

渠道提效，产品创新，品牌进击

行业研究 | 策略报告
商贸零售
行业评级：看好（维持）
国家/地区：中国

2026年零售美护年度策略报告

日期：2025年12月29日



姓名 陈笑（证券分析师）
邮箱 chenxiao2@orientsec.com.cn
电话 021-63326320
执业证书编号 S0860525100005

姓名 伍云飞（证券分析师）
邮箱 wuyunfei1@orientsec.com.cn
电话 021-63326320
执业证书编号 S0860524020001
香港证监会牌照 BRX199

核心观点

- **十五五开局年来临，零售业是发力内需的重要着力点，渠道调改、情绪价值方兴未艾。** 1)中央经济工作会议定调十五五坚持内需主导，零售业重要性再获提升，叠加2026年超长春节形成拉动旺季消费，区域头部零售企业Q1有望迎来“开门红”。2)在经历2024-25年的初步探索后，零售企业加快调改步伐、经营效果已有体现，后续调改思路围绕薪酬机制、供应链、场景(即人、货、场)继续推进。3)折扣业态、情绪消费崛起，珠宝零售、母婴零售集中度延续提升。
- **出海景气度依旧高企，跨境电商供给侧改善、产品力突围。** 1)2025年外贸依旧“有底气、有朝气、有锐气”，跨境电商渗透率仍有翻倍提升空间，虽性价比/质价比逻辑依旧存在，但头部企业依托产品创新、品牌势能强化有望加速领跑。2)展望2026年，关税成本趋降背景下多数企业利润率有望修复；税收稽查推动行业合规发展，供给侧优化推动集中度提升。3)美国黑五揭示AI分发流量逻辑的兴起，跨境B2B企业深挖AI工具创新有望进一步增收。
- **美容护理品牌、渠道、科技多元化叙事正在强化。** 1)A股美护板块营收增速与归母净利增速的剪刀差进一步改善，毛利率虽延续提升趋势但毛销差小幅降低，行业发展正进入新阶段。2)植物提取、生物发酵等技术兴起，原料作为化妆品“芯片”成为各企业发力方向，2026年PDRN/ECM等更多成分有创新及应用值得期待。3)线上投流成本提升的背景下，全渠道融合或更为关键。
- **投资建议：**线下零售相关标的重庆百货(600729, 未评级)、名创优品(09896, 未评级)、东方甄选(1797, 未评级)、孩子王(301078, 未评级)；出海链相关标的小商品城(600415, 未评级)、焦点科技(002315, 未评级)、安克创新(300866, 未评级)、绿联科技(301606, 未评级)、苏美达(600710, 未评级)；美护相关标的上美股份(02145, 买入)、毛戈平(01318, 增持)、珀莱雅(603605, 买入)、若羽臣(003010, 未评级)、美丽田园医疗健康(02373, 未评级)；AI+相关标的康耐特光学(02276, 未评级)、爱施德(002416, 未评级)。
- **风险提示：**行业竞争加剧、贸易摩擦重现、新品创新不及预期、假设条件变化影响测算结果。

CONTENTS

目录

01 线下零售：渠道优化提速，情感归属崛起

02 跨境电商：供给侧改善，产品力突围

03 美容护理：渠道拓展，成分创新

04 AI+：智能眼镜驶入快车道，电商买家侧值得期待

05 投资建议与风险提示

线下零售：CPI企稳，社零分化

10-11月CPI数据呈现企稳趋势，虽有节假日等因素影响但后续超长假春节、离境退税等因素或形成持续催化。

- **CPI**：11月CPI同比上涨0.7%，涨幅较10月扩大0.5pct，为2024年3月以来最高水平；扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨1.2%，涨幅连续3个月保持在1%以上；PPI环比上涨0.1%，连续两个月上涨。从CPI及PPI数据看，供需两端的同步改善彰显经济具韧性与潜力。
- **社零**：2025年社零数据逐步走低，11月社零同比增长1.3%，较10月的2.9%下降1.6pct，1-11月社零累计增长4%。按消费类型划分，零售表现好于餐饮；按经营单位所在地分，乡村好于城镇。
- **按零售业态分**：1-11月限额以上零售业单位中便利店、超市、百货店、专业店、品牌专卖店零售额同比分别增长6%、4.7%、0.7%、3.4%、0.1%，便利店、超市业态因其刚需属性保持相对较好的增速；百货业态偏可选属性，增速相对较低。

图1：10-11月CPI数据有所改善

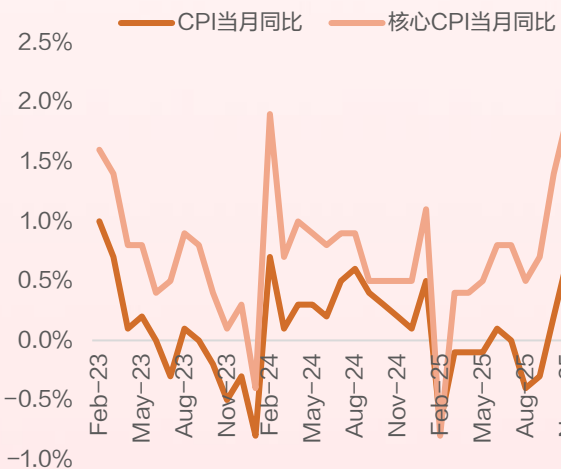


图2：10-11月社零数据有所分化

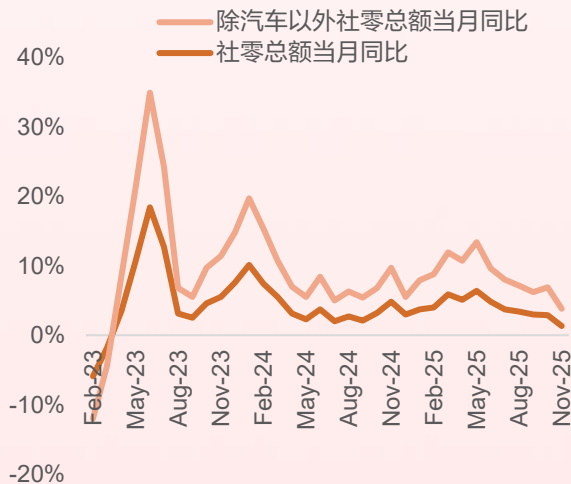


图3：社零中零售表现好于餐饮

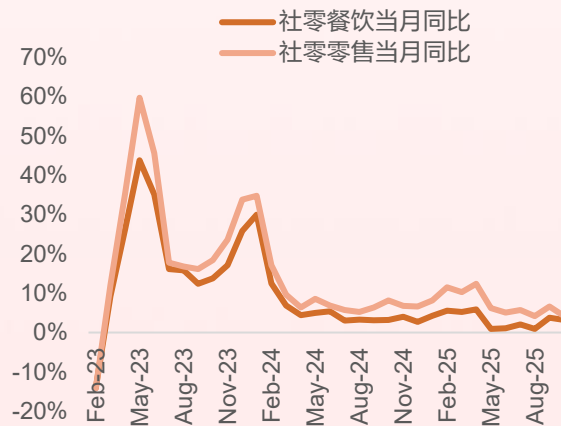
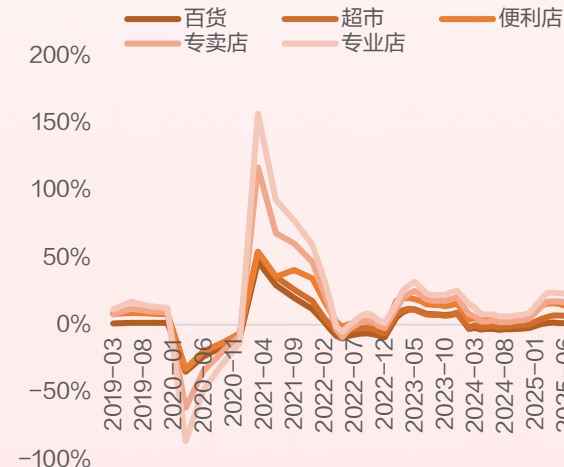


图4：超市便利店表现较好



数据来源：wind、中华全国商业中心，东方证券研究所

线下零售：部分高端消费近期数据有所好转

部分高端消费的代表如奢侈品、高端购物中心等近期呈现企稳好转信号。

- **奢侈品集团：**1)LVMH、爱马仕、Prada以及开云集团四大奢侈品巨头相继披露2025年三季报，爱马仕与Prada延续增长势头，营收分别增长9.6%、8%；LVMH结束前两季度的下行趋势，重返正增轨道；开云集团亏损幅度显著收窄；2)LVMH计划于12月在中国开设大型门店，并考虑进一步扩张。
- **高端购物中心：**北京三里屯太古里与上海兴业太古汇表现强劲，前三季度销售额分别增长7.8%、41.9%；此外广州太古汇、成都远洋太古里和上海前滩太古里租用率均维持在96%-99%的高位，显示高端零售市场已走出低谷。
- **其他佐证：**1)10月中国澳门GGR录得240.9亿澳门元/+15.9%，为2019年10月以来最高单月纪录，11月GGR延续较好表现；2)9月瑞表出口至中国大陆金额同比增长17.8%，为2023年11月以来最好成绩，10月数据保持双位数以上。

图5：奢侈品集团2025Q3销售数据好转

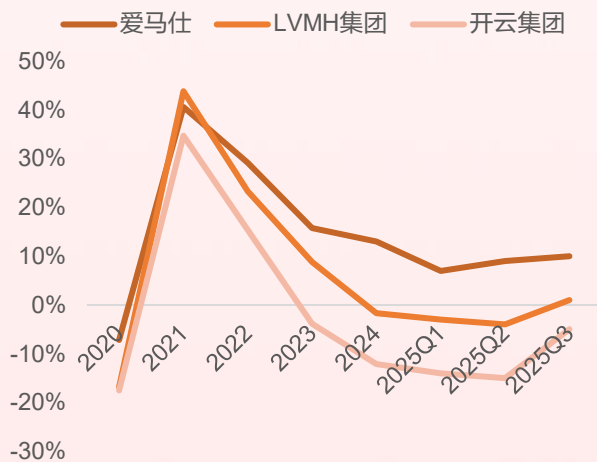


图6：瑞表2025年9-10月有改善趋势

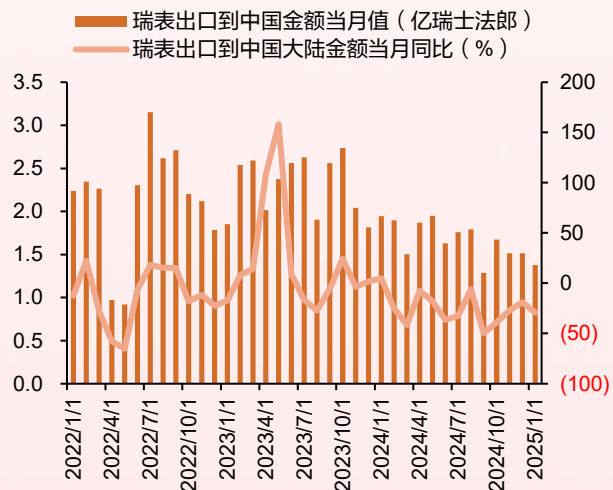
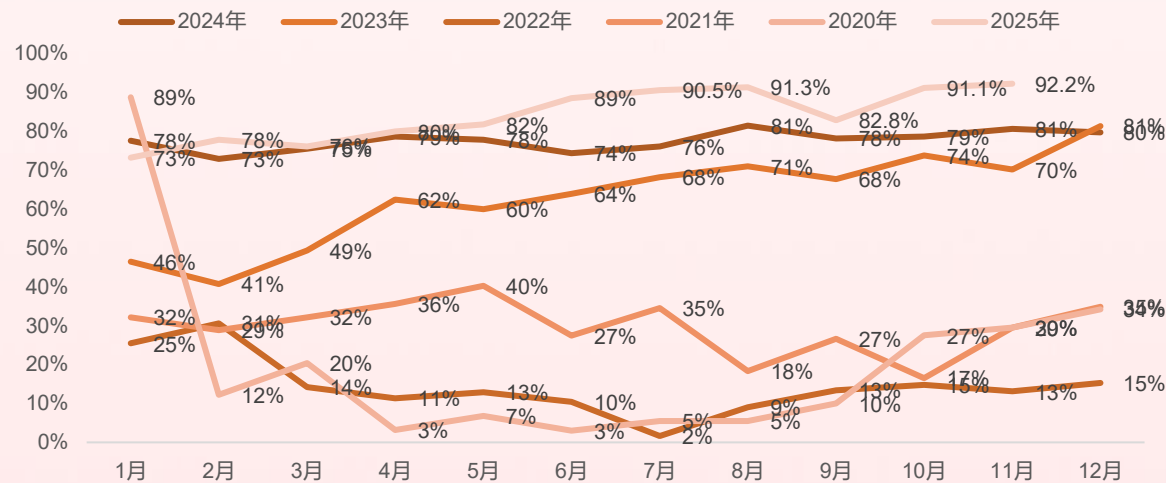


图7：2025H2起中国澳门地区GGR修复提速



数据来源：wind、DICJ，东方证券研究所

备注：图5为各公司零售增速，图6左轴为瑞表出口到中国金额当月值、右轴为瑞表出口到中国大陆金额当月同比，图7为中国澳门月度GGR较2019年同期恢复度

线下零售：十五五开局年来临，零售业是发力内需的重要着力点

展望2026：十五五零售业重要性再获提升，Q1超长春节有望拉动旺季消费。

- **政策定调**：12月10-11日中央经济工作会议确定了明年经济工作要抓好的八个方面重点任务，其中排在首位的是“坚持内需主导，建设强大国内市场”；12月9-10日，全国零售业创新发展大会指出，零售业是国民经济的基础性行业，对提振消费、扩大国内需求、推动经济回升向好具有重要支撑作用；且提出“要学习推广胖东来等企业好经验好做法，加快转型提升”。
- **2026超长春节有望拉动旺季消费**：1)2026年春节假期为2月15-23日(农历大年28到正月初七)，时长9天，若叠加2月14日情人节实际将创造出长达10天的消费旺季，超过2025年春节假期的7天；2)我们测算20家区域头部零售公司2021-24年Q1营收及归母净利占全年营收及归母净利的比重，4年均值分别为28.9%、41.4%，因此Q1经营至关重要，十五五开局年望迎开门红。
- **后续展望**：线上投流成本提升的背景下，网上商品零售占比短期或达饱和点；零售渠道调改提速；情绪消费崛起；离境退税贡献新增量。

图8：Q1经营对百货商超至关重要

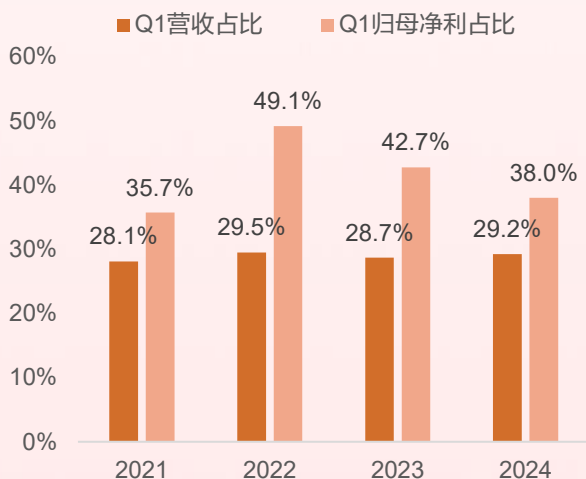


图9：Q1经营对百货商超至关重要

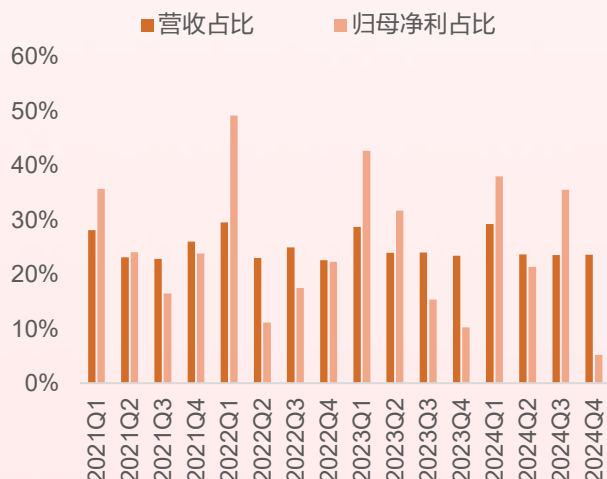


图10：最终消费率2023-24年有回升

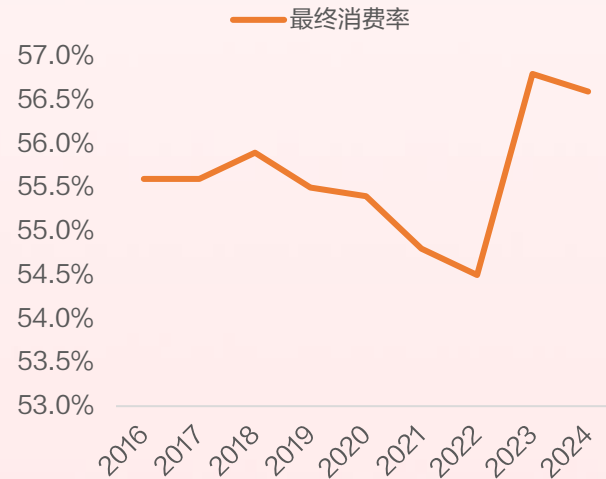
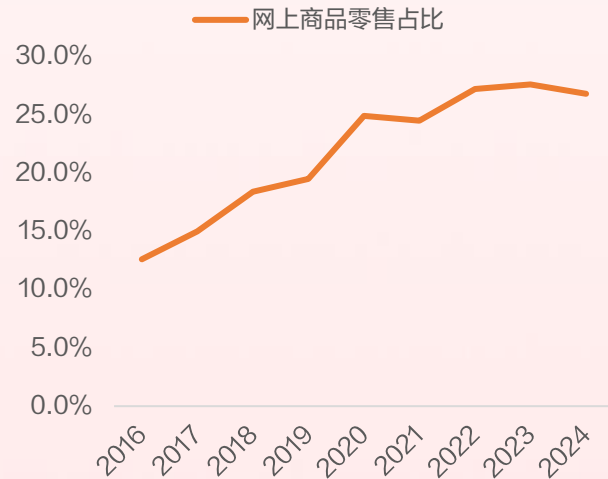


图11：网上商品零售占比2024年略降



数据来源：wind、中华全国商业中心，东方证券研究所

备注：图8为20家区域头部零售公司2021-24年Q1营收及归母净利占全年营收及归母净利的比重，图9为20家区域头部零售公司2020-24年单季度营收及归母净利占全年营收及归母净利的比重

线下零售：新变1——百货商超加快调改步伐

在经历2024年的初步探索后，各公司加快调改步伐，部分公司经营效果已有体现。

- 永辉超市：2024年5月启动胖东来模式调改，截至2025年9月末，公司已开业门店450家，其中完成调改的门店为222家，尚有228家门店待调改。
- 步步高：2024年4月启动胖东来模式调改，完成1.0阶段调改的20家超市门店日均销售额从9万多元升至71万元、日均客流量从1500人涨至6100人、客单价从60元升至107元；近期宣布将对旗下购物中心启动调改。
- 此外，重庆百货、汇嘉时代、新华百货、中百集团等均通过自主调改或“胖改方式”对旗下低效门店进行调整。

图12：永辉超市关闭低效门店

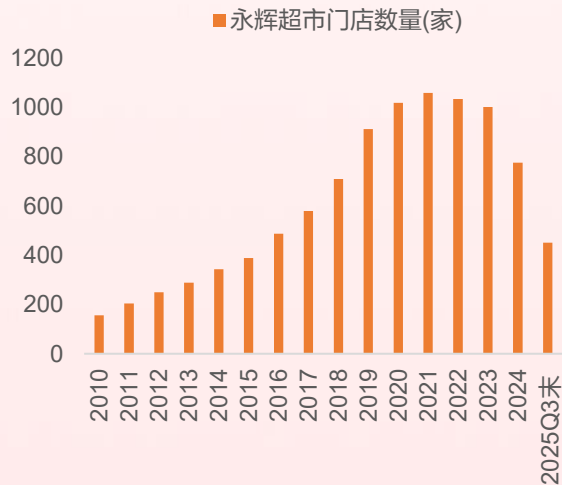
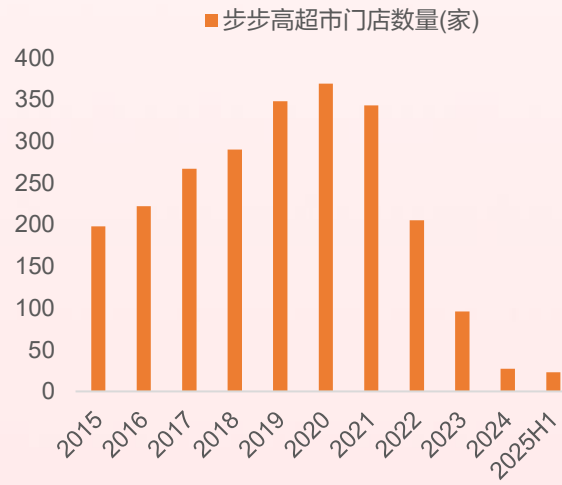


图13：步步高超市关闭低效门店



数据来源：wind、各公司官网、重庆百货公众号、黑龙江省连锁经营协会，东方证券研究所

表1：重庆百货调改后部分商超百货已有改善

业态	日期	门店	进展
百货	2025.9.29	大坪商都“无边界购物中心融合型百货”	9.26-9.28三天累计销售同比+193%，进店客流同比+30.7%，成交客流同比+91.9%
	2025.9.28	新世纪大坪商都	9月27日焕新重开，开业当天，商都销售、客流等多项数据表现亮眼——实现销售超300万元，同比增长超263%；进店客流达2.33万人次，同比增长48.13%；成交客流同比增长137.5%；客流转化率同比提升近60%，成功实现高质量开局。
	2025.7.29	巴南商都(阳光世纪城市奥莱巴南汇)	在铺率+53pct；6.13开业至今(7月底)销售+65%、成交客流+143%。
	2025.7.29	九龙商场(重庆首家银发主题商场)	非购经营面积+1.5倍；6.28开业至今(7月底)销售同比+37%、成交客流+15%。
	2025.7.29	解放碑商都	其中斐乐城市旗舰店定制店同原柜位销售+365%、成交客流+129%。
	2025.6.29	九龙商场(重庆首家银发主题商场)	业首日，重百九龙商场销售额80.56万元，同比增长超300%，其中黄金珠宝销售同比增长664.84%，女装销售同比增长173.15%，成交客流同比增长52%。
	2025.6.14	巴南商都(阳光世纪城市奥莱巴南汇)	开业首日，巴南汇实现销售超100万元，同比增长近5倍，众多品牌实现销售数倍至十几倍的增长；进店客流近2万人次，同比增长83%，成交客流同比增长超4倍；非购餐饮类销售11.2万元，同比增长223%。
	2025.8.26	超市整体	截至8月21日，已累计调改了37家门店。
	2025.8.26	超市整体	年初至H1末已完成33家门店调改，调改门店累计新增客流53万人次，POS（销售终端系统）销售额同比增长15%，净毛利同比增幅达24.4%。其中生鲜销售额增长23.7%、水果品类销售额增长50%、杂货销售额增长8.7%；肉禽、水产类增幅达150%。计划下半年再调改10-15家门店，明年调改力度会更大。
	超市	2025.7.23	超市整体
2024.11.29		超市整体	1-6月自有8定制单品销售增长96%毛利同比增长47%，杂百自有品牌销售增长40%，杂百定制单品销售增长57%，80支五百万单品销售增长近20%。重点大品累计销售增长60%，门店端统筹调改24家销售增长40%，开设新世纪食堂12家、带动餐饮整体销售增长88%，荣昌卤鹅销售增长183%。
2024.11.21		超市整体	正式发布2025年调改“作战图”。根据确定的门店调改明细，2025年重百新世纪超市至少调改38家门店，预计将调改精致生活馆2家，商圈品质店18家，社区品质店13家和“生鲜+折扣店”超级市集5家。
2024.11.21		超市整体	正式发布2025年调改“作战图”。根据确定的门店调改明细，2025年重百新世纪超市至少调改38家门店，预计将调改精致生活馆2家，商圈品质店18家，社区品质店13家和“生鲜+折扣店”超级市集5家。
2025.9.29		世纪新都	截止目前，已经开设超级市集6家，精致生活馆2家，截止10月底，POS销售同比增长近27%。
2025.8.26		江北区新世纪超市建新东路店	首个“全仓模式线上仓”超市，AI赋能拣货时间缩短40%；9.26-9.28三天累计销售同比+近110%；进店客流+近70%，线上单量超10000单。
2024.11.21		首家品质生活馆-石杨路店	4月9日，该店调改成“生鲜+折扣”店后，经营业绩迅速攀升：周一至周五，日均人流量超2200人次，比调改前增加约700人次。周末和节假日，日均人流量更是达到3000人次；日销售额比调改前增加近40%，带动全店今年1-7月销售额增长超30%。
2024.11.9		第二家精致生活馆-新世纪超市江南商都店	开业当天，门店全渠道销售同比增长近840%，交易额同比增长248%。
2024.9.24		第五家超级市集-融汇半岛店	开业当天，门店销售火爆。据实时销售数据显示，截止下午5点，门店销售额较平时增长6倍，其中禽类、水产销售增幅超过30倍。
2024.9.14		首家“精致生活馆”-解放碑英利大融城	9月13日开业当天，门店销售同比增长580%，下架近8000多支商品，汰换率75%；新引进品牌500多个，新增引领生活潮流趋势类商品近5000支，扩充了提升生活品质的百货类商品，扩充约30%品质生鲜单品。
2024.8.27	第四家“超级市集”-红旗河沟店	8月27日开业当天上午，门店适时销售较平时增长4倍多。	
2024.7.30	第三家超级市集-学田湾店	截止发稿（13:30），门店销售额冲破15万元，是平时的5倍。	
2024.6.27	第二家超级市集-南岸区白鹤路	开业当天（6月26日），门店销售同比暴增5倍多。	
2024.6.2	第一家“生鲜+折扣”超级市集-加州店	开业当天（5月28日），门店全渠道销售同比增长近840%，交易额同比增长248%。	
电器	2025.7.25	电器整体	H1新开电器社区店“重百好邻居”8家，销售2500万+；世纪通新开39家，共计400+家，其中，国补暂停后销售同比+114%；布局高端智慧家电，重庆首家小天鹅超级体验店、重庆首家卡萨帝城市会客中心。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明

线下零售：新变1——百货商超加快调改步伐

上市百货商超公司：部分区域型头部公司营收净利恢复度较好，但多数公司仍有较高修复空间。

- **营收**：我们认为因持续的外部竞争、国补调整等因素，Q3虽部分公司营收增速仍有所波动但降幅逐步收窄，部分公司因低基数效应取得较快增长；与2021年前三季度相比(因会计准则调整、2020年及之前不可比)，多数公司营收恢复度仍有较高提升空间。
- **归母净利润**：多数公司Q3利润端仍有压力、但降幅同样出现改善，部分区域头部公司经营韧性较好；与2019年前三季度相比，多数公司净利恢复度不足80%，随渠道调改加快及内部管理提效、外部供给侧改善，有望实现盈利端修复。

表2：部分百货商超企业营收及归母净利润恢复度较好，但多数公司仍有较高修复空间

前三季度营收对比2021年前三季度恢复度					前三季度归母净利润对比2019年前三季度恢复度								
证券代码	证券简称	2022	2023	2024	2025	证券代码	证券简称	2020	2021	2022	2023	2024	2025
605188.SH	国光连锁	106.0%	112.3%	126.6%	131.9%	600814.SH	杭州解百	137.4%	191.7%	165.4%	178.8%	169.3%	133.2%
600859.SH	王府井	120.8%	132.2%	121.3%	110.0%	600729.SH	重庆百货	105.9%	93.1%	92.8%	124.7%	102.0%	109.6%
000417.SZ	合百集团	106.6%	109.6%	113.9%	108.9%	000417.SZ	合百集团	78.8%	98.6%	123.7%	163.3%	130.0%	107.3%
600785.SH	新华百货	103.6%	105.4%	107.8%	106.6%	002697.SZ	红旗连锁	99.2%	86.0%	87.9%	100.2%	96.0%	94.2%
002697.SZ	红旗连锁	108.2%	109.1%	111.0%	101.5%	000419.SZ	通程控股	119.8%	89.6%	114.2%	85.3%	105.6%	89.9%
601116.SH	三江购物	104.3%	97.7%	99.8%	100.4%	601116.SH	三江购物	78.2%	47.7%	77.2%	75.1%	88.6%	83.8%
600693.SH	东百集团	93.4%	100.7%	94.9%	97.1%	600785.SH	新华百货	19.9%	14.7%	70.9%	81.0%	63.9%	63.0%
002419.SZ	天虹股份	100.3%	100.6%	98.4%	96.5%	601086.SH	国芳集团	56.9%	88.4%	50.4%	132.4%	36.6%	62.7%
000419.SZ	通程控股	92.3%	93.3%	82.2%	86.9%	000715.SZ	中兴商业	15.6%	72.4%	40.7%	67.8%	46.8%	58.0%
000501.SZ	武商集团	92.0%	102.9%	96.8%	85.6%	600694.SH	大商股份	52.7%	77.7%	60.5%	53.8%	63.5%	53.2%
000715.SZ	中兴商业	81.9%	93.1%	85.8%	85.1%	600827.SH	百联股份	60.8%	80.8%	-26.5%	48.0%	225.9%	41.2%
600838.SH	上海九百	56.7%	82.9%	85.4%	82.1%	600838.SH	上海九百	55.9%	116.0%	42.6%	62.0%	38.1%	39.2%
600694.SH	大商股份	93.3%	92.4%	86.1%	78.7%	600693.SH	东百集团	64.9%	31.3%	42.6%	42.6%	35.5%	36.6%
600814.SH	杭州解百	93.7%	95.4%	81.3%	78.4%	002277.SZ	友阿股份	51.5%	64.9%	42.6%	27.1%	35.5%	19.8%
601086.SH	国芳集团	84.0%	98.2%	79.5%	76.0%	000501.SZ	武商集团	24.7%	67.0%	40.6%	14.5%	15.2%	15.6%
600827.SH	百联股份	94.7%	88.9%	81.5%	71.9%	600859.SH	王府井	25.0%	69.5%	49.0%	76.5%	50.4%	14.6%
600729.SH	重庆百货	88.6%	90.4%	79.5%	71.1%	605188.SH	国光连锁	88.9%	37.8%	20.7%	11.9%	8.3%	11.7%
002561.SZ	徐家汇	76.8%	88.3%	72.7%	60.4%	002419.SZ	天虹股份	19.5%	39.4%	17.6%	34.5%	18.2%	9.6%
600828.SH	茂业商业	74.3%	78.6%	68.6%	58.8%	600828.SH	茂业商业	37.4%	41.5%	9.0%	21.4%	17.7%	4.8%
002277.SZ	友阿股份	77.6%	52.6%	50.0%	38.6%	002561.SZ	徐家汇	43.6%	46.5%	4.9%	27.0%	-1.3%	-1.4%

数据来源：wind，东方证券研究所

表3：较多公司盈利能力仍有修复空间

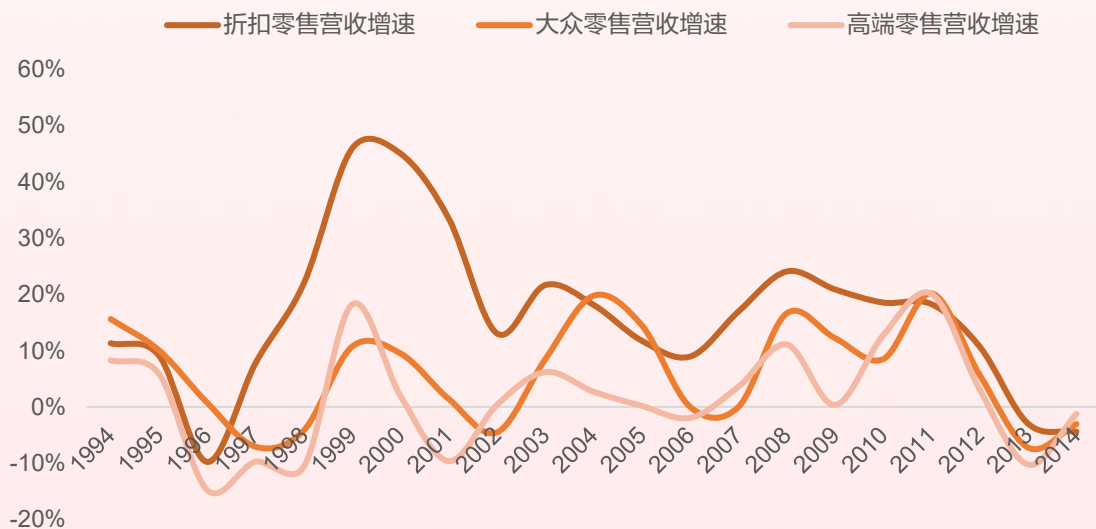
证券代码	证券简称	销售毛利率		销售净利率	
		2021前三季	2025前三季	2021前三季	2025前三季
600814.SH	杭州解百	80.7%	75.6%	29.0%	24.8%
000715.SZ	中兴商业	54.0%	55.1%	12.9%	12.2%
600693.SH	东百集团	52.3%	57.8%	9.0%	11.9%
601086.SH	国芳集团	44.3%	45.5%	11.4%	10.6%
600694.SH	大商股份	40.6%	41.0%	11.5%	10.2%
000419.SZ	通程控股	27.6%	22.8%	9.3%	10.1%
600729.SH	重庆百货	25.3%	27.8%	5.3%	8.6%
002277.SZ	友阿股份	47.3%	68.1%	8.8%	6.3%
002697.SZ	红旗连锁	29.7%	29.4%	5.0%	5.4%
000417.SZ	合百集团	31.1%	25.2%	4.3%	4.4%
601116.SH	三江购物	25.8%	25.5%	2.2%	3.8%
000501.SZ	武商集团	44.5%	50.1%	10.4%	2.8%
600785.SH	新华百货	26.6%	25.1%	0.1%	1.9%
600859.SH	王府井	39.8%	38.0%	8.3%	1.8%
600828.SH	茂业商业	62.2%	61.2%	12.0%	1.8%
002561.SZ	徐家汇	58.8%	58.1%	17.4%	1.4%
600827.SH	百联股份	26.7%	24.8%	2.3%	1.4%
002419.SZ	天虹股份	38.9%	36.1%	2.8%	0.7%
605188.SH	国光连锁	26.8%	21.8%	2.3%	0.5%

线下零售：新变2——折扣业态兴起

折扣店作为线下零售业中欣欣向荣的新业态，已涌现出如堂吉诃德、奥乐齐等在内的头部企业。

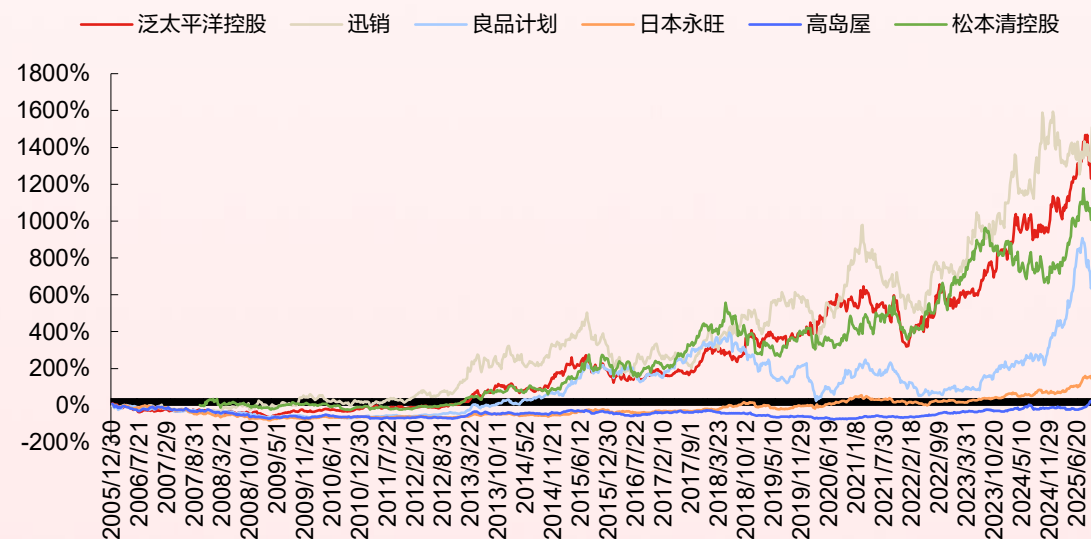
- 折扣店的核心是低价、本质是效率，一般具备提进货成本更低、运营成本更低、客单价/到店客流更高的特征，据Verified Market Research，2022-30年全球折扣店市场规模有望从5100亿美元（约合人民币3.7万亿元）增至8300亿美元（约合人民币6万亿元），CAGR达到5.35%。
- 复盘堂吉诃德：**日本90年代后，经济新周期、消费新世代、供应链新变化共同孕育起折扣零售快速发展的土壤，唐吉诃德于1989年成立第一家门店，目前在日本及海外拥有超700家门店，过去20年营收净利CAGR均为10%以上、成长为头部折扣零售企业。
- 研判国内：**传统商超百货如重庆百货、家家悦、盒马、物美等均积极入局，新玩家好特卖、嗨特够、美团等风头正劲。

图14：日本90年代后折扣零售企业营收增速快于大众零售及高端零售



数据来源：wind，东方证券研究所
备注：堂吉诃德即泛太平洋控股，优衣库即迅销

图15：日本近20年折扣零售企业堂吉诃德及优衣库股价涨幅居前



线下零售：新变3——情感归属驱动零售业转型

兴趣消费、情绪消费是线下零售业转型的重点方向之一。

- 全球潮玩行业的零售额自2019年的198亿美元增至2024年的380亿美元，CAGR为13.9%，预计2030年将增至1047亿美元，CAGR为15.8%。
- 中国潮玩行业的零售额自2019年的207亿元增至2024年的587亿元，CAGR为23.2%，预计2030年将增至2133亿元，CAGR为20.9%。
- 线下零售通过营造沉浸式场景(如主题店、快闪店)和借力热门IP向二次元与情绪消费转型，目前百联股份已成功打造ZX创趣场、ZX造趣场，名创优品在核心城市布局Miniso Land等。

图16：Miniso Land打造集消费、社交与文化体验于一体的潮流新地标



图17：中国潮玩行业保持较快增长

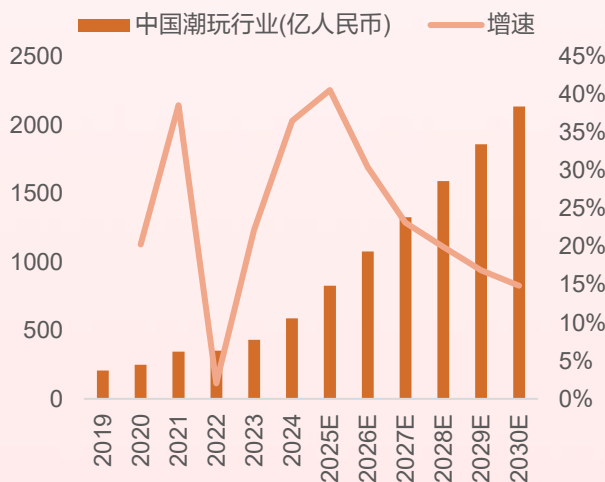


图18：全球潮玩行业保持较快增长

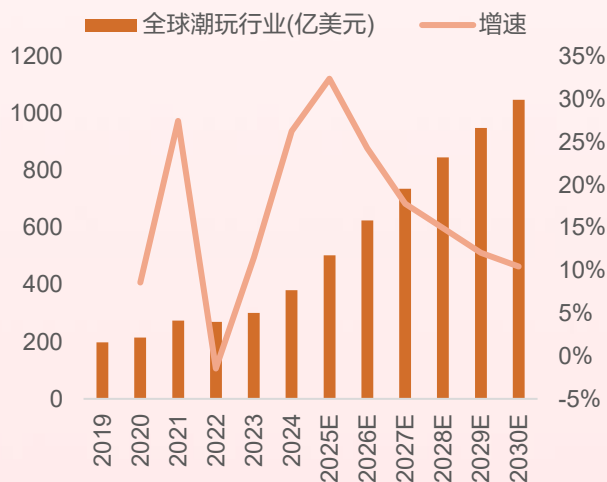
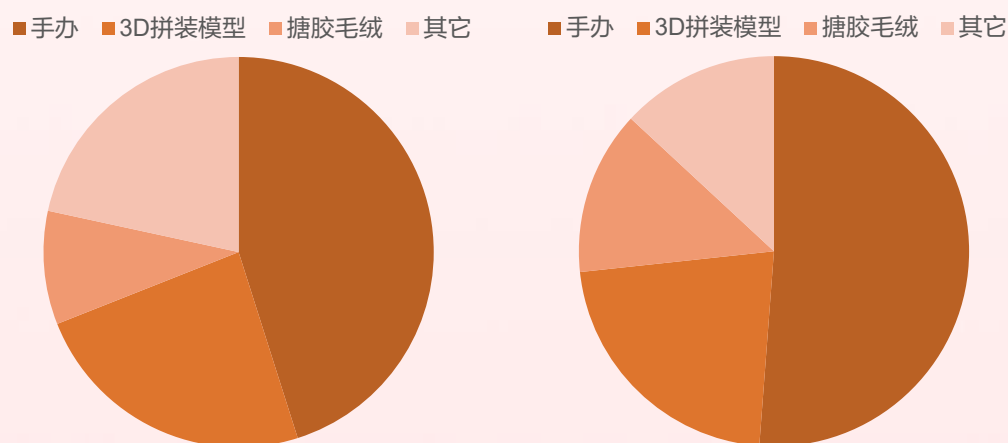


图19：2024到2030年手办在潮玩的占比将进一步提升



数据来源：TOPTOY招股书，东方证券研究所

线下零售：新变4——行业逻辑转变，珠宝零售有望向头部集中

珠宝市场规模保持稳健增长：据弗若斯特沙利文、中国珠宝玉石首饰行业协会统计，随消费者购买力不断增加以及对不同珠宝的日常佩戴需求不断上升，国内珠宝市场自2019年的6100亿元稳步增至2024年的7280亿元，CAGR为3.6%。随着消费者自我满足的需求不断上升、消费者的潮流触觉更敏锐、数字零售及电商崛起，预计2029年国内珠宝市场规模将达9370亿元，2024-29年CAGR为5.2%。其中黄金饰品依旧主导行业审美及消费趋势，未来5年消费量有望持续提升。

金价持续上涨推动行业逻辑转变：2023年至今金价涨幅加快，一定程度上影响了需求释放，从而推动珠宝零售企业从渠道扩张为主转向渠道、产品并重，部分公司品牌势能显著提升，产品方面以金镶钻、彩宝等品类创新为主，且“犒赏经济”需求增长。

我们认为：展望未来五年，国内头部珠宝品牌有望通过扩张和品牌优势持续巩固市场地位。

图20：国内珠宝市场规模持续增长

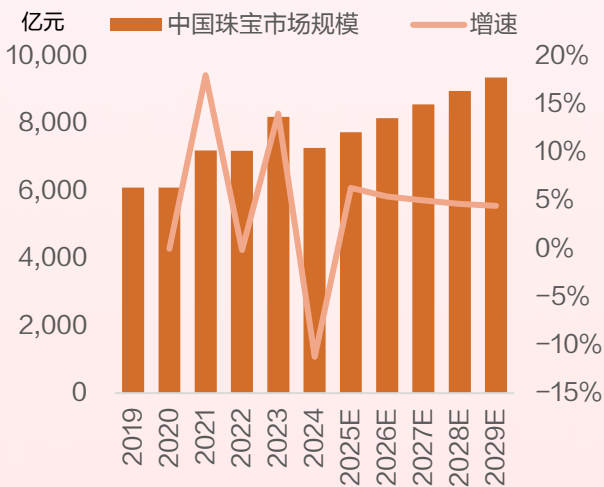


图21：黄金珠宝在国内珠宝市场的占比提升

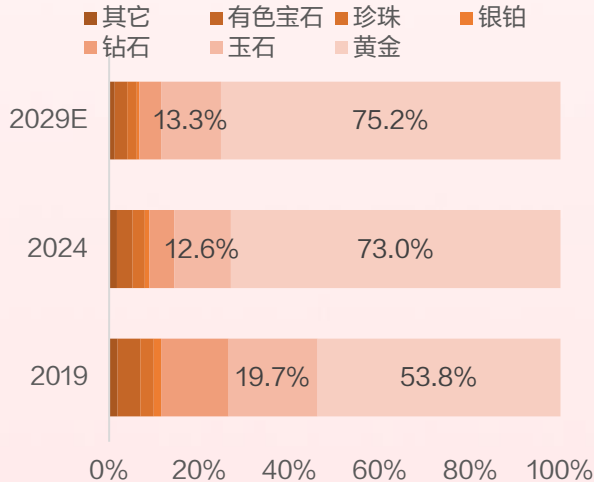


图22：国内黄金珠宝消费量有望延续提升

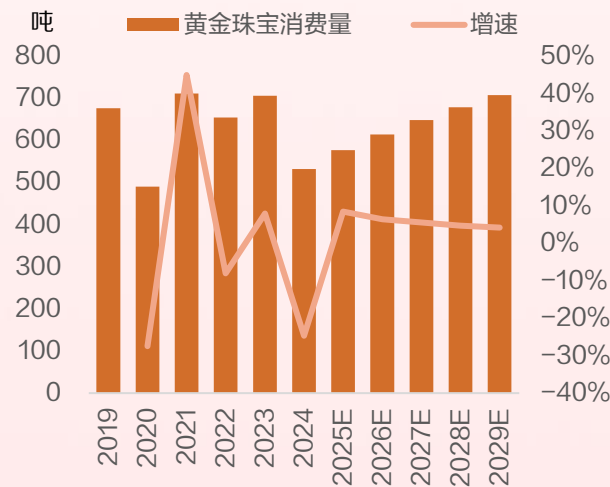
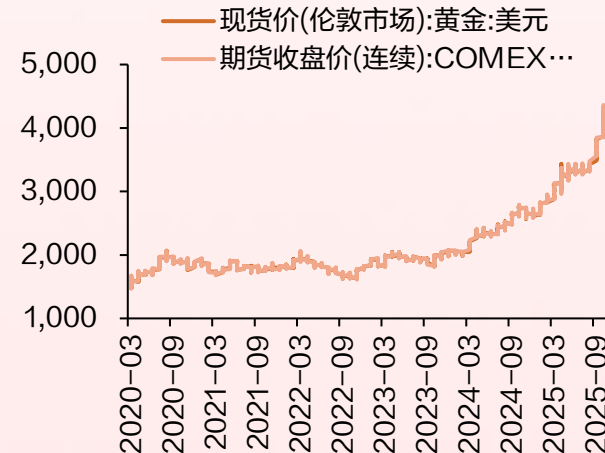


图23：2020年起金价持续上涨



数据来源：周六福招股书、弗若斯特沙利文、中国珠宝玉石首饰行业协会、wind，东方证券研究所

线下零售：新变5——政策支持生育，母婴零售有望向头部集中

复盘海外发展路径：经济补贴、假期制度、托育服务构成生育政策体系的核心拼图，包容的社会文化等亦是重要因素，其中西欧、北欧地区鼓励生育政策收效较强，法国、瑞典等国树立良好样板。

国内政策不断加码：国内鼓励生育政策不断加码，湖北天门2024年收获良好成效；随更多政策落地，总和生育率(TFR)有望企稳回升。以湖北天门为例，通过一系列鼓励生育政策的构建，2024年出生人口同比增加1050人、增幅17%，8年来首次由降转增。

母婴市场结构升级：亲子家庭新消费市场正经历由传统母婴零售向亲子家庭新消费的转型升级，市场规模由2020年的人民币3.5万亿元增至2024年的4万亿元，CAGR为3.4%，2029年预计达4.87万亿元，CAGR为4.1%。随城镇化的持续推进、居民可支配收入的提高及品牌渠道加速下沉渗透，三线及以下城市的亲子家庭需求正在快速增加，2025-29年CAGR为5.1%超过一线城市的1.4%及二线城市的2.8%。

图24：国内TFR近年来降低但于2024年回升

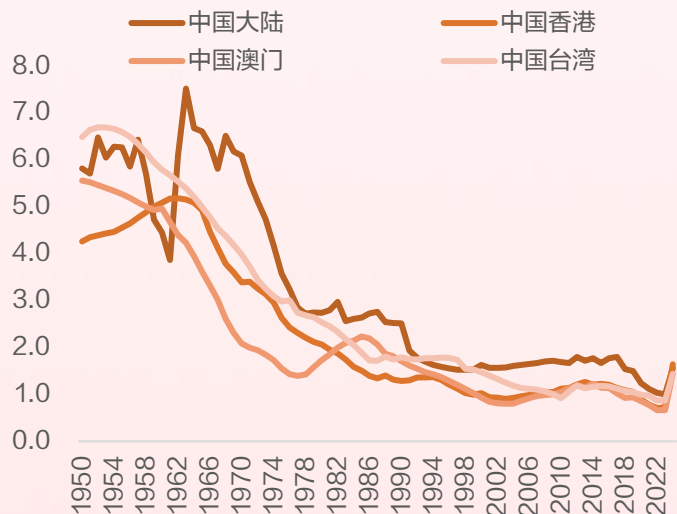


图25：湖北天门成功实现出生人口由降转增

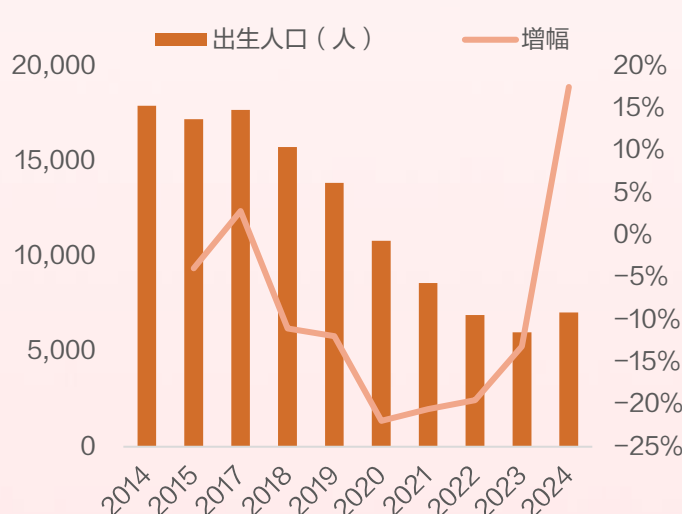
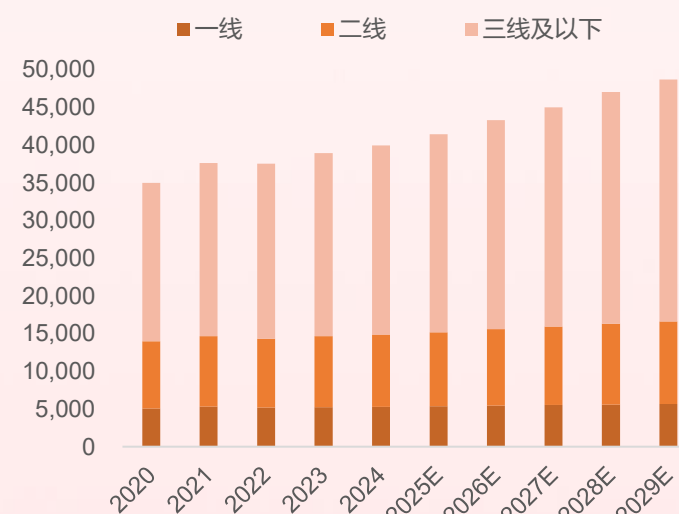


图26：国内母婴童产品及服务市场体量巨大



数据来源：World Population Prospects、快易数据、政府官网、孩子王招股书、天门市统计局，东方证券研究所
备注：左图单位为%；右图单位为亿元人民币

CONTENTS

目录

01 线下零售：渠道优化提速，情感归属崛起

02 跨境电商：供给侧改善，产品力突围

03 美容护理：渠道拓展，成分创新

04 AI+：智能眼镜驶入快车道，电商买家侧值得期待

05 投资建议与风险提示

跨境电商：外贸依旧“有底气、有朝气、有锐气”

国内进出口增速仍具备韧性，跨境电商在外贸出口的渗透率仍有较高提升空间。

- **进出口：**据海关总署，2025年前11月我国进出口总值57536.2亿美元/+2.9%，其中出口34147.3亿美元/+5.4%、进口23388.8亿美元/-0.6%；贸易顺差10758.5亿美元，外贸延续平稳增长态势。中国11月以美元计价出口同比增长5.9%，进口同比增长1.9%。2025年虽有中美关税摩擦的影响，但进出口依旧保持较好表现。
- **跨境电商进出口：**据海关总署初步测算，前三季度我国跨境电商进出口约2.06万亿元/+6.4%，其中出口约1.63万亿/+6.6%、进口约4255.4亿元/+5.9%，2018年起我国跨境电商进出口有强于外贸整体大盘的表现。
- **跨境电商出口渗透率：**前三季度该渗透率(即比货物贸易出口的比值)为8.17%，较全球电商渗透率20%仍有翻倍提升空间。

图27：国内出口仍保持较强韧性

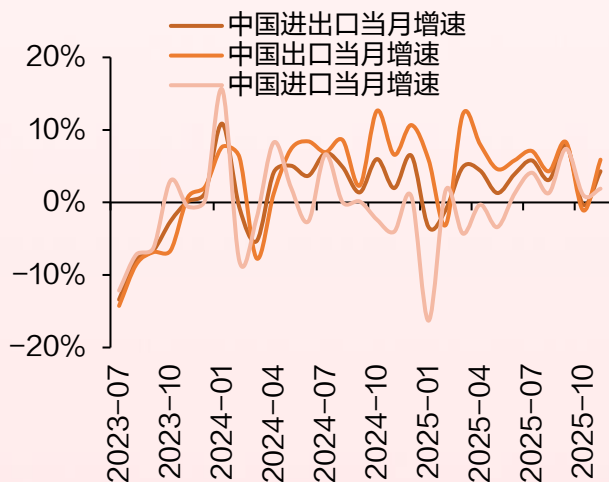


图28：同为出口导向的经济体同样具备韧性

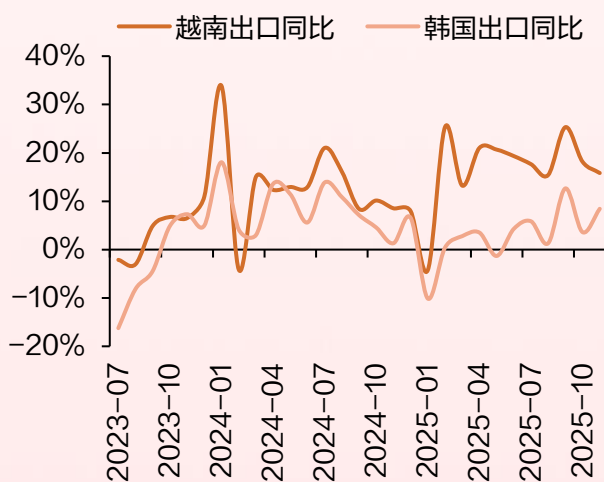


图29：跨境电商出口增速有所波动

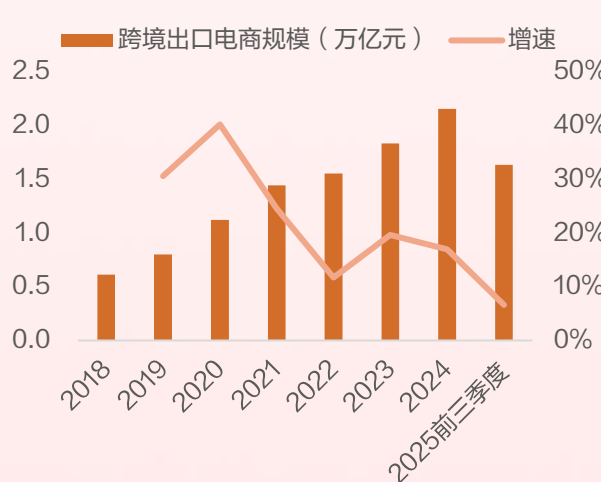
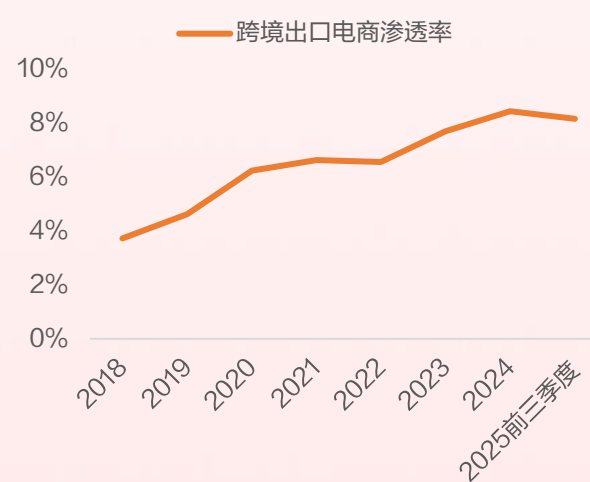


图30：跨境电商出口的渗透率仍有提升空间



数据来源：wind、海关总署、中国政府网，东方证券研究所
备注：图27-28为按美元计价统计口径

跨境电商：义乌外贸同样具备高景气度

义乌1-10月出口增速超20%印证延续高景气度。

- 据义乌海关统计，1-10月义乌进出口规模达7011.9亿元，已超2024年全年进出口规模，同比增长25.2%；其中出口6150.6亿元/+24.4%，进口861.3亿元/+31.1%。分区域，义乌对非洲、拉丁美洲等新兴市场进出口分别增长21.8%、14%，对东盟的进出口增速51%。
- 此外，义乌六区市场(即全球数贸中心)于6-8月完成市场区块1-3层大多数商铺的招商，核心行业如珠宝、潮流玩具、护肤医美、婴童童生活用品等报名火爆，报名人次/商铺数量从2.6:1到8.5:1不等，录取标段平均约10万/平，亦彰显义乌人对外贸高景气的信心。

表4：义乌进出口保持较高景气度

年份	进出口总值(亿元)	同比增速	出口	同比增速	进口	同比增速	市场采购	同比增速	占比
2025年1-10月	7011.9	25.20%	6150.6	24.40%	861.3	31.10%	4583.8	29.40%	82.7%
2025年1-9月	6312	26.30%	5539.9	25.70%	772.1	31.30%	4033.8	27.52%	82.9%
2025年1-8月	5542.6	24.90%	4866	23.70%	676.6	34.00%	2984	28.20%	83.2%
2025年1-7月									
2025年1-6月	4058.03	25.00%	3586.3	24.60%	472	28.30%	2984	28.20%	83.2%
2025年1-5月	3,271.30	23.70%	2893.1	23.70%	378.2	23.90%	1660.1	16.10%	81.7%
2025年1-4月	2313.1	15.10%	2032.4	15.30%	280.7	13.50%			
2025年1-3月	1674.5	13.00%	1472.7	14.50%	201.8	3.40%			
2024年1-12月	6689.3	18.20%	5889.6	17.70%	799.7	22.20%	4717.6	21.50%	80.1%
2024年1-11月	6139.9	17.60%	5420.6	17.40%	719.3	19%	4350.2	21.70%	80.3%
2024年1-10月	5601.6	18.30%	4944.6	18.10%	657	19.50%	3972.3	22.60%	80.3%
2024年1-9月	4998.8	16.60%	4410.8	16.10%	587.9	20.30%	3542.1	20.50%	80.3%
2024年1-8月	4440.6	17.20%	3935.8	17.20%	504.9	17.30%	3163.3	21.80%	80.4%
2024年1-7月	3791	18.10%	3359.7	18.50%	431.3	15.70%	2701.8	24.30%	80.4%
2024年1-6月	3247.7	20.80%	2880.3	21.40%	367.4	16.60%	2328.7	28.70%	80.8%
2024年1-5月	2645	22.0%	2340.4	21.90%	304.6	22.60%	1900.5	30.30%	81.2%
2024年1-4月	2010.6	22.0%	1763.8	19.90%	246.8	39.50%	1429.9	28.10%	81.1%
2024年1-3月	1482.5	25.5%	1287.7	20.50%	194.8	72.30%	1039.8	28.40%	80.7%
2024年1-2月	1166	47.3%	1027.7	41%	138.3	119.90%	840.6	48.70%	81.8%
2023年1-12月	5660.5	18.2%	5005.7	16%	654.8	38.70%	3883.7	19%	77.6%
2023年1-11月	5221.2	18.1%	4616.2	15.70%	605	40.00%	3575.9	18.90%	77.5%
2023年1-10月	4768	19.8%	4217.1	16.90%	550.9	48.20%	3240.0		
2023年1-9月	4321	22.0%	3831.3	18.90%	489.7	52.80%	2970.1	23.50%	77.5%
2023年1-8月	3792.3	23.6%	3360.4	20.40%	431.9	56.60%	2597.5	25.50%	77.3%
2023年1-7月	3211	19.7%	2837.2	16.10%	373.8	57.40%	2174.6	19.50%	76.6%
2023年1-6月	2689.7	21.0%	2374.1	17%	315.6	63.40%	1810	19.10%	76.2%
2023年1-5月	2173.6	18.7%	1924.3	14.70%	249.3	62.80%	1458.6	14.4%	
2023年1-4月	1654.2	15.7%	1476.4	13%	177.8	44.70%	1120.4	11.90%	75.9%
2023年1-3月	1184.4	11.4%	1070.9	11%	113.5	15.60%	812.1	9.50%	75.8%
2023年1-2月	791.9	7.4%	729	6.70%	62.9	16.10%	565.3		77.5%

表5：义乌全球数贸中心招商情况火热

	珠宝区块	潮流玩具区块	护肤及医美区块	婴童童生活用品	家庭生活用品 健康医疗用品	无人机/机器人 /ARVR装备等	时尚服饰面料	旅行好物
启动招商日期	6月1日	6月29日	6月29日	7月23日	7月23日	7月23日	7月23日	7月23日
截止招商日期	6月8日	7月6日	7月6日	7月31日	7月31日	7月31日	7月31日	7月31日
启动投标日期	6月17日	7月16日	7月17日	8月11日	8月12日	8月12日	8月13日	8月13日
当天下午开标								
商铺数量(个)	389	497	422	601	582	162	202	600
单间面积(平)	30	30	30	30	30	30	30	30
楼层位置	M2一楼	M3一楼M4一楼	M2二楼	M3二楼M4二楼	M1三楼M2三楼	M2三楼	M1一楼	M3三楼 M4三楼
报名人次	1600+ (审核前4400+)	超1.9万; 潮流玩具区块审核后 3000+、护肤医美区块预计3600+		2700+	2400+	440+	530+	2120+
报名人次/商铺数量	约4.1:1 (审核前约11.3:1)	约21:1; 潮流玩具区块审核后约6:1 、护肤医美区块审核后约8.5:1		约4.5:1	约4.1:1	约2.7:1	约2.6:1	约3.53:1
录取标段(万元/平)	11-12.4	13.43-13.67	13.67-13.76	8.26-8.67	8.91-9.16	8.9-9.27	4-9	8.01-8.73
平台服务费(元/年)	8000	8000	8000	8000	8000	8000	8000	8000

六区区块规划：1.时尚珠宝、护肤及医美用品、女性时尚服饰行业；2.婴童童生活用品、婴童童成长用品行业；3.旅行好物、健康医疗用品、家庭生活用品行业；4.无人机及无人化装备、机器人及人工智能装备、AR/VR装备行业；5.时尚服饰面料行业等。

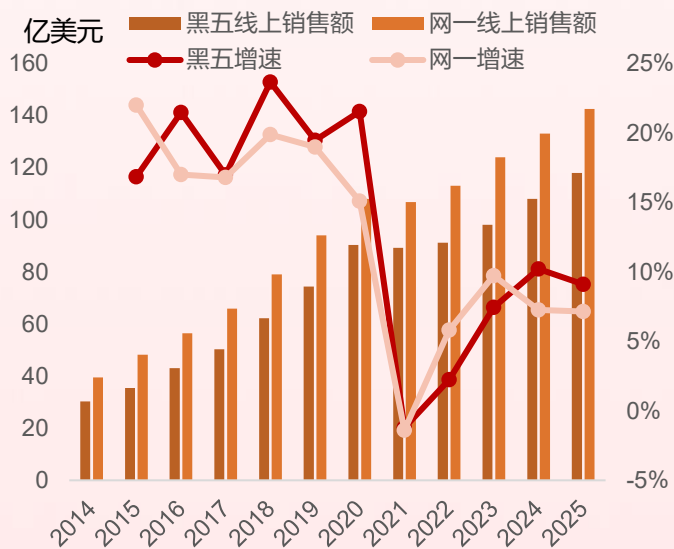
数据来源：wind、义乌政府官网、义乌发布，东方证券研究所

跨境电商：美国黑五网一线上消费仍具韧性，跨境电商核心逻辑未变

2025年黑五网一(11月28日12月1日)落幕，美国线上增速仍优于线下，我们认为跨境电商电商依托高效产业集群输出质价比商品逻辑未变。

- 据Adobe，黑五美国线上消费额达118亿美元创纪录，同比增长9.1%好于此前预期，2022-24年分别增长2.2/7.5/10.2%；网一线上消费额达142.5亿美元创纪录，同比增长7.1%，2022-24年分别增长5.8/9.7/7.3%；假期线上消费总额达442亿美元，同比增长7.7%。
- 据Mastercard，黑五美国零售销售(不含汽车)同比增长4.1%，高于上年同期的3.4%，其中实体店销售额增长1.7%、线上销售额增长10.4%，线上好于线下。
- 此外，亚马逊3P卖家收入增速自2025Q1的6%回升至Q3的12%，一方面因Temu、Shein小包直邮模式被禁止后亚马逊的流量回升，另一方面亦反映出经历通胀后消费者线上消费趋势进一步强化。

图31：美国黑五网一线上消费增速保持稳健



数据来源：wind、Adobe，东方证券研究所

图32：2025Q2后CPI稳步提升、已超过欧盟

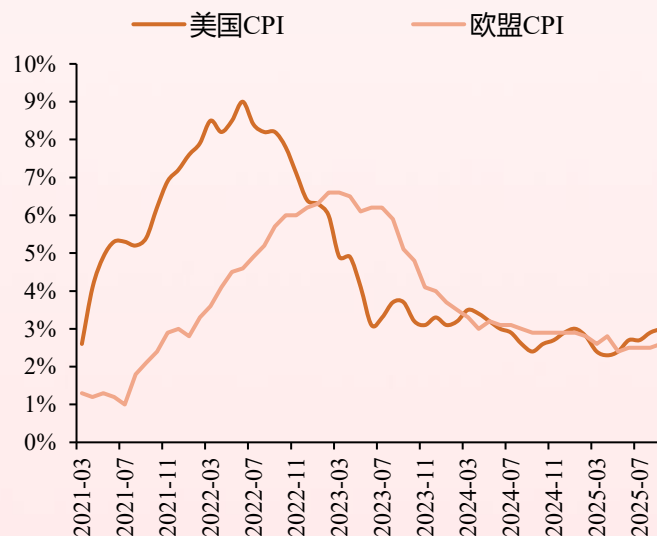
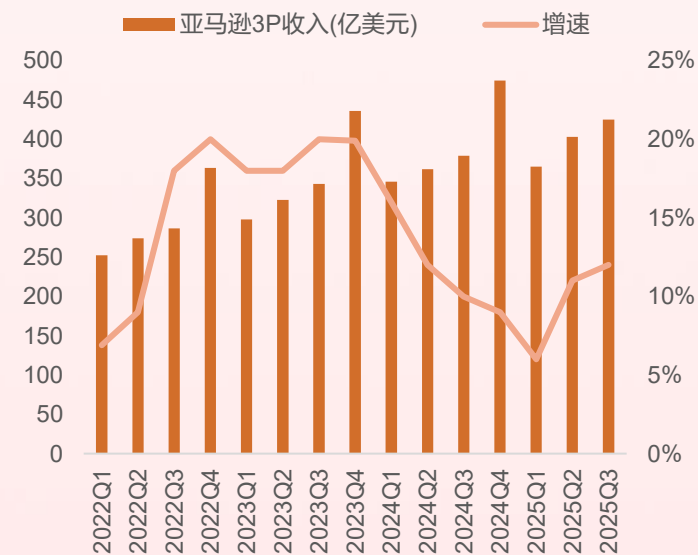


图33：美国亚马逊3P卖家收入增速Q3继续回升



跨境电商：新变1——2026年多数企业成本端有望改善

复盘2025年中美贸易摩擦，Q2-3跨境电商的关税成本同比有明显增长，我们认为2026Q2-3关税成本有望降低推动各公司利润率改善。

- **2025年关税复盘：**2月美国以芬太尼等问题为由对华加征10%的关税；3月美国宣布对华加征额外10%的关税；4月美国抛出“对等关税”方案，拟对华加征34%的关税并于其后多次上调；5月12日中美双方发布《中美日内瓦经贸会谈联合声明》，美国关税调整至20%芬太尼+10%对等；11月美国关税调整至10%芬太尼+10%对等。
- 我们认为，2025年4-10月多数时间(尤其4-5月)美国关税同比有明显提升，虽部分跨境电商通过供应链转移+终端提价等方式减轻关税影响，但利润率仍有所降低；2026年随关税成本下降，以及税收事件导致行业供给侧出现改善，头部公司有望实现利润率回升及业绩端修复。

图34：跨境电商上市公司增速Q3有所放缓

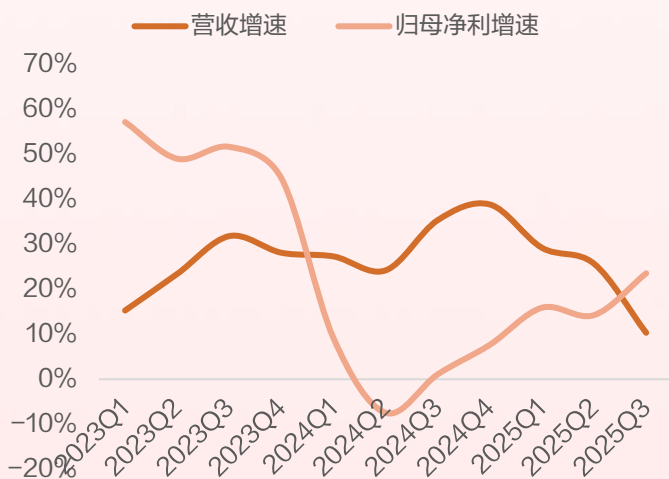


图35：跨境电商上市公司Q3净利率有所下滑

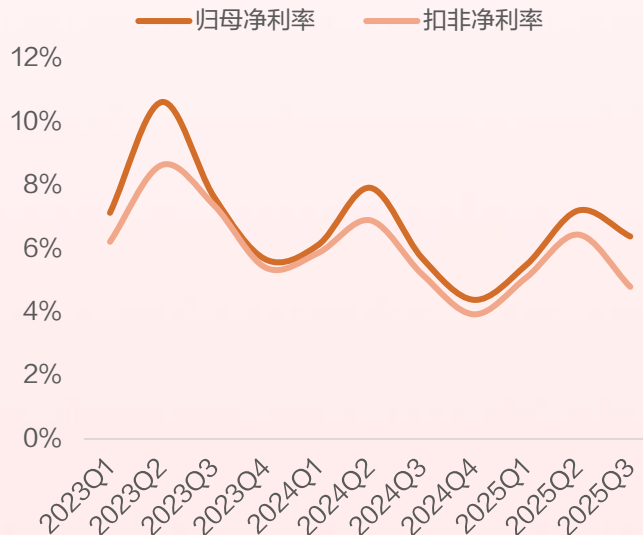
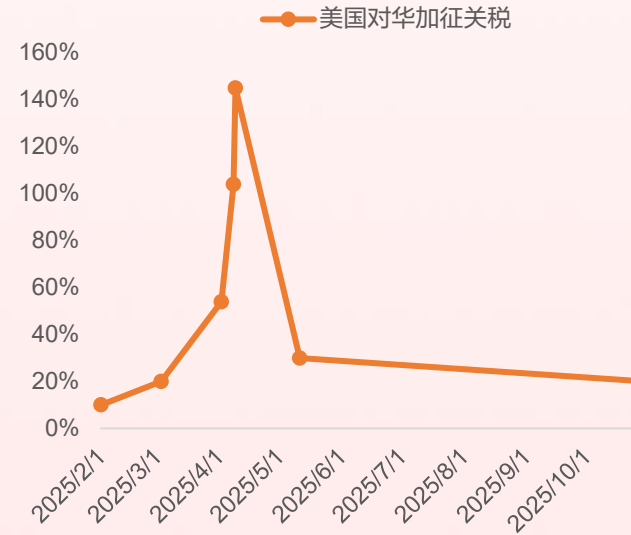


图36：美国对华加征关税在Q2出现飙升



数据来源：wind、搜狐网，东方证券研究所
备注：跨境电商6家公司，删去季度数据不全的港股及三态股份绿联科技

跨境电商：新变1——2026年多数公司成本端有望改善

营收对比：Q3延续分化，绿联科技一枝独秀。

- Q3跨境电商公司仅绿联科技、吉宏股份营收录得20%以上增速，安克创新增速近20%、焦点科技增速17%亦有较好表现，但部分公司营收增速有显著放缓。
- 我们认为，2025年美国关税变化显著，多数公司受美国关税影响，增速有所放缓。

扣非净利对比：部分公司因基数原因高增，绿联科技高增长。

- Q3跨境电商公司扣非净利增速分化明显，部分公司受关税成本抬升影响导致利润率出现波动，安克创新亦有召回事件及加大研发投入等影响。
- 我们认为，虽扣非净利增长会受到多重要素影响，但头部企业有望通过强化研发创新提升品牌势能，从而降低外部环境对净利的冲击。

盈利能力对比：多数对美敞口高的公司Q3净利率有所波动、跟行业数据变动趋势一致，显示已受关税影响，考虑到2026Q2-3关税成本有望降低，我们看好2026年各公司净利率修复。

表6：跨境电商单季度营收净利增速对比

		单季度营收增速 (%)												
		2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3
301606.SZ	绿联科技							27.06	31.35	27.01	28.46	41.99	39.38	60.44
002803.SZ	吉宏股份	-2.98	8.16	14.41	24.65	35.82	22.56	-3.75	-36.15	-19.19	-7.48	11.55	55.54	25.04
300866.SZ	安克创新	19.46	13.62	17.47	22.43	29.37	21.36	30.09	42.43	44.05	44.41	36.91	30.41	19.88
002315.SZ	焦点科技	9.63	-6.26	-0.31	3.88	0.61	11.18	11.05	4.17	8.50	13.62	15.40	16.38	17.01
301381.SZ	赛维时代			22.81	29.46	37.58	41.13	44.66	55.52	63.89	58.66	36.65	21.39	8.33
301376.SZ	致欧科技			-11.18	-0.38	13.92	44.98	45.30	36.55	34.49	23.62	13.56	3.91	1.53
301558.SZ	三态股份					9.84	10.85	-0.51	-9.61	0.83	22.66	3.48	3.07	-5.41
300592.SZ	华凯易佰	10.07	34.99	47.44	56.31	61.04	30.16	23.05	12.95	47.72	64.41	35.08	23.28	-15.21

		单季度扣非净利增速 (%)												
		2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3
301558.SZ	三态股份			8.65	26.26			-29.06	-76.85	-116.04	-338.20	-58.34	-81.71	189.47
301381.SZ	赛维时代			28.49	17.14			53.51	44.22	-171.32	-82.39	-42.32	4.34	174.78
301606.SZ	绿联科技		0.03					14.22	12.99			44.50	13.79	71.10
002803.SZ	吉宏股份	26.81	66.58	66.23	76.25	58.11	321.87	-41.04	-77.66	-53.45	55.98	51.04	123.07	60.63
300866.SZ	安克创新	15.83	17.37	54.53	103.13	65.73	70.27	29.04	49.89	41.98	39.14	39.36	15.88	-2.92
002315.SZ	焦点科技	44.05	20.17	29.85	40.00	20.80	35.71	57.03	12.43	13.23	16.32	49.37	12.49	-3.42
301376.SZ	致欧科技			82.34	116.46			13.61	-50.40	-1.46	-57.74	24.86	63.11	-36.00
300592.SZ	华凯易佰		179.44	119.12	166.41	60.35	-90.05	6.73	-55.80	-37.45	-486.24	-120.42	-24.82	-80.55

表7：跨境电商单季度盈利能力对比

		单季度毛利率 (%)												
		2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3
002315.SZ	焦点科技	76.05	85.31	78.56	78.28	78.62	82.16	79.03	81.23	79.93	80.84	80.49	79.65	78.52
002803.SZ	吉宏股份	41.43	40.94	45.62	47.95	47.94	44.88	40.62	40.75	46.63	46.42	45.63	48.10	45.71
300866.SZ	安克创新	38.08	38.44	41.54	44.67	43.46	44.04	45.12	45.23	42.99	42.47	43.28	46.00	44.60
301381.SZ	赛维时代	64.89	66.91	69.11	69.27	70.68		47.17	46.02	42.41	41.52	43.89	44.97	41.83
301606.SZ	绿联科技			39.81	37.70	36.52	36.85	39.62	37.37	36.51	36.57	38.01	36.06	37.17
301376.SZ	致欧科技	30.67	32.95	36.78	36.02	37.70	35.17	36.00	33.86	35.44	33.58	35.39	34.43	35.17
301558.SZ	三态股份	33.40	33.32	33.59	32.37	31.26	28.23	31.74	28.33	26.76	27.28	31.59	31.87	32.16
300592.SZ	华凯易佰	37.60	37.12	37.99	38.42	37.11	34.66	36.46	36.87	33.03	31.18	31.48	35.49	31.15

		单季度扣非净利率 (%)												
		2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3
002315.SZ	焦点科技	23.46	14.91	13.50	35.81	28.16	18.20	19.09	38.65	29.39	18.63	24.71	37.36	24.26
301606.SZ	绿联科技			8.55	8.13			7.68	6.99	7.03	7.04	7.82	5.71	7.49
300866.SZ	安克创新	6.25	5.24	7.26	8.12	8.01	7.35	7.21	8.54	7.90	7.08	7.33	7.59	6.39
002803.SZ	吉宏股份	5.96	-0.79	4.71	6.30	6.94	1.42	2.89	2.20	4.00	2.40	3.91	3.16	5.13
301376.SZ	致欧科技			6.67	9.31	6.72	6.13	5.21	3.38	4.92	2.10	5.73	5.31	3.10
301381.SZ	赛维时代			3.68	6.32	4.08	4.58	3.91	5.86	-1.77	0.51	1.65	5.04	1.22
301558.SZ	三态股份			8.93	9.09	7.93	3.43	6.37	2.33	-1.26	-6.66	2.56	0.41	1.19
300592.SZ	华凯易佰	5.12	4.75	5.23	7.46	5.10	0.36	4.54	2.92	2.16	-0.85	-0.69	1.78	0.50

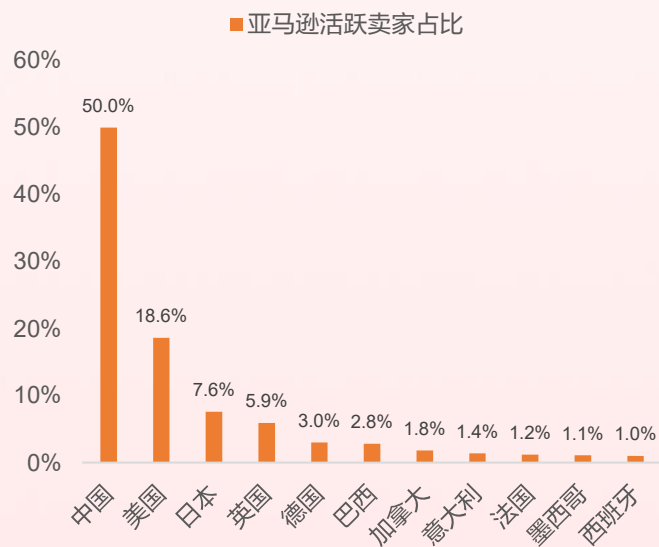
数据来源：wind、界面新闻，东方证券研究所

跨境电商：新变2——供给侧有望优化，头部集中度进一步提升

国家税务总局针对部分跨境电商卖家存在的税务漏洞问题进行稽查，行业格局有望进一步向头部合规企业集中。

- 2025年6月，国务院发布《互联网平台企业涉税信息报送规定》、国家税务总局出台《关于互联网平台企业报送涉税信息有关事项的公告》，两项法规首次将涉税信息报送义务明确延伸至所有服务中国经营者的境外互联网平台。2025年10月起，亚马逊将按季度向中国税务机关报送中国卖家相关信息，包括卖家身份、交易数量、收入及佣金和服务费等；此前税务机关主要依赖卖家自行申报，存在信息不对称。
- 我们认为，亚马逊等平台中国卖家占比快速提升，其中部分中小卖家存在不合规竞争的现象。国家税务系统已实现与互联网平台数据打通，部分卖家长期存在的税务漏洞将被堵上，行业规范化发展大幕徐徐开启，行业格局有望进一步向头部合规企业集中。

图37：中国卖家在亚马逊活跃卖家中占比50%



数据来源：wind、Marketplace Pulse，东方证券研究所

图38：中国卖家在亚马逊新注册卖家中占比持续提升

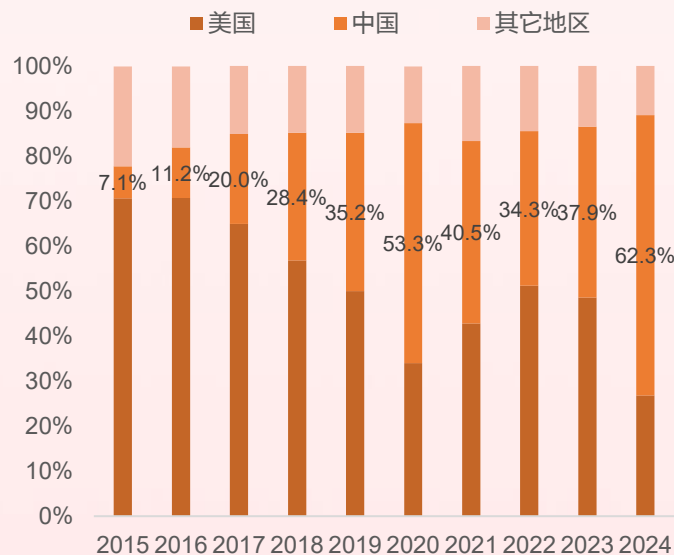
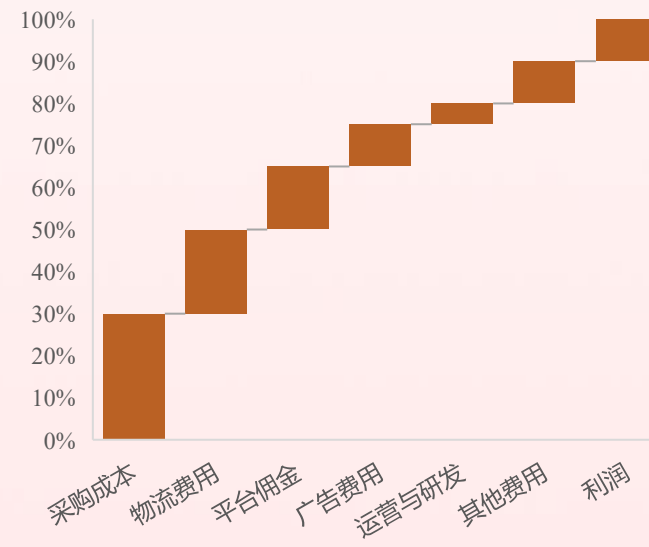


图39：亚马逊UE模型证明合规经营是长久之道



跨境电商：新变3——产品创新推动品牌力持续增强

跨境电商从粗放式的铺货模式迈向打造品牌新路线，储能、NAS、智能安防、3D打印等新质生产力品类或是未来角力的重点。

- **消费级储能**：根据安克创新招股书，全球市场规模自2020年的101亿元增至2024年的2014亿元，CAGR为111.2%，预计2029年增至5804亿元，CAGR为23.6%。品类构成：2024年户储、便携储能、阳台光伏储能市场规模分别1685/99/230亿元，预计2029年分别增至4925/598/281亿元，CAGR分别23.9/21/23.2%。
- **智能家居**：根据安克创新招股书，全球市场规模自2020年的6610亿元增至2024年的1.04万亿元，CAGR为12.1%；预计2029年增至1.77万亿元，CAGR为11.1%。品类构成：2024年家电、清洁家电、家居安防设备、其它分别4292/1625/1377/3149亿元，预计2029年分别5635/3509/2716/5845亿元，CAGR为5.6/16.6/14.6/13.2%。其中消费级3D打印2024年市场规模310亿元，预计2024-29年CAGR为31.7%。
- **消费级NAS**：我们测算全球消费级NAS市场规模有望从2025年的约53亿元增至2030年的约230亿元，CAGR超30%。

图40：全球充电市场仍稳健增长

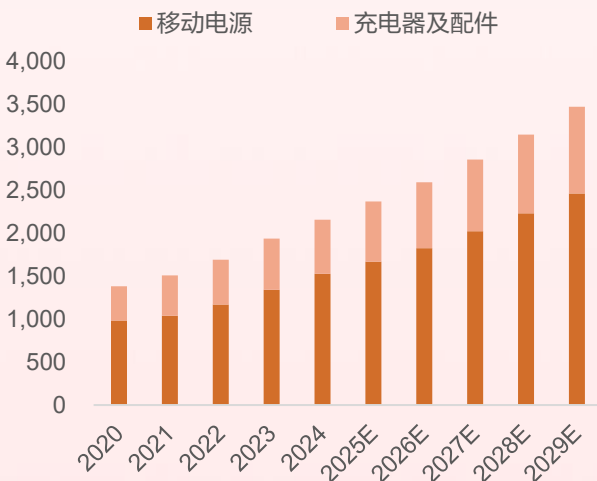


图41：全球储能市场正快速增长

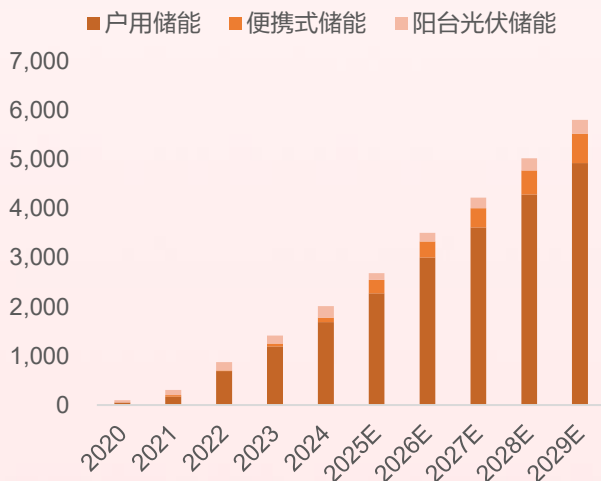


图42：全球智能家电类市场正快速增长

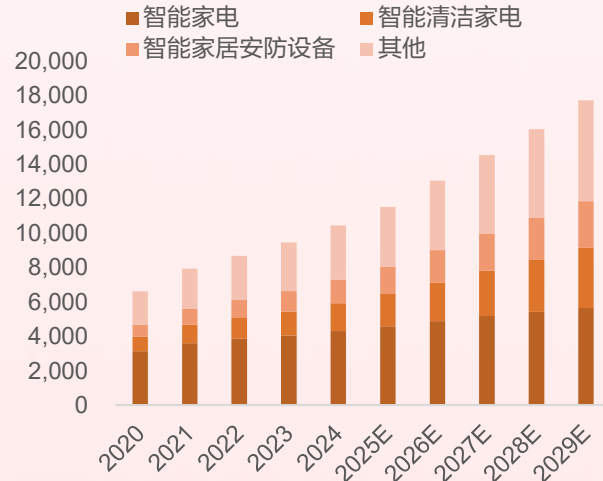
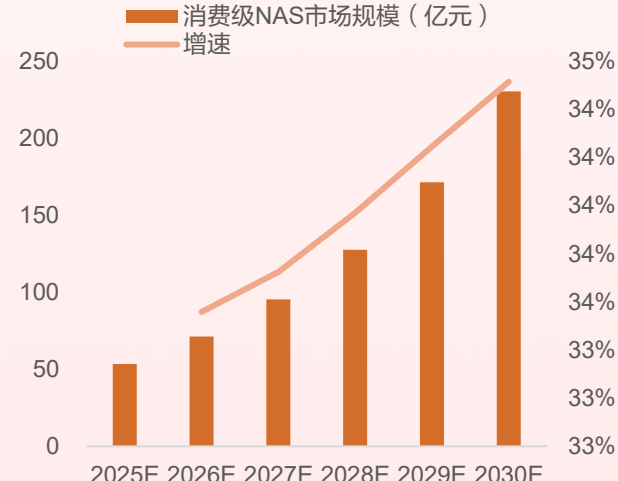


图43：消费级NAS市场规模预计保持较快增长



数据来源：安克创新招股书，东方证券研究所
备注：单位为亿元

CONTENTS

目录

01 线下零售：渠道优化提速，情感归属崛起

02 跨境电商：供给侧改善，产品力突围

03 美容护理：渠道拓展，成分创新

04 AI+：智能眼镜驶入快车道，电商买家侧值得期待

05 投资建议与风险提示

美容护理：渠道、科技、品牌叙事的融合推动化妆品的10年变迁

复盘2012年后国内化妆品市场品牌排名变迁，我们发现背后推手来自渠道、科技、品牌叙事的融合。

- 一阶段：2012-18年，淘系等传统电商平台崛起，化妆品线上渠道份额从11%增至27%，期间百雀羚、相宜本草等线下起家的品牌依靠线上流量红利抢位成功。
- 二阶段：2019-21年，国际大牌通过抢位天猫双11等重要节点完成市场份额的反超，欧莱雅、兰蔻、雅诗兰黛稳居前四。
- 三阶段：2022年起，“成分党”进一步崛起，珀莱雅、韩束、薇诺娜等通过研发推动产品升级；据《2024中国美妆行业白皮书》，超60%消费者愿意购买具有创新科技或原料的国货美妆产品。

2025年双11天猫国际品牌主导，抖音国货品牌当道。

- 据天猫美妆榜单：1)珀莱雅连续三年稳居榜首，其后为雅诗兰黛、兰蔻、欧莱雅、修丽可，TOP5较稳固；2)TOP20国货亦包括薇诺娜8(排名、下同)、可复美18、自然堂19、毛戈平20(新晋)，国货5席。
- 据抖音美妆榜单：1)韩束夺得榜首，其后为珀莱雅、欧莱雅、赫莲娜、谷雨；2)TOP20国货亦包括百雀羚6、自然堂7、林清轩11、HBN13、薇诺娜14、丸美15，国货9席，我们认为抖音已成为国货美妆品牌寻求增量、实现高增的重要战场。

数据来源：弗若斯特沙利文、头豹研究院、《2025年中国护肤品行业白皮书》、化妆品观察，东方证券研究所

表8：2012年以来国内化妆品市场品牌排名受到渠道、平台、品牌三因素的推动（逆序排列）

	TOP10	TOP9	TOP8	TOP7	TOP6	TOP5	TOP4	TOP3	TOP2	TOP1	国货品牌
2012	自然堂	雅诗兰黛	欧珀莱	相宜本草	兰蔻	完美	雅姿	玫琳凯	玉兰油	欧莱雅	3
2013	佰草集	自然堂	雅诗兰黛	相宜本草	完美	兰蔻	雅姿	玫琳凯	玉兰油	欧莱雅	4
2014	相宜本草	佰草集	兰蔻	自然堂	完美	雅姿	百雀羚	玉兰油	玫琳凯	欧莱雅	5
2015	雅诗兰黛	佰草集	兰蔻	雅姿	完美	自然堂	百雀羚	玉兰油	玫琳凯	欧莱雅	4
2016	雅诗兰黛	佰草集	完美	萃雅	兰蔻	自然堂	玉兰油	百雀羚	玫琳凯	欧莱雅	5
2017	完美	佰草集	萃雅	雅诗兰黛	兰蔻	玉兰油	自然堂	玫琳凯	欧莱雅	百雀羚	5
2018	欧珀莱	佰草集	萃雅	雅诗兰黛	玫琳凯	兰蔻	玉兰油	自然堂	欧莱雅	百雀羚	4
2019	佰草集	欧珀莱	SK-II	玫琳凯	玉兰油	自然堂	雅诗兰黛	兰蔻	百雀羚	欧莱雅	3
2020	欧珀莱	玫琳凯	海蓝之谜	SK-II	自然堂	玉兰油	雅诗兰黛	百雀羚	兰蔻	欧莱雅	2
2021	薇诺娜	珀莱雅	海蓝之谜	SK-II	自然堂	玉兰油	雅诗兰黛	百雀羚	兰蔻	欧莱雅	4
2022	科颜氏	资生堂	薇诺娜	海蓝之谜	玉兰油	珀莱雅	SK-II	兰蔻	雅诗兰黛	欧莱雅	2
2023	薇诺娜	赫莲娜	韩束	海蓝之谜	玉兰油	SK-II	雅诗兰黛	兰蔻	珀莱雅	欧莱雅	3
2024	薇诺娜	赫莲娜	玉兰油	SK-II	海蓝之谜	兰蔻	雅诗兰黛	韩束	欧莱雅	珀莱雅	3

备注：加粗单元格为当年外资及内资品牌第一；国货品牌、美国品牌、欧洲品牌、日本品牌各自采用不同色块表示；2012-21年为全渠道排名，2022-24年为线上渠道排名。

表9：2023-25年珀莱雅均位居天猫双11美妆榜单榜首（逆序排列）

	TOP10	TOP9	TOP8	TOP7	TOP6	TOP5	TOP4	TOP3	TOP2	TOP1	国货品牌
2012	兰芝	膜法世家	相宜本草	OLAY	美即	欧莱雅	牛尔	阿芙	御泥坊	雅诗兰黛	5
2013	相宜本草	雅诗兰黛	膜法世家	OLAY	百雀羚	牛尔	欧莱雅	御泥坊	美即	阿芙	6
2014	牛尔	OLAY	雅诗兰黛	自然堂	御泥坊	欧莱雅	百雀羚	韩束	美即	阿芙	6
2015	膜法世家	雅诗兰黛	御泥坊	兰蔻	阿芙	欧莱雅	OLAY	自然堂	韩束	百雀羚	5
2016	兰蔻	OLAY	佰草集	韩束	雅诗兰黛	自然堂	一叶子	SK-II	欧莱雅	百雀羚	5
2017	资生堂	悦诗风吟	一叶子	欧莱雅	OLAY	SK-II	雅诗兰黛	兰蔻	自然堂	百雀羚	3
2018	悦诗风吟	薇诺娜	HFP	自然堂	百雀羚	SK-II	雅诗兰黛	欧莱雅	OLAY	兰蔻	4
2019	薇诺娜	完美日记	后	百雀羚	自然堂	SK-II	OLAY	雅诗兰黛	兰蔻	欧莱雅	4
2020	海蓝之谜	薇诺娜	资生堂	雪花秀	SK-II	OLAY	后	兰蔻	欧莱雅	雅诗兰黛	1
2021	赫莲娜	海蓝之谜	SK-II	OLAY	薇诺娜	资生堂	后	兰蔻	欧莱雅	雅诗兰黛	1
2022	资生堂	赫莲娜	SK-II	海蓝之谜	薇诺娜	珀莱雅	OLAY	兰蔻	雅诗兰黛	欧莱雅	2
2023	娇兰	赫莲娜	修丽可	OLAY	海蓝之谜	薇诺娜	雅诗兰黛	兰蔻	欧莱雅	珀莱雅	2
2024	OLAY	薇诺娜	SK-II	修丽可	赫莲娜	海蓝之谜	雅诗兰黛	兰蔻	欧莱雅	珀莱雅	2
2025	CPB	OLAY	薇诺娜	SK-II	海蓝之谜	修丽可	欧莱雅	兰蔻	雅诗兰黛	珀莱雅	2

备注：加粗单元格为当年外资及内资品牌第一；国货品牌、美国品牌、欧洲品牌、日韩品牌各自采用不同色块表示。

美容护理：市场规模仍将稳健增长，关注护肤、彩妆等细分领域

- 中国为世界第二大化妆品市场，根据自然堂招股书，以2024年的全球化妆品行业零售额计的市场份额约11.4%。以零售额计，国内化妆品市场规模从2019年的7794亿元增至2024年的9346亿元，CAGR达3.7%，预计2029年增至1.29万亿元，2024-29年CAGR为6.6%。
- 以零售额计，国货化妆品市场规模自2019年的3502亿元增至2024年的4664亿元，CAGR为5.9%，表现优于国际化妆品；预计2029年将增至6813亿元，CAGR为7.9%，市场份额52.9%。
- 国内化妆品行业可分为护肤、个人护理、彩妆及其他。护肤为中国化妆品市场中最大的分部，以2024年零售额计，市场份额占化妆品行业的40.9%。以零售额计，国内护肤市场规模自2019年的3035亿元增至2024年的3826亿元，CAGR为4.7%，2029年将达5364亿元，CAGR为7%；彩妆、个护同样将保持较快增长。

图44：中国化妆品市场规模预计2029年将增至1.29万亿元

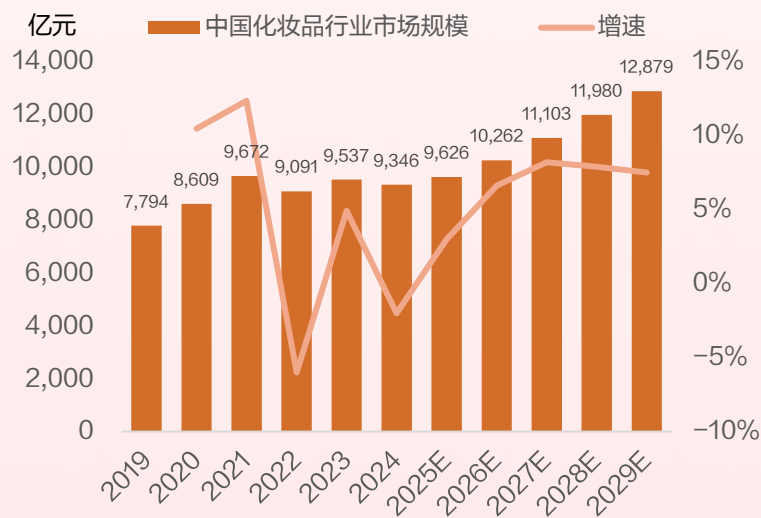


图45：国货化妆品占比稳步提升

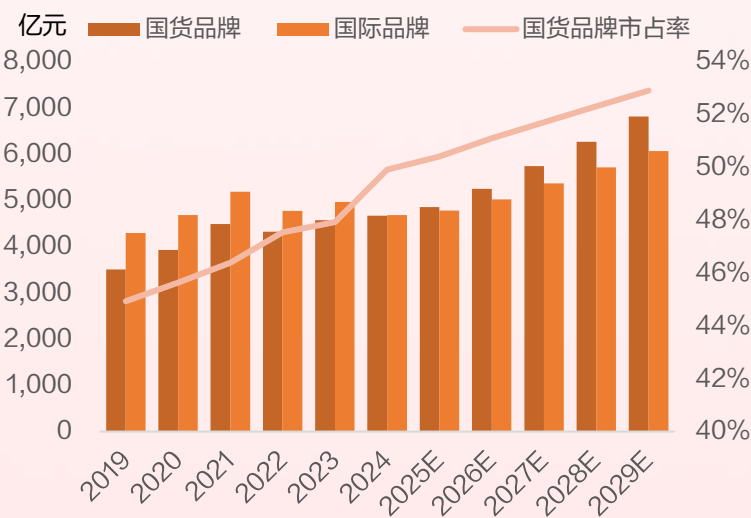
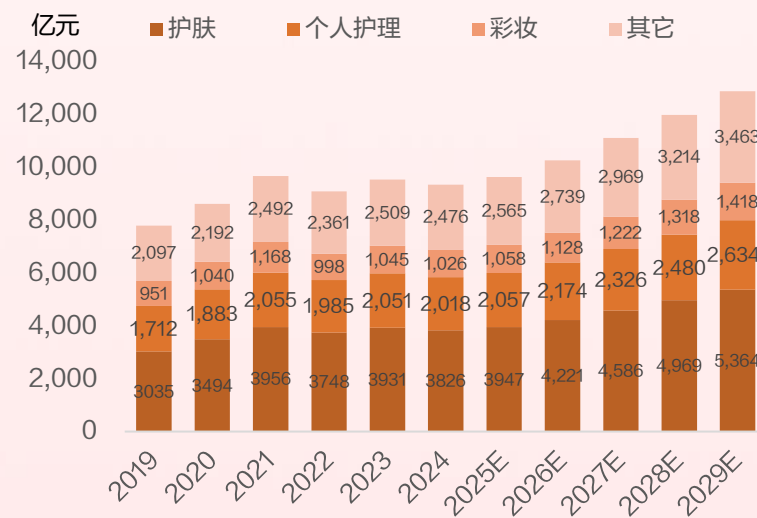


图46：护肤品是国内化妆品市场的最大分部



数据来源：自然堂招股书，东方证券研究所

美容护理：新变1——植物提取、生物发酵打造化妆品“芯片”

- 原料堪称化妆品“芯片”，是化妆品实现功效和竞争力的保障，其中活性原料中的植物提取类及生物发酵类产品的市场规模增速望进一步提升。
- 中国特色植物资源在化妆品中的应用日益广泛，是一部横跨两千多年的“活态本草史”。战国《黄帝内经》记载的13个植物药方揭开东方草本入妆的序幕；明代《本草纲目》收录1895种药用植物构建起早期“植物功效数据库”。目前国内外多个化妆品品牌积极探索植物活性成分的应用，并成功打造一系列知名化妆品。

表10：植物的活性成分正逐渐被应用于化妆品中

植物	基本情况/植物成分	主要功效	化妆品品牌
海茴香	别名海马齿或圣彼得草，一种一年或二年生草本植物，高达60cm，生长在大西洋、地中海以及欧洲和小亚细亚的黑海沿岸的岩石和峭壁上，生活环境较为严苛。	淡化斑点、抗氧化、修复	赫莲娜、海蓝之谜、菲洛嘉
光果甘草	豆科甘草属，多年生草本植物，别称洋甘草或欧亚甘草，广泛分布于欧洲、西亚及中亚地区，其根及根茎富含甘草酸、黄酮类化合物等活性成分。根茎提取出的光甘草定具有强效美白作用，被称为“美白黄金”。	抗氧化、抗炎、美白、保湿	谷雨、雅诗兰黛、倩碧、伊丽莎白雅顿、兰蔻、迪奥、香奈儿
红山茶花	山茶科山茶属常绿灌木或小乔木，含有丰富的多酚类、黄酮类、单宁酸、维C等营养成分；且山茶花油成分占比与人体皮脂膜成分相近，因而对皮肤能产生强修复力。	抗氧化、抗炎、收敛毛孔	林清轩、香奈儿
积雪草	又名雷公根、老虎草，是伞形科积雪草属多年生草本植物、生性强健。《神农本草经》有记载积雪草对于清热解毒、利湿消肿等方面的药用功效。积雪草含有羟基积雪草苷、积雪草苷、羟基积雪草酸等成分。	修复维稳、抗炎、抗氧化、保湿	希思黎、欧莱雅、迪奥、科颜氏、理肤泉、倩碧、雪花秀、玉泽、润本、自然堂
马齿苋	又名马生菜、马齿菜，一种一年生草本植物，性喜高湿、耐寒、耐涝，具向阳性，生存力强，含有大量的黄酮、多糖、生物碱类物质。	抗敏舒缓、抗氧化、保湿	薇诺娜、百雀羚、孔凤春
金缕梅	又名维吉尼亚金缕梅，属金缕梅科金缕梅属，一种落叶灌木，一般生长在比较潮湿的地区，原产于北美洲东部，含有花青素、单宁酸、类黄酮素、儿茶素等。	控油、收敛毛孔、抗炎、抗氧化	相宜本草、Thayers
金盏花	又名金盏菊，菊科金盏菊属，一年生或多年生草本植物，原产于欧洲西部、地中海沿岸、北非和西亚，适应性强，含有类黄酮、皂苷、胡萝卜素等活性成分。	抗菌消炎、控油、舒缓、抗氧化	茱莉蔻、科颜氏、HFP、The Face Shop
灵芝	灵芝科，属真菌，大多为一年生，被誉为“长生仙草”，含有灵芝多糖、灵芝多肽、灵芝三萜类化合物。	抗衰老、抗氧化、保湿、抗炎	悦木之源、佰草集、植物医生、羽西
松露	数种可使用子囊菌门物种的合称，目前已知的10余种不同的松露品种中以黑松露与白松露最为珍贵，含多糖、多酚和氨基酸。	抗衰老、抗氧化、美白、控油	欧莱雅、雅诗兰黛、娇兰、Fresh、自然堂、植物医生
青刺果	又名扁桃木，抢位科扁桃木属，多年生落叶灌木，主要生长在中国云南、贵州等海拔较高的地区，迎旱而果，生命力非凡，含有不饱和脂肪酸、维生素E等，其脂肪酸含量及比例与人体表皮脂质成分及含量接近。	修护、保湿、抗氧化	薇诺娜、己出(自然堂)、植物医生

图47：中国化妆品原料市场规模稳健增长

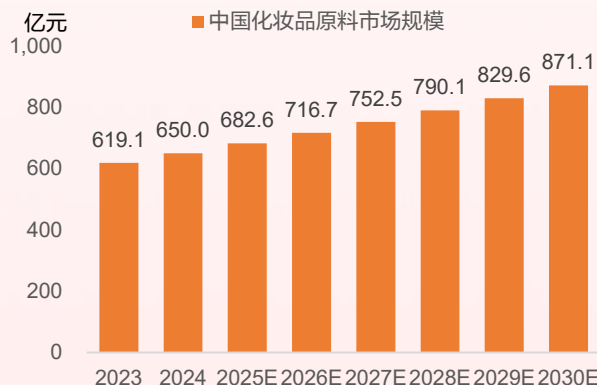


图48：中国化妆品活性及植物原料市场规模稳健增长

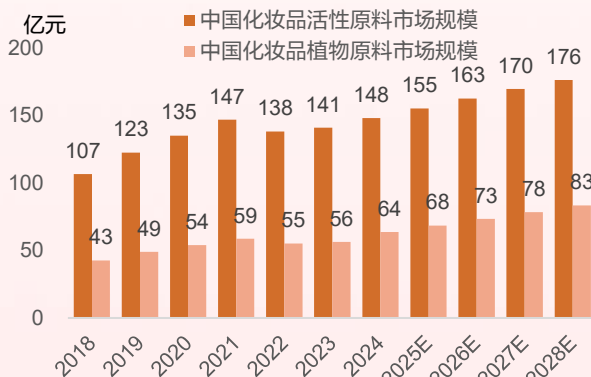


表11：植物提取、微生物发酵是化妆品活性原料的重要构成

原料实现路径	化学合成	植物提取	微生物发酵	合成生物
原材料	石化原料为主	天然植物	菌株	葡萄糖生物质原料等
原材料可获得性	易获得，不可再生	可再生，受地理、时间、位置等因素限制	易获得，可再生	易获得，可再生
产量	高	低	高	高
纯度	低	低	高	高
制备成本	高	高	较高	低
发展阶段	成熟阶段	较成熟阶段	较成熟阶段	起步阶段

数据来源：化妆品观察、林清轩招股书、珈凯生物招股书，东方证券研究所

美容护理：新变2——胶原蛋白赛道再下两张械三

12月NMPA批复两张胶原蛋白证，胶原蛋白赛道竞争进一步加剧。

- 其一崇山生物：型号规格为0.25ml/支、0.5ml/支、0.75ml/支、1.0ml/支；组成：由均匀分散于磷酸盐缓冲液中的胶原蛋白、预灌封注射器和一次性使用无菌注射针组成，货架有效期24个月；成分：以牛跟腱为原材料提取制成的I型胶原蛋白，浓度45mg/ml。
- 其二为艾佰瑞：型号规格为PCNF-010、PCNF-005；组成：由预灌封注射器与含35mg/ml I型胶原蛋白的磷酸盐悬浮液组成，货架有效期18个月；成分：浓度35mg/ml，胶原成分源自猪皮提取纯。

表12：国内胶原蛋白械三证已超10家

类型	商品名	注册证编号	注册人名称	产品名称	规格型号	上市时间
猪胶原	肤莱美®	国械注许20193130003	双美生物科技股份有限公司	含利多卡因胶原蛋白植入剂	型号：P03011 规格:0.5mL/支；1支/盒； 型号：P03021 规格：1.0mL/支，1支/盒	2019年
	肤柔美®	国械注许20193130064	双美生物科技股份有限公司	胶原蛋白植入剂	P01021 0.5mL/支 P01031 1.0mL/支	2009年
	肤丽美®	国械注许20173130007	双美生物科技股份有限公司	胶原蛋白植入剂	P02021 0.5mL/支 P02031 1.0mL/支	2012年
	/	国械注准20253132517	北京艾佰瑞生物技术有限公司	胶原蛋白植入剂	PCNF-010、PCNF-005	2025年
牛胶原	弗缦	国械注准20163131609	斐缦(长春)医药生物科技有限责任公司	医用胶原充填剂	1ml; 0.5ml	2012年
	爱贝芙®	国械注进20163132859	荷兰汉福生物科技公司HafodBioscienceB.V.	整形用胶原和PMMA皮下植入物系统ArteCo11	0.5mL, 0.1mL	2002年
	bellafill®贝丽菲尔	国械注进20243130041	圣诺华医疗股份有限公司SunevaMedical,Inc.	整形用胶原和PMMA皮下植入物系统Bellafill1	/	2024年
	珂蕾佳	国械注准20253131017	浙江珂瑞康生物医疗科技有限公司	注射用面部胶原蛋白植入剂	/	2025年
	珂芮绮	国械注准20253131612	浙江珂瑞康生物医疗科技有限公司	注射用胶原溶液	型号：ZC40 规格为1.0 mL/支，1.5mL/支，2.0mL/支，2.5mL/支	2025年
/	国械注准20253132516	浙江崇山生物制品有限公司	医用胶原蛋白植入剂	0.25mL/支、0.5mL/支、0.75mL/支、1.0mL/支	2025年	
重组人源胶原蛋白	薇旖美®	国械注准20213130488	锦波生物	重组Ⅲ型人源化胶原蛋白冻干纤维	2mg/瓶；4mg/支、6mg/瓶；8mg/瓶、10mg/瓶； 12mg/瓶、16mg/瓶；20mg/瓶、24mg/瓶	2021年
	修丽可铂研	国械注准20233131245	锦波生物	注射用重组Ⅲ型人源化胶原蛋白溶液	型号：2mg/ml 规格：0.5mL/支、1.0mL/支、1.5mL/支、2.0mL/支、2.5mL/支、3.0mL/支、3.5mL/支、4.0mL/支、4.5mL/支、5mL/支、6.0mL/支	2023年
	重源®新生HiveCoL	国械注准20253130751	锦波生物	注射用重组Ⅲ型人源化胶原蛋白凝胶	型号：16.00mg/ml 规格：0.5mL/支、1.0mL/支、1.5mL/支、2.0mL/支	2025年
	/	国械注准20253132049	巨子生物	重组I型α1亚型胶原蛋白冻干纤维	型号：D1型；规格：10mg/瓶、12mg/瓶、16mg/瓶、18mg/瓶、20mg/瓶、22mg/瓶、24mg/瓶	2025年

数据来源：医美圈，东方证券研究所

美容护理：新变3——PDRN应用有望提速

PDRN在医美及护肤品领域的应用正加快推进。

- PDRN即多聚脱氧核糖核苷酸，是从三文鱼生殖细胞或红藻、人参、金鳟等提取的DNA片段，与人类DNA相似度高达98%，具备促进细胞再生、胶原合成、伤口愈合等作用，且具备良好的生物相容性、降低过敏或排异风险。
- **医美领域**：参照童颜针的审批路径，PDRN的批复预计呈现“从零到一、从一到多”的渐进式节奏，即首批企业突破后多家跟进、产品日趋丰富的过程。
- **护肤品领域**：目前壁垒在于大分子透皮吸收难度大、品牌营销与市场教育成本高，但欧莱雅、莱珀妮等海外品牌已有产品相继落地。

表14：国内多家企业完成PDRN主文档备案

企业名称	主文档登记事项名称	主文档登记号	登记时间
恒昱生物制药（山东）有限公司	多聚脱氧核糖核苷酸（PDRN）原料主文档	M2025280-000	2025/8/21
瑞吉明（山东）生物科技有限公司	多聚脱氧核糖核苷酸（PDRN）原料主文档	M2025274-000	2025/7/31
上海辉文生物技术股份有限公司	多聚脱氧核糖核苷酸（PDRN-C）原料主文档	M2025173-000	2025/5/29
佰鸿合成生物科技（烟台）有限公司	医疗器械用原料多聚脱氧核糖核苷酸 PDRN 主文档	M2025140-000	2025/5/7
东弘耀兴（广州）国际再生医学科技有限公司	多聚脱氧核糖核苷酸主文档	M2025119-000	2025/4/16
湖北益航医疗集团有限公司	多聚脱氧核糖核苷酸（PDRN）主文档	M2025092-000	2025/4/16
南京乐韬生物科技有限公司	多聚脱氧核糖核苷酸	M2024307-000	2024/10/16
烟台德胜海洋生物科技有限公司	多聚脱氧核糖核苷酸主文档	M2024300-000	2024/10/16
华熙生物科技股份有限公司	多聚脱氧核糖核苷酸原材料主文档	M2024284-000	2024/8/22
海雅透凝有限公司	多聚脱氧核糖核苷酸原材料主文档	M2024199-000	2024/6/19
瑞吉明（山东）生物科技有限公司	多聚脱氧核糖核苷酸（PDRN）原料主文档	M2024089-000	2024/3/15
润辉生物技术（威海）有限公司	多聚脱氧核糖核苷酸	M2023092-000	2023/8/14

数据来源：钛媒体、36氪、界面新闻，东方证券研究所

表13：国内多家企业积极探索PDRN在护肤品中的应用

技术路径	原理	代表性品牌与对应技术	产品示例
物理/剂型促渗	通过微球化、纳米化或特殊剂型改变PDRN的物理形态或分散状态，利用皮肤间隙促进渗透。	<ul style="list-style-type: none"> • 佰鸿（绽媪娅）：微球化技术将PDRN大分子装载在直径极小的微球中，微球更容易通过皮肤细胞的间隙或毛囊开口等途径穿透角质层，精准释放。 • 佰鸿（FULCY）：两种微球化处理的PDRN协同作用。球PDRN作为高效递送系统；益生菌球PDRN进行微生态调节与抗炎修复。 • LG生活健康（CNP）：MOASIS球形转化技术提升渗透率。 • 联合利华（AHC）：专利“微分子切割技术”将PDRN分子量控制在500-2000Da。 • 丸美股份（丸美）：双重超导促渗技术，缩小面膜粒径。 • 黎姿生物（UNISKIN 优时颜）：运用PDRN-850K，精准控制分子量。 • 百雀羚（百雀羚）：复活草球PDRN与益生菌球PDRN双原料组合。 • 环亚集团（幽雅）：添加了球PDRN、三重神经肽、重组人源胶原蛋白、植物外泌体、沙漠蔷薇细胞等成分，并运用鲜活生物冻干工艺技术。 	
载体包裹递送	利用脂质体、囊泡、复合载体等系统包裹PDRN，模拟细胞膜结构，以融合方式促渗并保护活性。	<ul style="list-style-type: none"> • 拜耳斯道夫（莱珀妮）：复合脂质载体系统以卵磷脂、胆固醇构建纳米脂质粒，包裹PDRN形成稳定递送结构。 • 爱茉莉太平洋（AP）：EXOYNE 胶原微球，通过乳酸杆菌发酵工艺提升透皮吸收。 	
原料创新	通过乳酸菌等发酵工艺生产PDRN，并宣称发酵过程产生的副产物（如囊泡）也能助渗。	<ul style="list-style-type: none"> • 欧莱雅（巴黎欧莱雅）：采用清酒乳杆菌里面提取出PDRN，PDRN大小是毛孔的2500分之，搭配无针深透纳米级技术。 • 爱茉莉太平洋（悦诗风吟）：推出小球藻来源的BluePDRN，分子量仅12-18kDa。 	
复配协同打开通道	通过复配其他促渗成分（如特定玻尿酸、促渗剂）或协同成分，共同打开吸收通道。	<ul style="list-style-type: none"> • 上海家化（双妹）：将PDRN与紫苜蓿精粹、黑白松露等成分复配，强化抗衰修护功效。 • 华熙生物（润百颜）：利用特定分子量玻尿酸与硅烷醇甘露糖协同，为胶原蛋白打开透皮通道。 • 欧莱雅（兰蔻）：采用独家专利“Absolute PDRN”，将PDRN与“永生修护极萃分子”等成分协同。 	
其他技术路径		<ul style="list-style-type: none"> • 水羊集团（佩尔赫乔）：专利酶切提纯（高活性）专研HP-DNA。 • 禧官集团（LITOTOLOGY 维光）：与瑞吉明联合研发，居家院线水光效果。 • 珀莱雅（PROYAMED）：添加和应用“双重PDRN”。 	

美容护理：新变4——线上线下渠道多元化融合

我们看好线上及线下多渠道融合的发展趋势。

- 化妆品品牌积极探索OTC渠道：1)寻求线下新增量：在线上流量成本高企的背景下，全国约70万家药店构成了庞大的线下网络，被视为确定的增长极；2)契合渠道专业属性：药店场景与“功效护肤”、“皮肤健康”的理念天然契合，能为具备医研背景的品牌提供专业信任背书。目前薇诺娜、可复美等品牌在OTC已有较广泛的布局。
- 植物医生、林清轩等积极布局线下门店：1)截至2024年末，植物医生线下连锁门店共4328家，其中授权专卖店3830家、直营门店498家；2022-23年蝉联CCFA发布的“生活服务业连锁企业TOP100”名单美容美体行业第二名，2024年为第三名；2)2022-24年，林清轩线下门店自366家增至506家，CAGR为17.6%，在国货高端护肤品牌中增加净额最大；其中直营店自318家增至342家、合作伙伴店自48家增至164家。

表15：较多化妆品品牌正积极布局线下OTC等渠道

品牌名称	OTC渠道布局现状
薇诺娜	贝泰妮的OTC（非处方药房）渠道已从单纯的销售通路升级为“专业信任+全域覆盖”的战略支点。2024年贝泰妮集团财报披露，贝泰妮的OTC分销渠道累计覆盖全国药房门店超12.9万家，新开品牌直营店达179家，年销售额破10亿，稳居OTC功效护肤品牌TOP1。
珀莱雅	2025年通过招聘OTC渠道核心岗位、推出首款械字号产品“医用重组胶原蛋白敷贴”、与九州大药房等头部连锁药房深度合作，正式进军OTC渠道。
可复美	2025年半年报披露，巨子生物覆盖了约1700家公立医院、3000家私立医院和诊所，药房门店超13万家。
百雀羚	在2025年西普会上宣布进军医美及OTC，启动“未来药店共生联盟”计划，目标赋能近70万家药房转型，旗下“御雀羚”品牌主打医美术后特护，覆盖药店场景。
绽妍	入驻约2万家药房门店，在2025年上半年OTC终端销售已经突破7000万元，同比增长60%。
福瑞达	已进入超1.3万家药店，并计划于2025年覆盖10个千万级药店连锁，针对药店发展瓶颈打造5个核心场景，并配合推出100个“妆药食”SKU。
达尔肤	合作药店超过1万家，以“痤疮功效护肤”为核心赛道。
创福康	目前创福康已进入3000多家医院和连锁药房。
上海家化	旗下六神品牌已覆盖超1万家医药零售
自然堂	自然堂以多品牌矩阵入驻一心堂等连锁

数据来源：各公司官网、植物医生招股书，东方证券研究所

图49：林清轩近年加快拓展线下渠道

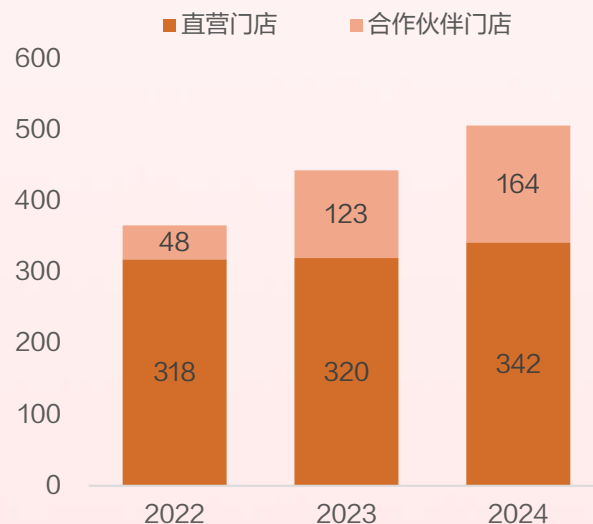
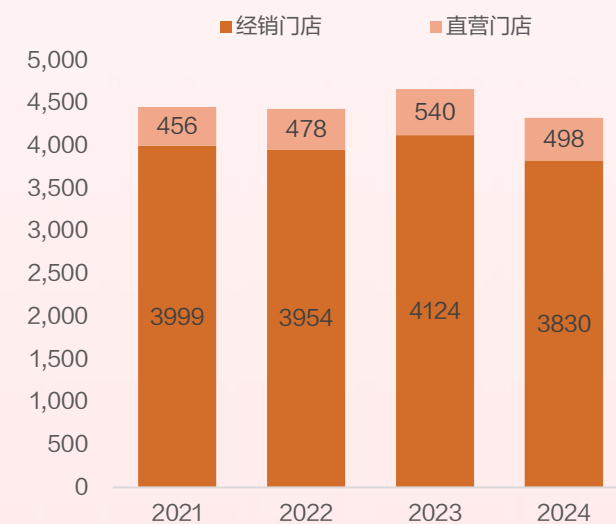


图50：植物医生线下门店超4000家



美容护理：A股美护板块Q3营收稳健、毛销差略降、研发投入加强

A股美护板块营收增速与归母净利增速的剪刀差进一步改善，头部公司善于把握渠道红利及产品创新。

- 营收及净利角度：**A股美护板块2025Q3营收增速4.02%、归母净利增速8.64%，营收增速略低于近四年单季度营收增速的均值，归母净利增速延续改善趋势且与营收增速的剪刀差“由负转正”。
- 盈利能力角度：**毛利率保持稳健提升趋势，但由于销售费用率同样提升，毛销差自高点的26-27%逐步降低至25%以下；净利率在经历2025Q1-2的回升后，Q3再度降低，反映板块整体盈利能力仍有待改善。
- 研发投入角度：**2021年至今研发费用率保持提升趋势，自2.6-2.7%逐步提至4%以上；但我们认为研发创新需与营销结合方能相得益彰。

图51：A股美护板块Q3净利增速回升

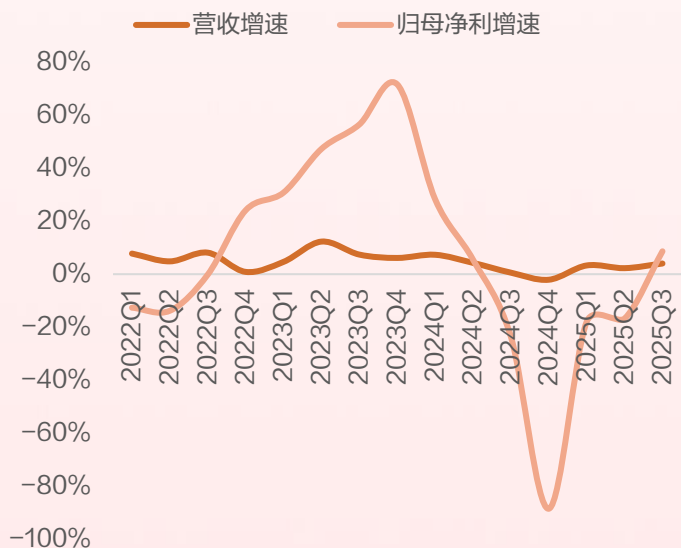


图52：A股美护板块Q3毛销差略降低

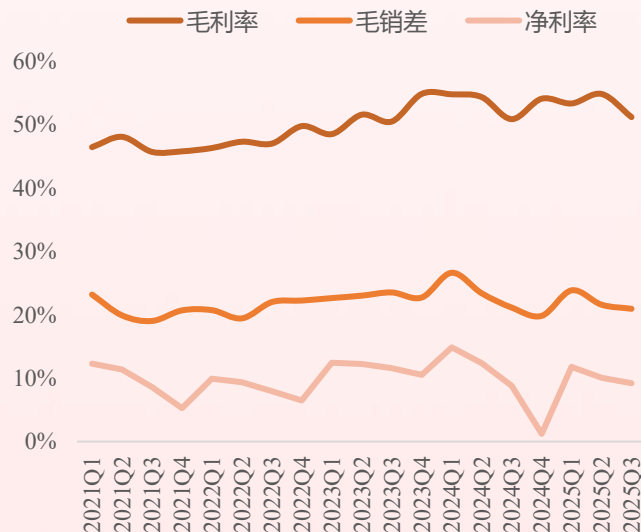
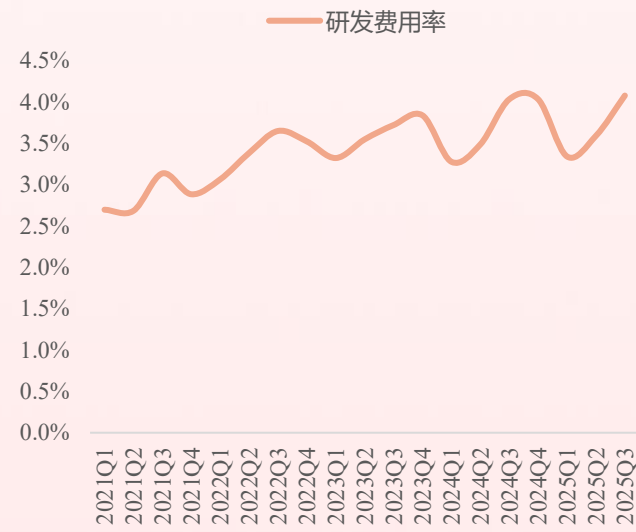


图53：A股美护板块研发费用率保持提升



数据来源：wind，东方证券研究所

备注：不包括季度数据不全的公司以及业务有调整的部分其它公司：登康口腔、敷尔佳、润本股份、芭薇股份、ST美谷、福瑞达、稳健医疗

美容护理：营收、净利、盈利能力分化

A股美护板块营收及归母净利增速、盈利能力进一步分化，部分公司Q3有所改善。

- **营收及净利角度：**A股美护板块2025Q3嘉亨家化、上海家化、倍加洁营收增速居前，倍加洁、上海家化、青松股份净利增速居前。
- **盈利能力角度：**A股美护板块中，医美公司毛利率、扣非净利率高于化妆品公司，但部分公司2025年以来净利率较此前高点有所回落，我们认为因市场竞争加剧及业务结构调整；化妆品公司中润本股份、登康口腔净利率呈提升趋势。

表16：A股美护板块营收净利增速分化

		单季度营收增速 (%)																
证券代码	证券简称	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3		
300955.SZ	嘉亨家化	0.6	-21.3	-4.6	-12.4	-14.8	10.7	-6.4	-0.5	-5.4	-4.8	-5.2	-19.2	7.5	35.0	28.7		
600315.SH	上海家化	0.1	-23.8	1.2	-3.5	-6.5	3.3	-10.8	-14.0	-3.8	-14.2	-20.9	-20.2	-10.6	25.4	28.3		
603059.SH	倍加洁	-23.8	-6.3	66.5	-5.8	4.8	-0.3	0.1	2.3	28.3	28.9	13.7	18.5	13.3	17.7	24.7		
300740.SZ	水羊股份	28.0	-11.2	-4.4	-18.7	0.1	7.6	-4.7	-19.1	-1.4	1.4	-30.9	6.9	5.2	12.2	20.9		
603193.SH	润本股份							0.9	19.7	10.0	35.0	20.1	34.0	44.0	13.5	16.7		
300132.SZ	青松股份	-19.7	-30.9	-3.7	-24.6	-42.2	-27.7	-28.8	-31.8	-4.3	-9.3	2.2	4.7	10.2	8.4	16.6		
603983.SH	丸美生物	-5.3	-7.5	23.7	-9.4	24.6	34.1	46.1	17.2	38.7	18.6	25.8	47.6	28.0	32.9	14.3		
920982.BJ	锦波生物	29.0	71.5	114.5	61.8	98.3	110.1	106.4	89.7	76.1	100.4	92.1	72.6	62.5	30.4	13.4		
001328.SZ	登康口腔							10.7	7.7	-5.8	8.2	5.2	5.7	1.6	39.1	19.4	20.1	10.5
300957.SZ	贝泰妮	59.3	37.3	20.7	10.9	6.8	21.2	25.8	-1.3	27.1	13.5	14.0	-17.8	-13.5	-16.7	-9.9		
603630.SH	拉芳家化	-18.1	-24.6	-12.4	-21.8	-3.3	-9.4	7.0	-7.0	15.6	14.7	-1.3	-10.0	-6.3	-2.1	-10.1		
603605.SH	珀莱雅	38.5	35.5	22.1	49.5	29.3	46.2	21.4	50.9	34.6	40.6	21.2	4.3	8.1	6.5	-11.6		
300856.SZ	科思股份	59.6	63.0	82.5	48.7	42.3	47.9	36.3	21.3	21.1	15.0	-22.5	-33.1	-44.3	-53.2	-12.8		
688363.SH	华熙生物	61.6	44.9	28.8	5.3	4.0	5.3	-17.3	-9.0	4.2	-18.1	-7.1	-19.3	-20.8	-18.4	-15.2		
301371.SZ	敷尔佳	2.0			-3.7	5.4	7.1	-5.5	30.8	9.7	7.1	11.9	-7.3	-26.4	5.9	-17.6		
300896.SZ	爱美客	66.1	21.4	55.2	5.8	46.3	82.6	17.6	55.6	28.2	2.3	1.1	-7.0	-17.9	-25.1	-21.3		
		单季度归母净利增速 (%)																
证券代码	证券简称	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3		
603059.SH	倍加洁	-100.2	-7.0	658.4	57.9	19080.5	57.5	-7.8	-38.4	164.5	-51.7	-61.8	-456.3	-34.5	119.1	289.7		
600315.SH	上海家化	17.8	-135.8	15.5	-30.6	15.6	269.2	-40.1	-33.3	11.2	-125.8	-180.9	-1040.2	-15.3	367.1	285.4		
300132.SZ	青松股份	-167.2	-208.7	-704.4	91.7	21.7	86.0	99.6	94.6	87.5	194.2	1250.4	595.4	131.8	98.4	232.5		
300740.SZ	水羊股份	36.1	-29.4	-93.5	-93.5	25.4	119.1	4.0	1804.4	-23.3	-27.2	-130.4	-86.3	4.7	23.8	210.0		
300957.SZ	贝泰妮	85.7	33.6	35.5	5.2	8.4	17.1	5.7	-66.7	11.7	5.2	-153.4	-50.3	-84.0	-28.9	136.5		
688363.SH	华熙生物	31.1	31.4	4.9	29.3	0.4	-18.0	-56.0	-73.4	21.4	-56.1	-77.4	-340.2	-58.1	20.9	55.6		
603983.SH	丸美生物	-34.6	-42.0	106.2	-48.9	20.2	0.8	1366.8	58.0	40.6	26.7	44.3	20.1	22.1	-40.3	11.6		
001328.SZ	登康口腔							13.5	13.4	-12.6	16.8	15.6	4.2	9.2	28.6	15.6	19.7	11.4
603193.SH	润本股份							15.7	58.5	67.9	47.0	32.0	-13.3	24.6	-0.8	-2.9		
920982.BJ	锦波生物	-6.7	72.5	500.4	78.0	180.9	175.6	168.7	176.1	135.7	213.4	154.0	97.5	66.3	7.4	-16.2		
603605.SH	珀莱雅	44.2	19.2	43.5	52.1	31.3	110.4	24.2	39.1	45.6	36.8	20.7	23.4	28.9	2.4	-23.6		
300896.SZ	爱美客	64.0	22.0	41.6	9.0	51.2	76.5	13.3	59.0	27.4	8.0	2.1	-15.5	-15.9	-41.7	-34.6		
301371.SZ	敷尔佳	-6.6			-10.1	-1.4	-0.8	-37.3	7.3	-4.8	-2.8	-5.2	-30.8	-39.8	-26.7	-45.0		
603630.SH	拉芳家化	-115.3	34.0	72.4	-143.1	1523.1	-62.6	30.1	-258.0	-23.2	-48.7	-18.9	-27.3	-53.3	-172.4	-64.5		
300955.SZ	嘉亨家化	-19.5	-40.3	-20.2	-34.7	-67.5	-16.4	-42.5	-34.6	-153.5	-130.8	-38.8	-285.5	-584.2	-381.4	-65.6		
300856.SZ	科思股份	21.0	130.6	324.8	534.6	176.1	114.2	73.1	47.3	37.2	6.0	-50.1	-75.5	-78.2	-91.4	-86.4		

数据来源：wind，东方证券研究所

表17：A股医美公司净利率更高但有所回落

		单季度毛利率 (%)																	
证券代码	证券简称	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3			
300896.SZ	爱美客	94.5	94.3	94.9	95.6	95.3	95.5	95.1	94.5	94.5	95.3	94.6	94.0	93.9	93.0	93.2			
920982.BJ	锦波生物	84.8	82.4	85.9	87.4	89.9	88.6	91.3	90.5	91.9	91.4	93.6	91.3	90.1	91.1	91.0			
301371.SZ	敷尔佳	83.4	83.2	82.0	83.9	82.6	82.9	81.6	81.9	81.4	81.4	82.1	82.0	83.0	80.6	80.4			
603983.SH	丸美生物	66.7	71.4	64.9	69.2	68.7	71.3	72.4	70.4	74.6	74.7	74.5	71.9	76.1	73.3	75.7			
603605.SH	珀莱雅	67.6	68.6	72.0	70.1	70.0	70.9	72.7	68.1	70.1	69.6	70.7	73.8	72.8	73.8	74.7			
300957.SZ	贝泰妮	77.8	76.3	76.5	73.1	76.1	75.0	78.7	69.8	72.1	72.9	76.4	73.8	77.5	75.0	70.7			
688363.SH	华熙生物	77.1	77.7	76.8	76.5	73.8	73.8	71.1	73.9	75.7	73.4	72.4	74.4	72.2	69.9	69.9			
300740.SZ	水羊股份	54.3	55.7	55.6	48.1	53.7	59.6	60.3	59.7	61.3	61.6	68.0	62.8	63.8	65.3	69.8			
600315.SH	上海家化	62.7	56.3	54.3	53.8	61.2	59.1	57.7	57.1	63.3	58.3	54.5	50.8	63.4	63.3	61.5			
603193.SH	润本股份							55.0	54.7	52.8	56.5	57.5	57.3	55.7	59.5	57.6	57.7	58.1	59.0
603630.SH	拉芳家化	49.2	46.7	41.5	50.9	42.2	47.6	49.8	50.5	45.6	49.9	46.9	49.3	46.9	49.3	47.9	50.7	47.0	
001328.SZ	登康口腔	40.7	42.9	40.8	37.9	41.3	44.4	46.9	43.9	48.4	45.4	53.9	49.6	55.5	49.6	45.9			
603059.SH	倍加洁	23.4	22.7	21.5	27.8	21.6	23.6	24.1	23.1	25.4	25.2	23.7	21.8	25.7	27.2	25.8			
300856.SZ	科思股份	26.3	34.0	39.2	45.0	49.0	49.7	50.1	46.6	47.8	47.9	37.4	40.4	34.0	29.6	25.3			
300132.SZ	青松股份	5.3	4.7	4.9	7.7	2.5	11.5	12.5	19.3	13.8	16.1	18.9	19.6	14.4	20.0	21.8			
300955.SZ	嘉亨家化	22.3	23.4	23.6	26.2	23.0	24.1	24.3	25.3	19.2	20.2	22.6	16.5	14.1	15.6	18.9			
		单季度净利率 (%)																	
证券代码	证券简称	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3			
300896.SZ	爱美客	61.6	67.2	65.3	51.6	61.4	65.9	65.0	62.3	65.4	66.0	61.5	52.5	60.5	50.4	45.0			
920982.BJ	锦波生物	21.5	25.0	30.1	26.0	31.5	33.5	39.9	38.8	43.4	54.5	53.7	44.3	45.6	44.7	39.5			
603193.SH	润本股份							24.0	19.8	18.9	24.9	27.4	11.9	16.1	21.1	21.7			
301371.SZ	敷尔佳	44.6	41.9			40.1	38.9	38.7	34.1	34.6	34.3	31.5	20.8	17.5	20.2	20.1			
603605.SH	珀莱雅	11.7	9.8	14.7	12.9	12.2	14.0	15.2	12.3	13.4	13.7	14.9	14.4	16.1	13.0	13.1			
001328.SZ	登康口腔					8.2	7.3	10.1	5.3	7.8	7.9	10.6	8.4	8.3	8.2	10.7			
300132.SZ	青松股份	-8.8	-13.9	-69.0	-12.4	-12.5	-2.8	-1.1	3.0	-1.9	2.9	4.5	4.5	0.3	4.8	8.0			
603059.SH	倍加洁	1.3	6.3	5.6	10.1	2.3	12.0	6.9	-6.6	6.3	4.0	2.2	-37.7	3.5	7.2	8.0			
603983.SH	丸美生物	15.0	10.0	-3.6	7.9	15.5	7.6	8.1	4.5	15.8	9.0	10.0	9.9	15.8	3.5	7.0			
300856.SZ	科思股份	12.8	21.4	24.7	25.7	26.7	31.0	31.2	30.2	28.6	28.4	17.3	12.3	11.1	3.5	2.1			
688363.SH	华熙生物	14.6	13.7	13.6	12.3	11.6	11.8	6.3	3.1	17.0	5.8	1.0	-14.7	7.6	7.8	1.3			
300740.SZ	水羊股份	3.2	3.4	3.2	-0.9	3.5	8.9	4.4	6.9	5.2	5.2	-1.5	0.9	3.8	5.6	1.1			
603630.SH	拉芳家化	-1.4	1.6	6.5	0.0	18.1	8.8	8.0	0.0	12.2	4.0	6.4	-4.9	5.6	-4.8	0.9			
600315.SH	上海家化	10.0	-0.7	10.2	9.8	11.5	2.1	2.4	1.1	15.4	-4.1	-10.0	-79.7	11.3	1.6	0.6			
300955.SZ	嘉亨家化	6.4	4.3	7.0	7.3	2.4	3.7	4.4	4.4	-1.4	-1.5	1.9	-11.2	-9.1	-4.3	0.6			
300957.SZ	贝泰妮	15.4	18.6	11.4	23.6	14.7	16.4	12.6	5.3	14.1	15.5	-6.4	-5.9	2.2	11.4	0.1			

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

CONTENTS

目录

01 线下零售：渠道优化提速，情感归属崛起

02 跨境电商：供给侧改善，产品力突围

03 美容护理：渠道拓展，成分创新

04 AI+：智能眼镜驶入快车道，电商买家侧值得期待

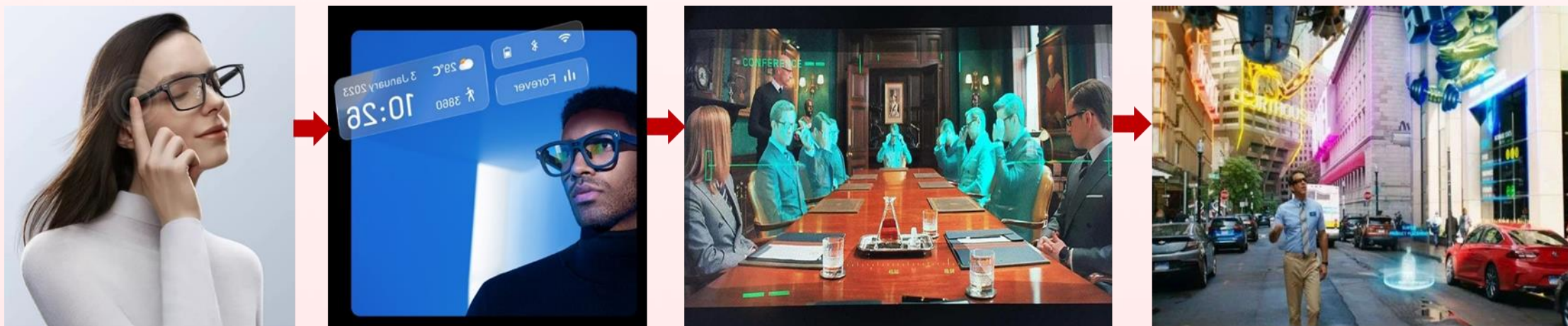
05 投资建议与风险提示

AI+：智能眼镜发展驶入快车道

Q2起智能眼镜品牌发布、发售节奏加快提速，我们认为2026年更多大厂品牌发布值得期待，智能眼镜将加速驶入快速增长期。

- 11月27日，阿里夸克AI眼镜正式发布，提供S1(带显示)、G1(不带显示)两个系列共六款单品，S1配有不同框型和颜色共三款单品、3799元起，G1有两种框型及太阳镜款，1899元起。
- 9月17日，Meta Connect大会发布三款AI智能眼镜：Ray-Ban Meta(Gen 2)、Oakley Meta Vanguard、Meta Ray-Ban Display(带显)，定价分别379/499/799美元起。
- 9月1日，Rokid Glasses全网正式发售，定价3299元起，主打49克超轻机身、AR显示、实时翻译、提词器与“看一下支付”等AI交互。
- 6月26日，小米发布三款AI眼镜，定价分别1999/2699(单色电致变色)/2999(彩色电致变色)元。
- 5月25日，李未可推出三款AI眼镜：City、City Air AI音频眼镜、View AI拍摄眼镜，定价分别799/999/1699元起。
- 5月27日，雷鸟创新推出AR眼镜X3 Pro、新一代口袋电视Air 3s、AI拍摄眼镜V3 Slim等新品，定价分别8999/1499/1799元起。

图54：智能眼镜发展路径从音频到摄像+显示



数据来源：淘宝、新浪科技、小米官网，东方证券研究所

AI+：智能眼镜发展驶入快车道

我们预计AI智能眼镜(含音频+拍摄+显示)2030年市场规模超1500亿元，2025-30年CAGR为52%。

- **AI音频眼镜**：我们认为音频眼镜占TWS耳机出货量的比重有望逐步提升，2025-30年市场规模有望从136亿元增至149亿元，CAGR为32.6%。
- **AI拍摄眼镜**：我们预计2025-27年作为AI拍摄眼镜的快速增长期，或将实现每年约翻倍的增长，2025-30年市场规模有望从132亿元增至1119亿元，CAGR为53.3%。
- **AI显示眼镜**：我们认为随雷鸟、Rokid、Meta、阿里等公司2025年相继发布显示眼镜，行业将迎来快速增长期，2025-30年市场规模有望从29亿元增至344亿元，CAGR为64.6%。

我们提出三条结论：

- 1)智能眼镜是标准化产品，消费者的近视散光度数“千人千面”，智能眼镜品牌需通过与眼镜企业合作定制方能触达终端消费者。
- 2)重量是影响消费者决策的重要因素之一，具备生产超薄镜片并掌握贴合技术的眼镜企业在产业链中具至关重要的定位。
- 3)智能眼镜的消费者教育更依赖线下渠道，具备渠道网络优势的眼镜零售店同样至关重要。

表18：我们预计智能眼镜(含音频+拍摄+显示)2030年市场规模超1500亿元

	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
AI音频眼镜：主要集成扬声器和麦克风，实现音频交互和通话，技术相对成熟、价格相对亲民，主流价格带为800-1500元(不含近视矫正、下同)，未来随技术升级、产品优化，预计价格有下降区间							
ASP(元)	1200	1167	1133	1100	1067	1033	1000
出货量(万副)	125	313	547	766	995	1244	1493
增速		150%	75%	40%	30%	25%	20%
市场规模(亿元)	15	36	62	84	106	129	149
增速		143%	70%	36%	26%	21%	16%
AI拍摄眼镜：用于第一视角拍摄和多模态交互，对算力、续航和散热要求更高，成本和价格随之提升，流产品价格1500-2500元，未来价格同样具有优化区间							
ASP(元)	2200	2133	2067	2000	1933	1867	1800
出货量(万副)	155	620	1364	2455	3683	4972	6215
增速		300%	120%	80%	50%	35%	25%
市场规模(亿元)	34	132	282	491	712	928	1119
增速		288%	113%	74%	45%	30%	21%
AI显示眼镜：技术最为复杂，需要在镜片上实现AR抬头显示功能，涉及昂贵的光学显示系统，截至目前产品价格趋势仍在探索阶段							
ASP(元)	5000	4750	4500	4250	4000	3750	3500
出货量(万副)	-	60	180	360	540	756	983
增速	-	-	200%	100%	50%	40%	30%
市场规模(亿元)		29	81	153	216	284	344
增速			184%	89%	41%	31%	21%
整体出货量(万副)	280	993	2091	3581	5218	6972	8690
增速		254%	111%	71%	46%	34%	25%
整体市场规模(亿元)	49	197	425	728	1034	1340	1612
增速		302%	115%	71%	42%	30%	20%

数据来源：Wellsenn XR、IDC，东方证券研究所

AI+：智能眼镜发展驶入快车道

眼镜板块2025年有所分化：康耐特光学延续高增长。

- 营收：博士眼镜前三季度营收增速18.1%最快，我们认为主要因同店保持稳定增长且门店持续扩张、智能眼镜销售形成较好引流效应；明月镜片增速7.37%有所放缓，或因离焦镜增速回落；康耐特光学仅有H1数据，增速11%略放缓，我们认为主要因中美关税影响。
- 净利：明月镜片、博士眼镜前三季度净利增速均为中高个位数，较H1增速基本保持稳定；康耐特光学仅有H1数据，增速30.7%最快，印证公司业务结构持续优化、品牌势能进一步提升。
- 展望未来，我们认为随更多智能眼镜品牌发布、发售，看好各家公司相关业务进一步提速、从而对营收净利形成新增量贡献。

表19：眼镜上市公司主要财务数据对比

	2019H1	2020H1	2021H1	2022H1	2023H1	2024H1	2025H1		2020H1	2021H1	2022H1	2023H1	2024H1	2025H1
营收（亿元）								营收增速						
康耐特光学				7.47	8.31	9.76	10.84	康耐特光学				11.3%	17.5%	11.0%
博士眼镜	3.08	2.60	4.22	4.57	5.99	6.01	6.86	博士眼镜	-15.6%	62.3%	8.4%	31.0%	0.3%	14.2%
明月镜片		2.47	2.72	2.86	3.66	3.85	3.99	明月镜片		10.1%	5.3%	27.8%	5.2%	3.7%
归母净利（亿元）								归母净利增速						
康耐特光学				1.18	1.59	2.09	2.73	康耐特光学				34.3%	31.6%	30.7%
博士眼镜	0.25	0.06	0.45	0.20	0.67	0.52	0.56	博士眼镜	-76.7%	669.1%	-55.2%	229.7%	-21.3%	7.0%
明月镜片		0.22	0.34	0.52	0.80	0.89	0.96	明月镜片		58.5%	53.1%	53.4%	11.0%	7.4%
毛利率（%）								毛利率升幅						
康耐特光学				33.45	37.26	39.16	40.98	康耐特光学			33.45	3.80	1.90	1.82
博士眼镜	69.44	65.02	63.05	60.55	60.83	58.09	54.65	博士眼镜	-4.42	-1.97	-2.50	0.28	-2.73	-3.44
明月镜片		53.78	56.36	53.45	56.68	59.40	57.87	明月镜片	53.78	2.58	-2.91	3.22	2.72	-1.52
净利率（%）								净利率升幅						
康耐特光学				15.69	18.94	21.15	25.17	康耐特光学			15.69	3.25	2.21	4.01
博士眼镜	7.82	2.08	10.63	4.27	11.50	8.66	8.51	博士眼镜	-5.73	8.55	-6.36	7.23	-2.84	-0.15
明月镜片		10.73	14.44	20.18	23.75	24.43	25.26	明月镜片	10.73	3.71	5.74	3.57	0.67	0.83

数据来源：wind，东方证券研究所

AI+：电商买家侧产品值得期待

美国黑五网—AI表现亮眼，AI未来将重新构建渠道流量分发机制。

- 据Apptopia，感恩节到黑五网一期间，由ChatGPT为零售商移动应用带来的推荐量同比增长28%；据Adobe，与人工智能相关的美国零售网站流量在黑五及网一分别增长805/670%；表明更多的消费者选择使用AI工具来搜索产品、比较报价，以及获取个性化推荐。亚马逊在ChatGPT推荐流量中的份额从2024年的40.5%升至54%，沃尔玛的份额从2.7%升至14.9%，合计占据近七成的流量。
- 目前AI推荐流量整体规模仍较低(2024-25年ChatGPT对电商应用的推荐会话量占其所有会话量的0.64/0.82%)，但转化率高、未来具备较好的商业价值(据Adobe，通过AI聊天机器人进入零售网站的用户完成购买的可能性比普通用户高出38%)。
- 我们认为：1)亚马逊跨境电商先行受益AI发展；2)目前已有的电商AI产品多为卖家侧，但未来买家侧的AI产品或成为开发重点。

图55：中国制造网卖家侧付费AI产品增长迅速

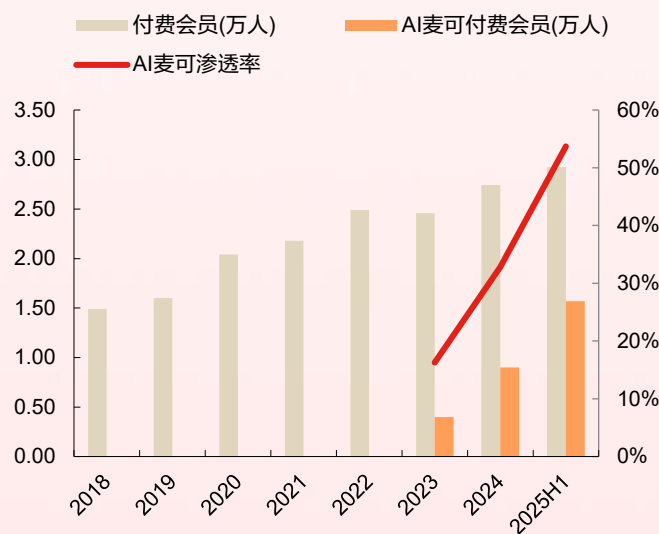


图56：Chinagoods推出AI产品后为净利高增赋能

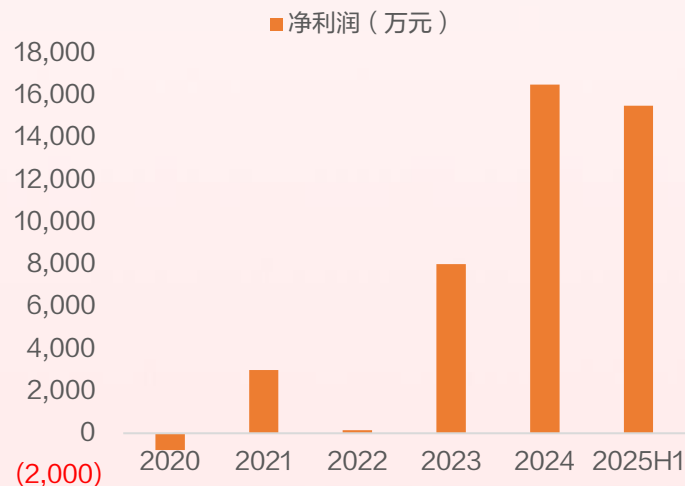


表20：阿里国际站、中国制造网、Chinagoods三大跨境B2B平台

	阿里国际站	中国制造网	Chinagoods
成立时间	1999年	1996年	2020年
GMV	约3000亿元	约3000亿元	约800亿元
营收	2011-23年自35亿元增至209亿元	2013-24年自4.7亿元增至13.6亿元	2024年约7.39亿元(贸易服务业务)
付费会员(卖家)数	2014-23年自14万家增至23万家	2025Q3年约2.92万家	约7.5万家
买家数	约4800万	约3800万	445万+
ARPU	2014-23年ARPU自3.5万元/年增至9.1万元/年	2023年ARPU约6万元/年	起步期不高，基础会员费3000元/年；综合ARPU或8000元
品类	综合品类	侧重机械、工业品	日用品为主
收费标准	出口通会员2.98万元/年，金品诚企8万元/年，行业领袖50万元/年；广告费：基础3万元/年；OKKI费用等	金牌会员：3.11万元/年；钻石会员：5.98万元/年；AI费用约0.98万元/年	基础服务费、深度服务费等模块；深度服务包括流量推广、履约、AI工具等

数据来源：Adobe、wind，东方证券研究所

CONTENTS

目录

01 线下零售：渠道优化提速，情感归属崛起

02 跨境电商：供给侧改善，产品力突围

03 美容护理：渠道拓展，成分创新

04 AI+：智能眼镜驶入快车道，电商买家侧值得期待

05 投资建议与风险提示

投资建议

- **十五五开局年来临，零售业是发力内需的重要着力点，渠道调改、情绪价值方兴未艾。** 1)中央经济工作会议定调十五五坚持内需主导，零售业重要性再获提升，叠加2026年超长春节形成拉动旺季消费，区域头部零售企业Q1有望迎来“开门红”。2)在经历2024-25年的初步探索后，零售企业加快调改步伐、经营效果已有体现，后续调改思路围绕薪酬机制、供应链、场景(即人、货、场)继续推进。3)折扣业态、情绪消费崛起，珠宝零售、母婴零售集中度延续提升。
- **出海景气度依旧高企，跨境电商供给侧改善、产品力突围。** 1)2025年外贸依旧“有底气、有朝气、有锐气”，跨境电商渗透率仍有翻倍提升空间，虽性价比/质价比逻辑依旧存在，但头部企业依托产品创新、品牌势能强化有望加速领跑。2)展望2026年，关税成本趋降背景下多数企业利润率有望修复；税收稽查推动行业合规发展，供给侧优化推动集中度提升。3)美国黑五揭示AI分发流量逻辑的兴起，跨境B2B企业深挖AI工具创新有望进一步增收。
- **美容护理品牌、渠道、科技多元化叙事正在强化。** 1)A股美护板块营收增速与归母净利增速的剪刀差进一步改善，毛利率虽延续提升趋势但毛销差小幅降低，行业发展正进入新阶段。2)植物提取、生物发酵等技术兴起，原料作为化妆品“芯片”成为各企业发力方向，2026年PDRN/ECM等更多成分有创新及应用值得期待。3)线上投流成本提升的背景下，全渠道融合或更为关键。
- **投资建议：**线下零售相关标的重庆百货(600729, 未评级)、名创优品(09896, 未评级)、东方甄选(1797, 未评级)、孩子王(301078, 未评级)；出海链相关标的小商品城(600415, 未评级)、焦点科技(002315, 未评级)、安克创新(300866, 未评级)、绿联科技(301606, 未评级)、苏美达(600710, 未评级)；美护相关标的上美股份(02145, 买入)、毛戈平(01318, 增持)、珀莱雅(603605, 买入)、若羽臣(003010, 未评级)、美丽田园医疗健康(02373, 未评级)；AI+相关标的康耐特光学(02276, 未评级)、爱施德(002416, 未评级)。

风险提示

- 行业竞争加剧：“零售轮”理论揭示了零售行业的周期规律，近10年线下零售业先后经历电商、社区团购、即时零售的崛起，竞争依旧激烈，线下零售企业面对电商及跨行业的竞争者入局，若不能做到渠道或产品端的变革，可能导致收入利润下降。
- 贸易摩擦重现：国际贸易环境变化、关税争端加剧等因素可能推高出海链企业的关税成本，若企业将成本转嫁给消费者则影响销售，若企业自行消化则直接挤压利润，从而可能导致企业盈利能力下降。
- 新品创新不及预期：出海链、美容护理等领域的企业需要做到产品推陈出新，但可能面对研发周期较长、投入较高的问题，且产品可能被快速模仿导致同质化；此外，若营销推广未能精准触达目标客群、新品表现不及预期，可能对收入利润造成影响。
- 假设条件变化影响测算结果：对于智能眼镜、NAS等的测算，若假设条件变化将影响测算结果。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的12个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告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的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场26楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn



悦享投资之美

