

# 消费增长新范式思考系列之二

## 本轮崛起的新消费品牌究竟“新”在何处？

优于大市

### ◆ 行业研究 · 行业快评

### ◆ 商贸零售

### ◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：	张峻豪	021-60933168	zhangjh@guosen.com.cn	执证编码：S0980517070001
证券分析师：	孙乔容若	021-60375463	sunqiaorongruo@guosen.com.cn	执证编码：S0980523090004
证券分析师：	柳旭	0755-81981311	liuxu1@guosen.com.cn	执证编码：S0980522120001

### 事项：

2024年以来虽然消费大盘相对承压，传统消费龙头股价也相对平淡，但以泡泡玛特、老铺黄金、布鲁可、毛戈平等为代表的港股新消费标的，以及A股个护板块内的高增长标的，均实现了亮眼的股价表现。引发了市场对于新消费行情的讨论。

**国信零售观点：**本轮崛起的新消费品牌有着诸多不同以往的特质：1) 品牌所属行业普遍是有着较为充分消费者认知的传统赛道，且存在个股基本面表现显著独立于行业的弱beta强alpha特征；2) 这些品牌并非行业新进入的搅局者，往往在一些细分赛道中已经有着深厚的品牌消费心智，并呈现品牌力破圈趋势，这些心智的搭建往往短期较难被复制；3) 相关品牌虽然也是借助了兴趣电商及内容营销等方式实现了销售快速破圈，但盈利能力并未如前一轮新消费品牌那样出现持续亏损，相反稳步上行。

我们认为：**区别于此前的新消费品牌更多为新渠道或是新业态消费，本轮新消费应以“新质消费”来理解**，这些品牌逆势破局的关键点在于对新的消费需求洞察后，从品质、情绪价值和实用痛点三个维度实现了产品的升级创新，从而带动了品牌溢价的逆势提升。再依托兴趣电商、内容营销等杠杆工具，实现了指数级的爆发。原因在于：一方面，流量红利见顶下，效率较高的渠道杠杆费用率也较高，因此必须具备足够的毛利空间才可能保障最终盈利水平；另一方面，提升品牌力能够形成品牌自有流量，弱化外部平台和市场的波动影响，提升长期持续增长的稳定性。因而这些品牌不仅具备业绩稀缺性也具备长期增长确定性。

整体来看，在当前消费行业仍待拐点的大背景下，上述新消费品牌依托短期较难被复制的底层能力，其业绩稀缺性特征未来一段时间将持续存在，而行业格局演变下的份额替代，也为相关公司远期规模测算提供对标。我们继续推荐：1) **个护赛道**：产品创新带动传统品类迭代升级，老牌国货实现二次焕新突破，登康口腔、润本股份、百亚股份、拉芳家化等；2) **美妆赛道**：国货替代大趋势下，具备产品差异化竞争力的龙头品牌持续突破，毛戈平、巨子生物、丸美生物、上美股份等；3) **IP潮玩**：情绪价值需求持续提升，潮玩龙头依托IP矩阵化建设实现快速扩张，泡泡玛特、布鲁可、名创优品等；4) **黄金珠宝**：依托古法金等新技术实现黄金产品设计感跃升，吸引新消费人群的快速扩圈，老铺黄金、潮宏基、周大福等。

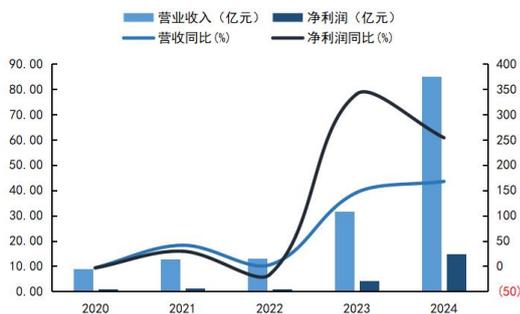
### 评论：

#### ◆ 以业绩高成长性以及稀缺性为支撑，新消费品牌行情表现突出

2023年以来，消费行业整体在多因素影响下相对承压，但部分优质消费标的仍有远超行业的基本面表现，在此支撑下的股价表现也极为亮眼。截止2025年4月15日，老铺黄金自上市首日以来最高上涨超过12倍，毛戈平上市后较首日最高涨幅达到124%，布鲁可上市后较首日最高涨幅达到85%，而泡泡玛特自2024年股价底部上涨也近10倍。

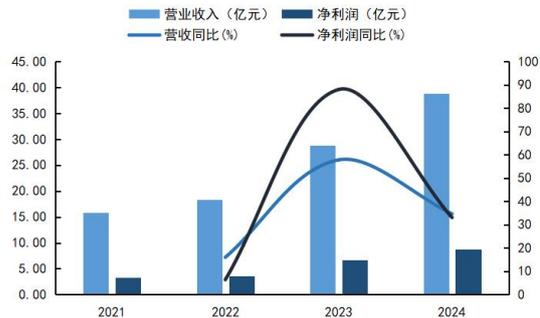
股价的亮眼表现虽有去年以来的一定内外部资金面因素影响，但是最主要的支撑驱动还是来自于上述企业独立于消费大盘的靓丽基本面支撑，而随着24年财报的披露，如下图所示，上述公司用优异的实际业绩表现，和积极乐观的业绩指引展望，进一步驱动了近期行情。

图1: 老铺黄金营收及净利润增速表现



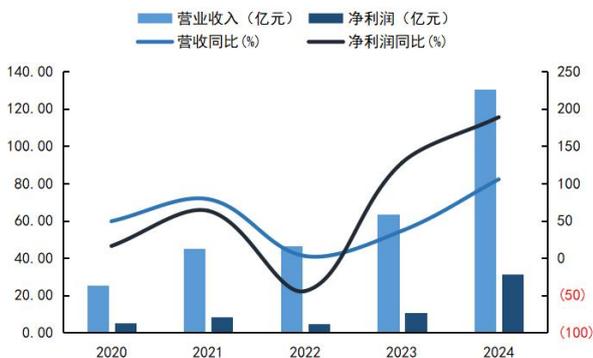
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图2: 毛戈平营收及净利润增速表现



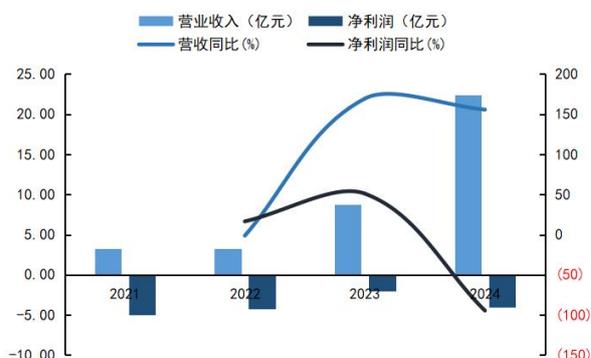
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图3: 泡泡玛特营收及净利润增速变化



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图4: 布鲁可营收及净利润增速变化



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

从上述公司 2024 年业绩表现来看, 有着以下两大特征:

- 1) 强爆发力, 体现在普遍超市场一致预期水平:** 根据 wind 数据显示, 截止 2024 年 12 月 31 日的万德一致预期数据, 老铺黄金 2024 年净利润预测平均值为 10.85 亿元, 而公司实际值达到 14.73 亿元; 泡泡玛特 2024 年市场净利润平均预测值为 24.39 亿元, 而公司实际值达到 31.25 亿元。
- 2) 强稀缺性, 体现在远超所在行业的平均水平:** 老铺黄金所处的黄金珠宝行业 2024 年社零增速为-3.1%, 而公司营收增速达到 167.46%; 毛戈平所处的化妆品行业 2024 年社零增速为-1.1%, 而公司 24 年营收增速则达到 34.61%。

同时也不止在 H 股, A 股中也有一部分品牌公司, 也通过产品端的升级创新和渠道变革, 在弱 beta 的传统赛道中, 实现了高速增长。如登康口腔、润本股份、若羽臣等旗下品牌, 在销售额 GMV 数据带动下, 近期同样实现了股价靓丽表现。

图5: 登康口腔旗下冷酸灵品牌的线上平台增速



资料来源: 久谦数据、国信证券经济研究所整理

图6: 若雨臣旗下绽家品牌的线上增速



资料来源: 久谦数据、国信证券经济研究所整理

上述公司的突出业绩表现, 以及所带动的靓丽行情, 在资本市场中引起热议, 且因其行情及业绩表现相对独立于整个消费行业, 因此市场将其归类于新消费板块, 以区别于表现相对平淡的传统消费板块。

但我们也应看到新消费这一提法最早出现于 2019 年时期, 在 2019 年至 2021 年期间, 资本市场也曾有过对于以高增长、高估值为特点的“新消费”标的追捧, 且企业所属赛道与当前也较为类似, 包括零食、茶饮、美妆、配饰及宠物等, 但在 2022 年后无论是一级市场还是二级市场, 相关标的最终却均出现了较为明显的估值及股价的回调。

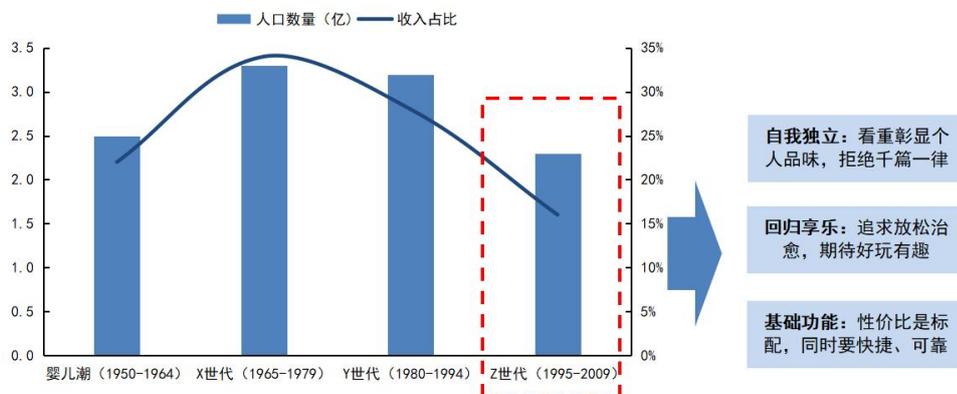
因此, 对于本轮新消费是否会重蹈前一轮的覆辙, 以及两轮新消费之间的本质差异在何处, 是目前市场较为关心的议题。而下文我们将自上而下从消费人群、行业格局以及企业增长驱动三个维度去理解两轮新消费的同与不同, 以判断本轮新消费板块公司业绩支撑的核心驱动因素, 以及对后续持续增长的演绎作解析。

◆ “新”在客群消费特征: 追寻质价比仍是主流, 情绪价值需求突显

Z 时代的年轻消费者自始至终都是当前成长型消费赛道的主力客群。追求时尚、个性化以及悦己是其主要的人群标签。但是经历 2023 年后的经济大环境变化, 这部分人群的消费心理也出现的较大变化。

2018 年前后, 随着 95 后年轻人群陆续步入职场, 成长于改革开放后物质相对富裕的这批消费者, 在父辈的财富积累扶持, 社媒新消费理念的教育下, 加之彼时地产财富效应仍有着较为明显驱动, 特别是在广阔的三四线城市, 逐步成为了消费升级的主力军, 也驱动了上一轮新消费品牌需求端的快速扩容。

图7: Z 世代人群比例及消费特质



资料来源: MobTech 研究院《2024 年情绪经济消费人群洞察》、国信证券经济研究所梳理

自 2023 年后，这部分人群消费心理出现较大变化：在短期经济大环境的多因素影响下，对于未来收入的不确定性是影响消费力的核心原因，同时国内经济增长的换挡转型阶段，地产等财产性收入的缩水进一步制约了消费意愿。

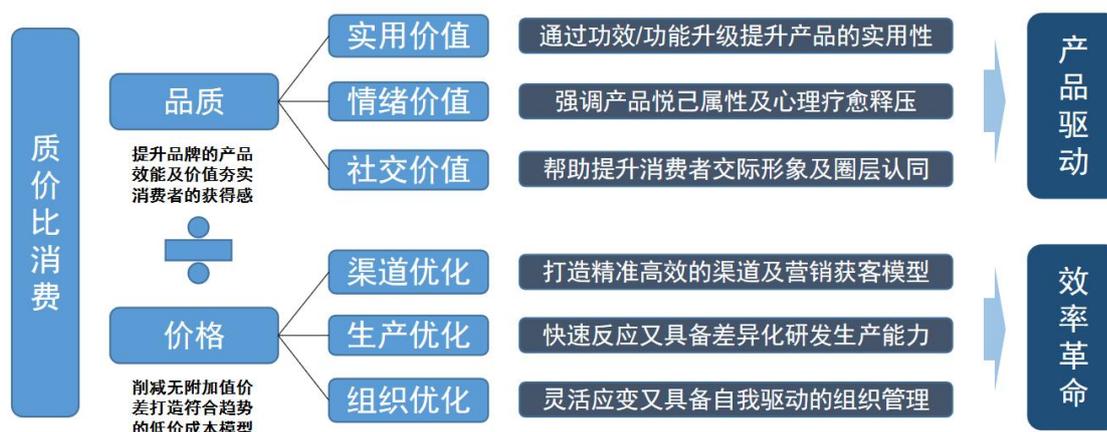
但同时，这些消费者过去多年所培养的消费习惯和不断提升的品牌认知，使其对于好的产品以及好的服务追求并没有改变，只是在有限的支出下会更加精挑细选更优性能的产品和更解决实际痛点的服务。因此，注重质价比成为了当前的消费主流趋势。

➢ 因此我们看到，随着消费者理念发生变化，新消费品牌的叙事方式也在相应调整：

疫情前十年中国消费者财富成长速度快于对品质认知水平提升速度，一个品牌新故事，一个产品新概念，配合新渠道就能带来爆发式增长。但从 23 年中开始新消费品牌中所出现的“雪糕刺客”到“花西币”等事件的出现，表明社会环境的变化令消费者不再对消费升级时期下的高溢价品牌叙事全盘买单，简单的平替模仿和没有差异化的产品升级提价，在没有稳定的品牌根基上，只会带来口碑的反噬。

因此，品牌也在顺应消费者心理变化，转化叙事模板，围绕消费者的需求提升产品价值；或是提升产品实用价值通过功效功能性升级，更有效解决消费实际需求痛点；或是夯实品牌的情绪价值、社交价值等，满足当前经济疗愈期，消费者以低成本方式获得社交情感和安全健康需求。

图8：质价比消费



资料来源：国信证券经济研究所梳理

从港股新消费品牌的情况来看，上述品牌均是在“质”上有着差异化的和切中需求的产品力，无论是老铺黄金开创的古法金风潮，毛戈平的“东方美学”美妆理念，还是泡泡玛特和布鲁可在独特 IP 附着下的情绪价值载体，均有着两大核心特征：1) 人无我有的差异化产品特点；2) 切中消费者需求的产品定位。这也均是符合了当前消费者心理变化趋势。

➢ 而在诸多的产品价值中，情绪价值的需求程度近年来尤为明显

根据马斯洛需求层次理论，居民在满足生理和安全等底层需求的基础上，会更加追求社交认同及自我实现等要求。这一趋势长期是持续的，只是在当前消费力相对承压的背景下，消费者会更加倾向于通过低成本的方式获取情绪/社交价值，而这也是“口红效应”的本质。对于当代国内年轻人，近年无论是职场上的晋升竞争，还是学业中的激烈比拼，内卷的社会环境都让人们感到压力加大，越发需要情绪的释放窗口。

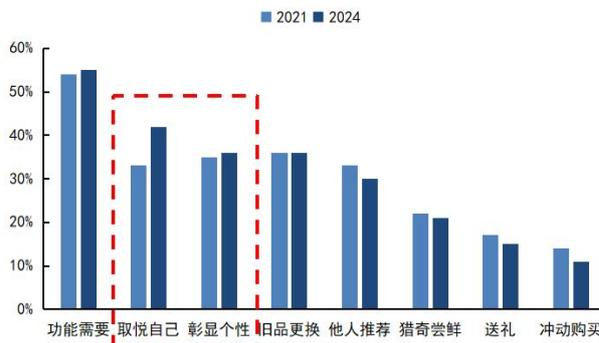
现代社会，消费这一行为不仅仅只是满足个体生理需求，同时也是进行社交、彰显个性以及实现自我肯定重要形式。只是对于品牌而言，当前这样一个割裂的时代，消费群体圈层化越发突出，且年轻消费者对品牌传播的价值也越发挑剔，同时情绪热点变化速度也极快。这些需求的满足需要较强的消费者洞察和产品灵活迭代能力。

图9: 马斯洛需求层次理论



资料来源: 亚伯拉罕·马斯洛《人类激励理论》、国信证券经济研究所整理

图10: 2021-2024 年居民消费动机变化



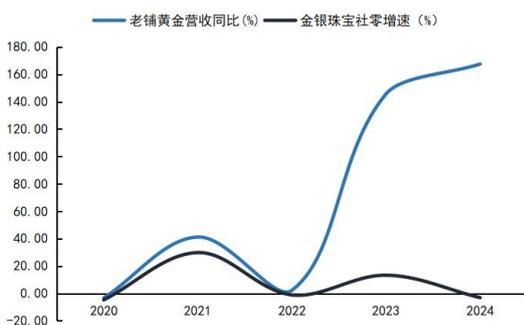
资料来源: MobTech 研究院《2024 年情绪经济消费人群洞察》、国信证券经济研究所整理

◆ “新” 在行业趋势: 弱 beta 下走出的强 alpha, 传统赛道中开出的灿烂之花

仔细分析来看, 当前的新消费标的所属行业并非完全的新兴行业, 如老铺所处的黄金珠宝行业, 毛戈平所属的化妆品行业, 泡泡玛特所处的玩具行业, 以及登康旗下冷酸灵和若羽臣旗下的绽家所处的个护家清行业, 都是在国内已经有着充分消费者教育的成熟消费品赛道。

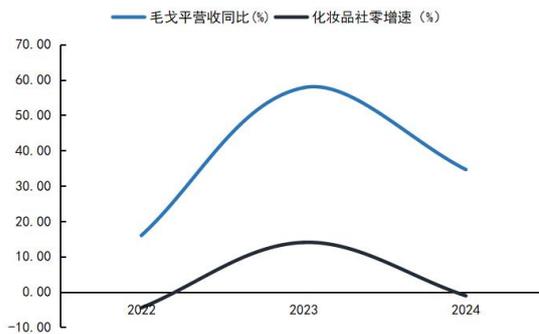
1) 行业呈现弱 beta, 企业强 alpha: 2018-2022 年的前一轮新消费呈现出来的是一种强 beta 型的行业性机遇, 所以也对应上了当时资本市场所提的“赛道股”之说。以美妆行业为例, 2017 年至 2023 年, 除了 2022 年因疫情影响, 年均基本保持双位数的增长, 行业也呈现百花齐放的特征。而当前上述部分行业本身的增速水平在过去几年中均呈现较明显的缩量特征, 如黄金珠宝、化妆品等行业在过去两年均有着较大的下行压力。

图11: 老铺黄金营收增速与黄金珠宝社零增速对比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图12: 毛戈平营收增速与化妆品社零增速对比

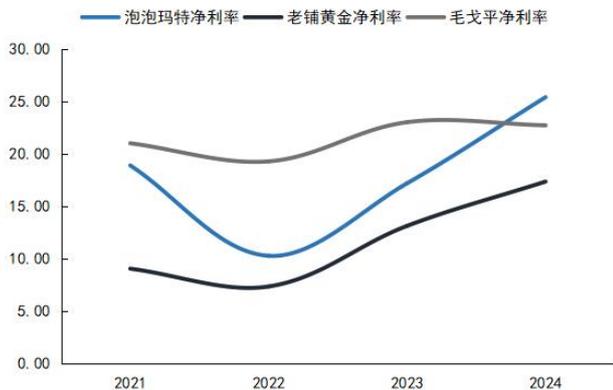


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

2) 企业已有成熟盈利模式, 自我造血能力强: 上一轮的新消费品牌, 普遍为仅成立两三年时间的“新”公司。这些企业成立时间普遍较短, 尚未建立成熟盈利模型, 虽然收入端有着极强的爆发力, 但是往往利润端呈现持续亏损的态势, 更多的是依赖于资本市场的输血得以持续经营。但也随着 23 年以来资本的退潮而失去了经营延续能力。

而近期的这些所谓新消费企业标的, 普遍都是有着至少五到十年以上积累的“老”公司。他们并不是依托某些商业模式创新或是激进变革进入行业的搅局者, 而是本身已经有着成熟盈利模型的企业, 只是在此基础上通过多年的品牌势能累积和产品迭代驱动, 实现了有质量、有盈利的高增长。

图13: 本轮新消费品牌的盈利能力普遍呈现提升趋势



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所梳理

➤ 存量玩家市场中的个体份额提升, 为当前新消费企业冠以稀缺性和确定性特征

总结来看, 本轮新消费企业, 很大程度中是在一个行业认知较为充分的传统赛道中, 跑出了极强的个体增长爆发力。进一步来看所属行业的格局, 普遍是在一个行业玩家较为稳定的格局中实现的份额快速获取, 我们认为当前形成这一特点的核心因素在于两个方面:

1) 底层运营模式的短期难以复制: 一方面, 23年以来的外部形势变化较为剧烈, 企业仓促转型应对难度较大: 23年以来很多企业面对新的消费形势应对不足, 多数运营思维仍停留在行业增量红利期, 仍是相对粗放的“铺货式”增长, 而缺乏围绕消费者需求挖掘的选品能力和品牌运营能力。另一方面, 底层运营模式的转变本身难度也较高: 哪怕部分企业意识到了问题所在, 短期要弥补这些短板, 往往意味着需要从管理层思维的调整出发, 并涉及供应链到渠道运营全链路的变革, 而在这些调整基础上, 品牌势能的积累和产品认知的提升, 也需要一定的时间和试错, 因此很难一蹴而就。

2) 存量竞争格局的优化: 一方面, 消费行业的缩量时代叠加缺乏新商业模式创新, 细分赛道行业格局难有新搅局者。上一轮新消费热潮中, 主要也伴随了兴趣电商、DTC等渠道商业模式创新, 这也给了很多新企业以弯道超车的机会, 但当前随着商业模式创新日趋平淡, 新的技术革新前景尚不明朗, 短期难有冲击格局的新变化; 另一方面, 国货替代趋势仍如火如荼。国际品牌的产品创新和渠道革新动作较为迟缓, 且在关税战的背景下, 国内消费者对于国货的偏好程度有望进一步提升, 从而也为头部国货新消费品牌带来确定性的份额提升空间。

图14: 2023年国内古法黄金品牌竞争格局

排名	公司	预计古法金产品收入 (十亿元)	市场份额
1	A	31	20%
2	B	17.3	11%
3	A	9.1	6%
4	B	8.6	6%
5	A	6.1	4%
	小计	72.4	46%
7	老铺黄金	3.2	2%

资料来源: 弗若斯特沙利文、国信证券经济研究所整理

图15: 2023年国内高端美妆品牌市场竞争格局

品牌名称	零售额	市场份额	线下渠道零售额	线下渠道市场份额
兰蔻	217.3	11.20%	90.7	9.50%
雅诗兰黛	179.0	9.20%	77.6	8.20%
海蓝之谜(估)	94.2	4.80%	61.1	6.40%
迪奥	66.8	3.40%	32.1	3.40%
SK2	66.6	3.40%	30.6	3.20%
CPB	50.3	2.60%	26.8	2.80%
YSL	49.7	2.60%	21.3	2.20%
娇兰	49.5	2.50%	38.7	4.10%
资生堂	48.1	2.50%	20.7	2.20%
香奈儿	38.5	2.00%	20.4	2.10%
赫莲娜	36.1	1.90%	17.5	1.80%
毛戈平	35.5	1.80%	20.3	2.10%
科颜氏	33.3	1.70%	15.4	1.60%

资料来源: 弗若斯特沙利文、国信证券经济研究所整理

因此，我们认为未来一段时间内，这类企业的业绩稀缺性特征可能持续存在。因而从资本市场角度，这类企业的估值溢价也可能一段时间内持续存在，但一方面，业绩的高速增长兑现可以快速消化短期估值；另一方面，竞争格局的持续优化也提供了增长的确切性。

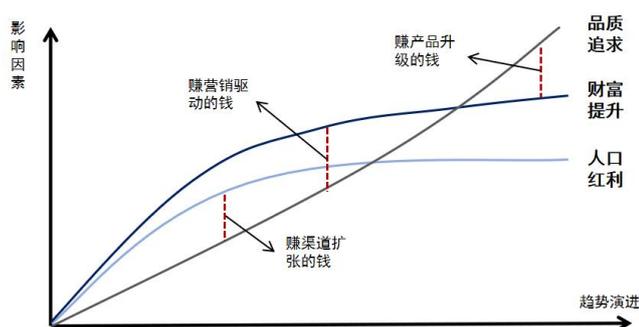
◆ “新”在增长驱动：以单位价值的提升为目的，以品牌升级和产品创新为手段

纵观中国消费品市场发展历程，我们认为，此前的发展驱动主要来自于渠道和营销的拉动：

- 1) 渠道驱动的底层在于国内人口和城镇化红利的快速释放，无论线上还是线下，企业通过渠道扩张追求最有效率和最大范围的消费者触达，本质上是帮助消费品发展前期实现渗透率的快速提升，但过度扩张也会导致库存压货行为出现；
- 2) 营销驱动的底层来源于居民财富增长速度快于认知提升速度。财富的提升带来对于好产品的追求，在居民整体的消费理念和认知水平仍需教育的阶段，企业通过各类型营销传播可以较好的赢得青睐，但过于重营销也导致各种“智商税”的出现。

而我们看到上一轮的新消费品牌能够得以快速崛起，本质上还是依托了新的内容电商渠道红利驱动：2018年开始，内容电商模式通过不断强化线上的交易效率，加速了各大消费品类渗透率提升速度。如上一轮新消费中的主力赛道化妆品行业，根据中国香妆协会发布的数据，其电商渠道占比从2017年的约23%提升至2024年的64%。因此我们一定程度上也可以说，上一轮新消费的本质是“新渠”消费。

图16: 消费行业底层驱动力的发展变化



资料来源：国信证券经济研究所梳理

但2023年后的问题在于，在消费力整体承压，线上流量红利又逐步消退，而渠道商业模式创新并不具备壁垒，在同质化竞争不断加剧的背景下，品牌在线上获客的成本也越来越高，盈利能力逐步承压。因此从企业微观来看，业绩的驱动也转而步入通过产品端的差异化推新和升级来实现。如老铺的古法金工艺，毛戈平东方美学的彩妆理念，以及泡泡玛特的多个差异化自有IP，都是其经营实现突破的核心抓手。

图17: 老铺、毛戈平、泡泡玛特所呈现的差异化产品特点

老铺黄金：古法金	泡泡玛特：系列IP潮玩	毛戈平：东方美学
<ul style="list-style-type: none"> <li>引领古法金技术产品，显著提升黄金产品的设计美感。</li> <li>融入宗教等产品概念，差异化定位提升产品溢价。</li> </ul> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>艺术家IP专属合作提供持续IP储备，以兼具美学设计与独特个性的设计，传递给Z世代消费者带来情感共鸣。</li> </ul> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>创始人IP作为品牌基因建立专属价值理念。</li> <li>故宫等代表传统文化的IP联名，与新一代消费者建立更多情感共鸣。</li> </ul> 

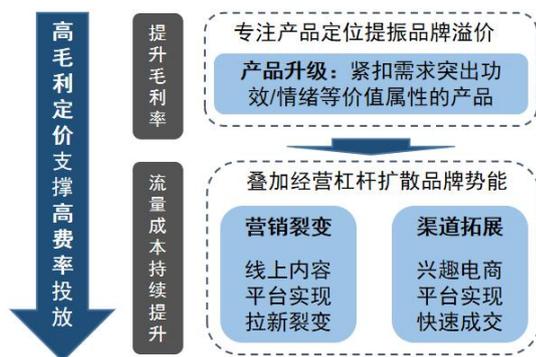
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所梳理

因此，总结来看，本轮新消费品牌的增长，主要是通过产品迭代下的品牌升级，来带动单位价值的提升，不在于量，而在于质，所以我们一定程度上可以说，本轮新消费的实质是“新质”消费。

➤ 以产品创新下的品牌升级为底层驱动，营销及渠道仅是放大工具

虽然表面上看，这些公司的增长都是借助到了当下主流的内容营销平台（如小红书等），和兴趣电商平台（如抖音等），但仔细分析，营收和渠道对于这类品牌更多的只是一种经营杠杆工具，而非这些品牌的底层壁垒。主要原因在于这些工具当前的盈利门槛在流量成本高企下被不断抬高，如果没有更高附加值的产品和更高的品牌溢价作为前提条件，是无法在盈利的前提去更好的使用的。

图18: 当前新消费品牌的增长模式



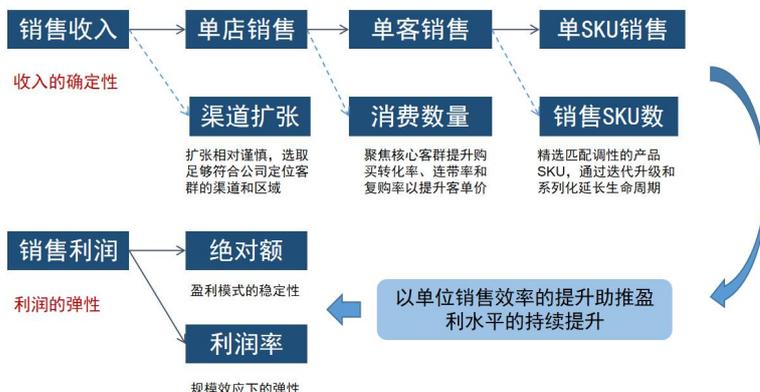
资料来源：国信证券经济研究所梳理

因此，当前对于品牌的运营要求也越发提升，我们认为实现这样的增长的前提是需要品牌通过精准的产品定位，在至少一个细分赛道下具备强品牌力，和极强的自我引流能力，正如我们在《消费增长新范式思考系列之一》中所强调的：品牌的高端化往往是在于找准自身客群和其需求场景，并通过自身精细化打磨的产品去切准这部分人群的特定场景需求，最终强化在在定位下的消费者认同形成强有力的品牌忠诚度。

➤ 更加重视单位效率的提升

本轮消费品牌，如果拆解其增长来源，发现这些品牌相对更加注重的是在品牌力提升的支撑下，实现单客、单店和单品效益驱动下的业绩提升。这样的增长不仅可以为品牌在收入端带来更为稳定的增长持续性，同时单位效率的提升，也在规模效应之下实现了更好的盈利弹性。

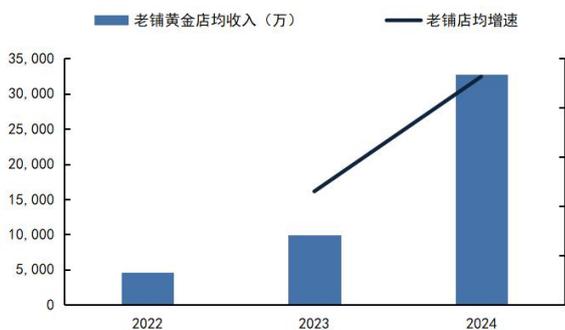
图19: 当前的新消费品牌更加重视单位销售效率的提升



资料来源：国信证券经济研究所梳理

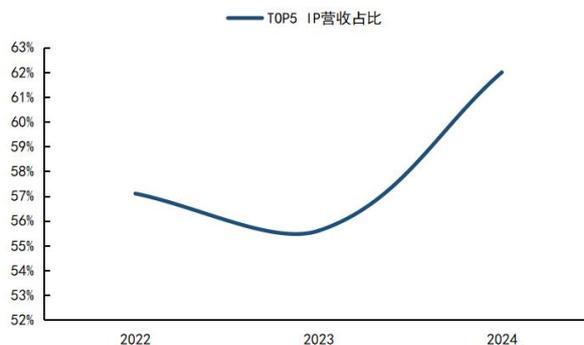
因此我们看到，如老铺黄金门店数量截止 2024 年仅 36 家，但店均收入达到 3.28 亿元，且公司在未来发展中也更加强调单店收入的持续优化提升；再如泡泡玛特现阶段在新 IP 持续培育扩张的同时，也相对更为强调对于现有 IP 的维护以实现生命周期持续延伸，前五大 IP 贡献收入 24 年提升至 60%以上；以及毛戈平通过线下门店服务的维护，实现了远好于同业的坪效水平。

图20: 老铺黄金的单店收入



资料来源：千瓜数据、国信证券经济研究所整理

图21: 泡泡玛特的头部 IP 贡献收入比例



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：重视内需消费大背景下，新消费赛道的投资机遇有望持续显现

整体来看，在当前政策转向内需消费较为明确，但当前行业整体仍待拐点的大背景下，上述新消费品牌依托短期较难被复制的底层能力，其业绩稀缺性特征未来一段时间将持续存在，而行业格局演变下的份额替代，也为相关公司远期规模测算提供对标。我们继续推荐：

- 1) **个护赛道**：产品创新带动传统品类迭代升级，传统国货实现二次焕新突破：登康口腔、润本股份、百亚股份、拉芳家化等；
- 2) **美妆赛道**：国货替代大趋势下，具备产品差异化竞争力的龙头品牌持续突围，毛戈平、巨子生物、丸美生物、上美股份等；
- 3) **IP 潮玩赛道**：情绪价值需求持续提升，潮玩龙头依托 IP 矩阵化建设实现扩张，泡泡玛特、布鲁可、名创优品等；
- 4) **黄金珠宝**：依托古法金等新技术完善黄金产品设计感，实现新人群的快速扩圈。老铺黄金、潮宏基、周大福等。

**表1: 重点公司盈利预测及估值**

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (元)	EPS (元/每股)			PE		总市值(亿元) 2025/4/21	
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E		2026E
6181. HK	老铺黄金	暂无	777	9.47	17.98	25.23	25.53	40.14	28.60	1308
1318. HK	毛戈平	暂无	98.20	2.18	2.44	3.12	29.31	37.36	29.21	481
9896. HK	名创优品	优于大市	30.55	2.09	2.44	2.94	20.91	11.76	9.75	382
9992. HK	泡泡玛特	优于大市	164.50	2.33	3.74	4.69	35.67	41.32	32.95	2209
2367. HK	巨子生物	优于大市	72.10	1.99	2.46	2.98	34.03	27.52	22.69	747
003006. SZ	百亚股份	优于大市	26.92	0.67	0.86	1.13	40.18	31.40	23.92	116

资料来源: Wind、国信证券经济研究所 注: 毛戈平、老铺黄金为 wind 一致预测, 毛戈平、老铺黄金、名创优品、泡泡玛特、巨子生物为港元

#### ◆ 风险提示:

消费行业持续承压; 行业竞争环境恶化, 价格战影响企业利润; 品牌出现公共舆情事件影响品牌力。

#### 相关研究报告:

《商贸零售行业 4 月投资策略暨一季报前瞻-关注内需提振下投资机遇, 以及关税问题下错杀个股》——2025-04-10

《母婴零售行业快评-生育政策历史复盘及影响梳理, 关注母婴产业链细分赛道机遇》——2025-03-17

《海外 IP 玩具龙头跟踪系列——乐高-收入及营业利润创历史新高, 持续拓展全球供应链和 IP 合作》——2025-03-16

《IP+商业专题研究系列——剖析乐高、三丽鸥及万代经营之道, 解锁 IP 潮玩龙头常青路》——2025-03-15

《商贸零售行业 3 月投资策略-3·8 大促国货美妆表现优异, 黄金珠宝行业有望迎拐点》——2025-03-11

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明显观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032