



# 悦享生活，深挖情绪消费景气赛道

## 零售行业2025年中期投资策略

姓名 黄泽鹏（分析师）

证书编号：S0790519110001

邮箱：huangzepeng@kysec.cn

姓名 陈思（联系人）

证书编号：S0790124070031

邮箱：chensi@kysec.cn

姓名 姚慕宇（联系人）

证书编号：S0790125040021

邮箱：yaomuyu@kysec.cn

# 核心观点

## 1. 行业回顾

2025Q1社会消费复苏缓慢，零售企业经营整体承压。具体分板块看，黄金珠宝受金价高涨影响动销，跨境电商收入稳健、利润承压，医美化妆品竞争激烈，线下零售企业更多还处在模式变革探索阶段。值得注意的是，部分与“情绪价值”消费相关的细分赛道，对应龙头品牌型企业，一季度经营情况已显著优于行业整体。

## 2. 细分板块梳理分析

**黄金珠宝：**行业“消费+投资”长期逻辑未变，但品牌竞争格局已悄然变化：传统渠道品牌的“通货贴牌”模式面临产品同质化和价格内卷困境，加盟商持续关店；反观部分具备差异化产品力和消费者深度洞察力的产品型品牌则在快速崛起，爆款频出、业绩高增。

**线下零售：**随着线上电商竞争内卷和流量红利见顶，线下渠道借“情绪消费”东风，迎来攻守易势机会。从商业模式底层逻辑出发，零售企业变革需改变卖“货”思维，依托体验服务、情绪价值等优势着力于“人”，在消费者端持续正向累积、吸引流量回归线下。

**化妆品：**进口化妆品遇冷，国货美妆凭借强营销产品热点把握能力持续突围。此外，美妆个护部分差异化细分品类的火热，也体现出当代消费者对情感共鸣和精神享受的追求，随着“情绪消费”蔓延至美妆个护领域，功效护肤、国潮彩妆、家居香氛等赛道显著受益。

**医美：**上游厂商发力“新成分/适应症/新技术”打造差异化，高端需求稳定驱动薇旎美、艾塑菲等逆势高增；下游机构在长尾出清和产品选择丰富背景下，有望实现市占率提升与盈利改善。2025年锦波生物重磅产品落地，其他厂商获批进度也有望加速。

## 3. 投资建议

**黄金珠宝：**品牌格局分化，关注具备差异化产品力和消费者深度洞察力的黄金珠宝品牌，重点推荐老铺黄金、潮宏基、周大生等。

**线下零售：**看好顺应趋势积极变革探索的零售企业（超市、百货、连锁），重点推荐永辉超市、爱婴室等，受益标的重庆百货等。

**化妆品：**看好“高景气赛道、稀缺高端美妆、差异化个护家清品牌”三大主线，关注具备差异化且能力持续迭代的优质国货美妆品牌，重点推荐毛戈平、珀莱雅、上美股份、巨子生物、润本股份、丸美生物等，受益标的若羽臣、上海家化等。

**医美：**内需提振下医美景气度有望恢复，看好具备差异化管线的医美产品厂商，重点推荐爱美客、科笛-B等，受益标的锦波生物等。

**4. 风险提示：**消费复苏不及预期；行业竞争加剧；政策风险等。

# 目录

## CONTENTS

- 1 综述：零售企业经营缓慢恢复，情绪消费带来新机会
- 2 黄金珠宝：动销承压品牌分化，机会在高端线和时尚线
- 3 线下零售：渠道攻守易势继续，变革探索加速推进
- 4 化妆品：情绪消费蔓延，关注国潮彩妆、家居香氛等赛道
- 5 医美：上游强调“差异化”，关注重组胶原、再生类等
- 7 投资建议
- 8 风险提示

# 1.1 零售数据：2025Q1社会消费复苏明显，可选品类表现有所分化

**经济发展、消费场景恢复背景下，2024年及2025Q1社会消费稳步复苏。**2024年我国社零总额为48.79万亿元（同比+3.5%），其中2024Q1/Q2/Q3/Q4分别同比+4.7%/+2.7%/+2.7%/+3.8%，呈稳健增长态势；2025年一季度我国社零总额为12.47万亿元（同比+4.6%），开年以来内需政策持续加码释放积极信号，顺周期复苏态势明显，期待2025年消费潜力逐步释放。

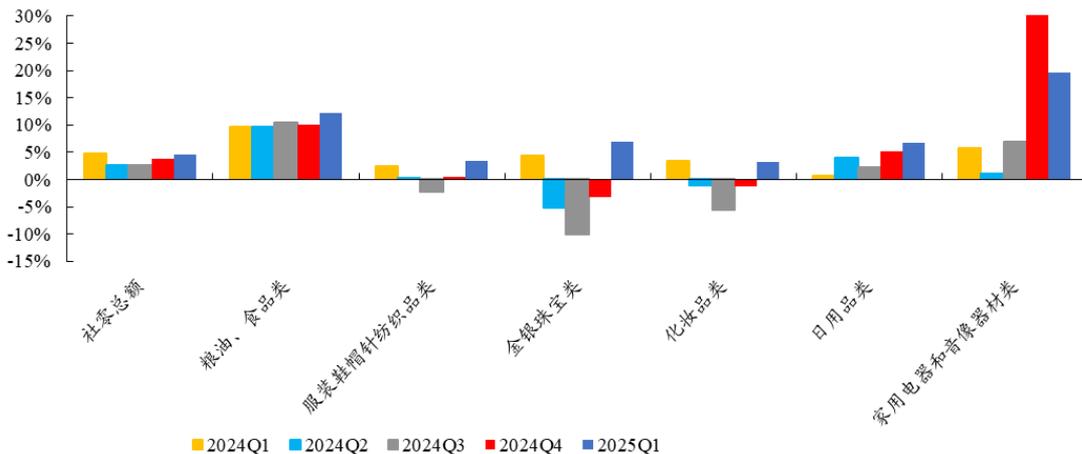
**分品类看，商品消费中必选品类维持稳健，可选消费表现分化。**2024年，以粮油食品为代表的必选消费品维持平稳增长，可选消费品表现则略有分化，受益于以旧换新政策家用电器市场销售表现依旧突出，化妆品环比增速明显回升。2025Q1金银珠宝、服装鞋帽、化妆品分别同比+6.9%/+3.4%/+3.2%，均呈现边际改善，其中金银珠宝增速季度环比改善明显。

图1：2025年以来社会消费呈温和复苏态势



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图2：2025Q1必选品类保持稳健，可选消费表现有所分化



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

## 1.2 零售渠道：线上优于零售大盘，线下各业态边际回暖

**线上零售延续良好发展势头。**2025Q1实物商品网上零售总额为2.99万亿元（同比+5.7%），其中吃/穿/用类商品分别同比+14.0%/-0.1%/+5.6%，维持良好增长势头。渗透率方面，一季度实物商品网上零售额占社零比重为24.0%（同比+0.7pct，较1-2月+1.7pct），维持在较高水平。

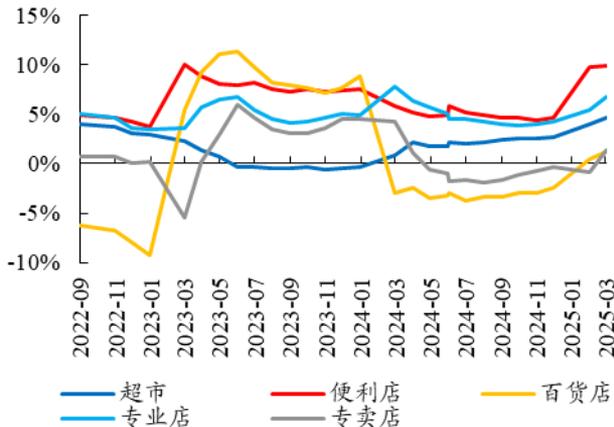
**线下零售各业态均呈现边际回暖趋势。**分业态看，2025Q1超市、便利店、百货店、专业店和品牌专卖店零售额同比分别+4.6%/+9.9%/+1.2%/+6.7%/+1.4%，各业态均呈现边际回暖趋势，其中便利店销售表现较强。根据中华全国商业信息中心的监测数据，2025年3月全国50家重点大型零售企业（以百货业态为主）零售额同比下降0.3%，降幅相比1-2月收窄4.3个百分点，显示出消费向好的内生动力和市场韧性。

图3：2025Q1实物商品网上零售额同比增长5.7%



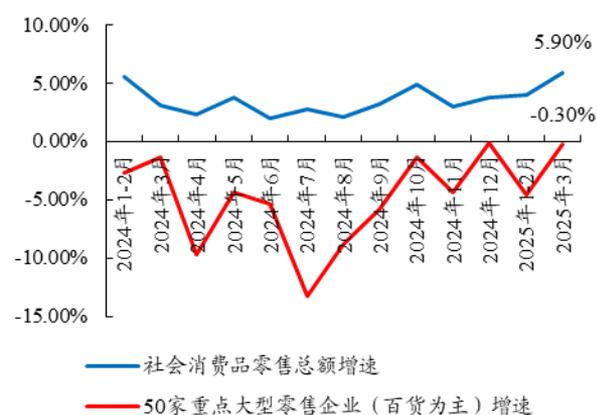
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图4：2025年一季度线下各业态呈边际回暖趋势



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图5：50家重点大型零售企业3月零售额同比降幅收窄



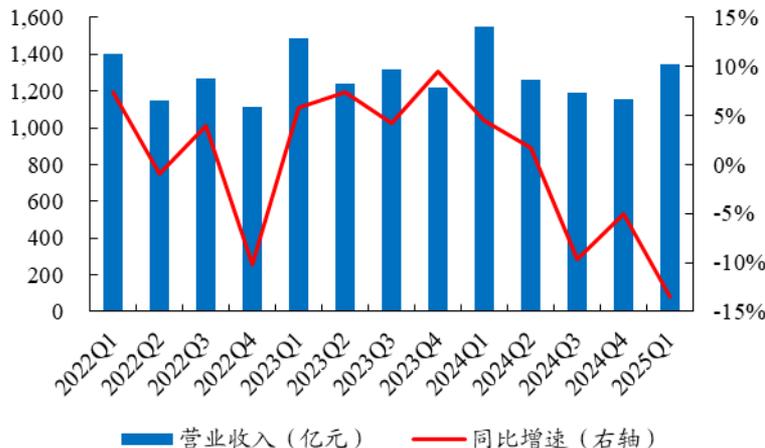
数据来源：中华全国商业信息中心、开源证券研究所

# 1.3 零售企业经营业绩：2024年承压明显，2025Q1边际缓慢复苏

**收入端，零售企业2024年来持续承压。**我们选取6家超市、13家百货、13家美容护理、8家黄金珠宝、6家跨境电商和4家专业连锁合计50家上市公司（下简称零售行业整体）作为样本，对零售行业企业经营业绩做梳理分析。2024Q1-2025Q1分季度看，零售行业整体营收同比增速分别为+4.6%/+1.7%/-9.6%/-4.7%/-13.3%，呈现持续承压态势。

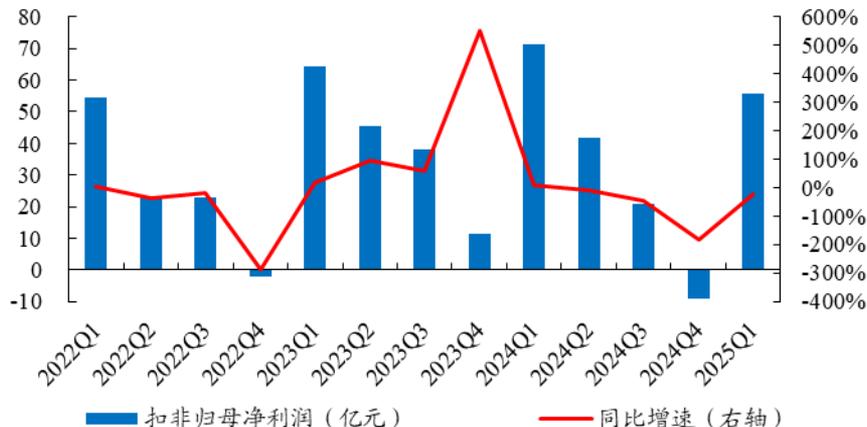
**利润端，零售企业2024年来承压明显、2025Q1边际缓慢复苏。**2024年，零售行业整体扣非归母净利润同比-20.6%，2024Q1/Q2/Q3/Q4同比增速分别为+10.8%/-8.0%/-43.7%/-169.6%，2024全年利润端承压明显；2025年一季度，行业整体利润端同比-21.3%，伴随消费复苏，零售企业经营环比有所修复。

图6：2024年来零售行业收入端持续承压



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2024年零售行业利润端持续承压，2025Q1呈现边际回暖趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

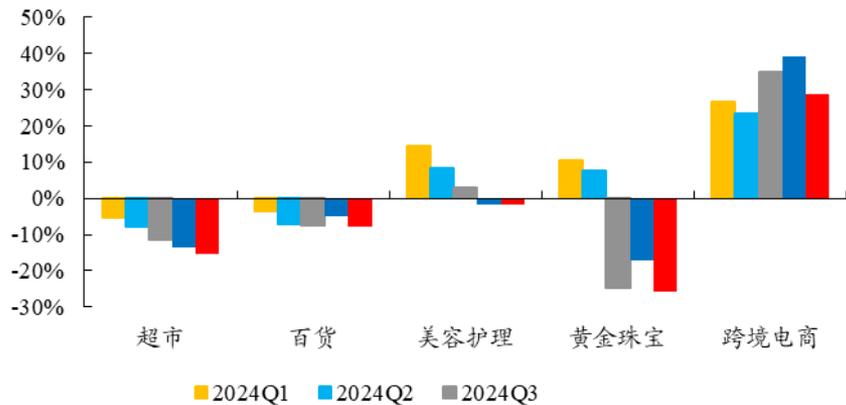
# 1.3 零售企业经营业绩：跨境电商表现较好，美容护理、黄金珠宝显著分化

**收入端看，跨境电商呈现较高景气，黄金珠宝、美容护理则表现分化。**2024年超市、百货板块表现相对逊色；黄金珠宝板块受金价上行抑制终端动销，2024Q1-2025Q1营收分别同比+11%/+8%/-25%/-17%/-26%；美护板块营收同比分别+15%/+8%/+3%/-2%/-2%，也呈现一定压力；跨境电商板块营收同比分别+27%/+23%/+35%/+39%/+29%，受益于外部环境向好，经营增长突出。

**利润端看，跨境电商相对稳健，其余板块均呈现较大波动。**2024年跨境电商板块利润端表现相对稳健，同比-4.6%，2025Q1实现正增长；其余超市/百货/美护/黄金珠宝等板块均有所承压，2024年分别同比-38%/-15%/-18%/-18%。

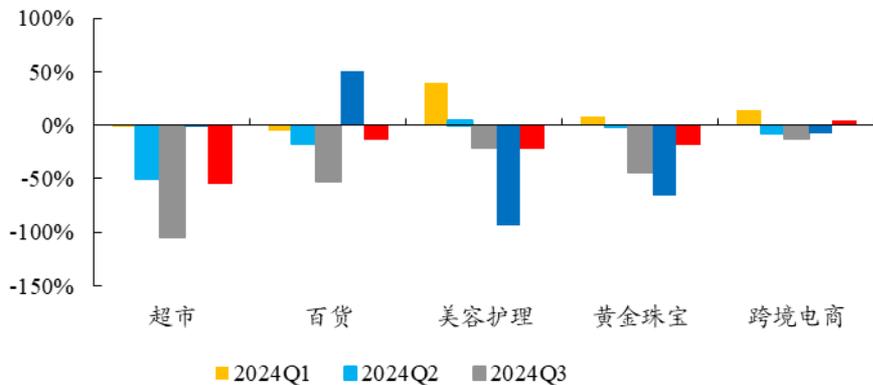
**竞争格局特征：“情绪消费”相关优质品牌公司经营业绩优于行业整体。**情绪消费赛道相关优质品牌方在零售行业整体承压下呈现出更强韧性，如黄金珠宝的老铺黄金、潮宏基，医美化妆品公司毛戈平、润本股份等，2024年及2025Q1经营业绩均增长良好。

图8：收入端，跨境电商呈现高景气，黄金珠宝、美容护理表现分化



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：利润端，2025Q1仅跨境电商板块维持正增长



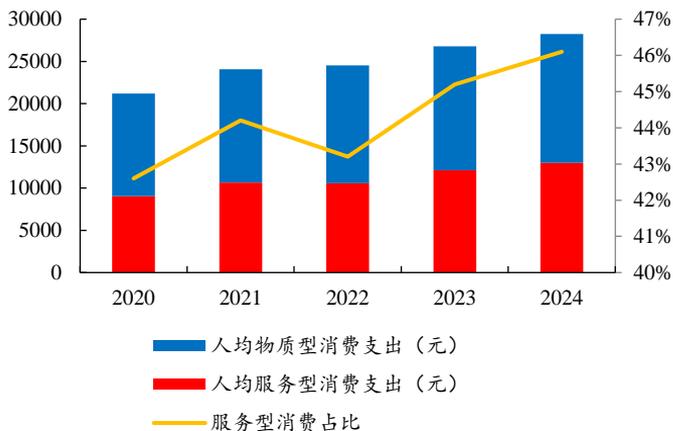
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 1.4 重情感而非功能，情绪消费正在年轻一代中逐渐崛起

**情绪消费：**通常指消费者为满足情感需求而产生的购买行为，其核心驱动力是产品带来的情绪价值而非实用功能。因此，这类消费往往具有冲动性、场景化和社交属性，如购买盲盒、治愈系文创或仪式感礼品等。

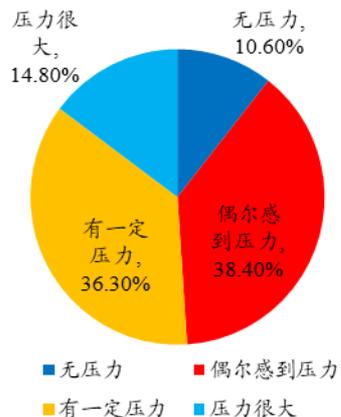
**情绪消费兴起，主要源于年轻一代消费需求从追求功能性向追求情感性的转变。**一方面，经济结构升级推动服务产业占比提升，服务业发展为情绪消费提供丰富的载体，近年来中国人均消费支出中服务型消费占比持续提升，成为拉动零售业态的新增长极，根据国家统计局数据，2024年我国服务零售额同比+6.2%，高于社零总额增速（+3.5%）。另一方面，当代年轻人在经济环境不确定下面临较大心理压力，据DT商业观察数据显示，9成以上年轻人感受到不同程度压力，其中14.8%的人认为压力很大，在此背景下，具有情感寄托功能的商品成为年轻人缓解焦虑的重要载体，例如，2024年爆火出圈的Jellycat CAFÉ体验店，正是通过“过家家”式的购物体验，为消费者提供极致的情绪价值，受到年轻人追捧。

图10：中国人均消费支出中服务型消费占比持续提升



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图11：年轻人普遍承受较大心理压力



数据来源：DT商业观察公众号、开源证券研究所 资料来源：上海静安公众号、上观新闻公众号

图12：Jellycat“过家家”式体验吸引消费者、爆火出圈



## 1.5 关注情绪消费相关赛道机会

**黄金珠宝、线下零售和美容护理三大赛道，具备较高的“情绪消费”属性，优质公司经营表现有望持续领先行业。**在“情绪消费”渐成潮流的背景下，消费市场正经历着深刻的变革。消费者不再仅仅满足于商品的基本功能，而是愈发注重消费过程中的情感满足与体验，由此带给具备满足消费者情绪价值的细分赛道机会。我们梳理发现，黄金珠宝、线下零售和美容护理这三大细分赛道具备较高的“情绪消费”属性，相关渠道或品牌公司有望脱颖而出、经营表现持续优于行业。

**黄金珠宝：精神需求崛起，重视产品设计差异化和情感共鸣，高端中式黄金和年轻时尚黄金为代表性细分赛道。**一方面随我国国力增强、国民文化认同感与民族自信提升，推动消费者形成对国潮国风的热捧；另一方面Z世代逐渐掌握消费话语权，其对于传统文化和情绪价值的追求也加速消费市场向情感化、符号化转变。黄金珠宝行业需求端呈现结构多元、重情绪价值的趋势，在此背景下，黄金珠宝作为文化与情感的绝佳载体，其从品牌理念、产品设计到定价模式均发生着深刻变化，部分品牌通过深度研究理解消费者需求，深挖工艺与情感价值，构建了具有鲜明品牌印记的产品矩阵，从而受到消费者欢迎、在市场中脱颖而出。

**线下零售：回归情绪价值有望重构竞争优势，积极进行业态调改和IP运营的超市、百货及母婴连锁为代表性细分赛道。**区别于线上消费追求极致效率，线下渠道本身就擅长着力于“人”，通过即时社交互动和沉浸式空间体验等“非标品属性”，天然具备情绪共振的独特优势。在线上线下流量攻守易势背景下，部分敏锐的零售企业已通过产品差异化（超市业态山姆的深度改造供应链、发力自有产品）、空间内容化（如百货业态百联ZX的谷子经济线下聚客）和服务极致化（超市业态胖东来的超级贴心服务）重构竞争优势，强调以客户为中心对产品理念、供应链管理和服务模式进行深度调整，从而将从单一购买场景升级为体验互动式的社交场景，深度链接消费者，吸引流量回归线下。

**美容护理：“颜值经济”兴起下，护肤/化妆/闻香/洗浴/医美均为悦己，部分高景气细分赛道机遇涌现。**近年颜值经济和悦己潮流盛行，美容护理行业迎来多元化和个性化发展新时代，护肤、彩妆、香氛、洗护、医美等细分赛道正通过技术创新与体验升级重构消费场景，契合了情绪消费时代人们对自我关注和情感释放的追求。消费者也可通过选购功效护肤品（达到美白/抗老等效果）、国潮彩妆（打造时尚感妆容）、家居香氛（闻香舒缓身心）等达到悦己疗愈的目的，同时医美领域在高净值人群消费升级驱动下加速分化，高端医美因安全性和稀缺性而呈现较强的韧性。因此，从基础护肤到深度医美的全链条悦己生态，有望持续蓬勃发展。

# 目录

## CONTENTS

- 1 综述：零售企业经营缓慢恢复，情绪消费带来新机会
- 2 **黄金珠宝：动销承压品牌分化，机会在高端线和时尚线**
- 3 线下零售：渠道攻守易势继续，变革探索加速推进
- 4 化妆品：情绪消费蔓延，关注国潮彩妆、家居香氛等赛道
- 5 医美：上游强调“差异化”，关注重组胶原、再生类等
- 7 投资建议
- 8 风险提示

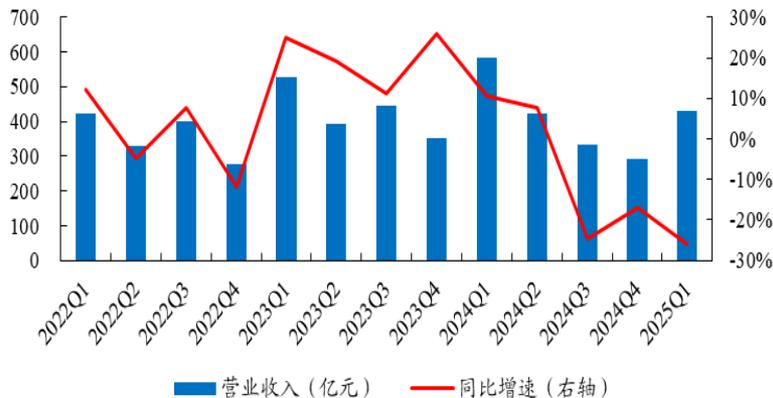
## 2.1 综述：2025Q1黄金珠宝行业受金价高企影响普遍承压

**2025Q1黄金珠宝行业经营业绩普遍承压。**公司层面我们以重点关注的8家黄金珠宝企业（老凤祥、周大生、中国黄金、潮宏基等）作为研究样本，观察黄金珠宝板块的整体经营情况：2025Q1板块实现营收431.6亿元（同比-25.9%，下同）、扣非归母净利润15.7亿元（-18.8%），终端销售和盈利能力均有所承压。

**金价高位震荡抑制终端动销。**受全球金价持续上行影响，一方面消费者非刚需购金需求延迟，另一方面金价上涨意味着铺货成本增加，加盟商日常补货、订货会拿货和新开店铺货意愿受到抑制，同时部分运营能力较弱的加盟商门店在此过程大量出清，共同造成品牌方经营业绩承压。

**销售承压背景下行业亦有亮点：定价类、时尚小件及玄学珠串产品表现亮眼。**定价类产品因在金价上涨过程中的阶段性性价比而受益，时尚小件黄金珠宝和玄学珠串则因在设计和文化内涵上迎合年轻消费群体需求，也受到热捧。

图13：2025Q1黄金珠宝板块营收受金价高企影响有所承压



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：小件时尚产品设计精美受年轻人喜爱



资料来源：小红书

图15：珠串产品融合玄学内涵契合当下流行



资料来源：潮宏基天猫店

## 2.2 研究框架：早期“渠道为王”，现在“差异化产品+消费者洞察”是核心

**早期供给主导阶段，行业供不应求背景下，品牌方核心策略是“渠道为王”跑马圈地。**该阶段供给不饱和，渠道相对传统原始，消费者需求不成熟，只要求“保真”，是供给为主导的时期。此时，渠道能力是行业核心竞争要素，头部企业多采取跑马圈地策略进行大规模加盟扩张，抢占市场。代表性案例包括：老凤祥推出省代模式，给予大商较大权限和利益；周大生瞄准下沉市场，以钻石镶嵌品类做出差异化；周大福则优先抢占高线核心商圈，树立高端品牌形象。

**随着行业转向需求主导阶段，工艺进步+需求觉醒，“差异化产品+消费者洞察”能力成为核心竞争要素。**

该阶段黄金生产工艺革新带来产品差异化和需求升级，供给端逐渐接近饱和，而需求端悦己、国潮、祈福等情绪价值相关的精神需求觉醒，因此，产品研发能力和信息化能力逐渐成为行业核心竞争要素。头部企业开始加大产品个性化研发投入，同时通过数字化建设洞察探索消费者需求，并将之快速反哺到研发设计端，打造品牌印记产品。代表性案例包括：老铺黄金十字金刚杵系列、潮宏基“梵华”系列、曼卡龙“风华”系列、周大福“传承”系列等。在这一阶段，高端中式黄金和时尚黄金两大细分赛道景气度逐步脱颖而出。

图16: 黄金珠宝早期“渠道为王”，近期“差异化产品+消费者洞察”能力愈发重要



资料来源：老凤祥、周大福、潮宏基官网、开源证券研究所

## 2.3 高端黄金：中国人黄金血脉觉醒，三大时代β助力下的最强赛道

“经济增速放缓、金价上涨、国力提升”，三大时代β铸就高端中式黄金崛起。

**经济增速放缓，消费趋向保守化；老钱风起，高端黄金是最佳载体。**一方面经济发展进入成熟期“老钱风”会抬头，而我国黄金器物历史悠久，对财富地位的象征意义深入人心，当“老钱风”与中国文化相结合，无论是作为服装配饰还是摆件器物，高端黄金都会是“中式老钱”的最佳载体；另一方面，经济下行期，消费也会趋向保守化，更看重保值属性，考虑到钻石K金等品类二手价往往在3-5折以下，而高端黄金基于黄金价值保底，品类“相对”保值性明显更优。

**国际金价持续大涨，强化了黄金产品的保值优势。**金价持续上行，进一步拉大黄金相较钻石等非黄金高端饰品材料的保值增值优势以及二手市场价格差距，成为消费者品类选择的重要影响因素。

**中国国力提升、国潮国风兴起。**我国国力增强、国民文化认同感与民族自信提升，推动国潮国风兴起，黄金珠宝作为文化与情感载体，部分高端黄金品牌的优质产品供给，重新唤醒了国人血脉深处的“黄金热爱”，消费者从外资奢侈品逐步转向国货品牌。

**因此在高端饰品消费领域，不论基于保值性的产品结构降级，还是基于消费趋势的国潮崛起，都在推动高端中式黄金崛起。**

图17：黄金产品在中国历史悠久，是中式老钱象征



资料来源：小红书

图18：2021年以来金价持续上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：杨幂、王嘉尔等明星佩戴中式黄金首饰



资料来源：饰品秀公众号、SuperELLE欣漾公众号

## 2.3 高端黄金：老铺黄金“高筑墙、广积粮、缓称王”

老铺黄金是高端中式黄金“执牛耳”者，品牌出圈终端热卖、业绩持续超预期高增长。老铺定位高端，坚持全手工古法工艺，旨在打造世界黄金第一品牌。高工艺叠加深厚佛教底蕴，品牌持续出圈，终端反馈热烈，老铺2024年实现营收85.1亿元（+168%）、净利润14.7亿元（+254%），在弱消费环境下取得业绩逆势高增长。

“体验型”生意本质，决定了老铺黄金“高筑墙、广积粮、缓称王”的品牌发展策略。

1) “高筑墙”：老铺黄金坚持古法匠心做“高”端产品，基本不做大众平价款式，核心是通过高工艺、高产品力，让所有SKU均具备一定溢价，巩固高端品牌调性。2)

“广积粮”：公司自上而下，相对并不刻意追求短期销售达成，而注重对目标客户的品牌宣传和长期服务，目的是积累良好口碑，在线上线下多维度“种草积粮”。3) “缓称王”：老铺坚持全自营、一直未开放加盟，在友商品牌纷纷跑马圈地之时，保持耐性不着急开店扩张，而是严控服务质量与口碑，待品牌势能足够，开店自然水到渠成。

图20：“体验型”生意本质决定了老铺“高筑墙、广积粮、缓称王”的品牌策略

### “高”筑墙

坚持古法匠心做“高”端产品，核心是通过高工艺、高产品力，实现品牌溢价、巩固高端调性。



#### 花丝

纯手工将黄金抽成极细丝状，通过『堆、垒、编、织、掐、填、攒、焊』八大手工技法完成。编丝成器，美轮美奂，宛若天工。2008年被列入国家非物质文化遗产名录。



### 广“积”粮

比起短期销售数据达成，更注重品牌宣传和服务“种草积粮”；基层门店人员形象优、服务好。

【福利】：五险一金入职缴纳，带薪年假，13薪

【排班】：早晚班，月休6-8天

【要求】：1、33岁以下，身高159-167，形象气质佳，亲和力强

- 2、有轻奢及以上零售品牌工作经验优先考虑
- 3、有空乘 茶艺 星级酒店接待 等高级服务工作行业亦可考虑



### “缓”称王

坚持全自营、不做加盟，不着急扩张跑马圈地，而是深耕产品、服务和渠道，立住高端品牌力后，拿好位置开店就水到渠成。

#### 老铺黄金店铺地址

LAOPU GOLD 老铺黄金  
2024年12月14日 17:33 北京 [听全文](#)

『老铺黄金』官方销售渠道，仅限官网/官微所显示的线下直营门店、线上微信精品店、天猫旗舰店和京东旗舰店。除此以外，无任何加盟店或其他销售渠道。



资料来源：老铺黄金公众号、老铺黄金招股书、小红书APP、老铺黄金官网、开源证券研究所

## 2.4 时尚黄金：重设计、轻量化，深受年轻消费者和加盟商喜爱

时尚黄金具备**重设计、轻量化、推新快**的特点，对品牌方研发设计能力提出**较高要求**。与传统黄金珠宝相比，时尚黄金设计层面更**注重年轻化表达**，如融入国潮、动漫IP等元素，工艺层面采取3D硬金等新工艺，实现造型更加轻巧立体精致，同时产品整体克重轻、定价偏低，推新频率较快，而传统黄金设计层面更注重经典元素的简单组合，产品迭代周期更长。

时尚黄金深受**年轻消费群体和加盟商喜爱**。一方面，时尚黄金凭借其高情绪价值属性，成为年轻消费者表达自我和悦己的重要载体，深受年轻人喜爱，潮宏基、曼卡龙、周大生等品牌的时尚黄金产品2024年以来动销端表现强劲，例如潮宏基三丽鸥系列和曼卡龙娇玉系列均反馈热烈。另一方面时尚黄金凭借高毛利特点也受到加盟商欢迎，尤其在加盟商代际更迭之后，相比老一辈青睐黄金为主要的传统综合性品牌，二代加盟商普遍对新媒体、新品牌和新消费趋势把握更敏锐，自身也更喜欢调性突出、有差异化的新品牌，对时尚黄金这类能吸引消费者且有充足利润率保障的产品自然更加青睐，也更愿意加盟经营这类时尚年轻化的品牌。

图21：硬金工艺加持下时尚黄金设计更加精致 图22：时尚黄金品牌门店调性突出



资料来源：小红书



资料来源：界面新闻

图23：年轻人对个性化时尚黄金品类更加喜爱



资料来源：观潮新消费

## 2.4 时尚黄金：潮宏基品牌形象鲜明，叠加迎合年轻文化助力快速出圈

潮宏基是时尚黄金珠宝的优秀品牌代表，三丽鸥、梵华等系列产品打造诸多爆款。潮宏基定位东方时尚，注重设计研发，关注年轻客群偏好，且拥有深厚的产品时尚设计基因，这为其从K金转型到黄金产品奠定了核心竞争力。潮宏基此前主打小件时尚产品，强调设计与颜值，结合生肖、IP等元素，寓意丰富、情绪价值突出，且低克重因此价格低，能低成本地满足悦己、礼赠等需求，受到年轻消费者青睐。2024年下半年以来，潮宏基“梵华、故宫”等系列产品，采用多重转轴工艺并融入佛教元素创新，在终端热卖成爆款，表明公司在精品克重黄金领域也开始具备竞争力。

潮宏基对年轻消费客群的深度理解有效反哺产品研发，粉丝的强社媒传播属性反过来推动潮宏基产品爆款出圈。一方面潮宏基“类直营”体系+数字化系统，对终端消费者需求的深度理解和快反能力，持续拉开产品层面相较竞品的优势；另一方面，年轻粉丝群体作为互联网原住民，掌握社交媒体话语权，通过持续拔草、种草甚至二创，推动了潮宏基品牌在年轻群体的进一步火热出圈。

图24：潮宏基小件时尚单品重视颜值设计、善用IP元素



资料来源：潮宏基珠宝公众号

图25：梵华二创结合佛系文化、躺平文化，实现快速出圈



资料来源：小红书

## 2.5 投资观点：金价上行、情绪消费兴起，关注高端黄金和时尚黄金赛道

**情绪消费兴起叠加金价持续上行，驱动渠道型公司向产品型公司转型。**黄金珠宝行业正在发生深刻变革，传统通货贴牌为主的行业逻辑已被重构。一方面，年轻消费群体逐渐崛起，需求端呈现从单一资产配置和婚庆需求向情绪价值需求转向，悦己、社交、文化认同等多元需求催生细分赛道机会，而供给端逐渐饱和且高度同质化带来价格竞争内卷，因此具备差异化设计的产品就更显稀缺性。另一方面，金价持续上行背景下，加盟商拿货成本提高，传统铺货模式利润空间被挤压，倒逼行业从粗放经营转向精细化和差异化竞争。在此背景下，具备差异化设计能力和精准消费者洞察的产品型公司才更有望突围。

**看好高端中式黄金和年轻时尚黄金两大差异化赛道。**高端黄金在经济下行和消费趋向保守化背景下，凭借其深厚文化底蕴和保值属性成为“中式老钱”最佳载体，同时金价上涨进一步强化了黄金的保值优势，再叠加中国国力提升、国民文化认同感增强激发国人血脉中的“黄金热爱”，“经济下行、金价上涨、国力提升”三大时代 $\beta$ 铸就高端中式黄金崛起。时尚黄金则凭借设计层面年轻化表达和工艺层面的硬金技术，实现外观造型上的轻巧立体精致和内涵上对年轻文化的深度融入，再加之这类产品充足的利润率保障，深受年轻消费者和年轻加盟商群体的青睐。

**重点推荐老铺黄金、潮宏基、周大生等。**

**老铺黄金：**中式“老钱”风起+金价大涨催化，国内奢品消费呈现“黄金替代和国潮”趋势，老铺卡位为国内高端黄金稀缺供给方，未来高阶群体共识认知通过圈层外扩，小红书社媒加速品牌出圈，老铺有望成为“茅台”后又一“中式社交货币”。

**潮宏基：**近年来顺应黄金珠宝行业趋势，产品端以优质时尚珠宝首饰树立差异化品牌形象、“梵华、故宫”等系列在精品克重类黄金亦有所突破，渠道端发力加盟门店扩张、开店弹性突出；此外，公司信息化建设水平优秀，对消费者层面实现深度洞察。

**周大生：**多元化品牌矩阵布局助力拓店，产品端发力黄金产品体系，未来随品牌力逐步提升，轻资产模式下有望释放业绩弹性并支撑良好股东回报，股息率有望保持在较高水平。2025年重点关注“国家宝藏”等高端线品牌渠道布局。

# 目录

## CONTENTS

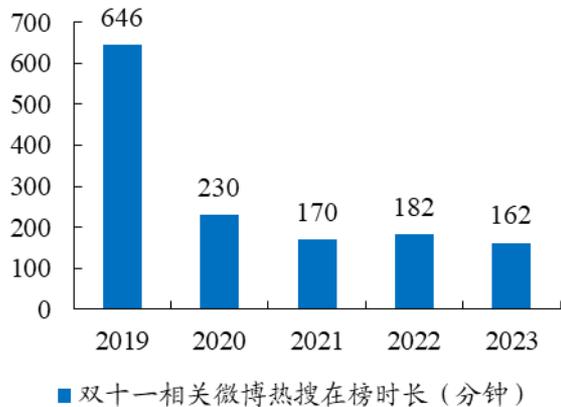
- 1 综述：零售企业经营缓慢恢复，情绪消费带来新机会
- 2 黄金珠宝：动销承压品牌分化，机会在高端线和时尚线
- 3 **线下零售：渠道攻守易势继续，变革探索加速推进**
- 4 化妆品：情绪消费蔓延，关注国潮彩妆、家居香氛等赛道
- 5 医美：上游强调“差异化”，关注重组胶原、再生类等
- 7 投资建议
- 8 风险提示

## 3.1 综述：线上线下渠道攻守易势，回归“情绪价值”成为流量抓手

**线上线下零售攻守异势，迎来拐点。**近年来线上流量红利已接近见顶，存量竞争下行业内卷加剧，电商平台普遍陷入常态化价格战。例如，近年来双十一大促跨度逐年拉长、玩法复杂，但消费者对双十一关注度却在持续走低。此外，电商查税等问题，也可能进一步降低线上渠道的价格优势。与电商不同，实体店能为购物者提供视/触/听/嗅觉全方位感受及个性化深度服务，天然在体验方面具备优势。因此，若能扬长避短，充分发挥“商品交易以外的价值”，则有望攻守易势，吸引流量回归线下渠道。

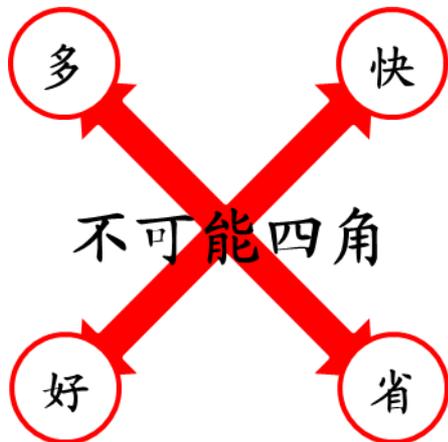
**线下零售以情绪价值为抓手，向DTC模式转型。**我们认为，想抓住回归线下的流量，零售企业需要改变思路：面对“多快好省”的零售不可能四角，单纯拼低价的内卷是永远没有尽头的，而唯有发挥线下渠道长处着力于“人”，做好消费者服务体验和情绪满足，才是良性正向的累积。基于此，部分优质的零售企业率先展开了一系列调改行动，其背后实则都反映了向DTC模式的转型，即要求从研发、生产、营销、销售等全链条都直接面向消费者，绕开所有中间环节，与消费者深度交互，以此来实现优质产品和深度服务。

图26：历年双十一搜索指数及微博热搜在榜时长均持续下滑



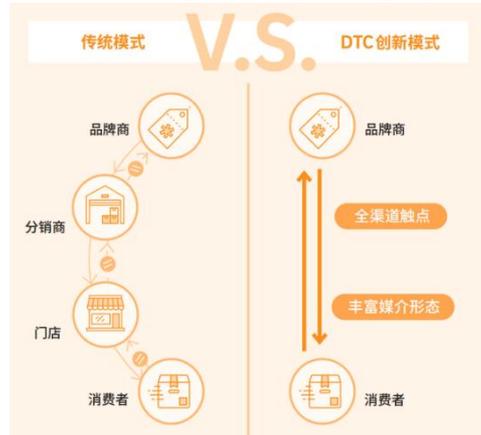
数据来源：央广网公众号、开源证券研究所

图27：零售业存在“多快好省”不可能四角



资料来源：开源证券研究所

图28：线下零售企业正向DTC模式转型



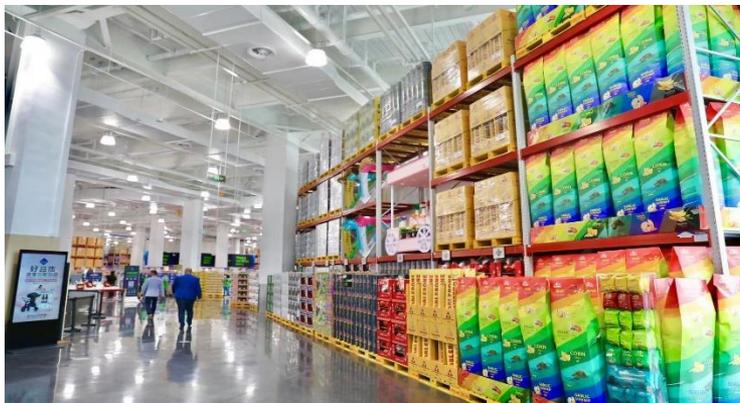
资料来源：罗兰贝格

## 3.2 超市：未来变革方向为“好产品+好服务/体验”

**好产品：通过选品和供应链优势形成差异化商品矩阵。**以山姆会员店为例，其核心逻辑为“货找人”，通过严苛的选品标准和全球供应链优势打造消费者真正需要的商品。一方面坚持“少而精”的选品模式，基于对消费者画像分析选出高复购、高毛利的爆款单品（如黑松露火腿饼干、即食燕窝等），并通过自有品牌和独家进口的形式强化稀缺性；另一方面依托全球供应链实现规模化采购，降低成本同时又能保证品质。这种严选品+强供应模式不仅精准提升了中产客群消费粘性，还维持了高水平盈利能力。

**好服务/体验：以极致服务重构零售业情绪价值，将超市升级为“体验式”社交空间。**以胖东来为例，其模式创新的核心之处在于将传统零售的服务边界从单纯的交易场景拓展至情感连接场域，将标准化服务升维为个性化关怀，例如生鲜区免费加工并按甜度排序水果、雨天提供一次性雨衣以及员工本地化、家常式的服务互动，营造出“不扫兴”的购物氛围。这实际是重塑了人货场的关系，将超市业态从单一选购场景升级为“体验式”社交空间，也更加印证了当代消费者对情绪价值的重视，服务带来的精神愉悦已成为零售业的核心竞争力。

图29：山姆会员店强调打造差异化商品



资料来源：香港文汇报

图30：胖东来将所有消费者视作会员提供优质服务



资料来源：财经商报

## 3.2 超市：永辉超市调改持续推进，强调“三个聚焦、一个反对”

永辉超市调改成效显著，稳态调改店已实现盈利。永辉超市调改战略已进入系统性深化阶段，标杆门店的示范效应已同步显现，例如武汉首家胖东来模式调改店开业三日客流量即实现同比增长超300%，销售额同比增长超10倍。截至2025年3月底公司共调改47家门店，其中41家“稳态调改店”（开业满3个月）已实现稳定盈利。

规划调改提速，强调“三个聚焦、一个反对”，向品质零售转型。从调改进程看，计划2025年6月底永辉超市全国调改门店将突破124家，2026年农历春节前目标锁定300家。此外，永辉超市改革领导小组组长叶国富提出“三个聚焦、一个反对”：即聚焦核心供应商、核心大单品（未来目标孵化100个亿元级单品）及长期主义，反对采购随意更换供应商。基于此，永辉超市将有望快速推进供应链革新并向品质零售转型。

图31：永辉超市调改战略坚定推进，成效显著



资料来源：开源证券研究所

图32：门店调改将加速推进



资料来源：永辉同道公众号

图33：叶国富提出“三个聚焦、一个反对”



资料来源：永辉同道公众号

### 3.3 百货：线下消费着眼于“体验感”，仍有较多业态值得开发

**“引流难、增量少”成行业难题，百货企业亟待转型破局。**根据中国百货商业协会《2024-2025中国百货零售业发展报告》，2024年73%的样本企业销售额同比下滑，百货零售业当前面临消费疲软和消费力下降等多重挑战，消费流量不足将引起一系列连锁反应。为提振消费，2024年12月商务部等7部门联合印发《零售业创新提升工程实施方案》，按照“全面部署、试点探索”思路，每年完成一定数量的存量零售商业设施改造。文件有望进一步助推调改工作展开，预计2025年将迎来百货、购物中心等零售业态调改的高峰期。

**线下消费着眼于“体验感”，高质感产品与服务成为变革焦点。**线下零售业态在满足消费者对商品质感、服务互动和社交需求方面具备不可替代的优势，未来线下零售需聚焦于体验式消费、高质感产品、主题性空间和感官叙事，搭建起真正能与消费者产生情感共鸣的独特体验空间，推动百货零售业加速转型升级。

**线下百货商业仍有较多业态值得被开发。**根据中国连锁协会数据，2024年41个购物中心113个项目中超73%的销售实现增长，较传统百货表现更优，可能原因在于购物中心的场景多元化、体验精细化等优势更突出，线下百货商业仍有许多存量项目值得被挖掘与开发。

图34:百货业态销售下滑、企业盈利承压

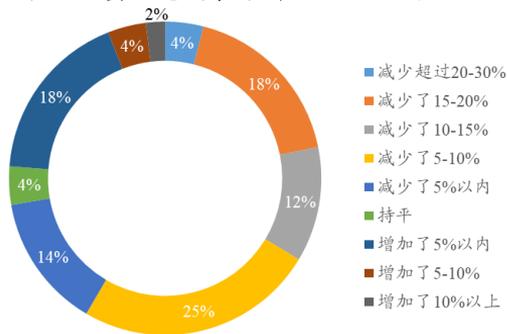


图35:线下消费着眼于“体验感”



图36:商务部等联合印发《零售业创新提升工程实施方案》



数据来源：中国百货商业协会《2024-2025年中国百货零售业发展报告》、开源证券研究所

资料来源：中商网公众号

资料来源：商务部

# 3.3 百货：国企改革+调改增效，百货资产价值有望迎来重估

**经营调改促进业态转型，变革机制优化盈利能力。** 1) 国企改革：百货国企通常资源优势突出，但市场化机制建设略显薄弱，国改对提升效率、激发管理积极性及增强市场认知具有重要作用，改革方式包括混合所有制改革、完善激励机制、并购重组、发行REITs项目等。2) 调改：从空间场景、业态结构、品类布局等革新，将传统百货转型为品质生活体验场。3) 增效：通过人效提升、组织变革、供应优化实现降本增效。我们认为，未来在政策支持与内部变革下，百货板块资产价值有望迎来重估。

**重庆百货四大业态齐头并进，调改容光焕发。** 重庆百货四大业态百货/超市/电器/汽贸协同调改，百货围绕“商品、场景和效率”变革，加速品牌引新汰旧，实现黄金品牌宝元通和女装品牌木木一两大自营品牌落地；超市业态方面，预计2025年重百新世纪至少调改38家门店，社区拓展“生鲜+折扣”超级市集，在商圈布局精致生活馆，基于传统门店打造品质生活馆。

**大商股份新官上任调改思路清晰。** 2024年12月大商股份迎来新任董事长陈德力，后者曾任职于凯德、万达等知名企业，具备丰富的商业地产运营经验。陈德力提出“构建大平台、聚焦大消费、成就大生态”的三大战略方向，2025年战略规划有望实现全面调改。

表1: 百货“国改+调改+增效”齐头并进盘活业态

百货	变革方式	具体操作
重庆百货	股权激励/并购重组/调改升级	2022年落地股权激励+完成反向吸收合并重庆商社改善治理结构；2024年发布2025年条该计划，预计重百新世纪超市至少调改38家门店，预计未来2-3年将完成所有新世纪门店的调改升级
国芳集团	调改升级	2024年4月公司公告投资建设兰州国芳百货购物广场主楼升级改造工程项目，预计投资金额约1.35亿元
天虹股份	调改升级	天虹股份旗下全国首家sp@ce3.0于2024年9月6日在深圳宝安天虹购物中心落地
百联股份	发行REITs	2024年8月16日，华安百联消费封闭式基础设施证券投资基金（华安百联消费REIT）在上海证券交易所正式挂牌上市

图37: 重百新世纪超市发布2025年调改“作战图”



图38: 大商股份陈德力提出“构建大平台、聚焦大消费、全面提升经营数据和实力”



资料来源：各公司公告、中国百货商业协会CCAGM公众号、山东商报公众号、上海国资公众号、开源证券研究所

资料来源：百年重百公众号

资料来源：大商集团订阅号公众号

### 3.3 百货：谷子经济焕新线下流量，百货业态因地制宜推进零售创新

**百货业态转型：搭乘谷子经济的快车实现线下融合。**根据艾媒咨询，2024年中国谷子经济规模达1689亿元（+40.6%），预计2029年将突破3000亿元。线下百货项目通过深度融合二次元文化、场景化改造及多元体验活动重塑消费吸引力，并为百货行业开辟年轻化、社交化的增长路径，多个百货业态融合谷子经济调改已初显成效。其核心原因在于情绪价值可以通过线下场景数倍放大，一方面谷子可以提供情绪价值的社交货币，另一方面线下实体商场通过举办二次元活动等能为爱好者提供沉浸式体验。

**百联股份把握二次元细分流量精细化运营。**百联ZX创趣场为全国首个二次元垂直商业体，项目定位为中国二次元圣地，从三方面打造差异化优势：一是入驻众多首店、唯一店和旗舰店；二是借助南京路步行街的影响力，举办游戏首发等活动；三是注重人的因素，团队深度理解二次元文化，顾客群体高度垂直，为冷门IP提供发声阵地。2024年创趣场举办了近700场活动，销售额同比+70%至5.1亿元，客流同比+40%至1330万人次，会员数同比+30%至26万余人。ZX造趣场于2024年年底开业，首日销售额增长近300%，客流达5.3万人次，2025年1-2月销售额同比+111.18%。

表2：线下百货深度融合二次元文化进行场景化改造已初显成效

二次元商业体	城市	经营面积	调改表现
百联ZX创趣场	上海	5466m <sup>2</sup>	2024年活动举办近700场，销售额同比+70%（预估5.1亿元），客流同比+40%（1330万人次），会员数超26万（+30%）。
静安大悦城	上海	5500m <sup>2</sup>	2024年静安大悦城落地56场国风顶顶IP快闪，首站45家，销售额突破1.64亿元；二次元品牌和IP快闪的总销售金额达3.5亿元，创历史新高。
王府井喜悦购物中心	北京	3817m <sup>2</sup>	2024年营业额远超预期，是改造前两期的两倍。其中二次元部分营业额近1亿元，餐饮部分营业额超2.3亿元。
湖滨88	杭州	16000m <sup>2</sup>	截至2024年10月项目客流同比+156.2%，周末日均客流5.3w+，节假日客流单日最高11w+。2024年项目总销售+184.8%。
星悦会	苏州	46000m <sup>2</sup>	2024年销售额约2.42亿元（其中下半年同比+12%），客流量779万人，同比+30%（下半年同比+12%）。
动漫星城	广州	23000m <sup>2</sup>	2024年创造物业投资业务收入（主要为租金收入）9369.6万港元（+71.3%），平均出租率达99.7%。
沈阳大悦城	沈阳	45000m <sup>2</sup>	2024年沈阳大悦城引进二次元及泛娱乐业态25家，已达成30家品牌规模；二次元品牌预计实现销售额2500万元，月均坪效3071元，达成五馆整体月均坪效的2.3倍；举办二次元相关活动近百场，实现满馆客流涨幅32%。

资料来源：雷报公众号、开源证券研究所

图39：5月1日当天百联ZX创趣场三大品牌“全球首家旗舰店”人气爆棚



资料来源：上海黄浦公众号

### 3.4 母婴零售：多地发布生育政策，孩子王全面深化布局寻求增量

**多地生育政策密集落地，鼓励生育促进人口增长。**在国家政策引导和地方自主探索共同作用下，各地积极发布鼓励生育政策，探索适合本地的实施路径。2025年3月26日呼和浩特发布推动人口高质量发展实施意见，提出对一孩、二孩、三孩家庭分别发放1/5/10万元补贴，合适的生育支持政策有望促进新生儿数量恢复增长。

**孩子王全方位深化布局寻求增量，积极探索业务转型与升级。**孩子王实施多线扩张策略，致力于打造“流量+服务+数据”的平台型企业，并通过品类扩张、赛道拓展和业态创新寻求增量。1) 品类扩张：公司从母婴用品拓展至美妆、亲子服务等，2024年收购幸研生物进入美妆赛道；2) 赛道拓展：推出“全年龄段儿童生活馆”，采用“大店+小店+加盟”模式进军下沉市场；3) 业态创新：推出KidsGPT，并完成基于Deepseek V3大模型的底座升级。

图40: 2025年年初呼和浩特市发布生育补贴政策



资料来源：呼和浩特政府网

图41:孩子王携手幸选，开启泛母婴行业新生态



资料来源：孩子王微报公众号

图42:孩子王儿童生活馆加速布局高线城市



资料来源：孩子王微报公众号

## 3.4 母婴零售：爱婴室门店恢复扩张，携手万代打造第二曲线

**爱婴室母婴门店加速扩张，深耕自有品牌+降本增效实现高质量增长。**爱婴室在母婴主业上表现稳健，2024年归母净利润+1.6%，扣非归母净利润+9.8%，近年来在母婴主业积极求变，（1）打造差异门店：全国首家全新形象门店落地上海花木时光里，通过陈列焕新、选品进阶提供沉浸式购物体验，其将作为标准化模板在全国范围内逐步推广；（2）自有品牌深耕：旗下品牌迈入全渠道多品牌的3.0新时代，2024年旗下自有品牌产品销售额同比增长8%，其中营养食品、纸尿裤、玩具等品类贡献显著；（3）降本增效：清理尾部产品、缩小店面、对商品促销做减法，推动店效提升；（4）加速拓店：5月份将集中新设22家门店，首次入驻淮安、扬州、常熟。

**切入潮玩赛道，携手万代南梦宫打造第二增长曲线。**根据艾媒咨询数据，2024-2029年中国泛二次元及周边市场规模CAGR达7%，2029年将突破8000亿元。万代作为全球第二大玩具公司，其IP矩阵丰富、高达认知度高。爱婴室凭借核心商圈运营及选址能力，获万代稀缺授权进入IP零售市场，自2024年年底陆续在苏州开设高达基地店和万代通贩店，为母婴零售多元业态探索提供参考范式。

图43：爱婴室全国首家形象门店选品策略精选升级 图44：预计2029年中国泛二次元及周边规模将破8000亿元 图45：全国首家万代拼装模型店3月29日落地苏州



资料来源：爱婴室公众号



数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所



资料来源：苏州工业园区发布公众号

# 目录

## CONTENTS

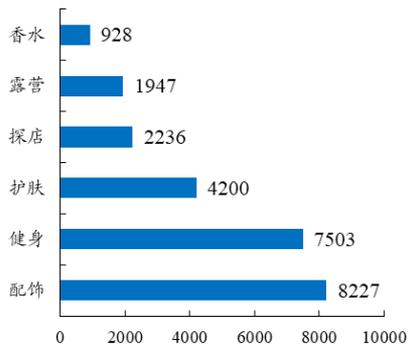
- 1 综述：零售企业经营缓慢恢复，情绪消费带来新机会
- 2 黄金珠宝：动销承压品牌分化，机会在高端线和时尚线
- 3 线下零售：渠道攻守易势继续，变革探索加速推进
- 4 **化妆品：情绪消费蔓延，关注国潮彩妆、家居香氛等赛道**
- 5 医美：上游强调“差异化”，关注重组胶原、再生类等
- 7 投资建议
- 8 风险提示

# 4.1 化妆品：情绪消费蔓延至美妆个护领域，关注相关细分赛道机遇

**情绪消费蔓延至美妆个护领域。**根据Mintel英敏特发布的《2024全球美容与个人护理趋势》报告，“神形俱美”（Neuro Grow）被列为未来几年影响全球美容与个人护理行业的三大趋势之一；根据青眼情报《2024情绪护肤发展趋势洞察》报告，超过95%的消费者认为情绪护肤产品持开放态度，其中超过半数的人甚至愿意支付高于普通护肤产品的价格来购买；超过1/3的受访者认为护肤要满足内愈情绪、外愈肌肤。

**国货崛起旋律持续，关注“情绪消费”下功效护肤、国潮彩妆、家居香氛等细分赛道机遇。**海关总署数据显示，2024年美容个护类进口累计同比-9.4%，加上外部政策环境不确定性加强，进口化妆品在中国遇冷；而我国本土化妆品品牌对国内营销热点与消费趋势变化把握能力更强，国货美妆崛起旋律持续。此外，消费者可通过选购功效护肤品（达到美白/抗老等效果）、国潮彩妆（打造时尚感妆容）、家居香氛（闻香舒缓身心）等达到悦己疗愈的目的。美妆个护细分品类的火热均体现了当代消费者对情感共鸣和精神享受的追求。我们认为当前悦己趋势已蔓延至美妆个护领域，“情绪消费”趋势下的美妆个护赛道迎来机遇，建议关注把握高景气细分赛道且能力不断迭代的国货品牌。

图46：小红书“疗愈”护肤香水等品类笔记数较多（单位：篇）



资料来源：小红书、青眼情报、开源证券研究所

图47：悦己趋势蔓延至美妆个护领域



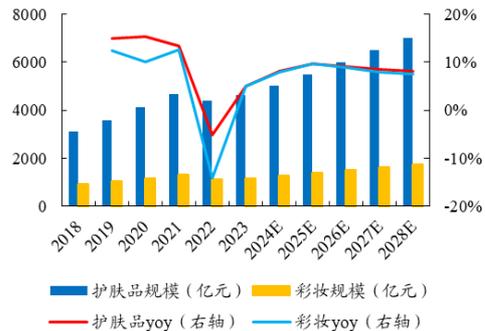
资料来源：小红书、开源证券研究所

## 4.2 国潮彩妆：彩妆兼具功能+情感+潮流属性，悦己需求催生扩容

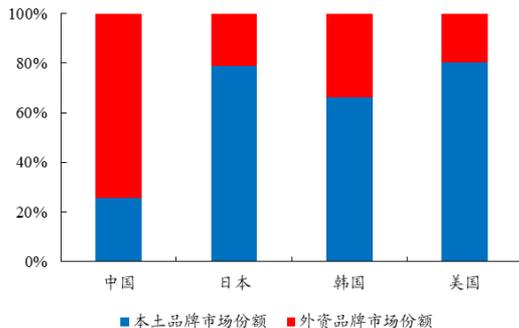
国内彩妆市场体量小、增速快，彩妆行业规模有望从人群渗透和客单提升等维度扩容。根据Frost&Sullivan数据，2023年中国美妆市场规模为5798亿元，其中彩妆仅占约20.1%，系传统自然审美、彩妆使用频次低及国内品牌发展滞后等影响。竞争格局看，海外成熟市场本土份额占比均超6成，而我国彩妆品牌本土化仍在初级阶段。化妆能帮助消费者塑造和强化自我认同、形成一定心理满足感，且一旦形成习惯将难以摒弃。受益社媒传播，彩妆市场逐渐呈现年轻化、去性别化、下沉化等趋势，推动消费人群扩容与消费频次提升。

**彩妆兼具功能+情感+潮流属性，国潮彩妆有望持续抢占份额。** 彩妆品类具备“功能+情感+潮流”属性，伴随民族文化认同感增强和东方审美意识提升，“东方美学”、“国风”等新兴国潮概念开始流行。毛戈平、花西子、彩棠等国潮彩妆品牌通过兼具民族特色和满足现代审美的好产品，逐渐赢得消费者信赖，未来有望持续抢占国际彩妆品牌的市场份额。

图48：近年彩妆市场规模约为护肤市场的1/4 图49：海外成熟市场，本土品牌占比更大



数据来源：毛戈平招股书、Frost&Sullivan、开源证券研究所



数据来源：海关总署、开源证券研究所

图50：彩妆是兼具“功能+情感+潮流”属性的品类



资料来源：毛戈平天猫官旗、植村秀官网、花西子公众号、开源证券研究所



## 4.3 功效护肤：重组胶原蛋白成分持续火热，头部积极布局抢占份额

悦己护肤有望驱动成分党长期扩容，重组胶原蛋白热度持续攀升。“成分党”指的是选购护肤产品时特别关注功效成分的消费群体，其追求功效护肤的原因可能是强功效更能使得他们获得自己所期望达到的皮肤状态和效果，在理性消费和悦己护肤驱使下，成分党群体有望长期扩容，主打强功效成分的国货美妆品牌逐渐崭露头角，如重组胶原蛋白等高景气“中国成分”的关注度持续攀升。

各品牌加速布局重组胶原蛋白产品，销售表现可观。多个美妆品牌陆续布局重组胶原蛋白产品和新品牌，如4月17日可复美升级大单品胶原棒2.0版本，其添加独家专利成分重组IV型胶原蛋白；上美股份与聚源生物成立合资公司江苏聚源上美生物科技有限公司，宣布进军重组胶原蛋白领域。从市场表现来看，以可复美胶原棒为代表的大单品销售表现亮眼，原1.0版本胶原棒上市三年已累计销量超5亿支。重组胶原蛋白热度持续攀升的背后，本质上是美妆市场对于能够带来新卖点、新故事成分的渴望，新厂商的入局有望促进重组胶原蛋白产业的高质量发展。

图54：可复美胶原棒升级2.0版本，革新添加IV型胶原



资料来源：可复美天猫官旗

表3：多个美护企业开始布局重组胶原蛋白赛道

品牌名	上市/官宣时间	所属公司	重组胶原蛋白原料厂家
ProtYouth	2023年	锦波生物	锦波生物
医本通	2023年12月	鸿星尔克	聚源生物
珂KeyC	2023年12月	福瑞达	福瑞达
珀希妍VPRO	2024年3月	巨子生物	巨子生物
REFINE芮芙盈	2024年5月	吴中美学	吴中美学
哈三联	2024年5月	哈三联	聚源生物
PHHC胶原丽	2025年2月	上美股份	聚源生物

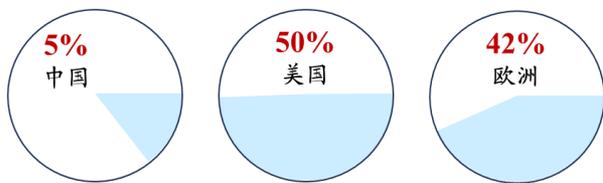
资料来源：青眼公众号、开源证券研究所

## 4.4 香水香氛：气味审美、个性表达、社交标签等催生嗅觉经济赛道高增

国内“嗅觉经济”渗透率低、增速高，是符合情绪价值的好赛道。根据CBNData数据，2023年中国香氛市场的渗透率仅为5%，远低于美国的50%、欧洲市场的42%；从规模看，预计到2026年中国香氛市场规模有望突破322亿元，且头部几乎被国际大牌占据。《感官品牌》作者马丁·林斯特龙提出：“气味直接作用于大脑边缘系统，能绕过理性判断建立情感连接”。香水香氛不仅可以通过嗅觉给消费者带来愉悦体验，也能帮助消费者表达情绪彰显自我，这一表达多元、符合情绪消费和国潮文化趋势的品类潜力可观。

头部美妆品牌纷纷加码香水香氛赛道，蓝海市场增长正当时。国货美妆品牌通过收购或推出自有香水产品入局该赛道，未来有望为集团贡献多元增长曲线。如毛戈平继2025年年初推出气蕴东方系列三款香水后，于2025Q2再度推出13款香型香水新品，定价680元/45ml；上美股份旗下品牌韩束预计2025年年底上市红运香氛系列。部分个护家清品牌通过打造“个护+香氛”差异化产品占领人群心智，如绽家突破“清洁效率”的内卷，凭借差异化植萃香氛产品实现高速增长，2025Q1全渠道同比增长150%。

图55：2023年中国香氛市场的渗透率仅为5%



数据来源：CBNData数据、Euromonitor、聚美丽公众号、开源证券研究所

图56：毛戈平推出13款香水新品



资料来源：小红书

图57：绽家凭借“香氛心智”打开高增蓝海市场



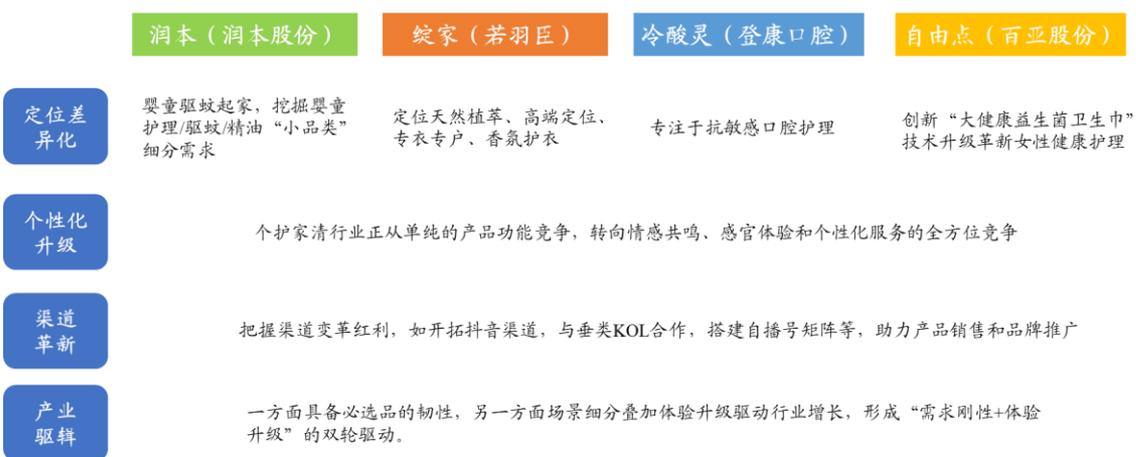
资料来源：首席消费官公众号

## 4.5 个护家清：“需求刚性+体验升级”双轮驱动，产品渠道助力革新

国内个护家清细分需求多面开花，产品渠道助力升级。得益于年轻消费一代消费理念的升级，个护家清行业正从单纯的产品功能竞争，转向情感共鸣、感官体验和个性化服务的全方位竞争。国内个护家清行业一方面需求韧性强，另一方面场景细分叠加体验升级驱动行业增长，形成“需求刚性+体验升级”的双轮驱动。

**差异化细分需求日益凸显，个护品牌产品渠道多维革新。** 1) 润本聚焦驱蚊及婴童护理赛道，产品遵循“以消费者为导向”的开发逻辑，针对细分年龄/场景/季节打造专用产品，包括春夏季的定时驱蚊液、积雪草冰沙霜，秋冬季的蛋黄油系列等。2) 绽家专注提供高品质的香氛衣护家清产品，主持续在传统洗衣/内衣洗/洗衣凝珠/地板洗等细分领域打造爆款产品，搭建起构建家清衣护产品矩阵。3) 冷酸灵聚焦“抗牙齿敏感”细分领域，针对不同敏感程度推出医研（重度敏感）、专研（中度敏感）、预护（预防敏感）系列，满足个性化需求。

图58：个护家清领域正形成“需求刚性+体验升级”的双轮驱动



资料来源：各公司官网、开源证券研究所

图59：冷酸灵聚焦抗敏感赛道打造多元口腔清洁产品



资料来源：冷酸灵官网

## 4.6 投资观点：看好满足情绪消费趋势的美妆/个护/彩妆/香水品牌

**主线一：美妆国货崛起旋律持续，关注能力迭代、细分赛道高景气的品牌方，重点推荐珀莱雅、上美股份、丸美生物、巨子生物等。**

**珀莱雅：**珀莱雅官宣新代言人开启品牌营销新篇章，美白/防晒/底妆/重组胶原等多赛道新品孵化加速，彩棠、OR、悦芙媞多个自品牌调整后有望迎来经营提速增长阶段。

**上美股份：**韩束“聚焦+裂变”打法逐渐成型，建立6大BU协同发展，抖音自播良性增长，预计费用稳定且利润向好；新锐婴童护理品牌一页大单品策略成功，后续拓唇周霜/洗护系列有望维持高增。

**巨子生物：**两大品牌新品焦点及胶卷系列高增，验证品牌化矩阵拓展能力；618大促前夕可复美大单品胶原棒于4月17日官宣升级2.0版本有预计将维持亮眼表现，伴随胶原护肤赛道红利释放及医美管线落地未来有望持续高增。

**丸美生物：**“人群资产”验证公司底层思维&能力万象更“芯”，丸美夯实“眼部护理+淡纹去皱”品牌心智，小红笔/小金针精华大单品集中度提升，同时品牌自播+达播+橱窗多面开花，用户粘性持续提升；PL恋火底妆心智不断增强，高质量增长持续。

**主线二：高端美妆打造稀缺，国货毛戈平势能向上，重点推荐毛戈平。**

**毛戈平：**品牌稀缺性在于高端调性和美业资源禀赋，当前公司彩妆&护肤第二梯队产品正逐步搭建，品牌复购率与线下同店效率持续提升，未来有望作为国货美妆的引领者穿越更长的周期。

**主线三：个护家清全面开花，“需求刚性+体验升级”双轮驱动，重点推荐润本股份，受益标的若羽臣、拉芳家化等。**

**润本股份：**润本聚焦驱蚊及婴童护理赛道，以场景创新+供应链效率+低价不低质的优势抢占细分市场产品，公司底层优势在于强自有供应链和扁平化组织管理体系，为产品“推新快、价格低、质量优”保驾护航。未来新品蓄势待发叠加老品步入快速放量阶段，打开长期收入天花板。

**若羽臣：**绽家专注提供高品质的香氛衣护家清产品，通过功能创新与情绪表达，成功在家清红海市场中开辟高端化赛道；后续拓展保健品品牌“斐萃”进一步验证运营能力，后续深耕差异化自有品牌有望维持高增。

# 目录

## CONTENTS

- 1 综述：零售企业经营缓慢恢复，情绪消费带来新机会
- 2 黄金珠宝：动销承压品牌分化，机会在高端线和时尚线
- 3 线下零售：渠道攻守易势继续，变革探索加速推进
- 4 化妆品：情绪消费蔓延，关注国潮彩妆、家居香氛等赛道
- 5 **医美：上游强调“差异化”，关注重组胶原、再生类等**
- 7 投资建议
- 8 风险提示

# 5.1 医美：2024年表现稳健、新管线百花齐放，高端消费人群需求韧性强

2024年医美表现稳健，长期看“渗透率+国产化率+合规化程度”多维提升逻辑未变。受消费环境影响，2024年医美行业整体增速放缓，价格战也愈演愈烈；与此同时2024年也是上游厂商产品加速获批的一年，再生材料中塑妍真/塑妍萃/普丽妍等、玻尿酸材料中海魅月白/MaiLi Extreme等接连获批，消费者可选项进一步丰富，建议关注重组胶原蛋白、再生类、毛发类等差异化品类厂商，及市占率&盈利能力有望同步提升的机构端龙头。

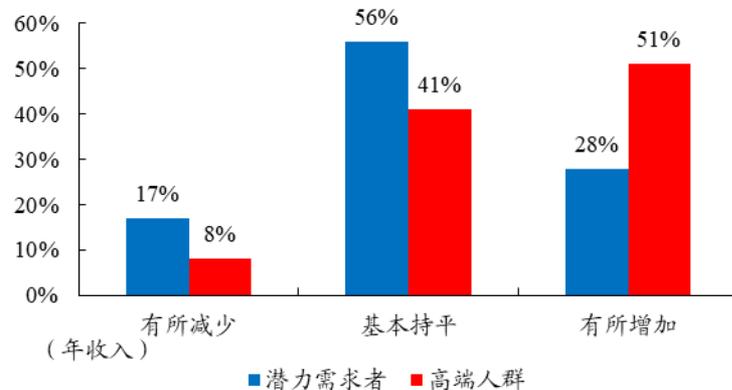
医美高端消费人群需求稳定、消费韧性强。分消费群体看，根据德勤&艾尔建的数据，2023年有91%的中高收入医美需求者维持或增加了医美消费金额，2023年医美高端消费人群（年支出超5万元）消费增加的比例较全部潜力消费者高出平均23个pct，这表明高端用户的复购意愿更强，同时该群体收入较高、消费受经济波动的影响较小。可以看出，医美高端消费人群的需求更加稳定，预计对高端差异化医美产品的需求韧性也较为显著。

表4：2024年来再生材料加速获批，消费者选择进一步丰富

厂商	产品	产地	获批时间	核心成分	参考终端价	技术优势
谷雨春	塑妍真	中国	2024年8月	30%PCL+ 70%CMC	12800元/支 (1ml)	独家Polymer-Drop科技，达成更好的促进胶原蛋白生长作用
高德美	塑妍萃	瑞士	2024年9月 (2025年4月15日 在中国全面上市)	PLLA	21800元/支 (367.5mg)	渐进式刺激人体自身生成胶原蛋白和弹性蛋白，从而实现紧致提升、容量恢复与肤质改善三重效果，且效果可持续超过两年
普丽妍·T	普丽妍	中国	2024年11月	PLLA	19800元/支 (367.5mg)	拥有国内唯一聚左旋乳酸注射微球及微粒制备专利，作用时间1.5-2年

资料来源：各公司官网、各公司公众号、美团、开源证券研究所

图60：医美高端消费人群需求稳定、消费韧性强



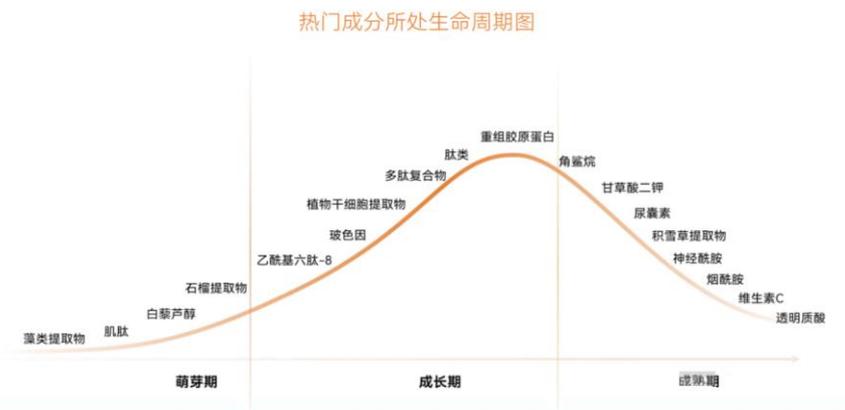
数据来源：中整协&德勤&艾尔建《中国医美行业2024年度洞悉报告》、开源证券研究所

## 5.2 重组胶原医美：赛道景气度持续，锦波生物多剂型产品全面布局

高端人群需求驱动下，重组胶原医美赛道景气度持续。受益于高端医美人群的稳定需求，差异化高端医美产品在消费整体承压背景下仍能实现逆势增长，锦波生物旗下薇旖美作为全球首个注射级重组人源化胶原蛋白冻干纤维，销量已突破200万支。目前锦波生物拥有目前国内有且仅有的三张重组人源化胶原蛋白械三证，仍将享受拿证的合规红利期。

锦波生物首个胶原蛋白填充类三类械注册获批，多剂型产品全面布局。4月锦波生物注册申报的“注射用重组III型人源化胶原蛋白凝胶”获药监局批准，锦波通过胶原蛋白的自组装、自交联能力，创新出能够实现“填充+修复”双重功效的产品，既能刺激自身胶原再生，又能提供长期稳定的物理支撑，意味着重组胶原蛋白开始具备替代动物源胶原蛋白的能力。2月全球首款基于“自组装根技术”的眼周抗衰再生材料薇旖美®164.88° CoINet胶原网上市，应用场景再拓宽。此外，锦波生物的专利布局逐步全球化，核心产品重组III型人源化胶原蛋白已在中国、美国、巴西完成专利授权，重组XVII型胶原蛋白则获得韩国、日本等专利授权，未来空间广阔。

图61：重组胶原蛋白处于热门成分的成长期



资料来源：动脉网、蛋壳研究院《2024重组胶原蛋白行业白皮书》

图62：锦波生物拥有国内仅有的三张重组胶原蛋白三类械证



资料来源：聚美丽公众号

图63：锦波生物III型重组胶原蛋白获多个海外专利



资料来源：医美行业观察公众号

## 5.2 重组胶原医美：厂商纷纷入局，差异化/支撑性/协同化均是未来方向

**厂商纷纷入局重组胶原蛋白赛道，赛道热潮不减。**重组胶原蛋白因其在皮肤修复、抗衰老等方面的显著效果，受到了市场的广泛关注，各大厂商纷纷布局重组胶原蛋白医美赛道。预计多款产品有望在2025年申报或上市，如巨子生物的重组胶原医美注射剂、创健医疗的重组III型人源化胶原蛋白等，新产品的推出不仅丰富消费者选择，也将推动行业向更高效、更安全、更个性化的方向发展。

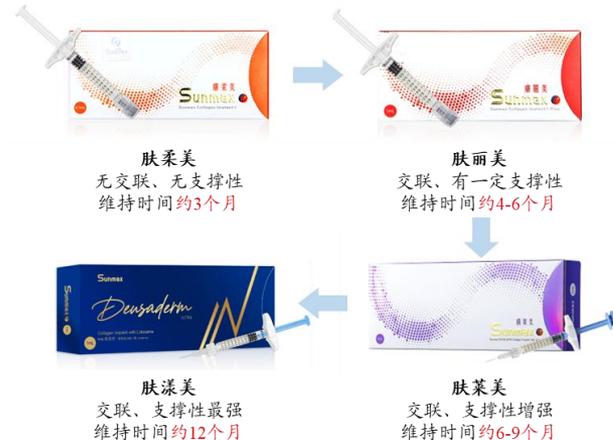
**寻求差异化/支撑性/协同化均是重组胶原医美未来方向。**长期看，差异化战略是重组胶原蛋白企业脱颖而出关键，这既包括通过技术储备（三螺旋、交联等）、多元布局（不同型别、适应症等）、成分协同（多成分复合型产品）实现产品和功效的差异化，也包括C端品牌建设带来的消费者心智差异化。此次锦波生物首个胶原蛋白填充类械三注册获批正是对“多元布局”的印证。除外，巨子生物、创健医疗、华熙生物等均有多款重组胶原蛋白三类械在研管线布局，锦波生物此次获批透露出拿证进度的积极信号，重组胶原蛋白械三或迎来拿证加速期。

表5：厂商积极布局重组胶原蛋白医美赛道

公司	产品	预计上市/产品阶段	公司	产品	预计上市/产品阶段
巨子生物	重组胶原蛋白液体制剂	预计2025年获批	创健医疗	重组胶原蛋白水光溶液	预计2025年获批
	重组胶原蛋白固体制剂	预计2025年获批		重组胶原蛋白植入剂	注册申报中，预计2025年底获批
	重组胶原蛋白凝胶	预计2025年获批		重组胶原蛋白冻干纤维	注册申报中，预计2025H1获批
	交联重组胶原蛋白凝胶	拟予优先审批		注射用重组XVI型胶原蛋白冻干纤维	预计2024年6月进入临床试验阶段
华熙生物	重组人源胶原蛋白终端产品	即将进入临床阶段	四环医药	复合胶原蛋白填充剂	预计2025申报
敷尔佳	重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维	注册检验完成	昊海生科	智能交联胶原蛋白填充剂	注册检验
福瑞达	重组人源化胶原蛋白	注册检验中			

资料来源：各公司公告、各公司官网、聚美丽公众号、动脉网、医与美前沿公众号（上市进度仅供参考）

图64：动物胶原蛋白产品朝着强支撑性、延长时间的方向发展



资料来源：双美生物官网、双美胶原蛋白验真公众号、赫本美颜所公众号、双美胶原蛋白公众号、双美年报、开源证券研究所

## 5.3 产品趋势：“差异化”上游管线布局为消费者提供新选择

医美上游厂商以“老品焕新+新品突破”双轮驱动，夯实技术护城河。（1）2024年7月昊海生科旗下“海魅月白”获批，该产品是国内首个封闭透明质酸酶作用位点的产品，同时也是全球首款具有再生活性的玻尿酸，较传统玻尿酸具备更好远期安全性、更长效等特性，并与公司前三代“海魅”产品形成功能和价格定位的差异化。（2）2024年1月科笛旗下外用非那雄胺喷雾剂获药监局受理，其是全球首个及唯一获批用于雄激素性脱发的外用非那雄胺产品，也是中国首个获药监局受理NDA的外用非那雄胺，预计2025年有望在中国进行商业化的监管批准。

**差异化适应症、差异化新技术亦成厂商必争之地。**在同种材料的产品中，较早获批差异化细分适应症能更好占据合规与宣发制高点，如爱美客嗨体、锦波生物薇旖美等；此外我们看到面对相同适应症时，厂商也在不断尝试通过技术迭代创新，以实现更好效果及更小副作用：（1）科笛正研发“新型溶脂针”（重组突变胶原酶），相较于脱氧胆酸成分的传统溶脂针，该产品具备疼痛感较弱、更安全等优势，2024年12月已完成II期临床试验。（2）2025年2月17日，摩漾生物旗下产品“Aphranel®优法兰”获药监局批准的三类械认证，成为中国首个获批用于面部软组织填充的羟基磷酸钙（CaHA）注射剂。

图65：科笛CU-40102（外用非那雄胺喷雾剂）III期临床研究在顶刊发表

Original Article Chinese Medical Journal

### Efficacy and safety of topical finasteride spray solution in the treatment of Chinese men with androgenetic alopecia: A phase III, multicenter, randomized, double-blind, placebo-controlled study

Cheng Zhou<sup>1</sup>, Bin Yang<sup>2</sup>, Huiming Zeng<sup>3</sup>, Rushan Xia<sup>4</sup>, Ningning Dang<sup>5</sup>, Qingping Yang<sup>6</sup>, Ji Li<sup>7</sup>, Chunlei Zhang<sup>8</sup>, Guoqiang Zhang<sup>9</sup>, Aihua Wei<sup>10</sup>, Wei Lai<sup>11</sup>, Shuxia Yang<sup>12</sup>, Qingchun Diao<sup>13</sup>, Yangfang Ding<sup>14</sup>, Liming Wu<sup>15</sup>, Lunfei Liu<sup>16</sup>, Danyang Jia<sup>17</sup>, Hanjie Zhu<sup>18</sup>, Jianzhong Zhang<sup>19</sup>

图66：摩漾生物获国内首张羟基磷酸钙微球医美三类证



资料来源：科笛集团公众号

图67：“海魅月白”具备高安全性和长效性等效果



#### 功效解析

##### ● 紧致填充与抗皱：

能够增加皮肤及软组织容积，注射后可提高皮肤紧致度，有效改善面部静态皱纹，如法令纹、额头纹和眼角纹等，使皮肤表面平滑，帮助恢复面部年轻状态。

##### ● 面部轮廓塑形：

可用于下巴、鼻子、脸颊、眉弓等部位的塑形，帮助实现更完美的面部比例，提升整体美感，让面容更加精致，还能调整部分面部外形轮廓，改善面部容量缺失等问题。

##### ● 促进胶原蛋白再生：

采用专利的氨基酸交联技术，以人体必需氨基酸赖氨酸作为交联剂，赖氨酸是合成胶原蛋白的主要原料，能温和刺激胶原蛋白再生，从而改善皮肤质量和弹性，使皮肤变得细腻、有弹性。

##### ● 长效维持效果：

作为国内首个成功封闭透明质酸酶作用位点的产品，能有效抵抗透明质酸酶对玻尿酸的分解，将效果维持时间延长至12-24个月左右，减少了重复治疗的频率和成本。

资料来源：丸美生物投资者关系公众号

资料来源：美业颜究所公众号

## 5.4 投资观点：看好布局增量赛道的上游产品厂商

**投资观点：看好布局差异化增量赛道的上游医美产品厂商，重点推荐爱美客、科笛-B，受益标的锦波生物等。**

**爱美客：**管线丰富叠加海外收购助力增长。重组透明质酸酶、司美格鲁肽注射液等已进入临床试验阶段，米诺地尔搽剂、肉毒素已受理进入审评阶段，有望突破现有产品单一化瓶颈。此外，2024年爱美客国际拟以1.9亿美元收购韩国REGEN Biotech 85%的股权，获PDLLA微球再生类注射剂“艾塑菲”的全球分销网络，加速国际化布局，未来有望通过34国注册资质打开全球市场。

**科笛-B：**公司是泛皮肤病新星，毛发产品布局全面，研发+消费双管齐下共筑壁垒。2024年核心单品小白管扭亏印证商业化能力，外用非那雄胺、利多卡因乳膏等重磅管线有望上市，进一步打开成长空间。

**锦波生物：**高端维养需求驱动，重组胶原蛋白长期空间可观。锦波生物技术壁垒（164.88°三螺旋结构专利）和适应症拓展（中面部填充凝胶）具备优势。长期来看，胶原蛋白在创面修复、生物材料等领域的应用扩展将打开增量空间。

表6：米诺地尔、非那雄胺均是雄脱治疗主流药物

用药方式	药物类型	推荐级别	
		男	女
外用	米诺地尔溶液	1强推荐	1强推荐
	米诺地尔泡沫剂	1强推荐	1强推荐
口服	非那雄胺	1强推荐	不推荐
	度他雄胺	2弱推荐	不推荐
	醋酸环丙孕酮	不推荐	2弱推荐
	螺内酯	不推荐	2弱推荐

资料来源：张菊芳等《2023中国临床实践指南：雄激素性脱发诊断与治疗》、开源证券研究所

表7：锦波生物重组胶原蛋白产品、抗HPV生物蛋白产品

产品分类	产品类别	产品	细分产品	注册/备案类型	产品用途
重组胶原蛋白产品		重组人源化胶原蛋白植入剂	重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维	三类医疗器械	用于面部真皮组织填充以纠正额部动力性皱纹
	医疗器械	修复敷料	医用III型胶原蛋白溶液	二类医疗器械	适用①促进术后创面愈合、止血，预防疤痕及色素沉着；②浅表损伤修复
			医用III型胶原蛋白溶液	二类医疗器械	可物理性阻隔创面，术后非慢性创面护理
			功能敷料（凝胶型）（无菌型）	二类医疗器械	适用①预防疤痕形成及色素沉着；②对皮肤浅表损伤可止血、止痛，促进创面愈合
		重组胶原蛋白黏膜修复敷料	重组人源胶原蛋白阴道敷料	二类医疗器械	用于阴道粘膜破裂的修复及弥漫性浅表出血的止血
	功能性护肤品	重组胶原蛋白精华液	164.88肌频活性蛋白面部精华原液	化妆品	滋养修护皮肤，补充水分，长期使用改善胶原蛋白缺失引起的皮肤干燥、粗糙、皱纹现象，令皮肤细致饱满、弹润幼滑
164.88胶原蛋白面膜			肌频164.88胶原蛋白面膜	化妆品	阻断生殖高危型HPV感染及感染引起的皮肤病，降低HPV病毒载量，降低物理治疗后尖锐湿疣复发
抗HPV生物蛋白产品	医疗器械	抗HPV生物蛋白敷料/膜	抗HPV生物蛋白敷料 抗HPV生物蛋白隐形膜	二类医疗器械	

资料来源：锦波生物公告、锦波生物官网、亿渡数据、医美部落公众号、开源证券研究所

**投资建议：围绕情绪消费主题，沿“黄金珠宝、线下零售、化妆品、医美”四条主线布局。**

展望2025年零售行业投资，消费复苏是核心主旋律。投资策略层面，我们优选契合情绪消费主题的景气细分赛道，并重点关注品牌势能和竞争力边际提升的龙头公司，具体包括“黄金珠宝”、“线下零售”、“国货美妆”和“医美”四条投资主线。

**投资主线1：关注具备差异化产品力和消费者洞察力的黄金珠宝品牌。**

黄金珠宝行业“消费+投资”长期逻辑未变，但品牌竞争格局已悄然变化。受情绪消费驱动叠加年轻消费者逐渐掌握消费话语权，部分具备差异化产品力和消费者洞察力的产品型品牌在快速崛起，超越传统铺货型渠道品牌。高端中式黄金和小件时尚黄金，是相对受益情绪消费的细分品类，重点推荐**老铺黄金、潮宏基、周大生**等，受益标的**曼卡龙**等。

**投资主线2：关注顺应消费趋势积极变革探索的线下零售龙头。**

借“情绪消费”东风，线下渠道有望迎来与线上电商的攻守易势机会。对线下零售企业（超市、百货、连锁等）而言，通过变革调整思路、扬长避短，发挥线下在服务体验和情绪价值提供方面的优势，并在消费者端形成持续正向累积，则有望吸引流量回归线下，实现困境反转。重点推荐**爱婴室、永辉超市**等，受益标的**重庆百货**等。

**投资主线3：关注把握细分结构性机会且综合实力强的国货美妆品牌。**

化妆品行业温和复苏、国货崛起趋势持续，颜值经济和悦己趋势下，建议关注“情绪消费”下的美妆机遇：①高景气美妆细分赛道国货崛起趋势持续，重点推荐**珀莱雅、上美股份、巨子生物、丸美生物**等，受益标的**上海家化**等；②高端美妆打造稀缺，国货势能崛起，重点推荐**毛戈平**；③个护家清领域多面开花，“需求刚性+体验升级”双轮驱动，重点推荐**润本股份**，受益标的**若羽臣**等。

**投资主线4：关注差异化医美产品上游厂商及医美机构龙头。**

长期看医美“渗透率+国产化率+合规化程度”多维提升逻辑未变，率先布局差异化管线的医美上游厂商有望抢占消费者心智高地，建议关注重组胶原蛋白、再生类、毛发类赛道；此外下游医美机构也有望在长尾出清和上游产品丰富背景下，实现市占率和盈利能力的同步提升。重点推荐**爱美客、科笛-B**，受益标的包括**锦波生物**等。

表8: 投资建议: 关注“情绪消费”主线下的高景气赛道优质公司

证券代码	股票简称	评级	市值 (亿元)	收盘价(元)	EPS			PE		
					2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
601933.SH	永辉超市	买入	475	5.23	-0.08	0.05	0.13	-65	105	40
603708.SH	家家悦	买入	69	10.77	0.31	0.40	0.48	35	27	22
6181.HK	老铺黄金	买入	1,156	686.82	20.84	30.22	41.12	33	23	17
002345.SZ	潮宏基	买入	92	10.40	0.52	0.67	0.82	20	16	13
002867.SZ	周大生	买入	145	13.27	1.05	1.24	1.45	13	11	9
1318.HK	毛戈平	买入	483	98.57	2.41	3.13	3.95	41	31	25
2145.HK	上美股份	买入	242	60.79	2.53	3.16	3.85	24	19	16
603605.SH	珀莱雅	买入	375	94.58	4.70	5.47	6.19	20	17	15
603193.SH	润本股份	买入	152	37.66	0.97	1.23	1.54	39	31	24
603983.SH	丸美生物	买入	186	46.31	1.14	1.49	1.90	41	31	24
2367.HK	巨子生物	买入	803	74.99	2.50	3.10	3.70	30	24	20
600223.SH	福瑞达	买入	75	7.42	0.29	0.33	0.38	26	22	20
300896.SZ	爱美客	买入	522	172.67	7.31	8.25	9.09	24	21	19
2487.HK	科笛-B	买入	18	5.76	-1.00	-0.42	0.06	-6	-14	96
002612.SZ	朗姿股份	买入	71	16.12	0.64	0.72	0.82	25	22	20

数据来源: Wind、开源证券研究所(注: 收盘价日期为2025/5/6, 其中港股展示人民币市值及收盘价, 汇率换算以5月6日, 取1港元=0.93人民币)

- (1) 消费复苏不及预期:** 社会消费与宏观经济密切相关，若经济增长放缓，消费者购买力、信心下滑，消费需求受到抑制，则零售终端销售也将承压；
- (2) 竞争加剧:** 若行业竞争加剧，销售费用投入、价格战等可能影响公司盈利；
- (3) 政策风险:** 海外政策风险、国内监管趋严，可能影响企业部分经营活动等。

## 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境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内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	<b>备注：</b> 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