

商贸零售行业2026年投资策略

拥抱变局聚新势，重塑价值觅转机

行业研究 · 行业投资策略

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：张峻豪

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

执证编码：S0980517070001

证券分析师：柳旭

0755-81981311

liuxu1@guosen.com.cn

执证编码：S0980522120001

证券分析师：孙乔容若

021-60375463

sunqiaorongruo@guosen.com.cn

执证编码：S0980523090004

投资摘要

- **2025年回顾：**2025年1-9月社零销售额365,877亿元，同比增长4.5%，除汽车以外的消费品零售额增速为4.9%。分品类看，化妆品前三季度社零销售额同增3.9%，表现相对平稳，黄金珠宝在去年低基数，以及金价持续抬升驱动下，前三季度社零销售同比增长11.5%。出海市场来看，前三季度我国跨境电商进出口约2.06万亿元，增长6.4%，在关税等外部影响冲击下，依旧稳健。整体来看，2025年消费存在一定结构性亮点，以宠物、潮玩、个护、珠宝等赛道中，具备洞察新消费人群需求并以此实现产品创新升级的新消费龙头表现亮眼。行情复盘来看，新消费产业趋势的把握，以及传统消费的困境反转预期是两大核心主线，并在年初板块呈现了较为积极的行情表现，但也在后期随着基本面的演绎呈现行情降温和标的缩圈的特征。
- **2026展望：**1) **新市场：**一方面在国内市场中，探索边际增量空间，包括线下渠道调改过程中的客群回流，以及即时零售等商业模式创新下的新红利等；另一方面继续探索出海机会，出海依旧是中国品牌打开增量市场的重要方式。2) **新需求：**基于在新市场环境，对新兴消费群体偏好的洞察，围绕产品的情绪价值和实用价值，在IP+与AI+方向探索产品创新源泉，实现企业销售的破卷增长。3) **平台化：**且在当前存量竞争加剧背景下，其单一产品和品牌生命周期也在缩短。因此需要打造平台化机制，并通过内生外延方式，不断挖掘新机会，从而保障增长的持续性和确定性。
- **投资建议：**维持板块“优于大市”评级。25年末市场震荡有所加大，而展望明年，从牛市轮动角度，滞涨已久的消费板块不排除在政策边际加码，以及企业自身改善下迎来一定的行情弹性。1) **美容护理：**一是关注产品创新仍有空间的个护龙头；二是重视具备平台化能力，以多品牌实现迭代增长的国货龙头。推荐：上美股份、珀莱雅、毛戈平、登康口腔、若羽臣、上海家化等。2) **黄金珠宝：**在保值及悦己双重催化下，积极通过差异化设计布局一口价产品的企业有望持续受益，且新锐龙头仍有一定门店扩张空间。推荐：潮宏基、周大福、六福集团、老铺黄金、菜百股份等。3) **跨境出海：**市场对外部关税影响逐步钝化，龙头企业在目的地市场拓展和新品类布局下将带来持续基本面催化，推荐：小商品城、安克创新、焦点科技等。4) **线下零售：**当前调改主线明确，部分龙头已初步展现一定经营改善，可积极关注低位个股：家家悦、名创优品、永辉超市、重庆百货等。
- **风险提示：**终端消费需求不及预期，竞争加剧影响企业盈利能力，企业管理层变动调整导致经营能力受损，并购后管理不善带来商誉增加等。

附表：重点公司盈利预测及估值

代码	公司名称	投资评级	收盘价 11-26	总市值（亿元） 07-11	EPS				PE			
					2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
1318.HK	毛戈平	优于大市	89.15	437.00	1.8	2.42	3.1	3.79	49.53	36.84	28.76	23.52
002345.SZ	潮宏基	优于大市	12.44	110.53	0.22	0.55	0.64	0.72	56.55	22.62	19.44	17.28
001328.SZ	登康口腔	优于大市	35.24	60.67	0.94	1.19	1.41	1.71	37.49	29.61	24.99	20.61
300866.SZ	安克创新	优于大市	106.40	570.47	3.98	4.89	6.06	7.38	26.73	21.76	17.56	14.42

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理预测,注:毛戈平收盘价和市值为港元

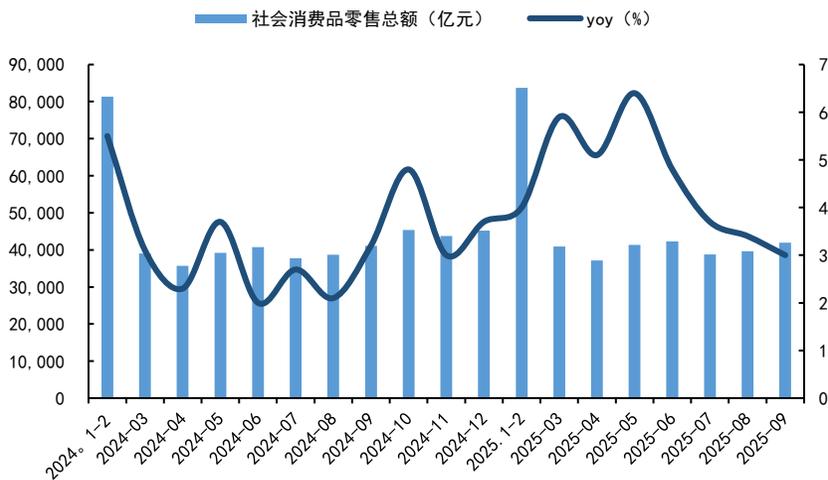
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

一、2025年行业复盘：整体增长平稳，存在结构性亮点

消费数据回顾：行业基本面平稳发展，可选消费有所分化

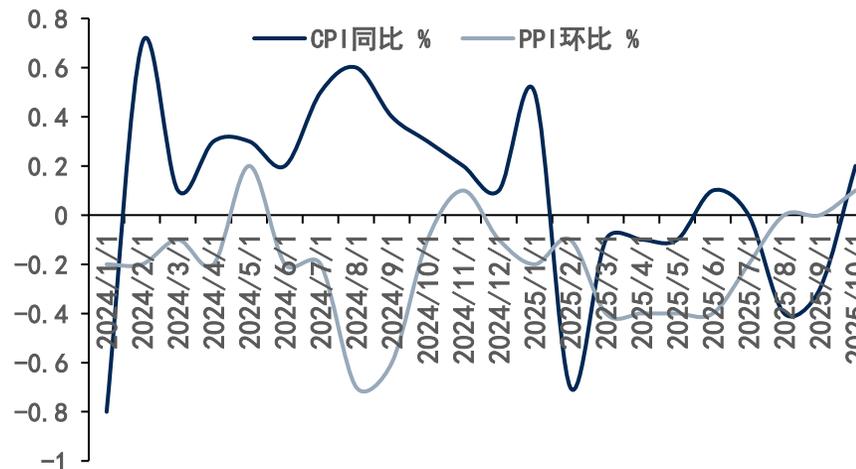
- 受到宏观经济环境变化以及行业竞争加剧的影响，消费行业2025年前三季度整体行业增速表现较为平稳。从社零数据来看，2025年1-9月社零销售额365,877亿元，同比增长4.5%，除汽车以外的消费品零售额增速为4.9%。其中上半年在去年底以来的一系列促消费刺激政策驱动下，社零增速表现一度抬升至近两年来的高位，但进入下半年有所回落，整体全年预计维持稳步增长。
- 虽然消费行业总体仍延续渐进复苏和结构分化的特点，但积极因素也在累积。政策面来看，近期发布的“十五五”建议稿中首提“居民消费率明显提高”，体现国家层面对消费的重视程度性再度提升。同时10月，CPI、PPI数据好于预期，其中10月CPI同比转正，PPI环比年内首次为正，同比连续3个月收窄降幅。未来通过供需双向发力，一方面加大社会保障力度稳定居民消费，另一方面积极推进“反内卷”等政策，有望进一步促进消费产业的量价恢复。

图1：中国社会消费品零售总额及同比增速（亿元、%）



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图2：CPI、PPI变化

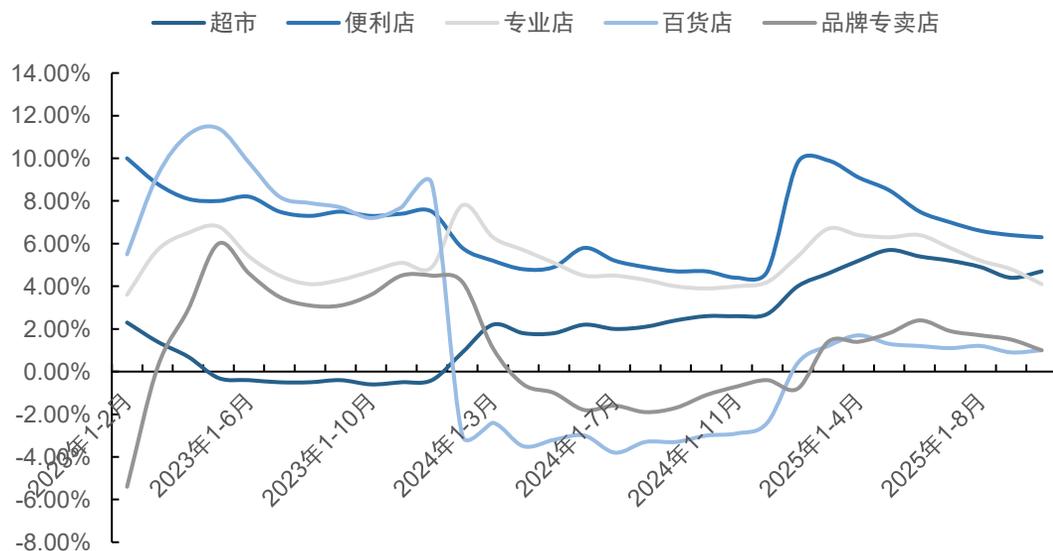


资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

分业态：线下商超增长平稳，零售企业调改持续推进

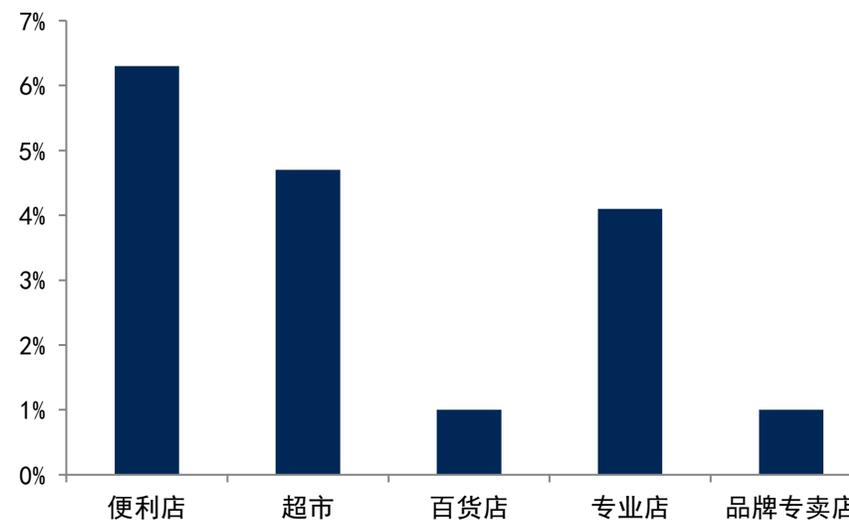
- 1—10月份，限额以上零售业单位中便利店、超市零售额同比分别增长6.3%、4.7%，表现较好。专业店零售额同比增长4.1%，受益于消费者对升级类、品质类商品需求持续扩大，以及行业自身“调改潮”深度转型变革。未来若CPI持续恢复也将对超市等相关业态的同店恢复有所提振。
- 以可选消费为主的百货渠道及品牌专卖店，受消费力承压影响更为明显，在2024年全年表现相对承压，而2025年1-10月仍延续弱复苏状态，社零销售额均分别同比上升1%。同时折扣零售相关业态也因同质化竞争加剧有所放缓，奥特莱斯增速从2022年的11%回落至2024年的4.5%，但仍好于百货行业。

图3：线下零售业态的零售额增速（%）



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图4：2025年1-10月限额以上零售单位零售额同比

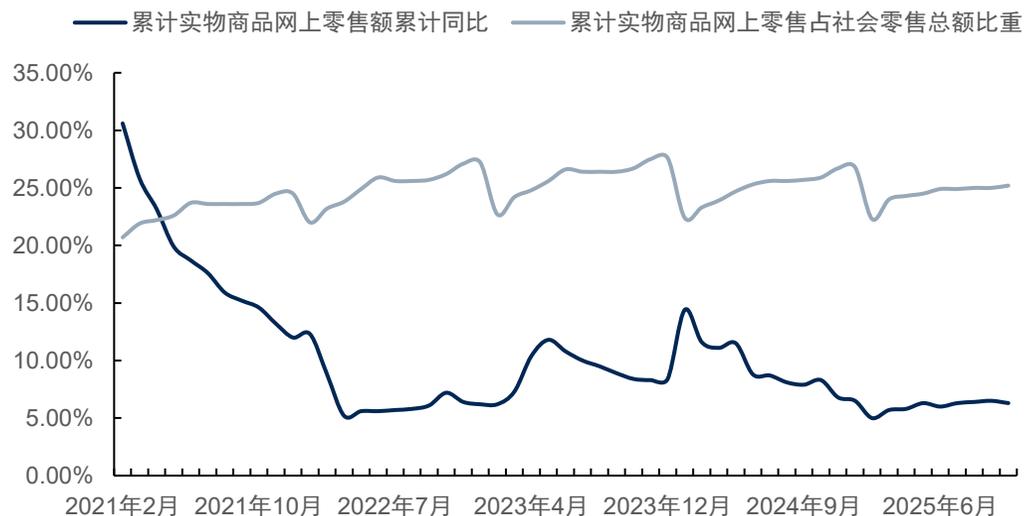


资料来源：国家统计局、中国百货商业协会、国信证券经济研究所整理

分业态：线上各平台消费稳健，呈现三足鼎立格局

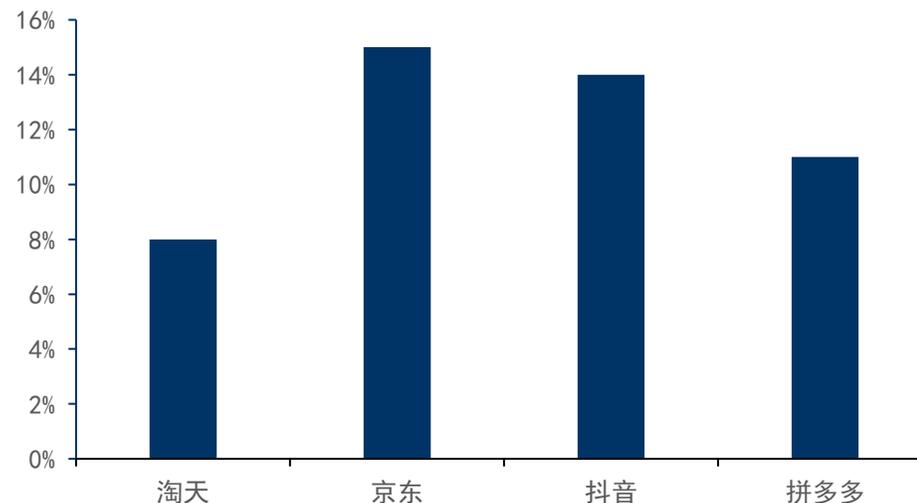
- 线上消费增速好于消费大盘整体。分渠道来看，2025年1-10月，全国网上零售额127,916亿元，同比+9.6%。其中，实物商品网上零售额103,984亿元，增长6.3%，占社会消费品零售总额的比重为25.2%。在实物商品网上零售额中，吃类/穿类/用类商品分别增长15.1%、3.6%、5.1%。
- 电商三大平台整体表现回温。据星图数据，2025年“双11”购物节期间，综合电商、即时零售及社区团购的全网电商销售额约1.7万亿人民币，同比增长14.2%。从销售份额来看，淘天、京东、抖音及拼多多分列前四名，分别占比37%、25%、15%、9%。抖音继续保持内容电商领先优势，大促期间6.7万个品牌销售额实现翻倍，破亿商品数量同比增长129%；京东在3C数码、家电等“带电”品类继续保持较快增长，订单量同比增长超125%；天猫核心品类表现亮眼，预售首日1小时内35个品牌成交破亿元，1802个品牌成交翻倍。

图5：实物商品网上零售额增速及占社零总额的比重（%）



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图6：2025年“双11”期间线上各平台销售额增速（%）

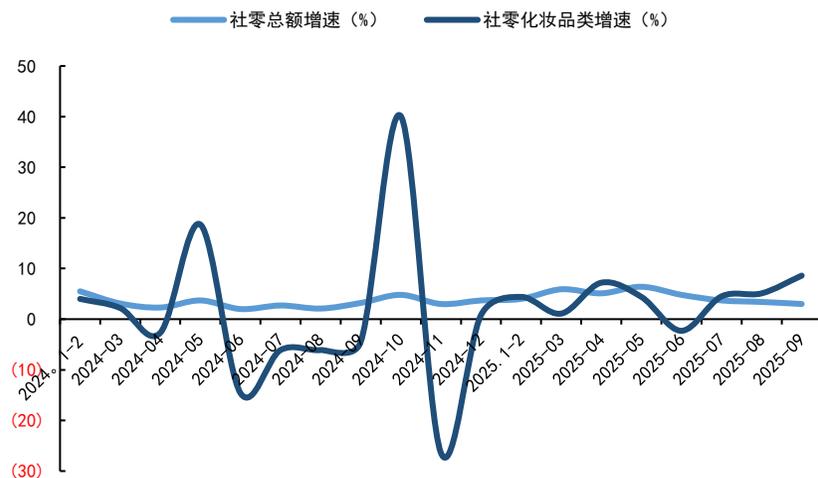


资料来源：星图数据、国信证券经济研究所整理

分品类：美妆品类低位增长，黄金珠宝低基数下加速表现

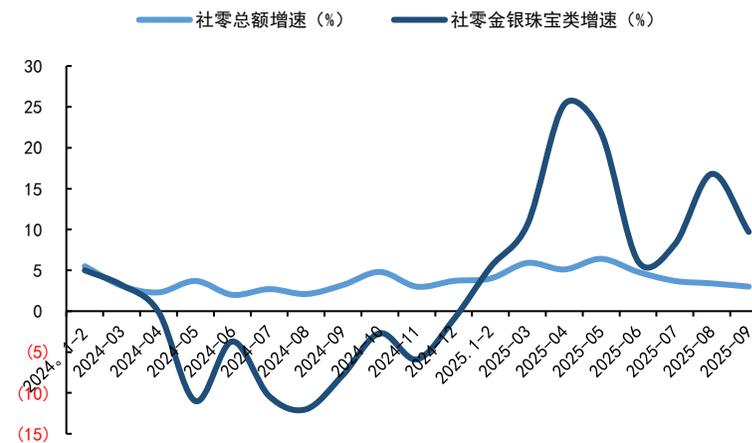
- 今年以来，化妆品受益于整体复苏亦实现稳健增长，2025年前三季度化妆品社零销售额实现3288.2亿元，同比增长3.9%。全年增速相对平稳，其中由于大促前置以及品牌日益注重平销，传统大促月份增速在分流后有所承压，但全年来看，预计整体行业大盘增速大致较为平稳。
- 黄金珠宝在去年二季度的低基数下，以及金价持续抬升驱动居民保值需求下，整体表现较为优异，2025年前三季度金银珠宝社零销售额实现2768.1亿元，同比增长11.5%，领先社零大盘。但在金价持续高企，以及产品设计丰富背景下，消费者对于黄金的品类需求也出现了较大的分化，一口价产品表现相对较优，在相关品类布局较为领先的品牌增速也领先行业。

图7：化妆品社零今年以来相对社零整体的月度表现情况（%）



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图8：金银珠宝社零今年以来相对社零整体的月度表现情况（%）

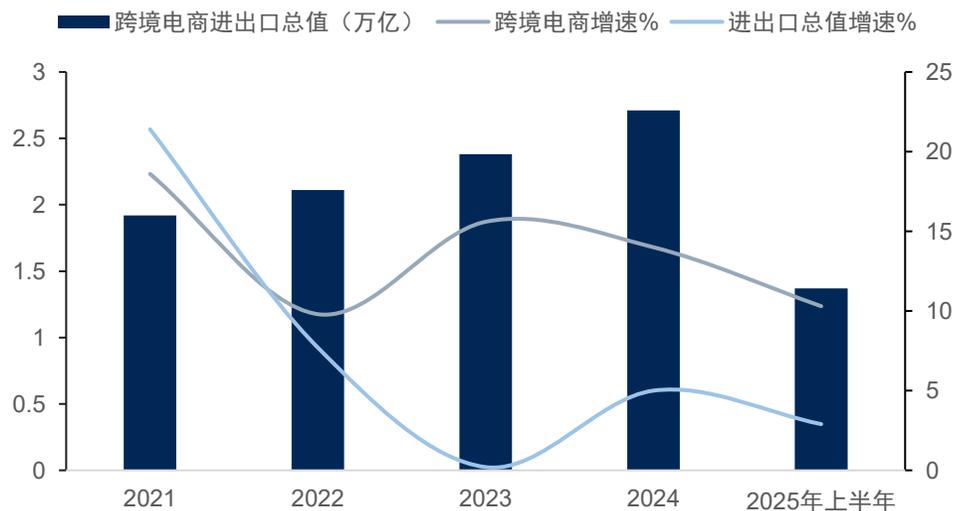


资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

出海消费：关税调整影响不同目的地国表现分化

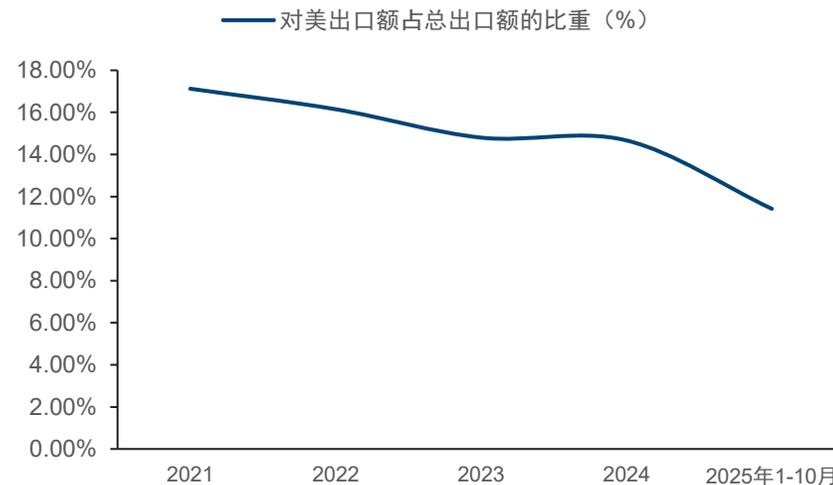
- 据海关总署，2025年上半年，我国跨境电商进出口1.37万亿元，同比增长了10.3%，占同期我国进出口总值的6.3%，比去年同期提升了0.4个百分点。其中，出口1.09万亿元，增长11.6%；进口2811.8亿元，增长5.5%。同时，据初步的测算数据，前三季度我国跨境电商进出口约2.06万亿元，增长6.4%。其中，出口约1.63万亿元，增长6.6%；进口约4255.4亿元，增长5.9%。
- 分目的地来看，根据海关数据，2025年前10个月中国对美出口2.52万亿元，同比下降17%，在关税等外部因素扰动下，对美出口规模退回7年前水平。而中国前10个月对欧盟出口额达3.3万亿元人民币，同比增长8.4%，成为当前中国第一大单一出口市场。此外，从出口区域多元化看，前十个月，中国与东盟贸易总值为6.18万亿元，增长9.1%，占外贸总值的16.6%。同期，对共建“一带一路”国家合计进出口19.28万亿元，增长5.9%。

图9：中国跨境电商进出口规模及增速（万亿元、%）



资料来源：海关总署、国信证券经济研究所整理

图10：中国对美出口额占总出口额的比重（%）

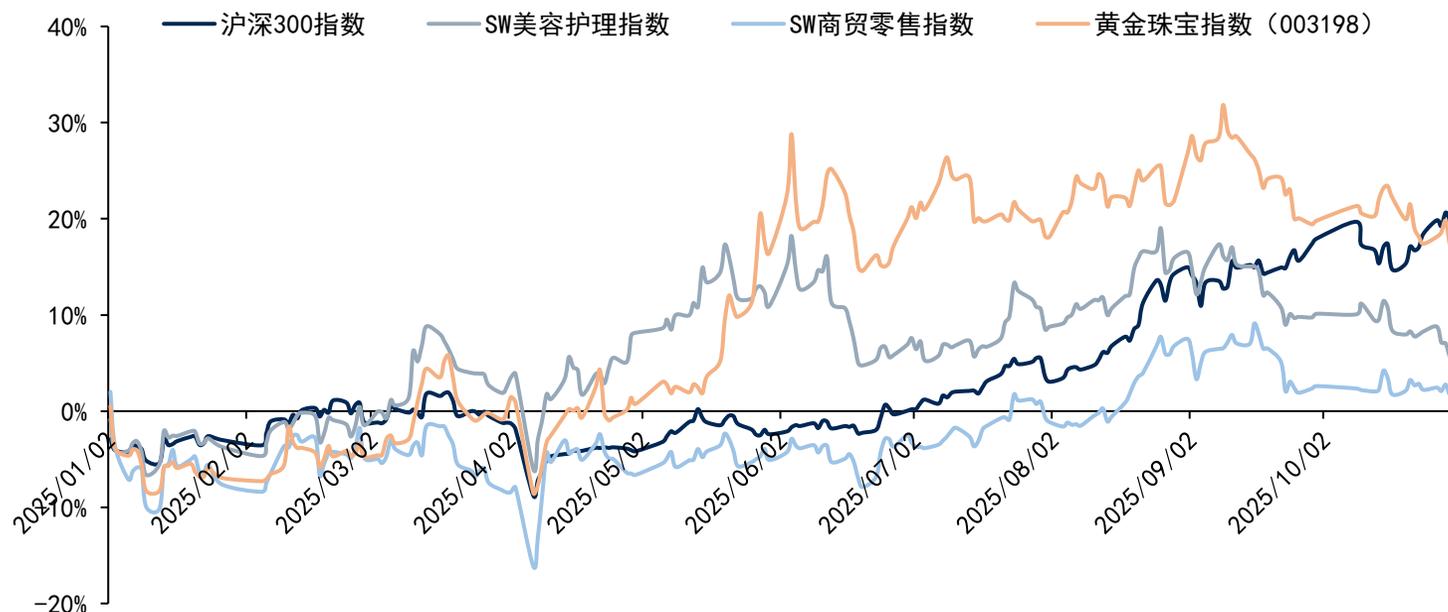


资料来源：海关总署、国信证券经济研究所整理

行情回顾：板块整体较为平淡，黄金珠宝零售相对较好

- 从板块行情表现来看：2025年1-10月，申万商贸零售指数上涨3.88%，跑输沪深300指数14.06pct，由于去年底涨幅较大的调改主线标的，业绩兑现仍需时间，导致走势相对更为平淡。申万美容护理指数上涨5.89%，跑输沪深300指数12.05ct。其中上半年一度表现较好，但进入下半年受整体大盘风格切换聚焦科技主线下，新消费主题热度逐步退却，受此影响而回调较为明显。此外，黄金珠宝指数（003198.CJ）今年1-10月涨幅16.87%，跑输沪深300指数1.07pct，在整体消费行情中表现较好。受益于一口价金饰消费崛起及金价上行进一步强化产品保值属性，重点龙头个股销售数据较好。

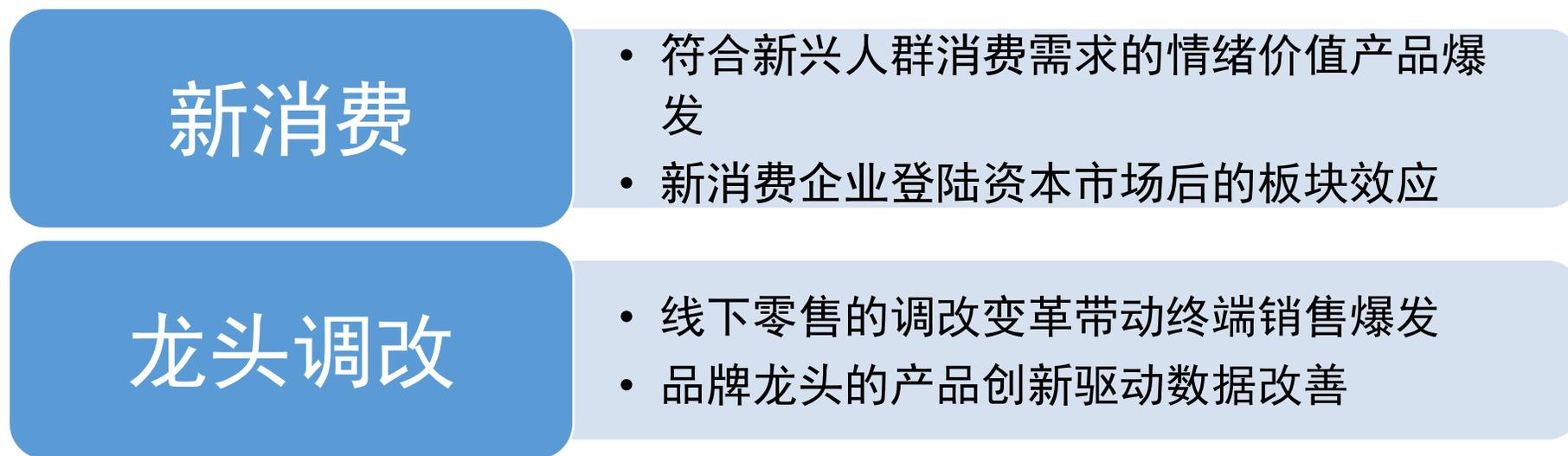
图11：美容护理、商贸零售及黄金珠宝指数2025年以来相较于沪深300指数的股价变化（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

- 总结来看，2025年的板块行情演绎基本呈现出了两个方向：
- 1) **新消费产业趋势的把握**：年初新消费行情表现突出，在技术瓶颈、经济压力等背景下，叠加年轻群体消费心态变化，消费品类呈现出了“低成本获取情绪价值”的特征，且相关新消费企业在H股密集上市后也带动了板块交易热情，核心标的在积极的数据支撑下行情也表现突出。但新消费并非聚焦于短期概念炒作的机会，随着后期相关企业增长驱动因素的进一步捋清，行情逐步缩圈至具备长期投资价值标的。
- 2) **传统消费的困境反转预期**：23年以来的消费环境突变下，不少传统消费龙头陷入运营困境，但也在积极探索适应新环境的增长性模式，因此24年末开始密集出现了线下零售的渠道调改以及品牌龙头的产品创新。且从在资本市场角度来看，当前流动性良好且市场情绪持续转优，对短期估值也具备容忍度。但在后期随着基本面业绩的兑现，市场对个股的筛选也更加精细化。

图12：2025年板块由新消费以及龙头调改两大主线引领



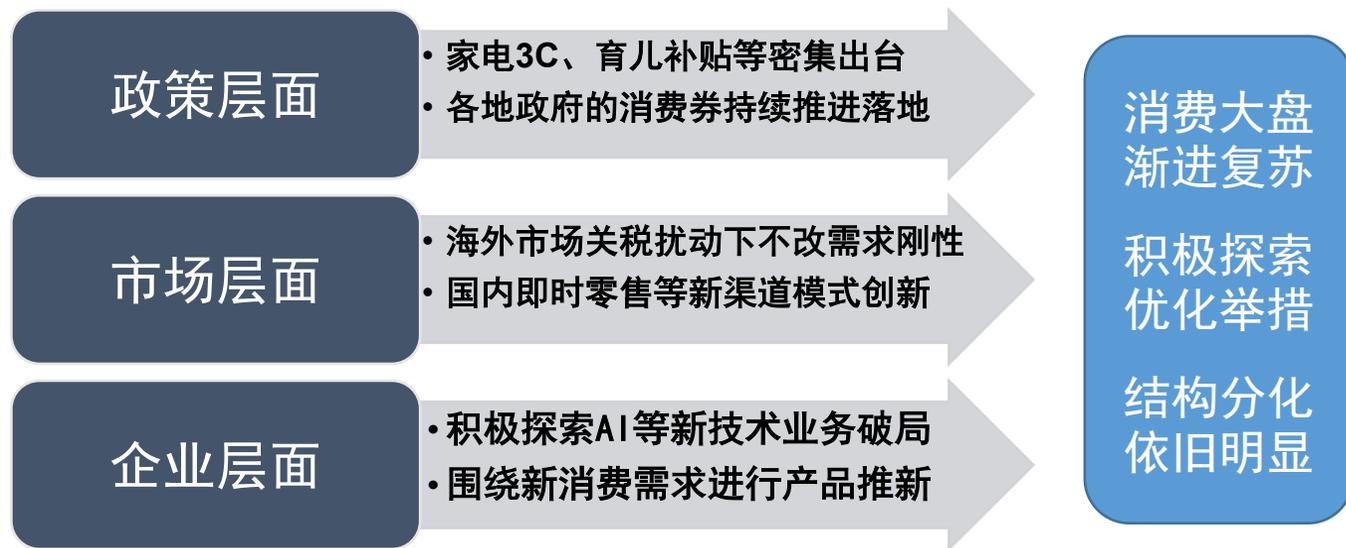
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

二、2025年消费特征总结：积极求索， 成效渐显，持续性待观察

2025年消费关键词：积极求索，成效渐显，持续性待观察

- **政策层面**：去年以来政策端开始转向内需刺激，中央层面发布了一系列如生育补贴、耐用消费品补贴等政策，地方层面也积极推进消费券发放，一定程度上对国内需求端有着较为积极的推动作用，但中长期来看，在居民消费率提升方向仍有进一步的发力空间。
- **市场层面**：出海空间依旧广阔但关税等不确定因素的扰动也在出现，但海外对国内高性价比产品需求刚性，头部抗风险能力强的企业也展现了经营韧性。同时国内市场仍有模式创新落地，即时零售等成为平台获客布局的新方向，但前期大力度投入下，流量挖潜效率有待提升。
- **企业层面**：AI等新技术的突破和悦己等新需求的满足，给企业的产品端带来新超车机会，但在市场竞争较为激烈的环境下，新品的生命周期也在缩短，新消费板块的增长持续性问题在三季度后开始突显，企业在创新之外也需要找到长期持续增长的模式。

图13：2025年消费企业分化影响因素

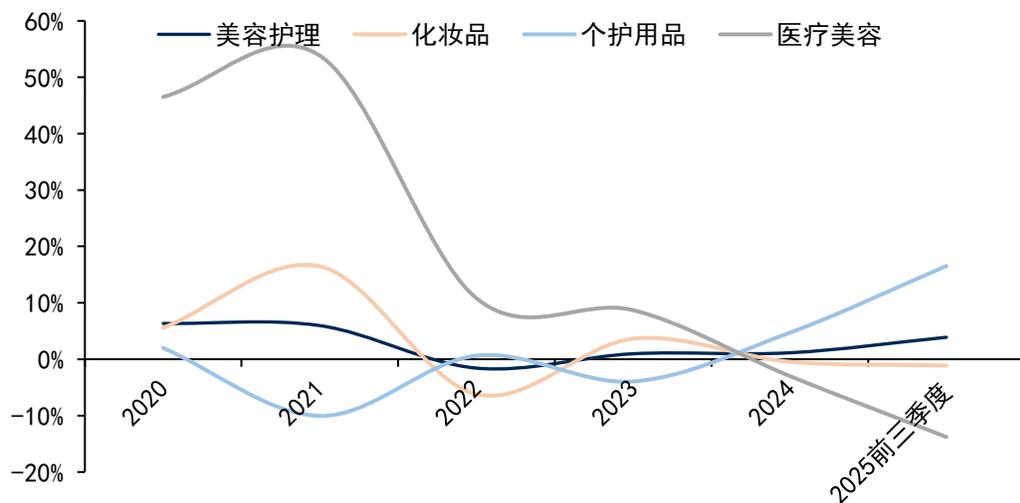


资料来源：公司财报、国信证券经济研究所分析整理

美容护理行业：个护赛道表现突出，行业整体盈利压力有所加大

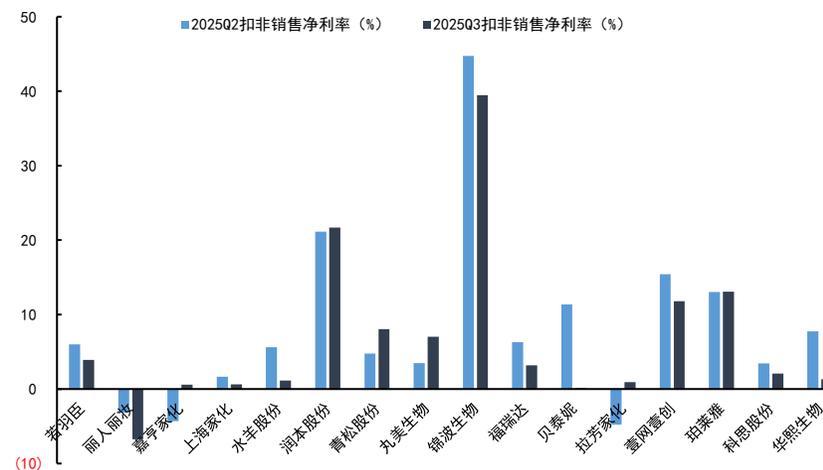
- 美护行业整体25年表现相对平平，其中细分板块出现较为明显的分化：个护>美妆>医美。在消费力继续承压的背景下，医美等高定价产品需求仍有压力，美妆品牌则继续呈现分化态势，而个护赛道却依托产品创新升级实现相对较高增长。个护行业电商渗透率仍相对较低，自去年以来，部分国货龙头通过积极的产品创新，打造出了一批适配于当前电商模式的高毛利、强内容升级品类，进而得以通过借助高杠杆的内容电商平台，实现了份额快速获取。
- 从报表来看，今年美护板块在三季报开始出现明显的盈利承压：1) 平台规则及竞争变化，今年以来我们看到国际高端品牌的增速表现相对优于国货品牌，一方面是其折扣促销力度相对加大，同时也与各大电商平台从最低价向重视GMV调整的规则变化有关。此外抖音平台降低达播转而扶持自播，也对部分尚不具备品牌绝对影响力的企业产生影响；2) 新品推出较为平淡，无论是美妆还是医美，近年来较为缺少有较大受众吸引力的新品概念，因而品牌也难以通过爆品驱动规模增长。

图14：美容护理及二级子行业营收增速表现（%）



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图15：美护板块核心个股扣非净利率变化

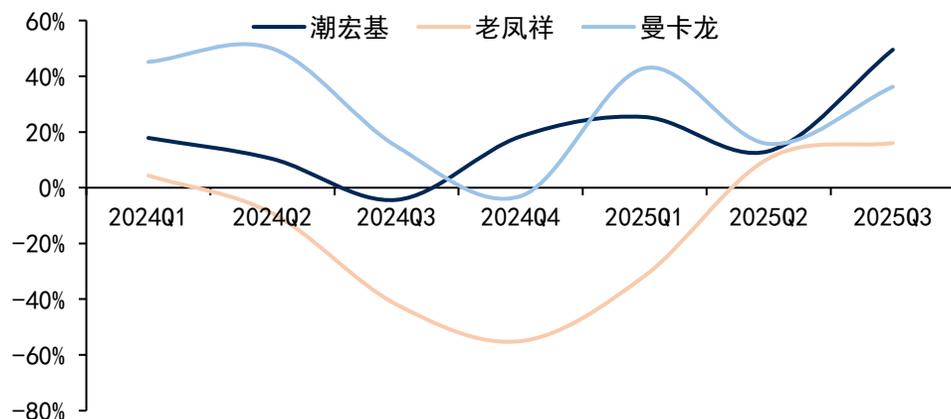


资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

黄金珠宝行业：金价扰动趋缓，产品模式差异成为业绩分化要素

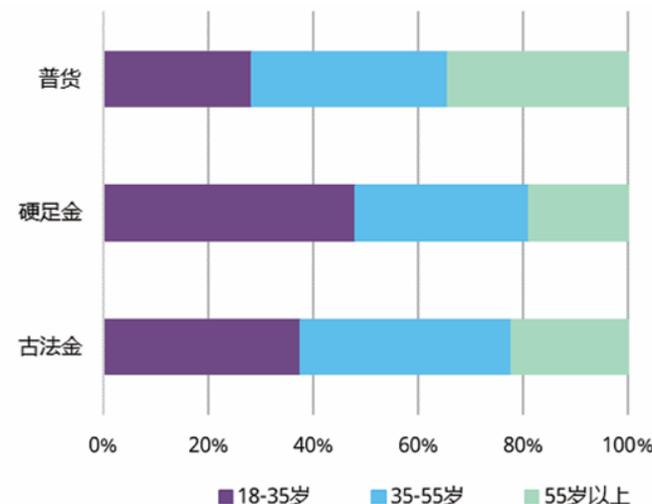
- 25年以来，黄金珠宝在去年二季度的低基数下，以及金价持续抬升驱动居民保值需求下，整体表现较为优异，并显著领先消费大盘。但在金价持续高企，以及产品设计丰富背景下，消费者对于黄金的品类需求也出现了较大的分化，一口价产品表现相对较优，在相关品类布局较为领先的品牌增速也领先行业。
- 一口价金饰占比提升的逻辑在于：一是对企业而言，创新设计和产品研发的投入需要更高的毛利支撑，故也更偏好一口价的定价方式。反过来而言，也就意味着企业采取一口价定价方式后，产品的质感、设计美学必须跟上，否则容易被消费者所抛弃。产品的设计美学也成为了当前行业竞争的核心要素之一。二是消费者结构中，年轻消费群体增加，该群体在产品提供足够的设计美感和情绪价值的前提下，也具备接受较克重方式更高溢价的意愿。且在新媒体渠道的种草传播下，优质黄金珠宝供给与年轻消费群体需求实现精准对接和快速扩圈，将形成行业发展的良性驱动力。据世界黄金协会数据，2024年中国18至34岁的消费者贡献了超过三分之一的金饰零售额，已逐步成为核心消费群体。

图16：黄金珠宝板块企业25年前三季度业绩增速分化明显



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图17：各年龄及各品类金饰消费者占比 (%)

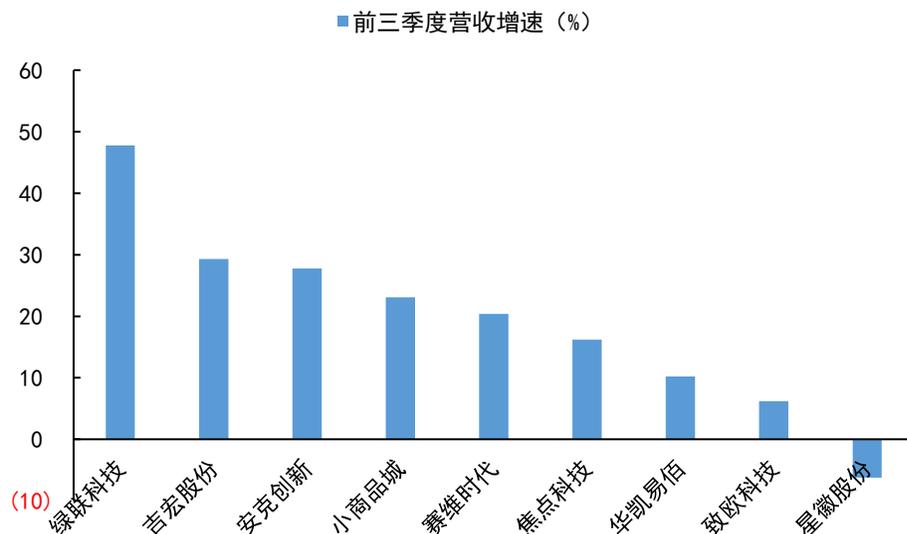


资料来源：中国黄金报社、世界黄金协会、国信证券经济研究所整理

跨境出海：企业盈利分化，对关税等外部环境变化较为敏感

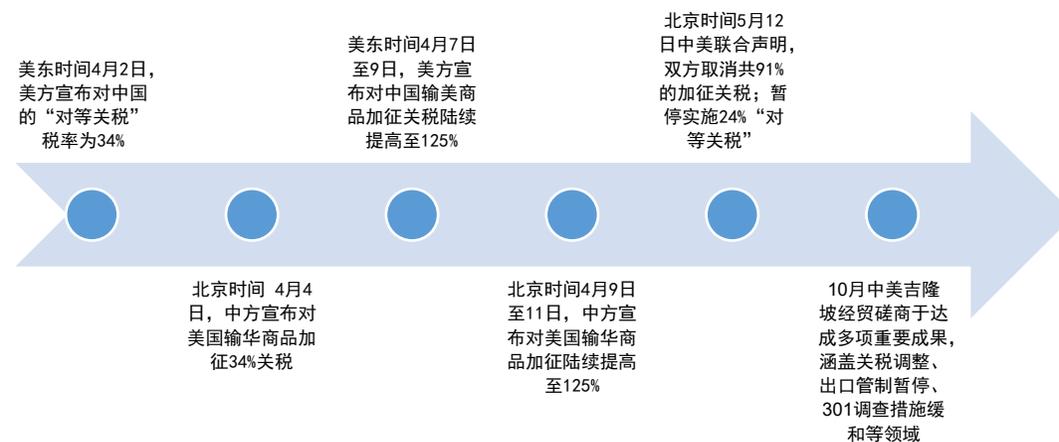
- 今年以来，即使有关税不确定性因素影响，跨境出海公司营收整体仍有着积极表现，头部企业在科技驱动产品创新下，以国内的优质供应链，通过外贸新业态新模式为全球消费者提供更加多元化购物选择，也符合当下目的地国市场消费者对于高性价比商品的需求。
- 从各企业具体情况来看，一方面反映国内龙头出海公司依托自身的较强经营韧性，对外部关税等因素扰动影响有着较为有效的应对，另一方面，头部公司的产品创新（如绿联的NARS、安克的储能等）对最终表现也有积极推动。
- 利润端波动仍相对较大，主要由于不同企业的品类、区域布局，以及经营模式差异，利润表现分化极为明显。一方面，部分龙头在新业务开拓下业绩具备新的支撑，如小商品的六区市场招商带来业绩增量；另一方面，多数企业去年以来针对经营短板进行了运营调整，如赛维时代等在运营效率改善下，利润呈现较为明显修复。

图18：前三季度跨境出海企业增速表现



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图19：中美关税变化时间线



资料来源：新华社、国信证券经济研究所整理

线下零售：积极调改原有经营模式以适应新型供需关系



- 去年以来国内传统商超百货龙头纷纷开启门店调改，核心原因在于此前的商超百货等传统渠道商业模式，已经无法适应新的消费趋势，而从本轮调改转型的侧重点来看，企业运营的重点已经从前端获客转向后端的商品力运营，根据消费者不断升级的需求，挖掘并提供优质的产品和丰富的服务，并赚取来自消费者对渠道商品力认可后带来的选择溢价。
- 因此，去年以来如永辉超市、步步高、汇嘉时代、新华百货等多家国内线下零售公司根据新形势开启了新一轮的调改变革。截止2025年10月永辉超市已完超200万平方米商业调改，调改店客流平均增长80%，60%以上进入稳定期的调改门店盈利水平超越过去5年最高值。共有102家调改门店的顾客净推荐值（NPS）均值超过40%。

表1：2024年以来宣布调改的商超企业及更新

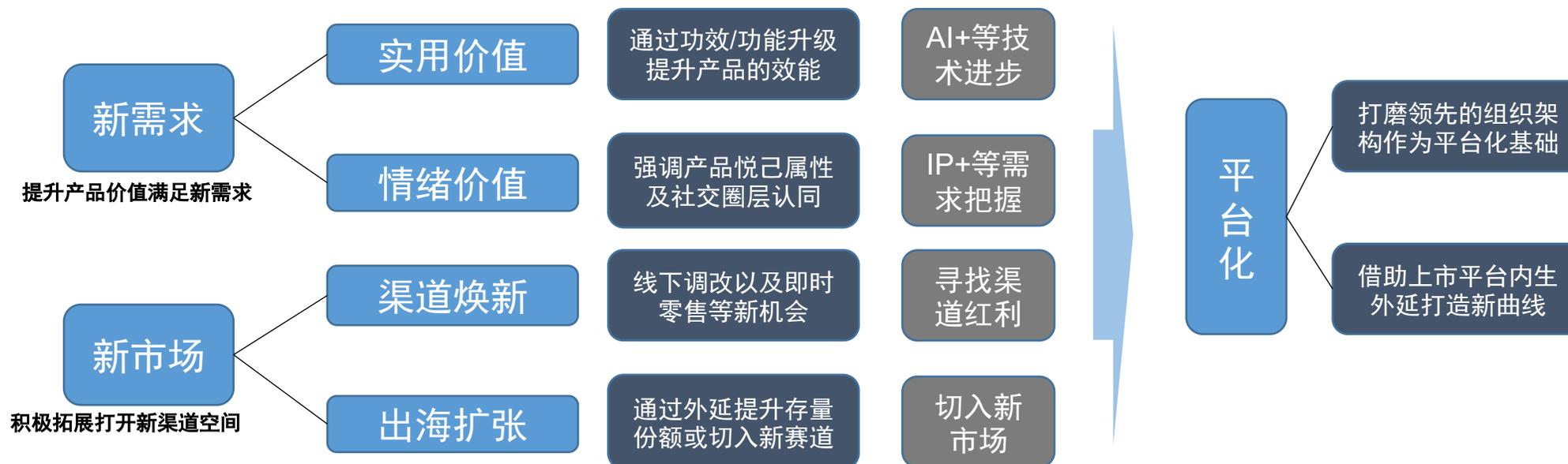
企业	调改进展
永辉超市	截至2025年8月22日已调改162家。永辉超市共有102家调改门店的顾客净推荐值（NPS）均值超过40%，达到行业优良水平，其中更有19家门店该值超过50%，成为内部标杆。永辉超市调改店客流平均增长80%，60%以上进入稳定期的调改门店盈利水平超越过去5年最高值。
步步高	截至2025年9月底，完成调改的门店数量20家。调改后整体经营向好，日均客流从1500多人增长到6100多人；平均客单价从60元上升到107元；库存周转天数从50天缩短至17.8天；商品动销率从75%提升至92%。
高鑫零售	未来三年加速门店调改，计划调改500家门店。部分门店调改后经营效率提升，从品类调整、产品布局、自有品牌、供应链优化等多个维度着手。
汇嘉时代	2024年开始在乌鲁木齐等地自主调改，并持续推进。调改门店整体生鲜销售额同比增长47%，毛利额同比增长72%，销售占比提升约2个百分点。
新华百货	2025年开始借鉴“胖东来”模式进行超市门店调改，9月19日首家调改店开业，首日客流近2万人，第二日客流预计超过3万人次。预计在12月5日，调改门店数达到5家。

资料来源：各企业公告、联商网、新华百货、国信证券经济研究所整理

三、2026年展望：新需求、新市场、 平台化

- **新市场**：一方面在国内市场中，探索边际增量空间，包括线下渠道调改过程中的客群回流机会，以及即时零售等商业模式创新下的新红利等；一方面继续探索出海机会，尽管有关税等外部影响因素的扰动，但是出海依旧是中国品牌打开增量市场的重要方式。
- **新需求**：主要基于对新市场环境下，对新兴消费群体偏好的洞察，围绕产品的情绪价值和实用价值，在IP+与AI+方向探索产品创新源泉，并通过高效渠道模式的掌握和运营，实现企业销售的快速破局增长。
- **平台化**：无论是新市场还是新需求，如果企业只是把握住了单一市场或产品的机会，最终也会面临增长天花板，且在当前存量竞争加剧背景下，其生命周期也越发短暂。因此需要打造平台化机制，在供需两端，通过内生外延方式，不断挖掘新机会，从而保障增长的持续性和确定性。

图20：2026年消费产业机遇演绎方向



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所分析整理

新需求：AI技术迭代更新加速，有望逐步创造增量业务贡献

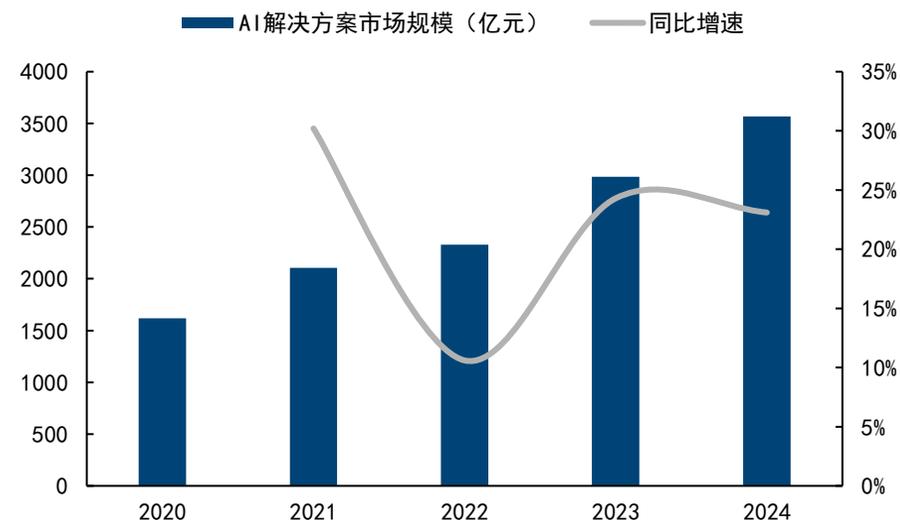
- 2025年，AI创新产品继续迎来爆发，为企业打开业务增长新来源：
 - 1) 新产品：AI硬件创新正在广泛落地，通过AI大模型赋能，正快速颠覆传统消费电子市场，也催化出了众多新需求，带来企业层面的新增长点，如绿联发布的AI NAS产品，康耐特切入AI眼镜产业链等；同时由于这些产品的创新性和前瞻性，在产品渗透率的提升中，也需要专业化的渠道来进行助力。因而也给了垂直类专营连锁渠道商新的收入增长来源点，如孩子王（AI玩具）、博士眼镜（AI眼镜）等。
 - 2) 新服务：传统运营服务商也在积极探索借助AI工具赋能下游客户，实现创收服务。目前头部服务商通过与阿里等AI大模型厂商达成深度合作，将自身定位为AI服务的“最后一公里”，与阿里等“干线”形成互补，共同为品牌方提供既高效又个性化的智能解决方案，并在此过程中强化品牌合作的粘性，并开拓新的收入增长点。

图21：部分消费级AI产品一览



资料来源：VR陀螺、国信证券经济研究所整理

图22：国内提供AI解决方案服务的市场规模变化

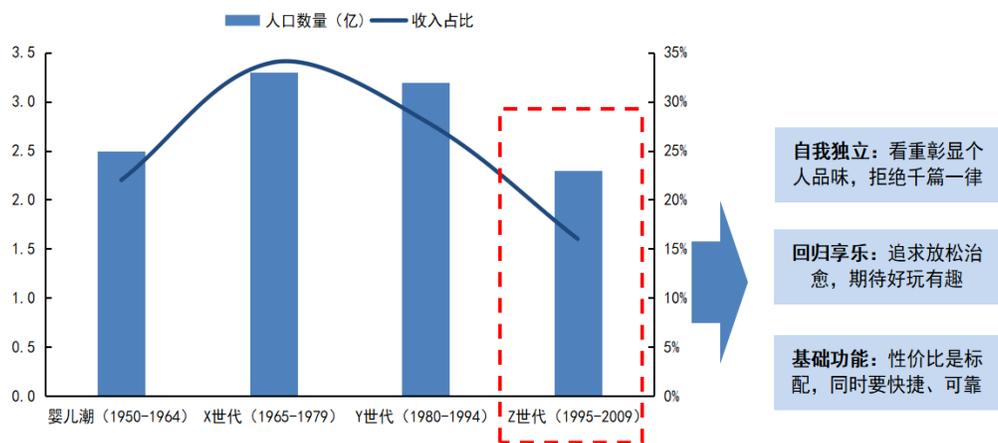


资料来源：艾媒咨询、国信证券经济研究所整理

新需求：IP+商业带动产品差异化，情绪价值仍是企业产品创新重要抓手

- 根据马斯洛需求层次理论，居民在满足生理和安全等底层需求的基础上，会更加追求社交认同及自我实现等要求。这一趋势长期是持续的，对于当代国内年轻人，近年无论是职场晋升竞争，还是学业激烈比拼，内卷的社会环境都让人们感到压力加大，越发需要情绪的释放窗口。
- 对于品牌而言，随着当前消费需求相对承压，以及产品同质化竞争加剧，对情绪价值的把握成为品牌方为数不多实现产品差异化的方式，但在当前这样一个割裂的时代，消费群体圈层化越发突出，同时情绪热点变化速度也极快。这都需要较强的消费者洞察和产品灵活迭代能力。
- 从企业微观来看，业绩的驱动也转而步入通过产品端的差异化推新和升级来实现。产品IP化为品牌提供了差异化竞争的抓手，但情绪价值由于其锚点变化较快，对于企业如何把握也提出了更高的要求。IP+只是突破口，如何在后续经营过程中不断强化在这一定位下的消费者认同，并最终形成强有力的品牌忠诚度，才是长期获得经营壁垒的关键。

图23：不同世代消费人群的消费特征差异



资料来源：MobTech研究院《2024年情绪经济消费人群洞察》、国信证券经济研究所整理

图24：老铺、毛戈平、泡泡玛特所呈现的差异化产品特点

老铺黄金：古法金

- 引领古法金技术产品，显著提升黄金产品的设计美感。
- 融入宗教等产品概念，差异化定位提升产品溢价。



泡泡玛特：系列IP潮玩

- 艺术家IP专属合作提供持续IP储备。
- 以兼具美学设计与独特个性的设计，传递为Z世代消费者带来情感共鸣



毛戈平：东方美学

- 创始人IP作为品牌基因建立专属价值理念。
- 故宫等代表传统文化的IP联名，与新一代消费者建立更多情感共鸣。

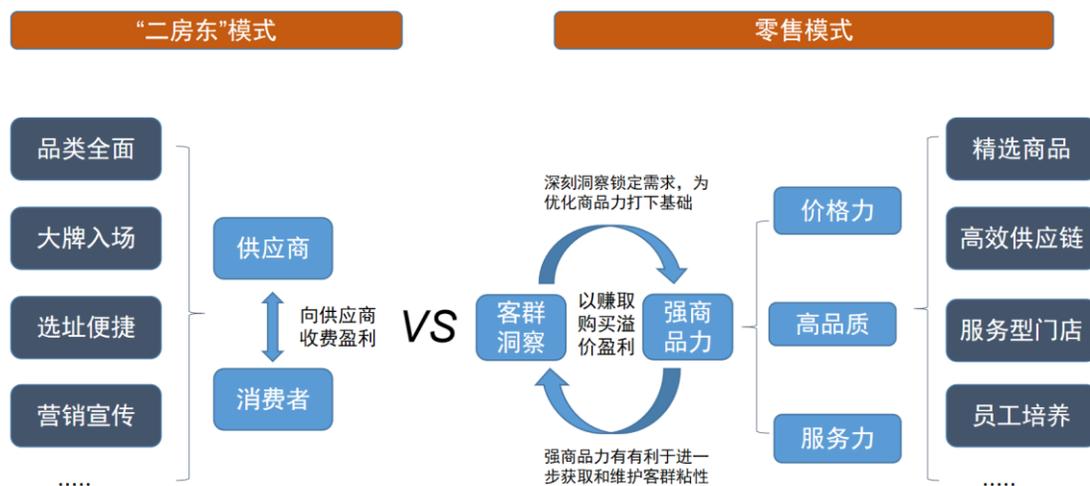


资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

新市场：渠道调改、即时零售，国内市场的进一步挖潜

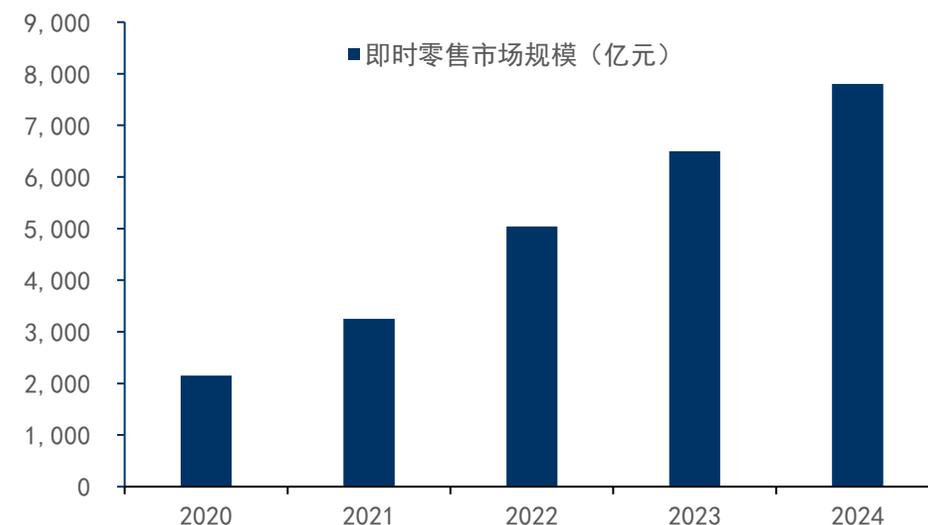
- **调改效应：**当前线下零售市场也在积极变革，如前文所述目前已经有多家国内线下零售公司根据新形势开启了新一轮的调改变革。而调改后的门店在服务质量强化、购物环境优化、网红效应扩散等因素支撑下，客流均有着较为显著的增长，未来随着商品力的进一步夯实，有望成为承接高质量客流的新渠道来源。
- **即时零售：**即时零售是一种依托即时配送体系，实现线上线下深度融合的零售新业态，其核心特征为“线上下单，即刻送达”。通过数字化平台整合本地实体商超、品牌门店及前置仓资源，满足消费者对快速履约、全品类覆盖的即时需求。据商务部研究院发布的《即时零售行业发展报告(2024)》显示, 2023年我国即时零售规模达到6500亿元, 同比增长28.89%, 占网络零售额的比重为4.2%, 预计2030年将超过2万亿元, 有望成为未来居民消费的新增长点。

图25：线下调改的主要方向



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所分析整理

图26：即时零售市场规模变化

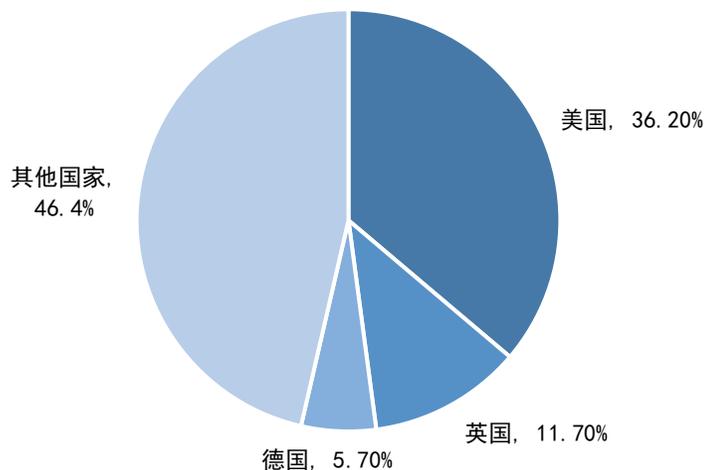


资料来源：商务部经济合作研究院、国信证券经济研究所整理

新市场：出海机会仍广阔，但本土化运营要求不断提升

- 海外市场需求仍有较大满足空间：1) 欧美日：仍是目前主要目的地国，当地居民消费习惯成熟，基础设施建设也较为完善，产品能够卖出较好的溢价，但是在贸易环境复杂背景下，对于精细化运营的要求也有所提升；2) 东南亚：作为成长中的新兴市场，文化与国内较为贴近，供应链基础好，但客单价水平仍有一定提升空间，且国内同类型商家竞争较为激烈，对于本地化能力要求高；3) 中东非：主要为一带一路国家，有着较为友好的贸易环境，但是这些国家的文化和消费习惯差异巨大，对于产品的选择需要更紧密和符合当地文化习惯。
- 品牌全球化，运营本地化：随着出海运营进入深水区，简单的铺货式销售越来越难以为继。一方面，行业正从产品出海迈向品牌出海，企业需要打出全球化的品牌声量；另一方面具体到市场运营，则需要本土化的思维模式。目前出海较为成功的品牌，均是在品牌力维护和本土化精细运营层面结合较为成功的企业。

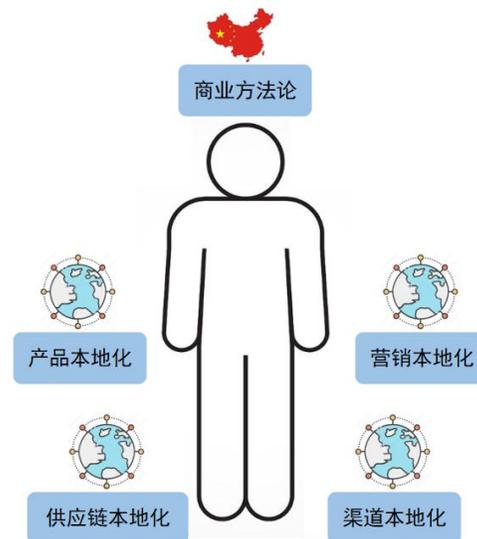
图27：2024年跨境电商目的地国占比



资料来源：海关总署、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图28：品牌出海的本地化布局



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所分析整理

平台化：组织焕新是基石，以体系化应对快速变化的市场

- 近年来，在渠道红利的退潮，产品基础创新的瓶颈等因素影响下，单一产品和品牌生命周期也在不断缩减。消费品企业越发需要平台化的机制和体系的打造，才能具备多品牌和多品类的持续迭代成长能力。**我们对平台型企业的认识是：**无论从公司领导的思路、内部的语言、企业的文化，还是组织架构的设置、内部考核的指标、相关支持系统的支撑，一切都是围绕着消费者需求在展开。以消费者为核心，而且有系统来保证经营围绕消费者展开，而不是依赖某些个人对市场的把握能力，其进入不同细分品类市场的成功概率就会大幅提升。
- 其中面对消费环境的突变，及时的组织汰换是痛苦而必须的事情，适配于新环境的战略往往需要适合的新管理层来执行，去年以来多家龙头公司也进行了组织汰换，在经历短期的调整后，明后年也将成为检验相关公司调整成效的关键节点。

表2：2024年以来龙头公司高管部分变动情况

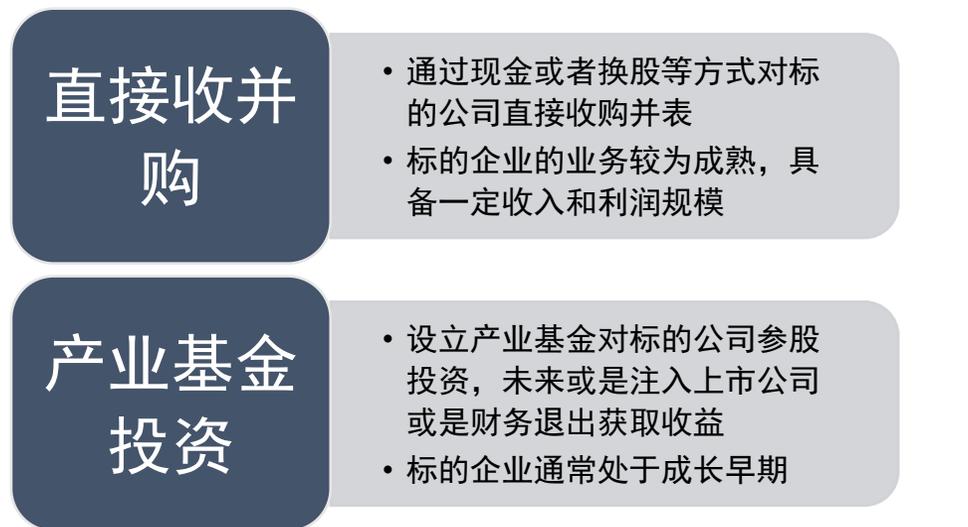
公司名称	高管变动时间	变动情况
永辉超市	2025年3月17日	原CEO李松峰未继续获聘，该岗位空缺。
	2025年3月21日	公司改革领导小组代行CEO职责
	2025年9月18日	聘任王守诚为公司CEO，此前任改革领导小组副组长、副总裁
高鑫零售	2025年2月28日	黄明瑞辞任董事会主席一职，德弘资本的联合创始人兼CEO华裕能接任
小商品城	2025年6月27日	董事长王栋辞任
	2025年7月21日	选举陈德占为董事长
珀莱雅	2024年9月12日	原联合创始人、董事兼总经理方玉友不再续任，9月13日聘任原副总经理侯亚孟为总经理。
	2025年8月28日	前阿芙精油市场负责人、泡泡玛特及蕉下前首席营销官果小加盟，出任公司首席营销官CMO
上海家化	2024年5月14日	原董事长潘秋生辞任
	2024年6月1日	林小海任职董事长兼CEO，曾任阿里巴巴副总裁、高鑫零售CEO

资料来源：各公司公告、官方公众号、国信证券经济研究所整理

平台化：积极通过外延并购积极打造多元化增长曲线

- 24年以来一系列政策鼓励支持企业通过并购重组做大做强，而本身从企业发展来看，随着当前渠道红利的退却，自行孵化新业务的成长周期以及不确定性都在加大，因此作为上市公司成熟应用资本外延手段将帮助企业更快打开业务新局面。
- 而参考国际消费品企业的多品牌成长史就是一部并购史。通过并购方式实现多品牌规模化发展，以不同的品牌定位满足不同消费者的需求，并通过产品开发、渠道议价和营销资源上协同，实现企业内业务的互相赋能。

图29：企业外延扩张的模式



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表3：2025年以来美护行业部分收并购案例

方式	公司	收购标的	金额	项目介绍
控股并表	美丽田园医疗健康	思妍丽100%股权	12.5亿元	精研高端院线护肤品牌，专注为高线城市女性打造尊享美容护理体验
	爱美客	通过持股70%的子公司收购韩国 REGEN Biotech, Inc. 公司85%股权	1.9亿美元	韩国医美企业，拥有再生材料产品和男性私密填充产品等
	朗姿股份	重庆米兰柏羽时光整形美容医院有限公司67.5%控股权	0.92亿元	5600 平方米的医疗美容医院，进一步丰富了公司医美业务版图
参股投资	珀莱雅	国产彩妆品牌花知晓38.45%的股权	-	投资打造珀莱雅业务生态体系
	贝泰妮	初普 (TriPollar) 品牌相关商标权、专利权及非专利技术	-	高端科技美容品牌，与公司品牌薇诺娜形成协同与互补
	长沙浴见		-	标的主营专注东方女性身体护理品牌浴见 (BATHFEEL)

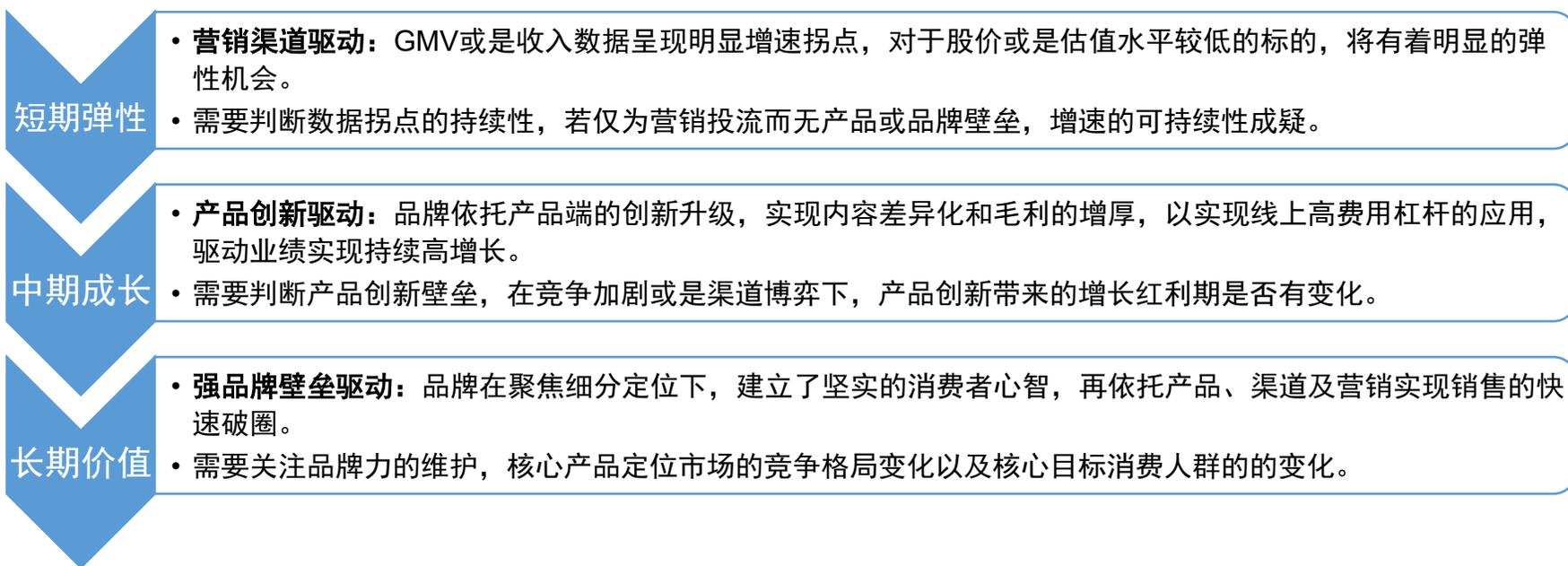
资料来源：公司公告、青眼、国信证券经济研究所整理

四、投资策略

投资策略一：新消费行情仍有产业基础，但对基本面持续性要求提升

- 展望2026年，我们认为：一方面可以继续沿着前期新消费的产业逻辑，布局和挖掘相关标的。在当前外部环境趋于复杂，国内消费市场在人口需求、社会演进和技术进步的大背景下，消费行业已经进入增长新动能的释放期，这种变化具有长期性。
- 因此整体上我们认为本轮新消费的产业逻辑有一定延续性，但新的阶段在标的选择过程中也需要更深入判断商业模式壁垒，并结合企业基本面释放节奏，未来可能呈现标的选择更为聚焦：早前行情扩散阶段，相关标的但凡出现较为明显的收入端或是GMV端的快速增长往往就能吸引灵活资金的配置；但中期进入业绩兑现期，市场需要判断这类快速增长的可持续性，我们认为判断的依据在于是否有强产品力作为核心驱动，即本轮新消费更应以新“质”消费理解而非新渠道或是新业态消费。而长期来看，若相关公司在产品突围基础上建立了较强的品牌心智，则具备更为坚实的商业壁垒，才能实现穿越周期的经营成长。

图30：新消费行情虽仍有产业逻辑支撑但行情将逐步深化聚焦



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所分析整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

投资策略二：龙头标的的经营改善有望支撑行情低位反转

- 另一方面，随着政策端以更清晰的路径聚焦发力，以及各企业自身业务调整的积极推进，传统消费龙头也有望在明后年逐步迎来业绩加速改善，同时较低的股价位置及估值水平，也给了投资者布局后的超额收益空间。
- 随着企业逐步意识到新的市场环境变化，如前文所述，去年以来无论是传统零售龙头，还是品牌龙头，都开启了针对性的调整改革，25年部分企业通过前期管理层的汰换和经营端的执行落地，已经初步显现改善迹象，并有望在明后年延续加速复苏趋势。一是，商超等零售渠道企业围绕需求变化进一步深化采购供应链层面变革提升商品力，其中未来企业自有品牌业务布局情况可以作为一定调改效果判断依据。二是，品牌企业围绕消费者偏好，也进一步加大了产品创新开发，今年以来部分公司已在爆品挖潜上显露实力，也为基本面带来持续催化。

图31：困境反转仍将是重点关注方向



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所分析整理

投资建议：新需求、新市场、平台化三大方向的把握

- 维持板块“优于大市”评级。25年末市场震荡有所加大，而展望明年，从牛市轮动角度，滞涨已久的消费板块不排除在政策边际加码，以及企业自身改善下来迎来一定得行情弹性。
- 跨境出海：市场对外部关税影响已经逐步钝化，龙头企业在过去一年中验证自身强抗风险能力，长期来看核心公司在目的地市场拓展和新品类布局下，有望带来持续基本面催化，推荐：小商品城、安克创新、焦点科技等。
- 美容护理：一方面关注品类线上渗透率相对不高，新品创新仍有空间的个护赛道；另一方面重点关注具备平台化能力，能够以多品牌多品类实现迭代增长的国货龙头。推荐：上美股份、珀莱雅、毛戈平、若羽臣、青木科技、登康口腔、上海家化等。
- 黄金珠宝：前期黄金税收新政影响下多数个股出现超跌，长期行业保值及悦己双重催化下，积极通过差异化设计布局一口价产品的企业有望持续受益，且新锐龙头无论在出海还是下沉仍有一定门店扩张空间。推荐：潮宏基、六福集团、菜百股份、周大福、老铺黄金等。
- 线下零售：当前调改主线明确，部分区域性超市已经在三季报展现一定盈利改善，未来CPI若持续复苏也对超市同店有正向影响，而核心龙头股价已回调至低位，可积极关注低位个股：永辉超市、家家悦、名创优品、重庆百货等。

图32：2026年年度分板块投资建议

投资主线	投资逻辑	对应板块	相关标的
新市场	出海打开新增长空间，面临外部不确定性以精细化运营强化布局	跨境出海	安克创新、小商品城、焦点科技
	线下调改带来客流回暖，即时零售强化线上线下融合	百货商超	名创优品、永辉超市、家家悦、重庆百货
	积极抢占海内外市场客户新订单需求实现规模与盈利双增	美护制造	青松股份、洁雅股份等
新需求	围绕新功效、新材料、新妆造等需求，积极抢占新品红利	美妆医美	毛戈平、丸美生物、贝泰妮、水羊股份
	通过产品创新升级，以适配内容电商渠道，实现份额提升	个人护理	若羽臣、青木科技、登康口腔、上海家化
平台化	提升企业产品设计能力及工艺，以满足一口价黄金占比提升需求	黄金珠宝	潮宏基、老铺黄金、周大福、六福集团
	打造平台化的运营体系，并初步构建多品类多品牌的产品矩阵	新消费龙头	上美股份、泡泡玛特、老铺黄金、珀莱雅

资料来源：36氪、国信证券经济研究所整理

附表：相关公司估值表



表6：相关公司盈利预测及估值

代码	公司名称	投资评级	收盘价 11-26	总市值（亿元） 11-2	EPS				PE			
					2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
300957.SZ	贝泰妮	优于大市	41.39	175.33	1.19	1.37	1.62	1.81	34.78	30.21	25.55	22.87
603605.SH	珀莱雅	优于大市	70.17	277.86	3.92	4.14	4.41	4.63	17.90	16.95	15.91	15.16
600315.SH	上海家化	优于大市	23.02	154.75	-1.24	0.64	0.75	0.86	-18.56	35.97	30.69	26.77
603983.SH	丸美生物	优于大市	33.55	134.54	0.85	0.94	1.17	1.38	39.47	35.69	28.68	24.31
300866.SZ	安克创新	优于大市	106.40	570.47	3.98	4.89	6.06	7.38	26.73	21.76	17.56	14.42
600415.SH	小商品城	优于大市	16.14	885.05	0.56	0.86	1.28	1.53	28.82	18.77	12.61	10.55
9896.HK	名创优品	优于大市	38.14	472.01	2.11	1.81	2.27	2.62	18.08	21.07	16.80	14.56
9992.HK	泡泡玛特	优于大市	204.60	2,747.66	2.33	7.35	9.58	11.47	87.81	27.84	21.36	17.84
003006.SZ	百亚股份	优于大市	21.29	91.47	0.67	0.86	1.13	1.46	31.78	24.76	18.84	14.58
001328.SZ	登康口腔	优于大市	35.24	60.67	0.94	1.19	1.41	1.71	37.49	29.61	24.99	20.61
1318.HK	毛戈平	优于大市	89.15	437.00	1.80	2.42	3.10	3.79	49.53	36.84	28.76	23.52
002867.SZ	周大生	优于大市	12.96	140.68	0.92	1.03	1.17	1.27	14.09	12.58	11.08	10.20
002345.SZ	潮宏基	优于大市	12.44	110.53	0.22	0.55	0.64	0.72	56.55	22.62	19.44	17.28
600827.SH	百联股份	优于大市	8.87	148.99	0.88	0.31	0.35	0.38	10.08	28.61	25.34	23.34

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理预测，注：毛戈平、名创优品、泡泡玛特收盘价和市值为港元

- 一、消费复苏不及预期，居民消费意愿持续低位；
- 二、宏观经济、汇率、恶劣天气、重大自然灾害等系统性风险；
- 三、品牌新品推出不及预期，或新品牌推广不及预期；
- 四、渠道竞争加剧，营销投放成本上升影响企业盈利能力；
- 五、企业管理层出现变动导致经营能力受损；
- 六、收购整合可能低于预期及商誉减值风险。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业投资评级	无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
		优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
	弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上	

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032