



商贸零售&社会服务行业 2025 年投资展望：政策激发消费活力，聚焦高景气赛道

2024 年 12 月 27 日

看好/维持

商贸零售

行业报告

分析师	刘田田 电话：010-66554038 邮箱：liutt@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480521010001
分析师	魏宇萌 电话：010-66555446 邮箱：weiyum@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480522090004

投资摘要：

复盘 2024 年，从市场表现来看，A 股商贸零售、社会服务和美容护理全年市场走势可划分为两个阶段，第一阶段为年初至 9 月底，三大板块整体呈现震荡下行走势。第二阶段为 9 月底至今，受到政策刺激影响，三大板块均在短期内快速拉升。但拉升后的走势三大板块出现小幅分化，社会服务和商贸零售后续震荡向上，美容护理板块则有小幅回调。从基本面看，2024 年 1-11 月份，社会消费品零售总额同比增长 3.5%，低基数影响消除后增速回归正常区间，消费缓慢恢复。分消费类型看，1-11 月份商品零售累计增速为 3.2%，限额以上企业餐饮收入增速为 5.7%，服务消费好于商品消费。分品类看，必选品持续稳健，可选品类表现分化，政策刺激品类表现亮眼，其他品类表现偏弱。

展望 2025 年，扩大内需的重要性提升，政策向重消费转向，有望激活消费市场活力。2024 年 12 月 9 日中共中央政治局会议表示要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。会议将扩大内需提升至重要位置，反映了提振消费的必要性和重大决心。根据各部门后续解读来看，创新型消费和服务型消费或为未来发展的主要方向。聚焦到 2025 年，我们认为居民消费能力和消费信心仍有待恢复，整体的消费风格仍偏向理性和高性价比，重点聚焦景气度较高的赛道：围绕“情绪消费”的赛道，如潮玩、美妆，以及会因此获益的线下零售渠道，和围绕“新”的赛道，包括新概念、新消费客群、新技术等。

分板块来看：

- ① **化妆品行业：行业需求边际改善，关注国货美妆龙头市场份额提升。**基础护肤品类具有较一定的必选消费属性，2024 年市场需求较弱，2025 年或会释放一定的补货需求。展望 2025 年，行业有望在 2024 年同期低基数下实现较好的恢复性增长。25 年行业看点：1. 美护行业竞争加剧分化加重，关注头部国货美妆品牌市占率提升机会；2. 以抖音为代表的新兴渠道的优势仍在，且头部国货品牌市占率提升逻辑逐渐加强；3. 海外出口或为中长期发展的重要方向，有望打造新的业绩增长点。聚焦到投资标的，我们将目前上市的美妆公司分为两大类，探寻不同的投资机会：(I) 赛道优成长性较好、业绩兑现性强的标的，如珀莱雅、巨子生物、润本股份等。(II) 战略调整优化或有新业务变化，带来边际改善的标的，如丸美股份、上美股份、水羊股份等。
- ② **医美行业：渗透率提升带动市场扩容，关注新品上市后新增长曲线的打造。**2024 年医美市场环比增速放缓但仍呈现较强活力，展望未来，渗透率的提升和新材料的问世带动行业扩容。展望 2025 年，医美作为高端消费受高性价比消费结构变化的冲击有限，呈现较强韧性，且行业仍处于渗透率快速提升阶段，短期有望延续较高景气度。同时作为服务类可选消费，与“情绪消费”趋势契合，在扩大内需政策刺激下，或呈现较大增长弹性。产业链视角看，中游产品生产商专业技术壁垒更高，且竞争格局较优。随着新产品上市推广并受到市场认可进入放量期，将带动公司收入持续快速提升，关注产品生命周期和产品矩阵的接力。标的层面，建议关注格局清晰，技术、资质、渠道壁垒深厚的中游医美产品生产商龙头，如爱美客。同时，在医美领域有布局，正处于在研阶段的公司如巨子生物、锦波生物、敷尔佳等也有望受益。
- ③ **潮玩行业：“兴趣消费”的直接受益者。**消费市场逐渐呈现功能性消费追求性价比，兴趣消费“肯花钱”的趋势。我们总结兴趣消费呈现以下特点：兴趣消费呈现刚需化趋势、兴趣消费呈现高频低价特点、新兴社交媒体是兴趣消费产生的直接催化，且体现冲动购买特性、兴趣消费的核心诉求是悦己和社交，好看好玩的属性更强。兴趣消费是经济社会发展到一定阶段的产物，在经济增速放缓下低值兴趣消费更具前景。展望 2025 年，兴趣消费相关概念仍是消费增长的主力。直接生产或运营 IP 的品牌商和零售商是 IP 经济和谷子经济兴起的最大受益者，如泡泡玛特、名创优品等，部分业务涉及 IP 产品生产或零售的公司也有望受益，如晨光股份、高乐股份等。
- ④ **百货超市零售行业：“兴趣消费”间接受益者，与调改结合重焕活力。**零售店和商超百货虽然不直接拥有 IP，但能直接触达消费者，通过引进 IP 经济相关产业和门店能直接获得销售额；与此同时，通过合作举办活动、引入周边产品等能够为零售店和商超百货带来了更多的客流量，并塑造年轻时尚潮流的形象，增强对年轻客群的吸引力，从而获得综合销售

额增加。在线下零售承压的大背景下，谷子经济和首发的兴起或为线下百货零售业态的扭转提供了机遇。从区域来看，中原地区的较大省份如河南、陕西等以及一些头部一线城市如上海、广州等地区谷子经济较为发达，人口基数大且氛围较好，为这些新业态的发展提供了良好的土壤。在这些区域有较多零售业态布局，且经营理念和运营较为灵活的百货零售公司有望受益，如百联股份、广百股份、重庆百货、武商集团等。

风险提示：政策出台落地不及预期，消费需求不及预期、行业竞争加剧等。

行业重点公司盈利预测与评级

子行业	股票简称	股票代码	EPS				PE				评级
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
化妆品 &医美	珀莱雅*	603605.SH	3.01	3.97	4.9	5.79	30	23	18	16	推荐
	贝泰妮*	300957.SZ	1.79	1.74	2.28	2.76	26	27	20	17	推荐
	丸美生物	300740.SZ	0.65	0.91	1.16	1.43	39	38	30	24	-
	爱美客*	300896.SZ	8.6	8.29	11.28	13.94	24	25	18	15	推荐
	锦波生物	832982.BJ	4.4	7.89	10.95	14.15	59	27	19	15	-
潮玩	巨子生物	2367.HK	1.46	1.91	2.44	2.99	22	25	20	16	-
	泡泡玛特	9992.HK	0.8	1.87	2.55	3.22	23	43	32	25	-
线下零售	晨光股份	603899.SH	1.65	1.7	1.97	2.25	23	18	16	14	-
	王府井	600859.SH	0.63	0.51	0.63	0.73	26	30	25	22	-
	百联股份	600827.SH	0.22	0.92	0.29	0.34	42	12	37	32	-
	重庆百货	600729.SH	3.23	2.83	3.06	3.3	9	11	10	9	-
	永辉超市	601933.SH	-0.15	-0.02	0.04	0.07	-19	-349	153	81	-

资料来源：标星号为覆盖公司，盈利预测来源于外发报告，非覆盖标的来源于iFinD一致预期；东兴证券研究所

目 录

1. 复盘 2024：消费市场活力一般，仍处于复苏通道.....	5
1.1 行情复盘.....	5
1.2 基本面回顾：消费缓慢恢复，服务消费好于商品消费.....	6
2. 2025 年消费市场整体展望：政策刺激消费市场向好，看好创新型消费和服务型消费.....	6
3. 2025 年重点细分领域关注.....	8
3.1 美护行业：行业需求有望边际回暖，关注国货美妆龙头市场份额提升.....	8
3.2 医美行业：扩大内需政策下弹性较大，材料迭代打造新增长曲线.....	11
3.3 兴趣消费相关产业：关注潮玩品牌高增和线下零售渠道的边际改善.....	14
4. 风险提示.....	18
相关报告汇总.....	19

插图目录

图 1： 商社各板块 A 股股价走势(总股本加权平均).....	5
图 2： 商社各板块市盈率走势(TTM，整体法，剔除负值).....	5
图 3： A 股子板块年初至今（2024.01.01-2024.12.06）涨跌幅（%）.....	5
图 4： 近两年来社会零售总额累计值及累计增速（单位：亿元）.....	6
图 5： 2024 年 1-11 月限额以上单位品零售额累计增速.....	6
图 6： 家用电器类销售额同比增速.....	7
图 7： 家具类销售额同比增速.....	7
图 8： 2024 年 1-10 月线上渠道美妆品牌榜.....	9
图 9： 2024 年 1-10 月线上渠道美妆 TOP20 品牌增速.....	9
图 10： 珀莱雅欧洲科创中心.....	10
图 11： 花西子巴黎玛莎丽丹百货专柜.....	10
图 12： 锦波生物医疗器械类收入和毛利率情况.....	13
图 13： 锦波生物覆盖终端医疗机构数量.....	13
图 14： 兴趣消费支出属于刚需和非刚需统计.....	15
图 15： 发现新产品的兴趣消费渠道.....	15
图 16： 日本经济增长率与消费时代对应关系.....	15
图 17： 日本人口情况与消费时代对应关系.....	15
图 18： 我国经济增长率变化趋势.....	16
图 19： 我国人口情况变化趋势.....	16
图 20： 泡泡玛特开发以及合作 IP.....	17
图 21： 名创优品超级 IP.....	17
图 22： 晨光股份旗下九木杂物社.....	17
图 23： 九木杂物社历年营收和利润表现.....	17
图 24： 上海百联 ZX 趣创场.....	18
图 25： 上海静安大悦城快闪活动.....	18

表格目录

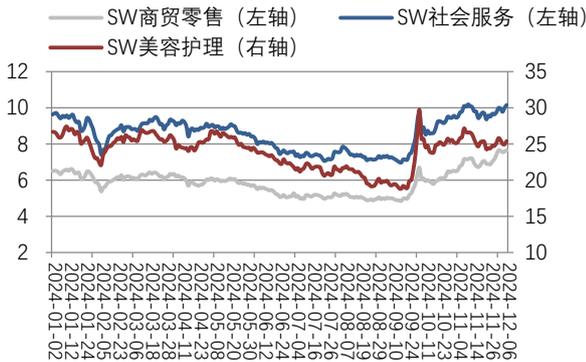
表 1：各部门促消费政策内容.....	7
表 2：2024 年前三季度线上美妆品牌销售情况.....	8
表 3：抖音平台双十一和日常部分月份美妆品牌排名.....	10
表 4：医美板块公司 2023 年和 2024 年业绩表现.....	12
表 5：医美再生类针剂产品及生命周期.....	12
表 6：医美重组胶原蛋白针剂产品开发情况.....	13

1. 复盘 2024：消费市场活力一般，仍处于复苏通道

1.1 行情复盘

从市场表现来看，根据申万新行业划分，A 股商贸零售、社会服务和美容护理今年整体股价表现较为一般，三大板块均呈现震荡走势。全年市场走势可划分为两个阶段，第一阶段为年初至 9 月底，三大板块整体呈现震荡下行走势。第二阶段为 9 月底至今，受到政策刺激影响，市场情绪有所回暖，三大板块均在短期内快速拉升。但拉升后的走势三大板块出现小幅分化，社会服务和商贸零售板块均在到达相对高位后持续震荡向上，美容护理板块则在到达相对高位后有小幅回调。从全年维度来看，美容护理和社会服务板块的股价和估值与年初基本持平，仍处于历史相对低位，具有较高配置价值；商贸零售板块的股价和估值有明显提升，后续关注政策出台后板块业绩表现以及对估值的消化情况。

图1：商社各板块 A 股股价走势(总股本加权平均)



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

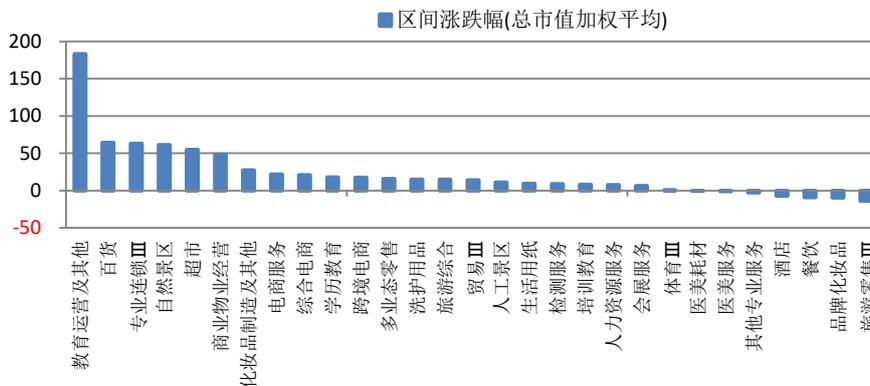
图2：商社各板块市盈率走势(TTM, 整体法, 剔除负值)



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

从子行业来看，截至 2024 年 12 月 6 日，A 股涨幅前三的子板块分别为教育运营及其他（182.97%）、其他百货（64.19%）和专业连锁（63%）；跌幅前三的子板块分别为旅游零售（-13.67%）、品牌化妆品（-9.5%）和餐饮（-9%）。

图3：A 股子板块年初至今（2024.01.01-2024.12.06）涨跌幅（%）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

1.2 基本面回顾：消费缓慢恢复，服务消费好于商品消费

根据国家统计局公布的经济数据，2024 年 1-11 月份，社会消费品零售总额 44.27 万亿元，同比增长 3.5%，其中除汽车以外的消费品零售额同比增长 3.7%。低基数影响已消除，社零消费增长回归到正常区间。整体来看，2024 年社零消费增速表现较为一般，消费市场仍相对疲软。

分消费类型看，服务消费好于商品消费。2024 年 1-11 月份商品零售累计增速为 3.2%，限额以上企业餐饮收入增速为 5.7%，服务消费表现略好于商品消费。考虑到受疫情影响的低基数因素已经消除，服务类消费更高的增长主要源于居民消费结构的调整，随着经济社会发展水平的提升，服务消费在居民消费中的占比提升为必然趋势。

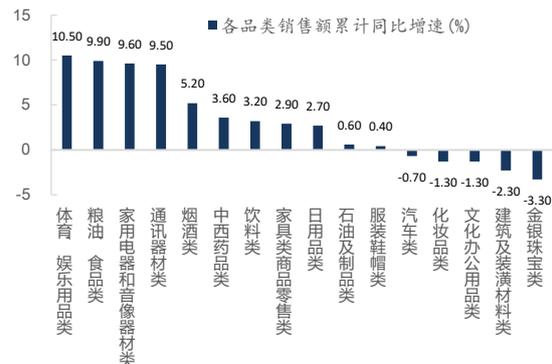
分商品类型看，必选消费品维持较强韧性，可选品类表现分化。2024 年 1-11 月粮油食品类、饮料类和日用品类累计增速分别为 9.9%、3.2%和 2.7%，实现稳健增长；可选消费品里表现较好的品类包括体育、娱乐用品类、家用电器和音像器材类和通讯器材类，累计增速分别为 10.5%、9.6%和 9.5%，化妆品类、黄金珠宝、服装、文化办公用品、家具等表现相对较弱，1-11 月累计增速为低个位数正增长或者负增长。表现较好的可选品类主要源于“以旧换新”促销政策的拉动，反映了可选品类消费需求仍较大程度依赖政策刺激，而政策的出台对促进对应品类消费力的释放效果明显。

图4：近两年来社会零售总额累计值及累计增速（单位：亿元）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图5：2024 年 1-11 月限额以上单位品零售额累计增速



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

按零售业态看，线上消费好于线下消费，高性价比消费趋势仍持续。2024 年 1-11 月全国网上零售额同比增长 7.4%，其中实物商品网上零售额同比增长 6.8%，占社会消费品零售总额的比重为 26.7%，占比环比提升 0.8pct.，线上消费增速高于社零整体水平。线下渠道的表现延续分化趋势，限额以上零售业单位中（线下）便利店、专业店、超市零售额同比分别+4.4%、+4%、+2.6%，百货店、品牌专卖店零售额分别下降 2.9%、0.7%，但降幅环比持续收窄，再次验证了必选消费相对更为坚挺，高性价比消费趋势仍在持续。

2. 2025 年消费市场整体展望：政策刺激消费市场向好，看好创新型消费和服务型

消费

扩大内需的重要性提升，政策向重消费转向。疫后消费市场持续复苏但整体仍较为疲软，居民消费信心和动力不足。随着美国总统特朗普上台，贸易摩擦有加重趋势，或对我国出口产业产生较大冲击，叠加国内房地产市场持续低迷，在此背景下，扩大内需的重要性显著提升。2024 年 12 月 9 日中共中央政治局会议召开，会议表示要实施更加积极有为的宏观政策，扩大国内需求；要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。本次会议将扩大内需提升至重要位置，反映了提振消费的必要性和重大决心。后续各部门对扩大消费的方向做了细化解读。

表1：各部门促消费政策内容

时间	部门	政策解读内容
12 月 13 日	商务部专题会议	要加力扩围实施消费品以旧换新政策，创新多元化消费场景，扩大服务消费，积极发展首发经济。
12 月 14 日	中国经济年会	商务部副部长在中国经济年会上进一步表示，要加快出台推动首发经济的政策文件；发展数字消费，推广“人工智能+”消费；推进绿色消费和健康消费；发展冰雪经济和银发经济等。
12 月 16 日	中央财办	大力培育文化、旅游、体育、演出、数字等新型消费。要充分运用虚拟现实、人工智能等新技术，继续大力培育具有创新、跨界等特点的新型融合消费业态。

来源：同花顺、新华社、新浪财经，东兴证券研究所

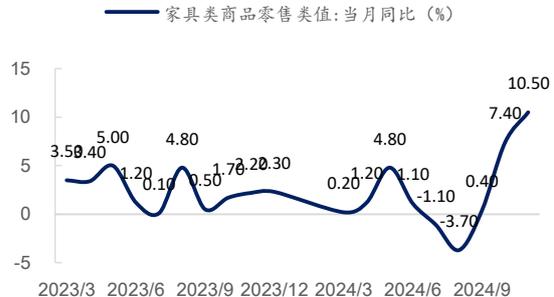
从方向上来看，看好创新型消费和服务型消费。本次扩大内需政策具体措施尚未出台，主要为 2025 年经济政策方向指引，但根据各部门各大会议给出的会议精神传达和解读来看，创新型消费和服务型消费或为未来发展的主要方向。商品消费方面，传统零售的增长空间有限，未来主要依靠创新型消费拉动，如首发经济、冰雪经济、数字消费等新型消费概念；服务类消费方面，明确表示要扩大服务消费，打造多元化消费场景，方向上重点重视基础民生需求和升级的精神文化需求。

政策对消费的刺激效果显著，看好后续具体政策出台对消费市场的拉动。2024 年 7 月发改委、财政部印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》，9 月 23 日发改委会议表示，支持消费品以旧换新的 1500 亿超长期特别国债在 8 月初已下达地方，支持汽车置换更新和家电以旧换新政策全面启动，政策拉动相关品类高增。2024 年 9-11 月家用电器类销售额同比双位数增长，增速环比 7、8 月份大幅提升，且在可选品类中表现最为亮眼，家电品类在双十一大促中销售额和增速均排名 TOP1。家具类 10-11 月同比增速大幅改善，实现由负转正，且在可选品类中表现相对亮眼，源于以各地因地制宜出台“焕新”政策，对消费者购买厨卫类、家装类产品普遍给予 15%-20%政府补贴。2024 年 9-11 月其他可选消费品类表现较弱，反应了在没有额外刺激的背景下，消费需求仍较为疲软，政策刺激对消费需求的释放拉动作用显著。随着后续消费刺激政策逐步落地，消费市场有望呈现向好趋势，释放更多消费活力。

图6：家用电器类销售额同比增速



图7：家具类销售额同比增速



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

资料来源：同花顺，东兴证券研究所

聚焦到 2025 年，我们认为居民消费能力和消费信心仍有待恢复，即使在政策刺激背景下，消费市场全面大幅提振也较难实现，整体的消费风格仍偏向理性和高性价比。在此背景下，重点聚焦景气度较高的赛道：

- (1) 高景气赛道之一：围绕“情绪消费”的赛道。参照日本经济社会发展，当物质经济条件发展到一定阶段时，消费者对精神层面的消费需求提升，且在经济增速放缓背景下，消费者更追求情绪按摩。看好潮玩、美妆等赛道，以及会因此获益的零售渠道。
- (2) 高景气赛道之二：围绕“新”的赛道，包括新概念、新消费客群、新技术等。传统零售和服务的增长空间有限，未来重点依靠创新消费拉动，重点关注 2025 年可能会有新突破的领域：1、医美赛道，再生针剂、重组胶原蛋白等新材料获得进展；2、智能设备及服务，AI 技术在消费领域的应用，如 AI 眼镜等；3、新概念和新客群带来的消费增长，如冰雪经济、银发经济等，带动相关餐饮、旅游服务等产业增长。

3. 2025 年重点细分领域关注

3.1 美护行业：行业需求有望边际回暖，关注国货美妆龙头市场份额提升

3.1.1 2024 年行业回顾：

2024 年美护行业整体表现一般，线上好于线下，头部好于中尾部。青眼数据统计显示，2024 年前三季度化妆品行业总销售额为 6456.2 亿元，同比增长 1.1%，美护消费需求仍较为疲软，行业整体表现较为一般。分渠道来看，线上销售额 3404.4 亿元，占比 52.7%，同比增长 4.2%；线下销售额 3051.9 亿元，同比下降 2.2%，线上渠道持续优于线下渠道。从格局来看，线上渠道 TOP20 品牌 GMV 同比增长 20.16%，增速远高于行业整体水平，市占率提升 2.56pct. 至 20%，市场集中度进一步提升。TOP100 以后品牌表现较差，GMV 同比下降 8.44%，增长承压。

表2：2024 年前三季度线上美妆品牌销售情况

品牌排名	GMV (亿元)	同比 (%)	市占率 (%)
TOP20	755.91	20.16%	20.01
TOP21-100	748.33	12.43%	19.81
TOP100 以后	2272.65	-8.44%	60.17

资料来源：青眼数据，东兴证券研究所

双十一大促拉动下美护行业扭转疲软态势，整体趋势向好。2024 年双十一大促期间美护行业在综合电商平台销售额为 963 亿元，同比增长 22.5%，行业销售额同比高增一定程度上受到大促时间周期拉长影响，但美护行业增速在所有行业中排名第三，仅次于受益于消费券拉动的家电数码，反映了行业增长态势较好。抖音电商数据显示，365 个美妆单品成交额破千万元，国货护肤品牌成交额排名前十品牌中，有半数增速均超过 100%。整体来看，大促期间品牌方较大的活动力度拉动了行业较好的销售表现，短期扭转了疲软态势，行业整体趋势向好。

3.1.2 展望 2025 年美妆行业看点/机会点：

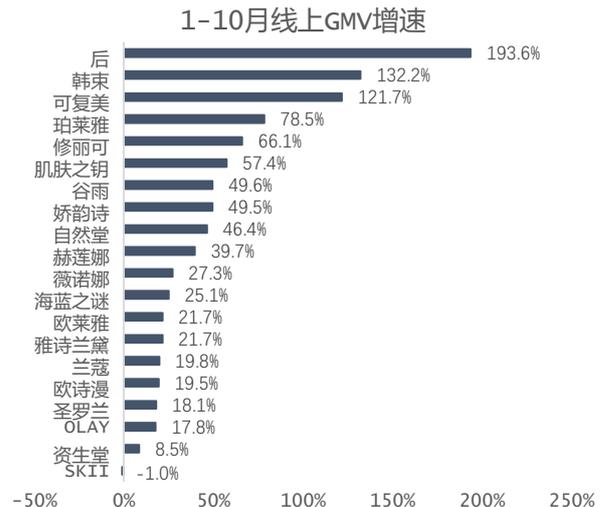
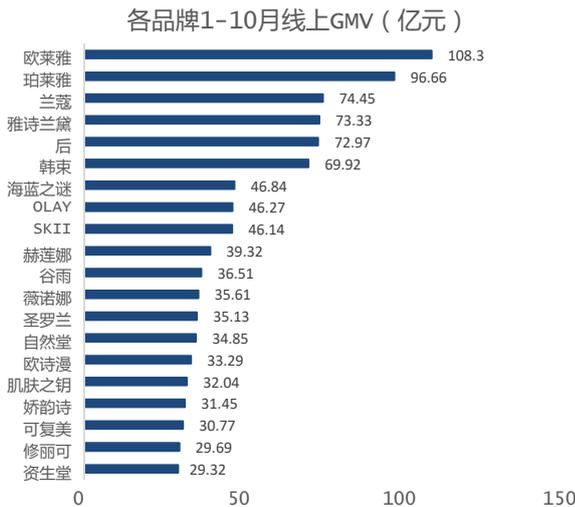
1、2025 年行业有望在同期低基数及消费刺激下实现较好的同比增长。2024 年美护市场需求较弱，1-11 月

化妆品类销售额同比下降 1.3%，但基础护肤品类具有较一定的必选消费属性，2025 年或会释放一定的补货需求。与此同时，美妆消费也具有一定“情绪消费”属性，消费需求总体偏弱但“悦己”消费的诉求仍在加强，2025 年行业有望受益于扩大内需政策刺激触底反弹。展望 2025 年，行业有望在 2024 年同期低基数下实现较好的恢复性增长。

2、关注行业竞争格局变化：美护行业竞争加剧分化加重，关注头部国货美妆品牌市占率提升机会。美护行业已从高速增长长期过度到低速增长成熟期，市场竞争加剧，品牌内部分化持续加重。与此同时，由于国际美妆大牌过去几年在国内增长较弱，其在大促中的折扣力度有所提升，对国货美妆品牌的品牌力和产品力提出了更高要求。根据近几年的销售数据和品牌排名对比，行业呈现出以下特点：(1) 国际美妆品牌仍占据主导，但国货美妆龙头的韧性较强，排名持续提升；(2) 头部国货美妆品牌的增速表现亮眼。根据青眼情报统计数据显示，从品牌增长情况来看，线上全渠道 GMV 增速头部国货品牌>国际美妆品牌>普通国货品牌。展望 2025 年，我们认为该趋势有望持续，头部品牌的增长动力更足。经过几年的培育，头部品牌的品牌势力已经建立，能够应对国际品牌降价促销的竞争，且品牌矩阵已基本搭建完成，在美护需求边际回暖背景下，仍有望延续较好的销售表现。

图8：2024 年 1-10 月线上渠道美妆品牌榜

图9：2024 年 1-10 月线上渠道美妆 TOP20 品牌增速



资料来源：青眼情报，东兴证券研究所

资料来源：青眼情报，东兴证券研究所

新兴渠道的优势仍在，且头部国货品牌市占率提升逻辑逐渐加强。以抖音为代表的兴趣电商平台仍保持高速增长，2024 年双十一大促中兴趣电商平台销售额同比增长 54.6%，是增速最快的平台，平台的增长红利仍在。通过对比各大品牌在抖音渠道的表现，我们发现：(1) **国货品牌在抖音渠道的竞争优势仍在。**相较于以天猫为代表的综合电商平台，国货品牌在抖音平台的排名更靠前。2024 年双十一大促抖音美妆 TOP10 品牌中国货占 5 席，高于天猫的 2 席，且国货品牌排名逐年提升。日销中国货品牌的排名较双十一大促更为靠前。(2) **头部国货品牌地位稳固，抖音渠道白牌逐渐消失，新锐品牌生命周期很短。**抖音平台的运营更为规范，且消费者的要求更高，带来白牌的逐渐出清，利好头部品牌份额的提升。新锐品牌持续涌现，部分通过短期流量销售火爆，反映了消费者对新品牌的接纳度仍较强，但其生命周期较短，长期竞争力较弱。综上，头部国货品牌在以抖音为代表的兴趣电商渠道仍有较大空间，且市占率提升的逻辑逐渐加强，看好在抖音渠道有

较多布局且有较强的运营能力的品牌。

表3：抖音平台双十一和日常部分月份美妆品牌排名

抖音美妆双十一全周期品牌排名				抖音美妆日常品牌排名（随机选取部分月份对比）			
排名	2022 年	2023 年	2024 年	2023 年 5 月	2023 年 9 月	2024 年 5 月	2024 年 9 月
1	后	韩束	珀莱雅	欧莱雅	韩束	韩束	韩束
2	雅诗兰黛	雅诗兰黛	韩束	韩束	娇润泉	珀莱雅	雅诗兰黛
3	欧莱雅	珀莱雅	欧莱雅	海蓝之谜	珀莱雅	欧莱雅	欧莱雅
4	海蓝之谜	兰蔻	可复美	雅诗兰黛	雅诗兰黛	赫莲娜	谷雨
5	SKII	赫莲娜	后	珀莱雅	欧莱雅	兰蔻	珀莱雅
6	兰蔻	欧莱雅	自然堂	SKII	谷雨	雅诗兰黛	极萌
7	OLAY	迪仕爱普	雅诗兰黛	赫莲娜	仁和匠心	海蓝之谜	海蓝之谜
8	赫莲娜	海蓝之谜	OLAY	兰蔻	欧诗漫	自然堂	丸美
9	花西子	自然堂	薇诺娜	欧诗漫	可复美	可复美	兰蔻
10	自然堂	YSL	SKII	雅诗兰黛	海蓝之谜	娇韵诗	花西子
11				玉兰油	自然堂	欧诗漫	欧诗漫
12				黛莱皙	肌肤未来	SKII	自然堂
13				娇韵诗	迷奇	谷雨	澳诗莱
14				薇诺娜	薇诺娜	娇润泉	赫莲娜
15				HBN	娇韵诗	DCEXPORT	可复美
16				谷雨	玉兰油	HBN	HBN
17				面玑时光	HBN	澳容	肌肤未来
18				丸美	羽素	玉兰油	C 咖
19				自然堂	后	温博士	原生密码
20				环球配方	HFP	修丽可	玉兰油

注：标红为国货品牌

资料来源：青眼情报，东兴证券研究所

3、海外出口或为中长期发展的重要方向，有望打造新的业绩增长点。近年来国货品牌开始陆续探索海外发展机会，如珀莱雅表示要积极探索海外发展机会，短期以日本和东南亚市场为主要目的地，2024 年在法国成立欧洲科创中心，为首家在法国巴黎设立科创中心的国货品牌，一方面有望实现研发赋能，同时或为未来启动海外销售铺路；贝泰妮于 2023 年开始布局海外业务，在泰国曼谷建立了东南亚业务总部；水羊股份 2022 年收购法国高奢护肤品牌伊菲丹后也获得了海外销售收入和海外优质渠道资源，2024 年收购美国 RV，旗下主要品牌是 RéVive；花西子 2024 年 9 月在巴黎莎玛丽丹百货设立美妆专柜。整体来看，头部美妆公司已经开始探索海外市场，东南亚市场是首要目标市场，在国内消费需求较为疲软的情况下，海外市场有望形成品牌销售收入的有效补充，中长期看也有望打造新的业绩增长点，为公司带来更多的业绩增长贡献。

图10：珀莱雅欧洲科创中心

图11：花西子巴黎莎玛丽丹百货专柜



资料来源：财经报道网，东兴证券研究所



资料来源：新华网，东兴证券研究所

聚焦到投资标的，我们认为 2025 年重点关注两类标的，探寻不同的投资机会：

(1) 赛道优成长性较好、业绩兑现性强的标的，如珀莱雅、巨子生物、润本股份等。珀莱雅已通过大单品策略成功塑造品牌形象，市场竞争力持续增强，市场份额也持续提升。子品牌运营不断成熟后对营收和利润的贡献增多，公司呈现出良好的成长性，和较强的业绩兑现性。巨子生物深耕重组胶原蛋白赛道，该赛道目前仍处于快速成长期，且公司在该领域具有较强的领先优势。公司医美业务有望于 2025 年落地，带来增量贡献，呈现较强的成长性。润本股份卡位婴幼儿护肤和驱蚊赛道，呈现高品质、高性价比消费特点，公司正处于品牌力持续增强收获市场份额阶段，仍有望延续较好增长。

(2) 战略调整优化或有新业务变化，带来边际改善的标的，如丸美股份、上美股份、水羊股份等。丸美股份近两年在产品、品牌、渠道等多个维度战略调整，调整效果已有显现，但仍处于兑现早期，未来有望持续兑现；上美股份抓住兴趣电商流量红利，成功打造韩束品牌，品牌市场认可度提升，且合资成立聚源上美生物，入局重组胶原蛋白赛道，技术和产品实力有望同步提升；水羊股份主品牌升级不及预期，但新品牌收购运营效果尚可，2024 年新收购美国品牌 RéVive，未来有望实现恢复性增长。

投资建议：美护消费力偏弱但 2025 年或在同期低技术下有恢复性增长，具有较高性价比的优质国货品牌承接了较多中高端国际大牌的消费降级转移，但国际品牌通过增加折扣力度反击，对国货品牌提出更高要求。行业竞争加剧品牌分化持续加重，龙头品牌在品牌力、产品、渠道等方面优势或愈加显现。

3.2 医美行业：扩大内需政策下弹性较大，材料迭代打造新增长曲线

2024 年医美市场环比增速放缓但仍呈现较强活力。中商产业研究院发布的《2024-2029 年中国医疗美容行业市场前景及投融资战略研究报告》显示，2023 年我国医美消费用户规模从 22 年的超 2000 万人增至 2384 万人，预计 2024 年我国医美消费用户规模将达 2626 万人，医美行业渗透率持续提升，行业持续扩容。根据板块上市公司业绩表现来看，行业业绩增速环比 2023 年有所下滑，但绝对数值仍较高，随着服务类消费不断复苏叠加行业渗透率的持续提升，行业仍呈现较高景气度，其中中游品牌商的业绩表现好于终端渠道商。

表4：医美板块公司 2023 年和 2024 年业绩表现

标的	2023 年		2024 年 H1		2024 年 Q3	
	收入同比	利润同比	收入同比	利润同比	收入同比	利润同比
爱美客	47.99%	47.08%	13.53%	16.35%	1.10%	2.13%
锦波生物	99.96%	174.60%	90.59%	182.88%	92.07%	153.96%
华东医药（医美板块国内部分）	67.83%		19.78%			
华熙生物（医疗终端板块）	60.29%		70.14%			
朗姿股份（医美业务）	27.75%		6.02%			
平均	60.76%	110.84%	40.01%	99.62%	46.59%	78.05%

资料来源：同花顺，东兴证券研究所

2025 年行业景气度有望延续，或受益于扩大内需政策刺激。根据德勤、艾尔建《中国医美行业 2024 年度洞悉报告》预计，中国医美市场 2024-2027 年预计增速保持 10%~15%左右，略高于对 2024 年 10% 的增长预测。我们认为以下几个因素将助力行业增长：（1）大量 III 类械注射产品上市，以及光电类医疗器械产品获批，供给端持续丰富，且新材料的效果更好，对消费者的吸引力增强；（2）“悦己”消费趋势持续，爱美理念持续渗透，医美消费符合当下流行的“情绪消费”趋势；（3）国家扩大内需政策有望出台，医美作为服务类消费具有较大吸引力，且在打击违法、行业规范细化的背景下，许多省份也陆续鼓励医美上下游产业科技创新，打造医美之都，给予政策支持。

新型填充材料不断面世，为医美市场及相关产品厂商打开新增长点，重点关注新材料、新产品的审批和销售进展。以玻尿酸为主要填充材料的注射针剂发展已进入成熟发展阶段，原有大单品持续放量但增速下降，主要贡献业绩底盘，重点关注差异化新产品的孵化和放量。基于聚乳酸等生物高分子材料的皮肤填充剂产品，又称“再生针剂”，正处渗透率提升放量窗口期，市场将继续快速扩容。已获批产品如伊妍仕、濡白天使、艾维岚在不同产品力及销售策略下的销量分化。市场还有多款产品在研，随着产品逐渐获批上市，未来行业竞争或有所加剧，但该品类目前仍处于消费者教育和推广阶段，新产品的涌入有助于推动整个行业扩容，参与者均有望受益。

表5：医美再生类针剂产品及生命周期

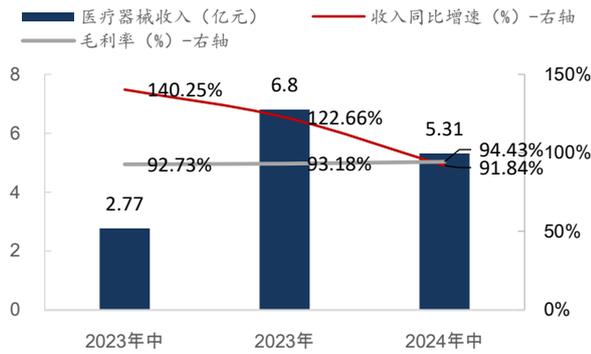
公司	产品	主要成分	获批情况	生命周期
已获批上市产品				
华东医药	伊妍仕	PCL+CMC	已获批	成长前期
长春圣博玛	艾维岚	PLLA	已获批	成长前期
爱美客	濡白天使/如生天使	PLLA+玻尿酸	已获批	成长前期
江苏吴中	艾塑菲	PDLLA	已获批	成长前期
高德美	Sculptra 塑妍萃	PLLA	已获批	成长前期
谷雨春	塑妍真	PLLA	已获批	成长前期
在研产品				
敷尔佳	左旋聚乳酸负载胶原蛋白功能性多孔球形填充材料	PLLA+胶原蛋白	初步完成多孔微球制备工艺研究，处于微球理化性质评价阶段。	-
华东医药	LanlumaV 聚左旋乳酸、	PLLA	2024 年 2 月获得临床试验组长	

公司	产品	主要成分	获批情况	生命周期
	Ellans é -M		单位伦理批件	

资料来源：新氧、财经头条、网易新闻、公司公告，东兴证券研究所

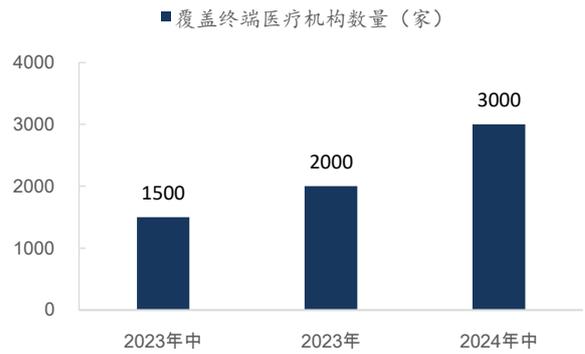
重组胶原蛋白材料正处于技术突破和产品研发期，目前护肤端的应用多于医美领域，医美注射领域仍处于起步阶段，仍有很大拓展空间。锦波生物旗下薇旖美品牌已获批重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维和注射用重组 III 型人源化胶原蛋白溶液 III 类医疗器械证书，是国内重组胶原蛋白领域前两个获批的 III 类医疗器械植入剂产品，公司在重组胶原蛋白领域领先优势明显。受益于新品的获批和推出，公司 2023 年和 2024 年上半年销售医疗器械收入同比高增，毛利率也持续提升，公司覆盖终端医疗门店快速增加，反映了市场对重组胶原蛋白产品的认可度较高，行业仍处于起步高增阶段。2025 年巨子生物、锦波生物、敷尔佳等重组胶原蛋白针剂产品有望陆续获批，市场供给端扩容，有望进一步增强市场活力。重点关注相关公司的技术突破及在研产品的审批进展。

图12：锦波生物医疗器械类收入和毛利率情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图13：锦波生物覆盖终端医疗机构数量



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表6：医美重组胶原蛋白针剂产品开发情况

厂商	产品	产品功效	项目进展
锦波生物	重组人源化胶原蛋白新材料及注射剂产品（包含 III 型、XVII 型、I 型）	用于面部真皮组织填充以纠正额部动力性皱纹（包括眉间纹、额头纹和鱼尾纹）	已进入临床阶段，部分成果落地
	重组胶原蛋白液体制剂	用于抗衰老的皮内及皮下肌肤焕活产品（主要针对面部皮肤）	审批中
	重组胶原蛋白固体制剂	用于抗衰老的皮内及皮下肌肤焕活产品（主要针对面部皱纹，如抬头纹及鱼尾纹）	审批中
巨子生物	重组胶原蛋白凝胶	用于抗衰老的皮内及皮下肌肤焕活产品（主要针对中度至重度的颈纹）	审批中
	交联重组胶原蛋白凝胶	用于抗衰老的皮内及皮下肌肤焕活产品（主要针对中度至重度法令纹）	审批中
敷尔佳	重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维（浅层注射填充产品）	通过化学改性的方法制备微交联重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维，具有更高的结构稳定性和抗降解性能，通过所含重组 III 型人源化胶原蛋白的保湿、补水作用，改善皮肤状态	注册检验完成
	重组 III 型人源化胶原蛋白	用于面部真皮组织中层至深层注射，以纠正中重度鼻唇沟。通过填充皮肤从而修复皮肤表面	产品涉及输入、小试

厂商	产品	产品功效	项目进展
	填充剂	轮廓以达到满意的修复效果	
	重组Ⅲ型人源化胶原蛋白贴敷料	重组Ⅲ型人源化胶原蛋白材料对皮肤创面的修复，结合无菌制剂技术	产品设计转换
华熙生物	注射用透明质酸钠-重组Ⅲ型人源化胶原蛋白共交联凝胶Ⅰ型		小试

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

投资建议：展望未来，医美市场目前仍处于快速扩容期，同时作为服务类可选消费品，或在扩大内需政策导向中呈现更大弹性。投资思路：

(1) 短期看，医美作为高端消费受高性价比消费结构变化的冲击有限，呈现较强韧性，且行业仍处于渗透率快速提升阶段，短期有望延续较高景气度。同时作为服务类可选消费，与“情绪消费”趋势契合，在扩大内需政策刺激下，或呈现较大增长弹性。

(2) 中长期看，医美仍是颜值经济中有效性最高、改善最显著、待渗透空间最广的细分赛道，且材料、技术的迭代升级不断打造新的增长曲线，并带动利润提升，赛道整体仍处于快速扩容的红利期。我们长期看好我国医美尤其是轻医美行业，材料升级、渗透率和复购频次提升带来的增长确定性。

(3) 产业链视角看，中游产品生产商专业技术壁垒更高，在整个产业链上话语权最重，且竞争格局较优。随着新产品上市推广并受到市场认可进入放量期，将带动公司收入持续快速提升，关注产品生命周期和产品矩阵的接力。标的层面，建议关注格局清晰，技术、资质、渠道壁垒深厚的中游医美产品生产商龙头，如爱美客。同时，我们在医美领域有布局，正处于在研阶段的公司如巨子生物、锦波生物、敷尔佳等也有望受益。

3.3 兴趣消费相关产业：关注潮玩品牌高增和线下零售渠道的边际改善

功能性消费追求性价比，兴趣消费“肯花钱”。疫后消费持续复苏，但整体进程较慢，消费延续理性化和更注重性价比的趋势。但分品类来看，功能性消费和兴趣消费出现背离。值得买和消费日报联合出品的《2023 消费市场年轻人兴趣消费趋势报告》显示，中国年轻消费者对功能性产品的诉求返璞归真，将其作为“省钱”的主要来源，而对于承载了“情绪和价值观”的兴趣消费上，愿意投入更多的支出。兴趣消费的范围较广，一切以情感满足诉求为主的消费都可以归类为兴趣消费，如近年来兴起的户外运动、露营、宠物等，狭义的兴趣消费为纯精神消费品，主要包含 IP 经济和谷子经济等领域。艾瑞咨询数据显示，2023 年中国二次元行业规模达 2219 亿元，同比增长 27.6%。七成以上消费者的主要消费诉求为社交需求，蕴含着社交、悦己等情感属性的兴趣消费平均月支出占比为 27.6%。

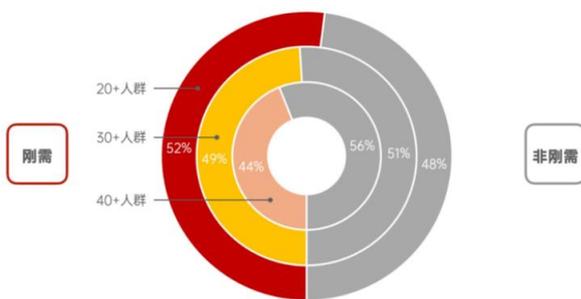
通过对兴趣消费行为的观察以及消费者调研数据分析来看，我们总结兴趣消费呈现以下特点：

- **兴趣消费呈现刚需化趋势。**根据结绳记事消费研究所 2024 年对 20-50 周岁消费者的调研统计来看，在所有受访者中，兴趣消费的支出全部或大部分属于刚需支出的接近一半，且该占比随着年龄的下降而提升，20+消费客群的刚需占比已超过 50%。
- **兴趣消费呈现高频低价特点。**在 2023 年整体的兴趣消费数据收集中，过半受访者每月有 3 次以上因为兴趣而产生消费，消费频次较高。从价格上来看，兴趣消费相关产品的价格带差异较大，年轻消费者更

追求兴趣和时尚类单品，如盲盒、毛绒玩具、徽章等，单价偏低；30+消费者更为务实，对产品的品质有更高要求。

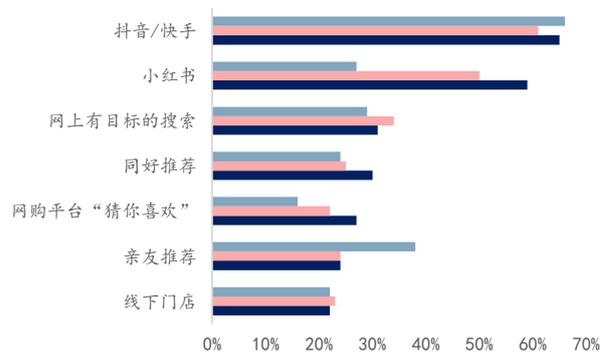
- **新兴社交媒体是兴趣消费产生的直接催化，且体现冲动购买特性。**根据结绳记事消费研究所 2024 年对 20-50 周岁消费者的调研统计来看，消费者发现兴趣消费的主要渠道为抖音、快手、小红书等社交媒体。且消费决策时间较短，约 1/3 的人曾在几分钟内因兴趣而产生消费，约 7 成受访者大部分的消费会在接触到信息的几个小时之内产生。
- **兴趣消费的核心诉求是悦己和社交，好看好玩的属性更强。**艾媒咨询统计数据显示，94% 的消费者认为商品颜值会对消费产生重要影响，且新青年对好玩的产品度有更高的青睐度。

图14：兴趣消费支出属于刚需和非刚需统计



资料来源：结绳记事 2024 兴趣消费研究，东兴证券研究所

图15：发现新产品的兴趣消费渠道



资料来源：结绳记事 2024 兴趣消费研究，东兴证券研究所

兴趣消费是经济社会发展到一定阶段的产物，在经济增速放缓下低值兴趣消费更具前景。兴趣消费是在社会经济水平不断发展和物质不断丰富的环境下产生的新消费概念，有一定经济基础的消费者在满足了基本的生存需求后，转而追求情感诉求，追求产品/服务的社交、悦己、情感属性和文化属性等附加价值。但随着经济增速放缓，消费者在物质层面的持续提升受到了限制，甚至有所下滑，因此转而更注重精神层面的满足，低值兴趣消费凭借其高可得性以及高满足感的特性获得了消费者追捧。

参照日本消费社会发展来看兴趣消费的兴起，我国目前处于第三消费社会。我国的经济社会发展历程与日本有一定相似性，因此日本的消费者会发展阶段和特点对理解和预测我国消费形式有一定参考。对日本的经济和消费社会发展的总结，我们主要参照了三浦展的研究著作《第四消费时代》和《下流社会》。通过对比我国和日本经济增速、总人口和劳动力人口变化等指标，我们认为中国目前正处于日本第三消费社会（1975年-2004年）。即经济整体增速在经历了一段时间的高增后有所下滑，平均在 4%-5% 左右，但仍能维持正增长；总人口和劳动力人口经历了持续上行之后增速放缓，即将迎来拐点。

图16：日本经济增长率与消费时代对应关系

图17：日本人口情况与消费时代对应关系

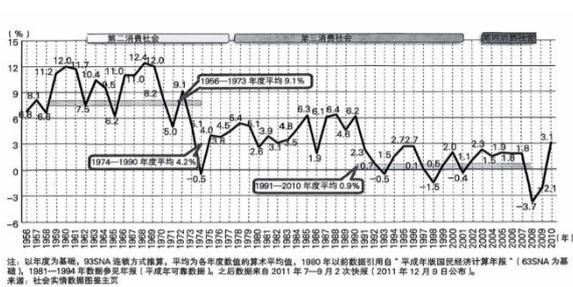
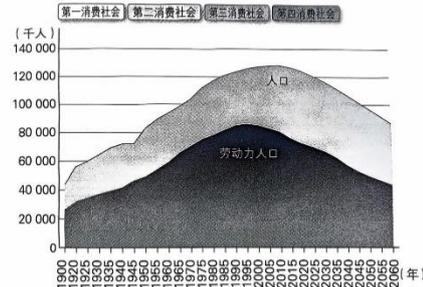


图 1-5 经济增长率曲线



资料来源：日本总务省《国情调查》，国立社会保障与人口问题研究所《日本未来推算人口》（平成二十四年 1 月推算）

资料来源：【日】三浦展(2022).《第四消费时代》.东方出版社, 东兴证券研究所

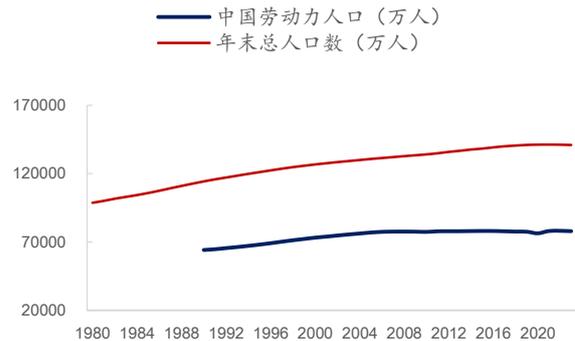
资料来源：【日】三浦展(2022).《第四消费时代》.东方出版社, 东兴证券研究所

图18：我国经济增长率变化趋势



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图19：我国人口情况变化趋势



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

第三消费时代的消费呈现个性化、个人化特点。根据三浦展《第四消费时代》，日本第三消费社会时代离婚率上升、单身人数增多以及依靠父母生活的寄生人群扩大等，在这种社会背景下，消费逐渐变得个人化。消费者对商品数量的需求下降，对质量的要求上升，越来越多的消费者从追求物质的丰富到渴望精神的满足。兴趣消费高度满足消费者个性化消费诉求，我国兴趣消费趋势仍处于发展前期，未来仍有较长成长期。

“兴趣消费”符合扩大内需政策发力方向，“首发经济”概念与兴趣消费高度相关。12 月各部门对中央政治会议的解读中多次提到要发展“首发经济”，首发经济是指通过首店、首展、首秀等活动，促进新品发布和推广，提升品牌知名度和市场影响力，并带动相关产业和区域经济增长，是创新消费的一种重要表现形式。兴趣消费与首发经济高度相关，有望充分受益政策发力获得快速发展。

展望 2025 年，兴趣消费相关概念板块仍有望实现快速增长，我们认为应重点关注以下领域：

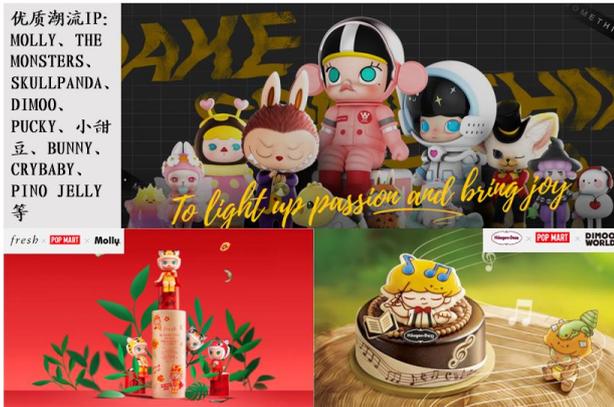
1. 直接生产/运营 IP 的品牌商和零售商。直接生产或运营 IP 的品牌商和零售商是 IP 经济和谷子经济兴起的最大受益者，如泡泡玛特、名创优品等，公司部分业务涉及 IP 产品生产或零售的公司也有望受益，如晨光股份、高乐股份等。

- 泡泡玛特：公司拥有较强的 IP 创造和运营能力，成功打造 MOLLY、THE MONSTERS 和 SKULLPANDA 等独家 IP，并与多品牌合租打造联合 IP。公司通过线上线下渠道全方位触达消费者，截至 2024 年 6 月 30 日在中国内地共拥有 374 家门店，同时拥有微信小程序、天猫、抖音等线上平台。公司积极开发海外市场，截至 2024 年 6 月 30 日港澳台及海外门店达到 92 家。公司的业务模

式和产品内容完美契合当代年轻消费者爱好和诉求，有望持续受益于兴趣消费潮流的崛起。

- **名创优品**：公司旗下拥有“名创优品”和“TOP TOY”两大品牌，截至 2024 年中两大品牌在全球分别拥有 6868 和 148 家门店，国内大力下沉低线城市，同时积极开拓海外市场。公司持续推进与知名 IP 合作，如 LOOPY、CHIIKAWA、宝可梦、迪士尼等，产品涵盖生活家居、美护、零食、盲盒、潮玩等品类。公司创始人首次提出“兴趣消费”概念，公司在该领域持续深耕且已打造领先优势，有望持续受益于兴趣消费潮流的崛起。

图20：泡泡玛特开发以及合作 IP



资料来源：泡泡玛特官网，东兴证券研究所

图21：名创优品超级 IP



资料来源：名创优品官网，东兴证券研究所

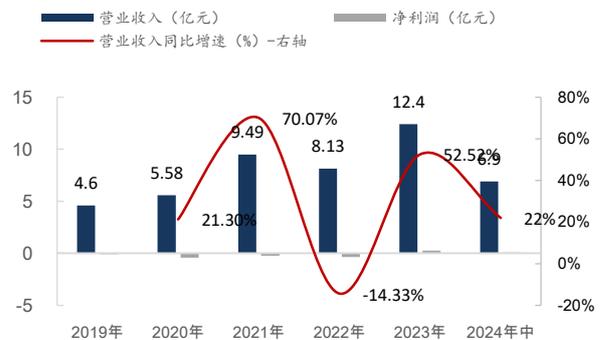
- **晨光股份**：公司传统业务为文具类产品的生产和销售，新业务为零售大店业务，包含九木杂物社、晨光生活馆和办公直销业务晨光科力普，公司的 IP 为内部自主孵化及与外部 IP 合作相结合，其中以九木杂物社为代表的新业务符合兴趣消费概念，有望获得较大发展。2023 年九木杂物社实现营收 12.4 亿元，同比增长 52%，首次实现盈利，呈现较好发展势头。

图22：晨光股份旗下九木杂物社



资料来源：晨光股份官网，东兴证券研究所

图23：九木杂物社历年营收和利润表现



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

- 传统零售店和商超百货**。零售店和商超百货虽然不直接拥有 IP，但能直接触达消费者，通过引进 IP 经济相关产业和门店能直接获得销售额；与此同时，通过合作举办活动、引入周边产品等能够为零售店和商超百货带来了更多的客流量，并塑造年轻时尚潮流的形象，增强对年轻客群的吸引力，增强与年轻消费群体的互动和联系，从而获得综合销售额增加。

在线下零售承压的大背景下，谷子经济的兴起或为线下百货零售业态的扭转提供了机遇。目前已经有些部

分商超百货积极拥抱 IP 经济和谷子经济概念，获得了较大的曝光度和较好的销售表现。2023 年 1 月百联股份 ZX 创趣场在上海南京东路开业，成为国内首个聚焦次元文化的商业体，开业 18 个月实现累计客流超 1500 万人次，销售额超 5 亿元，实现 2.5 亿次全网曝光。上海静安大悦城是沪上知名的“超级 IP 首发地”，泛二次元爱好者的热门打卡地，每年举办近 300 场快闪活动，超 30 场国际顶流 IP 快闪首站在此落地，从宝可梦、LOOPY、线条小狗到卡皮巴拉、chiikawa 等。从区域来看，中原地区的较大省份如河南、陕西等以及一些头部一线城市如上海、广州等地区谷子经济较为发达，人口基数大且氛围较好，为这些新业态的发展提供了良好的土壤。在这些区域有较多零售业态布局，且经营理念和运营较为灵活的百货零售公司有望受益，如百联股份、广百股份、重庆百货、武商集团等。

图24：上海百联 ZX 趣创场



资料来源：中商咨询，东兴证券研究所

图25：上海静安大悦城快闪活动



资料来源：上海市静安区人民政府官网，东兴证券研究所

百货商超内部调改持续推进，有望与“兴趣消费”形成共振。行业进入存量竞争时代，提质增效为主旋律，内部调改为主要实现路径。调改既包含门店、业务经营方面的改造，也包含管理经营的改善优化。业务方面，门店升级改造大力推进。中国百货业协会调查统计显示，2023 年大多数企业均加大了门店调整改造力度，有 62% 的样本企业增加了门店调整改造的投入，67.5% 的样本企业认为调整改造升级将是百货零售业未来的经营重点。内部经营管理方面，通过人员精简、参与国企改革、学习国内外优秀零售商先进经营理念等方式降本增效、提高经营效率。百货商超零售业的内部调改有望增强企业的竞争力，同时迎合“兴趣消费”发展趋势，有望实现同频共振，重新激发行业活力。

投资建议：消费者越来越注重消费的情绪满足，该趋势将在一段时间内持续，且与扩大内需政策方向吻合，行业增长动力十足。满足“兴趣消费”的品牌是最直接受益者，品牌力强、创新能力强及拥有强大 IP 的潮玩品牌，如泡泡玛特、名创优品等将有望受益；线下渠道为兴趣消费和首发经济的重要场景，也有望受益，叠加内部调改的推进，有望实现共振。兴趣消费主要集中在经济较发达、人口较多且氛围较好的一二线城市，看好在这些城市布局较多且公司经营理念先进，运营灵活的零售商。

4. 风险提示

政策出台落地不及预期，消费需求不及预期、行业竞争加剧等。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	商贸零售行业：11 月社零环比降速，政策支持品类表现突出	2024-12-19
行业普通报告	商贸零售行业：扩大内需激发消费市场活力，看好创新消费和服务型消费	2024-12-17
行业普通报告	商贸零售行业：10 月社零增长提速，受益于双十一提前和政策刺激	2024-11-19
行业普通报告	商贸零售行业：双十一大促完美收官，龙头美妆品牌表现亮眼	2024-11-15
行业普通报告	商贸零售行业：24 年 Q3 消费需求较弱，但政策刺激消费效果初显	2024-10-21
行业普通报告	美护行业：超长双十一大促开启，龙头美妆品牌开门红	2024-10-18
行业深度报告	跨境电商行业：高性价比消费时代，品牌出海大有可为	2024-09-27
行业普通报告	美护行业：国际美妆集团业绩表现偏弱，优质国货品牌迎发展机遇	2024-09-11
行业深度报告	商社行业 2024 年中期策略：关注国内高性价比消费和品牌出海	2024-07-31
行业普通报告	商贸零售行业：24 年上半年消费需求较弱，高性价比消费趋势明显	2024-07-16
公司普通报告	阿里巴巴-SW (09988.HK) 2024 年 1-3 月业绩公告点评：聚焦战略优先级业务，国内电商 GMV 实现双位数增长	2024-05-31

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019年1月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

魏宇萌

中国人民大学经济学学士，金融硕士。2020年7月加入东兴证券研究所，商贸零售与社会服务行业研究员，主要负责化妆品、免税、黄金珠宝、电商、传统零售等研究方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（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）：
以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（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）：
以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526