

## 商贸零售

2025年12月02日

投资评级：看好（维持）

## 行业走势图



数据来源：聚源

## 相关研究报告

《品牌建设+科技美学，谱写国货美妆增长答案——行业周报》-2025.11.30

《六福集团业绩预告高增，美丽田园战略升级——行业周报》-2025.11.22

《双十一电商大促落幕，美妆、珠宝表现亮眼——行业周报》-2025.11.16

## 从保值到颜值，再到情绪价值

## ——行业投资策略

黄泽鹏（分析师）

huangzepeng@kysec.cn

证书编号：S0790519110001

李昕恬（联系人）

lixintian@kysec.cn

证书编号：S0790125100021

## ● 投资建议：从保值到颜值，再到情绪价值

2025年社会消费和零售企业经营缓慢复苏，具体分板块看：黄金珠宝受金价高涨影响，高端中式黄金和时尚黄金赛道呈现更高景气，化妆品医美竞争激烈、国货品牌崛起，线下零售企业则持续推进模式变革探索。值得注意的是，“情绪消费”仍是景气度重要密码。展望2026年零售行业投资，消费复苏是核心主旋律。投资策略层面优选兼具短期修复弹性和长期成长景气度的优质细分赛道，重点关注竞争优势、品牌势能边际提升的龙头公司。

## ● 黄金珠宝：情绪消费时代，关注高端黄金和时尚黄金品牌

行业核心逻辑已发生深刻变化：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，看好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、周大生等，受益标的六福集团、周生生等。

## ● 零售电商：线下线上渠道攻守易势，把握情绪价值、借力AI赋能

线下零售企业持续调改，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，受益标的小商品城、重庆百货、孩子王等。

## ● 化妆品：看好满足情绪价值和安全成分创新的国货品牌

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。建议关注：(1) 拥有卓越的平台化多品牌综合运营能力的公司，重点推荐珀莱雅、上美股份、丸美生物、巨子生物、贝泰妮等；(2) 围绕中国传统美学理念布局的高端美妆品牌，重点推荐毛戈平；(3) 个护家清全面开花、嗅觉经济打开全域用香场景，重点推荐润本股份，受益标的若羽臣、上海家化等。

## ● 医美：看好差异化医美产品厂商和持续并购扩张的连锁医美机构

高端消费人群仍具韧性，关注上游厂商差异化定位产品和海外投资布局，以及下游医美机构并购整合推进“内生+外延”增长。建议关注：(1) 上游厂商差异化定位产品和海外投资布局，重点推荐爱美客、科笛-B，受益标的锦波生物等；(2) 下游医美机构并购整合，推进“内生+外延”增长，重点推荐朗姿股份，受益标的美丽田园医疗健康等。

## ● 风险提示：消费复苏不及预期；竞争加剧；政策风险。

## 目 录

1、 零售行业综述：零售企业缓慢恢复，“情绪消费”景气密码 .....	5
1.1、 零售数据：2025年社会消费稳步复苏，可选品类表现更佳 .....	5
1.2、 零售企业经营业绩：2025年以来收入端有所好转，利润端承压明显 .....	7
2、 黄金珠宝：从渠道到品牌，高端黄金和时尚黄金方兴未艾 .....	8
2.1、 金价持续上涨，景气度宽幅震荡 .....	8
2.2、 研究框架：从“渠道为王”到“差异化产品+消费者洞察” .....	8
2.3、 时尚黄金：重设计、轻量化，社媒“种草”抢占年轻消费者心智 .....	9
2.4、 品牌出海：探索布局东南亚市场，高端黄金出海方兴未艾 .....	11
3、 零售电商：调改推进、AI智能化赋能，关注头部优质企业 .....	13
3.1、 超市：变革方向在于回归商品和服务本质 .....	13
3.2、 百货：国企改革+调改增效，谷子经济焕新线下流量 .....	14
3.3、 母婴零售：国家育儿补贴制度出台，母婴企业调整布局寻求增量 .....	15
3.4、 跨境电商：头部跨境卖家积极迎合智能化趋势，有望抢占市场份额 .....	16
4、 化妆品：从心智到“芯智”，关注情绪科技的双轮驱动 .....	17
4.1、 市场在理性化浪潮中韧性增长，双十一品牌增长分化 .....	17
4.2、 心智迭代：情感链接构筑新壁垒，本土品牌乘势而起 .....	18
4.3、 产品创新：“技术成分IP化”与“文化自信”重塑产品创新 .....	19
4.4、 叙事升级：从“地域叙事”到“科技壁垒” .....	20
4.5、 敏感肌抗衰：从“维稳修复”到“功效进阶” .....	21
4.6、 国潮彩妆：从“平价替代”到“高端破局” .....	22
4.7、 嗅觉经济：从“产品消费”到“场景占领” .....	23
5、 医美：上游厂商发力差异化产品，下游机构并购整合加速 .....	25
5.1、 行业整体增速放缓，高端消费人群具备较强韧性 .....	25
5.2、 医美产品：注射针剂获批加速，差异化定位为消费者提供新选择 .....	26
5.3、 医美机构：“多品牌矩阵+区域深耕”，规模与版图扩张并进 .....	27
5.4、 全球布局：医美公司持续深化海外合作，布局海外机会 .....	28
6、 投资建议：从保值到颜值，再到情绪价值 .....	29
7、 风险提示 .....	30

## 图表目录

图 1： 2025年以来社会消费呈温和复苏态势 .....	5
图 2： 2025年10月整体CPI同比由降转涨 .....	5
图 3： 2025Q3必选品类保持稳健，可选消费表现有所分化 .....	5
图 4： 2025Q3实物商品网上零售额同比增长6.5% .....	6
图 5： 2025年双十一GMV维持韧性增长趋势 .....	6
图 6： 2025年三季度线下各业态延续回暖趋势 .....	6
图 7： 国庆假期国内消费活力足 .....	6
图 8： 2025年二、三季度零售行业收入端有所好转 .....	7
图 9： 2025年以来零售行业利润端持续承压 .....	7
图 10： 收入端黄金珠宝呈较高景气，美容护理板块回暖 .....	7
图 11： 利润端跨境电商相对稳健，其余板块均有所承压 .....	7
图 12： 2025年以来金银珠宝社零数据波动较大 .....	8

图 13: 2025 年以来金价整体延续上涨趋势.....	8
图 14: 黄金珠宝早期“渠道为王”，近期“差异化产品+消费者洞察”能力愈发重要.....	9
图 15: 时尚黄金产品设计更加精致 .....	9
图 16: 新锐品牌借助社媒营销实现人群扩圈.....	9
图 17: 时尚黄金品牌门店调性突出 .....	10
图 18: 曼卡龙中药养生系列产品充满情绪价值.....	10
图 19: 潮宏基打造“KOL+KOC+KOS”营销组合拳 .....	10
图 20: 六福珠宝泰国门店调性有所提升 .....	11
图 21: 老铺黄金海外首店落地新加坡金沙.....	11
图 22: 老铺黄金新加坡店开业后排长队 .....	11
图 23: 珠串融合佛系和消除烦恼等内涵 .....	12
图 24: 小件时尚产品善用 IP 且推出节日主题款 .....	12
图 25: 高端黄金引领传世经典 .....	12
图 26: 时尚黄金结合生肖差异化设计别出心裁.....	12
图 27: 山姆会员店强调打造差异化商品 .....	13
图 28: 胖东来为消费者配备各项日常功能俱全的休息区.....	13
图 29: 永辉超市调改稳步推进 .....	13
图 30: 梭子蟹采取产地直采保证品质 .....	13
图 31: 重庆百货在空间场景打造上亮点频出.....	14
图 32: 重百超市渝北区调改第 9 家门店 7 月开业 .....	14
图 33: 谷子经济成为消费市场新宠 .....	14
图 34: 赛车未来上海快闪，百联 ZX 造趣场人气旺盛 .....	14
图 35: 2025 年 7 月国务院印发育儿补贴实施方案 .....	15
图 36: 孩子王迈步“会员共创”举办达人创造营 .....	15
图 37: 爱婴室与万代携手打造苏州高达基地店.....	15
图 38: 吉宏股份在 AI 算法支持下形成了独特的“货找人”模式.....	16
图 39: 2025 年以来化妆品零售市场在波动中温和复苏.....	17
图 40: 2025 年双十一美妆品牌榜国货占 5 席 .....	17
图 41: 2025 天猫双十一美妆 Top20 榜国货品牌新增一席.....	17
图 42: 消费者购买美妆产品动力由功效导向转为复合导向 .....	18
图 43: 近年国货品牌市场份额持续提升 .....	18
图 44: 多个美妆品牌进行 IP 结合 .....	18
图 45: 产品创新的新范式为从概念添加-功能验证-技术 IP 化的升级路径.....	19
图 46: 中国特色植物成分崛起，为差异化创新独辟蹊径 .....	19
图 47: 自然堂围绕喜马拉雅特有天然产物进行地域叙事 .....	20
图 48: 自然堂、贝泰妮独家专利成分构建科技壁垒 .....	20
图 49: 预计敏感肌抗衰老护肤品市场规模逐年上升 .....	21
图 50: 国货品牌贝泰妮和上海家化推出敏感肌抗衰老产品 .....	21
图 51: 预计 2023-2028 年中国高端美妆市场规模复合增速会高于大众美妆市场 .....	22
图 52: 毛戈平、上美股份推出蕴含中国传统美学特色的彩妆美学理念 .....	22
图 53: 预计中国香水行业市场规模逐年扩张 .....	23
图 54: 香氛消费场景延伸，走向多元化 .....	23
图 55: “全域用香”时代开启 .....	23
图 56: 东方香崛起，表达东方独特精神文化内核 .....	24
图 57: 毛戈平、若羽臣布局香氛市场 .....	24

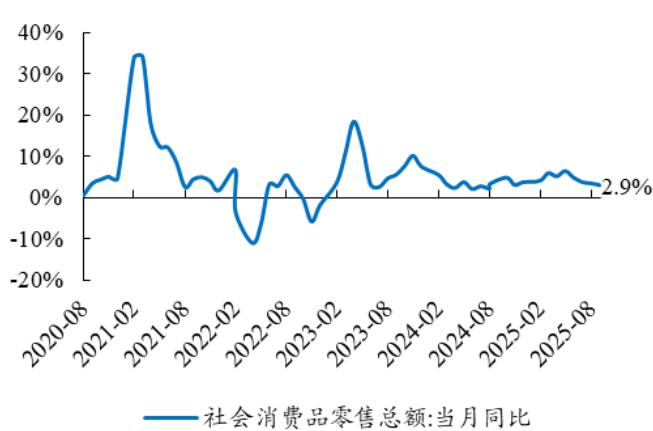
图 58: 2025 年 Q1-Q3 医美上游厂商营收承压 .....	25
图 59: 预计 2025-2028 年中国医美市场复合增速为 10%.....	25
图 60: 2024 年 50%高端需求者医美花费增加 .....	25
图 61: 2024 年高端需求者人均医美消费同比增加 19% .....	25
图 62: 锦波生物发布重组 III 型人源化胶原蛋白.....	26
图 63: 四环医药为国内唯一童颜针、少女针双布局企业.....	26
图 64: 科笛全球两款差异化新品在中国正式开启销售.....	26
图 65: 迈诺威医药“纤塑®”获批国内上市 .....	26
图 66: 美丽田园增持奈瑞儿 20%股权 .....	27
图 67: 美丽田园收购中国思妍丽实现“三强聚合” .....	27
图 68: 朗姿股份收购重庆米兰柏羽 .....	27
图 69: 朗姿股份已实现“七城八院”布局.....	27
图 70: 爱美客收购艾塑菲生产商 REGEN 85%股权 .....	28
图 71: 四环医药独家代理 CELLBOOSTER® 水光针 .....	28
表 1: 投资建议：关注消费复苏主线下的高景气赛道优质公司 .....	29

## 1、零售行业综述：零售企业缓慢恢复，“情绪消费”景气密码

### 1.1、零售数据：2025年社会消费稳步复苏，可选品类表现更佳

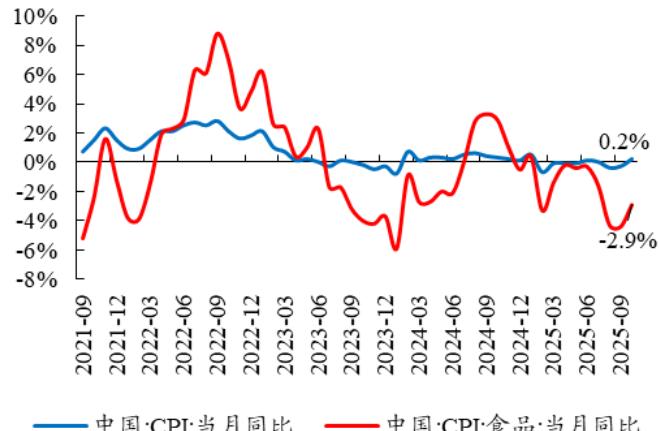
经济发展、消费场景恢复背景下，2025年社会消费稳步复苏。2025年1-10月社零412169亿元（同比+4.3%，下同），其中10月社零总额为46291亿元（+2.9%）。呈现弱复苏态势。分季度看，2025Q1/Q2/Q3社零增速分别为+4.6%/+5.4%/+3.4%，社会消费整体呈现稳健复苏趋势。价格因子方面，2025年10月整体/食品类CPI同比增速分别为+0.2%/-2.9%，整体CPI同比由降转涨，消费领域的价格动能正在累积，随着经济预期有所改善，关注后续消费潜能释放。

图1：2025年以来社会消费呈温和复苏态势



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

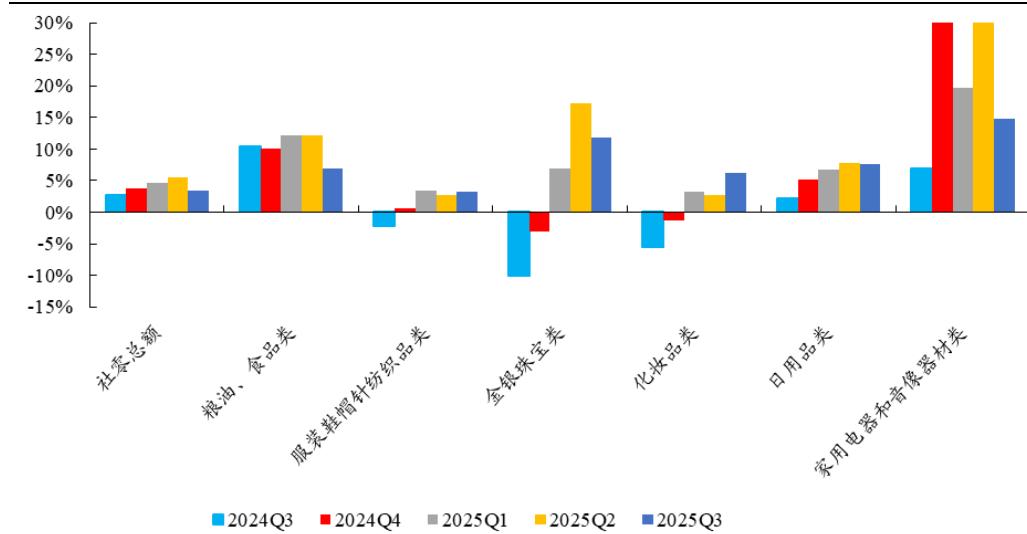
图2：2025年10月整体CPI同比由降转涨



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

分品类看，商品消费中必选品类维持稳健，可选消费表现更佳。2025年以来，以粮油食品为代表的必选消费品维持平稳增长，可选消费品家用电器和音像器材类表现较好；2025Q3 金银珠宝、服装鞋帽、化妆品分别同比+11.8%/+3.3%/+6.2%。10月化妆品、金银珠宝表现亮眼，分别同比+9.6%/+37.6%。

图3：2025Q3必选品类保持稳健，可选消费表现有所分化



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

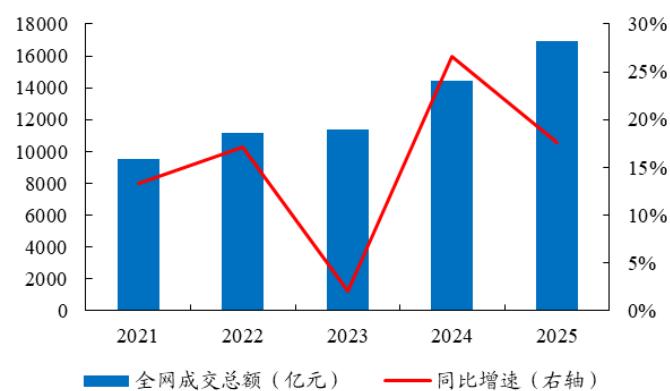
**线上零售延续良好发展势头。**2025 年前三季度实物商品网上零售总额为 9.15 万亿元 (+6.5%)，其中吃/穿/用类商品分别同比+15.1%/+2.8%/+5.7%，维持良好增长势头。渗透率方面，前三季度实物商品网上零售额占社零比重为 25.0%，维持在较高水平。电商购物节方面，根据星图数据统计，10 月 7 日-11 月 11 日双十一全网电商销售总额为 16950 亿元，较 2024 年增长 14.2%。其中综合电商销售总额为 16191 亿元 (+12.3%)，即时零售销售额为 670 亿元 (+138.4%)，社区团购销售额为 90 亿元 (-35.3%)。分平台看，天猫综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4：2025Q3 实物商品网上零售额同比增长 6.5%



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

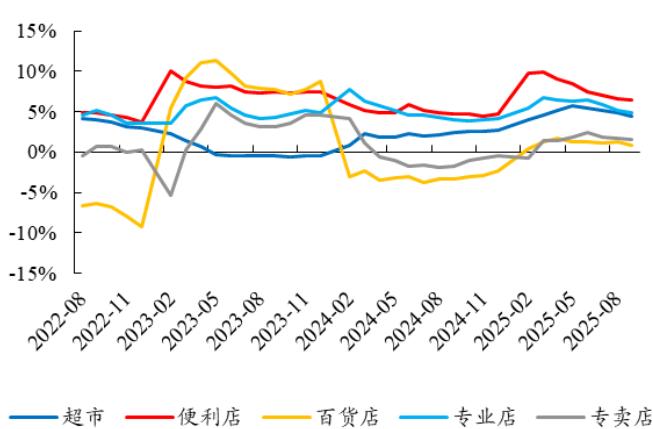
图5：2025 年双十一 GMV 维持韧性增长趋势



数据来源：星图数据公众号、开源证券研究所

**线下零售各业态均呈现边际回暖趋势。**分业态看，2025Q3 超市、便利店、百货店、专业店和品牌专卖店零售额同比分别+4.4%/+6.4%/+0.9%/+4.8%/+1.5%，各业态均呈现边际回暖趋势，其中便利店销售表现较强。国庆假期消费市场活力足，据税务局公布的增值税发票数据显示，国庆中秋假期商品消费和服务消费同比分别增长 3.9%、7.6%；此外根据商务部商务大数据监测，2025 年 10 月 1 日-10 月 7 日，商务部重点监测的 78 个步行街（商圈）客流量、营业额同比分别增长 8.8%、6.0%。

图6：2025 年三季度线下各业态延续回暖趋势



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图7：国庆假期国内消费活力足

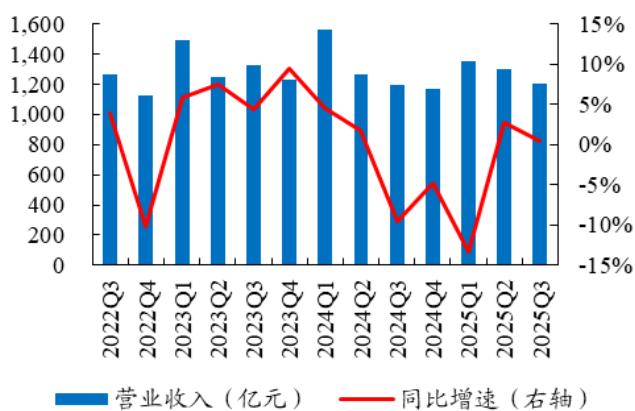


资料来源：赢商网公众号

## 1.2、零售企业经营业绩：2025年以来收入端有所好转，利润端承压明显

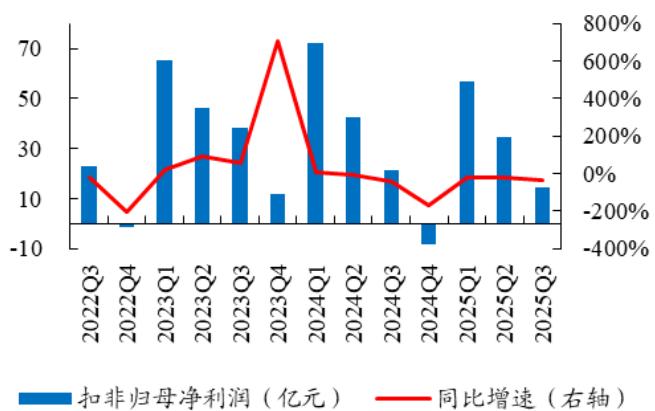
零售企业收入端 2025 年二、三季度有所好转，利润端持续承压。我们选取 5 家超市、12 家百货、13 家美容护理、8 家黄金珠宝、6 家跨境电商和 4 家专业连锁合计 48 家上市公司（下简称零售行业整体）作为样本，对零售行业企业经营业绩做梳理分析。2025Q1/Q2/Q3 分季度看，零售行业整体营收同比增速分别为 -13.3%/+2.8%/+0.5%，二季度开始呈现回暖趋势。利润端，2025Q1/Q2/Q3 零售行业整体扣非归母净利润同比增速分别为 -21.3%/-18.9%/-32.7%，三季度经营承压明显。展望未来，随着国内经济预期改善，期待后续居民消费信心进一步恢复。

**图8：2025年二、三季度零售行业收入端有所好转**



数据来源：Wind、开源证券研究所

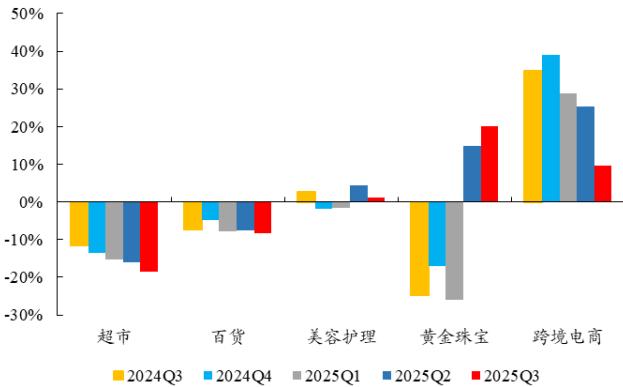
**图9：2025年以来零售行业利润端持续承压**



数据来源：Wind、开源证券研究所

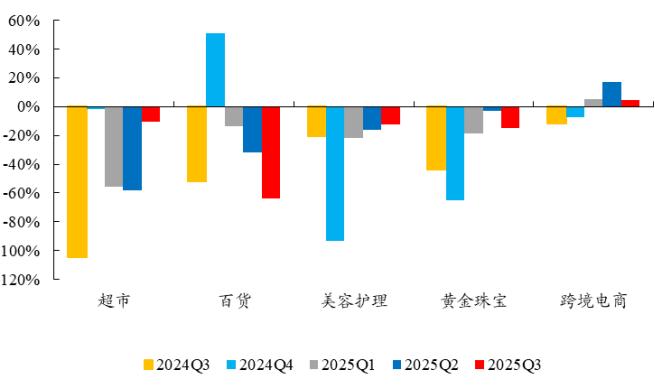
分板块看，收入端黄金珠宝呈现较高景气，利润端跨境电商相对稳健，其余板块均有所承压。收入端看，2025 年以来超市、百货板块表现相对逊色；黄金珠宝板块二、三季度景气有所提升，2025Q1-Q3 营收分别同比 -26%/+15%/+20%；美容护理板块 2025Q1-Q3 营收同比分别 -2%/+4%/+1%，相对稳健；跨境电商板块 2025Q1-Q3 营收同比分别 +29%/+25%/+10%，保持相对较高景气。利润端看，2025Q3 跨境电商板块利润端表现相对稳健，同比 +4%，超市/百货/美容护理/黄金珠宝等板块均有所承压，2025Q3 分别同比 -10%/-64%/-12%/-14%。竞争格局方面，“情绪消费”相关公司经营业绩优于行业整体。情绪消费赛道相关优质品牌方在零售行业整体承压下，呈现出更强韧性，如黄金珠宝的老铺黄金、潮宏基，化妆品公司毛戈平、上美股份等，2025Q1-Q3 经营业绩均增长良好。

**图10：收入端黄金珠宝呈较高景气，美容护理板块回暖**



数据来源：Wind、开源证券研究所

**图11：利润端跨境电商相对稳健，其余板块均有所承压**



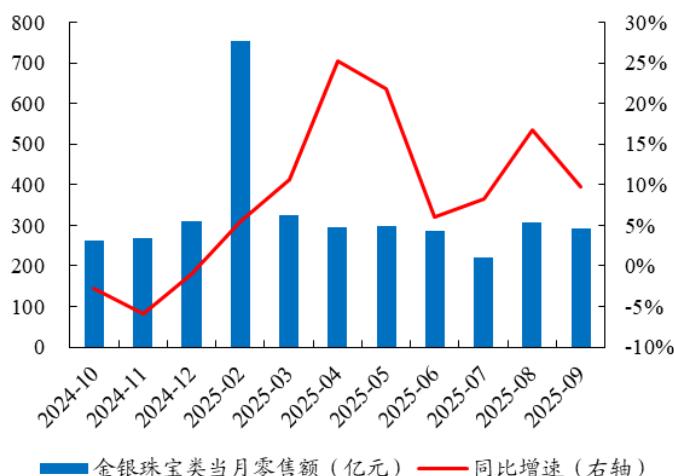
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、黄金珠宝：从渠道到品牌，高端黄金和时尚黄金方兴未艾

### 2.1、金价持续上涨，景气度宽幅震荡

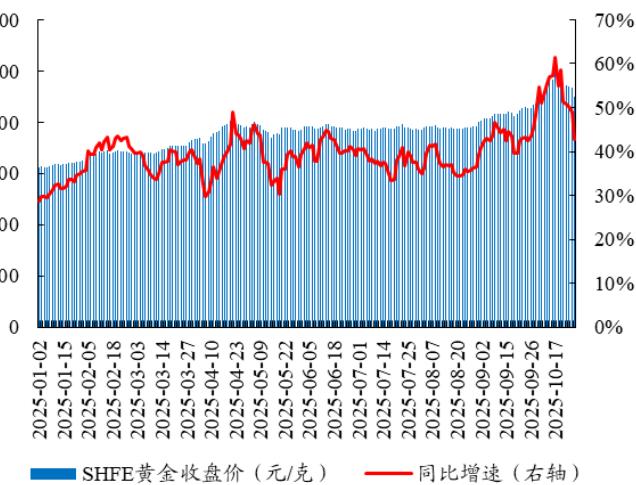
黄金珠宝行业 2025 年以来景气度波动较大，金价上涨影响终端动销和品类结构。我们基于金银珠宝社零数据复盘行业表现，可以看到：2025 年 1-3 月，金价稳中有升，终端销售取得良好增长；4 月开始金价急涨，利好投资类产品、抑制首饰类产品销售，6、7 月起行业社零增速有所回落；8 月七夕节日效应带动销售小幅增长，但 9 月以来金价再度急涨，预计对终端销售构成压力。

图12：2025年以来金银珠宝社零数据波动较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：2025年以来金价整体延续上涨趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 2.2、研究框架：从“渠道为王”到“差异化产品+消费者洞察”

供给主导阶段，行业供不应求，品牌方核心策略是“渠道为王”跑马圈地。该阶段渠道相对原始，消费者需求也并不成熟，“保真”是核心诉求，因此渠道能力是行业核心竞争要素，头部企业多采取跑马圈地策略进行大规模加盟扩张，抢占市场。代表性案例包括：老凤祥推出省代模式，充分激发大商积极性；周大生瞄准下沉市场，以钻石镶嵌品类做出差异化；周大福优先抢占高线核心商圈，树立高端品牌形象。

需求主导阶段，工艺进步+需求觉醒，“差异化产品+消费者洞察”成为核心竞争要素。黄金生产工艺革新带来产品差异化和需求升级，悦己、国潮、祈福等情绪价值相关精神需求觉醒，因此，产品研发能力和信息化能力逐渐成为行业核心竞争要素。头部企业加大产品个性化研发投入，通过数字化建设洞察消费者需求，并反哺到研发设计端，叠加小红书等新兴社交媒体“种草”，打造爆款产品和品牌印记。代表性案例包括：老铺黄金玫瑰花窗、金刚杵、葫芦系列、潮宏基“梵华”系列、周大福“传承”系列等。

图14：黄金珠宝早期“渠道为王”，近期“差异化产品+消费者洞察”能力愈发重要



资料来源：老凤祥、周大福、潮宏基官网、开源证券研究所

### 2.3、时尚黄金：重设计、轻量化，社媒“种草”抢占年轻消费者心智

时尚黄金产品端具备重设计、轻量化、推新快的特点，适合社媒“种草”营销。与传统黄金相比，时尚黄金设计层面更注重年轻化表达，如融入国潮、动漫IP等元素，3D硬金等新工艺实现造型更加轻巧立体精致，同时产品整体克重轻、总价低、推新频率快。此外，时尚黄金产品特点适合社媒营销，通过定向“种草”在线上提前抢占消费者心智，为渠道不占优的新品牌带来弯道超车机会。

图15：时尚黄金产品设计更加精致



资料来源：宝创家公众号

图16：新锐品牌借助社媒营销实现人群扩圈



资料来源：小红书商业动态公众号

时尚黄金深受年轻消费群体和加盟商喜爱。一方面，时尚黄金凭借其高情绪价值属性，成为年轻消费者表达自我和悦己的重要载体，潮宏基、曼卡龙、周大生等品牌的时尚黄金产品2025年以来动销表现强劲，例如潮宏基三丽鸥系列和曼卡龙娇玉系列均反馈热烈。另一方面，时尚黄金的高毛利特点也受到加盟商欢迎，尤其是年轻一代加盟商普遍对新媒体、新消费趋势把握更敏锐，对时尚黄金这类能吸引消费者且有充足利润率保障的产品自然更加青睐，因此更愿意加盟这类时尚年轻化的品牌。

**图17：时尚黄金品牌门店调性突出**



资料来源：搜狐网

曼卡龙深刻洞察年轻消费者偏好，产品设计“瘾”感十足。曼卡龙是兼具时尚感和东方审美的中式黄金品牌，注重产品设计差异化和品牌形象年轻化，其爆款产品以中药养生系列为代表，从年轻人压力释放和身心疗愈出发，提供情绪宣泄口，打造类似“黄金界 Jellycat”的体验场景，消费者的购买“抓药”过程收获满满情绪价值。

潮宏基借助小红书传播矩阵，打通“曝光→信任→销售转化”的营销全链路，持续产出流量爆款。相比抖音信息流转化的漏斗逻辑，小红书是反漏斗逻辑，强调精准人群定向，通过搜索种草+全平台转化，内容沉淀后，种草边际成本可以显著优化。潮宏基深耕小红书平台，借力“KOL+KOC+KOS”矩阵打法（KOL 曝光造渴望、KOC 渗透铺口碑、KOS 承接长尾流量促决策），有效建立了从品牌曝光到用户信任建立再到销售转化的全链路，将主推产品批量打造为“自带流量”的爆款，深受终端加盟商门店欢迎。

**图18：曼卡龙中药养生系列产品充满情绪价值**



资料来源：小红书

**图19：潮宏基打造“KOL+KOC+KOS”营销组合拳**



资料来源：小红书商业动态视频号

## 2.4、品牌出海：探索布局东南亚市场，高端黄金出海方兴未艾

中式黄金品牌出海空间可期，采取“先华人市场、后西方市场”布局策略。过往海外并没有形成将黄金作为首饰佩戴的长期传统，因此工艺、审美水平都明显落后于国内：以东南亚国家为例，首饰材质多为K金，渠道则仍以夫妻老婆店为主。相较而言，中国的头部黄金珠宝品牌发展历史悠久、综合实力强劲，出海后有望对本地市场形成降维打击。现阶段看，各主要品牌在出海布局策略上，会优先考虑华人基础较好的市场，遵循“先华人市场、后西方市场”的策略，循序渐进。

图20：六福珠宝泰国门店调性有所提升



资料来源：泰国 Headlines 公众号

以老铺黄金、周大福、六福、潮宏基等品牌为代表，率先发力东南亚市场。周大福、六福等传统品牌率先走出国内，在泰国、越南等东南亚国家进行布局，出海门店整体调性相比国内有所提升；潮宏基 2024 年开始也在马来西亚、泰国等地开出门店、销售良好。此外，高端黄金领域，老铺黄金 2025 年 6 月也在新加坡顶级商业体滨海湾金沙酒店开出海外首店，选址优越、产品结构高端，开业后吸引大量海外客户到店体验，帮助品牌国际影响力进一步提升。

图21：老铺黄金海外首店落地新加坡金沙



资料来源：财经营销驿站网易号

图22：老铺黄金新加坡店开业后排长队



资料来源：南方都市报

情绪消费兴起叠加金价持续上行，传统渠道逻辑削弱、产品/品牌型公司崛起。黄金珠宝行业正在发生深刻变革，早期“渠道为王”，现在“消费者洞察+差异化产品力”成为核心竞争力。一方面，年轻消费群体崛起，需求端呈现从单一资产配置和婚庆需求向情绪价值需求转向，悦己、社交、文化认同等多元需求催生细分赛道机会，而供给端逐渐饱和且高度同质化带来价格竞争内卷，因此具备差异化设计且自带流量的产品就更显稀缺性。另一方面，金价持续上行背景下，加盟商拿货成本提高，传统铺货模式利润空间被挤压，也倒逼行业从粗放经营转向精细化和差异化竞争。因此，具备差异化设计能力和精准消费者洞察的产品型公司才更有望突围，在此基础上，若能有效把握社交媒体营销资源和流量红利，则有望更上一层楼。

**图23：珠串融合佛系和消除烦恼等内涵**


资料来源：潮宏基珠宝公众号

**图24：小件时尚产品善用IP且推出节日主题款**


资料来源：潮宏基珠宝公众号

**看好高端中式黄金和年轻时尚黄金两大差异化赛道。**高端黄金在经济下行和消费趋向保守化背景下，凭借其深厚文化底蕴和保值属性成为“中式老钱”最佳载具，同时金价上涨进一步强化了黄金的保值优势。2025年以来，以老铺黄金为代表的高端黄金品牌，通过高端商圈布局、产品结构升级和社交溢价实现品牌破圈、人群增长。时尚黄金则在产品差异化设计、社交媒体运营方面突出优势，一方面通过深耕小红书等年轻社交媒体，深度洞察年轻消费者偏好并反馈至产品研发端，另一方面凭借设计层面年轻化表达和硬金工艺支撑，实现外观造型上的轻巧立体精致和对年轻文化的深度融入，愈发受到年轻消费者和加盟商群体青睐。

**图25：高端黄金引领传世经典**


资料来源：老铺黄金公众号

**图26：时尚黄金结合生肖差异化设计别出心裁**


资料来源：曼卡龙珠宝公众号

### 3、零售电商：调改推进、AI智能化赋能，关注头部优质企业

#### 3.1、超市：变革方向在于回归商品和服务本质

**好产品：**跳出流量与价格竞争，回归产品价值。回归“好产品”意味着将选品重心转向高品质、高价值的商品，构建差异化优势。以山姆会员店为例，其核心逻辑为“货找人”，通过严苛的选品标准和全球供应链优势打造消费者真正需要的商品。

**好服务/体验：**以极致服务和体验，将超市购物场景升级为情绪价值互动体验的社交空间。以胖东来为例，其模式创新之处在于将超市业态从单一选购场景升级为“体验式”社交空间，例如配备一应俱全的顾客休息区、充满设计美学的陈列、乃至一个分享美食心得的公告牌，借此成功地将卖场转化为一个吸引消费者前来打卡、分享、体验的城市社交客厅。这实际是重塑了人货场关系，借助当代消费者对情绪价值的重视，构建社群归属感，并逐步内化为零售企业的核心竞争力。

图27：山姆会员店强调打造差异化商品



资料来源：北京商报

图28：胖东来为消费者配备各项日常功能齐全的休息区



资料来源：觉醒文化产业研究院公众号

**永辉超市调改取得阶段性进展，稳步向品质零售转型。**永辉超市调改战略已进入系统性深化阶段，标杆门店示范效应已同步显现，截至 2025 年 9 月底，公司共调改 222 家门店，聚焦核心调改门店后，2025 年前三季度累计同店销售额已恢复正增长。

**永辉超市自有品牌顺利推进，“商品中心化”战略初显成效。**永辉超市围绕“商品中心化”战略，截至 2025 年 10 月底已推出 15 款品质单品，覆盖生鲜、3R 及标品领域，累计销售额超过 1 亿元。其中生鲜以水产梭子蟹为例，依托源头直采模式的品质保障优势，2025Q3 销售额达 4453 万元，较 2024 年同期增长 195%。

图29：永辉超市调改稳步推进



资料来源：永辉同道公众号

图30：梭子蟹采取产地直采保证品质



资料来源：永辉同道公众号

### 3.2、百货：国企改革+调改增效，谷子经济焕新线下流量

百货行业关注国企改革，把握板块价值重估机遇。百货国改对提升效率、激发管理积极性及增强市场认知具有重要作用，业态调改则通过对空间场景、业态结构、品类布局等革新，将传统百货转型为品质生活体验场。重庆百货四大业态（百货/超市/电器/汽贸）协同调改：百货围绕“商品、场景和效率”变革，加速品牌引新汰旧，实现黄金品牌宝元通和女装品牌木木一两大自营品牌落地；超市预计2025年重百新世纪至少调改38家门店，社区拓展“生鲜+折扣”超级市集、商圈布局精致生活馆，成果显著。

图31：重庆百货在空间场景打造上亮点频出



资料来源：渝中发布公众号

图32：重百超市渝北区调改第9家门店7月开业



资料来源：新重庆-重庆日报

百货业态携手二次元文化，迎来第二成长曲线。根据艾媒咨询，2024年中国谷子经济规模达1689亿元(+41%)，预计2029年将突破3000亿元。线下百货项目通过深度融合二次元文化、场景化改造及多元体验活动重塑消费吸引力，为百货行业开辟年轻化、社交化的增长路径。例如，百联ZX创趣场作为全国首个二次元垂直商业体，2024年举办了近700场活动，销售额同比+70%至5.1亿元，客流同比+40%至1330万人次，会员数同比+30%至26万余人；ZX造趣场2024年年底开业，2025年1-2月销售额同比+111%。

图33：谷子经济成为消费市场新宠



资料来源：央视新闻公众号

图34：赛车未来上海快闪，百联ZX造趣场人气旺盛



资料来源：百联ZX造趣场微博视频号

### 3.3、母婴零售：国家育儿补贴制度出台，母婴企业调整布局寻求增量

国家出台生育补贴政策，鼓励生育促进人口增长。2025年7月国务院办公厅印发《育儿补贴制度实施方案》，对3周岁以下婴幼儿每孩每年发放3600元补贴，此后多地育儿补贴审核提速。展望未来，合适的生育支持政策有望促进新生儿数量恢复增长。

图35：2025年7月国务院印发育儿补贴实施方案



The screenshot shows the official website of the Chinese government (www.gov.cn). The main title is '中共中央办公厅 国务院办公厅印发《育儿补贴制度实施方案》' (Central Committee of the Communist Party of China and the State Council issue the 'Implementation Plan for the Baby Care Subsidy System'). Below the title, there is a summary of the plan's content and its guiding principles. At the bottom, it says '资料来源：中国政府网' (Source: Chinese Government Network).

资料来源：中国政府网

**孩子王全方位深化布局寻求增量，积极探索业务转型与升级。**孩子王实施多线扩张策略，致力于打造“流量+服务+数据”的平台型企业，并通过赛道拓宽（并购丝域实业进军养护发市场）、市场拓展（采用“大店+小店+加盟”模式进军下沉市场）和业态创新（推出KidsGPT并完成基于Deepseek大模型的底座升级）寻求增量。

**爱婴室主业稳健恢复，携手万代打造第二增长曲线。**爱婴室母婴主业恢复稳健，在差异化门店打造、自有品牌深耕、运营降本增效和新店拓展方面均有显著进展。而在主业之外，公司携手万代南梦宫进入IP零售市场，凭借核心商圈运营及选址能力获得稀缺授权，自2024年底起陆续在苏州、长沙等城市开设高达基地店和万代通贩店，打造第二增长曲线，也为母婴零售新业态探索提供新思路。

图36：孩子王迈步“会员共创”举办达人创造营



资料来源：孩子王微报公众号

图37：爱婴室与万代携手打造苏州高达基地店



资料来源：爱婴室公众号

### 3.4、跨境电商：头部跨境电商积极迎合智能化趋势，有望抢占市场份额

**AI 赋能成为跨境电商行业发展趋势。**当前跨境电商行业发展已进入深水期，未来商家运营能力重要性将愈发凸显，率先发力投入建设信息化系统，智能化数字化水平领先并在运营能力方面构筑坚实竞争壁垒的公司，有望实现市场份额和盈利能力提升。根据 WTO 发布的《2025 年世界贸易报告》预测，到 2040 年人工智能应用有望推动全球贸易增长近 40%。

**赛维时代、吉宏股份等跨境电商公司积极运用 AI 工具赋能，提升经营效率和竞争力。**

(1) 赛维时代：公司基于“小前端+大中台”的全链路数字化能力，实现对品牌矩阵中各细分品类的高度复用和规模化赋能，未来有望逐步提升业务扩张效率和利润率水平。(2) 吉宏股份：跨境电商通过 AI 算法实现精准客群定位，同时通过多平台投放策略，形成区别于传统电商的“货找人”主动社交电商模式，此外积极推进全球化布局和自有品牌孵化，综合竞争力有望稳步提升。

**图38：吉宏股份在 AI 算法支持下形成了独特的“货找人”模式**



资料来源：吉宏股份公司公告

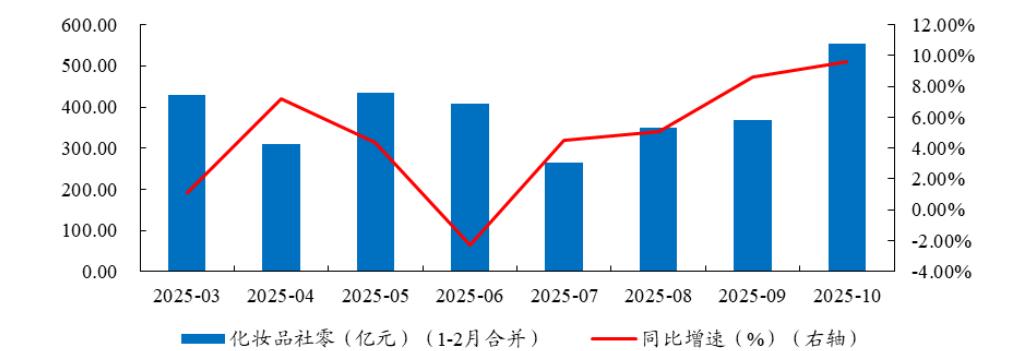
**线下线上零售渠道攻守易势，把握情绪价值和借力 AI 赋能是两大竞争抓手。**线下零售回归情绪价值有望迎来经营业绩拐点。区别于线上消费追求极致效率，线下渠道本身就擅长着力于“人”，通过即时社交互动和沉浸式空间体验等“非标品属性”，天然具备情绪共振的独特优势。基于此，部分优质的零售企业率先展开一系列调改行动，其背后实质反映了向消费者真实需求回归的转型，即要求从研发、生产、营销、销售等全链条都直接面向消费者，绕开所有中间环节，与消费者深度交互，以此来实现优质产品和深度服务，让流量重归线下。线上跨境电商短期受关税政策等扰动压制，但优质企业借力 AI 赋能，智能化发展仍有望提升份额。一方面，我国出海企业背靠制造端优质资源，在产品力与性价比方面已树立良好口碑，随海外仓配一体化能力提升和产品力、品牌力升级，有望在新品类、新渠道继续贡献增量；另一方面，当前关税影响已逐渐明朗，后续有望跟随降息通道进入需求改善阶段，部分优质企业经营趋势有望上行，叠加 AI 智能化布局优势，有望进一步提升市场份额。

## 4、化妆品：从心智到“芯智”，关注情绪科技的双轮驱动

### 4.1、市场在理性化浪潮中韧性增长，双十一品牌增长分化

2025年以来，国内化妆品零售市场整体呈现“波动中温和复苏”态势。据国家统计局数据，2025年1-10月化妆品零售额累计同比增长4.6%。总体看，消费场景恢复与消费者信心修复是行业主线，但复苏斜率存在不确定性，月度间的波动也反映消费者决策更趋谨慎，对价值的考虑更敏感，化妆品市场是在理性化浪潮中韧性增长。

**图39：2025年以来化妆品零售市场在波动中温和复苏**



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

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，位列综合电商平台的第四，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。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。同时，TOP20榜单中国货品牌占5席，国货势头凶猛。从抖音渠道来看，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。

**图40：2025年抖音双十一美妆品牌榜国货占5席**

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41：2025天猫双十一美妆Top20榜单国货新增一席**

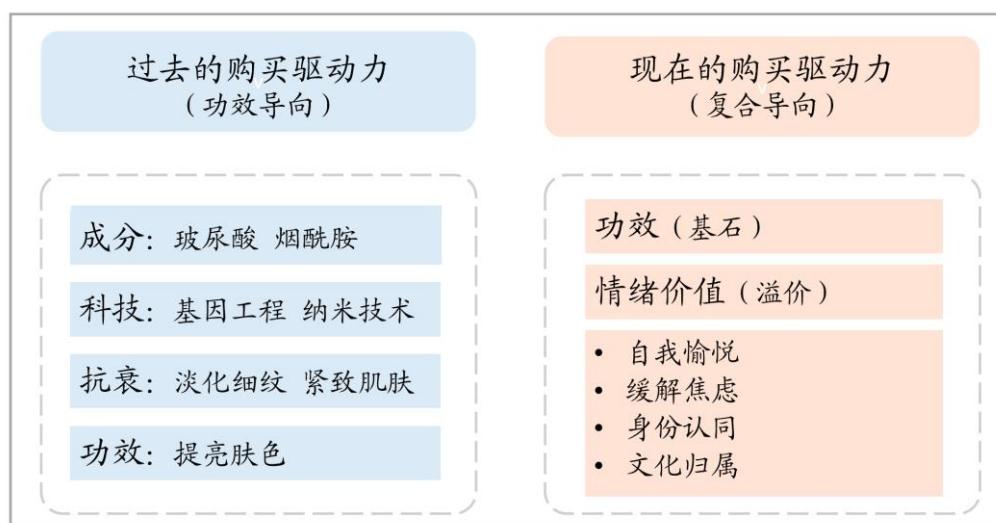
排名	2023	2024	2025
1	珀莱雅	珀莱雅	珀莱雅
2	巴黎欧莱雅	巴黎欧莱雅	雅诗兰黛
3	兰蔻	兰蔻	兰蔻
4	雅诗兰黛	雅诗兰黛	巴黎欧莱雅
5	薇诺娜	海蓝之谜	修丽可
6	海蓝之谜	赫莲娜	海蓝之谜
7	OLAY	修丽可	SK-II
8	修丽可	SK-II	薇诺娜
9	赫莲娜	薇诺娜	OLAY
10	娇兰	OLAY	CPB
11	SK-II	CPB	YSL
12	娇韵诗	娇兰	娇韵诗
13	CPB	可复美	赫莲娜
14	资生堂	娇韵诗	娇兰
15	自然堂	YSL	资生堂
16	科颜氏	科颜氏	科颜氏
17	YSL	资生堂	理肤泉
18	理肤泉	理肤泉	可复美
19	霓光	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

## 4.2、心智迭代：情感链接构筑新壁垒，本土品牌乘势而起

**消费者心智迭代：**功效是基石、情绪价值成刚需。经过市场长期培育，现阶段消费者心智正发生关键转变，单纯功效承诺只是品牌入局及格线，而非建立忠诚度的护城河；飞未报告指出，当下美护消费不再是简单皮肤管理，更承载了“自我关怀”、“即时愉悦”和“身份认同”诉求。情绪价值正从附加值转变为核心刚需，消费者愿意为提供情感慰藉、缓解焦虑、彰显个性的品牌支付溢价。

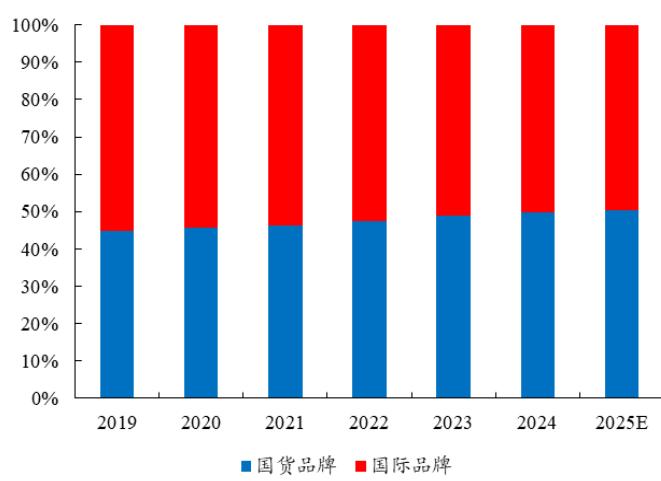
图42：消费者购买美妆产品动力由功效导向转为复合导向



资料来源：开源证券研究所

**国货品牌机遇：**立足文化根基，精准捕捉“情绪红利”。根据 Frost&Sullivan 数据，在情绪价值新战场，国货品牌凭借对本土文化的深刻理解和快速市场反应，成功抓住民心红利，市占率持续提升。国货品牌更擅长将产品与本土消费者文化自信、生活场景相结合：(1) 文化叙事：提供东方美学设计（毛戈平、花西子、彩棠）或与传统节日、IP 的结合，唤起消费者文化认同感；(2) 群体共鸣：针对“熬夜党”、“打工人”等特定群体的焦虑点，推出能引发强烈情感共鸣的营销内容和产品组合。

图43：近年国货品牌市场份额持续提升



数据来源：自然堂招股书、开源证券研究所

图44：多个美妆品牌进行IP结合

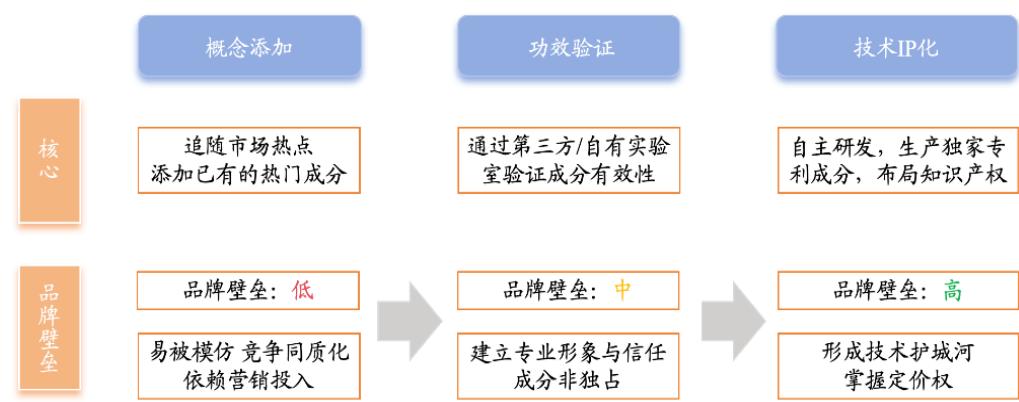


资料来源：毛戈平官网、浙江在线

### 4.3、产品创新：“技术成分 IP 化”与“文化自信”重塑产品创新

**产品创新之变：从营销成分到技术成分的 IP 化。**产品竞争焦点发生了根本性改变：化妆品行业正从早期简单的“概念添加”式营销，全面升级为对核心成分的自主研发与知识产权 IP 化打造。品牌不再满足于宣称含有某种热门成分，而是加强基础科研投入，致力于开发具有自主知识产权的专利技术与核心成分，以此构建深度技术壁垒和长期品牌护城河。国家药品监督管理局数据显示，2025 年（截止 10 月 22 日）共有 130 款新原料备案，较 2024 年同期同比增加 78%。

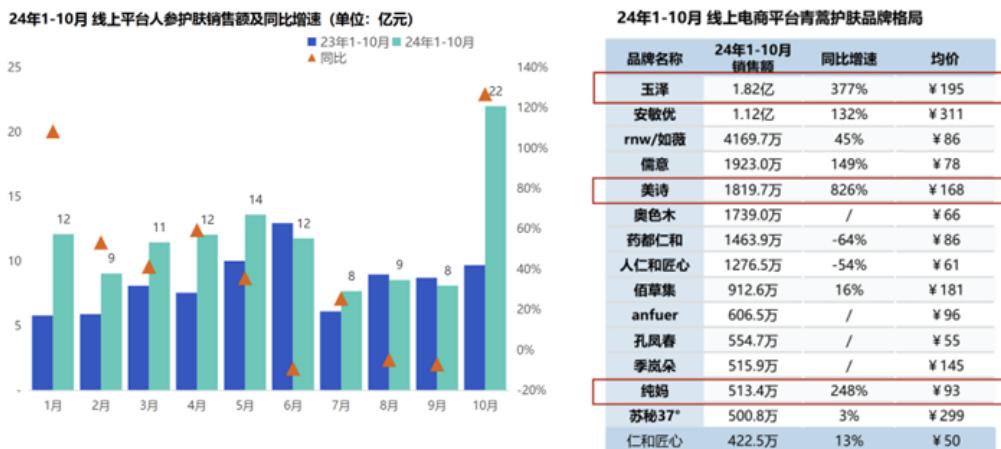
图45：产品创新的新范式为从概念添加-功能验证-技术 IP 化的升级路径



资料来源：开源证券研究所

**中国特色植物成分崛起：文化自信赋能的差异化路径。**作为差异化创新的另一强大引擎，根植于本土文化的中国特色植物成分正乘“国潮”之风强势崛起。国货品牌通过现代科技手段验证并放大其传统功效，成功地将文化叙事转化为市场优势。根据魔镜洞察数据，2024 年 1-10 月人参护肤品线上市场规模已达 116 亿元，同比增长 39%；另一成分青蒿，虽整体市场体量尚在起步，但同时段销售额同比高增 62%，玉泽品牌凭借对青蒿成分的精准运用，在同期实现 377% 的 GMV 同比增长。

图46：中国特色植物成分崛起，为差异化创新独辟蹊径



资料来源：魔镜洞察、开源证券研究所

**消费者心智迭代叠加产品创新变革，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。**

#### 4.4、叙事升级：从“地域叙事”到“科技壁垒”

利用现代生物科技点化独特的天然资源，实现从讲故事到亮专利的转变。首先给出定义：地域叙事+生物科技，是以独特地理概念为品牌心智，并围绕该地域的天然产物进行生物科技研发，最终形成专利成分壁垒的化妆品类。以自然堂为例，(1) 叙事驱动：喜马拉雅的品牌叙事（冰川水等自然资源）精准切中了消费者对“纯净、天然、安全”的心理诉求，是对品牌建立差异化认知、获取早期客户的基础；(2) 科技驱动：随着认知的加深，单纯的产地故事已不足以支撑高客单价，市场竞争核心转向到能否将地域概念转化为独家专利功效成分，创造出如喜默因等这样的自主研发“原料芯片”。

**图47：自然堂围绕喜马拉雅特有天然产物进行地域叙事**



资料来源：自然堂官网

**叙事是起点、独研是终局，已完成叙事积累，开始用独家专利成分构建科技壁垒的国货品牌或将受益。**(1) 自然堂：核心技术资产包含喜默因，是由喜马拉雅山脉发现的菌株开发的极地酵母，研究发现能大幅提升肌肤再生因子，采用该成分的大单品“小紫瓶精华液”至今已更新至第六代，截止 2025 年 6 月 30 日小紫瓶精华液的累计零售额已超 8.7 亿元。(2) 贝泰妮：立足云南植物王国的地域优势，对高原特色植物提取物（如马齿苋、青刺果等）与敏感肌肤护理领域进行深度研究，掌握自主研发核心技术，树立行业标杆

**图48：自然堂、贝泰妮独家专利成分构建科技壁垒**

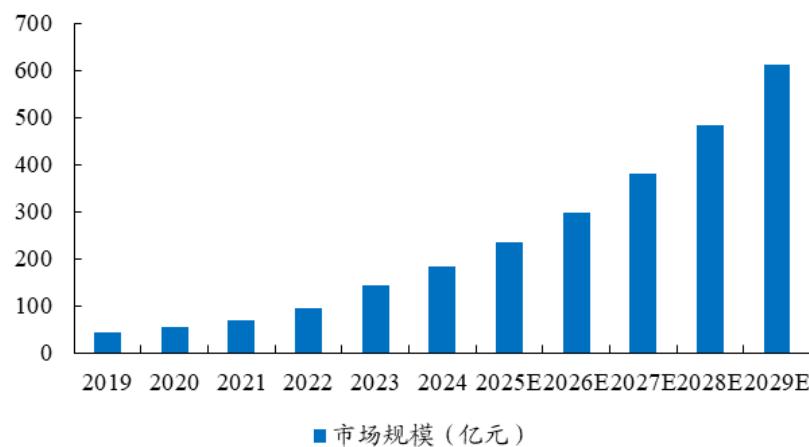


资料来源：自然堂官网、贝泰妮官网

#### 4.5、敏感肌抗衰：从“维稳修复”到“功效进阶”

消费者需求变化与护肤理念成熟共同驱动敏感肌抗衰赛道发展。(1)核心需求叠加，创造“1+1>2”的市场：舒缓修复和抗老紧致这两大需求叠加，创造新的增量市场，消费者寻求可以兼顾安全与高效的精细化解决方案；(2)客群画像清晰，高粘性与高价值并存：该赛道客群对成分认知较高，决策更为谨慎，一旦信任建立则容易形成高用户粘性与忠诚度，更愿意为稳定性功效和安全感支付品牌溢价；(3)问题成因扩大，推动市场基数增长：现代生活方式、环境因素和不当护肤导致敏感肌发生率持续提升，按青眼情报数据整理，预计到2029年敏感肌抗衰护肤品市场规模有望突破600亿元。

**图49：预计敏感肌抗衰老护肤品市场规模逐年上升**



数据来源：青眼情报、开源证券研究所

**温和与功效的双重挑战，布局敏感肌抗老赛道的国货品牌有望受益。**(1)贝泰妮：公司利用在敏感肌修护领域建立的强大专业壁垒和消费者信任，延伸至抗衰领域，打开第二增长曲线，如2025年薇诺娜在第六届敏感性皮肤高峰论坛上，重磅发布了适用于敏感肌的抗老产品“银核霜”。(2)上海家化：玉泽是专注于敏感肌修复的皮肤科学品牌，推出了以专研17型环肽为核心成分的修护级抗皱系列产品-玉泽焕活紧塑修护系列，进一步拓展了品牌覆盖的功效范围，更好满足敏感肌群体的进阶需求。

**图50：国货品牌贝泰妮和上海家化推出敏感肌抗衰老产品**



资料来源：聚美丽公众号、美丽颜究院公众号

#### 4.6、国潮彩妆：从“平价替代”到“高端破局”

**文化自信提供情感溢价，妆养一体构筑产品壁垒。**(1)“妆养一体”和“高端化”是为了满足消费者更高阶的悦己需求：消费者心智成熟，对底妆的养肤需求升级，成为驱动增长和提升客单价的主力；同时，消费者愿意为高端化（例如“东方美学”、卓越品质和专业印象）支付溢价，根据 Frost&Sullivan 数据，预计 2023-2028 年高端美妆品牌市场规模的复合年增长率高达 9.9%，高于大众市场美妆品牌，目前头部国货（如毛戈平）已成功站稳高端价格带；(2)文化自信的深层体现：新一代消费者的高度文化自信，为融合了东方美学的国潮彩妆提供了天然市场土壤和强大情感连接点，也是国际品牌难以复制的“文化溢价”和品牌护城河。

**图51：预计 2023-2028 年中国高端美妆市场规模复合增速会高于大众美妆市场**



数据来源：毛戈平招股书、开源证券研究所

**国内彩妆品牌百花齐放，体现了中国传统美学理念被市场持续认同。**(1)毛戈平：专业高端国货品牌，依托大师 IP 的“东方光影”美学体系，以超级大单品构筑极深的心智壁垒，根据毛戈平招股书，其品牌是国内市场十五大高端美妆品牌中唯一的国货品牌。(2)珀莱雅：彩棠是珀莱雅集团的第二增长曲线，通过集团较强的运营能力将唐毅化妆师 IP 成功规模化，验证了“专业 IP+集团赋能”的成功模式；2025 年 9 月独家投资花知晓，完成在彩妆线上的进一步布局。(3)上美股份：NAN Beauty 于 2025 年 8 月上市，首批产品 9 月 9 日在抖音平台正式上线，这也是上美推进“多品牌、全品类”战略的重要进展。

**图52：毛戈平、上美股份推出蕴含中国传统美学特色的彩妆美学理念**

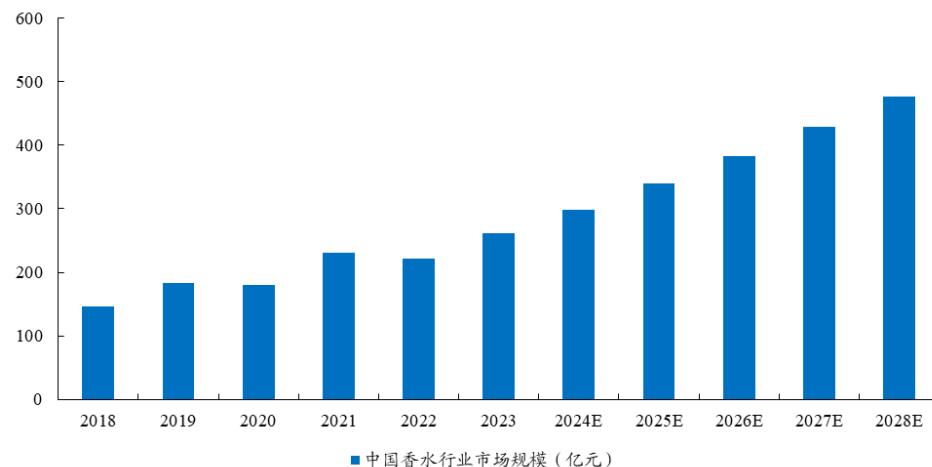


资料来源：毛戈平官网、上美股份官网

#### 4.7、嗅觉经济：从“产品消费”到“场景占领”

**嗅觉经济：从小众奢侈品到主流市场。**(1) 中国香水市场规模远超全球水平：根据颖通控股招股书，预计 2028 年中国香水市场规模将突破 477 亿元，预计 2023-2028 年复合增长率高达 12.8%，而同期全球香水行业市场规模 CAGR 预计为 3.5%。(2) 低渗透率下的“蓝海”市场机遇：目前中国香氛市场渗透率较低，与欧美成熟市场差距较大，增长潜力突出。

图53：预计中国香水行业市场规模逐年扩张



数据来源：颖通控股招股书、开源证券研究所

**新消费范式以情绪价值和自我表达为核心，重塑香氛产品的市场角色。**(1) 悅己需求为嗅觉经济核心驱动力：香氛产品功能已从传统社交礼仪或身份象征，转变为服务个人精神需求的工具，用于愉悦自我、调节情绪和缓解压力。《2025 年香水香氛行业白皮书》数据显示，超过 40% 的消费者会根据心情、社交和日常等选择香水，部分小众香调搜索增速超 50%，香氛已从小众奢侈品转变为大众日用品。这种从“悦人”到“悦己”的转变，是驱动市场增长最根本的心理动因。(2) 消费场景与群体多元化：随着悦己观念深化，用香也不再局限于正式场合，根据一项 2023 年对 972 名消费者调研显示，用香已渗透到休闲聚会(75%的消费者，下同)、日常工作(51%)和运动健身(20%)等生活方方面面。消费群体边界也在同步扩大，男性客群以及 Z 世代年轻消费者成为两股新势力。

图54：香氛消费场景延伸，走向多元化



资料来源：德勤咨询《2025 年香水香氛行业白皮书》

图55：“全域用香”时代开启



资料来源：小红书、绚家天猫旗舰店

**产品多元化：超越香水瓶的边界，打开“全域用香”时代。**气味正作为一种基础元素，融入现代生活方式的各个层面。而家居香氛是空间情绪价值的物化，帝斯曼-芬美意 2024 年对 1499 名消费者的调研数据显示，63% 的消费者已在日常生活中使用家用香氛产品。同时，带有香氛属性的个护产品、洗衣凝珠、衣物留香珠乃至口罩香氛贴等创新产品不断推出，也标志着嗅觉经济已深度融入日常生活中。高频、低门槛使用场景，成为品牌建立用户心智的关键触点，加速推动香氛品类向日常化、多场景化方向发展。

图56：东方香崛起，表达东方独特精神文化内核



资料来源：小红书《2025 香水香氛行业趋势灵感图鉴》

**东方香崛起：文化自信催生本土机遇，毛戈平、若羽臣纷纷布局嗅觉市场。**聚斯金德小说《香水》提到“谁掌握了气味，谁就掌握了人们的心”，国货品牌通过挖掘文化记忆与情感共鸣的独特故事，围绕东方香味等元素构建产品，将香气从单纯的嗅觉体验升华为一种文化表达和心理疗愈。(1) 毛戈平：解构东方香水的新范式，推出了“国韵凝香”和“闻道东方”香水系列，打造了多款各具风韵的香型。(2) 若羽臣：携绽家步入个护家清赛道，抓住了“香氛”这一掌握调性与客单价的核心卖点，2025 年首次与李佳琦在双 11 预售首日直播间相聚，单品六合一洗衣凝珠销量亮眼突破 20 万件。

图57：毛戈平、若羽臣布局香氛市场



资料来源：毛戈平官网、绽家天猫旗舰店

## 5、医美：上游厂商发力差异化产品，下游机构并购整合加速

### 5.1、行业整体增速放缓，高端消费人群具备较强韧性

2025年以来医美整体承压，长期看“渗透率+国产化率+合规化程度”多维提升逻辑未变。受社会消费环境影响，2025年医美行业整体增速放缓，竞争趋于激烈，2025年前三季度上游厂商（爱美客、华东医药）营收承压、下游机构（朗姿股份）营收边际改善。据《中国医美行业2025年度洞悉报告》，预计2025-2028年将保持约10%的年复合增长率。

图58：2025年Q1-Q3医美上游厂商营收承压

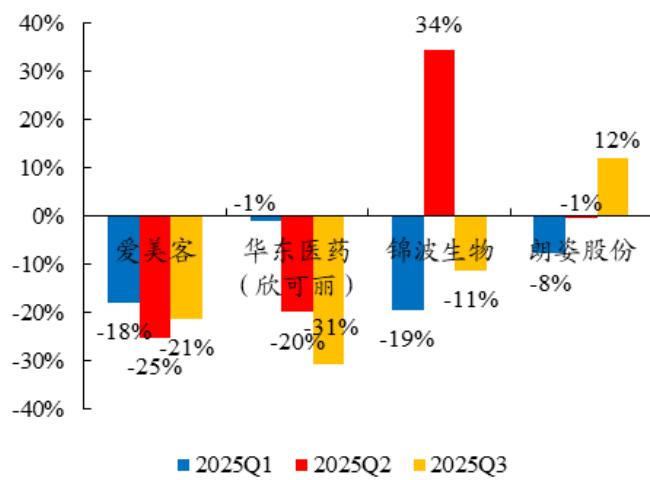
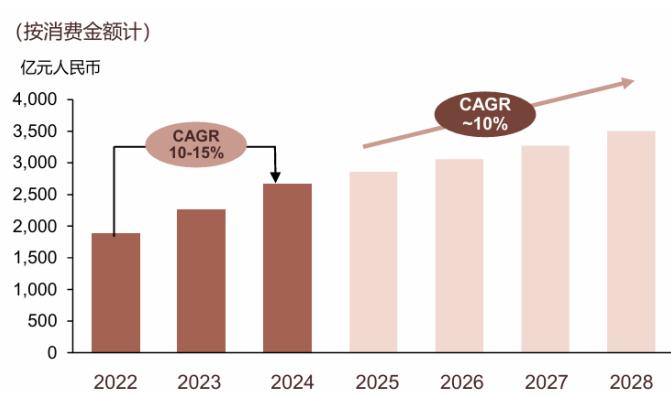


图59：预计2025-2028年中国医美市场复合增速为10%



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：数据为单季度营收增速）

资料来源：《中国医美行业2025年度洞悉报告》

**医美高端消费需求稳定、消费韧性强。**分消费群体看，根据德勤&艾尔建的数据，2024年有89%的中高收入医美需求者维持或增加了医美消费金额，且高端需求者的整体消费金额同比+19%，同比增速超过2023年。可以看出，医美高端消费人群的需求更加稳定，预计对高端差异化医美产品的需求韧性也较为显著。

图60：2024年50%高端需求者医美花费增加

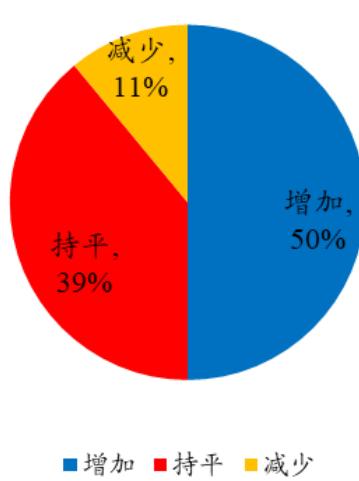
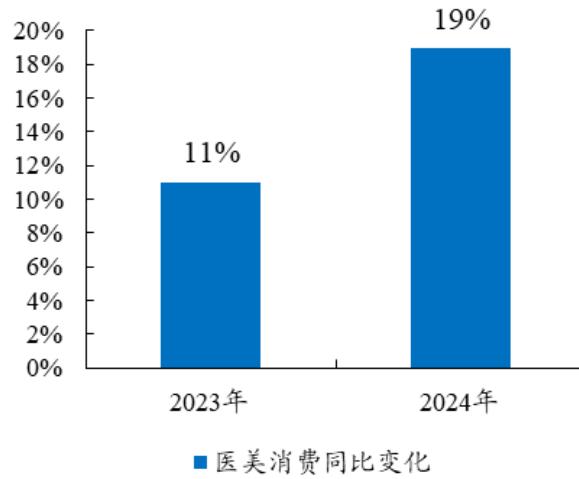


图61：2024年高端需求者人均医美消费同比增加19%



数据来源：《中国医美行业2025年度洞悉报告》、开源证券研究所

数据来源：《中国医美行业2025年度洞悉报告》、开源证券研究所

## 5.2、医美产品：注射针剂获批加速，差异化定位为消费者提供新选择

注射针剂获批上市加速，头部企业持续完善产品矩阵。(1) 2025年7月，锦波生物发布全球首个重组III型人源化胶原蛋白凝胶 HiveCOL，产品具备“即刻支撑+持续新生”的协同效应，能够更好融入人体实现组织新生，公司完成冻干、溶液、凝胶全剂型布局。(2) 2025年7月，四环医药旗下渼颜空间上市新品童颜针“斯弗妍”、“回颜臻”(双规格)、PCL少女针“倾研”，覆盖肤质提升、轮廓塑形、容量补充全维度需求，成为国内唯一同时布局童颜针、少女针的企业。(3) 2025年6月，华熙生物“润百颜·玻玻”上市，成为国内首个明确获批“面部肤质改善适应症”的三类械水光产品。

图62：锦波生物发布重组III型人源化胶原蛋白



资料来源：锦波生物公众号

图63：四环医药为国内唯一童颜针、少女针双布局企业



资料来源：美塑颜究所公众号

差异化产品布局夯实企业竞争护城河。(1) 2025年10月科笛集团外用非那雄胺喷雾剂纷永维®Finjuve®、4%盐酸米诺环素泡沫剂安佐清®在中国正式开启销售，分别为全球首个且唯一用于雄激素性脱发治疗的外用非那雄胺产品、全球首款且唯一的外用4%盐酸米诺环素泡沫剂，临床差异化优势显著，有望打开销售市场。(2) 2025年6月，迈诺威医药研发的去氧胆酸注射液“纤塑®”正式获批上市，产品适用于双下巴、腹部等顽固脂肪堆积区域，成为国内首款合规溶脂针产品。

图64：科笛全球两款差异化新品在中国正式开启销售



资料来源：科笛集团公众号

图65：迈诺威医药“纤塑®”获批国内上市

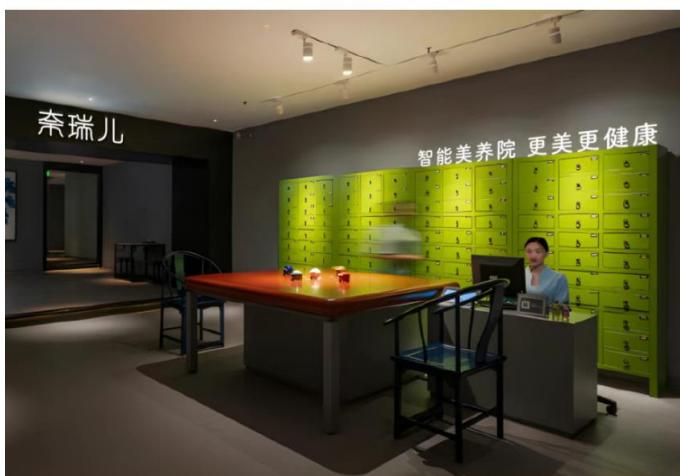


资料来源：迈诺威医药公众号

### 5.3、医美机构：“多品牌矩阵+区域深耕”，规模与版图扩张并进

美丽田园持续并购实现“内生+外延”增长。美丽田园通过并购持续巩固龙头地位，拓展高端客群。2025年5月增持20%奈瑞儿股权至90%，奈瑞儿中医美养业务为公司带来协同效应，增持强化“双美+双保健”战略布局；2025年10月宣布战略收购高端生活美容品牌思妍丽，实现“美丽田园—奈瑞儿—思妍丽”三强聚合，巩固龙头地位同时为公司打开高质量流量入口，也实现对一线城市高端商圈覆盖度的进一步提升。公司通过并购持续拓展品牌矩阵，带来更充裕的客源，实现市场影响力提升。

图66：美丽田园增持奈瑞儿20%股权



资料来源：医美部落公众号

图67：美丽田园收购中国思妍丽实现“三强聚合”



资料来源：美丽田园投资者关系公众号

朗姿股份收购重庆米兰柏羽扩大医美版图，提升区域竞争影响力。2025年9月，朗姿股份公告子公司北京朗姿医管以9247.5万元收购重庆米兰柏羽67.5%股权，并于10月完成交易，成为集团在西南地区第三家、重庆首家米兰柏羽品牌机构。公司并购实现“七城八院”战略布局的进一步深化，强化对西南高能级城市的渠道覆盖与品牌影响力。朗姿股份先后参与设立包括博恒二号在内的七支医美并购基金，规模合计约28.37亿元，通过“基金孵化+并购整合”模式持续储备优质标的，持续完善医美布局。

图68：朗姿股份收购重庆米兰柏羽



资料来源：i美妆头条公众号

图69：朗姿股份已实现“七城八院”布局



资料来源：重庆米兰柏羽时光整形美容公众号

#### 5.4、全球布局：医美公司持续深化海外合作，布局海外机会

海外并购升温，爱美客并购加速全球资源整合。爱美客公司2025年3月宣布收购韩国REGEN Biotech 85%股权，目前已于6月30日实现并表，据公司公告预计2026年9月进一步收购剩余15%股权。公司持续整合全球资源，依托区位优势加快产品线拓展，从“本土市场领导者”向“全球产业链参与者”转型，海外持续布局增强渠道可控性与协同效应。

海外合作从独家代理到深度持股协同，四环医药升级海外战略合作深化全球化布局。2025年9月，四环医药宣布完成对瑞士医美企业Suissele SA的战略入股，正式切入欧洲高端医美市场，标志着公司完成欧美两大核心区域布局，实现实由产品代理向资本绑定与深度协同的升级。国内市场端，公司将永久享有CELLBOOSTER®水光针系列的独家代理权益，并持续引入欧洲创新产品，完善轻医美产品矩阵；国际市场端，公司可依托Suissele在欧洲的成熟平台，加速旗下渼颜空间等自研医美产品在欧洲及全球市场的推广。

图70：爱美客收购艾塑菲生产商 REGEN 85%股权



资料来源：美塑颜究所公众号

图71：四环医药独家代理 CELLBOOSTER® 水光针



资料来源：Medactive 公众号

看好布局差异化增量赛道的上游医美产品厂商和规模与版图扩张并进的连锁医美机构。(1) 爱美客：2025年上半年收购的韩国REGEN Biotech公司6月30日已实现并表，公司持续整合全球资源，依托区位优势加快产品线拓展。(2) 科笛-B：公司两款重磅新品在中国正式开启销售，在细分赛道均为全球首款，差异化优势显著，期待新品放量打开市场空间。(3) 朗姿股份：公司2025年10月完成重庆米兰柏羽收购，加快医美业务的区域化布局，看好内生+外延双重驱动业绩增长。锦波生物：公司已发布全球首个重组III型人源化胶原蛋白凝胶HiveCOL，新品具备差异化优势。目前公司完成冻干、溶液、凝胶全剂型布局，建议关注HiveCOL蜂巢胶原新品放量节奏。(4) 美丽田园医疗健康：2025年5月增持奈瑞儿20%股权、10月宣布收购思妍丽，实现“美丽田园—奈瑞儿—思妍丽”三强聚合，巩固龙头地位的同时，为公司打开高质量流量入口，建议关注后续并购整合节奏。

## 6、投资建议：从保值到颜值，再到情绪价值

**投资建议：**沿“黄金珠宝、零售电商、国货美妆、医美产品机构”四主线布局。展望2026年零售行业投资，消费复苏是核心主旋律。投资策略层面，建议优选兼具短期修复弹性和长期成长景气度的优质细分赛道，重点关注竞争优势、品牌势能边际提升的龙头公司，具体包括“黄金珠宝、零售电商、国货美妆和医美产品机构”四条投资主线。

**投资主线 1：**关注具备差异化产品力和消费者洞察力的黄金珠宝品牌。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兑现α，品牌势能亦持续提升。关注高端中式黄金和年轻时尚黄金等相对受益情绪消费的细分赛道，重点推荐潮宏基、老铺黄金、周大福、周大生等，受益标的六福集团、周生生等。

**投资主线 2：**关注顺应趋势变革探索的线下零售企业和AI赋能下的跨境电商龙头。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，受益标的小商品城、重庆百货、孩子王等。

**投资主线 3：**关注满足情绪价值和安全成分创新的国货美妆品牌。国货美妆品牌乘国潮之风崛起，捕捉消费者情绪价值锚点，加速产品迭代、提升竞争力。建议关注：

(1) 拥有卓越的平台化多品牌综合运营能力的公司，重点推荐珀莱雅、上美股份、丸美生物、巨子生物、贝泰妮等；(2) 围绕中国传统美学理念布局的高端美妆品牌，重点推荐毛戈平；(3) 个护家清全面开花、嗅觉经济打开全域用香场景，重点推荐润本股份，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厂商和持续并购扩张的连锁医美机构。高端医美消费人群仍具韧性，长期看“渗透率+国产化率+合规化程度”多维提升逻辑未变。建议关注：(1)上游厂商差异化定位产品和海外投资布局，重点推荐爱美客、科笛-B，受益标的锦波生物等；(2)下游医美机构并购整合，推进“内生+外延”增长，重点推荐朗姿股份，受益标的美丽田园医疗健康等。

表1：投资建议：关注消费复苏主线下的高景气赛道优质公司

证券代码	股票简称	评级	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE		
					2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
601933.SH	永辉超市	买入	368	4.06	-0.08	0.05	0.13	-	81	31
603708.SH	家家悦	买入	74	11.52	0.31	0.40	0.48	37	29	24
6181.HK	老铺黄金	买入	1,079	611.96	27.89	40.58	53.98	22	15	11
002345.SZ	潮宏基	买入	114	12.79	0.51	0.82	1.04	25	16	12
002867.SZ	周大生	买入	141	12.97	1.06	1.25	1.46	12	10	9
1318.HK	毛戈平	买入	405	82.58	2.40	3.10	4.00	34	27	21
2145.HK	上美股份	买入	315	79.21	2.53	3.16	3.85	31	25	21
603605.SH	珀莱雅	买入	279	70.35	4.29	5.01	5.79	16	14	12
603193.SH	润本股份	买入	103	25.34	0.82	1.05	1.32	31	24	19
603983.SH	丸美生物	买入	142	35.43	1.00	1.30	1.66	35	27	21



2367.HK	巨子生物	买入	353	32.92	2.50	3.10	3.70	13	11	9	
600223.SH	福瑞达	买入	78	7.65	0.24	0.28	0.32	32	27	24	
300896.SZ	爱美客	买入	440	145.37	4.89	5.93	6.94	30	25	21	
2487.HK	科笛-B	买入	22	5.97	-1.00	-0.42	0.06	-	-	99	
002612.SZ	朗姿股份	买入	90	20.42	2.31	0.77	0.88	9	27	23	

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：收盘价日期为 2025/11/28，其中港股展示人民币市值及收盘价，汇率换算以 11 月 28 日，取 1 港元=0.91 人民币）

## 7、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：海外政策风险、国内监管趋严，可能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提供。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形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

### 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

### 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

### 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