

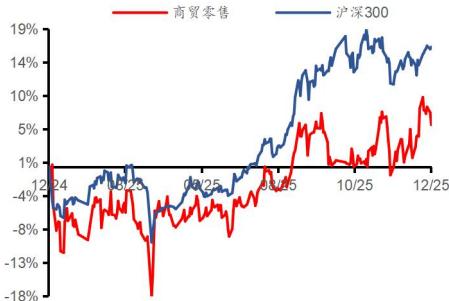
## 增持（维持）

行业：商贸零售  
 日期：2026年01月08日

分析师：杜洋  
 Tel: 021-53686169  
 E-mail: [duyang@shzq.com](mailto:duyang@shzq.com)  
 SAC 编号: S0870523090002

分析师：袁锐  
 Tel: 021-53686074  
 E-mail: [yuanrui@shzq.com](mailto:yuanrui@shzq.com)  
 SAC 编号: S0870525060002

### 最近一年行业指数与沪深 300 比较



#### 相关报告：

《双十一国货领跑，关注理性消费和即时零售》

——2025年11月18日

《10月CPI同比转正，关注提振消费方向》

——2025年11月12日

《波司登推出AREAL高端线，关注冬装销售》

——2025年11月03日

# 国货护肤林清轩港股 IPO，看好新消费景气度延续

——新消费行业周报（2025.12.29-2026.01.02）

## ■ 主要观点

一、行情回顾：本周（2025.12.29-2026.1.2），A股 SW 商贸零售行业指数下跌 1.63%，而沪深 300 下跌 0.59%，上证指数上涨 0.13%。商贸零售在申万 31 个一级行业中涨幅排名第 26 位。

## 二、核心逻辑：

美妆个护：我们认为美妆行业正从“渗透率扩张”转向“品质升级”，美妆赛道已从“流量红利”步入“品牌红利”时代，建议关注“悦己刚需+国货替代+技术优势+渠道迭代”四条主线。

林清轩上市：定位国货高端护肤，深耕山茶花原料以油养肤。林清轩于 2025 年 12 月 30 日正式登陆港交所，林清轩招股价 77.77 港元/股。据青眼，开盘报价 85 港元/股，最高冲至 91.65 港元/股，收盘价 85 港元/股。据聚美丽，按照最新营收排名，林清轩集团已跻身国内上市化妆品企业 TOP10。林清轩成立于 2003 年，公司 2012 年开展山茶花护肤品研究、开创“以油养肤”理念，于 2014 年推出核心大单品山茶花精华油，历经十多年耕耘，公司已于细胞级抗皱精华油领域积累丰富经验，由此逐步确立了其在该细分领域的标杆地位。截至 25 年 6 月 30 日，林清轩共有 230 个 SKU，涵盖精华油、面霜、爽肤水、乳液、精华液、面膜及防晒霜等品类。收入端，25H1 营收 10.52 亿元/+98.3%；利润端，23 年净利润扭亏，25H1 净利润 1.82 亿元/+109.9%。伴随着高毛利精华油产品占比不断提升，公司毛利率持续提升，25H1 实现 82.3% 水平；费用管控有效，25H1 销售费用率下降至 55.2%，相较于 22 年的 73.64% 有显著下降。分产品看，高毛利精华油产品占比显著提升，25H1 实现收入 4.79 亿元/+176%，占比提升至 45.5%，毛利率提升至 86.2%。核心大单品山茶花精华油自推出以来累计销售突破 4500 万瓶，并不断拓展围绕山茶花的护肤品产品矩阵。分渠道看，公司已建立 OMO 全渠道模式，双管齐下强化品牌参与并推动所有消费者接触点。25H1 线上/线下收入分别为 6.88/3.63 亿元，占比分别为 65.4%/34.6%，线上渠道复合增速超 50%，线下门店数量持续扩张，截至 25 年 6 月 30 日，公司在全国有 554 家门店，其中超过 95% 的门店位于购物商场，按门店总数计是国货及国际高端护肤品品牌中排名第一。我们认为未来增长驱动在于围绕核心大单品的品类拓展，以及 OMO 全渠道模式的高质量增长。建议关注：毛戈平、上美股份、珀莱雅、若羽臣、水羊股份、青木科技、润本股份、登康口腔、百亚股份等。

潮玩谷子：我们认为潮玩谷子行业需求快速增长，Z 世代引领新消费

趋势，盲盒等产品触及情绪价值深层需求。伴随泡泡玛特、国谷等产品走向世界，中国IP文化加速渗透；AI技术深度融合玩具研发，潮玩功能价值与情绪陪伴价值凸显。

泡泡玛特星星人与喜茶联名销售火热，看好公司IP矩阵接力增长。据中国商报，近日泡泡玛特旗下IP星星人与喜茶联名产品正式开售，上线即抢空，二手平台上相关周边已被高价转卖。本次联名产品丰富，包括饮品杯、纸袋、杯套均采用星星人冬日限定形象设计，同步推出金属徽章、贴纸包、茶碗三类周边。其中，联名茶碗上线即秒空，奶茶+茶碗组合定价78元，其中单茶碗在潮流交易平台售价达到168元，市场溢价超2倍。此次以“冬日有星星”为主题的跨界合作，不仅带动社交平台刷屏式传播，更被视为泡泡玛特在LABUBU之后，推动新IP的关键一步。25H1泡泡玛特共有13个艺术家IP收入过亿，其中包含2024年才签下的星星人。星星人贡献约4亿元收入，也是旗下增长最快的新锐IP。建议关注：泡泡玛特、布鲁可、TOPTOY、乐自天成等。

**黄金珠宝：**我们认为黄金长期避险和投资优势凸显，随着美联储预期持续降息、贸易摩擦扰动，黄金珠宝需求预计持续增长，古法金与IP金饰引领新潮流，黄金珠宝行业消费逻辑重构，婚庆需求下降、悦己消费崛起、轻量化与投资需求分流，具备差异化产品力、品牌价值凸显和能够满足消费者新需求的公司有望实现销量提升、业绩增长。

避险情绪推动金价持续上涨。据财联社1月6日早报，COMEX黄金期货涨2.96%，报4457.6美元/盎司，我们认为2026年开年黄金市场多重因素形成共振推动金价上涨。短期看，地缘政治冲突升级，市场避险情绪推动黄金上涨。中长期看，美联储降息预期持续，在美元走弱背景下，黄金长期配置价值凸显。此外，世界黄金协会数据显示，2025年前三季度，全球央行净购金总量达634吨，显著高于2022年之前的平均水平。我们预计地缘政治风险下，美联储降息预期、美元指数走弱、央行持续购金等因素作用下，黄金避险价值凸显。建议关注：老铺黄金、潮宏基、曼卡龙等。

**运动户外：**体育产业已成为助力经济增长、推动经济社会转型升级的重要力量，在培育经济发展新动能上作出重要贡献。国家大力推动改革创新赋能体育高质量发展，运动户外消费活力持续释放。政策扩内需消费信心提振，我们认为运动服饰高景气或持续。

海澜之家宣布与Adidas生态共建。据虎嗅APP微信公众号，12月28日，海澜之家举办战略发布会宣布与adidas将正式构建“体育+”生态圈。2022年，海澜之家全资子公司与上海海新体育发展集团成立斯搏兹品牌，斯搏兹主做一线运动品牌的线下代理商。2023年，斯搏兹开始与adidas达成长期战略合作，2024年海澜之家逐步取得斯搏兹控股权，并与adidas迈向更深度的合作，从单纯的渠道卖货转向共同运营，双方共同推出了adidas FCC (Future City Concept) 未来城市概念店，截至2025年6月底，adidas FCC店的门店数量已有529家。此次合作，双方宣布正式构建“体育+”生态圈。以“体育”为内

核，并拓展至赛事运营、产品共创、公益行动、文化传播等多元维度。并宣布了体育赛事共创和同行等一系列活动，致力于打造一个品牌的生态圈。我们认为海澜之家与 Adidas 持续深化协同与价值共创有望进一步提升海澜之家品牌影响力和渠道竞争力。建议关注：安踏体育、李宁、361 度、波司登等。

## ■ 投资建议

### 建议关注：

**黄金珠宝：**老铺黄金、潮宏基、曼卡龙等。

**潮玩谷子：**泡泡玛特、布鲁可、TOPTOY、乐自天成等。

**运动户外：**安踏体育、李宁、361 度、波司登等。

**美妆个护：**毛戈平、上美股份、珀莱雅、若羽臣、水羊股份、青木科技、润本股份、登康口腔、百亚股份等。

## ■ 风险提示

原材料价格波动；终端消费疲软；行业政策变动风险；市场竞争加剧风险等。

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

**股票投资评级：** 分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。

买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级

**行业投资评级：** 分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。

增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。

## 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判

断。