



聚焦“悦养身心”需求，技术+模式迭
代衍生时代投资机遇

社会服务行业2025年中期投资策略

姓名 初敏（分析师）

证书编号：S0790522080008

邮箱：chumin@kysec.cn

2025年5月8日

核心观点

1.悦养身心：寻找生活“小确幸”，新消费品牌百尺竿头

(1) 潮玩：当前全球潮玩产业处于全球化IP跨区域渗透、品类加速迭代创新、渠道网络生态趋于完善、IP文化逐步穿透消费代际的历史机遇期。展望2025年，全球大IP电影续作密集上新多及本土影游IP多维度崛起，IP内容赋能下授权衍生品市场空间广阔。从品类视角看，拼搭玩具互动性特征带来独特的跨代际IP运营空间，产品强创新、用户高粘性推动赛道长坡厚雪；同时重视服饰、珠宝、食玩等“IP+”跨品类潮流趋势带来用户价值提升机遇。经纬全球，各玩家尽管起点迥异，成长路径仍落脚到构建“IP-产品-用户”生态上，长期看具备自主产品深度迭代能力和跨媒介立体用户生态的企业有望在新一轮IP浪潮中脱颖而出。

受益标的：泡泡玛特、布鲁可、华立科技。

(2) 健康饮食与效率：卫健委提出2025年为“体重管理年”，果蔬、轻食、药膳等赛道崛起。根据艾媒咨询，中国代餐行业规模从2017年的仅58亿元增长至2022年的1322亿元，预计2022-2027年增速将为21.7%，在2027年达到3535亿元。肯德基、奈雪的茶加码布局轻食沙拉赛道，古茗、喜茶等饮品企业推出果蔬差、纤体茶等受消费者追捧。现制茶饮咖啡替代即饮软饮蕴藏大机遇，多品牌处于势能上升期，**受益标的：**蜜雪集团、古茗、霸王茶姬、瑞幸咖啡。

(3) 美丽：线上渠道仍有增量，抖音渠道具备更广阔发展潜力。业绩端看，国货品牌业绩表现分化。国产替代趋势持续演绎，2022-2024年国货市占率由13.3%上升至19.9%。国货龙头深耕细作乘势而上，趋势引领+多产品线/品牌布局+领先渠道打法三位一体。**受益标的：**巨子生物、毛戈平、上美股份。

(4) 旅游：疫后旅游作为精神消费代表，旅游出行已逐步成为低频可选消费中的相对刚需，展现较强的抗周期韧性，随着国民休闲意识增强和扩大假期消费政策牵引，我们预计大盘增速中枢预计维持在中高个位数（7-8%），同时出入境游保持持续复苏态势。OTA平台作为旅游类ETF受益大盘景气，在流量端分销地位增强抬升产业链地位，同业竞争格局基本稳固后为板块盈利能力上行提供核心支撑。回顾板块历史估值，板块投资建议结合旅游市场景气度边际变化和平台自身费用投放调整节奏。**受益标的：**携程集团-S、同程旅行。

2.技术变革：AI繁荣创作者生态拉动新营销，美妆、茶饮等应用场景多元可期

(1) AI+消费：AI助力视频、播客等生态繁荣，美丽、茶饮等赛道创新营销频出，2024年6月内容平台活跃创作者规模同比增长62%，AI助力内容创作平民化，2025年3月美图斩获中国非游戏厂商出海第4名（按收入计），美图旗下AI素材生成器Whee下载量和增速亮眼。根据观研天下，伴随“耳朵经济”崛起，2020-2022年我国中文播客听众的数量增长三倍，而听众规模也超过1亿人次，预计2025年我国中文播客听众数量将超过1.5亿，播客创业迎新周期。**(2) AI在教育、人力资源领域亦有快速落地，受益标的：**美图、有道、科锐国际、同道猎聘。

3.出行消费：兼具韧性成长性，扩张周期关注强阿尔法龙头

(1) 本地生活：美团、滴滴布局巴西外卖市场，市场规模超200亿美金。**受益标的：**美团。**(2) 茶饮出海：**东方茶文化随中国丝绸之路和英国殖民时期出海，传播至中东、南美、非洲等世界各地，蜜雪冰城、霸王茶姬等多个品牌出海欧洲、美国、中东等地。**受益标的：**蜜雪冰城、霸王茶姬。

(3) 潮玩：头部玩家泡泡玛特、布鲁可加速经纬全球，IP/产品/品牌势能三维引擎螺旋式上升，有望在更广泛品类为全球消费创造情感溢价。

风险提示：国内及全球宏观经济波动；项目落地不及预期；零售不及预期；新进入者或已有竞争者带来的行业竞争加剧等。

目录

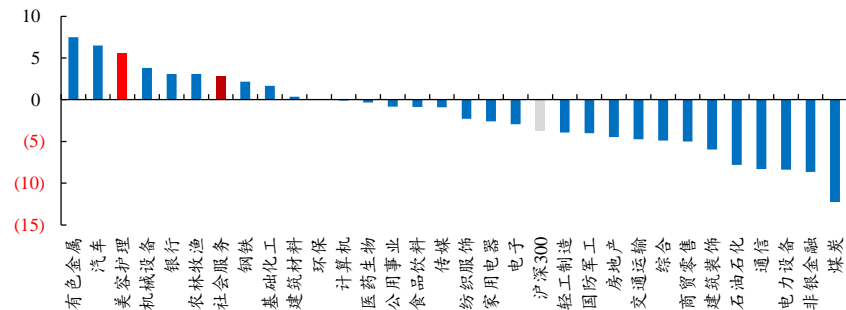
CONTENTS

- 1 板块复盘：提振内容预期抬升，公募持仓有望逐步回暖
- 2 悦养身心：寻找生活“小确幸”，新消费品牌百尺竿头
- 3 技术变革：AI繁荣创作者生态，应用场景多元可期
- 4 扬帆出海：本地平台进军拉美，潮玩龙头经纬全球
- 5 受益标的盈利预测与估值
- 6 风险提示

1.1 行情复盘：提振内需政策预期抬升，2025年A股社服、美护跑赢综指

- 截至4月25日，2025年A股社服/美护板块指数+2.81%/+5.55%。
- 社服板块：**年初受大盘资金风格向AI、机器人等新科技方向切换，A股板块短暂低位震荡；2月以来中央不断强化“全方位扩大内需”全年政策基调，社零消费复苏态势验证良好，4月美国关税政策进一步奠定内循环经济稳增长压舱石低位，顺周期板块情绪整体上行。
- 美容护理：**年初至今美护板块密集公布业绩，国产替代趋势持续演绎，业绩超预期带动个股结构性机会突出。个护板块受益产品创新及新渠道发力，业绩增长显著带动板块增长。

图2：2025年至今社服、美护板块在一级行业中排名7、3（单位：%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图1：2025年至今社服、美护板块跑赢综指（单位：%）

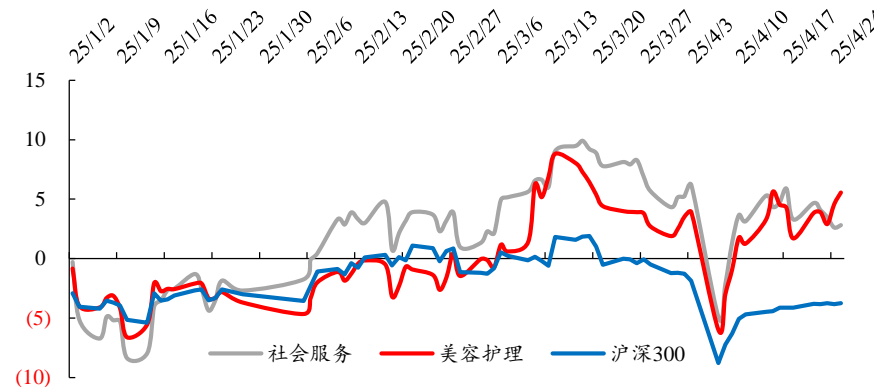
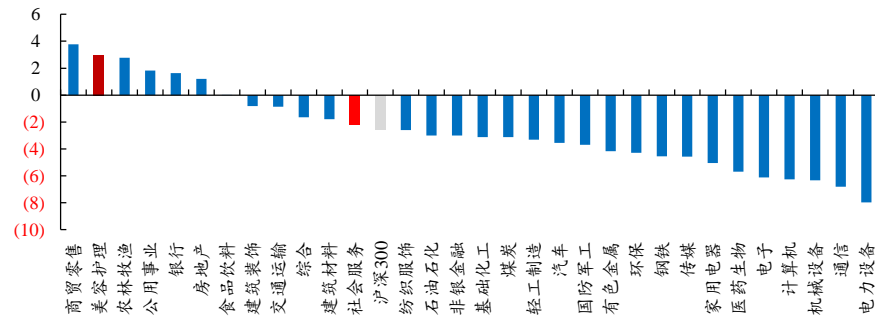


图3：2025年4月以来社服、美护板块在一级行业中排名2、12（单位：%）

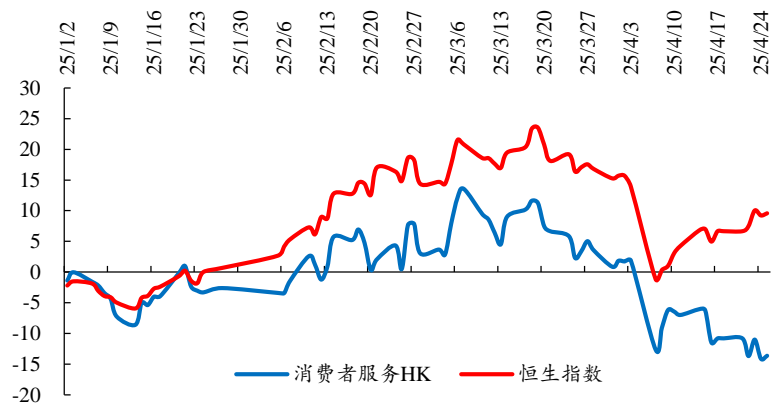


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1 行情复盘：港股消费者服务跑输综指，权重股估值水平整体回调

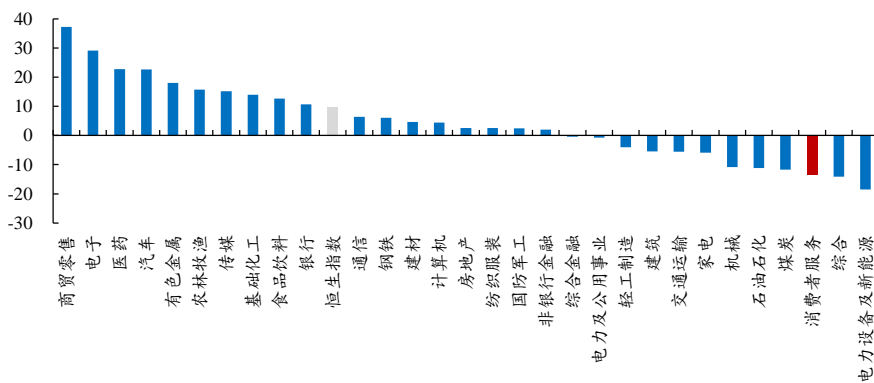
- 截至4月25日，2025年港股消费者板块指数-13.62%，在港股一级行业中排名第28，4月至今指数-14.3%。
- 2025年以来港股消费者服务板块走势与综指整体趋同，4月中旬以来行情分化主要系各细分板块表现分化较为明显，其中2024年区间涨幅较大的部分教育、旅游、餐饮权重股估值回调幅度较大拖累板块水平，前期验证经营阿尔法的头部服务消费互联网平台如美团-W、携程集团-S因行业格局竞争加剧、国际业务扩张引发市场对新周期盈利水平下行担忧，2025年至今两者股价均下跌-16%。

图4：2025年至今港股消费者服务板块跑输综指（单位：%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2025年至今港股消费者服务板块在一级行业中排名第28（单位：%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2 社服个股：潮玩龙头股价表现靓丽，绩优内需消费龙头具备韧性

社服板块：

• **A股**：Q1业绩稳健兑现+景气度边际改善的人力/旅游/教育标的涨幅相对突出，如科锐国际、学大教育、众信旅游、九华旅游等。

• 图6：2025年至今潮玩、餐饮龙头股价涨幅领跑

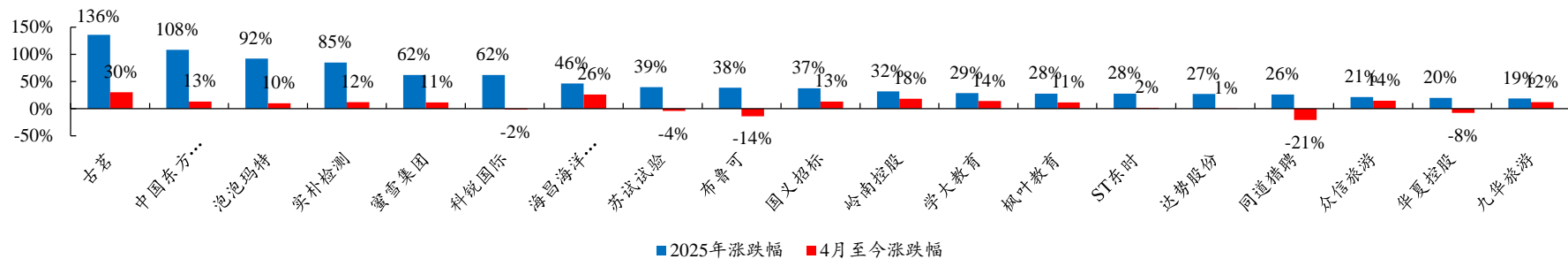
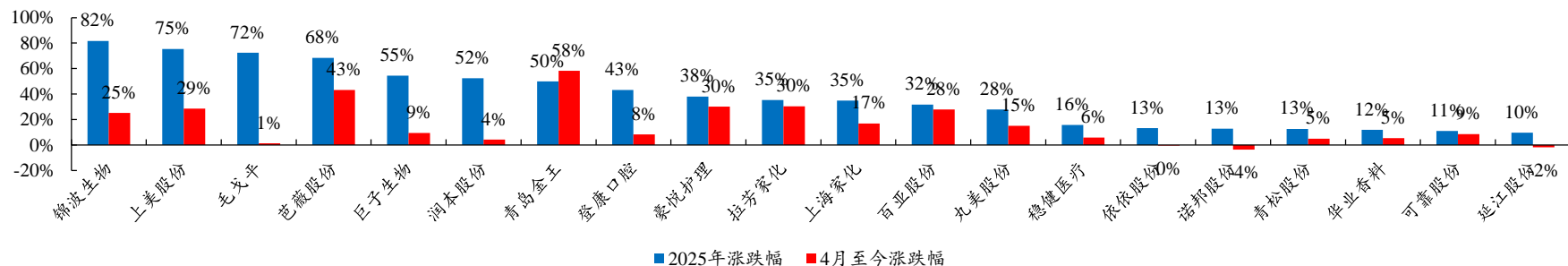


图7：2025年至今美护板块锦波生物、上美股份、毛戈平、巨子生物涨幅领先

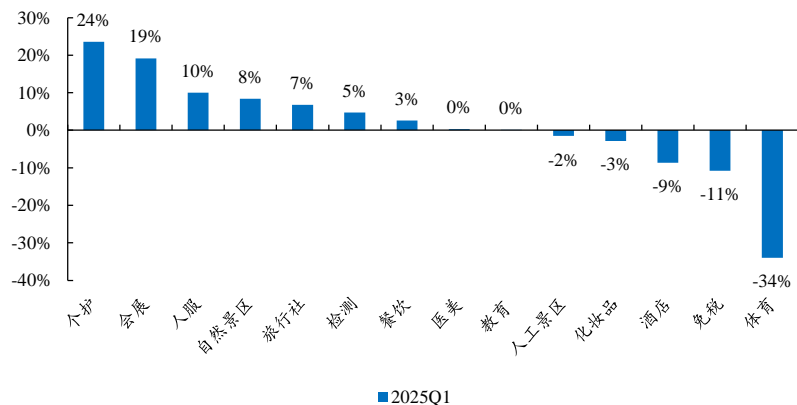


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3 Q1业绩：个护、会展子板块表现相对突出

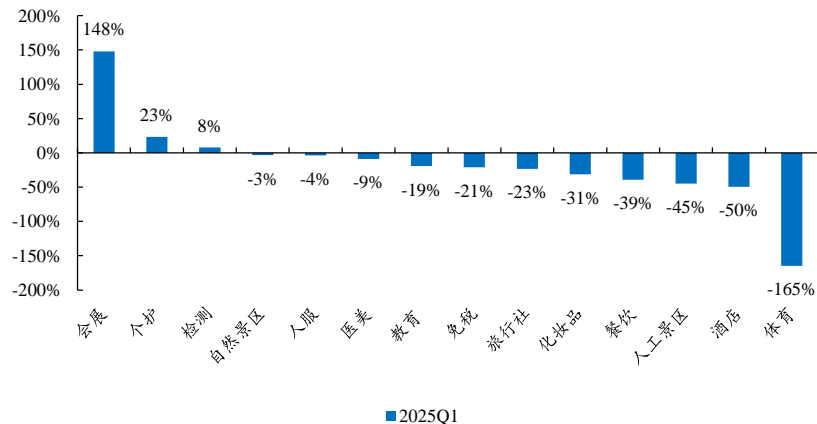
- **社会服务**：2025Q1服务零售同比增长5%，增速高于商品零售0.4pct，2025Q1A股子板块同比业绩表现会展（148%）>检测（8%）>自然景区（-3%），板块业绩兑现差异受到基数及成本周期影响。2025年初中央大力实施提振消费、扩大服务消费场景政策主基调积极，4月商务部9部门联合印发《服务消费提质惠民行动2025年工作方案》，方案聚焦餐饮、健康、文旅、体育、空中游览等新老消费领域消费活力释放。服务消费作为内需核心抓手，多赛道年内或迎业绩增长良机。
- **美容护理**：2025Q1A股子板块同比业绩表现个护（23%）>医美（-9%）>化妆品（-31%）。分板块看，个护受益产品创新及新渠道发力，业绩增长显著；医美胶原蛋白龙头领跑，终端整合持续推进，锦波生物凝胶产品获批，成长性延续；化妆品个股表现分化，港股标的成长性显著。国产替代趋势持续演绎，强者恒强。

图8：2025Q1会展、人服、自然景区等社服子板块营收同比增速领先



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2025Q1会展、检测、自然景区等社服子板块归母净利润同比增速领先

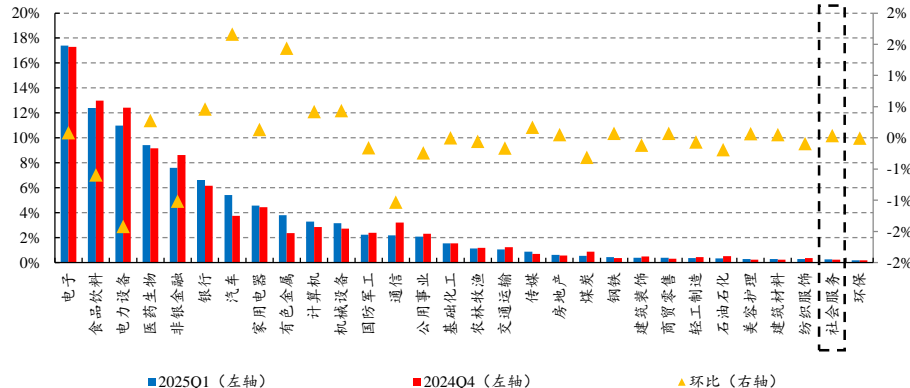


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4 持仓分析：2025Q1社服/美护A股板块持仓企稳回升

- 我们选取Wind开放式基金分类下的普通股票型基金和偏股混合型基金，作为主动偏股型公募基金样本，对社服、美护行业（仅覆盖A股）进行持仓分析：截至2025Q1，（1）**社会服务**：公募基金重仓市值为55亿元/环比提升15%，占基金重仓市值比例0.26%/环比小幅回升0.04pct，超配比例为-0.48%/环比提升0.06pct，板块基金持仓回暖，后续或仍有回升空间。（2）**美容护理**：美护板块公募基金重仓市值为63亿元/环比上升29%，占基金重仓市值比例0.29%/环比上升0.07pct，超配比例为-0.14%/环比抬升0.05pct。

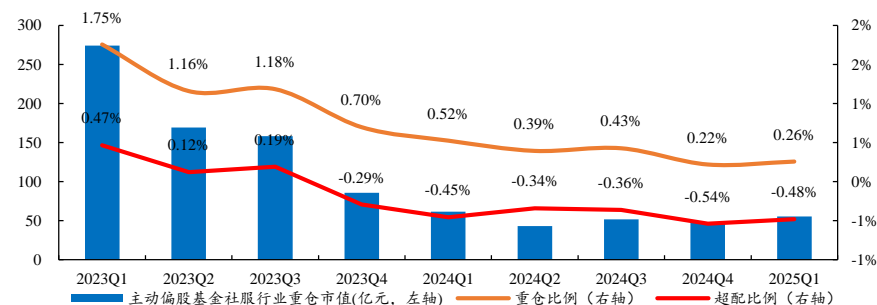
图11：2025Q1主动偏股型基金重仓中，社服、美护行业配置比例排名第29、26



数据来源：Wind、开源证券研究所

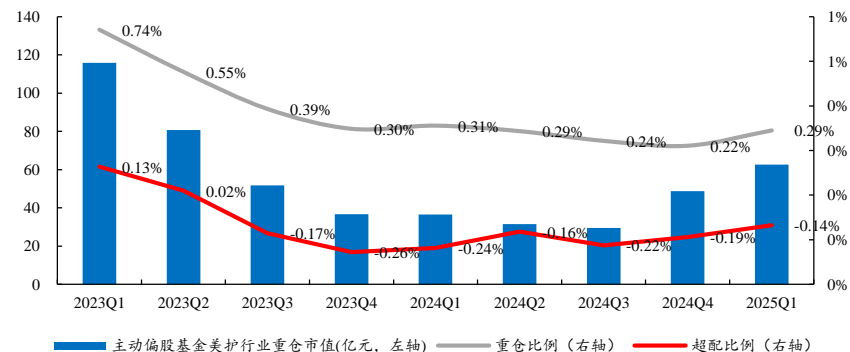
KYSEC

图10：2025Q1社服行业超配比例环比提升0.06pct



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2025Q1美护行业超配比例环比提升0.05pct



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3 个股持仓：A股权重股机构配置下降，部分小市值个股获增持

- **社会服务**：2025Q1主动偏股型基金社服行业重仓市值前十核心标的中北京人力、祥源文旅、科锐国际业绩弹性凸显，重仓基金数大幅上升，首旅酒店、锦江酒店、中国中免等出行链标的受制于消费力复苏，经营拐点尚需观察，机构整体减持。
- **美容护理**：锦波生物、润本股份、稳健医疗、登康口腔业绩弹性凸显，重仓基金数上升。

表1：截至2025Q1，社服板块宋城演艺、北京人力、祥源文旅持仓上升

公司简称	重仓基金数	较2024Q4变动	重仓个股市值(亿元)	较2024Q4变动	重仓市值占社服行业比例	较2024Q4变动
中国中免	29	(2)	26.109	(7.09)	32.02%	(8.78)
宋城演艺	8	(2)	9.511	0.55	11.67%	0.65
华测检测	12	(1)	8.662	(3.34)	10.62%	(4.13)
北京人力	15	8	7.324	1.74	8.98%	2.12
首旅酒店	16	(3)	6.570	(0.01)	8.06%	(0.03)
祥源文旅	23	13	6.488	5.39	7.96%	6.61
锦江酒店	11	(4)	3.777	(1.86)	4.63%	(2.30)
苏试试验	23	21	3.050	3.02	3.74%	3.70
科锐国际	27	9	2.751	0.81	3.37%	0.99
广电计量	30	23	2.309	1.90	2.83%	2.33

数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：截至2025Q1，美护板块锦波生物、润本股份获较多增持

公司简称	重仓基金数	较2024Q4变动	重仓个股市值(亿元)	较2024Q4变动	重仓市值占美护行业比例	较2024Q4变动
爱美客	33	4	18.87	(0.09)	30.13%	(8.83)
锦波生物	45	12	14.66	6.26	23.40%	6.15
百亚股份	24	(6)	7.36	(0.48)	11.75%	(4.37)
稳健医疗	34	8	7.07	2.93	11.29%	2.78
丸美生物	12	0	4.11	1.54	6.57%	1.28
润本股份	26	12	3.82	2.41	6.10%	3.20
珀莱雅	10	(1)	2.97	(0.71)	4.73%	(2.82)
登康口腔	23	14	2.60	1.81	4.15%	2.53
贝泰妮	2	1	0.53	0.52	0.84%	0.82
洁雅股份	1	0	0.47	(0.04)	0.75%	(0.29)

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3 个股持仓：Q1港股通持仓环比提升，子赛道龙头配置价值突出

- 2025Q1泡泡玛特、巨子生物、毛戈平、上美股份、中国东方教育等基金重仓市值环比 2024Q4 有较明显提升，美团、海底捞、东方甄选基金重仓市值下降较为明显。

图13：2025Q1泡泡玛特、巨子生物、毛戈平、上美股份重仓基金数量增加
(单位：个)

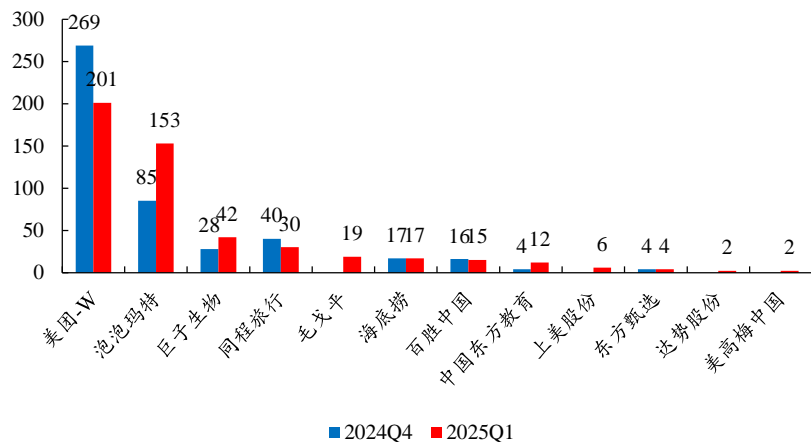
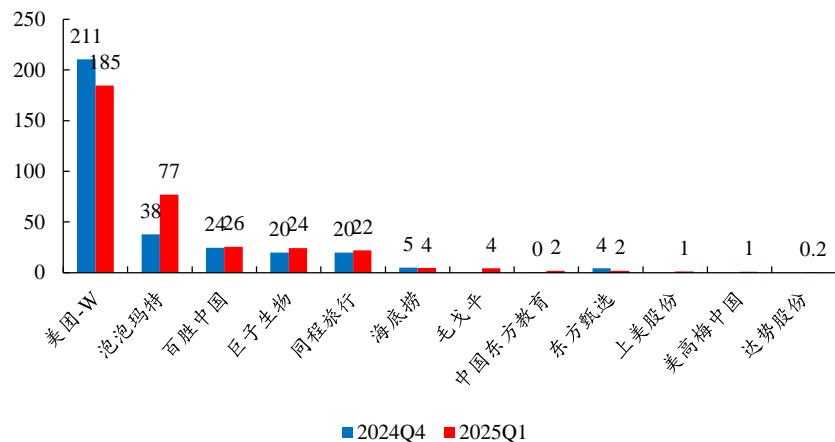


图14：2025Q1泡泡玛特、巨子生物、毛戈平、上美股份获较大幅增持
(单位：亿元)



数据来源：Wind、开源证券研究所

目录

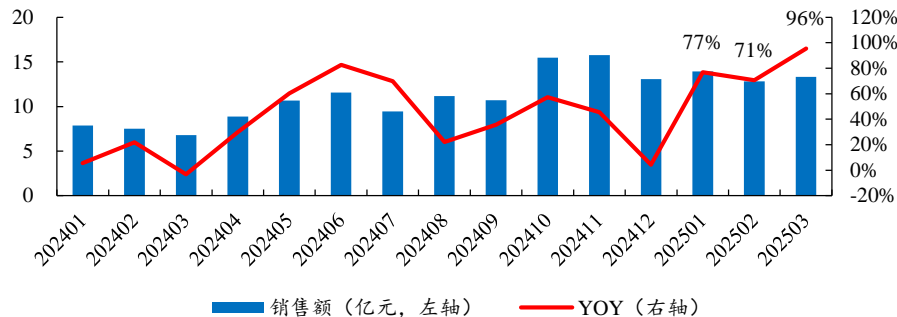
CONTENTS

- 1 板块复盘：提振内容预期抬升，公募持仓有望逐步回暖
- 2 悦养身心：寻找生活“小确幸”，新消费品牌百尺竿头
- 3 技术变革：AI繁荣创作者生态，应用场景多元可期
- 4 扬帆出海：本地平台进军拉美，潮玩龙头经纬全球
- 5 受益标的盈利预测与估值
- 6 风险提示

2.1 潮玩：长坡厚雪、景气持续，优质供给穿透代际

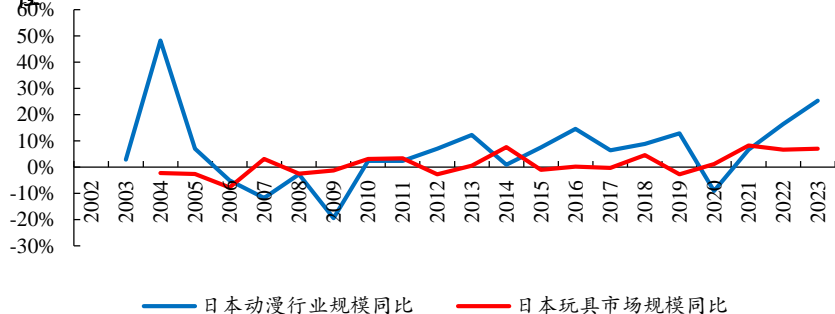
- 2025Q1国内潮玩线上线下销售整体延续景气，长期看中国IP潮玩仍是星辰大海。（1）需求侧看，玩具消费逐步穿透代际。受婚育观念变迁影响，国内新生儿人口对传统儿童玩具的长期刚性支撑逐步转向负面冲击，年轻一代二次元IP文化和悦己型消费崛起并将形成主流。
- （2）供给侧看，国产IP产业链多维度崛起。以日为鉴，2003年以来日本15岁以下人口数量逐年下降，但是玩具市场规模仍呈现趋势增长；滞后1-2期看，行业变动与日本动漫产业表现基本同步，隐含了动漫IP成年人衍生品对玩具市场的托举作用，围绕中国本土IP的产品打造，或为国内品牌突围主线之一。

图16：2025Q1国内潮玩品类线上销售额同比+96%



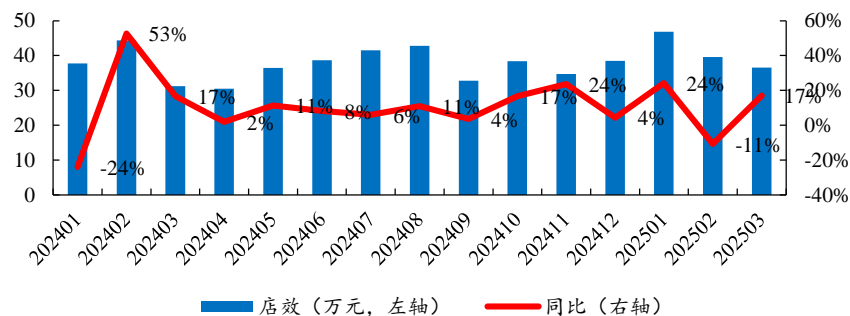
数据来源：久谦数据中台、开源证券研究所

图15：2000年后“少子化”趋势下日本玩具市场规模与动漫产业保持较强相关性



数据来源：Wind、日本玩具协会、开源证券研究所

图17：2025Q1国内潮玩线下店效同比+8.5%

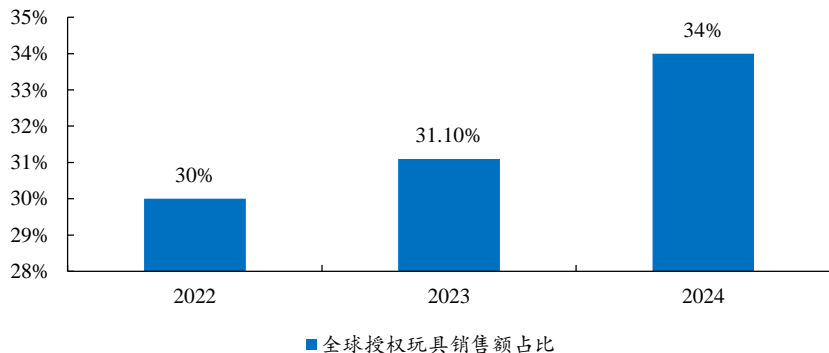


数据来源：久谦数据中台、开源证券研究所

2.1 潮玩：长坡厚雪、景气持续，优质供给穿透代际

- 展望全球：成人IP收藏潮玩驶入快车道，积木类目保持逆势增长。2024年G12国家玩具市场规模小幅降低0.6%，但IP授权玩具仍维持8%增长，销售额占比达到34%/同比+2.9pct，小型收藏品（公仔盲盒）、TCG卡牌和毛绒玩具等成人向收藏玩具销售额同比增长近5%。细分品类看，积木、毛绒、车辆玩具销售额分别同比增长14%/1%/3%，三大细分品类均保持连续5年保持正增长，其中积木类销售额和增长率方面均位居玩具市场榜首。
- 我们预计2025年全球玩具市场将受到院线和流媒体平台热门影视剧IP上线积极影响，持续激发年轻消费者对IP玩具和收藏品的购买兴趣。

图18：2024年G12市场授权玩具销售额占比提升至34%



数据来源：Circana、开源证券研究所

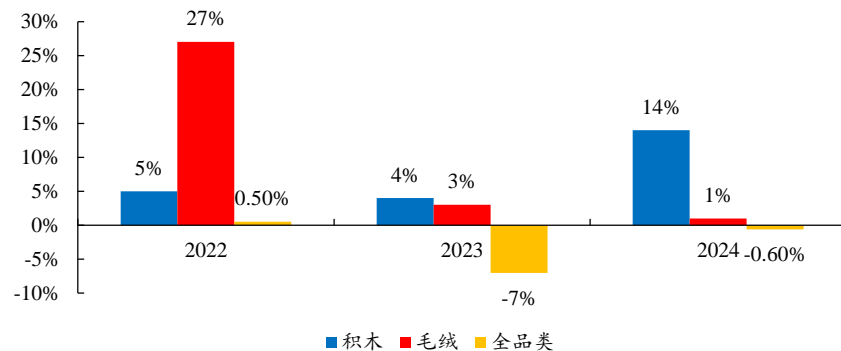
KYSEC

表3：2000年后“少子化”趋势下日本玩具市场规模与动漫产业保持较强相关性

片名	上映时间	出品方
《白雪公主》	2025年3月	迪士尼
《我的世界》	2025年4月	华纳兄弟
《星际宝贝史迪奇》	2025年5月	迪士尼
《驯龙高手3》	2025年6月	梦工厂
《侏罗纪世界4》	2025年6月	环球影业
《坏蛋联盟2》	2025年8月	梦工厂
《疯狂动物城2》	2025年11月	迪士尼
《阿凡达3：火与烬》	2025年12月	福克斯
《海绵宝宝4》	2025年12月	尼克罗顿

数据来源：Wind、日本玩具协会、开源证券研究所

图19：2024年G12市场积木玩具保持逆势增长



数据来源：Circana、开源证券研究所

2.1 潮玩：长坡厚雪、景气持续，优质供给穿透代际




- 我们看好拼搭玩具赛道长期成长潜力。（1）
驱动一：情感投射和价值认同穿透代际，拼搭玩具特有的及时反馈机制满足了人类对创造力思维和自我实现的天然向往，在受众上横跨益智/潮玩/收藏等多元圈层。
- （2）驱动二：正版IP+高性价比拼搭玩具仍相对稀缺，产品设计上，各大头部品牌产品与电影、游戏、艺术品、汽车的成人兴趣生活领域相结合依托国内供应链（产能、渠道）优势，更多国产正版高性价比IP玩具满足全球更广泛客群的消费需求。
- （3）驱动三：互动性、创意和个性化带来UGC运营空间，由官方搭台、粉丝唱戏，可构建“情感注入-创意表达-社交分享”的互动链条，形成用户驱动、社群互动、品牌赋能闭环，头部拼搭玩具品牌经过实践均已孵化出成熟的全球性粉丝共创生态，如乐高IDEAS平台、万代高达GBWC（GUNPLA BUILDERS WORLD CUP）大赛、布鲁可BFC（Blokees Figures Creator），品类自发性的社群裂变渗透为品牌沉淀用户资产，进一步建立文化认同。

图20：不同年龄层段对拼搭角色玩具消费者需求差异较大

特色人群		学前启蒙	儿童教娱	素质教育/玩乐	潮玩圈层	情怀收藏
用户画像	使用者	0-3岁幼儿	3-9岁儿童	9-18岁 小学/中学生	• 性别分布平均， 年龄呈两级分布， 18-24岁为主和部分 40-49岁人群	• 偏重男性，年龄 以35-50岁为主和部分 60岁以上及18-24 岁人群
	购买者	• 女性为主，年龄 以25-34岁为主，部 分分布在35-40 岁和50-59岁 • 购买意愿低，以 低线城市为主	• 女性为主，年龄 偏重30-44岁，以及 50岁以上 • 购买意愿中，比 较偏重三线 及以下城市	• 性别分布平均， 偏重25-39岁和部分 55-59岁 • 有自我购买意识 和能力，可识别品 牌	• 性别分布平均， 年龄呈两级分布， 18-24岁为主和部分 40-49岁人群 • 购买意愿也呈两 级分化，低购买意 愿和较强购买意愿 居多，以1/2线城市 为主	• 购买意愿高，以 1/2线城市为主
需求场景		亲子陪伴、益智启 蒙、能力训练	亲子陪伴、寓教于 乐、兴趣开发	课外能力培养、兴 趣培养、拼装娱乐	情绪价值、圈层爱 好、圈层社交	艺术收藏、硬核拼 装
关键购买要素		功能>性价比>品牌>正品>服务		IP>正版>玩法>热点>产品素质		IP>正版>素质>限量 >溢价

资料来源：灼识咨询、开源证券研究所

表4：乐高、万代、布鲁可致力于创造全球化的用户共创生态

用户生态	成立时间	覆盖区域	机制介绍	平台会员数	赛事场景
乐高IDEAS平台	2014年	全球	社区会员提交个人设计作品，2年内获得10000+平台用户支持后经评审成为LEGO IDEAS设计师，作品有机会转化为官方套装	截至2023年1月，注册会员约260万	
万代高达GBWC	2011年	全球16个参赛区域	赛制分为U-14、U20、OVER-21三个年龄组，赛程为区域预选赛→区域总决赛→世界总决赛，参赛者原则上需现场出席总决赛，已举办12届	/	
布鲁可BFC	2024年	全球	赛事体系包括线上创作赛、线下速拼赛、全球作品展三大核心板块，2025年第3届BFC创作赛分为4个子赛季和最终总决赛	截至2025年3月，注册会员300万	

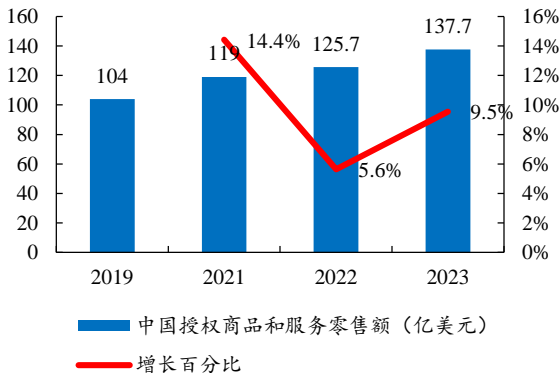
数据来源：乐高官网、万代GBWC官网、布鲁可公众号、酷玩潮公众号、开源证券研究所

2.1 潮玩：不止于潮玩，龙头探索IP+生态边界

国内潮玩积极拓展服饰、珠宝、食玩，丰富粉丝精神世界&生活角落。

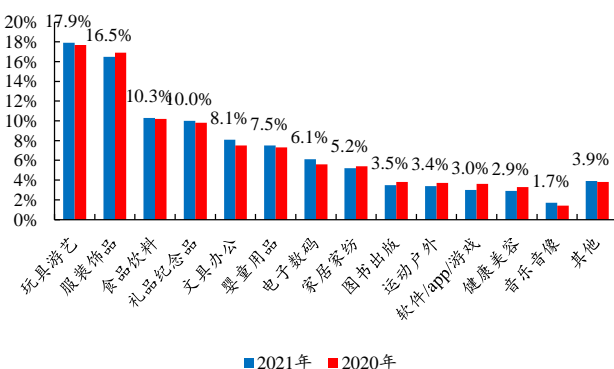
- **服饰：全球第一大授权品类**，2023年全球IP授权市场规模再次实现稳健增长，达到3565亿美元/同比增长4.6%，2021年服装、玩具、时尚配饰为前三大品类，市场规模分别占比14.3%、13.3% 和10.3%。2023年中国IP授权市场规模为137.7亿美元，同比增长9.5%，超过德国成为第四大市场，2021年被授权商中服装饰品占比16.5%，仅次于玩具游艺，排名第二。
- **头部公司布局潮流服饰市场，推动潮玩行业从单一产品向情感经济与生活方式品牌转型**。宝可梦、任天堂、FUNKO等潮流IP均与服饰展开广泛合作，头部公司通过“IP品牌化”，打破潮玩边界，推动行业从“收藏玩具”向“文化符号”跃迁，比如泡泡玛特Hirono小野全球品牌首店于2025年2月上海中环广场开业，以“情绪疗愈”为核心，通过空间叙事与产品矩阵构建沉浸式生活方式场景，将商品隐喻为“精神良药”，推出涵盖服饰、家居、联名潮玩的「Fight for Joy」主题系列。

图21：2023年中国IP授权市场规模为137.7亿美元，同比增长9.5%，超过德国成为第四大市场



数据来源：国际授权业协会、开源证券研究所

图22：2021年中国IP被授权商中服装饰品占比16.5%



数据来源：国际授权业协会、开源证券研究所

图23：Hirono小野品牌首店于2025年2月上海中环广场开业



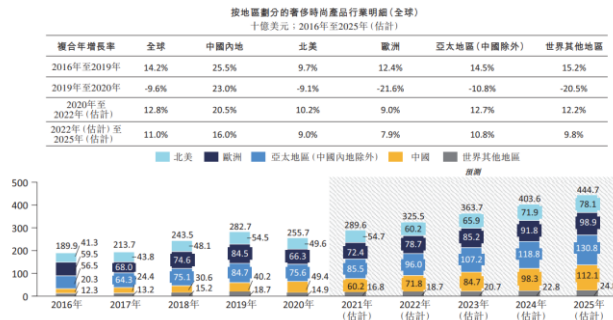
资料来源：泡泡玛特公众号

2.1 潮玩：不止于潮玩，龙头探索IP+生态边界

国内潮玩积极拓展服饰、珠宝、食玩，丰富粉丝精神世界&生活角落。

- **饰品：IP联名热迎新生代消费潮，泡泡玛特推出独立珠宝品牌。**根据弗若斯特沙利文，预估2024年全球奢侈时尚产业规模为4036亿美元，2022-2025年预计全球付费增速为11%。分地区来看，预估2024年北美地区市场规模为719亿美元，占比18%，亚太地区合计为2171亿美元，占比为54%。
- **珠宝 IP 联名正呈现出蓬勃发展的趋势。**从合作对象来看，联名 IP 的类型不断拓展，除了常见的动漫、影视 IP，如名牌珠宝（蒂芙尼、潮宏基）与蓝精灵、小马宝莉的合作，潮玩、艺术、游戏等领域的 IP 也纷纷入局。泡泡玛特推出独立珠宝品牌POPOP，品牌定位轻奢饰品，现已推出Molly、小野、SP等多个系列，单价与潘多拉基本一致，首家正式门店落址北京国贸。

图24：2024年全球奢侈时尚产业规模为4036亿美元，其中北美和中国市场分别为719、983亿美元



资料来源：APM Monaco招股说明书

图25：Tiffany联名宝可梦



资料来源：湖南省动漫游戏协会公众号

图26：POPOP产品已推出Molly、小野、SP等多个系列



资料来源：POPOP公众号

2.1 潮玩：不止于潮玩，龙头探索IP+生态边界

国内潮玩积极拓展服饰、珠宝、食玩，丰富粉丝精神世界&生活角落。

- **IP+餐饮：**日本市场发展历史成熟，受众从儿童扩展到年轻群体。根据万代披露数据，2022年日本食玩市场规模已达501亿日元，同比增长9.39%，截至2024年3月，30年内万代累计出货近28亿个，需求韧性充足且可穿越周期。近年日本食玩形式愈发多元精致，“玩具”属性更为凸显，30-49岁有娃人群，15-29岁年轻群体比例快速爬升，扩客群逻辑清晰。
- **国内初创食玩品牌快速涌现，潮玩龙头加码布局。**IP+零食产品加速迭代创新，卡游、泡泡玛特、华立科技等老牌公司均入局食玩，新品陆续推出：（1）**卡游：**首款食玩类产品“叶罗丽·星之颂曲 维生素C软糖（水蜜桃味）-第一弹”已上线；（2）**华立科技：**联合康师傅干脆面推出特别加傲盘礼盒，包含香爆脆干脆面与一张特别加傲盘；（3）**泡泡玛特：**联合新期天食品推出泡泡玛特首款小甜豆3D软糖，2024年9月MOLLY的甜品屋于泡泡玛特乐园上线。

图27：日本食玩消费群体中15-29岁的女性、男性消费人群在逐年增长



资料来源：文创潮公众号

图28：卡游、华立科技、泡泡玛特推出各类IP+实物产品

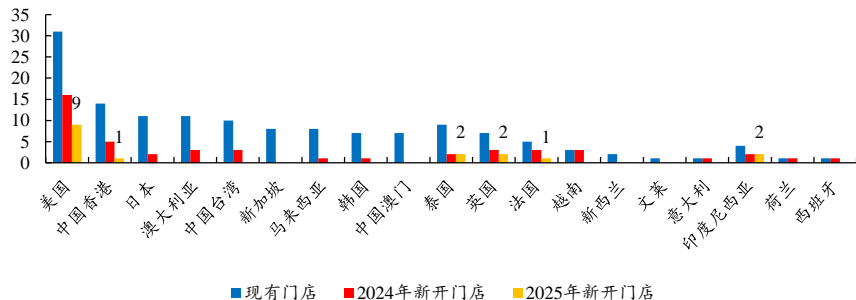


资料来源：IPC情报局公众号、泡泡玛特公众号

2.1 潮玩：IP潮玩龙头经纬全球，生态运营渐入佳境

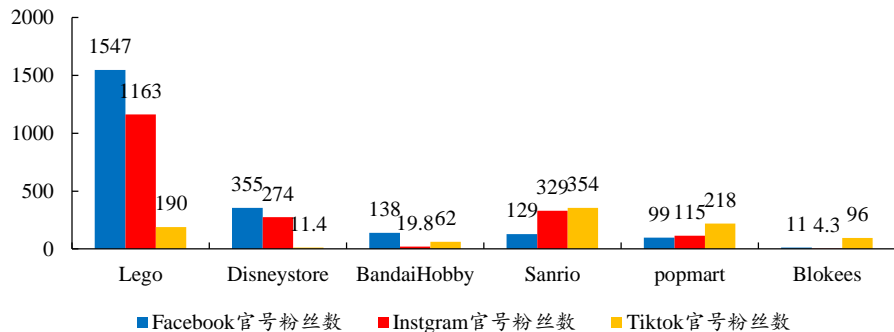
- 抢占北美IP零售高地，强化全球粉丝群体情感链接。各IP玩具品牌均将全球化拓展作为核心战略，尤其是2024年各品牌北美市场销售增速表现均较为亮眼。万代通过联合影视开发及全球赛事举办持续链接全球粉丝，焕活IP影响力；三丽鸥则聚焦形象拟人化情绪表达，社交平台成为主战场。
- 泡泡玛特通过LABUBU、CRYBABY等头部IP场景化运营输出IP价值，2025年欧美市场线下开店节奏明显加速；布鲁可借助玩具展持续扩大品牌海外影响力，同时BFC社群形成知识共享网络，建立起活跃的用户圈层。对比全球巨头社媒粉丝量，国内玩家海外品牌声量和消费者认知仍有提升空间。

图30：泡泡玛特海外门店总数达143家，2025年美国/英国/法国开店9/2/1家（单位：家）



数据来源：泡泡玛特公司公告、开源证券研究所

图29：泡泡玛特/布鲁可品牌文化在全球范围实现有效传播



数据来源：Facebook、Instagram、Tiktok、开源证券研究所（单位：万）

图31：2025年布鲁可全球合作伙伴大会设置BFC创作赛作品展区

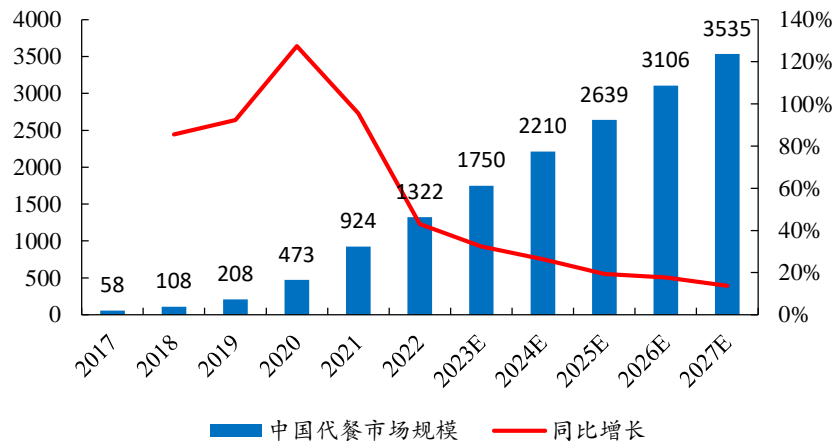


资料来源：中外玩具网公众号

2.2 健康餐饮：“体重管理年”，果蔬、轻食、药膳等赛道崛起

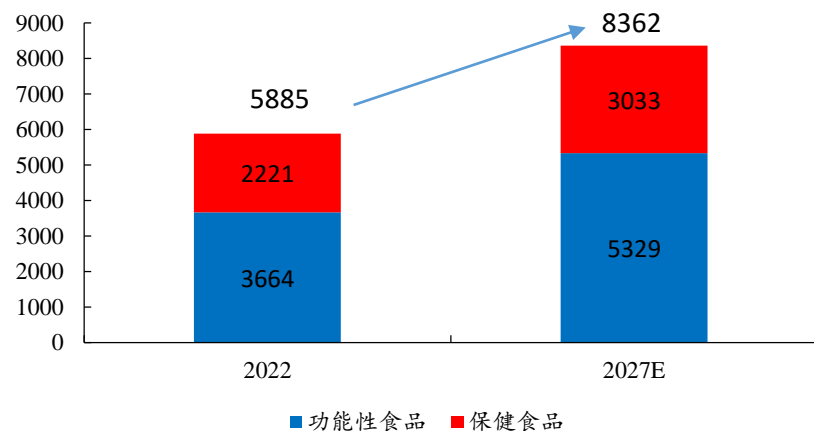
- 随着肥胖人群增加及人口老龄化加剧，果蔬、轻食、药膳等健康餐饮赛道崛起。
- 根据艾媒咨询，中国代餐行业规模从2017年的仅58亿元增长至2022年的1322亿元，预计2022-2027年增速将为21.7%，在2027年达到3535亿元。肯德基、奈雪的茶加码布局轻食沙拉赛道，古茗、喜茶等饮品企业推出果蔬差、纤体茶等受消费者追捧。
- 根据灼识咨询，中国营养健康食品市场规模从2022年的5885亿元预计增至2027年的8000亿元，年复合增长率达到7.3%。国内上市公司围绕“药食同源”与“中药+”的布局愈发多元且深入，如以同仁堂、白云山、东阿阿胶为代表的传统中药企业，依托经典方剂开发功能性食品；快消企业跨界布局中药衍生品，食品饮料巨头通过合作或自研切入市场。

图32：预计2022-2027年中国代餐行业规模CAGR为21.7%（单位：亿元）



数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

图33：预计2022-2027年中国营养健康食品行业规模CAGR为7.3%（单位：亿元）

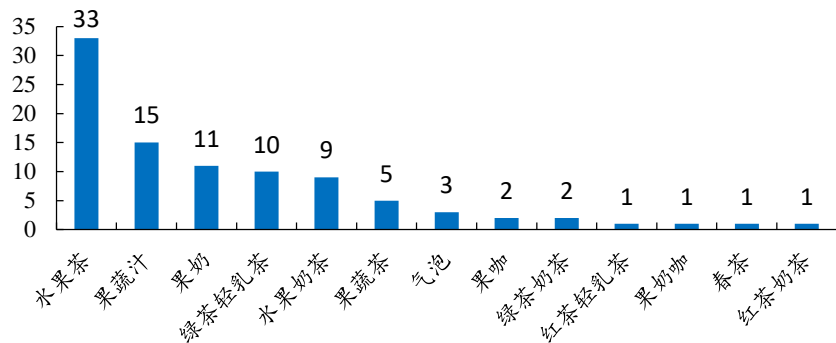


数据来源：灼识咨询、开源证券研究所

2.2 健康餐饮：从轻乳茶到果蔬茶，健康纤体需求再进阶

- 茶饮市场正经历“健康化转型”与“口感创新博弈”双轨并行阶段。根据新茶饮工作室统计，2025年4月国内31个主流茶饮品牌（包括喜茶、奈雪的茶、蜜雪冰城等头部企业）共上新95款产品，环比增长55.74%。其中果蔬汁品类异军突起，以15款新品（占比15.79%）跃居第二，其融合羽衣甘蓝、西芹等健康元素的创新组合成为市场黑马。古茗果蔬瓶上线10天销量超500万杯，茶百道新品加入东方植物的“鲜紫苏多肉葡萄”5天卖超180万杯。

图34：2025年4月果蔬汁品类以15款上新跃居第二（单位：个）



■ 2025年4月国内茶饮品牌上新数量统计

数据来源：新茶饮工作室公众号、开源证券研究所

图35：茶百道、古茗等多家茶饮品牌上新果蔬新品



资料来源：德馨食品公众号

- **肯德基Kpro：**主打轻食产品、聚焦都市白领，店型“肩并肩”，复用供应链实现降维打击。以深圳天安数码城三店同开为例，Kpro与肯德基、肯悦咖啡形成“快+轻+咖”的业态矩阵，单日坪效较单一门店提升42%。门店选址策略暗合“三高模型”，高写字楼密度（覆盖83%核心商务区）、高年轻客群占比（25-35岁达68%）、高健康消费意愿（美团健康餐搜索量同比+120%）。地中海风味鸡胸肉的集中采购成本较初创品牌降低27%。
- **奈雪的茶Green店：**奈雪的茶转型布局轻食赛道，改造门店业绩增长31%，计划2025年开店300家。根据奈雪的茶业绩会，通过研发健康经营形式和产品测试，针对写字楼商圈的白领群体提供健康中餐和下午茶等需求，一家在深圳的门店在进行门头和产品改造后，业绩增长了31%，且顾客复购率高。计划在一线城市推广此模式，对现有写字楼商圈的门店进行改造，以满足更多健康人士的需求。预计2025年转型和优化的门店数量或将达到300家。

图36：深圳一肯德基门店“一店变三店”



资料来源：深圳新闻网

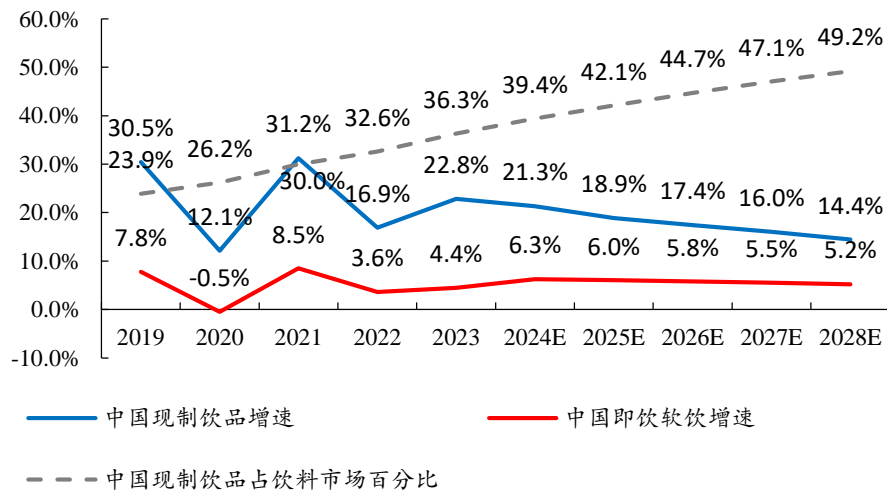
图37：奈雪的茶布局轻食赛道



资料来源：奈雪的茶公众号

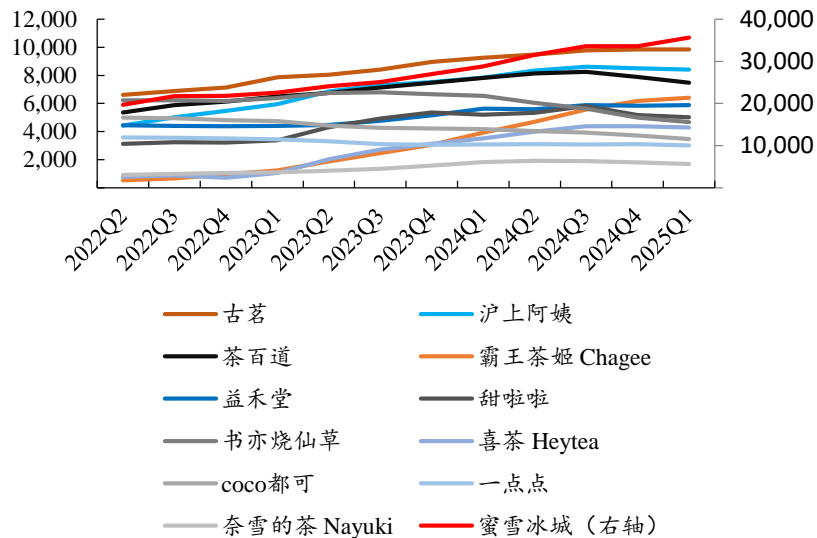
- 现制饮品有望逐步替代瓶装饮料，份额快速提升。根据灼识咨询，预计2023-2028年中国现制饮品市场规模的CAGR为17.6%，而同期中国即饮软饮的CAGR仅为5.8%。预计到2028年，中国现制饮品市场将占据中国饮料市场近一半的份额。

图38：预估2024年中国现制饮品占饮料市场的份额为39.4%



数据来源：蜜雪冰城招股说明书、灼识咨询、开源证券研究所

图39：蜜雪冰城、古茗、霸王茶姬等品牌仍处于门店拓张期（单位：家）



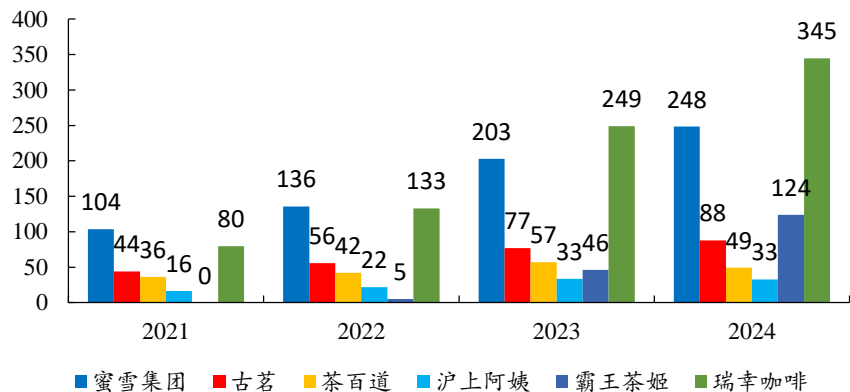
数据来源：久谦数据、开源证券研究所

2.3

茶饮咖啡：现制替代即饮软饮蕴藏大机遇，多品牌处于势能上升期

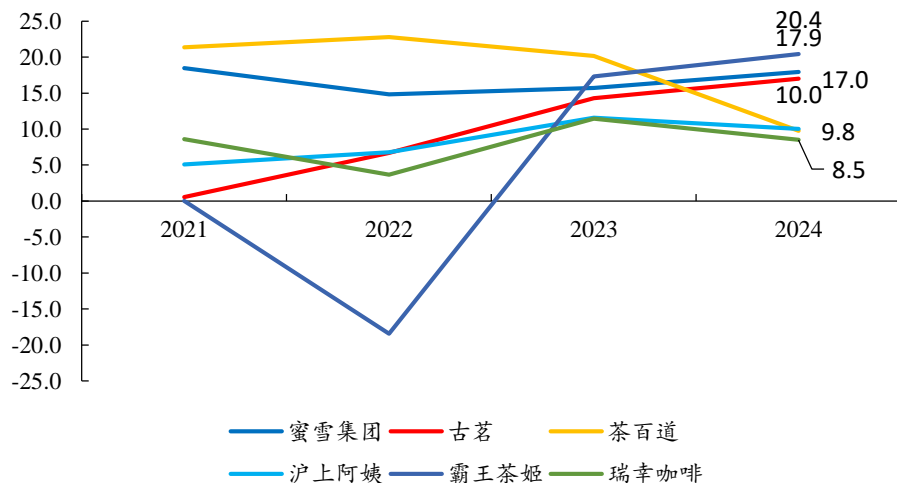
- 行业头部玩家格局已定，利润稳定释放。瑞幸、蜜雪冰城分别问鼎国内咖啡和茶饮规模第一，经过过去几年的跑马圈地，茶咖行业头部玩家多数已完成上市，竞争格局趋于稳定。2024年，蜜雪集团、古茗、茶百道、沪上阿姨、霸王茶姬、瑞幸咖啡的收入规模分别为248、88、49、33、124、345亿元，净利率分别为17.9%、17%、9.8%、10%、20.4%、8.5%。

图40：瑞幸直营门店占比较多收入规模超过蜜雪冰城（单位：亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

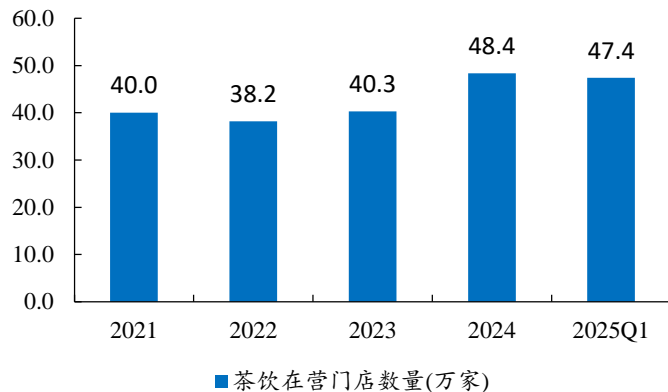
图41：2024年霸王茶姬净利率达到20.4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

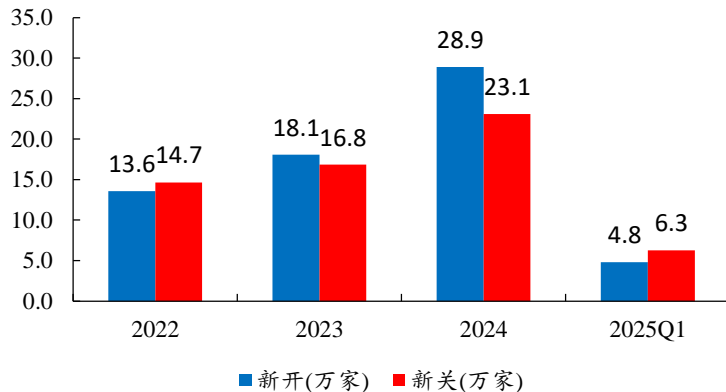
- 2025Q1全国茶饮门店整体呈现供给出清，新关大于新开。根据久谦数据，受益于蜜雪冰城等品牌通过减免加盟费、向加盟商发放贷款等方式快速开店，2024年全国茶饮门店数量较2023年底增加8.1万家，达到48.4万家。而2025年一季度行业则呈现净关店，2025Q1全国茶饮门店新开4.8万家，新关6.3万家。

图42：截至2025Q1全国茶饮行业在营门店数量为47.4万家



数据来源：久谦数据、开源证券研究所

图43：2025Q1全国茶饮行业新开4.8万家，新关6.3万家



数据来源：久谦数据、开源证券研究所

2.3 茶饮：供应链带来效率革命，龙头公司筑高壁垒

表5：蜜雪冰城、古茗在自有供应链布局较深

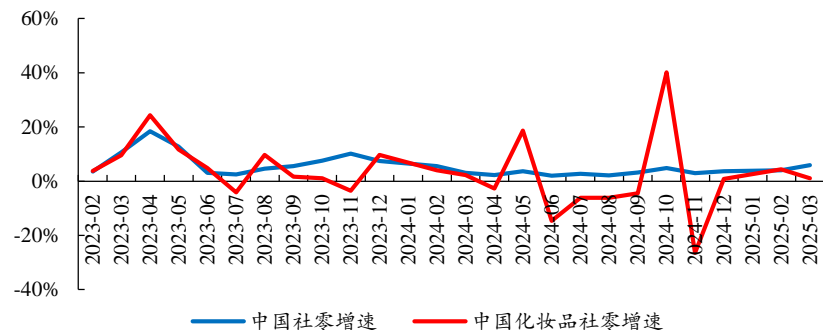
公司	核心优势	采购	加工	仓储物流
蜜雪冰城	全球采购+全产业链资产	建立了覆盖全球六大洲、38个国家的采购网络。规模优势显著，就同类型、同品质的奶粉和柠檬而言，公司2023年的采购成本较同行平均分别低10%及20%以上。	提供给加盟商的食材60%为自产，核心产品100%为自产。在河南、海南、广西、重庆、安徽拥有五大生产基地，总占地面积约79万平方米，年综合产能达到约165万吨，覆盖糖、奶、茶、咖、果、粮、料等全品类食材的生产。	(1) 自主运营27个仓库，总面积约35万平方米，为行业内最大。 (2) 配送网络覆盖中国内地31个省份、300多个地级市、1700个县城和4900个乡镇，下沉深度行业最高，支持偏远地区门店的稳定供应。中国内地90%以上的县级行政区实现12小时内触达。海外市场如越南、印度尼西亚等东南亚国家，也建立了本地化配送网络，保障海外门店的物流需求。
古茗	鲜果冷链+区域深耕	2023年共采购涵盖36个品种约85000吨新鲜水果，规模效应使得公司能够以低于市场平均水平的局竞争力价格向门店供应原材料。	截至2024/9/30，共运营三个原料加工工厂，两个位于杭州，一个位于广西，2024年前三季度13%的原材料为自产。位于浙江诸暨的新工厂尚未正式运营。	(1) 76%的门店位于距离其中一个仓库150公里范围内，可向约97%的门店提供两日一配的冷链配送。 (2) 仓到店的物流成本为GMV总额的1%，而行业水平平均为2%。 (3) 截至2023年底，公司拥有业内最大规模的冷链仓库和物流基础设施。
沪上阿姨	中价市场覆盖地域范围最广	精心挑选世界各地新鲜水果极相关食材供应商	目前在浙江省海盐县拥有一个生产工厂，2022年投入生产，年化产能为2,640吨珍珠、1,320吨芋圆、2,640吨芋泥及1,584吨茶叶。	截至2024/6/30，共拥有12个大仓物流基地、4个设备仓库、8个新鲜农产品仓库、16个前置仓冷库。
茶百道	轻资产全国快速扩张	供应链中心共有335名雇员，与273名供应商合作，采购周期通常为15天。截至2023/12/31，已实现集中采购及配送大部分门店的常用水果。	公司有一家位于四川成都的制造工厂（森冕工厂），总面积约为11,120平方米，主要专注于生产公司茶饮所用及出售给外部采购商的包装材料。	截至2023/12/31，公司综合性冷链仓储及配送网络包括21个多温仓库，由20个中心仓和一个前置仓组成，总面积约为80,000平方米，其中6个为自有仓库，15个为第三方租赁仓库。

资料来源：各公司招股说明书、开源证券研究所

2.4 美丽：中国化妆品整体市场增速放缓，线上渠道成为核心增量引擎

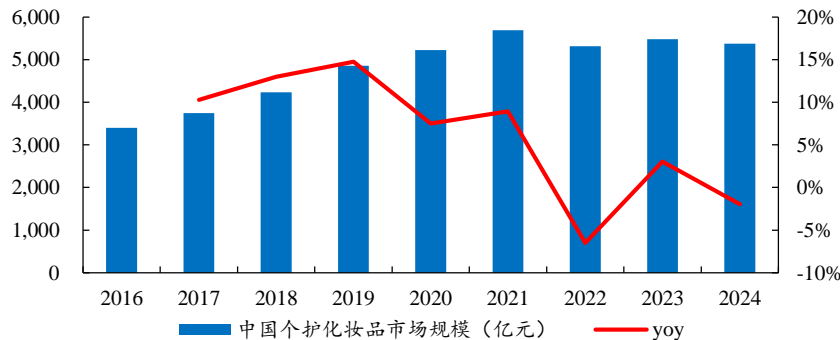
- 中国化妆品进入存量市场时代。2023年至今中国化妆品社零增速持续放缓，部分月份化妆品社零增速低于整体社零增速。2024年化妆品社零增速-1.1%，弱于整体中国社零增速3.5%。2025Q1化妆品社零增速3.2%，弱于整体社零增速4.6%。
- 据欧睿数据，2024年中国个护与美护市场规模达5371.9亿元/yoy-2%，略有下滑。

图44：除大促时节外，中国化妆品社零增速低于总的社零增速



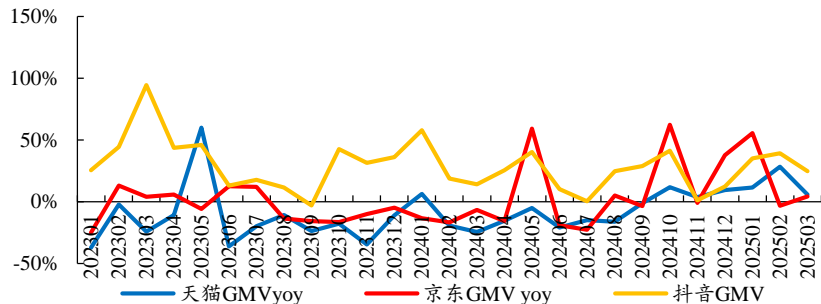
数据来源：国家统计局、欧睿、开源证券研究所

图44：2024年中国个护化妆品市场规模出现下滑



- 线上渠道仍有增量，抖音渠道具备更广阔发展潜力。从线上渠道看，2024Q4/2025Q1 天猫+京东+抖音 GMV 达 747.4/517.4 亿元，yoy+15%/+24%，呈加速之势。
- (1) 抖音内容电商崛起，抖音日活用户超7亿，日均使用时长超2小时，用户沉浸式浏览习惯为品牌提供高频触达机会，消费频次显著高于传统电商平台。2023Q3开始除大促外，美护抖音GMV高于其他平台，且GMV受大促影响较小。2024/2025Q1 抖音渠道美护GMV达 968/288亿元，yoy+22.3%/+32.7%。
- (2) 淘系调整经营策略后2024Q4开始渠道增速回升。2024H2淘系搜索推荐机制的核心指标由订单量（DAC）调整为交易总额（GMV），扶持优质品牌，2024Q4开始天猫美妆GMV增速同比转正，步入健康发展通道。

图46：天猫渠道增速回暖，抖音渠道稳健增长



数据来源：久谦中台、开源证券研究所

图45：近两个季度线上三平台环比加速增长

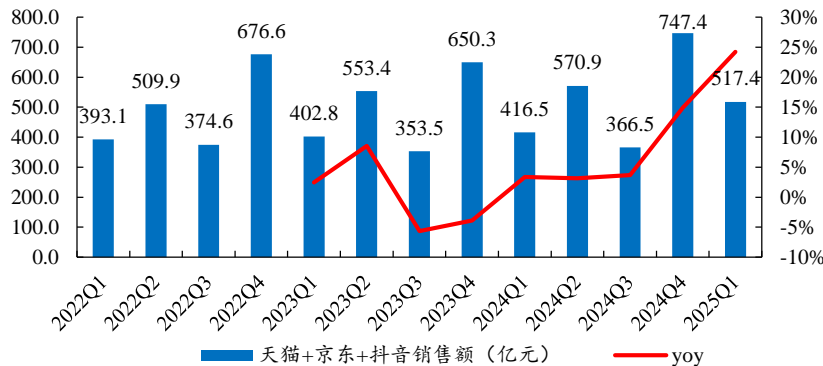
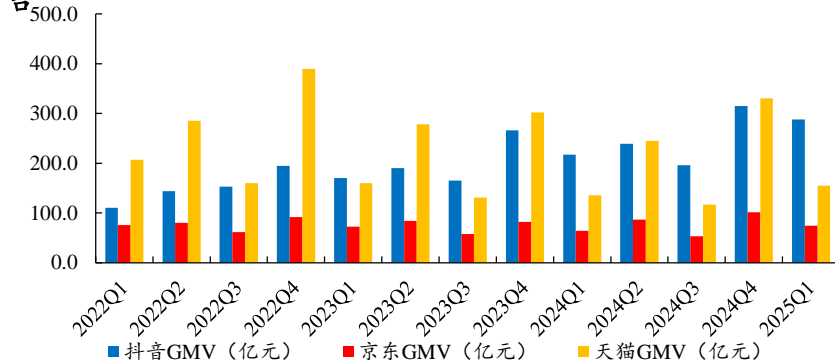


图47：2023Q3开始抖音渠道逐渐超过天猫渠道成为线上美护体量最大的平台



• 国产替代趋势持续演绎，国货龙头强者恒强。

• 从护肤行业竞争格局看，2018-2024年TOP20国货市占率呈现先降低后提升趋势，2022-2024年国货市占率由13.3%上升至19.9%，反映了中国护肤市场正经历国际品牌强势挤压→新锐国货崛起+传统国货复苏形成合力逐渐缩小与国际品牌差距的过程，尤其是2024年，头部国货品牌表现优异，TOP20上榜品牌市占率对比2023年均提升趋势，尤其是珀莱雅/可复美/韩束品牌市占率分别为4.5%/1.6%/2.2%，yoy+1.3pct/+0.6pct/1pct。

• 从彩妆行业竞争格局看，虽头部格局稳定性不如护肤，但上榜国货品牌数量逐步增加，TOP20国货市占率由2021年11.9%提升至2024年19.1%，其中毛戈平/卡姿兰/彩棠市占率3.7%/3.3%/2.7%，yoy+1pct/+0.4pct/+1pct。

数据来源：欧睿、开源证券研究所

图48：2022-2024年中国护肤市场国货品牌市占率提升

中国护肤行业竞争格局										
排名	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024			
1	欧莱雅	5.3	欧莱雅	5.5	欧莱雅	5.8	欧莱雅	6	欧莱雅	6.5
2	百雀羚	4.5	百雀羚	4.4	兰蔻	5.0	兰蔻	5.9	兰蔻	5.8
3	自然堂	3.4	兰蔻	4.0	雅诗兰黛	4.4	雅诗兰黛	4.6	雅诗兰黛	4.5
4	兰蔻	3.2	雅诗兰黛	3.6	百雀羚	3.8	百雀羚	3.5	珀莱雅	3.2
5	Olay	3.1	自然堂	3.2	Olay	3	Olay	3.3	百雀羚	3.1
6	拔琳凯	3	Olay	3.4	自然堂	2.9	自然堂	2.7	Olay	2.9
7	雅诗兰黛	2.9	拔琳凯	2.1	SK-II	2.3	SK-II	2.4	珀莱雅	2.5
8	佰草集	1.7	SK-II	1.9	海蓝之谜	1.7	海蓝之谜	2.1	SK-II	2.3
9	SK-II	1.6	佰草集	1.6	植物医生	1.6	珀莱雅	1.7	海蓝之谜	2.2
10	植物医生	1.5	薇诺娜	1.5	薇诺娜	1.4	薇诺娜	1.7	薇诺娜	2.2
11	完美	1.4	珀莱雅	1.3	薇诺娜	1.4	薇诺娜	1.5	植物医生	1.5
12	雅安	1.3	海蓝之谜	1.2	资生堂	1.3	植物医生	1.4	资生堂	1.5
13	珀莱雅	1.2	薇诺娜	1.1	薇诺娜	1.1	薇诺娜	1.2	薇诺娜	1.3
14	九美	1.1	雅安	1.1	科颜氏	1.1	科颜氏	1.2	科颜氏	1.2
15	韩束	1.1	完美	1.0	欧莱雅	1.0	韩束	1.1	韩束	1.2
16	欧莱雅	1	资生堂	1.0	九美	1.0	Dior	1	娇韵诗	1.1
17	水密码	1	科颜氏	1.0	佰草集	1.0	理肤泉	0.9	娇韵诗	1.2
18	雅漾	0.9	欧莱雅	1.0	韩束	0.9	欧舒丹	0.9	韩束	0.9
19	海蓝之谜	0.8	九美	1.0	Dior	0.9	CPB	0.9	韩束	0.9
20	薇诺娜	0.8	水密码	0.9	雅安	0.9	欧莱雅	0.9	CPB	0.9
国货市占率	17.7	16.3	14.5	15.6	13.3	15.2	19.9			
海外市占率	23.1	25.7	28.7	29	33.3	32.2	31.2			

图49：2022-2024年中国彩妆市场国货品牌市占率提升

中国彩妆行业竞争格局										
排名	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024			
1	美宝莲	6.5	Dior	6.1	完美日记	6.7	花西子	6.5	YSL	5.7
2	Dior	6	完美日记	5.1	Dior	6.0	完美日记	6.3	Dior	5.5
3	兰蔻	4.3	美宝莲	5.1	花西子	5.1	兰蔻	5.4	兰蔻	5.1
4	卡姿兰	3.8	兰蔻	4.9	兰蔻	5.0	兰蔻	5.1	花西子	5.4
5	YSL	3.3	MAC	3.8	美宝莲	4.0	YSL	4.3	阿玛尼	3.3
6	MAC	3.2	YSL	3.7	YSL	3.8	阿玛尼	3.4	完美日记	3.1
7	香奈儿	2.7	卡姿兰	3.2	MAC	3.4	美宝莲	3	3CE	2.9
8	欧莱雅	2.7	阿玛尼	3.0	阿玛尼	3.1	MAC	2.9	香奈儿	2.8
9	悦诗风吟	2.5	花西子	2.9	雅诗兰黛	2.6	香奈儿	2.8	卡姿兰	2.8
10	梦妆	2.5	香奈儿	2.5	香奈儿	2.5	雅诗兰黛	2.7	MAC	2.7
11	Max Factor	2.4	卡姿兰	2.6	卡姿兰	2.5	Nars	2.6	Nars	2.6
12	阿玛尼	2.2	纪梵希	2.5	欧莱雅	2.3	阿玛尼	2.5	雅诗兰黛	2.6
13	雅诗兰黛	2.2	欧莱雅	2.3	纪梵希	2.3	欧莱雅	2.6	欧莱雅	2.4
14	纪梵希	2.2	悦诗风吟	2.1	Max Factor	1.9	3CE	2.2	阿玛尼	2.3
15	玛丽黛佳	2.2	梦妆	2.0	3CE	1.8	纪梵希	2.2	美宝莲	2.2
16	花西子	2	Max Factor	1.9	梦妆	1.7	Nars	1.9	纪梵希	2
17	爱敬	1.7	雅诗兰黛	1.8	滋色	1.7	Max Factor	1.8	毛戈平	1.9
18	完美日记	1.6	滋色	1.7	小奥汀	1.6	毛戈平	1.7	橘朵	1.8
19	Lansur	1.4	玛丽黛佳	1.6	悦诗风吟	1.6	植村秀	1.6	Bobbi Brown	1.8
20	兰芝	1.4	爱敬	1.5	Nars	1.5	爱敬	1.6	彩棠	1.8
国货市占率	3.6	12.9	16.0	11.9	11.9	16	19.1			
海外市占率	53.2	47.4	45.1	51.6	49.3	44	39.5			

- 业绩端看，国货品牌业绩表现分化。2024年巨子生物多品类、多品牌营销&渠道表现亮眼，上美股份抖音渠道强势，持续为抖音GMV TOP1品牌，从销售费用率投放看，各品牌整体销售费用投放呈上升趋势。丸美生物/上美股份销售费用率超50%，巨子生物线下渠道加持整体销售费用率较低。珀莱雅2025Q1销售费用率有所下滑系抖音自播效率提升带动投放优化。研发费用看，各品牌投相对稳定。盈利能力看，毛戈平毛利率最高，与其高端定位相契合。巨子生物受益于技术优势，产品结构，渠道结构，毛利率一直处于较高水平。珀莱雅受益于高单价、高毛利品类放量，毛利率持续上升，净利率也由2023年13.8%提升至2025Q1的17.2%。

图50：巨子生物、上美股份、毛戈平、珀莱雅业绩表现较为突出

公司	营业收入（亿元）				营业收入YOY		
	2022年	2023年	2024年	2025Q1	2023年	2024年	2025Q1
巨子生物	23.8	35.3	55.4	——	48%	57%	——
上美股份	27.1	42.1	67.9	——	56%	61%	——
毛戈平	18.3	28.9	38.8	——	58%	35%	——
珀莱雅	55.8	76.7	106.2	23.6	37%	38%	8%
丸美生物	17.9	21.2	26.4	8.5	18%	24%	28%
贝泰妮	48.1	55.5	61.1	9.5	15%	10%	-14%
上海家化	71.7	68.4	59.8	17.0	-5%	-13%	-11%
福瑞达	145.4	78.2	39.9	8.8	-46%	-49%	-2%
水羊股份	50.4	47.6	41.6	10.9	-6%	-13%	5%
华熙生物	62.6	62.6	57.3	10.8	0%	-8%	-21%
敷尔佳	17.7	17.9	20.6	3.0	1%	15%	-26%

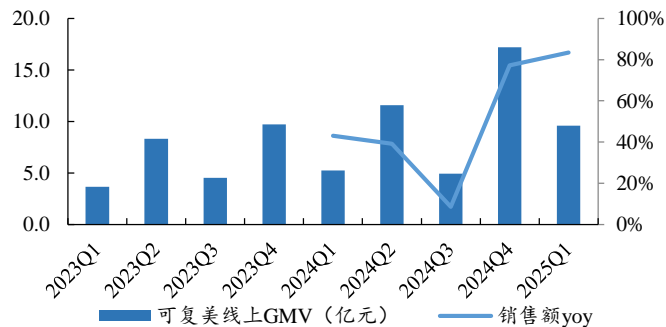
公司	归母净利润（亿元）				归母净利润YOY		
	2022年	2023年	2024年	2025Q1	2023年	2024年	2025Q1
巨子生物	10.0	14.5	20.6	——	45%	42%	——
上美股份	1.5	4.6	7.8	——	213%	69%	——
毛戈平	3.5	6.6	8.8	——	88%	33%	——
珀莱雅	8.2	11.4	15.2	3.9	40%	33%	29%
丸美生物	1.7	2.6	3.4	1.3	49%	32%	22%
贝泰妮	10.5	7.6	5.1	0.3	-28%	-33%	-84%
上海家化	4.4	6.2	-8.2	2.6	41%	-234%	-15%
福瑞达	0.5	3.0	2.4	0.5	567%	-20%	-14%
水羊股份	1.3	2.8	1.0	0.4	119%	-63%	5%
华熙生物	9.9	6.2	1.5	1.2	-37%	-76%	-58%
敷尔佳	8.5	7.5	6.6	0.9	-12%	-12%	-40%

公司	销售费用率					研发费用率				
	2022年	2023年	2024年	2024Q1	2025Q1	2022年	2023年	2024年	2024Q1	2025Q1
巨子生物	29.7%	33.0%	36.3%	——	——	1.9%	2.1%	1.9%	——	——
上美股份	46.5%	53.2%	58.1%	——	——	4.1%	3.0%	2.6%	——	——
毛戈平	52.6%	48.9%	49.0%	——	——	0.8%	0.8%	0.8%	——	——
珀莱雅	43.6%	44.6%	47.9%	46.8%	45.6%	2.3%	2.3%	2.0%	2.2%	1.8%
丸美生物	48.9%	53.9%	55.0%	50.3%	52.2%	3.0%	2.9%	2.8%	2.5%	1.9%
贝泰妮	40.8%	47.3%	50.0%	46.7%	56.0%	5.3%	5.4%	4.8%	3.0%	6.1%
上海家化	37.3%	42.0%	46.7%	37.2%	40.4%	2.2%	2.1%	2.5%	1.8%	2.3%
福瑞达	10.1%	31.6%	36.7%	36.3%	35.5%	0.9%	2.0%	4.2%	3.7%	4.8%
水羊股份	43.0%	41.3%	49.1%	46.3%	49.6%	1.8%	1.6%	2.0%	1.8%	1.9%
华熙生物	48.0%	46.8%	45.9%	36.0%	36.6%	6.2%	7.1%	8.1%	7.0%	9.7%
敷尔佳	22.1%	27.5%	37.1%	32.6%	52.9%	0.9%	1.8%	1.7%	1.5%	3.3%

公司	销售毛利率					销售净利率				
	2022年	2023年	2024年	2024Q1	2025Q1	2022年	2023年	2024年	2024Q1	2025Q1
巨子生物	84%	84%	82%	——	——	42%	41%	37%		
上美股份	64%	72%	75%	——	——	5%	11%	12%		
毛戈平	84%	85%	84%	——	——	19%	23%	23%		
珀莱雅	70%	70%	71%	70%	73%	13%	14%	15%	14%	17%
丸美生物	68%	71%	74%	75%	76%	10%	12%	12%	17%	16%
贝泰妮	75%	74%	74%	72%	77%	21%	14%	9%	16%	3%
上海家化	57%	59%	58%	63%	63%	7%	8%	-15%	13%	13%
福瑞达	25%	46%	53%	51%	51%	1%	8%	7%	8%	7%
水羊股份	53%	58%	63%	61%	64%	3%	7%	3%	4%	4%
华熙生物	77%	73%	74%	76%	72%	15%	10%	3%	18%	9%
敷尔佳	83%	82%	82%	81%	83%	48%	39%	33%	37%	30%

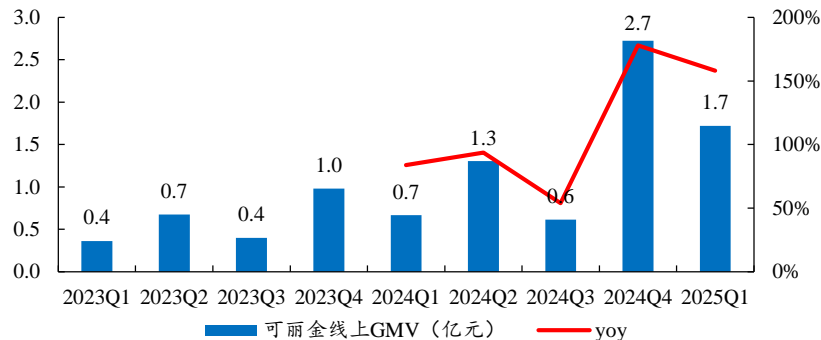
- 一、趋势引领：1、卡位稀缺原料赛道，中国企业从“跟跑”到“领跑”。重组胶原蛋白相较玻尿酸具备更优异的理化特性和生物学活性，类型多样且与其他成分结合的广阔应用空间有待开发。在重组胶原蛋白赛道，中国企业领先海外同行，如巨子生物2000年全球首创重组胶原蛋白技术，产品性能和量产能力均处行业领先地位。标准制定权主导竞争规则：巨子生物获欧睿“全球重组胶原蛋白领导者”认证，牵头制定《化妆品用胶原蛋白原料标准》，推动中国标准成为国际参考。
- 2、巨子生物强技术背书率先将成分应用到化妆品，从产品创新到心智占领，重塑行业竞争逻辑。（1）存量主力单品生命周期较长，沉淀复购和连带销售。可复美胶原棒以“医研共创”模式切入术后修复场景，通过医院渠道背书建立专业信任，再通过抖音、小红书内容营销破圈，将“重组胶原蛋白=修护必备”植入消费者心智。且大单品具备更长生命周期，2024年底胶原棒新客占比仍有60%，复购率30%+，2024/2025Q1线上胶原棒GMV18.9/3亿元，yoy+64%/+32%。（2）品类拓展与场景延伸，新品上量速度快：可复美焦点面霜2024年4月推出以来GMV超过3.6亿，新品具备更快放量速度；从修复向抗衰、美白等多场景延伸，如2024年双十一大促中，“可丽金胶卷面霜”登上天猫抗皱面霜热销榜国货TOP2、抖音涂抹面霜爆款榜TOP2和抖音滋养面霜爆款榜TOP1，“可丽金胶卷眼霜”登抖音精华眼霜超值爆款榜国货TOP2。

图51：可复美线上GMV加速增长



数据来源：久谦中台、开源证券研究所

图52：可丽金线上GMV加速增长



数据来源：久谦中台、开源证券研究所

2.4 国货崛起逻辑：趋势引领+多品线/品牌布局+领先渠道打法三位一体

- 3、众多品牌纷纷布局胶原蛋白赛道，升级配方，中国成分趋势引领创造增量。（1）国内企业：上美股份合作聚源生物，计划2025年推出重组胶原蛋白护肤新品牌胶源丽；丸美生物依托自身技术优势进行胶原蛋白全产品线布局；珀莱雅将重组胶原蛋白成分引入到源力面霜2.0中；百雀羚的推出的第二代帧颜霜也加入了重组胶原；福瑞达在2023年底就推出重组胶原蛋白为核心的品牌珂谧Keyc。（2）国际大牌：资生堂、LVMH投资了创建医疗；欧莱雅合作锦波生物，先是在小蜜罐配方中加入重组胶原蛋白，再是推出修丽可铂研胶原针，雅诗兰黛旗下的Clinique倩碧也推出重组胶原蛋白创面敷贴。多品牌合力推动胶原蛋白赛道持续火热，巨子生物作为胶原蛋白龙头企业，享有最大成分红利。

表6：众多品牌纷纷布局胶原蛋白赛道

企业	产品	推出时间	定价	核心成分	核心卖点
欧莱雅	欧莱雅小蜜罐面霜3.0	2025年2月	319元/60ml	重组胶原蛋白、玻色因PRO、麦卢卡花蜜复合精粹、四大胜肽	“新增重组胶原蛋白”，直接补充I型胶原蛋白并将原有的成分再升级，高能焕新5大胶原，复配王牌专研成分「玻色因 PRO」弹润紧致，修护肌肤，质地更轻盈，肤感更舒服，香味更清新。
珀莱雅	珀莱雅源力面霜2.0	2024年2月	239元/50g	XVI型重组胶原蛋白、神经酰胺 AC60、卡瓦胡椒精粹、神经二肽	胶原速修、4h 弹嫩、4 周重建耐受力
巨子生物	可丽金胶卷眼霜	2024年1月	309元/20g	四种多重胶原蛋白(I型、III型、美人、Mini)、三重胜肽、双重A醇	3D 精修眼廓、2 周抚纹亮眸
	可复美胶原棒2.0	2025年4月	358元/30支	全皮层胶原强修护体系（IV型+HLC型+I型+III型+Mini小分子型5种重组胶原蛋白）、GHP高保湿体系（甘油葡糖苷+透明质酸钠+聚谷氨酸钠）、IV型*GEM快舒缓增效体系（IV型+GPIS+依克多因+羟基积雪草甙）	强修护、高保湿、筑屏障
丸美生物	丸美双胶原小金针次抛精华2.0	2024年4月	388元/30支	重组I型胶原、重组III型胶原	I型胶原撑起轮廓、III型胶原饱满淡纹
	胶原小金针面霜（冻干面膜升级）	2024年9月	355元/50g	重组I型胶原、重组III型胶原	I型胶原撑起轮廓、III型胶原饱满淡纹
福瑞达	珂谧面霜	2024年1月	469元/50g	重组I型人源化胶原蛋白、重组 XVII型人源化胶原蛋白、专利重组II型人源化胶原蛋白、重组类人胶原、水解胶原	5重胶原蛋白智修系统，胶原赋能修护肌肤；15min 改善千红，14天修护屏障
	珂谧修复敷料（居家水光）	2025年4月	398元/3ml*2瓶*1盒	100%人源化III型胶原蛋白、透明质酸钠	高活性：5大维度突破，更高活；功效性：13种抗衰方向活性位点，更有效；吸收性：亲水亲油性，更易吸收；安全性：更安全

数据来源：丸美生物、巨子生物、珀莱雅公众号、天猫等、开源证券研究所

2.4 国货崛起逻辑：趋势引领+多品线/品牌布局+领先渠道打法三位一体

- 二、多产品线布局：1、国货化妆品加码掘金高端抗衰线。（1）巨子生物：4月8日可丽金品牌将胶原大膜王升级为3.0，在功效、配方、体验、视觉等多个维度进行了升级，强化抗衰心智。2024年4月推出胶卷面霜、胶卷眼霜等产品。（2）韩束：2024年下半年以来相继推出“X肽”系列和次抛系列，相比原来套组，产品力进一步升级，价格带进一步上探覆盖更广阔客群。（3）贝泰妮：4月在敏感肌赛道推出银核霜（超塑肽靶向抗衰），联合复旦大学完成光老化临床研究，填补敏感肌抗老市场空白。（4）丸美生物：2024年公司完善小金针布局，小金针次抛精华升级迭代，并推出面霜、面膜等系列单品。

图53：众多国货品牌加码掘金高端抗衰线

品牌	产品	推出时间	价格	核心成分	销售情况
可丽金	胶原大膜王3.0	2025年3月升级	299元/40颗	重组胶原蛋白	2024/2025Q1实现GMV 1.66/0.85亿元，yoy+100%/+293%
	胶卷面霜	2024年4月	369元/50g	重组胶原蛋白	推出以来截至2025Q1累计实现GMV 1.4亿元
韩束	X肽面霜	2024年8月	279元/50g	X肽	推出以来截至2025Q1累计实现GMV7112万元
	次抛系列（闪充棒）	2024年11月	99元/30支	环六肽	推出以来截至2025Q1累计实现GMV4923万元
贝泰妮	银核霜	2025年4月	399元/50ml	4D青春肽	——
丸美	小金针面霜	2024年9月	338元/50g	重组胶原蛋白	推出以来截至2025Q1累计实现GMV6616万元

数据来源：久谦中台、天猫、开源证券研究所

- 2、逐渐延展至个护、洗护、彩妆等领域。参考巴黎欧莱雅品牌的产品结构，全球市场看，2024年巴黎欧莱雅护肤/彩妆/头发护理/男士头发护理/男士护肤/防晒护理业务占比分别为36%/20%/37%/1%/3%/2%；中国市场护肤/彩妆/头发护理/男士护肤/防晒护理个业务占比分别为64%/7%/18%/9%/3%。欧莱雅作为国际龙头品牌，多品线布局为其打开品类空间的必要战略举措。当前国货品牌开始从大单品打造-多品线布局进军。以韩束品牌为例，公司品类拓展至底妆、男士护肤、洗护产品线，2025Q1新品线线上合计占比12%，新品线全年有望达到20亿GMV的体量。

图54：巴黎欧莱雅品牌全球和中国市场均为多品类布局

	巴黎欧莱雅品牌中国各业务线占比									
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
护肤（不包括男士护肤）	66%	63%	61%	62%	65%	67%	65%	65%	64%	64%
彩妆	8%	8%	8%	8%	8%	7%	7%	6%	6%	7%
头发护理（不包括男士）	13%	14%	15%	14%	13%	13%	15%	17%	17%	18%
男士护肤	11%	12%	13%	12%	11%	11%	10%	10%	10%	9%
防晒护理	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	2%	3%

	巴黎欧莱雅品牌全球各业务线占比									
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
护肤（不包括男士）	33%	33%	33%	33%	34%	35%	35%	34%	35%	36%
彩妆	22%	22%	22%	22%	22%	19%	20%	21%	21%	20%
男士美容（除头发护理、护肤外）	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
头发护理（不包括男士）	38%	37%	38%	37%	36%	38%	37%	38%	37%	37%
男士头发护理	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
男士护肤	3%	3%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	3%
防晒护理	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%

数据来源：欧睿、开源证券研究所

- 三、多品牌布局：国货化妆品从单一品牌走向多品牌生态共生发展阶段。（1）上美股份：公司提出“2+2+2”多品牌战略，“六六战略”，构建差异化品牌体系，精准覆盖多层次消费者需求。一页+红色小象对应母婴用品2024年合计收入7.5亿元，预计2025年一页可实现翻倍以上增长至8亿元，占公司收入10%，Q1线上增长近200%，其他品牌如敏感肌护肤安敏优/高端抗衰TAZU/母婴护理面包超人/洗护极方孕育新机会。（2）巨子生物：围绕“修复”和“抗衰”心智，两大品牌可复美和可丽金均处于高增态势。（3）珀莱雅：2024年主品牌珀莱雅收入85.81亿元，同比+19.55%，核心产品红宝石、源力系列通过新品迭代巩固抗衰与修护心智。子品牌矩阵全面发力，彩棠收入11.91亿元/yoy+19.04%，OR洗护聚焦头皮健康，同比增长71.14%至3.68亿元。

图55：上美股份多品牌战略稳步推进

	skin care 护肤	maternity and childcare 母婴护理	toiletries 洗护	makeup 彩妆
luxury 高端	TAZU ▲			
mid-to-high 中高端	安敏优 ARMYU	NEW PAPE 一页	KYOLA 2032	NAN beauty ▲
mass 大众	KANS 韩束 ONE LEAF 一叶子	Baby Elephant 红色小象 OU 安敏优	韩束洗护 一叶子洗护	韩束彩妆

▲ 待推出品牌

数据来源：上美公司公告、开源证券研究所

2.4 美丽：关注渠道新变化，国货美妆灵活布局把握新机遇

- 上美创新高效营销：（1）前瞻性布局短剧+机制性价比套装焕发品牌活力；（2）新增与其用户画像一致的抖音带货大人韦雪作为X肽+彩妆代言人，带动素人线下打卡网上广泛传播，实现品牌有效传播，同时邀请天猫保障李佳琦对公司肽成分抗衰效果进行科学普及，静待新品Q2规模放量，流量外溢有望进一步提升品牌势能外溢其他产品。2024Q2开始增加自播方式，2025Q1自播GMV yoy+41%超过达播占据主导方式，经过与达人及平台波以后4月开始重新与达播谈合作，品牌抖音平台重新进入增长通道。

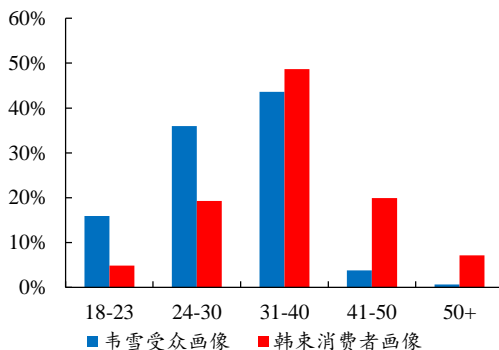
图56：韩束代言人韦雪、李佳琦对“肽”成分进行科学普及 图57：韩束消费者与韦雪受众画像重合度较高 图58：2025Q1调整达播，4月达播已恢复



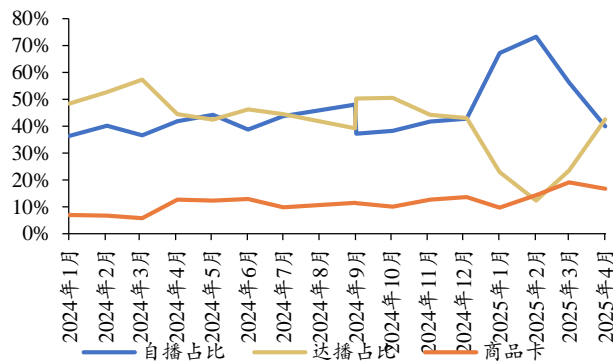
抗皱赛道，国货反超！

李佳琦Austin

4054



资料来源：飞瓜、开源证券研究所



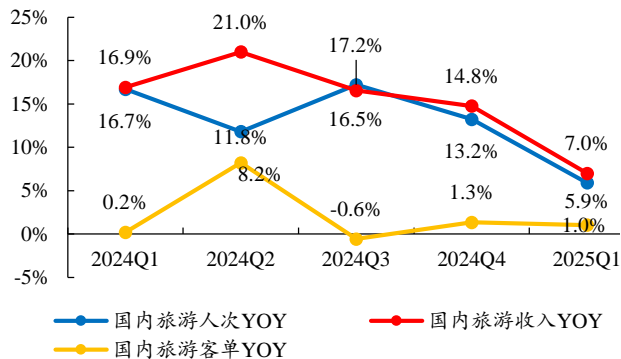
资料来源：飞瓜、开源证券研究所

资料来源：小红书、KEV美妆圈公众号

2.5 旅游大盘：提振内需政策预期抬升，旅游大盘强韧性β延续

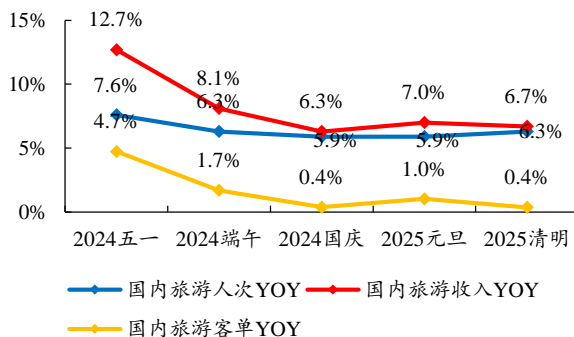
- 国内旅游市场进入常态化增长阶段，大盘增速中枢预计维持在中高个位数（7-8%）。2023-2024年旅游成为相对抗周期的消费赛道，消费者更注重精神层面的解压与愉悦，旅游出行行为低频可选消费中的相对刚需，2024年城镇居民居家休闲比重降幅较大，工作日、周末和节假日分别比2019年下降7.95、7.27和7.28pct，利用闲暇时间外出休闲的意愿更为强烈，同时周边近程化趋势明显增强。2025Q1国内旅游人次/收入/人均消费同比增长5.9%/7%/1%，量价表现表现较强韧性。
- 提振内需为核心政策方向，预计假期出行景气延续。清明假期国内旅游人次/收入/人均消费同比增长6.3%/6.7%/0.4%，假期内出行景气度稳健延续。疫后法定节假日旅游消费占比逐年抬升，近期提振内需政策预期增强，中央鼓励地方推进假日制度优化（增加天数、春秋假安排），对扩大内需有较大意义。

图60：2024Q1-2025Q1国内旅游市场景气延续



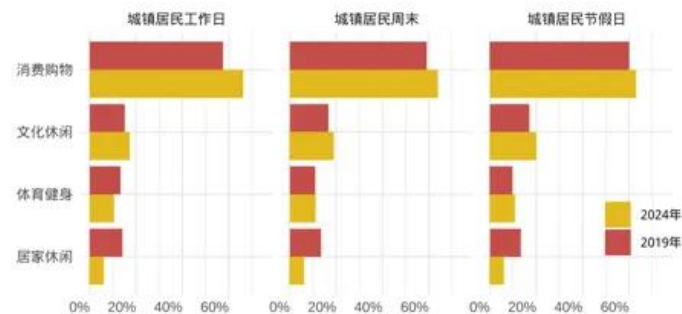
数据来源：文旅部、开源证券研究所

图61：假期旅游市场保持稳健增长



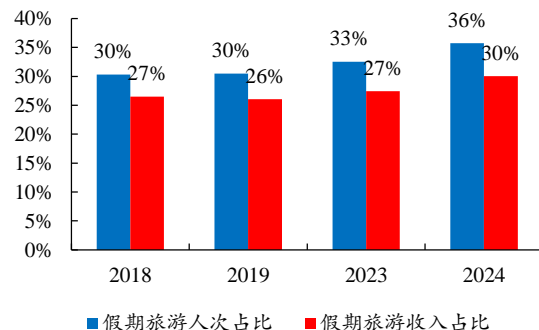
数据来源：文旅部、开源证券研究所

图59：2024年城镇居民休闲活动选择年度对比



数据来源：中国旅游研究院、开源证券研究所

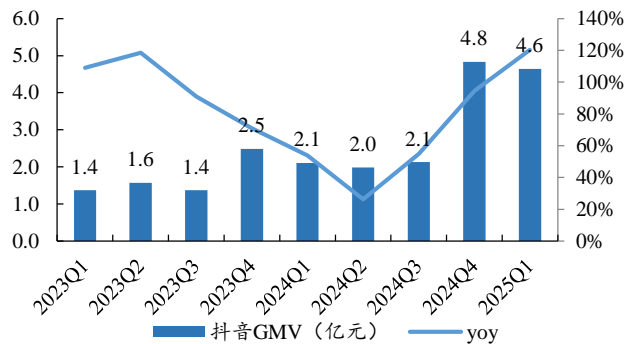
图62：2024年假期国内旅游市场贡献占比提升



数据来源：文旅部、开源证券研究所

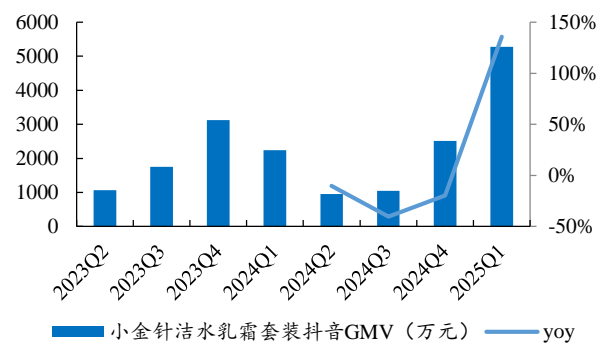
- 丸美生物：引领美妆+短剧品效合一新时代，短剧仍是美妆品牌增长和拓圈的重要路径。**丸美春节期间在抖音推出短剧《夫妻的春节》成为爆款，是2025年全网首部观看用户破亿的短剧，连续2周位居抖音热播周榜榜首。截至3月27日，该剧播放量已达5.8亿。据剧方公开数据，该剧CPM（广告千人成本）为4-4.5，低于抖音的常规美妆流量投放，拉动A3人群（深层交互人群）提升360%，助力丸美双胶原直播间GMV同比增长460%。此外，主演倪虹洁在剧中使用丸美小金针水乳护肤的场景，已助推该单品抖音话题达4.9亿次播放。据久谦中台数据，短剧中的“小金针洁水乳霜套装”条目2025Q1实现GMV5274万元/yoy+136%，丸美在抖音平台Q1实现GMV 4.6亿元/yoy+120%，季度持续环比加速增长。
- 抖音短剧成为品牌重要营销根据地。**据网络视听协会数据，2024年我国微短剧市场规模达504亿元，首次超过内地电影票房，预计2027年将突破1000亿元。截至2025年3月27日，至少有22部美妆品牌合作短剧上线，其中11部短剧播放量破亿。而据DataEye发布的《2024年微短剧行业白皮书》，2024年抖音上线短剧超2万部，近半数播放量在100万以下，破亿和破5亿的短剧分别仅占4.3%和0.2%。**2025年美妆+短剧更注重“品效合一”，注重品牌IP的打造。**抖音也在完善短剧生态，如2024年双十一期间，抖音首次推出了“剧推搜直”的链路玩法，联动推荐、搜索、直播等多个场景推动短剧营销，短剧可灵活配置电商跳转节点，帮助短剧“流量”更好地转化为“购买”。

图63：丸美2025Q1抖音销售额同比加速增长



数据来源：久谦中台、开源证券研究所

图64：丸美小金针洁水乳霜套组2025Q1抖音销售额高增



数据来源：久谦中台、开源证券研究所

图65：《夫妻的春节》设置多个引流入口

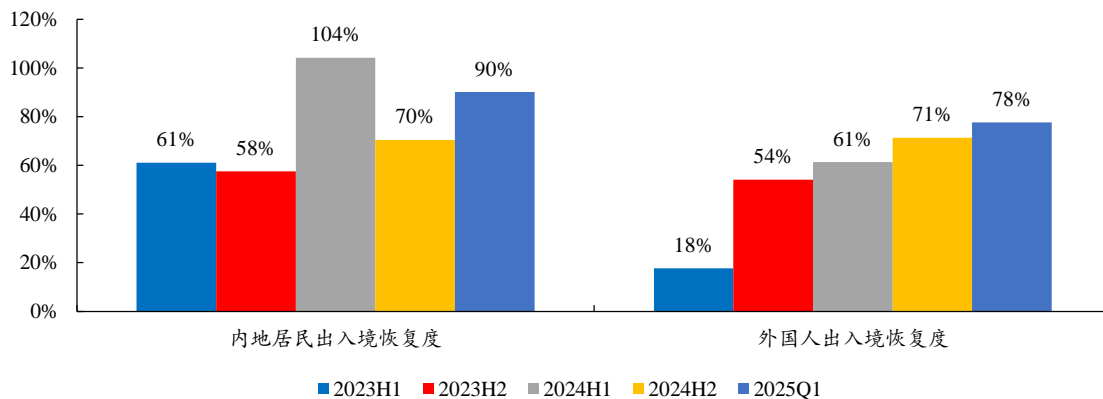


资料来源：青眼号外公众号

2.5 旅游大盘：提振内需政策预期抬升，旅游大盘强韧性β延续

- 2025Q1内地居民/外国人出入境人次分别恢复至2019年同期90%和78%，出入境人次保持复苏态势。
- 出入境政策红利持续释放。**截至2024年底，中国对38个国家实行单方面免签入境政策，加上与中国已经全面互免签证的25个国家，共63个国家的公民可持普通护照免签来华。2025年4月商务部等6部门发布进一步优化离境退税政策扩大入境消费的通知，进一步丰富市场供给，鼓励退税商店拓店、增加退税产品种类数量、鼓励离境退税消费、完善服务系统，推动入境游消费成为拉动内需的重要补充，优质国货、旅游零售商、旅游酒店业或将长期受益。**受益标的：众信旅游。**

图66：2025Q1内地居民/外国人出入境人次分别恢复至2019年90%/78%



数据来源：Wind、国家移民管理局、开源证券研究所

2.5 OTA：住宿业务增速相对乐观，经营效率为核心关注要素

- **同程**：2023年以来公司战略重点从用户数量向ARPU值倾斜，中间经历2023年下半年补贴增加、2024Q1出境游投放增加，变现战略兑现在报表上从2024Q2开始逐步体现，商家/补贴重新精细化梳理后Take rate走高、ARPU值提升，HEXIN OTA盈利水平提升。同时机酒交叉销售改善、出境游供给丰富、AI升级等有助于整体ARPU值提升。当前行业格局整体稳定，在营销效率改善以及固定费用、人员费用规模效应之下，OTA盈利水平进入上行通道。
- **携程**：过去两年行业格局与公司 α 充分验证，2025年国内出行延续韧性增长态势，基本盘业务对2025年政策 β 弹性的潜在受益、AI提效工具应用持续推进，新增6亿美元资本市场回报额度亦彰显积极姿态，公司业绩会透露仍将着力Trip.com海外营销投放，短期国际平台投资预算增加对阶段利润率存在扰动。

表7：2024年同程旅行核心OTA业务利润率改善

单位：亿元	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2024
总营收	38.7	42.5	50	42.4	173
YOY	49.5%	48.1%	51.3%	34.8%	45.8%
经调整净利润	5.58	6.57	9.1	6.6	27.85
YOY	49.5%	48.1%	51.3%	34.8%	26.7%
经调整归母净利率	14.4%	15.5%	18.2%	15.6%	16.1%
YOY	-5.0pct	-5.2pct	-0.6pct	0.2pct	-2.4pct
OTA分部收入	32	35.3	40.1	34.6	142
YOY	17.6%	11.1%	16.6%	14.3%	19.4%
交通票务	17.4	17.4	20.3	17.2	72.3
YOY	25.6%	16.6%	20.6%	17.0%	19.9%
住宿预订	9.6	11.9	13.8	11.4	72.3
YOY	25.6%	16.6%	20.6%	17.0%	19.7%
其他	5.0	5.9	6.1	6.0	23.0
YOY	36.0%	87.3%	23.7%	14.8%	35.5%
OTA分部经营利润	7.2	8.6	12.5	9.8	38.2
YOY	6.6%	12.8%	50.4%	44.4%	29.2%
经营利润率	22.6%	24.3%	31.1%	28.4%	26.9%
YOY	-3.7pct	-2.2pct	6pct	4.8pct	1.5pct

数据来源：同程公司公告、开源证券研究所

表8：2024年携程集团住宿业务增速表现亮眼

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2024
总营收	119	128	159	127	533
YOY	29.0%	13.6%	15.5%	23.4%	19.7%
NON-GAAP归母净利润	40.6	50	59.6	30.4	180.4
YOY	96.0%	45.2%	21.8%	13.6%	38.0%
NON-GAAP归母净利率	34.1%	39.1%	37.5%	23.9%	33.8%
YOY	11.6pct	8.5pct	1.9pct	-2.1pct	4.5pct
交通票务	50.0	48.7	56.5	47.8	203.0
YOY	20.0%	1.0%	5.0%	16.4%	10.1%
住宿预订	50.0	51.4	68.0	51.8	216.0
YOY	29.0%	20.0%	22.0%	32.7%	25.2%
旅游度假	8.8	10.3	15.6	8.7	43.4
YOY	129.0%	42.0%	17.0%	23.6%	38.1%
商旅管理	5.1	6.3	6.6	7.0	25.0
YOY	15.0%	8.0%	11.0%	10.7%	11.0%
其他	10.3	11.2	12.3	12.4	46.3
YOY	39.0%	31.0%	41.0%	24.9%	33.4%

数据来源：携程公司公告、开源证券研究所

2.5

景区：受益内需政策博弈，关注强阿尔法个股

- 2025Q1自然景区业绩分化较为明显，长白山、峨眉山、三特索道等受制于高基数及天气干扰客流表现相对较差，经营杠杆下利润相对承压；祥源文旅受益于旗下景区矩阵扩容及单景区成长，业绩弹性较高。
- 景区扩张周期长，板块成长天花板相对有限，2024年底至今板块行情主要来自市场对扩内需政策预期博弈，若短期无更多行之有效的促内需政策出台，则整体板块更可能处于震荡状态，建议关注业务处于扩张周期，成本控制良好利润兑现稳定的弹性标的，受益标的：九华旅游、祥源文旅。

表9：A股景区2024年&2025Q1业绩一览（单位：亿元）

公司简称	2024		2024		2025Q1		2025Q1	
	营收	YOY	归母净利润	YOY	营收	YOY	归母净利润	YOY
自然景区								
祥源文旅	8.64	20%	1.47	-3%	2.12	55%	0.31	159%
三峡旅游	7.41	-54%	1.18	-9%	1.41	8%	0.17	76%
西藏旅游	2.13	0%	0.17	15%	0.26	12%	-0.09	54%
黄山旅游	19.31	0%	3.15	-26%	4.03	20%	0.37	45%
张家界	4.32	3%	-5.82	143%	0.59	1%	-0.31	33%
九华旅游	7.64	6%	1.86	6%	2.35	30%	0.69	32%
桂林旅游	4.32	-8%	-2.04	-1831%	0.83	-7%	-0.13	2%
三特索道	6.92	-4%	1.42	11%	1.32	-7%	0.30	-11%
峨眉山A	10.13	-3%	2.35	3%	2.26	-11%	0.59	-21%
丽江股份	8.08	1%	2.11	-7%	1.62	-10%	0.34	-38%
长白山	7.43	20%	1.44	4%	1.29	1%	0.04	-59%
西域旅游	3.04	-1%	0.87	-18%	0.16	-1%	-0.30	-147%
人工景区								
天目湖	5.36	-15%	1.05	-29%	1.05	-2%	0.14	26%
宋城演艺	24.17	25%	10.49	-1054%	5.61	0%	2.46	-2%
中青旅	99.57	3%	1.60	-17%	20.54	7%	-0.34	-16%
云南旅游	5.57	-23%	-0.28	-93%	0.47	-62%	-0.48	-52%
大连圣亚	5.05	8%	-0.70	-304%	0.84	-8%	-0.08	-739%
曲江文旅	12.53	-17%	-1.31	-33%	3.06	-24%	-0.44	-2162%
海昌海洋公园	18.18	-2%	-7.40	275%				

数据来源：Wind、开源证券研究所

目录

CONTENTS

- 1 板块复盘：提振内容预期抬升，公募持仓有望逐步回暖
- 2 悦养身心：寻找生活“小确幸”，新消费品牌百尺竿头
- 3 技术变革：AI繁荣创作者生态，应用场景多元可期
- 4 扬帆出海：本地平台进军拉美，潮玩龙头经纬全球
- 5 受益标的盈利预测与估值
- 6 风险提示

3.1 AI+消费：AI助力视频、播客等生态繁荣，美丽、茶饮等赛道创新频出

- 创作者生态繁荣，规模、内容大幅提升。随网络文学、短视频、直播带货、知识付费的等数字内容产业规模快速扩容，从主流内容平台大盘数据来看，创作者规模稳步增长。2024年6月，内容平台活跃创作者规模同比增长62%，其中微信视频号与抖音平台增速较快，微信视频号平台活跃创作者规模近2024年同期3倍，创作者产出内容规模整体同比增长34%。
- 短剧、直播等创新方式助力美妆、茶饮等品牌破圈。“短剧+美妆”营销方式持续破圈，丸美定制短剧《夫妻的春节》在抖音爆红，成为2025年全网首部观看人数破亿的短剧，当前播放量已逼近6亿；谷雨独家合作的《以爱之名》播放量达5.2亿次、HBN独家冠名的《阳光灿烂时》播放量达2.4亿次。茶饮品牌利用抖音、小红书、微博、视频号等，发布高质量的内容或者产品上新来吸引消费者的关注和互动。凭借2天抖音直播，古茗官方账号暴涨百万粉丝，卖出超2500万的销售额。

图67：2024年6月，内容平台活跃创作者规模同比增长62%

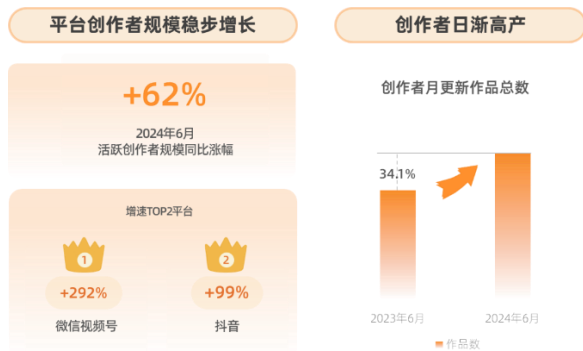


图68：多个美妆品牌通过短剧破圈

2025美妆品牌上线合作短剧一览						
品牌	短剧	题材	首播时间	合作达人/演员	播放量	集数
丸美	夫妻的春节	女性成长	2025.1.22	倪虹洁	5.8亿	16
谷雨	以爱之名	都市爱情	2025.1.28	徐梦洁	5.2亿	17
谷雨	河豚小姐	家庭情感	2025.1.30	辣目洋子	2.9亿	10
HBN	阳光灿烂时	成长励志	2025.1.31	李溪芮、王皓轩	2.4亿	18
谷雨	无法抗拒的你	甜宠	2025.1.11	许梦圆	1.7亿	16
HBN	陷入虚假游戏	逆袭	2025.1.16	加菲猫z	1.6亿	8
达肤妍	再次重生	穿越逆袭	2025.1.25	温仙女	1.3亿	12
OLAY	寄宿酸甜	都市爱情	2025.1.25	加菲猫z	1.1亿	6

图69：古茗抖音直播间2天销售额超2500万元



资料来源：新榜

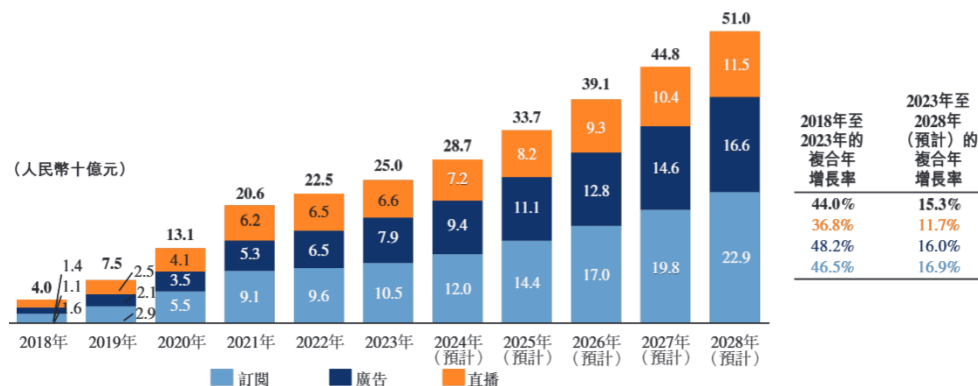
资料来源：青眼号外公众号

资料来源：中国饮品快报公众号

3.1 AI+消费：AI助力视频、播客等生态繁荣，美丽、茶饮等赛道创新频出

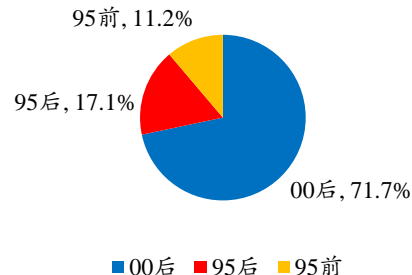
- 根据灼识咨询，预计2025年中国在线音频市场规模将达到337亿元，2023-2028年的复合年增长率将达到15.3%。听众方面，根据观研天下，伴随“耳朵经济”崛起，2020-2022年我国中文播客听众的数量增长三倍，而听众规模也超过1亿人次，预计2025年我国中文播客听众数量将超过1.5亿。播客代表的“慢流量”开始水涨船高，网易云音乐、喜马拉雅等平台耕耘创作者土壤，2023年长音频用户中00后占比高达71.7%，呈现出明显的年轻化特征。

图71：预计中国在线音频市场规模增长强劲



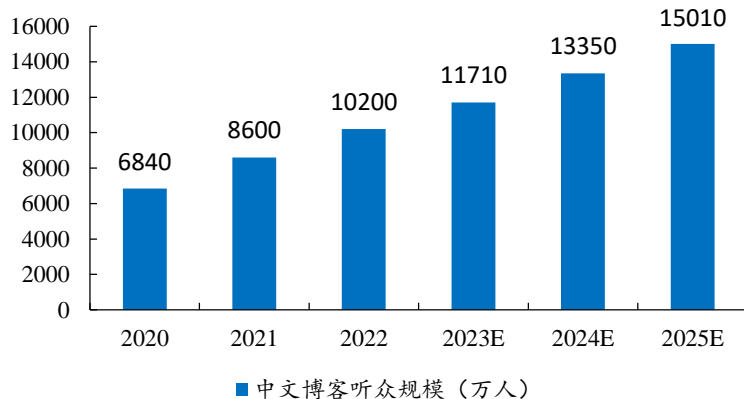
资料来源：喜马拉雅招股书、灼识咨询

图70：2023年长音频用户中00后占比高达71.7%



数据来源：36氪研究院、开源证券研究所

图72：预计到2025年我国中文播客听众数量将超过1.5



数据来源：观研天下、开源证券研究所

3.1 AI+美丽：美图拓展B端用户增速亮眼

- AI+美丽赛道火热，2025年3月美图斩获中国非游戏厂商出海第4名（按收入计）。美图旗下的BeautyCam应用凭借其“AI换装”功能，在全球范围内获得了极大的关注与反响。该应用在泰国、老挝、柬埔寨、越南等市场的App Store总榜上纷纷夺得第一。
- 聚焦电商场景，美图旗下AI素材生成器Whee下载量和增速亮眼。数据机构DataEye联合点点数据发布2025年3月大陆市场AI APP苹果端下载榜，DeepSeek、豆包、夸克、WHEE等上榜。美图公司旗下产品WHEE在3月份环比增长幅度位居榜单第一达132.0%，帮助WHEE位列榜单第八。WHEE在2025年已进行两轮升级。先是宣布接入DeepSeek R1满血版，将专业性与易用性相结合，降低提示词使用门槛，做图效率拉满。随后还接入了美图最新研究成果MTADiffusion，据称一句话即可实现一站式改图。

图73：美图AI产品覆盖模型层、生态层、应用层完整生态



资料来源：美图公司公众号

图74：2025年3月美图斩获中国非游戏厂商出海第4名

3月中国非游戏厂商出海收入榜 2025年3月1日-3月31日		
排名	公司	排名趋势
1	字节跳动	↑ 0
2	欢聚集团 (NASDAQ:YY)	↑ 0
3	睿琪软件	↓ 1
4	美图 (HK:01357)	↓ 1
5	TP-LINK	↓ 2
6	腾讯 (HK:00700)	↓ 1
7	赤子城科技 (HK:09911)	↓ 1

资料来源：点点数据公众号

图75：2025年3月Whee在大陆市场AI APP苹果端下载排名第9，月下载量环比+132%

2025年3月大陆市场AI APP苹果端下载榜

DataEye 联合 点点数据

		月下载 (万)	下载环比
1	DeepSeek	635	+9.1%
2	即梦AI	558	+56.9%
3	豆包	515	+9.2%
4	夸克	483	+2.7%
5	腾讯元宝	465	+106.8%
6	Kimi智能助手	329	-49.7%
7	AI Mate Pro	85	-46.6%
8	纳米AI搜索	85	-78.7%
9	WHEE	80	+132.0%
10	智谱清言	75	+23.0%

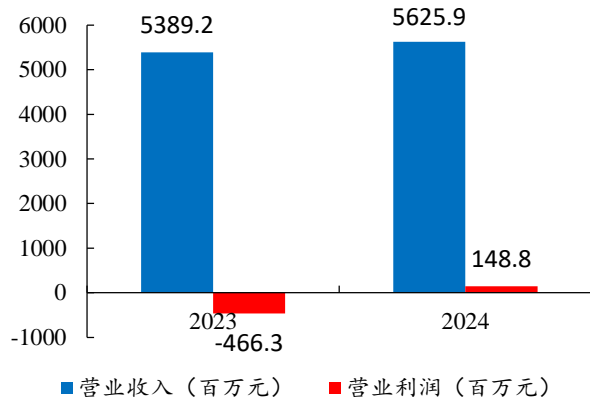
Source: DataEye ADX行业版, 点点数据

DataEye

3.1 AI+教育：有道跻身AIAPP榜单前十，关注教育AI应用

- **AI战略驱动**，有道2024年首次实现全年盈利。2024年有道收入56.26亿元，同比增长4.4%，营业利润1.49亿元，大幅扭亏为盈。
- **AI+教育**：2024年AI相关订阅服务收入超2亿元，同比增长130%。量子位智库发布《2025中国AIGC应用全景图谱报告》，网易有道词典凭借突出的用户增速及活跃度表现，入选2025年3月AI APP榜单，并成为TOP10中唯一的AI翻译应用。有道子曰翻译大模型在准确性、流畅度上远超Google、ChatGPT等国际竞品，翻译质量问鼎全球第一。
- **AI+广告**：2024年有道广告业务收入为19.75亿元，同比增长48.3%。Youdao Ads为《漫威争锋》（网易旗下出海游戏）提供全周期红人营销服务，上线当天登顶Steams商店全球畅销榜；荣获Tiktok“效果广告+达人服务”双赛道Top5供应商；成为Google官方合作伙伴。

图76：2024年有道收入56.26亿元，同比增长4.4%，营业利润1.49亿元，大幅扭亏为盈



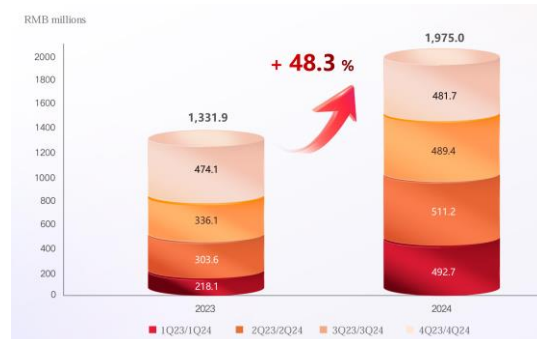
数据来源：有道公司公告、开源证券研究所

图77：有道词典跻身2025年3月AIAPP榜单前十



资料来源：量子位《2025中国AIGC应用全景图谱报告》

图78：2024年有道广告业务收入为19.75亿元，同比增长48.3%

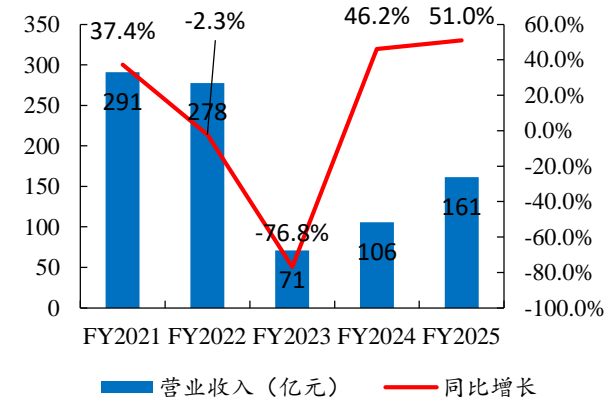


资料来源：有道公司公告

3.2 AI+教育：好未来困境反转，AI打开学习平板增量市场

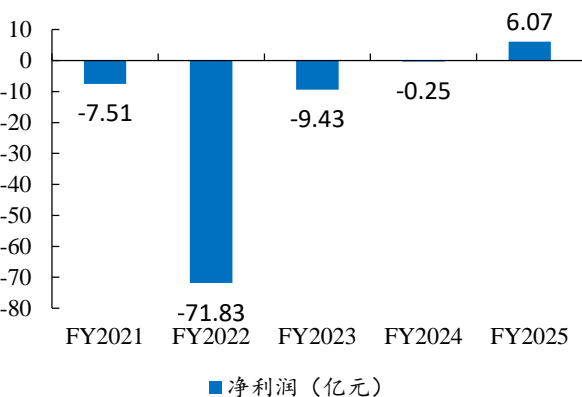
- 教培政策明朗叠加AI驱动，好未来业绩迎来显著增长。FY2025（截至2025/2/28）好未来实现收入161亿元，同比增长51%，实现净利润6.07亿元，大幅扭亏为盈。
- （1）学习服务：最新财季学而思线下素养小班留存率达80%，正加速推广“智能大小屏课堂”。（2）智能硬件：周活跃率稳定在80%左右，单设备日均使用时长约1小时。根据洛图科技，2025Q1中国学习平板全渠道销量126.5万台，同比增长29.4%。
- AI三大维度影响公司：（1）教育内容生产：AI极大提升了创作效率与可能性，使多语言/多课程适配内容开发成为现实，实时生成高质量互动内容也即将实现；（2）服务体系：从教学、客服到售后，AI持续提升服务水准与效率；（3）研发效能：AI辅助编程加速了教育技术的迭代，提升了研发效率。

图79：好未来FY2025实现收入161亿元，同比增长51%



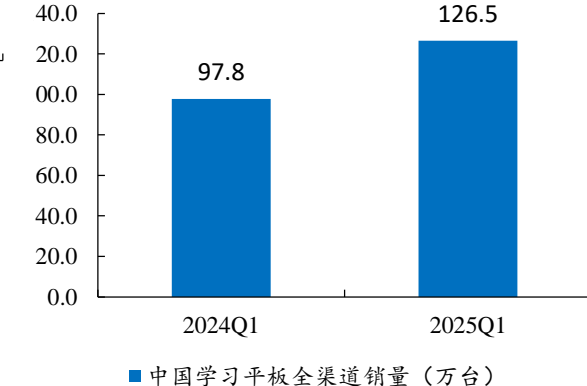
数据来源：Wind、开源证券研究所
(好未来2025财年以2025/2/28结尾)

图80：好未来FY2025实现净利润6.07亿元，大幅扭亏为盈



数据来源：Wind、开源证券研究所

图81：2025Q1中国学习平板全渠道销量126.5万台，同比增长29.4%



数据来源：洛图科技、开源证券研究所

3.3 AI+人力：AI驱动降本增效&业务创新，科锐、猎聘等增速亮眼

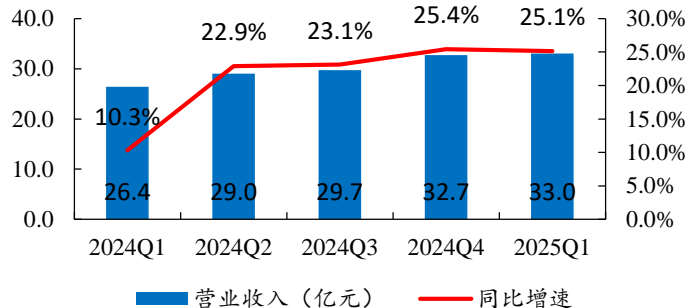
- 人力资源作为人力密集型行业，AI在其中应用广泛，大型人力资源企业正积极引入AI技术，关注落地的三大核心场景。
- （一）招聘环节：AI简历筛选、智能面试、人岗匹配优化，如同道猎聘的AI智能面试产品“多面Doris”、科锐国际的MatchSystem匹配系统、北森控股的AI Family等。
- （二）行政效率：自动化薪酬计算、考勤管理等，如云生集团生成数款AI数字员工，覆盖社保公积金、海量劳动法律法规等查询。部分企业开始提供人工智能人才培训和认证服务，满足市场对AI专业人才的需求，如传智教育等。
- （三）创新业务：从“互联网+”到“人工智能+”，企业正经历新一轮数字化革命。部分企业开始提供人工智能人才培训和认证服务，满足市场对AI专业人才的需求，如传智教育等。

表9：多家人力资源企业围绕相关场景推出“AI”产品赋能招聘、数字员工等

公司	产品	简介
科锐国际	MatchSystem 匹配系统、CV小蛙、PC 端寻访自动化 Agent、关系图谱预测 CRN 等	MatchSystem 可准确匹配垂类岗位的招聘需求，帮助猎头顾问更精准地定位目标候选人，科锐国际将抓住 Agents 的最佳进入时机，于2025年将推出 PC 端寻访自动化 Agent 和关系图谱预测的 CRN 等。禾蛙的本地化PC端应用产品“CV小蛙”，助力效率提升。
北京人力	“数字伙伴联盟”，五位各具特色的“虚拟人”	北京国际人力打造的专属场景的垂类小模型，目前已形成覆盖人力资源服务行业和人力资源全场景的数字员工解决方案，推动人力资源服务向智能化、自动化方向发展。
外服控股	上海外服AI智能助手“云知道”	云知道是上海外服打造的一款集成智能政策问答、智能招聘、企业成本计算、智能办公等多个高频场景的人力资源AI工具，通过与公司内部知识库直连与模型深度调优，打造各类人力资源服务场景专属智能体，提升客户服务质量。
同道猎聘	AI面试官猎聘 Doris、自主研发的AI大模型“同道汇才”	针对“招何人”的困境，Doris构建了全面的胜任力模型，包含7个层级、140多个维度、300多条评价标准及超过5000次的典型行为表现，实现AI精准匹配岗位需求，解决了传统盘点周期长、信效度低及人工评判主观的问题。同道猎聘自主研发的AI大模型“同道汇才”成功通过国家网信办生成式人工智能服务备案，同道猎聘已在招聘求职领域尝试应用该大模型为相关领域赋能。
北森控股	AI Family提供人力资源整套解决方案	作为中国HR SaaS领域的领军者，北森凭借20余年人才管理经验，推出AI Family产品家族，以七大AI助手为核心，覆盖招聘、员工服务、人才培养等30余个场景，为企业打造一体化、个性化的人力资源解决方案。

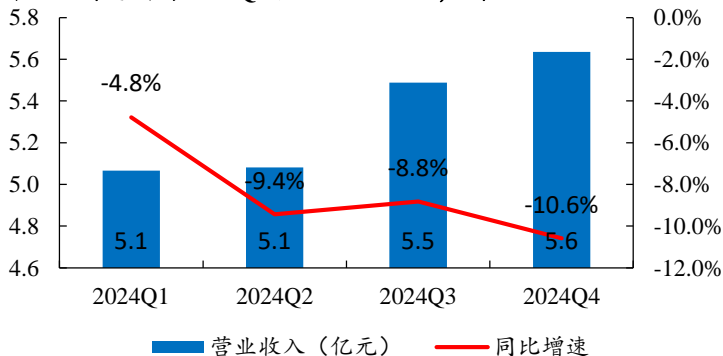
资料来源：科锐国际公众号、北京国际人力公众号等、开源证券研究所

图82：科锐国际2025Q1收入为33亿元，同比+25.1%



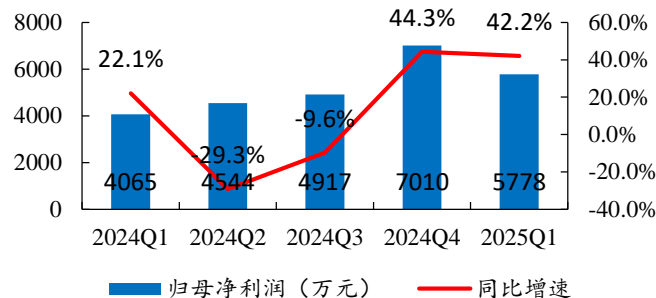
数据来源：Wind、开源证券研究所

图84：同道猎聘2024Q4收入为5.6亿元，同比-10.6%



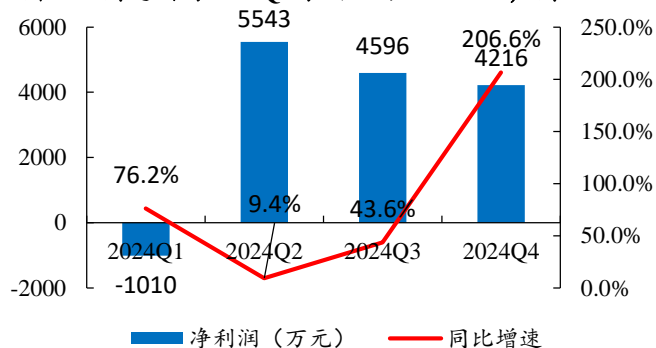
数据来源：Wind、开源证券研究所

图83：科锐国际2025Q1归母净利润为5778万元，同比+42.2%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图85：同道猎聘2024Q4净利润为4216万元，同比+206.6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

目录

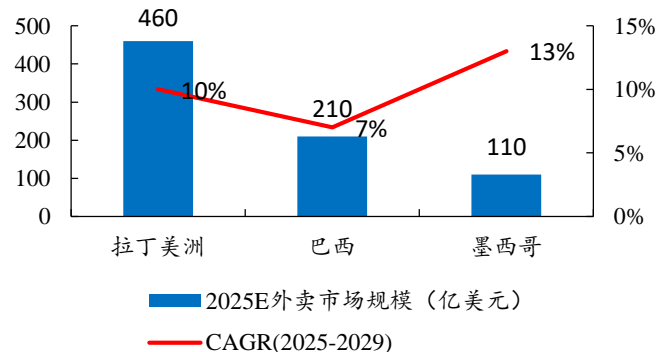
CONTENTS

- 1 板块复盘：提振内容预期抬升，公募持仓有望逐步回暖
- 2 悦养身心：寻找生活“小确幸”，新消费品牌百尺竿头
- 3 技术变革：AI繁荣创作者生态，应用场景多元可期
- 4 扬帆出海：本地平台进军拉美，潮玩龙头经纬全球
- 5 受益标的盈利预测与估值
- 6 风险提示

4.1 本地生活：美团、滴滴布局巴西外卖市场，市场规模超200亿美金

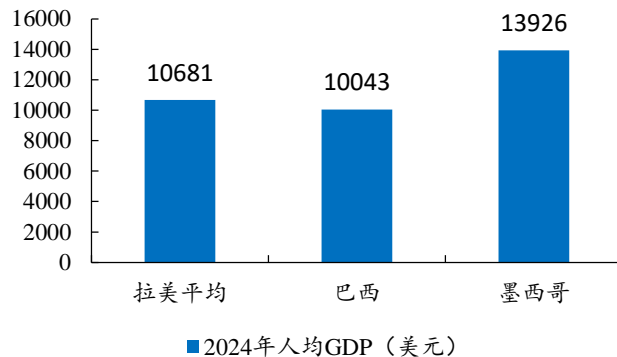
- 美团加速布局巴西市场，滴滴官宣重启巴西外卖。中国生活服务巨头企业美团正加速布局巴西市场，计划于2025年底至2026年初，其业务将正式在巴西落地。2025年4月，滴滴以“99 Food”品牌高调宣布重启巴西外卖业务。这是继2019年首次试水失败后的二次冲锋。
- 巴西外卖市场潜力较大，目前呈寡头垄断格局。根据Statista数据，预计2025年巴西外卖市场规模为210亿美金，约1533亿人民币。另根据欧睿国际数据，从2019年到2023年，巴西的外卖市场增长了50.8%，总规模达到1390亿雷亚尔（约合1680亿元人民币），年增长率约15%-20%，高于全球平均水平8%-12%，外卖用户仅占人口的30%左右，渗透率低于中国的50%。目前巴西外卖市场呈现巨头垄断格局，iFood占据80%市场份额，并通过“二选一”条款挤压竞争对手生存空间，导致滴滴、Uber Eats等平台一度退出。

图86：2025年预计巴西外卖市场规模为210亿美元，到2029年的CAGR为7%



数据来源：Statista、开源证券研究所

图87：拉美平均的人均GDP超过10000美元

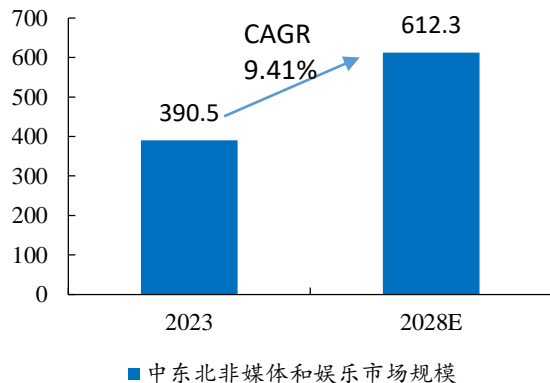


数据来源：Statista、开源证券研究所

4.2 情绪消费：2030愿景下，中东情绪消费需求快速增长

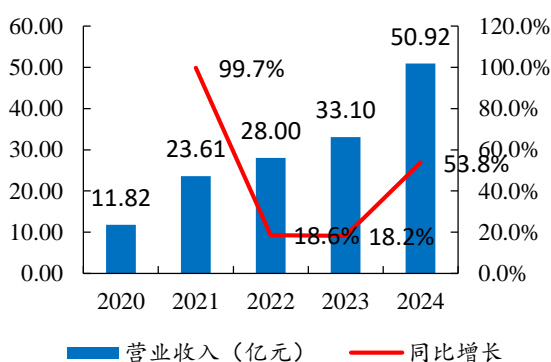
- 中东北非文娱市场处于起步阶段，仍大有可为。根据Mordor Intelligence的数据，中东北非媒体和娱乐市场规模预计将从2023年的约390.5亿美元增长到2028年的约612.3亿美元，复合年平均增速在9.41%。
- 聚焦中东北非市场，赤子城科技已打造出包括MICO、YoHo、TopTop、SUGO等在内的社交产品矩阵。2024年，SUGO收入同比增长超200%，平均月流水突破1000万美元；TopTop UGC社区生态进一步繁荣，全年收入同比增长超100%。基于后发产品的持续增长，公司核心业务收入结构相较2023年更加多元健康。中东北非作为赤子城科技的战略市场，在2024年继续释放商业潜能。2024年，公司核心社交产品在MENA市场收入同比增长超60%，增速远超2023年。

图88：预计2028年中东北非媒体和娱乐市场规模将达到612.3亿美元



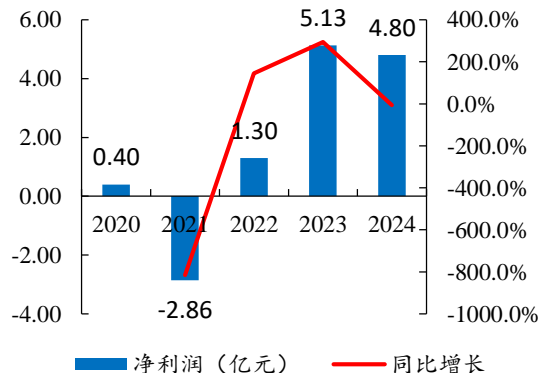
数据来源：Mordor Intelligence、赤子城科技公司公告、开源证券研究所

图89：2024年赤子城科技实现收入50.92亿元，同比增长53.8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图90：2024年赤子城科技实现净利润4.8亿元

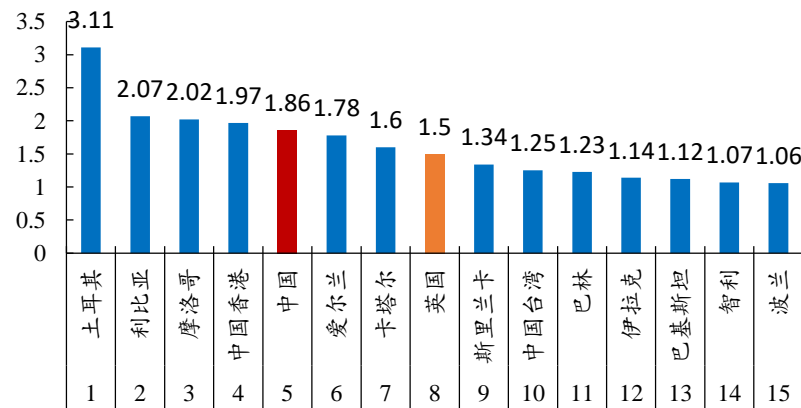


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.3 茶饮出海：以东方茶，会世界友

- 东方茶文化随中国丝绸之路和英国殖民时期出海，传播至中东、南美、非洲等世界各地。根据国际茶叶委员会数据，除中国外，中亚、英美也是茶叶消费大国，2022年印度茶叶总消费量为118.8吨，同比增长2.3%，排名世界第二，俄罗斯、美国、英国分列第5-7名。从人均消费量看，2022年，茶叶人均消费量排名全球第一位的仍是土耳其，人均每年消费茶叶3.11千克，同比减少3.7%，中东北非地区的利比亚、摩洛哥、卡塔尔等国人均消费量排名靠前。

图91：2022年英国茶叶人均消费量1.5千克（单位：千克/年/人）



数据来源：国际茶叶委员会、开源证券研究所

表10：多个茶饮品牌出海美国、欧洲、中东等地区

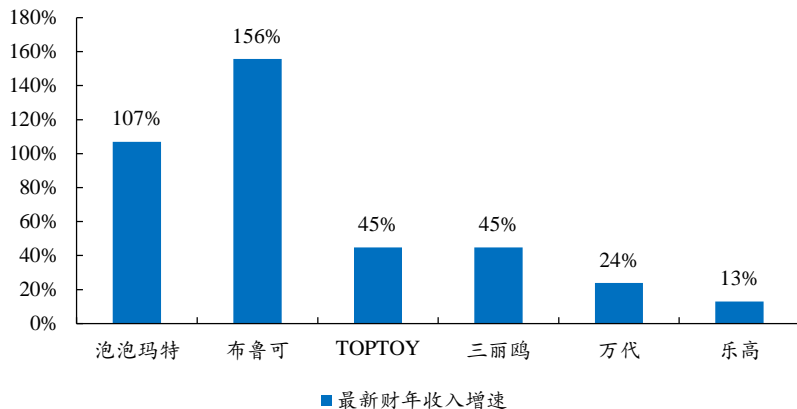
品牌	海外首店选址	海外门店数量	海外门店主要覆盖区域	海外首店开业时间
蜜雪冰城	越南	近5000家	东南亚、日韩、澳大利亚	2018年
贡茶	新加坡	超2000家	东南亚、日韩、欧美加拿大等	2009年
日出茶太	美国南加州	超1000家	欧美、东南亚、日本等	2006年
快乐柠檬	菲律宾	超1000家	东南亚、韩国、欧美、澳大利亚、中东	2010年
一芳	英国	超1000家	中东、欧美、澳大利亚、东南亚、日韩等	2017年
歇脚亭	马来西亚	超300家	中东、美国、澳大利亚、东南亚等	1999年
Coco都可	北美	超300家	东南亚、欧美、日韩等	2011年
茶乙己	泰国	超300家	东南亚、中东	2024年
老虎堂	美国纽约	超100家	日韩、东南亚、欧美、中东等	2017年
霸王茶姬	马来西亚	超150家	东南亚	2019年
喜茶	新加坡	70家	欧美、澳大利亚、东南亚、加拿大、韩国	2018年
柠柠	越南	超30家	东南亚	2019年
甜啦啦	印尼雅加达	超10家	东南亚	2023年
茶百道	韩国首尔	至少8家	韩国、泰国、澳大利亚	2023年
奈雪的茶	新加坡	至少2家	东南亚	2018年
茉酸奶	迪拜	至少2家	东南亚、中东	2023年
茶理宜世	西班牙	至少2家	西班牙、澳大利亚	2023年
7分甜	美国洛杉矶	至少1家	加拿大	2019年
1点点	美国纽约	至少1家	欧美、东南亚、日本等	2019年
沪上阿姨	马来西亚	至少1家	东南亚	2024年
茉莉奶白	美国纽约	至少1家	美国	2024年

数据来源：晚点LatePost公众号、开源证券研究所

4.4 潮玩：IP潮玩龙头经纬全球，生态运营渐入佳境

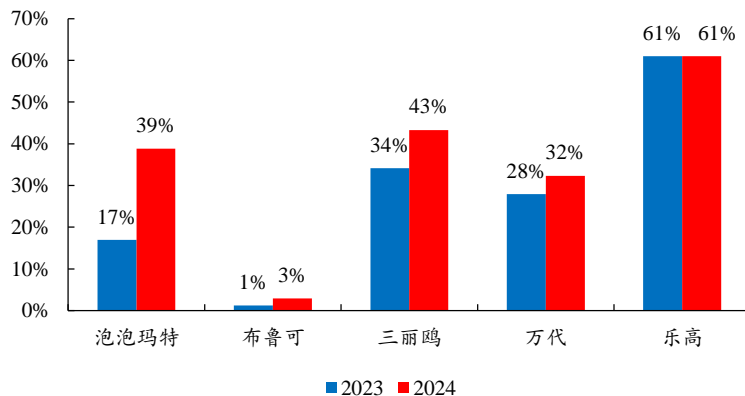
- 全球潮玩产业处于全球化IP跨区域渗透、品类加速迭代创新、渠道网络生态趋于完善、IP文化逐步穿透消费代际的历史机遇期。2024年全球玩具龙头及国内IP潮玩新势力均取得亮眼业绩，IP和产品影响力加速由本土跨向全球，海外收入贡献明显提升，其中泡泡玛特表现尤为亮眼。未来围绕“IP-产品-用户”生态构建，长期看能够持续扬长补短、具备自主产品深度迭代能力和跨媒介立体用户生态的企业有望在新一轮IP浪潮中脱颖而出。

图92：泡泡玛特/布鲁可2024年收入高速增长



数据来源：各公司公告、开源证券研究所（万代、三丽鸥收入报告期为FY2025Q1-Q3）

图93：泡泡玛特/布鲁可2024年海外收入占比同比提升

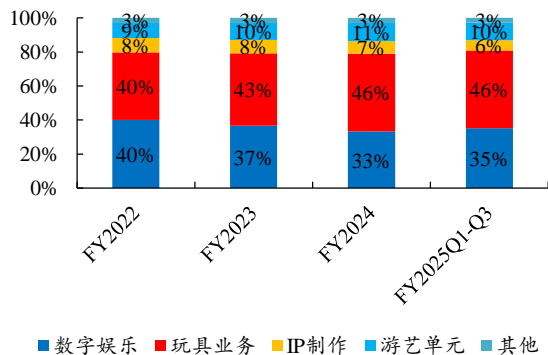


数据来源：各公司公告、开源证券研究所（万代、三丽鸥收入报告期为FY2024Q1-3和FY2025Q1-Q3，乐高本土收入取欧洲中东非洲）

4.4 潮玩：IP潮玩龙头经纬全球，生态运营渐入佳境

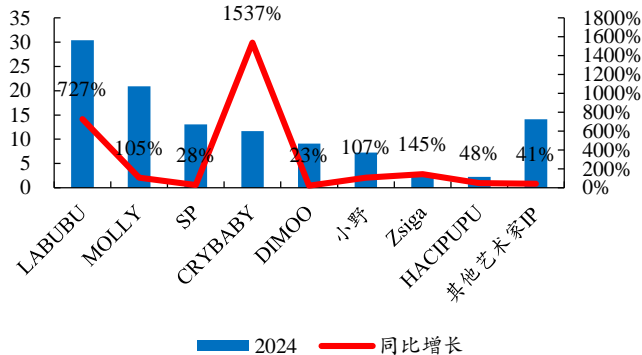
- **着力建设头部长青、尾部常新的IP矩阵。**（1）**海外巨头：**乐高、万代均已形成跨圈层、跨年龄、跨性别的塔型IP矩阵，是两者全产业链布局长期积淀的必然结果，即通过资本并购、联合开发、生态赋能等方式，获取在IP内容、产品开发和用户运营上的主动权，如万代通过影游内容联动推动高达模型焕新长青，同时如《艾尔登法环》等IP梯队进行良性补充。
- （2）**国内龙头：**2024年泡泡玛特在IP储备、跨媒介内容（游戏）、沉浸式产业（乐园）等均已进行了有益尝试，IP全球势能持续上行，头部IP现象级增长，四大IP营收破10亿，腰部IP矩阵崛起；布鲁可核心授权IP矩阵已逐步成型，并与上游版权方形成较稳固的利益绑定，自有IP通过动画、产品联动加深叙事深度。

图94：万代构建完整的全产业链布局



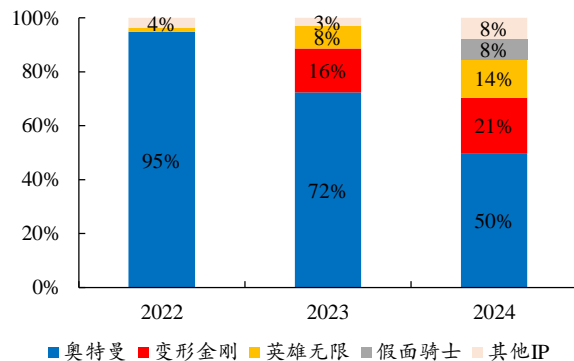
数据来源：万代南梦宫公告、开源证券研究所
（单位：亿日元）

图95：泡泡玛特各IP收入均快速增长



数据来源：泡泡玛特公司公告、开源证券研究所
（单位：亿元）

图96：2024年布鲁可前四大IP收入占比为50%/21%/14%/8%



数据来源：布鲁可公司公告、开源证券研究所

目录

CONTENTS

- 1 板块复盘：提振内容预期抬升，公募持仓有望逐步回暖
- 2 悦养身心：寻找生活“小确幸”，新消费品牌百尺竿头
- 3 技术变革：AI繁荣创作者生态，应用场景多元可期
- 4 扬帆出海：本地平台进军拉美，潮玩龙头经纬全球
- 5 受益标的盈利预测与估值
- 6 风险提示

表11：受益标的盈利预测与估值

代码	公司名称	2025/5/7 收盘价	EPS			PE			评级
			2025E	2026E	2026E	2025E	2026E	2027E	
600223.SH	福瑞达	7.47	0.29	0.33	0.38	26.21	22.59	19.91	买入
603099.SH	长白山	32.93	0.70	0.82	0.99	46.78	40.03	33.18	买入
300795.SZ	米奥会展	20.32	1.15	1.44	1.74	17.74	14.12	11.69	买入
001308.SZ	康冠科技	21.19	1.56	1.95	2.35	13.60	10.89	9.00	买入
300856.SZ	科思股份	20.56	1.21	1.55	1.88	17.05	13.29	10.96	买入
603277.SH	银都股份	22.91	1.75	2.01		13.11	11.42		买入
688363.SH	华熙生物	48.19	0.91	1.21	1.54	52.92	39.98	31.30	买入
300740.SZ	水羊股份	12.57	0.68	0.82	1.02	18.58	15.36	12.27	买入
688366.SH	昊海生科	53.17	2.10	2.47	2.84	25.35	21.50	18.70	未评级
300192.SZ	科德教育	15.93	0.50	0.56	0.62	31.67	28.46	25.65	买入
000526.SZ	学大教育	54.34	2.11	2.66	3.19	25.76	20.41	17.03	未评级
603081.SH	大丰实业	11.33	0.45	0.58	0.73	24.96	19.57	15.51	买入
600916.SH	中国黄金	8.32	0.55	0.77	0.89	15.22	10.77	9.33	买入
300662.SZ	科锐国际	32.10	1.41	1.72	2.07	22.75	18.66	15.52	未评级
600861.SH	北京人力	20.92	1.80	1.84	2.04	11.60	11.40	10.24	未评级
600662.SH	外服控股	5.12	0.30	0.32	0.33	17.16	15.82	15.40	未评级
603059.SH	倍加洁	22.21	1.10	1.71	1.97	20.19	13.01	11.25	买入
300492.SZ	华图山鼎	96.22	2.52	3.20	3.71	38.11	30.08	25.92	未评级
002659.SZ	凯文教育	4.78	0.05	0.10	0.14		48.14	34.51	未评级
301011.SZ	华立科技	26.80	0.73	0.88	0.94	36.78	30.43	28.62	未评级
301110.SZ	青木科技	48.70	1.61	2.08	0.00	30.21	23.46	#DIV/0!	未评级
300859.SZ	西域旅游	35.85	0.67	0.82	1.02	53.65	43.47	35.30	未评级
300896.SZ	爱美客	172.14	7.31	8.25	9.09	23.55	20.87	18.93	买入
832982.BJ	锦波生物	403.88	10.47	12.71	—	38.57	31.78	—	买入
3690.HK	美团	139.00	8.13	10.25	12.51	17.10	13.56	11.11	买入
0839.HK	中教控股	2.47	0.75	0.82	0.89	3.27	3.01	2.76	未评级
1773.HK	天立国际控股	4.05	0.36	0.47	0.59	11.32	8.62	6.82	未评级
0382.HK	中汇集团	1.46	0.34	0.40	0.38	4.24	3.69	3.85	未评级
9961.HK	携程集团-S	482.40	24.14	27.81	31.78	19.98	17.34	15.18	未评级
0780.HK	同程旅行	20.85	1.11	1.34	1.60	18.82	15.52	13.07	未评级
601888.SH	中国中免	63.40	2.34	2.66	2.97	27.07	23.81	21.32	未评级
9699.HK	顺丰同城	7.94	0.26	0.45	0.63	30.17	17.80	12.63	未评级
9992.HK	泡泡玛特	184.50	4.20	5.82	7.31	43.98	31.73	25.24	买入
0325.HK	布鲁可	139.70	4.12	6.09	7.99	33.88	22.93	17.49	买入

数据来源: Wind、Bloomberg、开源证券研究所（以上港股上市公司计价货币为港元，EPS为人民币，2025年5月7日港币兑人民币收盘价0.92891；美股上市公司收盘价和EPS计价货币为美元，2025年5月7日美元兑人民币收盘价7.2005）

目录

CONTENTS

- 1 板块复盘：提振内容预期抬升，公募持仓有望逐步回暖
- 2 悦养身心：寻找生活“小确幸”，新消费品牌百尺竿头
- 3 技术变革：AI繁荣创作者生态，应用场景多元可期
- 4 扬帆出海：本地平台进军拉美，潮玩龙头经纬全球
- 5 受益标的盈利预测与估值
- 6 风险提示

（一）国内及全球宏观经济波动

世界不确定性处于高位，外部环境的进一步复杂化冲击国内国际双循环，加大国内经济下行压力，引发政策变动、市场需求减弱、产业结构调整、出口贸易受阻、原材料成本上升等不利因素，影响上市公司后续经营表现。

（二）项目落地不及预期，影响后续新产品的推出从而影响公司竞争力

新建设或研发项目进展不及预期，导致新产品推迟上市或新产能面临不足，使公司在关键市场的竞争地位下降，降低公司信誉和客户信任，财务状况恶化影响其他业务进展，进而对未来营收、业绩产生较大影响。

（三）零售不及预期，或导致存货周转、减值等相关问题

下游需求不足导致产品销售不及预期，使公司面临存货积压，产生流动资金占用、仓储成本增加、存货资产减值等风险。

（四）新进入者或已有竞争者带来的行业竞争加剧等

新进入者或现有竞争者可能通过价格战、营销推广等手段争夺市场份额，若公司不能持续在技术创新、市场开拓等方面有所突破并保持一定的竞争优势,将会面临市场份额不断被挤压的风险。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

股票投资评级说明

	评级	说明	备注： 评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。
证券评级	买入（buy）	预计相对强于市场表现20%以上；	
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现5%～20%；	
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；	
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。	
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；	
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；	
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及

的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层

邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券