

产业链出海制造确定性，先锋行业恢复创造弹性

——可选消费行业2026年投资策略

报告日期：2025-12-02

研究部

姓名：冯浩

SFC：BUQ780

电话：755-2151 9167

Email: fenghao@gyzq.com.hk

1、2025年回顾：宏观数据

2、2025年回顾：板块行情

3、2026年投资策略

3.1 可选消费板块投资逻辑：产业链出海和领先性复苏

3.2 策略一：产业链出海东南亚提速，订单激涌纺造供不应求

3.3 策略二：终端消费环境趋稳，关注奢侈品行业领先恢复

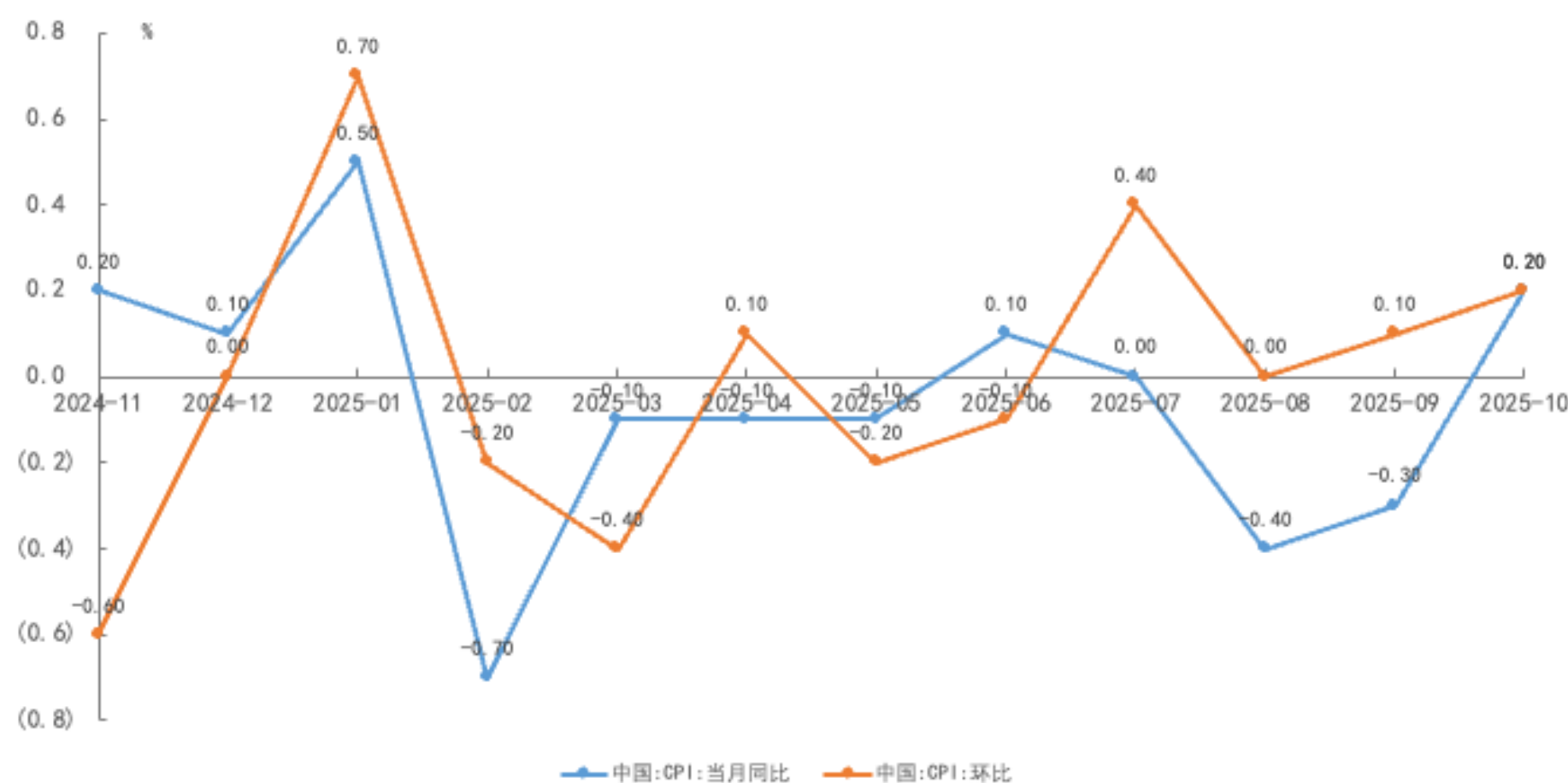
4、推荐关注标的

5、风险提示

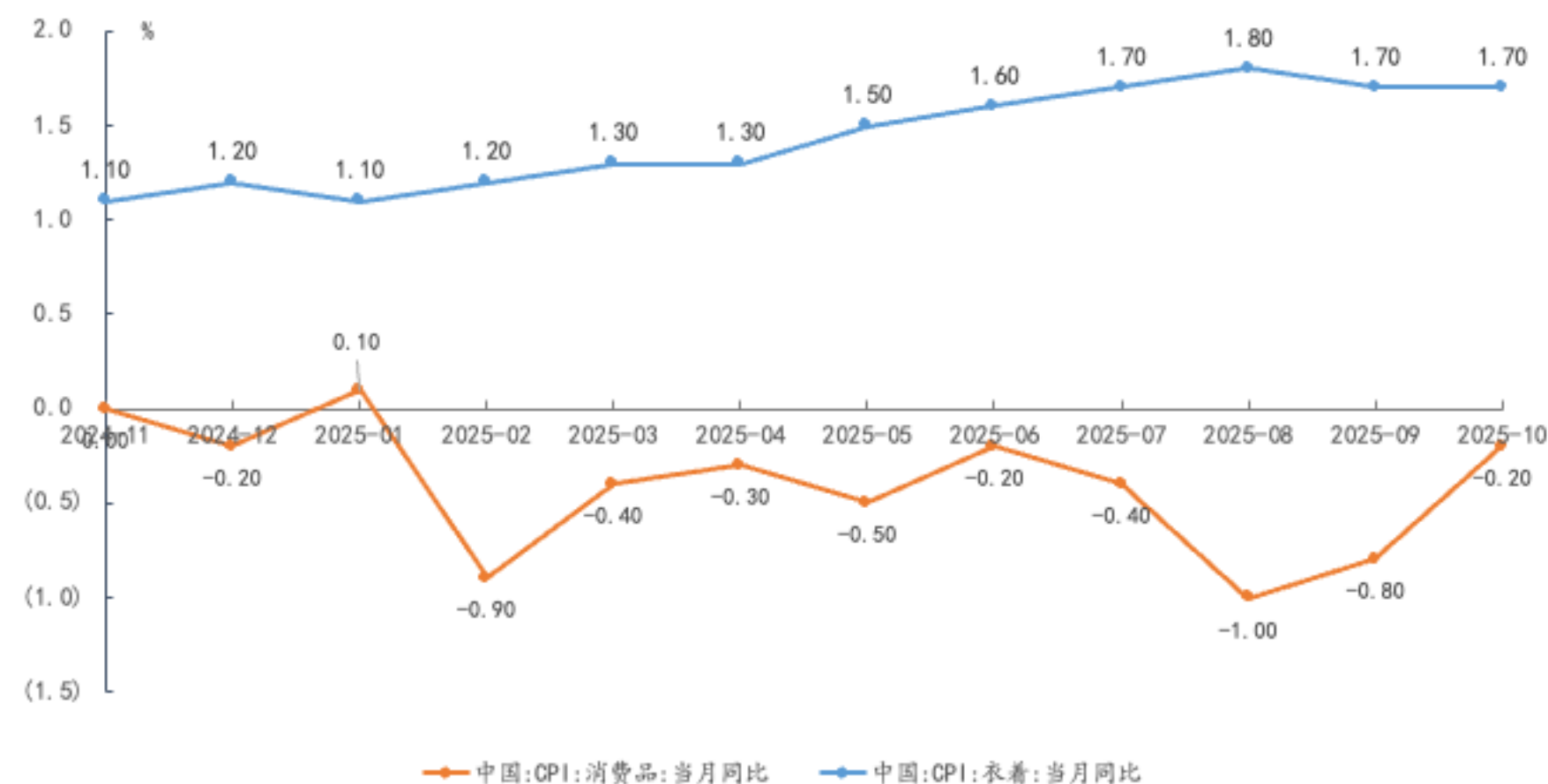
1.1 宏观数据：2025年CPI未见明显恢复信号

- 根据国家统计局数据，中国居民消费价格指数（CPI）于2025年1-10月平均同比下降0.1%。从月度数据来看，本年度CPI指数同比增速呈波动态势，仅在1、6、10月实现小幅正增长，其他月份小幅下跌或持平；环比增速方面，于三季度7月起呈温和恢复态势。总体来看，2025年CPI未见明显恢复信号。
- 根据国家统计局数据，CPI成分中消费品分类全年基本为负面拉动项，仅1月实现同比0.1%的小幅正增长，但8-10月数据有恢复持平趋势。总体来看，2025年消费品价格尚未走出通缩阶段，仍处于调整区间。CPI成分中的衣着品类是平稳的正向拉动项，且全年增长有加速趋势，由1月的+1.1%提升至8月的+1.8%随后保持平稳，这可能和去年平台促销力度加大有关。

2024-11至2025-10中国 CPI 同比、环比增速数据



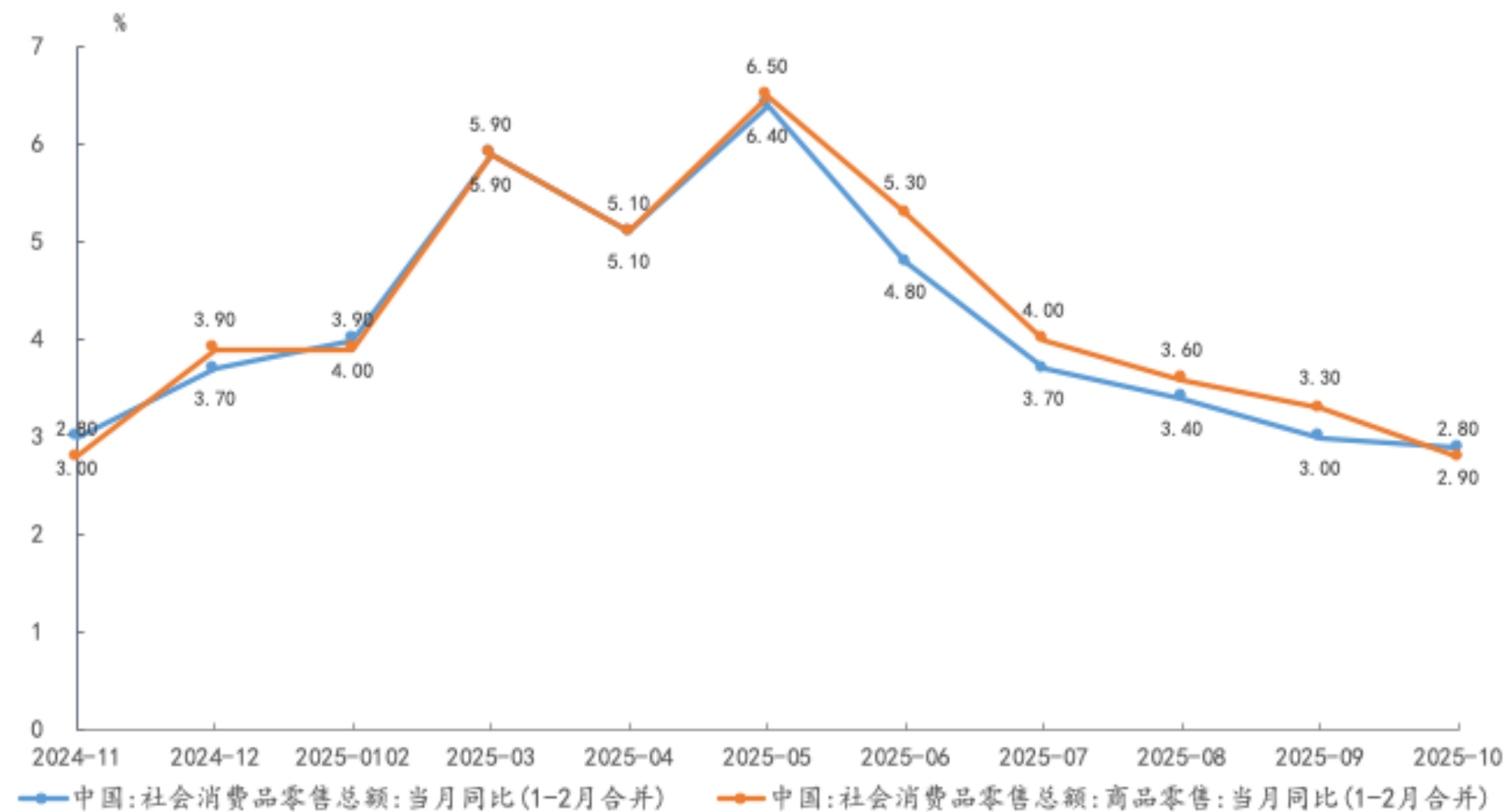
2024-11至2025-10中国 CPI 中消费品、衣着同比数据



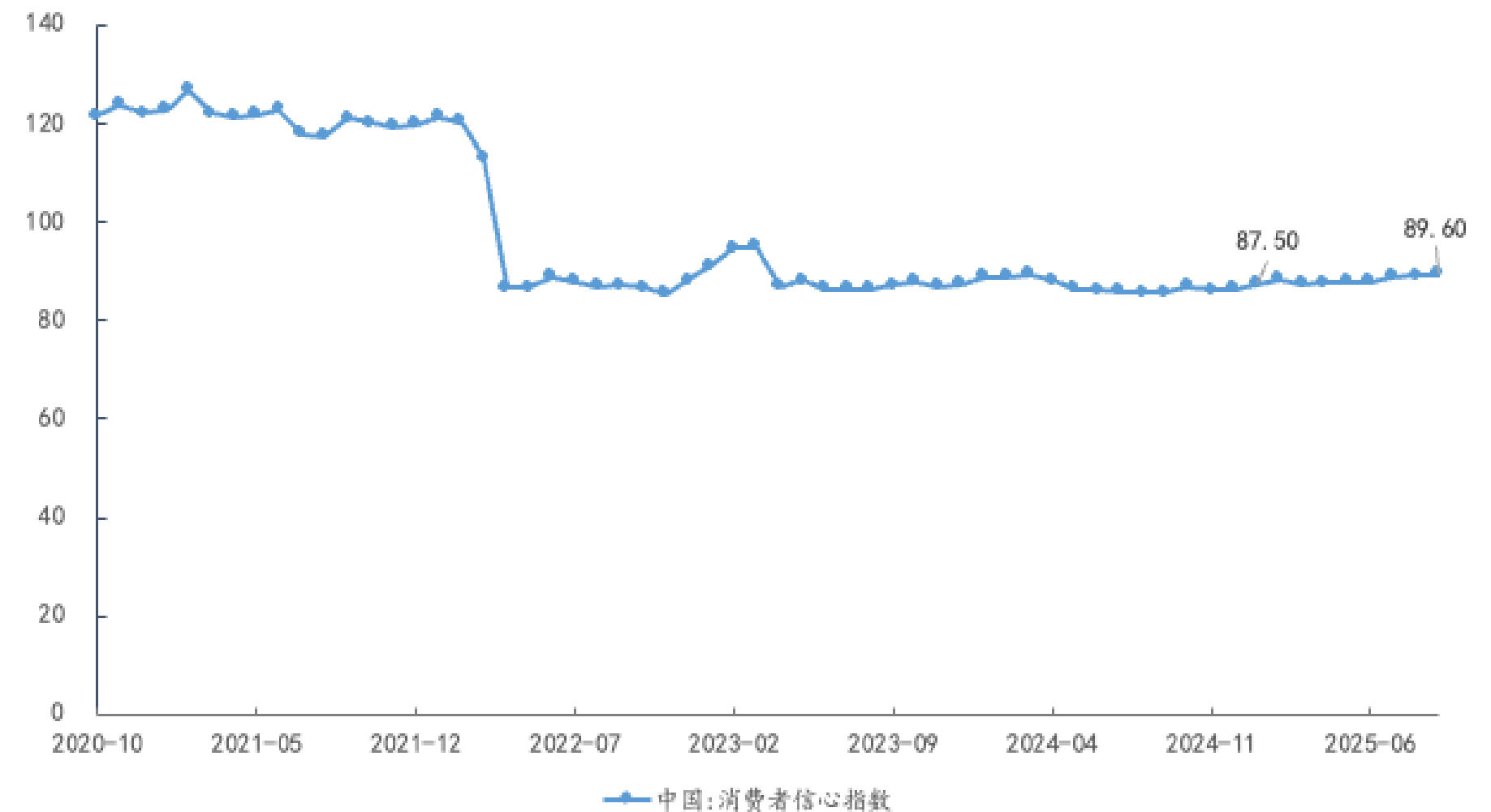
1.2 宏观数据：社零消费增速年初提升后放缓

- 根据国家统计局数据，社会消费品零售、社零中商品零售同比增速于1-5月提高，但于6-10月回落，两者保持一致趋势。5月社零同比增速和社零中商零售同比增速达到6.4%和6.5%，但到10月增速回落至+2.9%和+2.8%。2025年1-5月社零增速提升可能和消费“国补”的推广有关，6-10月社零增速下降可能和消费“国补”力度减弱以及中美关税影响有关。
- 根据国家统计局数据，消费者信心指数今年来基本无波动，趋势小幅提升，从年初的 87.5缓慢增长至9月的89.6，总体仍在荣枯线以下。

2024-11至2025-10中国社会消费品零售同比、社零：商品零售同比数据



2020-10至2025-09中国消费者信心指数



1、2025年回顾：宏观数据

2、2025年回顾：板块行情

3、2026年投资策略

3.1 可选消费板块投资逻辑：产业链出海和领先性复苏

3.2 策略一：产业链出海东南亚提速，订单激涌纺造供不应求

3.3 策略二：终端消费环境趋稳，关注奢侈品行业领先恢复

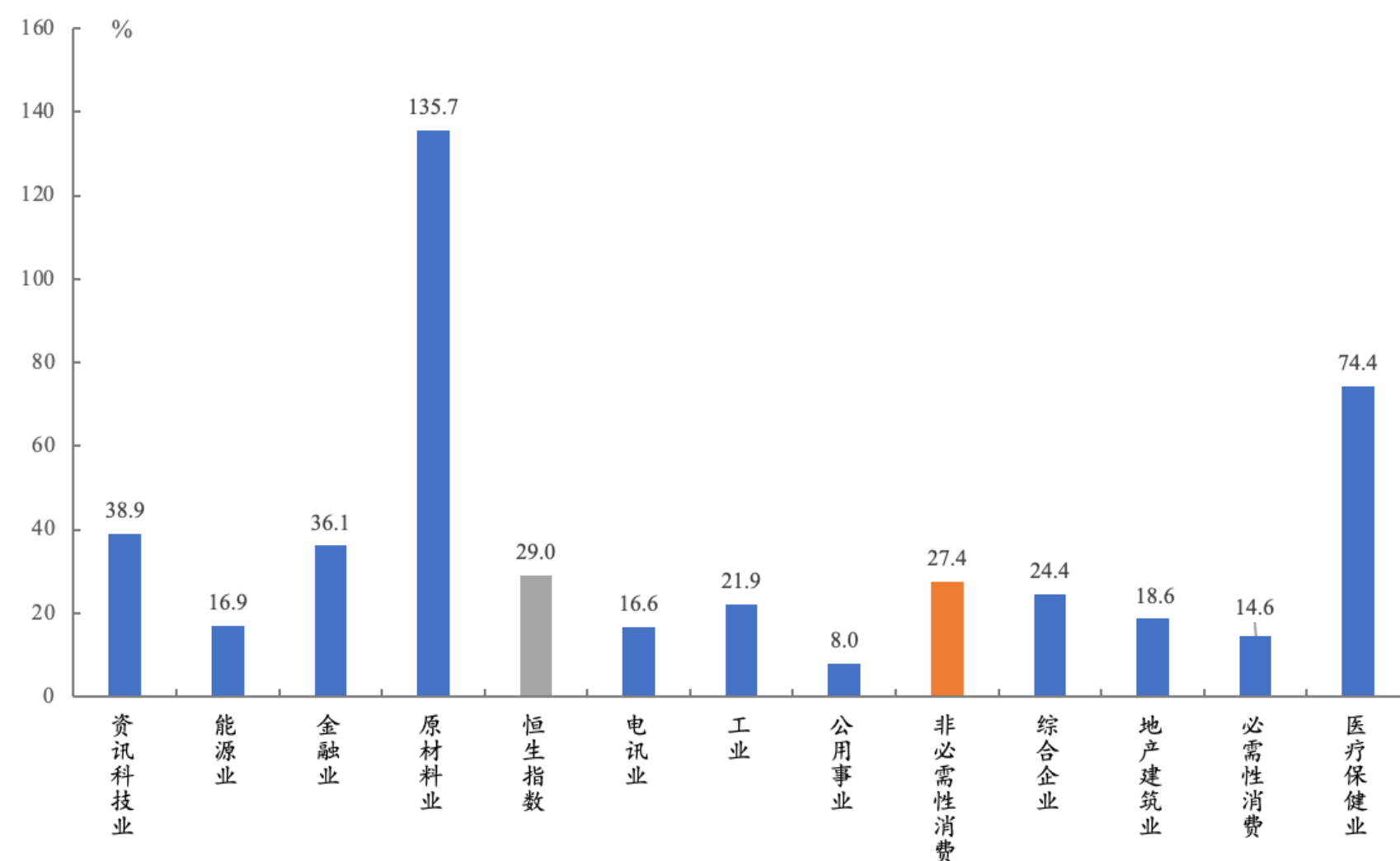
4、推荐关注标的

5、风险提示

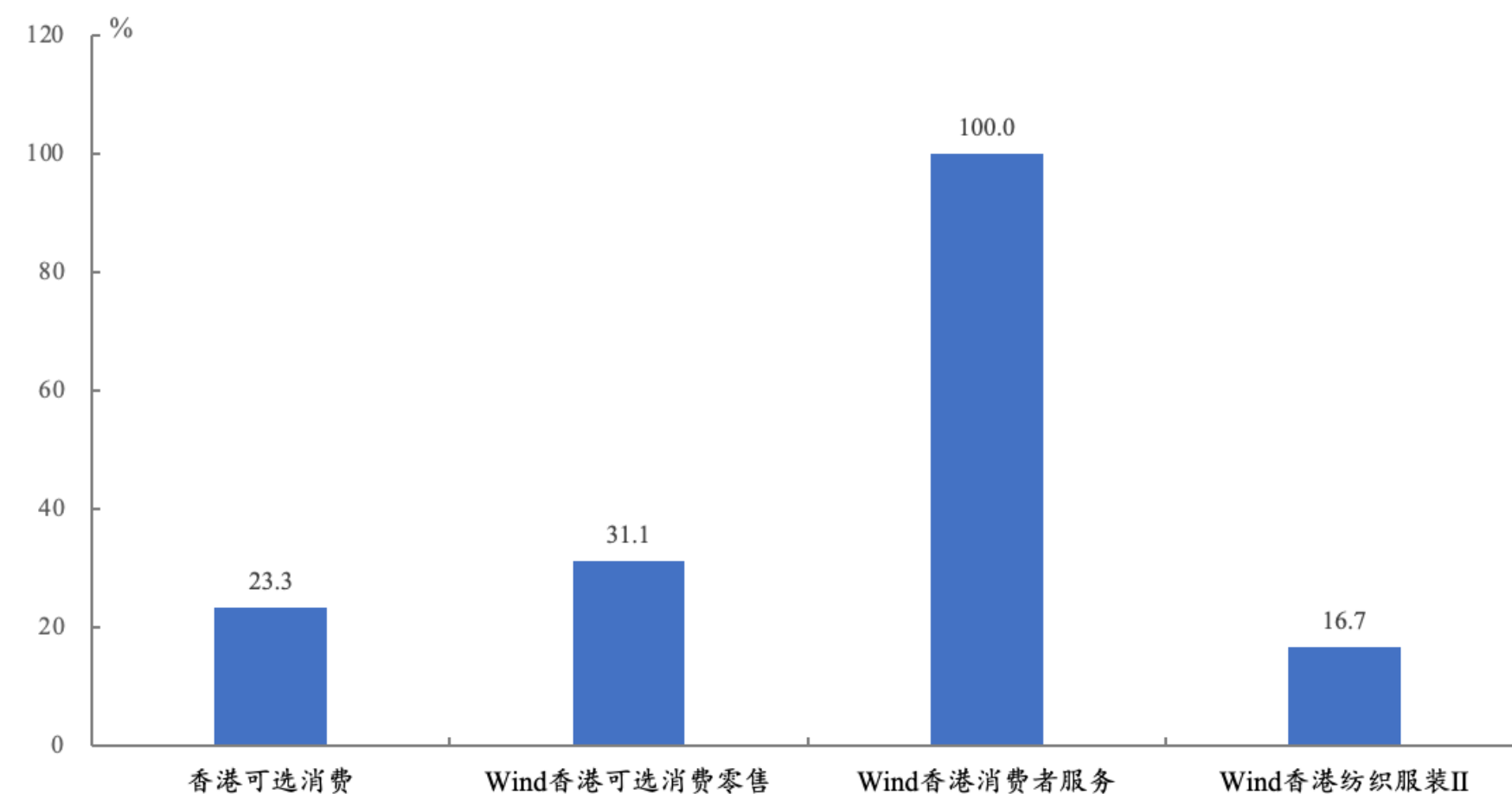
2.1 板块行情：可选消费跑输市场

- 今年以来，截至2024年11月28日，恒生指数累计上涨29.0%，其中非必须性消费行业指数上涨27.4%，跑输恒指1.6个百分点，已连续两年跑输恒生指数，涨幅于恒生指数12大行业指数中排名第5。消费行业指数总体表现不及市场平均水平，主要是宏观消费及社服零售环境尚未出现明显恢复信号。
- 可选消费板块中子行业表现：万得消费者服务、可选消费零售行业表现优异，2025年上涨100.0%，可选消费零售板块同样跑赢恒指。但可选消费行业指数和纺织服装行业年度分别上涨23.3%、16.7%，跑输恒指和板块整体。我们认为，这与当前大部分上市的消费企业属于受大环境影响的“传统消费”，但消费大环境仍处于恢复周期有关。

年初至今，非必选消费板块涨幅为27.4%



零售和消费者服务表现优异，纺织服装板块跑输指数



2.2 股票行情：低估值、新消费代表公司表现优异

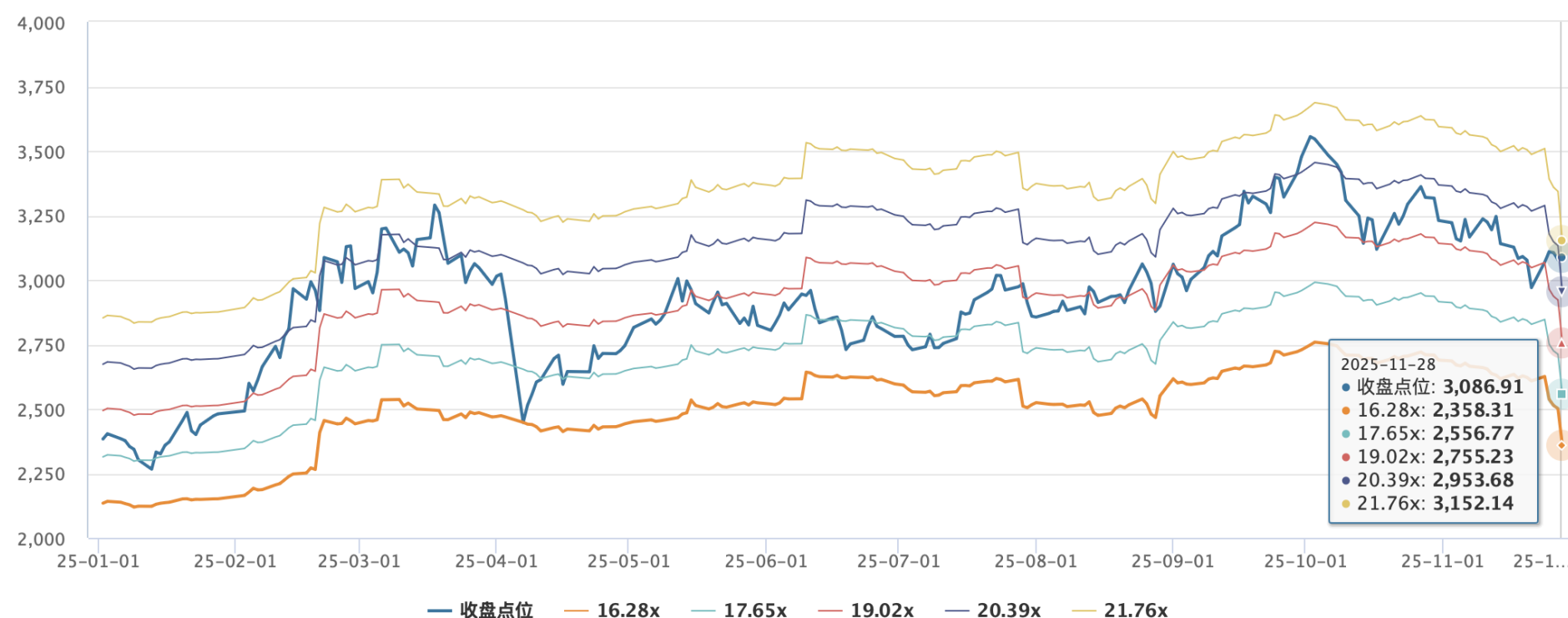
- 2025年公司股价表现：未呈现出具体行业跑赢/跑输的现象，而是低估值和代表新消费品类的公司表现尤为突出。【1】低估值：361度（1361.HK）、南旋控股（1982.HK）、利华集团控股（1346.HK）、晶苑国际（2232.HK）、德永佳集团（321.HK）
- 【2】新消费相关：康耐特光学（2276.HK）、德林国际（1126.HK）

板块	公司名称	代码	收盘价 2025/11/28	市值（百万港元）	PE(TTM)	PE（2025E）	近12个月股息率（%）	2025年初至今涨跌幅（%）
运动品牌	安踏体育	2020.HK	84.9	238,192	14.6	14.4	3.0	12.0
	361度	1361.HK	6.0	12,406	9.3	7.8	5.1	49.8
	特步国际	1368.HK	5.6	15,770	10.3	9.4	4.8	4.3
	李宁	2331.HK	17.4	44,872	14.6	14.7	3.4	9.2
	平均值			77,810	12.2	11.6	4.1	18.8
运动分销商	宝胜国际	3813.HK	0.5	2,423	6.9	4.5	9.5	-0.7
	滔搏	6110.HK	3.4	21,332	16.2	14.9	8.8	21.2
	平均值			11,878	11.6	9.7	9.1	10.2
服装品牌	江南布衣	3306.HK	19.8	10,245	10.5	10.0	7.0	22.3
	赢家时尚	3709.HK	8.2	5,818	11.1	8.3	4.6	-0.3
	波司登	3998.HK	5.0	57,684	14.7	13.3	5.6	33.8
	非凡领越	0933.HK	0.7	6,577	-3,837.3	-	0.0	8.2
	普拉达	1913.HK	46.1	117,911	15.2	13.4	3.1	-21.0
	都市丽人	2298.HK	0.3	709	6.4	-	1.6	24.0
	佐丹奴国际	0709.HK	1.5	2,457	11.3	-	8.9	-1.2
	中国利郎	1234.HK	3.4	4,083	8.8	6.8	8.2	-4.7
	平均值			25,685	11.1	10.4	4.9	7.6
其他消费品	康耐特光学	2276.HK	48.7	23,372	43.3	31.9	0.7	97.3
	大行科工	2543.HK	41.5	1,362	18.9	9.2	0.0	-27.0
	新秀丽	1910.HK	19.2	28,154	12.0	11.5	4.4	-11.0
	艾德韦宜集团	9919.HK	1.0	760	8.2	-	9.1	30.2
	平均值			13,412	20.6	17.6	4	14.4
家具	敏华控股	1999.HK	4.8	18,498	8.9	8.5	5.7	2.0
轻工制造	维珍妮	2199.HK	2.2	2,693	10.3	12.2	3.1	4.3
	超盈国际控股	2111.HK	3.4	3,483	5.9	5.3	8.5	21.4
	申洲国际	2313.HK	69.3	104,098	14.6	12.9	3.8	17.0
	裕元集团	0551.HK	16.5	26,395	10.0	8.3	7.9	5.6
	九兴控股	1836.HK	16.4	13,735	11.1	10.1	9.6	10.5
	互太纺织	1382.HK	1.3	1,751	10.4	-	9.6	-15.9
	南旋控股	1982.HK	1.2	2,735	7.2	-	9.4	45.6
	德林国际	1126.HK	8.7	5,895	7.7	7.1	7.5	89.9
	利华控股集团	1346.HK	1.5	978	6.8	-	6.5	92.9
	晶苑国际	2232.HK	7.5	21,368	12.7	10.4	5.4	84.6
	鹰美	2368.HK	3.7	2,124	8.9	-	7.6	-3.6
	德永佳集团	0321.HK	1.2	1,644	13.0	-	8.4	66.1
	天虹国际集团	2678.HK	4.5	4,131	5.4	4.9	2.2	16.1
	百宏实业	2299.HK	5.0	10,499	12.0	-	0.0	11.7
	平均值			14,395	9.7	8.9	6.4	31.9
恒生指数			HSI.HI	25,858.9	11.9	-	3.0	28.9
恒生综合行业指数-非必需性消费			HSCICD.HI	3,086.9	21.3	-	2.0	27.4

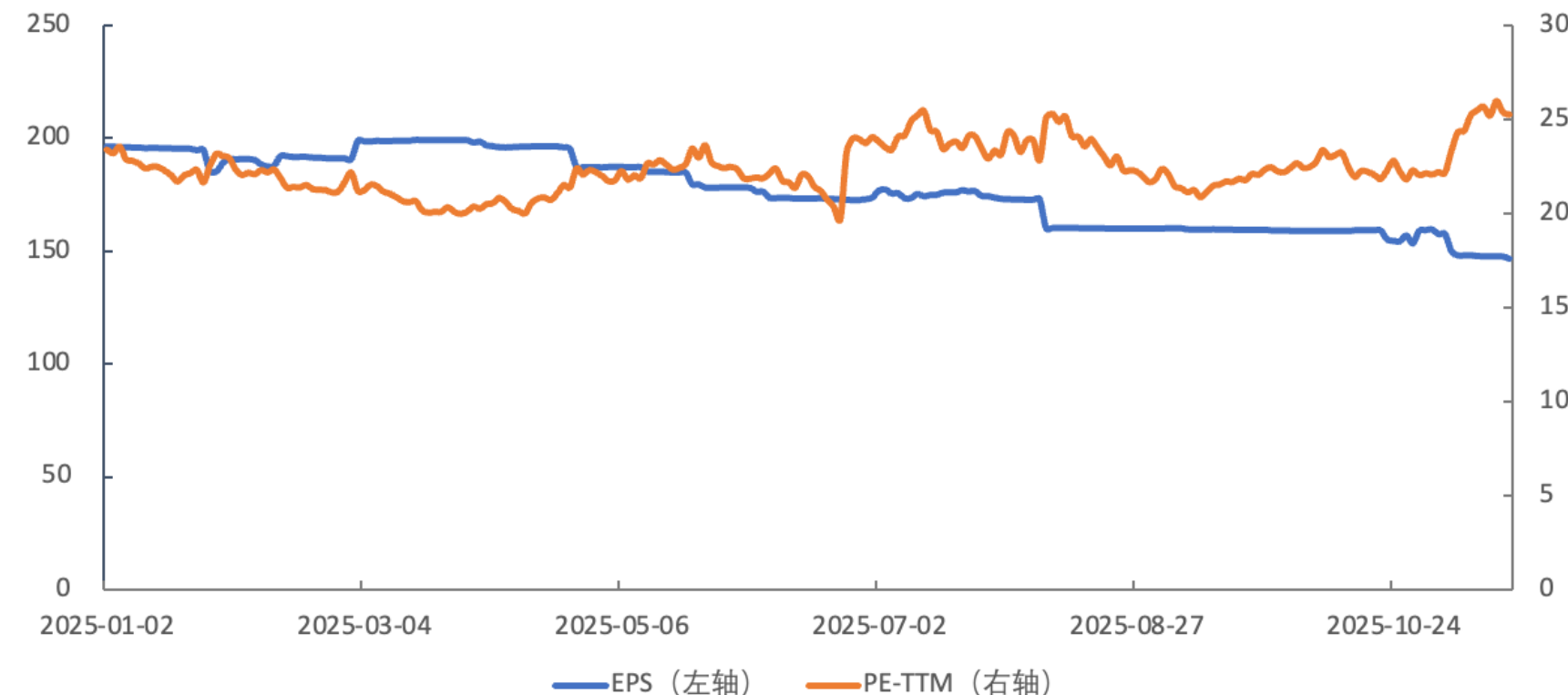
2.3 板块估值：可选消费估值随大盘上升，但EPS有所下降

- 板块估值：根据WIND，市盈率水平上，截至2025年11月28日，港股非必须性消费指数估值为21.3倍PE（TTM），位于过去十年行业指数市盈率的37.3%分位点，相较2024年底的18.7倍增长13.9%，但仍处于历史低位。
- 2025年万得香港可选消费（887104.WI）指数估值整体变化较小，由年初的23.4倍小幅抬升至年末的25倍左右。但受到经济环境的影响，EPS年内下降约25.2%。

2025年 恒生非必选消费PE（TTM） Band



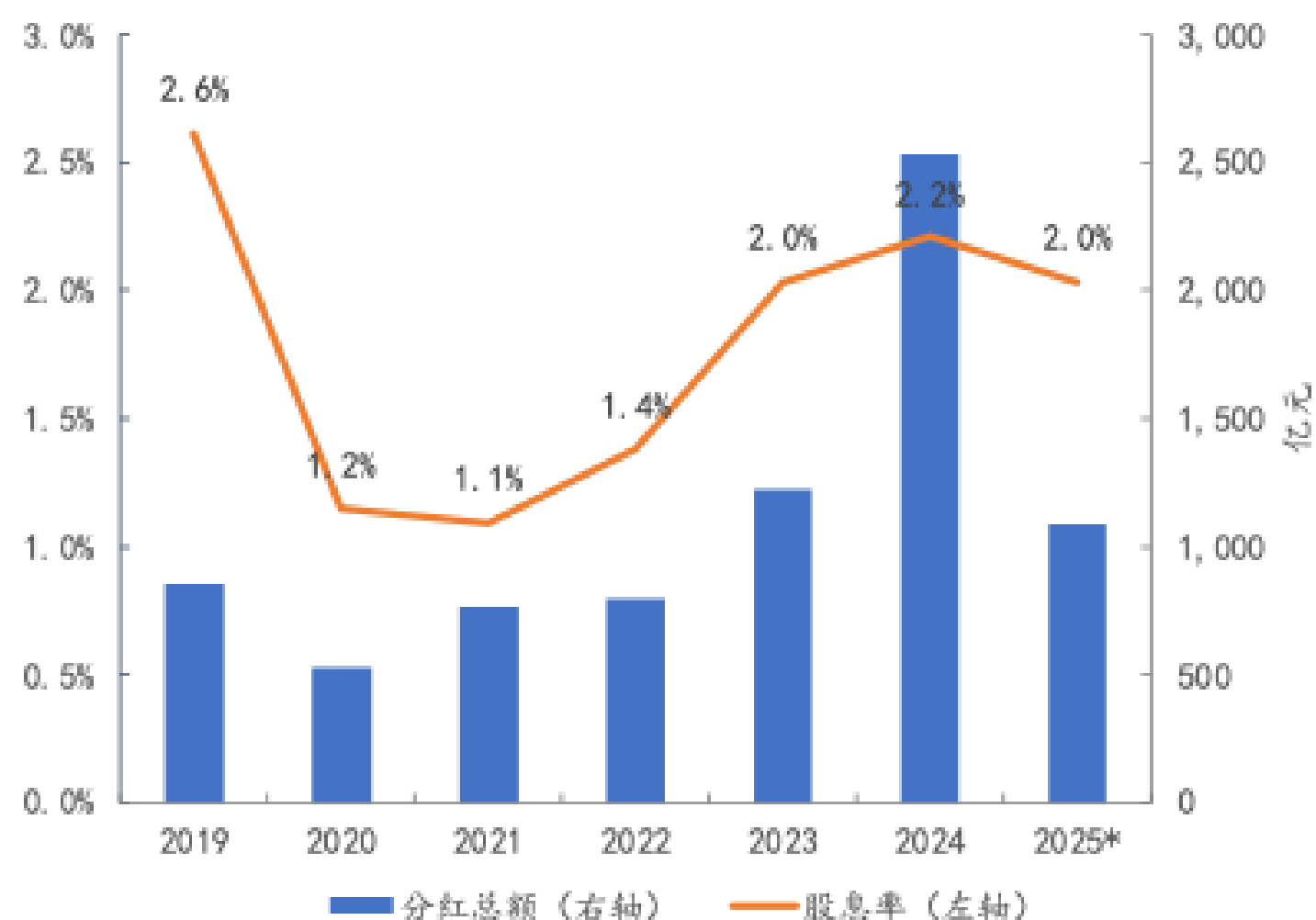
2025年 香港可选消费(887104.WI) PE、EPS



2.4 分红股息：行业分红提升，高股息公司仍丰富

- 根据WIND数据，截至2025-11的过去12个月，恒生非必选消费指数股息率为2.0%【5月1日切换分红年度计算，因此2025*数据未含末期分红等】。2024财政年度指数分红总额为2532.41亿元，同比增长106.7%，平均分红比率为47.0%。
- 公司股息率：选取部分高股息公司统计，其中股息率最高的是九兴控股（1836.HK）和互太纺织（1382.HK）为9.6%，分红比率最高的是滔搏（6110.HK）和德永佳集团（321.HK）分别为133%、119%，2025年涨幅最高的是利华控股集团（1346.HK）和德林国际（1126.HK）分别为92.9%、89.9%。

截至2025-11恒生非必选消费分红和股息率



*5月1日切换分红年度，股息率为截至2025-11的过去12个月数据

部分高股息率公司截止2025-11的近12个月分红、股息、涨跌幅

公司名称	代码	板块	近12个月股息率 (%)	年度现金分红比例 (最近一个财年)	2025年初至今涨跌幅 (%)
九兴控股	1836.HK	代工制造	9.6	106.0%	10.5
互太纺织	1382.HK	代工制造	9.6	99.8%	-15.9
宝胜国际	3813.HK	运动分销商	9.5	59.3%	-0.7
南骏控股	1982.HK	代工制造	9.4	75.2%	45.6
艾德韦宝集团	9919.HK	服装品牌	9.1	77.6%	30.2
佐丹奴国际	0709.HK	服装品牌	8.9	104.8%	-1.2
滔搏	6110.HK	运动分销商	8.8	133.1%	21.2
超盈国际控股	2111.HK	代工制造	8.5	50.0%	21.4
德永佳集团	0321.HK	代工制造	8.4	119.0%	66.1
中国利郎	1234.HK	服装品牌	8.2	71.6%	-4.7
裕元集团	0551.HK	代工制造	7.9	68.0%	5.6
德林国际	1126.HK	服装品牌	7.5	55.0%	89.9
江南布衣	3306.HK	服装品牌	7.0	73.4%	22.3
利华控股集团	1346.HK	服装品牌	6.5	48.0%	92.9

1、2025年回顾：宏观数据

2、2025年回顾：板块行情

3、2026年投资策略

3.1 可选消费板块投资逻辑：产业链出海和领先性复苏

3.2 策略一：产业链出海东南亚提速，订单激涌纺造供不应求

3.3 策略二：终端消费环境趋稳，关注奢侈品行业领先恢复

4、推荐关注标的

5、风险提示

3.1 HK2026可选消费投资策略：产业链出海和领先性复苏

➤ 2026年可选消费投资策略逻辑：产业链转移带动的确定性 + 关注领先性品牌复苏的弹性

2025 年宏观消费数据表现依旧平淡，居民消费意愿仍处于缓慢复苏阶段；社会消费逻辑发生明显转变，性价比消费模式成为主流，情绪驱动的新消费赛道与品牌成为短期爆点。同时，国家补贴对电器、电子消费品的消费拉动效果显著，这表明居民的消费意愿与需求依然具备激发潜力。

展望 2026 年，宏观消费层面依旧处于 “L 型” 筑底后的温和恢复期，消费意愿释放存在滞后性，宏观消费增长仍存不确定性。在宏观消费数据出现实质性反弹前，港股可选消费行业仍将维持以基本面为核心的逻辑。因此我们认为，2026 年可选消费板块的投资应以【确定性】为核心，同时聚焦具备弹性的【国际品牌复苏】、【新消费品类】等结构性机会。

• 纺织服装上游

逻辑锚点：中国制造产业链出海、高分红安全垫、头部公司集中度提升。

近年来，中国本土制造业向 “高端化、智能化” 转型，同时在东南亚、墨西哥等区域布局终端产品的 “最后一公里” 产能；随着原 “转运型” 产地的发展与配套成熟，产业链出海正从原先的 “末端” 环节向 “全链条” 转移。在此背景下，我们关注到纺织服装上游行业向东南亚转移的趋势逐步清晰，且此类企业多保持稳定持续的高分红派息，具备坚实的投资安全垫，因此值得重点关注。

• 国际品牌和奢侈品

逻辑锚点：关注国际品牌对消费变化调整后的弹性机会。

随着全球（尤其是中国）消费者消费行为的变化，国际大品牌普遍面临产品老化、创新不足的问题，拖累业绩增速，行业估值已回落至历史低位。但此类品牌企业采用轻资产运营模式，其运营调整与业绩反弹的效率和速度或超预期。因此，我们关注港股中具备该特征的企业反弹机会。

1、2025年回顾：宏观数据

2、2025年回顾：板块行情

3、2026年投资策略

3.1 可选消费板块投资逻辑：产业链出海和领先性复苏

3.2 策略一：产业链出海东南亚提速，订单激涌纺造供不应求

3.3 策略二：终端消费环境趋稳，关注奢侈品行业领先恢复

4、推荐关注标的

5、风险提示

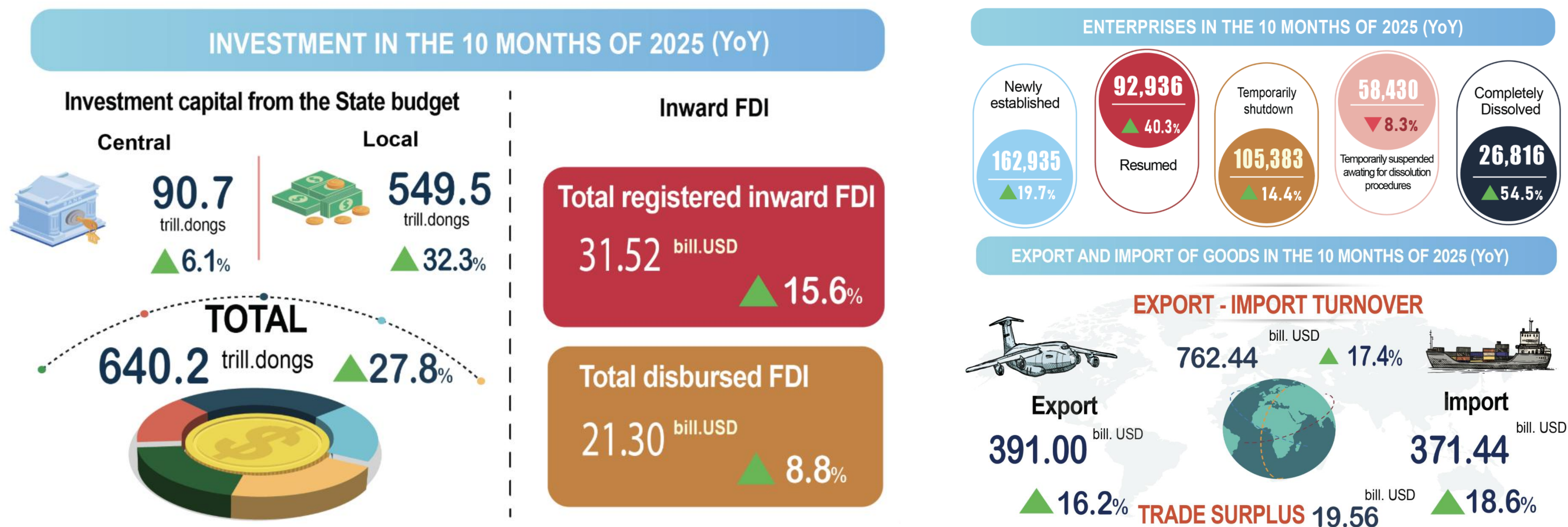
3.2.1 产业链出海东南亚提速：越南2025投资和进出口激增

➤ 部分制造业产业链加速向越南出海

根据越南统计局数据，2025年1-10月FDI注册资金达到315.2亿美元，同比增长15.6%，实际到位FDI资金达到213.0亿美元，同比增长8.8%，创下五年新高。其中来自中国大陆投资额31.2亿美元，占比22.8%，仅次于新加坡的26.7%；FDI中，加工制造业实际到位资金总额最高，达176.8亿美元，占外资总额的83%；

2025年1-10月，越南新注册企业数量增长19.7%，进出口总额累计增长17.4%，其中出口累计增长16.2%，进口累计增长18.6%。

2025年1-10月越南FDI、企业注册、进出口累计数据



3.2.2 中国和东南亚纺织：2025关税的跟踪、复盘和理解

2025关税事件回顾，对产业链的影响和市场的反馈。2025年4月美国向中国及全球地区加征超预期额度的关税，造成了对中国及东南亚纺织服装供应链的稳定性以及对美国终端消费需求的市场恐慌。以下是我们根据关税前后事件的观察、跟踪，并结合与产业链上市公司交流后的梳理和理解。

➤ 【2025年1-4月】加征关税前：仅预期对中国加征高额关税

- 产业链：纺织供应链向东南亚转移，核心因素为人力成本差异，关税加速了供应链以及品牌订单的转移速度。
- 市场预期：对中国大陆加征关税，加速产业链和订单转移速度。

➤ 【2025年4-7月】宣布加征关税：美国超预期对东南亚加征了高额关税

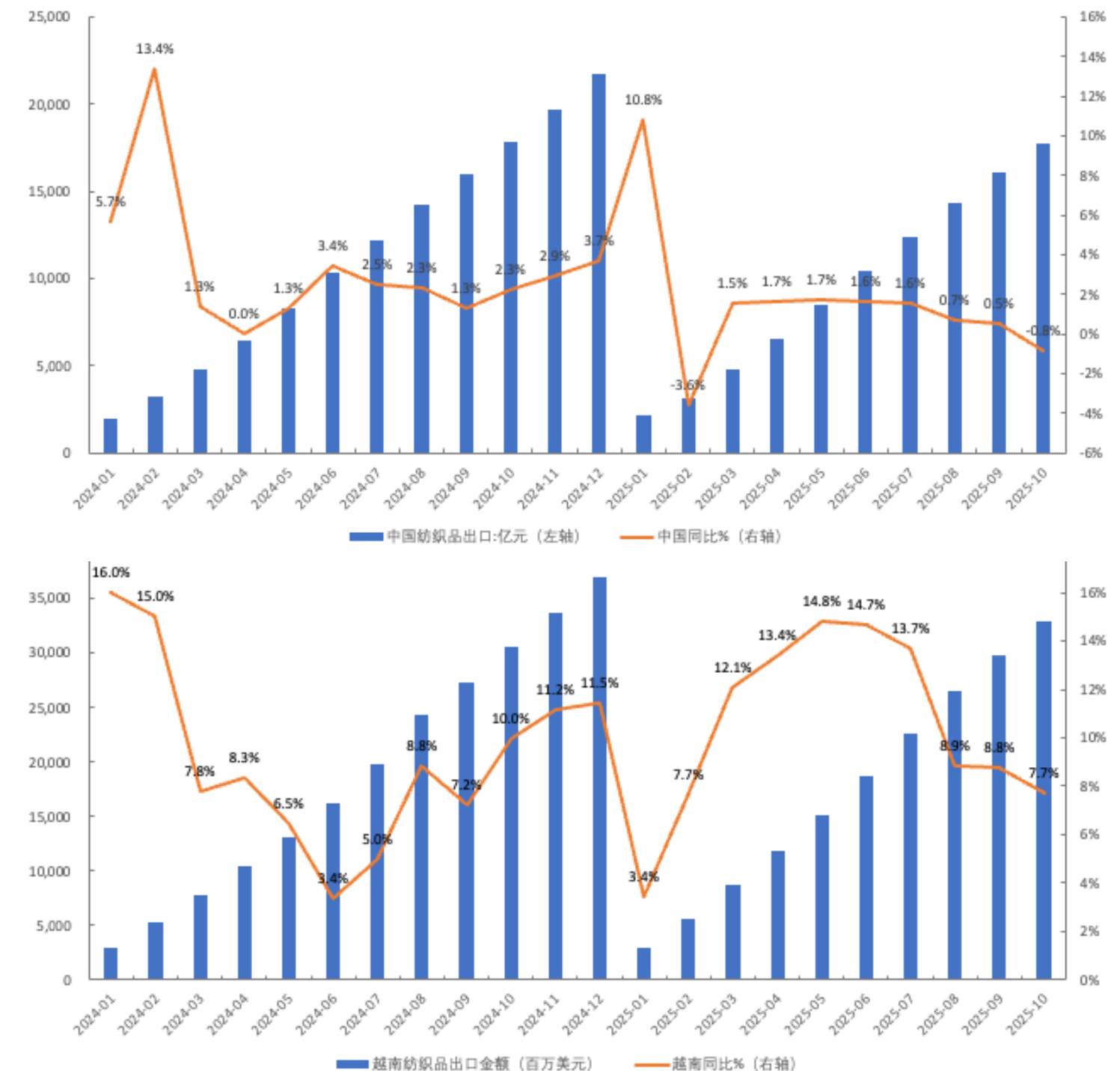
- 产业链：窗口期内代工链出现“抢出口”，最大程度减少关税额外成本，而窗口期外下单迟滞谨慎，以观察关税走向。
- 市场预期：关税最终由消费者承担，市场担心抑制消费进而导致需求下降，同时担心供应链承担关税成本，恶化盈利能力。

➤ 【2025年8-11月】东南亚关税稳定在约20%，中美新增关税暂停一年

- 产业链：纺织上游供应链也加速向东南亚转移，同时品牌订单以更快的速度转移，部分产业节点出现供不应求情况。
- 市场预期：市场仍然担心行业盈利能力和需求受关税影响，但有所缓解，但对行业的增长前景保守。

从纺织服装行业2025年中越的出口数据来看，越南的纺织品出口保持快速增长且增速提升明显而中国纺织品出口增速同比下降至约持平状态。

2024-2025年10月中国及越南纺织品出口累计金额及同比增速



3.2.3 中国和东南亚纺织：供应链的核心被供需方撬动

➤ 品牌方：短期将“订单由中国向东南亚迁移”的方式控制关税等成本、调解供应链风险

大型国际品牌的供应商数量在疫情期间经历过一轮萎缩，供应链集中度有所提升，且重心加速向东南亚地区转移；叠加关税因素影响后，品牌方将进一步加速把涉及国际供应链的部分订单转移至中国大陆以外地区，我们预计未来供应链集中度有望持续提升。

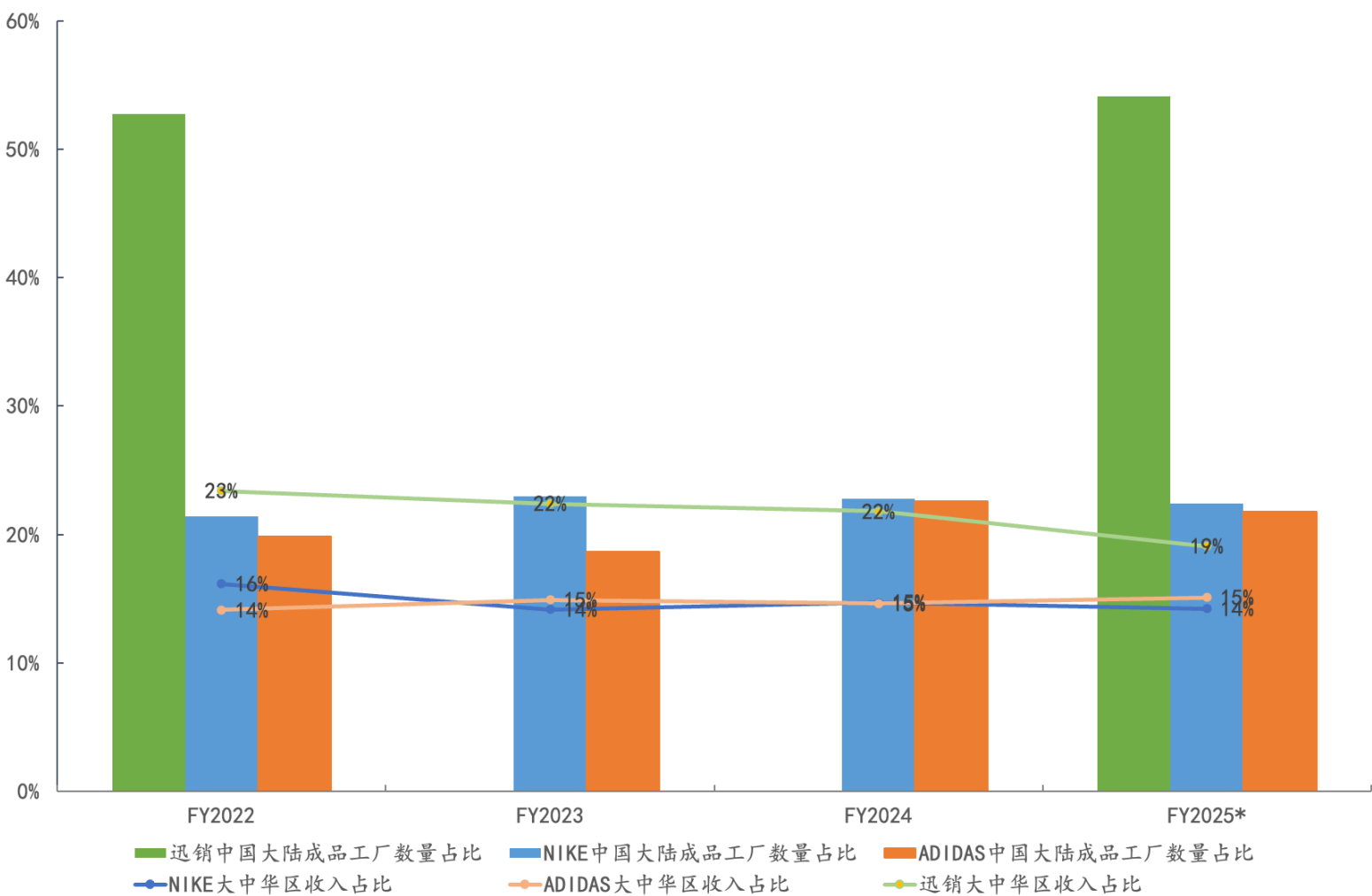
我们认为，短期国际品牌出于成本控制的考量，仍会持续将订单转移至东南亚，这可能导致当地产能出现供不应求的局面。

➤ 供应方：中长期通过“供应链由中国向东南亚迁移”的方式管控成本、满足客户需求

纺织产业链末端（即“缝制”环节）早期便因降低成本结构中【人力】成本而启动转移；随着行业发展，当前以越南为代表的东南亚国家在【物流效率、劳工素质、基础设施】等配套逐步成熟，因此纺织产业链开始向东南亚实现全链条转变，覆盖上游原材料、中游面料、下游制衣制鞋环节。

我们认为，目前中游面料环节尚处于转移初期，渗透率有望持续提升；且受关税等因素催化，其转移速率或将进一步加快。

国际服装品牌中国大陆成品工厂占比和大中华区收入占比



*各上市公司2025财年数据，ADIDAS使用2025上半财年数据

国际服装品牌中国和越南的成品、原材料工厂数量和占比数据

NIKE	FY2019	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025
成品工厂数量	525	467	488	500	536
其中：中国大陆	-	100	112	114	120
占比：(%)	-	21%	23%	23%	22%
其中：越南	-	107	116	124	135
占比：(%)	-	23%	24%	25%	25%
原材料工厂数量	70	138	146	123	130
其中：中国大陆	-	41	46	36	39
占比：(%)	-	30%	32%	29%	30%
其中：越南	-	35	39	31	32
占比：(%)	-	25%	27%	25%	25%
ADIDAS	FY2019	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025
成品工厂数量	-	444	375	363	409
其中：中国大陆	-	88	70	82	89
占比：(%)	-	20%	19%	23%	22%
其中：越南	-	51	52	57	78
占比：(%)	-	11%	14%	16%	19%
原材料工厂数量	-	180	195	217	206
其中：中国大陆	-	52	54	59	55
占比：(%)	-	29%	28%	27%	27%
其中：越南	-	49	51	58	59
占比：(%)	-	27%	26%	27%	29%
Fast Retailing	FY2019	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025
成品工厂数量（不含半）	-	453	-	-	366
其中：中国大陆	-	239	-	-	198
占比：(%)	-	53%	-	-	54%
其中：越南	-	58	-	-	60
占比：(%)	-	13%	-	-	16%
面料工厂数量	-	91	-	-	139
其中：中国大陆	-	49	-	-	69
占比：(%)	-	54%	-	-	50%
其中：越南	-	10	-	-	11
占比：(%)	-	11%	-	-	8%

数据来源：各公司财报、WIND、国元证券经纪（香港）整理

3.2.4 供应链变化有望转为公司业绩和估值驱动

► 受益于供应链格局变化，产业链相关企业的定价权、行业重要性及盈利能力有望同步提升。

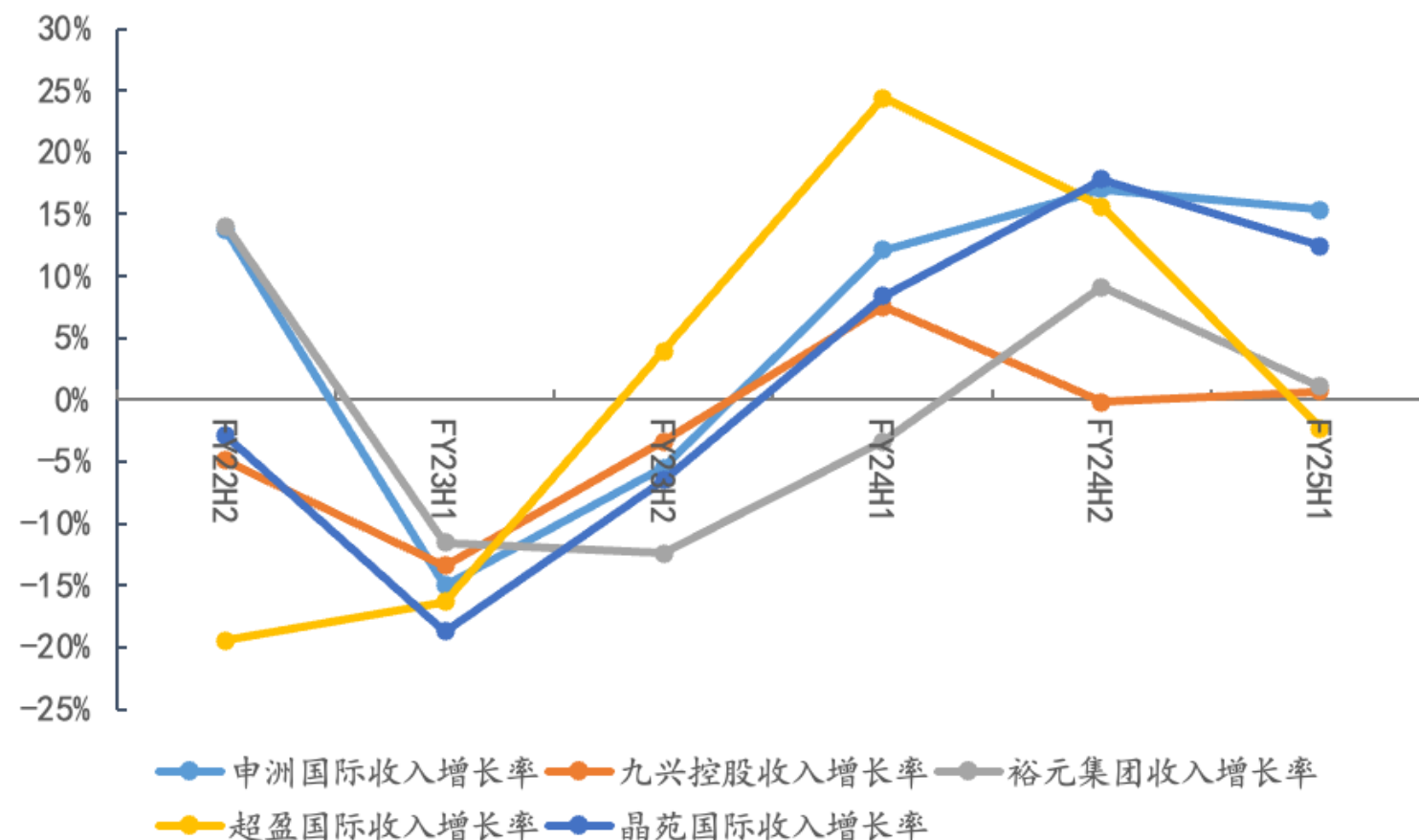
通过对行业上市公司的跟踪与交流，我们发现行业订单存在由中国向东南亚转移的趋势；而目前东南亚尚未形成类似中国纺织行业“小而多”的分散化制造体系，行业集中度更高，因此代工企业对客户的订单渗透率逐步提升。我们认为，行业头部企业在供应链中的“议单权”显著提升，有望获取更多优质客户与订单，进而带动公司收入规模增长。

供应链格局变化同时推升了东南亚地区产能的战略地位，且行业头部企业往往与品牌客户具备研发端的合作经验及深度绑定关系，这一优势也有助于供应链企业筛选更优质的订单。我们认为，相关企业在供应链中的“议价权”有所增强，有利于保障甚至提升自身的利润率水平

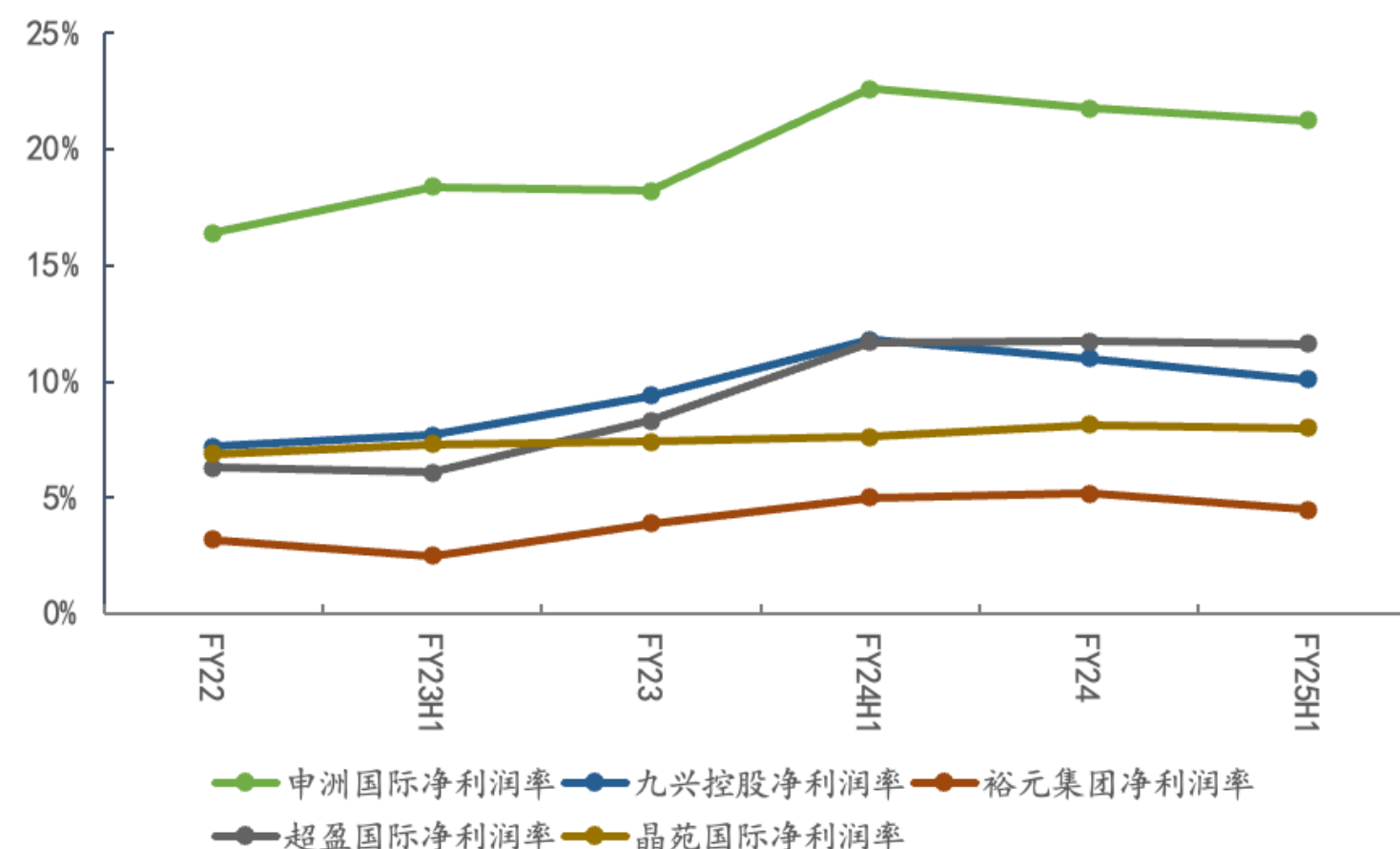
► 产业链的确定性变化→供应链头部企业的“量价权”提升→有望转化为业绩核心驱动因素

- (1) 纺织供应链迁移的核心逻辑是人力成本差异，关税等地缘政治因素进一步加速了这一转移进程，我们认为这一趋势具备不可逆性。
- (2) 订单加速向东南亚地区转移，带动供应链上下游同步开启转移进程；提前布局的头部企业战略地位显著提升，更有利于其获取优质订单。
- (3) 不同于行业库存周期带来的“牛鞭效应”，我们认为上述因素有望支撑行业实现持续性增长，并推动相关企业估值修复与提升。

部分港股代工制造公司半年度营收同比变化



部分港股代工制造公司半年度和年度净利润率数据



1、2025年回顾：宏观数据

2、2025年回顾：板块行情

3、2026年投资策略

3.1 可选消费板块投资逻辑：产业链出海和领先性复苏

3.2 策略一：产业链出海东南亚提速，订单激涌纺造供不应求

3.3 策略二：终端消费环境趋稳，关注奢侈品行业领先恢复

4、推荐关注标的

5、风险提示

3.2.1 “国补”是消费的主要拉动力，消费者信心小幅恢复

➤ 2025年“国补”是消费的主要拉动力

2025年全年3000亿元超长期特别国债资金共分四批发放，四批资金分别于今年1月、4月、7月和10月发放，金额分别为810亿元、810亿元、690亿元和690亿元。四轮“国补”共计提供了3000亿元的消费补贴。

2025年的“国补”政策对比2024年：（1）资金规模扩大至3000亿元，并且时间跨度覆盖全年（2）品类范围由原先的汽车、家电扩展覆盖至3C数码领域。

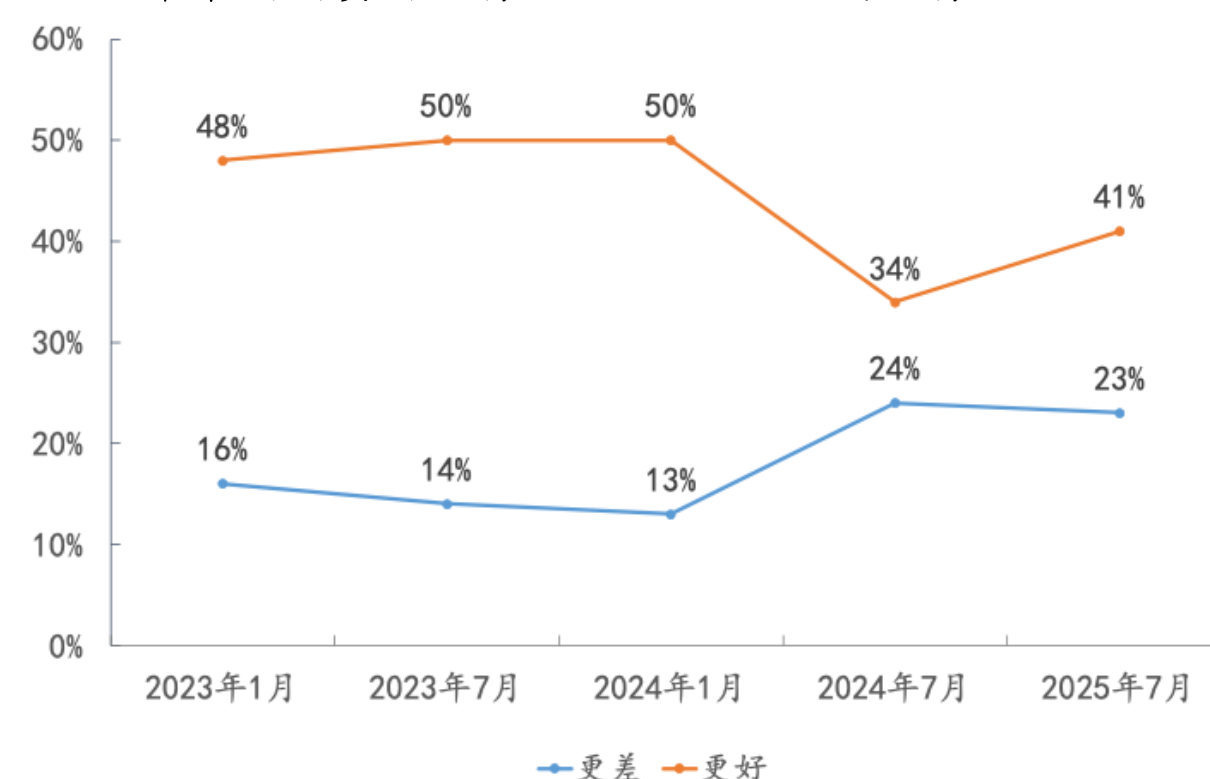
➤ 2025年消费者信心小幅恢复

根据尼尔森IQ的报告，2025年中国消费者对目前财务状况的感知觉得更好的人增加，觉得更差的人下降；对未来财务状况的预估认为比现在更好的人比例由45%提升至50%，认为会不如当前的人比例持平为21%；消费者对未来消费倾向中【储蓄增加消费自由】占比由24%上升至31%，【财务维持 支持谨慎】占比由39%下降至31%。社会消费信心有所恢复，但对比23年仍较为谨慎。

2024国补政策覆盖品类和主要补贴内容

年份	覆盖品类	主要补贴内容
2024	1. 汽车:个人消费者报废国三及以下排放标准燃油车或2018年4月30日前注册登记的新能源车,并购买纳入目录的新能源车或2. 0L及以下排量燃油车。 2. 家电:全国统一8类(冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、家用灶具	1. 汽车:新能源车补2万元、2. 0L及以下排量燃油车补1.5万元。 2. 产品销售价格的15%,对1级及以上能效或水效标准产品,额外再给予产品价格5%的补贴,每位消费者每类产品可补贴1件,每件补贴不超过2000元
2025	1. 汽车:范围扩大至报废国四排放标准首年燃油车 2. 家电:新增4类家电(微波炉、净水器、洗碗机、电饭煲) 3. 数码3C:手机、平板、智能手表	1. 汽车:同上 2. 家电:同上 3. 数码3C:按产品销售价格的15%给予不同,每位消费者每类产品可补1件,没见不超过500元。

2025年中国消费者财务状况定位-对目前财务状况的感知



数据来源：联合资信、尼尔森IQ、国元证券经纪（香港）整理

3.2.2 “新世代”对消费市场的影响于2025年的市场凸显

➤ 简单的“消费升级、消费降级”或“增加储蓄、增加消费”因子已不能解释目前消费市场的逻辑

我们认为，当前消费市场存在于多种不同种的消费者类型，有基于需求的“务实派”，有愿意为品牌支付溢价的“品牌主义”，有追求个性化、为消费乐趣支付溢价的“情绪消费”，2025年的二级市场中如“泡泡玛特、谷子经济”等的火热也是对此的印证，代表着新消费主义和人群对当前消费市场的影响力提升。

我们认为，传统的基于经济环境的“消费升级/降级”或“增加/减少 储蓄/消费”的因子对于当前中国消费市场的评价体系准确度下降。根据尼尔森IQ的报告，将中国消费人群根据出生世代分类，并描绘不同世代的消费逻辑特点，丰富了目前【多元】的消费环境的评价体系，我们认为具备一定参考价值。

“世代” 出生年代	消费逻辑特点	典型实例	人群和消费占比
婴儿潮一代 (1946-1964年生)	1. 愿意为新鲜产品付费； 2. 为特定/高端成分支付溢价； 3. 偏好熟悉品牌	有特别或高端成份的保健/护肤产品； 有健康监测或改善健康功能的电子或生活产品	人群占比：19.9% 消费占比：18.6%
X世代 (1965-1980年生)	1. 基于需求付费； 2. 更相信自己对产品的判断； 3. 偏好本地品牌	经典，百年国货品牌日用品【百雀羚】； 国产硬科技产品品牌【华为】	人群占比：29.0% 消费占比：31.0%
Y世代/“千禧一代” (1981-1996年生)	1. 愿意为使用体验付费； 2. 愿意为产品品质和品牌价值支付溢价 3. 偏好有价值认同感的品牌，且有品牌忠诚度	用科技打造新体验品牌【大疆】； 将社会责任感注入品牌价值的品牌【哇哈哈】	人群占比：29.0% 消费占比：27.0%
Z世代 (1997-2012年生)	1. 愿意为新奇产品付费； 2. 愿意为省时省力的产品支付溢价； 3. 偏好有“圈层认同感/认可”的品牌	代表二次元圈层文化的“谷子经济”； 围绕“星座、塔罗、MBTI”话题的玄学咨询	人群占比：23.3% 消费占比：22.5%

3.2.3 体育鞋服行业：景气度有所下降

➤ 本土品牌增速下降、国际品牌持续下跌：

我们认为，行业增速下滑是由多方原因导致的，其中影响最大的是 2025 年持续的促销态势和行业整体加深的折扣力度；其他原因还包括：体育鞋服行业并未被纳入“消费补贴”范围；传统大众运动市场并未出现能让消费者愿意额外支付溢价的新产品。

目前保持高增长的是部分细分赛道的专业品牌，例如专注户外品类的迪桑特、可隆等，以及专注于跑步品类的索康尼等。

港股部分体育鞋服品牌和零售商 2024-20245季度流水情况

公司	细分行业	品牌	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3
安踏体育	体育鞋服	主品牌	+中单位数	+高单位数	+中单位数	+高单位数	+高单位数	+低单位数	+低单位数
		FILA	+高单位数	+中单位数	-低单位数	+高单位数	+高单位数	+中单位数	+低单位数
		迪桑特						+超40%	+30%
		可隆	+25至30%	+40至45%	+45至50%	+50至55%	+近70%	+超70%	+70%
		MAIA						+超30%	+45%
李宁	体育鞋服	主品牌	+低单位数	-低单位数	-中单位数	-	+低单位数	+低单位数	-中单位数
特步国际	体育鞋服	主品牌	+高单位数	+约10%	+中单位数	+高单位数	+低单位数	+低单位数	+低单位数
		索康尼	未披露	未披露	+超过50%	+约50%	+超40%	+超20%	+超20%
361度	体育鞋服	主品牌	+15至20%	+约10%	+约10%	+约10%	+约10%	+约10%	+约10%
		童装	+20至25%	+约15%	+约10%	+10至15%	+10至15%	+约10%	+约10%
滔搏	体育零售	NIKE、阿迪达斯、PUMA等	+低单位数	-中单位数	-10至15%	-中单位数	-中单位数	-中单位数	-高单位数
宝胜国际 (累计同比)	体育零售	NIKE、阿迪达斯、PUMA等	-8.6%	-8.9%	-9.5%	-8.0%	-5.4%	-8.3%	-7.7%

3.2.4 奢侈品行业：市场出现结构性转变，预计2026温和复苏

➤ 2025年全球奢侈品市场表现稳定；奢侈品品牌开始意识到消费行为转变

根据贝恩公司与意大利奢侈品行业协会 Altagamma 的报告，2025 年全球奢侈品消费额将稳定在 1.44 万亿欧元，按固定汇率计算与上年持平。其中，中国奢侈品消费预计收缩 3%-5%（按固定汇率计算），但 2025 年下半年已呈现企稳迹象，主要得益于股市反弹及高净值人群同比增长 30%。预计 2026 年全球奢侈品市场将实现温和复苏，按不变汇率计算增速为 3%-5%，核心驱动力包括中国市场的复苏、美国市场的强劲增长，以及日本与欧洲市场的韧性表现。

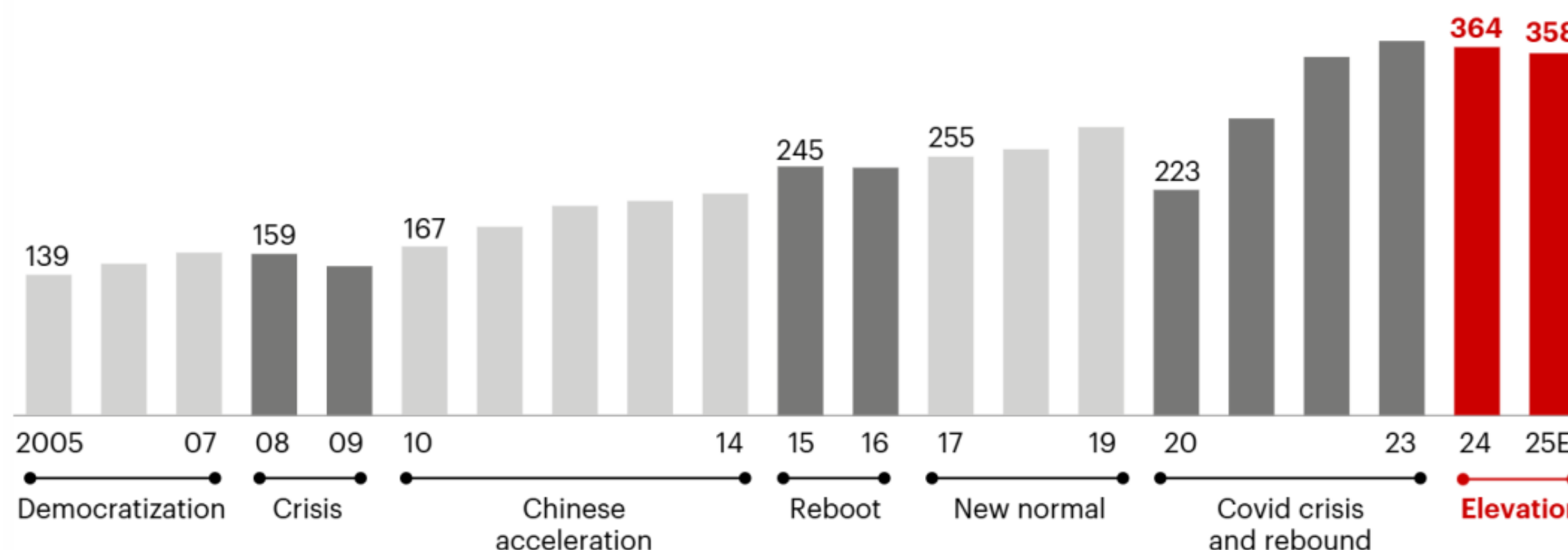
从消费行为和习惯看，报告指出奢侈品市场的结构性转变，其中包括“炫耀性消费”被“体验性消费”替代、体验和情感成为增长引擎、奢侈品市场出现分层化趋势——高端市场萎缩，但平价市场平稳，Z世代和注重性价比消费者成为主要驱动力。

全球个人奢侈品市场规模、驱动力

Year-over-year growth

2024 to 2025E **-2%** current exchange rates **0%** constant exchange rates

Global personal luxury goods market (€ billions)



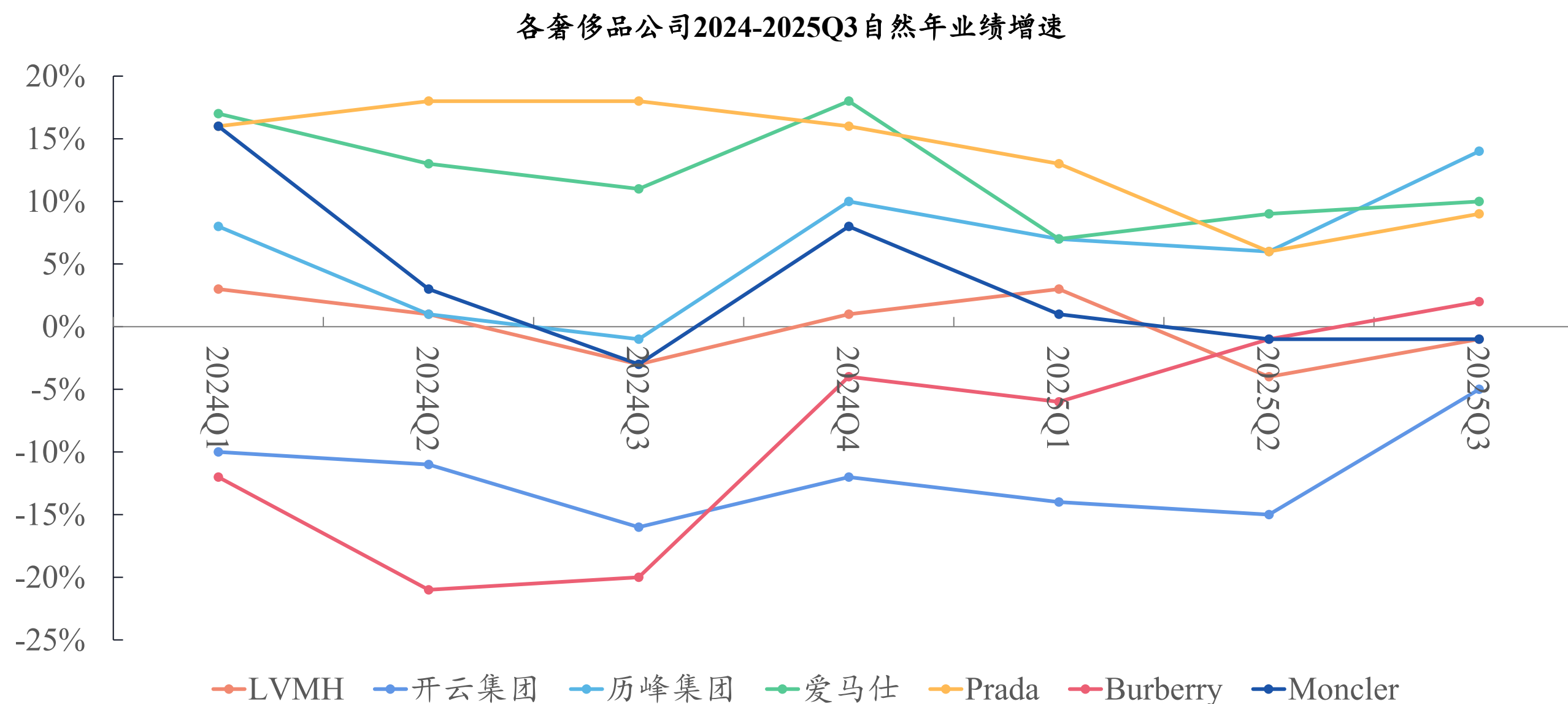
数据来源：贝恩&Altagamma 《2025全球奢侈品市场监测报告》、国元证券经纪（香港）整理

3.2.5 奢侈品公司：2025三季度有拐点迹象

► 各奢侈品公司25Q3自然年业绩增速小幅回暖

各奢侈品公司25Q3自然年业绩小幅回暖，其中LVMH、历峰集团增长恢复迹象较为明显，而Prada、爱马仕基本保持了稳定增长趋势。结合各个公司业绩会内容，部分业绩恢复和中国市场的恢复性增长有关。

我们认为，中国消费大环境逐渐平稳，消费者信心小幅恢复后，高净值人群可能会领先大众消费市场恢复性增长；奢侈品行业作为轻资产运营公司，在面对消费行为和习惯变化中更容易做出调整。因此我们认为值得关注奢侈品公司在2026年恢复性增长机会。



1、2025年回顾：宏观数据

2、2025年回顾：板块行情

3、2026年投资策略

3.1 可选消费板块投资逻辑：产业链出海和领先性复苏

3.2 策略一：产业链出海东南亚提速，订单激涌纺造供不应求

3.3 策略二：终端消费环境趋稳，关注奢侈品行业领先恢复

4、推荐关注标的

5、风险提示

4.1 策略一「出海」：推荐关注标的

经过对产业链出海趋势分析，以及选择关注纺织行业的原因，在投资标的选择上我们关注以下因素：

- **行业地位**：行业集中度和客户订单渗透率有望提升，龙头公司有望受益。
- **增长能力**：是否有稳定扩产能力满足订单增长需求。
- **估值性价比和分红稳定性**：是否被低估、分红政策是否清晰稳定。

➤ 申洲国际（2313.HK）（已覆盖）：

公司是针织服装代工行业的头部企业，目前于中国、越南和印尼有丰富的产能布局。根据FY25H1业绩会，公司客户渗透率提升，并拓展了和第二大运动客户的新品类产品，我们认为是其在供应链中的“议量”和“议价”能力的体现，此前公司估值压制的主要因素主要包括（1）关税下供应链的不确定性（2）大客户疲软。但我们认为目前这些影响因素在减弱：**【1】**关税逐步清晰且公司“双循环”战略成功 **【2】**公司受益于供应链链转移且有望提升渗透率。因此当前估值存在修复空间，建议关注。

➤ 超盈国际控股（2111.HK）（未覆盖）：

公司是纯化纤类功能性面料头部供应企业，目前产能主要布局在越南、斯里兰卡和中国。根据我们和行业公司的交流，由于面料环节大部分产能仍位于中国大陆，但行业订单快速转移至东南亚，短期东南亚面料行业出现供不应求。而公司早期布局越南面料产能，并且和行业头部运动品牌拥有深度合作经验，订单需求充沛且订单价格良好，未来计划扩产越南面料产能。当前估值并未体现出公司的行业地位和增长潜力，建议关注。

4.2 策略二「复苏」：推荐关注标的

港股奢侈品行业涉及上市公司较少，但目前我们关注的公司具备一定独特性且估值较低：

➤ 普拉达（1913.HK）（未覆盖）：

公司是全球最享负盛名的时装及奢侈品集团之一，公司旗下包括Prada、Miu Miu等，以及在2025年收购的Versace品牌，业务包含设计、生产、推广及销售高级皮具用品、成衣及鞋履。2025年第三季度，公司按固定汇率收入同比增长9%，其中按零售额统计Prada品牌收入同比下降1.6%，Miu Miu品牌收入同比增长41.4%。

目前公司动态PE约14.7倍，静态PE约15.2倍，静态估值处于历史最低的2.3%分位，但公司在奢侈品行业中既具备增长韧性，同时旗下的Miu Miu是行业内增长最快的品牌之一，我们认为在目前奢侈品行业回稳的背景下，公司具备投资潜力，建议关注。

➤ 艾德韦宣集团（9919.HK）（未覆盖）：

公司是领先整合营销解决方案提供商，公司的主要客户和收入来源为高端及奢侈品牌，并且保持市场份额的领先。公司2024年业绩有所下滑，主要是受到高端奢侈品客户营销费用管控而导致的营销活动减少的影响。我们认为，若奢侈品行业增速恢复，营销开支也将提升，公司有望受益。此外，公司也在拓展其他如运动领域客户，AI技术发展也有望提升公司营销业务的运营效率，公司亦保持稳定的分红派息政策。

目前公司静态PE约8.2倍，动态PE约7.2倍，当前股息率9.1%，我们认为公司业务具有一定增长潜力并且估值和股息率水平具有一定性价比，建议关注。

- 1、2025年回顾：宏观数据
- 2、2025年回顾：板块行情
- 3、2026年投资策略
 - 3.1 可选消费板块投资逻辑：产业链出海和领先性复苏
 - 3.2 策略一：产业链出海东南亚提速，订单激涌纺造供不应求
 - 3.3 策略二：终端消费环境趋稳，关注奢侈品行业领先恢复
- 4、推荐关注标的
- 5、风险提示

5. 风险提示

- 宏观经济波动风险；
- 相关促消费政策落地不及预期；
- 消费复苏进度低于预期风险；
- 原材料价格波动风险；
- 行业政策变化导致竞争加剧等。

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）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。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司

香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼

电 话：(852) 3769 6888

传 真：(852) 3769 6999

服务热线：400-888-1313

公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>