

# 必选消费

## 2026 展望：资产价格约束下的结构性机会

优于大市  
(维持)

我们认为 2026 年居民消费核心约束为“资产缩水 + 收入预期修复缓”。资产端：一线次新房集中入市、银行涉房资产批量处置或推二手房价探底，居民房产价值缩水抑制消费意愿；需求端：外贸不确定性拖累就业收入，消费延续“降级”，支出向刚性需求、低成本情绪慰藉倾斜，基于此，建议关注三大投资主线：

- **投资主线一：消费分层深化 —— 高净值消费降级与大众的极致性价比。**消费分层趋势在 2026 年将进一步强化，不同收入群体的消费偏好呈现差异化迁移：1) 高净值人群的“理性化消费”：从高端奢侈品类向轻奢、国奢或特殊小众品牌迁移。核心逻辑是“品质不降级、支出适度收缩”。2) 大众市场的“成本优先逻辑”：基础消费品的“平价替代”趋势持续强化，或进一步推动硬折扣模式扩张，包括临期食品、自有品牌快消品渠道（如零食量贩店、社区硬折扣店）等。
- **投资主线二：让生活过得下去 + 稍微有点安慰。**居民消费支出收缩的同时，需求结构向“刚性生存需求”与“低成本情绪慰藉”聚焦，对应两大细分方向：1) 让生活过得下去：刚性必需赛道的需求韧性。此类赛道是居民支出中“不可压缩”的核心载体，需求韧性显著。如米面粮油、基础调味品、包装水等。2) 稍微有点安慰：低成本情绪价值赛道。居民在压缩可选支出的同时，倾向于通过低客单价消费实现情绪纾解，核心逻辑是“体验价值 > 物质价值”，包括但不限于：① 年轻群体的压力排解：如零食、啤酒、短途游、演唱会等体验消费；② 年轻群体的精神寄托：“陪伴型消费”如宠物食品 / 用品、平价潮玩玩具；③ 中老年群体的刚性慰藉：基础保健品（维生素、益生菌）、短途康养旅游等；④ 日常生活中的低成本体验升级：如国货美妆、香水香薰等
- **投资主线三：出海 —— 内需波动的业绩对冲。**在国内消费环境不确定性延续的背景下，全球化布局有显著进展的企业，可通过海外市场拓展对冲内需波动风险：1) 供应链优势驱动的出海：调味品、休闲食品企业凭借成本与产能优势，向东南亚、拉美等新兴市场拓展，实现收入端的增量贡献；2) 品牌力输出的全球化：部分具备产品差异化的企业（如特色休闲零食、宠物食品）通过跨境电商渠道进入欧美细分市场，逐步建立区域品牌认知；此类企业的海外业务有望成为 2026 年业绩增长的核心弹性来源，是内需波动环境下的经营稳定性保障。
- **选股方面：**食品饮料板块中，建议关注受益于果汁、功能饮料等品类的农夫山泉（9633 HK）及包装水市场份额降幅收窄且估值处于低位的华润饮料（2460 HK）；在美容护肤板块中，我们建议关注估值较有吸引力的巨子生物（2367 HK）、颖通控股（6883 HK）

中国 必选消费 行业

张苗  
(852) 3761 8910  
zhangmiao@cmbi.com.hk

重要图表

图 1: 估值对比 – 必选消费/美妆/黄金珠宝

公司	证券代码	收盘价	总市值	市盈率 (x)			净利润增速 (%)			毛利率 (%)	净利率 (%)	派息比例	股息率		PEG
		(交易币种)	(美元, 百万元)	25E	26E	27E	25E	26E	27E	24A	24A	24A	24A	25E	26E
农夫山泉	9633 HK Equity	48.10	69,498	33.0 x	28.9 x	25.6 x	22.6	14.5	12.8	11.8	58.1	65%	1.7%	2.1%	2.0 x
东鹏饮料	605499 CH Equity	266.50	19,619	30.5 x	24.1 x	19.8 x	36.9	27.1	21.9	19.4	44.8	53%	1.3%	1.9%	0.9 x
康师傅控股	322 HK Equity	11.97	8,668	14.5 x	13.6 x	12.6 x	13.0	7.4	7.6	2.6	33.1	100%	5.9%	6.9%	1.8 x
中国旺旺	151 HK Equity	4.80	7,279	12.3 x	12.6 x	11.9 x	5.2	-3.3	6.5	3.8	46.6	67%	5.0%	5.9%	n.a.
华润饮料	2460 HK Equity	10.47	3,226	18.7 x	15.1 x	12.8 x	-26.0	24.5	17.6	7.7	47.3	79%	5.8%	2.4%	0.6 x
统一企业中国	220 HK Equity	8.23	4,567	14.5 x	13.4 x	12.2 x	20.2	8.8	9.0	5.8	32.5	102%	5.9%	6.9%	1.5 x
承德露露	000848 CH Equity	8.65	1,250	14.8 x	13.4 x	12.1 x	-7.9	10.5	10.3	7.2	40.9	34%	2.3%	3.2%	1.3 x
李子园	605337 CH Equity	12.34	682	23.7 x	21.6 x	19.9 x	-8.8	9.8	7.6	3.3	39.1	71%	3.5%	4.1%	2.2 x
卫龙美味	9985 HK Equity	10.78	3,367	16.8 x	14.0 x	12.1 x	32.6	19.9	15.5	14.6	48.1	63%	3.1%	5.1%	0.7 x
洽洽食品	002557 CH Equity	22.05	1,579	26.3 x	15.5 x	13.6 x	-53.5	75.4	18.4	4.9	28.8	42%	3.6%	2.7%	0.2 x
盐津铺子	002847 CH Equity	69.77	2,694	23.4 x	19.2 x	16.0 x	27.4	21.7	19.9	15.7	30.7	51%	1.7%	2.5%	0.9 x
三只松鼠	300783 CH Equity	23.71	1,348	43.6 x	23.3 x	17.1 x	-46.4	86.9	36.2	15.3	24.2	30%	1.3%	0.7%	0.3 x
劲仔食品	003000 CH Equity	11.77	751	21.5 x	17.4 x	14.8 x	-15.5	23.9	17.3	11.3	30.5	21%	1.2%	2.0%	0.7 x
中国中免	601888 CH Equity	81.83	23,750	42.9 x	34.3 x	29.7 x	-7.3	24.6	15.8	7.3	30.7	50%	1.5%	1.2%	1.4 x
中国中免	1880 HK Equity	75.65	23,750	36.2 x	28.4 x	24.8 x	-7.8	27.5	15.0	7.3	30.7	49%	1.7%	1.4%	1.0 x
巨子生物	2367 HK Equity	38.28	5,267	15.3 x	12.6 x	10.5 x	15.1	15.5	22.6	19.0	82.1	37%	2.1%	3.0%	0.8 x
毛戈平	1318 HK Equity	88.50	5,573	32.7 x	25.4 x	20.1 x	36.5	29.0	26.2	25.8	84.4	113%	2.7%	1.1%	0.9 x
上美股份	2145 HK Equity	83.90	4,387	27.4 x	21.6 x	17.5 x	41.6	26.7	23.3	20.5	75.2	65%	1.8%	2.5%	0.8 x
美丽田园医疗健康	2373 HK Equity	26.20	791	17.2 x	13.9 x	11.6 x	47.2	24.3	18.1	13.5	46.3	20%	0.9%	2.6%	0.6 x
颖通控股	6883 HK Equity	2.11	368	9.0 x	7.8 x	6.4 x	27.5	14.4	20.8	17.0	50.3	75%	n.a.	7.0%	0.5 x
珀莱雅	603605 CH Equity	70.20	3,935	16.8 x	15.0 x	13.3 x	5.9	12.2	12.6	10.9	71.4	33%	1.8%	2.1%	1.2 x
贝泰妮	300957 CH Equity	40.72	2,442	34.4 x	27.5 x	24.2 x	-0.3	25.3	13.7	8.7	73.7	34%	1.4%	1.3%	1.1 x
丸美股份	603983 CH Equity	34.69	1,969	35.1 x	27.7 x	23.1 x	14.6	26.4	19.5	20.0	73.7	38%	1.0%	1.7%	1.1 x
上海家化	600315 CH Equity	23.27	2,215	40.1 x	31.6 x	25.9 x	-147.2	26.5	21.4	9.9	57.6	30%	0.6%	0.6%	1.2 x
若羽臣	003010 CH Equity	35.45	1,561	61.3 x	36.5 x	26.2 x	70.4	72.9	40.9	28.8	44.6	35%	0.5%	0.9%	0.5 x
润本股份	603193 CH Equity	24.82	1,422	31.1 x	25.4 x	20.9 x	6.0	22.3	21.4	21.5	58.2	27%	0.8%	1.0%	1.1 x
福瑞达	600223 CH Equity	7.50	1,079	31.1 x	25.9 x	22.1 x	-2.4	19.9	15.0	8.9	52.7	16%	0.5%	1.1%	1.3 x
水羊股份	300740 CH Equity	20.06	1,108	36.8 x	25.7 x	20.2 x	90.3	45.7	26.9	10.4	63.0	16%	0.4%	0.6%	0.6 x
老铺黄金	6181 HK Equity	678.50	15,375	21.7 x	15.9 x	12.7 x	231.6	35.9	25.4	23.4	41.2	23%	0.3%	3.0%	0.4 x
周大福	1929 HK Equity	13.82	17,515	16.3 x	14.3 x	12.8 x	42.6	13.9	12.2	4.9	29.5	84%	3.4%	5.1%	1.0 x
周六福	6168 HK Equity	40.68	2,303	19.4 x	17.1 x	15.2 x	13.3	13.4	12.6	11.5	25.9	30%	n.a.	1.4%	1.3 x
六福珠宝	590 HK Equity	26.10	1,969	12.7 x	9.8 x	8.7 x	-22.5	39.9	11.5	11.0	27.2	46%	5.5%	4.0%	0.2 x
周生生	116 HK Equity	12.09	1,043	5.8 x	5.5 x	5.0 x	89.9	3.7	12.1	4.4	28.3	40%	3.4%	6.5%	1.5 x
老凤祥	600612 CH Equity	44.70	2,723	14.0 x	12.5 x	11.7 x	-14.4	11.3	7.0	5.1	8.9	43%	3.7%	3.4%	1.1 x
周大生	002867 CH Equity	12.58	1,933	12.3 x	11.1 x	10.1 x	10.1	11.3	9.6	9.6	20.8	58%	4.6%	6.1%	1.0 x
潮宏基	002345 CH Equity	13.18	1,658	24.3 x	18.6 x	15.5 x	148.7	30.9	19.9	16.0	23.6	66%	2.1%	2.3%	0.6 x
莱绅通灵	603900 CH Equity	8.92	433	33.0 x	22.5 x	15.6 x	-150.1	47.7	43.0	22.7	33.2	n.a.	n.a.	n.a.	0.5 x
均值				28.6 x	23.5 x	20.3 x	28.5	20.8	15.8	11.8	45.9	59%	2.1%	2.7%	1.3 x

资料来源：公司资料，万得，招银国际环球市场预估（截至 2025 年 12 月 4 日）

## 投资主线

### 消费环境展望：资产价格承压与消费信心重塑

我们认为，2026 年居民消费行为的核心约束源于“资产端缩水+收入端预期修复进程的缓慢”。1) 资产端压力：二手房市场供应端压力显著抬升——一线城市次新房集中入市叠加银行涉房不良资产批量处置，或推动二手房价进一步探底，居民持有房产的资产价值或面临阶段性缩水，进而抑制消费意愿的修复；2) 需求端约束：国际贸易环境的不确定性尚未完全消解，外需波动对国内就业与收入的传导效应仍存，居民消费行为延续“降级”主基调，支出结构向“不可压缩的刚性需求”与“低成本情绪慰藉”倾斜，可选消费的需求弹性持续走弱。基于此判断，我们认为居民消费行为仍将保持“降级”的主基调，建议关注一下投资主线：

#### 主线一：消费分层深化——高净值人群降级+大众市场极致性价比

消费分层趋势在 2026 年将进一步强化，不同收入群体的消费偏好呈现差异化迁移：1) **高净值人群的“理性化消费”**：从高端奢侈品类向轻奢、国奢或特殊小众品牌迁移，如高端白酒需求向次高端 / 区域龙头产品分流，高端乳制品消费转向性价比型低温产品，核心逻辑是“品质不降级、支出适度收缩”；2) **大众市场的“成本优先逻辑”**：基础消费品的“平价替代”趋势持续强化，或进一步推动硬折扣模式扩张，包括临期食品、自有品牌快消品渠道（如零食量贩店、社区硬折扣店）等；也或利好具备供应链优势的国产科技消费品（如智能小家电、功能性服装等）。

#### 主线二：让生活过得下去 + 稍微有点安慰

居民消费支出收缩的同时，需求结构向“刚性生存需求”与“低成本情绪慰藉”聚焦，对应两大细分方向：1) **让生活过得下去：刚性必需赛道的需求韧性**。此类赛道是居民支出中“不可压缩”的核心载体，需求韧性显著，如米面粮油：刚需属性下终端库存周转保持平稳，区域龙头品牌凭借渠道下沉优势进一步收割市场份额；基础调味品：居家烹饪频次提升驱动酱油、醋、食用油等基础调味品需求稳定，小包装、高性价比产品的终端动销占比持续提升；包装水，作为食品饮料板块中单价最低、需求最刚性的品类之一，具备“消费降级下的防御性”，成为居民日常支出中“最后的体面。建议关注农夫山泉(9633 HK)、华润饮料(2460 HK) 等。2) **稍微有点安慰：低成本情绪价值赛道**。居民在压缩可选支出的同时，倾向于通过低客单价消费实现情绪纾解，核心逻辑是“体验价值>物质价值”，包括但不限于：①年轻群体的压力排解：高性价比休闲零食、平价啤酒 / 预调鸡尾酒的终端动销增速优于行业平均；短途周边游、小型演唱会等“低客单价体验型消费”需求回暖，成为年轻群体释放压力的核心选择；②年轻群体的精神寄托：“陪伴型消费”热度延续，宠物食品 / 用品、平价潮玩玩具的需求具备韧性，此类消费的“情感替代”属性显著；③中老年群体的刚性慰藉：基础保健品（维生素、益生菌）需求保持稳健，短途康养旅游成为替代长途出行的核心选项，兼具健康需求与情绪纾解属性。④同时，日常生活体验升级的低成本选择也包括平价国货美妆、香水香薰等香氛产品——通过实现外在形象提升或提升仪式感达到“悦己”角度的情绪满足。建议关注巨子生物(2367 HK)、颖通控股(6883 HK) 等。

#### 主线三：出海：内需不确定性下的业绩对冲选项

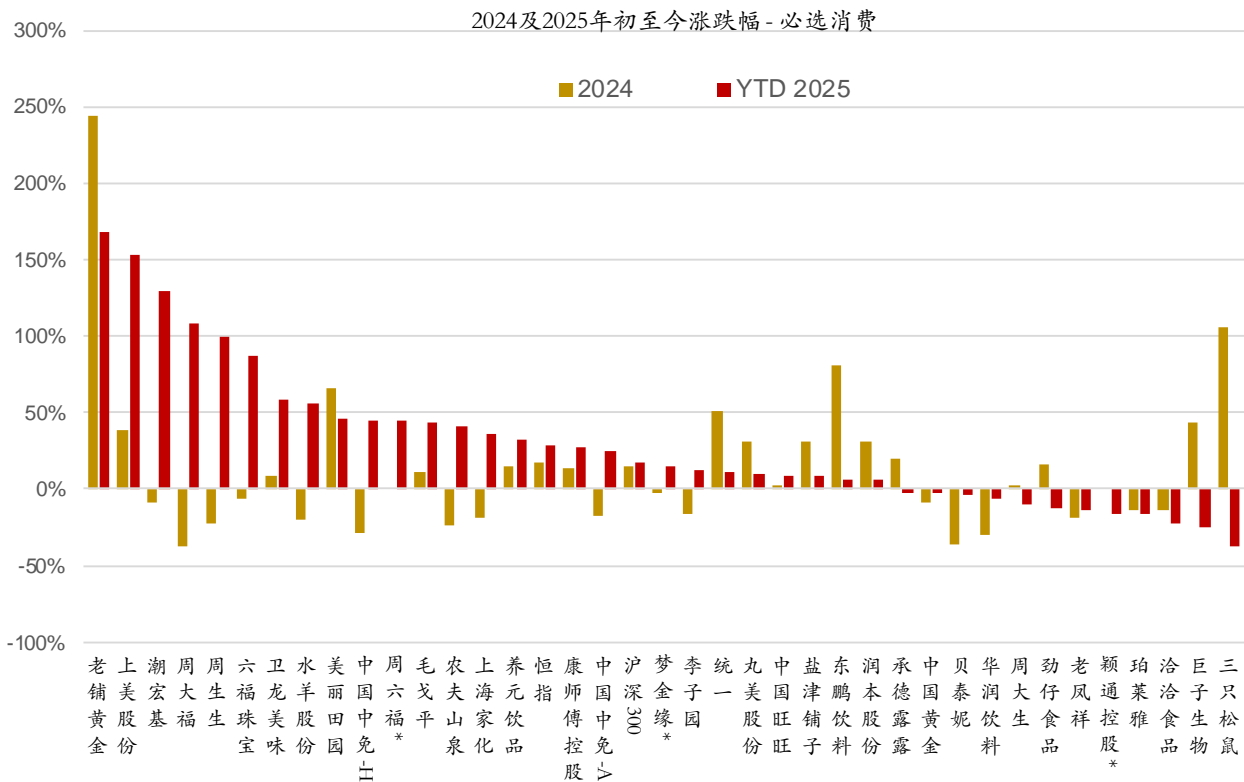
在国内消费环境不确定性延续的背景下，全球化布局有显著进展的企业，可通过海外市场拓展对冲内需波动风险：1) **供应链优势驱动的出海**：调味品、休闲食品企业凭借成本与产能优势，向东南亚、拉美等新兴市场拓展，实现收入端的增量贡献；2) **品牌力输出的全球化**：部分具备产品差异化的企业（如特色休闲零食、宠物食品）通过跨境电商渠道进入欧

美细分市场，逐步建立区域品牌认知；此类企业的海外业务有望成为 2026 年业绩增长的核心弹性来源，是内需波动环境下的经营稳定性保障。

选股方面，食品饮料板块中，我们维持对农夫山泉（9633 HK）的“买入”评级；推荐估值处于低位且市场份额变化环比有所修复的华润饮料（2460 HK）；在美容护肤板块中，我们维持对巨子生物（2367 HK）、颖通控股（6883 HK）的“买入”评级。

板块表现

图 2: 板块个股表现



资料来源：万得，招银国际环球市场（截至 2025 年 12 月 9 日）  
注：\*周大福、颖通控股 2025 YTD 为上市至今变化，梦金园 2024 为上市至年末变化

子板块展望

软饮料：即饮果汁、功能饮料扩容

■ 结构占比：乳制品是最大拖累

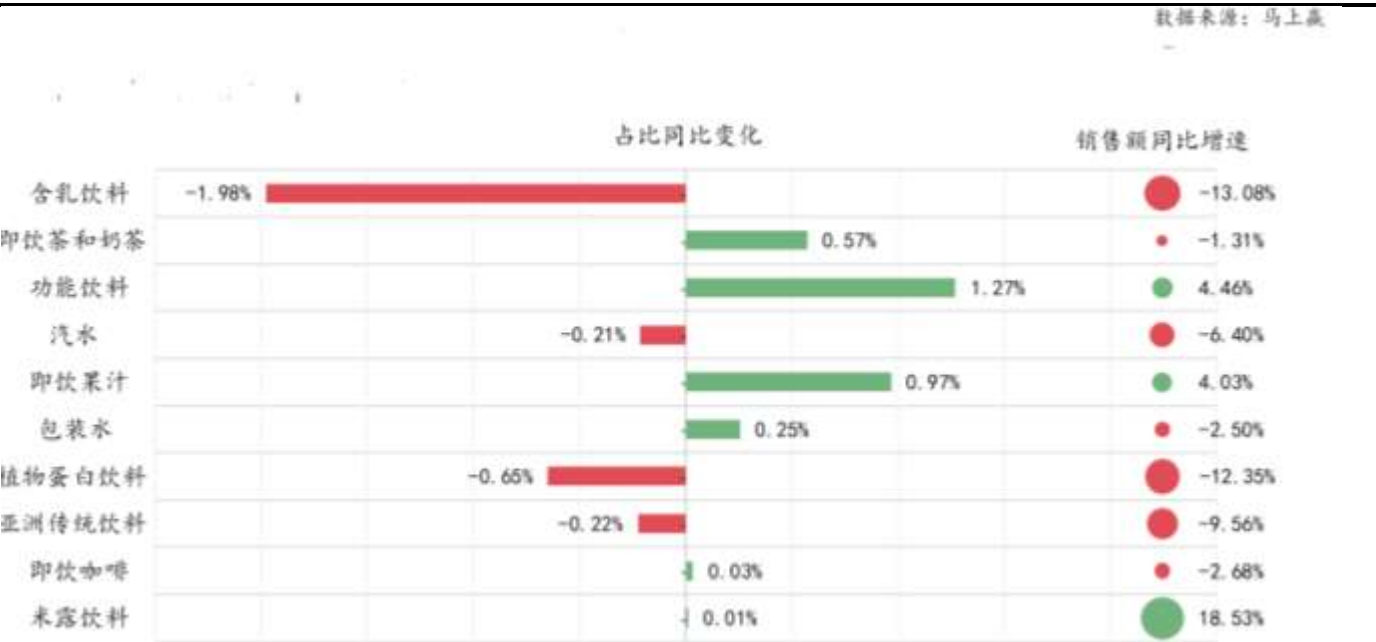
2025 年前 11 个月较 24 年同期来看，软饮料行业内各类目销售额占比结构呈现“头部品类微缩、细分品类小幅扩容”的特征，1) 头部品类中，含乳饮料仍为第一大品类，但占比从 11M24 的 22.70% 降至 20.72%（同比 - 1.98pcts），是占比降幅最大的品类；2) 即饮茶和奶茶、功能饮料结构占比实现扩张，分别从 15.61%、13.06% 升至 16.18%、14.32%（同比 + 0.57pcts、+1.27pcts）；3) 包装水、即饮果汁结构占比微升，分别同比 + 0.25pcts、+0.97pcts 至 11.38%、12.51%；4) 植物蛋白饮料、亚洲传统饮料占比小幅收缩，分别同比 - 0.65pcts、-0.22pcts 至 7.53%、4.26%。

图 3: 软饮料线下销售额结构变化



资料来源：马上赢，招银国际环球市场

图 4: 软饮料销售额结构占比同比变化及销售额增速



资料来源：马上赢，招银国际环球市场



## ■ 销售额同比: 分化显著

25 年前 11 个月软饮料各品类销售额增速分化加剧，呈现“少数品类正增长、多数品类承压”的格局：正增长品类集中于细分赛道：1) 米露饮料以 18.53% 的同比增速领跑行业，作为低基数细分品类，米露饮料的高增速或反映消费者对“低度、轻甜、场景化”饮料的偏好提升，其定位契合休闲、佐餐等轻量化消费场景，驱动动销快速增长；但当前占比仅 1.58%，对行业整体拉动有限；2) 功能饮料实现 4.46% 的正增长且占比扩容，核心源于需求韧性：加班、运动等刚需消费场景未明显收缩，叠加部分品牌通过“电解质 + 维生素”的成分迭代强化产品功能性，支撑品类动销相对稳健；3) 即饮果汁实现 4.03% 同比正增长且占比微扩 (+0.97pcts)，核心驱动源于健康化消费心智的持续渗透：消费者对“天然、低糖”饮品的偏好提升，叠加部分品牌推进 NFC（非浓缩还原）、鲜榨概念的产品迭代，进一步契合健康饮食趋势。

负增长品类覆盖多数主流赛道：含乳饮料、植物蛋白饮料增速承压明显，分别同比下滑 13.08%、12.35%；含乳饮料是表现最弱的品类，负增长叠加占比收缩，或受两方面因素影响：一是原料成本波动对终端定价的传导压力，二是消费偏好向“更轻量化、低负担”的即饮茶、包装水等品类迁移，导致需求端扩张动力不足。植物蛋白饮料增速承压，或与品类创新节奏放缓有关，同时部分消费者转向性价比更高的替代品，导致终端动销增速走弱。此外亚洲传统饮料、汽水、包装水、即饮咖啡也录得 -9.56%、-6.4%、-2.5%、-2.68% 的负增长。

综上，仅即饮果汁、功能饮料两个品类录得销售额、结构占比双增。

## ■ 2026 展望：品类分化延续，刚需品类更具韧性

我们预计 2026 年软饮料行业的品类分化格局或延续，需求端将继续受“消费偏谨慎+场景刚需化”的主线驱动，不同品类表现或呈现差异化走向：1) 刚需基础品类：包装水虽短期增速承压，但需求刚性较强，11M25 期间占比微升的趋势或延续，在居民消费偏谨慎的环境下，其“高性价比+日常必需”的属性有望进一步强化动销稳定性；2) 功能饮料的刚需属性（加班、运动等场景）将持续支撑其韧性，叠加产品端“电解质+功能性成分”的迭代升级，品类增速或保持稳健区间。3) 即饮果汁或依托“健康化”心智，维持温和增长态势。4) 承压品类的修复节奏\*\*：含乳饮料、植物蛋白饮料的需求端约束或仍存，后续表现或依赖产品结构优化（如轻量化配方、佐餐/代餐场景绑定），但短期增速修复的节奏或相对平缓。

整体来看，2026 年软饮料行业的增长动力将更多集中于“刚需场景+细分创新”类品类，而传统大品类的表现或仍受消费偏好迁移与成本端波动的双重影响。我们建议关注受益于果汁、功能饮料等品类的农夫山泉（9633 HK）及包装水市场份额降幅收窄且估值处于低位的华润饮料（2460 HK）。

美妆：抖音渠道带动整体增速

■ 行业 GMV

截至 2025 年 10 月，淘天、抖音、京东三大平台的护肤及美妆品类 GMV 年初至今销售额同比 3%至 3,711 亿元，其中淘天平台降 12%至 1,473 亿元，抖音平台增 19%至 1,874 亿元，京东平台增 7%至 364 亿元。分品类来看，护肤品类 GMV 年内同比增 2%至 2,647 亿元，彩妆品类增 7%至 1,064 亿元。

图 5: 美妆行业 GMV - 分平台

GMV	2023	2024	10M25
淘宝天猫	217.0	199.4	147.3
抖音	182.8	192.4	187.4
京东	38.1	44.1	36.4
行业整体	438.0	435.9	371.1
同比增速	2023	2024	10M25
淘宝天猫	-19%	-8%	-12%
抖音	39%	5%	19%
京东	n.a.	16%	7%
行业整体	n.a.	0%	3%

资料来源：魔镜数据，招银国际环球市场

图 6: 美妆行业 GMV - 分品类

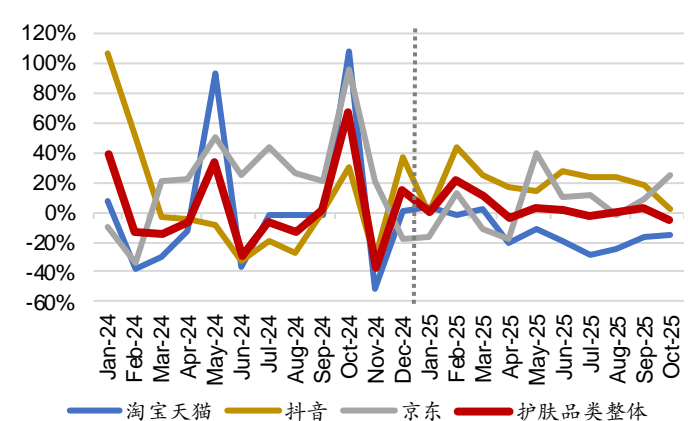
GMV	2023	2024	10M25
护肤	324.6	314.9	264.7
彩妆	113.4	121.0	106.4
行业整体	438.0	435.9	371.1
同比增速	2023	2024	10M25
护肤	n.a.	-3%	2%
彩妆	n.a.	7%	7%
行业整体	n.a.	0%	3%

资料来源：魔镜数据，招银国际环球市场

■ 渠道端：平台分化，抖音引领增长

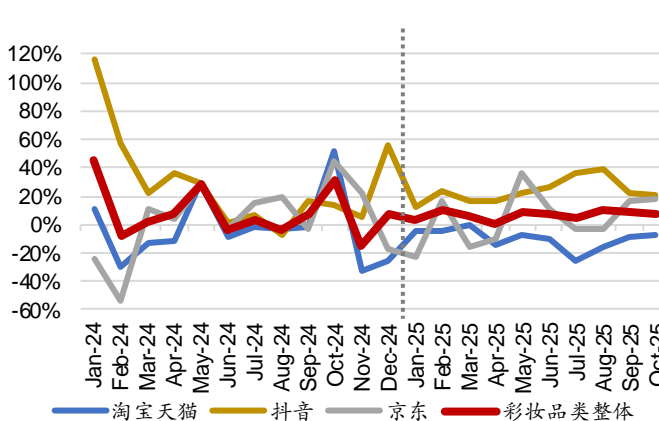
- 1) 抖音平台高增：抖音平台相对领跑行业，核心驱动或为其内容生态与护肤品类的适配性——护肤的成分解析、使用体验等内容更易通过短视频 / 直播形式触达消费者，叠加品牌在抖音渠道的资源倾斜（如专属品、达人种草），支撑流量向 GMV 的转化效率；
- 2) 京东护肤品类增速整体低于行业及其他平台，或源于其用户对美妆品类的消费心智相对偏弱，护肤类在其平台的品类渗透仍处相对初期阶段，需求端扩张动力较其他平台更温和；
- 3) 淘宝天猫平台增速相对承压平台：淘宝天猫护肤、彩妆增速均落于行业下方，或与两方面因素有关：一是平台内护肤及彩妆品类竞争格局已相对成熟，新流量红利边际收窄；二是抖音等新兴渠道的护肤彩妆内容营销分流了部分用户需求。

图 7: 护肤品类 GMV 同比增速-分平台



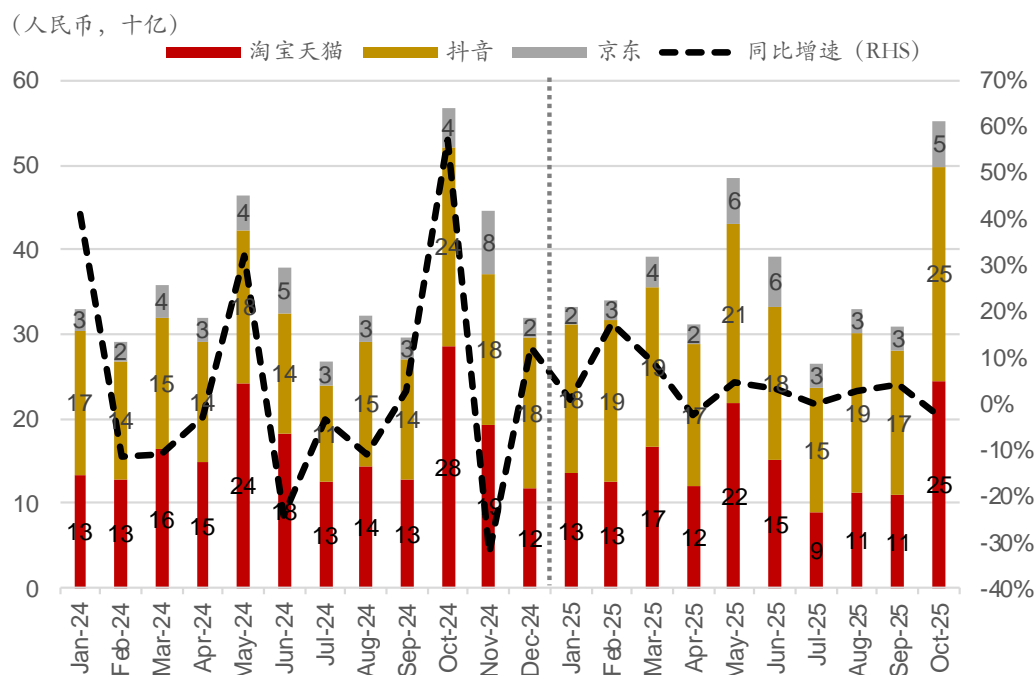
资料来源：魔镜数据，招银国际环球市场

图 8: 彩妆品类 GMV 同比增速-分平台



资料来源：魔镜数据，招银国际环球市场

图 9: 美妆行业线上 GMV



资料来源：魔镜数据，招银国际环球市场

注：数据包含淘宝天猫、抖音、京东三大平台的护肤和彩妆两个品类数据

## ■ 分品牌：国内国际分化

### 1) 国货品牌：高增长梯队依托内容适配突围，部分品牌增速承压

#### 高增长梯队：上海家化、毛戈平、丸美领涨

上海家化、毛戈平 10M25 YoY 增速均达 35%，丸美股份同比增长 28%，为同期国货增速最快的品牌；对应市场份额同步扩张——毛戈平从 2023 年的 0.4% 升至 10M25 的 0.8%，丸美从 0.5% 升至 0.9%。

#### 增速承压梯队：福瑞达、贝泰妮、珀莱雅表现偏弱

福瑞达 10M25 同比增速为 -13%（同期国货增速最慢），贝泰妮同比下滑 8%，珀莱雅增速转负至 -4%；对应市场份额均出现微幅收缩——福瑞达从 2024 年的 1.0% 降至 0.9%，珀莱雅从 2024 年的 3.1% 回落至 2.9%。承压原因主要系前期高基数效应显著（2024 年福瑞达、珀莱雅同比增速均为 29%，贝泰妮为 9%），叠加国货护肤赛道的竞争加剧，同类竞品的产品迭代与渠道资源倾斜，阶段性分流了终端需求，导致 GMV 增速出现回落。

### 2) 国际品牌表现以“规模壁垒下的平稳增长”为主，高端赛道呈现相对韧性：香奈儿

10M25 同比增速达 14%，雅诗兰黛同比增长 12%，为国际品牌中增速较快的标的；雅诗兰黛市场份额从 2023 年的 3.9% 升至 10M25 的 4.3%。主要基于高端美妆需求具备相对韧性，叠加新品周期及渠道精细化运营（如高端百货 + 私域的协同），支撑了 GMV 增速与份额的稳步扩张。



图 10: 美妆品牌市场份额变化

Market share 市场份额					△ change	
Brand	品牌	2023	2024	10M25	2024	10M25
L'Oreal	欧莱雅	7.2%	7.9%	8.2%	0.7%	0.3%
Estee Lauder	雅诗兰黛	3.9%	4.2%	4.3%	0.3%	0.2%
Maogeping	毛戈平	0.4%	0.6%	0.8%	0.2%	0.2%
Chicmax	上美股份	1.1%	2.1%	2.2%	1.0%	0.1%
Marubi	丸美股份	0.5%	0.8%	0.9%	0.3%	0.1%
Shanghai Jahw a	上海家化	0.4%	0.4%	0.5%	0.0%	0.1%
Lancome	兰蔻	2.0%	2.0%	2.0%	0.0%	0.1%
Giant biogene	巨子生物	0.5%	1.0%	1.0%	0.5%	0.0%
Chanel	香奈儿	0.5%	0.5%	0.6%	0.0%	0.0%
Joy Group	橘宜集团	0.5%	0.5%	0.5%	0.0%	0.0%
Shiseido	资生堂	2.4%	2.6%	2.5%	0.2%	-0.1%
Botanee	贝泰妮	0.9%	1.0%	0.9%	0.1%	-0.1%
Proya	珀莱雅	2.4%	3.1%	2.9%	0.7%	-0.1%
Freda	福瑞达	0.8%	1.0%	0.9%	0.2%	-0.1%

资料来源：魔镜数据，招银国际环球市场

图 11: 美妆品牌 GMV 增速

美妆销售（人民币百万元）		GMV (YTD)		YoY	
Company	公司	2024	10M25	2024	10M25
Shanghai Jahw a	上海家化	1,841	1,997	6%	35%
Maogeping	毛戈平	2,556	2,882	57%	35%
Marubi	丸美股份	3,324	3,266	49%	28%
Chanel	香奈儿	2,319	2,070	8%	14%
Chicmax	上美股份	9,161	8,320	89%	14%
Estee Lauder	雅诗兰黛	18,114	16,135	6%	12%
Giant biogene	巨子生物	4,293	3,818	88%	7%
L'Oreal	欧莱雅	34,555	30,387	9%	6%
Lancome	兰蔻	8,669	7,595	-1%	4%
Shiseido	资生堂	11,348	9,458	7%	-3%
Proya	珀莱雅	13,305	10,925	29%	-4%
Joy Group	橘宜集团	2,217	1,719	6%	-6%
Botanee	贝泰妮	4,365	3,394	9%	-8%
Freda Pharmaceutical	福瑞达	4,378	3,175	29%	-13%
Industry	行业整体	435,944	371,134	0%	3%

资料来源：魔镜数据，招银国际环球市场

注：数据包含淘宝天猫、抖音、京东三大平台的护肤和彩妆两个品类数据

## ■ 2026 展望：分化延续，拓品类或为主题

2026 年国内经济环境修复节奏预计相对温和，美妆行业“品牌分化、需求结构性释放”的格局将延续；在此背景下，各品牌或进一步通过品类边界拓展（覆盖洗发护发、个人护理、母婴婴童用品、香水香薰等赛道），依托现有用户心智与渠道资源寻求增长突破。洗发护发、个人护理、母婴婴童用品属于刚需消费场景，香水、香薰则契合“低成本情绪慰藉”的消费趋势，可借助现有美妆内容场景实现用户触达，同时，此类品类均可复用品牌现有的渠道、供应链与用户运营资源，降低拓展成本与风险。整体来看，2026 年美妆品牌的品类拓展将成为分化格局下的重要增长抓手，但拓展效果或取决于“品类与核心心智的协同性”——与品牌现有定位契合度更高的品类，更有望实现规模与份额的同步提升。我们建议关注估值具备吸引力的巨子生物（2367 HK）和颖通控股（6883 HK）

估值

图 12: 估值对比 - 必选消费/美妆/黄金珠宝

公司	证券代码	收盘价	总市值	市盈率 (x)			净利润增速(%)			毛利率 (%)	净利率 (%)	派息比例	股息率			PEG
		(交易币种)	(美元,百万元)	25E	26E	27E	25E	26E	27E	24A	24A	24A	24A	25E	26E	
农夫山泉	9633 HK Equity	48.10	69,498	33.0 x	28.9 x	25.6 x	22.6	14.5	12.8	11.8	58.1	65%	1.7%	2.1%	2.0 x	
东鹏饮料	605499 CH Equity	266.50	19,619	30.5 x	24.1 x	19.8 x	36.9	27.1	21.9	19.4	44.8	53%	1.3%	1.9%	0.9 x	
康师傅控股	322 HK Equity	11.97	8,668	14.5 x	13.6 x	12.6 x	13.0	7.4	7.6	2.6	33.1	100%	5.9%	6.9%	1.8 x	
中国旺旺	151 HK Equity	4.80	7,279	12.3 x	12.6 x	11.9 x	5.2	-3.3	6.5	3.8	46.6	67%	5.0%	5.9%	n.a.	
华润饮料	2460 HK Equity	10.47	3,226	18.7 x	15.1 x	12.8 x	-26.0	24.5	17.6	7.7	47.3	79%	5.8%	2.4%	0.6 x	
统一企业中国	220 HK Equity	8.23	4,567	14.5 x	13.4 x	12.2 x	20.2	8.8	9.0	5.8	32.5	102%	5.9%	6.9%	1.5 x	
承德露露	000848 CH Equity	8.65	1,250	14.8 x	13.4 x	12.1 x	-7.9	10.5	10.3	7.2	40.9	34%	2.3%	3.2%	1.3 x	
李子园	605337 CH Equity	12.34	682	23.7 x	21.6 x	19.9 x	-8.8	9.8	7.6	3.3	39.1	71%	3.5%	4.1%	2.2 x	
卫龙美味	9985 HK Equity	10.78	3,367	16.8 x	14.0 x	12.1 x	32.6	19.9	15.5	14.6	48.1	63%	3.1%	5.1%	0.7 x	
洽洽食品	002557 CH Equity	22.05	1,579	26.3 x	15.5 x	13.6 x	-53.5	75.4	18.4	4.9	28.8	42%	3.6%	2.7%	0.2 x	
盐津铺子	002847 CH Equity	69.77	2,694	23.4 x	19.2 x	16.0 x	27.4	21.7	19.9	15.7	30.7	51%	1.7%	2.5%	0.9 x	
三只松鼠	300783 CH Equity	23.71	1,348	43.6 x	23.3 x	17.1 x	-46.4	86.9	36.2	15.3	24.2	30%	1.3%	0.7%	0.3 x	
劲仔食品	003000 CH Equity	11.77	751	21.5 x	17.4 x	14.8 x	-15.5	23.9	17.3	11.3	30.5	21%	1.2%	2.0%	0.7 x	
中国中免	601888 CH Equity	81.83	23,750	42.9 x	34.3 x	29.7 x	-7.3	24.6	15.8	7.3	30.7	50%	1.5%	1.2%	1.4 x	
中国中免	1880 HK Equity	75.65	23,750	36.2 x	28.4 x	24.8 x	-7.8	27.5	15.0	7.3	30.7	49%	1.7%	1.4%	1.0 x	
巨子生物	2367 HK Equity	38.28	5,267	15.3 x	12.6 x	10.5 x	15.1	15.5	22.6	19.0	82.1	37%	2.1%	3.0%	0.8 x	
毛戈平	1318 HK Equity	88.50	5,573	32.7 x	25.4 x	20.1 x	36.5	29.0	26.2	25.8	84.4	113%	2.7%	1.1%	0.9 x	
上美股份	2145 HK Equity	83.90	4,387	27.4 x	21.6 x	17.5 x	41.6	26.7	23.3	20.5	75.2	65%	1.8%	2.5%	0.8 x	
美丽田园医疗健康	2373 HK Equity	26.20	791	17.2 x	13.9 x	11.6 x	47.2	24.3	18.1	13.5	46.3	20%	0.9%	2.6%	0.6 x	
颖通控股	6883 HK Equity	2.11	368	9.0 x	7.8 x	6.4 x	27.5	14.4	20.8	17.0	50.3	75%	n.a.	7.0%	0.5 x	
珀莱雅	603605 CH Equity	70.20	3,935	16.8 x	15.0 x	13.3 x	5.9	12.2	12.6	10.9	71.4	33%	1.8%	2.1%	1.2 x	
贝泰妮	300957 CH Equity	40.72	2,442	34.4 x	27.5 x	24.2 x	-0.3	25.3	13.7	8.7	73.7	34%	1.4%	1.3%	1.1 x	
丸美股份	603983 CH Equity	34.69	1,969	35.1 x	27.7 x	23.1 x	14.6	26.4	19.5	20.0	73.7	38%	1.0%	1.7%	1.1 x	
上海家化	600315 CH Equity	23.27	2,215	40.1 x	31.6 x	25.9 x	-147.2	26.5	21.4	9.9	57.6	30%	0.6%	0.6%	1.2 x	
若羽臣	003010 CH Equity	35.45	1,561	61.3 x	36.5 x	26.2 x	70.4	72.9	40.9	28.8	44.6	35%	0.5%	0.9%	0.5 x	
润本股份	603193 CH Equity	24.82	1,422	31.1 x	25.4 x	20.9 x	6.0	22.3	21.4	21.5	58.2	27%	0.8%	1.0%	1.1 x	
福瑞达	600223 CH Equity	7.50	1,079	31.1 x	25.9 x	22.1 x	-2.4	19.9	15.0	8.9	52.7	16%	0.5%	1.1%	1.3 x	
水羊股份	300740 CH Equity	20.06	1,108	36.8 x	25.7 x	20.2 x	90.3	45.7	26.9	10.4	63.0	16%	0.4%	0.6%	0.6 x	
老铺黄金	6181 HK Equity	678.50	15,375	21.7 x	15.9 x	12.7 x	231.6	35.9	25.4	23.4	41.2	23%	0.3%	3.0%	0.4 x	
周大福	1929 HK Equity	13.82	17,515	16.3 x	14.3 x	12.8 x	42.6	13.9	12.2	4.9	29.5	84%	3.4%	5.1%	1.0 x	
周六福	6168 HK Equity	40.68	2,303	19.4 x	17.1 x	15.2 x	13.3	13.4	12.6	11.5	25.9	30%	n.a.	1.4%	1.3 x	
六福珠宝	590 HK Equity	26.10	1,969	12.7 x	9.8 x	8.7 x	-22.5	39.9	11.5	11.0	27.2	46%	5.5%	4.0%	0.2 x	
周生生	116 HK Equity	12.09	1,043	5.8 x	5.5 x	5.0 x	89.9	3.7	12.1	4.4	28.3	40%	3.4%	6.5%	1.5 x	
老凤祥	600612 CH Equity	44.70	2,723	14.0 x	12.5 x	11.7 x	-14.4	11.3	7.0	5.1	8.9	43%	3.7%	3.4%	1.1 x	
周大生	002867 CH Equity	12.58	1,933	12.3 x	11.1 x	10.1 x	10.1	11.3	9.6	9.6	20.8	58%	4.6%	6.1%	1.0 x	
潮宏基	002345 CH Equity	13.18	1,658	24.3 x	18.6 x	15.5 x	148.7	30.9	19.9	16.0	23.6	66%	2.1%	2.3%	0.6 x	
菜绅通灵	603900 CH Equity	8.92	433	33.0 x	22.5 x	15.6 x	-150.1	47.7	43.0	22.7	33.2	n.a.	n.a.	n.a.	0.5 x	
均值				28.6 x	23.5 x	20.3 x	28.5	20.8	15.8	11.8	45.9	59%	2.1%	2.7%	1.3 x	

资料来源：公司资料，万得，招银国际环球市场预估（截至 2025 年 12 月 4 日）

## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场或其关联机构曾在过去 12 个月内与本报内所提及发行人有投资银行业务的关系。

### 招银国际环球市场投资评级

**买入**：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%  
**持有**：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间  
**卖出**：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%  
**未评级**：招银国际证券并未给予投资评级

### 招银国际环球市场行业投资评级

**优于大市**：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标  
**同步大市**：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若  
**落后大市**：行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

### 招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律責任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决策。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订)规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。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。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。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。