

2025 年 12 月 17 日 消费行业 2026 展望：蛰伏寻韧性，细分觅成长，出海拓新机

民银证券研究团队

分析师：何丽敏

电 话：37288036

Email: liminhe@cmbcint.com

**2025 消费行业复盘：传统需求平淡，业绩上结构分化，新消费亮眼。大众品价格竞争氛围浓厚，消费偏向性价比和理性。具体而言：**

(1) 可选消费方面，新消费领域如潮玩/精品黄金等估值和业绩共振，现制茶饮受益于 25Q2 以来的外卖补贴，传统内需相关的餐饮、体育用品表现一般。(2) 必选消费整体缺乏亮点，2025 年白酒、乳制品量价承压，啤酒和饮料的利润层面好于收入，上游牧场产能持续去化。

**展望 2026 年中国消费行业：**

(1) 平淡期寻韧性，把握高股息+高业绩兑现度主线。关注 i. 经营能力强具备高业绩兑现度+现金流稳健+细分市场景气度优标的；ii. 具备顺周期修复潜力+股息率合理的龙头公司。

(2) K 型分化延续，高端消费现修复迹象。高端消费需求有望修复向好，受益财富效应与海外消费回流；大众消费保持理性和性价比主导，加速优胜劣汰，对公司经营提效、渠道及产品优化要求更高。

(3) 细分觅成长，细分人群+新场景构筑结构性机会。“Z 世代”人群愿意为情绪价值付费、对本土文化具备更强的自信；一二线新中产追求愉悦自我和生活品质，愿意为健康生活、文旅、美护、具备保值功能的精品金饰付费。潮玩行业预计高景气延续，竞争从“单一 IP 产品突围”向“IP 平台生态”升维。未来随着 IP 变现载体创新，IP 价值具备充足纵深挖掘空间。看好平台型龙头和差异化强者。

(4) 出海拓新机。道路曲折但出海是成长必选项。三大出海主题：包括 i. 美国降息，有望提振地产后周期出海产业链；ii. 智能化家电以技术和产品迭代、新场景驱动出海生意；iii. 对等关税落地，鞋服代工制造龙头格局稳定，关税分担逐步淡化。

**2026 年消费行业投资策略与板块配置建议：**

(1) 内需方面关注高股息+业绩兑现度高的企业，红利为基，可关注经营能力强具备高业绩兑现度+现金流稳健+细分市场景气度相对优的龙头，例如晶苑国际 (2232.HK)、江南布衣 (3306.HK)、安踏 (2020.HK)；(2) 细分寻找结构性增量机会，预计未来一年新消费领域保持景气，例如潮玩及 IP、精品黄金、国货化妆品及服装等，可关注泡泡玛特 (9992.HK)、名创优品 (9896.HK)、老铺黄金 (6181.HK)；

(3) 中期而言具备出海扩张能力的公司仍将获成长空间，例如受益于降息及美国地产需求潜在修复机会的手动工具及电动工具板块、全球产能布局具备优势及客户结构优的鞋服 OEM，以及以智能化新品+新消费场景引领未来的智能化家电公司。可关注泉峰控股 (2285.HK)、创科实业 (669.HK)、申洲国际 (2313.HK)。

## 目 录

一、2025 复盘：传统需求平淡，但仍存结构性机会 .....	5
（一）业绩上呈结构分化，国补品类、新消费领域表现亮眼.....	5
（二）大众品价格竞争氛围浓厚，消费偏向性价比和理性.....	7
二、2026 年基本面展望和投资主题 .....	10
（一）平淡期寻韧性，把握高股息+高业绩兑现度主线 .....	10
（二）K 型分化延续，高端消费现修复迹象.....	11
（三）细分觅成长，细分人群+新场景构筑结构性机会 .....	14
潮玩：预计高景气延续，竞争升维，看好平台型龙头和差异化强者.....	14
（四）出海拓新机，道路曲折但出海是成长必选项.....	17
出海主题一：美国降息，有望提振地产后周期出海产业链.....	17
出海主题二：智能化家电以技术和产品迭代、新场景驱动出海生意.....	20
出海主题三：对等关税落地，鞋服 OEM 格局稳定，关税分担逐步淡化.....	21
三、2026 年消费电子板块展望 .....	26
潮玩：景气延续及竞争升维，看好平台型龙头和差异化强者.....	26
运动鞋服及鞋服 OEM：世界杯体育大年，功能性产品及户外景气.....	26
鞋服 OEM：对等关税落地，行业格局稳定，关税分担淡化， 关注 NIKE 复苏进展 .....	27
家电与轻工家居：美国降息利好地产后周期产业链（手动和电动工具）、智能化消 .....	
费家电以新品和新场景引领未来 .....	27
乳制品及上游牧业：底部改善可期 .....	28
风险提示： .....	28

## 图表目录

图：必选消费子版块 2025 行情回顾、估值，以及市场一致预期变动回顾（对比 90 日前）	5
图：必选消费子行业收入增速一致预期	5
图：必选消费子行业利润增速一致预期	5
图：必选消费子版块 2025 行情回顾、估值，以及市场一致预期变动回顾（对比 90 日前）	6
图：可选消费子行业收入增速一致预期	6
图：可选消费子行业利润增速一致预期	6
图：2025 年社零于下半年增速有所放缓	7
图：价格方面，消费品 CPI 同比承压	7
图：25H1 餐饮同店同比	7
图：餐饮 25H1 客单价同比承压	7
图：城镇就业率	8
图：外卖补贴下价格竞争，茶饮外卖占比上升	8
图：2024-2025 年节假日居民文旅支出、社会流动量	8
图：各线城市二手住房价指数同比表现分化	9
图：25 前三季度消费对经济增长拉动	9
图：2025 年 1-11 月社零，三大可选品类增速稳健，10-11 月国补品类增速有所回落	9
图：部分港股消费标的业绩增速、估值与股息率整理	10
表：于 2025Q3，奢侈品集团关于中国奢侈品市场的业绩会表述积极	11
图：澳门博彩毛收入自 25 年 6 月加速增长	12
图：太古地产内地高端零售物业在 25Q2、25Q3 销售额回暖	13
图：海南离岛免税购物金额自 9 月加速增长	13
图：海南离岛免税人均消费金额及同比	13
图：中国潮玩行业市场规模（2024 年）	15
图：中国潮玩行业产品类型结构（2024 年）	15
图：淘宝天猫 2025 年双十一 IP 价值榜	15
图：天猫 2025 年双十一潮玩销售榜	15
图：全球 IP 价值排行榜前 10（截至 2025 年 1 月）	16
图：全球潮玩行业市场规模（2024 年）	17
图：全球潮玩行业地区结构（2024 年）	17
图：泡泡玛特 IP 参加梅西百货感恩节大游行	17
图：MINISO 在 Kate Perry 的 MV 展示	17
图：近 30 年以来，美国降息周期与住房开工量、新房销售量对比	18
图：美国联邦基准利率与住房开工量同比	18
图：美国联邦基准利率与新房销量同比	19
图：目前 25Q4，Home Depot 和 Lowe's 美国月度零售趋势承压，受关税和大环境影响	19
表：创科实业、泉峰控股、巨星科技对美敞口的产能安排	19
图：九号无边界智能割草机器人	20
图：石头带机械臂的扫地机器人	20
图：汉阳科技 Yarbo 扫雪机器人	20

图：Aiper 泳池机器人.....	20
图：华利越南工厂原材料本地采购比例 56% .....	21
图：越南面料自给率<50%，2020 年为 25% .....	21
图：美国对各地区的对等关税（截止 2025/11） .....	22
图：美国的纺织服装进口来源结构（按地域） .....	22
图：美国鞋类进口来源结构（按地域） .....	22
图：2024 年国际运动品牌耐克、阿迪达斯、Lululemon、昂跑的供应链结构（按地域） .....	23
图：NIKE 服装代工厂数量和前 5 大占比 .....	24
图：阿迪达斯合作大于 20 年供应商占比 .....	24
图：鞋履和服装代工龙头企业的产能分布（2024 年） .....	24
图：申洲国际占主要品牌客户采购份额 .....	25

## 一、2025 复盘：传统需求平淡，但仍存结构性机会

### (一) 业绩上呈结构分化，国补品类、新消费领域表现亮眼

回顾 2025 年前 11 个月消费子行业表现，食品饮料整体平淡，可选品新消费领域表现亮眼，新消费领域 IP 潮玩、受益于金价的黄金珠宝、受益外卖补贴的现制茶饮、受益产能去化预期的上游牧场股价表现优。

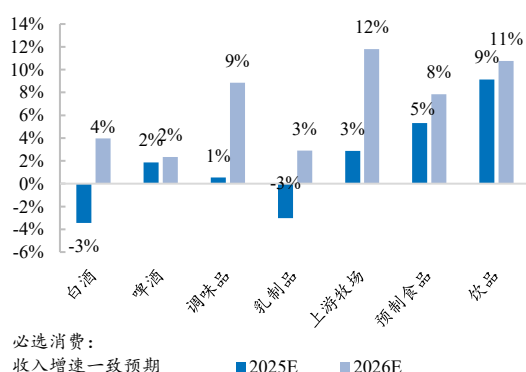
(1) 必选消费整体缺乏亮点，2025 年白酒、乳制品量价承压，啤酒和饮料的利润层面好于收入，上游牧场受益产能去化下肉牛价格和潜在供需景气改善。啤酒及饮料利润改善好于收入，原因是受益于原材料成本下行（例如大麦/白砂糖/包材/玻璃瓶）。此外，啤酒以高端化对冲餐饮场景需求的疲弱，饮料细分领域如无糖茶、功能饮料领域 25 年仍属景气。上游牧场 2025 年受益于产能逐步去化、以及肉牛价格上行，明年有望达到供需平衡状态，存在原奶周期反转和盈利修复预期，在必选消费领域中市场表现优。

图：必选消费子版块 2025 行情回顾、估值，以及市场一致预期变动回顾（对比 90 日前）

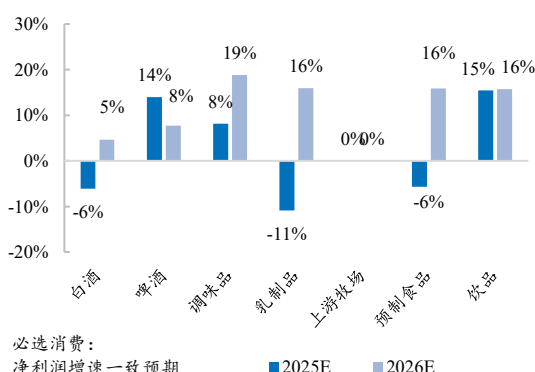
必选消费	股价涨跌幅(市值加权)	动态 PE	PE(TIM)	净利润一致预期上调家数占比 (对比90日前)
子行业	2025/1/2至今	2025E	2026E	分位数* 2025E 2026E
白酒	-7%	20	19	29% 0%
啤酒	0%	18	17	11% 17%
调味品	-13%	31	26	15% 0%
乳制品	-7%	16	14	39% 0%
上游牧场	101%	NA	8	/ 50%
预制食品	0%	25	22	40% 0%
饮品	28%	21	18	15% 20%

资料来源：iFind，截至 2026/12/10，基于 56 个中国必选消费行业 A/H 标的，民银国际整理  
\*净利润预期上调或维持比例：对比 90 天前，一致预期上调或维持的股票数量/子行业股票数量

图：必选消费子行业收入增速一致预期



图：必选消费子行业利润增速一致预期



资料来源：iFind 一致预期，截至 2025/12/10，基于 56 个中国必选消费行业 A/H 标的

(2) 可选消费方面，新消费领域如潮玩/精品黄金等估值和业绩共振，现制茶饮受益于 25Q2 以来的外卖补贴，传统内需相关的餐饮、体育用品表现一般。25 年 4 月起的对等关税对鞋服代工制造、家电出口造成扰动。港股服装板块中稳健增长的高股息公司(例如波司登、江南布衣)受市场青睐。对于鞋服 OEM 板块，2025 年国际体育鞋服品牌总体库存水位正常，但 25 年 4 月起的对等关税，使得品牌客户对全球需求增添不确定性，以及要求供应商分担部分关税成本(例如 2-3 个百分点)。对于家电板块，24 年 8 月开启国补后，2025 年内销总体表现景气，但 10-11 月因高基数而呈现同比增速下滑。对于运动鞋服和连锁餐饮行业而言，由于行业规模增速放缓，竞争加剧，龙头公司通过提效和店型多样化以寻求增长点。与去年类似，连锁餐饮行业整体承压——体现在 ASP、翻台率、同店表现普遍不佳，外卖补贴进一步压缩了外食就餐需求。黄金珠宝则受益于金价上涨催生保值增值需求，行业整体结构分化(精品黄金优于传统金饰品牌)，呈量降价增，以价格上涨驱动行业规模增长。

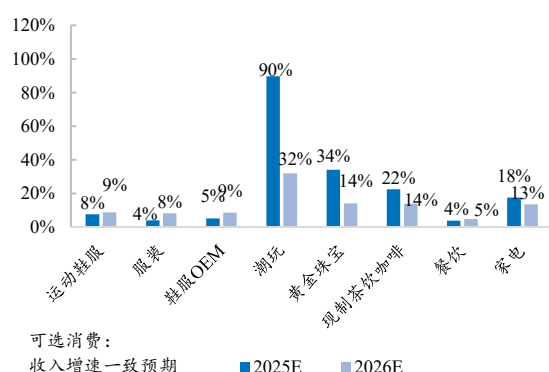
图：必选消费子版块 2025 行情回顾、估值，以及市场一致预期变动回顾（对比 90 日前）

可选消费	股价涨跌幅(市值加权)		动态PE		PE(TTM)	净利润一致预期上调家数占比 (对比90日前)	
子行业	2025/1/2至今	2025E	2026E	分位数*		2025E	2026E
体育鞋服	<div><div></div></div> 8%	13	12	<div><div></div></div> 29%		0%	0%
服装	<div><div></div></div> 24%	9	8	<div><div></div></div> 50%	<div><div></div></div>	20%	<div><div></div></div> 20%
鞋服OEM	<div><div></div></div> 1%	12	10	<div><div></div></div> 41%	<div><div></div></div>	13%	<div><div></div></div> 13%
潮玩	<div><div></div></div> 90%	19	13	<div><div></div></div> 21%		67%	67%
黄金珠宝	<div><div></div></div> 107%	17	14	<div><div></div></div> 38%	<div><div></div></div>	33%	50%
现制茶饮咖啡	<div><div></div></div> 84%	18	16	<div><div></div></div> 32%	<div><div></div></div>	33%	17%
餐饮	<div><div></div></div> -6%	15	12	<div><div></div></div> 14%	<div><div></div></div>	13%	38%
家电	<div><div></div></div> 8%	16	13	<div><div></div></div> 29%	<div><div></div></div>	18%	18%
化妆品	<div><div></div></div> 0%	31	25	<div><div></div></div> 41%		0%	0%

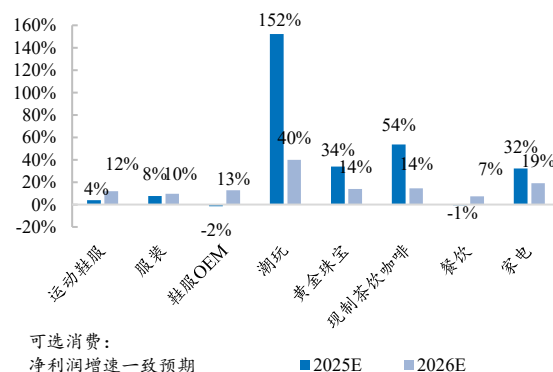
资料来源：iFind，截至 2026/12/10，基于 57 个中国可选消费行业 A/H 标的，民银国际整理

\*净利润预期上调或维持比例：对比 90 天前，一致预期上调或维持的股票数量/子行业股票数量

图：可选消费子行业收入增速一致预期



图：可选消费子行业利润增速一致预期



资料来源：iFind 一致预期，截至 2025/12/10，基于 57 个中国可选消费行业 A/H 标的

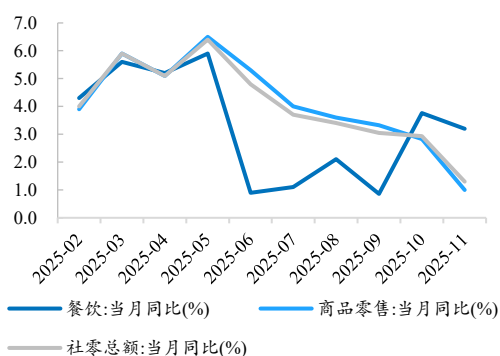


## (二) 大众品价格竞争氛围浓厚，消费偏向性价比和理性

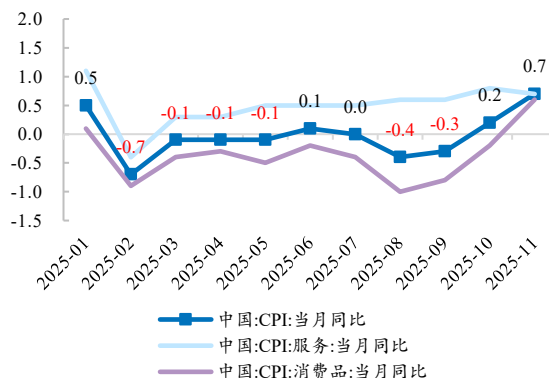
总量节奏与 24 年相似，25 年社零进入二季度以来增速转弱。价格因素制约社零规模增长，今年以来整体 CPI 承压，消费品物价压力大于服务项，10-11 月 CPI 有所修复。进入四季度，11 月社零同比+1.3% (WIND 一致预期为+2.9%)，前期受益国补的汽车、地产链品类在高基数下承压；三大可选品 10-11 双月增速亮眼，因 25 年双十一前置叠加金价利好；烟酒需求偏弱。

大众品价格竞争氛围浓厚，性价比和理性仍是大众消费主旋律。以餐饮为例，餐饮单价/消费频次/同店均承压，快餐相对平稳。渠道方面，线上仍优于线下，消费品线上平均折扣水平较线下深。25Q2 以来外卖补贴下，现制茶饮价格竞争激烈，多数茶饮到手价低至个位数，茶饮外卖占比快速上升。海底捞/太二/绿茶集团/肯德基/必胜客 25H1 同店同比分别-10%/-19%/-1.7%/+0.5%/+1%；海底捞/太二/绿茶集团/肯德基/必胜客 25H1 客单价同比分别+0.5%/+2.8%/-10%/+2.5%/-13.5%；

图：2025 年社零于下半年增速有所放缓



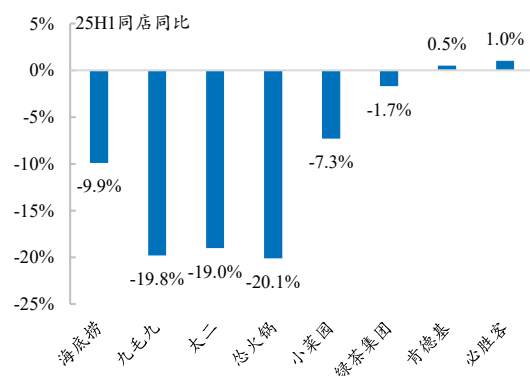
图：价格方面，消费品 CPI 同比承压



资料来源：国家统计局、iFind、民银国际整理

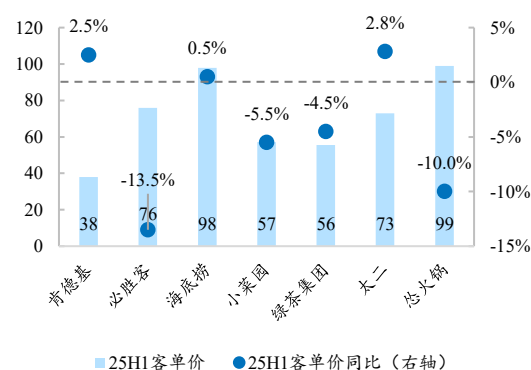
来源：国家统计局、iFind、民银国际整理

图：25H1 餐饮同店同比



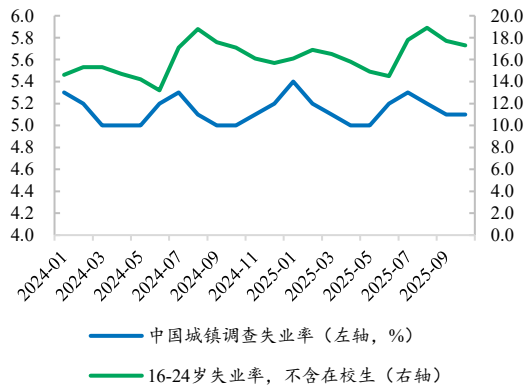
资料来源：公司公告、民银国际整理

图：餐饮 25H1 客单价同比承压

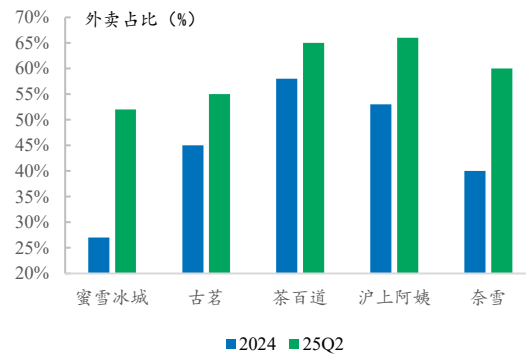


来源：公司公告、民银国际整理

图：城镇就业率



图：外卖补贴下价格竞争，茶饮外卖占比上升

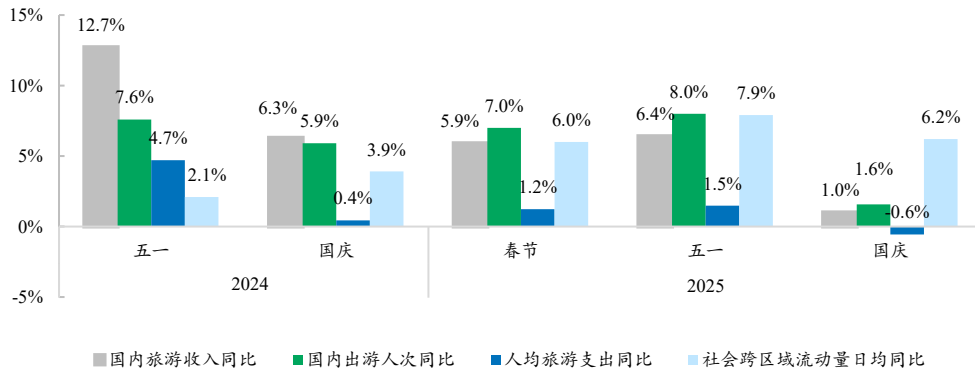


资料来源：国家统计局、iFind、民银国际整理

来源：国家统计局、iFind、民银国际整理

节假日社会出游客流量景气，量增价稳。今年观察到零售端，以体育用品及服装零售为例，节假日具备爆发力，但平日较以往相对更平淡。以 2025 年国庆假期为例，国庆双节拼假效应下，国庆假期跨区域流动量日均同比+6.2%，国庆文旅人均消费、机票价格同比持平，酒店平均房价有所回升。2025 年国庆 8 日假期出游人次达 8.88 亿元，日均出游人次同比+1.6%，国内出游消费总额日均同比+1.0%，人均出游支出同比-0.6%至 911 元。航班管家数据显示 2025 国庆假期国内机票（经济舱）均价 849 元，同比微增 0.3%。

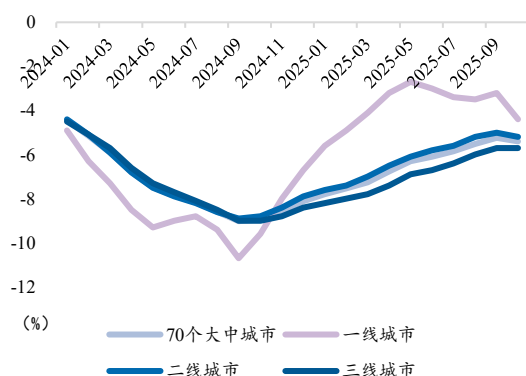
图：2024-2025 年节假日居民文旅支出、社会流动量



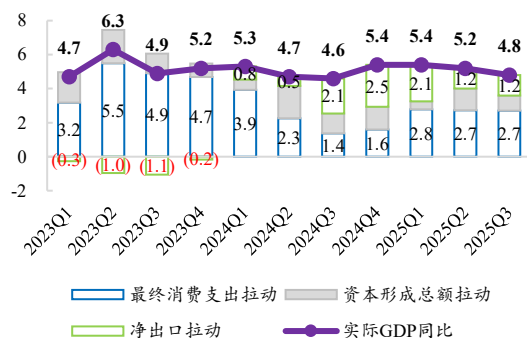
资料来源：文旅部、民银国际整理



图：各线城市二手住房价格指数同比表现分化



图：25 前三季度消费对经济增长拉动



资料来源：国家统计局、民银国际整理

来源：国家统计局、民银国际整理

图：2025 年 1-11 月社零，三大可选品类增速稳健，10-11 月国补品类增速有所回落

社会消费品零售总额		社零当月同比增速											年度同比 (%)		
当月同比增速 (%)		24/11	24/12	25/1~2	25/03	25/04	25/05	25/06	25/07	25/08	25/09	25/10	25/11	2024年	25YTD
社零总额同比		3.0	3.7	4.0	5.9	5.1	6.4	4.8	3.7	3.4	3.0	2.9	1.3	3.5	4.0
除汽车以外社零同比		2.5	4.2	4.8	6.0	5.6	7.0	4.8	4.3	3.7	3.2	4.0	2.5	3.8	4.6
限额以上社零同比		1.3	4.0	4.3	8.5	6.3	8.0	5.0	2.8	2.4	2.3	1.6	-2.0	2.7	3.8
实物商品网上零售额同比(YTI)		6.8	6.5	5.0	5.7	5.8	6.3	6.0	6.3	6.4	6.5	6.3	5.7	6.5	5.7
按类型	餐饮收入同比	4.0	2.7	4.3	5.6	5.2	5.9	0.9	1.1	2.1	0.9	3.8	3.2	5.3	3.3
	限额以上餐饮	2.5	1.2	3.6	6.8	3.7	4.8	-0.4	-0.3	1.0	-1.6	3.7	1.2	3.0	2.3
	商品零售同比	2.8	3.9	3.9	5.9	5.1	6.5	5.3	4.0	3.6	3.3	2.8	1.0	3.2	4.1
	限额以上商品零售	1.2	4.2	4.4	8.6	6.6	8.2	5.5	3.1	2.6	2.7	1.4	-2.2	2.7	4.0
按品类															
必选	粮油、食品类	10.1	9.9	11.5	13.8	14.0	14.6	8.7	8.6	5.8	6.3	9.1	6.1	9.9	9.9
	饮料类	-4.3	-8.5	-2.6	4.4	2.9	0.1	-4.4	2.7	2.8	-0.8	7.1	2.9	2.1	1.0
	烟酒类	-3.1	10.4	5.5	8.5	4.0	11.2	-0.7	2.7	-2.3	1.6	4.1	-3.4	5.7	3.3
	中西药品类	-2.7	-0.9	2.5	1.4	2.6	0.3	-0.7	0.1	0.9	1.9	3.6	4.9	3.1	3.5
	日用品类	1.3	6.3	5.7	8.8	7.6	8.0	7.8	8.2	7.7	6.8	7.4	-0.8	3.0	6.5
可选	服装/鞋帽/针纺织品	-4.5	-0.3	3.3	3.6	2.2	4.0	1.9	1.8	3.1	4.7	6.3	3.5	0.3	3.5
	化妆品类	-26.4	0.8	4.4	1.1	7.2	4.4	-2.3	4.5	5.1	8.6	9.6	6.1	-1.1	4.8
	金银珠宝类	-5.9	-1.0	5.4	10.6	25.3	21.8	6.1	8.2	16.8	9.7	37.6	8.5	-3.1	13.5
	文化办公用品类	-5.9	9.1	21.8	21.5	33.5	30.5	24.4	13.8	14.2	6.2	13.5	11.7	-0.3	18.2
	体育、娱乐用品类	3.5	16.7	25.0	26.2	23.3	28.3	9.5	13.7	16.9	11.9	10.1	0.4	11.1	16.4
	通讯器材类	-7.7	14.0	26.2	28.6	19.9	33.0	13.9	14.9	7.3	16.2	23.2	20.6	9.9	20.9
地产	家用电器和音像器材	22.2	39.3	10.9	35.1	38.8	53.0	32.4	28.7	14.3	3.3	-14.6	19.4	12.3	14.8
	家具类	10.5	8.8	11.7	29.5	26.9	25.6	28.7	20.6	18.6	16.2	9.6	-3.8	3.6	16.9
	建筑及装潢材料类	2.9	0.8	0.1	-0.1	9.7	5.8	1.0	-0.5	-0.7	-0.1	-8.3	17.0	-2.0	-1.5
汽车及石油	汽车类	6.6	0.5	-4.4	5.5	0.7	1.1	4.6	-1.5	0.8	1.6	-6.6	-8.3	-0.5	-1.0
	石油及制品类	-7.1	-2.8	0.9	-1.9	-5.7	-7.0	-7.3	-8.3	-8.0	-7.1	-5.9	-8.0	0.3	-5.2

资料来源：国家统计局、民银国际整理

## 二、2026 年基本面展望和投资主题

### (一) 平淡期寻韧性，把握高股息+高业绩兑现度主线

2025 年消费行业平淡期，核心把握“高股息+高业绩兑现”韧性主线。中央财办有关负责同志详解 2025 年中央经济工作会议精神指出，扩大内需是明年排在首位的重点任务。目前港股主要消费公司普遍具备 3-5%或以上的股息率，25E 估值在 10-15 倍之间，具备合理的估值和良好的现金流。可关注以下方向：

- (1) 经营能力强具备高业绩兑现度+现金流稳健+细分市场景气度相对优的龙头：例如羽绒服波司登、多品牌体育及户外鞋服龙头安踏集团、设计师品牌集团江南布衣等；
- (2) 与全球外需相关，订单稳定，全球产能布局成熟+行业格局稳定+关税分担影响边际减弱的鞋服 OEM 制造龙头，例如晶苑国际、超盈国际、申洲国际。
- (3) 具备顺周期修复潜力+股息率合理的标的，例如啤酒、乳制品龙头，其竞争格局相对稳固，若内需边际向好，有望享受股息托底下的利润及估值上修。

图：部分港股消费标的业绩增速、估值与股息率整理

日期	2025/12/16		收入yoy			归母净利润yoy			PE			股息率
子版块	代码	公司名称	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	TTM
食品饮料	0291.HK	华润啤酒	-0.8%	-100.0%	#DIV/0!	-8.0%	NA	NA	17	NA	NA	3.4%
	600132.SH	重庆啤酒	-1.1%	0.5%	1.9%	-16.6%	6.1%	5.5%	24	22	21	4.0%
	600600.SH	青岛啤酒	-5.3%	1.8%	2.7%	1.8%	7.7%	6.9%	17	16	15	3.5%
	2319.HK	蒙牛乳业	-10.1%	-6.9%	0.0%	-7.8%	-9.1%	22.9%	12	13	11	3.7%
	6186.HK	中国飞鹤	6.2%	-7.9%	2.9%	5.3%	-34.1%	21.3%	9	14	12	7.0%
	0322.HK	康师傅控股	0.3%	-0.9%	2.4%	19.8%	14.1%	6.9%	16	14	13	3.1%
	0220.HK	统一企业中国	6.1%	5.9%	5.3%	10.9%	20.9%	10.3%	17	14	13	5.9%
	2460.HK	华润饮料	0.0%	-12.4%	7.1%	23.1%	-22.8%	16.1%	14	18	15	4.5%
	1044.HK	恒安国际	-4.6%	1.6%	3.4%	-17.9%	9.5%	4.2%	13	12	12	5.3%
体育用品	2020.HK	安踏体育	13.6%	10.9%	10.6%	16.5%	10.9%	12.5%	17	16	14	3.1%
	2331.HK	李宁	3.9%	0.9%	4.8%	-5.5%	-19.2%	11.8%	14	18	16	3.3%
	1368.HK	特步国际	-5.4%	6.2%	7.5%	20.2%	11.8%	10.6%	11	10	9	5.0%
	1361.HK	361度	19.6%	12.6%	11.6%	19.5%	12.2%	12.5%	10	9	8	5.1%
	6110.HK	滔搏	-6.6%	-3.9%	4.2%	20.5%	-41.3%	13.4%	8	14	12	6.4%
鞋服	3998.HK	波司登	11.6%	9.9%	10.3%	14.3%	11.6%	11.6%	14	13	11	5.6%
	3306.HK	江南布衣	5.9%	7.6%	6.9%	5.1%	5.3%	7.2%	10	10	9	6.6%
	1234.HK	中国利郎	3.0%	10.0%	9.8%	-13.1%	6.3%	10.5%	8	8	7	5.9%
鞋服代工	2313.HK	申洲国际	14.8%	11.6%	11.2%	36.9%	6.0%	13.4%	14	13	11	4.3%
	0551.HK	裕元集团	3.7%	0.4%	4.7%	42.8%	-5.1%	10.1%	9	10	9	7.3%
	1836.HK	九兴控股	3.5%	1.9%	4.8%	21.2%	-9.5%	13.7%	10	11	10	6.4%
	2111.HK	超盈国际控股	20.5%	-0.2%	7.8%	75.3%	-1.0%	8.9%	5	5	5	8.6%
	2232.HK	晶苑国际	12.7%	10.8%	9.8%	21.9%	13.9%	13.5%	12	10	9	5.0%
餐饮	9987.HK	百胜中国	2.9%	4.8%	5.5%	10.2%	1.2%	8.2%	19	18	17	2.0%
	6862.HK	海底捞	3.1%	2.8%	3.9%	4.6%	-2.6%	6.5%	16	16	15	5.8%
家电	000333.SZ	美的集团	9.4%	11.5%	7.4%	14.3%	16.2%	9.3%	16	14	13	5.0%
	600690.SH	海尔智家	9.4%	8.9%	6.4%	12.9%	13.8%	11.6%	13	11	10	4.5%
	000921.SZ	海信家电	8.3%	1.5%	6.3%	18.0%	1.6%	11.1%	10	10	9	4.8%

资料来源：iFind、民银国际整理

## (二) K 型分化延续，高端消费现修复迹象

我们判断，2026 年消费板块将延续 K 型分化——高端消费需求有望修复向好，受益于财富效应与海外消费回流；大众消费则在理性和性价比主导下，加速优胜劣汰，对经营提效、优化供给和渠道组合提出更高要求。高端消费修复原因：第一，财富效应，包括 2024 年 9 月以来的资本市场向好，一线城市核心区域房地产经历深度调整后，下行趋势边际减弱，有望边际止跌企稳。

第二，随着日元汇率波动及品牌全球定价策略的调整、中日地缘政治局势波动、中国高端零售渠道供给端的不断优化（例如不断升级的海南离岛免税购物城、太古、万象、SKP 等高端地产物业）跨境价差的缩小使得国内渠道的吸引力相对提升，促使高端消费留存在国内市场。

第三，奢侈品牌回归品牌基因、加强品牌营销，优化品牌在核心消费人群的心智、产品供给的辨识度和差异化。例如 Burberry 重新聚焦核心优势品类如服饰与针织、LV “路易号”等地标性营销活动。

表：于 2025Q3，奢侈品集团关于中国奢侈品市场的业绩会表述积极

LVMH	<p>整体：25Q3LVMH 集团有机增长+1%，扭转了下跌趋势，主要受益于中国市场，<b>中国市场在 25Q3 已重回正增长轨道</b>。消费者对创新零售体验反应积极（如上海 LV 路易号），宏观政策刺激下消费信心有所修复。</p> <p>中国消费者在本地和海外的消费：（1）<b>中国本土消费已恢复至中至高个位数增长</b>。（2）<b>海外消费</b>：尽管中国游客的海外消费相关购买力正明显回升，虽然仍有双位数下滑，但降幅正在收窄。</p>
爱马仕 Hermes	<p>整体：25Q3 集团营收按固定汇率同比+9.6%至 39 亿欧元。</p> <p>集团表示，25Q3 亚洲所有地区持续增长，尤其是大中华区。</p> <p><b>中国市场 25Q3 改善原因：（1）客流量微弱回升、销售高价值单品的策略见效。（2）高端消费者展现正面财富效应，两个积极信号——中国一线城市房地产价格趋稳、AH 股票市场提振。（3）中国内地十一黄金周销售表现强劲有活力。</b></p>
开云 (Kering)	<p>25Q3 环比显著改善：集团 25Q3 总营收 34.15 亿，同比-5%（25Q2 同比-15%）。</p> <p><b>中国市场：黄金周趋势积极，新品上市驱动客流修复。</b>11 月 5 日开云集团新 CEO Luca 出席于上海举行的中国第八届进博会，进博会期间与华润万象生活签署战略合作备忘录。官宣于中国时装周共同启动开云 CRAFT 创意驻留项目。</p>
普拉达 Prada	<p>整体：25Q3 集团营收同比+8%，增速与 Q2 持平。25Q3 Prada/Miu Miu 同比-0.8%/+28.6%。Miu Miu 品牌在所有地区和渠道强劲。25Q3/亚太市场(含中国)同比+10%。</p> <p><b>中国市场：据业绩会，25Q3 中国内地销售趋势显著改善。管理层认为最差阶段已过去，目前进入平台期，十一黄金周销售表现好于预期。</b></p>
历峰集团 Richemont	<p>中国市场（含中国内地、中国港澳）呈现 V 型反转，按固定汇率计，中国市场 FY26Q1 (4-6 月)/FY26Q2 (7-9 月)分别同比-7%/+7%，FY26Q2 (7-9 月)的复苏主要由珠宝部门增长驱动，专业制表部门表现疲弱。</p> <p><b>中国市场非常重要，依然乐观：（1）据业绩会，中国内地客户购买行为出现了显著的销售回流，尤其是日本回流到中国香港；（2）中国港澳改善较内地显著：中国港澳地区显著改善，包括内地游客和本地客户贡献，中国内地在 9 月末略转正。</b></p>

资料来源：25Q3 业绩会、民银国际整理

我们观察到，2025H2 以来，中国高端消费呈复苏苗头，体现为：1) 博彩数据复苏；2) 奢侈品牌 25Q3 的中国区业绩环比显著改善；3) 高端购物商场 25Q3 零售额增长提速，印证高端零售改善；4) 海南离岛免税购物金额在 25 年 9 月重回增长且以人均消费额为驱动。具体表现为：

第一，澳门博彩毛收入自 2025 年 6 月以来加速增长，每月双位数同比增长，10 月中国博彩收入达到 5 年以来新高的 240.9 亿元，与 19 年 10 月的 264 亿元差距仅为 9%；

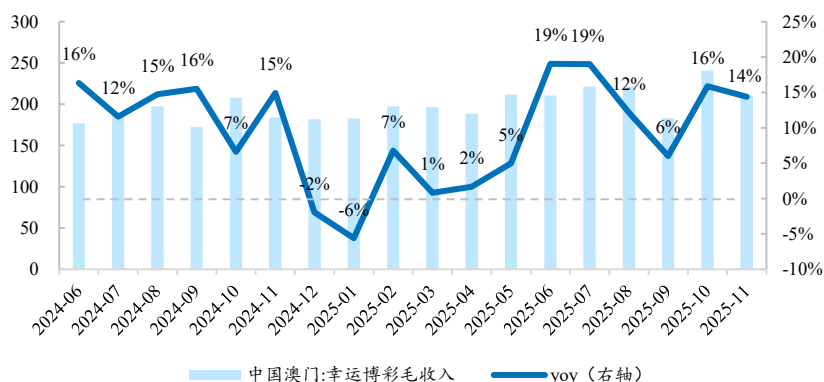
第二，25Q3 奢侈品集团季度业绩会均表示大中华区生意环比显著改善：

LVMH 集团表示中国本土消费已恢复至中至高个位数增长；Hermes 集团 25Q3 表示中国客流量略回升、高端消费者展现正面财富效应；Prada 25Q3 中国内地销售趋势显著改善，十一黄金周销售表现好于预期；开云集团 25Q3 业绩会表示黄金周趋势积极，公司在 2-25 年与太古地产、万象生活签署合作备忘录；历峰集团 7-9 月中国市场（含中国内地、中国港澳）呈现 V 型反转，固定汇率口径的中国市场 FY26Q1 (4-6 月)/ FY26Q2 (7-9 月) 分别同比-7%/ +7%，受中国消费者海外消费回流至大中华区驱动。

第三，高端购物中心 2025 销售额增长逐季提速，25Q3 改善显著。根据太古地产公告，以上海太古兴业汇为例，25Q1/25H1/25Q1~Q3 的商场销售额同比增长分别+10.1%/ +13.5%/ +41.9%，而 2024 年为-13.9%。

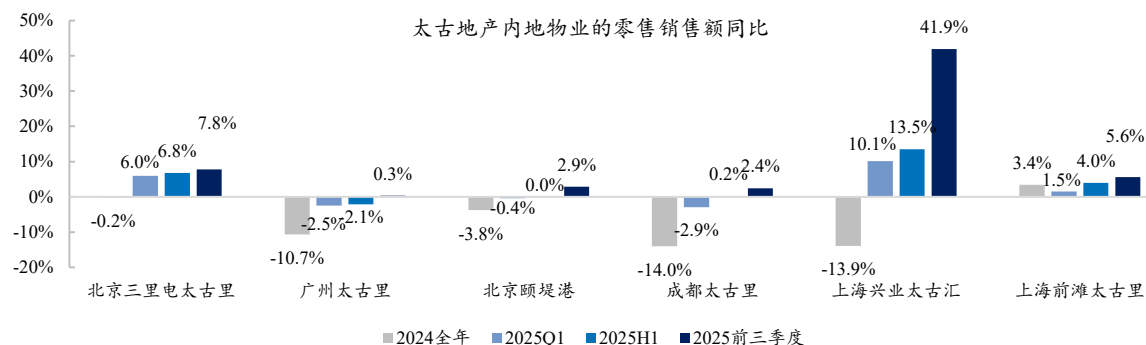
第四，25 年 9 月以来海南离岛免税销售额同比增速回正，逐月改善，并且以人均消费额增长为驱动。2025 年 9 月/10 月/11 月的海南离岛免税销售额同比分别+3%/ +13%/ +27%，而 9 月/10 月/11 月海南离岛免税人均购物额同比分别+11%/ +30%/ +41%。离岛免税购物人次同比仍下滑，11 月同比-10%。

图：澳门博彩毛收入自 25 年 6 月加速增长



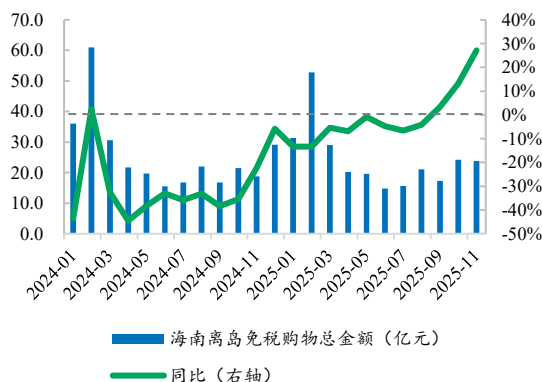
资料来源：澳门统计局、iFind、民银国际整理

图：太古地产内地高端零售物业在 25Q2、25Q3 销售额回暖

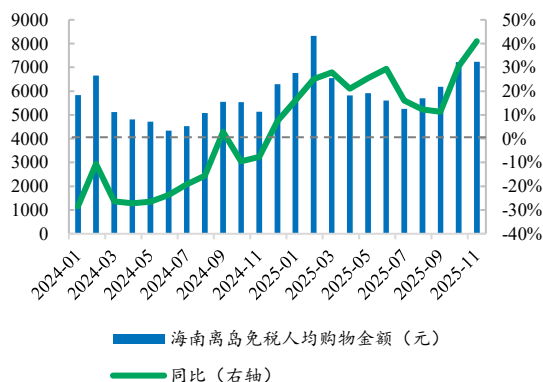


资料来源：公司公告、民银国际整理

图：海南离岛免税购物金额自 9 月加速增长



图：海南离岛免税人均消费金额及同比



资料来源：海口海关、iFind、民银国际整理

来源：海口海关、iFind、民银国际整理

### （三）细分觅成长，细分人群+新场景构筑结构性机会

经济发展和消费大盘进入新常态，内需寻找结构性成长机会，关注增长中的细分人群以及新消费场景，具体而言：

（1）“Z 世代”人群愿意为情绪价值付费、对本土文化具备更强的自信；

（2）一二线新中产追求愉悦自我和生活品质，愿意为健康生活、文旅、美护、具备保值功能的精品金饰付费，但其消费意愿对房价波动、就业形势和社会就业氛围相对敏感。

（3）细分人群的数量变动带来了新的消费场景和某类品牌崛起，例如户外参与人口增加带来的户外功能性鞋服热潮、文化自信的 Z 世代人群带来的本土鞋服及化妆品品牌机会，与情绪价值和解压疗愈相关的宠物、IP 及潮玩、现制奶茶咖啡、特色文旅消费场景。目前电商渗透率已进入平台期，抖音/快手/得物/小红书等近年发展迅速的电商平台投流成本变高，内需的结构性机会将体现在增长中的细分人群、新场景。

#### 潮玩：预计高景气延续，竞争升维，看好平台型龙头和差异化强者

以 Z 世代为主的潮玩消费群体，具备充足意愿为能引发情感共鸣的优质 IP 泛娱乐内容或商品付费。因此，玩具行业的年龄覆盖，实现了从儿童玩具到、青少年、成人的年龄段覆盖。主流潮玩品牌正突破传统收藏手办的局限，打造涵盖手办、3D 拼装模型、搪胶毛绒、BJD（可动关节人偶）、毛绒挂件及其他 IP 周边产品的多元化产品矩阵。据 Frost & Sullivan，中国潮玩行业呈现快速增长态势，零售额由 2019 年的人民币 207 亿元跃升至 2024 年的人民币 587 亿元，预计 2025E-2030E 实现 23.2% 的强劲复合年增长率。其中，搪胶毛绒和手办近两年的核心增长板块。

竞争从“单一 IP 产品突围”向“IP 平台生态”升维。竞争焦点从单一 IP 产品的较量，转向 IP 梯队建设和可持续变现、细分圈层种草营销、渠道和供应链把控、综合实力的全方位博弈，仅有单维度优势的厂商将面临更激烈的竞争。

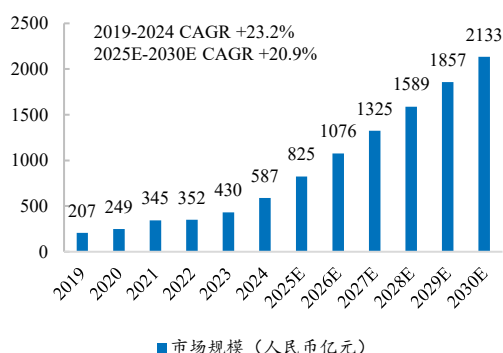
**IP 平台壁垒：**以泡泡玛特，头部平台已构建起完善的艺术家发掘、商业化运营、供应链及渠道管理体系，具备能力集聚业内最优秀的人才和团队。在自研、IP 艺术家签约、第三方顶级 IP 的授权获取与联名合作中，头部效应愈发显著。

**营销和品牌壁垒：**消费者注意力有限，在海量 IP 涌现的背景下，新 IP 获取流量的难度激增。头部企业凭借市场触觉强的专业运营人才、成熟的营销矩阵、生态联动体系（例如潮玩展+高端商场装置露出+高曝光度联名+名人营销+私域粉丝群体）、高质量的门店渠道和供应链配套，能够有效支撑 IP 梯队建设和 IP 商业化可持续变现。

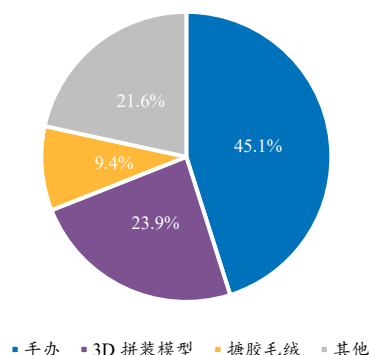


**看好全能型龙头与差异化强者。**在行业竞争升维的背景下，建议优先布局具备**看好潮玩行业的平台型龙头和差异化强者**：例如泡泡玛特作为稀缺的潮玩 IP 平台型龙头，公司在 IP 挖掘和运营、产品系列设计迭代管理、供应链管理、渠道拓展及营销推广等全环节均建立了深厚壁垒。公司作为潮玩 IP 平台型龙头的平台型价值在于，建立了 IP 生态体系和品牌，吸引了最优秀的人才团队，能够源源不断地丰富自身 IP 梯队，助力企业穿越周期。而名创优品公司通过“全球 IP+中国及部分本土供应链+兴趣消费与性价比双货盘+自主品牌及设计+线下门店”的模式运营，是全球优质 IP 的联名落地平台。25 年公司明确提出 IP 双驱动（联名 IP+孵化自有 IP），开启自有 IP 的孵化。

图：中国潮玩行业市场规模（2024 年）



图：中国潮玩行业产品类型结构（2024 年）



资料来源：Top Toy 招股书、民银国际整理

来源：Top Toy 招股书、民银国际整理

图：淘宝天猫 2025 年双十一 IP 价值榜

淘天25年双十一IP价值榜（2025.11.15-11.14）	
1 迪士尼	11 机动战士高达
2 三丽鸥	12 线条小狗
3 泡泡玛特	13 哈利波特
4 恋与深空	14 明日方舟
5 崩坏:星穹铁道	15 恋与制作人
6 JELLYCAT	16 变形金刚
7 宝可梦	17 黄油小熊
8 原神	18 奥特曼
9 故宫	19 海绵宝宝
10 CHIKAWA	20 光与夜之恋

资料来源：天猫官网、民银国际整理

图：天猫 2025 年双十一潮玩销售榜

天猫双十一潮玩行业销售榜（2025.11.15-11.14）	
1 叠纸心意旗舰店	11 共鸣旗舰店
2 泡泡玛特旗舰店	12 范趣町旗舰店
3 miHoYo旗舰店	13 代号鸢旗舰店
4 原神旗舰店	14 世界之外旗舰店
5 万代官方旗舰店	15 绝区零三Z官旗店
6 吉伊卡哇旗舰店	16 时空中的绘旅人
7 明日方舟旗舰店	17 偶像梦幻祭旗舰店
8 光与夜之恋旗舰店	18 bilibili 旗舰店
9 TOPPS 旗舰店	19 库洛游戏旗舰店
10 宝可梦官方旗舰店	20 暗源旗舰店

来源：天猫官网、民银国际整理

**未来随着 IP 变现载体创新，IP 价值具备充足纵深挖掘空间。**参考全球顶级 IP 公司迪士尼的经验，迪士尼的收入来源多达 10 种，2024 年订阅费/加盟费收入/广告收入/主题公园门票收入/度假收入/商品零售批发及餐饮收入/电视店播授权收入/电影放映授权收入/商品授权收入/家庭娱乐/其他收入分别占总收入的 22% 18%/ 13%/ 12%/ 9%/ 10%/ 3%/ 3%/ 4%/ 1%/ 5%。

图：全球 IP 价值排行榜前 10（截至 2025 年 1 月）

排名	IP 名称	IP 总收入 (亿美元, 估计)	收入明细 (估计值, 美元)	原始媒体	IP 版权方
1	宝可梦	989	零售916.6亿; 手机游戏61.3亿; 票房11.56亿; 家庭视频3800万美元; 喷气式飞机涂装300万美元	电子游戏	任天堂、宝可梦公司
2	米老鼠和朋友们	612	零售606.6亿; 票房2.3亿; VHS&DVD3.2亿	动画	迪士尼
3	小熊维尼	488	零售482.5亿; 数字电影&蓝光4000万美元; 票房5.45亿	图书	迪士尼
4	星球大战	467	商品销售290.6亿; 票房103.43亿; 家庭视频12.4亿; 电子游戏40.2亿; 图书销售18.2亿	电影	卢卡斯影业(迪士尼)
5	迪士尼公主	454	零售454.7亿; 家庭娱乐1470万美元	动画	迪士尼
6	面包超人	384	零售384.1亿; 博物馆1450万美元;	图书	FROEBEL (出版印刷株式会社)
7	哈利波特	347	票房96.56亿; 图书销售80.8亿; 商品销售71.1亿; 家庭娱乐40.3亿; 电子游戏35亿; 电视收入10亿; 哈利波特影城9.7亿; 舞台剧4.3亿	小说	JK 罗琳、华纳兄弟
8	芭比	339	商品销售322亿; 家庭视频销售3.3亿; 票房14.4亿	玩具	美泰
9	漫威宇宙	338	票房311.6亿; 家庭娱乐27.3亿	电影	漫威
10	使命召唤	310	电子游戏310亿	电子游戏	动视暴雪(微软游戏)
11	蝙蝠侠	298	零售销售213.4亿; 票房70.34亿; 家庭视频12.1亿; 电视收入3.4亿	漫画	DC 娱乐(华纳兄弟探索)
12	Hello Kitty	293	商品销售293亿	角色形象	三丽鸥
13	蜘蛛侠	268	商品销售145.3亿; 票房111.3亿; 家庭视频7.87亿; 电子游戏2.1亿; 音乐剧2.1亿	漫画	漫威、索尼影业
14	变形金刚	250	商品销售39.9亿; 票房52.6亿; 家庭娱乐9.1亿	动画	孩之宝
15	地下城与勇士	220	电脑游戏220亿	电子游戏	Nexon、腾讯

来源：雷报、民银国际整理

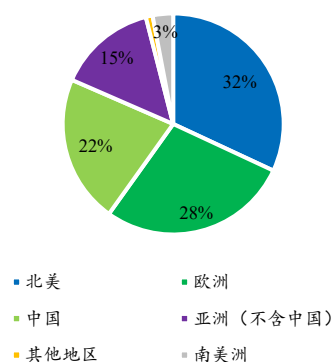
中国潮玩品牌通过优质供给、加码营销（例如名人营销和地标装置）、渠道精耕（高势能商圈+成熟门店模型打造）、本地化运营，加码布局全球市场。具体：营销策略上，从单纯的广告投放升级为情感共鸣与文化认同的构建，通过高势能的营销事件实现全球破圈。泡泡玛特旗下 IP Labubu 因韩国顶流明星 Lisa 的佩戴而瞬间引爆全球社媒网络和欧美名人圈，成为奢侈品搭子和潮流符号；名创优品紧随其后，近期社媒上 Kate Perry、王嘉尔、麦当娜高调逛 Miniso 门店。在地标装置和高势能商圈进驻方面，中国品牌竞相进驻纽约时代广场、巴黎香榭丽舍大街、伦敦牛津街等全球顶级商圈，开设旗舰店或“超级门店”。例如，名创优品在巴黎香榭丽舍大街开设旗舰店，在 21 年自营团队进驻美国以来，打磨美国门店模型（例如新开设 Plaza 店，过往为购物中心店）；泡泡玛特以直营店为主，深耕核心商圈，注重品牌调性与粉丝运营，近期携 Labubu 等 IP 首次参与梅西百货感恩节大游行。在强化本土化适配方面，名创优品聘请前 Five Below 高管为美国业务管理者，增加美国本地直采比例（约 3-4 成）；泡泡玛特成功与泰国本土设计师合作开发 Crybaby 这一 IP 热门形象。

图：全球潮玩行业市场规模（2024 年）



资料来源：Frost & Sullivan、民银国际整理

图：全球潮玩行业地区结构（2024 年）



来源：Frost & Sullivan、民银国际整理

图：泡泡玛特 IP 参加梅西百货感恩节大游行



资料来源：泡泡玛特官网、民银国际整理

图：MINISO 在 Kate Perry 的 MV 展示



来源：公开新闻、民银国际整理

## （四）出海拓新机，道路曲折但出海是成长必选项

### 出海主题一：美国降息，有望提振地产后周期出海产业链

美联储降息通常是美国房地产市场回暖的先行信号，进而通过产业链传导提振家电、工具等地产后周期行业。由于此类行业具有显著的强周期属性，其需求波动紧密跟随地产周期，特别是后周期龙头企业的营收增速，与美国成屋销售趋势呈现高度同频特征。从投资时钟来看，降息拐点往往伴随着“估值先行”的行情演绎。复盘 90 年代以来的几轮降息，后周期板块的估值通常率先由估值中枢的快速抢跑驱动，而业绩端的实质性反转则随后跟随。

美国房地产行业对利率高度敏感，利率处于高位已经 3 年，房地产成交量处于底部，压制工具行业（电动工具、手动工具）需求。2025 年 12 月美联储继 9 月 17 日、10 月 29 日降息后实行年内的第三次降息，12 月 FOMC 公布降息 25 个基点，将联邦基金利率目标区间下调至 3.50% - 3.75%，三次幅度均为 25bp。

复盘美国降息对美国市场新住房开工的带动：其效果受制于三重因素影响——

供需基本面（例如购房人口、前期需求是否被其他因素压制、信贷标准）、宏观经济环境（例如经济增长）、降息幅度。具体而言：（1）供需基本面方面，例如 1980s 婴儿潮人群在 2000s 存在集中入市的需求，住房市场在降息后量价齐升，千禧一代支撑 2019 年一轮降息的住房需求。（2）宏观经济的稳定性决定了降息后的复苏高度。若降息期间宏观基本面平稳（如 90 年代的两次低于 100bp 的小幅度降息），住房地产需求小幅度复苏；复盘以 08 年金融危机为例的大型经济危机，降息对住房需求的拉动作用非常有限。

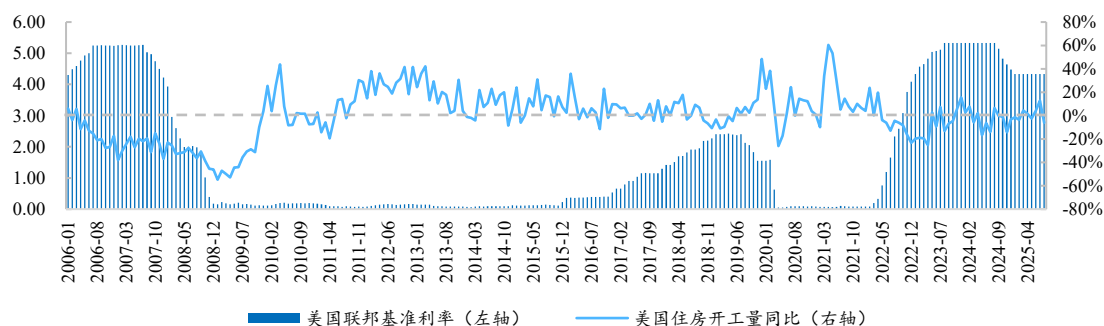
当前展望：在经历自 2022 年以来的三年高利率环境的压制后，地产成交量已处于历史底部区域，这也显著抑制了工具行业的需求释放。25 年内美联储三次降息已落地，随着明年利率的进一步松绑，有望驱动地产周期，进而带来工具需求的显著弹性。库存方面，2024 年中行业去库结束，渠道商弱补库，25 年行业受到对等关税及成本分摊、转产、调价等因素的扰动，目前库存处于合理水平，零售商信心仍待进一步明朗。

图：近 30 年以来，美国降息周期与住房开工量、新房销售量对比

降息起始日期	联邦基准利率 (%)	降息结束日期	联邦基准利率 (%)	幅度(bp)	降息期间月均VS降息前3个月月均住房开工量同比	新房销售量同比
1995-07	6.00	1996-02	5.25	75	5.9%	-1.2%
1998-03	5.53	1999-01	4.69	84	5.5%	3.9%
2001-01	6.45	2003-12	0.99	547	10.3%	6.3%
2007-09	5.04	2009-01	0.16	488	-27.1%	-28.2%
2019-08	2.40	2020-05	0.05	235	4.9%	-0.2%

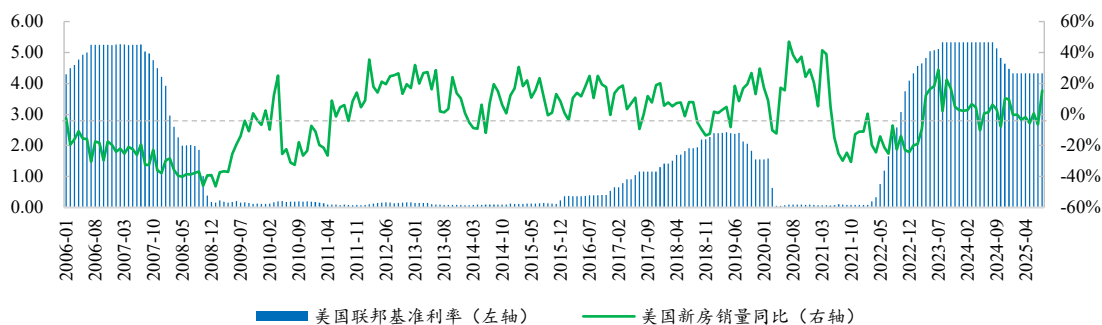
来源：美联储、iFind、民银国际整理

图：美国联邦基准利率与住房开工量同比



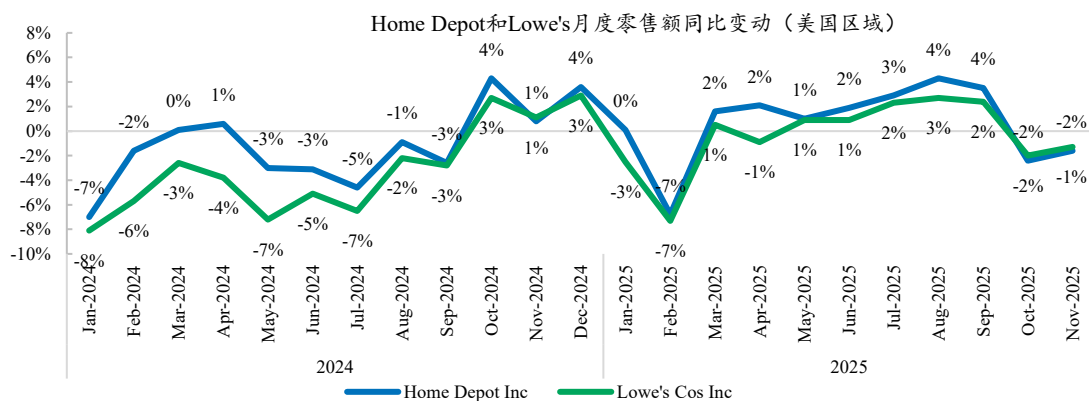
来源：美联储、iFind、民银国际整理

图：美国联邦基准利率与新房销量同比



资料来源：美联储、iFind、民银国际整理

图：目前 25Q4，Home Depot 和 Lowe's 美国月度零售趋势承压，受关税成本和大环境影响



资料来源：Bloomberg、民银国际整理

继 2018 年以来的中美贸易摩擦后，25 年美国对国内加征关税造成成本压力，工具行业龙头正在加速转产，转产进度良好，进度如下表：

表：创科实业、泉峰控股、巨星科技对美敞口的产能安排

公司	对美需求的产能安排
创科实业	2024 年海外产能约占 70%：主要位于东南亚，其次墨西哥、美国本土，海外产能可实现对美订单的全覆盖。
泉峰控股	目前是由中国+越南产能共同完成对美订单，目标越南产能到 25 年底可满足美国敞口 60%产品，目标到 26 年通过越南 Campus 1+2+4 满足美国市场约 90%的需求，27 年越南产能完全覆盖对美订单，实现全品类生产能力。
巨星科技	24 年海外产能占比接近 60%，以东南亚为主；预计 25 年底前，东南亚产能可完成对美订单的全覆盖。

资料来源：公司公告、民银国际整理



## 出海主题二：智能化家电以技术和产品迭代、新场景驱动出海生意

中国家电企业在白电、黑电等传统成熟领域已构筑起全球规模化产能与供应链壁垒，并成功实现从规模扩张向品牌引领的跨越。面对全球智能化浪潮，中国家电公司在尚未完全成熟的智能化家电领域（例如庭院工具包括泳池机器人/割草机器人/扫雪机器人、清洁机器人），通过产品和技术快速迭代和渠道精耕实现市占率快速提升。

出海主线下，智能化家电凭借“技术路线确立（例如无边界割草机器人技术路径包括 RTK/激光雷达+视觉及多传感器融合方案、AI 算法）、产品力迭代、精细化渠道与服务”正在快速打开欧美高景气细分赛道，尤其是无边界割草机器人与无缆泳池机器人进入量价齐升阶段。以割草机器人为例，趋势从埋线式有边界走向无边界，对传统电动手推式割草机具备一定替代效应，传统欧美品牌（如富世华）的割草机多为埋线式，安装繁琐，例如科沃斯、石头科技、追觅等扫地机龙头，以及九号公司等短交通巨头，利用在电池、电机、视觉避障与激光雷达应用、地图构建和导航算法上的技术积累，快速切入割草机器人赛道。中国厂商在新品类渗透的关键窗口期已形成先发与成本优势，配合高强度的线上破圈与线下服务补位，有望在未来 3-5 年实现份额与盈利的双提升；同时，全地形车/高尔夫球车等“户外智能化交通”品类在海外放量，叠加产能出海与渠道横向复制，为公司提供第二增长极。

图：九号无边界智能割草机器人



资料来源：公司官网、民银国际整理

图：汉阳科技 Yarbo 扫雪机器人



资料来源：公司官网、民银国际整理

图：石头带机械臂的扫地机器人



来源：公司官网、民银国际整理

图：Aiper 泳池机器人



来源：公司官网、民银国际整理



### 出海主题三：对等关税落地，鞋服 OEM 格局稳定，关税分担逐步淡化

我们的观点：

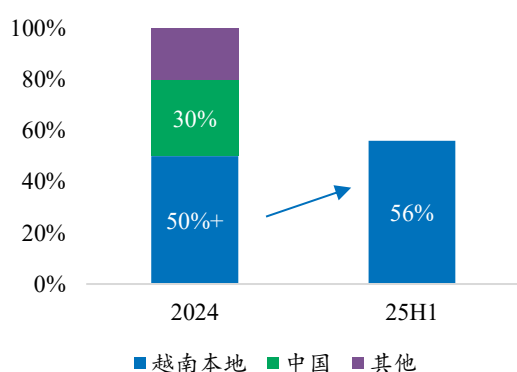
**关税分担：**25H2 预计鞋服 OEM 企业仍存关税分担风险（分担力度普遍 2~3%），但明后年关税分担对鞋服 OEM 企业影响将逐步淡化。长期而言额外关税成本将回归消费者承担，方式为新品提价、品牌寻求终端折扣改善等。尽管鞋服 OEM 制造企业以 FOB 形式出货，从交货形式上不需要承担关税，但考虑到品牌商盈利压力，对于发货地往美国的订单，鞋服 OEM（包括成衣制造、面料制造）或需与品牌阶段性共渡难关。

**鞋服供应链行业格局方面：**预计东南亚未来仍将是鞋服制造的主要产地，格局稳定，纺织鞋服供应链回流美国的可能性极小。纺织鞋服 OEM 的成衣及鞋履制造业为劳动密集型行业，东南亚产地具备劳动力成本优势。上游纱线、面料制造虽然更资本密集，但考虑物流成本和快速交期，其需靠近成衣及鞋履制造厂来布局。并且，除关税和劳动力成本以外，鞋服 OEM 建厂需考虑地缘政治、安全性、基础设施、物流、文化等多因素，建厂、供应链上下游、熟练员工培训配套等需多年积累，非一朝一夕。

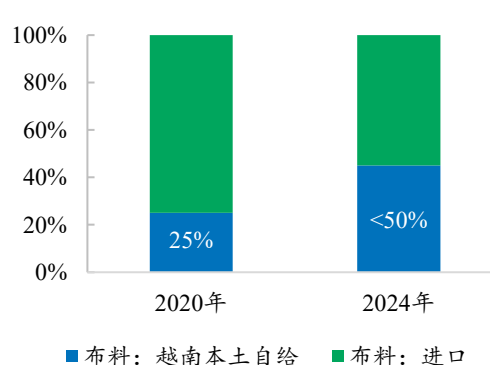
**对等关税新规下，鞋服供应链趋势、哪类企业受益？**

上游产能（如纱线/面料/鞋中底等）转移加速，原因是品牌方、成衣制造商和制鞋商寻求提升本地采购比例，更好符合原产地规定和溯源要求。以上游运动面料为例，已在东南亚当地布局大型规模化产能的公司具先发优势，显著受益。过往，制衣/制鞋环节往东南亚转产程度，较上游纱线/面料/中底环节充分，因此目前上游纱线/面料/鞋中底等仍一定程度依赖中国产能。

图：华利越南工厂原材料本地采购比例 56%



图：越南面料自给率<50%，2020 年为 25%



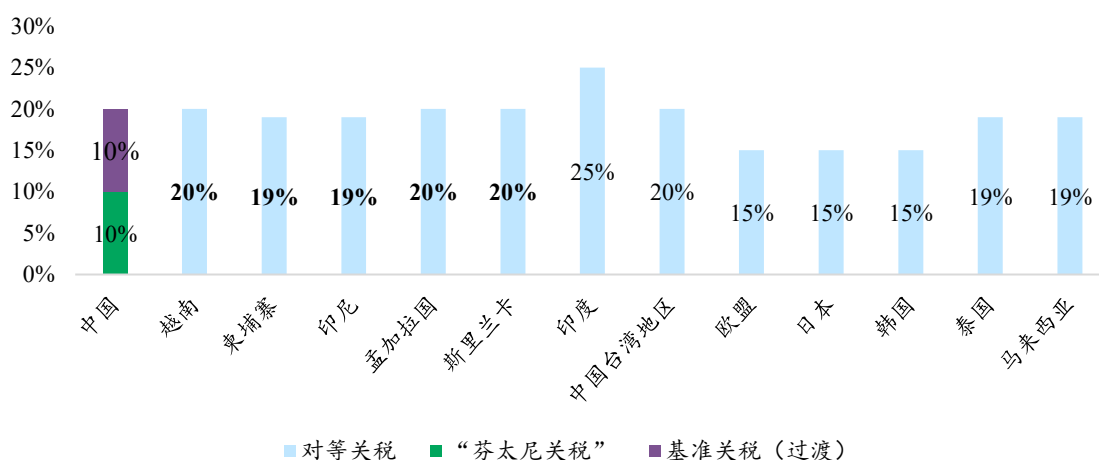
资料来源：公司公告、民银国际整理

来源：越南工贸部、越南人民报网、民银国际整理

### (1) 对等关税落地，鞋服 OEM 产能格局稳定

纺服鞋履 OEM 公司产能主要布局在东南亚+中国，对等关税力度在可承受范围，全球鞋服 OEM 行业格局将维持稳定。7 月对等关税落地，东南亚国家普遍在 20% 附近，较此前 4 月东南亚国家 37%~49% 的力度温和。截至 11 月 1 日，中国为 20%（10% 过渡期基准关税，芬太尼关税在 25 年 11 月从年初的 20% 降至 10%），若进一步考虑 2018-19 年的 301 关税则更高；越南 20%、孟加拉国 20%、印尼 19%。

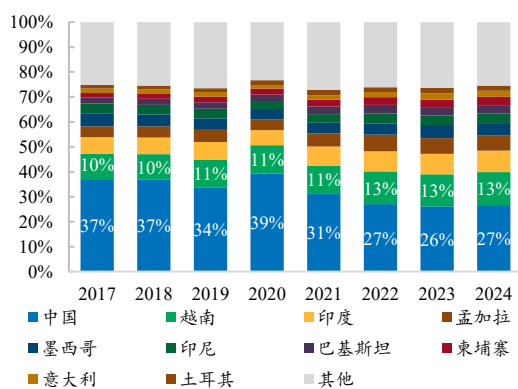
图：美国对各地区的对等关税（截止 2025/11）



资料来源：Whitehouse、民银国际整理

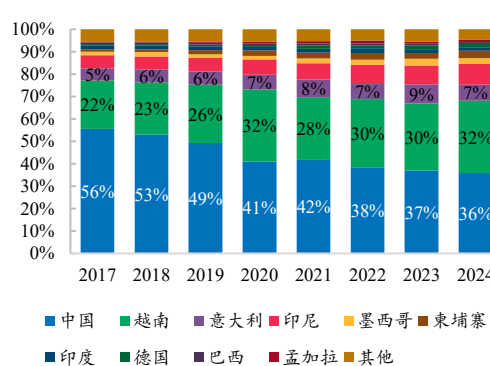
**美国纺织鞋服对东南亚及中国产地的依赖度：**从进口国家结构来看，2017-24 年中国始终是美国纺织服装、鞋类的第一大进口来源国。纺织服装品类，2017、21、24 年美国纺织服装进口来源地，中国分别为 37%/ 31%/ 27%。

图：美国的纺织服装进口来源结构（按地域）



资料来源：USITC Trade Shifts Report、民银国际整理

图：美国鞋类进口来源结构（按地域）



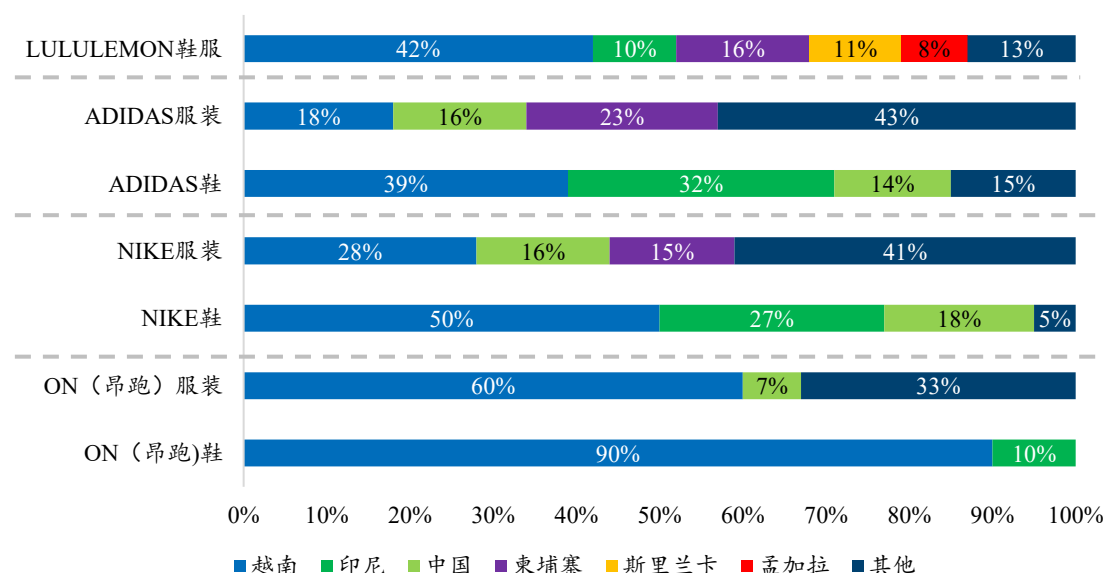
资料来源：USITC、民银国际整理

国际运动品牌的鞋服供应链以东南亚+中国为主，鞋供应链集中度>服装

中国产能主要出货往中国（China for China），其次往欧洲等非美地区；东南亚产能则出货往全球。运动鞋履供应链集中度高于运动服装，主要集中在越南和印尼。以耐克公司 2024 财年为例，耐克鞋履合作供应商少于服装，NIKE 的鞋履/服装合作制造商分别为 15/ 68 个。耐克鞋履代工制造分布方面，越南占比 50%、印尼 27%、中国 18%。而昂跑（ON）鞋履制造产地分布，越南高达 90%，集中度明显。

全球服装供应链以越南、中国、柬埔寨为主，其次斯里兰卡等。2024 年，Adidas 合作服装制造商的产地分布中，柬埔寨占 23%、越南 18%、中国 16%；Adidas 鞋制造商的产地分布中，越南/印尼/中国分别占 39%/ 32%/ 14%。

图：2024 年国际运动品牌耐克、阿迪达斯、Lululemon、昂跑的供应链结构（按地域）



资料来源：公司公告、民银国际整理

### 近年国际运动品牌商倾向于浓缩供应链，核心供应商受益

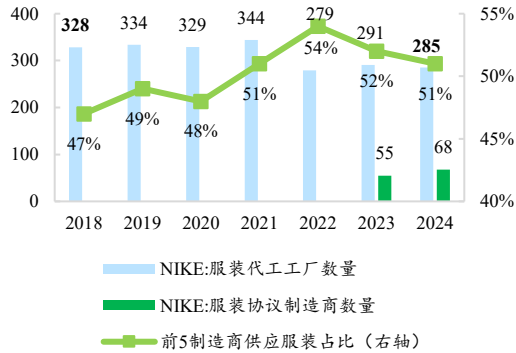
国际运动品牌商供应链浓缩，利好强研发实力、具备快速且稳定交付能力的头部供应商。考虑到鞋供应链集中度>服装，服装供应链的集中度提升潜力更大。例如耐克和阿迪达斯：

(1) 耐克鞋履代工厂数量由 2018 年的 124 个降至 2024 年的 96 个；耐克服装代工厂的数量从 2018 年的 328 个降低至 2024 年的 285 个，耐克服装前 5 供应商的供应占比，从 2018 年的 47%提升到 2024 年的 51%；

(2) 阿迪达斯鞋服合作供应商数量从 2019 年的 138 个降至 23 年 104 个。2024 年随着品牌复兴，合作供应商数量有所回升。公司合作的鞋履、服装

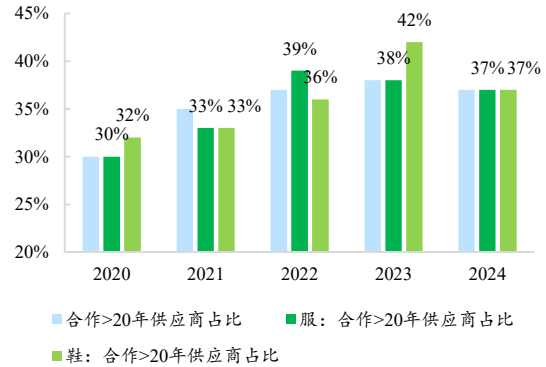
制造商，平均合作年限分别达 22.5、20.0 年，鞋履、服装合作年限>20 年的供应商占比均达 37%。

图：NIKE 服装代工厂数量和前 5 大占比



资料来源：公司年报、民银国际整理

图：阿迪达斯合作大于 20 年供应商占比



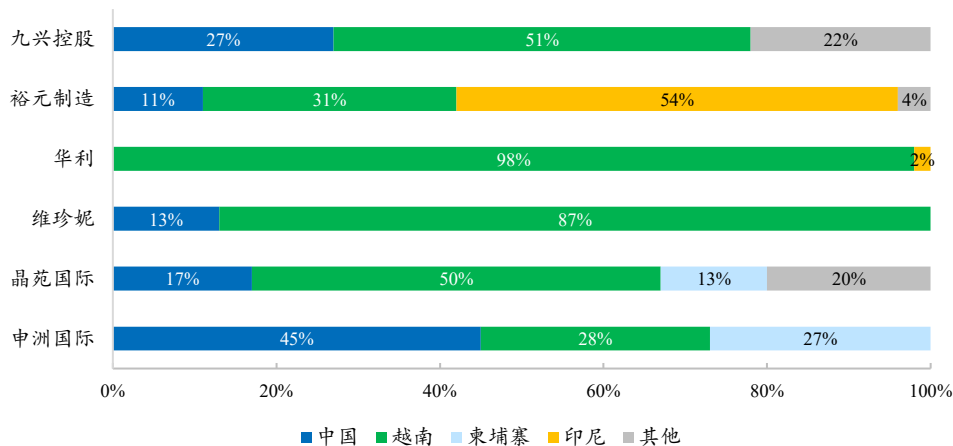
资料来源：公司年报、民银国际整理

鞋服 OEM 龙头供应商以多元产能布局满足品牌方对稳定供应的需求。

各 OEM 公司 2024 年对美收入占比分别为：申洲 16%、晶苑 38%（北美）、裕元制造 27%、华利 40%、九兴 47%（北美）、维珍妮 43%。

各 OEM 公司产能地分布分别为：①申洲，中国/越南/柬埔寨分别占 45%/28%/27%；②晶苑，中国/越南/柬埔寨/孟加拉/斯里兰卡分别占 17%/50%/13%/13%/7%；③裕元制造，中国/越南/印尼/其他分别占 11%/31%/54%/4%；④九兴控股，中国/越南/其他 27%/51%/22%。

图：鞋履和服装代工龙头企业的产能分布（2024 年）



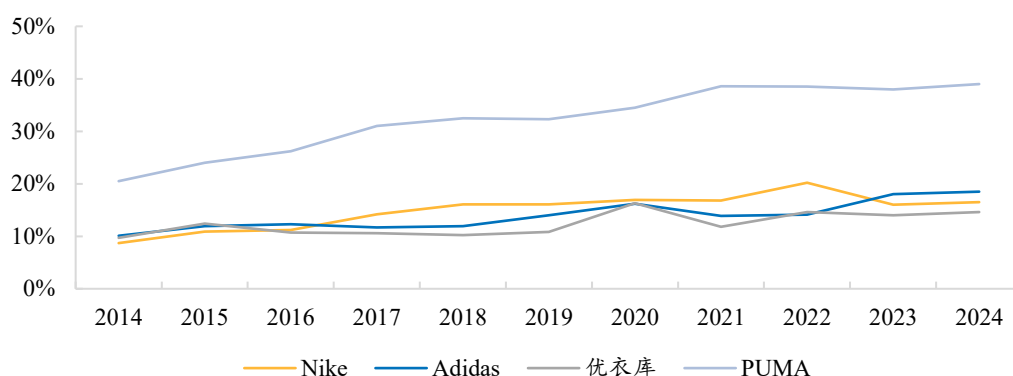
资料来源：公司公告、民银国际整理

由于多变的外部环境，品牌方客户希望最大化市场响应能力，对供应商的交付质量及交付效率、快速反应、产品创新能力提出更高要求。例如阿迪达斯 2024

年公司继续在大中华区、印度、巴西和阿根廷等多个市场增加本地采购（local-for-local）。而 2023 年以来阿迪达斯在中国实现品牌势能和动销重新向上，阿迪达斯中国的改革要点是中国团队更大的本土设计自主权、更多的本土生产、更短的交货时间。在 2022 年 4 月以前，中国跑市场阿迪达斯产品有 50%是中国工厂生产的，2024 年期末该比例上升到 80%，2025 年 4 月可达 90%。阿迪达斯的苏州柔性供应链，支持着阿迪达斯中国灵活快速相应本土市场——例如从下单到上市，中间仅需 6 个月甚至更短，而此前达 9-12 个月。

优秀制造商通过提份额+拓客户抵御周期波动，以产品研发创新能力帮助品牌穿越周期。以申洲国际为例，2024 年来自 Uniqlo、Adidas、Nike、Puma 的收入分别同比+33%/+35%/-4%/+11%，尽管公司来自 Nike 的营收下滑，但公司 24 年受益于在优衣库和阿迪达斯的份额提升，让其抵御来自单一客户的波动，并且公司近两年接入拉夫劳伦、Lacoste、POLO、安踏李宁等本土运动品牌新客户，减缓了 22-24 年国际运动品牌客户在中国市场增长承压造成的订单压力。

图：申洲国际占主要品牌客户采购份额



资料来源：WIND、民银国际整理

### 三、2026 年消费子板块展望

**我们的观点:** (1) 内需方面关注高股息+业绩兑现度高的企业，红利为基，可关注经营能力强具备高业绩兑现度+现金流稳健+细分市场景气度相对优的龙头，例如晶苑国际 (2232.HK)、江南布衣 (3306.HK)、安踏 (2020.HK); (2) 细分寻找结构性增量机会，预计未来一年新消费领域保持景气，例如潮玩及 IP、精品黄金、国货化妆品及服装等，可关注泡泡玛特 (9992.HK)、名创优品 (9896.HK)、老铺黄金 (6181.HK); (3) 中期而言具备出海扩张能力的公司仍将获成长空间，例如受益于降息及美国地产需求潜在修复机会的手动工具及电动工具板块、全球产能布局具备优势及客户结构优的鞋服 OEM，以及以智能化新品+新消费场景引领未来的智能化家电公司。可关注泉峰控股 (2285.HK)、创科实业 (669.HK)、申洲国际 (2313.HK)。

#### 潮玩：景气延续及竞争升维，看好平台型龙头和差异化强者

主流潮玩品牌正突破传统收藏手办的局限，打造涵盖手办、3D 拼装模型、搪胶毛绒、BJD (可动关节人偶)、毛绒挂件及其他 IP 周边产品的多元化产品矩阵。据 Frost & Sullivan，中国潮玩行业零售额规模由 2019 年的人民币 207 亿元跃升至 2024 年的人民币 587 亿元，预计 2025E-2030E 实现 23.2% 的复合年增长率。竞争从“单一 IP 产品突围”向“IP 平台生态”升维。竞争焦点从单一 IP 产品的较量，转向 IP 梯队建设和可持续变现、细分圈层种草营销、渠道和供应链把控、综合实力的全方位博弈，仅有单维度优势的厂商将面临更激烈的竞争。未来随着 IP 变现的载体创新，IP 价值具备充足挖潜空间。在行业竞争升维的背景下，建议优先布局具备看好潮玩行业的平台型龙头和差异化强者，可关注泡泡玛特 (9992.HK)、名创优品 (9896.HK)。

#### 运动鞋服：世界杯体育大年，功能性产品及户外景气

2026 年为体育大年，大型体育赛事包括世界杯、冬奥。2025 年受制于整体零售环境，运动鞋服品牌动销整体平稳。消费者需求趋向专业化、细分化，预计功能性产品及户外赛道仍维持良好景气度。头部品牌正加速内部能力及效率升级迭代，通过渠道升级 (例如多店态)、营销资源的争夺 (例如奥运 COC)、产品升级，以寻求份额提升。运动鞋服行业的集中度高但品牌格局持续变化，因此存在结构性机会，安踏 (2020.HK) 作为集大众功能性品牌+高端时尚运动品牌+高端户外品牌于预提的多品牌集团，经营稳健；可关注李宁 (2331.HK) 公司奥运资源投入对品牌势能的积极效应和变现转化，以及耐克复苏进展及其对运动品牌经销商滔搏 (6110.HK) 业绩的带动。



## 鞋服 OEM：对等关税落地，鞋服 OEM 格局稳定，关税分担淡化，关注 NIKE 复苏进展

2025 年行业订单及利润端受到对等关税的扰动，预计明后年关税分担对鞋服 OEM 企业影响将逐步淡化。长期而言额外关税成本将回归消费者承担，方式为新品提价、品牌寻求终端折扣改善等。预计东南亚未来仍将是鞋服制造的主要产地，格局稳定。美国向主要国家普遍征收对等关税，催化上游产能（如纱线/面料/鞋中底等）转移加速，原因是品牌方、成衣制造商和制鞋商寻求提升本地采购比例，更好符合原产地规定和溯源要求。以上游运动面料为例，已在东南亚当地布局大型规模化产能的公司具先发优势，显著受益。品牌客户关注 NIKE 复苏进展，若 NIKE 成功迎来业绩拐点，相关鞋服 OEM 公司业绩将显著改善。目前鞋服 OEM 板块标的具备股息率支撑，可关注申洲国际（2313.HK）、晶苑国际（2232.HK）、超盈国际（2111.HK）。

## 家电与轻工家居：美国降息利好地产后周期产业链（手动和电动工具）、家电公司以智能化新品、新消费场景引领未来

**（1）手动工具和电动工具出海公司有望受益于美国降息：**美联储降息通常是美国房地产市场回暖的先行信号，进而通过产业链传导提振家电、工具等地产后周期行业。复盘美国降息对美国市场新住房开工的带动：其效果受制于三重因素影响，包括供需基本面（例如购房人口、前期需求是否被其他因素压制、信贷标准）、宏观经济环境（例如经济增长）、降息幅度。美国房地产行业对利率高度敏感，利率处于高位已经 3 年，房地产成交量处于底部，压制工具行业（电动工具、手动工具）需求。目前工具行业龙头正在加速转产以规避中美贸易摩擦风险。可关注泉峰控股（2285.HK）、创科实业（669.HK）。

**（2）智能化家电以技术和新品迭代、新场景、精耕细作驱动出海生意。**中国家电企业在白电、黑电等传统成熟领域已构筑起全球规模化产能与供应链壁垒，并成功实现从规模扩张向品牌引领的跨越。面对全球智能化浪潮，中国家电公司在尚未完全成熟的智能化家电领域（例如庭院工具包括泳池机器人/割草机器人/扫雪机器人、清洁机器人），通过产品和技术快速迭代和渠道精耕实现市占率快速提升。

## 乳制品及上游牧业：底部改善可期

2025 年液态奶行业整体量价承压。原奶供给端，原奶价格自 2021 年 9 月起，已持续下行承压 4 年。25 年以来上游牧场持续淘牛，26H1 原奶周期有望迎来拐点，由过剩转向供需平衡，原奶价格有望修复而带动行业竞争格局向好。展望 2026 年，需求端若消费信心复苏，有望提振量价。相关标的包括蒙牛乳业（2319.HK）、优然牧业（9858.HK）等。

## 风险提示：

消费者信心复苏的不确定性；

行业竞争加剧；

政策变动风险；

国际贸易摩擦不确定性等。

表 15：消费公司估值表（截至 2025 年 12 月 15 日）

行业分类	代码	公司简称	2025/12/15	收入(亿报表货币)		收入yoy		净利润(报表货币)		净利润yoy		PE		股息率
			期末收盘价	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	TTM
必选消费														
食品饮料	1876.HK	百威亚太	7.83	51.1	52.5	-18.2%	2.8%	5.6	6.2	-22.6%	10.3%	24	22	5.6%
	0291.HK	华润啤酒	26.72	392.1	401.7	1.5%	2.5%	58.2	59.9	22.9%	2.8%	14	13	3.5%
	0288.HK	万洲国际	8.89	278.1	292.5	7.2%	5.2%	15.4	15.8	-4.4%	2.3%	10	9	6.7%
	9633.HK	农夫山泉	45.12	510.5	582.7	19.0%	14.2%	152.8	176.1	26.0%	15.3%	30	26	1.8%
	0322.HK	康师傅控股	11.90	799.1	818.2	-0.9%	2.4%	42.6	45.6	14.1%	6.9%	14	13	3.0%
	0220.HK	统一企业中国	8.17	321.7	339.1	6.1%	5.4%	22.4	24.8	21.2%	10.7%	14	13	5.7%
	2460.HK	华润饮料	10.42	118.5	126.9	-12.4%	7.1%	12.6	14.7	-22.8%	16.1%	18	15	4.5%
	1475.HK	日清食品	6.75	41.3	45.2	8.2%	9.6%	2.8	3.2	38.3%	15.1%	25	22	1.4%
	9985.HK	卫龙美味	10.93	74.6	87.9	19.0%	17.9%	14.2	17.2	33.1%	21.2%	17	14	2.9%
乳制品	600887.SH	伊利股份	28.35	1,184.6	1,231.9	2.7%	4.0%	112.3	121.9	32.8%	8.5%	16	15	5.9%
	2319.HK	蒙牛乳业	14.88	825.5	825.5	-6.9%	0.0%	40.3	49.5	-9.1%	22.9%	13	11	3.7%
	6186.HK	中国飞鹤	4.16	191.1	196.7	-7.9%	2.9%	23.5	28.5	-34.1%	21.3%	15	12	6.8%
	9858.HK	优然牧业	4.63	208.3	232.9	3.6%	11.8%	1.2	17.1	NA	1309.8%	135	10	0.0%
	1117.HK	现代牧业	1.43	135.4	151.3	2.1%	11.7%	-8.9	11.1	NA	NA	NA	9	0.9%
可选消费														
体育用品	2020.HK	安踏体育	82.10	785.6	868.8	10.9%	10.6%	132.3	148.8	10.9%	12.5%	16	14	3.1%
	2331.HK	李宁	18.64	289.2	303.2	0.9%	4.8%	24.3	27.2	-19.2%	11.8%	18	16	3.2%
	1368.HK	特步国际	5.49	144.2	155.0	6.2%	7.5%	13.8	15.3	11.8%	10.6%	10	9	5.0%
	1361.HK	361度	6.08	113.4	126.5	12.6%	11.6%	12.9	14.5	12.2%	12.5%	9	8	5.0%
	6110.HK	滔搏	3.21	259.7	270.7	-3.9%	4.2%	13.00	14.74	-41.3%	13.4%	14	12	6.4%
	3813.HK	宝胜国际	0.46	171.3	177.3	-7.2%	3.5%	0.0	0.0	NA	NA	NA	NA	4.7%
服装箱包	3998.HK	波司登	4.71	284.8	314.0	9.9%	10.3%	39.21	43.75	11.6%	11.6%	13	12	5.5%
	3306.HK	江南布衣	19.99	59.7	63.9	7.6%	6.9%	9.4	10.1	5.3%	7.2%	10	9	6.6%
	1234.HK	中国利郎	3.44	40.1	44.1	10.0%	9.8%	4.90	5.42	6.3%	10.5%	8	7	5.8%
	3709.HK	赢家时尚	7.93	66.2	72.1	0.4%	8.9%	5.38	5.97	14.8%	11.0%	9	9	4.8%
	1910.HK	新秀丽	19.58	34.9	36.8	-2.7%	5.3%	2.99	3.27	-13.6%	9.5%	12	11	4.3%
	2313.HK	申洲国际	61.60	320.0	355.9	11.6%	11.2%	66.2	75.0	6.0%	13.4%	13	11	4.3%
鞋服OEM	0551.HK	裕元集团	17.67	82.1	86.0	0.4%	4.7%	3.7	4.1	-5.1%	10.1%	10	9	7.4%
	1836.HK	九兴控股	16.01	15.7	16.5	1.9%	4.8%	1.5	1.8	-9.5%	13.7%	11	10	6.4%
	2111.HK	超盈国际控股	3.28	50.5	54.4	-0.2%	7.8%	6.0	6.6	-1.0%	8.9%	5	5	8.7%
	2232.HK	晶苑国际	7.14	212.4	233.3	10.8%	9.8%	17.7	20.1	13.9%	13.5%	10	9	4.9%
	300979.SZ	华利集团	58.61	256.7	287.9	6.9%	12.1%	33.9	40.1	-11.7%	18.4%	20	17	5.6%
	002003.SZ	伟星股份	10.58	48.6	53.1	4.0%	9.2%	6.8	7.6	-3.4%	11.9%	19	17	3.8%
	2199.HK	维珍妮	2.27	76.5	82.8	-2.4%	8.2%	2.8	4.3	50.3%	56.4%	9	6	2.1%
	9992.HK	泡泡玛特	190.70	383.3	527.0	194.0%	37.5%	129.7	180.9	314.9%	39.5%	18	13	0.5%
	9896.HK	名创优品	38.58	212.6	255.5	25.1%	20.2%	23.3	32.2	-10.9%	37.9%	19	13	3.1%
0325.HK	布意可	72.30	33.5	47.2	49.5%	41.0%	7.7	11.6	NA	50.3%	21	14	0.0%	
黄金饰品	6181.HK	老铺黄金	662.50	250.9	329.2	194.9%	31.2%	46.6	64.2	216.6%	37.6%	23	17	2.6%
	6168.HK	周六福	39.80	62.7	71.7	9.6%	14.4%	8.2	9.3	15.7%	13.6%	19	17	1.2%
	0116.HK	周生生	11.95	0.0	0.0			0.0	0.0	NA	NA	NA	NA	4.8%
	1929.HK	周大福	12.59	921.7	973.8	2.8%	5.7%	81.8	92.4	38.3%	12.9%	15	13	4.0%
	600612.SH	老凤祥	44.88	516.2	547.3	-9.1%	6.0%	16.5	18.3	-15.3%	10.6%	12	11	4.6%
	002345.SZ	潮宏基	12.57	81.4	96.8	24.9%	18.9%	4.6	6.4	136.0%	40.2%	24	17	2.8%
	002867.SZ	周大生	12.07	110.4	120.0	-20.5%	8.7%	11.1	12.4	10.2%	11.8%	12	11	7.5%
	9987.HK	百胜中国	378.00	117.0	123.4	4.8%	5.5%	9.2	10.0	1.2%	8.2%	19	17	2.0%
	6862.HK	海底捞	14.60	439.4	456.7	2.8%	3.9%	45.9	48.8	-2.6%	6.5%	16	15	5.8%
9922.HK	九毛九	1.73	55.8	59.4	-8.1%	6.4%	1.4	2.0	158.4%	39.5%	15	11	1.2%	
6831.HK	绿茶集团	6.26	48.5	61.7	26.4%	27.2%	4.9	6.3	40.2%	28.3%	8	6	0.0%	
0999.HK	小菜园	9.50	58.6	71.7	12.5%	22.3%	7.6	9.3	30.5%	22.6%	13	11	6.1%	
1405.HK	达势股份	76.55	56.7	72.5	31.5%	27.9%	1.4	2.5	157.3%	73.2%	64	37	0.0%	
9869.HK	海伦司	1.00	0.0	0.0	-100.0%	#DIV/0!	0.0	0.0	NA	NA	NA	NA	23.9%	
茶饮咖啡	2097.HK	蜜雪集团	410.60	325.3	376.4	31.0%	15.7%	57.8	67.4	30.3%	16.6%	24	21	0.0%
	1364.HK	古茗	24.84	119.9	144.3	36.4%	20.4%	26.3	26.9	77.7%	2.3%	20	20	0.0%
	2555.HK	茶百道	7.17	55.9	60.1	13.6%	7.5%	8.4	9.6	78.4%	14.0%	11	10	5.8%
	LKNCY.PQ	瑞幸咖啡	34.50	500.93	606.70	45.3%	21.1%	37.8	46.3	28.8%	22.7%	17	14	0.0%
	2150.HK	奈雪的茶	1.05	43.9	44.1	-10.8%	0.4%	-1.3	0.4	NA	NA	NA	NA	0.0%
	2589.HK	沪上阿姨	96.00	40.3	46.5	22.7%	15.5%	4.9	5.8	48.2%	18.8%	19	16	0.8%
美妆	1318.HK	毛戈平	87.45	51.4	66.0	32.4%	28.3%	11.8	15.3	34.6%	28.8%	33	26	0.9%
	2367.HK	巨子生物	34.54	65.9	80.4	19.0%	22.0%	23.7	28.5	14.8%	20.4%	14	12	1.9%
	603605.SH	珀莱雅	66.68	113.3	125.6	5.1%	10.9%	16.2	18.2	4.5%	12.2%	16	15	3.0%
家电 & 轻工家居	000333.SZ	美的集团	80.41	4,541.4	4,876.9	11.5%	7.4%	447.9	489.6	16.2%	9.3%	14	13	5.0%
	600690.SH	海尔智家	27.35	3,115.3	3,313.8	8.9%	6.4%	213.3	238.0	13.8%	11.6%	11	10	4.5%
	000651.SZ	格力电器	40.87	1,775.7	1,829.0	-6.1%	3.0%	308.0	321.7	-4.3%	4.4%	7	7	7.3%
	000921.SZ	海信家电	26.19	941.8	1,001.3	1.5%	6.3%	34.0	37.8	1.6%	11.1%	10	9	4.7%
	688169.SH	石头科技	152.68	187.2	233.1	56.7%	24.5%	16.7	23.8	-15.3%	42.4%	24	17	0.7%
	603486.SH	科沃斯	79.60	199.0	229.8	20.3%	15.5%	20.4	24.2	153.5%	18.5%	23	19	0.6%
	689009.SH	九号公司	56.97	210.2	268.2	48.1%	27.6%	20.1	26.6	85.3%	32.5%	20	15	2.7%
	2285.HK	泉峰控股	21.76	19.8	22.2	11.7%	12.0%	1.4	1.7	22.1%	22.8%	10	8	2.9%
	0669.HK	创科实业	91.40	157.9	172.4	8.0%	9.2%	12.9	15.2	15.1%	17.6%	15	13	2.7%
	002444.SZ	巨星科技	35.83	156.0	181.1	5.4%	16.1%	25.7	31.2	11.6%	21.3%	17	14	0.7%
	1070.HK	TCL电子	11.15	1,170.1	1,353.4	17.8%	15.7%	23.8	28.9	35.3%	21.3%	11	9	2.9%
	2517.HK	锅圈	3.47	76.1	89.1	17.6%	17.1%	4.4	5.3	89.2%	22.4%	20	16	4.6%
	300972.SZ	万辰集团	178.50	522.8	618.0	61.7%	18.2%	12.2	17.9	316.4%	46.3%	28	19	0.3%
	601888.SH	中国中免	79.17	547.3	605.6	-3.1%	10.6%	39.4	48.1	-7.7%	22.3%	41	34	1.6%
	6969.HK	思摩尔国际	12.16	140.2	164.9	18.8%	17.6%	11.3	19.3	-13.3%	70.8%	61	35	2.1%

资料来源：iFind、民银国际整理

**行业评级体系（基准为 MSCI 中国指数）**

增持：未来 12 个月行业股票指数强于基准

中性：未来 12 个月行业股票指数基本与基准持平

减持：未来 12 个月行业股票指数弱于基准

**公司评级体系（基准为公司所在行业的 MSCI 中国行业指数）**

买入：未来 12 个月个股股价表现强于基准

持有：未来 12 个月个股股价表现基本与基准持平

卖出：未来 12 个月个股股价表现弱于基准

**分析师声明**

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。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的有联系者（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 个工作日内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的有联系者并非本报告提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的有联系者没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

**民银证券有限公司**

CMBC Securities Company Limited

网站：<https://www.cmbccap.com/>

地址：香港中环交易广场 1 期 45 楼

## 免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些司法管辖区不能出售或分发。

此报告由民生商银国际控股有限公司（“民银国际”）的附属公司民银证券有限公司（“民银证券”）编写和发布。民银证券持有香港证券及期货监察委员会第1，4类牌照。此报告所载资料的来源皆被民银证券认为可靠。此报告所载的见解、分析、预测、推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。民银国际和任何附属公司（包括民银证券，统称“民银集团”）或任何个人不能担保其准确性或完整。

此报告所载的资料、意见及推测反映民银证券于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，包括但不限于市场波动、流动性限制及汇率波动等。若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。

此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。

民银证券及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问、投资银行或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。(5)民银集团的投资银行或资产管理团队可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。(6)此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他民银集团成员专业人员的意见不同或相反。投资者应注意其可能存在影响本报告客观性的潜在利益冲突，并独立判断相关信息。

投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询独立的专业意见。民银集团不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），民银证券也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得民银证券的授权，任何人不得以任何目的的复制、派发或出版此报告。民银证券保留一切权利。

### 规范性披露

民银集团拥有此报告提到的上市公司（泉峰控股 2285. HK）多于 1% 的财务权益。

民银集团的雇员包括分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。

民银集团在过去 12 个月未与此报告提到的上市公司有任何投资银行或庄家活动相关的业务关系。