

情绪时代，寻找消费结构性机会

新消费行业 2026 年中期投资策略

2026 年 6 月 30 日

投资要点：

分析师：邓升亮

SAC 执业证书编号：

S0340523050001

电话：0769-22119410

邮箱：

dengshengliang@dgzq.com.cn

相关报告

- 现阶段中国居民正经历从“购置资产”向“消费体验”、从“家庭消费”向“个人消费”、从“物质满足”向“精神满足”的历史性迁移。从社会消费品零售结构变化来看，中国消费正经历从“地产驱动型消费”向“悦己体验型消费”的历史性切换。家电、家具、建材等地产后周期消费伴随房地产销售下行进入低增长阶段；而黄金珠宝、旅游出行、宠物经济、演唱会娱乐、潮玩IP等满足情绪价值和精神需求的新消费赛道持续扩容。随着居民收入水平提升，消费决策开始越来越多地受到情绪价值驱动，消费需求的重心正在从功能价值转向情绪价值。
- 估值体系：从渠道竞争到心智竞争，新消费龙头重估逻辑逐步形成。传统消费企业估值主要围绕收入增速、利润增速、门店扩张、渠道覆盖率和现金流稳定性展开；而新消费企业的核心资产不再只是渠道和品牌，而是用户心智、IP资产、情绪份额和文化认同。老铺黄金等代表性企业的估值变化，表明市场开始用新的框架重新定价新消费龙头。未来能够持续创造情绪价值、形成用户认同并沉淀长期文化资产的企业，有望获得高于传统消费品公司的估值中枢。
- 投资建议：基于景气度周期与增长潜力，我们按照“短期景气度—中期成长性—长期资产化能力”筛选三条主线：短期关注旅游出行的政策与需求韧性，中期关注宠物经济的单宠消费提升，长期关注潮玩IP的情绪价值与文化资产沉淀。
- 主线一：旅游出行。在居民对大额支出更加谨慎的背景下，旅游、景区、酒店和入境游等出行相关消费成为居民情绪释放和生活品质提升的重要方式。短期看，节假日延长、春秋假试点、免签政策等有望继续强化出行消费意愿；中长期看，行业修复仍取决于宏观经济和消费预期改善。关注景区板块资源稀缺性和二次消费拓展，酒店板块关注龙头品牌升级和结构优化。
- 主线二：宠物。宠物经济是新消费时代中最典型的陪伴消费赛道。随着家庭户规模缩小、单身化和少子化趋势延续，宠物在家庭中的角色正在从“动物”转变为“家庭成员”。行业增长逻辑也正在从单纯的养宠数量扩张，转向单宠消费金额提升。宠物食品具备高频复购和品牌黏性，宠物医疗受益于科学养宠和宠物老龄化，宠物用品和服务则受益于精细化养宠趋势。我们认为，宠物经济兼具陪伴消费、必选

本报告的风险等级为中高风险。

本报告的信息均来自公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

消费和消费升级三重属性，是新消费中持续性较强的成长方向。

- **主线三：潮玩。**潮玩是本轮新消费浪潮中最具代表性的赛道之一。与传统玩具相比，潮玩更强调艺术设计、个性表达、收藏价值和情绪陪伴。我国潮玩市场近年来保持较快增长，行业从小众圈层消费走向大众年轻消费。泡泡玛特通过“IP 孵化+全渠道运营+全球化扩张”模式，验证了中国原创 IP 具备全球化商业潜力。我们认为，潮玩行业的研究重点应从“卖了多少玩具”转向“沉淀了多少 IP 资产”，建议关注具备持续 IP 孵化、用户运营和全球化扩张能力的优质公司。
- **风险提示：**（1）宏观经济波动；（2）行业政策变化；（3）自然灾害影响；（4）行业竞争加剧；（5）市场复苏不及预期。

目 录

1. 新消费崛起的底层逻辑	5
1.1 从地产时代到情绪时代	5
1.2 从渠道竞争到心智竞争	8
2. 新消费时代的估值体系重构	9
3. 旅游出行：政策刺激下关注结构性机会	12
4. 宠物：陪伴需求重构，单宠消费提升	16
5. 潮玩：情绪价值驱动，IP 资产化加速	19
6. 投资策略	22
7. 风险提示	23

插图目录

图 1：中国城市化率（%，含预测）	5
图 2：中国商品房销售面积（万平方米）	5
图 3：中国人口自然增长率（%）	5
图 4：中国全年出生人口数（万人）	5
图 5：住房等固定资产占居民总资产比重	6
图 6：旅游人数（万人）	7
图 7：艺术表演观众人次（千人）	7
图 8：平均每户人数（人）	7
图 9：一人户、二人户家庭户数	8
图 10：传统消费的估值锚	9
图 11：贵州茅台市盈率变化	10
图 12：新消费的估值驱动	11
图 13：老铺黄金动态市盈率变化	11
图 14：中国黄金动态市盈率变化	12
图 15：社会消费品零售总额增速转负	12
图 16：服务业生产韧性显现	12
图 17：国内出游人数（人次）	13
图 18：国内旅游人均消费（元）	13
图 19：节假日出游人数（亿人次）	13
图 20：节假日旅游收入（亿元）	13
图 21：节假日人均出游消费（元）	14
图 22：多地落实春秋假制度	15
图 23：分类型住宿业设施供给变化	15
图 24：2018-2025 年酒店客房数结构（按档次，%）	15
图 25：我国宠物行业 2025 年消费结构（%）	17
图 26：中国城镇宠物（犬猫）消费市场规模（亿元）	17
图 27：中国宠物犬猫家庭渗透率（%）	18
图 28：我国养宠渗透率与欧美日相比（%）	18
图 29：中国犬猫数量变化趋势（万只）	18
图 30：单只犬猫年均消费金额变化趋势（元）	18

图 31: 2023 年我国宠物行业企业集中度 (%)	19
图 32: 2024 年我国潮玩市场细分品类占比 (%)	20
图 33: 2020-2024 年全球潮玩规模与增速 (亿美元, %)	21
图 34: 2020-2024 年我国潮玩规模与增速 (亿元, %)	21
图 35: 泡泡玛特用户性别画像 (%)	21
图 36: 我国潮玩消费者年龄段分布 (%)	21

表格目录

表 1: 潮流玩具与普通玩具的区别	19
表 2: 潮流玩具分类	20
表 3: 泡泡玛特发展历程	22
表 4: 重点公司盈利预测及投资评级 (2026/6/29)	23

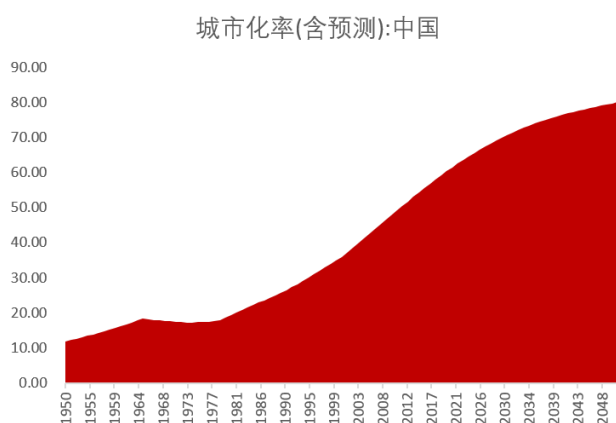
1. 新消费崛起的底层逻辑

1.1 从地产时代到情绪时代

溯源地产时代。过去二十年，中国消费增长的核心驱动力来自于人口增长、城镇化扩张以及房地产财富效应。在这一阶段，居民消费支出的主要方向围绕居住需求展开，形成了典型的“地产消费链”模式。从需求传导路径看：“人口增长→家庭形成→住房购买→装修建材→家具家电→汽车配置→社区消费”构成了过去二十年消费行业最重要的增长逻辑。

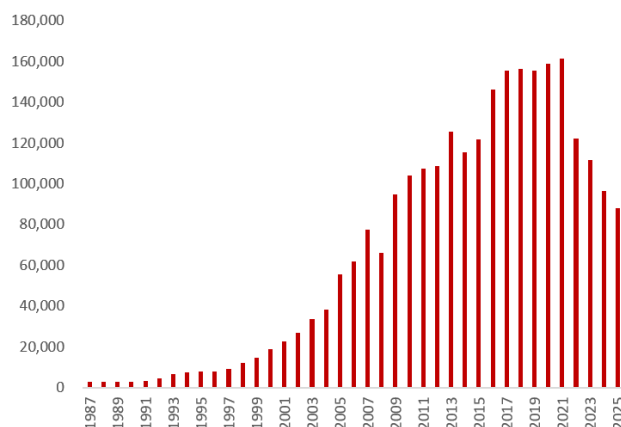
中国城镇化率由 1995 年的 31.92% 提升至 2025 年的 66.48%，大量人口流入城市催动城镇化发展，同期商品房销售面积增长超十倍，2021 年房地产销售热度峰值时期商品房销售面积增长近十九倍，房地产已成为居民财富积累的重要载体。

图 1：中国城市化率（%，含预测）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 2：中国商品房销售面积（万平方米）

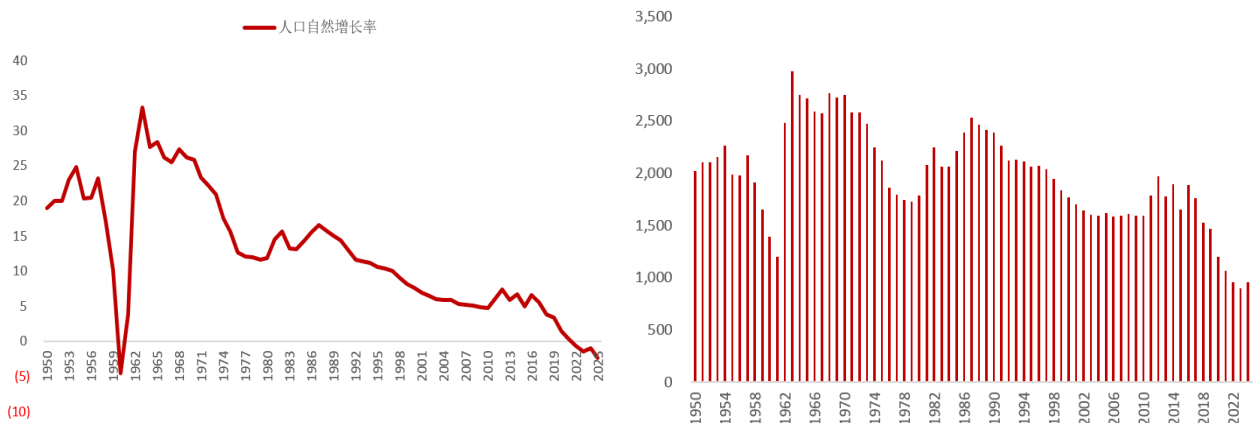


资料来源：iFind，东莞证券研究所

人口变化与住房投资回报率下降背景下居民消费行为发生变化。2021 年以来这一逻辑开始出现趋势性变化。一方面，中国人口增长进入平台期。2025 年中国出生人口已由历史高点的 2974 万人下降至 791.9 万人，人口自然增长率更是在 2022 年起转负，新增人口的持续下降对应了家庭新增住房需求的逐步放缓。另一方面，房地产市场进入存量时代。商品房销售面积数据显示，全国住宅销售成交规模较历史峰值明显回落。随着炒房热的结束，住房投资回报率下降，住房逐渐从投资品向消费品回归。在此背景下，居民资产配置行为与消费行为开始发生深刻变化。

图 3：中国人口自然增长率（%）

图 4：中国全年出生人口数（万人）

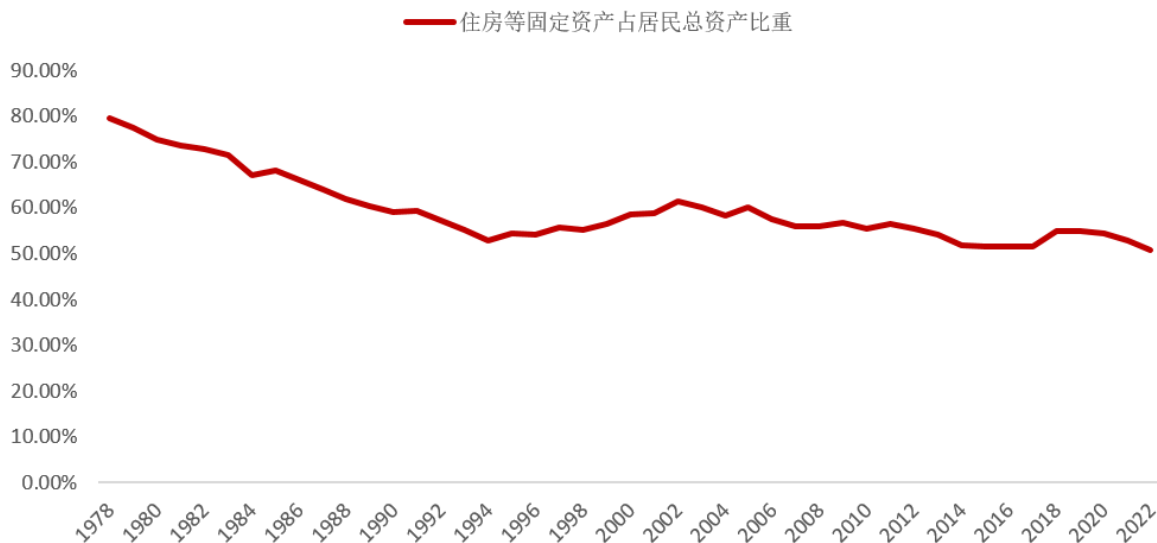


资料来源：iFind，东莞证券研究所

资料来源：iFind，东莞证券研究所

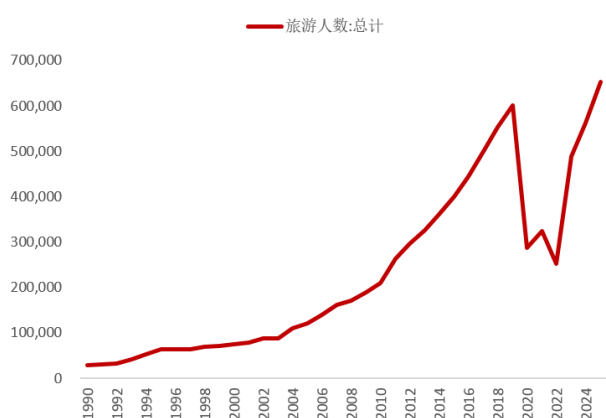
我们认为，现阶段中国居民正经历从“购置资产”向“消费体验”、从“家庭消费”向“个人消费”、从“物质满足”向“精神满足”的历史性迁移。这意味着地产消费时代逐步走向尾声，而情绪消费时代正在开启。过去居民财富增长主要来自房地产升值。房地产长期占中国居民家庭资产比例超过 50%。当房价持续上涨时，居民更倾向于进行大额耐用品消费。而在房地产进入调整周期后，居民消费行为开始呈现新的特征。从社会消费品零售结构变化来看，中国消费正经历从“地产驱动型消费”向“悦己体验型消费”的历史性切换。家电、家具、建材等地产后周期消费伴随房地产销售下行进入低增长阶段；而黄金珠宝、旅游出行、宠物经济、演唱会娱乐、潮玩 IP 等满足情绪价值和精神需求的新消费赛道持续扩容。2025 年国内旅游收入达到 6.3 万亿元，同比增长 9.5%；大型演唱会票房同比增长 13.7%；宠物消费市场规模突破 3126 亿元，均显著跑赢社零整体 3%-4% 的增长中枢。消费支出的重心正从“购置资产”转向“人生体验”，消费需求的重心正在从功能价值转向情绪价值。

图 5：住房等固定资产占居民总资产比重



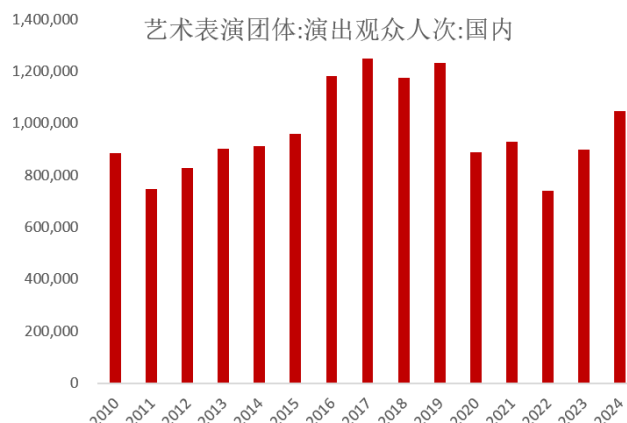
资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 6：旅游人数（万人）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

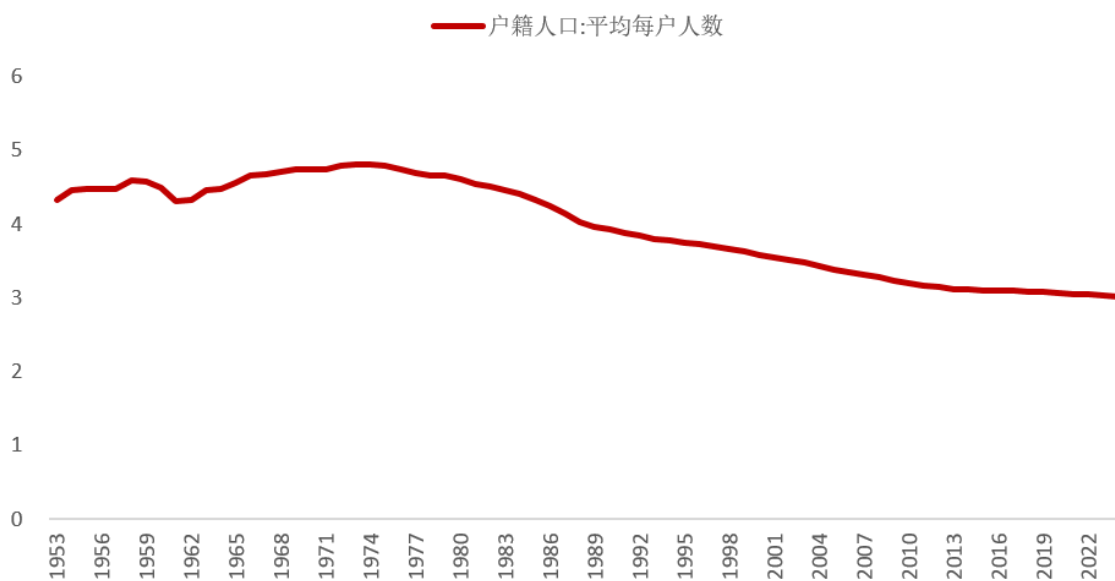
图 7：艺术表演观众人次（千人）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

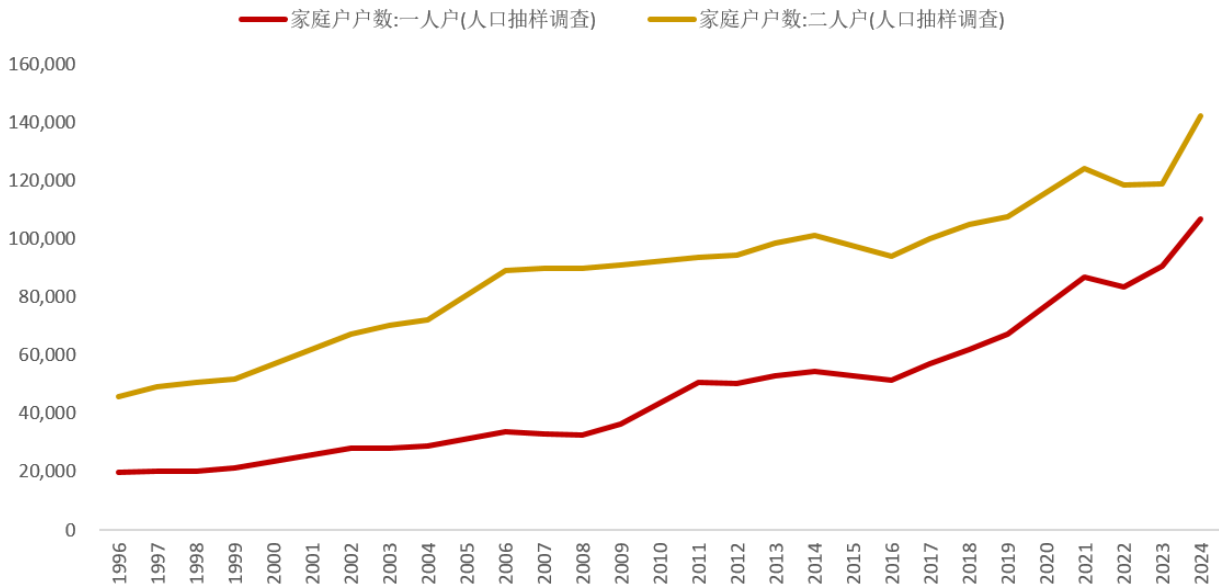
另一方面，人口结构变化带来的消费主体转移。《中国人口和就业年鉴》显示，中国家庭平均户规模持续下降，至 2024 年平均每个家庭仅为 3.02 人。与此同时，单人家庭和双人家庭数量持续提升。家庭规模缩小意味着消费决策链条缩短。传统家庭消费往往强调性价比和实用性；而个人消费则更强调即时满足和情绪回报。因此出现宠物消费替代部分家庭陪伴需求；潮玩消费替代部分社交表达需求；旅游消费替代部分资产购置需求；演唱会消费替代部分传统娱乐消费需求。本轮消费结构变迁的本质，并非简单的消费升级，而是人口结构变化驱动下的效用函数重构。当消费决策主体从“家庭”转向“个人”时，消费行为天然会从满足生存与功能需求，逐步转向满足情感、社交和精神需求，这也是新消费长期成长最底层、最不可逆的驱动力。

图 8：平均每户人数（人）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 9：一人户、二人户家庭户数



资料来源：iFind，东莞证券研究所

1.2 从渠道竞争到心智竞争

除了资产占比变化导致的消费结构变化外，供给端的竞争方式也在顺应时代变化。过去二十年，中国消费行业的增长逻辑建立在一个非常清晰的时代背景之上：人口持续增长、城镇化快速推进、居民收入稳步提升，叠加产业链不断完善，消费品供给整体处于相对不足的状态。在这一阶段，消费行业的核心矛盾不是“卖给谁”，而是“能不能卖到”。谁能够更快铺开渠道、覆盖更多终端、触达更多消费者，谁就更容易获得增长。因此，传统消费研究框架长期围绕渠道展开。门店数量、经销商体系、终端覆盖率、市场份额、单店模型和坪效表现，构成了消费行业最重要的分析指标。无论是白酒、家电、乳制品，还是连锁零售，本质上都属于供不应求背景下的渠道扩张逻辑。只要企业能够持续扩大供给、提升铺货效率、抢占渠道资源，就能够在需求增长的浪潮中获得确定性回报。

但这一套框架正在失效，随着中国人口结构变化、出生率下行、家庭户规模缩小，消费需求的增量基础明显弱化。同时，中国产业链已经高度发达，制造能力、物流能力、零售能力和数字化能力持续提升，消费品供给已经从“稀缺”走向“过剩”。今天的消费市场不再是供不应求的状态，消费者对商品提出了更高的要求，商品销售需要为消费者提供下单的理由。线上平台、直播电商、内容电商和即时零售的发展，进一步压缩了消费者获取商品的成本，也极大提高了商品之间的可替代性。在这样的环境下，消费行业的竞争逻辑已经从过去的供给竞争、渠道竞争，转向流量竞争、心智竞争和内容竞争。企业最重要的资产，也不再只是渠道资源，而是消费者注意力、品牌认知和心智占位，概括为情绪价值。

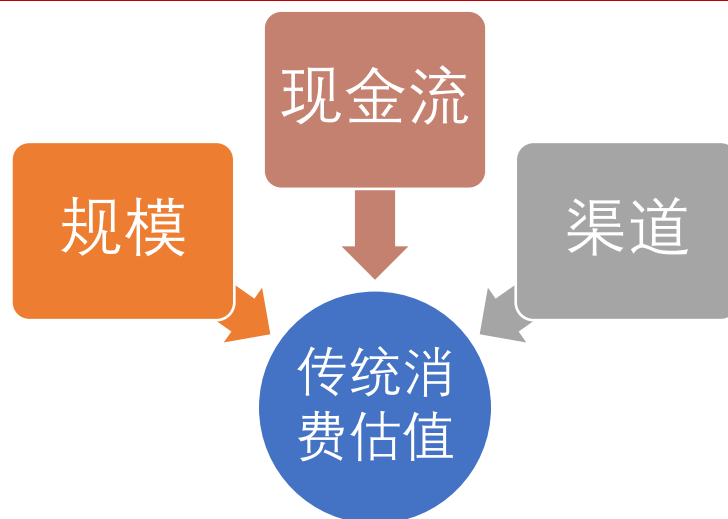
消费需求的变化，本质上是居民需求层次不断提升的结果。在收入水平较低、物质供给相对不足的阶段，消费者更关注产品是否耐用、是否便宜、是否实用，功能价值是购买决策的核心。但随着居民收入水平提升，消费决策开始越来越多地受到情绪价值驱动。

为何新消费能够独立于传统消费逻辑进行估值。我们认为情绪价值并不是脱离产品本身的附加概念，而是消费者在功能满足之外获得的心理回报。这种回报可能来自身份认同、审美愉悦、兴趣表达、圈层归属、情感陪伴，也可能来自一种“奖励自己”的即时满足感。消费者购买的不只是产品本身，更是产品所承载的情绪体验和生活方式表达。因此，新消费并不是简单的“卖得更贵”，而是消费者愿意为情绪体验、审美表达和精神满足支付更高价格。产品的价值不再只由成本决定，而是由其所能提供的情绪回报决定。消费者愿意为“喜欢”“认同”“好看”“有趣”“有共鸣”支付溢价，年轻消费者越来越多地把情绪价值排在功能价值之上，因此新消费企业能够持续获得不同于传统消费逻辑的高估值。

2. 新消费时代的估值体系重构

传统消费估值的“三驾马车”。在传统消费时代，企业估值主要围绕收入增速、利润增速、门店扩张、市场份额及渠道覆盖率等指标展开，本质上反映的是企业的经营效率，尤其是其在供给扩张、渠道渗透和终端触达方面的能力。比如白酒行业长期看重经销商体系和宴席场景覆盖，家电行业强调线下零售网络和渠道下沉能力，连锁零售则更直接比较门店数量和单店模型。只要企业能够持续实现开店、铺货和终端覆盖率提升，市场通常就会给予相应的估值溢价。

图 10：传统消费的估值锚



资料来源：东莞证券研究所

以白酒、乳制品、调味品、家电等传统消费龙头为例，其估值逻辑通常建立在几个基础之上：需求稳定、现金流可预测，渠道成熟、经营波动较小，品牌壁垒较强、竞争格局相对稳定，分红能力较强、具备类债券属性。一旦行业进入成熟期，估值中枢往往会逐步回归到利润增速、ROE 和分红率所能支撑的水平。

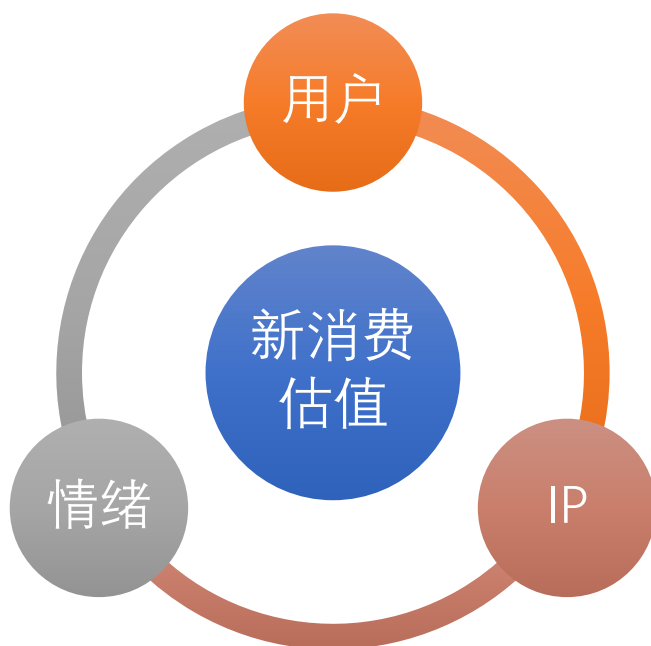
图 11：贵州茅台市盈率变化



资料来源：iFind，东莞证券研究所

品牌认知构建与用户心智争夺成为新消费估值的关键。与传统消费不同，新消费企业的价值并不完全取决于当前卖出了多少商品，而在于其是否能够持续占据消费者心智、是否能够形成稳定复购、是否能够通过内容和社群不断放大品牌影响力。因此，泡泡玛特和老铺黄金等新消费龙头能够取得远高于其现实市占率的估值水平。新消费的估值体系加入了新的驱动因素，包括用户规模、用户活跃度、复购率、社群黏性、IP 影响力、内容传播能力以及跨品类延展能力。新消费企业的估值逻辑不再只是看利润倍数，而是要同时看成长性、传播性和资产化能力。

图 12：新消费的估值驱动



资料来源：东莞证券研究所

以老铺黄金为例，商品的附加属性让其价格能远超具备公允价值的传统金饰品。老铺黄金与传统金店虽然同处黄金珠宝赛道，但估值逻辑并不相同。老铺黄金在上市后至 2025 年中估值快速抬升，核心来自市场对其品牌化、审美化、奢侈品化路径的认可。同期中国黄金、周大福、老凤祥等传统金店表现偏弱，市场更关注其同质化、低毛利和金价波动压力。从老铺黄金与中国黄金历史估值区间数据来看，老铺黄金的估值高峰主要由品牌溢价、审美溢价和消费升级驱动；而 2026 年中国黄金估值飙升，则更多体现为金价上涨背景下黄金零售链条的商品 β 重估。进入 2026 年后，随着金价大幅上涨，黄金零售链条的商品 β 被重新定价，以中国黄金为代表的标的估值显著抬升，而老铺黄金则因前期估值透支、增长预期回落和品牌溢价收缩而走弱。估值走势的分化，说明老铺黄金的高估值本质上是作为高端消费品牌来定价，定价对象不是“黄金”本身，而是设计、工艺、文化叙事和身份表达。

图 13：老铺黄金动态市盈率变化



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 14：中国黄金动态市盈率变化



资料来源：iFind，东莞证券研究所

新消费估值体系能否长期成立，最终仍要回到基本面验证，我们认为至少要看增长、效率和积累三条线。增长决定收入和利润能否持续兑现，尤其是海外扩张、新IP和新品类延展能否带来新增量；效率决定高估值能否被毛利率、费用率和经营现金流所支撑；积累则决定IP、用户、内容和社群能否沉淀为可复用、可扩张的长期资产。如果只有短期热度而缺乏持续增长，只有高毛利而缺乏用户沉淀，只有单一爆款而缺乏IP矩阵的公司，估值最终仍会回归基本面。而能够持续创造情绪价值、形成用户认同并沉淀文化资产的企业，则有望获得长期高于传统消费龙头的估值中枢。

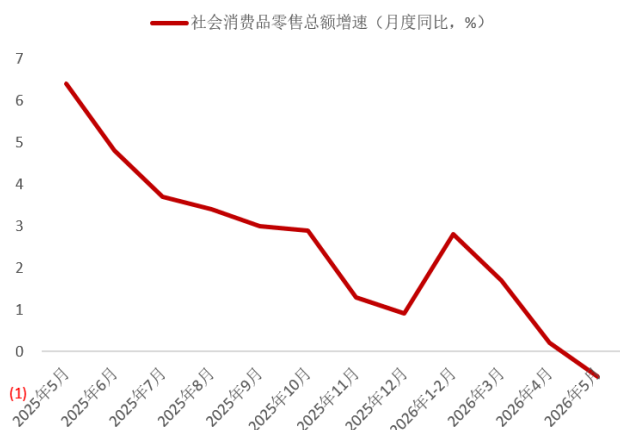
3. 旅游出行：政策刺激下关注结构性机会

出行服务火热体现居民消费从“买功能”向“买体验”的迁移。过去二十年，居民大额消费更多围绕住房、汽车、家电等资产型和实体消费品展开；而在人口增长放缓、地产消费链条走弱、年轻消费者更加重视精神世界和即时体验的背景下，旅游、酒店、景区、免税等出行相关服务消费，正在成为居民提升生活质量、获得情绪价值和特殊体验的重要支出方向。

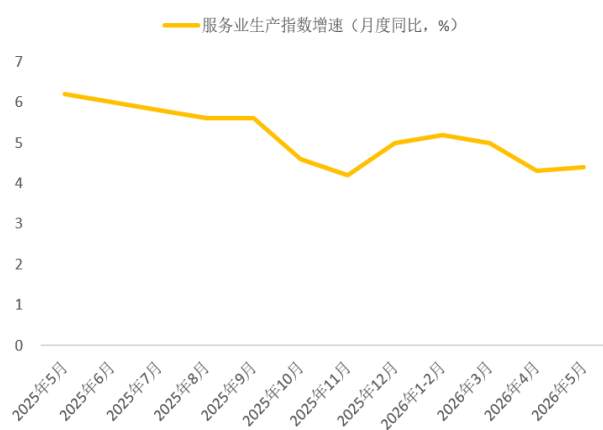
当前阶段“口红效应”表现得更为明显。在整体消费信心偏弱、居民对大额资产性支出更加谨慎的背景下，消费者支出增速逐渐下降，2026年5月社会消费品零售总额单月同比增速转负至-0.6%，但并未同步削减全部消费，而是将支出转向更具情绪价值、即时满足感和可负担性的体验型消费。近一年来，服务业生产指数同比增速微降，但整体保持在4%以上，在消费下行阶段表现出强大韧性。出行服务正是这一消费迁移的重要承接方向。短途旅游、周边游、城市微度假以及高性价比酒店产品，既能够满足情绪释放和生活品质提升的需求，又不需要承担过高的经济压力，因此在当前阶段展现出较强的消费韧性。

图 15：社会消费品零售总额增速转负

图 16：服务业生产韧性显现



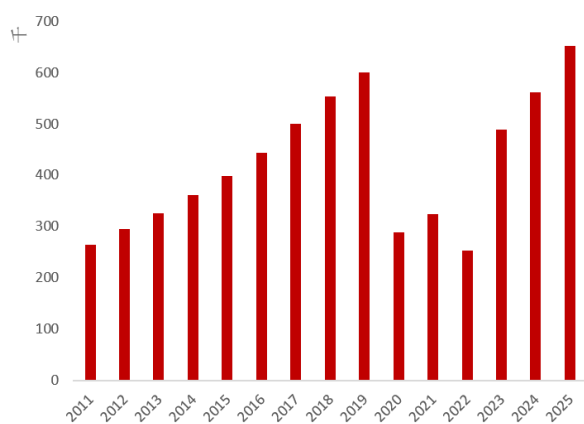
资料来源：国家统计局，东莞证券研究所



资料来源：国家统计局，东莞证券研究所

国内出游人数快速恢复，旅游行为改变。消费的结构性变化解释了当前旅游市场“人次恢复快于人均消费”的特征——消费者更愿意“多出行、轻消费”，通过增加出行频次来获得体验，而非单次高额消费。出行消费并未因宏观环境承压而明显收缩，而是以更加分散、更高频、更注重性价比的方式持续释放，体现出较强的抗周期能力和需求韧性。这种由“口红效应”驱动的消费结构调整，将在未来一段时间内持续支撑出行服务行业的基本盘。

图 17：国内出游人数（人次）



资料来源：iFind，文旅部，东莞证券研究所

图 18：国内旅游人均消费（元）

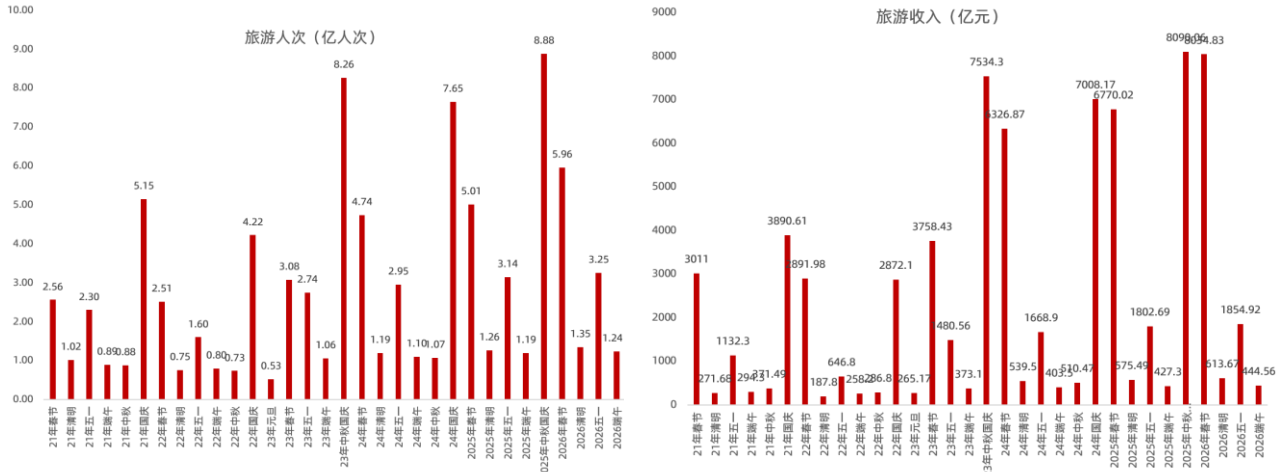


资料来源：iFind，文旅部，东莞证券研究所

国内旅游需求延续修复，人均消费微降。2025 年国内出游需求已经保持较快增长，2026 年以来这一趋势进一步延续。2026 年一季度，国内居民出游人次达到 19.01 亿，同比增长 6.0%；春节假期、五一假期和端午假期国内出游人次分别达到 5.96 亿、3.25 亿和 1.24 亿人次，显示居民出游需求仍具韧性。人均旅游消费与上年同期相比均微降，旅游消费结构上仍呈现“人次增长快于人均消费修复”的特征，消费者仍然愿意出游，但在消费行为上更加理性，更加关注性价比、体验感和内容供给。

图 19：节假日出游人数（亿人次）

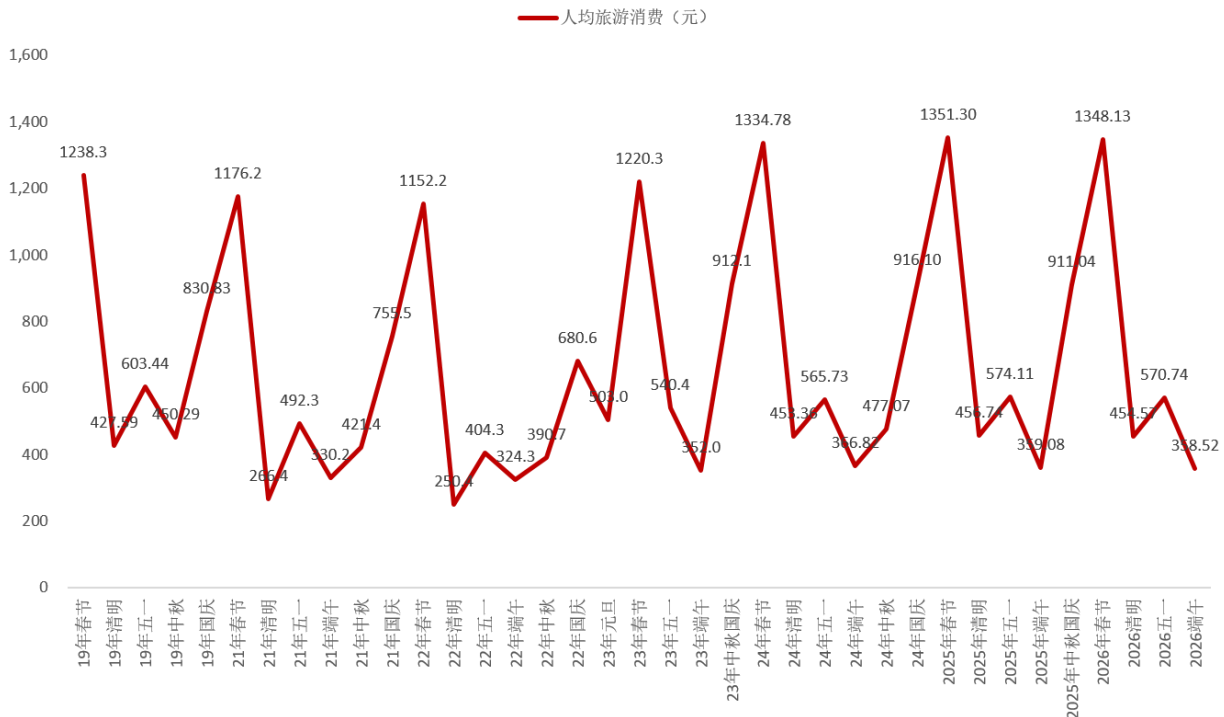
图 20：节假日旅游收入（亿元）



资料来源：文旅部，东莞证券研究所

资料来源：文旅部，东莞证券研究所

图 21：节假日人均出游消费（元）



资料来源：文旅部，东莞证券研究所

春秋假实施范围扩大，春季出游火热。2025 年以来，春秋假制度从“政策倡导”逐步进入“地方落地”阶段。2025 年 3 月国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》，明确提出“鼓励有条件的地方探索设置中小学春秋假”。随后 2025 年 9 月商务部等 9 部门联合发布《关于促进服务消费高质量发展的若干措施》，再次强调优化学生假期安排、探索春秋假制度。在政策推动下，多地已开始实质性试点。浙江省教育厅发布通知，明确部分地区中小学实行秋假制度，假期通常安排在 10 月中下旬；四川、江苏等地亦在部分城市探索春秋假安排。根据文化和旅游部数据，2026 年春季部分试点地区春假期间，本地及周边景区客流同比增长明显，部分热门景区

出现预约饱和现象。春秋假对旅游行业的意义不仅在于“增加假期”，更在于“重构时间结构”。一方面，春秋假有效填补了传统旅游淡季的需求空档，有助于平滑景区客流波动；另一方面，春秋假以学生家庭为核心客群，带动亲子游、研学游、周边游等细分需求增长，提升旅游消费的结构质量。相比集中在黄金周的“拥挤式出游”，春秋假更有利于形成分散化、常态化的出行模式实现“削峰填谷”，从而改善行业整体经营稳定性。

图 22：多地落实春秋假制度

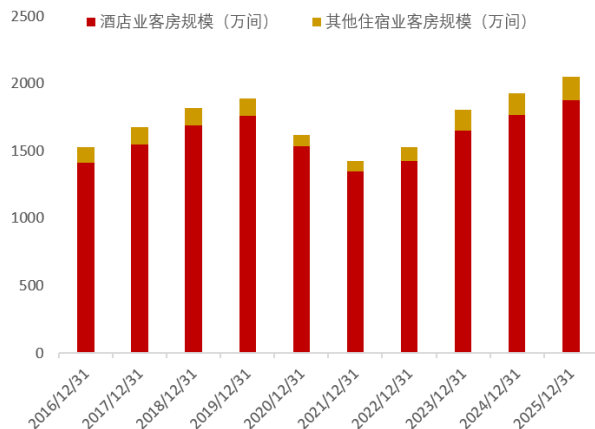


资料来源：央视新闻，东莞证券研究所

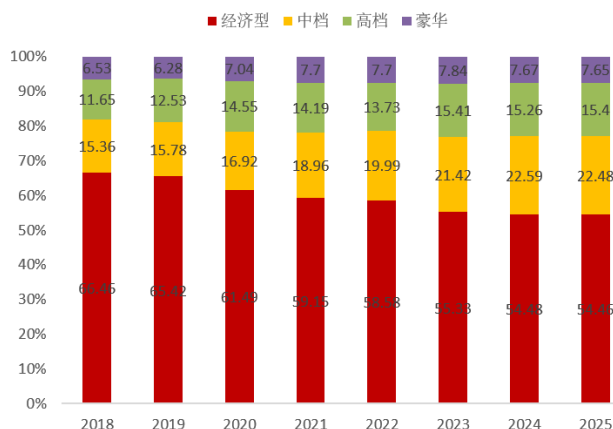
酒店供给压力仍在，龙头通过品牌升级实现结构优化。近年来酒店行业供给持续扩张，尤其是中低端酒店增长较快，叠加消费者价格敏感度提升，导致阶段性竞争加剧。但从边际变化看，行业最困难阶段或已过去。2025 年酒店客房总数再创历史新高，但消费分级加剧，市场呈现显著的“K 型分化”——头部连锁品牌、中高端及生活方式酒店持续增长，而近 58.2% 的非连锁单体酒店面临客源流失与盈利压力。相比简单依赖规模扩张，龙头企业正通过品牌升级和结构优化提升竞争力。中高端品牌矩阵持续完善，产品迭代加快，使酒店从标准化住宿工具逐步转向具备体验属性的消费场景。从新消费角度看，酒店已成为旅行体验的重要组成部分，消费者更加关注设计感、服务体验和场景差异，中高端及特色酒店价值提升明显。建议关注龙头通过品牌力、会员体系和运营能力实现结构性增长。

图 23：分类型住宿业设施供给变化

图 24：2018-2025 年酒店客房数结构（按档次，%）



资料来源：中国饭店协会，东莞证券研究所



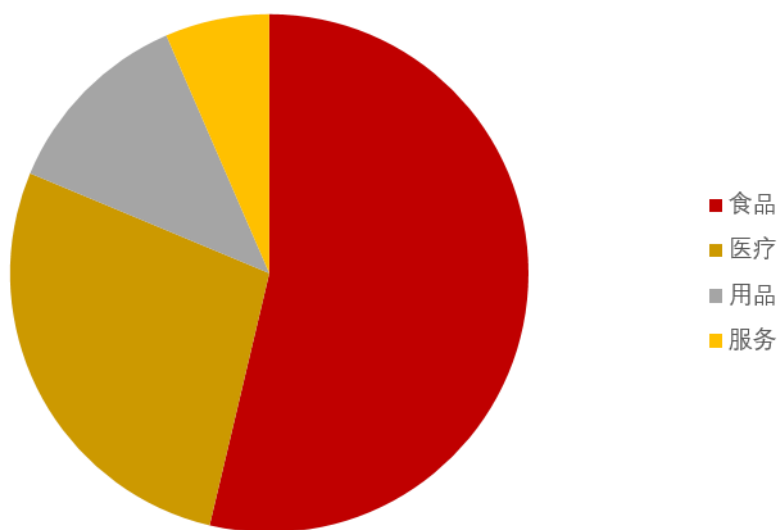
资料来源：中国饭店协会，东莞证券研究所

4. 宠物：陪伴需求重构，单宠消费提升

宠物经济是新消费时代中最典型的情感消费赛道。随着人口增长放缓、家庭户规模缩小、单身化和少子化趋势持续推进，宠物在越来越多家庭中的角色正在从“动物”转变为“家庭成员”，宠物消费也从过去相对可选的低频支出，逐步转变为具有较强黏性和持续性的情感消费。宠物经济的增长背后是居民情感结构变化带来的消费支出迁移。过去家庭人口多，消费更多围绕住房、汽车、家电、教育等传统家庭场景展开。随着人口结构变迁，在年轻消费者独居比例提升、婚育年龄推后、家庭陪伴需求变化的背景下，宠物开始承担部分情感陪伴和家庭关系功能。消费者逐渐愿意为宠物食品、医疗、用品、洗护、美容、保险和智能设备等持续付费，本质上是为陪伴关系、情绪满足和生活方式买单。宠物经济是“悦己消费”向“陪伴消费”延伸的重要方向。

宠物消费已经形成较完整的产业链，主要包括宠物食品、宠物医疗、宠物用品、宠物服务等环节。其中，宠物食品是当前国内宠物消费中最大的细分市场，具有高频、刚需和复购属性，市场份额为 53.7%；宠物医疗是第二大市场，市场份额为 27.6%，伴随宠物老龄化、科学养宠意识提升和诊疗服务升级，具备较高成长潜力；宠物用品和宠物服务则受益于养宠精细化趋势，逐步从基础功能消费向智能化、个性化和情绪化消费升级，市场份额分别为 12.2%、6.5%。

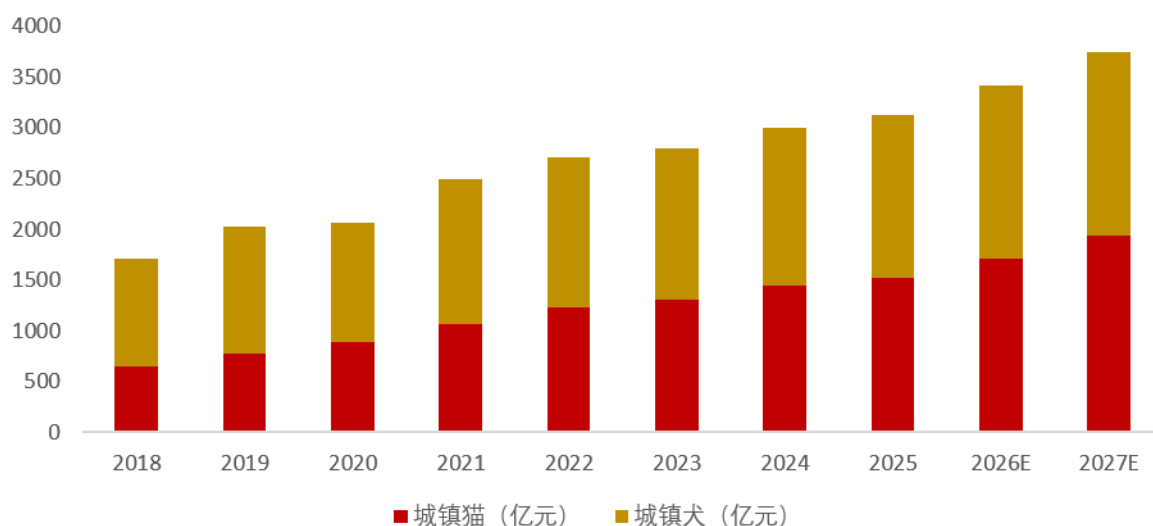
图 25：我国宠物行业 2025 年消费结构（%）



资料来源：《2026 年中国宠物行业白皮书》，东莞证券研究所

我国宠物市场近年来保持较快增长。根据《中国宠物行业白皮书》，2018-2025 年，我国城镇宠物犬猫消费市场规模由 1708 亿元增长至 3126 亿元。其中，犬消费市场规模达 1606 亿元，较 2024 年上升 3.2%，猫消费市场规模达 1520 亿元，较 2024 年上升 5.2%。预计 2028 年城镇宠物（犬猫）消费市场规模达 4050 亿元。其中，犬消费市场规模达 1923 亿元，猫消费市场规模达 2184 亿元。宠物猫消费增长明显快于宠物犬消费，或与城市居住空间收缩、年轻人生活节奏加快以及独居人群增加有关，“低空间占用、低遛养成本、高陪伴属性”的猫经济持续崛起，猫类宠物因更适应城市生活环境，成为年轻人养宠的重要选择之一。

图 26：中国城镇宠物（犬猫）消费市场规模（亿元）



资料来源：《2022-2026 年中国宠物行业白皮书》，东莞证券研究所

目前我国养宠渗透率远低于海外，未来还有较大提升空间。根据艾瑞咨询测算，2023 年国内宠物犬家庭渗透率约为 17.8%，预计 2026 年有望达到 19.4%；2023 年国

内宠物猫家庭渗透率约为 16.4%，预计 2026 年有望达到 18.6%。2021 年美国、日本及欧洲宠物渗透率分别达到 70%、57%和 46%。与国际成熟市场相比，目前我国养宠渗透率还较低。未来随着我国经济发展、人均收入提升，我国养宠渗透率有望不断上升，有望带动我国宠物消费市场保持增长。

图 27：中国宠物犬猫家庭渗透率（%）

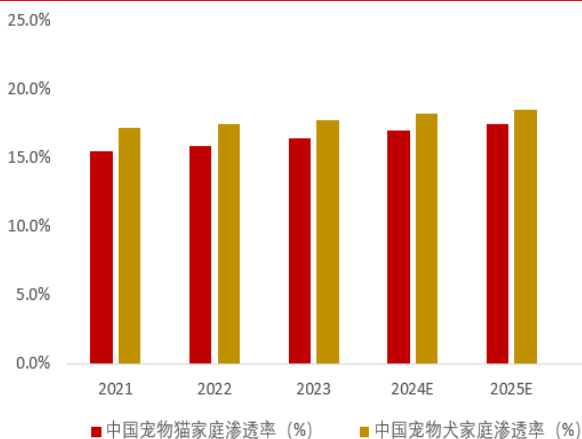
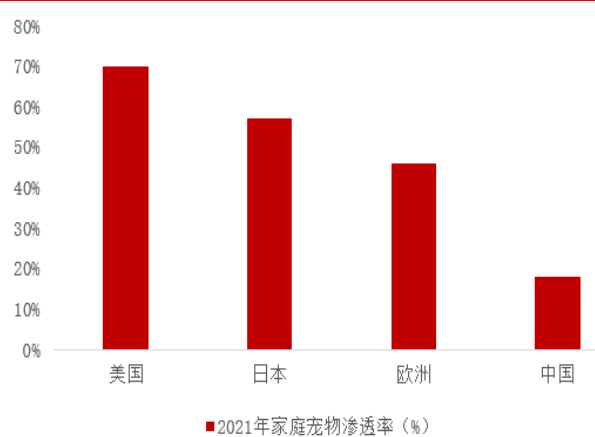


图 28：我国养宠渗透率与欧美日相比（%）



资料来源：艾瑞咨询《2024 年中国宠物行业研究报告》，东莞资料来源：京东《2022 年中国宠物行业趋势洞察白皮书》，东莞证券研究所

宠物行业的增长逻辑正在从单纯的“数量扩张”转向“单宠消费提升”。从犬猫数量看，2025 年我国城镇犬猫数量为 1.26 亿只，较 2024 年增长 221 万只，同比增速约 1.8%，其中宠物犬数量为 5343 万只，同比增长 85 万只，宠物猫数量为 7289 万只，同比增长 136 万只。整体来看，犬猫数量仍在增长，但增速已经明显放缓，行业单纯依靠养宠数量提升驱动规模扩张的阶段正在边际弱化。但与此同时，宠物消费金额仍在持续创新高。2025 年，单只宠物犬年均消费金额达到 3006 元，较 2024 年增长 1.5%；单只宠物猫年均消费金额达到 2085 元，较 2024 年增长 3.2%。这说明即使宠物数量增长趋缓，消费者在单只宠物上的支出仍在提升，宠物行业正在从“养得更多”转向“养得更好”。实质上是宠物家庭成员化、精细化养宠和科学养宠趋势持续深化，宠物食品、医疗、用品、洗护、美容等消费需求不断升级。

图 29：中国犬猫数量变化趋势（万只）

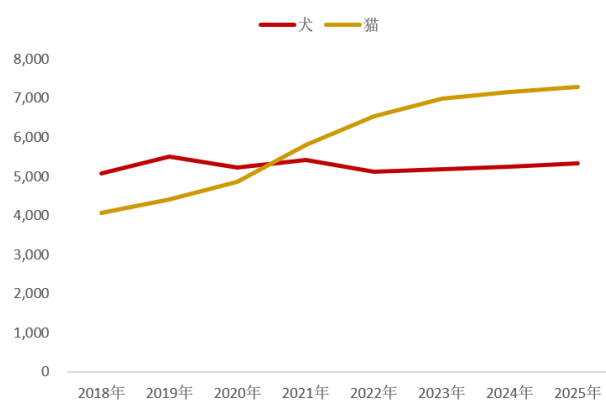
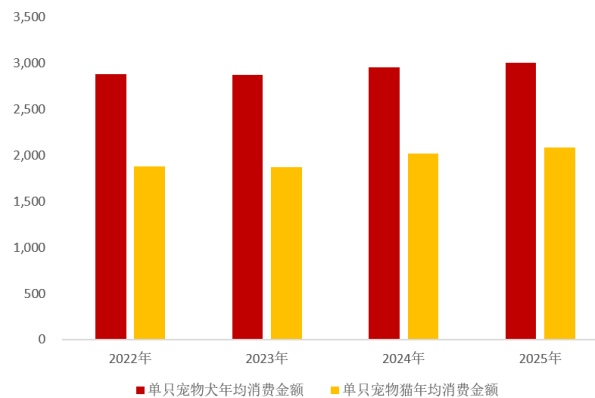


图 30：单只犬猫年均消费金额变化趋势（元）

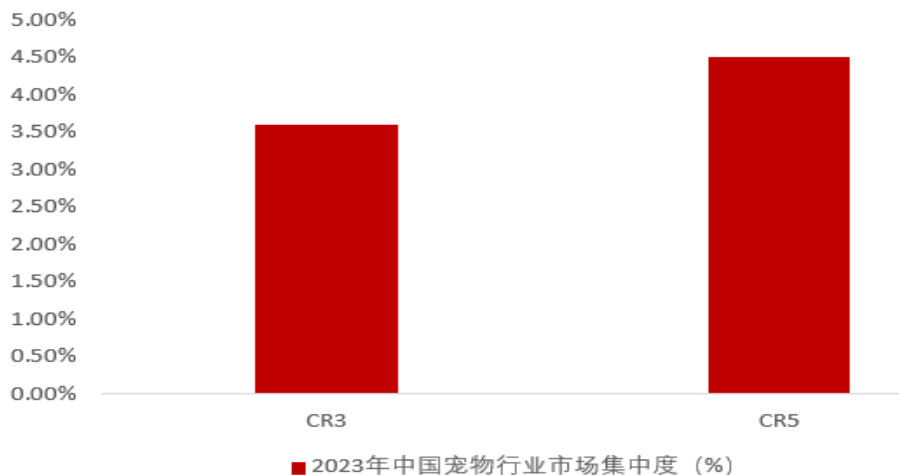


资料来源：《2026 年中国宠物行业白皮书》，东莞证券研究所 资料来源：《2026 年中国宠物行业白皮书》，东莞证券研究所

我国宠物行业集中度还较低。我国宠物行业竞争者较多，目前包括乖宝宠物、中宠

股份等本土知名宠物企业，同时其他小微型宠物行业企业数量众多。2023 年，我国宠物行业 CR3 和 CR5 分别达到 3.6% 和 4.5%，竞争格局较为分散，未来优质宠物龙头的集中度还有很大提升空间。

图 31：2023 年我国宠物行业企业集中度（%）



资料来源：前瞻产业院《洞察 2024：中国宠物行业竞争格局及市场份额》，东莞证券研究所

未来应关注单宠消费金额提升带来的 ARPU 增长。尤其是宠物猫数量和消费金额增速均快于宠物犬，说明猫经济正在成为行业增长的重要结构性方向。未来宠物行业的核心机会，将从早期渗透率提升带来的数量红利，逐步转向食品高端化、医疗刚需化、用品智能化和服务精细化带来的消费升级红利。

5. 潮玩：情绪价值驱动，IP 资产化加速

潮玩是本轮新消费浪潮中最具代表性的赛道之一。与传统玩具相比，潮流玩具并不单纯强调可玩性和教育性，而是更强调艺术设计、个性表达、收藏价值和情绪陪伴。换句话说，潮玩的核心消费场景并非“儿童娱乐”，而是年轻消费者围绕兴趣、审美、社交和情绪满足形成的精神消费，使得潮玩行业成为情绪消费时代最早爆发的代表性行业之一。

表 1：潮流玩具与普通玩具的区别

特征	潮流玩具	传统玩具
设计理念	具有独特的设计和美学，基于文化娱乐 IP 进行设计，强调艺术化与个性化表达	设计注重安全性、功能性与教育性，强调玩具的实用价值和为用户（尤其是儿童）的成长辅助
用途与功能	可玩性较低，具有美学属性与收藏价值	具有可玩性，满足娱乐需求的同时，附带教育、锻炼技能等附加价值
目标受众	年轻的潮流人群	儿童与青少年
蕴含的价值	具有二次销售、收藏和拍卖属性	附加值低，一般一次性销售

资料来源：智研咨询，东莞证券研究所

潮玩品类丰富，盲盒占比最大。从产品属性看，潮流玩具通常以艺术玩具、盲盒公

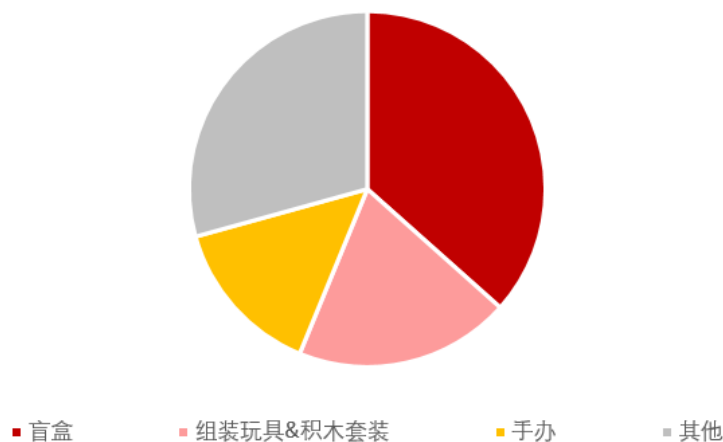
仔、手办模型等形式出现，其中盲盒是目前国内潮玩市场中占比最高的品类。盲盒模式在产品之外叠加了惊喜感、收集感和稀缺感。消费者购买盲盒时，不只是购买一个公仔，也是在购买拆盒前的不确定性、获得隐藏款的期待感，以及系列收集过程中的满足感。这种机制使潮玩从一次性消费品转化为具有持续复购属性的兴趣消费品。

表 2：潮流玩具分类

潮玩分类	简介
艺术玩具	一种以艺术性和观赏性为主要特点的潮流玩具，通常由艺术家或设计师设计，具有独特的外观和创意元素。
盲盒公仔	一种随机抽取的潮流玩具，通常以系列的形式推出，每个公仔都有不同的外观和特点，消费者在购买时不知道会得到哪个公仔。
手办模型	一种以动漫、游戏等 IP 为原型的潮流玩具，通常由原作者授权并限量发行，具有较高的收藏价值。
BJD 玩具	一种球形关节人偶玩具，通常以动漫、游戏等 IP 为原型设计，具有较高的互动性和观赏性。

资料来源：华经产业研究院，东莞证券研究所

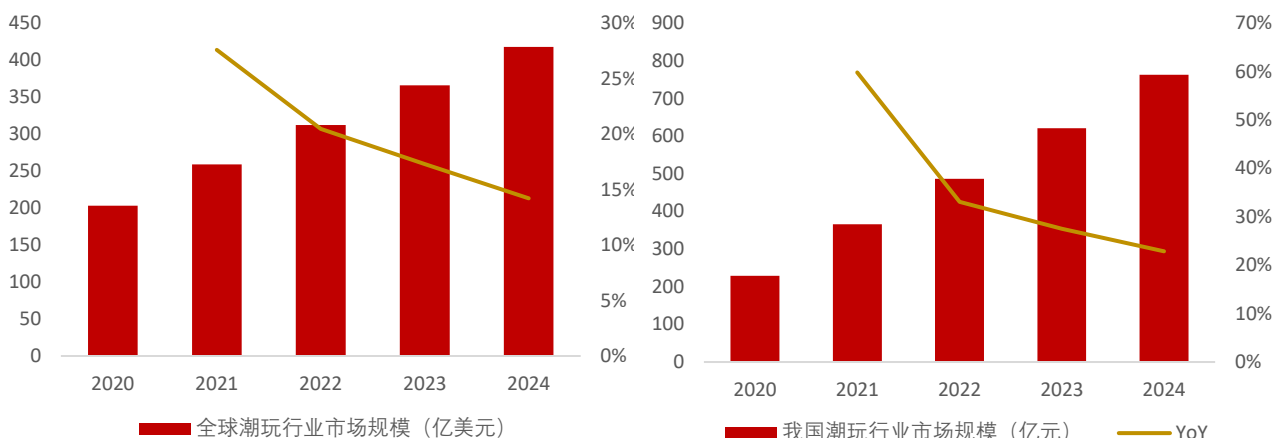
图 32：2024 年我国潮玩市场细分品类占比（%）



资料来源：智研咨询，东莞证券研究所

我国潮玩市场近年来保持快速增长。随着盲盒、手办、拼搭角色类玩具等核心品类逐步被大众消费者接受，潮玩已经从小众圈层消费走向大众年轻消费。根据中商产业研究院数据，2020—2024 年我国潮玩市场规模从 229 亿元增长至 763 亿元，年均复合增速达到 35.11%。同期全球潮玩市场规模从 203 亿美元增加至 418 亿美元，年均复合增速将近 20%，也保持双位数增长。潮玩文化并非中国单一市场现象，而是全球年轻消费群体共同的情绪表达方式。潮玩市场快速扩容表明非刚需、非功能型消费在年轻人中同样可以形成高频复购和较强支付意愿。

图 33：2020-2024 年全球潮玩规模与增速（亿美元，%）图 34：2020-2024 年我国潮玩规模与增速（亿元，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

资料来源：Wind，东莞证券研究所

潮玩消费人群具有鲜明的新消费特征。女性潮玩消费者群体占比整体高于男性，以泡泡玛特为例，女性用户占比约 70%，男性用户占比约 30%。从年龄结构看，Z 世代是潮玩消费主力，在我国潮玩消费者中占比约 40%。同样验证了年轻消费者不再只为功能买单，而是更加愿意为审美、兴趣、陪伴和社交表达支付溢价。潮玩消费背后的关键词并不是“玩具”，而是“悦己”，满足年轻人在现实压力下对于即时快乐、情感陪伴和圈层认同的需求。

图 35：泡泡玛特用户性别画像 (%)

图 36：我国潮玩消费者年龄段分布 (%)



资料来源：新华网，中国社会科学院财经战略研究院，东莞证券研究所

资料来源：研精毕智信息咨询，东莞证券研究所

潮玩龙头核心壁垒明显有别于传统玩具企业。以中国潮玩行业龙头泡泡玛特为例，泡泡玛特是潮玩行业最具代表性的龙头样本。公司从早期潮流商品集合店逐步转型为潮玩行业全产业链综合运营平台，形成了“IP 孵化+全渠道运营+全球化扩张”的商业模式。与传统玩具企业相比，泡泡玛特的核心壁垒并不只是生产制造，而是 IP 孵化、IP 运营和用户心智经营。泡泡玛特的渠道体系也体现出新消费企业不同于传统零售企业的特点。公司并非单纯依靠门店扩张，而是通过线下门店、机器人商店、抽盒机、平台电商、内容电商和海外官网等多渠道触达消费者。

表 3：泡泡玛特发展历程

时间	公司重要事件
2010	泡泡玛特公司成立，第一家门店在北京欧美汇购物中心开业。
2015	在北京王府井推出全新 lifestyle 概念旗舰店
2016	与设计师 Kenny Wong（王信明）签署战略合作，首款潮流玩具产品 Molly 星座系列盲盒上市
2017	在北京举办中国大陆地区首个大型潮流玩具展会
2018	在上海举办亚洲规模最大的国际潮流玩具展会；与迪士尼签约，推出第一个版权 IP 潮玩系列“米奇家族坐坐”系列
2019	在中国潮流玩具零售市场排名第一，市场份额为 8.5%
2020	成功在香港上市
2021	在北美市场的首家海外门店加拿大首店开业
2023	国内首个潮玩行业沉浸式 IP 主题乐园“泡泡玛特城市乐园”落地北京朝阳公园
2024	在西藏自治区的首家门店开业，标志着门店版图已实现全国省级行政区全覆盖
2025	LABUBU 系列全球爆红，公司总市值突破 4000 亿港元

资料来源：泡泡玛特官网，百度百科，东莞证券研究所

6. 投资策略

基于景气度周期与增长潜力，我们按照“短期景气度—中期成长性—长期资产化能力”筛选三条主线：短期关注旅游出行的政策与需求韧性，中期关注宠物经济的单宠消费提升，长期关注潮玩 IP 的情绪价值与文化资产沉淀。

- **主线一：旅游出行。**在居民对大额支出更加谨慎的背景下，旅游、景区、酒店和入境游等出行相关消费成为居民情绪释放和生活品质提升的重要方式。短期看，节假日延长、春秋假试点、免签政策等有望继续强化出行消费意愿；中长期看，行业修复仍取决于宏观经济和消费预期改善。关注景区板块资源稀缺性和二次消费拓展，酒店板块关注龙头品牌升级和结构优化。建议关注：长白山（603099）、峨眉山 A（000888）、首旅酒店（600258）、君亭酒店（301073）、中国中免（601888）。
- **主线二：宠物。**宠物经济是新消费时代中最典型的陪伴消费赛道。随着家庭户规模缩小、单身化和少子化趋势延续，宠物在家庭中的角色正在从“动物”转变为“家庭成员”。行业增长逻辑也正在从单纯的养宠数量扩张，转向单宠消费金额提升。宠物食品具备高频复购和品牌黏性，宠物医疗受益于科学养宠和宠物老龄化，宠物用品和服务则受益于精细化养宠趋势。我们认为，宠物经济兼具陪伴消费、必选消费和消费升级三重属性，是新消费中持续性较强的成长方向。建议关注：中宠股份（002891）、乖宝宠物（301498）、源飞宠物（001222）。

- **主线三：潮玩。**潮玩是本轮新消费浪潮中最具代表性的赛道之一。与传统玩具相比，潮玩更强调艺术设计、个性表达、收藏价值和情绪陪伴。我国潮玩市场近年来保持较快增长，行业从小众圈层消费走向大众年轻消费。泡泡玛特通过“IP 孵化+全渠道运营+全球化扩张”模式，验证了中国原创 IP 具备全球化商业潜力。我们认为，潮玩行业的研究重点应从“卖了多少玩具”转向“沉淀了多少 IP 资产”，建议关注具备持续 IP 孵化、用户运营和全球化扩张能力的优质公司。建议关注：奥飞娱乐（002292）。

表 4：重点公司盈利预测及投资评级（2026/6/29）

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS (元)			PE			评级	评级变动
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E		
600258	首旅酒店	11.08	0.73	0.84	0.95	15.25	13.21	11.72	增持	维持
603099	长白山	35.38	0.47	0.62	0.72	74.50	57.39	49.00	买入	维持
000888	峨眉山 A	9.01	0.42	0.53	0.59	21.58	17.16	15.34	增持	维持
301073	君亭酒店	18.44	0.12	0.34	0.54	155.33	53.64	34.17	增持	上调
601888	中国中免	53.60	1.73	2.48	2.91	31.06	21.61	18.43	买入	上调
002292	奥飞娱乐	6.52	0.05	0.09	0.13	134.14	72.44	50.15	增持	下调
002891	中宠股份	27.00	1.13	1.41	1.84	23.80	19.18	14.69	买入	维持
301498	乖宝宠物	40.80	1.68	1.86	2.29	24.27	21.92	17.80	买入	维持
001222	源飞宠物	13.46	0.61	0.94	1.20	22.17	14.29	11.22	增持	下调

资料来源：iFind，东莞证券研究所

7. 风险提示

- (1) **自然灾害风险。**旅游出行受自然灾害等影响较大，可能产生阻断客流等风险。
- (2) **政策风险。**景区等部分板块受政策监管影响较大。可能产生政策变动强制要求降价或免门票导致收入下降等情况。
- (3) **市场竞争加剧。**市场竞争加剧可能导致行业价格战等，进而导致盈利能力下降。
- (4) **市场复苏不及预期。**市场修复可能不及预期等。
- (5) **宏观经济波动。**宏观经济波动可能影响居民消费意愿，从而导致消费形势变化等。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因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，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国综合性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“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客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn