

2026 年 03 月 16 日

投资评级：看好（维持）

证券分析师

丁一

SAC: S1350524040003

dingyi@huayuanstock.com

联系人

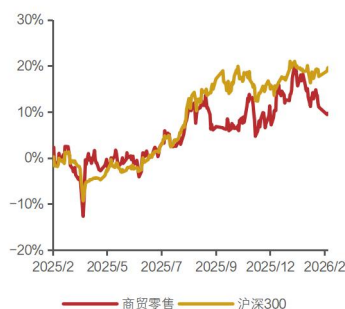
王悦

wangyue03@huayuanstock.com

李禹蒙

liyumeng@huayuanstock.com

板块表现：



高端消费复苏洞察

——高端消费悄然复苏 大众消费静待花开

投资要点：

- **高端消费行业洞察：高端消费或正经历结构性变迁。**中国精锐人群（其中精锐人群指 18-55 岁，年收入 20 万元以上，过去 12 个月消费过 3 个以上高端品类的群体）的高端消费支出微降，或主要受到宏观经济环境带来的影响，预计未来消费金额的同比降幅或将放缓。此外，精锐群体愈发注重精神层面的生活方式，并愈发注重通过独特的消费表达自我、融入圈层。从具体花费看，高端体验或服务类消费如高端旅行、高端医美美容、运动健身/私教等支出仍有增加，或体现出悦己性消费在精锐人群消费观念中具有重要心智。
- **奢侈品市场呈现复苏迹象；二奢市场表现强劲。**根据贝恩分析，在市场格局调整以及温和复苏双重因素的影响下，预计 2025 年中国内地个人奢侈品市场销售额同比降幅收窄至 3%-5%。分季度看，2025Q1 及 Q2 中国内地个人奢侈品市场季度销售额同比均高个位数下滑，2025Q3 奢侈品市场销售额同比增速基本持平，呈现复苏迹象，进入 2025Q4 奢侈品市场销售额同比增速低个位数增长，延续复苏态势。2025 年中国二手奢侈品市场渗透率依然处于低位，占总市场的比例不到 10%，远低于发达市场 20%-30% 的水平。根据贝恩分析，2025 年预计中国内地个人奢侈品二手市场销售额将同比增长 15%-20%，延续强劲增长态势。
- **高端消费细分行业表现：1）出境游：出行意愿强劲，高消费人群或为出境游主力人群。**根据国家移民管理局数据，2025 年，全国移民管理机构共查验出入境人员 6.97 亿人次，同比上升 14.2%，创历史新高。在我国 2025 年 11 月安装出境游相关 APP 的用户画像中，25 岁以下的年轻用户占比近 4 成，一二线城市（含新一线）用户占比高达 64.8%，企业白领占比达 73.8%，出境游受众或主要为具备高消费潜力的人群。**2）高端商业地产：零售物业销售表现亮眼，复苏势头强劲。**太古地产：零售物业零售额增速表现亮眼，复苏动能持续加强。恒隆地产：内地商场收入企稳回升，2025 年内地客流量创历史新高。**3）高端酒店：万豪大中华地区酒店经营表现复苏。**以万豪集团为例看高端酒店当前复苏态势，2025 年万豪大中华区 RevPAR 同比增速从 Q1 的小幅下滑逐步回升至 Q4 的正增长，或展现出市场需求的持续修复动能。万豪大中华区的经营表现或印证了中国高端酒店市场的经营韧性。**4）免税：海南封关政策落地，离岛免税购物金额高增。**2025 年 9-12 月海南离岛免税购物金额增速转正。2025 年 1-12 月海南离岛免税购物金额达 303.8 亿元，同比下降 1.8%；购物人数 463.0 万人次，同比下降 18.5%；购物件数 2667.2 万件，同比下降 19.4%。其中 2025 年 9-12 月免税购物金额增速分别达 3.4%/13.1%/27.1%/17.1%，月度增速转正。封关消费红利释放，中免发布多重礼遇。**5）化妆品：高端赛道成长性或优于大众赛道。**根据弗若斯特沙利文，预计 23-28 年中国高端护肤/彩妆市场规模 CAGR 分别为 9.6%/10.8%，高于同期大众护肤/彩妆的市场规模 CAGR8.2%/6.7%。当前高端线或由“小众细分”逐步进阶为驱动行业增长的核心引擎。**6）博彩：延续回暖态势，演艺活动带动客流增长。**2025 年演艺端持续火热或带动核心客流持续增长。2026 年 2 月澳门 GGR 为 206.27 亿澳门元，同比+4.5%，恢复至 2019 年同期的 81.3%。

我们认为未来 GGR 增量或来自高端客流需求提升驱动。

- **投资分析意见：**持续看好高端消费复苏，高端消费复苏未来有望向大众消费传导，看好后续消费板块整体性行情。美护方面建议关注基于较高专业性与创新性的优质高端国货品牌毛戈平；黄金珠宝建议关注古法黄金赛道头部品牌老铺黄金；酒旅方面建议关注运营能力较强的头部公司，如锦江酒店、首旅酒店、华住集团、亚朵；及建议关注景气度较高的博彩公司，如银河娱乐、美高梅中国。
- **风险提示：**经济环境表现不及预期；行业竞争加剧风险；品牌力下降风险。

内容目录

1. 高端消费行业洞察：高端消费或正经历结构性变迁	5
1.1. 奢侈品市场呈现复苏迹象	5
1.2. 头部奢侈品公司业绩表现坚挺	6
1.3. 二奢市场表现强劲	6
2. 高端消费细分行业表现	7
2.1. 出境游：出行意愿强劲，高消费人群或为主力人群	7
2.2. 高端商业地产：零售物业销售表现亮眼，复苏势头强劲	8
2.3. 高端酒店：万豪大中华地区酒店经营表现复苏	10
2.4. 免税：海南封关政策落地，离岛免税购物金额高增	10
2.5. 化妆品：高端赛道成长性或优于大众赛道	11
2.6. 博彩：延续回暖态势，演艺活动带动客流增长	13
3. 投资分析意见	14
4. 风险提示	14

图表目录

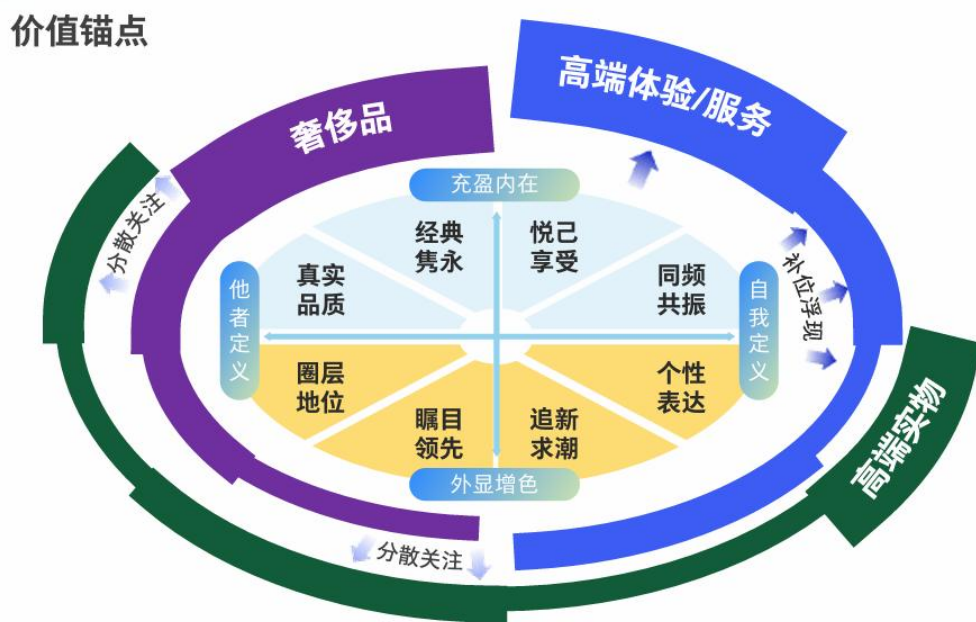
图表 1： 高端品类价值锚点雷达	5
图表 2： 预计 2025 年中国内地个人奢侈品市场整体降幅或将收窄至 3%-5%	6
图表 3： 中国内地个人奢侈品市场按品类划分增速表现	6
图表 4： 二奢市场增长势头强劲	7
图表 5： 2015-2026 年国内居民出境游客规模及预测人数	8
图表 6： 2024 年中国高消费出境游游客旅行支出分布情况	8
图表 7： 2025 年太古地产旗下商场零售额同比增速	9
图表 8： 2024-2025 年恒隆地产内地租户销售额 yoy	10
图表 9： 2025 年恒隆内地平均日客流量创历史新高	10
图表 10： 万豪大中华区酒店 RevPAR 表现	10
图表 11： 万豪大中华区酒店 OCC 及 ADR 表现	10
图表 12： 2025 年 9 月-12 月海南离岛免税购物金额增速转正	11
图表 13： 2018-2028 年中国护肤行业按品牌定位拆分市场规模（十亿元）	12
图表 14： 2018-2028 年中国彩妆行业按品牌定位拆分市场规模（十亿元）	12
图表 15： 消费者对于高端美妆的消费意愿情况	13
图表 16： 高端美妆消费年龄分布情况	13
图表 17： 消费者购买高端美妆产品时的关键决策因素	13
图表 18： 消费者购买高端美妆动机	13
图表 19： 博彩端延续回暖态势，单位：百万澳门元	14

1. 高端消费行业洞察：高端消费或正经历结构性变迁

全球个人总财富持续上涨。根据瑞银《全球财富报告 2025》，2024 年全球个人总财富增长率从 2023 年的 4.2% 增加至 4.6%。分区域看，美洲地区贡献了 2024 年全球财富增长的最大份额，其增速超过 11%，远超亚太和欧洲、中东及非洲地区。中国内地的百万富翁 2024 年全年新增总数达 14.1 万人，近似于每天新增超 386 人，增幅达 2.3%。

当前中国高端消费市场或正经历结构性变迁。根据《中国精锐人群生活方式洞察报告（2025 年版）》，中国精锐人群（其中精锐人群指 18-55 岁，年收入 20 万元以上，过去 12 个月消费过 3 个以上高端品类的群体）的高端消费支出微降，或主要受到宏观经济环境带来的影响，预计未来消费金额的同比降幅或将放缓。此外，精锐群体愈发注重精神层面的生活方式，并愈发注重通过独特的消费表达自我、融入圈层。从具体花费看，高端体验或服务类消费如高端旅行、高端医美美容、运动健身/私教等支出仍有增加，或体现出悦己性消费在精锐人群消费观念中具有重要心智。

图表 1：高端品类价值锚点雷达



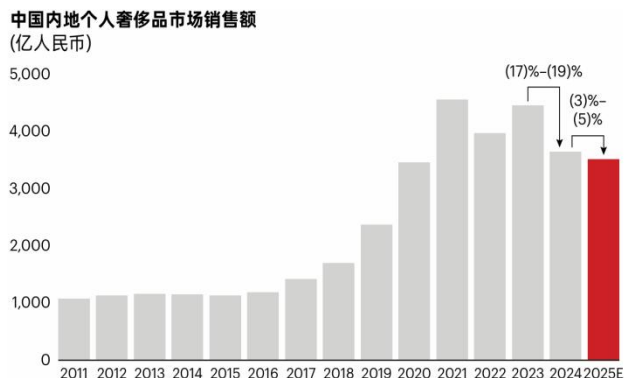
资料来源：《中国精锐人群生活方式洞察报告（2025 年版）》，华源证券研究所

1.1. 奢侈品市场呈现复苏迹象

2025Q3 起，中国内地个人奢侈品市场呈现复苏迹象。根据贝恩分析，在市场格局调整以及温和复苏双重因素的影响下，预计 2025 年中国内地个人奢侈品市场销售额同比降幅收窄至 3%-5%。分季度看，2025Q1 及 Q2 中国内地个人奢侈品市场季度销售额同比均高个位数下滑，2025Q3 奢侈品市场销售额同比增速基本持平，呈现复苏迹象，进入 2025Q4 奢侈品市场销售额同比增速低个位数增长，延续复苏态势。分品类看，奢侈品市场中，预计美妆个

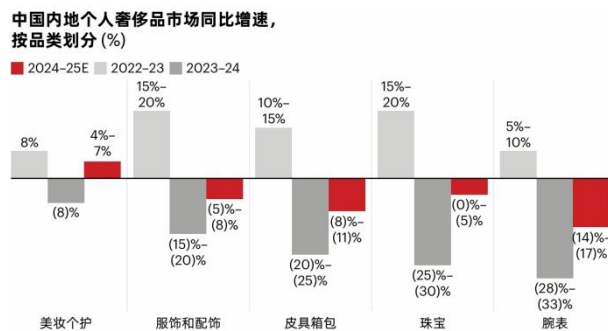
护品类 2025 年销售额同比增速转正，服饰和配饰、皮具箱包、珠宝、腕表销售额同比降幅均已明显收窄。

图表 2：预计 2025 年中国内地个人奢侈品市场整体降幅或将收窄至 3%-5%



资料来源：2025 年贝恩-意大利奢侈品协会全球奢侈品报告，贝恩分析，华源证券研究所

图表 3：中国内地个人奢侈品市场按品类划分增速表现



资料来源：2025 年贝恩-意大利奢侈品协会全球奢侈品报告，贝恩分析，华源证券研究所

1.2. 头部奢侈品公司业绩表现坚挺

以 LVMH 及 Kering 为例，头部高奢品牌业绩表现相对坚挺，复苏迹象或已现。

LVMH 集团中国大陆区域 2025Q3 收入恢复增长。2025 年全年实现总营收 808 亿欧元，同比下降 5%。区域表现方面，亚洲（不含日本）市场经营表现逐季向好，其中中国大陆区域在三季度恢复增长。2025 年 LVMH 在上海推出独一无二的“巨轮”门店，引发了全国乃至全球的关注，根据 i 商周公众号，LV“邮轮”开业前四个月，街头日均 10 万游客、周边区域日均 50 万人流，远超过船上展览与消费场景的接待量，成为现象级事件。LVMH 善于捕捉消费者对高端品牌及文化的体验式需求，通过营销紧抓消费者眼球，创建与消费者的情感连接。

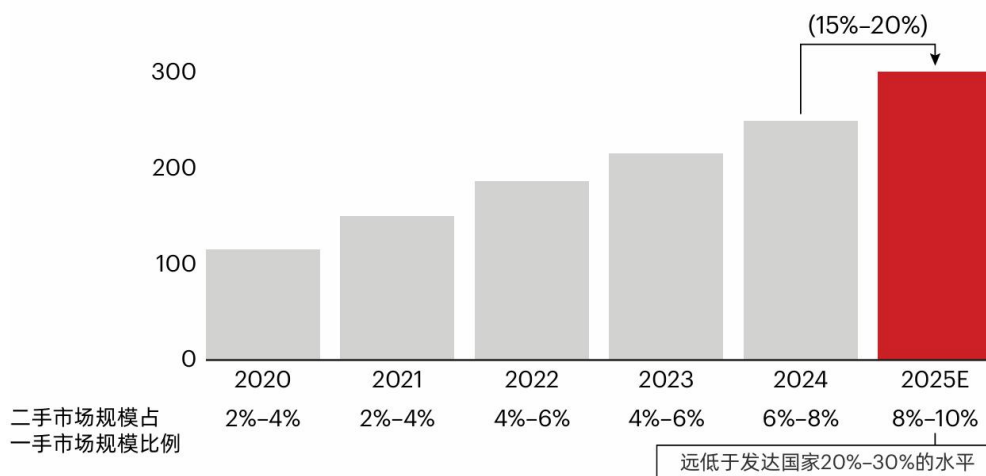
Kering 集团 2025Q4 总营收降幅收窄。2025 年实现总营收 146.75 亿欧元，同比下降 13%，其中 2025Q4 下降幅度小于全年幅度，下滑态势显著改善。区域表现方面，亚太地区（不含日本）全年收入占比 29%，较 2024 年下降 2pct，但季度趋势持续向好。亚太地区 25Q3 同比下降，但跌幅相较 2025Q2 大幅收窄。根据界面新闻，开云集团第三季度改善趋势主要来自中国大陆、中国港澳及韩国市场。

1.3. 二奢市场表现强劲

二奢市场延续强劲增长。2025 年中国二手奢侈品市场渗透率依然处于低位，占总市场的比例不到 10%，远低于发达市场 20%-30% 的水平。根据贝恩分析，2025 年预计中国内地个人奢侈品二手市场销售额将同比增长 15%-20%，延续强劲增长态势。

图表 4：二奢市场增长势头强劲

中国内地个人奢侈品二手市场销售额
(亿人民币)



资料来源：2025 年贝恩-意大利奢侈品协会全球奢侈品报告，贝恩分析，华源证券研究所

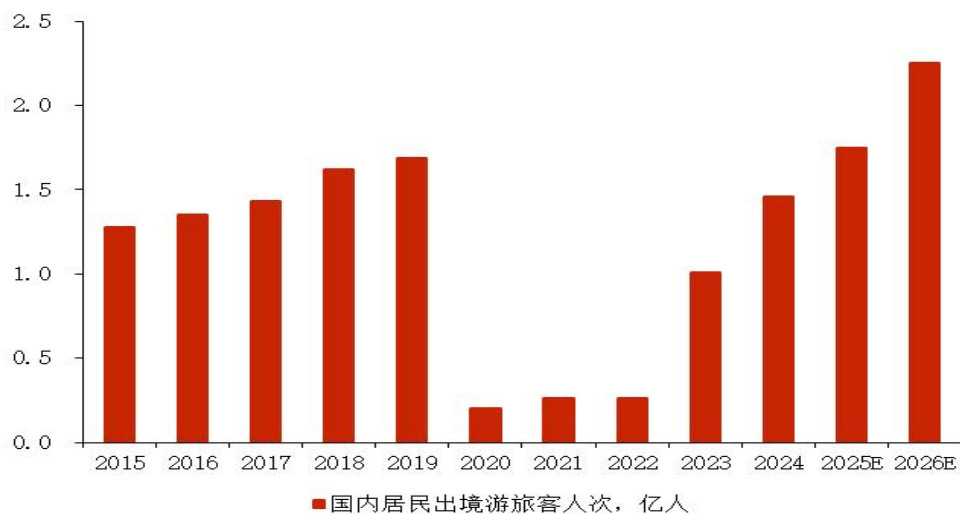
2. 高端消费细分行业表现

2.1. 出境游：出行意愿强劲，高消费人群或为主力人群

2025 年全球出行端需求表现旺盛。根据国际航协发布的数据，2025 年全球收入客公里同比增长 5.3%，2025 年全年客座率达 83.6%，创历史新高，或标志着出行端需求强劲，行业增长回归与历史增长模式相符的轨道。其中，亚太地区航空公司 2025 年表现突出，全年国际航线收入客公里同比增长 10.9%，是所有地区中最高增幅。

中国居民出境游意愿高，出境人次高增。根据国家移民管理局数据，2025 年，全国移民管理机构共查验出入境人员 6.97 亿人次，同比上升 14.2%，创历史新高。其中，内地（大陆）居民 3.35 亿人次、港澳台居民 2.79 亿人次，同比分别上升 15.1%、10.1%。根据《2026 年中国旅客出境游人群调研及洞察报告》，预计国内居民出境游旅客规模将从 2024 年的 1.46 亿人次增长至 2026 年的 2.25 亿人次。

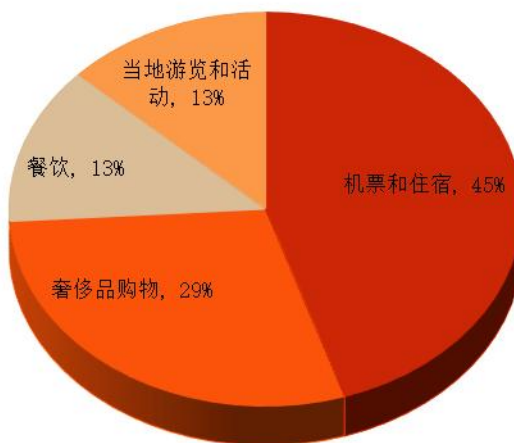
图表 5：2015-2026 年国内居民出境游旅客规模及预测人数



资料来源：《2026 年中国旅客出境游人群调研及洞察报告》，华源证券研究所

奢侈品购物通常占据中国高消费人群出境游的重要支出部分。根据《2026 年中国旅客出境游人群调研及洞察报告》，在我国 2025 年 11 月安装出境游相关 APP 的用户画像中，25 岁以下的年轻用户占比近 4 成，一二线城市（含新一线）用户占比高达 64.8%，企业白领占比达 73.8%，根据该报告，出境游受众或主要为具备高消费潜力的人群。根据《2025 年中国高净值出境游客白皮书》，2024 年中国高消费旅客出境游中，45.3%的支出用于机票和住宿等必要旅行成本；29.1%的支出用于购买奢侈品；餐饮支出占比为 13.2%；12.4%的预算用于参与当地游览和活动，奢侈品购物在出境游支出中占据重要份额。未来，随着运力复苏、出境游需求高企，出境消费仍有望强劲增长。

图表 6：2024 年中国高消费出境游游客旅行支出分布情况

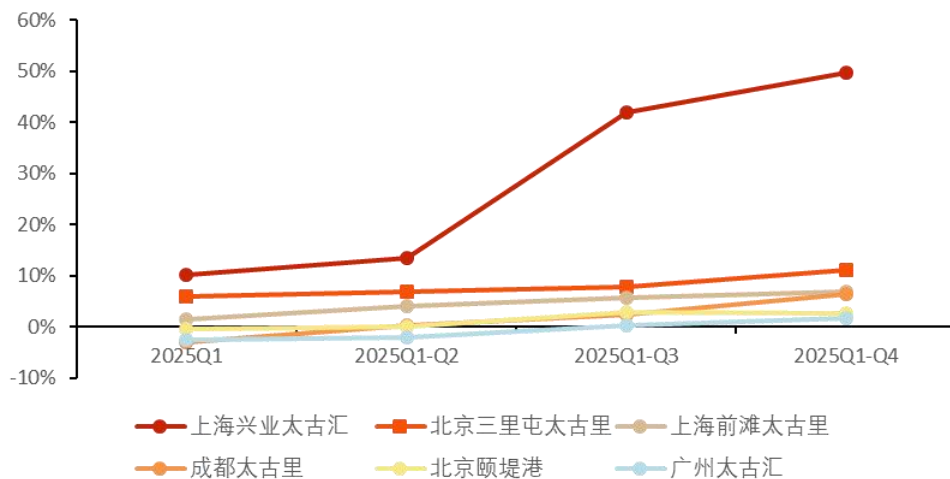


资料来源：《2026 年中国旅客出境游人群调研及洞察报告》，华源证券研究所

2.2. 高端商业地产：零售物业销售表现亮眼，复苏势头强劲

太古地产：零售物业零售额增速表现亮眼，复苏动能持续加强。根据太古地产披露的营运数据，2025 年上海兴业太古汇表现尤为突出，全年零售额同比增速飙升至 49.6%，且增速逐季攀升，出租率从 2024 年年底的 93% 增至 2025 年年底的 96%。北京三里屯太古里全年零售销售额增速达 11.2%。成都太古里和广州太古汇零售销售额增速亦逐季走强，截至 2025 年年底，二者增速均转正，分别实现全年 6.5% 和 1.6% 的同比增长。上海前滩太古里 2025 年全年零售销售额同比增速达 +6.9%。太古旗下高端零售商业零售销售额大多逐季走强，或反映出高端消费逐步复苏态势。

图表 7：2025 年太古地产旗下商场零售额同比增速



资料来源：太古地产公司公告，华源证券研究所

恒隆地产：内地商场收入企稳回升，2025 年内地客流量创历史新高。2025 年恒隆地产内地商场租赁收入实现 1% 的正增长，其中 25H1 同比表现持平，25H2 同比增长 3%。从租户销售额口径看，2025 年全年恒隆内地租户销售额同比增长 4%，分季度看，Q1-4 分别实现同比增速为 -7%/-1%/+10%/+18%，销售额表现逐季走强。但各商场表现相对分化，上海港汇恒隆、沈阳皇城恒隆、大连恒隆 2025 年租户销售额同比高增；沈阳市府恒隆、武汉恒隆广场同比下滑。2025 年恒隆优化租户管理，年度实现新增 200 个首店品牌，包括运动休闲服饰、高端餐饮及时尚生活品牌等，进一步丰富商场内容，提升消费者购物体验。此外，2025 年恒隆推出一系列全国性大型活动及市场推广项目，带动客流量，2025 年平均日客流量创下历史新高。

图表 8：2024-2025 年恒隆地产内地租户销售额 yoy



资料来源：恒隆地产公司公告，华源证券研究所

图表 9：2025 年恒隆内地平均日客流量创历史新高

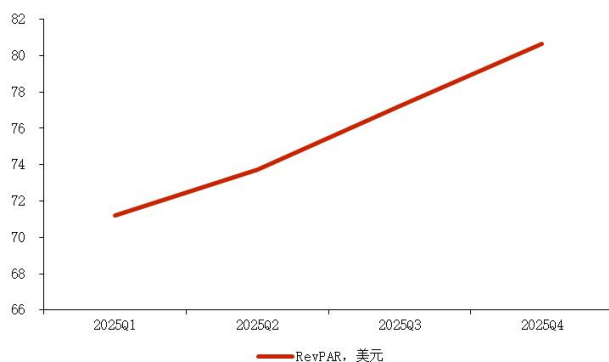


资料来源：恒隆地产公司公告，华源证券研究所

2.3. 高端酒店：万豪大中华地区酒店经营表现复苏

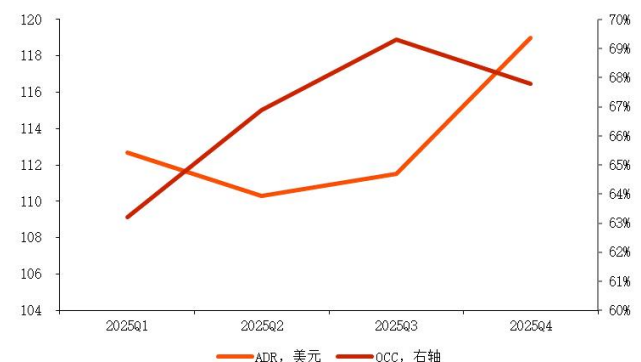
万豪 2025 年大中华地区酒店经营逐季改善。以万豪集团为例看高端酒店当前复苏态势，2025 年万豪大中华区 RevPAR 同比增速从 Q1 的小幅下滑逐步回升至 Q4 的正增长，或展现出市场需求的持续修复动能。2025Q1，万豪大中华区可比全系统酒店 RevPAR 同比下降 1.6%，其中自营酒店 RevPAR 下降 2.1%。全系统 ADR 维度同比下降 2.7%，2025Q1 整体价格压力较大。2025Q2，大中华区系统整体 RevPAR 同比降幅收窄至 0.5%，其中自营酒店 RevPAR 下降 0.5%，入住率延续改善趋势，ADR 同比降幅收窄。2025Q3，大中华区系统整体 RevPAR 同比持平，其中自营酒店 RevPAR 微增 0.1%，酒店经营同比或出现拐头向上态势。2025Q4，万豪大中华地区复苏动能进一步增强，大中华区系统整体 RevPAR 同比增长 3.4%，其中公司自营酒店 RevPAR 增长 3.7%，增速显著加快，ADR 同比增幅转正。万豪大中华区的经营表现或印证了中国高端酒店市场的经营韧性。

图表 10：万豪大中华区酒店 RevPAR 表现



资料来源：万豪酒店公司公告，华源证券研究所

图表 11：万豪大中华区酒店 OCC 及 ADR 表现



资料来源：万豪酒店公司公告，华源证券研究所

2.4. 免税：海南封关政策落地，离岛免税购物金额高增

2025 年 9-12 月海南离岛免税购物金额增速转正。《2025 年海南省政府工作报告》显示，2024 年海南离岛免税经营主体实现销售额 470.3 亿元人民币。海口海关数据显示，2024 年海南离岛免税购物金额 309.4 亿元人民币，同比下降 29.3%；购物人数 568.3 万人次，同比下降 15.9%；购物件数 3308.2 万件，同比下降 35.5%。海南省采取优化政策、引导差异化经营、加快“免税+文旅”融合发展、发放消费券和开展促销活动等多项措施，提振离岛免税市场。根据海口海关数据，2025 年 1-12 月海南离岛免税购物金额达 303.8 亿元，同比下降 1.8%；购物人数 463.0 万人次，同比下降 18.5%；购物件数 2667.2 万件，同比下降 19.4%。其中 2025 年 9-12 月免税购物金额增速分别达 3.4%/13.1%/27.1%/17.1%，月度增速转正。

图表 12：2025 年 9 月-12 月海南离岛免税购物金额增速转正



资料来源：海口海关，华源证券研究所

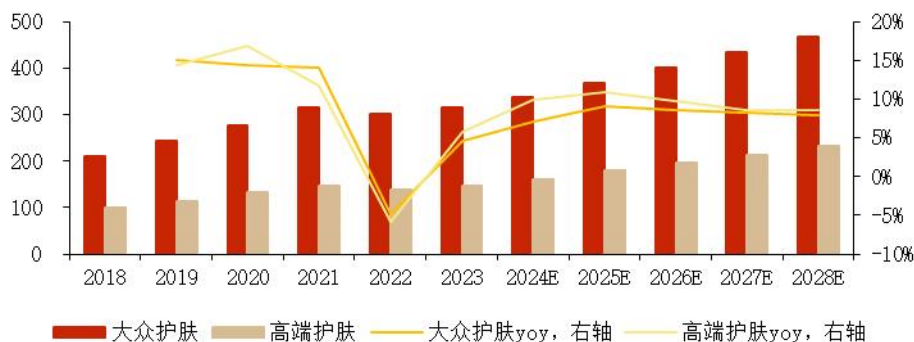
封关消费红利释放，中免发布多重礼遇。为了支持海南自由贸易港建设，财政部、海关总署、税务总局联合印发公告，从 2025 年 11 月 1 日起，调整升级海南离岛旅客免税购物政策，新增 2 个商品大类和优化调整 3 个商品细类，允许 6 类国内商品在离岛免税店销售等。2025 年 12 月 18 日海南自贸港正式启动全岛封关运作。为迎接封关，中免集团联动品牌与渠道资源，重磅推出“十二重礼”立体福利体系，围绕价格让利、专享权益、文旅体验与庆典互动等多重维度，将封关红利转化为惠及消费者的切实福利。据三亚市商务局，2025 年 12 月 18 日封关首日，三亚全市免税销售额达 1.18 亿元。12 月 19 日三亚全市免税店单日销售额达 1.05 亿元，同比增长 45.8%。12 月 20 日三亚全市免税店销售额 1.08 亿元，同比增长 47%。

2.5. 化妆品：高端赛道成长性或优于大众赛道

行业方面，高端赛道成长性或优于大众赛道。中国化妆品行业在 2018-2021 年进入快速发展期(国货新锐品牌涌现)，2022 年进入调整期，其中护肤/彩妆市场规模分别同比下滑 5.1%/14.1%，自 2023 年以来重回良性发展阶段。根据弗若斯特沙利文，预计 23-28 年中国高端护肤/彩妆市场规模 CAGR 分别为 9.6%/10.8%，高于同期大众护肤/彩妆的市场规模

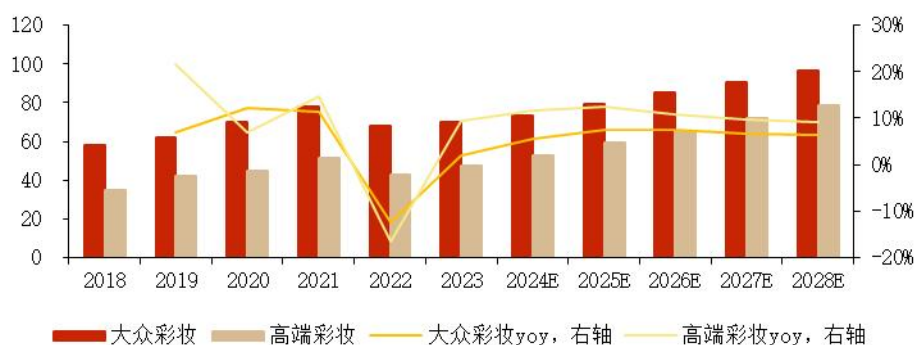
CAGR8.2%/6.7%。随着消费水平的提高和社媒的宣传力度加大，近年来消费者对美妆产品的品质、安全、功效及设计等维度要求更高，预计 2024 年后高端价格带护肤及彩妆产品增速均表现更优。

图表 13：2018-2028 年中国护肤行业按品牌定位拆分市场规模（十亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，华源证券研究所

图表 14：2018-2028 年中国彩妆行业按品牌定位拆分市场规模（十亿元）

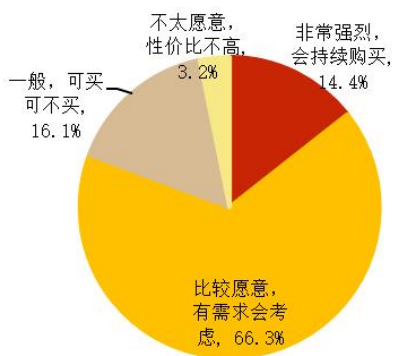


资料来源：弗若斯特沙利文，华源证券研究所

根据青眼情报《2025 年中国化妆品年鉴》，2025 年，线上高端美妆（单价超 500 元的护肤或者彩妆单品）零售额占比达 18.4%，同比提升 3.09pct，增速（13.21%）显著跑赢线上化妆品大盘（9.36%），当前高端线或由“小众细分”逐步进阶为驱动行业增长的核心引擎。具体而言：

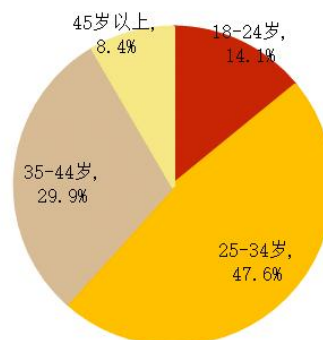
消费者分层维度：根据青眼情报，超八成受访者愿意购买高端美妆，其中 66.3%的消费者属于“情景驱动型”（即因特定场景/需求触发购买），其对高端美妆持较为开放态度，其消费行为与具体需求场景密切相关。从年龄层来看，高端美妆消费者中，25-34 岁占比 47.6%，构成市场消费主力；35-44 岁消费者占 29.9%，其消费实力相对雄厚，购买动机多聚焦于抗肌肤老化等针对性问题。

图表 15：消费者对于高端美妆的消费意愿情况



资料来源：青眼情报《中国高端美妆市场与消费趋势洞察报告》，华源证券研究所

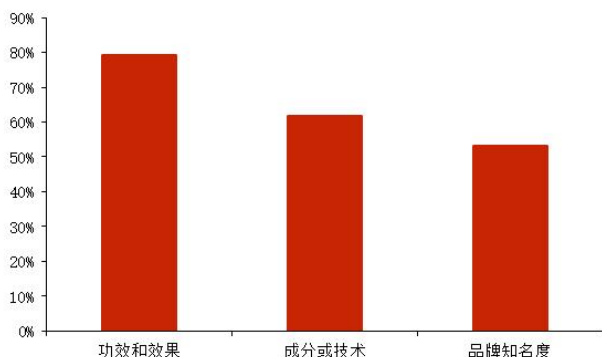
图表 16：高端美妆消费年龄分布情况



资料来源：青眼情报《中国高端美妆市场与消费趋势洞察报告》，华源证券研究所

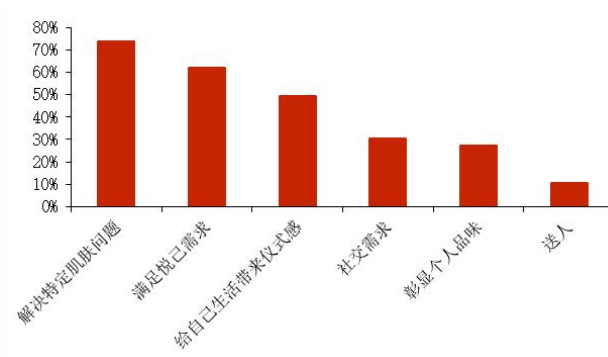
决策因子重构维度：根据青眼情报，从影响购买决策因素看，“功效和效果”为消费者购买高端美妆时首要决策因素，“成分或技术”占比第二，“品牌知名度”位列第三。从购买动机看，73.9%的消费者购买高端美妆首要动机为“解决特定肌肤问题”，“满足悦己需求”、“给自己生活带来仪式感”分别占比 61.9%、49.2%，而“社交需求”等外部导向动机占比较低。

图表 17：消费者购买高端美妆产品时的关键决策因素



资料来源：青眼情报《中国高端美妆市场与消费趋势洞察报告》，华源证券研究所

图表 18：消费者购买高端美妆动机



资料来源：青眼情报《中国高端美妆市场与消费趋势洞察报告》，华源证券研究所

2.6. 博彩：延续回暖态势，演艺活动带动客流增长

2025 年演艺端持续火热或带动核心客流持续增长。澳门 2025 年 7-9 月 GGR 分别同比增长 19.00%/12.20%/6.00%，分别恢复至 2019 年同期的 90.48%/91.32%/82.83%，25 年 10 月博彩数据进一步增长，GGR 同比增长 15.90%，恢复至 2019 年同期的 91.09%。根据澳门特区旅游局公众号，11 月澳门演艺活动仍然火热，周华健巡回演唱会、梁汉文澳门演唱会、WATERBOMB 音乐节、黑眼豆豆演唱会等一系列演艺活动多达 25 场，25 年 11 月在偏低基数下恢复度再创 2023 年以来新高，恢复至 2019 年同期的 92.2%；2026 年 2 月 GGR 为 206.27

亿澳门元，同比+4.5%，恢复至 2019 年同期的 81.3%。我们认为未来 GGR 增量或来自高端客流需求提升驱动。

图表 19：博彩端延续回暖态势，单位：百万澳门元

月份毛收入				累计毛收入		
2025 年		yoy	VS2019	2025 年		VS2019
1 月	18,254	-5.6%	73.2%	18,254	-5.6%	73.2%
2 月	19,744	6.8%	77.8%	37,998	0.5%	75.5%
3 月	19,659	0.8%	76.1%	57,657	0.6%	75.7%
4 月	18,858	1.7%	79.9%	76,514	0.8%	76.7%
5 月	21,193	5.0%	81.7%	97,707	1.7%	77.7%
6 月	21,064	19.0%	88.5%	118,771	4.4%	79.4%
7 月	22,125	19.0%	90.5%	140,896	6.5%	81.0%
8 月	22,156	12.2%	91.3%	163,052	7.2%	82.3%
9 月	18,289	6.0%	82.8%	181,341	7.1%	82.3%
10 月	24,086	15.9%	91.1%	205,427	8.0%	83.3%
11 月	21,088	14.4%	92.2%	226,515	8.6%	84.0%
12 月	20,888	14.8%	91.5%	247,404	9.1%	84.6%
2026 年		yoy	VS2019	2026 年		VS2019
1 月	22,633	24.0%	90.7%	22,633	24.0%	90.7%
2 月	20,627	4.5%	81.3%	43,261	13.9%	86.0%

资料来源：dicj，华源证券研究所

3. 投资分析意见

持续看好高端消费复苏，高端消费复苏未来有望向大众消费传导，看好后续消费板块整体性行情。美妆方面建议关注基于较高专业性与创新性的优质高端国货品牌毛戈平；黄金珠宝建议关注古法黄金赛道头部品牌老铺黄金；酒旅方面建议关注运营能力较强的头部公司，如锦江酒店、首旅酒店、华住集团、亚朵；及建议关注景气度较高的博彩公司，如银河娱乐、美高梅中国。

4. 风险提示

- 1) 经济环境表现不及预期：**宏观经济的变动一定程度上影响消费市场的表现，倘若宏观经济表现不及预期，或影响消费板块公司业绩；
- 2) 行业竞争加剧风险：**倘若行业竞争加剧，或会引发价格战等恶性竞争，进而影响公司业绩兑现及带来行业竞争格局恶化；
- 3) 品牌力下降风险：**若公司未能及时探查行业趋势并推出相应的产品或会导致公司品牌力下降，进而影响公司业绩表现。

证券分析师声明

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

一般声明

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

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

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

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

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

信息披露声明

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

投资评级说明

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

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

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

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

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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

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

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