



# 潮玩与国漫共生共荣，东方美学重塑品牌格局

## 社会服务行业2025年春季投资策略

姓名 初敏（分析师）

证书编号：S0790522080008

邮箱：chumin@kysec.cn

姓名 李睿娴（联系人）

证书编号：S0790122120005

邮箱：liruixian@kysec.cn

姓名 程婧雅（联系人）

证书编号：S0790123070033

邮箱：chengjingya@kysec.cn

# 投资建议

## 1. 潮玩：潮玩与国漫共生共荣，首饰+IP跨越文化与时尚

(1) 国内文化工业结构性突围，2024年或为中国文化出海元年。2025年春节档《哪吒2》成为继《黑神话悟空》又一现象级文化产品，代表了国内ACG产业在政策扶持、技术迭代、资本关注与文化自信的多重拉力中，逐步完成从“艺术实验”到“工业体系”的蜕变，带动技术、人才、资本、商业运作模式等产业链条完善，为国内IP产业生态繁荣推波助澜。根植于中国特色文化，我们认为潮玩与国漫（游戏）核心群体重叠度极高，IP生态上下游高度互补，特别对于国内文化产品和品牌出海，彼此形成潮玩以“轻符号”降低认知门槛，动漫以“重叙事”深化文化认同的双重突围，**看好IP商业化能力强、品牌用户基础扎实、终端渠道布局广泛的头部品牌受益于国产IP产业发展红利。受益标的：泡泡玛特、布鲁可、名创优品。**

(2) 重视“IP+”跨品类潮流市场空间：**i.IP饰品**：珠宝IP联名正呈现出蓬勃发展趋势，Tiffany推出宝可梦联名款，泡泡玛特推出独立珠宝品牌，单价对标潘多拉，已有三家快闪店开业。**ii.食玩**：2024年国内市场规模达万亿级，麦当劳、肯德基、瑞幸等IP联名火爆，传统食玩如小浣熊等成为记忆经典，验证“食+玩”赛道长青、高景气，同时初创食玩品牌快速增长，**卡游、泡泡玛特、华立科技**等入局食玩，新品陆续推出中。**iii.智能玩具**：儿童、成人智能玩具市场快增，全球智能玩具市场规模有望于2030年达到1099.8亿美元，CAGR为26.08%，增速远高于传统玩具市场；随近期Deepseek触发大模型降本，填平了横亘在企业与AI技术之间的成本鸿沟，未来AI陪伴应用落地有望加速。

(3) **二手潮玩**：对比奢侈品、迪士尼看二手潮玩发展之路，我们认为健康、可持续的消费者生态，对于品牌和IP价值增长的重要性突出，多措并举整治黄牛本质是对长期品牌形象的保护，以经典款持续供货满足大众消费，限量款溢价拉升稳固圈层的产品策略能够带来经济利益最大化。

## 2. 东方美学：传统文化与现代元素碰撞，奠定品牌顶流地位

东方美学正以全新姿态助力国内品牌高端化升级之路，2024年中式话题保持高热态势，千瓜数据显示，相关种草笔记数增长71%，商业笔记数增长168%。众多奢侈品品牌将中国非遗技艺运用到产品设计中，如香奈儿x漆艺，Burberry x竹编等。中式祈福元素在奢侈品中应用广泛，如代表幸运的梵克雅宝四叶草系列，2024年12月梵克雅宝中国单店店效为1695万元，同比增长14%。

(1) **奢侈品**：在全球15大顶级奢侈品品牌中，有12个来自欧洲，文化底蕴与皇室绑定起到关键作用。早在十八世纪“中国热”便席卷欧洲，中国传统东方美学在全球时尚界和艺术圈享有较高赞誉，随抖音、小红书等媒体开放国门，有望助力品牌加速扩圈。**泡泡玛特**高端收藏MEGA系列，引入粉彩瓷器、木质雕刻的千年传承古法工艺，将绚丽、繁复、细腻的设计巧思与奢华的古典审美相融合，推出“嫣胭入轧·瓷”、“藏金无痕·木”两大顶流单品，备受二手收藏圈层追捧。

(2) **美妆**：东方美学通过文化溯源、产品设计融合、妆面风格演绎等赋能美妆行业。中国化妆品出口规模稳步增长，背后是中华文化底蕴支撑。以花西子为例，在文化出海方面通过产品设计、产品介绍、科研配方等多方面展现中国文化，东方美学支撑品牌出海大放异彩。营销方面，宣传东方美学之美获得关注度。毛戈平出海在产品选择上主打“故宫”合作款，着重体现宫廷御用的贵气和使用仪式感。宫廷御用品牌在出海传播、高端化方面具有优势。**受益标的：毛戈平。**

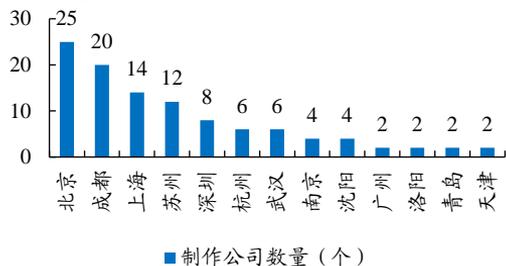
**风险提示**：国内及全球宏观经济波动；项目落地不及预期；零售不及预期；新进入者或已有竞争者带来的行业竞争加剧等。

# 目录

## CONTENTS

- 1 潮玩：潮玩与国漫共生共荣，首饰+IP跨越文化与时尚
- 2 东方美学：传统文化与现代元素碰撞，奠定品牌顶流地位
- 3 受益标的盈利预测与估值
- 4 风险提示

图1:《哪吒2》聚合国内135个动漫工作室制作资源



数据来源: 澎湃新闻、开源证券研究所

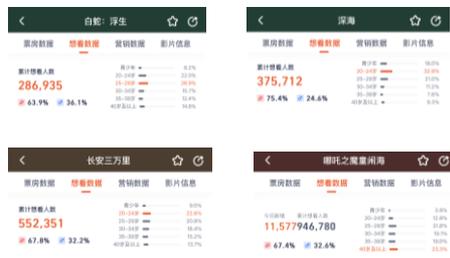
图2: 国产动画电影国内电影票房份额近年整体有所提升



数据来源: 国家电影局、雷报、开源证券研究所

- (2) IP宇宙的体系化构建和现实题材破壁出圈: 在世界上, 彩条屋影业以“封神宇宙”为核心, 追光动画打造“新神榜”系列, 纵深化的体系打法; 在剧本视角上, 叙事内容的现实主义转向引发低幼到全龄人群的跨代际共情, 青年群体成为破圈“接力人”, 受众快速扩容。
- (3) 全产业链的商业闭环: 动画及游戏产业的盈利模式从单一票房转向“内容+衍生+体验”的立体生态广告植入、小剧场、周边(如泡泡玛特、万代、杰森动漫)大范围、高质量的宣传合作, IP商业化路径完整清晰。以泡泡玛特为例, 通过承接电影流量, 目前联名盲盒各渠道售罄, 普通款二手溢价翻倍。

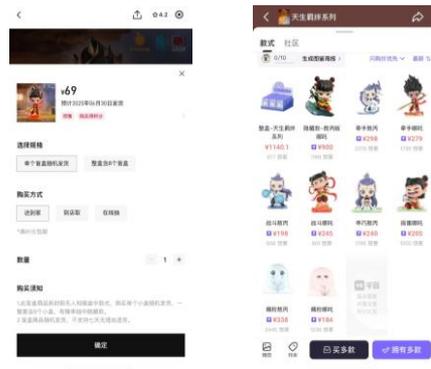
图3: 青年群体成为国产动画电影破圈“接力人”



资料来源: 灯塔专业版

- 国内文化工业结构性突围, 2024年或为中国文化出海元年。近年国内文化产业涌现《原神》、《黑神话悟空》、《哪吒2》等现象级具备国际影响力的优秀ACG作品, 爆品的出现一方面代表了产业在政策扶持、技术迭代、资本关注与文化自信的多重拉力中, 逐步完成从“艺术实验”到“工业体系”的蜕变, 另一方面带动技术、人才、资本、商业运作模式等产业链条完善, 长周期、高投入的作品有望获得更广阔生存空间。
- 以《哪吒2》进行拆解: (1) 技术工业化的成熟: 《哪吒2》聚合了国内135个工作室的制作资源, 技术层面渲染算力指数级提升, 富含“东方美学”元素的影视级特效, 对比海外已不逊色。

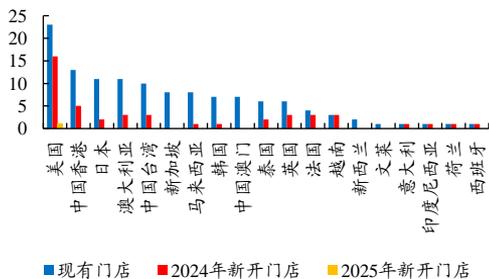
图4: 泡泡玛特X《哪吒2》联名盲盒热销



资料来源: 泡泡玛特小程序、千岛APP

- 拉长周期看，国产IP产业为潮玩底层生态奠基。参考日本动漫与玩具产业螺旋升维发展历程，我们认为潮玩与国漫核心群体重叠度极高，IP生态上下游高度互补，头部潮玩品牌与国漫联动投资，可加速类漫威的“封神宇宙”等IP矩阵成型，特别对于国内文化产品和品牌出海，形成潮玩以“轻符号”降低认知门槛，动漫以“重叙事”深化文化认同的双重突围。

图5：截至2025年1月，泡泡玛特海外门店达127家



数据来源：泡泡玛特官网、Instagram、开源证券研究所

表1：预计国产IP和玩具品牌有望逐步占据市场主导

	1990-2010年	2010-2020年	2020-2030年
发展阶段	国外品牌主导	国外IP主导	国内IP主导、海外扩张
经济基础	低收入，人均GDP低于4000美元	中等收入，人均GDP高于4000美元	中高收入，人均GDP高于1万美元
IP生态	PC互联网发展，日影视动漫在国内风靡	移动互联网崛起，国内ACG产业起步，潮流文化兴起	移动媒介多元，国产IP逐步成为主流
受众人群	中高端人群消费	大众消费者入局	客群进一步向高龄段覆盖
主流产品	儿童积木等传统玩具	手办、公仔盲盒等潮流玩具	品类多元细分，模玩、雕像等高价收藏品快增
市场品牌	海外巨头引领品类教育，国内以仿制、盗版居多	国内原创品牌逐步成长，注重产品设计和渠道建设	收藏玩具品牌全面崛起，注重自有IP打造和平台化运营

资料来源：易观分析、开源证券研究所

图6：布鲁可自有IP取材于传统文学



资料来源：布鲁可招股书

- 随黑神话悟空、哪吒等国产IP生态进阶和海外传播，我们认为IP商业化能力强、品牌用户基础扎实、终端渠道布局广泛的头部品牌有望优先受益于国产IP产业发展红利，构建“产品、渠道输出”到“价值输出”完整链路，同时为后续自有IP内容孵化寻找土壤。截至2025年1月，泡泡玛特海外门店达127家，公司预计全年海外收入贡献升至50%；截至2024Q3名创优品全球门店数提升至7420家，头部潮玩品牌海外渠道布局已成型。另外取材于传统文学题材的潮玩IP也有望受益于国民IP兴趣度提升，如布鲁可自有IP英雄无限。

图7：Tiffany联名宝可梦



资料来源：湖南省动漫游戏协会公众号

- 泡泡玛特推出独立珠宝品牌，单价对标潘多拉，已有三家快闪店开业。1月10日，潮玩巨头泡泡玛特官宣自己的珠宝品牌POPOP JEWELRY即将上线，1月15日，POPOP线下限时店正式开售，目前仅有上海、深圳及成都三家快闪店，坐落ifc等顶级商圈。POPOP品牌定位轻奢饰品，现已推出Molly、小野、SP等多个系列。

图8：周生生联名泡泡玛特



资料来源：泡泡玛特公众号、周生生视频号

图9：POPOP已推出Molly、小野、SP等多个系列



资料来源：POPOP公众号

- 在消费升级与个性化需求凸显的当下，珠宝IP联名正呈现出蓬勃发展的趋势。从合作对象来看，联名IP的类型不断拓展，除了常见的动漫、影视IP，如明牌珠宝与蓝精灵、小马宝莉的合作，潮玩、艺术、游戏等领域的IP也纷纷入局。2023年12月，全球知名珠宝品牌蒂芙尼（Tiffany）与宝可梦IP推出Tiffany & Arsham Studio & Pokémon联名系列。主要以皮卡丘、小火龙、杰尼龟、胖丁、嘎啦嘎啦和梦幻这6只宝可梦为主题，共包含9款珠宝。2024年12月，继和Molly联名串珠后，周生生再推DIMOO足金串珠。

图10：泡泡玛特旗下珠宝品牌POPOP新开三家快闪店



资料来源：POPOP公众号

# 1.3 食玩：乘IP之风，万亿零食赛道大有可“玩”

- 中国休闲零食市场稳定增长，受益于零食店崛起行业增速加快。中商产业研究院数据显示，2022年中国休闲食品行业的市场规模达到8437亿元，近五年年均复合增长率为4.24%。受人均可支配收入增长、消费场景日益丰富、创新产品的不断推出以及销售渠道不断拓展等因素所推动，中商产业研究院分析师预测，2023年中国休闲食品行业市场规模将达到9286亿元，2024年将达到10093亿元。在好想来、赵一鸣零食、零食很忙等的带动下，中国零食行业门店数量快速增长，截至2024年10月，中国零食门店数量已近5.5万家，同比增长100%。

图11：预计2024年中国休闲食品行业市场规模将突破万亿元，同比增长8.69%

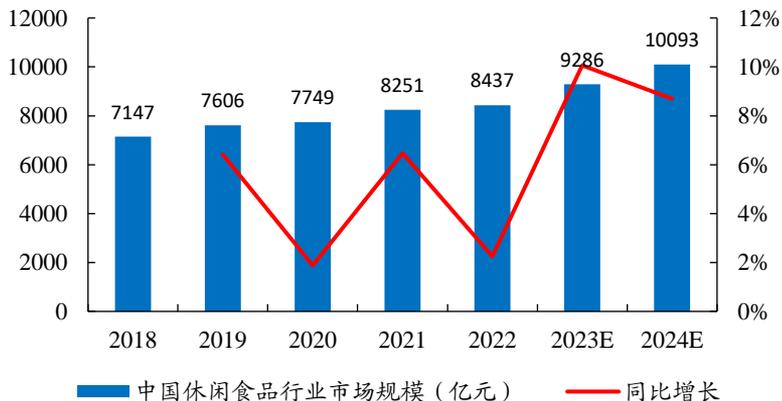
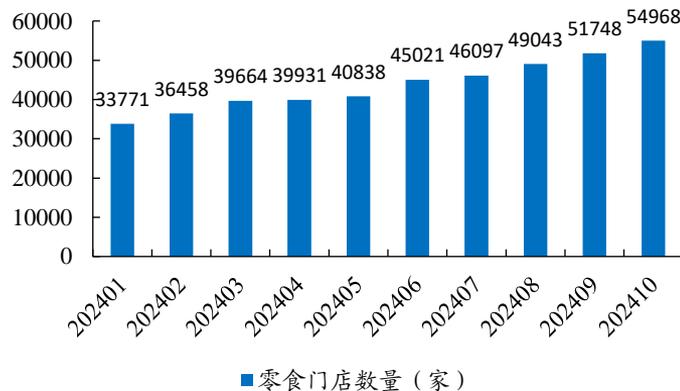


图12：全国零食门店数量保持稳定增长态势



数据来源：中商产业研究院、开源证券研究所

数据来源：久谦、开源证券研究所

# 1.3 食玩：乘IP之风，万亿零食赛道大有可“玩”

- 初创食玩品牌快速增长，预计食玩行业空间为151亿元。食玩品牌ACGBOX漫盒于近日完成数千万元A轮融资，本轮融资由Ventech China独家投资，棕榈资本担任独家财务顾问。将动漫IP融入休闲零食，漫盒在2023年同比取得了近3倍业绩的增长。漫盒产品所覆盖的渠道有便利店、Ole'精品超市、盒马鲜生等，线上销售有B站会员购、淘宝、天猫等渠道。漫盒创始人表示，中国食玩行业的空间估计在151亿元，未来市场前景远大。

图13：漫盒旗下品牌咔咔番推出宝可梦拼图巧克力



资料来源：玩具视窗公众号

图14：漫盒旗下蜡笔小新食玩盒取得抖音盲盒爆款榜第一名

抖音·盲盒爆款榜，2024.11.16 统计					
商品名	总销量	单价/¥	店铺名	店铺粉丝量/万	
1 蜡笔小新鱼祈满载良玩礼盒	3万	69	漫盒模玩专营店	1.3	
2 Zoraa 好运小猫大娃	2140	599	TNTPACE潮玩旗舰店	16.4	
3 宝可梦PTCG商中8.0卡牌	1.6万	69.9	欧奇卡社	0.2	
4 锦鲤拿趣《甄嬛传》第三代系列盲盒	1.6万	79起	锦鲤拿趣官方旗舰店	6.1	
5 蓝吨吨撞胶毛绒大娃公仔	926	499	TNTPACE潮玩旗舰店	16.4	
6 高中宝可梦集换社卡牌	4180	59.9	盒子推推卡	0.1	
7 蜡笔小新奇奇怪怪的小新表情盲盒	8056	39起	52TOYS官方旗舰店	27.3	
8 小马宝莉超影包包	2.4万	69.9	木宝拆卡	0.5	
9 闪电五连鞭高中TCG集换式日月剑眉卡牌	1010	79.9起	小马卡牌	0.5	
10 高中日版宝可梦PTCG	15.5万	29.9	顺心卡牌	2.4	

资料来源：文创潮公众号

## 1.3 食玩：乘IP之风，万亿零食赛道大有可“玩”

- 卡游、泡泡玛特、华立科技等入局食玩，新品陆续推出中。
- (1) 卡游：2024年7月卡游向经销商发布了一则关于“将推出食玩类产品”的公告，以提醒尚未有食品销售资质的经销商增加相关类目，从而更好地推进商品销售。首款食玩类产品“叶罗丽·星之颂曲·维生素C软糖（水蜜桃味）-第一弹”已上线。
- (2) 泡泡玛特：泡泡玛特联合新期天食品，推出泡泡玛特首款小甜豆3D软糖。2024年9月MOLLY的甜品屋于泡泡玛特乐园上线。
- (3) 华立科技：联合康师傅干脆面推出特别加傲盘礼盒，包含香爆脆干脆面与一张特别加傲盘，加傲盘可用于在对应游艺机进行游玩或收藏。

图15：卡游联合叶罗丽推出食玩产品



资料来源：老婆大人量贩零食公众号

图16：万代与《哪吒》合作食玩产品



资料来源：万代南梦宫微博账号

## 1.3 食玩：乘IP之风，万亿零食赛道大有可“玩”

- 麦当劳、肯德基、瑞幸等IP联名火爆，传统食玩如小浣熊等成为记忆经典，验证“食+玩”赛道长青、高景气。麦当劳2024年儿童机推出的50万对“麦麦对讲机”玩具在中国首日售罄，紧急补货20万对仍受追捧。肯德基与可达鸭、DIMOO等的玩具联名，瑞幸与线条小狗的联名卡牌等亦收获热烈追捧。麦当劳与肯德基的玩具联名除了儿童以外，还锁定了怀抱童心的成年人群体，是其成为爆款的关键。

图17：肯德基与可达鸭联名玩具二手价格炒至1300元



资料来源：餐饮老板内参公众号

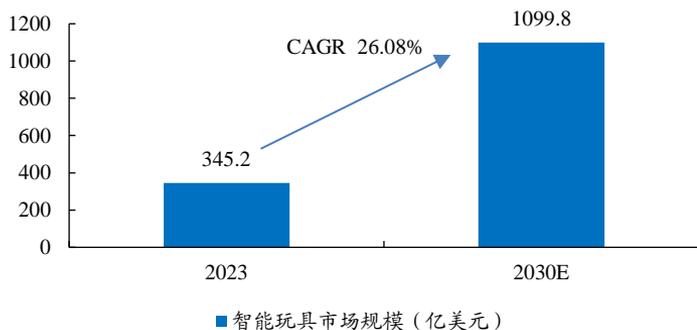
图18：小浣熊干脆面通过集“水浒卡”风靡全国



资料来源：Vista公众号

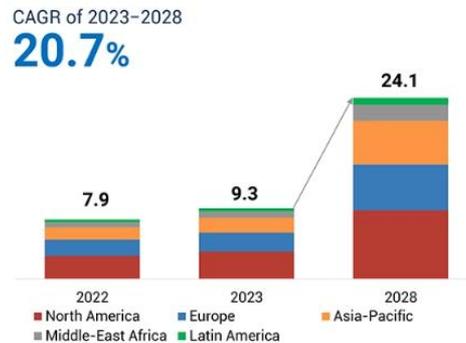
- **全球智能玩具市场规模有望于2030年突破千亿美金，远高于传统玩具市场。**根据MordorIntelligence，2023年智能玩具市场规模为345.2亿美元，有望于2030年突破千亿美金，达到1099.8亿美元，CAGR为26.08%。根据Marketsand- markets，2028年联网玩具市场规模有望达到241亿美元，北美为最大市场，欧洲、亚太地区亦占据较大份额。
- **Deepseek触发大模型降本，AI陪伴应用落地有望加速。**国产大模型Deepseek通过底层架构的颠覆性创新，其训练显存占用降至传统模型的5%-13%，计算量大幅压缩，最终实现推理成本低至每百万Token仅1元人民币，仅为Llama3的七分之一、GPT-4 Turbo的七十分之一，填平了横亘在企业与AI技术之间的成本鸿沟。

图19：2030年全球智能玩具市场规模有望达到1099.8亿美元，CAGR为26.08%



数据来源：MordorIntelligence、开源证券研究所

图20：2028年联网玩具市场规模有望达到241亿美元（单位：十亿美元）



资料来源：Marketsandmarkets

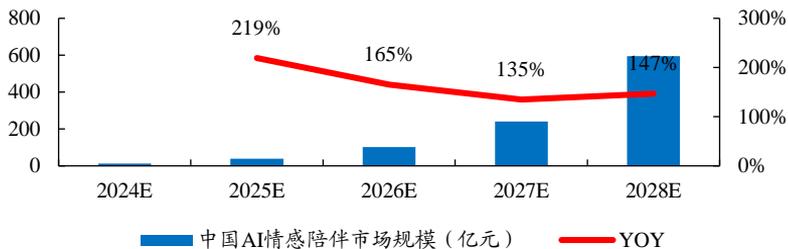
- 伴随少子化和单身经济，AI情感陪伴赛道有望崛起。根据头豹研究所，2028年中国AI情感陪伴市场规模将从2024年的12亿元增长至595亿元，CAGR达到165%。渗透率方面，2028年中国AI情感陪伴渗透率有望从2023年的1%提升至13.12%。
- 日本公司走在成人向AI潮玩前沿，中国公司紧随。2024年11月，日本电子产品公司Casio正式发售AI机器宠物Moflin，定价59400日元（折合人民币2779元），在预售阶段就已断货，在闲鱼上，Moflin的价格甚至被炒到上万元。Ropet是创业公司萌友智能推出的第一款情感陪伴类机器人产品，萌友智能成立于2022年，由真知创投发起并联合创办，致力于基于AI技术打造智能机器宠物。

表2：日本、中国等多家公司推出AI潮玩，满足成年人陪伴性情感需求

国家	产品	公司	图片	售价	功能介绍
日本	Moflin	Casio联合初创公司 Vanguard Industries		约2779元，闲鱼价格炒至上万	定位AI宠物，Moflin与主人交流后能以多种方式改变自己的情绪，包括愤怒、悲伤、快乐，并像真实的生物一样做出反应。
日本	Lovot	机器人初创企业 GROOVE X		约3万元	定位陪伴型AI家庭机器人，以高端的科技，创造简单的陪伴。LOVOT不会说话、不会做家务，只会以陪伴为用户提供纯粹的“情感疗愈”。
中国	Ropet	创业公司萌友智能		约1200元	定位桌面电子宠物，核心卖点是“萌”，受众是城市白领22-35岁的女性，主打“弱陪伴”需求。目前主要针对英语国家，2025年3-4月将在国内上线。

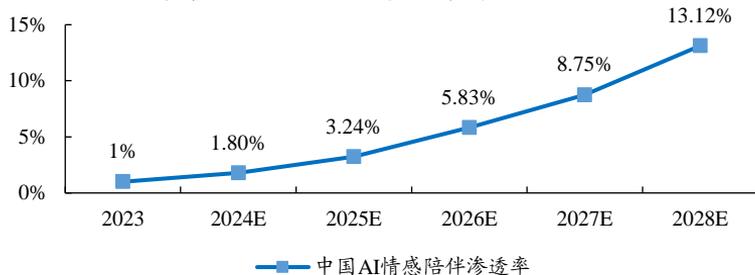
资料来源：硅星人Pro公众号、新商业之家公众号、电商在线公众号、开源证券研究所

图21：预计2028年中国AI情感陪伴市场规模将达到595亿元，保持翻倍增速



数据来源：头豹研究院、开源证券研究所

图22：2028年中国AI情感陪伴渗透率有望达到13.12%



数据来源：头豹研究院、开源证券研究所

图23：包袋品牌二手保值率在75%以下

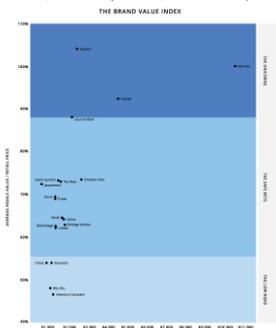
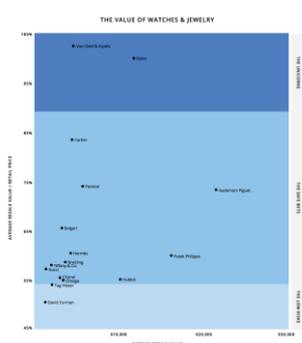


图24：腕表品牌二手保值率多在85%以下



奢侈品保值性建立在品牌和产品吸引力之上，而非单纯投资。根据Rebag发布的《The 2024 Clair Report》，2024年爱马仕、香奈儿、LV二手包袋保值率100%、92%、88%，其他品牌保值率均低于75%；珠宝腕表的保值率相对更低，除劳力士外，其他腕表品牌保值率均在85%。消费者在追求保值的同时，更多的是享受品牌的历史底蕴和市场认可、产品的独特性与时尚感，二手溢价为附加属性。

- 下面我们将对比爱马仕和LV品牌成长过程，保值率和收入增速并非呈线性关系，更多和整体经济周期、品牌产品策略相挂钩，其股价走势则与收入表现相对趋同。

资料来源：Rebag《The 2024 Clair Report》

资料来源：Rebag《The 2024 Clair Report》

- **爱马仕**：2024年面对全球经济的不确定性，消费者变得更加谨慎，同时一些新兴品牌或小众品牌（如MiuMiu、Goyard等）以独特设计和相对较低价格吸引消费者，导致LV保值率下滑至100%。但爱马仕凭借其强大的品牌力和稳定的高净值客户群体，2024年前三季度业绩保持良性增长，全年股价上涨21%。
- **LV**：与爱马仕类似，LVMH集团在2020年受疫情影响收入和保值率均有较大回撤，2021-2023年随消费环境好转保值率和收入增速呈现与爱马仕相同的趋势。但因其品牌力弱于爱马仕，因此经营韧性稍弱，回撤较大但增长较低。进入2024年，LV的保值率提升至88%，同比增长6pct。

图25：2024年爱马仕保值率同比下降10pct，但收入增速和股价均有较好表现



数据来源：Rebag、Wind、财经网、开源证券研究所

图26：2024年LV保值率同比上升6pct，但收入和股价受经济环境影响表现不佳



数据来源：Rebag、Wind、财经网、开源证券研究所



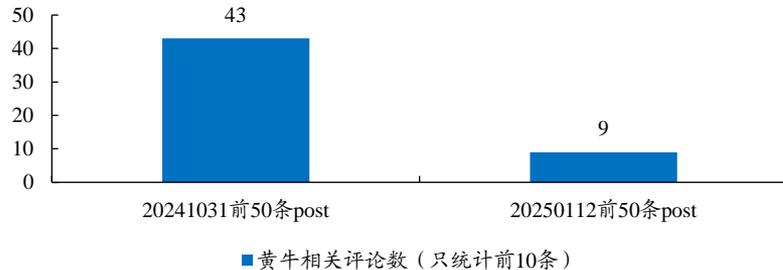
- **泡泡玛特：主动补货LABUBU搪胶10万+**，大幅改善消费者体验。根据不完全统计，9-10月泡泡玛特小红书官方账号下“黄牛”“代购”“韭菜”等相关的评论数量急剧增多，泡泡玛特品牌形象受损，降低品牌信任度和美誉度。根据“泡泡玛特贾维斯”账号，2024年10月31日突袭补货10万+，打击囤货黄牛。持续补货后评论区生态大幅好转，近期的前50条小红书post的黄牛相关评论数（只统计前10条）由2024年10月31日前的43下降至9。
- **二手市场规模或约为10亿元，零售规模比重较低。**预估2024年中国潮玩市场规模为764亿元，根据2024年3月闲鱼数据，盲盒最高单日成交量破万，按69元均价计算，闲鱼二手盲盒年销售额或不超过2.5亿元。根据Statista，2024年预估盲盒占整体潮玩市场份额的37%。我们预计潮玩二手市场规模或约为10亿元，占整体潮玩市场零售规模的比重较低。

图31：预估2024年中国潮玩市场规模为764亿元



数据来源：Statista、开源证券研究所

图30：为打击黄牛哄抬价格，迪士尼对价格过高的产品进行线上返场补货



数据来源：随申Hi公众号

图32：2024年3月数据闲鱼上盲盒最高单日成交量破万



资料来源：电商报

# 目录

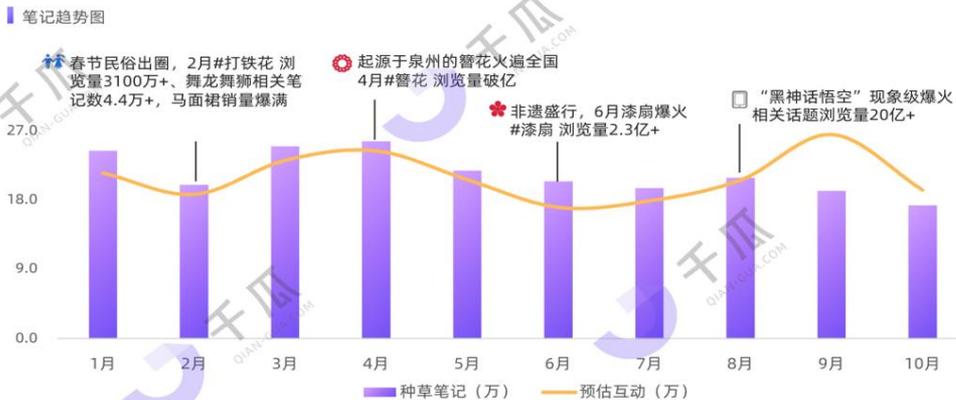
## CONTENTS

- 1 潮玩：潮玩与国漫共生共荣，首饰+IP跨越文化与时尚
- 2 东方美学：传统文化与现代元素碰撞，奠定品牌顶流地位
- 3 受益标的盈利预测与估值
- 4 风险提示

## 2.1 东方美学：传统文化与现代审美碰撞，多业态保持高热

东方美学正以全新姿态回归大众视野，深刻影响着时尚、美妆、家居、旅游等多个行业。2024年中式话题保持高热态势，千瓜数据显示，相关种草笔记数增长71%，商业笔记数增长168%。从行业种草笔记分类看，彩妆护肤、宠物、运动户外、服饰预估互动均超6000万，美食、家居家装和箱包行业笔记增长均超100%。“新年战袍”马面裙卖爆，曹县2个月销售额超5亿登央视新闻。泉州簪花火遍全国，4月“簪花”浏览量破亿；非遗话题热度持续升温，二季度漆扇市场火热，6月相关话题浏览量高达2.3亿以上。8月黑神话悟空发售火爆全球，话题浏览量破20亿。11月李子柒发布非遗大漆工艺视频宣告回归，单篇笔记点赞超过70万。

图33：2024年1-10月“中式”话题种草笔记数增长71%，商业笔记数增长168%



资料来源：千瓜数据

表3：2024年1-10月“中式”话题多个行业互动量及笔记数均有较大增长

分类	预估互动量	笔记数增长
彩妆护肤	2.5亿+	71%+
宠物	6600万+	74%+
运动户外	6400万+	110%+
服饰	6300万+	98%+
美食	4700万+	120%+
珠宝配饰	1900万+	71%+
医药保健	1400万+	92%+
母婴	1300万+	89%+
家居家装	1200万+	108%+
箱包	1200万+	100%+

资料来源：千瓜数据、开源证券研究所

## 2.1 东方美学：表现形式之一是产品设计呈现

奢侈品与中国非遗深度互动，看在地化营销与东方文化传播的双重演绎。众多奢侈品品牌将中国非遗技艺运用到产品设计中，创造出兼具传统韵味与现代时尚感的作品。例如，Dior 在 2024 新款设计的针织帽子上加入中国绒花工艺，并特别邀请非遗传承人赵树宪制作绒花。绒花谐音“荣华”，是中华富贵文化的代表，Dior 将其融入国际时尚，使传统绒花工艺在现代时尚单品中焕发出新的光彩，增加了产品的文化附加值和独特性。又如卡地亚为中国龙年推出的高级珠宝工艺腕表新作，融合中国掐丝珐琅工艺和手工金雕工艺，在表盘上呈现“龙腾出海”画面。泡泡玛特高端收藏MEGA系列，引入粉彩瓷器、木质雕刻的千年传承古法工艺，将绚丽、繁复、细腻的设计巧思与奢华的古典审美相融合，推出“嫣胭入轧·瓷”、“藏金无痕·木”两大顶流单品，备受二手收藏圈层追捧。

图35: 泡泡玛特MEGA “嫣胭入轧·瓷”融合陶瓷艺术



图36: 泡泡玛特“藏金无痕·木”引入木质错金雕刻工艺



资料来源：泡泡玛特公众号

资料来源：泡泡玛特公众号

表4: 多个国际奢侈品品牌与中国非遗工艺合作推出个性化产品

时间	2024年12月杭州大秀	2025年新春品	2025年新春品	2024年中秋礼盒	2024年春夏系列	2023年5月	2023年春夏
奢侈品品牌	CHANEL	Burberry	Loewe	Louis Vuitton	DIOR	FENDI	Gucci
非遗工艺	漆艺	竹编	景泰蓝	彩贴剪纸	南京绒花	彝族非遗	Twinsburg
产品展示							

资料来源：热点趋势公众号、Sloane斯洛娜美学设计公众号、泡泡玛特公众号、开源证券研究所

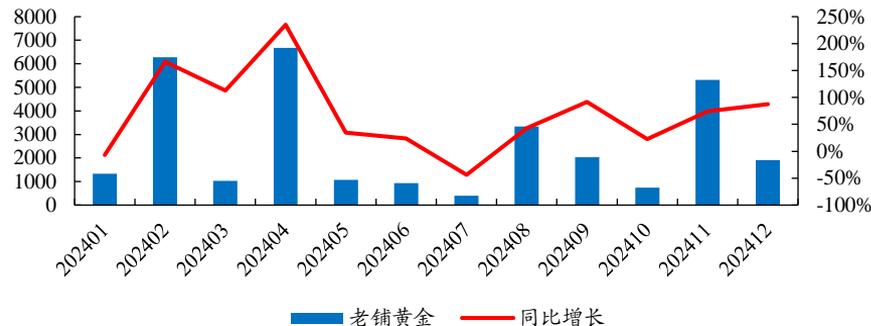
中式祈福元素在奢侈品中应用越发广泛，一方面中国是奢侈品的重要市场，其特有的祈福文化也吸引了全球范围内的消费者。比如西太后 Vivienne Westwood 的土星项链喊出“考编上岸”口号，精准触达备考群体对成功上岸的渴望；迪奥蝴蝶珍珠耳钉凭借“镇住内核”，从精神层面给予消费者能量暗示。而梵克雅宝的“四叶幸运”系列表现尤为突出，其寓意广泛，涵盖爱情、事业、健康、财富等多方面，2024财年“四叶幸运”系列为梵克雅宝贡献了60%的营收，梵克雅宝所在的历峰集团珠宝部门销售额也增长6%至142亿欧元，占集团总营收70%。老铺黄金作为中国高端黄金饰品品牌，其饰品设计也蕴含了丰富的佛教与祝福寓意，获中产及老钱消费者追捧。

图37：2024年12月梵克雅宝中国单店店效为1695万元，同比增长14%



数据来源：久谦数据中台、开源证券研究所

图38：2024年12月老铺黄金单店店效为1911万元，同比增长87%



数据来源：久谦数据中台、开源证券研究所

在全球 15 大顶级奢侈品品牌中，有 12 个来自欧洲，欧洲奢侈品牌的成功，文化底蕴与皇室绑定起到关键作用。

(1) **爱马仕**：法国国王拿破仑三世和俄国国王亚历山大二世都是爱马仕早期的客户，其马具产品以精湛工艺和优雅设计受到青睐。摩纳哥王妃格蕾丝·凯莉曾用爱马仕 Kelly 手袋遮挡孕肚，使该手袋声名远扬，成为经典。

(2) **路易威登 (LV)**：法国拿破仑三世的妻子欧仁妮皇后邀路易·威登入宫，成为王室御用行李捆扎和打包专家。英国戴安娜王妃曾拎过 LV Keepall 系列旅行袋，英女王的孙女比阿特丽斯公主喜欢 Taiga Viktor 公文包。

(3) **卡地亚**：英国国王爱德华七世赞誉卡地亚为“国王的珠宝商，珠宝商的国王”，还建议其在伦敦开设分店。温莎公爵为温莎公爵夫人定制了多款卡地亚首饰，如豹子造型胸针。

(4) **百达翡丽**：1851 年，英国维多利亚女王及其丈夫分别购入百达翡丽的袋表和猎表，女王还指定其为英国王室的腕表供应商。

### 图 39：复盘欧洲顶奢品牌三大历史阶段，品牌定位绑定皇室，客户群体拓展至全球中产

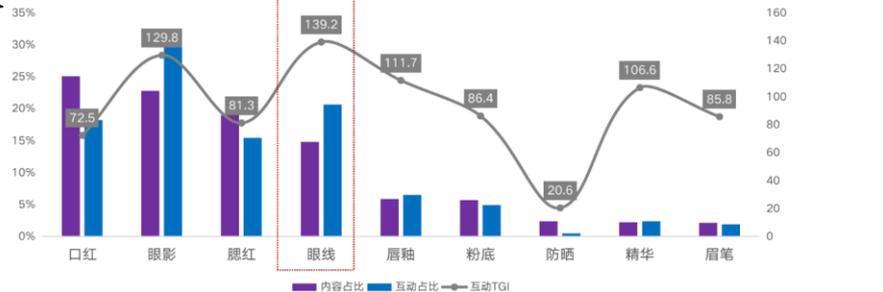


资料来源：《奢侈品品牌的形成和成长机理基于欧洲 150 年以上历史顶级奢侈品品牌的多案例研究》李飞等、开源证券研究所

## 2.3 美妆：新中式美妆热度高涨，东方美学底蕴支撑品牌出海

新中式美妆热度高涨，国内外品牌加速布局新中式赛道。据艺恩数据，小红书2023年2月到2024年2月的近一年“新中式美妆”相关作品量同比增长324%，互动量同比增长173.6%。轻冷妆、骨相妆火出圈。口红、眼影成为新中式妆容核心赛道，眼线具备潜力。国内外品牌加速布局“新中式赛道”，中式美学品牌表现突出。

图40：据艺恩数据统计2023.2-2024.2的一年小红书新中式美妆相关作品量和互动量热度高涨



「新中式 x 狐系眼线」



新中式赤狐眼线 眼线  
画法 狐狸眼线  
KOL: 贝糕糕  
预估阅读量: 93.5w  
互动量: 5.9w

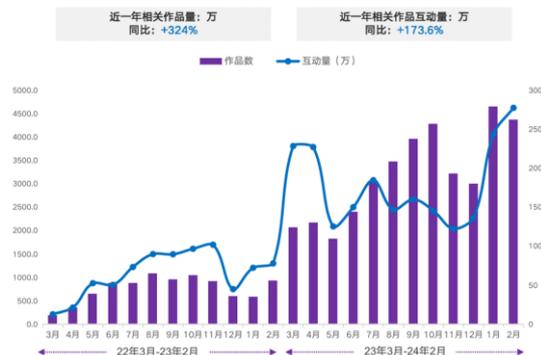
「新中式 x 燕尾眼线」



眼妆教加了单独的燕尾眼线教程 燕尾眼线在新中式眼妆非常常用，很有中式的韵味  
KOL: 小肥苏  
预估阅读量: 13.9w  
互动量: 2.4w

资料来源：艺恩

图41：据艺恩数据统计2023.2-2024.2的一年小红书新中式美妆相关作品量和互动量热度高涨



资料来源：艺恩

图42：小红书新中式轻冷妆、骨相妆火出圈

「新中式 x 轻冷破碎妆」

轻冷感、破碎感、温婉感

古早中式清冷妆！普女第一眼美人4步！温婉感~  
KOL: 酒窝皮皮pipi  
预估阅读量: 5.4w  
互动量: 1.0w

「新中式 x 东方骨相妆」

英气感、气质感、立体感

淡颜换头 新中式蒙古族骨相英气感救救~  
KOL: 皮卡一只丘  
预估阅读量: 10.2w  
互动量: 9,309

资料来源：艺恩



东方美学通过文化溯源、产品设计融合、妆面风格演绎等融入美妆创作。

(1) 从文化溯源看，东方美学源自儒、释、道等多元哲学思想，强调自然和谐、含蓄内敛、气韵生动。理念反映在美妆上，是对自然色彩（如青黛、朱砂等传统色彩运用）、简约线条（类似传统工笔画的细腻勾勒）以及整体氛围感营造（如体现东方意境的妆面风格）的追求。

(2) 从产品设计看，从包装到产品本身，融入传统建筑（如榫卯结构元素应用于包装开合设计）、服饰（如旗袍花纹印在口红管身）、绘画（如工笔画作元素融入眼影盘图案）等艺术形式。以毛戈平为例，从故宫红墙金瓦、传统漆器工艺的黑漆描金技法到《光绪大婚图》、《宋代书画器物》以及故宫园林亭台等，从文化出处到叙事方式、审美逻辑，皆源于中国传统文化记忆。此外，点绛莲兮灿颜唇粉盘、暗香疏影凝颜粉饼等国风彩妆产品也分别从故宫藏品、古画中提取元素，运用浮雕立体等工艺精心打造。

表5：毛戈平产品中蕴含丰富东方美学

产品系列	气蕴东方系列							
产品名称	御猫嬉戏多用眼影盘	花影雅饰魅彩唇膏	花间蝶舞柔雾高光盘	盈眸楚楚纤密睫毛膏	晴春蝶戏漫彩胭脂	轻光舒悦气垫粉底液	“宋风雅韵”主题彩妆	
提取的东方传统元素	《清宫兽谱》宫猫元素，包装以憨态可掬的宫猫作为主要元素，融入东方宫廷文化中中对动物的描绘与喜好，展现东方文化的趣味与灵动。	清代藏品“乾隆款青花描金团蝶纹三羊镂空花熏”与《清官海错图》，鳞次栉比的东方传统纹样点缀罐身，塑造立体触感，体现东方传统工艺的精致与细腻。	故宫博物院清代藏品“蓝色玻璃刻藤萝蝴蝶图挂屏”与“五彩折枝牡丹菊花图罐”，蝴蝶、花卉元素的运用，融合精美云纹，尽显艺术美感，展现东方美学中对自然、灵动之美的追求。	《清官海错图》，采用3D压纹工艺在包材上呈现鳄鱼纹图样，精致简约，立体有型，将传统元素以创新的方式应用于产品包装，体现东方美学的独特韵味。	故宫藏品纹样的蝴蝶和桃花，外观莹玉白色为主，搭配典雅金色中间嵌以六角龙标，外侧金封边精巧构思	故宫藏品纹样，粉扑灵感来自“雍正款粉彩桃蝶图地球瓶”	将宋文化藏品与彩妆相结合，演绎大道至简的宋式美学；以光绪大婚图为灵感，提取“红”与“金”为主视觉，再现大典时故宫的喜韵恢弘；花盆包装，黑漆描边镶以金仙鹤与松树，立体刺绣手法彰显传统工艺。	
具体体现								

资料来源：毛戈平MGP官网

## 2.3 美妆：新中式美妆热度高涨，东方美学底蕴支撑品牌出海

(3) 从妆面风格演绎看，区别于欧美夸张浓艳的妆面，东方美学妆面注重清透底妆、自然修容，强调通过细腻的色彩搭配和线条勾勒，展现五官神韵，如日本艺伎妆的极致纯净与神秘、中国古典妆面的温婉大气。以毛戈平为例，创新亚洲立体妆容理念，充分考虑亚洲人面部轮廓较为柔和、面中较为凹陷的骨相特点，研制更贴合亚洲人妆容需求的彩妆产品，其膏状高光产品——光影塑颜高光粉膏创新采用哑光与细闪两种质地，着重突出面部中央区域、点缀面部突起部位，提升面部轮廓立体感，光影塑颜高光粉饼获得2022年ELLE Beauty Star专业评审大奖。

表6：毛戈平产品中蕴含丰富东方美学

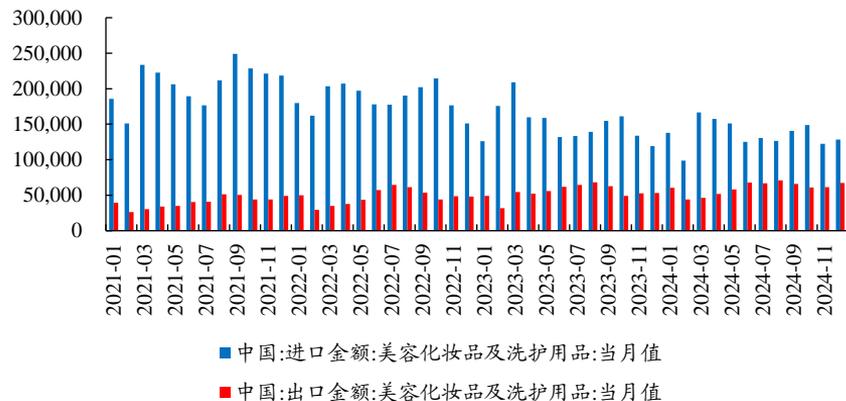
产品系列 产品名称	国风彩妆系列					
	点绛莲兮灿颜唇粉盒	暗香疏影凝颜粉饼	鹤舞翩跹驻颜蜜粉饼	气蕴东方黑金焕颜礼盒	翰墨赋竹倾颜双色高光盘	琉光墨韵御颜化妆刷
提取的东方传统元素	故宫藏品五彩团花纹书卷式三层套盒中的莲元，辅以浮雕立体工艺精心雕绘，莲在中国传统文化中象征高洁、美好。	故宫珍藏绢本设色画《梅花绣眼图》，采用现代压粉工艺将清丽梅花和灵动绣眼相映成趣的风光缀于盘上，梅花在中国文化中寓意坚韧、高洁。	故宫藏品《桃鹤图》中的鹤元素、故宫博物馆十大镇馆之宝之一的《清明上河图》中的古典建筑。将鹤元素与古建筑相结合，鹤在中国文化中代表长寿、吉祥，体现东方文化的吉祥寓意和对美好生活的向往。	故宫宋代藏品《墨龙图》中的吉祥元素、刘源的御香墨宝墨。将鲜活生动的祥龙二次绘制成金属图章附于瓶身，龙纹线条清晰可见；瓶器以御香墨为启发，龙在中国文化中是神圣、权威的象征，彰显东方文化的威严与尊贵。	宋徽宗所作《草书千字文》。左盘摘录自《草书千字文》，右盘撷取自《白头丛竹图》，体现竹之气节，叶之灵动，传达东方文化中对文人气质和自然意象的崇尚。	故宫藏品定窑白釉八方四釉瓶和青玉绳纹管提笔。将“八棱形”瓶身运用于刷杆造型中，融汇玉笔笔斗壁上典雅大气的荷瓣、流光溢彩的水晶板材及切割工艺于一体，兼具审美趣味和实用功效，体现东方传统工艺的精妙。
具体体现						

资料来源：毛戈平MGP官网

## 2.3 美妆：东方美学铸就传播基础，国潮出海大势所趋

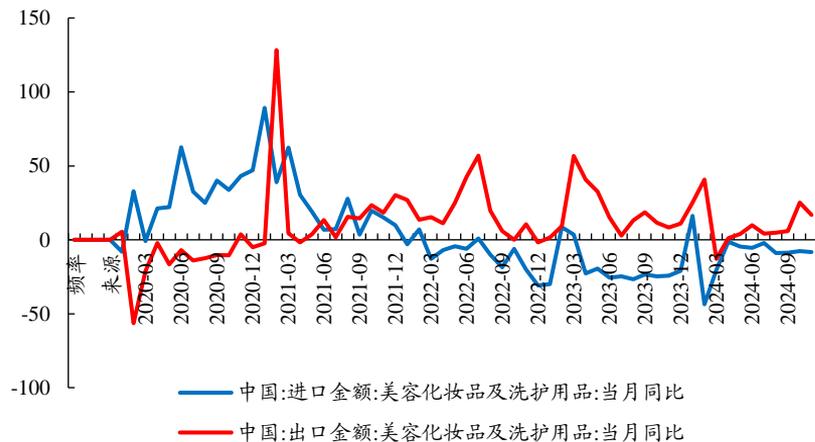
中国化妆品出口市场步入新阶段，各大国产品牌积极通过跨境电商、线下渠道等多种方式寻求品牌出海。2023年全年中国美容化妆品及洗护用品出口金额达65.06亿美金，2020-2023年CAGR达18.91%。而2022年开始，中国美容化妆品及洗护用品进口额同比呈下滑趋势，2020年末中国化妆品及洗护用品进口额和出口额比例为4.77: 1，2024年10月末进口：出口为2.34: 1，整体化妆品出口金额和进口金额差距逐渐收窄。

图44：中国化妆品及洗护用品进口金额和出口金额差距逐渐收窄（单位：万美元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图45：中国美容化妆品及洗护用品出口增速逐渐超过进口（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2.3 美妆：东方美学铸就传播基础，国潮出海大势所趋

中国化妆品出海背后是中华文化底蕴支撑。以花西子为例，发力中国文化出海助力品牌出海增长。

(1) 产品设计上，花西子采用中国古锁、苗族银饰、定窑陶瓷、木雕、浮雕等非遗技术进行设计。

(2) 产品介绍上，花西子融入中国哲学思想、神话故事、节日习俗等文化特色讲述产品背后的历史传承，东方美学的色彩运用，连接东西方消费者的情感共鸣。文化宣传方面，在其独立站上，花西子介绍了产品采用的非遗技艺，从“二十四节气”、“中国古代妆容”等方面讲述东方美学理念。

(3) 花西子坚持探索东方科学，实现东方艺术与东方科学的融合。花西子以当代中医药理论为根基，以“好气色”这一东方审美为切入点，首创“东方美妆研发体系”，从光透、养妆、修色、持妆四个维度，打造好气色解决方案。2024年9月发布花养玉容系列新品。截至2023年，花西子的产品已经销往49个国家和地区，其中日本、美国，澳大利亚，欧洲是其主要市场。

图46：花西子同心锁口红具中国特色



资料来源：品牌方舟BrandArk公众号

图47：2024年9月花西子“花养玉容”系列新品推出



资料来源：青眼

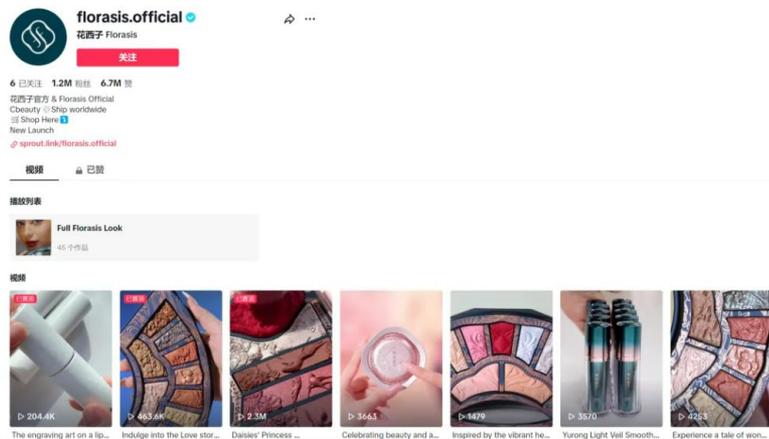
在出海区域选择上，花西子2021年出海首站选择日本，接着布局印尼、马来西亚和新加坡，2022年进入美国，2023年进入欧洲。其中选择日本的原因在于花西子定位中国风品牌，与日本潜在消费者粘性更强，相较欧美化妆风格和色彩选择差异性较小，且日本本土彩妆市场竞争相对较弱，存在空白市场。花西子“同心锁口红”在日本亚马逊售价为6129日元（折合人民币371元）。截至2023年，花西子的产品已经销往49个国家和地区，其中日本、美国，澳大利亚，欧洲是其主要市场。

营销方面，宣传东方美学之美获得关注度。花西子打造庞大的海外社媒矩阵，利用平台属性进行针对性营销。如在YouTube上讲述品牌故事和深度评测；在Instagram上进行品牌宣传，构筑时尚话语权；在TikTok上进行短视频兴趣种草。在TikTok上，花西子的粉丝数达120万，获赞数达670万，品牌词#florasis的搜索量高达1亿+，较多视频播放量在百万以上。在雕花口红、百鸟朝凤眼影盘等产品的展示视频下大量海外消费者留言赞美。据网易数据，花西子海外销售收入一度占据公司整体收入的50%。

表7：花西子海外布局从日本开始，逐步向东南亚、美国、欧洲开拓

时间	具体事件
2019年7月	花西子（Florasis）与Shopify首次建立了连接，为其出海之路奠定了基础。
2019年9月	花西子携手三泽梦首登纽约时装周。
2020年8月	花西子进驻TikTok，成为首批通过该平台拓展海外市场的中国品牌之一。
2021年3月	花西子登陆日本亚马逊，其同心锁口红上线首日便挺进了该平台口红销售榜小时榜前三。
2021年5月	花西子海外官网上线并陆续开通日本、美国、欧洲各国等地的物流，支持销售40多个国家和地区。
2022年	美国顶流美妆博主Jeffree Star在视频中推荐和认可了花西子，为花西子带来了大量的海外流量和销量增长。
2023年	花西子在日本的美妆集合店@cosme和伊势丹百货开设了两家限时快闪店，进一步接触当地消费者。
2024年	花西子宣布将与LVMH集团旗下的奢侈品旅游零售商DFS（迪斐世）合作，于2024年9月1日在法国巴黎的莎玛丽丹百货开设首个欧洲专柜。

图48：花西子在TikTok上粉丝数达120万，雕花口红、百鸟朝凤眼影盘等展示视频获得较大关注度



资料来源：TikTok

## 2.3 毛戈平：出海主打故宫合作款，国内品牌市场份额不断提升

毛戈平出海在产品选择上主打“故宫”合作款，着重体现宫廷御用的贵气和使用仪式感。宫廷御用品牌在出海传播、高端化方面具有优势。“宫廷御用”彰显尊贵和高奢属性，在出海过程中能迅速树立起高端形象。如法国娇兰曾经是欧洲贵族和皇室御用香水，品牌迄今已有200多年历史，在欧洲、美洲、亚洲等地区布局广泛。whoos后是韩国顶级宫廷护肤品牌，将重视本源、线条之美的东方美学与现代时尚理念相结合。2003年在韩国上市，2006年就进入中国市场，2014年入驻天猫，2021年店铺销售额达25.6亿元。

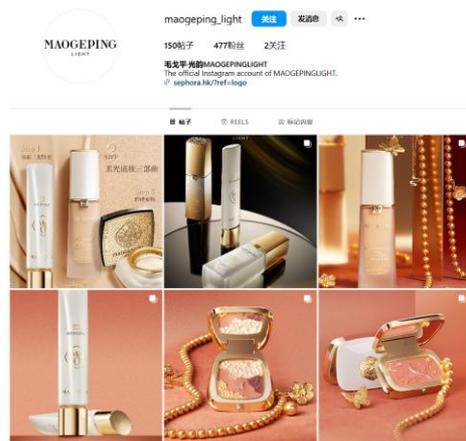
毛戈平目前在海外各主流媒体平台均有布局。2021年初，毛戈平将出海首战定为美国，通过YouTube美妆视频博主社区带货，带货形式主要是每日/周/月更新的博主视频和多渠道社交媒体互动。截至目前（2025年1月26日），毛戈平在海外多社交平台（Instagram、Youtube、TikTok等）均开通账号，进行产品宣传，妆容教学视频投放，展现东方艺术之美，积累了一批粉丝。

表8：毛戈平在海外社媒平台逐步积累粉丝数

账号名称	粉丝数
maogeping_vn(平台: Instagram)	51
maogepingbeauty (平台: Instagram)	110
maogeping_light (平台: TikTok)	477
maogeping education (平台: TikTok)	791
毛戈平美妆教育(Youtube)	4.7万订阅者

资料来源：品牌方舟BrandArk公众号、开源证券研究所

图49：毛戈平在TikTok官方账号首页宣传流光溢彩系列产品

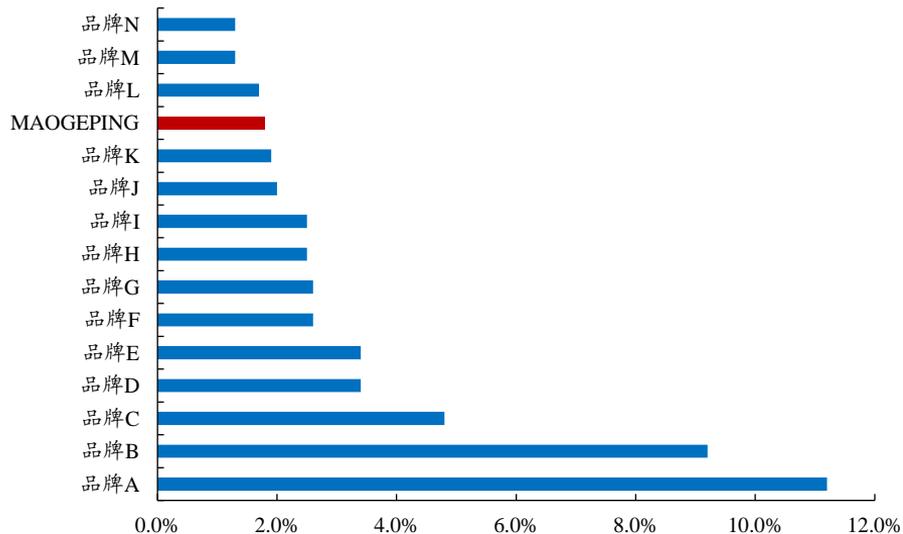


资料来源：品牌方舟BrandArk公众号、开源证券研究所

从品牌口径看，2023年前五大彩妆品牌占据32%的份额，前十大彩妆集团占据44.2%的份额；毛戈平品牌2023年市占率为1.8%，排名第12，为市占率前十五的高端品牌中唯一的国货品牌。

从线上格局看，2024年彩妆香水领域毛戈平在天猫和抖音平台市场份额均位列前列，且相比2023年有较大提升。

图50：按零售额计毛戈平品牌在高端美妆市场市占率位列第12



数据来源：毛戈平公司公告、开源证券研究所

图51：彩妆香水赛道毛戈平市场份额位列前列且市占率不断上升

排名	天猫彩妆香水			抖音彩妆香水				
	品牌	2024年	2023年	品牌	2024年	2023年	2024年份额增减	
1	圣罗兰美妆 Ysl	3.7%	3.5%	0.2%	圣罗兰美妆 Ysl	2.4%	1.7%	0.8%
2	卡姿兰 Carslan	3.1%	2.8%	0.3%	花西子 Florasis	2.4%	3.5%	-1.1%
3	肌肤之钥 Cleo	3.0%	2.2%	0.8%	方里 Funny Elf	1.8%	1.4%	0.4%
4	彩棠 Timage	2.8%	2.4%	0.4%	毛戈平 Maogeping	1.8%	1.3%	0.4%
5	娜斯 Nars	2.4%	2.4%	0.0%	柏瑞美 Pramy	1.8%	2.0%	-0.2%
6	香奈儿 Chanel	2.4%	2.1%	0.2%	卡姿兰 Carslan	1.6%	2.1%	-0.4%
7	花西子 Florasis	2.3%	3.2%	-1.0%	AKF	1.6%	2.8%	-1.2%
8	三熹玉 3ce	2.1%	2.5%	-0.5%	恋火 Passionall	1.5%	1.2%	0.2%
9	毛戈平 Mao	2.0%	1.1%	0.8%	橘朵 Judydoll	1.5%	1.7%	-0.2%
10	雅诗兰黛 Estee Lauder	1.9%	1.9%	0.0%	三资堂	1.4%	0.4%	1.0%
11	欧莱雅 L'Oréal	1.9%	1.7%	0.2%	彩棠 Timage	1.3%	1.6%	-0.3%
12	迪奥美妆 Dior	1.7%	1.5%	0.1%	阿玛尼美妆 Armani	1.2%	0.9%	0.3%
13	橘朵 Judydoll	1.6%	1.5%	0.1%	肌肤之钥 Cleo	1.2%	0.8%	0.4%
14	兰蔻 Lancor	1.6%	2.0%	-0.3%	悠宜 Unny Club	1.0%	1.3%	-0.3%
15	魅可 Mac	1.4%	1.9%	-0.5%	Vc美妆	1.0%	1.4%	-0.4%
TOP15合计份额		33.7%	32.7%	1.0%	23.4%	24.1%	-0.6%	

数据来源：久谦中台、开源证券研究所

图52：面部彩妆赛道毛戈平市场份额位列前列且市占率不断上升

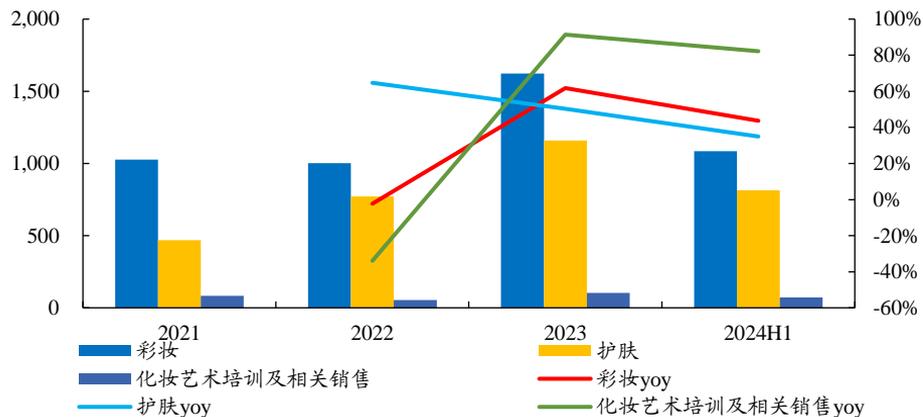
排名	天猫面部彩妆			抖音面部彩妆				
	品牌	2024年	2023年	品牌	2024年	2023年	2024年份额增减	
1	肌肤之钥 Cleo	6%	4%	1.2%	花西子 Florasis	4.2%	6.1%	-1.9%
2	彩棠 Timage	5%	5%	0.5%	方里 Funny Elf	3.3%	2.6%	0.7%
3	娜斯 Nars	4%	4%	-0.2%	柏瑞美 Pramy	3.2%	3.7%	-0.5%
4	卡姿兰 Carslan	4%	4%	0.5%	毛戈平 Maogeping	3.1%	2.4%	0.7%
5	花西子 Florasis	4%	5%	-1.7%	圣罗兰美妆 Ysl	2.8%	1.9%	0.9%
6	圣罗兰美妆 Ysl	4%	3%	0.6%	恋火 Passionall	2.7%	2.3%	0.4%
7	毛戈平 Mao	4%	2%	1.3%	卡姿兰 Carslan	2.2%	2.9%	-0.7%
8	雅诗兰黛 Estee Lauder	3%	4%	-0.1%	彩棠 Timage	2.2%	2.9%	-0.7%
9	欧莱雅 L'Oréal	3%	3%	0.2%	肌肤之钥 Cleo	2.1%	1.4%	0.7%
10	兰蔻 Lancor	2%	2%	-0.4%	Vc美妆	1.8%	2.6%	-0.8%
11	花知晓 Flow	2%	1%	1.2%	优沃朵 Uodo	1.8%	1.5%	0.2%
12	兰芝 Laneig	2%	2%	-0.3%	芭彼 Babi	1.7%	1.6%	0.1%
13	恋火 Passionall	2%	1%	0.3%	玛丽黛佳 Mari	1.6%	2.0%	-0.4%
14	蜜丝婷 (Mistine)	2%	1%	0.4%	格色 Lac	1.6%	0.0%	1.6%
15	玫珂菲 (Makieup)	2%	2%	-0.7%	KATO	1.4%	1.6%	-0.1%
TOP15合计份额		47.6%	44.8%	2.9%	35.7%	35.6%	0.1%	

数据来源：久谦中台、开源证券研究所

## 2.3 毛戈平：出海主打故宫合作款，国内品牌市场份额不断提升

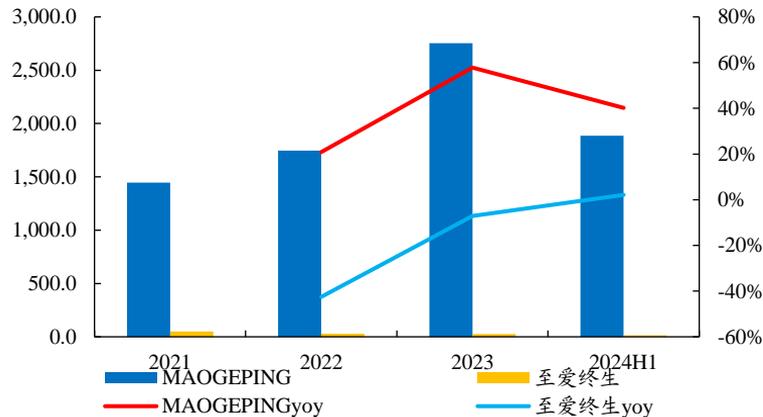
- MAOGEPING品牌贡献主要收入，护肤业务处于快速发展期。**公司自有品牌包括MAOGEPING和至爱终生，MAOGEPING品牌主打专业化妆，定位高端品牌，至爱终生品牌定位大众，经销和二三线城市为主。2021-2023年MAOGEPING收入由14.4亿元增长至27.55亿元，CAGR达38.1%，2024H1收入18.9亿元/yoy+40.1%，占比95.7%。

图53：公司彩妆和护肤业务均快速增长（单位：百万元）



数据来源：毛戈平公司招股说明书、开源证券研究所

图54：公司MAOGEPING品牌贡献主要收入（单位：百万元）



数据来源：毛戈平公司招股说明书、开源证券研究所

## 2.3 毛戈平：出海主打故宫合作款，国内品牌市场份额不断提升

- 从产品端看，以创新品类光影系列为基，构建大单品矩阵并持续迭代升级。毛戈平独创光影系列产品，与其化妆理论主打“改变面部结构”相契合，是首个将高光系列产品作为主打品类的高端彩妆品牌，后围绕其独创的“光影美学体系”相继推出“光感无痕粉膏”、“奢华鱼子气垫”等产品进一步完善产品矩阵并迭代升级，延展品牌的价值内涵。2019年、2023年公司分别推出第三代、第四代高光膏，2021年将无痕粉膏升级为美肌/清透粉膏，2022年在鱼子气垫中新增防晒成分，2023年新增轻薄系列羽翼气垫。大单品接力保持高速增长。
- 产品矩阵分布均衡，底妆类无痕粉膏和鱼子气垫保持高速增长，相比海外高端品牌体量仍存在较大增长空间。据久谦中台数据，光感无痕粉膏销售额持续高增，2023年线上销售额2.8亿/yoy+52.6%，占比24%，鱼子无瑕气垫2022/2023年线上GMV0.6/1.5亿，yoy+153%/+142%，在整体品牌中占比持续上升，由2022年9.4%占比提升至2024年1-10月15.6%。对比YSL大单品粉气垫、雅诗兰黛大单品DW粉底液，兰蔻持妆粉底液2023年线上三平台销售额，公司无痕粉膏、鱼子气垫仍有较大体量增长空间。

图55：公司彩妆系列大单品矩阵建成并不断升级迭代



表9：公司大单品不断升级迭代，无痕粉膏、鱼子气垫、鱼子面膜占比较高

排序	2021	2022	2023	2024M1-M11
1	无痕粉膏 (27%)	无痕粉膏 (30%)	无痕粉膏 (26%)	无痕粉膏(22.2%)
2	双色遮瑕 (22%)	鱼子酱面膜 (19%)	鱼子酱面膜 (22%)	鱼子酱面膜(17%)
3	光影塑颜高光粉膏 (19%)	双色遮瑕 (12%)	鱼子+羽翼气垫 (13%)	鱼子+羽翼气垫(15%)
4	鱼子气垫 (6%)	光影塑颜高光粉膏 (11%)	光影塑颜高光粉膏 (6%)	凝颜粉饼 (9%)
5	鱼子酱面膜 (5%)	鱼子气垫 (10%)	黑霜(5%)	黑霜 (7%)
6	美妆工具 (3%)	黑霜 (4%)	双色遮瑕(5%)	光感凝润粉底液 (6%)

资料来源：毛戈平公司公告、开源证券研究所

资料来源：毛戈平公司公告、久谦中台、公司官网、天猫、微博、开源证券研究所

# 目录

## CONTENTS

- 1 潮玩：潮玩与国漫共生共荣，首饰+IP跨越文化与时尚
- 2 东方美学：传统文化与现代元素碰撞，奠定品牌顶流地位
- 3 受益标的盈利预测与估值
- 4 风险提示

表10: 受益标的盈利预测与估值

代码	公司名称	2025/2/13	EPS			PE			评级
		收盘价	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
600223.SH	福瑞达	7.20	0.37	0.47	0.58	19.42	15.41	12.40	买入
300896.SZ	爱美客	183.17	7.60	9.84	12.10	24.10	18.62	15.14	买入
832982.BJ	锦波生物	224.00	6.15	8.43	10.07	36.41	26.58	22.25	买入
601888.SH	中国中免	61.99	2.65	3.01	3.48	23.39	20.58	17.84	未评级
0780.HK	同程旅行	18.14	0.87	1.11	1.42	20.97	16.30	11.77	未评级
603099.SH	长白山	34.80	0.65	0.84	0.95	53.25	41.67	36.68	买入
300795.SZ	米奥会展	21.75	1.01	1.35	1.69	21.53	16.11	12.87	买入
001308.SZ	康冠科技	24.33	1.53	1.92	2.26	15.94	12.66	10.77	买入
300856.SZ	科思股份	25.42	2.48	2.95	3.42	10.26	8.62	7.43	买入
603277.SH	银都股份	26.40	1.44	1.62	1.83	18.36	16.32	14.45	买入
688363.SH	华熙生物	50.05	1.77	2.24	2.82	28.34	22.37	17.78	买入
300740.SZ	水羊股份	12.01	0.88	1.06	1.28	13.64	11.37	9.37	买入
688366.SH	昊海生科	58.75	2.06	2.52	3.02	28.46	23.33	19.44	买入
300192.SZ	科德教育	20.60	0.49	0.58	0.68	42.22	35.25	30.20	买入
000526.SZ	学大教育	51.55	1.74	2.31	2.96	29.55	22.31	17.40	未评级
603081.SH	大丰实业	12.81	0.45	0.58	0.73	28.22	22.13	17.54	买入
605289.SH	罗曼股份	25.52	1.26	1.47	1.90	20.27	17.38	13.43	未评级
600916.SH	中国黄金	8.95	0.66	0.77	0.89	13.47	11.58	10.04	买入
300662.SZ	科锐国际	24.92	1.02	1.29	1.55	24.35	19.39	16.09	未评级
600861.SH	北京人力	18.15	1.51	1.69	1.88	12.01	10.73	9.65	未评级
600662.SH	外服控股	5.36	0.27	0.30	0.32	19.58	18.01	16.80	未评级
603059.SH	倍加洁	21.55	1.10	1.71	1.97	19.59	12.63	10.91	买入
9961.HK	携程集团-S	531.00	24.55	26.31	30.31	21.63	20.19	17.52	未评级
300492.SZ	华图山鼎	76.98	1.73	2.86	3.72	44.54	26.88	20.70	未评级
EDU.N	华立科技	30.76	0.58	0.76	0.92	53.07	40.45	33.30	未评级
TAL.N	青木科技	58.74	1.35	1.85	2.37	43.61	31.75	24.82	买入

数据来源: Wind、Bloomberg、开源证券研究所, 除福瑞达、爱美客、长白山、米奥会展、康冠科技、科思股份、银都股份、康冠科技、华熙生物、中国黄金、昊海生科、大丰实业、水羊股份、倍加洁、好未来为开源证券研究所预测, 新东方为Bloomberg一致预期, 其全公司盈利预测及估值数据均使用Wind一致预期

# 目录

## CONTENTS

- 1 潮玩：潮玩与国漫共生共荣，首饰+IP跨越文化与时尚
- 2 东方美学：传统文化与现代元素碰撞，奠定品牌顶流地位
- 3 受益标的盈利预测与估值
- 4 风险提示

### （一）国内及全球宏观经济波动

世界不确定性处于高位，外部环境的进一步复杂化冲击国内国际双循环，加大国内经济下行压力，引发政策变动、市场需求减弱、产业结构调整、出口贸易受阻、原材料成本上升等不利因素，影响上市公司后续经营表现。

### （二）项目落地不及预期，影响后续新产品的推出从而影响公司竞争力

新建设或研发项目进展不及预期，导致新产品推迟上市或新产能面临不足，使公司在关键市场的竞争地位下降，降低公司信誉和客户信任，财务状况恶化影响其他业务进展，进而对未来营收、业绩产生较大影响。

### （三）零售不及预期，或导致存货周转、减值等相关问题

下游需求不足导致产品销售不及预期，使公司面临存货积压，产生流动资金占用、仓储成本增加、存货资产减值等风险。

### （四）新进入者或已有竞争者带来的行业竞争加剧等

新进入者或现有竞争者可能通过价格战、营销推广等手段争夺市场份额，若公司不能持续在技术创新、市场开拓等方面有所突破并保持一定的竞争优势，将会面临市场份额不断被挤压的风险。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 股票投资评级说明

	评级	说明	备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。
证券评级	买入（buy）	预计相对强于市场表现20%以上；	
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现5%~20%；	
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；	
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。	
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；	
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；	
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。	

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及

的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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。

## 开源证券研究所

**上海：**上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层

邮箱：research@kysec.cn

**深圳：**深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮箱：research@kysec.cn

**北京：**北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮箱：research@kysec.cn

**西安：**西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券