一要悦己娱乐、二要社交与自我表达，对应的则为以宠物、潮玩为代表的情感价值消费；

2) 对于 Y 世代（1981-1996 年出生），美好生活一要生活品质提升、二要个人财富的积累与资产保值增值，对应的则为耐用品的消费升级，以及黄金珠宝等具有投资属性的消费；

3) 对于 X 及婴儿潮世代（1946-1964 年出生），美好生活一要健康的身体、二要高质量且充实的养老生活，对应的则为健康产品，以及高质量养老与休闲活动的服务消费，且当前退休人群购买力强、人数增加快，对银发经济购买力形成持续支撑。

由此我们找到了对应“X、Y、Z”三个世代的消费驱动逻辑，即“**新曲线**”（银发经济的“第二曲线”价值）、“**新动能**”（以旧换新政策驱动的新能源汽车等耐用品升级需求释放，资产避免与保值需求驱动的黄金珠宝等消费）、“**新体验**”（悦己经济下的体验型情绪消费），此外，在人工智能经济的大时代背景下，“**新科技**”有望带来颠覆性的创造性的消费需求，打造新的消费增长点和新的消费场景，上述几点共同构成了我们的消费四“**新**”驱动逻辑。

图15: 消费四“新”驱动

代际	四“新”驱动	驱动逻辑	宏观背景	新消费领域
Z世代	新体验	悦己经济	就业问题、晚婚晚育、家庭小型化、少子化	宠物、潮玩、游戏等
Y世代	新动能	耐用品升级	以旧换新政策	新能源汽车、家电手机等
		资产避免与保值	金融与房地产市场	黄金珠宝
X世代及婴儿潮	新曲线	银发经济	人口老龄化、退休人群购买力较强	健康产品、养老与休闲服务
		健康经济		
新科技		新的消费增长点	智能经济时代	智能家居、适老化改造
		新的消费场景		直播经济、实体商业的虚拟升级

资料来源：中国银河证券研究院

（五）新消费上市公司主要在港股

2021-2024 年是消费板块连续四年熊市，主要是消费者购买力下降导致消费整体需求弱，海外业务面临美国关税的扰动。在此期间，虽然有细分板块机会，如 2021 年的出海、2022-2023 年的白电、2024 年宠物、潮玩、谷子经济等代表的新消费，但消费整体表现依然不尽如人意。由于过去几年，消费股上市更偏向于港股上市，因此本轮新消费上市公司以港股为主。2025 年上半年新消费更大范围地蔓延到 A 股。

新消费是“人货场”+消费倾向变化过程中结构性受益或者创新突破的消费公司。相比而言传统消费的投资主要机会在于出海逻辑，以及**高分红率的价值投资逻辑**。新消费的特点，除了首页所提到的，我们认为还有如下特点：

消费理性化，体面地购买质优价美的产品

由于购买力不足导致消费者普遍出现更理性的消费，对可选消费需求减少，品牌溢价支付意愿下降，质价比的考虑权重增加。虽然市场有消费降级的声音，但这种结构性的变化不能以简单的消费降级概述。消费者在购买力变弱之时，将更理性地选择更优的消费组合，甚至会更新自己的消费理念，对消费供应提出了比简单的消费降级更高的要求，即要求体面地购买质优价美的产品。如，高端白酒品牌溢价颇高，需求减少并不是简单的降级到低端酒，而是汾酒的玻汾系列光瓶酒大卖，消费者还是愿意支付一点点品牌溢价。再如，小米品牌为消费者提供大量质价比产品，其科技先锋

的形象让部分消费者以使用小米为荣。2024 年大量小米汽车用户愿意在网上分享购车体验。未来能够既注重产品质价比，又注重消费者购买体验的企业将获得好的发展。

国际竞争优势突出，消费企业全球化进入新的高度

自 2001 年加入 WTO 以来，中国消费产业凭借生产成本优势持续获得海外订单，代工业务快速发展。在此期间，大部分行业在产业链效率、研发、数字化等方面实现长期积累，龙头企业国际竞争力凸显，包括家电、消费电子、轻工、纺服等。2018 年，在美国征收高关税背景下，中国企业积极探索海外市场增量空间，在电商全球化助推下加快发展，并更加关注全球化的供应链布局。2018 年以来，以代工为主的中国消费产业开始大力发展品牌全球化，期间还出现疫情导致的欧美居家需求爆发下的跨境电商大爆发。至 2024 年消费行业国际化已经取得显著效果，未来仍有较强增长趋势。

大量企业依托高产业链效率，在东南亚、墨西哥等地实现供应链国际化布局，市场份额并未向其他国家企业流失。部分细分行业如白电、彩电供应链在全球广泛分布，海尔的 GEA、海信视像、TCL 电子已成为美国大家电市场龙头，产品主要由中国以外的生产基地供应。如美国对墨西哥征收 25% 关税，企业会考虑其他生产基地如越南等重新规划供应链分配。具备中等技术含量的消费行业中，中国的工程师红利优势明显。如中国的无人机、扫地机、割草机器人等消费产品在全球技术领先，石头科技的扫地机品牌在欧美市场的地位堪比戴森在中国市场的地位。虽然美国是全球最大的消费市场，但是其他消费市场的重要性日益提升。例如新兴市场国家在工业化过程中大量普及基础消费品，大家电、手机等消费产品未来市场空间广阔。现制茶饮、纺织服装品牌国际化第一站往往是东南亚。投资者在关注中国企业海外业务时，可以不仅仅是参考中国出口，因为越来越多的消费品企业全球化是同步供应链全球化和品牌全球化，未来上市公司海外供应链、销售的比重有望大幅提升。

表2：新消费重点公司清单（收盘价为 2025 年 6 月 5 日）

板块	股票代码	股票名称	上市日期	总市值 (亿元)	货币	归母净利润 (亿元)			归母净利润 CAGR		PE		
						2024A	2025E	2026E	2022~2024	2024~2026	2024A	2025E	2026E
潮玩谷子	9992.HK	泡泡玛特	2020-12	3,263	HKD	31.3	57.1	80.0	156.3%	59.9%	96.7	52.3	37.4
潮玩谷子	0325.HK	布鲁可	2025-01	415	HKD	-4.0	9.7	14.2				39.4	26.9
潮玩谷子	H01962.HK	卡游			HKD	-12.4							
潮玩谷子	H02155.HK	乐自天成			HKD	-1.2							
潮玩谷子	002103.SZ	广博股份	2007-01	62	RMB	1.5	1.9	2.4		26.0%	40.4	32.4	25.5
现制饮品	2097.HK	蜜雪集团	2025-03	2,156	HKD	44.4	52.3	60.8	49.1%	17.1%	45.0	37.7	32.5
现制饮品	1364.HK	古茗	2025-02	646	HKD	14.8	18.9	22.4	100.8%	23.0%	40.4	31.3	26.4
现制饮品	2555.HK	茶百道	2024-04	148	HKD	4.7	8.6	10.2	-29.7%	46.8%	29.1	15.8	13.3
现制饮品	LKNCY.OO	瑞幸咖啡-ADR	2019-05	99	USD	29.3	36.1	44.5	145.0%	23.2%	24.3	21.5	17.4
宠物	301498.SZ	乖宝宠物	2023-08	462	RMB	6.2	8.0	10.2	53.0%	28.1%	73.9	58.0	45.1
宠物	002891.SZ	中宠股份	2017-08	214	RMB	3.9	4.5	5.6	92.8%	18.9%	54.2	47.1	38.4
宠物	300673.SZ	佩蒂股份	2017-07	44	RMB	1.8	2.0	2.4	19.7%	15.2%	24.1	21.9	18.2
宠物	001222.SZ	源飞宠物	2022-08	39	RMB	1.6	1.7	2.0	1.8%	8.9%	23.6	23.1	19.9
宠物	301335.SZ	天元宠物	2022-11	49	RMB	0.5	1.0	1.3	-40.2%	70.7%	106.6	51.0	36.6
宠物	832419.BJ	路斯股份	2022-03	27	RMB	0.8	1.0	1.2	34.8%	23.0%	34.4	27.8	22.7
美妆医美	1318.HK	毛戈平	2024-12	583	HKD	8.8	11.9	15.3	58.2%	31.7%	61.3	44.7	35.0
美妆医美	603193.SH	润本股份	2023-10	154	RMB	3.0	3.9	5.0	36.9%	28.5%	51.2	39.2	31.0
美妆医美	688363.SH	华熙生物	2019-11	263	RMB	1.7	4.6	6.1	-57.6%	86.6%	151.0	56.8	43.4

美妆医美	2367.HK	巨子生物	2022-11	652	HKD	20.6	25.8	31.9	43.5%	24.4%	29.3	23.1	18.7
黄金珠宝	6181.HK	老铺黄金	2024-06	1,561	HKD	14.7	32.0	45.0	294.8%	74.8%	98.1	44.7	31.8
休闲零食	9985.HK	卫龙美味	2022-12	380	HKD	10.7	13.3	16.3	165.8%	23.4%	33.0	26.3	21.4
休闲零食	300972.SZ	万辰集团	2021-04	346	RMB	2.9	8.4	11.5	147.9%	97.8%	117.8	41.2	30.1
休闲零食	002847.SZ	盐津铺子	2017-02	245	RMB	6.4	8.3	10.4	45.7%	27.3%	38.3	29.4	23.6
休闲零食	003000.SZ	劲仔食品	2020-09	68	RMB	2.9	3.3	3.9	52.9%	16.3%	23.2	20.4	17.2
休闲零食	300783.SZ	三只松鼠	2019-07	116	RMB	4.1	5.0	6.7	77.7%	28.6%	28.4	23.2	17.2
运动服饰	AS.N	亚玛芬体育	2024-02	207	USD	0.7	3.9	5.3		169.1%	285.1	53.6	39.4
运动服饰	H02138.HK	伯希和			HKD	2.8			241.2%				
运动服饰	2020.HK	安踏体育	2007-07	2,705	HKD	156.0	135.8	153.2	43.3%	-0.9%	16.1	18.2	16.2
运动服饰	1368.HK	特步国际	2008-06	161	HKD	12.4	13.8	15.3	15.9%	11.3%	12.1	10.7	9.6
科技消费	1810.HK	小米集团-W	2018-07	14,077	HKD	236.6	379.4	493.5	209.2%	44.4%	55.1	34.0	26.1
科技消费	689009.SH	九号公司-WD	2020-10	476	RMB	10.8	17.2	23.4	55.1%	46.9%	43.9	27.7	20.4
科技消费	300866.SZ	安克创新	2020-08	572	RMB	21.1	25.7	32.3	36.0%	23.6%	27.0	22.2	17.7
科技消费	688169.SH	石头科技	2020-02	409	RMB	19.8	20.1	25.3	29.2%	13.1%	20.7	20.4	16.2
科技消费	603486.SH	科沃斯	2018-05	309	RMB	8.1	15.2	17.8	-31.1%	48.4%	38.4	20.3	17.4
科技消费	688475.SH	萤石网络	2022-12	258	RMB	5.0	6.6	8.2	23.0%	27.5%	51.1	38.8	31.4
科技消费	301606.SZ	绿联科技	2024-07	216	RMB	4.6	6.4	8.2	18.8%	33.3%	46.8	33.8	26.3
科技消费	688775.SH	影石创新			RMB	9.9			56.3%				
科技消费	H02180.HK	乐动机器人			HKD	-0.6							
酒店	ATAT.O	亚朵	2022-11	43	USD	12.8	16.1	20.4	260.6%	26.5%	24.3	19.3	15.2
餐饮	2517.HK	锅圈	2023-11	88	HKD	2.3	3.2	3.8	0.1%	29.0%	35.3	24.9	21.0

资料来源：WIND，中国银河证券研究院

注：盈利预测采用 WIND 一致预期，2024 年 PE 为 LYR

二、Z世代为情绪付费,潮玩谷子与宠物经济扩容

(一) 年轻人扩容玩具市场：潮玩、谷子、卡牌

Z世代倾向于分配更多的可支配收入用于悦己消费，初入职场，购买力提升的同时很多行为还保留着大小孩的特征。普通的玩具对消费者的多巴胺刺激不明显，引入不确定性、即时反馈、社交认可、稀缺性增值的各种模式，可持续激活大脑的多巴胺奖赏系统，带动年轻人高频消费。潮玩、谷子、卡牌针对性地设计各种商业模式，例如潮玩引入盲盒机制，潮玩饰品可以体现一定的社交属性，谷子的分享具有明显的社交属性，学生间的卡牌游戏也具有明显社交属性，稀缺性带来产品在二手市场增值的投资属性，上述机制的引入刺激小孩和年轻人情绪高频消费。

据中国社科院《2023年潮玩产业发展报告》，2023年我国Z世代人口规模约2.6亿，占总人口的比重不到20%，但贡献的消费规模已达到40%，预计Z世代到2035年整体消费规模将增长4倍至16万亿元，消费能力增长迅速。

全球玩具市场平稳增长。2023年全球玩具和游戏市场规模达2727亿美元，同比+3.1%，其中除电子游戏以外的传统玩具和游戏市场规模达940亿美元，同比基本持平。

图16: 全球玩具和游戏市场规模 (亿美元, 零售口径)



资料来源: 欧睿, 中国银河证券研究院

图17: 全球传统玩具和游戏市场规模 (亿美元, 零售口径)



资料来源: 欧睿, 中国银河证券研究院

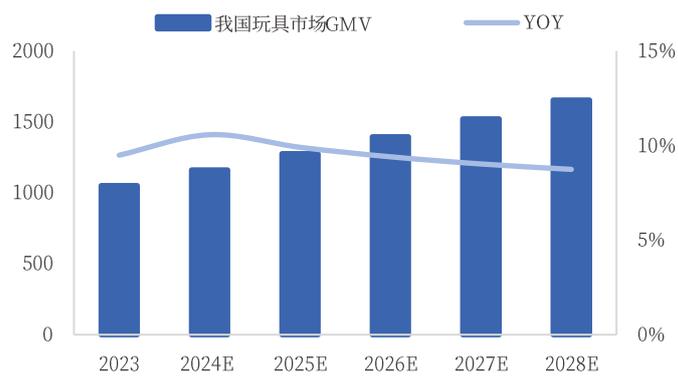
我国玩具市场连续多年表现出较高增速。根据咨询机构 Circana 数据，2024年大多欧美市场玩具销售额出现同比下跌，美国、英国、德国、法国、意大利、西班牙、荷兰、比利时、加拿大、澳大利亚、巴西、墨西哥等12国的玩具销售同比轻微下跌0.6%，其中美国（占12国市场总额比重超50%）市场销售额同比-0.3%，荷兰市场销售额同比+5%，其他欧洲市场销售额均出现不同程度下滑。而我国玩具市场销售额保持逆势增长，据弗若斯特沙利文数据，以GMV计，预计2028年全球/我国玩具规模分别达9937/1655亿元，从占比角度看，2023年我国玩具市场占全球玩具市场比重达到13.6%，预计该占比在2028年将进一步上升至16.7%。

图18: 全球玩具市场 GMV (亿元)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 布鲁可招股书, 中国银河证券研究院

图19: 我国玩具市场 GMV (亿元)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 布鲁可招股书, 中国银河证券研究院

盲盒市场快速增长

未知性增强拆盒乐趣, 盲盒市场规模持续扩大。据 QYResearch, 2023 年全球盲盒市场规模达到 66.9 亿美元, 19-23 年复合增长率 7.5%。其中中国盲盒市场 2023 年规模达到 172.5 亿元。19-23 年复合增长率 24.2%。

盲盒是一种消费者无法提前得知具体产品款式的玩具盒子, 相比明盒玩具, 盲盒具有随机和未知属性, 从而为消费者提供了更大的“惊喜感”和收集乐趣。该市场近年来快速扩容, 从增速上来看, 盲盒这一细分赛道的增长速度显著高于玩具市场整体。

图20: 全球盲盒手办销售额 (亿美元)



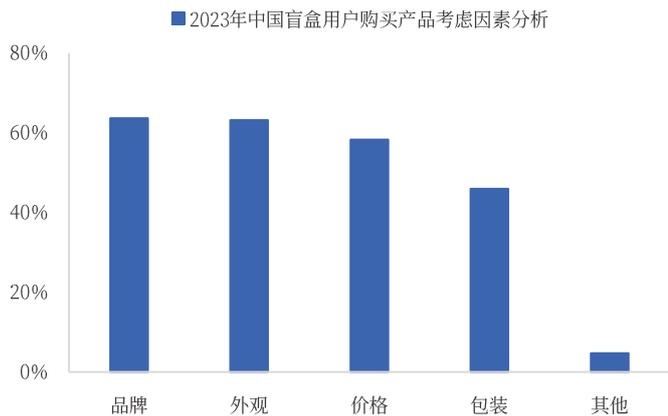
资料来源: QYResearch, 布鲁可公告, 中国银河证券研究院

图21: 我国盲盒市场规模 (亿元)



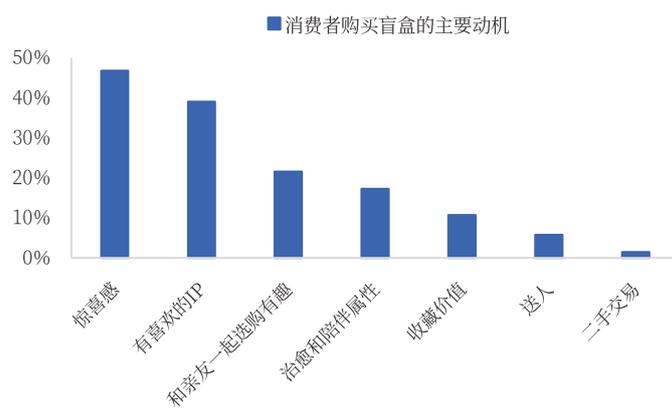
资料来源: 智研咨询, 中国银河证券研究院

图22: 2023年中国盲盒用户购买产品考虑因素分析



资料来源: 商启咨询, 中国银河证券研究院

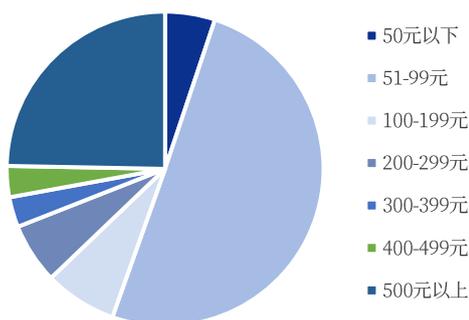
图23: 消费者购买盲盒的主要动机



资料来源: 商启咨询, 中国银河证券研究院

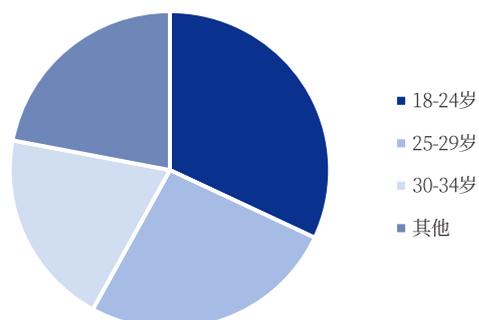
51-99元为核心价格带, Z世代为主要受众群体。当前我国市占率较高的盲盒销售品牌主流价格带集中在49/69/79/129元,一套盲盒一般为4/6/12个,端盒(购买一整盒产品)成本在400-800元上下。从购买人群年龄分布来看,16-30岁的Z世代是盲盒的主要受众群体。

图24: 我国盲盒各均价区间市场规模占比



资料来源: 我国玩具和婴童用品协会, 前瞻产业研究院, 商启咨询, 中国银河证券研究院

图25: 我国盲盒主要消费群体年龄分布



资料来源: 商启咨询, 中国银河证券研究院

表3: 代表性品牌主流价格带分布

品牌	主流价格带
泡泡玛特	69-129元
TOPTOY	46-69元
52TOYS	69-79元

资料来源: 泡泡玛特、TOPTOY、52TOYS天猫旗舰店、中国银河证券研究院

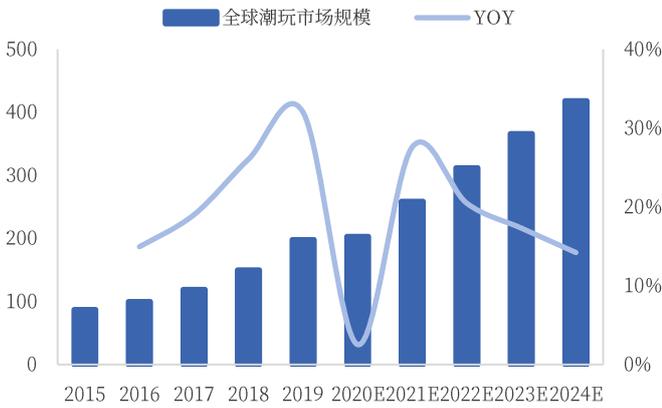
潮玩市场快速增长

IP+收藏属性构建潮玩护城河。相比传统玩具,潮玩通常围绕知名设计师、艺术家创作或动漫、影视、游戏等文化作品的特定IP形象展开,核心消费群体定位于有消费能力、追求个性化与艺术化

的成年人，兼具玩乐与收藏价值。

潮玩市场前景广阔，中国市场规模增速亮眼。据社科院《潮玩产业发展报告》，2022年全球潮流玩具市场规模达312亿美元，2015-2022年复合增速为20%，预期2024年可达448亿美元。据中国动画协会《中国潮玩与动漫产业发展报告(2024)》，中国潮流玩具2022年市场规模达478亿元，2015-2022年复合增速为34%，预期2024年可达764亿元。

图26: 全球潮玩市场规模(亿美元)与YOY



资料来源: 泡泡玛特招股书, 中国银河证券研究院

图27: 中国潮玩市场规模(亿元)与YOY



资料来源: 泡泡玛特招股书, 名创优品招股书, 中国银河证券研究院

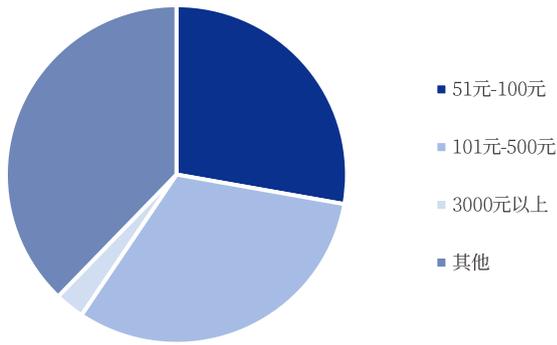
中国潮玩零售市场生态丰富，竞争格局呈现多元并存态势。传统玩具厂商基于原有产业基础，积极拓展业务边界涉足潮玩领域；新兴玩具厂商聚焦潮玩赛道，以创新理念与独特设计切入市场。根据弗若斯特沙利文2021年数据，潮玩行业集中度较低，泡泡玛特以13.6%的市场份额占据鳌头，且仍在随销售额增长不断提高；乐高以7.5%的市场份额位居次席，Hot toys、万代南梦宫、孩之宝分别以2.6%、1.4%、1.3%分列三至五名。

潮玩市场机遇广阔，新消费潮流带动产业增长。

1) Z世代正在成为中国消费的主力，据尼尔森《2024全球Z世代消费洞察报告》，2023年中国Z世代人口占总人口比重达18.6%；据社科院《潮玩产业发展报告》，2020年我国Z世代可支配收入超过3500元/月，其消费支出占全部家庭支出的15%以上，消费力强大。Z世代消费总额达到了全部消费的40%，同时也正成为潮玩行业的主要消费群体，2020年潮玩行业中Z世代人群的消费占比达到38.4%。

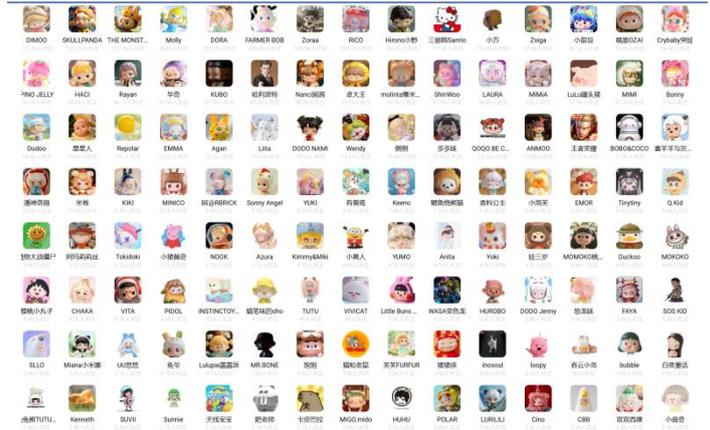
2) 潮玩产品有较强复购属性。同一系列的多款产品刺激用户的收集欲望，提升了消费者的复购欲，潮玩二手社群的活跃又进一步增强玩家的归属感和群体认同感，从而提高社群成员的粘性和复购率，通过将消费者发展成为潮玩的忠实粉丝促进其再次消费。据泡泡玛特半年报，2024年上半年泡泡玛特会员复购率为43.9%。

图28: Z世代潮玩价格接受范围



资料来源: 潮玩产业发展报告(2023), 中国银河证券研究院

图29: 潮玩二手社群

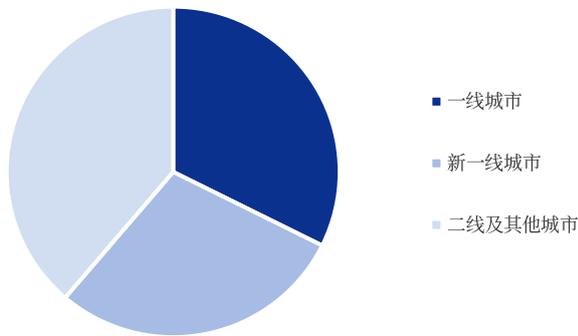


资料来源: 青岛潮玩族官网, 中国银河证券研究院

3) 潮玩产业拥有广阔的下沉市场。以泡泡玛特为例, 公司 2024 年市占率约为 17.1%, 24 年泡泡玛特在中国内地新开 38 家线下门店至 401 家, 新开 110 间机器人商店至 2300 间;

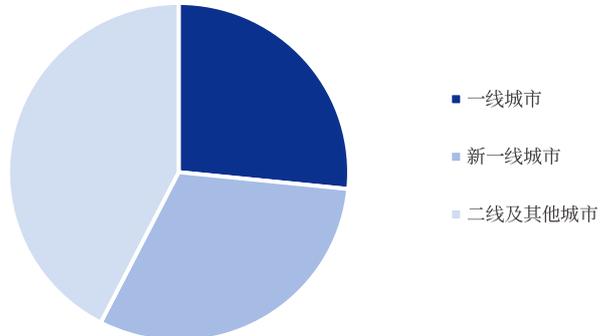
公司门店主要位于一线/新一线城市, 截至 24 年, 公司在一线/新一线城市线下门店数量分别为 125/116 家, 机器人商店数量分别为 622/694 家, 一线/新一线城市的线下门店和机器人商店分别占总和的 60.1%, 57.2%。整体来看, 泡泡玛特在二、三线以下城市的门店覆盖密度仍远低于一线与新一线城市, 下沉市场零售店数量仍有不断增长趋势, 下沉市场还有较大的市场空间。

图30: 线下门店数量占比



资料来源: 泡泡玛特年报, 中国银河证券研究院

图31: 机器人商店数量占比



资料来源: 泡泡玛特年报, 中国银河证券研究院

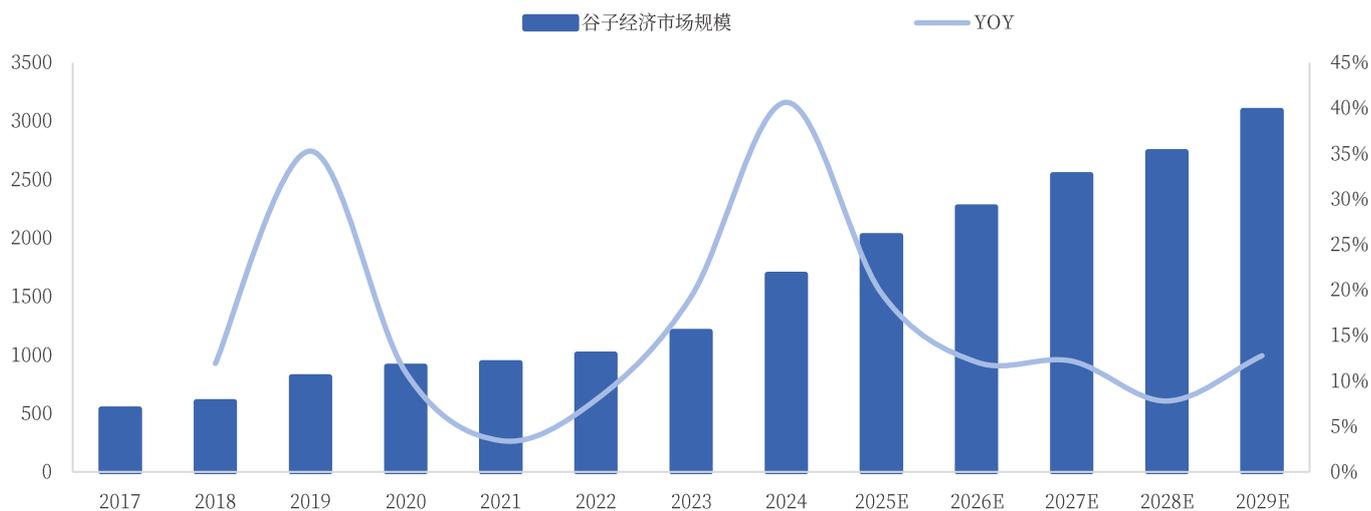
谷子经济需求来自 Z 世代, 是 IP 周边经济中具有良好成长性的细分市场

谷子经济市场规模迅速成长。谷子是 goods 的音译, 泛指动漫、游戏、小说等二次元作品的周边产品, 主要包括铁皮谷 (徽章/吧唧)、纸片谷 (海报、拍立得、镭射票、贴纸等)、亚克力谷 (立牌、挂件) 和毛绒玩具、手办模型等产品。

谷子经济是 IP 周边产品经济的一部分, 是 Z 世代喜欢的 IP 带来的产品经济。相比而言, 中老年人对 IP 周边付费意愿偏低, 其他的 IP 周边经济的成长性就不如谷子经济。

据艾媒咨询, 我国谷子经济市场规模 2024 年同比+41%至 1689 亿元, 预计 2029 年市场规模将增至 3089 亿元, 24-29 年复合增速 12.8%。

图32: 我国谷子经济市场规模 (亿元)



资料来源: 艾媒咨询, 中国银河证券研究院

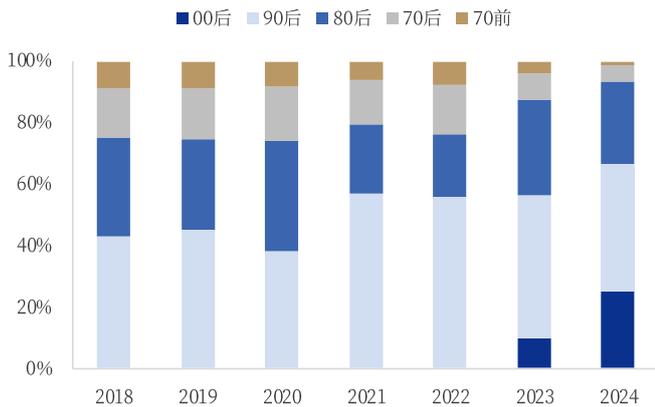
(二) 中国宠物保有量已超孩子数量, 宠物食品&宠物医疗空间广阔

1. 消费向情感需求转型, 宠物渗透率存提升预期

独居经济下, 消费市场从物质需求向情感需求转型, 支撑我国宠物经济的日益繁荣。根据派读宠物白皮书数据, 2024年, 70%的宠物主养宠原因是自己或家人喜欢宠物, 其次即为增加生活乐趣、调节情绪/心态等用以满足宠物主情感需求的原因。我们认为这一现象背后的逻辑一方面在于疫情期间, 宠物的陪伴属性和情绪价值得以凸显; 另一方面在于我国独居经济的崛起。通过对比我国宠物数量与青少年数量, 我们发现两者基本呈现反向关系, 尤其是2020年以来呈现显著负相关。从国外经验来看, 美国的总和生育率从1988年的1.93下降至2022年的1.66, 与此同时养宠家庭渗透率则从1988年的56%上升到2022年的66%, 呈现较为明显的负相关关系。而在我国, 独居青年和银发一族已成为宠物行业消费的代表性群体。

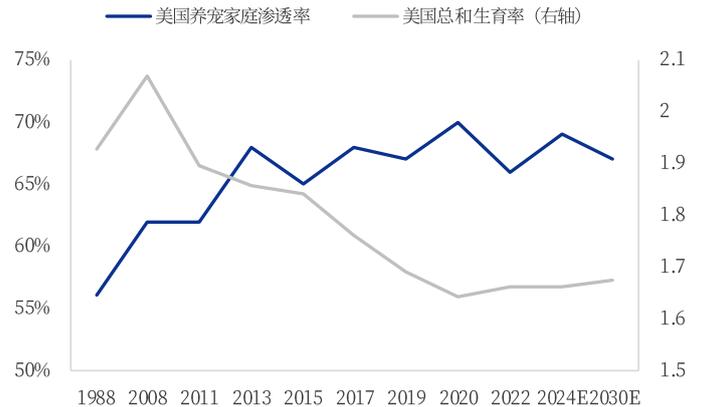
根据贝壳研究院《新独居时代报告》, 预计到2030年我国独居人口数量或将达到1.5-2亿人, 独居率或超过30%; 其中20-39岁的独居青年或将从2010年的1800万人增加到2030年的约4000-7000万人, 实现翻倍级增长。而在宠物行业中, 年轻人群也正发挥着日益重要的作用。我国宠物主的年龄结构呈现年轻化特征, 90后是宠物经济的主力军, 00后宠物主占比自2023年的10.1%快速提升至2024年的25.6%, 大幅增加15.5pct。从养宠原因来看, 年轻宠物主(00后、90后)因增加生活乐趣而养宠的占比高于其他宠物主, 其对待宠物的态度更类似“朋友”。这意味着不断壮大的独居青年群体出于增加乐趣而养宠, 或成为推动我国宠物经济繁荣的一大推手。

图33: 2018-2024年我国宠物主年龄结构呈现出年轻化趋势



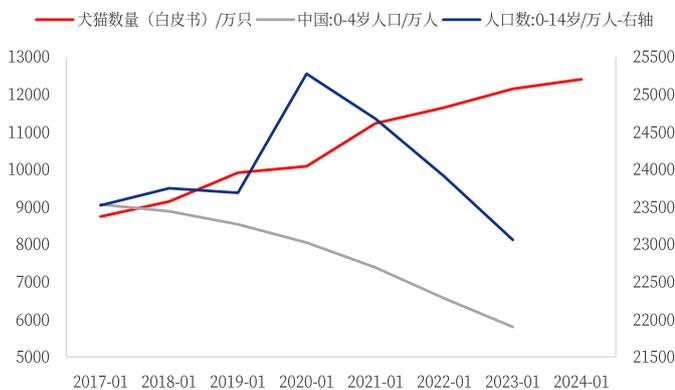
资料来源: 派读宠物《中国宠物行业白皮书》, 中国银河证券研究院

图34: 美国养宠家庭渗透率与生育率基本呈负相关关系



资料来源: APPA, United Nations, 中国银河证券研究院

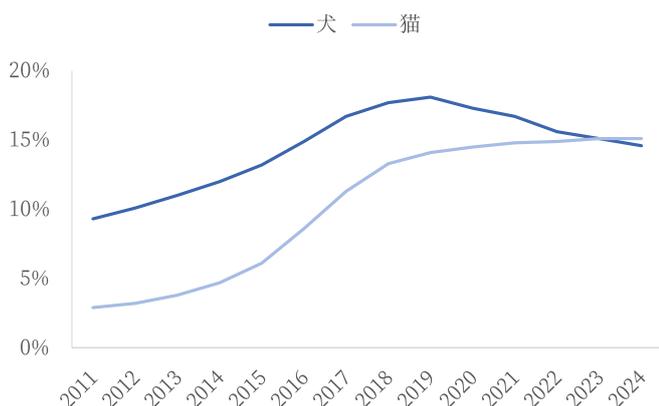
图35: 2017-2024年我国犬猫宠物数量与儿童数量存反向走势关系



资料来源: Wind, 派读宠物《中国宠物行业白皮书》, 中国银河证券研究院

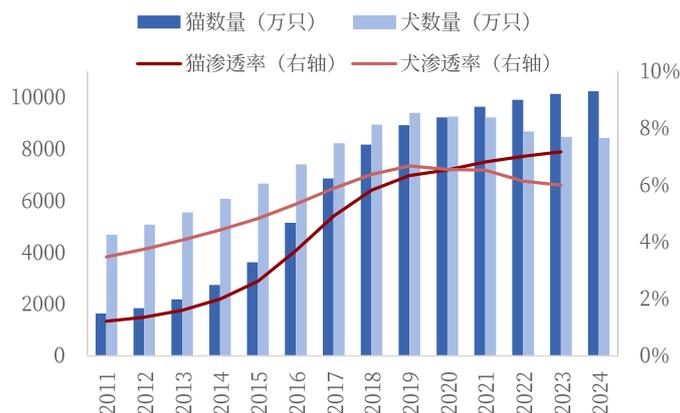
中国宠物渗透率稳中有进, 犬猫渗透率分化。从渗透率的角度看, 中国犬猫渗透率在 2011 年至 2024 年间整体呈增长趋势, 2019 年之后犬猫渗透率出现分化。根据欧睿国际数据, 2024 年中国犬猫家庭渗透率为犬 14.60%、猫 15.10%; 另外, 根据犬猫数量和总人口数测算的犬猫渗透率分别为犬 6.00%、猫 7.17%, 其中犬渗透率自 2019 年达到峰值后逐年下降, 同期猫渗透率则稳健增长, 犬猫渗透率增长趋势分化。对比美日两国宠物渗透率发展情况, 中国犬猫渗透率已超过日本, 但较美国的宠物渗透率仍然存在较大增长空间。未来, 随着中国经济、人均可支配收入的进一步提升, 叠加考虑 Z 世代消费理念的变化等因素, 中国消费者未来对伴侣动物的需求或持续提升, 从而带动宠物数量上行, 未来中国宠物渗透率仍然具备较大潜在提升空间。

图36: 2011-2024 年中国宠物家庭渗透率变化



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

图37: 2000-2024 年中国犬猫数量及其分别占总人口数的渗透率



资料来源: Euromonitor, Wind, 中国银河证券研究院

2. 宠物市场快速增长，宠物食品、宠物医疗受益

我国宠物行业持续扩容，27 年市场规模有望超 4000 亿元。在科学养宠观念升级下，我国宠物食品渗透率提升，以及在宠物数量增加&单只宠物消费水平提升等因素的驱动下，我国宠物市场持续扩容。根据派读宠物白皮书，2024 年我国宠物市场规模达 3002 亿元，同比+7.5%，2018-2024 年 CAGR 为+9.9%，处于快速提升阶段，预计 2027 年市场规模有望超 4000 亿元。

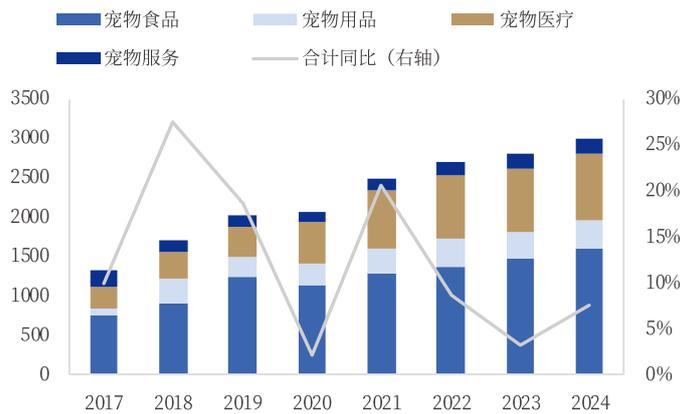
分宠物种类来看，我国宠物猫消费市场增速显著高于宠物犬。2024 年宠物猫消费市场规模为 1445 亿元，同比+10.7%，2018-2024 年 CAGR 为+14.2%；而 2024 年宠物犬消费市场规模为 1557 亿元，同比+4.6%，2018-2024 年 CAGR 为+6.7%。从细分板块来看，宠物食品、宠物医疗是宠物行业前两大子行业，2024 年市场规模分别为 1585 亿元、841 亿元，占比分别为 52.8%、28%；并且均保持着良好的增长态势，2017 年以来均保持着两位数的年均增长率，CAGR 分别为+11.4%和+16.7%。

图38: 2018-2027E 我国城镇宠物消费市场规模（按宠物分，亿元）



资料来源: 派读宠物《中国宠物行业白皮书》，中国银河证券研究院

图39: 2017-2024 年我国城镇宠物消费市场规模（按行业分，亿元）



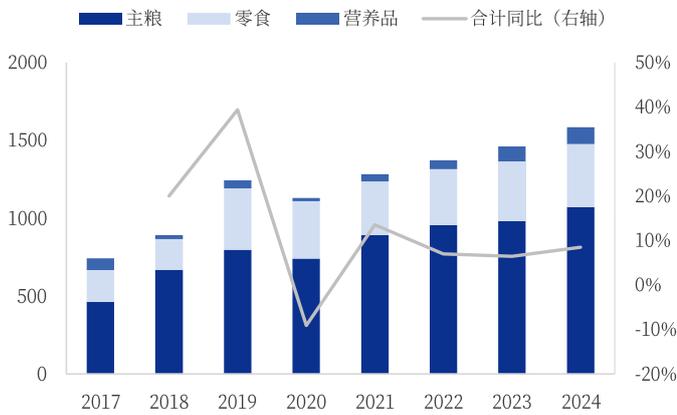
资料来源: 派读宠物《中国宠物行业白皮书》，中国银河证券研究院

3. 宠物食品持续扩容，国产品牌发力中高端市场

24 年我国宠物食品市场规模同比+8.5%，宠物主粮占比 68%。宠物食品作为宠物消费行业重要的细分板块（2024 年占宠物行业总规模的比例为 52.8%），处于快速增长阶段，未来成长空间广

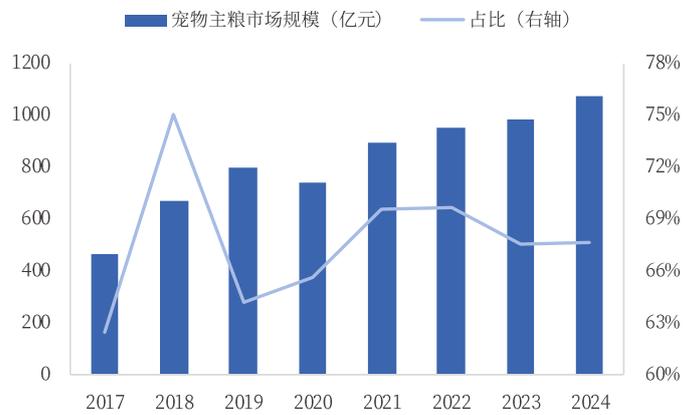
阔。2024年我国宠物食品市场规模为1585亿元，同比+8.5%，2017-2024年CAGR为+11.4%。细分来看，宠物主粮是宠物食品中最主要的消费品类，增速高于零食、营养品（2017-2024年主粮、零食、营养品CAGR分别为+12.7%、+10.3%、+5.3%）。2024年我国宠物主粮消费市场规模达1072亿元，占宠物食品市场的比例自2017年的62.4%提升至2024年的67.6%。

图40: 2017-2024年中国宠物食品消费市场规模（亿元）



资料来源: 派读宠物《中国宠物行业白皮书》，中国银河证券研究院

图41: 宠物主粮在宠物食品中的占比基本呈上升趋势



资料来源: 派读宠物《中国宠物行业白皮书》，中国银河证券研究院

国外品牌占据高端市场，国产品牌持续发力。根据鲜肉含量和产品价格，我国宠物食品主要分为高端、中端和大众三个类型。高端型宠物食品选用天然、有机食材，主要由玛氏、雀巢旗下希宝、冠能等国外品牌占领；中端型注重营养成分科学，国产品牌的配方强调功能性，更具品牌特色，市占率持续提升；大众型主打营养均衡，满足基础功能，国产品牌的品牌知名度和市占率较高，竞争激烈。随着我国宠物食品市场规模不断扩大、线上线下销售渠道逐渐拓宽，国产品牌不断推出新品或子系列（如乖宝宠物旗下弗列加特、佩蒂股份旗下爵宴等），开拓高端市场，扩大中端市占率，国产品牌的市场布局逐渐完善。

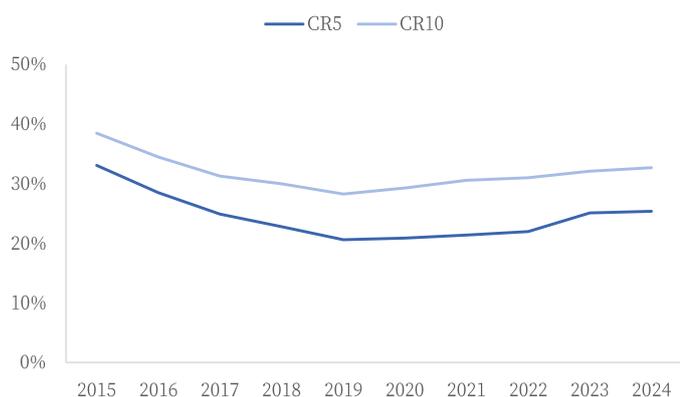
图42: 我国宠物食品行业竞争格局



资料来源: 德勤《中国宠物食品行业白皮书 2022》，中国银河证券研究院

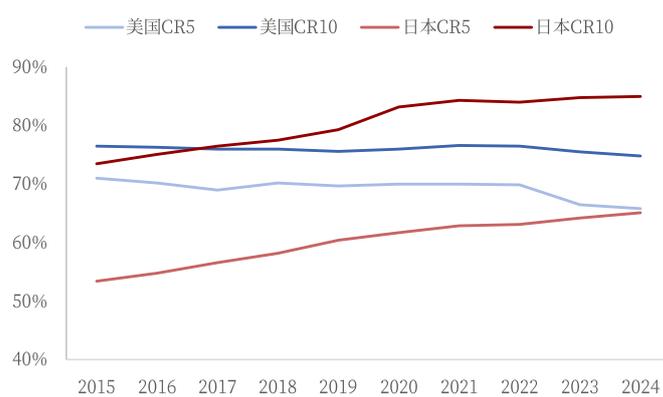
我国宠物食品市场集中度较低，高成长龙头有望推动行业整合。我国宠物食品行业竞争格局相对分散，高端市场主要由进口品牌占据，国产品牌持续发力中。根据欧睿数据，2024年我国宠物食品市场公司CR5、CR10分别为25.4%、32.7%，远低于美日成熟市场市占率。2024年我国宠物食品Top5中有2家进口品牌（玛氏、雀巢），以及3家国产品牌（乖宝宠物、中宠股份、依蕴宠物）。根据派读宠物白皮书，我国养宠人群在购买犬主粮和猫主粮的品牌偏好上，国产品牌在购买偏好均有显著上升。随着国内宠物主对国产品牌的接受度不断提高，国产龙头企业有望保持较快增长，从而推动行业集中度提升。

图43：2015-2024年中国宠物食品市场公司集中度



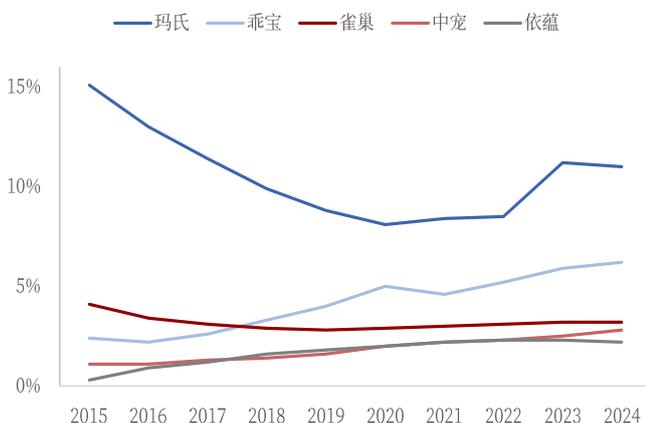
资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

图44：2015-2024美日宠物食品行业中公司CR5及CR10对比



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

图45：2014-2024年中国宠物食品市场中玛氏、乖宝、雀巢、中宠、依蕴市占率变化情况



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

图46：2022-2024年中国养宠人群购买主粮的品牌偏好变化



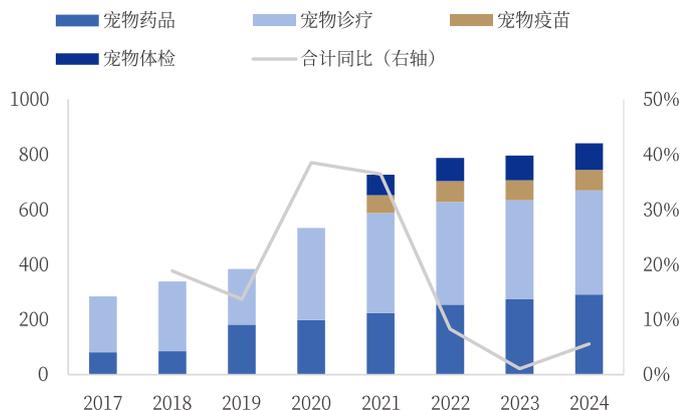
资料来源：派读宠物《中国宠物行业白皮书》，中国银河证券研究院

4. 宠物医疗扩容关键源于连锁扩张+疫苗替代加速

我国宠物医疗市场快速扩容，24年规模超800亿元。根据派读宠物白皮书，宠物医疗为宠物行业第二大子行业，2024年市场规模为841亿元，同比+5.6%，2017-2024年CAGR为+16.7%，占宠物行业总规模的比例自2017年的21.2%提升至2024年的28%。2020年以来，我国频繁出台宠物健康相关政策，一方面鼓励宠物疫苗及药品国产研发创新，另一方面规范兽医行业机构管理和

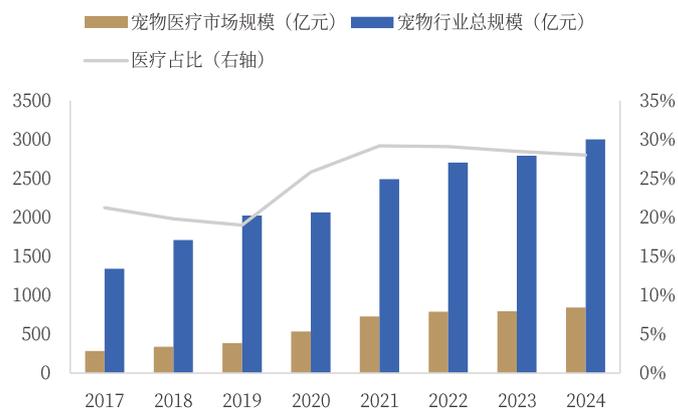
人才建设。

图47: 2017-2024 年我国宠物医疗市场规模及增速 (亿元)



资料来源: 派读宠物《中国宠物行业白皮书》, 中国银河证券研究院

图48: 宠物医疗消费占比呈提升趋势



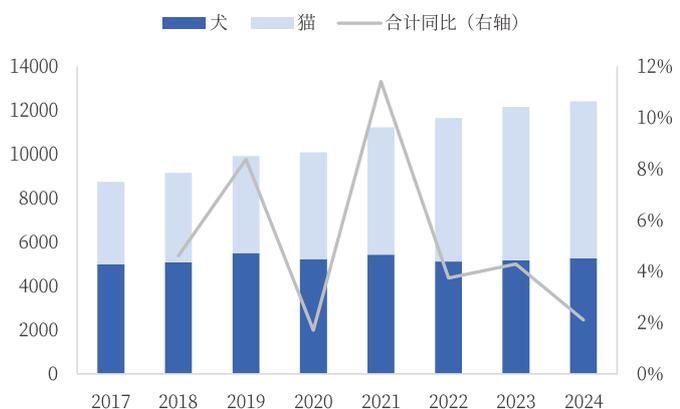
资料来源: 派读宠物《中国宠物行业白皮书》, 中国银河证券研究院

后续看我国宠物医疗市场未来增长空间, 可以从量、价两方面拆分来看。

一方面, 来自于量的提升, 包括宠物数量的增加、免疫率提升等。从宠物绝对数量的增长来看, 犬猫为我国主要的宠物饲养品种, 2024 年我国宠物犬猫数量合计 1.24 亿只, 同比+2.1%, 2017-2024 年 CAGR 为+5.1%, 呈稳定增长态势, 其中宠物猫的增速高于宠物犬。但对标国外成熟市场, 我国宠物渗透率仍有较大提升空间。根据尼尔森 IQ, 2022 年我国宠物渗透率为 22%, 同期美国、澳大利亚、加拿大等成熟市场渗透率均超过 50%, 较日本 28% 的宠物渗透率亦尚存差距。

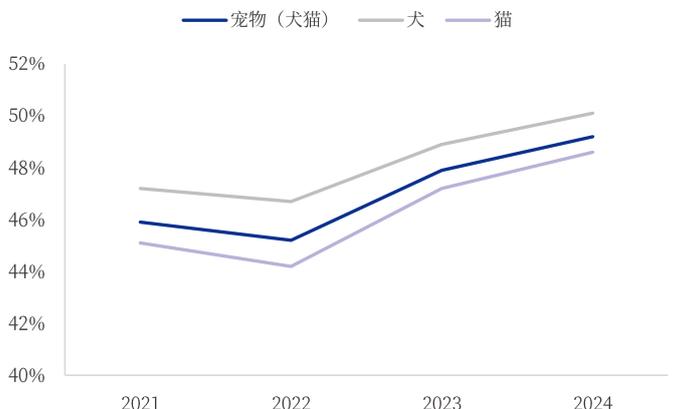
从免疫率提升的角度来看, 近年我国宠物犬猫免疫率呈提升趋势, 2024 年宠物犬、猫免疫率分别达 50.1% 和 48.6%。以狂犬疫苗为例, 2024 年我国宠物犬接种率达 61.4% 新高, 自 2019 年起基本保持上行态势。根据 WHO, 一个地区的犬只狂犬病免疫率达到 70% 以上, 就可以建立起有效的免疫屏障, 切断狂犬病的传播。对比 2017 年美国宠物狗的狂犬病免疫率就已超过 90%, 我国宠物免疫率仍与发达国家有较大差距。整体来看, 我国养宠人士防疫意识有提升空间, 意味着宠物免疫率有较大提升空间。

图49: 2017-2024 年我国宠物 (犬猫) 数量 (万只)



资料来源: 派读宠物《中国宠物行业白皮书》, 中国银河证券研究院

图50: 2021-2024 年我国宠物 (犬猫) 免疫率



资料来源: 派读宠物《中国宠物行业白皮书》, 中国银河证券研究院

另一方面, 来自于医疗消费价格较高及其带来的盈利优势。从纵向变化来看, 根据派读宠物白

皮书，2024 年我国宠物（犬猫）只均医疗消费额约 677 元，同比+3.4%，2017-2024 年 CAGR 为 +11%。随着宠物主对宠物健康重视度的日益提升，单只宠物医疗消费额呈现持续上行趋势，助力我国宠物医疗市场扩容。从横向对比来看，相比畜禽等经济动物，宠物诊疗费、疫苗及药品定价等均存在盈利优势。2022 年我国主要经济动物中，只均医疗防疫费最高的奶牛为 210 元，其余畜禽只均医疗防疫费均在 30 元以下，而同期单只宠物年医疗消费 676 元，差距显著。宠物医疗消费的高定价带来毛利率优势，或将成为相关企业盈利增厚的新突破点。

三、味蕾刺激多巴胺，性价比现制饮品与休闲零食

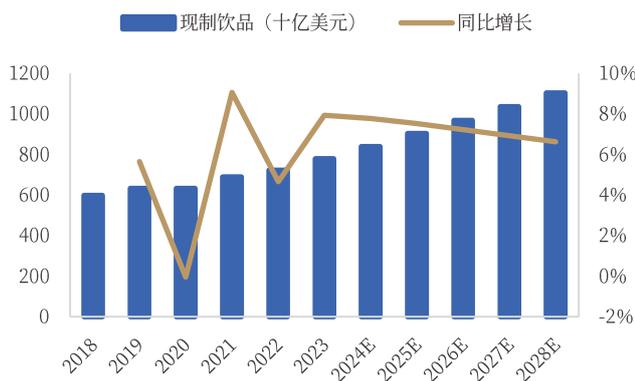
性价比现制饮品与休闲零食的兴起，是口红效应的体现。年轻人代谢能力强，高频消费奶茶、休闲零食，能够通过味蕾刺激多巴胺。同时，现制饮品、休闲零食呈现性价比产品快速增长，中高端产品需求弱的特点。

(一) 现制饮品：农村已包围城市，向海外连锁

1. 全球现制饮品：咖啡主导，茶饮高速崛起

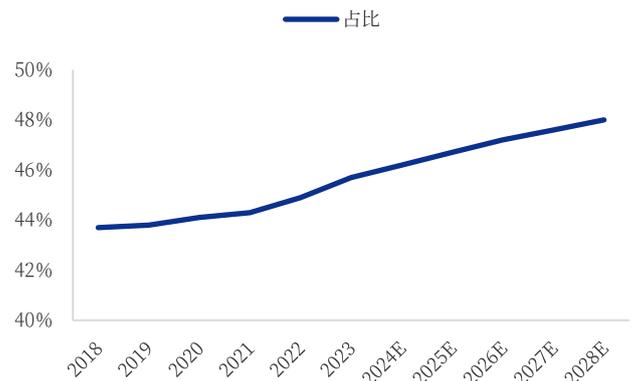
现制饮品指现场制作的非酒精饮料产品，包括现制果饮、茶饮、冰淇淋及咖啡等。现制饮品目前已成为全球消费者水分摄入的主要来源之一，市场规模庞大且处于增长轨道。据灼识咨询，以终端零售额为统计口径，2023年全球现制饮品市场规模已达7791亿美元，2018-2023年CAGR~5.4%。若进一步对比现制饮品与全球饮料市场规模，2023年现制饮品已占全球饮料市场规模的46%，成为全球市场消费者日常摄取水分的核心产品之一。换言之，从全球视角看，现制饮品消费既具备可选消费特征，同时也具备一定的必选属性。因此，据灼识咨询预测，2023-2028年全球现制饮品市场规模CAGR将由5.4%提升至7.2%。

图51：全球现制饮品市场规模（以终端零售额计算）



资料来源：蜜雪冰城招股书，灼识咨询，中国银河证券研究院

图52：现制饮品占全球饮料市场百分比

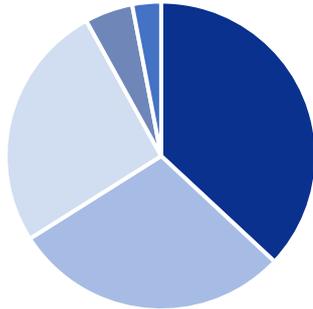


资料来源：蜜雪冰城招股书，灼识咨询，中国银河证券研究院

结构：现磨咖啡占据全球现制饮品市场多数份额，现制茶饮主要分布于亚太市场。综合Precedence Research及Stellar数据，现磨咖啡在全球现制饮品市场中占据主要份额，现制茶饮则主要流行于亚太市场，背后原因我们认为主要受区域间消费力及饮食文化影响。

图53: 全球珍珠奶茶市场拆分 (2023年)

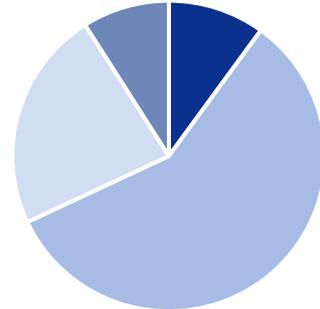
■ 亚太地区 ■ 北美地区 ■ 欧洲 ■ 拉丁美洲 ■ 中东及非洲



资料来源: Precedence Research, 中国银河证券研究院

图54: 全球咖啡店市场拆分 (2023年)

■ 亚太地区 ■ 北美地区 ■ 欧洲 ■ 其他



资料来源: Stellar, 中国银河证券研究院

2.中国现制饮品：性价比品牌取得优势，农村包围城市

现制茶饮为过去十年市场增长核心驱动力。中国现制饮品市场主要以现制茶饮为主，行业历经粉末调制、传统连锁茶饮和新式茶饮三个时代，产品与品牌迭代的背后，主要反映中国居民的消费力与消费意识提升。其中，行业关键节点为2016年，彼时以喜茶、奈雪的茶为代表的现制茶饮品牌进入市场，推动现制茶饮市场创新升级，推动行业在2018年-2023年CAGR达到24.7%。截至2023年，我国现制茶饮市场终端零售额已达到2585亿元，根据灼识咨询预测，至2028年预计达到5732亿元，CAGR约17.3%。

表4: 茶饮产品发展历程

发展阶段	粉末调制时代	传统连锁茶饮时代	新式茶饮时代
时间范围	1990 - 1995 年	1996 - 2015 年	2016 年 - 至今
原配料	奶精、奶茶粉、合成剂及人工色素	主要为罐头水果、果酱及调味糖浆、碎茶及奶精，并加入人工合成配料	原配料品质进一步升级和种类呈多样化，并辅以各类新鲜水果等多种配料
制作加工	人工为主，使用已加工传统配料	开始采用部分机器加工，过渡到人工 + 机器开始出现现制传统配料	在人工 + 设备的基础上，新食品加工技术和设备的应用，例：专业的萃取工艺和设备使用
店铺	街边店铺	街边连锁店铺，开始出现标准化装修	商场或写字楼附近，空间更大，装修更加专业、高档，打造社交空间
消费场景	店铺	店铺 + 外部平台	店铺 + 外部平台 + 自主平台
代表品牌	街边珍珠奶茶店（并无具体品牌）	CoCo、快乐柠檬	喜茶、奈雪的茶

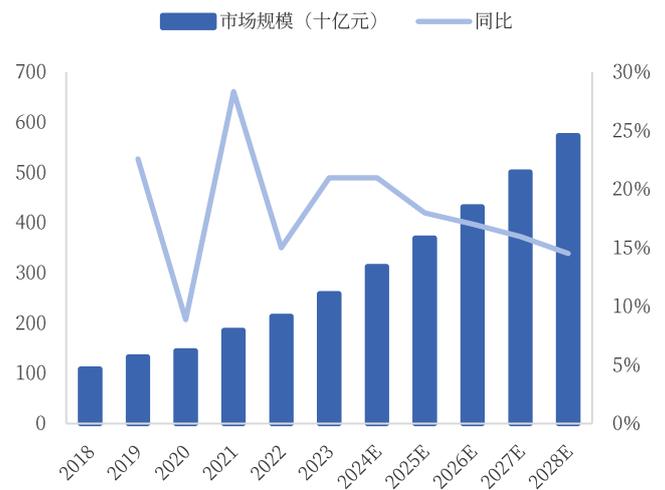
资料来源: 沙利文, 红星资本局, 红餐大数据, 中国银河证券研究院

图55: 中国现制饮品市场规模 (十亿元)



资料来源: 蜜雪冰城招股书, 灼识咨询, 中国银河证券研究院

图56: 中国现制茶饮市场规模



资料来源: 蜜雪冰城招股书, 灼识咨询, 中国银河证券研究院

中国现制饮品市场格局已基本确立, 性价比品牌占据绝对优势。门店规模维度显示, 行业呈现“茶饮+咖啡”双龙头引领的格局, 蜜雪冰城和瑞幸咖啡分别凭借超4万和超2万家门店的绝对优势稳居现制茶饮和现制咖啡行业的首位。据最新数据统计, 门店数量排名前六的品牌依次为蜜雪冰城、瑞幸咖啡、古茗、沪上阿姨、茶百道及星巴克, 其中第三至第六名品牌门店规模均未突破万家, 头部两强已形成显著断层优势。从增长动能来看, 核心品牌仍维持着强势扩张节奏, 蜜雪冰城连续多年保持行业最高净增门店规模, 瑞幸咖啡则在2023年全年达到约8000家的净开店量, 另外霸王茶姬也保持着较自身体量来说较高的门店增速。当前头部品牌凭借着成熟的供应链体系和下沉市场渗透力持续吸引加盟商资源, 行业马太效应显著, 预计未来头部品牌将持续巩固市场地位, 提高竞争壁垒。

表5: 头部现制饮品价格及地区覆盖情况

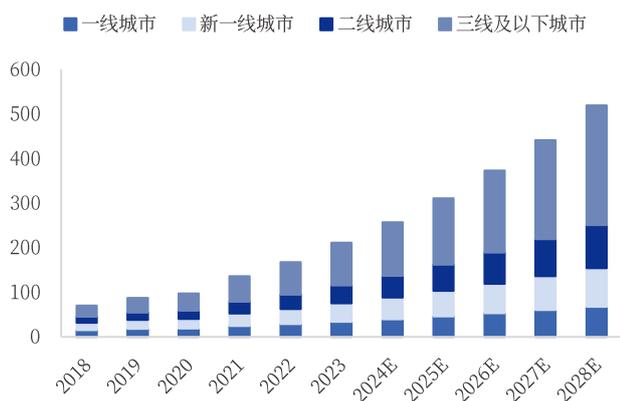
品牌	国内现有门店 (家)	人均 (元)	覆盖省份 (个)	覆盖城市 (个)	省份覆盖度	城市覆盖度
蜜雪冰城	40510 (截至 24/09)	7.2	33	371	97.1%	99.7%
瑞幸咖啡	21343 (截至 24/09)	15.3	32	336	94.12%	90.57%
古茗	9778 (截至 24/09)	14.8	20	220	58.8%	82.1%
沪上阿姨	8437 (截至 24/06)	13.8	31	353	91.2%	95.4%
茶百道	8385 (截至 24/06)	14.4	31	352	91.2%	95.1%
星巴克	7594 (截至 24/09)	36.1	33	292	97.06%	79.78%
甜啦啦	6304 (截至 25/01)	14.0	31	325	91.2%	87.8%
霸王茶姬	6395 (截至 24/12)	18.2	32	340	94.1%	91.6%
益禾堂	6012 (截至 25/01)	11.5	28	304	82.4%	90.2%
书亦烧仙草	5117 (截至 25/01)	11.7	31	284	91.2%	76.8%
喜茶	4406 (截至 25/01)	17.1	33	318	97.1%	85.5%
CoCo 都可	3725 (截至 25/01)	13.3	34	244	100.0%	60.1%
奈雪的茶	1894 (截至 24/06)	19.2	32	235	94.12%	64.38%
Tim Hortons	946 (截至 24/09)	25.5	26	80	76.47%	24.77%

资料来源：各公司公告，红餐大数据，极海品牌监测，中国银河证券研究院

当前市场格局形成背后，呈现出明显的“农村包围城市”的特征：

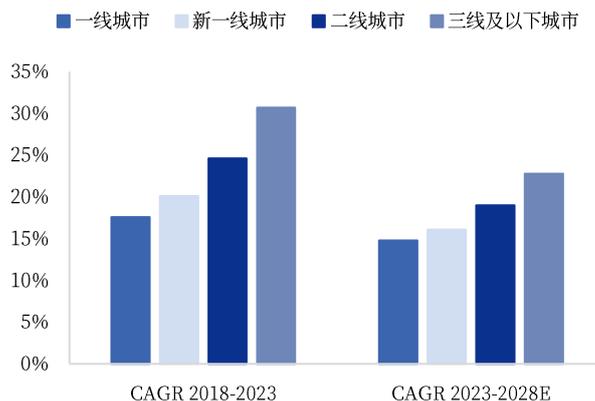
1) **市场增量在过去五年和未来五年均主要由下沉市场提供。**一是在 2018-2023 年行业跨越式发展阶段，主要增量来自于低线市场。其次，由于当前下沉市场的人均茶饮门店数量仍然低于高线城市，未来行业扩容的动力亦仍将由低线城市驱动。

图57：现制茶饮市场规模预测（按城市线级分类）（十亿元）



资料来源：沪上阿姨招股书，灼识咨询，中国银河证券研究院

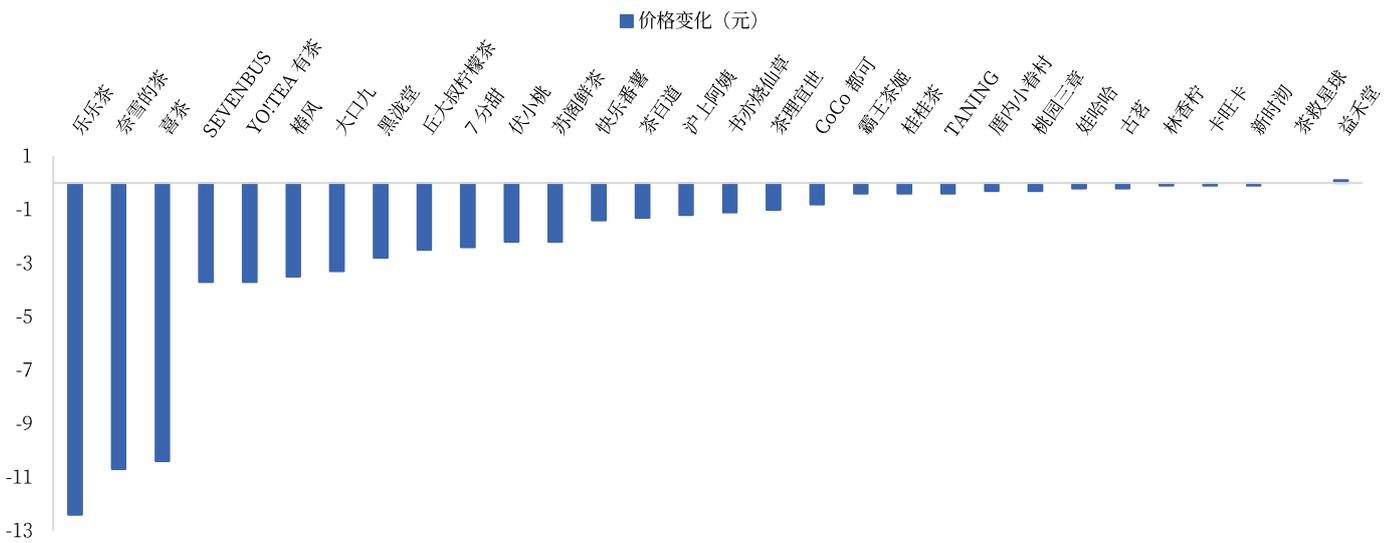
图58：不同城市线级现制茶饮市场规模增速



资料来源：沪上阿姨招股书，灼识咨询，中国银河证券研究院

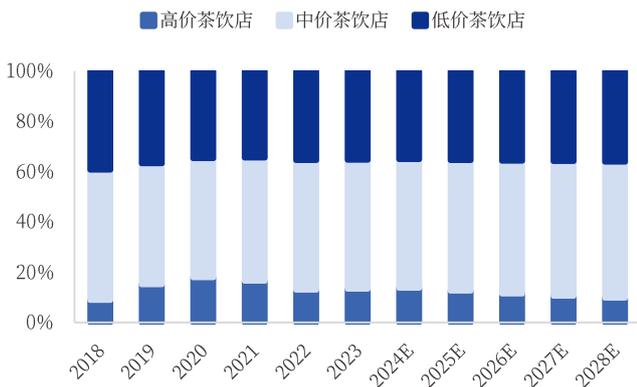
2) **产品价格带向下，以符合消费市场趋势。**按产品价格区分，国内现制茶饮品牌可分为高价茶饮店（平均售价≥20元）、中价茶饮店（20元>平均售价≥10元）、低价茶饮店（平均售价<10元）。无论是从当前消费市场环境，还是从前述市场增量来源由低线城市提供看，产品的性价比均是当前品牌之间竞争的核心要素，因此 2021-2024 年多数茶饮品牌客单价普遍下调，尤其是原先定位高端市场的喜茶、奈雪。同样的情况亦发生在现磨咖啡市场，瑞幸咖啡依托高性价比，在下沉市场的布局也要显著领先于星巴克中国，营收增速和体量亦实现反超。

图59: 2021年-2024年主要茶饮品牌客单价变化(元)



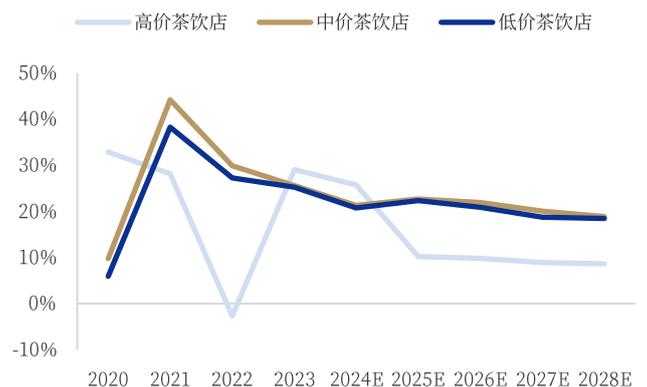
资料来源: CNBD, 中国银河证券研究院

图60: 现制茶饮市场规模预测(按价格分类)



资料来源: 沪上阿姨招股书, 灼识咨询, 中国银河证券研究院

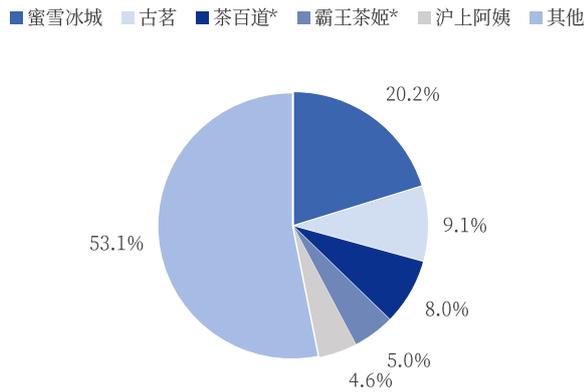
图61: 不同价格类别茶饮店规模增速



资料来源: 沪上阿姨招股书, 灼识咨询, 中国银河证券研究院

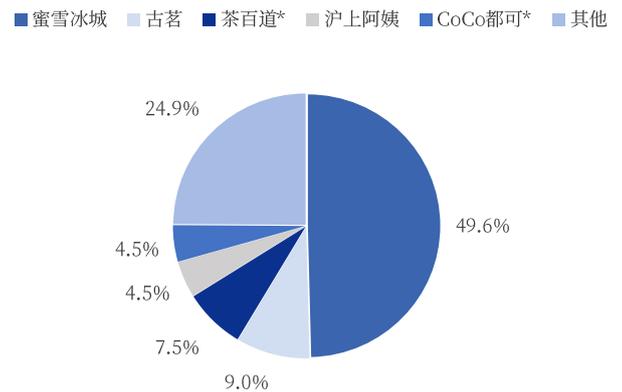
综上所述, 回顾过去十年现制饮品市场发展格局变化, 不难理解市场关注焦点从高端茶饮、咖啡品牌, 转向蜜雪、霸王、瑞幸等品牌, 其共性在于: 1) 现制饮品企业的商业模式与能力能否符合当前市场的发展趋势; 2) 规模效应与供应链的整合能力; 3) 数字化和智能化技术在原料生产、产品研发、供应链管理、门店运营层面的应用能力。

图62: 头部茶饮品牌市场份额占比 (以 2023 年终端销售额统计)



资料来源: 灼识咨询, 中国银河证券研究院 (*公司名为根据描述推测得出)

图63: 头部茶饮品牌市场份额占比 (以 2023 年出杯量统计)



资料来源: 灼识咨询, 中国银河证券研究院 (*公司名为根据描述推测得出)

3.中国现制饮品企业国际化, 东南亚已经成功

中国茶饮品牌相继出海, 目前东南亚市场内大多知名茶饮品牌为中国内地或中国台湾品牌。

2010 年快乐柠檬进军菲律宾, 标志着内地茶饮品牌出海第一步, 随后市场于 2018 年掀起出海热潮, 蜜雪冰城、喜茶、奈雪的茶品牌纷纷入驻东南亚国家。新冠疫情爆发后茶饮品牌出海步伐明显放缓, 但考虑到当前疫情结束且东南亚市场潜力巨大, 各品牌有望重启或加速其出海战略。

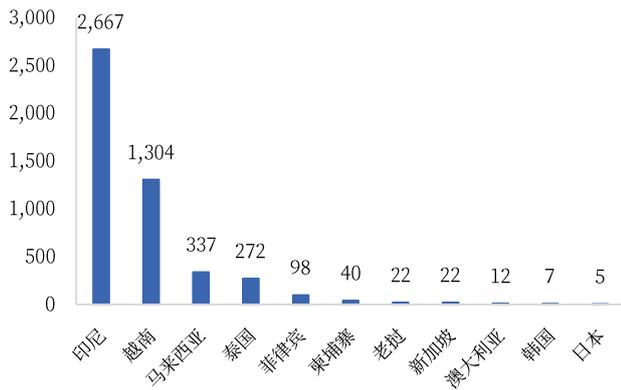
图64: 中国茶饮品牌出海东南亚发展历史



资料来源: Momentum Works, 中国银河证券研究院

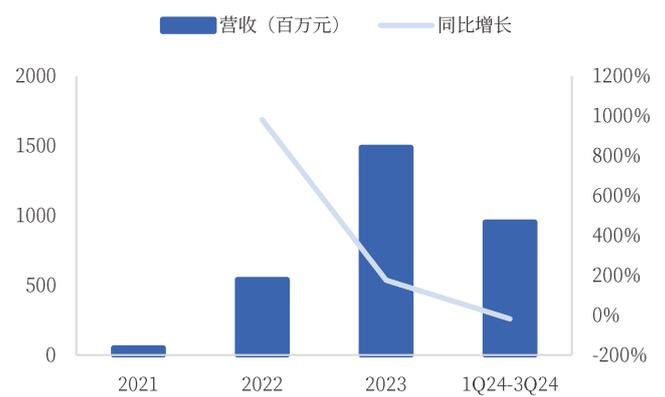
蜜雪冰城: 东南亚市场拓展速度极快, 已成为东南亚地区最大规模现制茶饮品牌。公司自 2018 年开始拓展海外市场, 在越南河内开设了首家海外门店, 截至 2024 年 9 月 30 日, 公司在海外市场共设立了约 4800 家门店, 共覆盖了 11 个国家, 其中, 印尼、越南、马来西亚门店规模最大, 分别包括 2667 家/1304 家/337 家门店。从营收层面来看, 蜜雪冰城近年来在疫情影响下仍保持着极高的拓展速度, 营收增速可观, 2024 年前三季度营收有所减少主要由于以后海外市场需求反弹及期间新开门店数量增加导致 2023 年前三季度基数较高。另外, 海外业务毛利率明显持续优于国内, 因此未来海外业务拓展下公司营收和盈利能力均具备提升空间。

图65: 蜜雪冰城海外门店数量



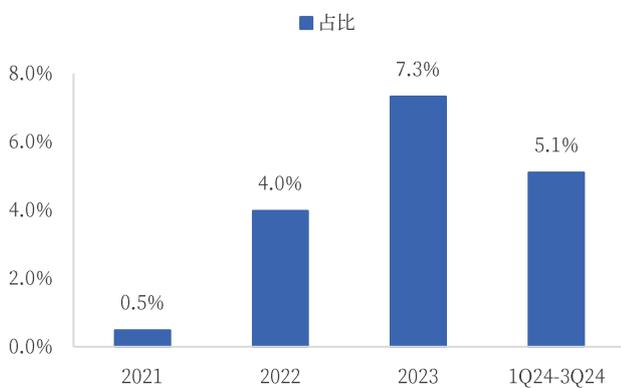
资料来源: 蜜雪冰城招股书, 中国银河证券研究院

图66: 蜜雪冰城内地以外加盟商及其相关服务营收



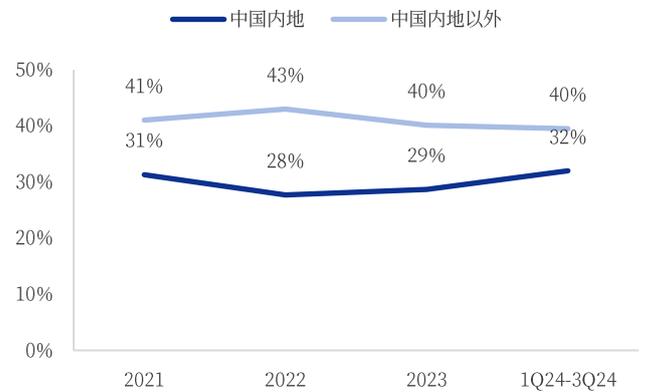
资料来源: 蜜雪冰城招股书, 中国银河证券研究院

图67: 蜜雪冰城内地以外加盟商及其相关服务营收占比



资料来源: 蜜雪冰城招股书, 中国银河证券研究院

图68: 蜜雪冰城毛利率 (分地区)



资料来源: 蜜雪冰城招股书, 中国银河证券研究院

表6: 东南亚地区前三大现制茶饮品牌 (截至 2023 年)

排名	品牌	期末门店数 (千店)	饮品出杯量 (百万杯)	以饮品出杯量计的市场份额
1	蜜雪冰城	4.3	513.4	19.5%
2	Chatime*	1.3	165	6.3%
3	Esteh Indonesia*	1	160	6.1%

资料来源: 灼识咨询、中国银河证券研究院 (Chatime 和 Esteh Indonesia 为根据蜜雪冰城招股书中描述推测的来)

公司加大海外供应链建设, 欲成立多功能供应链中心以提升本地生产能力和成本效率。 海外门店的成功拓展背后依靠成熟供应链的支撑, 除现有供应链体系以外, 公司计划在东南亚地区建立一个多功能供应链中心以支持当地业务, 该中心将具备的主要功能如下: 1) 针对例如水果产品和小料等食材的本地生产能力, 并侧重使用当地采购的原材料; 2) 研发中心; 3) 数字化供应链运营; 4) 培训设施。

其他头部茶饮品牌陆续布局海外扩张计划。 除蜜雪冰城外, 其他待上市或已上市的头部茶饮品牌也纷纷开启海外布局, 其中, 1) 沪上阿姨于 2024 年 2 月再马来西亚吉隆坡开设了首家沪上阿姨自营店, 未来计划在东南亚的马来西亚、菲律宾、北美等地区开设门店; 2) 截至 1H24, 茶百道已在海外市场设立 7 家门店, 分别位于韩国 (4 家)、泰国 (2 家)、澳大利亚 (1 家); 3) 奈雪的

茶于 2024 年 8 月重启海外门店拓展，于泰国开设了旗舰门店；4) 古茗虽暂未开设海外门店，但公司正在积极评估海外市场机会并考虑搭建基础设施及拓展平台。

(二) 休闲零食：理性消费下获得愉悦生活的性价比选择

1. 零食具备“多巴胺刺激”+“低客单价”底层属性

休闲零食具备满足味蕾享受、提升即时愉悦和缓解压力的积极功用。休闲零食作为可选品类，兴起于城市发展与休闲娱乐活动，其后演化出满足情感交流、健康营养等多样化需求。零食的“甜味”、“辣味”等能够有效刺激多巴胺的分泌，为消费者带来短暂而高频的满足感和幸福感，已经成为重要的即时愉悦来源。此外，零食也匹配情感满足和自我犒赏的心理需求，在诸如观看剧、周末放松等高频场景中，幸福感、解馋、解压是核心选择原因。

图69：零食消费场景与驱动因素

具体场景	用户占比	各场景考虑因素							
		幸福感	饱腹	解压	解馋	方便食用	便携	补充营养	无气味
看剧	65.20%	73.70%	15.60%	45.70%	58.40%	27.40%	10.40%	5.90%	5.30%
聚会	19.00%	72.80%	20.70%	45.90%	49.50%	31.30%	32.90%	11.10%	14.80%
周末	39.60%	76.00%	21.80%	49.60%	52.60%	22.80%	12.80%	10.20%	5.40%
下班后	34.40%	67.90%	29.40%	40.90%	46.90%	24.00%	8.50%	9.20%	5.00%
宵夜	20.50%	68.40%	33.50%	30.60%	58.50%	31.10%	9.00%	5.80%	4.60%
出游	16.40%	62.30%	39.50%	37.30%	43.40%	47.00%	52.10%	19.00%	14.20%
办公室茶歇	30.20%	58.70%	39.80%	48.10%	47.00%	34.40%	33.90%	12.70%	25.40%
早餐	7.40%	52.70%	53.30%	32.00%	29.30%	34.70%	22.70%	32.70%	14.70%

资料来源：小红书《零食行业用户洞察报告》，中国银河证券研究院

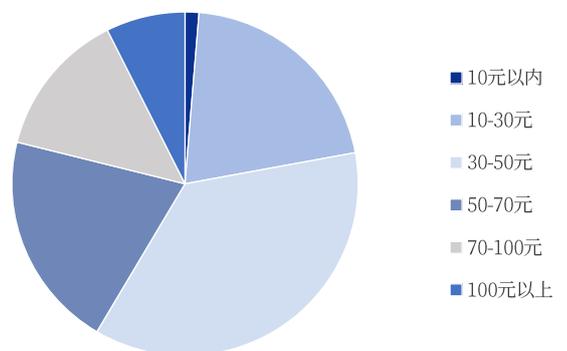
休闲零食的低单价特性使得其能从“口红效应”中显著受益。绝大多数消费者对于零食的单次购买金额集中在 50 元以下，其中“10-30 元”和“10 元以内”的消费最多。零食的高频次、低价格属性使其成为有限支出中，寻求即时满足和情绪价值的理想选择。

图70：零食在众多娱乐消费中单价较低

消费品	图片	平均价格
电影		20-40元/次
KTV		100-200元/次
美妆		200-400元/件
零食		10-30元/次

资料来源：艾媒咨询，新湖南，中国银河证券研究院

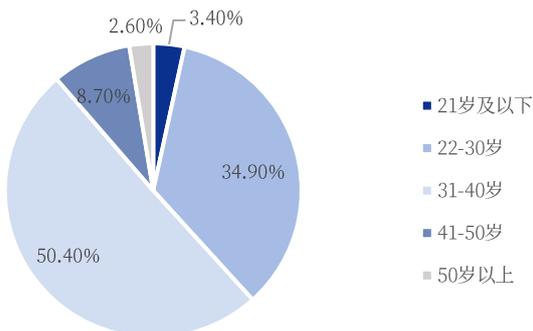
图71：消费者单次购买休闲零食金额（2023 年）



资料来源：艾媒咨询，中国银河证券研究院

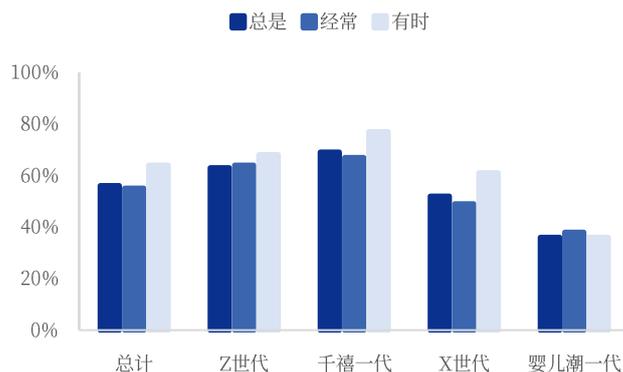
Z世代成为零食消费的新生力量。昔日消费休闲零食的Z世代已经培养出零食消费习惯，当整体消费支出趋于谨慎时，更可能将零食这类低成本、高情绪回报的产品作为实现“悦己”、同时建立情感联系重要方式。驱动年轻人消费零食的因素来自群体自身与市场培育，具备可持续性：1) Z世代和年轻消费者童年阶段已培养起零食消费习惯，复古包装、怀旧主题营销沟通等方式能有效触及并吸引年轻消费群体。2) Z世代将零食视为重要的情绪调节工具，品牌方积极的多元化的产品创新、新颖的营销互动方式对年轻消费者有较强吸引力。

图72：零食消费年龄段集中在中青年



资料来源：艾媒咨询，中国银河证券研究院

图73：亿滋国际调查“为与他人联络感情而吃零食的频率”



资料来源：FBIF，亿滋国际，中国银河证券研究院

多巴胺+口红效应催化零食行业稳健成长。“多巴胺经济”下持续的消费拉力，以及消费趋于理性时期零食的性价比特征，使得行业需求具备一定韧性，且为市场带来结构性的增长机会。其中能有效平衡“情绪价值”与“经济负担”的高性价比零食尤为受益，如辣味的魔芋食品等。

图74：零食行业规模稳健增长



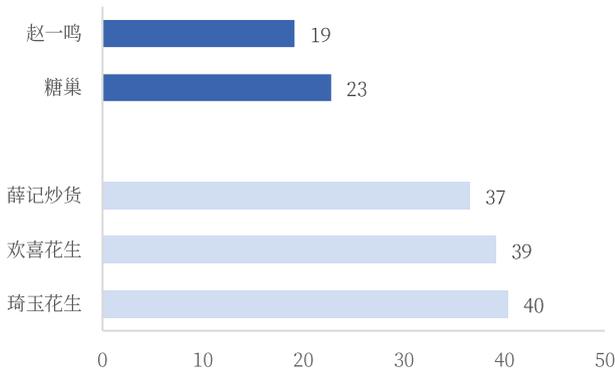
资料来源：艾媒咨询，中国银河证券研究院

2.积极拥抱“可持续性性价比”的渠道和品牌高速增长

零食量贩店为具备高性价比的业态。在当前消费理性化的大趋势下，零食量贩店以较低的零售价格迅速吸引消费者，部分产品在量贩渠道单价低于传统超市20%以上，成为线下零食消费的重要渠道。零食量贩的底层逻辑是更高的渠道效率，通过渠道层级精简的方式实现终端性价比，并且用

高效供应链与契合消费趋势的选品保障动销与周转速度，具备可持续性。

图75：零食量贩店较传统零食门店具备性价比（客单价，元）



资料来源：窄门餐眼，中国银河证券研究院

图76：零食量贩门店产品较传统商超具备性价比

产品	零食量贩店价格	线下超市价格	零食量贩折扣率	电商价格	零食量贩折扣率
格力高百醇饼干	5.9元	8.5元	69折	6.6元	89折
趣多多曲奇	5.2元	7.5元	69折	7.3元	71折
奥利奥蛋糕饼干	5.4元	9.0元	60折	6.9元	78折
德芙巧克力	6.5元	9.5元	68折	7.0元	92折
士力架花生巧克力	2.8元	3.5元	80折	3.0元	93折
悠哈特浓牛奶糖	3.9元	6.9元	57折	5.9元	66折
好丽友好多鱼	3.7元	4.9元	76折	4.3元	86折
怡宝矿泉水	1.2元	2.0元	60折	1.3元	92折
星巴克咖啡	4.9元	10.8元	45折	5.5元	89折

资料来源：灼识咨询，中国银河证券研究院

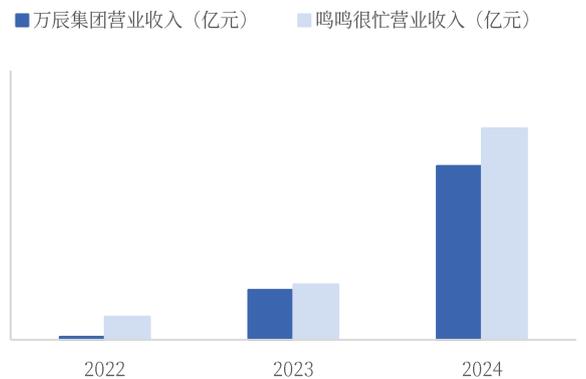
零食量贩店数量与销售额高速增长。2010年左右福建、湖南、浙江等地已有区域零食量贩店成立，而在性价比趋势兴起叠加资本入局后，渠道迎来快速扩张期。2024年零食量贩行业规模约1247亿元，零食量贩门店数量约为4.2万家，其中头部企业鸣鸣很忙、万辰集团24年门店数量均突破1.4万家，业绩实现高速增长。2024年零食有鸣率先拓展全品类，2025年万辰、鸣鸣很忙两大头部跟进，当前零食量贩转型全品类折扣超市已演化为零售变革趋势之一，主打“绝对性价比+社区便利体验”，有望形成新的社区生态、丰富到店人群，并通过产品结构调整提升整店盈利能力。

图77：零食集合店行业规模



资料来源：艾媒咨询，中国银河证券研究院

图78：万辰集团和湖南鸣鸣很忙集团收入快速增长



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

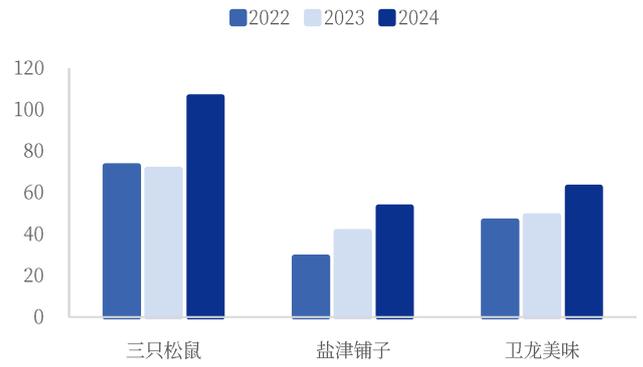
积极拥抱性价比渠道的品牌企业取得优势。尼尔森数据显示零食行业大盘承压，而盐津、劲仔等品牌企业在与量贩接洽后，市占率录得持续提升。1)一方面，品牌企业受益渠道流量红利，第一，零食量贩门店本身具备性价比，叠加门店设计给予的较好购物体验，实现了客流在渠道的集中。第二，零食量贩凭借低价心智，通过前期选址在低线市场突围，有效帮助企业进行下沉市场渗透。2)另一方面，品牌完成自身产品与供应能力的打磨，部分企业通过主动优化在量贩渠道的产品规格和价格，逐渐从前期作为品牌产品引流的“被动硬折扣”，到适配渠道需求、推出渠道定制产品的“主动性性价比”，在不断修炼内功下，有望持续受益性价比、高效率的渠道变革趋势。

图79：零食量贩行业规模



资料来源：卫龙美味、盐津铺子官网，观潮新消费，中国银河证券研究院

图80：企业拥抱性价比后收入加速增长



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

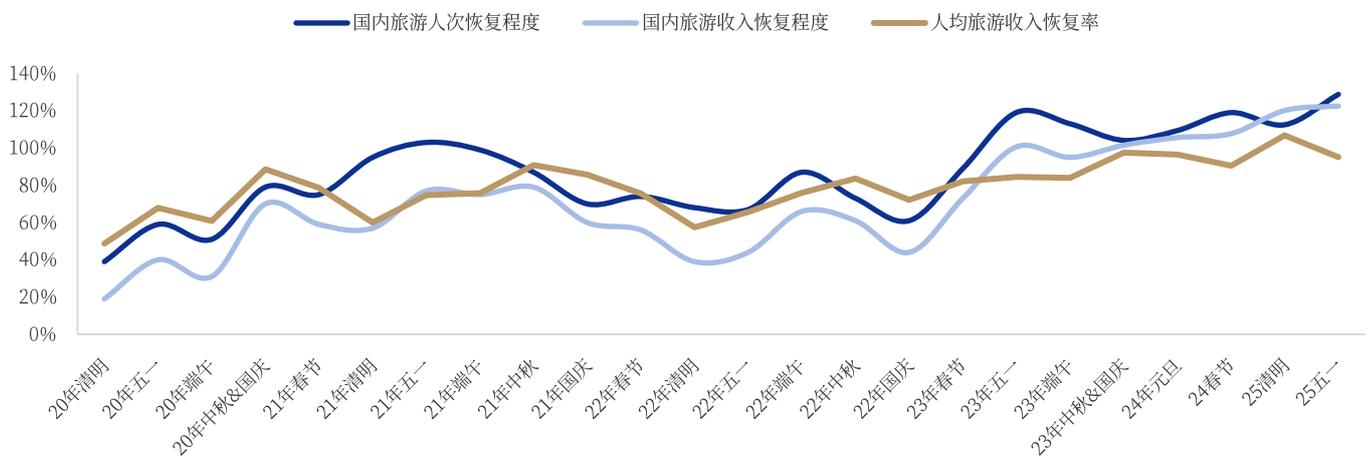
四、出游意愿稳步提升，户外运动用品受益

(一) 近些年出行与户外运动明显增多

全国出行人次稳步提升，但传统餐饮、酒店、旅游经营仍承压

国内出游人次率先完成复苏，但人均消费仍低于2019年。截止2025年“五一假期”，国内旅游出游人次3.14亿人次/同比+6.4%，国内游客出游总花费1803亿元/同比+8%，均已超越2019年同期。尽管总人次和总花费均有显著提升，但2023年后仅有少数假期人均消费接近/超过2019年同期，25年“五一”假期人均旅游消费仅为19年同期的95%。

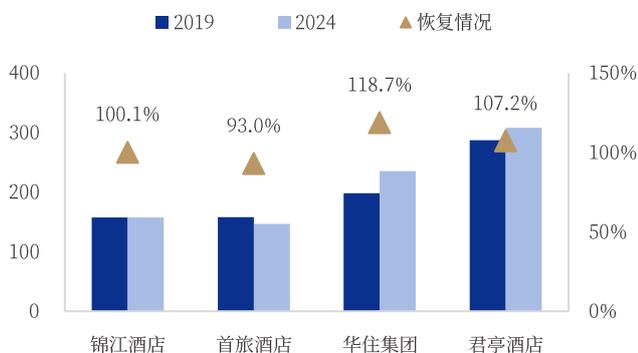
图81：2020年以来主要节假日旅游人次和收入恢复情况（较2019年）



资料来源：文旅部，中国银河证券研究院

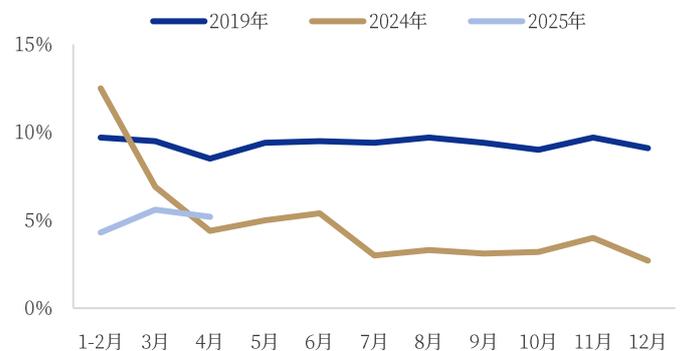
餐饮、酒店、旅游景点需求虽受益居民出行增加恢复增长，客单价走低导致行业经营承压。主要原因是Z世代，以及退休人员更多的旅游出行是刺激多巴胺的一种方式。但是消费者支付倾向发生变化，在酒店、住宿、交通上的支付意愿降低，导致传统的餐饮、酒店、旅游景点并未受益于出行人次的增加，更多的预算被用于户外用品、户外服饰中。

图82：上市酒店集团 Revpar 仍未完全恢复至2019年



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图83：餐饮社零增速仍低于疫情前水平



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

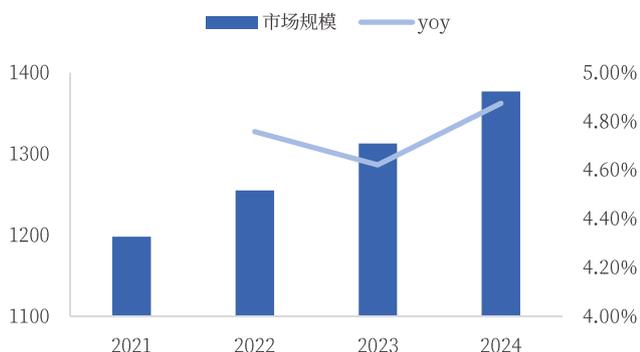
(二) 运动服饰受益于户外运动兴起

1. 户外运动服饰和用品受益中国出行量增多

户外休闲需求驱动市场强劲增长

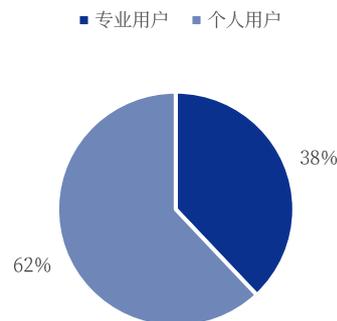
户外用品市场根据户外产品可以分为露营及徒步设备、户外运动装备（包括户外服饰、鞋靴、配件等）、渔具及户外使用的电子器材，2024 年全球户外休闲用品市场规模达 1377 亿美元。预计 2025 年至 2034 年将以超过 5.7% 的复合年增长率增长。根据终端人群产品需求划分，休闲及户外用品市场可分为个人用户和专业用户两类。2024 年，个人用户细分市场约占总市场份额的 62%。随着徒步、露营、骑行和水上运动等户外活动日益流行，借由户外亲近自然、释放压力越来越成为城市人群的休闲生活方式，为休闲及户外用品市场的持续增长注入强劲动力。

图84：全球休闲及户外用品市场规模（单位：亿美元）



资料来源：Global Market Insights, 中国银河证券研究院

图85：休闲及户外市场规模终端用户比例（单位：%）



资料来源：Global Market Insights, 中国银河证券研究院

户外功能性服饰成为增速最快的品类。户外服饰是指户外穿着的服装、鞋类及配饰。根据产品设计差异，户外服饰可细分为运动服饰、功能性服饰及时尚服饰等不同类别。2024 年，户外功能性服饰以零售额计算市场规模为 4843 亿元，占中国户外服饰行业规模的 23.9%，2019-2024 年期间以复合年增长率 10.27% 成为增速最快的品类。

高性能户外服饰凭借其功能优势与多样化的穿搭场景引领新的潮流趋势。消费者行为模式的转变正重塑职场及社交着装规范，传统正式场合对休闲功能服装的需求持续增长，此种演变已将高性能户外服饰的应用场景从户外活动延伸至日常穿着领域。后疫情时代对于健康和户外的追求，使得人们更倾向于探索大自然并越来越多地参与户外活动。户外活动参与度的提升推动了高性能户外服饰细分市场的快速增长，其市场规模从 2019 年的 539 亿元迅速增长至 2024 年的 1027 亿元，预计在 2024 年至 2029 年期间，高性能户外服饰市场将以 16.0% 的 CAGR 增长，到 2029 年市场规模有望攀升至 2158 亿元，成为功能性服饰市场中增长最快速的领域之一。

表7：2019 年至 2029 年（估计）中国内地高性能户外服饰行业市场规模（按产品细分）（亿元）

产品类别	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
服装	492	606	712	847	1021	1200	1592	1581
鞋类	165	193	212	245	286	326	366	403
配件	73	81	102	121	144	167	191	215
总计	731	881	1027	1213	1447	1679	1918	2158

资料来源：伯希和招股说明书, 中国银河证券研究院

冲锋衣裤为最主要的高性能户外服装产品。高性能户外服饰主要包括冲锋衣裤、软壳衣裤、抓绒衣裤、速干衣裤等。冲锋衣裤具有卓越的功能性能，具备防水防风特性，在户外活动和日常穿着中越来越受欢迎。作为高性能户外服饰行业最大产品类别，中国内地冲锋衣裤行业市场规模于2024年按零售额计达300亿元，占高性能户外服饰行业规模的29.2%。消费者对积极生活方式的追求，以及户外与休闲服饰界限的逐渐消弭，推动了对既可满足户外活动需求，亦适合日常穿着的多用途高性能户外服饰的需求增长。

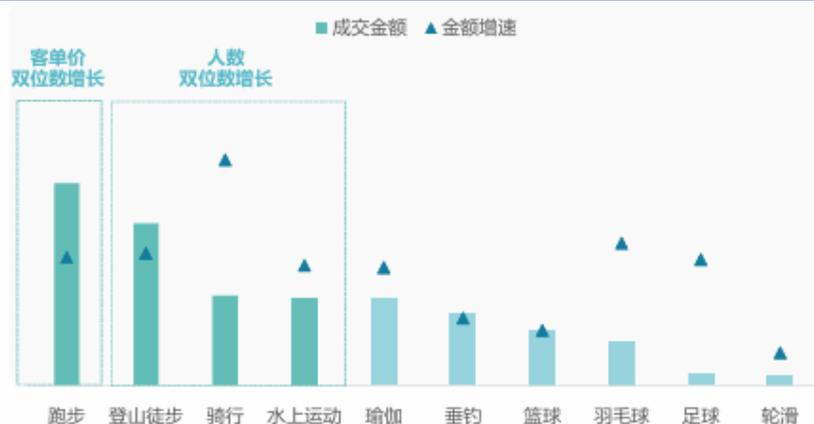
表8: 2019年至2029年(估计)中国内地高性能户外服饰行业市场规模(按产品类别细分)(亿元)

产品类别	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026A	2027A	2028A	2029A
冲锋衣裤	129	141	164	184	239	300	378	479	571	665	754
软壳衣裤	63	68	79	89	108	127	151	182	213	245	279
抓绒衣裤	58	62	71	79	96	112	132	158	183	210	236
速干衣裤	74	78	89	99	116	134	156	184	212	240	268
其他	214	224	252	281	323	355	395	443	500	558	621
总计	539	574	655	731	881	1027	1213	1447	1679	1918	2158

资料来源: 伯希和招股说明书, 中国银河证券研究院

对健康生活理念的追求催生“户外热”，驱动户外运动服饰市场增长。后疫情时代，人们更加追求健康的生活方式，随着对参与户外活动的需求日益增长，消费者对户外运动服饰，尤其是高性能户外服饰的需求上升。越来越多的人为了锻炼身体参与到跑步、登山徒步及骑行等户外活动中，随着收入的不断增加及健康意识持续增强，“户外热”一度成为健康生活方式的标签。日益追求健康与更倾向于探索大自然的趋势将持续激发消费者对高性能户外服装、鞋类以及装备及配饰的需求。

图86: 2024年户外运动市场主要圈层消费趋势



资料来源: 阿里消费洞察, 智篆GI洞察, 《2025春夏·淘宝天猫运动户外白皮书》, 中国银河证券研究院

生活、工作方式的转变推动穿着休闲化、生活化。随着产品设计越来越趋向于休闲化，消费者转向更舒适、更休闲的穿着，户外运动服饰的设计初衷不再仅仅为高强度活动提供保护，如今在保持功能性的同时，也越来越强调舒适性及时尚性。这使得消费者可以在体育运动和其他场合，包括日常休闲活动、社交聚会和工作场所灵活穿着这类服装和鞋子。此外，“户外+”进入大众视野，户

户外活动不再局限于专业运动场景，而是向更多的生活场景渗透，驱动消费者为不同的场景选择合适的户外运动服饰。例如，传统的登山运动向周边其他场景渗透，登山+研学、登山+摄影、登山+宠物等高增长户外生活方式推动专业登山趋向生活化。

图87：户外运动服饰休闲化、场景化案例一：北面登山轻量外套

登山轻量外套

THE NORTH FACE

The North Face的产品线丰富多样，从专业的户外装备到日常休闲服饰，满足了不同消费者的需求，其中北面经典ICON系列，兼具舒适度、保护性和耐用性。始于山峰，着于街头，如今成为街头文化的象征之一。

北面86经典ICON外套

北面专研防水科技FUTURELIGHT纳米防水材料，助力身体在运动中保持干爽带来更为轻盈、舒适、静音的穿着体验适合都市生活与户外探索。可调节风帽，完整防护，采用橡胶帽檐，正面有带绳索扣的橡胶绳，提升贴合性。风帽另可通过魔术贴卷收起来，转变更多风格。



资料来源：《2025 春夏·淘宝天猫运动户外白皮书》，中国银河证券研究院

图88：户外运动服饰休闲化、场景化案例二：骆驼骑行防晒衣

骑行防晒衣

CAMEL

CAMEL骆驼，全球知名的户外运动品牌，线下门店超过2000家，VIP用户超过5000万。骆驼以精益求精的探索精神 持续科技研发，洞悉时代潮流，为户外运动与日常休闲创造舒适新体验。

冲锋骑行系列防晒衣

骆驼冷白皮 六边形新升级防晒科技。采用更轻量透气面料，升级防晒、凉感、防泼水等科技性能。UPF50+，UVA<0.42%，凉感系数1.6，整衣重量轻至约174g，带来更舒适的夏日户外骑行体验。

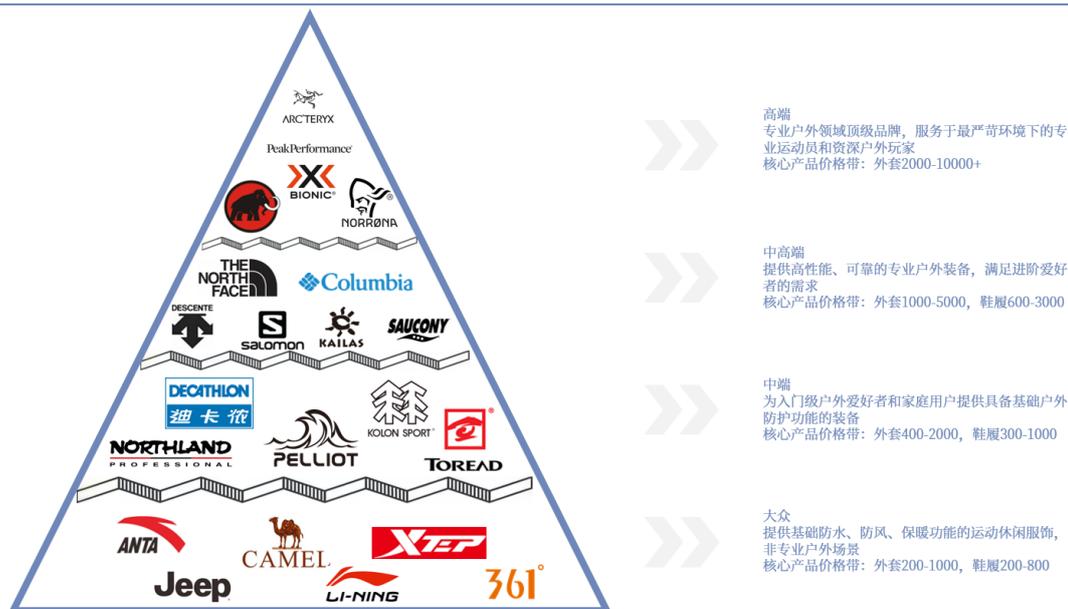
看得见的透气孔。面罩、腋下布局可视化透气冲孔。后背热区搭载循环透气系统，让肌肤自在呼吸，打造清爽体感。



资料来源：《2025 春夏·淘宝天猫运动户外白皮书》，中国银河证券研究院

国内户外运动服饰市场呈现出金字塔式的品牌分层结构，不同层级品牌依据产品专业性和目标人群定位，形成明显的市场分化。在高端市场，以始祖鸟、猛犸象、X-bionic等专业户外品牌为代表，主要面向极限环境下的专业运动员与资深户外爱好者，凭借先进的技术和卓越的产品性能占据了核心用户心智，其核心产品价格区间通常在2000至10000元以上，体现出极高的产品性能和技术壁垒。中高端市场则由The North Face、Columbia、Salomon等品牌主导，产品兼具功能性与可靠性，满足进阶户外人群对性能与舒适性的综合需求，外套价格多集中在1000至5000元，鞋履价格则在600至3000元之间。而中端及大众市场则汇集了如迪卡侬、探路者、骆驼、安踏、李宁等品牌，依托较高的性价比和广泛的渠道布局，满足了广大初级爱好者及日常休闲消费人群的基本户外功能需求，核心产品价格普遍低于1000元，具有更强的普及性与市场渗透力。

图89：不同层级户外品牌

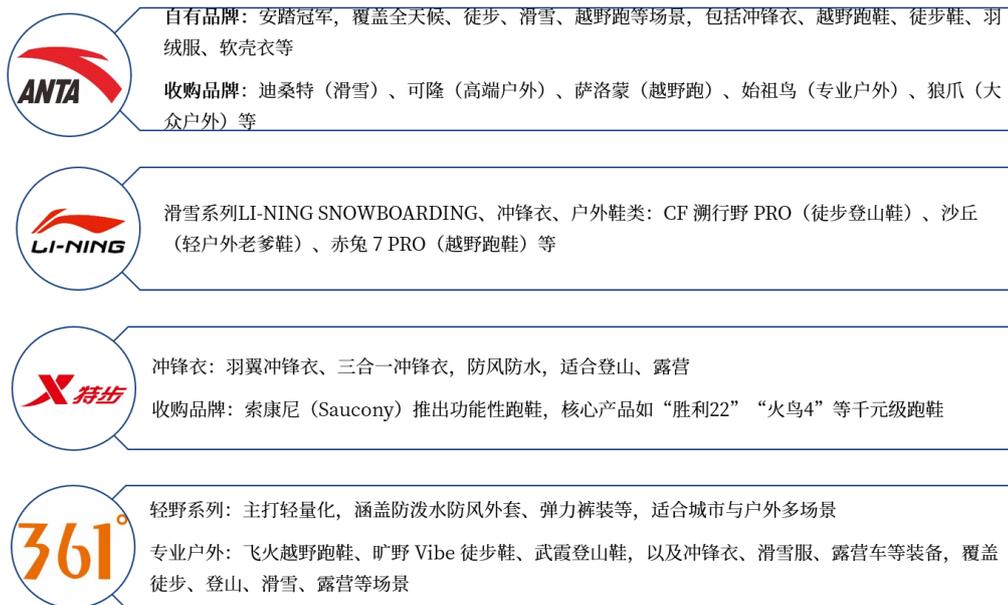


资料来源：始祖鸟等官方旗舰店，中国银河证券研究院

户外运动市场需求不断向多元化与场景化发展。消费者对品牌功能性与专业性的关注不断提升，从轻徒步、城市通勤到高海拔登山、滑雪等不同场景下，呈现出更强的消费分层趋势。这推动了专业品牌在高端市场的持续扩张，同时也激励中高端及大众品牌加速技术升级与产品线拓展，以提升品牌竞争力、争夺更高价值用户。创新材料与新兴先进面料技术的结合，使得冲锋衣裤等产品兼具防晒、隔热及透气等功能。随着技术创新的不断涌现，户外服饰的多功能特性将继续激发消费者对户外运动服饰的需求，从而增强市场竞争力。

国产体育品牌加大对户外类产品研发，陆续推出户外系列产品，打造多元产品矩阵。国产品牌通过研发投入，持续优化产品功能，采用先进的面料技术，凭借具备竞争力的价格有望进一步扩大市场份额。安踏体育凭借多品牌策略，旗下迪桑特、可隆、始祖鸟和萨洛蒙分别从高端专业、时尚户外等多维度发力，协同推出户外产品覆盖多元场景需求。特步国际将运动科技融入户外产品线，针对多元场景拓展，提升穿着体验。李宁以深厚底蕴与设计研发优势，推出兼具时尚与专业性能的户外产品。361度围绕消费者户外需求，打造适配日常休闲到专业运动的系列产品。传统体育服饰品牌凭借在体育领域长期积累的品牌影响力、广泛的销售渠道网络以及扎实的科技研发实力等优势，大力开拓户外市场，通过构建多元产品矩阵，精准迎合消费者多样化、个性化的需求。

图90：国产体育服饰品牌推出的部分户外系列产品



资料来源：安踏、李宁、特步国际、361°等公司公告，中国银河证券研究院

2.政策赋能、冰雪经济加持、户外场景渗透，体育服饰迎来新催化

政府政策大力扶持，助力国内运动行业蓬勃发展。近年来，国家相继发布多项政策，推动体育产业发展。2022年7月，体育总局发布《关于体育助力稳经济促消费激活力的工作方案》，提出要不断丰富体育产品和服务，激发体育消费活力，推动体育产业高质量发展。2023年7月，体育总局发布《关于恢复和扩大体育消费的工作方案》，提出要把恢复和扩大体育消费摆在优先位置，加大优质体育产品和服务供给、丰富体育消费场景、夯实体育消费基础。2024年11月，国务院办公厅发布《关于以冰雪运动高质量发展激发冰雪经济活力的若干意见》，从竞技、人力资本、金融、土地等方面继续加大推动冰雪运动的发展力度。

表9：近年来政府不断加大体育产业政策扶持力度

政策名称	发布时间	发布机关	主要内容
《冰雪旅游发展行动计划（2021—2023年）》	2021年2月	文化和旅游部、体育总局、发展改革委	以2022年北京冬奥会为契机，推动群众性冰雪赛事活动开展，深挖冰雪旅游消费潜力，促进相关行业融合。力争到2023年助力2022年北京冬奥会和实现“带动三亿人参与冰雪运动”目标。
《“十四五”体育发展规划》	2021年10月	体育总局	“十四五”时期主要实现以下目标：全民健身水平达到新高度；竞技体育实力再上新台阶；青少年体育发展进入新阶段；体育产业发展形成新成果；体育文化建设取得新进展；体育对外交往作出新贡献；体育科教工作达到新水平；体育法治水平得到提升。
《关于构建更高水平的全民健身公共服务体系的意见》	2022年3月	中共中央办公厅、国务院办公厅	构建更高水平的全民健身公共服务体系，是加快体育强国建设的重要基石，是顺应人民对高品质生活期待的内在要求，是推动全体人民共同富裕取得更为明显的实质性进展的重要内容。
《关于体育助力稳经济促消费激活力的工作方案》	2022年7月	体育总局	充分发挥体育团结民心、凝聚力量、激励精神的独特作用，落实落细稳经济促发展各项政策措施，深化体育供给侧结构性改革，不断丰富体育产品和服务，激发体育消费活力，推动体育产业高质量发展，助力服务“六稳”“六保”、构建新发展格局，为稳住经济大盘、确保经济在合理区间运行贡献体育力量。
《户外运动产业发展规划（2022-2025年）》	2022年10月	体育总局、发展改革委	“十四五”时期，在常态化公共卫生事件防控形势下，人民群众增进健康、亲近自然的需求将刺激户外运动产品和服务供给；5G、大数据、区块链、物联网、人

			工智能等新一轮科技革命将助推户外运动产品创新和服务升级，增加户外运动产业发展的动力。
《关于恢复和扩大体育消费的工作方案》	2023年7月	体育总局	加大优质体育产品和服务供给、丰富体育消费场景、夯实体育消费基础，不断释放体育消费潜力、扩大体育消费规模、优化体育消费结构，切实发挥体育在扩大内需、挖掘国内市场潜力，为助力经济增长、构建新发展格局贡献体育力量。
《促进户外运动设施建设与服务提升行动方案（2023—2025年）》	2023年11月	发展改革委	通过坚持资源统筹等原则，推动户外运动产业绿色发展，加强多种类型场地设施建设，提升服务供给质量，促进产业创新发展，强化组织领导、资金支持、监督管理和宣传推广等工作，致力于实现到2025年户外运动产业总规模达3万亿元，形成一批发展基础好、服务保障全、地方特色强、配套产业优的户外运动发展高地的目标。
《关于促进服务消费高质量发展的意见》	2024年8月	国务院	围绕挖掘基础型消费潜力、激发改善型消费活力、培育壮大新型消费、增强服务消费动能、优化服务消费环境、强化政策保障等6个方面提出20项重点任务，其中包括促进体育消费的部署。
《关于以冰雪运动高质量发展激发冰雪经济活力的若干意见》	2024年11月	国务院办公厅	发展竞赛表演产业；夯实冰雪人才队伍；加大金融支持力度；完善土地利用政策。在促进冰雪消费、完善配套服务、加强国际合作等方面也作出部署。将举办2024年“冬日胜景”全国冬季旅游宣传推广暨全国“欢乐冰雪旅游季”活动，各地也会举办丰富多彩、各具特色的冰雪主题活动。

资料来源：中国政府网、中国银河证券研究院

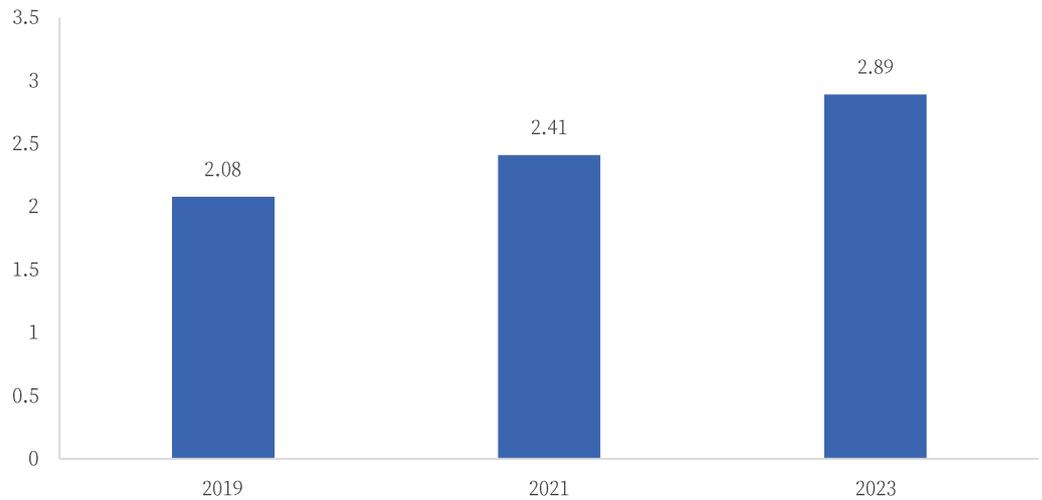
在政策利好背景下，体育产业呈现蓬勃发展态势，在GDP中占比逐年上升。2022年中国体育产业规模达到3.3万亿元，占GDP比重达到2.73%，体育服务业规模达1.78万亿元，在体育产业占比提升到53.9%，人均体育场地面积在2023年达到2.89平方米。未来随着政策支持方式的不断优化调整，将形成政府、市场并驱，保证体育产业快速增长的同时提高发展质量，助力体育产业可持续发展与国内运动服饰行业扩容。

表10：2017-2022年体育服务业快速发展（单位：万亿元）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
体育服务业规模	0.8	1.3	1.5	1.4	1.7	1.8
在体育产业中比例	36.5%	47.9%	50.6%	51.6%	53.2%	53.9%
yoy	56.9%	64.8%	67.7%	-3.2%	16.3%	7.0%

资料来源：国家统计局、中国银河证券研究院

图91: 2019-2023 年人均体育场地面积逐年上升 (单位: 平方米)



资料来源: 国家体育总局、国家统计局、中国银河证券研究院

国民人均收入稳步提高, 消费者养成运动消费习惯。近年来, 我国城镇居民人均可支配收入逐年稳步提升, 2023 年达到 51821 元, 同比增长 5.15%。随着经济水平的上升, 国内中产阶级人群不断扩大, 消费理念开始变化, 当前消费者对生活质量、体育锻炼、身体素质的关注度提升, 养成健康运动的生活习惯。

表11: 城镇居民人均可支配收入稳定提升 (单位: 元)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
人均可支配收入	31195	33616	36396	39250	42359	43834	47412	49283	51821
yoy	8.15 %	7.76 %	8.27 %	7.84 %	7.92 %	3.48 %	8.16 %	3.95 %	5.15 %

资料来源: iFinD、中国银河证券研究院

户外运动行业快速发展催化更多消费场景。我国户外运动行业近年快速发展, 根据智研咨询, 预计 2024 年我国户外行业规模为 2263 亿元, 同比增长 6.99%。根据国家体育总局发布《中国户外运动产业发展报告 (2023—2024)》显示, 截至 2024 年 9 月, 我国户外相关企业已达 17.7 万余家, 其中, 2024 年 1—9 月新成立 4.2 万余家。2024 年上半年, 骑行、垂钓的订单量同比分别增长 102.3%、29.6%。根据美团提供的数据, 2024 年上半年, 滑翔伞、冲浪、帆船的订单量同比分别增长 65.8%、24.6%、8.7%。中商产业研究院《2024—2029 年中国户外装备行业市场前景预测及未来发展趋势研究报告》显示, 中国户外装备市场规模已由 2019 年的 675 亿元增至 2023 年的 872 亿元。户外运动行业持续快速发展, 种类丰富的户外运动刺激更多消费场景出现。

表12: 户外运动行业增长迅速 (单位: 亿元)

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
户外行业规模	1591	1693	1831	1971	2115.5	2263.34	2409.6
yoy	-	6.41%	8.15%	7.65%	7.33%	6.99%	6.46%

资料来源: Statista、智研咨询、中国银河证券研究院

户外细分功能赛道呈现高景气状态。我国滑雪运动正经历显著发展阶段,热度呈稳步上升态势。根据《2023-2024 中国滑雪产业白皮书》显示,在 2023-2024 年滑雪人次超过 10 万的滑雪场数量达到 50 家,相较于上一年度的 42 家,实现了 19.05% 的增长。滑雪人次超过 10 万的雪场在整体滑雪人次中所占比例也略有上升,达到 54.47%。随着滑雪爱好者群体不断扩大,越来越多设施完备、运营高效的大型滑雪场在市场中崭露头角,其不仅成为吸引消费者的核心力量,更在滑雪运动的普及过程中扮演关键角色,滑雪市场规模预计还将不断扩大,相关服饰产品也有望持续扩容。

表13: 滑雪人次超过 10 万的滑雪场统计

	2023-2024	2022-2023	同比增长
滑雪人次达到或超过 10 万的滑雪场数量(家)	50	42	19.05%
滑雪人次达到或超过 10 万的雪场滑雪人次(万)	1264	925	36.65%
全部运营雪场数量(家)	719	697	3.16%
全部滑雪人次(万)	2308	1983	16.39%
滑雪人次达到或超过 10 万的雪场数量占比	6.95%	6.03%	15.40%
滑雪人次达到或超过 10 万的雪场滑雪人次占比	54.47%	46.65%	17.41%

资料来源: 伍斌:《2023-2024 中国滑雪产业白皮书》、中国银河证券研究院

国产体育品牌加大对户外类产品研发, 产品丰富度加强。众多优质国产体育服饰品牌积极布局滑雪等户外运动热门赛道, 不仅逐步推出具有针对性的冰雪运动系列产品, 迅速延展相关业务领域, 市场规模不断扩大。户外产品由于其专业性较强的特点, 品牌知名度与产品研发能力已然成为吸引消费者的核心要素。国内品牌有着熟悉本土消费者消费习惯的优势, 有望借助户外赛道培育新的增长点。

传统体育服饰品牌陆续推出户外系列产品, 打造多元产品矩阵。安踏体育凭借多品牌策略, 旗下迪桑特、可隆、始祖鸟和萨洛蒙分别从高端专业、时尚户外等多维度发力, 协同推出户外产品覆盖多元场景需求。特步国际将运动科技融入户外产品线, 针对多元场景拓展, 提升穿着体验。李宁以深厚底蕴与设计研发优势, 推出兼具时尚与专业性能的户外产品。361 度围绕消费者户外需求, 打造适配日常休闲到专业运动的系列产品。传统体育服饰品牌凭借在体育领域长期积累的品牌影响力、广泛的销售渠道网络以及扎实的科技研发实力等优势, 大力开拓户外市场, 通过构建多元产品矩阵, 精准迎合消费者多样化、个性化的需求。体育服饰品牌有望借助多元产品矩阵的构建进一步强化其在户外市场的竞争地位, 重塑体育服饰市场的竞争格局与发展态势。

3. 国产体育服饰迎来差异化、专业化竞争阶段

3.1 产品专业化: 从国潮回归专业

在 2018 - 2022 年期间, 中国体育服饰行业呈现出显著的战略转变趋势, 加大产品时尚化布局。自 2018 年起, 受国潮风盛行影响, 众多体育品牌纷纷踏上时尚化转型之路, 服装作为时尚化的主要载体, 其收入在各头部体育服饰公司收入构成中占据较高比例。国产体育品牌加大对流量明星合作, 推出 IP 和设计师联名, 以及风格设计潮流化等方式增加消费者吸引力。

2022 年后时尚化焦点逐步淡化，产品重新转向专业化主导。2022 年以后，国潮风格对消费者的吸引力开始下降，体育服饰品牌已经很难通过潮流化设计增加消费者购买欲望。消费者在公共卫生事件后，对产品的需求逐渐回归理性，更加看重产品功能性和实用性，并且随着体育运动场景的增加，对不同细分技术产品需求的多样性也越来越高。对于品牌而言，走专业化路线，能精准满足运动爱好者在不同场景下的需求，提升产品竞争力，赢得消费者信赖，进而在市场中占据更有利地位。各大品牌开始强化专业化运动产品矩阵，应用独创技术，提升产品专业性能。对于市场而言，众多品牌的专业化转型促使整个体育服饰市场竞争格局发生变化。各品牌在专业科技研发、专业产品创新、专业场景拓展等方面不断发力，推动市场向更加注重品质与功能的专业化方向升级。

表14: 头部国产体育服饰品牌旗下产品矩阵与技术

品牌	产品	技术
安踏体育	推出“冠军跑鞋”运用氮科技等，针对慢跑、专业跑等场景有不同产品；“氢”跑鞋等产品以满足不同体重与跑步习惯消费者。	全球6个设计中心，研发针对不同使用场景的多种鞋底科技如A-Flashfoam、氮科技等；构建专业运动品牌群，各有专业运动领域侧重。
李宁	形成超轻、赤兔、飞电3个成熟专业产品矩阵，针对休闲跑、专业跑、马拉松等场景；“的盧家族”新IP进军专业越野赛道。	2023年推出「全掌䟽」与均衡型板一体成型工艺；跑步产品矩阵以“李宁䟽”高性能中底科技为核心，针对不同跑步需求提供不同技术支持。
361度	发布「CQT 碳临界跑步专业矩阵」，涵盖多款跑鞋适应不同场景，如「BIG3 4.0 SWITCH」、「飞飚 Future」等针对不同速度需求。	多款产品应用独创技术，针对不同跑步场景提供不同科技支持，如面向专业跑者「飞燃3」的「碳丝科技」，针对大众跑者的「柔步」的全掌NFO软弹科技。
特步国际	拥有14款面向专业及精英跑者的跑鞋产品，如160X5.0PRO、260X，分别定位于精英系列、专业系列，满足马拉松、越野跑等需求。	面向精英跑者的160X系列应用「XTEP ACE」缓震科技；面向大众跑者的「360X」碳板跑鞋应用T400碳纤维。

资料来源：安踏体育等公司公告、淘宝天猫旗舰店、中国银河证券研究院

3.2 线下渠道差异化：从单一大店到差异化门店

持续推进精细化运营，助力提升店效坪效。国产体育品牌在国内市场线下渠道布局已相对完善，线下渠道市场趋于饱和，门店扩张速度减缓，渠道经营策略由数量扩张到质量提升转变。主要体现在1、渠道类型：增加直营门店比例以达到对终端渠道的实时掌控。2、渠道结构：继续加大核心城市、核心商圈的门店开设力度，推进渠道结构升级，在加大产品销售的同时有效提升品牌形象。3、渠道质量：在单一门店开设标准上提高单店面积，可以更为全面的展示品牌产品矩阵，增加产品丰富度。同时通过数字化建设，对消费动态、产品上新、活动策划、库存管理等流程实现精细化、高效化运营。

2023年，李宁通过关闭低效店，提升直营渠道占比，优化店面布局并不断推广九代店提升顾客购物体验，其线下收入达到195.4亿，增速为9.43%，直营收入达69亿，增速为29.17%，直营占比达35.31%，单店收入为460.59万元，同比增速达23.31%，店效明显提升，精细化运营策略已经初见成效。展望2025年，如何持续提升线下门店经营质量将是长期发展的主线，龙头体育服饰公司在管理架构、产品丰富度、渠道差异化程度和信息化具有领先优势，有望不断提升竞争力。

表15: 各大品牌持续推进精细化运营

公司	门店结构	精细化运营
李宁	<p>①聚焦全国核心城市、核心商圈、核心商业体，首选核心位置，实现大店拓展超 1,660 家。23 年核心商业体店铺进驻率提升至接近 90%。</p> <p>②在店铺视觉形象方面持续升级，推出九代店，为广大消费者提供更好的产品体验、购物体验及运动体验。</p> <p>③积极处理低效店铺，改善整体店铺结构，不断扩张在优质购物中心和奥莱的渠道资源，在超级奥莱渠道实现了重大突破。</p>	<p>①加强零售运营和数字化转型，以消费者需求为核心进行库存管理。</p> <p>②通过新零售四大核心能力增强社群互动和直播转化，优化离店购物体验。</p> <p>③提升直营和批发门店直配质量与时效，提高门店直配比例和同款同箱率，提升物流服务水平。</p>
安踏体育	<p>①品牌在高端商圈开设新店，连接不同消费者，同时布局新兴线上平台，扩大品牌覆盖和声誉。</p> <p>②根据市场需求和消费者偏好，一方面于战略地点以大店凸显品牌形象，另一方面于县城地区放宽店铺形象标准，使渠道管理足够灵活，进入以往未被覆盖的地区。</p> <p>③DESCENTE 儿童店将在一线及新一线城市增加布局。KOLON SPORT 从区域性向全国扩展，加强华南市场，进驻高端商圈。</p>	<p>① 布局实施差异化策略，利用差异化店铺形象匹配不同商圈，于重点城市根据消费层级设多种新店型，加倍聚焦提升 DTC 门店效率、产品效率及盈利能力。</p> <p>② 数字化管理助力门店分析和库存监控，实现精细运营。</p>
361 度	<p>①分销商自行开设门店，将 361° 品牌旗下产品分销予授权零售商。</p> <p>②坚持全国分销网络树立统一的门店形象，规范产品陈列设施和店内宣传物品，使得全国范围内的销售网点均保持标准化和统一的高品质。</p> <p>③鼓励分销商及授权零售商继续开大店，开设最新升级形象店，以及增加在商场及百货开设新门店。</p> <p>④按区域划分，约 75.9%的门店位于中国三线及三线以下城市，5.1%及 19.0%的门店分别位于中国一线及二线城市。</p>	<p>①门店布局优化，品牌门店数量和面积增长，鼓励大店开设和形象店升级，第九代形象店、儿童业务门店增多。</p> <p>②分销模式加强合作，推进全渠道发展，线下智慧零售，线上电商平台营销，实现线上线下融合。</p> <p>③利用九代店结合轻量简洁的装潢和丰富道具增加购物体验、降低装修成本、提升店铺效益及品牌形象。</p>
特步国际	<p>①开设更多新形象店铺，注重与消费者的数字化互动，在联系并接触年轻受众方面取得显著成效。</p> <p>②索康尼继续拓展位于一线城市的零售业务，同时在二线城市的高端购物中心开设零售店。</p>	<p>①积极推动数字化转型，通过先进技术和创新解决方案的应用提升服务效率，优化顾客购物体验。</p> <p>②凭借更大面积及充满活力感的视觉营销，大幅提升品牌形象、推动客流量及连带率的增长。</p>

资料来源：李宁等公司公告、中国银河证券研究院

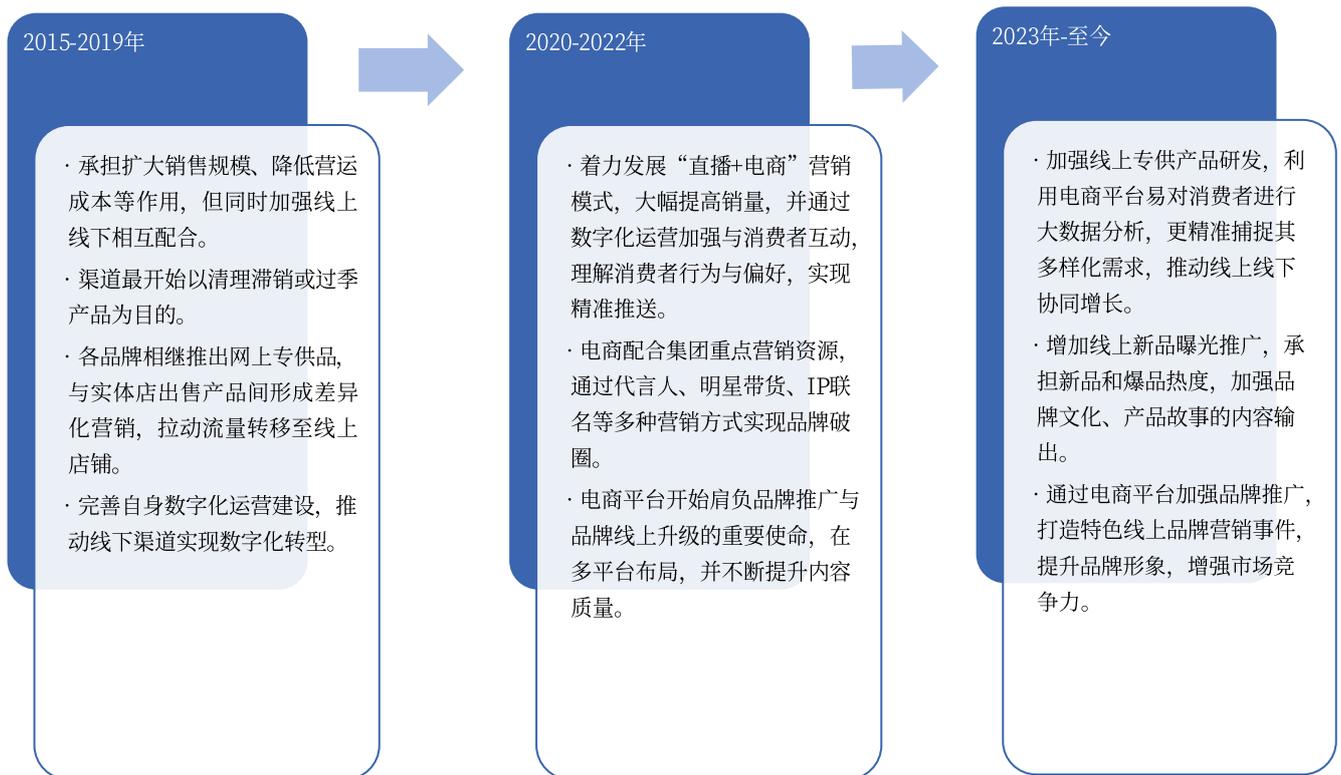
3.3 电商从单一销售功能到品牌营销功能转变

2015-2019 年：电商渠道主要承担产品销售功能。传统电商渠道快速渗透，成为主流的销售渠道之一。安踏体育 2015 年提出了“单聚焦、多品牌、全渠道”战略，推动线上销售收入成为主要增长点之一。2016 年，特步国际品牌首次采用 O2O 模式，通过存货共享，形成线上线下整合的全渠道零售平台，充分发挥出协同效应，带来可持续增长。

2020-2022 年：直播、社交电商兴起，线上渠道多元化发展。2020 年开始，国内直播电商快速增长，在扩宽产品销售渠道的同时，对品牌推广起重要作用。361 度通过 IP 联名系列在电商首发，吸引大量年轻消费者，通过电商将品牌与二次元人群、Z 世代人群、篮球人群、跑步人群等进行高效连接，实现品牌的破圈。此外数字化运营体系的升级，使得电商业务板块精准营销推送能力加强，有效提高消费者粘性。

2023 年及以后，电商渠道开始承担品牌建设和市场推广等重要作用。线上渠道除了传统销售功能之外，各品牌通过多样化的平台加强产品宣传，并增强与消费者之间的沟通，实现高质量发展。借助不同社交媒体，加大营销推广投入，增加品牌曝光度，扩大品牌影响力。电商渠道逐步成为品牌宣传的重要通道。一方面，通过电商平台精准捕捉实时需求，推动线上线下协同增长。另一方面，增加线上新品曝光推广，承担新品和爆品热度，加强品牌文化、产品故事的内容输出，提升品牌影响力。展望未来，体育服饰龙头公司在电商渠道的竞争将是多功能、多维度的竞争，这将既考验企业产品 SKU 多样性水平，同时也考验企业内在管理的运营思路和效率。

图92：2015 年-至今电商渠道发展历程



资料来源：李宁等公司公告，中国银河证券研究院

（三）运动相机、全景相机需求增加

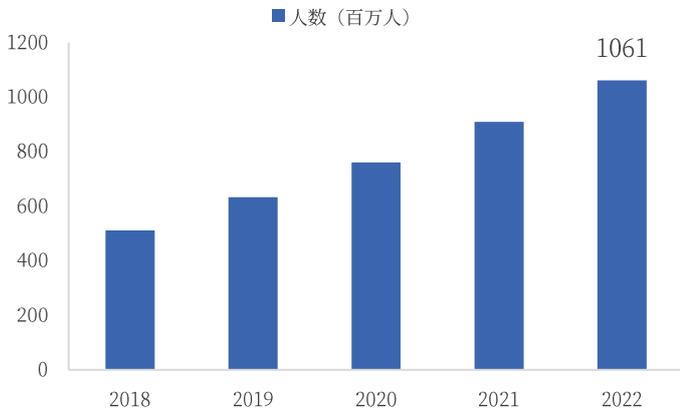
1. 户外运动人数增长促进运动相机消费需求提升

户外运动人群数量增加，叠加社交媒体视频分享的兴起，摄影记录户外运动体验的需求成为消费运动相机的源动力。根据 Frost & Sullivan，至 2022 年，全球户外运动爱好者人口达 10.61 亿人，连续 5 年增长；《中国户外运动产业发展报告（2022—2023）》显示，“80 后”、“90 后”为户外运动主要人群，2024 年上半年合计占比约为 70%，且与数码产品及社交媒体的主要使用群体高度重合。户外运动者数量的增多叠加社交网络视频分享的普及使拍摄运动视频的需求不断增加，加速了运动相机的消费需求的提升。

运动相机的泛用性使其在直播、娱乐等行业拥有较大需求。相较于传统相机，运动相机具有便

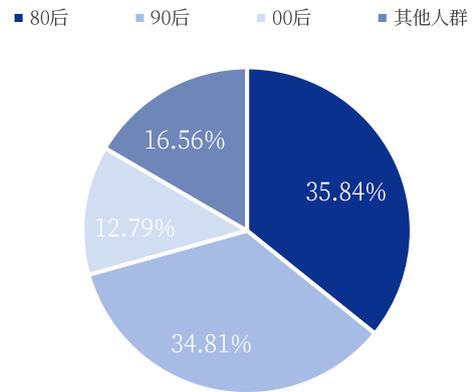
携、耐用、防抖防水等优点。随着运动相机拍摄性能的不不断提升，其在电视直播、综艺节目、纪录片拍摄等场景拥有更广泛的需求。

图93: 全球户外运动爱好者人口



资料来源: Frost & Sullivan, 中国银河证券研究院

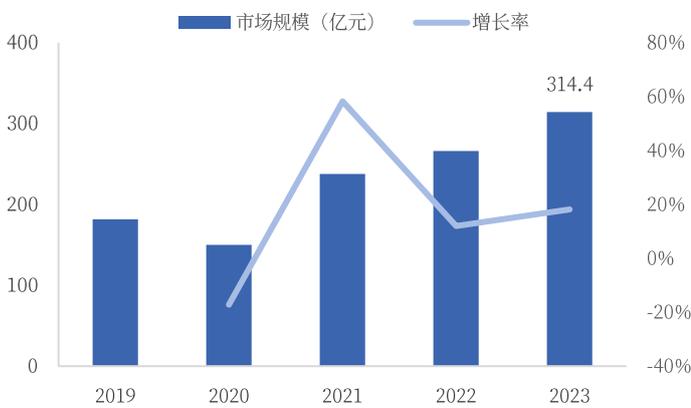
图94: 户外运动爱好者年龄占比 (2024年上半年)



资料来源: 国家体育总局, 中国银河证券研究院

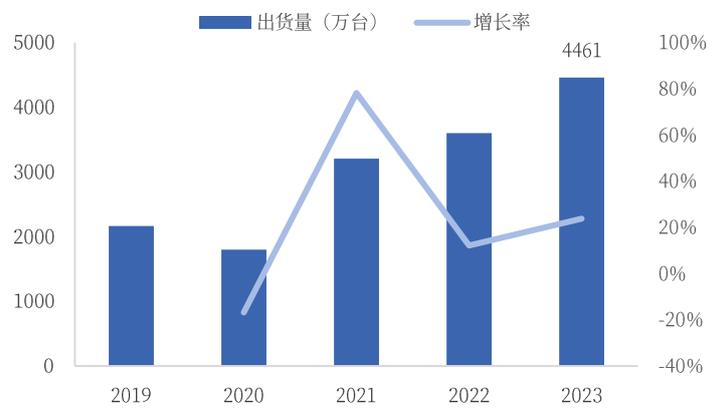
需求增长推动运动相机市场规模加速扩大。根据 Frost & Sullivan, 2023 年全球运动相机市场规模为 314 亿元, 同比增长 18%; 市场出货量自 2020 年来稳步提升, 至 2023 年达到 4461 万台, 2017~2023CAGR 达 21.2%。预计至 2027 年全球运动相机市场规模将达到 514 亿元, 年出货量达到 6907 万台。

图95: 运动相机全球市场规模



资料来源: Frost & Sullivan, 中国银河证券研究院

图96: 运动相机全球市场出货量



资料来源: Frost & Sullivan, 中国银河证券研究院

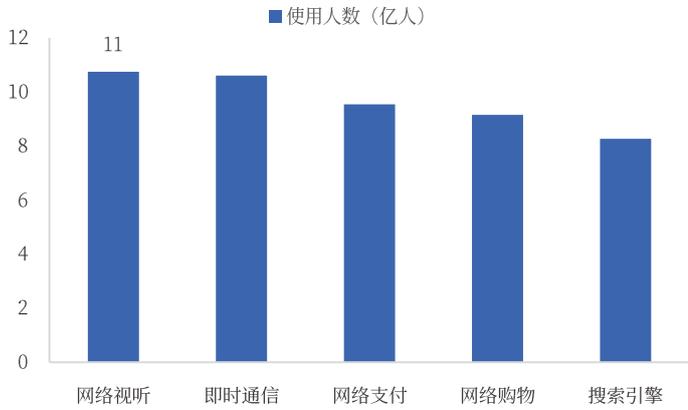
2.网络视听、VR 产业推动全景相机需求增长

网络视听、VR 行业发展促进全景相机需求增长。根据 CNNIC 数据, 网络视听为中国互联网第一大应用类别, 2023 年全国网络视听用户数量为 10.74 亿人, 网民使用率为 98.3%。其中短视频为用户平均单日使用时间最长的细分应用, 人均单日使用时长为 151 分钟。全景相机作为新型拍摄工具, 具有全景拍摄、智能剪辑、便捷的社交平台交互等优势, 受到网络直播和视频拍摄行业喜爱。随着以网络直播和短视频行业为代表的网络视听产业加速发展, 市场对全景相机的消费需求将不断增加。

全景相机由于其 360°拍摄的特点与 VR 技术紧密结合, 可运用于多种 VR 技术适配的行业。据艾媒咨询统计, 2023 年中国 VR 市场规模达 1126 亿元, 同比增长 22.8%。除娱乐直播外, 全景相

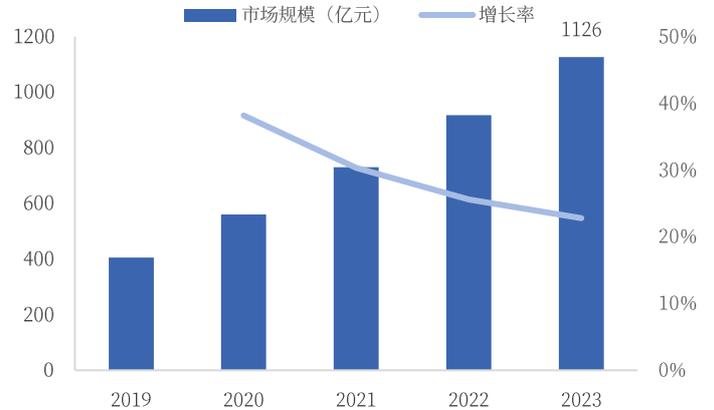
机+VR 的结合被广泛运用于电视直播、视觉输入、视频会议、智慧安防、全景街景、机器人视觉、远程医疗等场景。

图97: 互联网应用用户规模



资料来源: CNNIC, 中国银河证券研究院

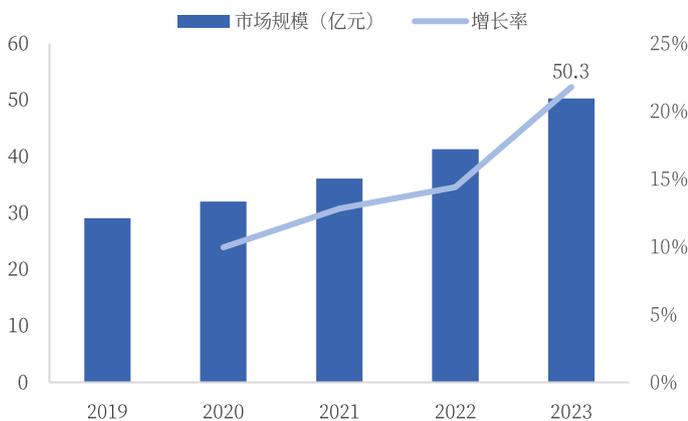
图98: 中国 VR 产业规模



资料来源: 艾媒咨询, 中国银河证券研究院

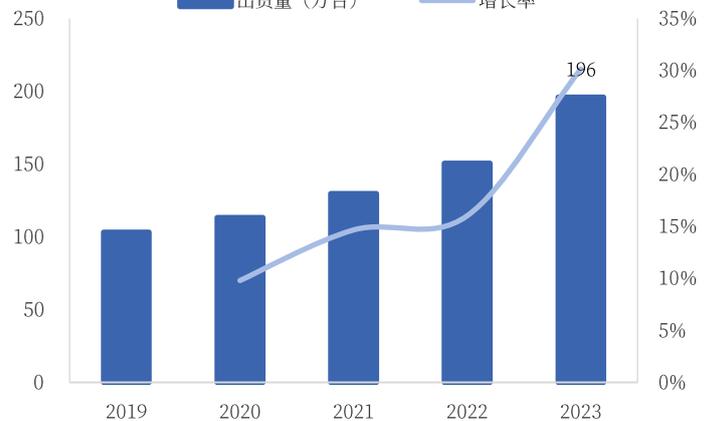
多元运用场景加速市场规模不断扩大。根据 Frost & Sullivan, 2023 年全球全景相机市场规模达到 50.3 亿元, 同比增长 21.8%; 2023 年全球出货量为 196 万台, 同比增长 30.1%。预计 2027 年全球全景相机市场规模将达到 78.5 亿元, 年出货量将达到 316 万台。随着全景相机在多种行业中不断渗透, 未来市场规模将进一步增加。

图99: 全景相机全球市场规模



资料来源: Frost & Sullivan, 中国银河证券研究院

图100: 全景相机全球出货量



资料来源: Frost & Sullivan, 中国银河证券研究院

五、科技消费，产品创新引领需求增长

（一）科技消费主线进入AI+消费

科技向消费市场的外溢催生了众多创新产品，成为消费市场重要的增长点之一。历史上，这种由供给创造需求的现象反复出现。当前，中国已具备工程师红利，在科技与消费结合的领域进行了大量探索，开发出众多全球领先的新产品，市场需求快速增长，甚至在全球范围内也呈现出快速增长的态势。无人机、扫地机、割草机器人、泳池机器人等产品便是其中的典型代表。

近三年，全球科技的重要前沿领域集中在 AI 大数据模型和机器人技术。随着科技的外溢，消费端寻找应用场景的现象愈发普遍。例如，可移动的机械手臂被开发出来，尝试解决各类家务劳动；AI 大数据模型与玩具结合，提升陪伴玩具的体验；AI 大数据模型与音频入口结合，催生了 AI 耳机、AI 眼镜等产品。尽管我们尚不清楚本轮 AI+浪潮中哪些科技消费尝试将引爆市场需求，但可以借鉴上一轮“互联网+”技术的推动，许多创新消费品得以普及，如网络摄像头、智能门锁、扫地机等。

“AI+机械+电子”的共同进步推动了具身智能产品的发展。具身智能产品是指将人工智能技术与物理实体相结合，使智能体能够在真实环境中通过感知、交互和行动完成特定任务的产品。这些产品需要具备机械运动能力，其感知能力通常由电子设备实现，而 AI 与机械的连接则依赖于电子执行器、控制系统和芯片等技术。

（二）当前消费级机器人：自动化、数字化有余，AI+不足

机器人设定好自动化程序后，在规范的环境下执行标准化指令，这类机器人被称为自动化机器人，它们不具备具身智能能力。此类机器人技术早已成熟，常见于工业以及部分商业环境。

然而，在家务和社会服务场景中，工作环境往往比工厂更为复杂，工作指令也多为非标准化的。机器人需要应对指令和工作场景的非标准化特性，这要求 AIGC 技术取得进步，以实现对自然语义的高精度识别，并结合具身智能技术在非标准环境下完成任务。在必要时刻，机器人还需要具备自主学习的能力，以更好地完成任务。

图101：恒大黑灯工厂工作的机械手臂



资料来源：财经头条，中国银河证券研究院

图102：Something For 咖啡机器人



资料来源：36Kr 网，中国银河证券研究院

随着具身智能的发展，部分家庭场景和社会服务场景开始使用一些简单的具身智能机器人来完成辅助性工作。然而，这些机器人往往缺乏机械手臂，限制了其应用场景的多样性。在已经成熟的工业应用场景中，机械手臂通常被固定用于自动化操作，而能够自由移动且具备有限具身智能的产品，大多缺乏机械臂。因此，在 AI 技术真正成熟之前，移动的机械手臂在复杂环境中的应用仍面临一定的风险。

图103: 石头科技扫地机器人



资料来源: 石头科技官网, 中国银河证券研究院

图104: 科沃斯自动割草机



资料来源: 科沃斯官网, 中国银河证券研究院

(三) 家庭服务类机器人:移动底盘加机械手臂是发展方向

在自动化和电气化时代，家务劳动的解决方案包括洗衣机、电饭煲、洗碗机等设备。然而，在具身智能时代，我们对家务劳动的自动化解决方案有了更高的期待。

以炒菜机器人为例，早期市场尝试推出单自由度的炒菜机器人，其解决方案类似于洗衣机，通过内置程序控制温度曲线和搅拌棒的转动。例如，九阳的炒菜机器人内置 108 道菜式，能够自动烹饪并控制搅拌棒翻炒。类似的产品还包括科沃斯和苏泊尔等品牌。高端产品则具备智能引导菜谱和称重投料等功能。这些设备在一定程度上实现了烹饪的高度自动化，但在炒前备菜和炒后清洁环节仍无法实现自动化，用户体验并不理想，导致消费者多以尝试为主。在二手交易平台闲鱼上，炒菜机的二手产品数量较多。

图105: 添可炒菜机器人



资料来源: 添可官网, 中国银河证券研究院

图106: 九阳炒菜机器人



资料来源: 数码之家, 中国银河证券研究院

图107: 苏泊尔炒菜机器人



资料来源: 苏泊尔官网, 中国银河证券研究院

图108: 美的炒菜机器人



资料来源: 神价网, 中国银河证券研究院

移动底盘加机械手臂（未必需要仿生）是未来家庭服务机器人的技术路线之一。2021 年年初，三星在 CES 上展示了机器人保姆 Bot Handy 的原型，该机器人通过摄像头和人工智能识别物体，能够满足取洗好的衣服、放洗碗机等家居需求。然而，家庭服务机器人要像家电一样普及仍需时间。以美的集团为例，其家庭服务机器人品牌 WISHUG 于 2022 年 6 月发布，被定位为家庭中控，核心功能包括 AI 管家、家庭助理、安全卫士和科技玩伴。但 WISHUG 目前不具备机械臂，应用场景还不够成熟。美的拥有领先的工业机械臂产业 KUKA，但创业公司 Skyline Robotics 将 KUKA 机械臂结合 AI，提供摩天大楼擦窗的机器人解决方案。

图109: 三星机器人保姆 Bot Handy



资料来源: 梦泽科技网, 中国银河证券研究院

图110: 美的家庭服务机器人 WISHUG



资料来源: 美的官网, 中国银河证券研究院

图111: Skyline Robotics 用 KUKA 机械手臂结合 AI, 提供以机器人为摩天大楼擦窗



资料来源: KUKA 官网, 中国银河证券研究院

消费者期望的厨房机器人应具备自动准备食材、学习菜谱、自动烹饪和自动清洁等功能。这有待于 AI 技术的进一步发展。在当前的具身智能技术水平下, 斯坦福大学团队开发的 Mobile ALOHA 是一个低成本、开源的双臂移动操作机器人系统, 旨在通过模仿学习和远程操作技术解决机器人在复杂任务中的应用问题。Mobile ALOHA 使用消费级硬件和开源软件, 大幅降低了机器人的成本。该系统包括摄像头、笔记本电脑和移动底盘, 总成本约为 3.2 万美元, 远低于传统双手机器人。2024 年, 一段 Mobile ALOHA 的开发视频引起了市场关注。在视频中, Mobile ALOHA 能够自主按电梯、擦拭红酒杯、与人类击掌、归位凌乱的椅子, 还能像厨师一样倒油、翻面煎虾仁, 并将锅清洗干净放入柜中。

图112: Mobile ALOHA 机器人



资料来源: 产品研究院网, 观察者网, 中国银河证券研究院

此外, 还有多个团队正在训练机器人学习家务劳动, 其背后的技术进步主要得益于 AI 技术的发展。例如, Physical Intelligence 团队正在训练机器人整理桌面、折叠衣物和清理桌子。

图113: Physical Intelligence 机器人



资料来源: 搜狐网, 中国银河证券研究院

谷歌在2023年3月与研究团队合作开发了视觉语言模型PaLM-E(Pathways Language Model with Embodied), 并尝试将其应用于机器人控制。在厨房测试中, PaLM-E控制下的机器人手臂能够完成打开抽屉、取出薯片并递给测试人员的指令。在测试过程中, 机器人展现了较强的抗干扰能力, 即使测试人员将薯片重新放回抽屉, 机器人也能再次将其取出。实验表明, 视觉语言模型应用于机器人控制后, 在家庭使用场景中的体验大幅提升。

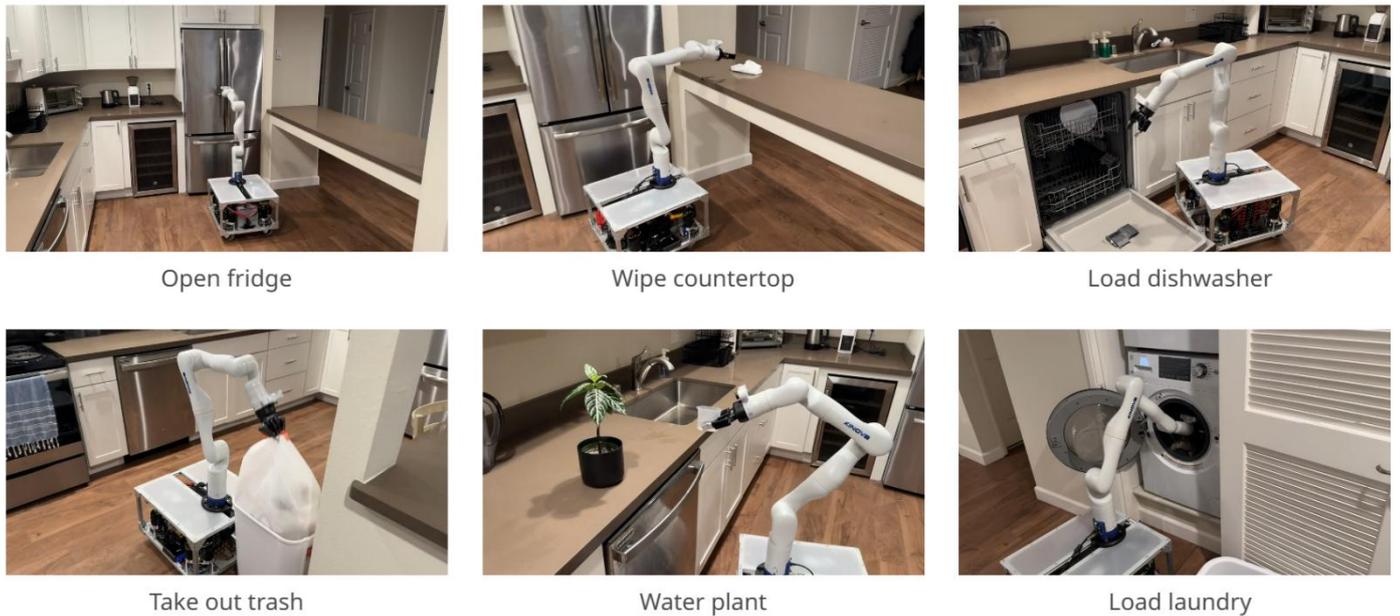
图114: PaLM-E 机器人



资料来源: CSDN, 中国银河证券研究院

TidyBot++是一个用于机器人学习的开源移动机械手框架, 支持任意的手臂硬件, 可以在家庭进行移动, 通过数据模仿学习掌握家务劳动。

图115: TidyBot++机器人可以学习各种家务劳动



资料来源: tidybot, 中国银河证券研究院

清洁类机器人是目前消费级机器人中较为成熟的品类，包括扫地机、割草机器人和泳池清洁机器人，其中割草机器人和泳池清洁机器人在欧美家庭中需求较高。扫地机作为最成熟的产品，近年来每年都在不断升级迭代，解决了全局规划、拖地、自清洁、越障等各类技术难点。

（四）AI+玩具：互动体验赋能，玩乐属性再进阶

AI 技术持续进阶，玩具市场渗透率逐步提升。1999 年索尼推出全球首款娱乐机器人 AIBO，开启家用娱乐机器人的先河。2006 年该机器人停产，2018 年其第六代机器人重新上市，再度引领一波 AI 玩具的热潮。2023-2024 年伴随 AI 技术逐步成熟，市场中 AI+玩具的结合越来越普遍。据 Gartner 预测，2025 年 AI 驱动的玩具和娱乐设备将占据全球玩具市场 15% 以上份额。一方面，购物平台中玩具品类智能化能力相较十年前显著提升，千元以内价格带虽不能实现具身智能，但语音陪伴、益智对话等功能的 AI 玩具已占据一定市场份额。另一方面，特斯拉/乐森等公司相继推出机器人玩具，AI 技术与潮玩赛道的联系越来越紧密，为玩具赋予全新的体验价值。

1. 案例一：索尼 AIBO 机器狗：首款家庭娱乐机器人，AI 玩具初尝试。

索尼公司于 1999 年推出首款 AIBO 机器狗 ERS-110，是世界上第一款量产的家用娱乐机器人。该产品配备智能感知/情感交互/运动能力等多维系统，可以基于外部刺激采取行动并做出决定，通过各种面部表情以及学习和成长的能力，与人进行交流。

2000-2003 年，公司对 AIBO 产品进行四次迭代，使其陆续具备了终端指令控制、PC 端互联、高级图像识别等一系列功能。

2006 年迫于成本压力和重组需求，公司宣布 AIBO 停产，并于 2014 年关停所有售后服务。

2018 年前后公司重新涉足智能机器人领域，全球开售新一代 AIBO- ERS-1000，定价 3000 美元。该产品在原有功能基础上新增一个用于接入移动互联网的 SIM 卡插槽，从而实现与其他小工具和家庭设备连接。

表16: 索尼 AIBO 迭代历程

时间	产品名	产品图片	功能迭代
1999	ERS-110		基于外部刺激采取行动并做出决定，可以通过各种面部表情以及学习和成长的能力，与人进行交流
2000	ERS-210		具有 AIBO Life 记忆片，可以使机器狗依循婴儿、孩童、青年及成年四个不同阶段进行成长，行为姿态也会随阶段有所变化
2001	ERS-311 ERS-312		附带无线终端，主人可以通过向终端输入指令来控制 Aibo 的动作
2001	ERS-220		可以进行动态摄像，集成摄像头和麦克风捕捉的图像和声音可以传输至 PC 端
2003	ERS-7		传感器和 led 实现了高级图像识别和一系列多功能表达
2006			停产：迫于成本压力和重组需求
2014			停止所有售后服务
2018	ERS-1000		设有用于接入移动互联网的 SIM 卡插槽，可以与其他小工具和家庭设备连接

资料来源：SONY 官网、中国银河证券研究院

作为家庭陪伴式玩具，机器狗以其逼真、可爱的外形设计为消费者提供较高的情绪体验价值，另一方面，相较双足机器人，机器狗作为四足机器人在载重能力、稳定性、控制难度等方面也具备突出优势。继索尼之后，小米 (CyberDog)、小鹏、蔚来等多家公司亦纷纷在该领域进行投资布局。

2.案例二：2024 年乐森机器人销量爆发式增长，AI×潮玩可行性得到验证。

变形金刚销售火爆，获马斯克点赞。在国产潮玩领域，国内消费级机器人厂商 robosen 乐森于 2024 年 4 月率先推出变形金刚 AI 玩具，通过内置马达和高精度芯片，利用自主设计的 MCU 芯片、算法及动力输出系统，实现全自动变形、自动驾驶和双足行走等功能，标志着 AI 技术第一次涉足潮流玩具行业。该产品售价 1199 美元，上市后随即引发抢购热潮，产品迅速售罄，产品视频得到特斯拉 CEO 马斯克在社交平台上的转载点赞，该转发在 48 小时内获得近 1 亿次的浏览量。

图116: 乐森变形金刚拥有两种变形形态



资料来源: 汕头澄海玩具协会, 中国银河证券研究院

图117: 乐森变形金刚获马斯克点赞



资料来源: 汕头澄海玩具协会, 中国银河证券研究院

乐森机器人成立于 2008 年, 前身为“森汉智能”, 主业为提供机器人技术解决方案和 ODM 等业务, 公司 2019 年发布新品牌“乐森”, 开始开发玩具机器人, 同时与全球各大 IP 厂商合作, 当前机器人产品系列包括玩具总动员、大黄蜂、擎天柱等, 公司核心产品价格带在 4000-9000 元不等, 通过 AI 大模型实现语音/触摸/APP 等多种交互模式, 已经初步具备具身机器人的形态。

据中新经纬, 乐森旗下玩具机器人在 2022-2024 年的三年内全球销量已超 10 万台, 产品销量的爆发性增长和市场关注热情的持续上升证明了该赛道未来的广阔成长性。

表17: 乐森机器人系列

产品系列	售价 (元)	产品图片	零部件设计	操作模式
巴斯光年	4000-5000		23 个高精度智能人工关节, 75 个微型芯片, 3000+零件,	通过语音+APP 实现交互
大黄蜂	2999		45 个微型芯片, 17 个高精度关节	2 种方式编程, 自适应步态算法升级
钢锁	8499		85 个微型芯片, 34 个高精度关节, 6 个轴姿态传感器	双形态全自动变形, SOC 芯片技术搭载了机器人操作系统
威震天	8499		6 个轴姿态传感器, 36 个高精度智能人工关节, 118 颗微型芯片, 4 个驱动一体式履带, 112 个高亮度 LED。	首次加入触摸反馈模式, 同时搭载语音/手掰/图形模块化/PC/简易编程模式, 支持自定义玩法

资料来源: 乐森官网、中国银河证券研究院

3.案例三：特斯拉：机器人动作玩具引发抢购热潮，为后续推出功能型机器人造势。

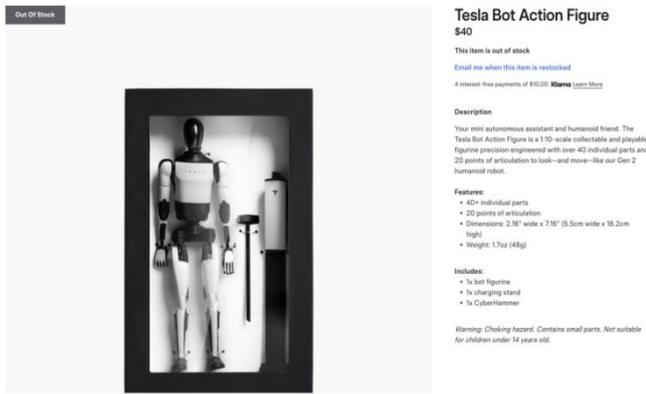
玩具作为非标品容错率高, 是 AI 与消费结合的较优切入点。因而部分企业在布局 AI 应用时会倾向于从玩具入手。特斯拉机器人玩具, 乐森变形金刚的热卖也持续验证了 AI×玩具赛道的广阔前景。

特斯拉计划于 2025 年部署 Optimus 工业机器人, 用于生产环节。在此之前, 公司率先推出一

款机器人动作玩具，该玩具外观由 Optimus 机器人按照 1: 10 的比例等比例缩小而成，可以看作是 Optimus 人形机器人的“迷你版”。

2024 年 11 月特斯拉机器人动作玩具在官方商店开售，初始售价 40 美元，该产品身高 18.2 厘米，宽 5.5 厘米，重量约 48 克，全身拥有超过 40 个独立部件和 20 个关节点，并且能够移动。该产品在 24 小时内即售罄，二手交易平台售价最高上涨至 1300 美元。

图118: 特斯拉机器人动作玩具在官方商店开售



资料来源: 特斯拉官网, 中国银河证券研究院

图119: 特斯拉机器人实物图



资料来源: 特斯拉官网, 中国银河证券研究院

AI 在玩具市场渗透率持续提高，技术升级指日可待。在购物平台上，具有 AI 属性的玩具占比近年来亦呈逐渐上升趋势。在百元价格带上下，2024 年前后多家国内公司亦通过将 AI 技术开发毛绒玩具的陪伴、早教益智、情绪安抚属性，进一步对儿童及青少年市场进行开拓。相较于具身机器人，这一部分产品功能较为单一，应用的 AI 技术相对简单，售价显著低于人形机器人，但其在国内下沉市场发展前景广阔，未来技术进阶的动力充足。

表18: 部分代表性公司 AI 玩具布局

公司名字	产品名	产品价格 (元)	产品图片	涉及 AI 技术
字节跳动	显眼包	未公开发售		内嵌豆包大模型、扣子专业版等 AI 技术，可以与人进行对话交互和情感交流
实丰文化	AI 魔法星	399		于 AIGC 技术，运用豆包先进的大模型底层，进行二次训练出符合儿童对话习惯且脱离敏感话题的后台模式
奥飞娱乐	AI 喜羊羊	399		“IP+AI” 打造虚拟数字角色和智能玩具
跃然创新	Bubblepal	499		基于 AIGC 技术的对话交互式玩具，

folotoy	AI 仙人掌等	200-300		基于全球领先的 MQTT 消息服务器 EMQX Platform，研发了 AI 玩具统一接入系统，构建 AI 玩具产品的实时互动与设备管理体系
---------	---------	---------	---	---

资料来源：财联社、汕头市澄海玩具协会、中外玩具网、BubblePal 官网、folotoy 官网、中国银河证券研究院

(五) 音视频入口是 AI 重要切入点

1. 智慧家居时代，音视频的智能化不够成熟

智慧家居时代，音视频的智能化已经有发展。智能电视和智能音箱等设备通过联网实现了显著的功能升级。然而，由于 AI 能力的不足，这些产品的功能仍有较大的改善空间。

智能音箱：从快速增长到销量瓶颈。2014 年，亚马逊首次推出智能音箱 Echo，凭借 Alexa 智能语音助手，实现了联网查询、家居设备连接以及音频播放等功能。此后，中美企业纷纷跟进，中国市场上出现了阿里、小米、百度等知名品牌的智能音箱。目前，智能音箱的主要成熟功能集中在音频播放和联网查询，但在教育、情感陪护等附加值更高的服务方面表现不足，导致产品粘性较低。基于智能音箱技术的语音陪护玩具和幼儿教育产品也面临类似问题。随着市场新鲜感的消退，智能音箱的销量开始下滑。中国智能音箱市场从 2017 年的 170 万台迅速增长至 2019 年的 3664 万台，但此后增长陷入瓶颈。据洛图科技数据，2022 年至 2024 年，智能音箱销量连续三年大幅下滑，分别下降 28%、19.8% 和 25.6%，2024 年销量仅为 1570 万台。

智能电视：普及背后的用户体验困境。智能电视已广泛普及，但其复杂的操作系统对老年人并不友好，导致这一主要消费群体的使用体验较差。从市场角度看，中国彩电市场销量呈连续下滑态势。据产业在线数据，2024 年中国彩电内销出货量为 3823 万台，相比 2019 年减少了 29%。为解决这一问题，2020 年 11 月，国务院办公厅印发了《关于切实解决老年人运用智能技术困难实施方案的通知》，明确要求推动智能电视等智能终端产品的适老化改造，使其具备大屏幕、大字体、大音量和操作简单等特点。2024 年，中国电子视像行业协会发布了智能电视适老化设计技术要求，目前大部分在售电视产品已支持适老模式。

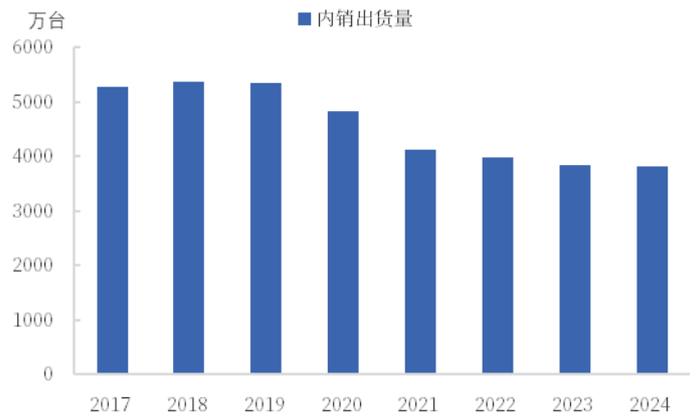
智能音箱、智能电视面临的产品瓶颈都有 AIGC 技术的发展突破。

图120：中国智能音箱年销售量



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图121：中国彩电内销量



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

2. AIGC+智能音箱，看似简单，但体验有待改善

AIGC 展现出的语义理解能力，让大家看到了大型语言模型与智能音箱结合的巨大潜力，为未来智能语音助手的发展提供了新的思路。部分技术能力强的开发者自发地将 GPT 模型接入智能音箱产品。例如，2023 年，Open TechLabs 将 ChatGPT 技术接入亚马逊智能音箱 Alexa。开发者利

用亚马逊的 Alexa Skills Kit (ASK) 平台，结合 ChatGPT 的 API，实现了语音指令的接收、处理和响应。用户可以通过语音与 Alexa 进行交互，Alexa 将指令发送到 ChatGPT 模型，模型生成回答后再通过语音合成技术返回给用户。这种集成方式不仅提升了 Alexa 对复杂问题的理解能力，还支持多轮对话和个性化交互。

AIGC 的处理能力存在延迟性，与正常人交互相比，语言交互时会有明显延迟。在国内，也有用户尝试将智能音箱接入国内的大数据模型，但目前市场上商业化智能音箱的用户体验并没有明显提升。这表明从实验到大规模推广之间仍有一些难点需要解决。2025 年 2 月 9 日，百度宣布小度融合文心一言打造的人工智能模型“小度灵机”将应用于小度全系产品。期望生成式 AI 模型的应用强化智能音箱的语音操控与语音对话的能力，提升消费者使用体验，让我们后续观察。

图122: 智能音箱接入 AIGC



资料来源: 快科技网, 中国银河证券研究院

图123: 百度宣布智能音箱接入 AIGC



资料来源: 快科技网, 中国银河证券研究院

在全球智能音箱市场中，亚马逊是海外的主要龙头，而中国则有阿里、小米、百度等科技公司占据重要地位。智能音箱的供应链主要集中在包括国光电器、漫步者等在内的中国企业。

3.AI+显著提升网络摄像头使用体验

随着摄像头与互联网技术的深度融合，消费级网络摄像头得到了广泛应用，其主要应用场景包括家庭安防监控、老人和婴幼儿监测、宠物监控等。为了更好地满足这些需求，图像识别等 AI 技术被不断引入到网络摄像头产品中，具体应用如下：

人脸识别：通过卷积神经网络（CNN）等深度学习技术实现面部识别功能，可用于家庭安防或特定人员的识别，甚至能够识别宠物的面部特征。

行为分析：利用深度学习模型（如 CNN）对图像中的动态行为进行分析，例如检测异常行为、跌倒监测等，为家庭安全提供保障。

哭声检测与声音识别：借助音频分析技术检测婴儿的哭声或其他特定声音，并及时通知用户，以使用户能够迅速响应。

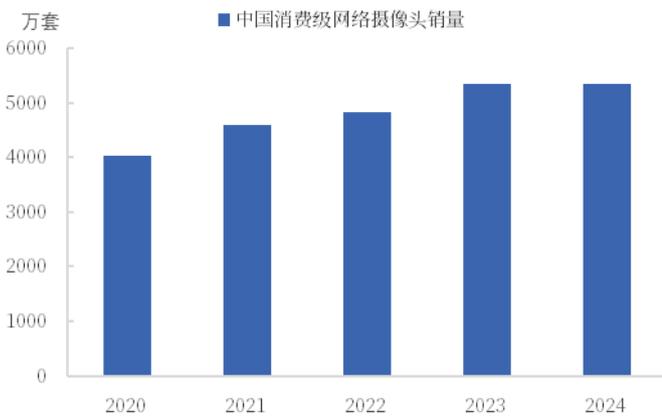
宠物检测：运用目标检测算法识别宠物的行为和位置，部分摄像头支持区分宠物和人类的运动，为宠物监控提供更精准的解决方案。

烟火检测：通过 AI 技术实现烟火检测功能，能够有效预防潜在的安全风险。

由于这些功能的不断丰富，根据洛图科技的数据，2024年，中国消费级监控摄像头市场规模达到5349万套，其销量已经超过冰箱、洗衣机、彩电等传统家电的年销量。

在中国消费级网络摄像头市场中，主要品牌包括小米、萤石网络、乔安、360等。在海外市场，中国企业也表现出色，例如安克创新。欧美消费者对动物的喜爱程度较高，无论是野生动物还是宠物。针对这一需求，一方面开发了用于野生动物监测的户外摄像头；另一方面，针对宠物监测，出现了如enabot智能伴宠机器人这样的创新产品。此类产品，能够自主在家中自由穿梭监测宠物，通过AI算法从一天的视频中精选宠物的精彩瞬间，并生成短视频供用户浏览，此外针对猫还有激光逗宠物的功能。

图124：中国消费级网络摄像头的销量



资料来源：洛图科技，中国银河证券研究院

图125：enabot智能伴宠机器人



资料来源：enabot官网，中国银河证券研究院

4.AI 耳机助力会议办公，豆包发力生活助手应用

AI 赋能耳机发展。AI 耳机将人工智能技术与传统耳机功能相结合，在播放音频的功能基础上，实现了语音识别、语音助手、智能翻译、降噪优化等多种智能化功能。目前参与品牌主要包括科大讯飞、字节跳动等互联网公司，华为、小米等手机厂商，飞利浦等音频品牌。同时，AI 耳机在 AI 应用上存在两个主要方向，如讯飞耳机的办公应用或豆包的生活助手应用。

科大讯飞：iFLYBUDS 系列耳机主打办公会议场景，利用 AI 实现转文字、内容分析及同传翻译等功能。1) 讯飞会议耳机采用先进的降噪算法和语音识别技术，在通话过程中对电话内容录音转写，转写准确率高达 98%；2) IFLYBUDS 手机 APP 接入 viaim AI 大模型，可依托录音转写内容一键生成摘要总结、待办事项，并可对转写内容进行 AI 问答；3) 可对 32 种语言进行同传翻译。

字节跳动：字节跳动旗下豆包于 2024 年 10 月 10 日发布首款 AI 耳机——Ola Friend。其主打 AI 助手功能，接入豆包大模型，用户可通过语音指令唤醒豆包进行对话，实现信息查询、旅游出行、英语学习及情感交流等功能。

图126: 科大讯飞 iFLYBUDS Pro2 产品图



资料来源: 京东, 中国银河证券研究院

图127: 豆包 Ola Friend 产品图



资料来源: Ola Friend 官网, 中国银河证券研究院

表19: AI 耳机产品梳理

品牌	耳机型号	产品核心功能
科大讯飞	iFLYBUDS Pro2	进化型 AI 会议助理、多场景录音转写、32 种语言同传翻译、即时一键闪录、Hi-Res 金标音质认证、48dB 深度降噪
豆包	Ola Friend	6.6g 超轻薄、卓越音质、通话降噪及潮流外观; AI 助手, 随身百事通、英语陪练、旅行导游、音乐 DJ、情绪加油站
华为	FreeBuds Pro 4	2.3 Mbps 无损音质、双向静谧通话、原生智能、深度降噪、空间音频
小米	Xiaomi Buds 5	无感佩戴、无损原声、主动降噪、空间音频、耳机录音转文字
飞利浦	飞利浦 8 号	深度降噪、HiFi 高保真音质、32h 续航、面对面双语谈话、语音翻译、音视频翻译

资料来源: 京东各品牌自营旗舰店, 小米商城, 中国银河证券研究院

5.AI 眼镜: 百镜大战引爆市场, AI 应用加速渗透

AR 眼镜长期发展, 轻量化&AI 开拓消费市场。

AR 技术探索及拓展: 2012 年, 谷歌推出一款集成显示屏幕和摄像头的智能眼镜 Google Glass, 引发行业对智能眼镜技术关注。但受制于技术瓶颈, AR 产品价格高企且用户体验仍有缺陷, AR 眼镜发展较为缓慢, 并被主要应用于特定领域。

轻量化向消费领域渗透: 2019 年以来, 华为推出华为智能眼镜, 以音乐播放和录音作为主要功能。产品开始轻量化发展, 自此开始向消费电子市场拓展。后续小米于 2021 年发布小米智能眼镜探索版, 支持拍图翻译和实时语音翻译。

AI 赋能实现爆发: 2023 年 9 月, Meta 和雷朋合作推出第二代 Meta Ray-Ban, 2024 年 4 月搭载 AI 功能后销量快速增长。后续, Rokid、雷鸟等 AR 厂商, 大朋等 VR 厂商, 华为、小米等手机厂商, 百度、天猫等 AI 生态厂商、其他诸如脑机接口、移动电源等行业厂商纷纷入局。

智能眼镜成为 AI 落地的重要载体。伴随 AI 技术的快速发展, 智能眼镜在眼镜、相机、墨镜及蓝牙耳机等多重功能的基础上, 引入 AI 大模型实现智能化的视觉和交互体验。我们认为, 眼镜是最靠近人体嘴、耳、眼三大重要感官的穿戴设备, 或将成为 AI 最好的载体。其中, 人的视觉信息占人获取的信息的约 80%, 而眼镜通过摄像头的嵌入可以实现计算机视觉和人类视觉的完美结合, 同步获取视觉信息, 并利用 AI 大模型及时反馈、提供智能服务。

图128: AI 眼镜示意图



资料来源: 艾瑞咨询, 中国银河证券研究院

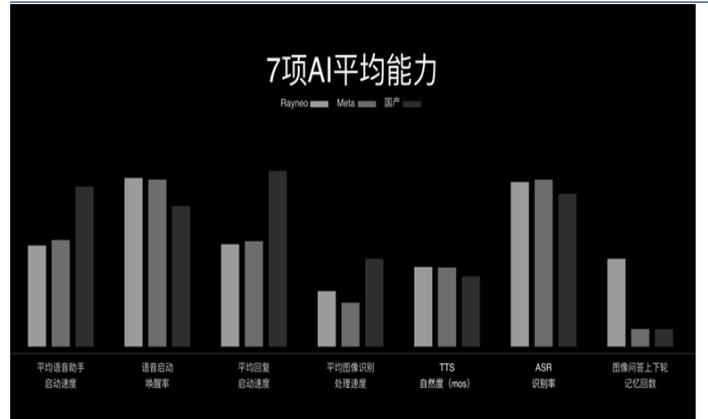
AI 眼镜可为用户提供语音助手、识物、翻译、导航等功能。AI 眼镜品牌纷纷同大模型厂商建立合作, 为自身新品增加 AI 功能。以雷鸟为例, 其同阿里云在 AI 眼镜领域达成独家战略合作, 通义系列大模型为雷鸟创新的 AI 眼镜提供独家定制的技术支持。2025 年 1 月 7 日发布的雷鸟 V3 集成了智能对话、物体识别、图像识别、随身记录等多种 AI 功能。

图129: 雷鸟 V3 的 AI 功能



资料来源: AR 圈, 中国银河证券研究院

图130: 雷鸟 AI 能力对比



资料来源: AR 圈, 中国银河证券研究院

AI 眼镜市场前景广阔。当前 AI 眼镜发展仍处于探索期, 多家公司布局探索 AI 智能眼镜方案, 包括传统手机厂商、互联网大厂以及初创公司等, 2024 年末以来多个品牌已陆续推出 AI 智能眼镜新品。未来伴随 AI 眼镜产品持续迭代升级, 用户体验有望不断得到强化, 进而向传统眼镜渗透, 最终有望实现对传统眼镜的替代, 达到较高的渗透率, 并成为下一代通用计算平台和终端。

Meta 引领行业发展, 国产品牌百花齐放。2021 年, Facebook 更名 Meta 全面启动元宇宙战略。Meta 与雷朋 (Ray-Ban) 合作推出的智能眼镜 Ray-Ban Meta, 主打轻便设计和 AI 功能, 支持拍照、视频录制、音乐播放和语音助手等功能, 2024 年销量成功突破百万台。未来, Meta 计划在智能眼镜中加入显示屏, 用于展示 Meta 虚拟助手的回复, 预计最早于 2025 年下半年上市。

2024 年以来, 国内众多厂商相继宣布推出 AI 智能交互眼镜: 传统眼镜厂商加盟, AR 厂商拓展产业矩阵, VR 厂商积极转型入局, AI 生态和手机厂商则不断深化其在 AI 技术和产品生态的布局。

表20: 国产 AI 眼镜品牌新品情况

品牌	新品情况
雷鸟	2025年1月7日, 正式发布新一代AI拍摄眼镜—— 雷鸟 V3 , 搭载猎鹰影像系统、通义千问独家定制大模型、第一代骁龙 AR1 旗舰级芯片、定制扬声器等诸多创新技术。 2025Q2 预计将发布 雷鸟 X3 Pro , 将搭载自研的“萤火虫引擎”, 并采用全球首个可量产的“RayNeo 光波导”。
闪极科技	2024年12月19日, 闪极发布 闪极 AI 拍拍镜 , 搭载全球首款 AI 记忆系统「录眸 OS」, 支持 AI 云盘、AI 闪记、AgentStore 等功能, 接入数十家大模型。CEO 表示, 对于这一代产品的目标是年出货量超过 50 万台, 销售金额超过 6 个亿。
李未可	Meta Lens View 搭载了第一代骁龙 AR1 平台、索尼 IMX681 芯片, 重量控制在 40g 内, 预计将于 2025 年春季正式发布。
百度	2024年11月12日, 百度发布 小度 AI 眼镜 , 该产品具备第一视角拍摄、边走边问、卡路里识别、识物百科、视听翻译、智能备忘录等功能, 预计将于 2025 年上半年正式上市。
华为	2024年5月15日, 华为发布 智能眼镜 2 方框太阳镜 , 搭载了华为 HarmonyOS4 操作系统, 并接入华为盘古 AI 大模型, 具备 AI 语音交互、智能播报、健康监测、信息辅助等功能。
小米	小米 AI 眼镜 已获得入网许可, 将于 2025 年 2 月发布, 预计将“全面对标 Meta Ray-ban”, 搭载 AI 功能、音频耳机模块、摄像头模块, 产品出货量有望达到 30 万台以上。

资料来源: CINNOResearch, IT 之家, 腾讯新闻, 华为官网, ARinChina, 财联社, 中国银河证券研究院

六、投资建议

推荐潮玩谷子板块泡泡玛特、布鲁可，现制饮品板块蜜雪集团、古茗，宠物板块乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份，休闲零食板块劲仔食品，科技消费板块石头科技；关注老铺黄金、毛戈平、瑞幸咖啡、茶百道、源飞宠物、卫龙美味、亚朵、锅圈。

表21：推荐标的盈利预测及估值（收盘价为2025年6月5日）

板块	股票代码	股票名称	上市日期	总市值 (亿元)	货币	归母净利润 (亿元)			归母净利润 CAGR		PE		
						2024A	2025E	2026E	2022~2024	2024~2026	2024A	2025E	2026E
潮玩谷子	9992.HK	泡泡玛特	2020-12	3,263	HKD	31.3	57.0	79.9	156.3%	59.9%	96.7	53.6	38.2
潮玩谷子	0325.HK	布鲁可	2025-01	415	HKD	-4.0	9.7	15.3				40.0	25.4
现制饮品	2097.HK	蜜雪集团	2025-03	2,156	HKD	44.4	52.4	60.8	49.1%	17.1%	45.9	38.9	33.5
现制饮品	1364.HK	古茗	2025-02	646	HKD	14.8	18.2	21.7	100.8%	21.1%	40.2	31.8	27.4
宠物	301498.SZ	乖宝宠物	2023-08	462	RMB	6.2	7.7	9.6	53.0%	24.1%	74.5	60.2	48.0
宠物	002891.SZ	中宠股份	2017-08	214	RMB	3.9	4.5	5.6	92.8%	19.0%	54.9	47.1	38.4
宠物	300673.SZ	佩蒂股份	2017-07	44	RMB	1.8	2.2	2.6	19.7%	19.9%	24.4	20.0	16.8
休闲零食	003000.SZ	劲仔食品	2020-09	68	RMB	2.9	3.4	4.0	52.9%	17.3%	23.2	20.2	16.9
科技消费	688169.SH	石头科技	2020-02	409	RMB	19.8	16.0	21.6	29.2%	4.4%	20.8	25.7	19.1

资料来源：WIND，中国银河证券研究院

注：盈利预测为中国银河证券研究院预测，2024年PE为LYR

七、风险提示

1. AI+消费品体验不及预期的风险；
2. 消费需求不及预期的风险；
3. 行业竞争加剧的风险。

图表目录

图 1: GDP 三驾马车拉动作用 (%)	5
图 2: 代表性港股“新消费”龙头 2024 年以来涨幅	5
图 3: 居民财产性收入受地产等宏观因素拖累	6
图 4: 2024 年主要省市社零增速	6
图 5: 消费者信心与平均消费倾向 (%)	6
图 6: 节假日旅游数据恢复至 2019 同期可比口径 (%)	6
图 7: 中国劳动力调查失业率 (%)	7
图 8: 影响当前中青年群体生育意愿的因素 (%)	7
图 9: 体育娱乐用品零售增速远超总体	7
图 10: 消费者对游戏付费意愿持续走强	7
图 11: 中国结婚率降低及家庭规模小型化趋势	8
图 12: 中国人口年龄结构变动	8
图 13: 日本结婚率降低及家庭规模小型化趋势	8
图 14: 日本人口年龄结构变动	8
图 15: 消费四“新”驱动	9
图 16: 全球玩具和游戏市场规模 (亿美元, 零售口径)	12
图 17: 全球传统玩具和游戏市场规模 (亿美元, 零售口径)	12
图 18: 全球玩具市场 GMV (亿元)	13
图 19: 我国玩具市场 GMV (亿元)	13
图 20: 全球盲盒手办销售额 (亿美元)	13
图 21: 我国盲盒市场规模 (亿元)	13
图 22: 2023 年中国盲盒用户购买产品考虑因素分析	14
图 23: 消费者购买盲盒的主要动机	14
图 24: 我国盲盒各均价区间市场规模占比	14
图 25: 我国盲盒主要消费群体年龄分布	14
图 26: 全球潮玩市场规模 (亿美元) 与 YOY	15
图 27: 中国潮玩市场规模 (亿元) 与 YOY	15
图 28: Z 世代潮玩价格接受范围	16
图 29: 潮玩二手社群	16
图 30: 线下门店数量占比	16
图 31: 机器人商店数量占比	16
图 32: 我国谷子经济市场规模 (亿元)	17
图 33: 2018-2024 年我国宠物主年龄结构呈现出年轻化趋势	18
图 34: 美国养宠家庭渗透率与生育率基本呈负相关关系	18

图 35: 2017-2024 年我国犬猫宠物数量与儿童数量存反向走势关系.....	18
图 36: 2011-2024 年中国宠物家庭渗透率变化	19
图 37: 2000-2024 年中国犬猫数量及其分别占总人口数的渗透率.....	19
图 38: 2018-2027E 我国城镇宠物消费市场规模（按宠物分，亿元）	19
图 39: 2017-2024 年我国城镇宠物消费市场规模（按行业分，亿元）	19
图 40: 2017-2024 年中国宠物食品消费市场规模（亿元）	20
图 41: 宠物主粮在宠物食品中的占比基本呈上升趋势.....	20
图 42: 我国宠物食品行业竞争格局.....	20
图 43: 2015-2024 年中国宠物食品市场公司集中度	21
图 44: 2015-2024 美日宠物食品行业中公司 CR5 及 CR10 对比.....	21
图 45: 2014-2024 年中国宠物食品市场中玛氏、乖宝、雀巢、中宠、依蕴市占率变化情况.....	21
图 46: 2022-2024 年中国养宠人群购买主粮的品牌偏好变化.....	21
图 47: 2017-2024 年我国宠物医疗市场规模及增速（亿元）	22
图 48: 宠物医疗消费占比呈提升趋势	22
图 49: 2017-2024 年我国宠物（犬猫）数量（万只）	22
图 50: 2021-2024 年我国宠物（犬猫）免疫率	22
图 51: 全球现制饮品市场规模（以终端零售额计算）	24
图 52: 现制饮品占全球饮料市场百分比	24
图 53: 全球珍珠奶茶市场拆分（2023 年）	25
图 54: 全球咖啡店市场拆分（2023 年）	25
图 55: 中国现制饮品市场规模（十亿元）	26
图 56: 中国现制茶饮市场规模.....	26
图 57: 现制茶饮市场规模预测（按城市线级分类）（十亿元）	27
图 58: 不同城市线级现制茶饮市场规模增速	27
图 59: 2021 年-2024 年主要茶饮品牌客单价变化（元）	28
图 60: 现制茶饮市场规模预测（按价格分类）	28
图 61: 不同价格类别茶饮店规模增速	28
图 62: 头部茶饮品牌市场份额占比（以 2023 年终端销售额统计）	29
图 63: 头部茶饮品牌市场份额占比（以 2023 年出杯量统计）	29
图 64: 中国茶饮品牌出海东南亚发展历史	29
图 65: 蜜雪冰城海外门店数量.....	30
图 66: 蜜雪冰城内地以外加盟商及其相关服务营收	30
图 67: 蜜雪冰城内地以外加盟商及其相关服务营收占比.....	30
图 68: 蜜雪冰城毛利率（分地区）	30
图 69: 零食消费场景与驱动因素.....	31
图 70: 零食在众多娱乐消费中单价较低	31
图 71: 消费者单次购买休闲零食金额（2023 年）	31

图 72: 零食消费年龄段集中在中青年	32
图 73: 亿滋国际调查“为与他人联络感情而吃零食的频率”	32
图 74: 零食行业规模稳健增长.....	32
图 75: 零食量贩店较传统零食门店具备性价比(客单价, 元)	33
图 76: 零食量贩店产品较传统商超具备性价比.....	33
图 77: 零食集合店行业规模.....	33
图 78: 万辰集团和湖南鸣鸣很忙集团收入快速增长	33
图 79: 零食量贩行业规模.....	34
图 80: 企业拥抱性价比后收入加速增长	34
图 84: 全球休闲及户外用品市场规模(单位: 亿美元)	36
图 85: 休闲及户外市场规模终端用户比例(单位: %)	36
图 86: 2024 年户外运动市场主要圈层消费趋势.....	37
图 87: 户外运动服饰休闲化、场景化案例一: 北面登山轻量外套	38
图 88: 户外运动服饰休闲化、场景化案例二: 骆驼骑行防晒衣	38
图 89: 不同层级户外品牌.....	39
图 90: 国产体育服饰品牌推出的部分户外系列产品.....	40
图 91: 2019-2023 年人均体育场地面积逐年上升(单位: 平方米)	42
图 92: 2015 年-至今电商渠道发展历程.....	46
图 93: 全球户外运动爱好者人口(百万人)	47
图 94: 户外运动爱好者年龄占比(2024 年上半年)	47
图 95: 运动相机全球市场规模.....	47
图 96: 运动相机全球市场出货量.....	47
图 97: 互联网应用用户规模(亿人)	48
图 98: 中国 VR 产业规模(亿元)	48
图 99: 全景相机全球市场规模(亿元, %)	48
图 100: 全景相机全球出货量(万台, %)	48
图 101: 恒大黑灯工厂工作的机械手臂.....	49
图 102: Something For 咖啡机器人.....	49
图 103: 石头科技扫地机器人	50
图 104: 科沃斯自动割草机	50
图 105: 添可炒菜机器人	50
图 106: 九阳炒菜机器人	50
图 107: 苏泊尔炒菜机器人	51
图 108: 美的炒菜机器人	51
图 109: 三星机器人保姆 Bot Handy.....	51
图 110: 美的家庭服务机器人 WISHUG.....	51
图 111: Skyline Robotics 用 KUKA 机械手臂结合 AI, 提供以机器人为摩天大楼擦窗	52

图 112: Mobile ALOHA 机器人	52
图 113: Physical Intelligence 机器人	53
图 114: PaLM-E 机器人	53
图 115: TidyBot++ 机器人可以学习各种家务劳动	54
图 116: 乐森变形金刚拥有两种变形形态	56
图 117: 乐森变形金刚获马斯克点赞	56
图 118: 特斯拉机器人动作玩具在官方商店开售	57
图 119: 特斯拉机器人实物图	57
图 120: 中国智能音箱年销售量	58
图 121: 中国彩电内销量	58
图 122: 智能音箱接入 AIGC	59
图 123: 百度宣布智能音箱接入 AIGC	59
图 124: 中国消费级网络摄像头的销量	60
图 125: enabot 智能伴宠机器人	60
图 126: 科大讯飞 iFLYBUDS Pro2 产品图	61
图 127: 豆包 Ola Friend 产品图	61
图 128: AI 眼镜示意图	62
图 129: 雷鸟 V3 的 AI 功能	62
图 130: 雷鸟 AI 能力对比	62
表 1: 推荐标的盈利预测及估值（收盘价为 2025 年 6 月 5 日）	3
表 2: 新消费重点公司清单（收盘价为 2025 年 6 月 5 日）	10
表 3: 代表性品牌主流价格带分布	14
表 4: 茶饮产品发展历程	25
表 5: 头部现制饮品价格及地区覆盖情况	26
表 6: 东南亚地区前三大现制茶饮品牌（截至 2023 年）	30
表 7: 2019 年至 2029 年（估计）中国内地高性能户外服饰行业市场规模（按产品细分）（亿元）	36
表 8: 2019 年至 2029 年（估计）中国内地高性能户外服饰行业市场规模（按产品类别细分）（亿元）	37
表 9: 近年来政府不断加大体育产业政策扶持力度	40
表 10: 2017-2022 年体育服务业快速发展（单位：万亿元）	41
表 11: 城镇居民人均可支配收入稳定提升（单位：元）	42
表 12: 户外运动行业增长迅速（单位：亿元）	42
表 13: 滑雪人次超过 10 万的滑雪场统计	43
表 14: 头部国产体育服饰品牌旗下产品矩阵与技术	44
表 15: 各大品牌持续推进精细化运营	45
表 16: 索尼 AIBO 迭代历程	55

表 17: 乐森机器人系列	56
表 18: 部分代表性公司 AI 玩具布局	57
表 19: AI 耳机产品梳理	61
表 20: 国产 AI 眼镜品牌新品情况	63
表 21: 推荐标的盈利预测及估值（收盘价为 2025 年 6 月 5 日）	64

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

何伟，银河研究所副所长、大消费组组长、家电行业首席分析师。

张迪，宏观经济首席分析师；陈柏儒，轻工行业首席分析师；谢芝优，农业行业首席分析师；郝帅，纺服行业首席分析师；顾熹闽，社服行业首席分析师；刘光意，食品饮料行业分析师；刘来珍，食品饮料行业分析师；杨策，家电行业分析师；刘立思，家电轻工行业分析师；赵红蕾，宏观经济分析师。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅 5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn