

商贸零售

2025年11月16日

双十一电商大促落幕，美妆、珠宝表现亮眼

——行业周报

投资评级：看好（维持）

黄泽鹏（分析师）

姚慕宇（联系人）

李昕恬（联系人）

huangzepeng@kysec.cn

yaomuyu@kysec.cn

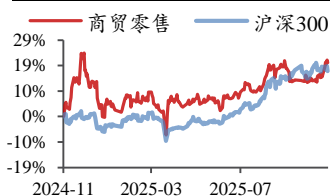
lixintian@kysec.cn

证书编号：S0790519110001

证书编号：S0790125040021

证书编号：S0790125100021

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

- 《10月社零同比+2.9%，金银珠宝表现亮眼—行业点评报告》-2025.11.14
- 《关注零售行业年度投资策略：保值、颜值、情绪价值—行业周报》-2025.11.9
- 《三季度零售企业经营仍承压，关注高景气赛道公司—行业周报》-2025.11.2

● 双十一大促落幕，电商韧性增长，美妆、珠宝表现亮眼

本周，2025年双十一电商大促告一段落：10月7日-11月11日双十一全网电商销售总额为16950亿元，较2024年增长14.2%。分平台看，天猫综合电商销售表现稳居榜首；京东官方宣称双十一成交额再创新高，下单用户数增长40%，订单量增长近60%；抖音双十一多重玩法助力6.7万个品牌销售额翻倍，众多品牌销售额破亿。细分品类方面：（1）黄金珠宝品类表现亮眼，黄金IP产品获年轻客群青睐。我们认为，当前黄金消费已从单一保值需求向“文化认同+情感价值”多元需求演进，兼具审美价值与文化内涵的金饰具备更高成长空间。（2）美妆品类全网GMV高达1325亿元，美容护肤和香水彩妆细分板块的销售总额分别为991亿元和334亿元。天猫与抖音双十一美妆榜首分别为国货品牌珀莱雅与韩束，国货龙头地位彰显。其中，功效护肤及高价格带为本次双十一的增长核心，高端美妆景气度趋势延续，高价格带GMV环比增速亮眼。（3）即时零售“新战场”叠加AI技术落地，推动消费体验全面升级。“好产品+准流量+高效率”的良性循环，实现消费者、商家与平台的三方共赢。

● 行业关键词：臻泰生物、京东双十一、高鑫零售、丸美生物、老铺黄金等

- 【臻泰生物】臻泰生物完成Pre-A轮融资。
- 【京东双十一】京东双十一成交额再创新高。
- 【高鑫零售】高鑫零售将加速推进门店调改。
- 【丸美生物】丸美生物启动赴港上市。
- 【老铺黄金】老铺黄金“双十一”成交额达29亿元。

● 板块行情回顾

本周（11月10日-11月14日），商贸零售指数2427.86点，上涨4.06%，跑赢上证综指（本周下跌0.18%）4.23个百分点，板块表现在31个一级行业中位居第3位。零售各细分板块中，本周超市板块涨幅最大，2025年年初至今钟表珠宝板块领跑。个股方面，本周东百集团（+61.1%）、浙江东日（+35.3%）、三江购物（+17.7%）涨幅靠前。

● 投资建议：关注情绪消费主题下的高景气赛道优质公司

投资主线一（黄金珠宝）：关注具备差异化产品力和消费者洞察力的黄金珠宝品牌，重点推荐潮宏基、老铺黄金、周大福等，受益标的周生生等；
 投资主线二（线下零售）：关注顺应趋势变革探索的线下零售企业和AI赋能跨境电商龙头，重点推荐永辉超市、爱婴室、吉宏股份、赛维时代等；
 投资主线三（化妆品）：关注满足情绪价值和成分创新的国货品牌，重点推荐毛戈平、珀莱雅、上美股份、巨子生物、丸美生物、润本股份等；
 投资主线四（医美）：关注差异化医美产品厂商和持续并购扩张的连锁医美机构，重点推荐爱美客、科笛-B，受益标的美丽田园医疗健康等。

● 风险提示：消费恢复不及预期、行业竞争加剧、政策风险等。

目 录

1、零售行情回顾.....	4
2、零售观点：双十一大促落幕，美妆、珠宝表现亮眼.....	6
2.1、行业动态：双十一大促落幕，电商韧性增长，美妆、珠宝表现亮眼.....	6
2.2、关注情绪消费主题下的高景气赛道优质公司.....	9
2.2.1、潮宏基：三季度经营业绩超预期，产品和渠道持续优化.....	12
2.2.2、永辉超市：2025Q3 经营业绩短期承压，门店调改加速推进.....	12
2.2.3、爱婴室：2025Q3 主业门店稳健扩张，万代合作持续推进.....	13
2.2.4、豫园股份：物业开发拖累业绩，主业调整及出海打开成长空间.....	13
2.2.5、丸美生物：2025Q3 业绩亮眼，多赛道布局有望驱动业绩增长.....	14
2.2.6、珀莱雅：双 11 表现亮眼，看好公司多品牌矩阵助业绩增长.....	14
2.2.7、朗姿股份：2025Q3 营收改善，看好内生+外延驱动业绩增长.....	15
2.2.8、爱美客：2025Q3 业绩承压，内生+外延布局期待业绩回暖.....	16
2.2.9、华熙生物：2025Q3 利润端延续恢复趋势，期待业绩稳步攀升.....	16
2.2.10、贝泰妮：2025Q3 扭亏为盈，产品矩阵扩容双 11 业绩亮眼.....	17
2.2.11、福瑞达：2025 Q3 业绩略承压，期待双 11 大促业绩改善.....	17
2.2.12、润本股份：2025Q3 驱蚊业务高增，看好双 11 大促业绩表现.....	18
2.2.13、老铺黄金：2025H1 同店高增长，品牌人群破圈、渠道强势升级.....	19
2.2.14、毛戈平：2025H1 业绩亮眼，高端国货美妆势能持续向上.....	19
2.2.15、巨子生物：2025H1 业绩稳健，大单品迭代与渠道拓展持续验证.....	20
2.2.16、上美股份：2025H1 业绩亮眼，多品牌协同打开成长空间.....	20
2.2.17、周大生：三季度经营业绩改善，关注产品和渠道结构优化.....	21
2.2.18、科笛-B：剥离欧玛短期业绩承压，期待管线商业化迎来拐点.....	22
3、零售行业动态追踪.....	24
3.1、行业关键词：臻泰生物、京东双十一、高鑫零售、丸美生物、老铺黄金等.....	24
3.2、大事提醒：关注多家公司股东大会召开等.....	25
4、风险提示.....	25

图表目录

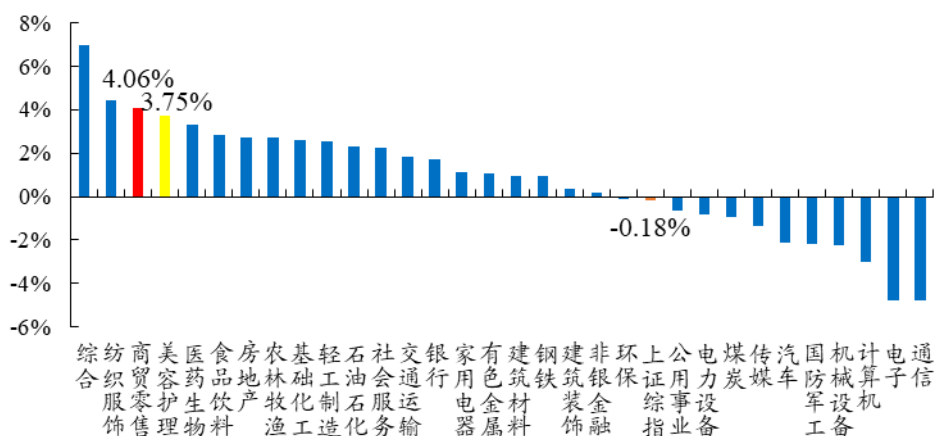
图 1：本周零售行业（商贸零售指数）表现位列第 3.....	4
图 2：本周零售行业（商贸零售）指数上涨 4.06%.....	4
图 3：2025 年年初至今（商贸零售）指数上涨 8.43%.....	4
图 4：本周超市板块涨幅最大，为 7.09%.....	5
图 5：2025 年至今钟表珠宝板块涨幅最大，为 23.66%.....	5
图 6：2025 年双十一 GMV 维持韧性增长趋势.....	6
图 7：双十一大促提前开启，促销周期显著拉长.....	6
图 8：老铺黄金登顶双 11 天猫平台榜单.....	6
图 9：周大福直播陈列“黄金痛屋”.....	6
图 10：韩束连续两年霸榜抖音双十一美妆品牌榜榜首.....	7
图 11：抖音美容护肤及彩妆榜单 Top5 中国货占 4 席.....	7
图 12：2025 天猫双十一美妆 Top20 榜国货品牌新增一席.....	7
图 13：若羽臣八大单品在天猫榜单排名亮眼.....	7
图 14：复合功效型产品成为新增长点.....	8

图 15: 李佳琦直播间毛戈平多款产品快速售罄.....	8
图 16: 多品牌已入驻美团闪购“品牌官旗闪电仓”.....	8
图 17: AI 技术全面融入天猫电商生态.....	8
表 1: 本周零售行业东百集团、浙江东日、三江购物涨幅靠前.....	5
表 2: 本周零售行业苏美达、小商品城、焦点科技等跌幅靠前.....	5
表 3: 重点推荐润本股份、老铺黄金、潮宏基、毛戈平、珀莱雅、巨子生物等.....	9
表 4: 本周家家悦、爱美客、潮宏基表现相对较好.....	22
表 5: 零售公司大事提醒: 关注多家公司股东大会召开等.....	25
表 6: 零售行业大事提醒: 第十八届全球零售自有品牌产品亚洲展等.....	25

1、零售行情回顾

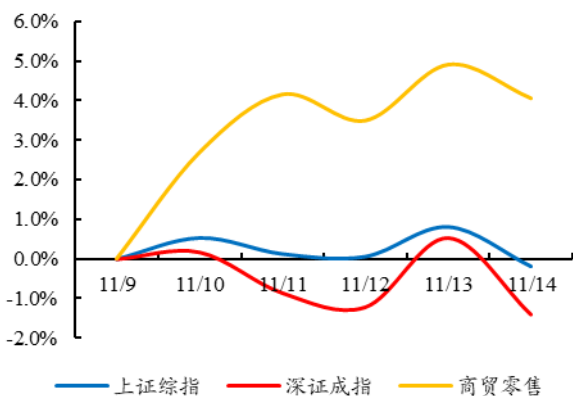
本周（11月10日-11月14日）A股下跌，零售行业指数上涨4.06%。上证综指报收3990.49点，周累计下跌0.18%；深证成指报收13216.03点，周下跌1.40%；本周全部31个一级行业中，表现排名前三位的分别为综合、纺织服饰和商贸零售。零售行业指数（参照商贸零售指数）本周报收2427.56点，周涨幅为4.06%，在所有一级行业中位列第3位。2025年年初至今，零售行业指数上涨8.43%，表现弱于大盘（2025年年初至今上证综指累计上涨19.06%）。

图1：本周零售行业（商贸零售指数）表现位列第3



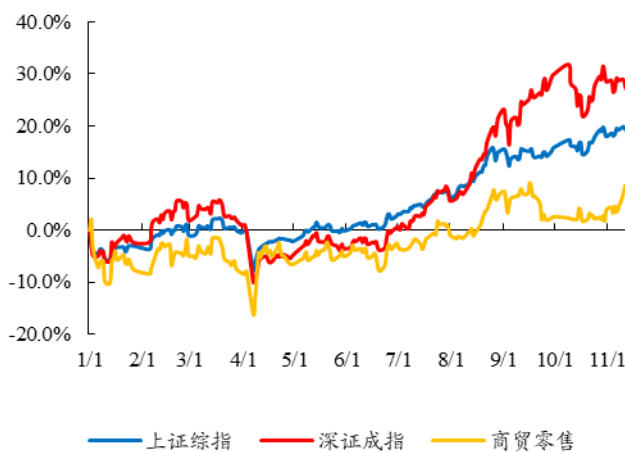
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：本周零售行业（商贸零售）指数上涨4.06%



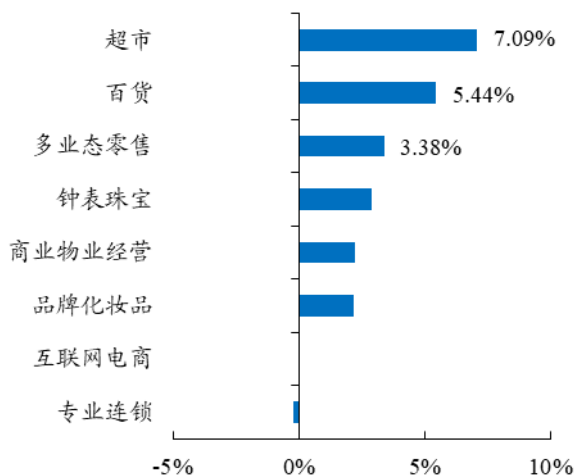
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2025年年初至今（商贸零售）指数上涨8.43%

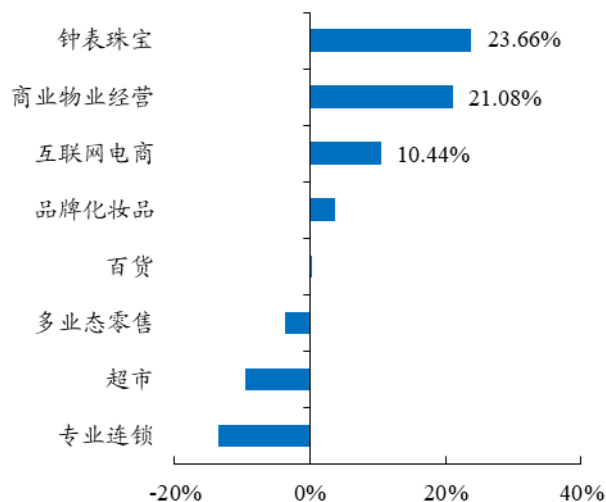


数据来源：Wind、开源证券研究所

零售各细分板块中，超市板块本周涨幅最大；2025年年初至今，钟表珠宝板块涨幅最大。在零售行业各主要细分板块（我们依据二级行业分类，选择较有代表性的超市、百货、多业态零售、专业连锁、商业物业经营、互联网电商、钟表珠宝和品牌化妆品8个细分板块）中，本周7个子板块上涨，其中超市板块涨幅最大，周涨幅为7.09%；2025年全年来看，钟表珠宝板块年初至今累计涨幅为23.66%，在零售行业各细分板块中领跑。

图4：本周超市板块涨幅最大，为 7.09%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2025 年至今钟表珠宝板块涨幅最大，为 23.66%


数据来源：Wind、开源证券研究所

个股方面，本周东百集团、浙江东日、三江购物涨幅靠前。本周零售行业主要 85 家上市公司（参照一级行业指数成分，剔除少量主业已发生变化公司）中，合计有 71 家公司上涨、14 家公司下跌。其中，本周个股涨幅排名前三位分别是东百集团、浙江东日、三江购物，周涨幅分别为 61.1%、35.3%和 17.7%。本周跌幅靠前公司为苏美达、小商品城、焦点科技。

表1：本周零售行业东百集团、浙江东日、三江购物涨幅靠前

涨幅排名	证券代码	股票简称	收盘价（元）	周涨跌幅	周换手率	年初至今涨幅	所属三级行业
1	600693.SH	东百集团	11.00	61.1%	54.1%	59.3%	百货
2	600113.SH	浙江东日	59.59	35.3%	17.0%	331.9%	商业物业经营
3	601116.SH	三江购物	14.95	17.7%	32.3%	39.9%	超市
4	600327.SH	大东方	5.58	15.5%	27.2%	5.4%	百货
5	002251.SZ	步步高	5.87	14.0%	71.0%	48.6%	超市
6	605188.SH	国光连锁	25.78	11.9%	49.4%	237.7%	超市
7	601888.SH	中国中免	88.28	11.8%	25.0%	34.1%	旅游零售III
8	002187.SZ	广百股份	7.09	10.4%	24.8%	0.7%	百货
9	603708.SH	家家悦	12.32	10.4%	16.8%	10.7%	超市
10	000759.SZ	中百集团	8.07	9.8%	89.9%	-38.3%	超市

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2025/11/14）

表2：本周零售行业苏美达、小商品城、焦点科技等跌幅靠前

跌幅排名	证券代码	股票简称	收盘价（元）	周涨跌幅	周换手率	年初至今涨幅	所属三级行业
1	600710.SH	苏美达	10.78	-6.9%	6.0%	20.5%	贸易III
2	600415.SH	小商品城	16.48	-6.4%	5.5%	25.1%	商业物业经营
3	002315.SZ	焦点科技	42.87	-4.5%	11.7%	5.7%	跨境电商
4	301110.SZ	青木科技	70.21	-3.7%	18.6%	15.0%	电商服务
5	600857.SH	宁波中百	16.88	-3.4%	22.4%	81.5%	百货

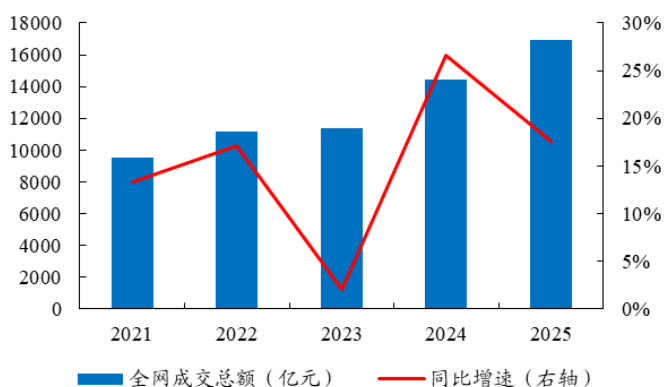
数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2025/11/14）

2、零售观点：双十一大促落幕，美妆、珠宝表现亮眼

2.1、行业动态：双十一大促落幕，电商韧性增长，美妆、珠宝表现亮眼

双十一电商大促落幕，全网成交总额突破 1.6 万亿元，整体维持韧性增长趋势。本周，2025 年双十一电商大促告一段落：星图数据统计显示，10 月 7 日-11 月 11 日双十一全网电商销售总额为 16950 亿元，较 2024 年增长 14.2%。其中，综合电商销售总额为 16191 亿元（同比+12.3%，下同），即时零售销售额为 670 亿元（+138.4%），社区团购销售额为 90 亿元（-35.3%）。具体平台看，天猫综合电商销售表现稳居榜首；京东官方宣称京东双十一成交额再创新高，下单用户数增长 40%，订单量增长近 60%；抖音官方发布抖音双十一多重玩法助力 6.7 万个品牌销售额翻倍，众多品牌销售额破亿。整体来看，2025 年双十一电商平台促销周期显著拉长，大促走向新常态。

图6：2025 年双十一 GMV 维持韧性增长趋势



数据来源：星图数据公众号、开源证券研究所

图7：双十一大促提前开启，促销周期显著拉长



资料来源：京东微信公众号

黄金珠宝品类双 11 期间表现亮眼，黄金 IP 产品获年轻客群青睐。截至 10 月 31 日天猫黄金类目销量同比双位数增长，10 月 9 日京东双 11 开启几日内镶嵌黄金饰品成交额同比增长超 200%。天猫平台中，老铺黄金旗舰店开售仅 10 分钟成交额突破 3 亿元，双 11 期间总成交额破 29 亿元登顶天猫榜单；周大福推出多款情绪力 IP 新品，6 小时直播成交额破 3000 万元，持续强化品牌在年轻客群中的吸引力，双 11 总成交额位居天猫榜单第二位。消费趋势方面，当前黄金消费已从单一保值需求向“文化认同+情感价值”多元需求演进，兼具审美价值与文化内涵的金饰具备更高成长空间。

图8：老铺黄金登顶双 11 天猫平台榜单



资料来源：职业零售网公众号

图9：周大福直播陈列“黄金痛屋”



资料来源：财经无忌公众号

美妆品类全网 GMV 高达 1325 亿元，国货品牌持续崛起。星图数据显示，2025 年双十一全周期（10.7-11.11）个护美妆类 GMV 高达 1325 亿元，依然位列综合电商平台的第四，其中美容护肤和香彩妆细分板块的销售总额分别为 991 亿元和 334 亿元。从天猫渠道来看，2023-2025 年天猫双十一美妆 TOP20 前五宝座较为稳固，呈现“强者恒强”的竞争格局，珀莱雅、欧莱雅、兰蔻、雅诗兰黛连续三年位列前五，其中珀莱雅稳居榜首，国货龙头地位彰显。同时，TOP20 榜单中国货品牌占 5 席，较 2024 年新增了毛戈平，国货势头凶猛。从抖音渠道来看，2024-2025 年抖音双十一美妆品牌榜榜首同为韩束，珀莱雅位列第二；细分护肤/彩妆（包含彩妆/香水/美妆）榜单中国货品牌崛起，双榜 Top5 中国货品牌均占据 4 席，国货持续发力。从破圈品类来看，气味正超越香水瓶的边界，打开“全域用香”时代，本次双十一若羽臣旗下绽家全渠道 GMV 同比增长 80%，均迈入各平台家清细分赛道 Top5，其中在小红书家清店铺红榜中拿下榜首，多数大单品也在天猫各单品销量/热卖榜拿下亮眼成绩。

图10：韩束连续两年霸榜抖音双十一美妆品牌榜首

排名	2024 年 (10月18日-11月11日)	2025 年 (10月9日-11月11日)
1	韩束	韩束
2	珀莱雅	珀莱雅
3	欧莱雅	赫莲娜
4	雅诗兰黛	欧莱雅
5	可复美	雅诗兰黛
6	赫莲娜	谷雨
7	海蓝之谜	自然堂
8	自然堂	兰蔻
9	兰蔻	百雀羚
10	薇诺娜	后

资料来源：青眼号外公众号、开源证券研究所（注：红色为国货，取数时间为 11.12 12:00）

图11：抖音美容护肤及彩妆榜单 Top5 中国货占 4 席

排名	美容护肤 TOP5 品牌榜	彩妆/香水/美妆工具 TOP5 品牌榜
1	韩束	YSL
2	珀莱雅	蒂洛薇
3	赫莲娜	毛戈平
4	谷雨	卡姿兰
5	自然堂	花西子

资料来源：青眼号外公众号、开源证券研究所（注：红色为国货，统计时间 2025.10.9-11.11，取数时间为 11.12 12:00）

图12：2025 天猫双十一美妆 Top20 榜国货品牌新增一席

排名	2023	2024	2025
1	珀莱雅	珀莱雅	珀莱雅
2	巴黎欧莱雅	巴黎欧莱雅	雅诗兰黛
3	兰蔻	兰蔻	兰蔻
4	雅诗兰黛	雅诗兰黛	巴黎欧莱雅
5	薇诺娜	海蓝之谜	修丽可
6	海蓝之谜	赫莲娜	海蓝之谜
7	OLAY	修丽可	SK-II
8	修丽可	SK-II	薇诺娜
9	赫莲娜	薇诺娜	OLAY
10	娇兰	OLAY	CPB
11	SK-II	CPB	YSL
12	娇韵诗	娇兰	娇韵诗
13	CPB	可复美	赫莲娜
14	资生堂	娇韵诗	娇兰
15	自然堂	YSL	资生堂
16	科颜氏	科颜氏	科颜氏
17	YSL	资生堂	理肤泉
18	理肤泉	理肤泉	可复美
19	觅光	自然堂	自然堂
20	可复美	伊丽莎白雅顿	毛戈平

资料来源：青眼情报公众号、开源证券研究所（注：红色为国货，注：取数时间为 2025.10.15-11.11；2024.10.21 20:00-11.11 24:00；2023.10.31 20:00-11.11 24:00）

图13：若羽臣八大单品在天猫榜单排名亮眼



资料来源：若羽臣情报局公众号

功效护肤及高价格带为本次双十一的增长核心，自播地位深化夯实品牌心智。（1）复合功效型产品成为新增长点：天猫2025年双十一期间GMV前50的热销护肤品中，复合功效护肤品GMV占比高达47%，据经济观察报数据，近六成（59%）人在购买美妆护肤产品时会主要看功效，其中补水保湿、抗老淡纹成为两大核心诉求，消费需求从基础护肤转向复合型功效的趋势得以验证。（2）高价格带领涨：天猫2025年双十一期间，高价格带GMV环比增速亮眼，预售首日4小时李佳琦直播间毛戈平多款产品快速售罄，美妆量价齐升领涨双十一，高端美妆景气度趋势延续。（3）自播地位凸显：2025年双十一抖音美妆品牌直播榜中自播榜Top10品牌与美妆榜Top10品牌重合度较高，自播已成为品牌增长的核心驱动力。

图14：复合功效型产品成为新增长点



图15：李佳琦直播间预售首日毛戈平多款产品售罄



资料来源：经济观察报公众号（注：《2025双11服饰美妆消费趋势调研报告》基于对2000位消费者的问卷调查）

资料来源：天猫李佳琦直播间

即时零售“新战场”叠加AI技术落地，推动消费体验全面升级。各大品牌持续加码布局即时零售，京东上线“自营秒送”，淘宝闪购推出“淘宝便利店”，美团作为市场的先行者，推出“品牌官旗闪电仓”，珀莱雅、自然堂、薇诺娜、毛戈平等多家品牌已入驻。根据美团闪购双十一开门红首日战报，美团闪电仓美妆护肤等品类GMV翻倍增长，毛戈平、可复美等品牌官旗闪电仓GMV较平日增长超10倍。与此同时，各平台部署丰富的AI工具矩阵，构建起一套贯通供应链、商家运营和消费体验的全链路智能解决方案，提升供给侧资源调配效率，通过个性化服务和交互优化消费者购物体验。2025年天猫双十一也成为AI技术全面融入电商生态的关键节点，仅预售期间AI助力商家ROI同比增长超15%，形成了“好产品+准流量+高效率”的良性循环，实现消费者、商家与平台的三方共赢。

图16：多品牌已入驻美团闪购“品牌官旗闪电仓”



图17：AI技术全面融入天猫电商生态



资料来源：i 美妆头条公众号

资料来源：凤凰网财经公众号

2.2、关注情绪消费主题下的高景气赛道优质公司

投资主线 1：关注高端黄金和时尚黄金龙头品牌。黄金珠宝行业正在发生深刻变革，金价高涨、婚庆下滑，传统渠道品牌竞争力削弱，同时情绪消费兴起叠加社媒传播助力，部分具备差异化产品力和消费者洞察力的新兴产品型品牌崛起，在爆款打造、终端销售和加盟商开店等多维度验证竞争优势，品牌势能亦持续提升。建议关注高端中式黄金和年轻时尚黄金等细分赛道机会，重点推荐老铺黄金、潮宏基等，受益标的六福集团、周生生等。

投资主线 2：关注迎合情绪价值和智能化趋势的零售电商板块优质个股。线下零售企业持续推进调改，从卖“货”到卖“服务和体验”，发挥线下优势结合多维异业布局拓展，吸引流量回归；线上跨境电商企业有望随降息通道进入需求改善阶段，叠加 AI 智能化布局优势，有望进一步提升市场份额。重点推荐永辉超市、爱婴室、赛维时代、吉宏股份等。

投资主线 3：关注看好满足情绪价值和安全成分创新的美妆/个护/彩妆/香水品牌。国货品牌立足文化根基，精准捕捉“情绪红利”提升市场份额；在消费者心智迭代及产品创新变革背景下，基于情绪价值和安全成分创新两个核心维度，关注“地域+科技”叙事升级、敏感肌抗衰、国潮彩妆和嗅觉经济等细分赛道机会，重点推荐巨子生物、珀莱雅、毛戈平、上美股份、丸美生物等，受益标的若羽臣、上海家化等。

投资主线 4：关注差异化医美产品上游厂商及医美机构龙头。高端消费人群仍具韧性，率先布局差异化管线的医美上游厂商有望抢占消费者心智高地，建议关注重组胶原蛋白、再生类等差异化竞争赛道；此外下游医美机构也有望在规模与版图扩张并进的背景下，实现市占率和盈利能力的同步提升。重点推荐爱美客、科笛-B、朗姿股份，受益标的包括锦波生物、美丽田园医疗健康等。

表3：重点推荐润本股份、老铺黄金、潮宏基、毛戈平、珀莱雅、巨子生物等

公司代码	公司名称	所属细分行业	核心观点与投资逻辑
300896.SZ	爱美客	医美	2025 年前三季度实现营收 18.65 亿元 (-21.5%)、归母净利润 10.93 亿元 (-31.1%)。单 2025Q3 实现营收 5.66 亿元 (-21.3%)、归母净利润 3.04 亿元 (-34.6%)。公司产品矩阵丰富，未来有望通过“内生+外延”来不断增强竞争力获得业绩增量。
600223.SH	福瑞达	化妆品	2025 年前三季度实现营收 25.97 亿元 (-7.3%)、归母净利润 1.42 亿元 (-17.2%)。单 2025Q3 实现营收 8.07 亿元 (-8.0%)、归母净利润 0.34 亿元 (-23.1%)。公司聚焦妆药同源，深度整合研发资源与市场优势，期待双 11 大促业绩改善。
300957.SZ	贝泰妮	化妆品	2025 年前三季度实现营收 34.64 亿元 (-13.8%)、归母净利润 2.72 亿元 (-34.5%)；单 2025Q3 实现营收 10.92 亿元 (-10.0%)、归母净利润 0.25 亿元 (+136.6%)。公司属于敏感肌护肤龙头，产品矩阵扩容双 11 业绩亮眼。
002612.SZ	朗姿股份	医美	2025 年前三季度实现营收 43.28 亿元 (+0.9%)、归母净利润 9.89 亿元 (+367.0%)。单 2025Q3 实现营收 14.6 亿元 (+12.7%)、归母净利润 7.1 亿元 (+1579.5%)。医美业务版图持续扩大，看好内生+外延驱动业绩增长。
603605.SH	珀莱雅	化妆品	2025 年前三季度实现营收 70.98 亿元 (+1.9%)、归母净利润 10.26 亿元 (+2.7%)。单 2025Q3 实现营收 17.36 亿元 (-11.6%)、归母净利润 2.27 亿元 (-23.6%)。公司为国货美妆龙头，持续多品牌布局，双 11 表现亮眼。
603983.SH	丸美生物	化妆品	2025 年前三季度实现营收 24.50 亿元 (+25.5%)、归母净利润 2.44 亿元 (+2.1%)。

公司代码	公司名称	所属细分行业	核心观点与投资逻辑
			单 2025Q3 实现营收 6.86 亿元 (+14.3%)、归母净利润 0.69 亿元 (+11.6%)。 公司整体业绩均表现亮眼，多赛道布局有望驱动业绩增长。
603193.SH	润本股份	化妆品	2025 年前三季度实现营收 12.38 亿元 (+19.3%)、归母净利润 2.66 亿元 (+2.0%)； 单 2025Q3 实现营收 3.42 亿元 (+16.7%)、归母净利润 0.79 亿元 (-2.9%)。 公司在“驱蚊和婴童护理”领域地位领先，看好双 11 大促期间公司的业绩表现。
6181.HK	老铺黄金	珠宝首饰	FY2025H1 实现营收 123.54 亿元 (+250.9%)、归母净利润 22.68 亿元 (+285.8%)。 古法手工金器专业第一品牌，“品牌破圈+客群扩张”有望带动店数和业绩持续高增。
002803.SZ	吉宏股份	跨境电商	2025 年前三季度实现营收 50.39 亿元 (+29.3%)、归母净利润 2.16 亿元 (+60.1%)； 单 2025Q3 实现营收 18.05 亿元 (+25.0%)、归母净利润 0.97 亿元 (+56.4%)。 跨境社交电商龙头，“数据为轴、技术驱动”助力长期成长。
002345.SZ	潮宏基	珠宝首饰	2025 年前三季度实现营收 62.37 亿元 (+28.4%)、归母净利润 3.17 亿元 (+0.3%)； 单 2025Q3 实现营收 21.35 亿元 (+49.5%)、归母净利润-0.14 亿元 (-116.5%)。 时尚珠宝打造年轻差异化特色，综合品牌力提升叠加渠道提速扩张，驱动持续成长。
603214.SH	爱婴室	专业连锁	2025 年前三季度实现营收 27.25 亿元 (+10.4%)、归母净利润 0.52 亿元 (+9.3%)； 单 2025Q3 实现营收 8.91 亿元 (+15.1%)、归母净利润 0.06 亿元 (+2.4%)。 主业高质量稳健增长，万代 IP 授权稀缺打开想象空间，后续基地店通贩店拓店空间大。
601933.SH	永辉超市	超市	2025 年前三季度实现营收 424.34 亿元 (-22.2%)、归母净利润-7.10 亿元 (-811.6%)； 单 2025Q3 实现营收 124.86 亿元 (-25.6%)、归母净利润-4.69 亿元 (-32.9%)。 公司是全国性超市龙头，调改变革加速铺开。
1318.HK	毛戈平	化妆品	FY2025H1 实现营收 25.88 亿元 (+31.3%)、归母净利润 6.70 亿元 (+36.1%)。 稀缺的国货高端美妆集团，“品类+渠道+客群”拓展打开想象空间。
2145.HK	上美股份	化妆品	FY2025H1 实现营收 41.08 亿元 (+16.0%)、归母净利润 5.24 亿元 (+30.7%)。 主品牌韩束势能持续，团队组织高效与供应链强，公司产品+渠道+品牌多维开花。
1929.HK	周大福	珠宝首饰	FY2026Q2 实现零售值同比+4.1%。 持续推动产品结构优化和门店调性升级，一口价占比提升带动盈利能力改善。
2367.HK	巨子生物	化妆品	FY2025H1 实现营收 31.13 亿元 (+21.7%)、归母净利润 11.82 亿元 (+20.2%)。 重组胶原蛋白专业护肤龙头，多维度发力，强化核心竞争力实现长期增长。
600916.SH	中国黄金	珠宝首饰	2025 年前三季度实现营收 457.64 亿元 (-1.7%)、归母净利润 3.35 亿元 (-55.1%)； 单 2025Q3 实现营收 146.66 亿元 (+28.4%)、归母净利润 0.16 亿元 (-89.4%)。 公司是黄金珠宝行业核心央企，通过全产业链布局深筑黄金品类优势。
002867.SZ	周大生	珠宝首饰	2025 年前三季度实现营收 67.72 亿元 (-37.4%)、归母净利润 8.82 亿元 (+3.1%)； 单 2025Q3 实现营收 21.75 亿元 (-16.7%)、归母净利润 2.88 亿元 (+13.6%)。 新品牌与主品牌优势互补有望促进渠道扩张，产品端发力提升黄金品类，推动成长。
603708.SH	家家悦	超市	2025 年前三季度实现营收 135.88 亿元 (-3.8%)、归母净利润 2.06 亿元 (+9.4%)； 单 2025Q3 实现营收 45.81 亿元 (-3.9%)、归母净利润 0.23 亿元 (+24.3%)。 公司股权激励计划有望激发内部成长动能，零食连锁与折扣超市布局值得关注。
301381.SZ	赛维时代	跨境电商	2025 年前三季度实现营收 81.88 亿元 (+20.4%)、归母净利润 2.10 亿元 (+7.3%)； 单 2025Q3 实现营收 28.43 亿元 (+8.3%)、归母净利润 0.41 亿元 (+200.93%)。 公司未来在巩固成熟品牌竞争优势基础上，持续孵化培育潜力品牌，有望保持高增。
600655.SH	豫园股份	珠宝首饰	2025 年前三季度实现营收 284.00 亿元 (-21.3%)、归母净利润-4.88 亿元 (-142.1%)； 单 2025Q3 实现营收 92.87 亿元 (+8.9%)、归母净利润-5.51 亿元 (-3217.6%)。 珠宝板块延续承压，“产业运营+产业投资”双轮驱动，贯彻“东方生活美学”战略。
600612.SH	老凤祥	珠宝首饰	2025 年前三季度实现营收 480.01 亿元 (-8.7%)、归母净利润 14.38 亿元 (-19.1%)； 单 2025Q3 实现营收 146.46 亿元 (+16.0%)、归母净利润 2.17 亿元 (-41.6%)。

公司代码

公司名称

所属细分行业

核心观点与投资逻辑

公司品牌积淀深厚，通过产品和渠道优化成长势能有望恢复。

资料来源：Wind、开源证券研究所

2.2.1、潮宏基：三季度经营业绩超预期，产品和渠道持续优化

2025Q1-Q3 营收同比+28.4%，归母净利润同比+0.3%。公司发布三季报：2025Q1-Q3 实现营收 62.37 亿元（同比+28.4%，下同）、归母净利润 3.17 亿元（+0.3%），剔除商誉减值后归母净利润 4.88 亿元（+54.5%），其中 2025Q3 实现营收 21.35 亿元（+49.5%）、归母净利润-0.14 亿元（-116.5%），剔除商誉减值后归母净利润 1.57 亿元（+81.5%）。我们认为，公司凭借消费者洞察力和差异化产品力，成长逻辑坚挺。

三季度营收表现优于行业，剔除减值后净利率提升明显。盈利能力方面，2025Q1-Q3/2025Q3 毛利率分别为 23.2%/21.9%，分别同比 -1.0pct/-2.3pct；2025Q1-Q3/2025Q3 归母净利率分别为 5.1%/-0.7%，分别同比 -1.4pct/-6.7pct，剔除商誉减值影响后，2025Q3 归母净利率达 7.4%，同比提升 3.1pct。期间费用方面，2025Q3 公司销售/管理/财务费用率分别为 8.2%/1.6%/0.4%，同比分别 0.6pct/-0.1pct，费用率有所下降。

加盟渠道顺利扩张，差异化产品力巩固核心优势，品牌出海空间可期。（1）**渠道扩张：**公司持续发力加盟模式开拓市场，2025Q1-Q3 潮宏基珠宝净增加盟店 144 家，2025Q3 总珠宝门店净增 57 家，期末总门店数已达到 1599 家。（2）**产品迭代：**公司持续迭代品牌印记型产品，战略定位围绕“文化+创新”这一核心，不断拓展产品品类，2025Q3 持续推出花丝福禄、花丝风雨桥、臻金八瑞、七珍马宝等系列新款，将传统文化、非遗工艺与现代时尚进行了完美融合。（3）**品牌出海：**公司计划在 2028 年底前，于海外开设 20 家门店，公司海外店客群已突破华人圈层，证明潮宏基东方美学设计具备跨文化吸引力。

详见开源零售 2022 年 3 月 7 日首次覆盖报告《潮宏基（002345.SZ）：东方时尚珠宝龙头品牌，发力加盟扩张驱动高成长》和 2025 年 11 月 2 日信息更新报告《潮宏基（002345.SZ）：三季度经营业绩超预期，产品和渠道持续优化》等。

2.2.2、永辉超市：2025Q3 经营业绩短期承压，门店调改加速推进

公司 2025 年前三季度营收同比-22.2%，利润端承压明显。公司发布三季报：2025Q1-Q3 实现营收 424.34 亿元（同比-22.2%，下同）、归母净利润-7.10 亿元（2024 年同期为-0.78 亿元），其中 2025Q3 实现营收 124.86 亿元（-25.6%），归母净利润-4.69 亿元（2024 年同期为-3.53 亿元）。我们认为，公司向品质零售转型进展顺利，目前处于供应链改革和门店优化转型期，短期业绩有所承压，但长期经营拐点可期。

公司前三季度主营业务收入承压，费用率短期有所抬升。公司主营收入分地区来看，2025Q1-Q3 华东/华南/华西/华北/华中地区分别实现营收 79.32/89.09/135.11/61.82/40.47 亿元，同比分别-31.2%/-19.4%/-17.3%/-23.9%/-4.0%。收入承压主要系一方面零售行业竞争激烈，消费习惯改变；另一方面公司主动进行门店优化，淘汰部分尾部门店，门店总数较去年同期减少所致。**盈利能力方面，**2025Q1-Q3 公司实现综合毛利率 20.5%（-0.3pct），毛利率有所下滑主要系门店调改过程中主动优化商品结构，推行裸价和控后台的策略所致，属于转型过程中的短期影响；**费用方面，**2025Q1-Q3 销售/管理/财务费用率分别为 20.0%/3.0%/1.3%，同比分别+2.2pct/+0.5pct/-0.4pct，费用率短期有所抬升。

供应链改革和自有品牌发展顺利推进，门店调改迈入系统化阶段。（1）**供应链：**公司持续推进供应链升级，精简供应商体系，供应商淘汰率达 40.4%，此外源头直采模

式效果显现，如水产梭子蟹 2025Q3 销售额达 4453 万元，同比增长 195%；（2）自有品牌：公司围绕“商品中心化”战略，自有品牌开发进程加速，截至 10 月底已陆续推出覆盖生鲜、3R 及标品领域的 15 款品质单品，呈现差异化竞争力；（3）门店调改：截至 2025 年 9 月底公司共调改 222 家门店，调改进程显著提速，已进入系统化、规模化阶段。

详见开源零售 2019 年 12 月 27 日首次覆盖报告《永辉超市（601933.SH）：生鲜超市龙头，“到店到家”巩固主业护城河》和 2025 年 11 月 4 日信息更新报告《永辉超市（601933.SH）：2025Q3 经营业绩短期承压，门店调改加速推进》等。

2.2.3、爱婴室Q3 主业门店稳健扩张，万代合作持续推进

2025Q1-Q3 营收同比+10.4%，归母净利润同比+9.3%。公司发布三季报：2025Q1-Q3 实现营收 27.25 亿元（同比+10.4%，下同）、归母净利润 5233 万元（+9.3%），实现扣非归母净利润 3858 万元（+65.9%），其中 2025Q3 实现营收 8.91 亿元（+15.1%）、归母净利润 560 万元（+2.4%）。我们认为，公司是母婴零售龙头，主业表现稳健，万代合作获得稀缺授权打造第二增长曲线。

门店销售表现稳健，经营效率提升驱动费用率略降。2025Q1-Q3，分渠道看，门店/电商/母婴服务/供应商服务/供应链综合管理分别实现营收 19.10/1.12/0.27/1.24/5.49 亿元，同比分别+6.8%/-7.4%/+3.4%/-8.9%/+39.3%，门店销售表现稳健，供应链综合管理表现较好。分产品看，奶粉类/食品/用品/棉纺/玩具及出行类则分别实现营收 12.66/1.74/3.76/1.47/0.60 亿元，同比分别+7.3%/+4.9%/+2.8%/+1.7%/+11.5%，奶粉类和玩具及出行类表现相对较好。盈利能力方面，2025Q1-Q3 毛利率为 25.5%（-0.6pct），其中奶粉/食品/用品/棉纺/玩具及出行毛利率分别为 18.4%（+0.3pct）/48.2%（+7.6pct）/30.1%（+0.4pct）/47.3%（+7.7pct）/36.6%（+10.9pct）。费用方面，2025Q1-Q3 销售/管理/财务费用率分别为 18.8%/3.3%/0.7%，同比分别-1.4pct/+0.1pct/-0.3pct，经营效率稳步提升。

渠道加速扩张，万代合作持续推进。（1）渠道：2025Q1-Q3 期间，公司新开 72 家门店并关闭 31 家门店，期末门店合计 516 家，较二季度末增加 29 家。（2）品牌：公司自有品牌持续发力，多维度提升产品竞争力。（3）万代合作：与万代南梦宫合作顺利进行，依托国际知名 IP 合作，2025 年 10 月官宣长沙、沈阳两家新店，预计“区域核心城市+重点商圈”双轨扩张策略有望加速推进。

详见开源零售 2019 年 11 月 21 日首次覆盖报告《爱婴室（603214.SH）：母婴连锁零售龙头，内练经营提效，外展门店宏图》和 2025 年 11 月 4 日信息更新报告《爱婴室（603214.SH）：2025Q3 主业门店稳健扩张，万代合作持续推进》等。

2.2.4、豫园股份：物业开发拖累业绩，主业调整及出海打开成长空间

公司 2025Q3 利润受物业开发业务拖累有所承压。公司 2025Q1-Q3 实现营收 284.00 亿元（同比-21.3%，下同）、归母净利润-4.88 亿元（-142.1%）；单 2025Q3 营收 92.87 亿元（+8.9%）、归母净利润-5.51 亿元，较 2024 年同期转亏；利润下滑主要原因系处置非核心资产项目产生的投资收益同比减少及物业开发与销售业务利润同比下降综合导致。我们认为，公司“东方生活美学”实现全球化发展，“文化+科技”打造 IP 赋能。

珠宝时尚业务受金价影响有所承压，IP 合作持续破圈传播。2025 年前三季度公司珠宝时尚业务实现营收 184.47 亿元（-31.9%），主因黄金饰品销售业务受消费行业结构调整和国际金价持续震荡波动影响所致；业务毛利率为 11.5%，同比提升 1.0pct，业务盈利能力

得到提升。渠道端，2025 年前三季度末公司“老庙”和“亚一”两大品牌门店数合计为 4115 家，较 2024 年末净关店 500 家；产品端，公司提升计件产品占比，优化品类结构；品牌端，公司以二次元 IP 联名持续破圈传播，携手国创动画 IP《天官赐福》推出多款联名产品，6 月推出的联名金运礼盒在天猫首发当天销售破百万。

“文化+科技”赋能品牌力，全球化战略稳步推进。2025 年以来公司坚持“文化+科技”赋能消费场景和 IP 打造，持续夯实品牌力，各消费产业有望稳步复苏。2025Q1-Q3（1）餐饮管理与服务板块实现营收 6.49 亿元（-30.1%）；（2）食品百货板块实现营收 7.49 亿元（-8.3%）；（3）化妆品板块实现营收 1.65 亿元（-18.7%）；（4）时尚表业板块实现营收 4.60 亿元（-14.4%）；（5）度假村板块实现营收 3.40 亿元（-55.1%）。此外，公司积极推进品牌和产品出海战略，8 月泰国举办豫园灯会，9 月老庙黄金中国澳门首店开业，预计海外收入将成为公司业务持续增长的重要引擎之一。

详见开源零售 2019 年 11 月 21 日首次覆盖报告《豫园股份（600655.SH）：家庭快乐消费龙头，新兴赛道蓄势待发》和 2025 年 11 月 6 日信息更新报告《豫园股份（600655.SH）：物业开发拖累业绩，主业调整及出海打开成长空间》等。

2.2.5、丸美生物：2025Q3 业绩亮眼，多赛道布局有望驱动业绩增长

2025Q1-Q3 营收同比+25.5%，归母净利润同比+2.1%，整体业绩均表现亮眼。公司发布三季报：2025Q1-Q3 实现营收 24.5 亿元（同比+25.5%，下同）、归母净利润 2.4 亿元（+2.1%），其中 2025Q3 实现营收 6.9 亿元（+14.3%）、归母净利润 0.7 亿元（+11.6%），整体业绩均表现亮眼。

眼部与护肤系列表现亮眼，产品结构的进一步优化带动毛利率提升。分品类看，2025Q3 眼部类/护肤类/洁肤类/美容类分别实现营收 1.5 亿元（+20.1%）/3.1 亿元（+42.0%）/0.7 亿元（+23.1%）/1.5 亿元（-26.7%），预计眼部与护肤系列大单品表现亮眼；平均售价方面，2025Q3 眼部类+52.8%、护肤类+4.5%，洁肤类+12.6%，美容类+20.8%，眼部类售价上升主要系售价较高的眼部类产品销售占比提升。**盈利能力方面**，公司 2025Q3 毛利率和净利率分别为 75.7%（+1.2pct）/10.5%（+0.03pct），产品结构进一步优化带动毛利率提升。**费用方面**，2025Q3 公司销售/管理/研发费用率分别为 60.6%/5.9%/3.3%，同比分别+1.7pct/+1.8pct/+0.2pct，均略有提升。

丸美科技赋能中高端市场布局，恋火彰显自由悦己品牌主张。**丸美：**持续蝉联国货眼部护理第一品牌，双 11 李佳琦美妆直播间首日前四小时小红笔眼霜销量超 4 万件。此外，全新推出“完美胶原支棱眼霜”，以独家专利重组胶原蛋白 PRO 为核心，凭借“光电同效”科技，打造差异化优势赋能中高端抗老护肤赛道布局，定义科技护肤新高度。**恋火：**深耕底妆市场，对王牌单品进行升级，推出看不见 3.0 粉底液新品系列，并计划四季度推出新的 IP 限定系列。此外，恋火邀请明星共创 PL 涂鸭限定系列，表达自由且悦己的品牌主张。双 11 李佳琦首日直播间恋火 GMV 超 900 万元。**运营：**推动线上线下协同发展，线上拓展优秀达人合作网络，恋火品牌小红书平台高质量内容比例显著提升；线下推出渠道专供产品，通过主题沙龙驱动传播品牌理念。

详见开源零售 2024 年 5 月 29 日首次覆盖报告《丸美生物（603983.SH）：老牌国货万象更“芯”，未来高质量增长可期》和 2025 年 10 月 31 日信息更新报告《丸美生物（603983.SH）：2025Q3 业绩亮眼，多赛道布局有望驱动业绩增长》等。

2.2.6、珀莱雅：双 11 表现亮眼，看好公司多品牌矩阵助业绩增长

2025Q1-Q3 营收同比+1.9%，归母净利润同比+2.7%，业绩略承压。公司发布三季报：2025Q1-Q3 实现营收 71.0 亿元(同比+1.9%，下同)、归母净利润 10.3 亿元(+2.7%)，其中 2025Q3 实现营收 17.4 亿元(-11.6%)、归母净利润 2.3 亿元(-23.6%)，公司为国货美妆龙头，持续多品牌布局，双 11 表现亮眼。

预计前三季度第二梯队品牌高增，品类结构优化和降本增效带动毛利率提升。分品类看，2025Q3 护肤类/美容彩妆类/洗护类分别实现营收 13.2 亿元(-20.4%) / 2.4 亿元(+0.9%) / 1.8 亿元(+137.7%)；平均售价方面，2025Q3 护肤类同比-22.2%（防晒产品销售占比增加）、美容彩妆类同比-11.0%，洗护类同比-0.6%。**盈利能力方面**，2025Q3 毛利率和净利率分别为 74.7% (+4.0pct) / 13.2% (-2.0pct)，毛利率提升主要系品类结构优化和降本增效。**费用方面**，2025Q3 销售/管理/研发费用率分别为 49.9%/6.5%/2.7%，同比分别+4.5pct/+1.6pct/+0.3pct，销售费用率增加主要系 2025 年“双 11”大促节奏提前，投流前置，宣传推广费用增加。

珀莱雅大单品战略升级与品类延伸，双十一现货 4 小时成交榜销量稳居榜首。**产品：**公司持续夯实“大单品策略”，并对核心产品进行全方位升级，同时注重新的战略单品开发，推出全新双抗眼霜 3.0，能量系列 2.0，红宝 3.0 面膜全新红宝石次抛。**品牌：**持续耕耘多品牌、多品类矩阵协同发展策略，创新品类品牌原色波塔在细分赛道快速占领市场份额并赢得用户心智。制定差异化的品牌规划，彩棠持续深耕“中国妆，原生美”的品牌理念，巩固差异化品牌调性；Off&Relax 深化洗发水核心品类渗透，强化品牌香氛特色和疗愈功效。**双十一：**珀莱雅天猫双十一现货 4 小时成交榜蝉联第一，双 11 李佳琦美妆直播间首日前四小时 GMV 超 4.6 亿元，坐稳国产品牌美妆龙头地位。

详见开源零售 2021 年 12 月 8 日首次覆盖报告《珀莱雅 (603605.SH)：大单品、多渠道逻辑检验，国货美妆龙头扬帆起航》和 2025 年 10 月 30 日信息更新报告《珀莱雅 (603605.SH)：双 11 表现亮眼，看好公司多品牌矩阵助业绩增长》等。

2.2.7、朗姿股份：2025Q3 营收改善，看好内生+外延驱动业绩增长

公司 2025Q1-Q3 营收同比+0.9%，归母净利润同比+367.0%。公司发布三季报：2025Q1-Q3 实现营收 43.3 亿元(同比+0.9%，下同)、归母净利润 9.9 亿元(+367.0%)、扣非归母净利润 1.7 亿元(-4.1%)；其中 2025Q3 实现营收 14.6 亿元(+12.7%)、归母净利润 7.1 亿元(+1579.5%)、扣非归母净利润 0.4 亿元(-9.1%)，主要系处置长期资产形成的损益影响归母净利润。

医美业务版图持续扩大，毛利率整体有所提升，费率相对稳健。医美业务方面，截止至 2025 年 6 月，公司拥有 42 家医疗美容机构，包含 12 家综合性医院，30 家门诊部、诊所，主要分布在成都、西安、昆明、重庆等地区。9 月公告拟收购重庆米兰柏羽，交易完成后将纳入合并报表，医美版图持续扩大。**盈利能力方面**，2025Q1-Q3/2025Q3 公司综合毛利率分别为 59.4%/58.8%，同比分别+0.4pct/+1.4pct，均有所提升。**期间费用方面**，2025Q1-Q3 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 40.8%/8.4%/1.8%/1.5%，同比分别+0.9pct/-0.3pct/-0.1pct/-0.2pct，费率相对稳健。

内生+外延双重驱动，打造泛时尚业务生态圈。朗姿股份内生+外延双重驱动，持续推进以时尚女装、医疗美容和绿色婴童三大业务板块为主的泛时尚产业互联生态圈战略。**外延扩张：**公司 9 月 10 日拟收购重庆米兰柏羽时光整形美容医院有限公司 67.5% 股权，加快医美业务的区域化布局。**泛时尚业务拓展：**朗姿 LANCY25 周年“她向无限”主题大秀，首次搭建起时尚与医美两个维度的对话平台，结合时尚的外在塑

造与医美的内在赋能，共同探讨更可持续的美学理念。**医美品牌建设：**公司重视品牌医生 IP 团队打造，旗下多家机构及医生登榜 2025 美团北极星医美榜，朗姿学苑-皮肤科医生培训基地落地启动，探索医美人才培养模式，推动医美行业健康、安全与高质量发展。

详见开源零售 2022 年 12 月 16 日首次覆盖报告《朗姿股份（002612.SZ）：内生外延双轮驱动，区域医美龙头加速全国化布局》和 2025 年 10 月 30 日信息更新报告《朗姿股份（002612.SZ）：2025Q3 营收改善，看好内生+外延驱动业绩增长》等。

2.2.8、爱美客：2025Q3 业绩承压，内生+外延布局期待业绩回暖

公司 2025Q1-Q3 营收同比-21.5%，归母净利润同比-31.1%。公司发布三季报：2025Q1-Q3 实现营收 18.7 亿元(同比-21.5%，下同)、归母净利润 10.9 亿元(-31.1%)；2025Q3 实现营收 5.7 亿元(-21.3%)、归母净利润 3.0 亿元(-34.6%)。我们认为，公司产品矩阵丰富，REGEN 加速国际化进程叠加内生多管线也逐步落地，未来有望通过“内生+外延”来不断增强竞争力获得业绩增量。

前三季度毛利率略有下滑，整体费用率均有所提升。毛利率方面，2025Q1-Q3/2025Q3 毛利率分别为 93.4%/93.2%，同比分别-1.4pct/-1.4pct，均略有下滑。**费用方面，**2025Q1-Q3 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 12.4%/6.4%/12.7%/0.3%，同比分别+3.7Pct/+2.5Pct/+4.8Pct/+1.4Pct，管理费用率提升主要系人工费和咨询服务费有所增加，财务费用率主要系外币投资产生的汇兑损失导致。

化妆品赛道寻求增量市场，流量运营赋能销量增长。**产品端：**爱美客骨相抗衰新品骨科拉发布上市，锚定高净值分层市场，有望引领骨相抗衰领域发展潮流。**研发端：**10 月 11 日成功完成首个化妆品新原料备案，稳步推进公司在化妆品领域的战略布局，丰富公司产品多样性，有望在化妆品赛道寻求增量市场。此外，旗下子公司诺博特申请注册的“米诺地尔搽剂”于 9 月 28 日获批，持续拓宽公司多元化药品研发矩阵。**渠道端：**B 端渠道网络是公司深耕国内市场的一项核心竞争力，依托旗下自媒体学苑全轩新媒，赋能行业运营人员，利用流量运营引领销量增长。此外，爱美客 REGEN 新工厂开始投产，为嗨体、濡白天使等产品出海开拓渠道，迈向国际化进程。

详见开源零售 2020 年 10 月 28 日首次覆盖报告《爱美客（300896.SZ）：推新能力深筑壁垒，医美龙头蓝海先行》和 2025 年 10 月 29 日信息更新报告《爱美客（300896.SZ）：2025Q3 业绩承压，内生+外延布局期待业绩回暖》等。

2.2.9、华熙生物：2025Q3 利润端延续恢复趋势，期待业绩稳步攀升

公司 2025Q1-Q3 营收同比-18.4%，归母净利润同比-30.3%。公司发布三季报：2025Q1-Q3 实现营收 31.6 亿元(同比-18.4%，下同)、归母净利润 2.5 亿元(-30.3%)，其中 2025Q3 实现营收 9.0 亿元(-15.2%)、归母净利润 0.3 亿元(+55.6%)，实现连续两个季度同比改善。我们认为，公司在业务结构优化和运营效率提升下利润端已显修复，看好公司盈利能力进一步增长。

前三季度毛利率有所下滑，经营结构改善带动销售费用率优化。**业务方面，**（1）7 月公司通过 FDA 五次零缺陷认证的质量体系，构建起“技术突破—质量控制—全球合规—标准引领”的全链条壁垒；（2）8 月公司发布“细胞修护”2.0 战略，展现科技与文化双轨并行的品牌愿景，建立更契合公司科研属性的品牌传播模式。（3）9 月与赛尔医药达成战略合作，推动公司基于统一的生命科学底层逻辑，在抗衰方向形成强协同效应。**盈利能力方面，**2025Q1-Q3 毛利率为 70.7%(-3.3pct)，略有下

滑。期间费用方面，2025Q1-Q3 销售/管理/研发费用率分别为 35.3%/13.2%/11.4%，同比分别-6.8pct/+2.3pct/+3.3pct，销售费用率下降主要系品牌沟通模式与渠道结构优化。

拓宽消费医疗产品矩阵，引领水光产品合规发展。（1）**原料**：完成 3 款化妆品新原料备案，在全球透明质酸及生物活性材料领域长期占据领先地位。此外，公司战略布局圣诺医药，探索透明质酸等物质在药学领域的研究与应用，并进入小核酸和 RNAi 领域，进一步拓宽公司消费医疗场景下的产品矩阵与市场空间。（2）**医疗终端**：自主研发的“润百颜 玻玻”获批国内首款三类械水光产品并成功上市销售，推动中国水光疗法走向规范化发展的全新阶段。（3）**功能性护肤品**：夸迪发布新品悬油次抛精华 2.0，细胞级抗衰领域成果显著，双 11 李佳琦美妆直播间首日前四小时该精华销售超 2 万件。

详见开源零售 2021 年 4 月 9 日首次覆盖报告《华熙生物（688363.SH）：透明质酸全产业链龙头，四轮驱动打开新成长空间》和 2025 年 10 月 29 日信息更新报告《华熙生物（688363.SH）：2025Q3 利润端延续恢复趋势，期待业绩稳步攀升》等

2.2.10、贝泰妮：2025Q3 扭亏为盈，产品矩阵扩容双 11 业绩亮眼

公司 2025Q1-Q3 营收同比-13.8%，归母净利润同比-34.5%。公司发布三季报：2025Q1-Q3 实现营收 34.6 亿元(同比-13.8%，下同)、归母净利润 2.7 亿元(-34.5%)，主要系各类运营费用率阶段性略有上升；单三季度实现营收 10.9 亿元(-10.0%)、归母净利润 0.3 亿元(+136.6%)，三季度净利润较 2024 年同期扭亏为盈。我们认为公司属于敏感肌护肤龙头，双 11 整体表现亮眼，未来品牌矩阵持续扩容，业绩有望恢复增长。

前三季度毛利率有所提升，销售费用率上行影响整体盈利能力。分渠道看，根据久谦数据，薇诺娜和薇诺娜 2025Q1-Q3 在抖音渠道 GMV 增速为正；瑗科缙 2025Q1-Q3 在天猫渠道同比增速亮眼；姬芮 Za2025Q1-Q3 在天猫/京东/抖音三大渠道均实现正增长；泊美 2025Q1-Q3 在京东渠道表现较好。**盈利能力方面**：2025Q1-Q3 公司毛利率约 74.3%，较 2024 年同期增加约 0.6Pct，盈利能力有效改善。**费用方面**，2025Q1-Q3 销售/管理/研发/财务费用率分别为 53.1%/9.4%/5.0%/0.3%，同比分别+3.0Pct/+1.0Pct/-0.02Pct/+0.3Pct，销售费用率略有提升预计主要系竞争激烈，公司加大投放导致。

双十一阶段性销售表现亮眼，携手初普丰富品牌矩阵。双十一：天猫大美妆数据显示，薇诺娜在天猫美妆双 11 现货 4 小时成交榜中排名第 8 名，较 2024 年同期上升 2 名。双 11 李佳琦美妆直播间首日前 4 小时薇诺娜保湿特护霜第二代售出 20 万件，瑗科缙 5D 眼霜快速售罄。**品牌**：贝泰妮积极拓展业务边界，与初普 Tripollar 展开技术共创，共同打造家用美容“仪器+护肤品”的专业体系，公司品牌矩阵扩容。**渠道**：贝泰妮“OMO”渠道带动串联线上线下融合的全渠道销售模式。此外，贝泰妮稳步推进全球化战略布局，旗下产品已进驻东南亚主流 KA 美妆连锁、医美诊所等渠道。

详见开源零售 2021 年 3 月 25 日首次覆盖报告《贝泰妮（300957.SZ）：敏感肌修护黄金赛道，“医研赋能”成就国货王者》和 2025 年 10 月 28 日信息更新报告《贝泰妮（300957.SZ）：2025Q3 扭亏为盈，产品矩阵扩容双 11 业绩亮眼》等。

2.2.11、福瑞达：2025 Q3 业绩略承压，期待双 11 大促业绩改善

公司 2025Q1-Q3 营收同比-7.3%，归母净利润同比-17.2%。公司发布三季报：

2025Q1-Q3 实现营收 26.0 亿元(同比-7.3%,下同)、归母净利润 1.4 亿元(-17.2%);其中单三季度实现营收 8.1 亿元(-8.0%)、归母净利润 0.3 亿元(-23.1%)。我们认为公司聚焦妆药同源,以“5+N”核心科技矩阵为引擎,深度整合研发资源与市场优势,未来业绩有望改善。

化妆品和医药业务略有下滑,原料业务增速亮眼,盈利能力相对稳健。2025Q1-Q3, **化妆品:** 营收 15.7 亿元(-8.2%)、毛利率 61.2%(-1.1pct), 颐莲、瓊尔博士营收分别为 7.9 亿元(+19.5%) / 6.5 亿元(-28.9%), 颐莲表现亮眼。**医药:** 营收 3.1 亿元(-17.5%)、毛利率 52.3%(+1.8pct), 全渠道累计新开发客户 200 余家,覆盖医院及 OTC 渠道。**原料:** 营收 2.8 亿元(+11.2%)、毛利率 40.3%(+0.9pct), 前三季度医药级原料业务销量大幅提升,同比增长 107.8%。此外,2025Q1-Q3 公司综合毛利率为 51.5%(-0.4pct), 销售/管理/研发费用率分别为 36.4%/4.9%/4.5%, 同比分别-0.1pct/+0.6pct/+0.8pct, 整体费用率相对稳健。

品牌价值卓越增长,原料战略转型升级成果丰硕。**化妆品:** 颐莲品牌保持增长态势,2025Q1-Q3 喷雾品线销售同比+28%,全球首发“凌赫红”定制版深层补水喷雾,双 11 李佳琦美妆直播间首日前 4 小时颐莲喷雾快速售出超 20 万件,GMV 表现亮眼。**品牌端:** 颐莲品牌价值评估突破 120 亿元,树立品牌价值标杆。**研发端:** 瓊尔博士发布行业首个理想皮肤数据平台,推动护肤市场迈进“AI+数据”驱动的智能护肤时代。**医药:** 福瑞达抢抓药食同源新消费机遇,新上市红参阿胶肽黄芪饮等 7 款药食同源产品。公司推动中医药传统剂型创新发展,与北京同仁堂深化交流,推进黑膏药合作进程。**原料:** 福瑞达生物科技二羟基苯乙醇通过国家药品监督管理局化妆品新原料备案、纳他霉素成功通过美国原料药 DMF 备案,原料战略转型升级取得阶段性成果。

详见开源零售 2022 年 1 月 16 日首次覆盖报告《福瑞达(600223.SH): 生物医药+生态健康双轮驱动,打造大健康生态链》和 2025 年 10 月 28 日信息更新报告《福瑞达(600223.SH): 2025 Q3 业绩略承压,期待双 11 大促业绩改善》等。

2.2.12、润本股份: 2025Q3 驱蚊业务高增,看好双 11 大促业绩表现

2025Q1-Q3 营收同比+19.3%,归母净利润同比+2.0%。公司发布三季报: 2025Q1-Q3 实现营收 12.38 亿元(同比+19.3%,下同)、归母净利润 2.66 亿元(+2.0%), 其中 2025Q3 实现营收 3.42 亿元(+16.7%)、归母净利润 0.79 亿元(-2.9%)。我们认为,公司在“驱蚊和婴童护理”领域地位领先,高性价比策略契合主流消费趋势,公司高效的运营能力和供应链优势奠定了竞争壁垒,产品的持续创新有望提供持续增长动能。

基孔肯雅热疫情拉动驱蚊业务高增,销售费用率上行影响净利率。分品类看,2025Q3 公司驱蚊/婴童护理/精油业务分别实现营收 1.32/1.46/0.43 亿元,同比分别+48.5%/-2.8%/-7.0%, 2025Q3 蚊虫叮咬情况明显,基孔肯雅热病例高发,市场对驱蚊产品需求旺盛;此外,2025Q3 驱蚊类产品平均售价同比+12.0%、婴童护理类+7.9%、精油类-2.4%,产品结构持续优化带动驱蚊类产品价格略有提升。**分渠道看,**根据久谦数据测算,2025Q1-Q3 润本在抖音、天猫、京东平台累计销售额同比分别+41.2%/-5.3%/-6.8%。**盈利能力方面,**2025Q3 毛利率和净利率分别为 59.0%(+1.4pct) /22.9%(-4.6pct)。**费用方面,**2025Q3 销售/管理/研发/财务费用率分别为 29.1%/2.4%/2.6%/-0.8%, 同比分别+5.5pct/-0.1pct/-0.8pct/+2.4pct。

爆品表现持续亮眼,看好双 11 大促期间公司的业绩表现。产品端,儿童天然淡彩润

唇膏为抖音儿童唇膏爆款榜 TOP2，蛋黄油特护精华霜稳居抖音婴儿面霜爆款榜 TOP3（截止 10 月 20 日），产品表现持续亮眼，公司爆品打造能力得以验证。渠道端，根据久谦数据测算，2025Q3 润本在京东、天猫和抖音三大电商平台增长亮眼，看好双 11 大促期间公司的整体业绩表现。

详见开源零售 2024 年 1 月 15 日首次覆盖报告《润本股份（603193.SH）：驱蚊及婴童护理细分龙头，立足小品类、打造大品牌》和 2025 年 10 月 21 日信息更新报告《润本股份（603193.SH）：2025Q3 驱蚊业务高增，看好双 11 大促业绩表现》等。

2.2.13、老铺黄金：2025H1 同店高增长，品牌人群破圈、渠道强势升级

公司 2025H1 营收同比+250.9%，归母净利润同比+285.8%。公司发布业绩公告：2025H1 营收 123.54 亿元（同比+250.9%，下同）、归母净利润 22.68 亿元（+285.8%）；品牌破圈、渠道升级带动高增长；此外拟每股派息 9.59 元。

品牌破圈、产品迭代、渠道升级，多维驱动同店开店高增长。品牌端：老铺黄金品牌人群破圈效应持续演绎，实现会员人数快速增长，截至报告期末忠诚会员数达 48 万人，且公司首次公布与爱马仕、LV 等国际顶奢品牌的消费者重合度达 77.3%，高端定位强势验证。产品端：重视研发创新并严格产品质量管控，推动产品持续优化、推新、迭代，截至报告期，公司已创作出超 2100 项原创设计。渠道端：2025H1 公司线上业务快速成长，实现收入 16.18 亿元，同比增长 313.3%，其中天猫旗舰店单 618 期间成交额就突破 10 亿元；线下方面，截至 2025H1 公司门店总数 41 家（较 2024 年底新增 5 家、优化扩容 2 家）、入驻高端商场 29 个，平均单个商场实现销售业绩 4.59 亿元，继续保持在中国内地的单个商场平均收入、坪效在所有国际、国内珠宝品牌中排名第一。受益品牌持续破圈和高端商圈拓展、门店区位优化，2025H1 公司同店收入同比增长 201%。

国内聚焦店效提升、海外推进渠道拓展，追求品牌国际化和市场全球化。公司持续推进国内高端商圈拓展并聚焦存量门店面积优化、区位升级，追求单店效益提升，此外坚定出海战略，致力于品牌国际化和市场全球化。国内：通过面积优化、区位升级和 VIC 客户运营，对标国际奢侈品，持续提升店效水平。海外：新加坡顶级商圈布局顺利打开出海第一步，2025H1 境外收入同比高增 455%，后续海外成长空间可期。

详见开源零售 2025 年 1 月 9 日首次覆盖报告《老铺黄金（6181.HK）：高端中式黄金执牛耳者，“高筑墙、广积粮、缓称王”》和 2025 年 8 月 22 日信息更新报告《老铺黄金（6181.HK）：2025H1 同店高增长，品牌人群破圈、渠道强势升级》等。

2.2.14、毛戈平：2025H1 业绩亮眼，高端国货美妆势能持续向上

公司 2025H1 收入利润超 30% 增长，业绩符合预期，高端品牌势能持续向上。公司发布业绩公告：2025H1 营业收入 25.88 亿元（同比+31.3%，下同）、归母净利润 6.70 亿元（+36.1%），业绩符合预期，高基数下稳定业绩持续兑现。

加强彩妆品牌心智，线上维持高速增长，费用率平稳下降。分业务看，2025H1 彩妆/护肤/化妆艺术培训业务实现营收 14.22/10.87/0.67 亿元，同比分别 +31.1%/+33.4%/-5.9%，分别占比 55.0%/42.0%/2.6%。分渠道看，线上/线下渠道实现营收 12.97/12.24 亿元，同比分别+39.0%/+26.6%。盈利能力方面，2025H1 公司毛利率 84.2%（-0.7pct），其中彩妆/护肤/香氛/化妆艺术培训业务毛利率分别为 82.7%/87.5%/62.9%/77.6%；费用方面，销售/管理/研发费用率为 45.2%/6.9%/0.6%，

同比分别-2.3pct/-1.5pct/-0.2pct，整体费用率保持平稳下降。

彩妆护肤协同发展，香氛开拓品类边界，高端渠道持续发力。彩妆端，公司以彩妆为基本盘，2025H1 小金扇粉饼和鱼子气垫均实现超 2 亿元销售额，延续高端国货彩妆龙头优势；此外公司布局香水赛道，上新“国韵凝香”和“闻道东方”系列，已实现 1141 万元销售额。**护肤端**，鱼子面膜零售额超 6 亿元（占护肤近 60%），黑霜超 2 亿元，大单品持续发力；同时新品逐步落地，黑金焕颜鎏光精华水超 1600 万元。**线下端**，2025H1 自营及经销专柜分别为 405/32 个，覆盖超 120 个城市，复购率达 30.3%（+1.6pct），入驻北京 SKP、重庆星光 68 百货等超高端渠道，杭州开设首家品牌形象旗舰店，强化高端国妆定位并助于同店提升。**线上端**，2025 年 618 大促销销售额增长超 70%，并在好物节夺得抖音彩妆类目榜首，线上通过加强营销活动持续拓新，同时老客复购率增加，未来有望维持较快增速。

详见开源零售 2025 年 2 月 19 日首次覆盖报告《毛戈平（1318.HK）：以妆为笔，绘东方气韵、铸大师传奇》和 2025 年 8 月 29 日信息更新报告《毛戈平（1318.HK）：2025H1 业绩亮眼，高端国货美妆势能持续向上》等。

2.2.15、巨子生物：2025H1 业绩稳健，大单品迭代与渠道拓展持续验证

公司 2025H1 稳健增长，重组胶原蛋白龙头业绩持续兑现。公司发布业绩公告：2025H1 实现营收 31.13 亿元（同比+22.5%，下同）、归母净利润 11.82 亿元（+20.2%）。公司为重组胶原蛋白龙头，产品具备长期竞争力，业绩有望持续兑现。

可复美、可丽金双品牌驱动，护肤品类增速较快，直销电商平台表现亮眼。分品类来看，2025H1 护肤品/敷料/保健食品实现营收 24.10/6.93/0.10 亿元，同比分别+24.2%/+17.1%/+16.3%。**分品牌看**，2025H1/可丽金分别实现营收 25.42/5.03 亿元，同比分别+22.7%/+26.9%。**分渠道看**经值实现营收 23.25/7.87 亿元，同比分别+26.5%/+12.1%，其中其中线上 DTC 店铺/电商平台营收同分别+13.3%/+133.6%，电商平台实现高增。**盈利能力方面**，2025H1 公司毛利率为 81.7%（-0.7pct），主要受产品结构调整的影响；销售/管理/研发费用率分别为 34.0%/2.7%/1.3%，同比分别-1.1pct/+0.1pct/-0.6pct。

产品矩阵持续迭代，渠道拓展与研发并行。**产品端**：可复美形成一大医疗器械系列+五大功效护肤系列布局，重组胶原蛋白敷料、焦点系列表现优异，胶原棒升级 2.0 版本，明星单品市场认可度提升，秩序系列和吨吨系列进展顺利；可丽金巩固抗老心智，明星产品胶原大膜王升级 3.0 版本表现强劲，胶卷系列定位大众和细分品类提速显著。**渠道端**：线下公司产品进入约 1700 家公立医院、3000 家私立医院和诊所，同时可复美品牌专卖店拓展至 24 家，新增覆盖杭州、南京、天津等城市，线上持续多平台精细化运营；此外公司入驻马来西亚屈臣氏，成为当地首个中国功效性护肤品牌。**研发端**：2025 上半年新增专利 19 项，公司“重组胶原蛋白植入剂”、“重组胶原蛋白冻干纤维”两款三类医疗器械获受理，期待医美业务贡献新增量。

详见开源零售 2023 年 6 月 28 日首次覆盖报告《巨子生物（2367.HK）：重组胶原蛋白领军者，品牌势能向上未来成长可期》和 2025 年 8 月 29 日信息更新报告《巨子生物（2367.HK）：2025H1 业绩稳健，大单品迭代与渠道拓展持续验证》等。

2.2.16、上美股份：2025H1 业绩亮眼，多品牌协同打开成长空间

2025H1 归母净利润+30.7%，公司多品牌全面开花。公司发布业绩公告：2025H1 实现营收 41.08 亿元（同比+16.0%）、归母净利润 5.24 亿元（+30.7%），符合市场预

期。公司主品牌韩束持续领跑，多品牌协同发力，有望带动公司长期增长。

主品牌韩束领跑，新兴品牌一页增势较强，线上自营能力提升。分品牌看，主品牌韩束实现营收 33.44 亿元 (+14.3%)，抖音平台月度销售额居美妆品牌第一；新兴品牌 Newpage 一页实现营收 3.97 亿元 (+146.5%)，618 位居天猫婴童护肤榜单 TOP2，洗护榜单 TOP3；红色小象/一叶子分别实现收入 1.59 亿元 (-8.7%) / 0.89 亿元 (-29.0%)。分渠道看，线上/线下渠道收入分别为 38.09 亿元 (+20.1%) / 2.69 亿元 (-10.6%)，线上自营能力提升。**盈利能力方面**，2025H1 公司毛利率 75.5% (-1.0pct)，毛利率维持稳定；销售/管理/研发费用率分别为 56.9%/3.6%/2.5%，同比分别 -0.7pct/+0.5pct/+0.3pct。

韩束 6 大 BU 协同发展，Newpage 一页完成全年龄段布局，新品牌密集落地。韩束：为品牌核心增长引擎，“聚焦+裂变”打法逐渐成型，6 大 BU 协同发展；线上自营能力提升，爆品蛮腰套盒势能延续，X 肽系列销售额超 2 亿元，男士护肤、彩妆、洗护和身体护理多品类布局，新品洁面膏、洗发水、身体精华等起量迅速，大单品与新品类贡献二级增长。**Newpage 一页**：聚焦大单品策略，已完成 0-18 岁全年龄段品类布局，大单品安心霜天猫婴童榜单多次位列第一，618 销量超 33 万瓶，夏季应季单品舒缓喷雾、爽身露 618 销量亮眼，低基数下空间较大。**其他品牌**：青蒿油敏感肌品牌安敏优起量较快，新品牌 ATISER 聚光白水光面膜直播迅速放量，与化妆师春楠共同设立的彩妆品牌 NAN beauty 已上市；此外，公司计划推出婴童护理品牌面包超人、定位高端抗衰的 TAZU 等。

详见开源零售 2024 年 10 月 6 日首次覆盖报告《上美股份 (2145.HK)：主品牌韩束势能强劲，产品+渠道+品牌多维成长》和 2025 年 9 月 1 日信息更新报告《上美股份 (2145.HK)：2025H1 业绩亮眼，多品牌协同打开成长空间》等。

2.2.17、周大生：三季度经营业绩改善，关注产品和渠道结构优化

公司 2025Q1-Q3 营收同比-37.4%，归母净利润同比+3.1%。公司发布三季报：2025Q1-Q3 实现营收 67.72 亿元 (同比-37.4%，下同)、归母净利润 8.82 亿元 (+3.1%)；其中 2025Q3 实现营收 21.75 亿元 (-16.7%)、归母净利润 2.88 亿元 (+13.6%)。我们认为公司通过主动调整产品与渠道结构，聚焦经营质量，关注存量店效提升，成长势能有望复苏。

金价高位波动抑制加盟渠道，整体盈利能力明显改善。分产品看，2025Q1-Q3 公司镶嵌类/素金类产品分别实现营收 5.56 亿元/ 49.42 亿元，分别同比-4.9%/-44.4%。**分渠道看**，2025Q1-Q3 公司自营线下/电商/加盟业务分别实现收入 13.42 亿元/ 19.45 亿元/ 33.45 亿元，分别同比-0.9%/+17.7%/-56.3%。加盟业务下滑明显，主要系金价高位运行导致终端消费不振，加盟商补库意愿低迷，相比之下自营和电商渠道因加大轻量化、高性价比产品供给，对冲了传统克重金因金价高企导致的需求疲软，表现优于整体。**盈利能力方面**，2025Q3 公司毛利率为 28.5% (+1.0pct)、净利率为 13.2% (+3.5pct)，盈利能力提升主要受益于产品结构优化、渠道贡献变化以及金价红利释放等因素。**费用方面**，公司销售/管理/财务费用率分别为 11.1%/1.4%/0.2%，同比分别 -0.2pct/+0.5pct/-0.1pct，整体费用率有所优化。

继续聚焦渠道结构调整，发力品牌矩阵升级和产品结构优化。(1) **渠道**：2025Q1-Q3 公司线下新开/净开门店 324 家/-333 家，期末门店总数达 4675 家，其中加盟/自营分别净开-380/47 家，渠道持续优化。(2) **品牌**：继续加强“周大生 X 国家宝藏”“周大生经典”“转珠阁”等多品牌矩阵建设，巩固市场份额。(3) **产品**：公司精准把

握“国潮国风”消费趋势，加大产品研发，推出“悦己”与“轻珠宝”等高性价比产品，受到终端消费者喜爱。

详见开源零售 2020 年 7 月 19 日首次覆盖报告《周大生 (002867.SZ)：珠宝龙头拥抱直播电商，新渠道新营销驱动新成长》和 2025 年 11 月 4 日信息更新报告《周大生 (002867.SZ)：三季度经营业绩改善，关注产品和渠道结构优化》等。

2.2.18、科笛-B：剥离欧玛短期业绩承压，期待管线商业化迎来拐点

2025H1 归母净利润亏损扩大 19.1%，剥离欧玛业务业绩短期承压。公司发布业绩公告：2025H1 实现营收 0.66 亿元（同比-31.2%）、归母净利润-2.39 亿元（亏损扩大 19.1%），经营层面公司终止与欧玛的代理合作，带来业绩承压。长期看，公司集中资源推进核心新品的商业化进程，后续新品陆续落地有望为业绩增长注入持续动能。我们维持盈利预测不变，预计公司 2025-2027 年归母净利润为-3.21/-1.34/0.18 亿元，对应 EPS 为-1.00/-0.42/0.06 元，营业收入为 5.42/9.63/14.89 亿元，当前股价对应 PS 为 6.2/3.5/2.3 倍，维持“买入”评级。

在研管线商业化在即，核心新品放量可期。产品端，公司两款新品将在 2025 年下半年商业化：（1）CU-40102（外用非那雄胺喷雾剂）2025 年 6-8 月先后在大陆和香港获批，为全球首个用于雄激素性脱发治疗的外用非那雄胺产品，可有效降低药物全身暴露，临床差异化优势显著；（2）CU-10201（外用米诺环素）于 2024 年 11 月获批，适用于 9 岁以上青少年及成人重度痤疮，泡沫剂降低药物副作用。**营销端**，公司已建立覆盖全国的专职营销团队，提前布局渠道与学术推广，线上重点在天猫、京东、抖音、小红书等平台进行科普教育与精准触达，强化消费者心智；线下已成功开发数百家合作终端和合作医院，依托与三甲医院皮肤科专家进行学术推广，提升学术影响力和处方信任度，预计新品上市后将快速放量。

多元化管线储备丰富，未来成长空间广阔。其他在研管线：（1）CU30101（局部外用利多卡因丁卡因乳膏）上市申请于 2024 年 7 月获药监局受理，用于表皮局部麻醉；（2）CU-20401（重组突变胶原酶）于 2024 年 12 月完成治疗额下脂肪堆积的 II 期临床试验，展现出良好疗效和安全性，产品具有，减少淤青、疼痛等副作用优势，预计 2028 年获批。公司已形成覆盖毛发疾病、皮肤护理和医美领域的多元化产品布局，看好密集管线落地和商业化进程加速下的成长空间。

详见开源零售 2024 年 3 月 6 日首次覆盖报告《科笛-B (2487.HK)：深筑研发+消费双壁垒，打造领先一体化皮肤学平台》和 2025 年 8 月 29 日信息更新报告《科笛-B (2487.HK)：剥离欧玛短期业绩承压，期待管线商业化迎来拐点》等。

表4：本周家家悦、爱美客、潮宏基表现相对较好

证券代码	股票简称	评级	收盘价(元)	周涨跌幅	EPS			PE		
					2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
002345.SZ	潮宏基	买入	12.41	4.81%	0.51	0.82	1.04	24	15	12
002867.SZ	周大生	买入	13.33	2.81%	1.06	1.25	1.46	13	11	9
600655.SH	豫园股份	买入	5.64	3.30%	-0.16	0.13	0.25	-35	43	23
603193.SH	润本股份	买入	25.74	1.14%	0.82	1.05	1.32	31	25	20
603983.SH	丸美生物	买入	33.45	0.41%	1.00	1.30	1.66	33	26	20
300957.SZ	贝泰妮	买入	43.06	3.51%	1.15	1.40	1.62	37	31	27
688363.SH	华熙生物	买入	51.77	4.00%	0.77	1.02	1.31	67	51	40

证券代码	股票简称	评级	收盘价(元)	周涨跌幅	EPS			PE		
					2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
600223.SH	福瑞达	买入	7.99	2.83%	0.24	0.28	0.32	33	29	25
300740.SZ	水羊股份	买入	21.02	0.29%	0.50	0.72	0.97	42	29	22
300896.SZ	爱美客	买入	157.61	5.67%	4.89	5.93	6.94	32	27	23
002612.SZ	朗姿股份	买入	21.01	-2.19%	2.31	0.77	0.88	9	27	24
300592.SZ	华凯易佰	买入	10.87	0.56%	0.66	0.89	1.12	16	12	10
002803.SZ	吉宏股份	买入	16.23	-1.04%	0.74	0.94	1.15	22	17	14
301381.SZ	赛维时代	买入	22.86	-0.52%	0.96	1.37	1.70	24	17	13
603214.SH	爱婴室	买入	18.38	0.93%	1.01	1.22	1.45	18	15	13
601933.SH	永辉超市	买入	4.64	1.53%	-0.08	0.05	0.13	-58	93	36
603708.SH	家家悦	买入	12.32	10.39%	0.31	0.40	0.48	40	31	26
603605.SH	珀莱雅	买入	72.26	2.95%	4.29	5.01	5.79	17	14	12
600612.SH	老凤祥	买入	46.28	0.11%	3.37	3.65	3.94	14	13	12
600916.SH	中国黄金	买入	8.31	0.48%	0.54	0.62	0.71	15	13	12

数据来源: Wind、开源证券研究所(注:收盘价日期为 2025/11/14, 仅展示 A 股覆盖标的)

3、零售行业动态追踪

3.1、行业关键词：臻泰生物、京东双十一、高鑫零售、丸美生物、老铺黄金等

【聚焦超声皮肤治疗仪】CMDE 公开半岛医疗“聚焦超声皮肤治疗仪”审评报告

11月11日消息，国家药品监督管理局医疗器械技术审评中心发布半岛医疗“聚焦超声皮肤治疗仪”产品的审评报告。该产品在医疗机构中使用，利用聚焦超声热效应作用于皮下组织，用于改善中下面部和下、颈部的皮肤松弛。（来源：Medactive 公众号）

【福瑞达】焦点福瑞达红参粉荣获年度非常“免疫健康”奖

11月12日消息，2025 Very Food 创新奖颁奖典礼上，焦点福瑞达凭借创新研发的高活性红参粉原料，荣膺原料组年度非常“免疫健康”奖。此奖项充分体现了行业对其创新价值和健康功效的高度认可。（来源：焦点福瑞达公众号）

【臻泰生物】臻泰生物完成 Pre-A 轮融资

11月12日消息，昆山高新集团宣布完成对医美材料公司臻泰生物的 Pre-A 轮投资。本轮融资将主要用于推进柠檬酸材料、胶原蛋白及其复配产品的研发进程，并加快重组胶原蛋白等核心技术的产业化落地。（来源：医美行业观察公众号）

【京东双十一】京东双十一成交额再创新高

11月12日消息，京东双十一成交额再创新高，下单用户数增长40%，订单量增长近60%。京东 APP 活跃用户增长幅度稳居行业首位，在产品、价格、服务的综合体验上收获了最高的消费者好评度。（来源：京东公众号）

【抖音双十一】破亿品牌数持续增长，抖音电商双 11 高光品牌榜发布

11月13日消息，不同品牌在抖音电商双11的消费暖流中实现快速增长：大促期间，抖音电商通过立减折扣、一件直降、消费券等多重玩法扶持，助力6.7万个品牌销售额翻倍，众多品牌销售额破亿。（来源：抖音电商营销观察公众号）

【新产业眼科】昊海生科收购子公司新产业眼科余下 20% 股权

11月13日消息，昊海生科拟以7400万元收购旗下非全资子公司新产业眼科余下20%股权，交易完成后该子公司将成为昊海生科全资子公司。（来源：医美部落公众号）

【高鑫零售】高鑫零售将加速推进门店调改

11月13日消息，在目前内地电商网购盛行下，零售业竞争持续激烈，内地超市品牌大润发母企高鑫零售积极参与。将加速推进门店调改，预计在三年时间内完成500家门店调改，并继续开新店。（来源：职业零售网公众号）

【丸美生物】丸美生物启动赴港上市

11月13日消息，广东丸美生物技术股份有限公司董事会已正式通过关于发行H股并在香港联交所主板上市的议案。此次赴港IPO，是公司从传统美妆向以“生物技术”为核心的尖端领域战略转型的关键信号。（来源：医美行业观察公众号）

【老铺黄金】老铺黄金“双十一”成交额达 29 亿元

11月13日消息，老铺黄金“双十一”成交额达29亿元，镶钻蝴蝶链、金刚杵戒指等成为爆款。（来源：央广网）

【山姆云仓】山姆云仓入驻江宁

11月13日消息，山姆云仓入驻南京禄口皮草城，并将于11月24日上线极速达。云仓涵盖生鲜、烘焙、零食、个护、母婴等全品类商品，包括多款山姆经典单品。（来源：职业零售网公众号）

3.2、大事提醒：关注多家公司股东大会召开等

表5：零售公司大事提醒：关注多家公司股东大会召开等

日期	公司名称	重大事项
11月17日	潮宏基	股东大会召开
11月17日	拉芳家化	业绩发布会
11月17日	丽尚国潮	股东大会召开
11月17日	科思股份	股东大会召开
11月17日	友阿股份	股东大会召开
11月18日	孩子王	股东大会召开
11月19日	中国黄金	业绩发布会
11月19日	丽人丽妆	业绩发布会
11月19日	中国中免	业绩发布会
11月20日	美凯龙	业绩发布会

资料来源：Wind、开源证券研究所

表6：零售行业大事提醒：第十八届全球零售自有品牌产品亚洲展等

日期	主题	重大事项
11月18日	零售	第十八届全球零售自有品牌产品亚洲展
11月18日	珠宝首饰	2025第33届青岛国际珠宝玉石交易会、青岛国际文博会
11月20日	美妆	2025第23届中国昆明国际美容化妆品用品博览会
11月21日	珠宝首饰	2025第40届上海国际珠宝首饰暨矿物宝石展览会
11月27日	医美	2025第六届深圳国际大健康美丽产业博览会
11月27日	美妆	2025厦门国际美业博览会
11月27日	医美	MediCosme 2025国际注射医美技术创新论坛
11月28日	珠宝首饰	2025中国（南京）国际珠宝首饰展览会
12月5日	珠宝首饰	2025百慕·苏州国际珠宝首饰展览会
12月12日	珠宝首饰	2025北京（冬季）国际璀璨珠宝展览会

资料来源：第一展会网、个护前沿公众号、展讯网公众号等、开源证券研究所

4、风险提示

- （1）消费复苏不及预期：**社会消费与宏观经济密切相关，若经济增长放缓，消费者购买力、信心下滑，消费需求受到抑制，则零售终端销售也将承压；
- （2）竞争加剧：**若行业竞争加剧，销售费用投入、价格战等可能影响公司盈利；
- （3）政策风险：**反垄断等政策出台，监管趋严影响企业部分经营活动等。

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R4（中高风险），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境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为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。

分析师承诺

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。

股票投资评级说明

	评级	说明
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。

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。

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，已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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告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

地址：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
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn