



消费行业 2026 年中期展望：当弱内需遇上 AI 超级周期……

·**内需与流动性双杀，消费板块进入低估值时代。**2026 年上半年，国内消费呈现高开低走趋势，社会消费品零售总额同比增速在春节后持续走弱，部分归咎于外卖平台大战以及国补政策带来的高基数。过去两年大火的“新消费”板块也由于短期较高的基数以及 2027 年较弱的业绩确定性而热度不再。整体偏弱的内需叠加 AI 超级周期导致大量资金从消费板块转移至 AI 相关产业，消费板块陷入较大的流动性危机。截至目前，消费行业的整体估值已回撤至历史较低水平，不少细分行业的基本面与估值已出现严重的错配。

·**平台补贴退坡，竞争格局有望持续改善。**尽管内需走弱，但行业竞争格局出现改善迹象。一方面，去年 4 月开始的外卖平台大战经过半年的高潮之后，从去年 10 月开始逐渐降温。不少餐饮企业在去年年底以及今年年初纷纷提价来降低外卖平台大战对利润率的影响。另一方面，为了维持或恢复品牌力，一些行业头部品牌（比如 Nike）采取积极的措施来减小终端零售折扣和降低渠道库存水平，从而利好整体行业竞争格局的改善。与此同时，随着上游去产能接近尾声，部分行业的主要原材料价格出现企稳或小幅回升。我们不排除更多的快消品企业在下半年通过减小促销力度甚至采取提价措施来确保利润率的稳定。

·**四季度以后基数下降，优质消费标的有望迎来估值复苏。**展望 2H26，宏观大环境依然将面临较大的不确定性，整体消费意愿短期内不太可能出现显著提升。然而，部分消费子行业在进入四季度后面临的收入与净利润基数有所较低，这有望令业绩同比表现出现边际改善。这可能使资金大幅流出消费板块的趋势在年末有所放缓。我们认为消费行业集体杀估值的状况或将在 2H26 告一段落，基本面与现金流稳健、业绩确定性逐渐改善、长期增长逻辑持续强化、且具有高分红属性的消费品公司有望在 2H26 重新受到资本的青睐。

·**主题研究：中国内需在哪里？**在“十五五”规划纲要中，国家提出将扩大内需作为战略基点、消费作为经济增长基础性动力。然而，在疲弱的消费大环境下，内需究竟在哪里？我们认为内需藏在消费趋势的变化里。当前消费呈现鲜明 K 型分化特征，即同一消费者的消费行为二元分化，“日常刚需务实，悦己体验类提质”。这一 K 型分化消费趋势从产品、渠道、零售以及供应链等环节催生出新的投资机遇（详见[主题研究](#)）。

·**2026 年下半年消费行业首选：**蒙牛（2319.HK）、李宁（2331.HK）、老铺黄金（6181.HK）和江南布衣（3306.HK）是我们 2026 年下半年在消费行业的首选。

·**投资风险：**消费复苏节奏持续放缓，消费者信心下行，高成长性企业估值继续下探。

林闲嘉

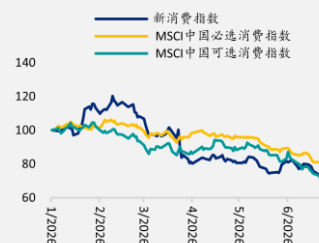
首席消费分析师 | 研究部主管
richard_lin@spdbi.com
(852) 2808 6433

何丽敏

消费分析师
limin_he@spdbi.com
(852) 2808 6438

2026 年 7 月 1 日

行业指数表现



注：数据截至 2026 年 6 月 26 日收盘
资料来源：Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

目录

2026 年下半年各消费品细分行业展望	4
回顾 1H26: 内需与流动性双杀, 消费板块进入低估值时代	8
消费趋势高开低走, 内需整体依然较弱.....	8
平台补贴退坡, 竞争格局有所改善.....	10
新消费热度不再, 股价表现明显弱于大盘.....	11
流动性大幅衰退, 板块估值持续下调.....	13
展望 2H26: 内需依然较弱, 期待流动性和估值弱复苏	15
主题研究: 中国内需究竟在哪里?	19
1. 新消费趋势引领零售渠道变革	20
2. 情绪价值是消费需求增长的催化剂	22
3. 下沉市场消费升级潜力巨大	28
4. 本土公司双线获取份额, 外资品牌加速本土化	30
5. 健康意识持续提升带来新机遇	33
6. 银发经济潜力巨大	37

图表目录

图表 1: 消费子行业 2026 年中期展望及建议关注标的.....	4
图表 2: 消费行业估值表 (1)	6
图表 3: 消费行业估值表 (2)	7
图表 4: 中国消费者信心指数.....	8
图表 5: 城镇居民人均可支配收入实际同比增速.....	8
图表 6: 中国社会消费品零售总额及餐饮收入同比变化.....	9
图表 7: 中国商品零售额同比增速及实物网上零售额累计同比增速.....	9
图表 8: 2025 年及 2026 年 1-5 月社会消费品零售总额分品类同比增长	9
图表 9: 瑞幸外卖收入占比 (1Q25-1Q26)	10
图表 10: 瑞幸外送费用占收入之比 (1Q25-1Q26)	10
图表 11: 2025 年主要新消费公司股价表现.....	12
图表 12: 2026 年 YTD 主要新消费公司股价表现	12

图表 13: MSCI 中国可选消费指数、MSCI 中国必选消费指数及新消费指数表现.....	12
图表 14: 恒生综合指数轮动热力图.....	13
图表 15: 沪深 300 指数轮动热力图.....	13
图表 16: 中国消费子板块股价自 2026 年年初至今表现 (%)	14
图表 17: MSCI 必选消费与可选消费的前瞻市盈率对比	14
图表 18: 中国原奶价格.....	15
图表 19: PET 价格.....	15
图表 20: 澳洲大麦指数价格走势.....	16
图表 21: 棕榈油指数价格走势.....	16
图表 22: 股息率高于 5% 的消费品企业 (截至 2026 年 6 月 24 日)	17
图表 23: 高端商场零售销售额增长持续好于大盘.....	20
图表 24: 消费市场的分化特征	20
图表 25: 中国快速消费品渠道结构.....	21
图表 26: 仓储会员店、折扣店、零食集合店销售额增速领先	21
图表 27: 永辉自有品牌定位质价比 (以品质永辉展示的牛奶馒头产品及定价为例)	22
图表 28: 零食很忙门店高度贴近社区.....	22
图表 29: 泡泡玛特 2025 年 IP 结构 (按各 IP 占总收入计)	23
图表 30: 泡泡玛特收入分布	23
图表 31: 2025 年和 2026 年天猫 618 玩具潮玩成交榜和 IP 价值榜.....	24
图表 32: 山下有松以自知自在的东方哲学为灵感.....	25
图表 33: 老铺黄金品牌产品展现中国经典文化	25
图表 34: 近 5 年结婚登记数在 600-800 万对区间	26
图表 35: 平均每个家庭户人口下降至 2.5 人	26
图表 36: 2025 年城镇宠物 (犬猫) 消费市场规模达 3,126 亿元, 同比增长 4.1%.....	27
图表 37: 单只犬或猫的年均消费持续提升	27
图表 38: 2026 年天猫 618 全周期宠物品牌排行榜	27
图表 39: 三线及以下城市快消品销售额增速好于一二线, 主要由量增驱动.....	29
图表 40: 城镇和乡村社零增长.....	29
图表 41: 2021-2025 年, 本土品牌在运动户外、婴儿营养、膳食补充、美护、汽车品类份额扩大 (按天猫 GMV 计算, 除汽车外)	30
图表 42: 中国体育鞋服公司通过建设自有品牌及收购运营外国品牌获取份额.....	31
图表 43: 2025 年到至今, 多个国际消费品品牌出售中国市场经营权或引入本土战略合作伙伴.....	32
图表 44: 阿迪达斯和耐克的本土化进程对比.....	33
图表 45: 中国消费者对各个消费子行业的消费意愿变化.....	34
图表 46: 减糖茶规模增速远高于即饮茶市场整体.....	34
图表 47: 减糖即饮茶在中国即饮茶市场销售额占比.....	34
图表 48: 十大高性能户外品牌的市场份额 (占中国体育鞋服市场)	36
图表 49: 全球保健品人均消费.....	37

消费行业 2026 年中期展望：当弱内需遇上 AI 超级周期……

2026 年下半年各消费品细分行业展望

图表 1：消费子行业 2026 年中期展望及建议关注标的

细分板块	2026 年中期展望	建议关注
运动服饰行业	中国运动服饰行业的短期零售流水趋势依然较弱，行业促销力度依然较大，但渠道库存有望维持稳定。随着 Nike 减少发货量和降低折扣水平，行业整体的竞争格局有望边际改善，零售折扣同比加深幅度有望收窄。展望未来，我们认为（1）聚焦跑步、户外、网球等垂类赛道的中高端小众功能性品牌将持续出圈，增速有望快于综合性运动品牌；（2）新产品的研发创新与品牌营销投入很大程度上将决定各玩家的零售流水表现。	维持李宁（2331.HK）、安踏（2020.HK）、滔搏（6110.HK）、宝胜（3813.HK）的“买入”评级
啤酒行业	啤酒行业已进入存量竞争阶段，主要玩家必须通过产品创新（低度啤酒、低热量啤酒或果味酒等）以及对新兴渠道（即时零售、山姆店等）的渗透来抢占市场份额，从而录得销量的增长。产品结构渠道结构的差异可能导致主要玩家 2026 年的平均销售单价和利润率继续分化。我们短期看好更早布局非餐饮渠道（尤其是新兴渠道）的啤酒玩家，以及在次高端价格带有较强产品布局的玩家。展望 2026 年下半年，我们认为原材料价格的压力依然不大，甚至对部分玩家 2026 年毛利率仍有正向的贡献。	维持华润啤酒（291.HK）、青岛啤酒 H 股（168.HK）“买入”评级，维持百威亚太（1876.HK）、青岛啤酒 A 股（600600.CH）“持有”评级
液态奶行业	通过产品与渠道创新，我们预计主要玩家 2026 年液态奶收入有望重回正增长。整体需求恐怕难有显著改善，但头部乳企的销量有望止跌企稳。原奶价格从去年下半年开始保持在相对稳定的价格。随着上游持续去产能，我们预计原奶价格有望从今年三季度开始逐渐回升，利好行业竞争格局的改善。我们认为液态奶行业最挑战的阶段已经过去，行业有望重新回到基于产品创新与渠道深耕的良性竞争。	维持伊利（600887.CH）与蒙牛（2319.HK）“买入”评级
奶粉行业	我们认为中国人口出生率持续下降的大趋势短期难以逆转，并且可能令中国整体婴配粉行业的终端需求维持疲弱状态。长期来看，中国婴配粉行业已进入存量市场竞争，行业整体的规模难有大幅的扩张。中长期来看，我们认为中国婴配粉行业的市场集中度有望持续提升，伊利有望通过较强的品牌力以及更具性价比的产品继续抢占市场份额。	维持伊利（600887.CH）“买入”评级，维持飞鹤（6186.HK）“持有”评级
化妆品行业	随着流量红利逐步消退，化妆品行业进入高质量发展阶段，核心抓手包含供应链能力、产品功效、审美价值三大维度。具备原料自研、产品创新、自有可控工厂的品牌公司，将构筑更强的竞争壁垒。同时重组胶原、PDRN 等医美级成分持续下沉到大众市场，带有临床医疗背书的术后修护、家用抗衰赛道，将充分释放功效价值增量。中长期本土品牌将以“东方美学+成分科技”双轮驱动，依托本土文化审美打造品牌溢价，打开增长空间。	建议重点关注毛戈平（1318.HK）

餐饮行业

中国餐饮行业极度“内卷”，且新旧更迭越来越快。餐饮行业玩家必须持续聚焦产品的创新和运营效率的提升，并通过对菜单、门店运营模式和供应链的快速调整来迎合低线市场的消费需求，从而打开长期扩张的空间。展望 2026 年下半年，随着我国扩内需、促消费政策持续发力，餐饮行业的整体需求有望继续回暖，但行业玩家的同店表现可能继续出现分化。同时，我们也看好中国餐饮品牌出海的趋势。

维持百胜中国 (YUMC.US/9987.HK) 与特海国际 (9658.HK/HDL.US) “买入”评级，维持海底捞 (6862.HK)、九毛九 (9922.HK) “持有”评级

酒店行业

酒店行业整体以价换量趋势显著，入住率 (OCC) 持续上升，但平均房价 (ADR) 承压；代表刚需、主打性价比的经济型酒店和性价比较高的中档/中高档酒店需求保持稳健，但高端及奢华酒店可能面临客流压力。在企业降本增效的大趋势下，高线城市商务差旅型酒店的客单价承压，而低线城市凭借“小城游”的旺盛需求正成为新的增长点。另外，酒店行业对小长假、黄金周等“假日经济”的依赖度持续加深，淡旺季表现持续分化。

维持亚朵集团 (ATAT.US) 和华住 (1179.HK/HTHT.US) “买入”评级

潮玩行业

由于潮玩产品能够为目标消费群体 (主要为年轻人) 提供较大的情绪价值，因此潮玩和“谷子经济”在经济下行期具有一定的抗周期属性。同时，潮玩行业也是中国消费品出海的成功典范。我们预测泡泡玛特在中国市场将维持稳定的销售表现，但增速可能随着基数的上升而逐渐放缓。海外市场短期将面临 Labubu 去年爆火带来的高基数，叠加海外运营团队可能迎来深度调整，我们预计 2026 年下半年的收入增长与利润率将承压。基于泡泡玛特强大的打造与运营 IP 的能力，我们长期看好泡泡玛特引领中国潮玩全球化的趋势。

维持泡泡玛特 (9992.HK) “买入”评级以及布鲁可 (325.HK) “持有”评级

黄金珠宝行业

随着金价的下滑，消费者对黄金珠宝的购买热情在今年上半年有所降温。金价短期的大幅波动可能令消费者不再青睐一口价的黄金制品，而更偏向于以克重计价的产品。不过，短期金价下滑令高端黄金珠宝品牌可以锁定更低的原材料采购价格，并在下半年释放更高的利润率水平。长期来看，随着消费趋势进一步呈现 K 型分化特征以及古法黄金的持续出圈，我们预测以老铺黄金为代表的高端黄金珠宝奢侈品牌有望持续抢占消费者心智与市场份额。

维持老铺黄金 (6181.HK) 的“买入”评级

现制咖啡与茶饮行业

基于去年外卖平台大战带来的高基数，现制咖啡及茶饮行业在 2026 年二季度与三季度的杯量同比将面对较大的压力。不过，外卖平台补贴从去年四季度开始逐渐退坡，行业促销环境有所改善，外卖订单的比例以及外卖费用占收入的比例逐季降低 (但仍高于外卖平台大战前的水平)。长期来看，我们看好具有较高质价比，产品创新能力强，且在供应链、门店运营与品牌营销等方面具有较强能力的现制咖啡与茶饮玩家。相较现制茶饮，我们认为咖啡的渗透率未来有持续提升的空间，而瑞幸有望继续引领现制咖啡行业，推动市场规模增长与行业集中度提升。

维持瑞幸咖啡 (LKNCY.US) “买入”评级

资料来源：浦银国际

蒙牛(2319.HK)、李宁(2331.HK)、老铺黄金(6181.HK)和江南布衣(3306.HK)是我们 2026 年下半年在消费行业的首选。

图表 2：消费行业估值表 (1)

股份代号	公司简称	收盘价 (当地货币)	市值 (百万CNY)	PE			EPS Growth(%)			EV/EBITDA			股息率 (%)
				2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	
2020.HK Equity	安踏体育	68.8	166,700	12	11	10	5	9	9	7	6	6	4.0
2331.HK Equity	李宁	14.9	33,437	11	10	9	5	13	12	4	3	3	4.4
6110.HK Equity	滔搏	1.8	9,732	8	7	6	-6	17	11	5	4	4	14.6
1368.HK Equity	特步国际	3.8	9,342	8	7	6	-7	14	10	4	3	3	7.1
1361.HK Equity	361度	4.1	7,612	5	5	4	13	11	9	2	2	2	9.4
AS US Equity	亚玛芬体育	34.2	135,072	28	22	18	26	25	24	13	11	10	0.0
运动鞋服				11	10	9	4	10	10	6	5	5	4.8
2313 HK Equity	申洲国际	40.3	52,458	9	8	7	4	10	8	5	4	4	7.0
1476 TT Equity	儒鸿	315.5	18,463	13	12	11	24	9	12	8	7	7	5.4
2232 HK Equity	晶苑国际	5.6	13,728	8	7	7	13	11	13	4	4	4	7.1
2111 HK Equity	超盈国际	2.3	2,083	4	4	3	6	12	14	3	3	3	12.6
2199 HK Equity	维珍妮	1.8	1,868	5	4	3	10	31	6	5	4	4	4.6
551 HK Equity	裕元工业	12.6	17,515	8	7	7	-19	15	10	4	4	4	8.4
1836 HK Equity	九兴控股	12.4	9,074	10	9	8	4	10	9	5	4	4	9.7
300979 CH Equity	华利集团	30.0	35,022	11	10	8	-1	18	12	6	5	5	5.7
鞋服OEM				10	9	8	3	13	10	10	9	7	2.9
1876.HK Equity	百威亚太	6.3	72,567	17	15	15	-5	10	6	5	5	5	6.9
291.HK Equity	华润啤酒	21.4	60,193	10	10	9	72	8	7	6	6	5	5.7
168.HK Equity	青岛啤酒	45.6	62,471	11	11	11	6	-2	3	6	6	5	6.1
600132.CH Equity	重庆啤酒	41.4	20,012	16	15	15	3	5	5	5	5	5	6.0
000729.CH Equity	燕京啤酒	10.0	28,073	14	12	11	19	15	13	8	7	6	1.9
啤酒				14	13	12	17	6	6	6	5	5	5.5
600519.CH Equity	贵州茅台	1,168.6	1,460,883	18	17	15	4	7	7	12	12	11	4.4
000858.CH Equity	五粮液	73.2	284,017	14	13	14	123	8	-2	7	6	6	6.6
600809.CH Equity	汾酒	108.1	131,878	11	11	10	-5	7	9	8	7	7	5.7
000568.CH Equity	泸州老窖	75.2	110,687	11	10	10	-5	7	4	6	6	5	6.8
002304.CH Equity	江苏洋河	39.2	59,083	21	19	19	28	15	-4	9	8	8	5.8
000596.CH Equity	古井贡酒	79.0	37,761	11	10	10	6	8	5	5	4	4	5.7
000799.CH Equity	酒鬼酒	41.6	13,530	255	121	70	267	110	73	82	49	30	0.3
603369.CH Equity	今世缘	24.0	29,873	11	11	10	2	8	7	6	6	5	4.3
6979.HK Equity	珍酒李渡	7.5	22,123	29	24	19	43	22	22	13	11	9	1.8
白酒				18	16	15	22	8	6	11	10	9	4.9
6186.HK Equity	中国飞鹤	2.8	21,687	10	9	9	27	7	1	4	4	4	8.5
1717.HK Equity	澳优乳业	1.3	2,035	9	7	7	38	14	11	6	5	5	4.6
奶粉				9	9	9	28	8	2	4	4	4	8.2
600887.CH Equity	伊利	24.3	153,517	13	12	11	6	8	9	11	11	10	5.8
2319.HK Equity	蒙牛乳业	16.7	55,960	11	10	9	220	11	10	7	6	6	4.3
600597.CH Equity	光明乳业	6.2	8,491	22	17	15	364	30	14	6	5	5	1.5
600882.CH Equity	妙可蓝多	16.2	8,273	25	18	15	183	36	25	12	10	9	NA
1117.HK Equity	现代牧业	1.0	6,863	10	5	4	159	104	42	9	7	6	0.3
9858.HK Equity	优然牧业	2.9	10,467	8	4	3	375	101	32	6	6	5	1.4
乳制品				13	12	11	79	11	10	10	9	9	5.2
9633.HK Equity	农夫山泉	42.5	414,800	24	21	19	12	13	13	16	14	12	2.9
220.HK Equity	统一企业	6.7	25,203	12	11	10	8	7	8	6	5	5	8.3
322.HK Equity	康师傅控股	9.7	47,262	11	10	10	-1	7	7	6	5	5	9.0
605499.CH Equity	东鹏饮料	110.9	80,237	16	14	12	14	17	18	10	9	8	3.6
345.HK Equity	维他奶	6.9	6,073	29	24	20	20	5	23	8	8	8	2.2
软饮料				21	19	17	11	13	13	14	12	11	3.7
000895.CH Equity	双汇	22.8	78,994	15	14	14	6	3	3	10	10	10	6.1
288.HK Equity	万洲国际	8.5	94,554	9	8	8	3	5	2	5	5	5	6.6
肉制品				11	11	11	5	4	3	7	7	7	6.4
603345.CH Equity	安井食品	79.8	25,659	15	14	12	22	12	11	6	6	5	4.4
603288.CH Equity	海天调味	33.0	190,711	25	23	21	10	11	10	17	15	14	3.2
300999.CH Equity	金龙鱼	23.3	126,540	30	25	20	38	20	24	16	13	10	0.8
1579.HK Equity	颐海国际	13.0	11,703	12	11	10	7	9	9	7	6	6	7.7
600872.CH Equity	中炬高新	17.0	13,194	20	17	17	27	14	4	12	11	10	2.6
002507.CH Equity	涪陵榨菜	10.8	12,508	16	15	15	4	5	4	7	6	6	4.3
600305.CH Equity	恒顺醋业	6.5	7,191	42	37	35	22	14	3	20	19	17	2.3
603027.CH Equity	千禾味业	7.1	9,465	20	18	16	37	14	12	13	11	11	5.2
调味品				25	22	20	21	14	14	15	14	12	2.6

注：E=Bloomberg 一致预期；截至 2026 年 6 月 26 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 3: 消费行业估值表 (2)

股份代号	公司简称	收盘价 (当地货币)	市值 (百万 CNY)	PE			EPS Growth(%)			EV/EBITDA			股息率 (%)
				2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	
151.HK Equity	中国旺旺	3.8	38,882	9	9	9	3	4	4	5	5	7	5.5
603517.CH Equity	绝味食品	9.8	5,909	17	17	15	292	-1	8	7	6	6	5.5
1458.HK Equity	周黑鸭	1.2	2,147	13	11	10	4	17	15	5	4	4	9.1
002557.CH Equity	恰恰食品	18.0	9,080	14	12	11	113	17	11	8	8	6	6.2
002847.CH Equity	盐津铺子	44.8	12,115	14	12	10	17	21	18	10	9	8	3.8
603719.CH Equity	良品铺子	8.7	3,489	61	39	33	139	57	18	6	6	5	0.6
9985.HK Equity	卫龙	7.0	14,817	9	8	7	14	14	14	5	4	4	6.4
1768.HK Equity	鸣鸣很忙	291.4	55,036	16	13	11	41	25	18	11	8	7	1.4
300972.CH Equity	万辰食品	166.1	32,777	14	11	9	76	28	17	6	5	4	1.6
休闲食品				16	12	11	62	23	16	7	6	7	5.2
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡	29.1	56,664	16	12	9	6	18	40	7	5	4	0.0
2097.HK Equity	蜜雪冰城	242.6	79,848	13	11	10	8	13	12	8	7	6	0.9
1364.HK Equity	古茗	21.0	43,342	13	11	9	43	22	19	11	9	8	3.1
2555.HK Equity	茶百道	4.6	5,880	7	6	5	12	13	12	3	2	2	10.4
2589.HK Equity	沪上阿姨	131.0	11,949	19	16	15	15	18	13	11	10	9	2.4
现制茶饮咖啡				14	12	10	16	17	22	8	7	6	1.1
9987.HK Equity	百胜中国	316.2	95,130	14	13	11	16	11	12	7	7	6	2.8
6862.HK Equity	海底捞	10.9	52,532	12	11	10	10	10	10	6	6	5	6.9
9658.HK Equity	特海国际	9.3	5,266	18	14	11	12	30	24	5	4	4	NA
2517.HK Equity	锅圈食品	1.8	3,959	8	6	5	33	26	21	4	3	3	9.6
9922.HK Equity	九毛九	1.2	1,424	8	6	5	220	44	22	3	3	2	5.4
6831.HK Equity	绿茶集团	6.0	3,448	6	4	4	20	28	23	3	2	2	6.6
603345.CH Equity	安井食品	79.8	25,659	15	14	12	22	12	11	6	6	5	4.4
001215.CH Equity	千味央厨	39.2	3,806	38	32	27	40	19	18	13	12	11	0.0
零售餐饮				14	12	11	16	11	12	7	6	6	3.8
9992.HK Equity	泡泡玛特	158.5	183,007	13	11	9	11	17	16	8	7	6	2.0
9896.HK Equity	名创优品	21.8	23,374	8	7	6	10	11	16	5	5	4	6.4
325.HK Equity	布鲁可	40.3	8,642	11	9	7	19	28	24	6	5	4	0.5
潮玩				12	10	9	11	17	16	8	7	6	2.4
600754.CH Equity	锦江国际	18.3	18,169	17	14	13	28	15	15	9	8	7	3.3
600258.CH Equity	北京首旅	11.0	12,238	13	12	11	15	13	12	7	7	6	4.2
ATAT.US Equity	亚朵	32.1	29,720	14	12	10	21	20	18	8	7	6	2.7
69.HK Equity	香格里拉	4.0	12,392	15	13	8	11	14	55	13	13	13	3.9
HTHT.US Equity	华住	42.4	88,592	16	14	13	15	14	11	9	8	7	3.9
旅游酒店				16	14	12	17	15	14	9	8	7	3.2
9961.HK Equity	携程集团	305.2	166,628	10	9	9	-39	14	13	7	6	5	0.4
780.HK Equity	同程旅行	12.3	25,046	7	6	6	9	12	10	4	3	3	2.4
旅游OTA				10	9	8	(39)	15	13	7	6	5	3.9
6181.HK Equity	老铺黄金	371.0	56,852	7	6	5	65	18	16	6	5	4	9.0
1929.HK Equity	周大福	11.3	96,564	13	11	10	53	17	7	8	8	8	6.4
002345.CH Equity	潮宏基	8.7	7,739	11	9	8	48	19	18	7	6	5	6.8
黄金珠宝				11	9	8	57	18	11	7	7	6	0.6
000333.CH Equity	美的集团	78.6	592,252	12	11	11	6	9	9	10	9	9	5.7
000651.CH Equity	格力电器	37.0	207,364	7	7	7	1	4	6	4	4	4	7.6
6690.HK Equity	海尔智家	19.7	175,810	8	7	7	1	11	8	7	6	6	6.7
921.HK Equity	海信家电	24.6	34,296	9	9	8	4	8	10	6	5	5	6.0
家电				10	10	9	4	8	8	8	7	7	6.2
3306.HK Equity	江南布衣	17.3	8,017	8	8	7	7	8	7	5	4	4	9.0
3998.HK Equity	波司登	4.0	40,017	11	10	9	9	6	9	5	5	4	7.4
3709.HK Equity	赢家时尚	4.7	2,857	6	6	5	15	8	6	3	3	3	NA
服装				12	11	13	12	8	4	5	5	5	7.0
600315.CH Equity	上海家化	16.5	11,065	30	23	19	43	29	21	16	13	11	1.0
603605.CH Equity	珀莱雅	56.7	22,452	14	13	12	9	9	7	9	8	8	2.6
688363.CH Equity	华熙生物	33.9	16,339	39	31	28	51	28	8	20	18	16	0.6
300957.CH Equity	贝泰妮	30.2	12,780	21	18	20	25	16	-8	11	9	8	2.1
2367.HK Equity	巨子生物	25.8	23,749	13	12	11	-1	10	11	7	6	6	4.4
2145.HK Equity	上美	25.4	8,977	8	6	5	20	20	20	6	5	4	6.1
1318.HK Equity	毛戈平	50.6	21,505	15	12	10	30	26	22	9	7	6	2.3
化妆品				19	16	15	35	20	11	11	9	8	2.1
1044.HK Equity	恒安国际	21.8	21,857	9	8	8	-2	5	1	6	6	5	7.2
002511.CH Equity	中顺洁柔	6.6	8,464	21	17	14	32	24	21	8	7	7	1.4
个人以及家庭护理				12	11	10	8	10	7	6	6	6	5.6

注: E=Bloomberg 一致预期; 截至 2026 年 6 月 26 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

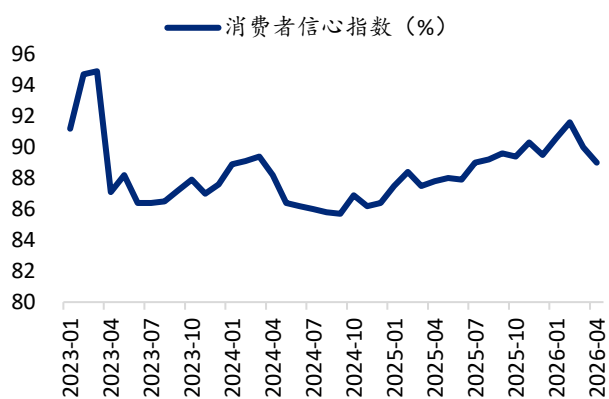
回顾 1H26：内需与流动性双杀，消费板块进入低估值时代

消费趋势高开低走，内需整体依然较弱

2026 年年初，消费者信心指数有所回升，消费需求出现短暂恢复的迹象。尤其在春节期间，整体消费情绪明显向好，主要消费子板块的终端销售都录得同比正增长。我们认为消费行业今年 1-2 月整体较强的表现一方面是由于节日效应——即消费者越来越倾向于在节日期间进行消费，另一方面也归功于 A 股市场在去年年底及今年年初较强的走势提振了消费者的消费意愿。

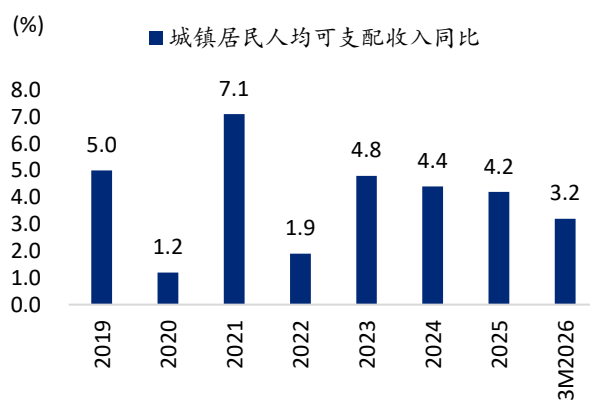
然而，2 月底爆发的美伊军事冲突为全球宏观经济带来巨大的不确定性，导致能源价格大幅上涨，为消费行业上游供应链的订单量带来较大的不确定性，也令下游品牌的利润率蒙上阴影。受较大的地缘风险影响，上证指数在 3 月录得较大幅度的回调，并在 4-5 月随着中东局势的变化而大幅波动。市场波动也间接影响了消费者的消费意愿，中国消费者信心指数在 3 月以后再次回落。

图表 4：中国消费者信心指数



资料来源：国家统计局、iFinD、浦银国际

图表 5：城镇居民人均可支配收入实际同比增速

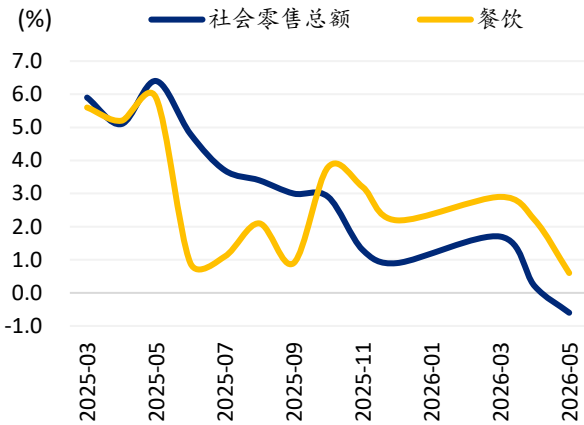


注：截至 2026 年一季度

资料来源：国家统计局、iFinD、浦银国际

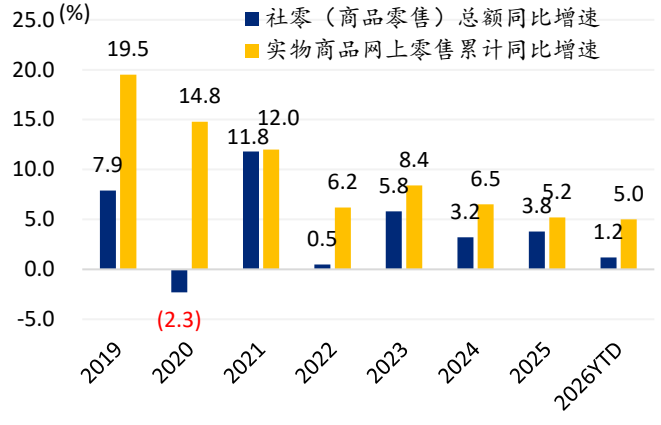
除了宏观环境的影响以外，消费行业从二季度开始还面临去年同期国补以及外卖平台大战所带来的高基数。中国消费行业 2026 年上半年高开低走，且同比趋势逐月走弱：1-2 月社会消费品零售总额同比增长 2.8%，但 3 月增速放缓至 1.7%，4 月放缓至 0.2%，5 月更是进一步转负。1-5 月中国商品零售额同比增长 1.2%，相较 2025 年全年 3.8% 的增速有所放缓。

图表 6：中国社会消费品零售总额及餐饮收入同比变化



注：截至 2026 年 5 月数据
资料来源：国家统计局、iFinD、浦银国际

图表 7：中国商品零售额同比增速及实物网上零售额累计同比增速

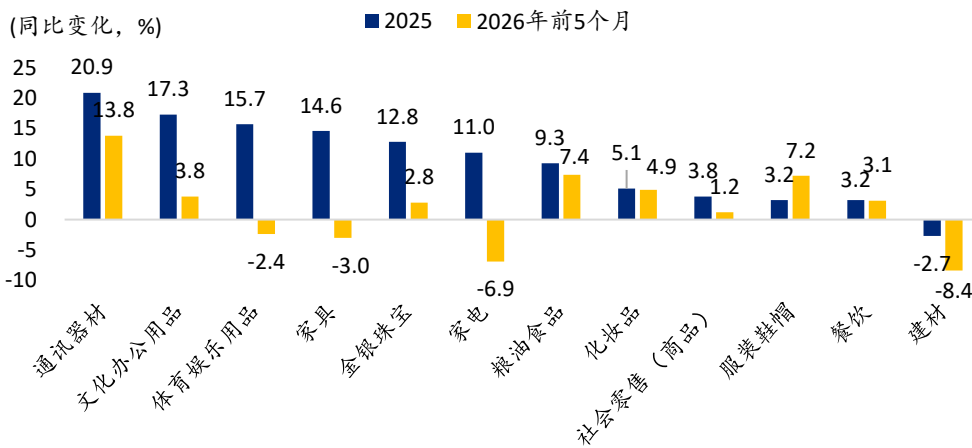


注：截至 2026 年 5 月数据
资料来源：国家统计局、iFinD、浦银国际

总体来说，2026 年上半年的内需依然偏弱，整体消费趋势并未出现显著的改善。然而，2026 年 1-5 月实物商品网上零售额依然保持较快的增长，且增速远高于整体商品零售额，可见消费者线上购物的趋势仍在持续深化。

分消费板块看，去年受益于国补政策的大部分板块（包括家电、家具、办公用品等）今年 1-5 月在高基数的影响下增速都大幅回落、甚至同比下降。受金价回落影响，金银珠宝的销售额增速相较去年也大幅放缓。相对来说，粮油食品、化妆品与餐饮的增速保持稳健，而服装鞋帽是唯一加速增长的品类。

图表 8：2025 年及 2026 年 1-5 月社会消费品零售总额分品类同比增长



注：截至 2026 年 5 月数据
资料来源：国家统计局、iFinD、浦银国际

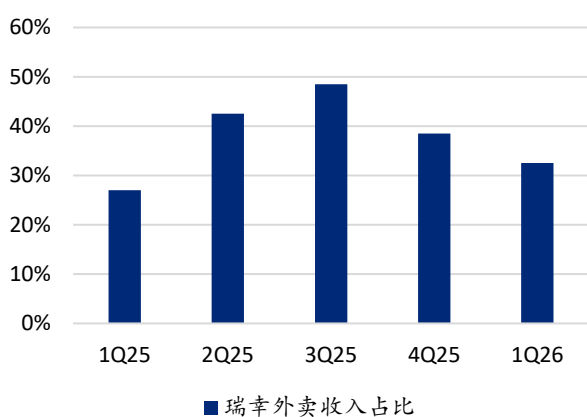
平台补贴退坡，竞争格局有所改善

去年2月，京东宣布进军外卖市场，推出巨额补贴。4月初，京东外卖宣布推出“百亿补贴”，正式打响了外卖平台补贴大战。随后不久，美团宣布推出为期3年、总额1000亿元的外卖支持计划，强化餐饮基本盘。阿里巴巴也在4月加入外卖补贴大战。除了饿了么，阿里还强势推出“淘宝闪购”，并在7月宣布投入500亿元用于年度补贴。外卖平台补贴大战很大程度上加剧了整体消费行业的竞争（餐饮以及现制咖啡茶饮行业等细分行业表现尤为明显），削弱了消费企业或加盟商的盈利能力。

然而，进入4Q25以后，伴随国内“反内卷”政策信号的不断释放，我们观察到外卖平台补贴力度有显著退坡的迹象，且这一趋势在1Q26仍在持续。

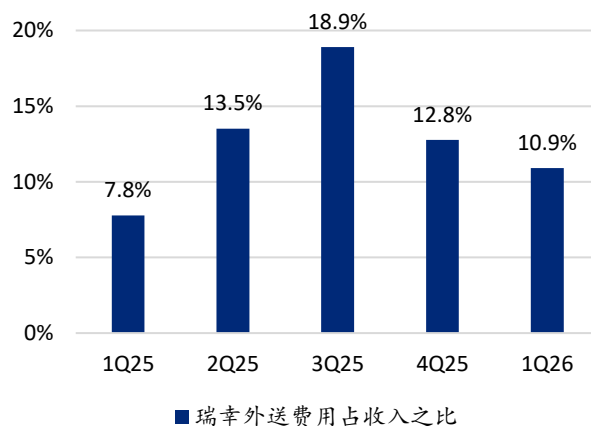
三大外卖平台电商目前已经形成相对稳定的市场格局（浦银国际测算，按市场份额计，美团≈51%、阿里系≈42%、京东≈7%），份额波动较小，且没有新的参与者出现。因此，主流平台主动削减了2026年的营销投入。比如京东在1Q26的订单量以及营销费用环比都大幅下降，策略上也从提升市场份额转为减亏并盈利。美团、淘宝闪购取消了常态化大额补贴，仅保留周末、节假日短期活动，且促销活动聚焦于中高客单价（30元以上）的产品。从我们的观察来看，1Q26主流平台单均补贴力度较去年三季度高峰期已有较大幅度的回落，主要相关品牌的外卖订单占比也有较大幅度的下降。

图表 9：瑞幸外卖收入占比（1Q25-1Q26）



资料来源：浦银国际测算

图表 10：瑞幸外送费用占收入之比（1Q25-1Q26）



资料来源：公司公告、浦银国际

除了外卖平台补贴力度的减弱，我们观察到整体消费行业的竞争格局在今年上半年都有所改善。以餐饮行业为例，瑞幸和库迪等头部现饮咖啡玩家在年初先后大幅收缩 9.9 元促销活动的产品覆盖范围，肯德基中国在今年 1 月 26 日宣布对旗下外送产品的价格平均小幅上调 0.8 元，而麦当劳中国早在去年 12 月就对部分产品的价格进行了小幅上调。我们认为，这些餐饮玩家集体进行价格调整，旨在减轻去年外卖订单数量占比大幅上升以及短期原材料价格上涨对利润率带来的压力。而在运动服饰行业，据 FY26Q3 业绩会，Nike 计划在中国市场大幅减少发货、回收老旧库存、同时降低折扣水平。这有利于运动服饰行业促销环境的改善。在啤酒行业，随着渠道库存回到相对健康的水平，主要啤酒玩家的平均销售单价也在 1Q26 止跌企稳。另外，随着奶价的企稳，液态奶的促销力度也有所收敛，年初至今主要乳制品玩家的液态奶销售也重新回到同比正增长的趋势。

新消费热度不再，股价表现明显弱于大盘

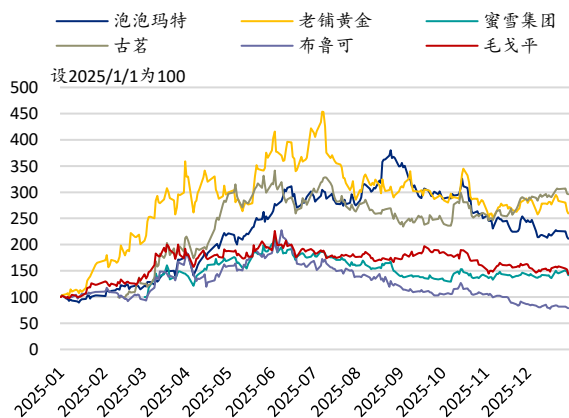
“新消费”无疑是 2025 年消费行业最大的亮点。以泡泡玛特、老铺黄金、布鲁可、蜜雪冰城等为主要代表的新消费企业市场需求旺盛，且股价在 2025 年涨幅惊人。

然而，从去年下半年开始，部分新消费公司的股价走势就开始显得乏力。进入 2026 年以后，新消费的股价更是集体走弱，部分公司的股价甚至出现大幅回调。这主要是因为：

- (1) 新消费公司的销售与利润的基数在不断提升。大部分新消费公司在今年三季度将面临非常高的基数；
- (2) 近期的宏观以及市场环境（比如金价下跌、原材料价格上涨、消费板块流动性恶化等）给新消费企业短期业绩和股价带来较大的负面影响；
- (3) 新消费主要集中在可选消费。在较弱的内需下，新消费企业 2027 年的业绩确定性较弱。

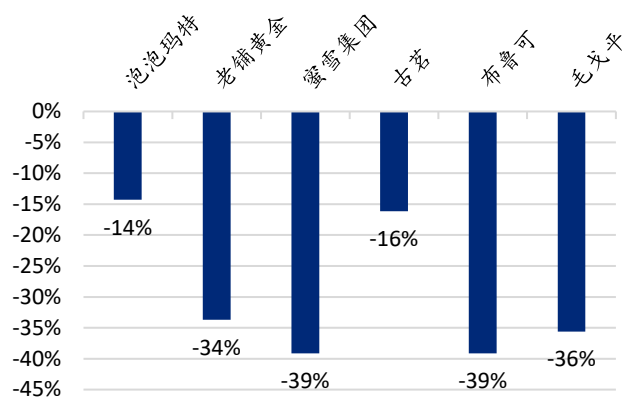
以上三点都导致新消费企业短期业绩可能承压，市场情绪明显走弱。

图表 11：2025 年主要新消费公司股价表现



资料来源：iFinD、浦银国际

图表 12：2026 年 YTD 主要新消费公司股价表现

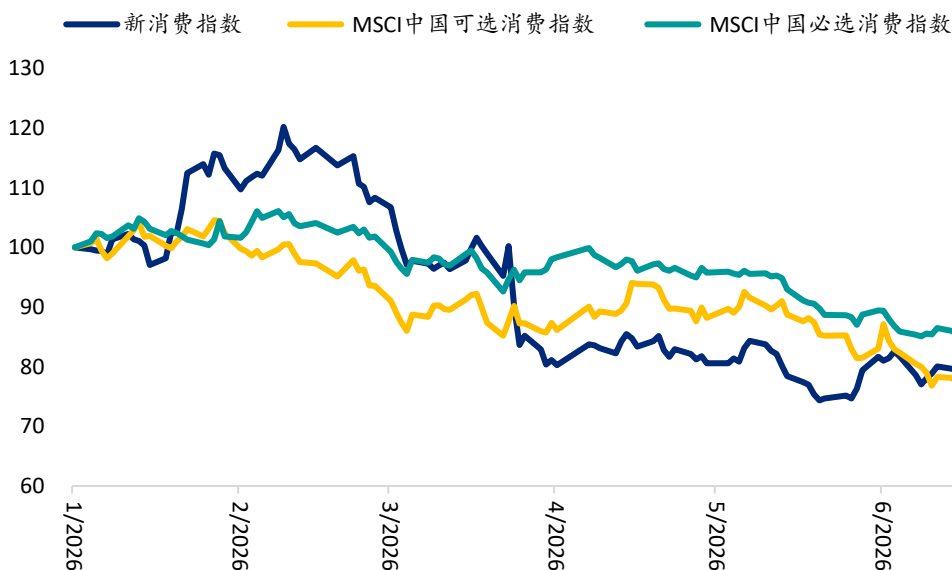


注：截至 2026 年 6 月 24 日数据

资料来源：iFinD、浦银国际

2026 年至今，必选消费与可选消费的股价表现比较同步，而新消费公司整体的股价表现在春节后则明显弱于消费行业大盘。

图表 13：MSCI 中国可选消费指数、MSCI 中国必选消费指数及新消费指数表现



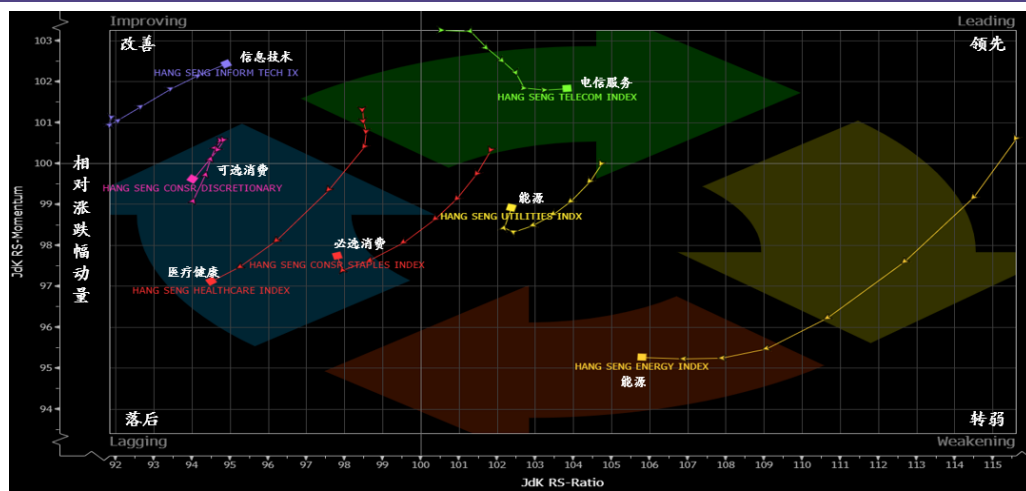
注：截至 2026 年 6 月 24 日收盘价。图中我们构建的新消费指数包括泡泡玛特、布鲁可、老铺黄金、蜜雪集团、古茗。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

流动性大幅衰退，板块估值持续下调

消费行业在1H26较弱的股价表现一部分是因为中国消费行业的整体需求和盈利能力承压，前景有较大的不确定性，但更重要的原因是在AI高速发展的当下，资金对科技板块有很强的偏好，从而对消费板块造成非常强的虹吸效应，导致消费板块流动性大幅衰退。

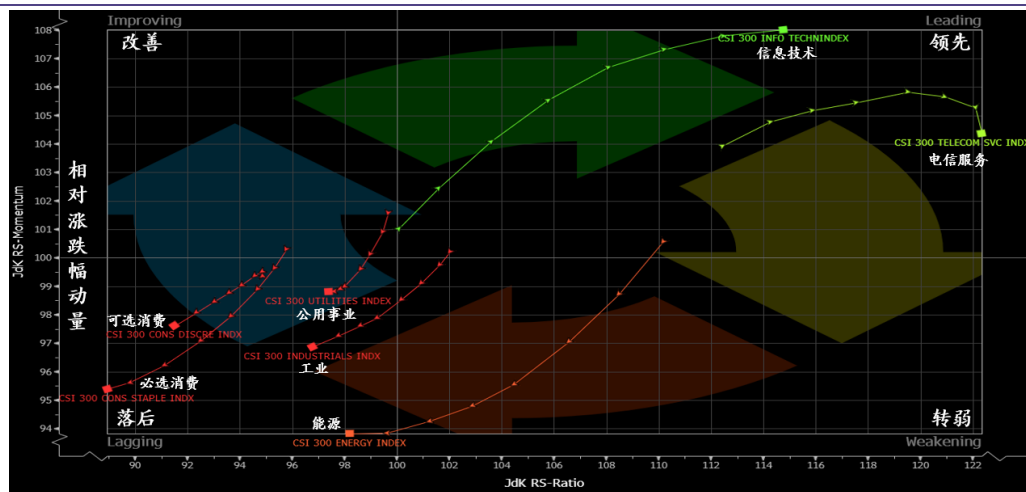
图表 14：恒生综合指数轮动热力图



注：数据截至2026年6月25日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 15：沪深300指数轮动热力图



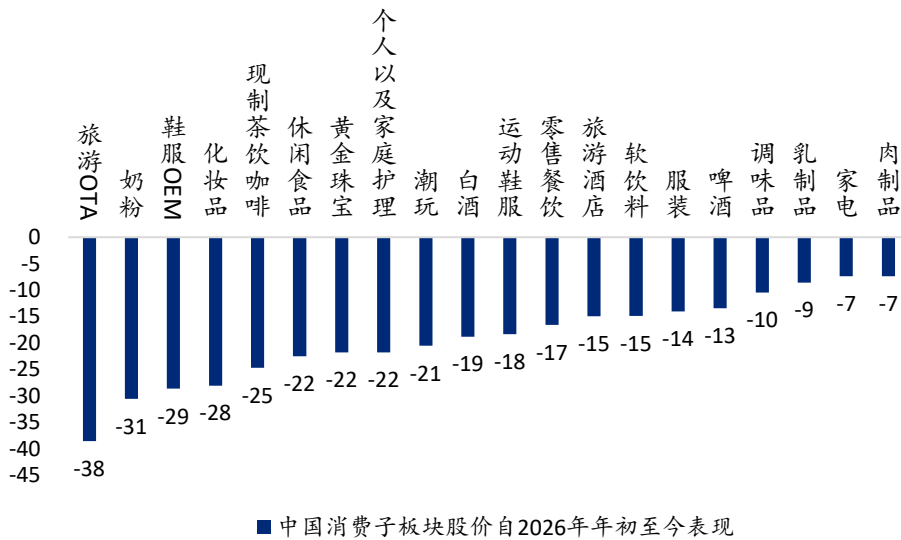
注：数据截至2026年6月25日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

我们认为，资金轮动带来的板块流动性降低是今年上半年消费板块股价大幅走弱的主要原因。

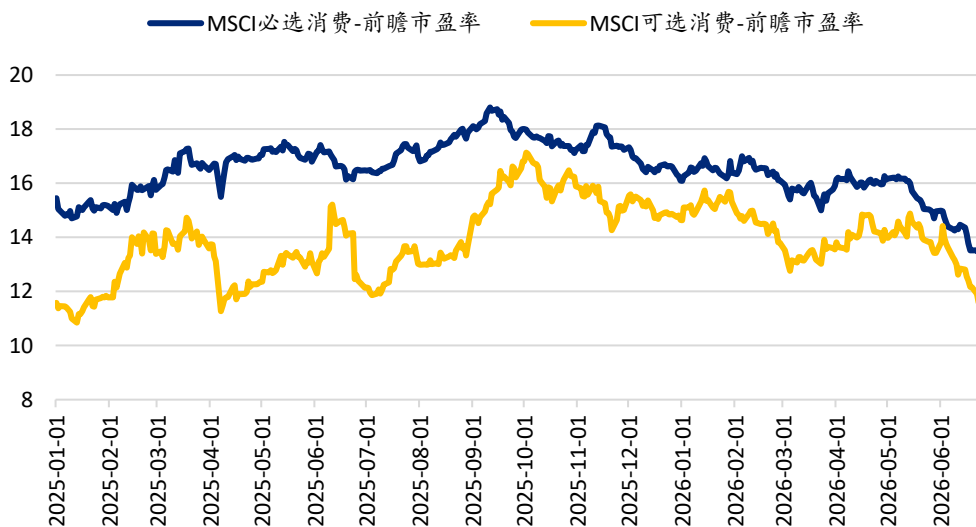
截至6月底, MSCI 可选消费指数与 MSCI 必选消费指数的估值水平相较 2025 年底有显著的下降, 可选消费整体估值水平略低于必选消费。在我们看来, 部分消费子板块的估值已接近甚至低于其历史估值水平, 不少消费企业的估值与其基本面情况出现了较大的背离。

图表 16: 中国消费子板块股价自 2026 年年初至今表现 (%)



注: 截至 2026 年 6 月 24 日收盘价
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 17: MSCI 必选消费与可选消费的前瞻市盈率对比



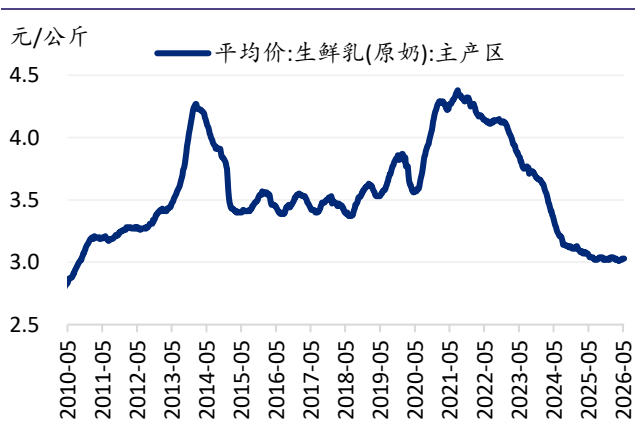
注: 截至 2025 年 6 月 25 日
资料来源: Bloomberg、浦银国际

展望 2H26：内需依然较弱，期待流动性和估值弱复苏

在经历了相对疲弱的上半年以后，我们对消费行业 2026 年下半年主要有以下几点展望：

- (1) 考虑到外卖平台大战以及其他行业补贴所带来的高基数的影响，不少消费企业 3Q26 的收入同比增速可能进一步放缓；但从 4Q26 开始，基数开始逐渐回落，同店销售增长趋势有望恢复。
- (2) 上半年的原材料价格受到外部宏观环境影响较大，这可能从下半年开始对部分消费企业的利润率产生较大的影响。然而，外卖平台补贴力度退坡将继续利好现制咖啡奶茶品牌和相关加盟商的利润率恢复。
- (3) 主要消费子行业的渠道库存已基本出清，且行业头部玩家会比以往更重视对渠道库存与产品发货的管控。因此，促销环境和折扣力度有望进一步改善。
- (4) 原材料价格的企稳反弹有利于部分食品饮料行业竞争格局的持续好转，利好行业集中度提升。头部企业市场份额有望得到提升。

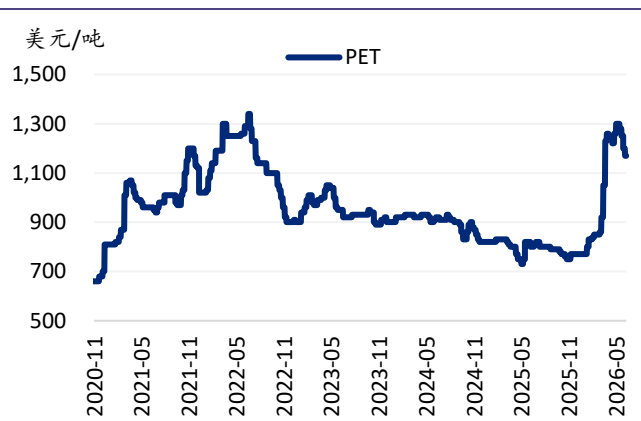
图表 18：中国原奶价格



注：截至 2026 年 6 月

资料来源：iFinD、浦银国际

图表 19：PET 价格



注：截至 2026 年 6 月

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 20：澳洲大麦指数价格走势



注：截至 2026 年 6 月

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 21：棕榈油指数价格走势



注：截至 2026 年 6 月

资料来源：Bloomberg、浦银国际

当前整体消费行业的估值与流动性都已回到历史低点。资金在下半年能否回流消费板块从而推动板块估值的回升，很大程度上取决于市场对消费行业前景的信心。我们认为三类消费品公司在 2H26 可能受到资金的青睐：

- (1) 基本面与现金流稳定，业绩确定性不断增强，公司治理水平优秀，且具有高分红属性的消费品企业；
- (2) 股价大幅回落，估值性价比较高，但业绩出现明显反转或改善信号，业绩确定性显著提升的消费品企业；
- (3) 能通过短期业绩表现来强化自身长期增长逻辑的新消费公司。例如，如果泡泡玛特今年下半年海外收入环比重回增长，或者老铺黄金在金价疲软情况下同店销售表现好于市场预期，则二者估值有望显著回升。

图表 22：股息率高于 5% 的消费品企业（截至 2026 年 6 月 24 日）

股份代号	公司简称	收盘价 (当地货币)	市值 (百万 CNY)	PE			EPS			EPS Growth(%)			股息率 2026E	派息比率 (%) 2025
				2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E		
运动服饰														
6110.HK Equity	滔搏	2.1	11,043	9	8	7	0.2	0.2	0.3	4	10	10	13.7	135
1368.HK Equity	特步国际	3.8	9,214	7	6	6	0.4	0.5	0.6	-7	14	10	7.3	50
1361.HK Equity	361度	4.1	7,721	5	4	4	0.7	0.8	0.9	13	11	9	9.7	50
鞋服OEM														
2313.HK Equity	申洲国际	40.0	52,246	9	8	7	4.0	4.4	4.8	4	10	8	7.1	60
2232.HK Equity	晶苑国际	5.7	14,076	8	7	6	0.1	0.1	0.1	13	11	13	7.3	66
2111.HK Equity	超盈国际	2.4	2,168	4	4	3	0.6	0.6	0.7	6	12	14	12.9	50
551.HK Equity	裕元工业	13.4	18,678	8	7	7	0.2	0.2	0.2	-19	16	9	8.4	70
1836.HK Equity	九兴控股	12.4	9,091	9	9	8	0.2	0.2	0.2	4	10	9	9.9	110
300979.CH Equity	华利集团	30.5	35,547	10	9	8	2.9	3.4	3.6	6	17	6	6.2	40
食品饮料														
1876.HK Equity	百威亚太	6.4	73,399	17	15	15	0.0	0.1	0.1	-5	10	4	6.8	153
291.HK Equity	华润啤酒	21.5	60,535	10	10	9	1.8	1.9	2.1	72	8	7	5.8	98
168.HK Equity	青岛啤酒	45.6	62,958	11	11	11	3.6	3.5	3.6	6	-2	3	6.2	70
600132.CH Equity	重庆啤酒	42.5	20,588	16	15	15	2.6	2.7	2.9	3	5	5	6.1	97
600887.CH Equity	伊利	24.4	154,339	13	12	11	1.9	2.1	2.3	6	8	9	5.8	75
220.HK Equity	统一企业	6.7	25,177	11	11	10	0.5	0.6	0.6	8	7	8	8.6	100
322.HK Equity	康师傅控股	9.5	46,619	10	10	9	0.8	0.9	0.9	0	7	8	9.5	100
000895.CH Equity	双汇	22.6	78,197	14	14	14	1.6	1.6	1.7	6	3	3	6.2	98
288.HK Equity	万洲国际	8.6	95,629	9	8	8	0.1	0.1	0.1	3	4	2	6.4	95
1579.HK Equity	颐海国际	13.3	11,951	12	11	10	0.9	1.0	1.1	7	9	9	7.7	92
9985.HK Equity	卫龙	7.3	15,333	9	8	7	0.7	0.8	0.9	14	14	14	6.5	60
零售/餐饮/黄金														
6862.HK Equity	海底捞	11.2	54,038	12	10	10	0.8	0.9	1.0	10	10	10	7.1	47
2517.HK Equity	锅圈食品	1.7	3,858	7	5	5	0.2	0.3	0.3	33	26	21	10.4	67
9896.HK Equity	名创优品	22.0	23,700	8	7	6	2.5	2.8	3.2	8	12	16	6.6	254
6181.HK Equity	老铺黄金	400.2	61,446	7	6	5	46.9	56.1	65.3	65	20	16	9.2	78
1929.HK Equity	周大福	11.5	98,379.5	12.6	10.6	9.8	0.9	1.1	1.1	53.1	17.1	7.4	6.5	84.4
002345.CH Equity	潮宏基	9.0	7,978.8	10.9	9.2	7.8	0.8	1.0	1.2	47.9	19.0	17.6	6.9	80.4
家电														
000333.CH Equity	美的集团	76.6	578,718	13	12	11	6.2	6.7	7.3	6	9	9	5.7	66
000651.CH Equity	格力电器	37.1	207,868.2	7.1	6.9	6.5	5.2	5.5	5.8	0.9	3.9	5.6	7.7	57.7
6690.HK Equity	海尔智家	19.7	173,683.9	8.1	7.3	6.7	2.1	2.4	2.6	1.3	11.4	8.4	6.8	55.0
921.HK Equity	海信家电	24.6	34,968	9	8	7	2.4	2.6	2.9	4	8	10	6.3	55
服装														
3306.HK Equity	江南布衣	17.5	8,107	8	8	7	1.8	2.0	2.1	7	8	7	9.4	80
3998.HK Equity	波司登	3.7	37,861.4	9.5	8.6	7.9	0.3	0.4	0.4	4.5	10.0	9.6	8.7	84.1


注：E=Bloomberg 一致预期；截至 2026 年 6 月 24 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际

考虑到外部宏观环境依然具有较大的不确定性，2026 年下半年我们相对更看好必选消费的整体股价表现，主要是因为必选消费品整体的市场需求与现金流相对更稳定、业绩确定性较高且整体股息回报率更高。

可选消费虽然当前的估值水平较低，但需求端恐持续承压，短期或较难看到需求回暖的信号。然而，我们也看到部分可选消费企业的基本面与估值已经出现严重的背离。一旦它们的业绩确定性上升或基本面出现明显的改善信号，其股价与估值有望呈现出较大的上升势能。

可选消费：我们预测可选消费板块 2H26 在需求端恐继续承压，且部分行业或公司面临较高的基数（尤其是新消费企业）和补贴的退坡（比如汽车、家电及现制茶饮），收入表现短期可能仍面临挑战。然而，目前可选消费板块整体的估值已经回落到较低的水平，一旦出现需求改善或业绩反转的信号，股价有望表现出较强的弹性。值得注意的是，短期油价上涨对可选消费品整体成本的影响相比必选消费品更大，并可能在 2H26 影响部分可选消费品公司的毛利率。



必选消费：总体来看，在当下的消费环境中，必选消费的市场需求相较可选消费更稳定，且整体股息率更高。我们预计下半年市场避险情绪依然较强，投资者可能会更加倾向于配置必选消费板块。尽管下半年必选消费无法享受到此前 2025 年原材料价格大幅下降对毛利率带来的帮助，但原材料价格的企稳或小幅回升将有利于行业竞争格局的改善，利好行业长期健康发展。

总体来看，中国消费行业目前已处于周期的底部，整体行业库存已基本出清，估值已基本回落至历史最低水平。但由于短期（尤其是今年三季度）整体行业基数偏高，且尚未出现明显的需求回暖信号，我们预计市场信心短期内难有恢复，资金较难从科技与先进制造等当下主流叙事板块回流至消费板块。进入四季度以后，随着基数的下降，消费行业的盈利趋势有望逐步改善，市场情绪有望逐步恢复，从而改善消费板块的流动性并提升估值水平。

主题研究：中国内需究竟在哪里？

在“十五五”规划纲要中，国家提出将扩大内需作为战略基点、消费作为经济增长基础性动力，基调是内需主导、消费拉动、内生增长，建设强大国内市场，加快构建新发展格局。然而，面对疲弱的消费大环境，很多人会问：“内需究竟在哪里？”

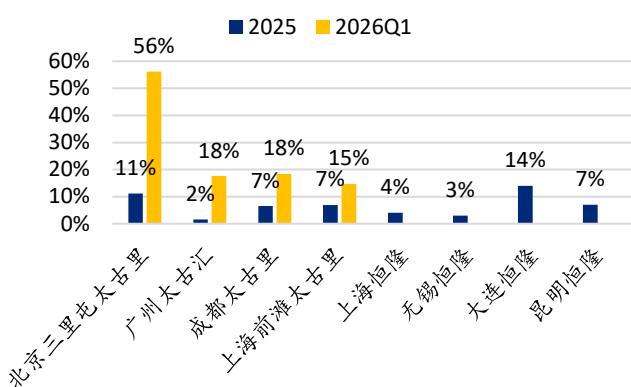
我们认为内需藏在消费者消费趋势的变化里。当前消费呈现鲜明 K 型分化特征，即同一消费者的消费行为呈现二元分化，具体表现为“日常刚需务实，悦己体验类提质”。个体层面消费行为的 K 型分化打破了曾经按人群收入分层的消费习惯认知，不再是高收入群体全品类消费高端化、低收入群体极致省钱，而是同一人群根据消费场景和价值诉求切换消费策略：情绪价值品类愿意支付溢价，基础刚需品类严控成本。

(1) 围绕体验升级与情感疗愈，消费行为持续向上升级。消费者愿意为情绪价值买单，消费决策受社交属性和场景深度驱动。潮玩、宠物、香氛香薰、黄金饰品、文娱体验等品类是这一趋势的典型代表：消费者愿意在能够提供情绪陪伴、社交分享属性的品类上放开预算，通过消费获得精神满足、圈层认同与情绪治愈，价格敏感度显著降低。

(2) 消费者同时保持向下精打细算的理性消费习惯，在刚需、高频的日常消费场景中仔细比较价格和品质，极致追求性价比。硬折扣零售、平价现制茶饮充分承接该类需求。消费者在基础吃喝、日用零售等标准化大众刚需消费中主动筛选高质价比商品，多渠道比价并等待优惠，在保障品质的前提下压缩基础开支。

(3) 传统品类竞争边界被打破，竞争已不再局限于原有赛道的参与者。例如现制茶饮咖啡品牌蜜雪、古茗、瑞幸等，与康师傅和统一等传统预包装饮料品牌商竞争，抢占传统包装饮料份额；老铺黄金跨界获取“硬奢”消费者钱包份额，实现高速增长；潮流玩具品牌商泡泡玛特成功出圈，触达全球消费者，重塑了玩具赛道格局，消费者逐渐愿意为情绪价值和社交属性付费。

图表 23：高端商场零售销售额增长持续好于大盘



资料来源：各公司公告、浦银国际

图表 24：消费市场的分化特征

	核心诉求	消费行为	代表领域
K型上行 悦己体验类提质 超高端好于大盘	情绪疗愈 社交属性 圈层认同感	场景匹配下，价格敏感度降低 为情绪溢价买单	潮玩 户外 宠物 香氛香薰 文旅体验
K型向下 日常刚需务实	刚需高频 极致质价比 满足功能性	主动比价 等待优惠 严格权衡价格和品质，拒绝不合理溢价	大众连锁现制 茶饮咖啡 白牌商品 硬折扣零售

资料来源：浦银国际

在消费行为呈现K型分化的大背景下，消费市场发生了结构性变化。我们从六个方面分析当下消费市场的机会。

1. 新消费趋势引领零售渠道变革

消费力偏弱导致消费者对高端价格带产品的消费意愿减弱，转而追求质价比，在品质、价格、服务效率与场景匹配度之间进行更理性的取舍。此外，消费者对优质的购物体验有了更极致的追求。如果线下零售终端无法为提供较高的情绪价值，那么消费者有可能会放弃线下消费体验，转而追求线上购物带来的方便与快捷。

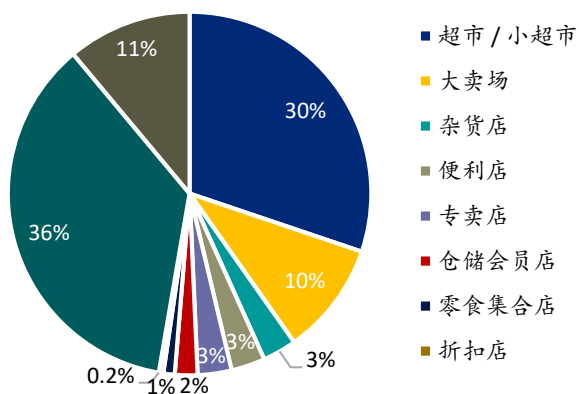
在需求相对饱和的传统消费品领域，这种对质价比和优质购物体验的追求正在逐渐重塑终端渠道结构，对存量份额进行再分配。根据我们的观察，中国消费市场在零售渠道端正在发生以下转变：

- (1) 电商渠道占比不断提升：**去年主要电商平台之间的补贴大战为消费者提供更多的价格优惠，也导致大量订单从线下向线上转移。去年二季度开始，不少快消品类的电商销售占比大幅提升。尽管平台补贴从去年四季度开始退坡，电商占比环比下降，但依然远高于平台大战前的水平。我们认为，在享受过电商平台所带来的较高的折扣补贴与便利之后，不少消费者已较难重新回到线下消费。
- (2) 即时零售继续快速增长：**即时零售行业正快速扩容，据商务部研究院预测，即时零售市场规模预计2026年突破1万亿元，到2030年将达到2万亿元。竞争格局从分散走向集中，目前已形成美团、阿里巴巴、京东三足鼎立态势。头部平台通过品牌融合与生态协同重构壁垒，中小商家可能面临整合。另外，即时零售的市场正从高线城市向低线及县域乡镇下沉，业务范围亦从商品向服务拓展。

(3) 社区店/量贩店/会员店挤占传统商超：线下渠道端的演化集中体现为贴近社区化以及折扣化两大方向。消费者对即时便利的诉求，驱动线下业态向社区化、小型化收敛。锅圈和零食很忙的快速拓店充分体现了线下渠道社区化的趋势。另外，以山姆为代表的大型会员店通过付费门槛筛选高价值客群，倒逼供应链极致压缩成本，以“少而精”的爆品策略实现高质价比与优质购物体验的统一。这也是会员店能够挤占传统商超市场份额的主要原因。

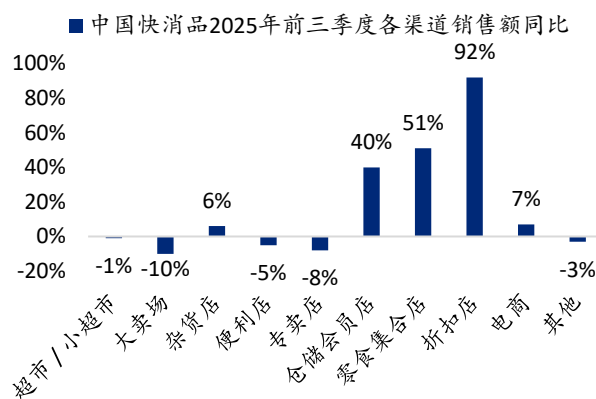
消费趋势的变化不但影响了渠道结构的组成，还影响着渠道与品牌之间的关系。随着终端大数据的发展以及上游供应链效率的不断提升，不少零售商不甘于仅仅扮演渠道的角色，通过发展自有品牌，向上游挤压腰部品牌商的市场份额。一方面，传统快消品牌商凭借优质产能进入势能渠道自有品牌的供应链的同时，承受着渠道分流和平替挤压双重压力。仓储会员店、量贩零食店、硬折扣店通过精简SKU、规模直采、自有品牌把这多层渠道中间费用挤出，事实上接管了原属于品牌商的三项核心职能——消费者洞察、产品研发反向定制和心智营销，以渠道品牌背书商品品质。另一方面，零售商对腰部品牌商的挤压存在品类边界，在低决策成本和低品牌忠诚的品类（水、纸、休闲食品、调味基础品）容易被平替，但在高情感价值或具备专业性壁垒的品类（潮玩、香水香薰、营养补充剂、具备文化和审美价值的服饰鞋包等），品牌心智仍难被渠道自有品牌替代。

图表 25：中国快速消费品渠道结构



注：截至 2025 前三季度
资料来源：贝恩《2025 年中国购物者报告，系列二》、浦银国际

图表 26：仓储会员店、折扣店、零食集合店销售额增速领先



资料来源：贝恩《2025 年中国购物者报告，系列二》、浦银国际

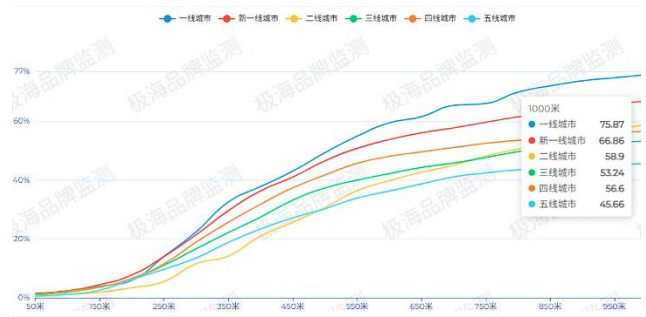
图表 27：永辉自有品牌定位质价比（以品质永辉展示的牛奶馒头产品及定价为例）

牛奶馒头价格段参考					
品牌	A	B	C	D	品质永辉
配方清洁	是	否	是	否	是
泡打粉膨松剂	否	是	否	是	否
乳制品添加量	35%	10%	未标识	未标识	39.4%
用起酥油或食用加工用油脂	否	是	否	否	否
规格	300g	450g	1.2kg	300g	360g
售价(元/袋)	10.9	15.9	39.9	9.8	9.9
单价(元/kg)	36.33	35.33	33.25	32.67	27.50

资料来源：品质永辉微信公众号、浦银国际

图表 28：零食很忙门店高度贴近社区

零食很忙在 1000 米内有 2 家门店的比例，在一线/新一线/二线/三线/四线/五线分别为 76%/ 67%/ 59%/ 53%/ 57%/ 46%



资料来源：极海品牌监测、浦银国际

2. 情绪价值是消费需求增长的催化剂

当下的年轻人（尤其是 Z 世代）普遍出生和成长于生活条件相对富足的年代，消费者决策核心从单一的功能满足，进一步转向更深层次的需求，包括情绪价值、社交认同、个性表达、自我实现等。年轻群体面对较大的职场竞争压力，渴望在社会上证明自己的价值，并寻求社会地位和身份的认同。在这一趋势下，消费者已从单纯的购买者，转变为个性和情绪的表达者和文化参与者。他们更多关注商品传递出来的情感价值，以及购买行为所带来的情感体验或心理补偿。

这也解释了为什么消费者对于传统消费品（比如食品、饮料、酒类、餐饮、服饰等）的需求总量已饱和，但对于能够带来较高情绪价值的悦己消费品的热情和欲望越来越强。根据我们的观察，典型的情绪类消费包括潮玩、具备东方文化叙事能力的服饰品牌、宠物经济、美护等。

品类的传统竞争边界正在消融，能精准承接并变现情绪价值的赛道及品牌，正展现出跨越周期的防御性与溢价能力。这为传统消费企业带来了挑战，也带来了机遇。传统消费企业需要思考如何通过对产品设计、品牌文化、品牌营销等方面的深度探索，与消费者产生更多的情感共鸣，从而为消费者提供更大的情绪价值。

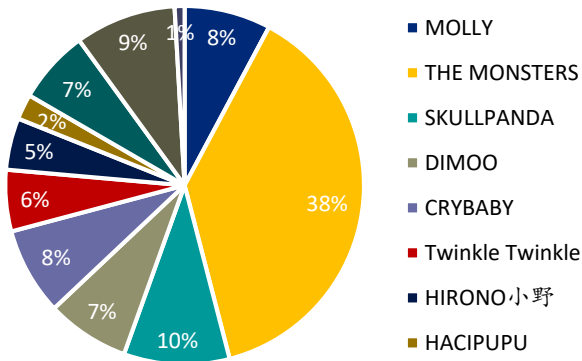
(1) 潮玩是情绪类消费的前沿阵地

我们认为，潮玩品类已打破传统消费的局限，在经济周期波动中表现出显著的防御性。面对经济环境的不确定性，消费者倾向于借潮玩产品来寻找情感寄托与情绪释放的出口，这将驱动潮玩行业的市场需求与收入增速持续跑赢传统消费大盘。根据我们的观察，潮玩依然处于持续出圈的过程中，未来无论在国内市场还是海外市场，都依然有很大的渗透空间。我们观察到以下趋势：

1) 玩家格局变化，我们认为未来能跑出的玩家有两类：一类是具备“艺术家发掘-商业推广运营-供应链及渠道管理体系”的头部 IP 平台，把形象和视觉符号做到极致；另一类是影视游戏等内容生产商，自然延展至变现 IP 价值。对比近两年的天猫淘宝 618 的 IP 价值榜前 20 名，除迪士尼、三丽鸥、泡泡玛特等头部 IP 商以外，我们观察到有两类 IP 的排名上升，一类是包括线条小狗、黄油小熊等治愈系 IP，另一类是女性向游戏类 IP，如代号鸢等。区别于刻板印象中的“可爱经济”，数据表明成年女性对情感内容向 IP 有更大支付意愿。

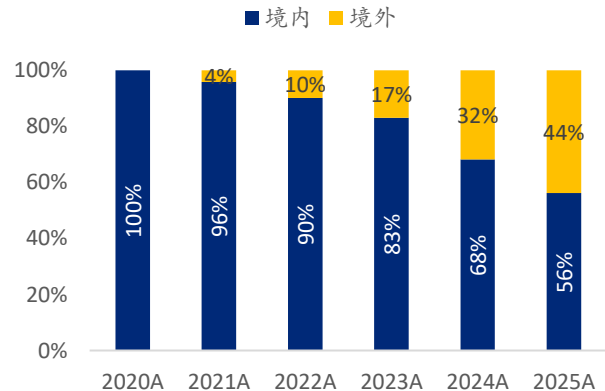
2) 潮玩品类边界外扩的本质是消费场景与 IP 情感价值的变现；其核心在于挖掘能与用户产生情感共鸣、自带情绪溢价与社交属性的 IP 及品类。以往潮玩品类由传统玩具品牌商和国际娱乐媒体商主导，包括万代、乐高、Jellycat 等。2025 年泡泡玛特位列天猫 618 潮玩榜首，2026 年叠纸心意位列榜首。2026 年天猫 618 玩具潮玩店铺榜前 20 增添新玩家，例如代号鸢、STAYREAL、罗曼星球等。代号鸢是灵犀互娱开发的女性向手游 IP，STAYREAL 是五月天主唱阿信与艺术家不二良共同创立的潮牌，罗曼星球是歌手汪苏泷团队推出的潮牌，售有周边衍生品系列产品。

图表 29：泡泡玛特 2025 年 IP 结构（按各 IP 占总收入计）



资料来源：公司公告、浦银国际

图表 30：泡泡玛特收入分布



注：由于公司披露口径改变，2024-2025 年境内收入包含中国大陆和中国港澳台地区；资料来源：公司公告、浦银国际

图表 31：2025 年和 2026 年天猫 618 玩具潮玩成交榜和 IP 价值榜



资料来源：天猫、浦银国际

(2) 品牌以东方文化叙事和审美力，承接情绪价值

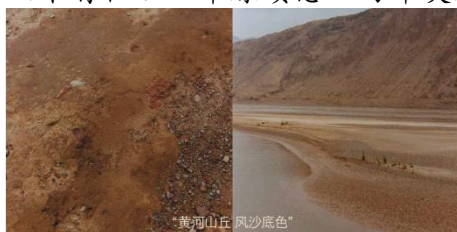
我们认为，扎根东方文化、拥有独特的审美力的品牌能获取更高的溢价空间，从而抵御波动和承接市场份额。通过具备辨识度产品表达，这类品牌把消费者购买行为从功能性的消费决策，升级个人审美表达和身份认同，消费需求转由情绪价值驱动。此时，消费需求转向由情绪价值驱动。

复盘江南布衣、山下有松、老铺黄金三个案例，我们认为三者存在两大共性：一是品牌创始团队具备独特审美力和产品表达能力，品牌叙事与东方文化契合；二是在策略上，三者都通过独特的产品语言和消费者沟通，构建出强审美辨识度与宽品牌护城河，进而引领或承接消费需求，在波动的市场中实现份额稳步扩大。

- 1) **江南布衣**：品牌设计基于“Just Naturally Be Yourself”的理念，灵感根植于人文艺术、自然、个体叙事，保持高度审美连贯性。江南布衣集团客群亦具备共性——热爱人文艺术，追求审美的个性化表达和精神共鸣，以中高收入人群为主。品牌以艺术为标签构筑差异化护城河。共同创始人、首席创意官李琳把控审美原点，保障多品牌长期风格的一致性和高辨识度，共同创始人吴健作为董事长统筹商业运营和供应链，平衡设计与商业。李琳女士自2016年起连续10年上榜ARTnews Top 200 Collectors。集团的产品设计，偏好意境表达与情绪叙事而非直白潮流化设计，在迭代中坚守统一风格。
- 2) **山下有松**：以“中原质感”为品牌审美基因，创始人付崧与联合创始人王捷均来自山西。品牌意在表达专注笃定、自在、舒展从容的生活态度，吸引追求内在自洽的成熟女性用户。品牌在产品表达上保持着审美风格的连贯和统一，并不遵循追求短暂潮流的快时尚逻辑。例如品牌以高品质、高耐久度的产品支撑其不惧时光、自知自在的审美表达，保留做旧、手工皮雕等“时间肌理”，追求时间沉淀的从容感而非精致感。这一取舍，使其在欧洲品牌主导的轻奢箱包赛道中，凭借文化与审美的差异化而非单纯的性价比，构筑起清晰的品牌区隔。
- 3) **老铺黄金**：品牌以中华传统经典文化、佛学、道家、文房美学等东方经典文化为载体，通过进驻SKP、万象城等高端商业体，提供“顶奢”体验，触达高净值人群。创始人徐高明先生深耕旅游文创产业，在文房四宝、古董书画及佛教文化收藏品等领域具备丰富经验。老铺黄金客群的画像为认可传统经典文化和古法黄金工艺，并愿意为其支付溢价的高净值人群。品牌将黄金从传统婚嫁场景下的贵金属，转化为承载非遗工艺与东方文化的黄金艺术品，使其兼具保值属性和传承意义。

图表 32：山下有松以自知自在的东方哲学为灵感

山下有松以“中原质感”为审美原点



山下有松挂耳包灵感源自山西南禅寺屋檐



资料来源：山下有松十周年展览、浦银国际

图表 33：老铺黄金品牌产品展现中国经典文化

老铺文玩产品



老铺典藏产品

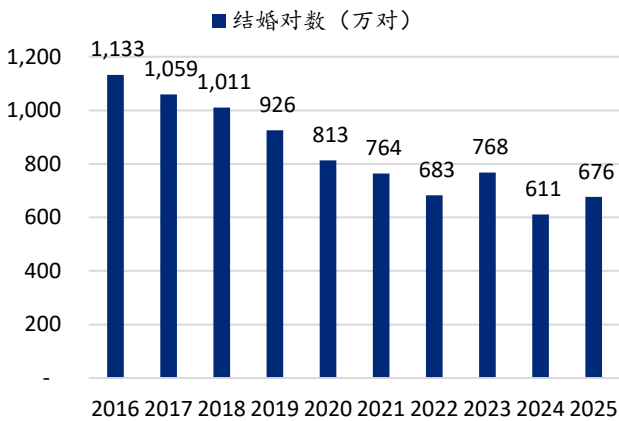


资料来源：公司官网、浦银国际

(3) 家庭结构演变、对情绪价值的需求推动宠物经济快速发展

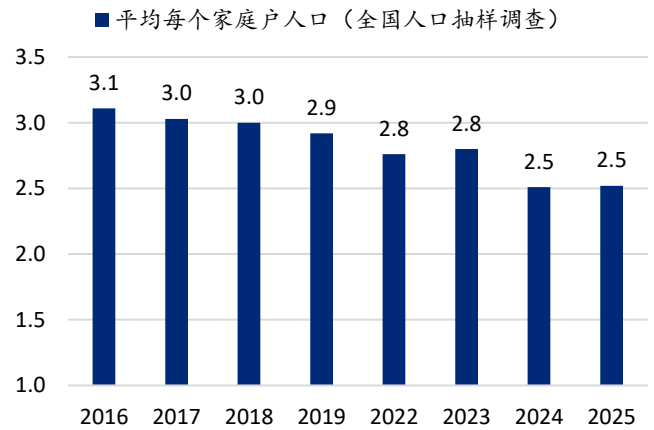
家庭结构演变、宠物的情感属性，使得宠物相关需求和商品消费紧密结合，推动了市场的显著发展。宠物是家庭角色之一的社会认同不断深化，促进了包括食品、用品、医疗和服务在内的宠物全生命周期消费市场的持续扩张。家庭结构的演变，体现在结婚登记数下降以及平均每家庭户人口的下降。2025年结婚登记数为676万对，而2016/2019年为1,133万/926万对。平均每家庭户人口从2016年的3.1人下降至2025年的2.5人。据全国伴侣动物（宠物）标准化技术委员会等机构联合发布的《2026年中国宠物行业白皮书》，2025年城镇宠物消费市场规模同比增长4.1%至3,126亿元。在宠物市场的消费主力中，90后/00后/80后占比42.7%/26.3%/24.5%。

图表 34：近5年结婚登记数在600-800万对区间



资料来源：iFinD、民政部、浦银国际

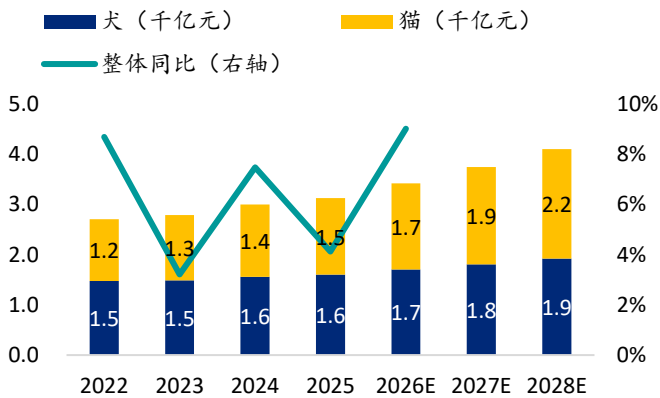
图表 35：平均每个家庭户人口下降至2.5人



资料来源：iFinD、国家统计局、浦银国际

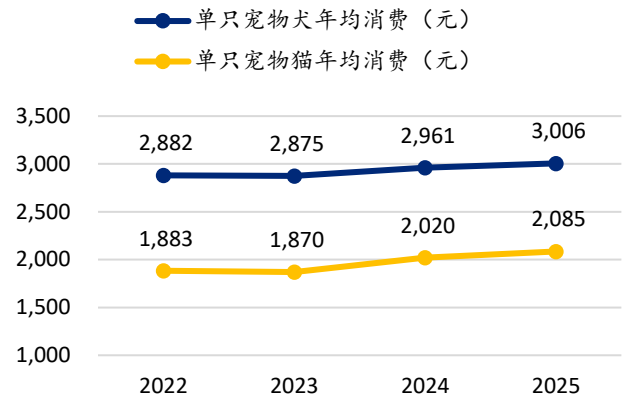
通过配方升级与成本结构优化，国产品牌仍在持续获取市场份额。国产高端宠物产品正在实现对进口产品的对标甚至超越，智能硬件、生物技术在宠物食品和医疗保健中的深层应用，将成为品牌建立核心壁垒的关键。一二线城市正处于品质升级与精细化服务的高需求阶段，而三四线市场则展现出巨大的长期增长潜能与空间，这将是未来驱动宠物产品出货量增长的核心阵地。同时，宠物的社交货币属性持续放大，将继续驱动线下体验业态及异业合作（如宠物+文旅、宠物+餐饮）的创新实践。

图表 36：2025 年城镇宠物（犬猫）消费市场规模达 3,126 亿元，同比增长 4.1%



资料来源：《2026 年中国宠物行业白皮书》、浦银国际

图表 37：单只犬或猫的年均消费持续提升



资料来源：《2026 年中国宠物行业白皮书》、浦银国际

图表 38：2026 年天猫 618 全周期宠物品牌排行榜

排名	品牌	排名	品牌
1	鲜朗	11	Pure & Natural/伯纳天纯
2	ROYAL CANIN/皇家	12	Toptrees
3	LEGENDSANDY/蓝氏	13	Instinct/天然百利
4	MYFOODIE/麦富迪	14	ROYAL CANIN/皇家处方粮
5	Fregate/弗列加特	15	小佩
6	网易严选	16	大宠爱
7	诚实一口	17	Homerun/霍曼
8	Orijen/原始猎食渴望	18	许翠花
9	Nourse/卫仕	19	MAG
10	ACANA/爱肯拿	20	PRO PLAN/冠能

注：全周期榜单的统计周期为：2026 年 5 月 6 日至 6 月 21 日 23:59。

资料来源：天猫 2026 年 618 全周期榜单、浦银国际

(4) 美妆/医美等“悦己经济”前景依然广阔

行业告别高速扩容期，迈入效率和价值挖掘驱动的高质量发展阶段。2026 年 618 数据显示，美妆品类消费情况仍好于大盘。星图数据显示，2026 年 618 周期全网电商销售额同比增长 4.0%，易观数据显示主要平台美妆成交额同比增长 11.4%。根据 Euromonitor，2025 年中国美妆个护市场零售额规模达 5,525.8 亿元，同比增长 2%。我们观察到以下趋势：

竞争格局的再分化，包括外资下沉与国货分化。通过 2026 年“618 战报”我们观察到，外资巨头通过“不降价但升量”（如兰蔻买赠策略）的隐形促销手段，以高品牌溢价抢占中端市场，致使缺乏大单品支撑、依赖单一流量投放的腰部及新锐国货加速出局。相比之下，头部国货（如珀莱雅、薇诺娜、毛戈平）通过产品力突围，依靠精简套组、强大单品运营及全域货架化经营，在存量竞争中实现了显著增长。

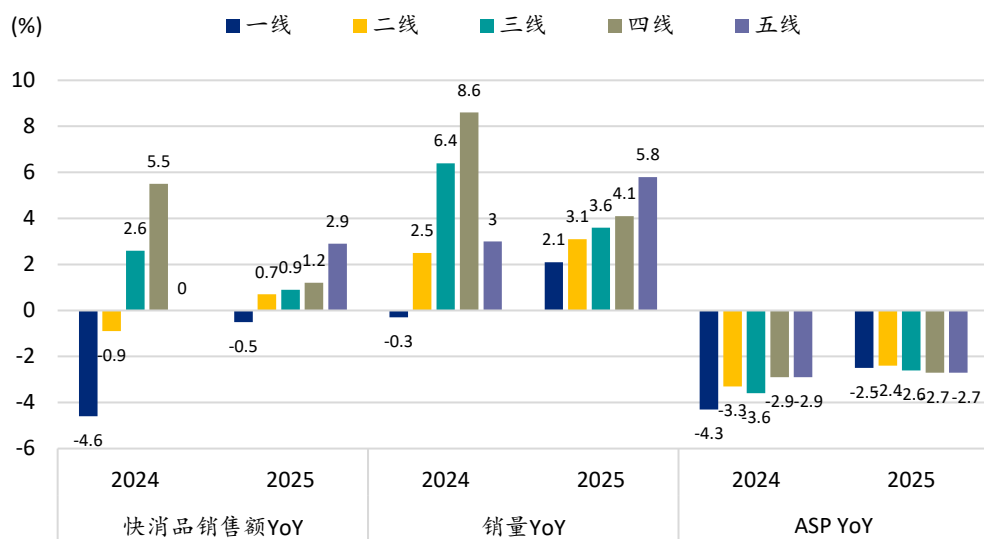
随着流量红利逐步消退，美妆企业的增长动力转向价值挖掘和效率驱动，以及供应链、功效价值、审美认同深度挖掘。具备原料自研、自有工厂的一体化品牌公司，更能够构筑竞争壁垒。对于护肤品公司，随着消费者从成分党向功效党进阶，重组胶原蛋白、PDRN 等医美级成分持续渗透至大众市场，功效价值不再限于护肤，带有临床医疗背书的术后修护、家用抗衰赛道迎来增量窗口。我们认为中长期本土品牌有望以“东方美学 + 成分科技”双轮驱动出海，跳出单纯性价比竞争，依托本土文化审美输出抬高品牌溢价，迈向全球化。

3. 下沉市场消费升级潜力巨大

在下沉市场，人们拥有更多的闲暇时间且生活成本相对低，2025 年至今社零和人均消费支出增速表现好于高线市场。国家统计局数据显示，按常住地划分，2025 年城镇居民人均消费支出 35,869 元，同比增长 3.8%；农村居民人均消费支出 20,259 元，同比增长 5.1%。2025 年，据贝恩和纽锐拓消费者指数，2025 年四线/五线城市的快消品销售额同比增长 1.2%/2.9%，其中销量同比增长 4.1%/5.8%，抵消了平均售价同比下滑 2.7%的影响。

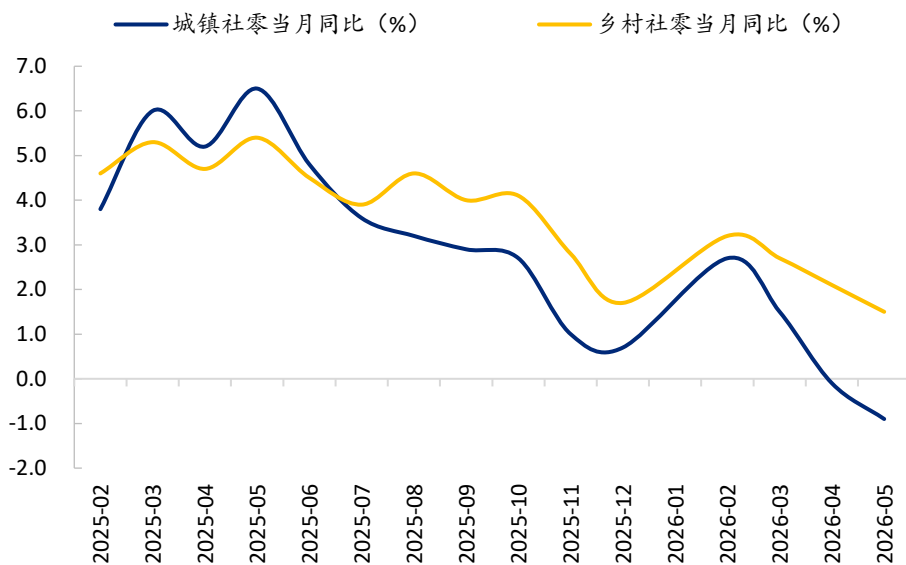
下沉市场的消费升级，并不意味着客单价的提升，而是基于质价比的消费品质 and 生活方式平权。在此过程中，渠道下沉、冷链下乡是主要助推器。随着中国城镇化从高速扩张阶段进入中后期发展阶段，2025 年末全国常住人口城镇化率为 67.89%，同比提高 0.89 个百分点，同时高线城市的生活方式正向低线城市渗透。一方面是零售业态的下沉，即时零售把“前置仓+到家”的高频消费模式带到县乡，例如锅圈以遍布全国的门店为前置仓节点构建即时履约网络。对于下沉市场消费，可触达的商品种类得以扩大。以古茗为例，截至 2025 年末，古茗门店达 13554 家，较 2024 年末净增 3,640 家，一线/新一线/二线/三线/四线及以下城市占比分别为 3%/15%/28%/29%/25%，乡镇门店占比从 2024 年末的 41%提升至 44%。另一方面是冷链下乡。由于短保质期的鲜果对冷链要求高，古茗自建覆盖全国的冷链设施，降低鲜果茶的综合原料成本和损耗，实现品质上行及价格带下移，获取销量增长。此外，县城的山姆代购现象体现了下沉市场消费者对品质商品的真实需求。

图表 39：三线及以下城市快消品销售额增速好于一二线，主要由量增驱动



资料来源：贝恩《2026年中国购物者报告，系列一》、浦银国际

图表 40：城镇和乡村社零增长

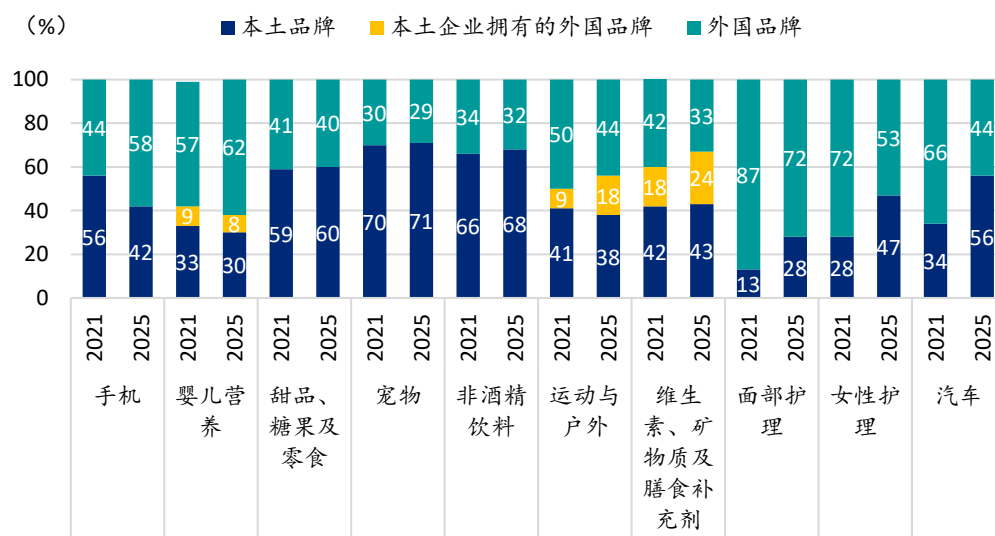


资料来源：国家统计局、iFinD、浦银国际

4. 本土公司双线获取份额，外资品牌加速本土化

本土消费公司通过建设自有品牌和收购国际品牌，持续获取中国消费市场份额，倒逼外资品牌深度本土化以守住阵地。缺乏深度本土化能力的外资品牌，大多选择把中国市场经营权直接出售给本土公司。从 2021 年至 2025 年各品类品牌份额结构可看出，在运动与户外、婴儿营养、维生素矿物质及膳食补充、面部护理、女性护理、汽车等品类，本土消费公司的份额扩大，外国品牌份额相应收缩。

图表 41：2021-2025 年，本土品牌在运动户外、婴儿营养、膳食补充、美护、汽车品类份额扩大（按天猫 GMV 计算，除汽车外）

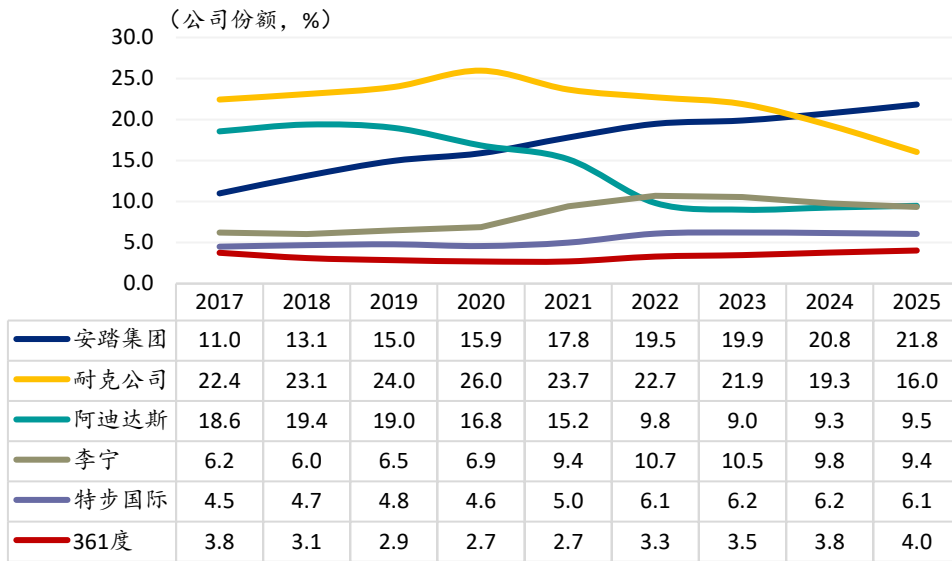


注：汽车品类采用销量份额，按新车上险量计算，其他类别采用销售额份额；

资料来源：《麦肯锡 2026 年 3 月中国市场简报》、浦银国际

本土公司的份额提升在多个领域同时发生——从具备技术和品牌壁垒的汽车，到强调功能性和情绪价值的营养膳食补充剂，再到美护领域。这说明本土消费公司竞争力已延展至产品、品牌及文化共鸣等多个方面，而不再是单纯依赖供应链与低价。本土龙头不仅培育自有品牌，还通过收购在中国市场经营承压的国际品牌的中国经营权，借助自身在本地消费者洞察、产品供应链和渠道优势，扭转收购标的在华经营困境，从而实现公司份额的扩张。例如安踏集团通过获取 FILA、迪桑特、可隆等品牌在中国市场的经营权，实现集团在体育用品行业份额的持续提升。

图表 42：中国体育鞋服公司通过建设自有品牌及收购运营外国品牌获取份额



资料来源：Euromonitor、浦银国际

本土公司抢占份额、外资品牌增长失速，倒逼外资把本土化从过往的营销层面，深化到产品研发、组织管理放权、乃至控股权层面。路径一是让出运营控股权、保留品牌授权——以星巴克、汉堡王、哈根达斯为代表，外资把运营主导权交给本土 PE 或本土消费公司，自身退守为长期授权方。例如，比音勒芬宣布获得 Snow Peak 在中国市场的经营权、通用磨坊出售哈根达斯中国内地门店经营权予柠季、汉堡王母公司 RBI 与 CPE 源峰共同设立汉堡王中国合资公司、星巴克和博裕资本共同设立星巴克中国合资公司。路径二是区域深度放权至组织和产品层面。以阿迪达斯为代表，其把本土产品研发设计、本土供应链、区域决策权高度下放到大中华区团队。

图表 43：2025 年到至今，多个国际消费品品牌出售中国市场经营权或引入本土战略合作伙伴

品牌	落地时间状态	出售或授权标的	受让方或战略合作方	标的中国区规模与说明
星巴克	2025 年 11 月星巴克和博裕资本宣布达成战略合作，2026 年 4 月 2 日宣布合资协议敲定	星巴克和博裕资本签约，双方共同设立星巴克中国业务合资公司	博裕资本持有中国零售业务 60% 股权，星巴克保留中国合资公司 40% 股权和星巴克品牌及 IP 授权。据公告，合资公司企业价值为 40 亿美元，星巴克预计中国业务总价值 130 亿美元	FY25 星巴克中国营收 31 亿美元，截至 FY25Q4，中国星巴克同店单季同比增长 2%，门店达 8,011 家，目标 2 万家。据欧睿数据，星巴克中国的市场份额由 2021 年的 33.3 % 降至 2025 年 15.5%。
汉堡王	汉堡王母公司 RBI 宣布，2026 年 2 月 2 日完成中国汉堡王品牌的合资交易	设立合资公司汉堡王中国，汉堡王中国旗下全资关联公司签订一份为期 20 年的主特许协议，获得在中国市场独家运营发展汉堡王品牌的权利。	对于合资公司“汉堡王中国”，CPE 源峰持约 83%、RBI 保留 17% 的少数股权及董事会席位；CPE 源峰向汉堡王中国注入 3.5 亿美元初始资金，用于支持汉堡王中国下一阶段的发展	目前汉堡王中国市场门店约 1250 家，CPE 源峰和 RBI 共同计划 2035 年拓展至 4000 家以上，实现可持续的同店增长。RBI 于 2025 年 2 月以 1.58 亿美元收回汉堡王中国大部分剩余股权，关闭选址不佳门店。
哈根达斯门店	2026 年 6 月 2 日，通用磨坊宣布，公司已达成最终协议，预计 2026 年内完成	出售中国内地冰淇淋门店及礼品业务中使用哈根达斯品牌的独家许可权。	本土茶饮连锁运营商柠季所在的投资者集团； 需要注意的是，通用磨坊将继续在中国内地持有并运营哈根达斯零售及餐饮业务	据极海品牌监测，2026 年 5 月哈根达斯中国在营门店 175 个，近 1 年闭店约 100 个，人均消费约 50-75 元。据 2025 年 6 月业绩会，哈根达斯中国门店客流量双位数下降。
Snow Peak	2026 年 6 月 12 日宣布签约	Snow Peak 中国区经营权：比音勒芬主导 Snow Peak 中国营销、销售、分销，含日韩线服饰、露营装备、咖啡；Snow Peak Apparel 在华生产许可	比音勒芬集团与日本 Snow Peak Inc (Snow Peak 品牌创始公司)、韩国运营方 GAMSUNG 公司（拥有 Snow Peak 韩国和中国的销售授权）达成战略合作。	Snow Peak 是高端户外品牌。2024 年完成管理层收购，并在贝恩资本支持下私有化，从东京交易所退市。2025 年 Snow peak 在杭州等地撤店，经销代理体系混乱。
必胜客	2026 年 6 月 16 日百胜中国与 Yum! Brands 宣布签约	必胜客品牌在中国大陆的所有权：此后百胜中国无需向 Yum! Brands 年付按中国大陆餐厅系统销售额的 3% 的特许经营费	受让方为百胜中国	12 亿美元现金对价，对应 19.5 倍市盈率(接近 12 个月百胜中国向 Yum! Brands 应付特许经营费、16.5% 税率测算，2024/2025 该笔费用分别为 4.78/ 4.94 亿元)

资料来源：Bloomberg、浦银国际

以阿迪达斯为例，其本土化从早期营销本土化，纵深推进到产品设计、供应链的本土化，以及区域组织管理和决策的本土化放权。阿迪达斯本土化先行（较耐克早 3-4 年），2023 年以来阿迪达斯在中国市场实现品牌势能和动销重新向上。阿迪达斯 2022 年起委任萧家乐为大中华区董事总经理，并深度放权本土团队。萧先生主导“在中国，为中国”战略，后又加入“爱中国”战略理念。改革要点是赋予中国团队更大的本土设计自主权、实现更深度的本土供应链合作和更短的市场响应时间。区域决策权推进的早晚，直接对应阿迪达斯和耐克两家公司在同一市场、同一时期的业绩分化。外资品牌在份额流失的压力下，被迫把本土化推进到产品和组织层面。

图表 44：阿迪达斯和耐克的本土化进程对比

项目	阿迪达斯	耐克
大中华区业绩	按固定汇率口径，大中华区 FY25 收入为 36.2 亿欧元，同比增长 9%；FY26Q1 大中华区收入为 11.4 亿欧元，同比增长 17%。	大中华区 FY26Q3（截至 2026/2/28）营收 16.15 亿美元，同比-10%，连续第 7 个季度负增长；指引 FY26Q4 大中华区收入同比下滑 20%。
本土研发设计	在中国销售的产品中，中国设计的比例已提升至 60%。目前中国制造与设计的品类中，服饰占比高，鞋类仍有提升空间。	近期耐克大中华区提出 China by Design 战略，相应调整组织架构，打造从产品研发-营销到终端运营全链路本土化，举措包括建设本土创研中心、提升响应速度。
本土供应链	中国销售产品约 95% 为本土生产；依托柔性供应链升级计划，为高校体育队伍提供从装备、训练到技术的定制服务；与申洲等供应商合研数字化产线；投资苏州自动化配送中心。产品 Lead Time 从下单到上市时间可达 6 个月或更短，此前为 9-12 个月。	提升中国产品的本土生产比例。
本土决策放权	萧家乐 2022 年起任阿迪达斯大中华区董事总经理，主导“在中国，为中国”战略，即提升本土设计自主权和本土生产比例、快速响应市场变化、提升与本土消费者的情感共鸣。后又加入“爱中国”战略理念。	2026 年 1 月换帅，董炜离任，Cathy Sparks 任耐克集团大中华区副总裁兼总经理。
零售运营	拓展三四线城市与儿童品类。阿迪达斯与海澜之家合作的新店主要落地新兴城市，预计年底门店数将达 700 家。	近期耐克大中华区提出本土零售运营分为南北两个区，赋能区域和终端，助力门店提升业绩。

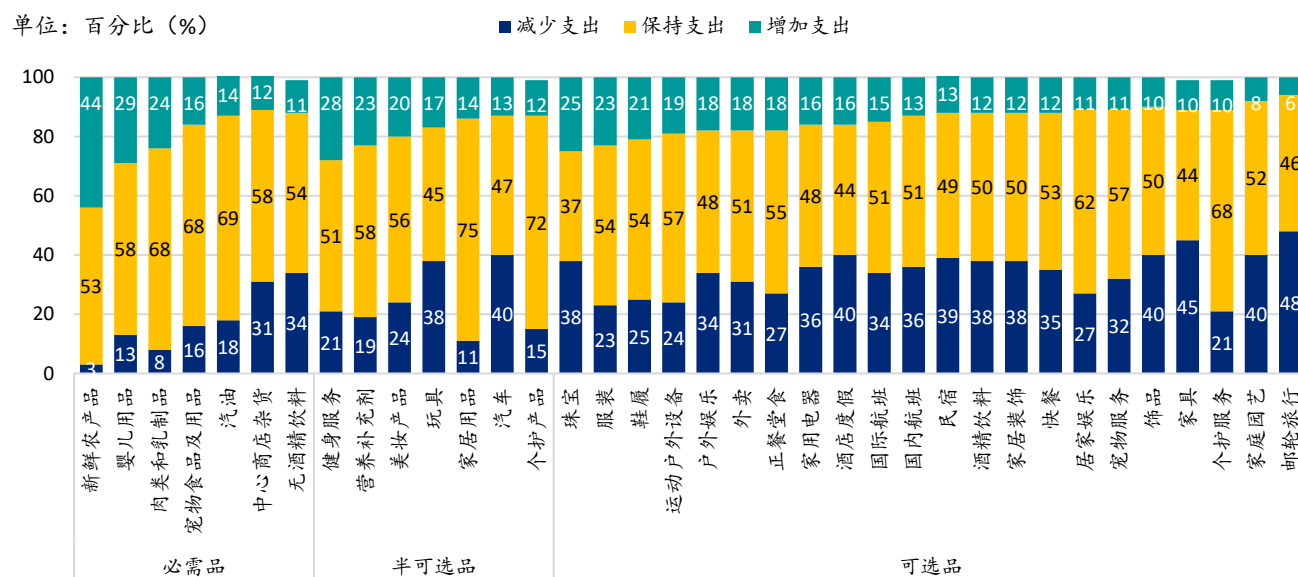
资料来源：36Kr《对话萧家乐：从“在中国、为中国”再到“爱中国”，阿迪达斯的下一个 Big Thing》、滔搏业绩会、浦银国际

5. 健康意识持续提升带来新机遇

无论外部宏观环境及消费趋势如何变化，消费者对于健康的追求永远不会改变。我们认为，伴随国内经济发展、国民受教育水平提高与城镇化进程推进，国民健康意识将持续提升，国民在健康领域的消费意愿亦将持续走强。居民消费支出意愿调研（见下图）显示，消费者在与健康相关的新鲜农产品、健身服务、营养补充剂及户外娱乐等领域，增加支出的意愿较强。

值得注意的是，除新鲜农产品和优质蛋白等必需品外，健康消费需求因人群、生命阶段与场景的不同，衍生出众多细分趋势。例如，年轻人与有娃家庭在日常消费的健康化，需求体现在新鲜零食和运动户外等领域；中产人群的健康消费已从“吃得健康”延伸至“主动管理健康”，需求延伸至健身个护服务、运动户外及营养补充剂；而老年人群对营养品（如蛋白质、钙、特医食品等）的需求正持续释放。

图表 45：中国消费者对各个消费子行业的消费意愿变化



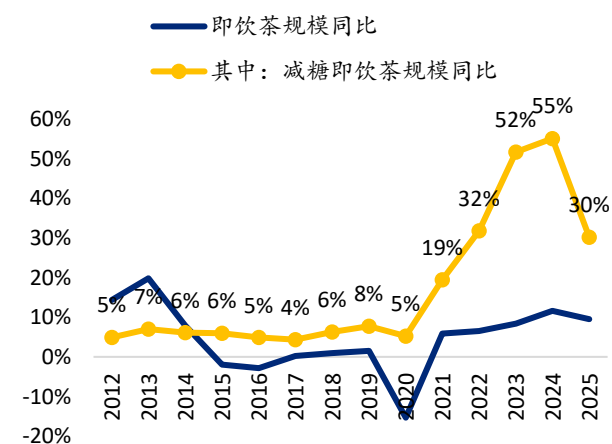
资料来源：麦肯锡 Asia-Pacific Consumer Sentiment Q4 2025、浦银国际估算

健康属性的食品与饮料：

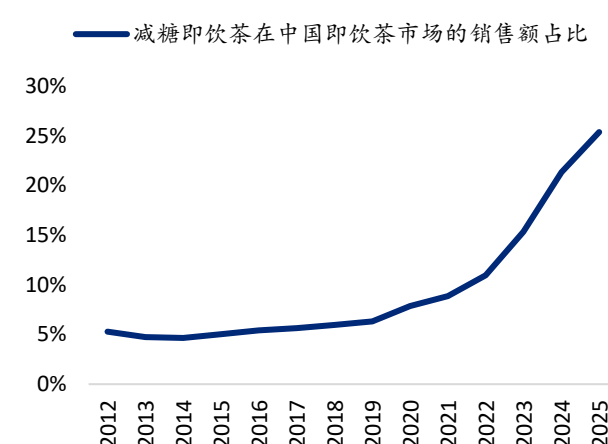
随着健康意识的提升，消费者对带有健康属性的食品饮料产品（比如低糖、低钠、低热量食品等）的需求快速增长。零食方面，曾经爆火的辣条由于其“高油、高盐、低营养”的标签正在逐渐被消费者所抛弃。与此同时，带有健康低卡属性的魔芋素毛肚产品则受到更多消费者的欢迎，增速远高于其他零食产品。饮料方面，根据 Euromonitor，减糖或无糖茶的销售增速远高于含糖茶，市场份额不断提升。受益于无糖茶收入的高速增长，农夫山泉过去几年也录得远好于竞争对手的业绩表现。

图表 46：减糖茶规模增速远高于即饮茶市场整体

图表 47：减糖即饮茶在中国即饮茶市场销售额占比



资料来源：Euromonitor、浦银国际



资料来源：Euromonitor、浦银国际

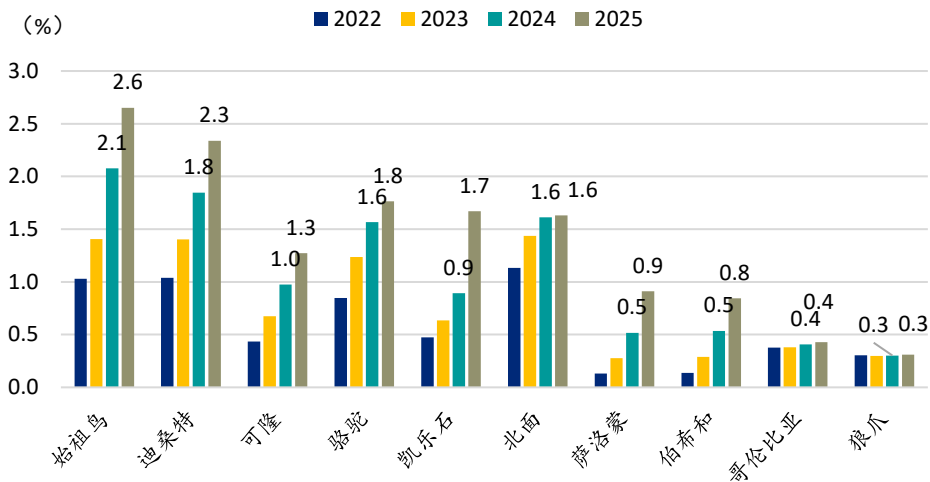
另外，2026年快速崛起的零食零售新物种“新鲜零食”，顺应了消费者对零食的需求。消费者的关注焦点从单纯的比价，转向健康与信任。兴起的参与者包括金粒门、几多全等，门店主要设于购物中心B1层与社区商圈。我们观察到以下几点：1) 零食零售新物种业态与量贩零食形成区隔——量贩零食以包装零食和极致低价为打法，而新鲜零食以短保产品为核心引流品类，例如现制饮品、短保烘焙、鲜卤产品陈列于入口黄金位；2) 目标人群和需求方面，新鲜零食以“0防腐”、“干净配方”、“给孩子推荐”为卖点，例如几多全以“这里你无需查看配料表”作为门店核心标语，客群以注重健康与配料表干净的年轻消费者和家庭为主；3) 供应链方面，特征为品类集中和本地化，品牌缩短工厂到门店链路、保障短保新鲜度、降低物流成本并提升品控响应。同时，头部玩家普遍走向自建工厂的模式，例如金粒门常州工厂和东莞工厂2026年5月投产；几多全采用“恒星+卫星”模式，在湖南浏阳布局大基地，规划全国华东、华南、西南等区域卫星工厂。

跑步与户外运动：

根据国家体育总局的数据，中国经常参加体育锻炼的人数比例从2020年的37.2%提升至2025年的38.52%。跑步是参与人数最多的运动项目之一。根据我们的调研，中国活跃跑步人数从2015年的0.8亿左右增加至2025年的1.2-1.4亿，占经常参加体育运动人数的三分之一左右。跑步在中国越来越受到大众的欢迎，背后的原因包括(1)跑步对生理健康(提升心肺功能)与心理健康(有助于解压和抗抑郁)的益处；(2)较低的门槛和较高的便利性，不受场地限制；(3)较高的社交属性(跑团社群、打卡马拉松赛事等)。随着跑步参与人数的不断上升，跑步运动鞋服与装备的销售收入也在过去几年快速增长，且增速在各项运动项目中保持领先。

另外，户外运动正逐渐从专业小众爱好转化为国民级的生活方式。《中国户外运动产业发展报告(2024-2025)》显示，截至2025年4月初，中国户外运动参与人数已突破4亿人，消费主力为25-34岁中青年群体。根据北京体育大学联合美团研究院发布的《2025户外运动消费发展及趋势报告》，2025年户外运动消费人次超8亿人，消费总额突破1万亿元。从项目看，马拉松、骑行、铁人三项、滑雪等项目关注度较高，户外运动装备需求上体现为冲锋衣、徒步鞋、运动相机等品类快速增长。除功能性产品以外，户外消费向生活化、社交化延伸，逐渐转化为生活方式的载体。据Euromonitor，近年来主流户外品牌在中国体育鞋服市场中的市场份额均显著提升，其中始祖鸟/萨洛蒙/迪桑特/可隆2025年的市场份额分别为2.6%/0.9%/2.3%/1.3%，本土品牌骆驼/伯希和2025年的市场份额分别为1.8%/0.8%。

图表 48：十大高性能户外品牌的市场份额（占中国体育鞋服市场）



资料来源：Euromonitor、浦银国际

健康管理类产品：

智能穿戴设备与健康 AI 应用正在重构个人健康管理方式，从被动监测转向主动干预。根据 IDC 发布的《中国可穿戴设备市场季度跟踪报告》，2025 年中国腕戴设备市场出货量达 7,390 万台，同比增长 20.8%。随着端侧 AI 处理能力的提升，智能穿戴设备已逐步从运动追踪工具演变为具备主动预警能力的“健康顾问”。例如主流品牌智能手表搭载了心率、房颤、血氧、睡眠、血压等指标的风险主动预警功能，部分便携式穿戴设备亦能实现血糖动态监控。

在更广阔的居家健康领域，消费者对睡眠质量改善的投入持续加码。根据艾媒咨询，中国睡眠经济市场规模在 2023 年已达人民币 4,955.8 亿元，并预计到 2027 年将达到 6,586.8 亿元。在这一背景下，产品创新呈现出两条并行路径：一是智能穿戴设备，通过传感器与 AI 算法实现对睡眠风险的感知与预警；二是亚朵星球 (Atour Planet) 等品牌通过深耕人体工学结构、记忆绵材质工艺及温控物理技术，从提升物理舒适度与睡姿承托的角度改善睡眠体验。尽管目前部分功能（如居家环境的智能联动）仍处于探索阶段，但通过提升硬件的数字化能力与寝具的科学支撑性，个人健康管理的底层逻辑正在从单一的后期干预，转向主动管理。

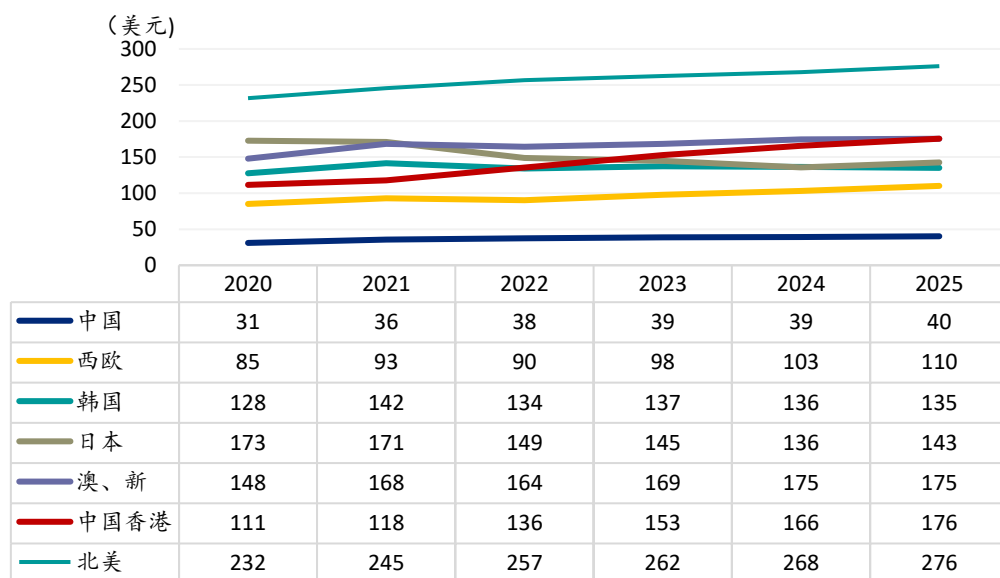
营养和保健品：

根据 Euromonitor，2025 年我国营养健康市场规模达到 4,103 亿元，同比增速达到 3%。随着未来推动全年龄段消费，我们预计营养健康行业有望维持中、高个位数增长，且将高于整体消费行业的平均增速。

长期来看，随着中国老龄化程度加深，中国家庭对健康类消费的支出也将呈现结构性上升趋势。健康类消费支出的提升和银发经济的发展，为营养保健食品消费注入了强劲的增长动能。根据 Euromonitor 数据，2025 年全球成熟市场（如韩国、日本和澳大利亚等）的人均营养保健食品消费均超过 130 美

元，相比之下，同期中国市场的人均消费金额只有 40 美元，与成熟市场之间存在明显差距。当前，中国保健品市场的渗透率远未达到美国、日本和澳大利亚的水平，消费者对保健品的日常刚性需求尚未形成。

图表 49：全球保健品人均消费



资料来源：Euromonitor、浦银国际

6. 银发经济潜力巨大

随着人口结构的变化，银发经济市场潜力巨大。据复旦大学老龄研究院《中国银发科技发展报告（2025）》报告，银发科技的需求场景包括主动健康与智能监测、康复训练与功能提升、照护支持与智能辅助、智慧出行、感官功能辅助等。2025 年我国银发经济规模约达 9 万亿元，预计到 2035 年将增至约 30 万亿，占同期 GDP 比重约 10%，未来十年有望保持两位数复合增长。

在银发经济这片万亿级蓝海中，科技赋能与健康需求深度融合，健康养老、智慧养老服务与智能可穿戴设备正成为增速最亮眼的核心赛道。国家税务总局数据显示，2025 年上半年，我国社区养老照护服务和机构养老照护服务的销售收入同比分别大幅增长了 30.4% 和 22.6%。与此同时，养老服务正从基础照护向高品质的智慧化管理延伸。近年来，5G、AI 和物联网技术的发展与落地，为健康监测与预防提供了技术条件。据国家税务总局 2025 年上半年增值税发票数据，智能可穿戴设备（如防跌倒监测、便携健康监测传感器等）以及 AI 适老硬件等细分赛道的增速已超过 30%。智能可穿戴设备正迎来高速发展，智慧养老市场规模有望持续扩容。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(鸣鸣很忙 1768.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com
(852) 2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

张帆

vane_zhang@spdbi.com
(852) 2808 6467

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited
网站: www.spdbi.com
地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

