

行业评级：看好（维持）
证券研究报告 | 行业专题报告
美容护理
2025年3月17日



掘金新消费 新机遇

——新消费方向2025年度投资策略

证券分析师

姓名：丁一

S1350524040003

dingyi@huayuanstock.com

联系人

姓名：王悦

wangyue03@huayuanstock.com

联系人

姓名：周宸宇

zhouchenyu@huayuanstock.com

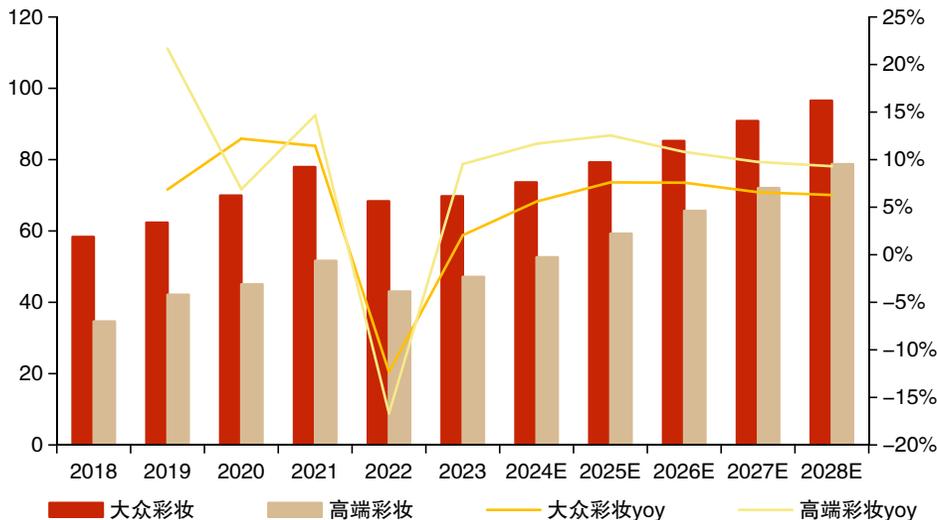
主要内容

1. 高端彩妆
2. 古法黄金
3. 现制饮品
4. 潮流玩具
5. 风险提示

1.1 行业分析：高端彩妆赛道成长性均优于大众赛道

- **行业规模：高端彩妆赛道成长性均优于大众赛道。**中国彩妆在经历2018-2021年的快速发展期(CAGR为12%，国货新锐品牌涌现)，2022年为调整期(同比下滑14%)，自2023年以来进入良性的发展阶段(2023年行业规模为1168亿元，同比+5%)。
 - 根据弗若斯特沙利文，预计23-28年中国高端彩妆市场规模CAGR分别为10.8%，高于同期大众彩妆的市场规模CAGR6.7%。随着消费水平的提高和社媒的宣传教育加大，近年来消费者对美妆产品的品质、安全、功效及设计等维度要求更高，我们预计2024年后高端价格带彩妆及护肤产品增速均表现更优。
- **品牌层面：高端外资彩妆品牌市占率占据前列。**
 - 具体来看，YSL于2018年首次进入前十榜；2022年及2023年，圣罗兰蝉联榜首，且市占率持续上涨。同时，2014年及2015年还排在第6名的迪奥，于2019年晋升榜首，市占率高峰超6.0%，2023年市占率为5.4%。此外，定位高端的两大品牌香奈儿与Nars，2023年市占率较2019年分别+0.5pct及1.5pct。

图：2018-2028年中国彩妆行业按品牌定位拆分市场规模（十亿元）



表：2019-2023年中国彩妆行业市占率排行及占比情况

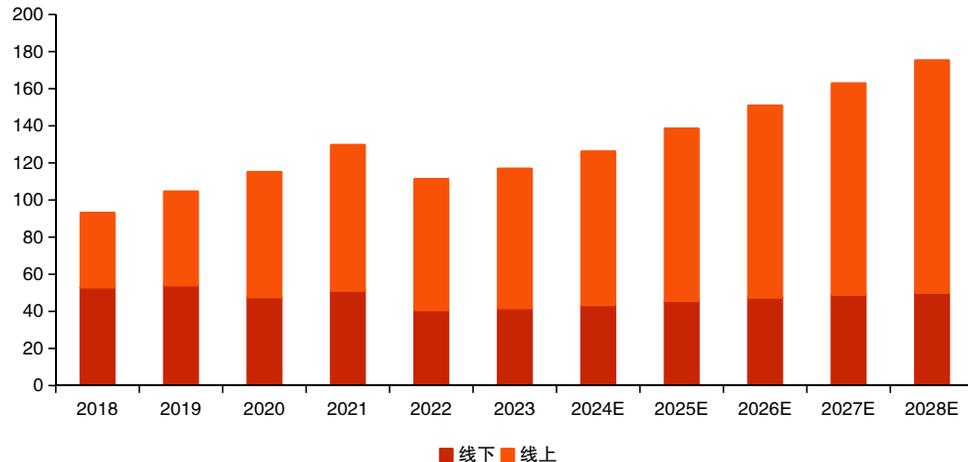
排名	2019		2020		2021		2022		2023	
	品牌	份额								
1	迪奥	6.1%	完美日记	6.7%	花西子	6.5%	圣罗兰	5.7%	圣罗兰	6.4%
2	完美日记	5.1%	迪奥	6.0%	完美日记	6.3%	迪奥	5.6%	迪奥	5.4%
3	美宝莲	5.1%	花西子	5.1%	迪奥	6.1%	花西子	5.4%	兰蔻	5.1%
4	兰蔻	4.9%	兰蔻	5.0%	兰蔻	5.1%	兰蔻	5.4%	花西子	4.3%
5	MAC	3.8%	美宝莲	4.0%	圣罗兰	4.3%	阿玛尼	3.3%	香奈儿	3.1%
6	圣罗兰	3.7%	圣罗兰	3.8%	阿玛尼	3.4%	完美日记	3.1%	阿玛尼	3.0%
7	卡姿兰	3.2%	MAC	3.4%	美宝莲	3.0%	3CE	2.9%	3CE	3.0%
8	阿玛尼	3.0%	阿玛尼	3.1%	MAC	2.9%	香奈儿	2.8%	卡姿兰	2.9%
9	花西子	2.9%	雅诗兰黛	2.6%	香奈儿	2.8%	卡姿兰	2.8%	MAC	2.8%
10	香奈儿	2.6%	香奈儿	2.5%	雅诗兰黛	2.7%	MAC	2.7%	Nars	2.7%



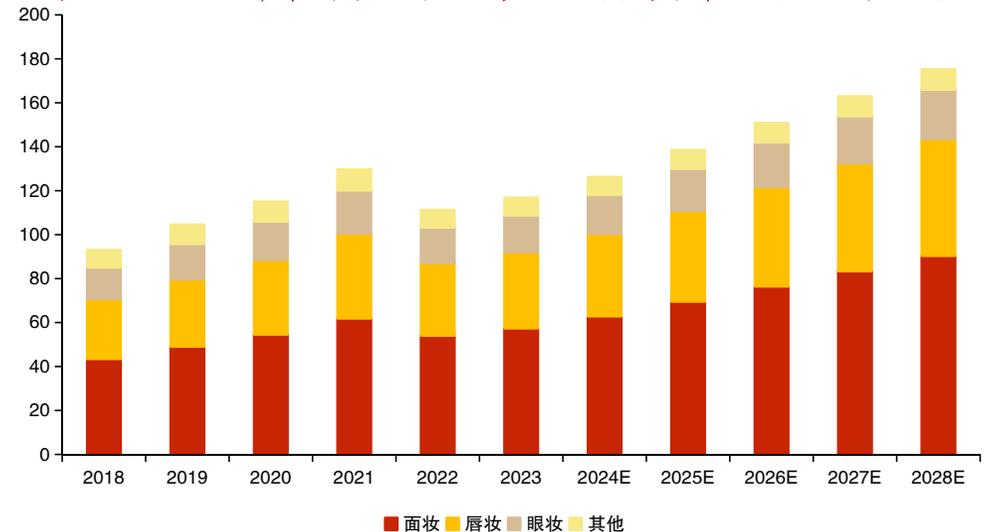
1.2 市场机会：“渠道+产品+营销”三大要素驱动行业变迁

- **渠道：线下→线上/百货渠道→新兴电商。**2017年及之前，百货为彩妆首要渠道，近年来，随着货架电商淘天及内容电商抖音驱动下，彩妆市场逐渐由线上渠道驱动增长。据弗若斯特沙利文，以零售额计算，彩妆的线上市场规模由2018年的400亿元增长至2023年的750亿元，CAGR达13.4%。2023年，线上渠道占彩妆行业比重达到64%，百货渠道占比仅为23%，虽仍为线下占比最高渠道，但线下渠道占比已下滑至35.8%。
- **产品：面妆为彩妆占比最高品类，且增速领先其他品类。**根据弗若斯特沙利文，以零售额计，2023年面部底妆/唇妆/眼妆/其他市占率分别为49.1%/29.7%/14.3%/6.8%，面妆为彩妆贡献最高子类目，2018-2023年对应CAGR分别为5.7%/5.0%/3.0%/0.3%，面妆品类增速也领先其余品类，随着消费者美妆经验的积累及对精致妆容的追求，未来其对面妆产品的需求逐年增长，或带动赛道持续高景气度，预计2023-2028年面妆市场规模CAGR达9.5%。
- **营销：东方美学为营销突围关键。**彩妆营销除外化的品宣以外，中国文化的内在表达及东方审美的气韵均为彩妆营销实现差异化的关键因素。其中，毛戈平基于创始人毛老师的美学理念，推出秉承光影美学和东方美学的美妆产品，彩棠以“中国妆，原生美”为品牌理念，打造专为中国面孔定制的彩妆品牌。
- **行业机会：基于较高专业性与创新性，专业彩妆品牌有望在中高端领域持续领先，如毛戈平。**

图：2018-2028年中国彩妆行业按渠道拆分市场规模（十亿元）



图：2018-2028年中国彩妆行业按产品品类拆分市场规模（十亿元）



主要内容

1. 高端彩妆
2. 古法黄金
3. 现制饮品
4. 潮流玩具
5. 风险提示

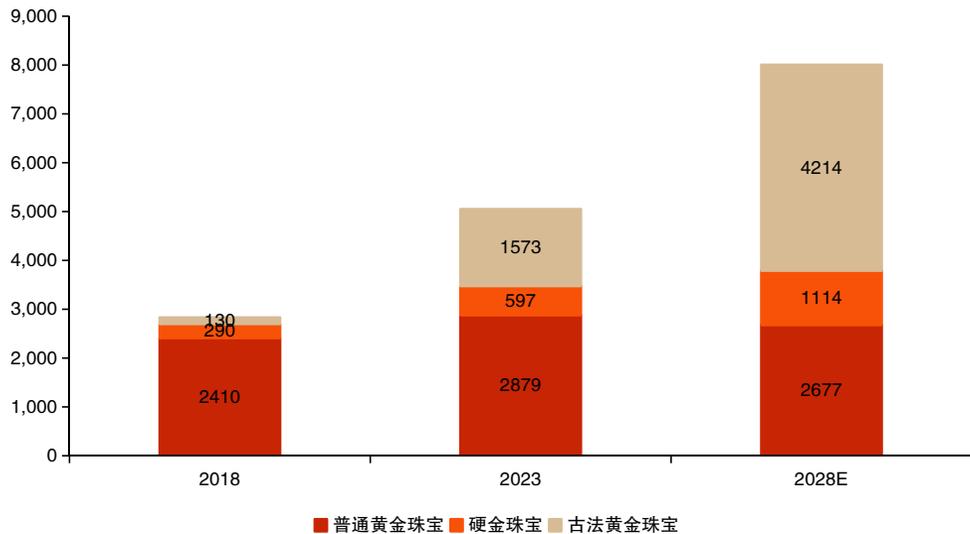
2.1 行业分析：古法黄金具备强劲增长潜力

- **行业分析：古法黄金具备强劲增长潜力。**按加工技术划分，黄金珠宝市场可分为普通、硬金及古法黄金。2023年，古法/硬金/普通黄金珠宝市场规模分别为1573/597/2879亿元，2018-2023年古法/硬金/普通黄金市场规模CAGR分别达64.6%/15.5%/3.6%，古法黄金品类早期基数较小，因此其增速显著快于其他品类，根据中商情报网，预计2023-2028年古法/硬金/普通黄金市场规模CAGR分别达21.8%/13.3%/-1.4%，虽古法黄金市场增速放缓但增长潜力仍优于其他品类。
- **竞争格局：2023年，老铺黄金在中国黄金珠宝/古法黄金市场分别占0.6%/2.0%，并于2022年及2023年按单店销售额计在中国主要黄金珠宝品牌中位居首位。**

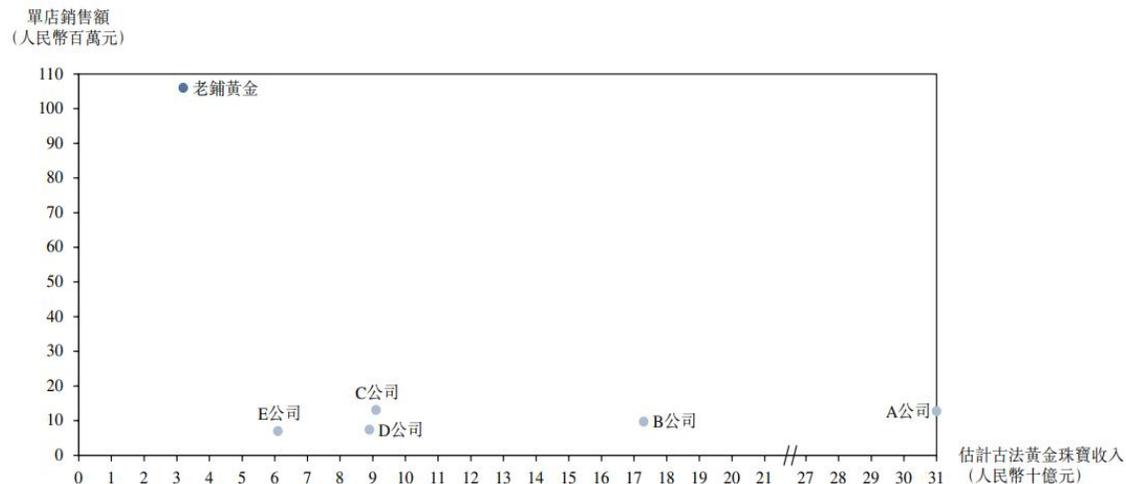
表：2023年中国黄金珠宝市场各公司市占率排行及占比情况（十亿元）

排名	公司	预计古法黄金珠宝收入	市场份额
1	A公司	31.0	19.7%
2	B公司	17.3	11.0%
3	C公司	9.1	5.8%
4	D公司	8.6	5.7%
5	E公司	6.1	3.9%
7	老铺黄金	3.2	2.0%

图：2018-2028中国黄金市场按加工技术拆分市场规模及预测（亿元）



图：2023年老铺黄金及按中国销售古法黄金珠宝收入计五大古法黄金珠宝品牌的竞争格局





2.2 市场机会：“工艺升级+国潮审美”驱动行业变迁

- 古法黄金行业增长动因：工艺升级+国潮审美。
- 古法黄金加工技术更具文化属性及东方审美，工艺升级驱动价格提升。足金珠宝按加工技术可分为古法黄金、硬金及普通黄金珠宝。1) 古法黄金为现代设计富蕴文化内涵的足金，经特殊的中国传统技术加工而成，要手工制作，较普通黄金珠宝更为昂贵和耗时。老铺黄金为国内首个推广古法黄金珠宝概念的品牌；2) 硬金珠宝主要采用电铸方式生产，具备高强度、轻巧特点；3) 普通黄金珠宝易变形且产品类型单一，通过常规加工技术制成，可完全由自动机器完成。
- 古法黄金设计高度匹配年轻人的审美及保值需求。“国潮”审美风尚日渐流行，年轻群体开始关注中国优秀传统文化，增强对中华文化认同感，古法黄金珠宝以其精美的外观、吉祥如意及丰富的文化内涵，在珠宝市场上掀起一股盛行的时尚风。基于中华民族文化崛起的背景下，古法黄金高度匹配国潮审美趋势，并承接部分高端西式珠宝的需求回流，预计年轻群体或将成为古法黄金消费主力军。老铺黄金为首个推广该概念的高端古法黄金品牌，凭借其精致的形态和文化内涵，在珠宝市场掀起时尚热潮。

图：按价格技术拆分黄金珠宝品类

古法黄金珠宝	为设计富蕴文化内涵的足金，经特殊的中国传统技术(包括锤、篆刻镂空、花丝、镶嵌及烧蓝)加工而成。需要手工制作，通常较普通黄金珠宝更为昂贵和耗时。
硬金珠宝	具有高强度、轻巧的特点，主要采用电铸方式生产，通过提高金含量、pH值、工作温度、有机发光剂含量、电铸溶液搅拌速度等方式可提高黄金的硬度和耐磨性。
普通黄金珠宝	通过常规加工技术(包括冲压、车花、抛光等)而成的纯金。该等技术现时可完全由自动机器完成。普通黄金珠宝通常容易变形且产品类型单一。

图：老铺黄金产品展示



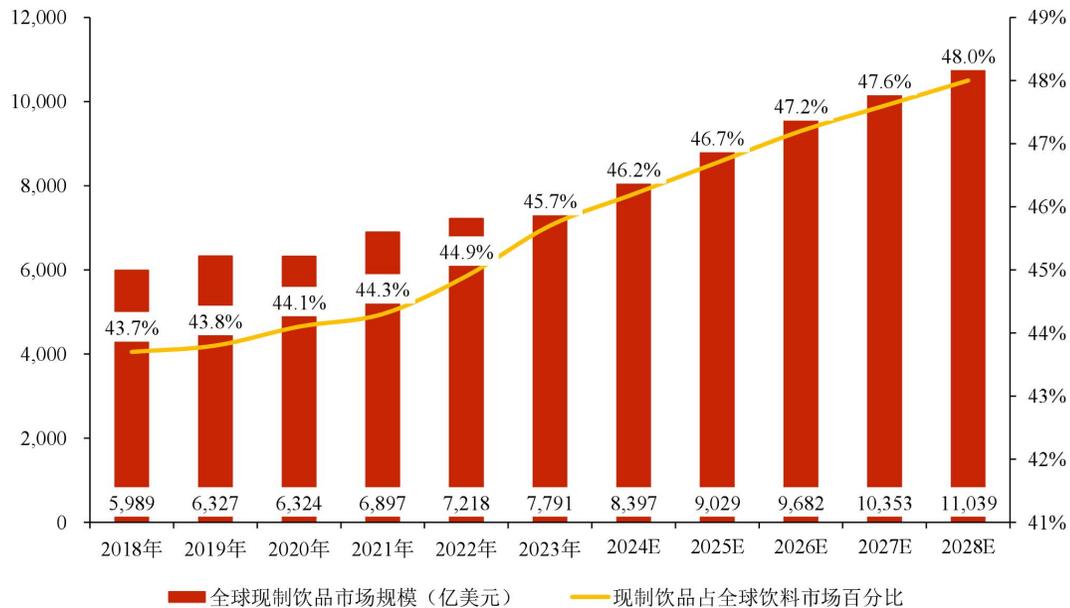
主要内容

1. 高端彩妆
2. 古法黄金
3. 现制饮品
4. 潮流玩具
5. 风险提示

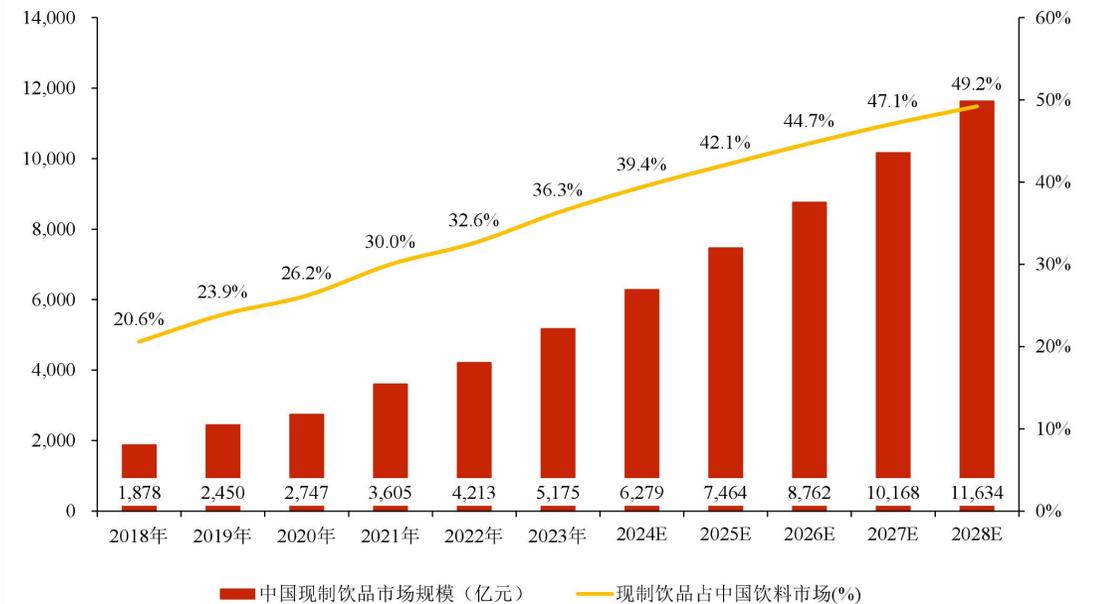
3.1 行业分析：全球现制饮品蓬勃发展，国内增速位居前列

- 全球现制饮品行业蓬勃发展。**据蜜雪集团招股书及灼识咨询，现制饮品是指现场制作的非酒精饮料产品，包括现制果饮、茶饮、冰淇淋及咖啡等。以终端零售额计算，截至2023年，全球现制饮品市场规模达7791亿美元，2018-2023年CAGR为5.4%，同时，现制饮品占比饮料市场提升至45.7%，较2018年增长2.0 pct。展望未来，据蜜雪集团招股书及灼识咨询，预计2028年世界饮品市场规模有望提升至11039亿美元，2023-2028年CAGR为7.2%，现制饮品在全球饮料市场中的占比预期提升至2028年的48%，较2023年增长 2.3 pct。
- 中国现制饮品市场近年发展迅速，且仍具有较大发展潜力。**全球现制饮品市场快速发展，中国及东南亚所代表的新兴市场为重要驱动力，据蜜雪集团招股书及灼识咨询，2023-2028年中国及东南亚市场预期CAGR分别为17.6%/19.8%，高于全球平均的同期CAGR 7.2%。此外，据蜜雪集团招股书及灼识咨询，2023年中国现制饮品消费量约占饮用水分摄入总量的1.6%，人均年消费量为22杯，均低于世界现制饮品成熟市场，未来发展空间较大。

图：2023年全球现制饮品市场规模达7791亿美元



图：预计2028年中国现制饮品市场规模增至11634亿元



3.2 市场机会：国内下沉市场增速较快，消费者对质价比产品需求较大

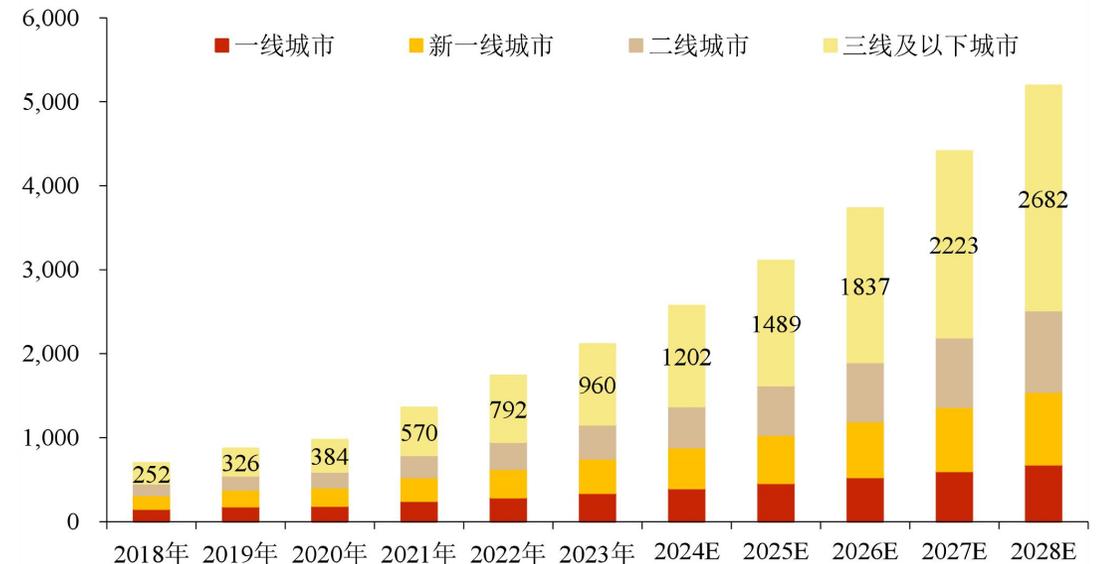
- 平价现制饮品有望成为行业新发展趋势。据蜜雪集团招股书及灼识咨询，2023年中国现制饮品市场规模为5175亿元，占中国饮料市场的36.3%，较2018年增长15.7 pct；预计2028年现制饮品规模将达11634亿元，占比中国饮料市场达49.2%，较2023年增长12.9 pct。
- 拆分城市级别看，据蜜雪集团招股书及灼识咨询，2023年，现制饮品国内规模最大的市场为三线及以下城市，为960亿元，2018-2023年CAGR为30.67%；据灼识咨询预期，2028年三线及以下城市现制饮品市场规模有望达2682亿元，2023-2028年CAGR为22.81%，下沉市场发展空间广阔。
- 拆分价格带看，据蜜雪集团招股书及灼识咨询，从现有市场规模看中价现制饮品在国内份额最高，且2018-2023年复合增速最快，但据灼识咨询预期，2023-2028年平价现制饮品年复合增速有望超越中价现制饮品，达22.2%，且市场规模有望逐步超越高价现制饮品，达3719亿元。
- 行业机会：基于茶饮市场对终端渠道覆盖范围及产品质价比的追求，品牌力较强且业务覆盖区域较广的头部茶饮品牌有望维持强竞争力，如蜜雪集团。

图：2023年以终端零售额统计及以饮品出杯量统计的中国前五大茶饮品牌

以终端零售额统计				
排名	品牌	主要商品价格带，人民币元	终端零售额，十亿人民币	以终端零售额计的市场份额
1	蜜雪冰城	2-8	42.7	20.2%
2	品牌 F	10-18	19.2	9.1%
3	品牌 G	10-22	16.9	8.0%
4	品牌 M	15-24	10.5	5.0%
5	品牌 H	7-22	9.7	4.6%

以饮品出杯量统计				
排名	品牌	主要商品价格带，人民币元	饮品出杯量，十亿杯	以终端零售额计的市场份额
1	蜜雪冰城	2-8	6.6	49.60%
2	品牌 F	10-18	1.2	9.00%
3	品牌 G	10-22	1	7.50%
4	品牌 H	7-22	0.6	4.50%
5	品牌 N	10-20	0.6	4.50%

图：预计2028年三线及以下市场现制饮品市场规模达2682亿元（单位：亿元）



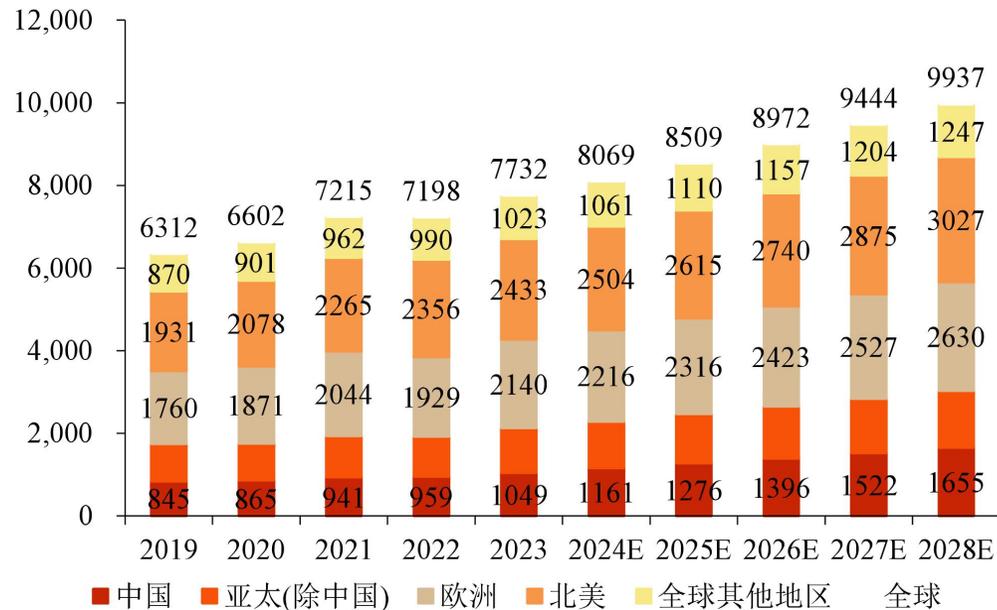
主要内容

1. 高端彩妆
2. 古法黄金
3. 现制饮品
4. 潮流玩具
5. 风险提示

4.1 行业分析：全球及国内玩具市场快速发展，潮玩客群有望拓宽

- 全球玩具市场规模较大。**据布鲁可招股书及弗若斯特沙利文，以GMV统计，2023年全球玩具市场规模为7731亿元，2019-2023年CAGR为5.2%，期间北美及中国为玩具市场发展较快的区域。虽中国人均玩具消费增长较快，但较欧美等玩具主要消费市场仍存在较大空间，且伴随客群对IP玩具的喜好逐步增长，叠加近期本土企业研发、产品质量及IP商业化逐步提升，推动中国玩具市场不断发展。据布鲁可招股书及弗若斯特沙利文，2028年中国玩具市场规模有望快速增长至1655亿元，2023-2028年CAGR为9.5%。
- 中国潮玩市场发展迅速。**伴随中国玩具市场及IP玩具快速发展，中国潮玩市场规模逐步提升，据观研天下微信公众号，2023年中国潮玩市场规模达626亿元，2019-2023年CAGR为31.24%，呈快速增长趋势，现有客群年龄主要集中在15-39岁，伴随新生代人口逐步成长，潮玩消费目标群体有望不断拓宽，行业发展有望维持快速增长的趋势。

图：2023年世界玩具市场规模为7731亿元（单位：亿元）



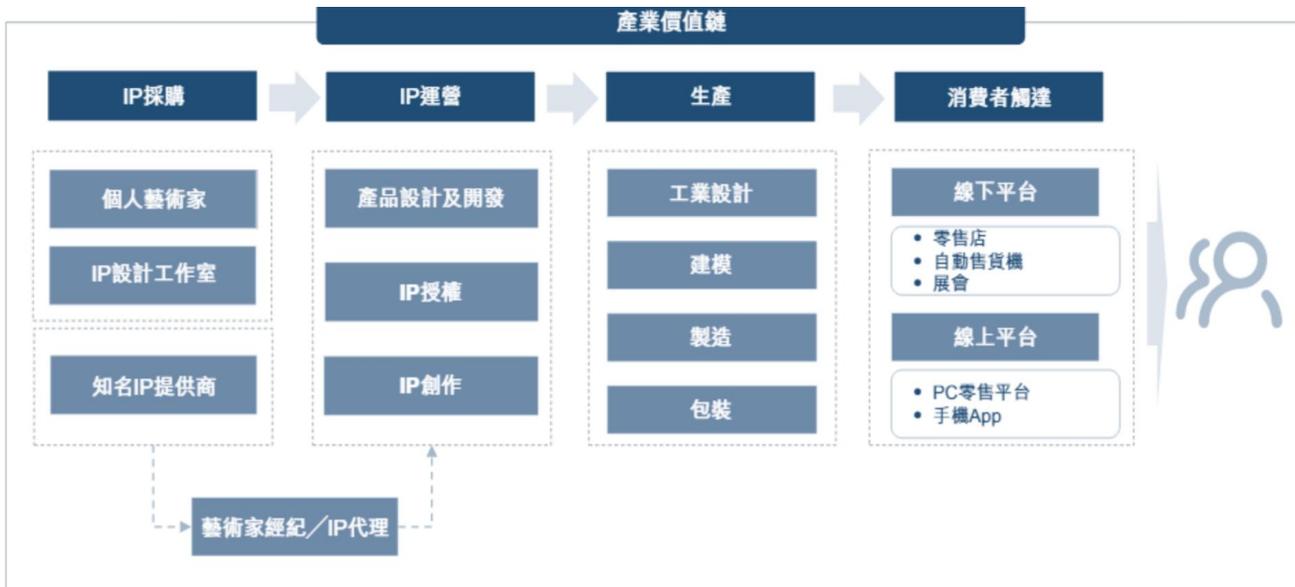
图：2023年中国潮玩市场规模为626亿元（单位：亿元）



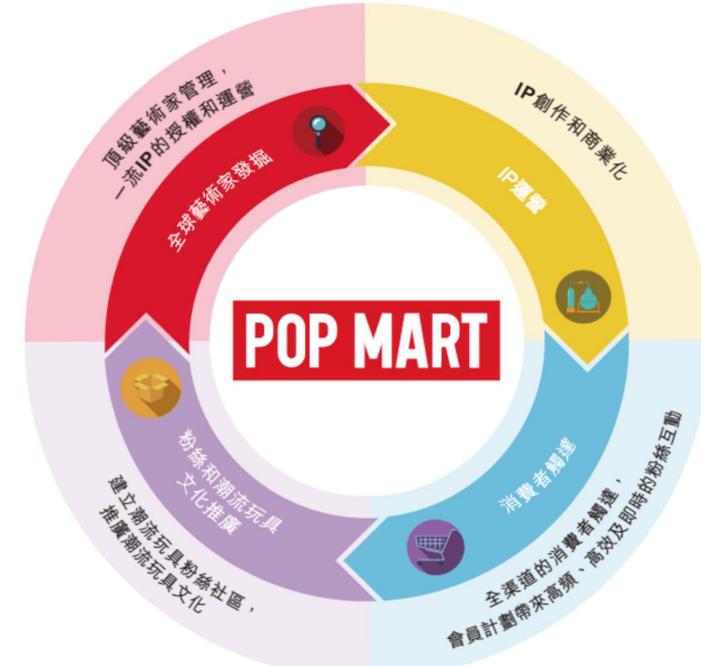
4.2 市场机会：具备IP创造及运营能力的品牌有望构筑坚实的竞争壁垒

- **中国潮玩零售市场价值链浅析：**据泡泡玛特招股书，中国潮玩零售市场价值链包括IP采购、IP运营、生产及消费者触达。从IP运营看，潮玩公司会与艺术家或成熟的IP提供商合作以获得高质量的IP，但处于市场领先地位的潮玩公司往往具备了IP商业化的强大运营能力。从渠道看，潮玩公司通常拥有线上及线下的多种销售渠道，但运营效率领先的公司则致力于自建渠道，以便更高效的提升品牌曝光度及品牌形象，并加强对终端的管控。
- **IP创造及运营能力是潮玩头部公司的核心竞争力。**据泡泡玛特公司公告，IP的运营与创意设计是泡泡玛特快速发展的核心因素。公司通过在全球范围内挖掘极具潜力的潮流艺术家及设计师，并通过成熟的IP运营体系，完成公司旗下广受欢迎的IP形象打造与传播。同时，公司亦持续推动产品的设计创新，不断丰富产品品类以拓宽客群覆盖范围，提高公司在行业内的竞争优势。
- **行业机会：**基于潮玩公司对IP创意设计 & 运营的核心需求，具备IP创造及对IP运营有丰富的成功经验的公司有望持续领跑行业，如泡泡玛特。

图：中国潮玩行业产业价值链包括IP采购、IP运营、生产及消费者触达



图：IP的运营与创意设计是泡泡玛特快速发展的核心因素



主要内容

1. 高端彩妆
2. 古法黄金
3. 现制饮品
4. 潮流玩具
5. 风险提示



- **零售环境修复不及预期风险。**可选消费行业受宏观经济及消费者消费意愿等因素影响较大，若零售环境修复不及预期，存在经营结果不及预期风险。
- **国际局势变动风险。**国际政治、经济环境、进出口目的国的贸易政策存在变化风险，可能带来进出口关税增加、国际供应链（海运等）成本增加等情况，将可能对具备出海逻辑或需进口原材料的企业造成影响。
- **市场竞争加剧风险。**国内消费细分市场存在多品牌竞争的情况，若市场规模增长遇到瓶颈，则有同业竞争加剧的风险。



证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，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客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数。



華源証券

HUAYUAN SECURITIES