

2026年03月29日

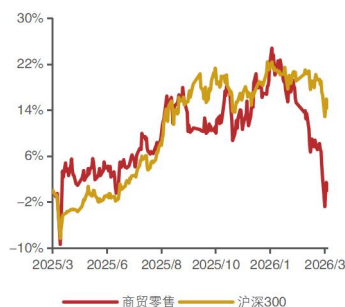
投资评级：看好（维持）

证券分析师

丁一
SAC: S1350524040003
dingyi@huayuanstock.com

联系人

板块表现：



多个港股消费公司公布年报，业绩表现亮眼

——新消费行业周报（2026.3.23-2026.3.27）

投资要点：

- **多地鼓励“学生放春秋假，家长同步休”；各地推出春假文旅“大礼包”。**根据人民日报公众号，多地发布将春秋假和带薪休假一并考虑的方案，如浙江省人社厅、省总工会等4部门印发《关于进一步贯彻落实带薪年休假制度的通知》，通知提到，鼓励用人单位创新假期使用方式，支持职工将年休假与法定节假日、周末调休、补休相结合，形成“组合假期”；安徽合肥市提出，为家长看护学生、旅游出行提供方便，鼓励用人单位结合带薪休假制度，根据工作实际采取错峰休假、调休补休等措施，优先满足有未成年子女的职工休假需求；安徽宣城市人社局、市总工会、市教育局联合发布《关于落实中小学春秋假制度推行职工带薪错峰休假的倡议书》，建议提前摸排家有义务教育阶段学生的职工需求，鼓励用人单位在保障正常生产秩序的前提下，支持职工将带薪年休假进行灵活拆分，与孩子的春秋假、法定节假日巧妙拼合，实现错峰休假、错峰出行。此外，根据中国旅游报公众号，各地亦推出春假文旅“大礼包”，涵盖景区免票、交通免费、研学优惠等福利。如南京、苏州等地，针对7—16周岁的中小学生，推出免费乘车活动；南京红山森林动物园面向全国16周岁及以下学生发放4.5万张免费门票；连云港花果山、孔望山、桃花涧、夹谷圣境4家景区，专为中小學生开放免费入园通道；7—16岁学生可免费游览周庄、同里、锦溪等七大江南古镇；大报恩寺遗址景区面向18周岁以下中小學生发放5万张免费门票。随着各地春假相继落地，配套文旅政策相应完善，预计带动出游热度，看好出行链后续业绩表现。
- **泡泡玛特预计年内推出多款联名产品，并将进军小家电业务。**九号公司宣布与泡泡玛特旗下人气IP小甜豆达成品牌合作，双方将围绕年轻消费群体与情绪价值表达展开深度共创，并计划于4月推出首款IP联名电动车产品，此次合作不仅是智能出行与潮玩文化的一次跨界融合，更是对Z世代生活方式与情感表达的一次全新回应。泡泡玛特预计年内推出多款联名产品，如4月份将推出THE MONSTERS与FIFA系列联名，推出多款球赛相关产品；今年下半年预计将推出LABUBU艺术家联名系列等。此外，泡泡玛特将进军小家电业务，在3月25日，泡泡玛特业绩电话会上，董事长兼CEO王宁表示，将在4月推出以IP为核心的衍生小家电产品，并在京东等电商平台发售。持续看好泡泡玛特优异IP运营能力带来品牌影响力的持续扩大。
- **博彩行业业绩表现亮眼，持续看好行业景气度。**2025年，澳门复苏势头持续，年内访澳旅客总人数上升15%至4,010万人次，创历史新高，头部博彩公司业绩表现优异。1) 银河娱乐：公司积极与澳门旅游局合作，将澳门打造为首选旅游目的地，业绩方面，银河娱乐2025年经调整EBITDA上升19%，由122亿港元增加至145亿港元。全年股东应占溢利增加22%至107亿港元。2) 金沙中国有限公司：得益于澳门旅游及旅游业消费的增长，2025年金沙中国有限公司净收益总额为74.4亿美元，同比增长5.1%。3) 美高梅中国：2025年美高梅中国实现经营收益达347.875亿港元，创集团历史新高，同比增长10.8%。实现经调整EBITDA达历史新高100亿港元，同比增长10.4%，整体博彩市场份额达历史新高16.1%。4) 永利澳门：凭借其优质的综合娱乐场度假村的运营能力，2025年实现娱乐场收益达244.18亿港元，同比增长3.4%。根据DICJ，2026年1-2月澳门博彩毛收入分别达226.33亿港元/206.27亿港元，分别同比增长24.0%/4.5%，博彩景气度延续，看好后续博彩行业发展，建议关注银河娱乐、金沙中国有限公司、美高梅中国、永利澳门、澳博控股、新濠国际发展。

➤ **25 年美妆市场总结**

- **行业维度:** 2025 年中国美妆市场表现整体较为稳健。根据用户说, 中国化妆品市场规模达 1.1 万亿元, 同比增长 2.8%。其中限额以上单位的美妆零售额达 4653 亿元, 同比增长 5.1%, 显著高于社会消费品零售总额 3.7% 的增速。从 25 年月度走势分析, 3-5 月及 9-12 月增速普遍在 7%-12% 区间, 其中 10 月单月零售额突破 522 亿元, 创 25 年内新高, 显示节假日对美妆消费或具备一定拉动作用。25 年国货贡献份额达 57%, 线上渠道占比超 65%。国际品牌战略收缩, 国货在细分赛道突围, 平台格局逐步分化, 淘天存量竞争、京东稳健增长、抖音国货主导。消费呈“大众平价+高端升级”两极化, 功效与性价比或为当前消费者核心关注因素。
- **消费者画像维度:** 根据用户说, 国货美妆消费主力群体年龄范围为 25-34 岁, 三线城市为主要阵地, 男性消费者渗透逐步加速。**从需求端来看,** 护肤品类中的重功效(补水、修护)与成分(咖啡因、玻色因), 彩妆品类中的强妆效(水光肌、自然裸肌)与场景(户外定妆、通勤持妆), 局部护理(眼纹、黑头)等精细化需求逐步凸显。品牌需根据不同平台消费者特征, 以精准功效及场景化沟通抢占消费者心智。
- **营销维度:** 2025 年美妆营销聚焦平台革新与国货突围。根据用户说, 抖音、快手以 AI 赋能全域经营, 小红书净化生态强化种草, 微信小店推三级分销。国货营销聚焦精准护肤、东方美学、妆养一体, 出海势头较为强劲。

➤ **乐舒适: 25 年业绩表现亮眼 产品量价齐升。** 公司 2025 年实现营业收入 5.67 亿美元, 同比增长 24.87%。净利润 1.21 亿美元, 同比增长 27.39%。2025 年毛利为 203.5 百万美元, 同比增长 27.1%, 主要受收入增长驱动。盈利水平增势较好。毛利率由 2024 年的 35.2% 提升至 2025 年的 35.9%, 主因包括: i) 25 年下半年公司大部分经营所在地货币兑美元汇率走强, 带动平均售价和单位成本上升, 综合影响下驱动毛利率的提升; ii) 公司加强新兴市场渗透、原有产品升级迭代和产品结构调整等手段的综合影响。我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 1.5/1.7/2.0 亿美元, 同比增长 23%/15%/14%。公司作为卫生品优质龙头公司, 已在非洲构筑较高竞争壁垒, 基于公司深耕行业多年, 具备较强的渠道拓展能力与本土化竞争优势, 未来或持续拓展产品与市场, 进一步贡献业绩增量, 看好公司未来业绩端或实现较快增长。

➤ **老铺黄金: 2025 年业绩表现亮眼, 2026Q1 表现或超预期。** 2025 年老铺黄金实现收入 273.03 亿元, 同比增长 221%, 实现净利润 48.68 亿元, 同比增长 230.5%, 年内净利率达 17.83%。根据公司初步估算, 2026Q1 老铺黄金预计将实现销售业绩(含税收入)达 190-200 亿元, 收入达 165-175 亿元, 净利润约达 36-38 亿元。以收入及利润的中枢计算, 2026Q1 公司净利率预计将达 21.76%, 盈利能力有望持续提升。基于公司持续开店且门店销售表现靓丽, 我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 90.2/122.9/153.7 亿元, 同比增速分别为 85%/36%/25%。老铺作为古法黄金赛道的领军者, 以优质的产品品质&差异化的外观设计&优质的门店服务持续打造高奢属性, 我们认为公司当前具备奢侈品品牌基因, 看好公司未来或凭借差异化竞争优势持续提升市占率, 当前估值具备性价比。

➤ **蜜雪集团: 2025 年业绩高增, 持续聚焦高质量发展。** 2025 年, 蜜雪集团实现收入 335.6 亿元, 同比增长 35.2%, 其中商品和设备的销售收入达 327.7 亿元, 同比增长 35.3%; 加盟和相关服务收入达 7.9 亿元, 同比增长 28.0%。实现归母净利润达 58.9 亿元, 同比增长 32.7%。2025 年毛利率达 31.1%, 较 2024 年下降 1.3pct, 其中商品和设备销售的毛利率达 29.9%, 同比下降 1.3pct, 主要由于收入的结构变化及若干原材料采购成本上升; 加盟和相关服务的毛利率达 82.6%, 同比提升 2.2pct, 主要由于加盟门店网络持续扩张带来的规模经济效益。我们预计公司 26-28 年归母净利润分别为 64.8/76.7/86.6 亿元, 同比增速分别为 10.1%/18.4%/12.8%。蜜雪集团深耕现制饮品行业, 兼

具客群、渠道、供应链及营销等多重竞争优势，精准卡位平价茶饮价格带。我们看好其国内及海外市场渠道扩张，预计公司份额仍将持续提升。

- **泡泡玛特：2025 年业绩亮眼，公司持续深化 IP 运营能力。**2025 年泡泡玛特实现收入 371.2 亿元，同比增长 184.7%；实现归母净利润达 127.8 亿元，同比增长 308.8%；实现经调整净利润达 130.8 亿元，同比增长 284.5%。2025 年泡泡玛特的毛利润达 267.6 亿元，增幅达 207.4%，主要得益于收入增加及销售成本控制，毛利率达 72.1%，同比提升 5.3pct，主要由于海外销售占比提升及公司采用柔性供应链策略，增强对供应商的议价能力。公司作为中国潮玩行业的头部企业，具备 IP 玩具全产业链运营能力，公司通过出众的 IP 创造、运营能力及渠道端多样的消费者触达能力持续高质量发展，且伴随公司海外业务逐步扩大、产品海外影响力不断提升，有望打开第二增长极。我们预计公司 2026–2028 年归母净利润分别 160 亿元/195 亿元/236 亿元，同比分别增长 25.27%/21.67%/21.07%。我们持续看好公司在潮玩赛道的品牌形象、IP 研发运营能力及营销能力。
- **投资分析意见：**服务消费政策组合拳持续加码，叠加节假日放假配合，预计带动文旅景区产业链、酒店、餐饮业态蓬勃发展，建议关注服务消费板块全年投资主线。1) 服务消费方面建议关注受益于出行增长、基本面坚挺的板块，如餐饮、酒店、景区等；2) 美妆方面建议关注基于较高专业性与创新性的优质国货品牌，如毛戈平，上美股份等；3) 黄金珠宝建议关注更受年轻消费者欢迎的古法黄金赛道头部品牌，如老铺黄金，潮宏基等；4) 潮玩方面，建议关注具备 IP 创造及对 IP 运营有丰富的成功经验的公司泡泡玛特；5) 现制茶饮方面，建议关注品牌力较强且业务覆盖区域较广的头部茶饮品牌，如蜜雪集团、古茗。
- **风险提示：**零售环境修复不及预期风险；国际局势变动风险；市场竞争加剧风险。

内容目录

1. 本周新消费行业行情跟踪	6
2. 重点行业数据	6
3. 行业新闻	7
4. 投资分析意见	8
5. 风险提示	8

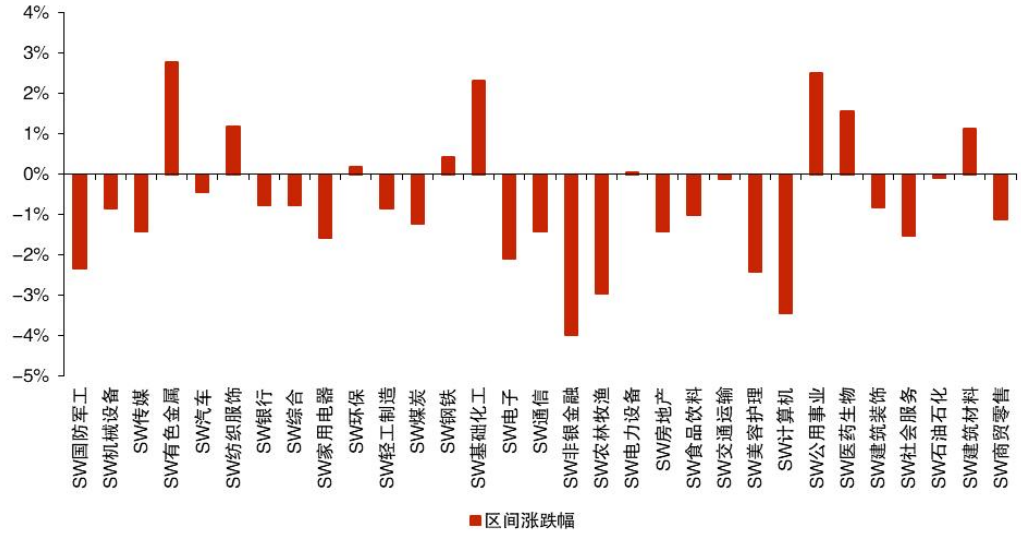
图表目录

图表 1: 各行业本周涨跌幅表现 (2026.3.23-2026.3.27)	6
图表 2: 1-2 月中国限额以上纺织服装类零售额同比+10.4%	6
图表 3: 1-2 月中国限额以上化妆品类零售额同比+4.5%	6
图表 4: 1-2 月中国限额以上金银珠宝类零售额同比+13.0%	7
图表 5: 1-2 月中国限额以上饮料类零售额同比+6.0%	7
图表 6: 2025Q1-Q4 黄金首饰消费量累计值同比下滑	7
图表 7: 截至 3 月 27 日, COMEX 金价为 4489.7 美元/盎司	7

1. 本周新消费行业行情跟踪

新消费行情跟踪：本周（3月23日至3月27日），申万美容护理周涨跌幅-2.41%，申万商贸零售指数周涨跌幅-1.10%，申万社会服务周涨跌幅-1.52%。

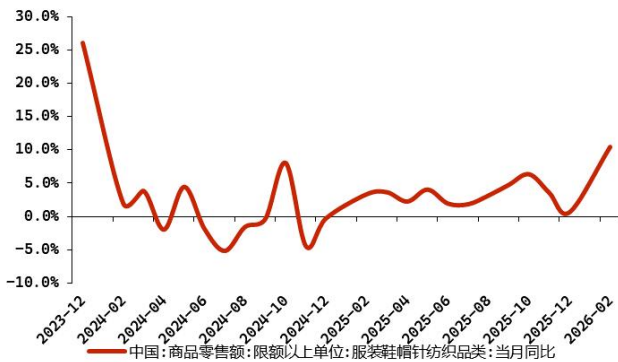
图表 1：各行业本周涨跌幅表现（2026. 3. 23-2026. 3. 27）



资料来源：Wind，华源证券研究所

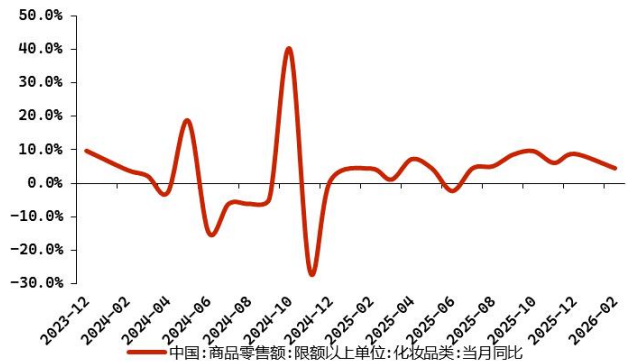
2. 重点行业数据

图表 2：1-2 月中国限额以上纺织服装类零售额同比+10.4%



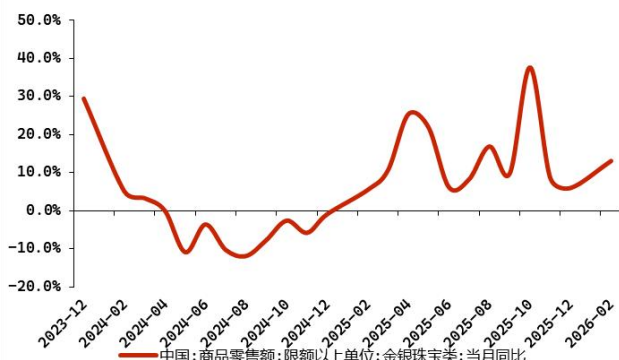
资料来源：国家统计局，Wind，华源证券研究所

图表 3：1-2 月中国限额以上化妆品类零售额同比+4.5%



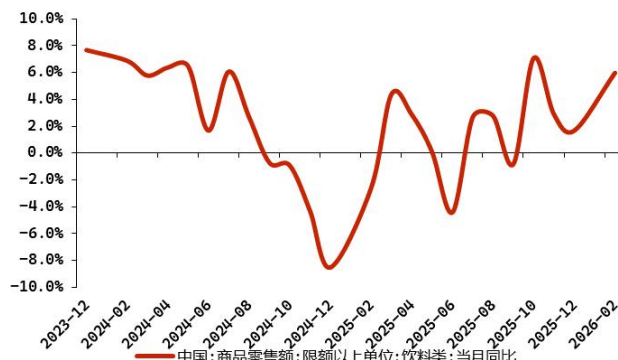
资料来源：国家统计局，Wind，华源证券研究所

图表 4: 1-2 月中国限额以上金银珠宝类零售额同比+13.0%



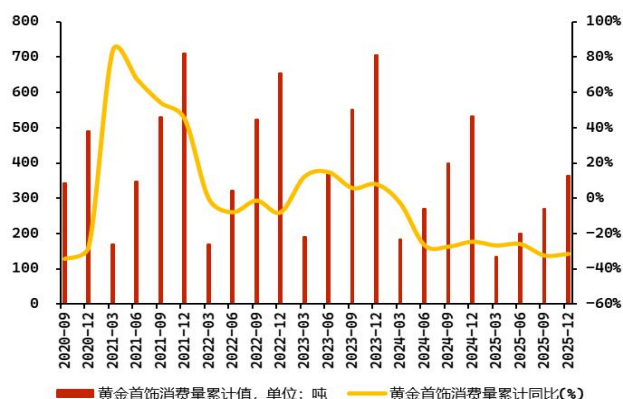
资料来源: 国家统计局, Wind, 华源证券研究所

图表 5: 1-2 月中国限额以上饮料类零售额同比+6.0%



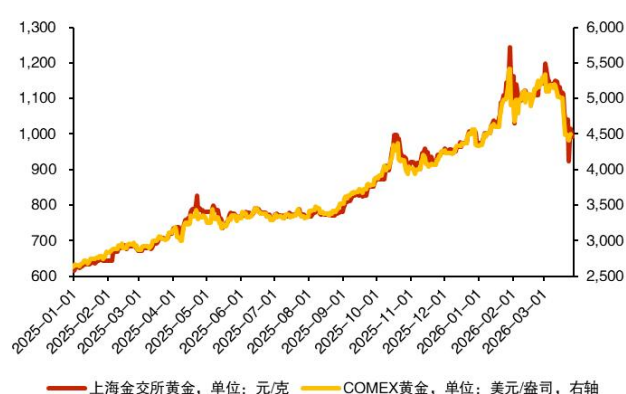
资料来源: 国家统计局, Wind, 华源证券研究所

图表 6: 2025Q1-Q4 黄金首饰消费量累计值同比下滑



资料来源: 中国黄金协会, Wind, 华源证券研究所

图表 7: 截至 3 月 27 日, COMEX 金价为 4489.7 美元/盎司



资料来源: Wind, 华源证券研究所

3. 行业新闻

- 1、创尔生物 2025 年营收 3.94 亿元,同比增长 1.76%,归属于挂牌公司股东的净利润 2902.46 万元,同比下降 52.58%。(来源: 青眼情报)
- 2、蓝月亮集团 2025 年总营收为 77.36 亿元,同比下跌 1.7%;净亏损收窄至 3.03 亿元。(来源: 青眼情报)
- 3、雅诗兰黛中国供应链智能运营中心正式启用。该中心在国内美妆行业创新采用保税仓库与非保税仓库协同运营的“双仓联动”模式。(来源: 青眼情报)
- 4、自然堂荣膺首届 CMG “年度直播品牌奖”, 成为美妆行业唯一获奖企业。(来源: 青眼情报)
- 5、科丝美诗与韩国母婴护肤品牌 Mongdies 的母公司达成战略合作,双方将进行从产品企划、研发生产到市场营销的全链路深度合作。(来源: 青眼情报)

6、京东超市与蓝月亮将围绕产品运营、全渠道布局、绿色可持续发展、营销与品牌共建四大方向深度合作，三年内实现蓝月亮在京东销售额达 50 亿元。（来源：青眼情报）

7、美丽田园副董事长兼首席执行官连松泳：2026 年截至 3 月 24 日，公司医美收入同比增长 24%。（来源：青眼情报）

8、因控股股东筹划股份转让或致控制权变更，两面针 3 月 30 日起停牌，预计不超 2 个交易日。（来源：青眼情报）

9、2025 年越南美妆及个人护理产品在线消费额同比增长 30%，成为该国电商市场中规模最大的细分品类。这一增长主要由 TikTok Shop、Shopee 和 Lazada 三大平台共同推动。（来源：青眼情报）

10、ALDI 奥乐齐在苏州举办首届中国合作伙伴大会，官宣中国市场门店突破 100 店，并公布 2026 年计划新增超 50 家门店，正以“好品质，够低价”加速深耕本土市场。（来源：职业零售网）

11、2026 年蜜雪集团将加码幸运咖布局，拟投 5 亿元扶持加盟商，3 亿元用于品牌营销、小程序升级等，2 亿元助力门店设备与技术升级，营销将采用顶流代言等多元形式。（来源：零售商业财经）

12、长沙新鲜零食头部品牌金粒门、几多全同步落子南京，金粒门华东首店进入装修阶段，几多全江苏首店预计 4 月初开业。（来源：零售商业财经）

4. 投资分析意见

服务消费政策组合拳持续加码，叠加节假日放假配合，预计带动文旅景区产业链、酒店、餐饮业态蓬勃发展，建议关注服务消费板块全年投资主线。具体包括：

- 1) 服务消费方面建议关注受益于出行增长、基本面坚挺的板块，如餐饮、酒店、景区等；
- 2) 美妆方面建议关注基于较高专业性与创新性的优质国货品牌，如毛戈平，上美股份等；
- 3) 黄金珠宝建议关注更受年轻消费者欢迎的古法黄金赛道头部品牌，如老铺黄金，潮宏基等；
- 4) 潮玩方面，建议关注具备 IP 创造及对 IP 运营有丰富的成功经验的公司泡泡玛特；
- 5) 现制茶饮方面，建议关注品牌力较强且业务覆盖区域较广的头部茶饮品牌，如蜜雪集团、古茗。

5. 风险提示

零售环境修复不及预期风险。可选消费行业受宏观经济及消费者消费意愿等因素影响较大，若零售环境修复不及预期，存在经营结果不及预期风险。

国际局势变动风险。国际政治、经济环境、进出口目的国的贸易政策存在变化风险，可能带来进出口关税增加、国际供应链（海运等）成本增加等情况，将可能对具备出海逻辑或需进口原材料的企业造成影响。

市场竞争加剧风险。国内消费细分市场存在多品牌竞争的情况，若市场规模增长遇到瓶颈，则有同业竞争加剧的风险。

证券分析师声明

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

一般声明

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

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

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

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

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

信息披露声明

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

投资评级说明

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

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

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

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

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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

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

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