

布局服务消费，掘金新消费

——2026年商社美护行业年度策略

推荐|维持

报告要点：

● 新消费表现亮眼，2026年服务消费政策端有望持续催化

2025年可选消费板块股价整体表现偏弱，但子板块中新消费取得不俗涨幅特别是在上半年股价表现强劲。全年社零温和增长，服务零售增速优于商品零售，商品品类中必选增长平稳而可选消费品表现分化，通讯器材、文化办公用品类、家居类、家用电器和音像器材类、金银珠宝类增速居前。当前服务消费成为提振消费的重要抓手，2026年政策有望持续催化。

● 社会服务：政策利好服务消费，关注行业景气度回升

旅游板块，2026年春节延长至9天，同时各地逐步推进中小学春秋假，休假制度优化利好需求释放。标的上关注携程集团、同程旅行、长白山、三峡旅游等。酒店方面，2025年酒店市场RevPAR降幅呈现收窄趋势，明年供给端有望逐渐趋于理性，休闲需求则在政策催化下有望持续升温，标的上关注锦江酒店、首旅酒店、华住集团、亚朵、君亭酒店；免税板块，新政拉动下海南离岛免税销售近期数据表现亮眼，关注高端消费复苏情况，标的上关注中国中免。

● 美护：国货崛起逻辑不改，精选个股

化妆品行业小幅增长，1-12月增速6.18%，消费者美妆个护花费趋于平稳，但升级意向尚待确认。核心成分带动产品带动品牌成长链路进一步强化。成分端的创新活力持续释放，化妆品与生物科技、基因工程的结合、新型提取与合成技术、促渗透技术的发展值得关注。渠道方面，抖音平台日销领先商家自播占比提升，天猫平台大促占比更高，受益于VIP88核心用户、即时零售以及AI赋能天猫双十一录得四年最好增长。品牌方面，本土化妆品品牌市场份额提升趋势不改，但品牌分化加剧，美护公司IPO及港股二次上市进度加快，出海持续突破。医美方面，2025年医美市场规模约为3666亿，消费端呈现K型分化，潜客需求有待释放。2025年多款新材料新品类陆续获批，国产替代深入核心领域，创新材料涌现，新品加速落地。2026年我们认为美护板块将延续分化格局，精选个股，重点关注：毛戈平、若羽臣、上美股份、爱美客、锦波生物、丸美生物、上海家化、贝泰妮、珀莱雅、润本股份、水羊股份、福瑞达、巨子生物、华熙生物等。

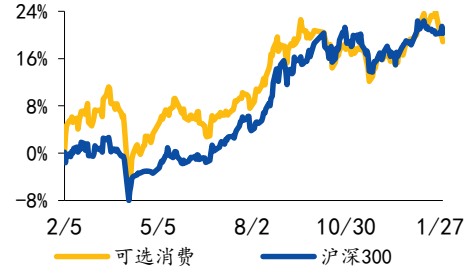
● IP衍生品：优质供给驱动，赛道景气向上，关注头部厂商生态布局及海外拓展

情绪消费、悦己消费大背景下，IP供给端繁荣以及商业化运营驱动衍生品市场规模扩容，国内政策红利持续释放有望推动IP衍生品产业生态的进一步成熟完善，海外市场迎来爆发，贡献可观增量。我们看好2026年IP衍生品赛道的投资机会。产业链方面，上中下游头部厂商依托自身优势禀赋持续拓展全链条，上游IP方面重点关注上海电影、光线传媒、大麦娱乐，中游重点关注泡泡玛特、布鲁可、奥飞娱乐等。下游重点关注名创优品。

● 黄金珠宝：关注品牌溢价能力及出海进展

1-12月限额以上单位商品零售额中金银珠宝品类累计增长12.78%，

过去一年市场行情



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券行业研究-商社美护行业周报：离岛免税迎“开门红”，爱美客注射用A型肉毒毒素获批》2026.01.14

报告作者

分析师 李典
执业证书编号 S0020516080001
电话 021-51097188-1866
邮箱 lidian@gyzq.com.cn

分析师 徐梓童
执业证书编号 S0020525080002
电话 021-51097188
邮箱 xuzitong@gyzq.com.cn

受益于“悦己”消费的崛起，“自戴”场景是当前金饰销售的核心驱动力。高工艺一口价计件产品增速亮眼，品牌及产品力重要性日益凸显。头部品牌积极布局出海，以东南亚为起点开启国际化探索。11月税改新政落地，利好头部品牌零售商市占率提升。重点关注具有品牌溢价能力以及布局品牌出海的的公司，标的上关注：潮宏基、老铺黄金等。

● 风险提示

下游需求不及预期的风险，贸易摩擦的风险，地缘政治的风险，行业竞争加剧的风险，宏观经济不及预期的风险。

附表：重点公司盈利预测

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS			PE		
					2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
003010	若羽臣	买入	37.80	11758.05	0.65	0.57	0.95	58.15	66.32	39.98
1318.HK	毛戈平	买入	86.50	42401.17	1.84	2.48	3.10	42.31	31.39	25.11
2145.HK	上美股份	买入	67.60	26912.04	1.96	2.58	3.23	31.04	23.58	18.84
300896	爱美客	增持	139.73	42281.19	6.5	4.89	5.65	21.50	28.57	24.73
002612	朗姿股份	增持	18.70	8273.73	0.58	2.36	0.81	32.24	7.92	23.09
920982	锦波生物	买入	221.39	25474.32	8.27	10.56	13.92	26.77	20.96	15.90
603605	珀莱雅	增持	73.00	28906.25	3.93	4.04	4.52	18.58	18.07	16.15
603983	丸美生物	买入	31.52	12639.52	0.85	0.94	1.18	37.08	33.53	26.71
600315	上海家化	买入	20.92	14062.97	-1.24	0.6	0.73	-16.87	34.87	28.66
603193	润本股份	增持	23.84	9645.50	0.74	0.78	0.95	32.22	30.56	25.09
300957	贝泰妮	增持	41.89	17744.60	1.19	1.15	1.45	35.20	36.43	28.89
300740	水羊股份	增持	22.81	8896.13	0.28	0.55	0.79	81.46	41.47	28.87
600223	福瑞达	增持	7.50	7624.27	0.24	0.23	0.27	31.25	32.61	27.78
2367.HK	巨子生物	增持	33.24	35596.85	2.01	1.82	1.92	14.88	16.45	15.55
688363	华熙生物	增持	44.83	21593.64	0.36	0.81	1.12	124.53	55.35	40.03
9992.HK	泡泡玛特	增持	223.60	299969.05	2.33	8.93	12.72	86.37	22.54	15.82
0325.HK	布鲁可	增持	72.30	18020.84	-0.52	3.12	4.23	-125.13	20.86	15.38
002345	潮宏基	买入	12.79	11364.08	0.22	0.52	0.75	58.14	24.60	17.05
6181.HK	老铺黄金	增持	778.00	137507.22	8.75	27.03	37.40	80.02	25.90	18.72
002867	周大生	增持	12.74	13828.94	0.93	1.04	1.14	13.70	12.25	11.18
605098	行动教育	买入	45.40	5414.00	2.27	2.5	2.88	20.00	18.16	15.76

资料来源：Wind，国元证券研究所

注：收盘价、市值取 2026.1.30；港股标的收盘价及市值单位均为港元。

目 录

1.板块回顾：新消费表现亮眼，服务消费政策端有望持续催化	6
2.美护：国货崛起逻辑不改，精选个股	10
2.1 化妆品：行业小幅增长，国货市场份额提升趋势延续	10
2.2 医美：消费 K 型分化，新材料新产品不断获批	17
3.IP 衍生品：优质供给驱动，赛道景气向上，关注头部厂商生态布局及海外拓展	20
4.黄金珠宝：关注品牌溢价能力及出海进展	27
5.投资建议	31
5.1 若羽臣	31
5.2 泡泡玛特	37
5.3 老铺黄金	42
6.风险提示	48

图表目录

图 1：商社美护板块及大盘涨跌幅对比（截止 2025 年 12 月 31 日）	6
图 2：申万一级行业 2025 年年内涨跌幅对比（截止 12 月 31 日）	7
图 3：社零月度同比增速（%）	7
图 4：服务零售额、商品零售额、餐饮收入累计同比增速（%）	7
图 5：中国、美国、日本服务消费占消费支出比重对比	9
图 6：社零/限额以上单位消费品零售额/化妆品品类当月同比	10
图 7：消费者购买化妆品时关注的因素（多选）	11
图 8：判断护肤产品/品牌是“高端品牌”的必要描述	11
图 9：消费者定义高端品牌的三大核心维度	11
图 10：2021-2025 年化妆品新原料备案数量（个）	12
图 11：成分热点以及升级方向	12
图 12：近 3 年化妆品成分备案中备案产品数复合增速 TOP10	12
图 13：2025 年 1-12 月线上及线下渠道规模（亿元）及增速	13
图 14：珀莱雅以及韩束抖音平台达人号销售收入贡献	13
图 15：2021 年-2025 年中国化妆品市场本土品牌份额	14
图 16：2025 年双十一天猫及抖音平台 TOP20 部分品牌情况	14
图 17：上美的全球化布局	16
图 18：中国医疗美容市场规模（亿元）与增长预期	17
图 19：重组胶原蛋白三类医疗器械获批进展	19
图 20：2025 年情绪消费人群占比较 2024 年双十一持续提升	20
图 21：2025 年年轻人情绪价值买单品类 TOP5	20
图 22：2025 年 IP 消费变化情况	20
图 23：2025 年 IP 消费增加原因占比	20
图 24：中国泛娱乐产品行业市场规模（亿元）	21
图 25：限额以上体育、娱乐用品类 VS 大盘增速对比（%）	21

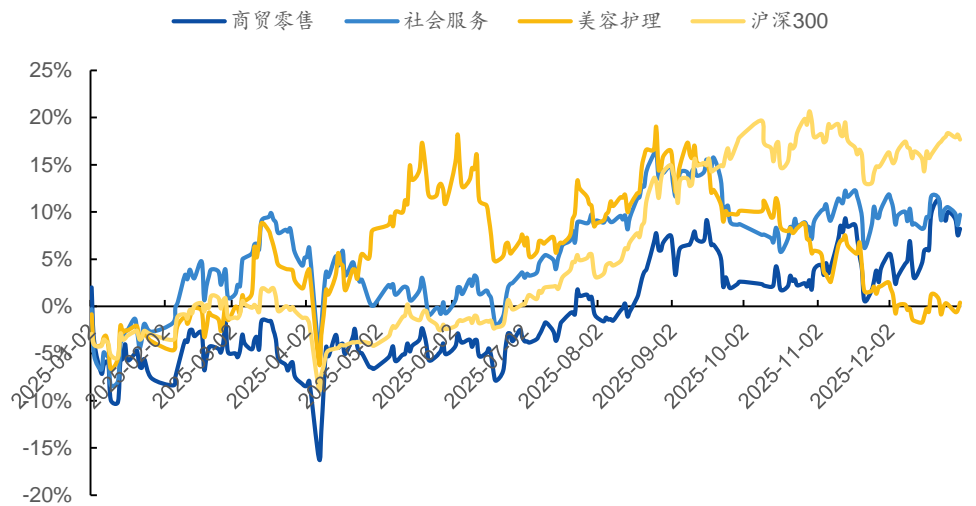
图 26: 中国集换式卡牌市场规模及增速.....	22
图 27: 2018-2027E 中国谷子经济市场规模及增速.....	22
图 28: 中国潮玩行业市场规模及增速.....	22
图 29: 25Q2 闲鱼平台潮玩交易额爆发式增长.....	22
图 30: 泡泡玛特毛绒产品收入及占比.....	23
图 31: 2024VS2030E 潮玩细分品类收入 (亿元) 及增速.....	23
图 32: 大麦娱乐 IP 衍生品分部收入及增速.....	24
图 33: 大麦娱乐 IP 衍生品分部业绩及增速.....	24
图 34: 泡泡玛特旗下主要 IP 贡献收入 (亿元).....	24
图 35: 名创优品及 TOPTOY 营收 (亿元) 及同比增速.....	25
图 36: Labubu 及 Hellokitty 全球 Google 搜索热度.....	26
图 37: 泡泡玛特和名创优品海外影响力快速提升.....	26
图 38: 泡泡玛特境外收入 (亿元) 及增速 (%).....	26
图 39: 泡泡玛特海外分市场收入 (亿元).....	26
图 40: 2025 年金价大幅波动上行.....	27
图 41: 限额以上金银珠宝品类 VS 大盘增速对比 (%).....	28
图 42: 25H1 不同场景对于珠宝零售商收入贡献占比.....	28
图 43: 周大福定价黄金首饰占比持续提升.....	29
图 44: 六福集团及周大福 FY26H1 定价首饰增速领跑全品类.....	29
图 45: 各大头部黄金珠宝品牌加盟店数量 (家).....	30
图 46: 各大头部黄金珠宝品牌直营店数量 (家).....	30
图 47: 若羽臣发展历程.....	32
图 48: 公司营业收入 (百万元) 及增速 (%).....	34
图 49: 公司归母净利润 (百万元) 及增速 (%).....	34
图 50: 缤家多元化产品组合.....	35
图 51: 缤家 2025 双十一天猫单品榜排名情况.....	35
图 52: 斐萃系列产品.....	36
图 53: 公司发展历程.....	37
图 54: 泡泡玛特股权结构 (截至 2025 年 12 月 31 日).....	38
图 55: 公司营业收入及同比增速.....	39
图 56: 公司归母净利润及同比增速.....	39
图 57: 公司合作品牌与艺术家.....	39
图 58: 泡泡玛特境外地区收入 (亿元) 及增速 (%).....	40
图 59: 泡泡玛特海外分市场收入 (亿元).....	40
图 60: 公司组织架构扁平化升级.....	40
图 61: 公司 2021-2024 核心 IP 贡献销售额 (百万元).....	41
图 62: 公司发展历程.....	42
图 63: 老铺黄金收入及同比增速.....	43
图 64: 老铺黄金净利润及同比增速.....	43
图 65: 公司股权架构 (截至 2025 年 6 月 30 日).....	43
图 66: 老铺黄金毛利率.....	44
图 67: 老铺黄金毛利率高于可比公司.....	44

图 68: 老铺黄金客群画像与国际高奢珠宝品牌高度重合	45
图 69: 2021-2025H1 公司门店数量 (个)	46
图 70: 2022-2025H1 老铺黄金同店销售增速	46
图 71: 截至 2025 年 1 月国际珠宝奢侈品牌内地门店数量 (个)	46
表 1: 2025M1-12 限额以上单位消费品零售额分品类增速	8
表 2: 2025 年部分美妆企业 IPO 进程	15
表 3: 2025 年冲刺“A+H”上市的部分企业	15
表 4: 2025 年部分获批新品	18
表 5: 2025 年多部门出台政策支持 IP 衍生品消费	21
表 6: 2025M1-4 潮玩热点话题	23
表 7: 老铺黄金 2025 年开店情况	29
表 8: 公司业务模式及收入占比情况	33
表 9: 公司前十大股东及持股比例 (截至 2025 年三季度)	34
表 10: 若羽臣可比公司估值	36
表 11: 公司核心管理层及过往经历	38
表 12: 泡泡玛特可比公司估值	42
表 13: 公司管理层及主要过往经历	44
表 14: 老铺黄金可比公司估值	47

1. 板块回顾：新消费表现亮眼，服务消费政策端有望持续催化

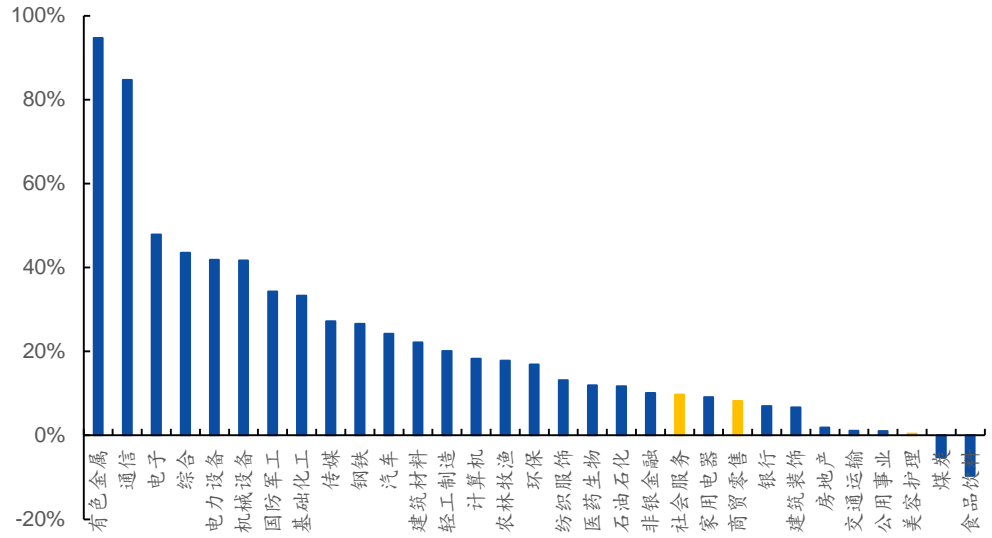
2025年可选消费板块股价整体表现偏弱，但子板块中新消费取得不俗涨幅特别是在上半年股价表现强劲。2025年整体可选消费股价表现偏弱，但结构性上来看，在情绪消费崛起以及亮眼业绩支撑下新消费整体表现亮眼，特别是在上半年，新消费代表标的泡泡玛特、老铺黄金、蜜雪集团全年涨幅分别达到109.37%/156.22%/102.37%，全年最高涨幅274.12%/348.59%/203.95%。我们重点跟踪社会服务/商贸零售/美容护理板块分别+9.71%/+8.21%/0.39%，在申万31个一级子行业中分别排名第21/23/29，均未能跑赢沪深300 17.66%的涨幅。

图 1：商社美护板块及大盘涨跌幅对比（截止 2025 年 12 月 31 日）



资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

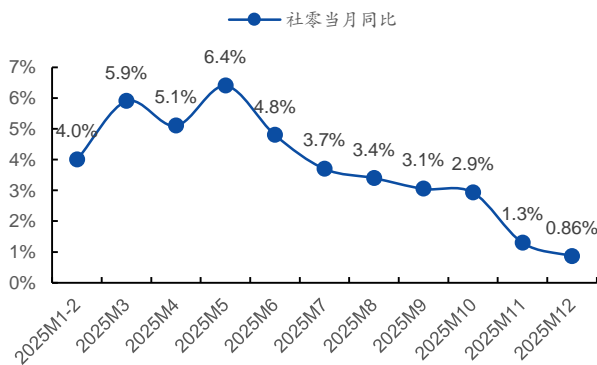
图 2：申万一级行业 2025 年年内涨跌幅对比（截止 12 月 31 日）



资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

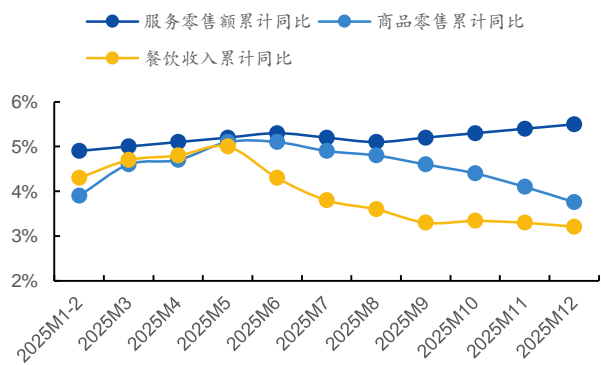
全年社零温和增长，服务零售优于商品零售，商品中必选增长平稳可选消费品表现分化。1-12 月社会消费品零售额同比增长 3.69%，整体保持温和增长，月度来看受到基数抬高影响整体呈现前高后低的趋势。1-12 月服务消费零售额累计同比增长 5.5%，商品零售额累计同比增长 3.8%，服务零售高于同期商品零售额增速 1.7 个百分点，表现更优。品类上来看，必选消费整体平稳增长，可选消费分化，新消费领域如潮玩、黄金珠宝以及以旧换新受益相关耐用品表现亮眼，通讯器材、文化办公用品类、家居类、家用电器和音像器材类、金银珠宝类增速居前。

图 3：社零月度同比增速 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

图 4：服务零售额、商品零售额、餐饮收入累计同比增速 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

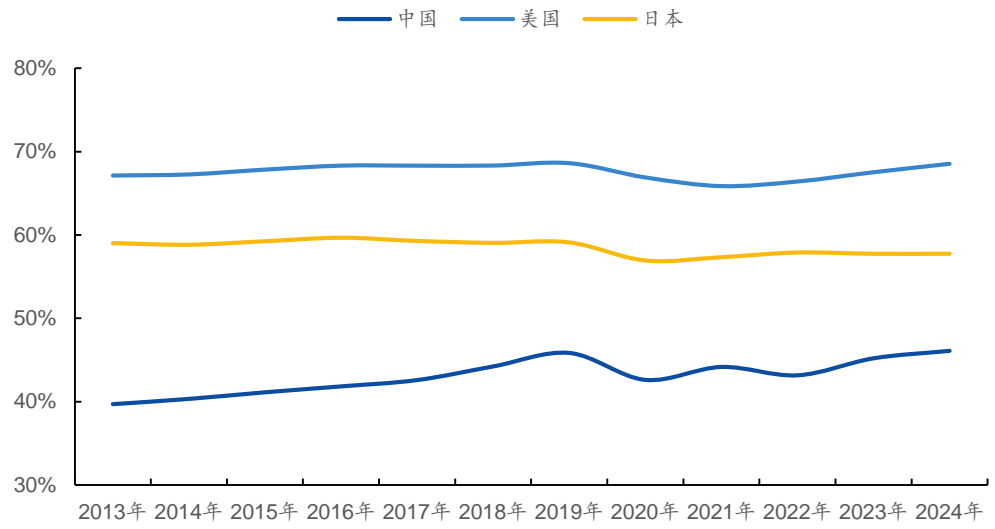
表 1：2025M1-12 限额以上单位消费品零售额分品类增速

		绝对量 (亿元)	同比增长
必选消费	粮油、食品类	23991	9.30%
	日用品类	8675	6.28%
	中西药品类	7294	1.77%
	饮料类	3295	1.00%
	烟酒类	6425	2.70%
可选消费	服装、鞋帽、针纺织品类	15215	3.18%
	化妆品类	4653	5.12%
	金银珠宝类	3736	12.78%
	体育、娱乐用品类	1703	15.70%
	文化办公用品类	5239	17.27%
	汽车类	49789	-1.49%
	通讯器材类	10076	20.86%
地产相关	家用电器和音像器材类	11695	11.00%
	家具类	2092	14.62%
	建筑及装潢材料类	1671	-2.67%
其他	石油及制品类	22505	-5.72%

资料来源：国家统计局，国元证券研究所

服务消费成为提振消费的重要抓手，政策有望持续催化。9月商务部等9部门印发《关于扩大服务消费的若干政策措施》的通知，提出5方面19条具体任务措施。2025年中央经济工作会议中明确强调“扩大服务消费”，中财办在详解2025年中央经济工作会议精神也表示“明年要把握消费的结构变化，从供需两侧发力提振消费。当前，我国正在从以商品消费为主转向商品消费和服务消费并重，一些领域商品消费增速放缓，但文旅、养老、托育等服务消费需求旺盛”。当前我国服务消费占居民消费比重相对较低，2024年我国居民人均支出中服务性消费占比约为46%，低于日本的58%以及美国69%，服务消费占比仍有较大的上行空间。随着耐用品以旧换新政策对于消费拉动边际放缓，服务消费将成为下一步提振消费的重要抓手，政策有望持续催化。

图 5：中国、美国、日本服务消费占消费支出比重对比



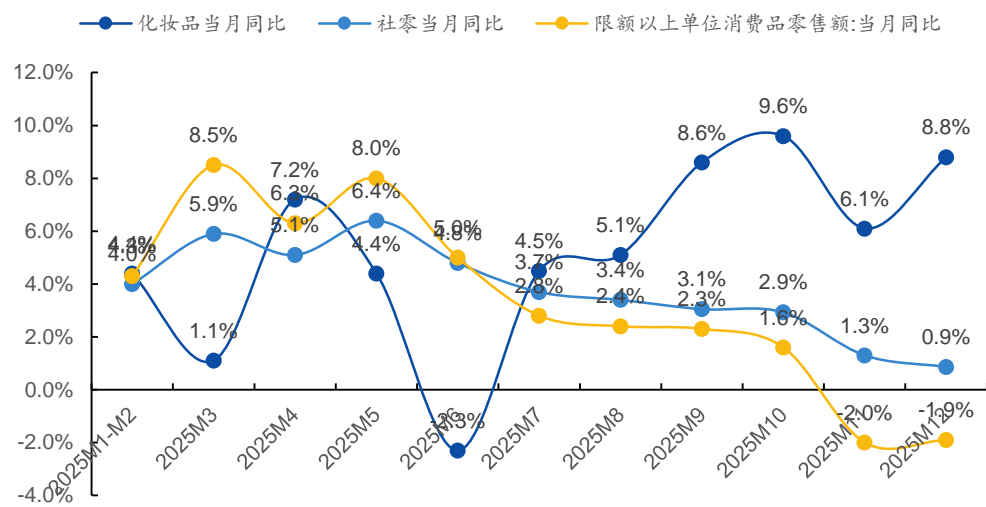
资料来源：Datayes，国元证券研究所

2. 美妆：国货崛起逻辑不改，精选个股

2.1 化妆品：行业小幅增长，国货市场份额提升趋势延续

行业小幅增长，1-12月增速6.18%，消费者美妆个护花费趋于平稳，但升级意向尚待确认。根据青眼数据，2025年1-12月中国化妆品市场规模8225.28亿元，同比增长6.18%。从限额以上单位消费品零售额中化妆品类来看，1-12月同比增长5.1%，同期社零同比增长3.7%，限额以上单位消费品零售额同比增长3.3%，小幅跑赢大盘。人均花费方面，根据英敏特报告显示，相较于2024年客单下滑的趋势，2025年美妆个护花费整体趋于平稳，但升级意向尚待确认。

图6：社零/限额以上单位消费品零售额/化妆品品类当月同比

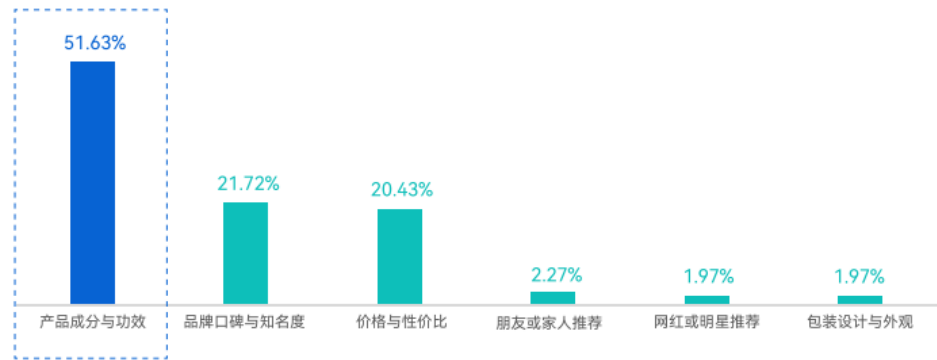


资料来源：国家统计局，国元证券研究所

精准护肤需求增长，核心成分带动产品带动品牌成长链路进一步强化。根据青眼情报《2025中国美妆消费者需求调研》数据显示，消费者购买化妆品时关注的因素中产品成分与功效占比达到51.63%，而根据用户说发布的《消费者用户消费偏好调研报告》，产品有效果成为消费者回购品牌和产品的第一原因占比达到52.46%；高端品牌方面，根据上述样本调研数据显示，消费者判断产品/品牌是否为高端品牌的必要描述中，功效实证性、成分科技壁垒成为核心要素，消费者对于高端品牌逐渐去符号化，转为关注其实质功效与价值。同时精准护肤需求崛起，CBNData《2025天猫皮肤科学美容趋势洞察报告》，71%的消费者更追求分肤质精准护理，50%的消费者还会看核心成分的起效原理和科学验证，护肤需求更加精准科学化。营销方面，大样本的功效论证、临床试验、研究论文等越来越受到消费者的重视，成分宣传从传统“成分故事”传播逐渐过渡到基于坚实“证据链”的科学传播。核心成分带动产品带动品牌成长链路进一步强化，以国货品牌谷雨和绽媵娅为例，谷雨以“美白提亮”为核心定位，通过建立自主研发实验室为品牌主打成分“光甘草定”打造扎实的科研基础。凭借光甘草定，谷雨成功避开了烟酰胺、VC等传统美白成分的竞争，用高性价比占比领市场份额，实现销售收入的持续爆发。绽媵娅率先布局PDRN这一新兴成分，以“微球化技术”为核心，打造“球PDRN能量棒”，双11期间绽媵娅“球PDRN能

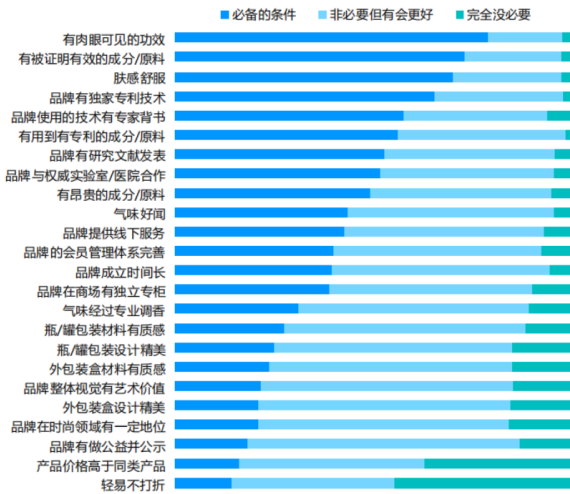
量棒”荣获天猫次抛精华好评榜 TOP2，累计销售突破 3200 万支。头部品牌方面，以修丽可为例，今年品牌重磅升级 A.G.E 面霜，采用 30%高浓度玻色因溶液+4.4%复合抗糖精粹（蓝莓和石榴提取物）+0.2%甘草酸二钾，携手欧莱雅中国研发与创新中心，公开临床数据为其“抗糖+抗氧+胶原保护”的协同逻辑提供了源于本土的实证支撑，修丽可 A.G.E 面霜在今年天猫双十一预售中 15 分钟破亿，登顶第一波段美妆单品 TOP1。

图 7：消费者购买化妆品时关注的因素（多选）



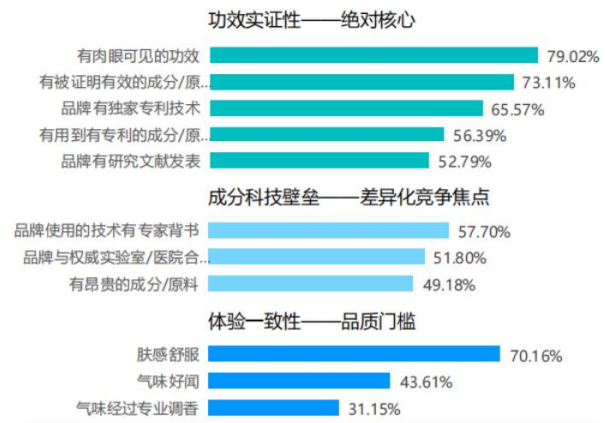
资料来源：《2025 东方美谷中国化妆品行业趋势洞察蓝皮书》，国元证券研究所

图 8：判断护肤产品/品牌是“高端品牌”的必要描述



资料来源：用户说《医美 VS 护肤，“替代” OR “共生”——2025 年用户消费偏好调研报告》，国元证券研究所

图 9：消费者定义高端品牌的三大核心维度



资料来源：用户说《医美 VS 护肤，“替代” OR “共生”——2025 年用户消费偏好调研报告》，国元证券研究所

化妆品新原料备案数大幅增长，成分端的创新活力持续释放，化妆品与生物科技、基因工程的结合、新型提取与合成技术、促渗透技术的发展值得关注。截止 12 月 21 日，2025 年化妆品新原料备案数量达到 163 个，远超 2024 年的 90 个，成分端的创新活力持续释放，其中维琪科技、莹特丽、贝泰妮、凯捷多肽科技、华熙生物在原来备案数量上居前。类别上看，根据青眼统计，截止 2025 年 9 月 10 日的新备案原

料类型中，植物提取占比 43.5%，消费者对于天然绿色成分依然有较强偏好，化学合成占比 36.1%，其在精确性和稳定性方面优势明显。从成分热度上看，近三年备案数据中，白细胞提取物、苯乙基间苯二酚、DNA 钠、香叶天竺葵/叶/茎提取物及三叶鬼针草提取物增速前五。未来化妆品与生物科技以及基因工程的结合、新型提取与合成技术以及促渗透技术的发展值得关注。

图 10：2021-2025 年化妆品新原料备案数量（个）

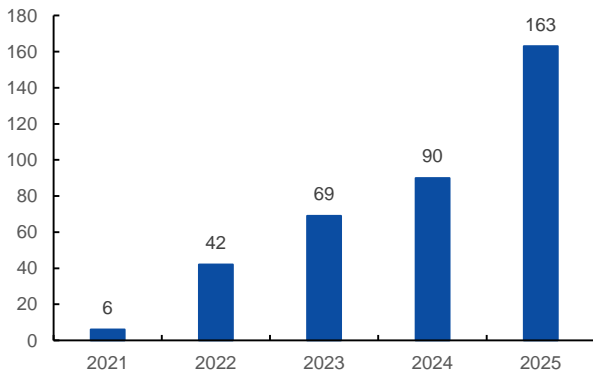


图 11：成分热点以及升级方向

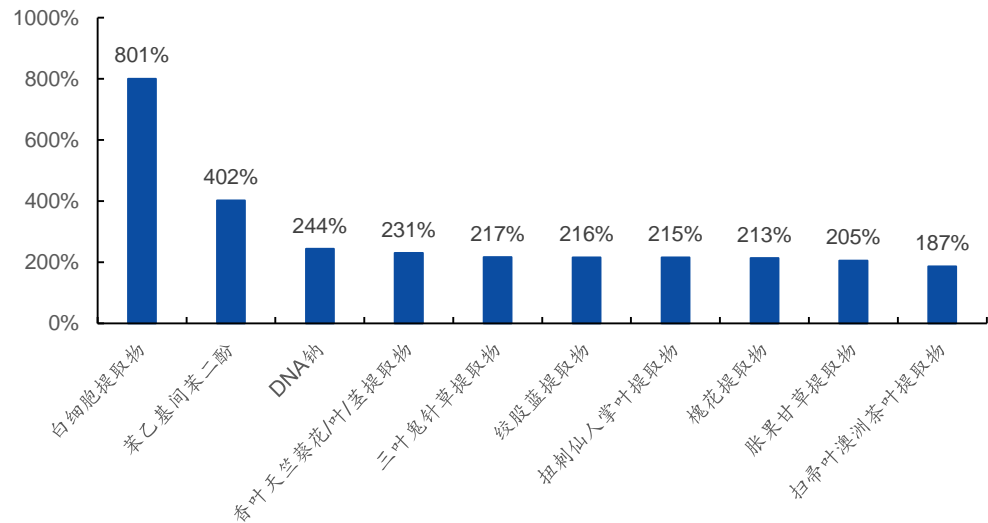


资料来源：国家药品监督管理局，国元证券研究所

资料来源：英敏特，国元证券研究所

注：2025 年为截止到 12 月 21 日数据

图 12：近 3 年化妆品成分备案中备案产品数复合增速 TOP10



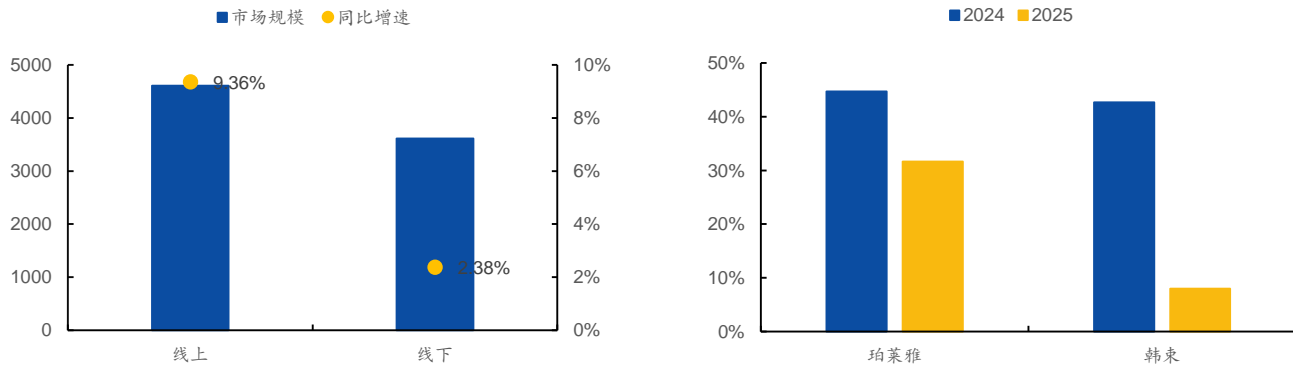
资料来源：青眼情报，国元证券研究所

注：2025 年为 1-8 月数据

渠道方面，抖音平台日销领先商家自播占比提升，天猫平台大促占比更高，受益于 VIP88 核心用户、即时零售以及 AI 赋能天猫双十一录得四年最好增长。2025 年 1-12 月，化妆品线上渠道 4610.98 亿元，同比增长 9.36%，线下渠道 3614.31 亿元，

同比增长 2.38%。分平台来看，抖音平台日销表现更为强劲，4 月巨量千川团队并入抖音电商，合并后平台以平衡商家投流 ROI、用户体验、平台效率为核心目标。商家侧，今年不少美妆品牌发力自播，主动收缩达播占比，优化抖音平台盈利表现，以头部品牌珀莱雅以及韩束为例，达人号销售收入占比分别从 2024 的 45%/43% 下降到 2025 年(截止 12 月 22 日)的 32%/8%。天猫平台则在大促期间呈现出更强爆发性，根据易观报告数据，双十一第一周期(10.9-11.3)淘系美妆成交额占比达 46.2%，全网第一，高于抖音的 26.0%。受益于 VIP88 核心客群增长、即时零售业务对于平台 DAU 的拉动以及 AI 全面赋能今年双十一期间天猫平台实现 4 年来最好增长，88VIP 会员规模再创新高日均下单购买人数同比增长 31%，淘宝闪购零售订单同比增长超两倍。

图 13: 2025 年 1-12 月线上及线下渠道规模(亿元)及增速
图 14: 珀莱雅以及韩束抖音平台达人号销售收入贡献



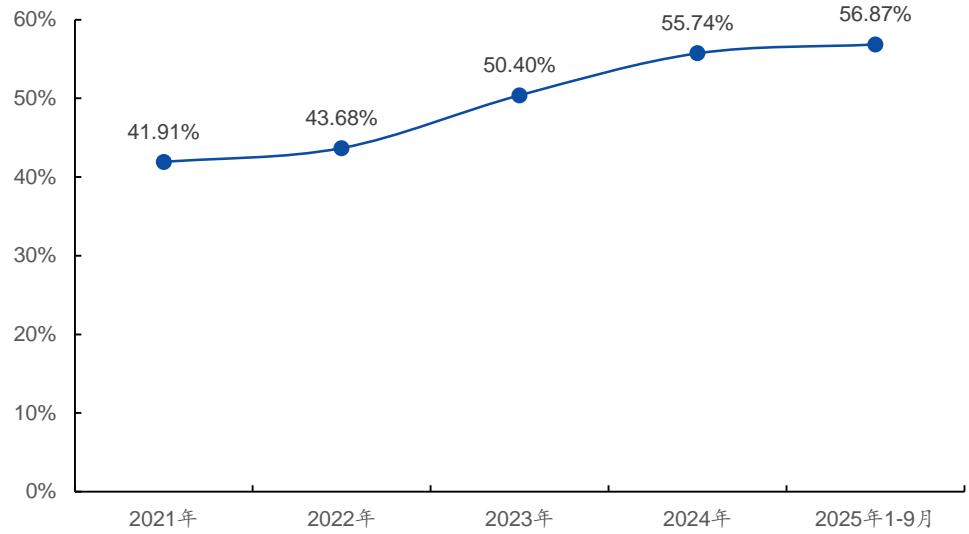
资料来源: 青眼情报, 国元证券研究所

资料来源: 蝉妈妈, 国元证券研究所

注: 2025 年为 2025 年 1 月 1 日至 2025 年 12 月 22 日数据

品牌方面，本土化妆品品牌市场份额提升趋势不改，但品牌分化加剧。2025 年本土化妆品品牌份额继续攀升，1-9 月销售额同比增长 8.33%，同期外资品牌增速 3.39%，国货市场份额较 2024 年末提升 1.13 个百分点。从细分品牌来看，今年整体品牌端呈现分化的格局，以双十一 TOP20 品牌为例，两大平台中头部品牌(TOP20)同比增速分化明显，天猫平台中修丽可、YSL、毛戈平等品牌表现较为亮眼，抖音平台中，谷雨、百雀羚、林清轩等国货品牌增长显著。

图 15：2021 年-2025 年中国化妆品市场本土品牌份额



资料来源：《2025 东方美谷中国化妆品行业趋势洞察蓝皮书》，国元证券研究所

图 16：2025 年双十一天猫及抖音平台 TOP20 部分品牌情况



资料来源：天猫大美妆公众号，蝉妈妈，国元证券研究所

IPO 及港股二次上市进度加快，出海持续突破。2025 年美妆企业 IPO 及港股二次上市进程加快，珀莱雅、丸美生物、若羽臣、天赐材料、华恒生物均在 Q3 递交了 H 股上市申请，林清轩、自然堂等则在 25 年启动港交所上市，其中林清轩于 12 月 18 日正式招股，12 月 30 日上市。出海方面，2025 年美妆品牌加速出海之年，以上美为例，2024 年上美股份正式提出“单聚焦、多品牌、全球化”战略，将全球化上升为核心发展支点，韩束作为主力品牌全面启动出海计划，优先锁定东南亚市场，以越南为突破口开展试点运营。凭借越南市场的成功验证，韩束加速拓展马来西亚、俄罗斯等多个国家和地区，2025 年 10 月签约王嘉尔担任全球代言人，启动全球化品牌升级。

表 2：2025 年部分美妆企业 IPO 进程

企业名称	企业类型	IPO 启动时间	拟上市市场	上市进程
林清轩	品牌	2025.05	港交所	12月14日已聆讯，12月18日正式启动招股
自然堂	品牌	2025.09	港交所	向港交所递交招股说明书
谷雨	品牌	2025.03	A股	9月完成第二期上市辅导
植物医生	品牌	2025.06	深交所	状态为已问询，11月更新招股说明书
索芙特	品牌	2025.01	OTCQX	7月更新招股书，宣布将上市地点从纳斯达克变更为OTCQX市场
兰树股份	品牌	2023.01	A股	已完成九期上市辅导
绽妍生物	品牌	2025.06	/	9月新三板挂牌
蔓迪国际	品牌	2025.11	港交所	向港交所递交招股说明书
远想生物	医美品牌	2022.01	A股	10月完成第十五期辅导工作
东方妍美	医美企业	2025.05	港交所	递表失效
凯诒电商	代运营商	2025.11	港交所	11月提交上市申请书
极易科技	电商服务商	2025.06	港交所	向港交所递交招股说明书
维琪科技	原料	2025.02	北交所	7月已问询
珈凯生物	原料	2025.06	北交所	9月因财务报告到期补充审计事项申请中止审核
格林生物	原料	2025.11	深交所	12月已问询
百灵生物	原料	2025.07	/	10月完成第一期上市辅导
创健医疗	原料	2024.01	北交所	8月终止新三板挂牌
万香科技	原料	2023.11	A股	10月开展第八期上市辅导
宜春大海龟	原料	2023.09	A股	10月完成第八期上市辅导
江天科技	包材商	2024.12	北交所	11月审核状态为注册
金桥德克	包材商	2025.06	深交所	9月审核状态中止
斯坦德	检测研发机构	2025.02	北交所	2月新三板挂牌，3月签署上市辅导协议
德镁医药	医药企业	2025.10	港交所	4月递表失效后，10月再次递交上市申请
美通香薰	香薰供应商	2023.01	A股	4月完成第九期上市辅导工作

资料来源：聚美丽，国元证券研究所

表 3：2025 年冲刺“A+H”上市的部分企业

企业名称	企业类型	A股上市时间/板块	H股进程
华恒生物	原料商	2021年/科创板	9月30日向香港联合交易所递交了发行H股股票并在香港联交所主板挂牌上市的应用
珀莱雅	品牌	2017年/主板	10月30日向香港联合交易所递交了发行H股股票并在香港联交所主板挂牌上市的应用
丸美生物	品牌	2019年/主板	12月11日向香港联合交易所递交了首次公开发行H股股票并在香港联合交易所主板上市的应用
若羽臣	代运营	2020年/主板	9月19日向香港联合交易所有限公司递交了发行境外上市股份(H股)并在香港联交所主板挂牌上市的应用
天赐材料	原料商	2014年/主板	9月22日向香港联合交易所递交了首次公开发行H股股票并在香港联合交易所主板上市的应用

资料来源：聚美丽，国元证券研究所

图 17：上美的全球化布局

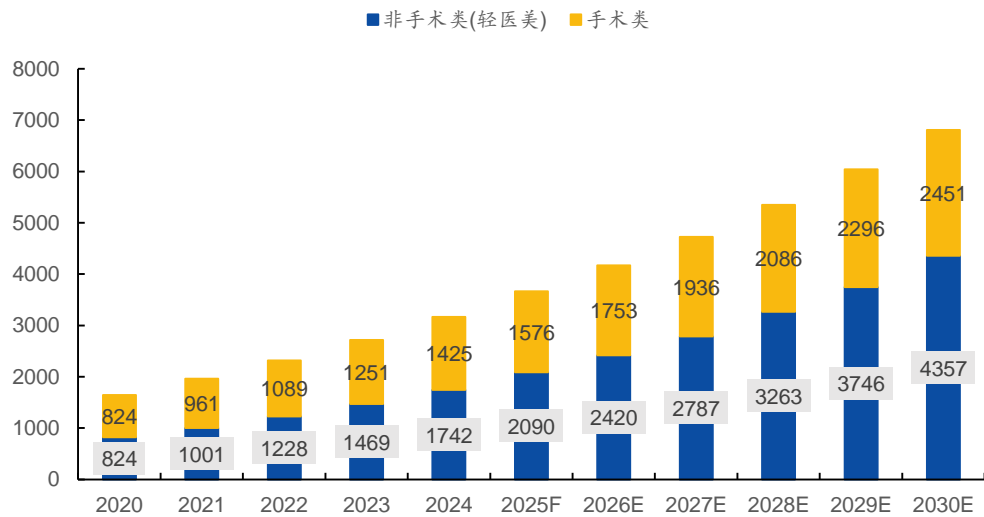


资料来源：品观，国元证券研究所

2.2 医美：消费 K 型分化，新材料新产品不断获批

2025 年医美市场规模约为 3666 亿，其中轻医美市场规模 2090 亿元，消费端呈现 K 型分化，潜在客户有待释放。根据罗兰贝格及美团医美发布《2025 医美行业白皮书》测算，2025 年中国医美市场规模有望达到 3666 亿元，2020 年至 2025 年复合增速 17.4%，预计到 2030 年整体医美市场规模有望达到 6808 亿元，2025 年至 2030 年复合增速 13.2%。其中，非手术类轻医美市场 2025 年份额为 57%，规模为 2090 亿元，2020 至 2025 年复合增速为 20.4%，预计到 2030 年轻医美市场规模有望达到 4357 亿，复合增速 15.9%，占整个医美市场规模 64%。从消费者洞察方面，根据德勤及艾尔建美学发布《中国医美行业 2025 年洞察报告》，医美赛道呈现 K 型分化，高端医美消费上扬，更高端医美项目成为增长引擎，而潜在客户有待释放。

图 18：中国医疗美容市场规模（亿元）与增长预期



资料来源：《2025 医美行业白皮书》，国元证券研究所

2025 年多款新材料新品类陆续获批，国产替代深入核心领域，创新材料涌现，新品加速落地。根据医美漫谈不完全统计，2025 年共有 52 张三类医疗器械医美产品获批，包括玻尿酸 25 张（水光 7 张）、胶原蛋白 7 张（三张重组胶原蛋白）、童颜针 5 张、少女针 2 张、琼脂糖 1 张、羟基磷灰石 2 张、溶脂针 1 张，其中琼脂糖类面部注射填充剂、羟基磷灰石面部注射填充剂、去氧胆酸注射液均、美容非减脂用途聚焦超声皮肤治疗仪均为国内首次批准的医美新材料或新品类。

表 4：2025 年部分获批新品

品类	厂商	注册证号	产品名称	适用范围/预期用途
重组胶原蛋白	锦波生物	国械注准 20253130751	注射用重组 III 型人源化 胶原蛋白凝胶	产品适用于注射到中面部皮下至骨膜上层，以矫正中面部容量缺失和 /或中面部轮廓缺陷。
	巨子生物	国械注准 20253132049	重组 I 型 $\alpha 1$ 亚型胶原蛋 白冻干纤维	用于面部真皮组织填充以纠正额部动力性皱纹，包括眉间纹、额头纹 和鱼尾纹。
	创健医疗	国械注准 20253132643	交联重组胶原蛋白植入	面部真皮组织填充以纠正额部中重度动力性皱纹，包括眉间纹、额头 纹和鱼尾纹。
琼脂糖	兰州生物	国械注进 20253130037	琼脂糖面部注射填充剂	面部鼻唇沟部位骨膜表面注射以纠正中重度鼻唇沟皱纹。
	摩漾生物	国械注准 20253130390	注射用羟基磷酸钙微球面 部填充剂	用于鼻唇沟部位皮下层注射，以纠正中重度鼻唇沟皱纹。
羟基磷灰石	Merz North America (麦施 美学)	国械注进 20253130124	注射用羟基磷酸钙微球面 部填充剂	用于注射到鼻唇沟部位皮下层，以纠正中重度鼻唇沟皱纹。
聚焦超声皮肤治疗 仪	半岛医疗	国械注准 20253092193	聚焦超声皮肤治疗仪	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 改善中下面部和额下、颈部的皮肤松弛。不可用于眼及眼周、鼻部、 口周、耳廓、甲状腺及颈动脉区域。产品须由具有相应资质的专业医 师使用，治疗前须使用皮肤超声诊断设备对皮下组织进行测量，以确 定所适合的治疗深度。

资料来源：医美漫谈，NMPA，国元证券研究所

重组胶原蛋白赛道中巨子生物及创建医疗产品获批，形成三足鼎立新格局。目前市场中重组胶原蛋白三类器械证一共 5 张，其中锦波生物分别在 2021 年、2023 年、2025 年获得冻干纤维、溶液以及凝胶三个形态产品注册证，巨子生物以及创建医疗在 2025 年迎来产品获批，其中巨子截取了人天然型 $\alpha 1$ 单链氨基酸序列中的 305-1057 位（共 753 个氨基酸），虽然在结构上不具备三螺旋特征，但这种独特的长链设计提供了差异化的方案。创建医疗获批产品则是国内首款交联重组胶原蛋白植入剂。

图 19：重组胶原蛋白三类医疗器械获批进展

时间	公司	类别	进展
2025年 12月	创建 医疗	交联重组胶原蛋白植入剂 国械注准20253132643	获批上市
2025年 10月	巨子 生物	重组I型α1亚型胶原蛋白冻干纤维 国械注准20253132049	获批上市
2025年 4月	锦波 生物	注射用重组III型人源化胶原蛋白凝胶 国械注准20253132049	获批上市
2023年 8月	锦波 生物	注射用重组III型人源化胶原蛋白溶液 国械注准20233131245	获批上市 应用于修丽可铂研
2021年 6月	锦波 生物	重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维 国械注准20213130488	获批上市 应用于薇旻美

资料来源：医美部落，国元证券研究所

3.IP 衍生品：优质供给驱动，赛道景气向上，关注头部厂商生态布局及海外拓展

2025 年情绪消费趋势延续，IP 供给端优化驱动衍生品人均消费提升。随着 Z 时代对于情绪价值的认可和依赖度不断提升，情绪消费趋势在 2025 年进一步延续。根据《2025 Z 世代情绪消费报告》，2025 年选择“快乐消费，为情绪价值/兴趣买单”人群占比为 56.3%，较 2024 年双十一增长 16.2 个百分点。TOP5 品类中毛绒、香薰、文创等实物商品占比达 40.7%，包括 IP、联名、代言在内的衍生类产品占比达 24.9%。人均消费方面，根据伽马数据，50.3%的受访者 2025 年 IP 消费有所增加，消费意愿提升的核心原因包括 IP 产品和活动的吸引力提升、产品活动推出频率增加、对更多 IP 感兴趣。

图 20：2025 年情绪消费人群占比较 2024 年双十一持续提升

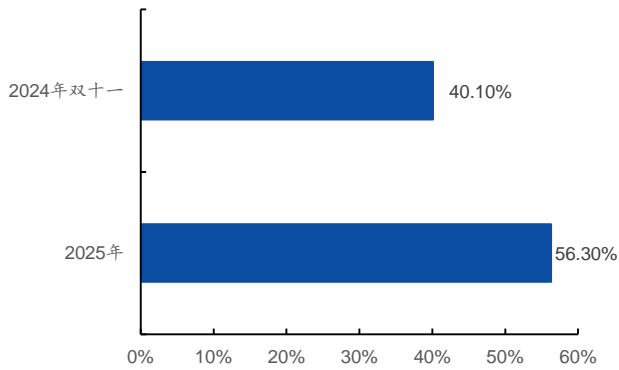
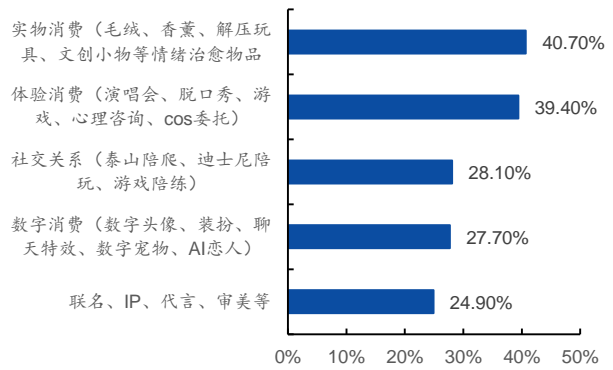


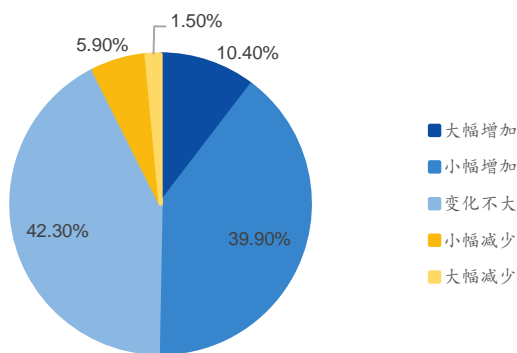
图 21：2025 年年轻人情绪价值买单品类 TOP5



资料来源：Just So Soul 研究院，有数数据创新实验室，国元证券研究所

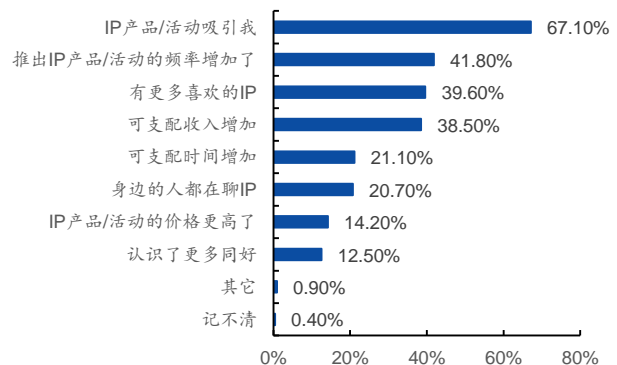
资料来源：有数数据创新实验室，国元证券研究所

图 22：2025 年 IP 消费变化情况



资料来源：伽马数据，国元证券研究所

图 23：2025 年 IP 消费增加原因占比



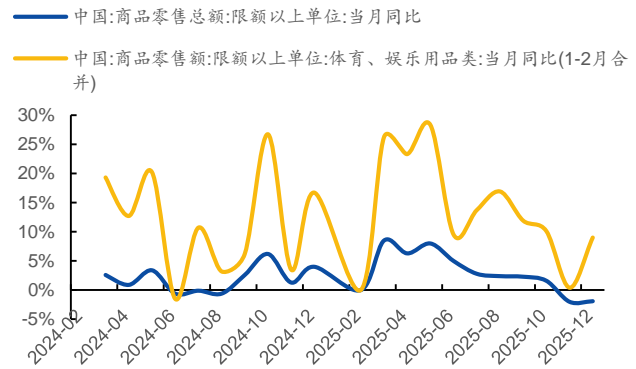
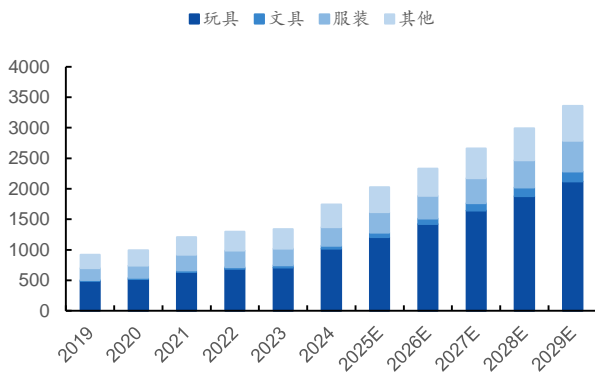
资料来源：伽马数据，国元证券研究所

IP 衍生品行业整体需求向上，政策有望进一步助推市场扩容。需求端来看，情绪消

费、悦己消费大背景下，IP 供给端繁荣以及商业化运营驱动衍生品市场规模扩容。**政策端来看**，作为消费新业态新场景的重要抓手，25 年多部门出台政策支持 IP 衍生品消费。3 月《提振消费专项行动方案》提出支持开发原创知识产权（IP）品牌，促进动漫、游戏、电竞及其周边衍生品等消费。11 月份，工业和信息化部等 6 部门印发《关于增强消费品供需适配性进一步促进消费的实施方案》，明确提出鼓励 IP 孵化、授权、衍生品设计、下游渠道“谷店”或集合型潮玩店全产业链。据卡游的招股书，中国泛娱乐产品行业规模 2024 年达到 1741 亿元，预计 2029 年达到 3358 亿元。从社零中看，2025 年 1-12 月国内限额以上单位体育用品娱乐类商品累计同比增速达 15.7%，远高于大盘的 3.3%。

图 24：中国泛娱乐产品行业市场规模（亿元）

图 25：限额以上体育、娱乐用品类 VS 大盘增速对比（%）



资料来源：卡游招股书，灼识咨询报告，国元证券研究所

资料来源：iFind，国家统计局，国元证券研究所

注：泛娱乐产品为基于 IP 开发的实体产品。

表 5：2025 年多部门出台政策支持 IP 衍生品消费

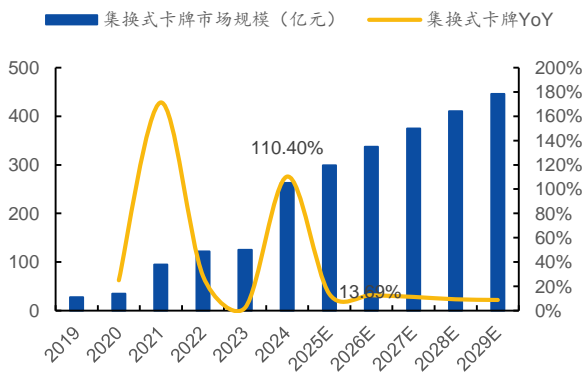
发布时间	发布机构	政策名称	具体内容
2025 年 1 月	国务院办公厅	《关于推动文化高质量发展的若干经济政策》	明确支持文化企业无形资产确权、登记、托管、投资、流转和处置体系，为 IP 衍生品的产权交易和商业化提供制度保障。鼓励文化和科技融合，支持文化科技创新平台建设，推动 IP 衍生品在数字技术、人工智能等领域的应用创新。
2025 年 1 月	国务院办公厅	《关于进一步培育新增长点繁荣文化打造新型消费场景。推动文学、动漫、游戏、演艺、影视等知识产权（IP）相互转化，建设空间型虚拟现实体验项目。	强化消费品牌引领，支持将中华优秀传统文化融入产品设计，鼓励开发原创 IP 品牌及周边衍生品，开拓国货“潮品”市场。畅通 IP 授权、商品开发、营销推广全链条，促进动漫、游戏、电竞等 IP 衍生品消费。
2025 年 3 月	厅、国务院办公厅	《提振消费专项行动方案》	鼓励传媒资源与知名 IP 跨界合作，打造商旅文体健融合的消费新场景，推动 IP 衍生品在文旅、零售等领域的应用。支持挖掘传统文化 IP 市场价值，促进传统文化的创造性转化和创新性发展，为 IP 衍生品开发提供文化资源支持。
2025 年 9 月	商务部等 9 部门	《关于扩大服务消费的若干政策措施》	拓展多元兴趣消费供给。积极发展宠物周边、动漫、潮服潮玩等兴趣消费产品。支持企业孵化本土知识产权（IP）。鼓励传统商超、购物中心、商业街设计改造引入“谷店”或集合型潮玩店。
2025 年 11 月	工业和信息化部等 6 部门	《关于增强消费品供需适配性进一步促进消费的实施方案》	

资料来源：中国政府网，国元证券研究所

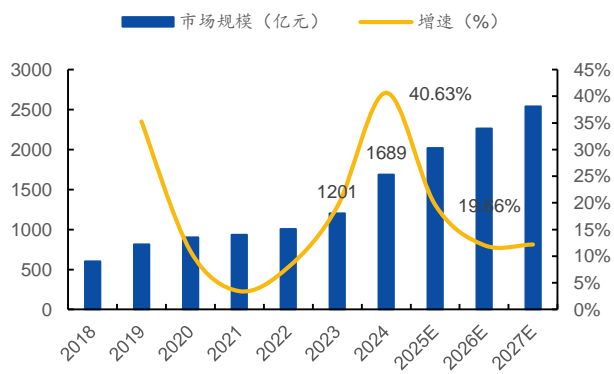
细分品类赛道景气度有所分化，2024 年谷子、卡牌高增，2025 年潮玩品类引领。从衍生品类型来看，2024 年 IP 衍生品市场增长主要由以卡牌为代表的谷子类产品带动。据卡游招股书，中国集换式卡牌行业的市场规模由 2023 年的 125 亿元大幅增加至 2024 年的 263 亿元，同比增长 110.40%，带动谷子经济整体市场规模增长。据嘉世咨询，2024 年国内谷子经济市场规模同比增长 40.63% 至 1689 亿元。2025 年开年，现象级 IP 哪吒带动相关卡牌产品热销，2 月起潮玩行业热点话题开始逐步转向 LABUBU 为代表的潮玩盲盒类产品。4 月 24 日 LABUBU 搪胶毛绒盲盒“前方高能”系列发售进一步驱动品类热度提升。据《2025 闲鱼潮玩消费洞察报告》，25Q2 潮玩交易爆发式增长，订单量、交易额同比增幅均超 300%。据 TOPTOY 招股书，预计 2025 年国内潮玩行业市场规模达到 825 亿元，同比增速达到 40.55%，而据《2025 闲鱼卡牌年度报告》，25 年前三季度卡牌受到供给过剩、IP 热度退潮等因素影响增速回落至 21%。

图 26：中国集换式卡牌市场规模及增速

图 27：2018-2027E 中国谷子经济市场规模及增速



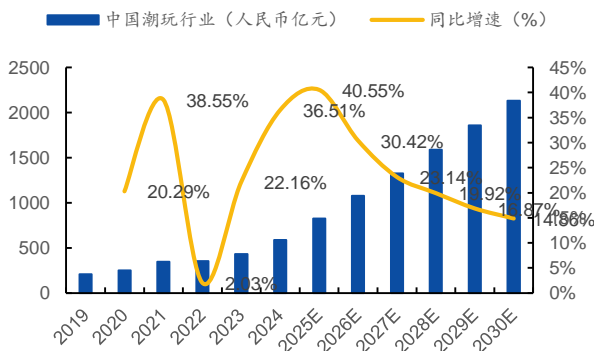
资料来源：卡游招股书，灼识咨询，国元证券研究所



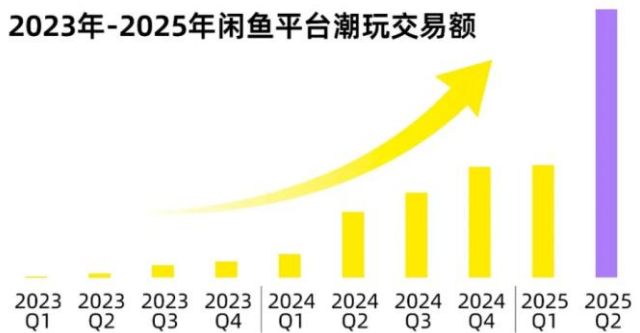
资料来源：嘉世咨询，国元证券研究所

图 28：中国潮玩行业市场规模及增速

图 29：25Q2 闲鱼平台潮玩交易额爆发式增长



资料来源：TOPTOY 招股书，国元证券研究所



资料来源：《2025 闲鱼潮玩消费洞察报告》，国元证券研究所

表 6：2025M1-4 潮玩热点话题

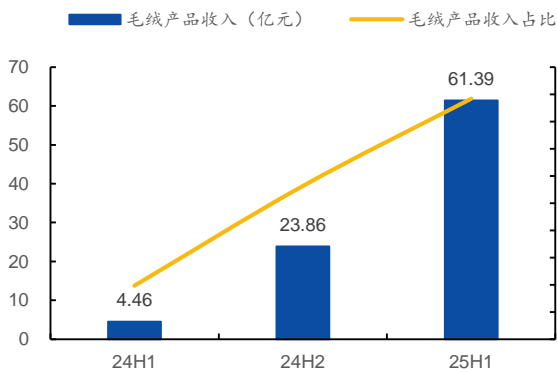
热点话题	
1 月	拆卡 (1381w+)、IP 大作战 (109w+)
2 月	哪吒盲盒 (2016w+)、labubu (443w+)
3 月	拼装模型 (427w+)、自制盲盒 (124w+)
4 月	Labubu 搪胶 (110w+)、AI+潮玩 (27w+)

资料来源：艾瑞咨询，数说聚合，国元证券研究所

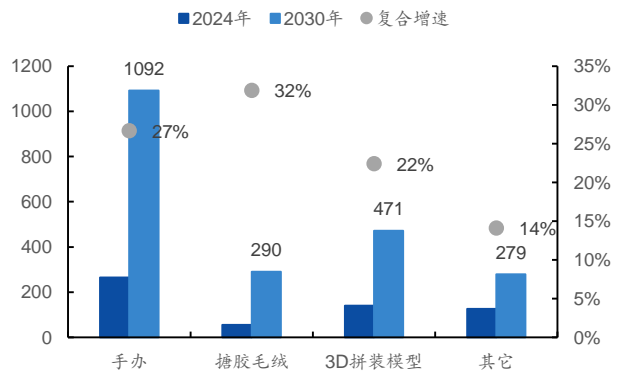
搪胶毛绒带动潮玩饰品化, 25 年迎来爆发式增长。搪胶毛绒玩偶以搪胶工艺为基础, 配合毛绒材质的柔软触感, 结合喷色工艺和时装面料以呈现 IP 特征。相比普通的手办摆件产品, 搪胶毛绒与包挂、配饰等时尚穿搭场景更为贴合, 具备更强的社交展示属性, 部分消费者自行购买/制作“娃衣”装扮玩偶, 建立更强情感链接。明星效应加持下产品加速破圈。2025 年上半年, 泡泡玛特毛绒产品实现收入 61.39 亿元, 同比增长 1276.2%, 收入占比 44.2%。根据 TOPTOY 招股书, 2024 年搪胶毛绒市场规模为 55.18 亿元, 占潮玩市场整体规模 9.4%, 预计 2030 年有望达到 290 亿元规模, 2024-2030 年复合增速达到 32%, 增速领跑潮玩细分品类。

图 30：泡泡玛特毛绒产品收入及占比

图 31：2024VS2030E 潮玩细分品类收入 (亿元) 及增速



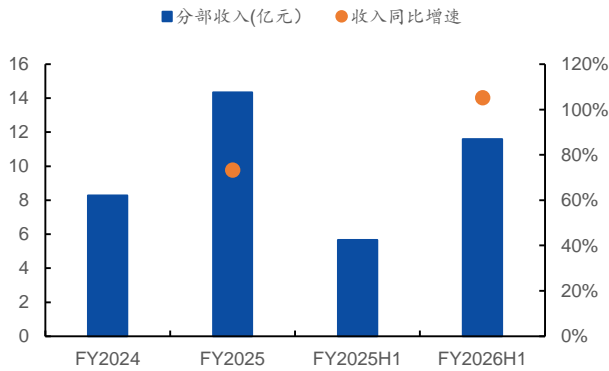
资料来源：泡泡玛特公司公告，国元证券研究所



资料来源：TOPTOY 招股书，国元证券研究所

头部 IP 版权方和授权代理商依托海量 IP 储备和与内容端的高效协同布局下游衍生品开发销售, 由线上逐步切入快闪、主题店等线下渠道运营。阅文集团上半年 IP 衍生品业务 GMV4.8 亿元, 接近 24 年全年 5 亿元规模。上影元《浪浪山小妖怪》衍生品累计销售金额近 2.5 亿。大麦娱乐 26 上半财年实现收入约 11.60 亿元, 同比激增 105%, 分部业绩同比增长 44%。其中阿里鱼收入同比增长超 100%, 利润基本实现翻倍。2025 年以来阿里鱼 IP 衍生品业务由转授权、IP 零售品牌线上运营逐步拓展至线下店铺快闪运营。联合上游版权方及潮玩品牌方开设了多家国内首店, 包括线下主题快闪和官方旗舰店。25 年 9 月, 吉伊卡哇中国大陆首家线下官方旗舰店落地上海, Fanatics Collectibles 旗下全球知名收藏卡牌 TOPPS 与阿里鱼、天猫潮玩正式达成战略合作, 并开设了 TOPPS 天猫旗舰店。

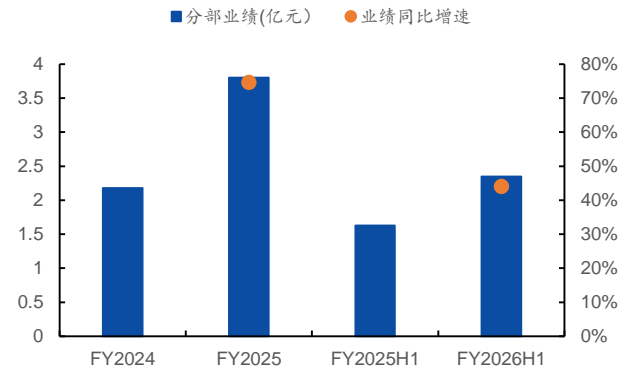
图 32：大麦娱乐 IP 衍生品分部收入及增速



资料来源：大麦娱乐公司公告，国元证券研究所

注：公司 FY2026H1 覆盖期间为 2025 年 3 月 31 日至 2025 年 9 月 30 日。

图 33：大麦娱乐 IP 衍生品分部业绩及增速

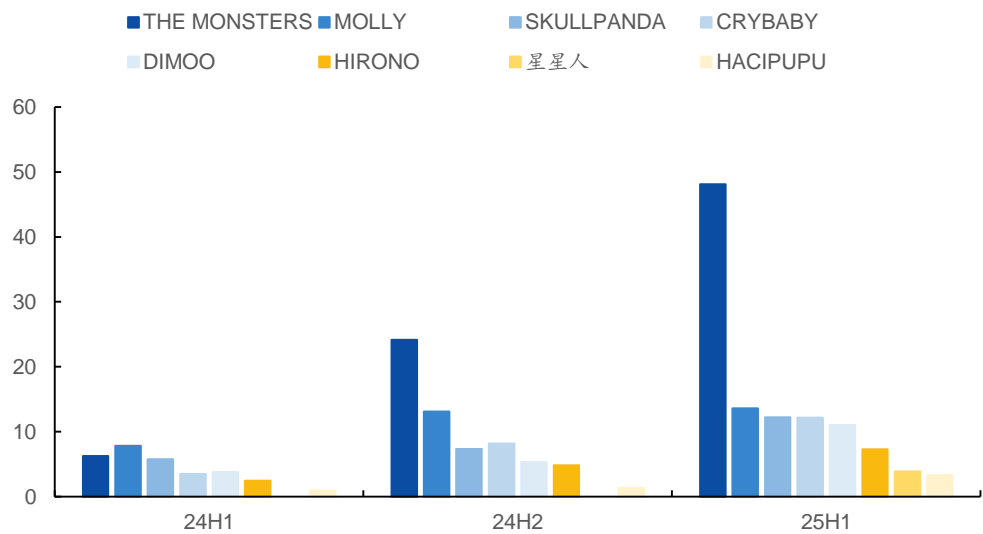


资料来源：大麦娱乐公司公告，国元证券研究所

注：公司 FY2026H1 覆盖期间为 2025 年 3 月 31 日至 2025 年 9 月 30 日。

中游品牌方全产业链布局，构建 IP 运营闭环。以泡泡玛特为例，上游自有 IP 孵化能力持续兑现，巩固国内头部 IP 的同时加速挖掘欧美日艺术家资源，多元 IP 布局有效增强本土消费者 IP 认同感，同时平滑单一 IP 短期热度波动。中游依托各 IP 特质打造差异化产品，品类由盲盒拓展至毛绒、饰品等，带动品牌内涵由潮玩收藏向 IP 生活方式延伸，进一步打开赛道空间，明星及社媒曝光构建强大内容矩阵带动 IP 破圈。25H1 爆款 IP THE MONSTERS 实现收入 48.14 亿元，同比增长 668%，MOLLY、SKULLPANDA、CRYBABY 以及 DIMOO 四大 IP 半年度营收破 10 亿，13 个 IP 销售额过亿，24 年 8 月推出的新 IP 星星人半年度贡献收入 3.89 亿元。下游渠道线下线上深度融合，把握供货节奏平衡二级市场稀缺性溢价维系的时尚属性以及大众销售兑现，如 LABUBU 前方高能 3.0 线上发售时采用分批放货观察反馈的方式动态调整销售节奏，大促期间通过大规模铺货降低二手溢价，维系消费者体验和长期口碑。

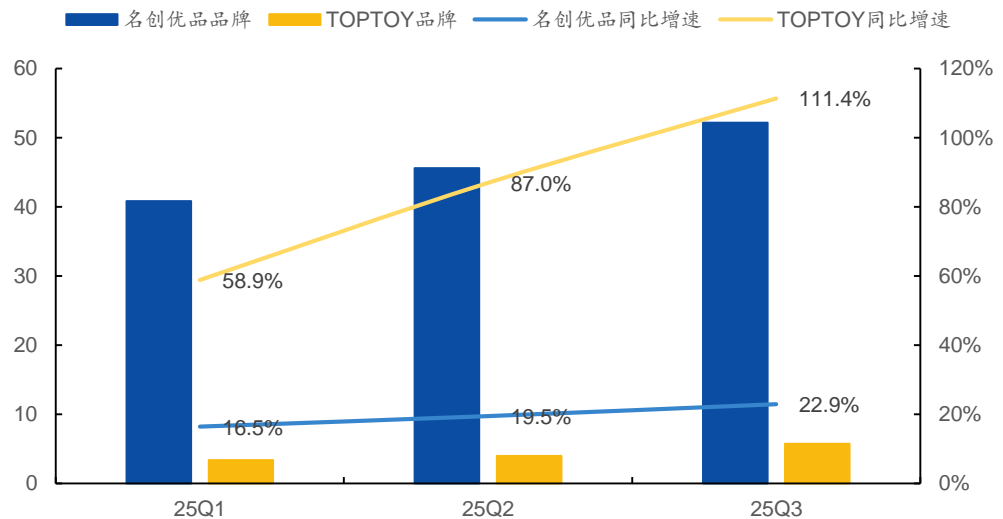
图 34：泡泡玛特旗下主要 IP 贡献收入（亿元）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

下游零售商依托 IP 设计赋能泛品类销售拉动同店增长，IP 深度融合业态增速亮眼，自有 IP 矩阵加速布局。以名创优品为例，主品牌名创优品锚定刚需品类保流量、IP 品类提利润的战略目标，25 年前三季度实现营收 139 亿元，同比增长约 20%，内地市场同店销售由上半年低个位数下滑，逐步提升至 Q3 的高个位数增长以及 10 月的低双位数增长。MINISO LAND 大店业态融合全球顶级 IP 资源，上海首店 2024 年 10 月开业，9 个月实现单店销售额突破 1 亿元，8 月单月销售 1600 万元，其中 IP 系列产品销售贡献高达 83%。潮玩品牌 TOP TOY 前三季度实现收入 13.17 亿元，Q3 同店销售增速提升至中个位数，收入增速高达 111.4%。在授权 IP 基础上，名创优品大力推动自有 IP 矩阵构建，25H1 公司签约首批潮玩艺术家，截至 2025 年 11 月已签约 16 位，并推出“IP 天才少年计划”，以百万至千万级年薪招募创作人才。

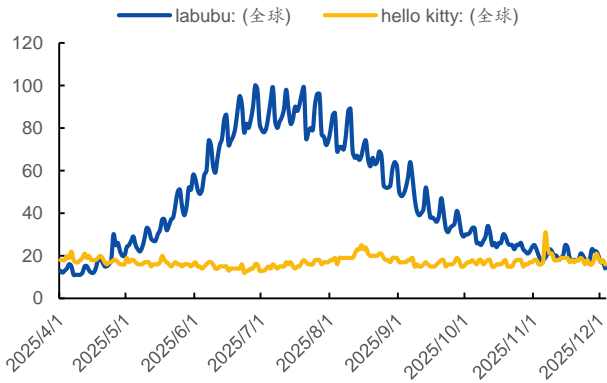
图 35：名创优品及 TOPTOY 营收（亿元）及同比增速



资料来源：名创优品公司公告，国元证券研究所

头部 IP 全球影响力高歌猛进，海外市场迎来爆发，欧美市场空间广阔。25 年 4 月泡泡玛特旗下 IP Labubu 谷歌搜索热度超过 Hello Kitty，12 月泡泡玛特携多款超人气 IP，首次参与第 99 届梅西百货感恩节大游行，成为百年来首个以原创潮玩 IP 登上花车的中国品牌，名创优品成功植入高人气迪士尼电影《疯狂动物城 2》。头部 IP 海外持续破圈带动收入增长。泡泡玛特 25H1 海外收入 55.93 亿元，收入占比达到 40%，Q3 海外收益同比增长 365%-370%，亚太同比增长 170%-175%，美洲同比增长 1265%-1270%；欧洲及其他地区同比增长 735%-740%。门店方面，2025H1 泡泡玛特线下门店覆盖全球 18 个国家，其中海外 128 家，25H1 亚太/美洲/欧洲分别净增 5/19/4 家门店，达到 69/41/18 家。名创优品品牌 25Q3 海外营收达 23.12 亿元，同比增长 27.7%，占主品牌营收比重提升至 44.3%，过去 12 个月内，公司 75.7% 的净新开门店集中在海外市场，全球化渗透持续深化。

图 36: Labubu 及 HelloKitty 全球 Google 搜索热度



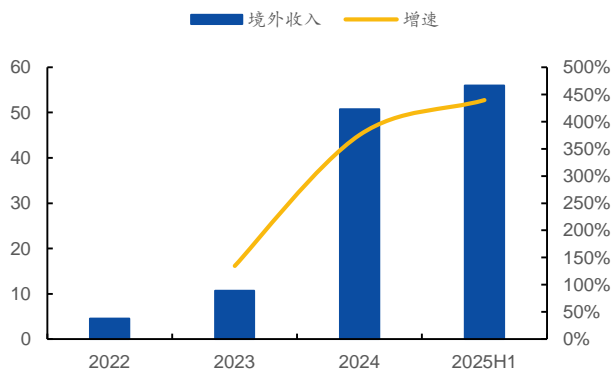
资料来源: Google trend, 国元证券研究所

图 37: 泡泡玛特和名创优品海外影响力快速提升



资料来源: 名创优品公众号, 泡泡范儿公众号, 国元证券研究所

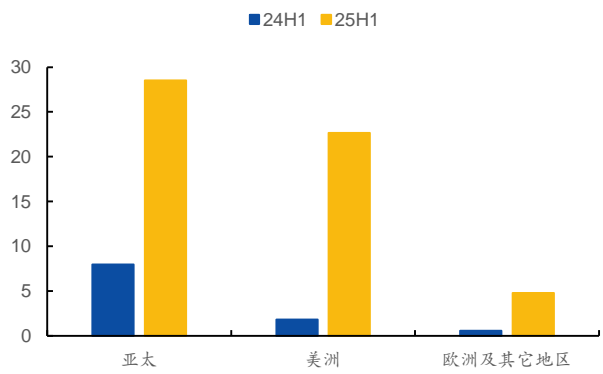
图 38: 泡泡玛特境外收入 (亿元) 及增速 (%)



资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

注: 25H1 统计范围不含中国港澳台地区。

图 39: 泡泡玛特海外分市场收入 (亿元)

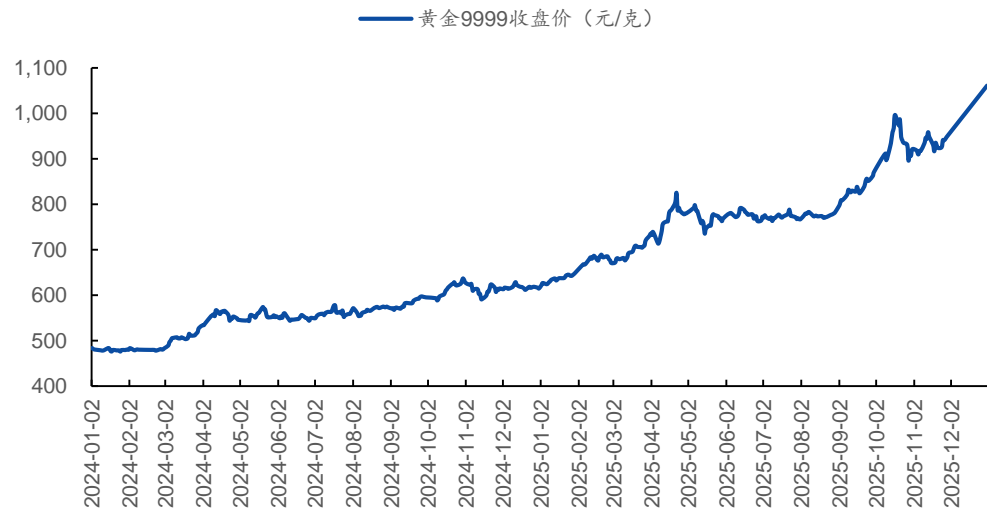


资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

4.黄金珠宝：关注品牌溢价能力及出海进展

2025 年金价大幅波动上行，年内最高涨幅 62.19%。25 年 1-4 月沪金收盘价由 615 元涨至 780 元，涨幅 26.90%，5-8 月金价在 730-780 元之间震荡横盘。9 月以来受到美联储降息预期提升、关税摩擦以及地缘政治摩擦致避险情绪升温等多因素影响，金价急速震荡上行，12 月 31 日收盘价 1062 元，年内最高涨幅 72.67%。

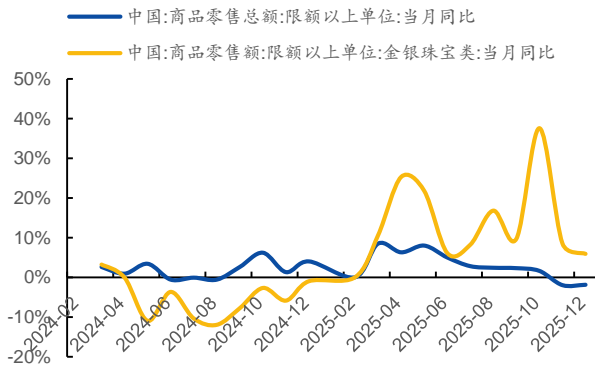
图 40：2025 年金价大幅波动上行



资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

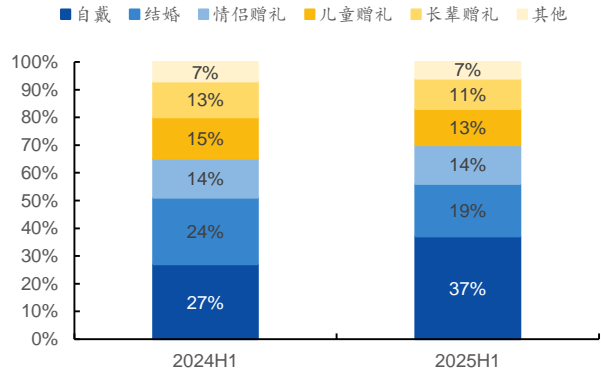
1-12 月限额以上单位商品零售额中金银珠宝品类累计增长 12.78%，受益于“悦己”消费的崛起，“自戴”场景是当前金饰销售的核心驱动力。黄金饰品在中国有坚实的文化基础，兼具消费及投资属性，投资属性主要受金价波动影响。而消费属性受国潮崛起、黄金工艺材质迭代、“悦己”消费等多重催化。1-12 月限额以上单位商品零售额中金银珠宝品类累计增长 12.78%，优于同期限额以上单位商品零售额增速，整体表现亮眼。消费场景方面，“自戴”、“婚庆”、“儿童礼赠”为前三大消费场景，受益于“悦己”消费的崛起，“自戴”场景是当前金饰销售的核心驱动力。

图 41：限额以上金银珠宝品类 VS 大盘增速对比 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

图 42：25H1 不同场景对于珠宝零售商收入贡献占比

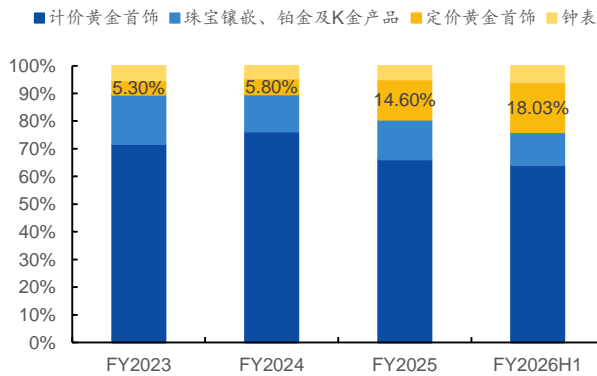


资料来源：中国黄金报社，世界黄金协会，国元证券研究所

传统品牌商加速产品结构调整，完善差异化、多元化供给。黄金消费需求两极化趋势下，传统品牌商加速调整产品结构，一方面提高以串珠编绳、IP 联名为代表的轻量个性化的黄金饰品供应，另一方面持续投入孵化高端古法金子品牌或产品系列，加强覆盖年轻消费者、资深藏家等多类客群需求。以潮宏基为例，在轻量黄金饰品方面，25 年增加以串珠编绳为特色优势的“东方美学”特色黄金产品线，持续推出布丁狗、线条小狗、黄油小熊等年轻潮流 IP 授权系列，布局新子品牌 Soufflé，定位珠宝礼赠专家品牌，从场景维度切入快速抢占细分赛道；而在高端产品方面，25Q3 公司推出高级黄金品牌臻 ZHEN，产品定位以宫廷绝艺打造的黄金藏品。

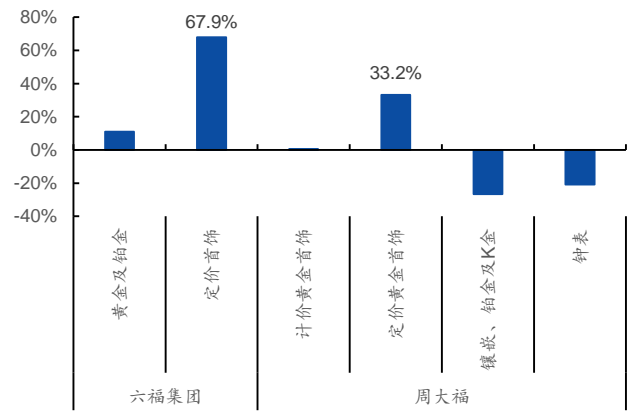
高工艺一口价计件产品增速亮眼，品牌及产品力重要性日益凸显。从产品类型来看，工艺精美的“一口价”计件产品同时迎合消费者平滑金价急涨波动、悦己自戴需求以及品牌商在黄金消费量下降背景下提升单克毛利的的需求，25 年表现好于按克计价产品。从小克重赛道的轻时尚 IP 联名和串珠编绳产品到大克重古法金饰品，品牌的工艺和产品设计能力奠定一口价产品溢价的核心基础。26 上半财年周大福定价产品销售额同比增长 48%，达到 34 亿港元，在国内零售值中的占比由去年同期 27.4% 提升至 31.8%，六福集团定价首饰产品销售额同比上升 67.9% 至 22.76 亿港元，带动集团整体毛利率上升 2pct 至 34.7% 的历史高位，定价首饰产品同店销售 22.2%，远高于整体同店增速的 7.7%。

图 43：周大福定价黄金首饰占比持续提升



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 44：六福集团及周大福 FY26H1 定价首饰增速领跑全品类



资料来源：公司公告，国元证券研究所

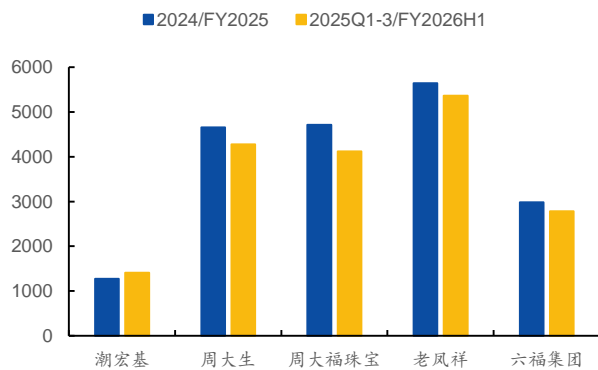
终端零售整体处于调整阶段，加盟渠道优化，自营渠道加码，部分品牌逆势扩张加密布局。金价急涨带来抑制加盟经销客户短期补库意愿。25 年来大部分品牌商均对加盟渠道进行战略性收缩，加快自营渠道建设。周大福珠宝截至 25 年 9 月 30 日加盟/自营店铺数量分别为 4117 家/1697 家，较 3 月 31 日分别减少 595 家/增加 135 家。周大生截至 2025 年 9 月 30 日，加盟/自营店铺数量分别为 4275 家/400 家，加盟门店较上年同期末净减少 380 家，自营门店净增加 47 家。以潮宏基、老铺黄金为代表的部分品牌逆势扩张。截至 9 月末潮宏基加盟店达 1412 家，较年初净增 144 家，截至 12 月 25 日老铺黄金年内新增 12 家，已完成国内十大高端商场的入驻。

表 7：老铺黄金 2025 年开店情况

城市	店铺名称 (所在商场)	开业时间
上海	上海港汇恒隆广场店	2025 年 5 月 1 日
新加坡	新加坡滨海湾金沙购物中心店 (海外首店)	2025 年 6 月 21 日
上海	上海国金中心 (IFC) 店	2025 年 6 月 28 日
深圳	深圳湾万象城店	2025 年 7 月 19 日
上海	上海新天地店	2025 年 8 月 2 日
南京	南京 IFC 店	2025 年 9 月 6 日
北京	北京 SKP 新店	2025 年 9 月 13 日
香港	香港 IFC 店	2025 年 9 月 30 日
杭州	万象城 2 层新店	2025 年 10 月 2 日
上海	恒隆广场店	2025 年 10 月 25 日
深圳	万象城 2 层新店	2025 年 12 月 24 日
香港	香港海港城二店	2025 年 12 月 25 日

资料来源：老铺黄金公众号，国元证券研究所

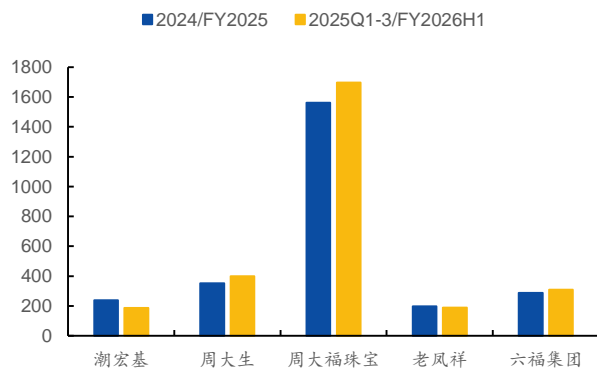
图 45：各大头部黄金珠宝品牌加盟店数量（家）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

注：老凤祥 25 年门店数量统计截至 25H1

图 46：各大头部黄金珠宝品牌直营店数量（家）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

注：老凤祥 25 年门店数量统计截至 25H1

头部品牌积极布局出海，以东南亚为起点开启国际化探索。东南亚人口结构年轻，消费能力以及高品质商品需求持续提升，且拥有深厚东方文化基因，对黄金消费接受度高。25 年各大头部品牌纷纷加大东南亚布局。潮宏基自 2024 年启动海外市场拓展，已在马来西亚、泰国、柬埔寨、新加坡四国合计开出 7 家门店，计划到 2028 年海外自营店铺数量达 20 家；老铺黄金于 2025 年 6 月在新加坡滨海海湾金沙购物中心落地海外首店；周大福截至 25Q3 已在马来西亚/新加坡/泰国分别布局 7/7/5 家门店。

11 月税改新政落地，利好头部品牌零售商市占率提升。11 月财政部、国家税务总局发布《关于黄金有关税收政策的公告》，明确黄金有关税收政策。其中，会员单位购入标准黄金用于投资性用途的，交易所实行增值税即征即退，同时免征城市维护建设税、教育费附加，并按照实际成交价格向买入方会员单位开具增值税专用发票；会员单位购入用于非投资性用途的标准黄金，交易所免征增值税，并按照实际成交价格向买入方会员单位开具普通发票，买入方会员单位为增值税一般纳税人，以普通发票上注明的金额和 6% 的扣除率计算进项税额；客户购入标准黄金，交易所免征增值税，并按照实际成交价格向买入方客户开具普通发票，客户为增值税一般纳税人的，以普通发票上注明的金额和 6% 的扣除率计算进项税额；纳税人不通过交易所销售标准黄金，应按照现行规定缴纳增值税。新政推动黄金珠宝行业加速进入“合规分化”阶段，缺乏上海黄金交易所会员资质及合规体系较弱的中小企业将面临压力，同时对主打“性价比”的水贝模式也形成一定冲击，利好市场份额向头部品牌零售商集中。从新规落地后头部品牌高频数据来看，整体增长良好。六福集团 10 月 1 日-11 月 21 日，同店销售取得双位数增长，较 26 财年二季度有明显改善。周大福集团 10 月 1 日至 11 月 18 日零售额同比增长 33.9%。

5. 投资建议

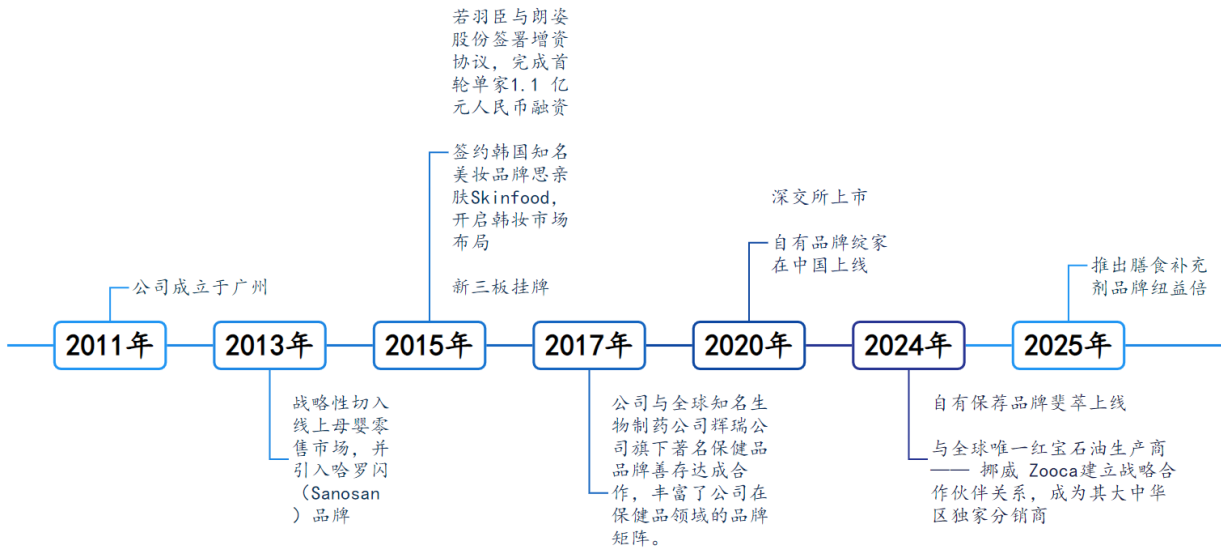
(1) 社服：旅游板块，2026 年春节延长至 9 天，同时各地逐步推进中小学春秋假，休假制度优化利好需求释放。标的上关注携程集团、同程旅行、长白山、三峡旅游等。酒店方面，2025 年酒店市场 RevPAR 降幅呈现收窄趋势，明年供给端有望逐渐趋于理性，休闲需求则在政策催化下有望持续升温，标的上关注锦江酒店、首旅酒店、华住集团、亚朵、君亭酒店；免税板块，受益于免税政策持续优化及海南封关启动海南离岛免税销售近期数据表现亮眼，关注高端消费复苏情况，标的上关注中国中免。**(2) 美妆：**化妆品行业小幅增长，1-12 月增速 6.18%，消费者美妆个护花费趋于平稳，但升级意向尚待确认。核心成分带动产品带动品牌成长链路进一步强化。成分端的创新活力持续释放，化妆品与生物科技、基因工程的结合、新型提取与合成技术、促渗透技术的发展值得关注。渠道方面，抖音平台日销领先商家自播占比提升，天猫平台大促占比更高，受益于 VIP88 核心用户、即时零售以及 AI 赋能天猫双十一录得四年最好增长。品牌方面，本土化妆品品牌市场份额提升趋势不改，但品牌分化加剧，美妆公司 IPO 及港股二次上市进度加快，出海持续突破。医美方面，2025 年医美市场规模约为 3666 亿，消费端呈现 K 型分化，潜在客户有待释放。2025 年多款新材料新品类陆续获批，国产替代深入核心领域，创新材料涌现，新品加速落地。美妆板块 2026 年我们认为延续分化格局，精选个股，重点关注：毛戈平、若羽臣、上美股份、爱美客、锦波生物、丸美生物、上海家化、贝泰妮、珀莱雅、润本股份、水羊股份、福瑞达、巨子生物、华熙生物等。**(3) IP 衍生品：**情绪消费、悦己消费大背景下，IP 供给端繁荣以及商业化运营驱动衍生品市场规模扩容，国内政策红利持续释放有望推动 IP 衍生品产业生态的进一步成熟完善，海外市场迎来爆发，贡献可观增量。我们看好 2026 年 IP 衍生品赛道的投资机会。产业链方面，上中下游头部厂商依托自身优势禀赋持续拓展全链条，上游 IP 方面重点关注上海电影、光线传媒、大麦娱乐，中游重点关注泡泡玛特、布鲁可、奥飞娱乐等。下游重点关注名创优品。**(4) 黄金珠宝：**1-12 月限额以上单位商品零售额中金银珠宝品类累计增长 12.78%，受益于“悦己”消费的崛起，“自戴”场景是当前金饰销售的核心驱动力。高工艺一口价计件产品增速亮眼，品牌及产品力重要性日益凸显。头部品牌积极布局出海，以东南亚为起点开启国际化探索。11 月税改新政落地，利好头部品牌零售商市占率提升。重点关注具有品牌溢价能力以及布局品牌出海的公司，标的上关注：潮宏基、老铺黄金等。

5.1 若羽臣

公司以代运营业务起家，逐渐拓展布局自有品牌。公司成立于 2011 年以“为全球优质消费品牌链接每个中国消费者”为使命，致力于通过全链路、全渠道的数字化能力，赋能品牌业务的全生命周期增长。2020 年 9 月 25 日，若羽臣正式登陆深交所。目前公司业务半径已遍及全球 30 多个国家和地区，高质量地为宝洁、拜耳、强生、赛诺菲等超百个国际国内知名企业及品牌提供了数字化服务。在大健康、美妆个护、母婴、食品饮料等多个领域建立起头部竞争优势。尤其在大健康领域，若羽臣自 2016 年起就正式布局大健康业务，多年来累计服务超过 50 个大健康品牌，沉淀了 20 多个渠道，并搭建超过 200 人的保健品业务团队等，拥有了医疗器械、OTC、进出口等稀缺资质认证，建立起头部竞争优势和强大的资源整合能力，并连续多年蝉联天猫

国际和天猫服务商 TOP1。

图 47：若羽臣发展历程



资料来源：公司公告，若羽臣情报站公众号，国元证券研究所

目前公司主要业务包括品牌管理、自有品牌及代运营业务三块业务。其中自有品牌业务主要有 LYCOCELLE 绽家、FineNutri 斐萃以及纽益倍品牌，2025H1 收入占比 46%；品牌管理业务由公司全权负责品牌方在合作区域内的销售运营及营销推广，并拥有该区域的销售定价权和客户资源，根据不同合作模式可以分为总代业务、经营权买断、合资品牌三种类型，目前合作包括如艾惟诺、拜耳康王和达益喜，以及和丽康 Herbs of Gold、DHC 等品牌。代运营业务包括店铺代运营、渠道分销及品牌策划，2025H1 公司收入占比 29%。

表 8：公司业务模式及收入占比情况

模式	2025H1 收入占比	盈利模式/品牌介绍
品牌管理业务		
经营权买断	25%	公司在取得合作品牌方授权后，以货品买断的形式向品牌方进行采购，再通过线上及线下多渠道布局，进行推广销售，利润来源于销售收入与采购成本及各项费用的差额。
合资品牌		以货品买断的形式向品牌方进行采购，再通过线上及线下多渠道布局，进行推广销售，利润来源于销售收入与采购成本及各项费用的差额。
自有品牌		
LYCOCELLE 绽家		整合公司与合作品牌双方的技术、资金、管理、市场等资源，共同生产和销售产品，利润来源于销售收入与采购成本及各项费用的差额。
FineNutri 斐萃	46%	于 2020 年末正式在中国市场上市销售，定位高端香氛家居清洁护理，以“专衣专护”、“香氛清洁”等心智切入悦己清洁场景。
纽益倍		专注口服美容，围绕麦角硫因、红宝石油等抗衰成分，结合合成生物学等技术创新，打造兼具成分功效与使用体验的产品方案，上市 12 个月成为中国零售额最快突破 5 亿的美容类膳食补充剂品牌。
代运营业务		
代运营	29%	2025 年 6 月推出，满足大众市场对麦角硫因产品的需求。
渠道分销		公司为品牌方在第三方电商平台运营品牌旗舰店，对于部分品牌，公司基于授权代理商的授权在特定电商平台运营专营店，公司提供品牌定位、店铺运营、整合营销、数据挖掘、媒介采买、供应链管理等服务。店铺代运营业务根据结算方式不同，分为零售模式和服务费模式。零售模式下盈利来源体现为货品的购销差价；服务费模式下收取运营服务费，服务费一般采用固定服务费、提点服务费或两者结合的方式。
		公司向品牌方或其授权代理商采购商品后销售至分销商，由分销商对外销售。盈利来源为货品的购销差价

资料来源：公司公告，国元证券研究所

股权结构方面，公司董事长王玉持有公司 30.18% 股权，其配偶王文慧女士持有公司 4.29% 股权，王玉、王文慧夫妇通过雅艺生物科技合伙企业(有限合伙)间接控制 8.47% 股权，合计控制公司 42.94% 股权。

表 9：公司前十大股东及持股比例（截至 2025 年三季度报）

股东名称	持股数量(股)	占总股本比例
王玉	93,864,140	30.18%
天津雅艺生物科技合伙企业(有限合伙)	26,342,400	8.47%
朗姿股份有限公司	13,553,675	4.36%
王文慧	13,335,840	4.29%
徐晴	5,693,800	1.83%
中国工商银行股份有限公司-东方红启恒三年持有期混合型证券投资基金	4,870,682	1.57%
姜立涛	4,627,729	1.49%
中国工商银行股份有限公司-华安媒体互联网混合型证券投资基金	4,430,097	1.42%
中国建设银行股份有限公司-东方红启东三年持有期混合型证券投资基金	3,636,054	1.17%
香港中央结算有限公司	3,210,172	1.03%

资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

财务方面，自有品牌持续放量带动收入和利润增长。2020-2024 年公司营业收入由 11.36 亿元增长至 17.66 亿，2025 年前三季度公司实现营业收入进一步攀升至 21.38 亿，同比增长 85.30%，主要受益于公司自有品牌业务持续放量。利润方面，2021 年利润下滑较大，主要由于自有品牌处于前期孵化、市场开拓阶段，公司在产品研发、市场推广、人员招募方面投入较大对利润产生负面影响较大，随着自有品牌逐渐壮大，公司利润改善，2025 年前三季度实现归母净利润 1.05 亿元，同比增长 81.57%。

图 48：公司营业收入（百万元）及增速（%）

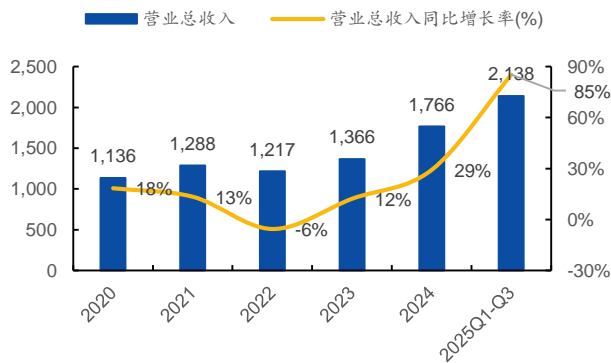
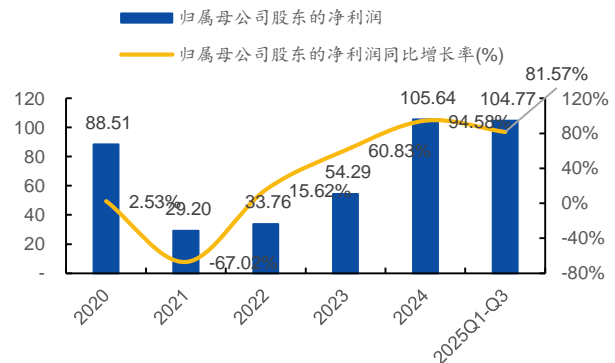


图 49：公司归母净利润（百万元）及增速（%）



资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

绽家品牌定位高端家居清洁品牌，切入“专衣专护”、“香氛清洁”等使用场景，以沙龙级调香与多元香氛矩阵塑造高端心智。2019 年公司收购绽家品牌，2020 年品牌推出中国市场，绽家聚焦高端市场，切入“专衣专护”、“香氛清洁”等使用场景，以沙龙级调香与多元香氛矩阵塑造高端心智。绽家产品线由内衣洗衣液起步，逐渐延展至衣物喷雾、地板清洁剂、洗衣凝珠以及香氛洗衣液等品类，其中香氛洗衣液 2024 年上市当年即实现零售额 5.88 亿，根据弗若斯特沙利文资料，截止 2025 年 6 月 30 日止六个月零售额计，绽家香氛洗衣液在天猫标准洗衣液类中排名第三。目前绽家品牌涵盖四大类别，分别为植物清洁护理、家居清洁护理、空间香氛以及个人清洁护理。2025 年双十一，绽家全渠道实现 80% 增速，继续保持强劲增长势能，其中天猫渠道

增长 65%，位列天猫家清品牌成交榜（除去纸品）第四位，四季繁华香氛洗衣液位列除菌洗衣液热卖榜 Top1，精油香氛洗衣凝珠位列洗衣凝珠销售榜 Top1，香氛护衣喷雾位列衣物香氛喷雾销售榜 Top1，香氛内衣洗衣液位列内衣洗衣液销售榜 Top2；抖音销售额同比增长 102%；京东渠道销售额同比增长 135%。

图 50：绽家多元化产品组合



资料来源：公司港股招股书，国元证券研究所

图 51：绽家 2025 双十一天猫单品榜排名情况

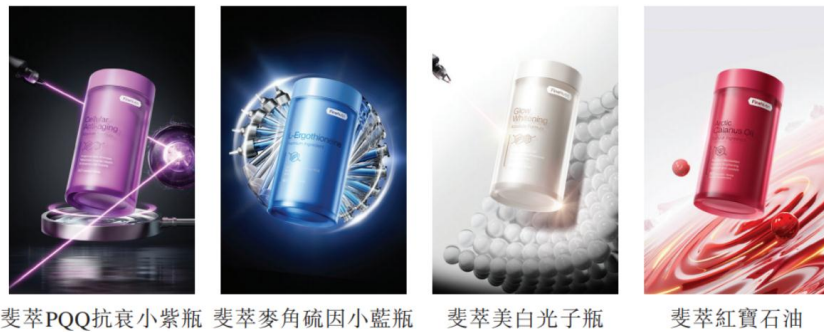


资料来源：若羽臣情报局公众号，国元证券研究所

斐萃定位科学抗衰口服美容，聚焦麦角硫因、红宝石油等核心成分。斐萃品牌于 2024 年 9 月上线，专注科学抗衰口服美容，聚焦成分敏感型女性以及进准营养价值需求人群，围绕麦角硫因、红宝石油等核心成分，打造多 SKU 产品矩阵。斐萃以“抗衰小紫瓶”引爆市场为起点，带动“美白光子瓶”、“红宝石油胶囊”等系列产品持续增长。原料端，公司依托合成生物学技术推动麦角硫因生物利用率大幅提升以及原料

成本下降并率先实现应用落地；2024年10月公司与全球唯一红宝石油生产商-Zoooca达成战略合作伙伴关系，成为其大中华区的独家分销商，巩固在上游成分端优势。基于公司多年在大健康赛道的运营经验以及消费者洞察，斐萃快速放量，推出首年零售额达5.17亿，成为中国美容膳食补充剂品牌中最快突破5亿元的品牌。2025年双十一期间，斐萃全渠道GMV同比增长35倍，环比618增长110%，核心大单品“抗衰小紫瓶”位列天猫麦角硫因销售榜、回购榜、好评榜Top1，“红宝石油”位列天猫口服美容营养品销量榜Top6。

图 52：斐萃系列产品



斐萃PQQ抗衰小紫瓶 斐萃麦角硫因小蓝瓶 斐萃美白光子瓶 斐萃红宝石油

资料来源：公司港股招股书，国元证券研究所

基本假设：我们预计2025-2027年自有品牌的收入增速分别为282.64%/83.91%/45.60%，其中绽家品牌收入分别为10.17/14.74/19.83亿元，同比增长110.00%/45%/30%；斐萃品牌2025-2027年的收入分别为7.50/15.00/22.50亿元。公司电商运营服务收入增速分别为-20%/-15%/-10%。公司品牌管理业务收入增速分别为40%/20%/10%。

公司自有品牌持续放量，绽家多品类全渠道拓展，斐萃表现超预期，新品牌Nuibay、VitaOcean销售持续爬坡，预计公司2025-2027年营业收入分别为32.29/48.36/64.60亿元，同比增长82.89%/49.74%/33.60%，归母净利润分别为1.82/3.03/4.30亿元，同比增长73.00%/65.90%/41.81%，EPS分别为0.57/0.95/1.34元，对应PE分别为66.32/39.98/28.19，对应PEG分别为0.91/0.61/0.67，参考可比公司2026年一致预期平均PEG为0.89，给予“买入”评级。

表 10：若羽臣可比公司估值

代码	名称	EPS			PEG			PE		
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
300740.SZ	水羊股份	0.54	0.78	0.98	0.46	0.67	0.90	42.24	29.24	23.28
603605.SH	珀莱雅	4.23	4.77	5.36	2.19	1.19	1.09	17.26	15.30	13.62
1318.HK	毛戈平	2.71	3.51	4.45	0.88	0.82	0.70	31.92	24.64	19.44

资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

注：可比公司采用同花顺 iFinD 6 个月一致预期计算，收盘价为 1 月 30 日收盘价

5.2 泡泡玛特

公司是国内潮玩市场开拓者，从潮玩零售商起家转型 IP 运营商，全产业链布局逐步完善，发力打造全球化 IP 生态集团。泡泡玛特成立于 2010 年，首家门店在北京欧美汇购物中心开业，初期定位为“潮流杂货店”。2014 年公司获日本潮玩 Sonny Angel 代理权，2015 年 Sonny Angel 贡献公司近 1/3 营收。同年推出全新 lifestyle 概念旗舰店，开始尝试打造更具品牌特色的线下场景，向潮玩集合店模式转型。2016 年，Dreams 收回 Sonny Angel 代理权，公司与设计师王信明合作推出 Molly 星座系列盲盒热销，成为收入增长的主要驱动。此后公司围绕“IP+盲盒”商业模式，通过授权签约及自有孵化等方式相继推出 The Monster、DIMOO、SKULLPANDA 等多个 IP。2020 年在港交所上市后，公司加速 IP 集团化和全球化布局，2023 年泡泡玛特城市乐园开业，2024 年中国港澳台及海外门店数净增约 50 家达到 130 家，2025 年上半年海外收入占比超 40%，已成为公司业绩增长的重要驱动。

图 53：公司发展历程



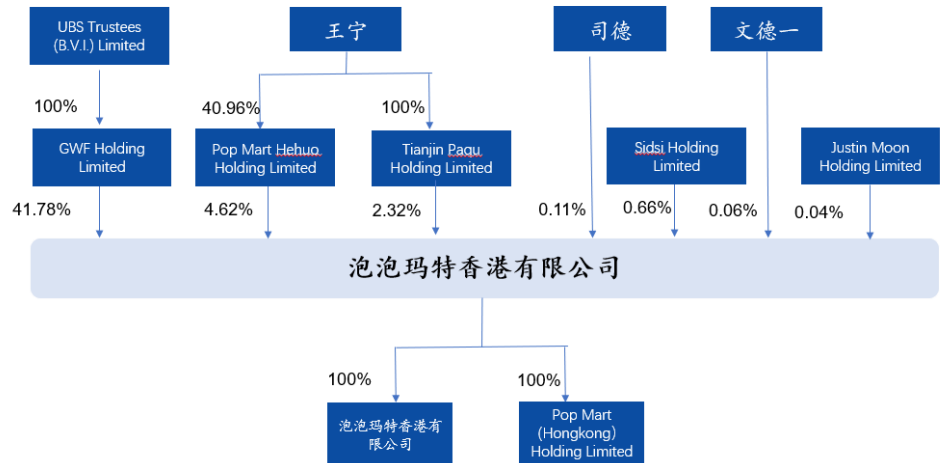
资料来源：公司公告，第一财经，国元证券研究所

创始人为第一大股东，股权安排绑定核心人员，管理层均为高学历人才，具备丰富行业经验与战略视野。创始人、董事长兼 CEO 王宁为第一大股东，通过 BVI 公司 GWF Holding 持股 41.78%，并通过天津葩趣和泡泡玛特合伙两大平台持股约 4.21%。公司核心管理层均为高学历人才，在公司创立前期加入。王宁自 2010 年创立泡泡玛特至今一直主导公司战略，首席运营官司德 2015 年加入集团，直接持股 0.11%，海外业务总裁文德一 2018 年加入集团，持股 0.06%。2025 年 12 月，公司引入 LVMH 大中华区总裁吴越担任非执行董事，强化了高端资源链接与国际化治理，为公司长远发展提供了坚实保障。

表 11：公司核心管理层及过往经历

姓名	职位	工作经历	学历
王宁	董事会主席、执行董事、行政总裁	2010年10月成立泡泡玛特集团，负责公司整体战略规划及管理。	2009年获得中国郑州大学西亚斯国际学院广告专业学士学位，并于2017年获得中国北京大学光华管理学院工商管理硕士学位。
司徒	执行董事、首席运营官	2015年加入集团。负责集团运营工作及大陆地区的整体业务。入职集团之初的职务为品牌总监，于2016年升为副总裁。	2011年获中国传媒大学法语专业学士学位，并于2017年获得中国北京大学光华管理学院工商管理硕士学位。
文德一	执行董事、副总裁、国际业务总裁	2018年加入集团。负责监察公司中国港澳台地区及海外业务部。	2005年获得韩国建国大学中文学士学位，并于2018年获得中国北京大学工商管理硕士学位杨女士于2010年加入集团，负责公司IP运营、产品研发及Imner flow艺术机构。
杨涛	副总裁	2019年至2024年担任本公司执行董事。	2009年获得美国福特海斯州立大学通识学学士学位，并于2010年获得香港浸会大学传播学硕士学位。
刘冉	执行董事副总裁	2011年7月加入集团，负责公司的总裁办。	2010年获得中国郑州大学西亚斯国际学院旅游管理专业学士学位，并于2020年获得中国北京大学光华管理学院工商管理硕士学位。
杨镜冰	首席财务官	2017年加入集团，负责公司的财务管理。	2002年6月获得中国上海财经大学法学及管理学学士学位，并于2016年6月获得中国北京大学光华管理学院工商管理硕士学位。

资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 54：泡泡玛特股权结构（截至 2025 年 12 月 31 日）


资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

营收净利表现亮眼，2022 年经历短期波动后强劲反弹。收入方面，2021-2024 年营收年复合增长率达 43%，2024 年突破 130 亿元，较 2021 年翻三倍。2025 年上半年，泡泡玛特营收 138.8 亿元，同比增长 204.4%，半年营收已超 2024 年全年。净利润方面经调整净利润 47.1 亿元，同比增长 362.8%。净利润方面，2021-2024 年公司归母净利润年复合增长率达到 54%，2025 年上半年净利润 45.74 亿元，同比 +396%。

图 55：公司营业收入及同比增速

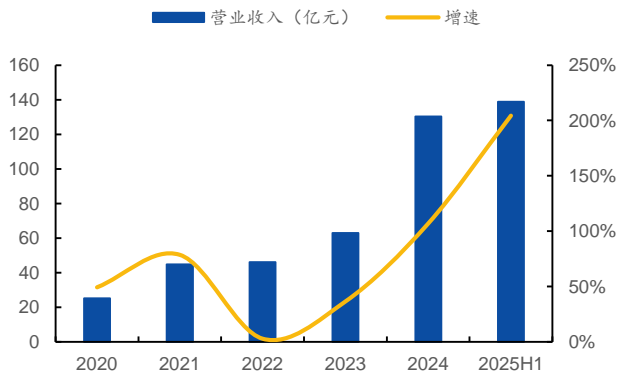
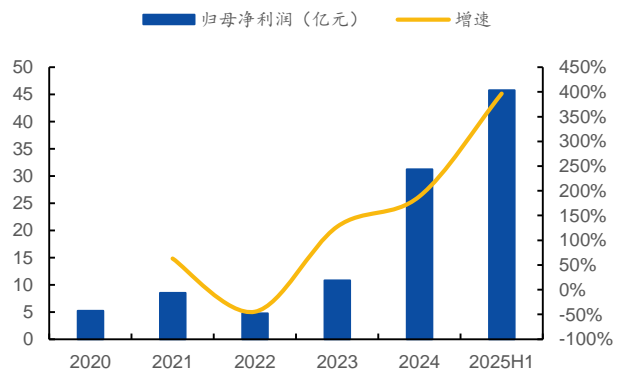


图 56：公司归母净利润及同比增速



资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

多路径构建 IP 矩阵，有效分散单一 IP 依赖风险。公司通过签约、孵化及内部设计三大路径持续扩充其 IP 储备，截至 2025 年已与全球超 200 位艺术家建立合作。2025 年上半年共有 13 个艺术家 IP 收入过亿，其中 5 个 IP 收入超 10 亿元。内部艺术家发掘团队从 2017 年合作 MOLLY 至今已陆续签约 THE MONSTERS、SKULLPANDA、CRYBABY、星星人等多个热门潮流 IP，超过 100 人的内部设计团队创作出小野 HIRONO、小甜豆、ZSIGA 等年轻化情绪 IP，并引入迪士尼、环球影业等授权 IP，形成多元化内容矩阵，有效降低单一 IP 依赖风险。

图 57：公司合作品牌与艺术家

COOPERATION
合作品牌

SUPER ARTISTS
合作艺术家

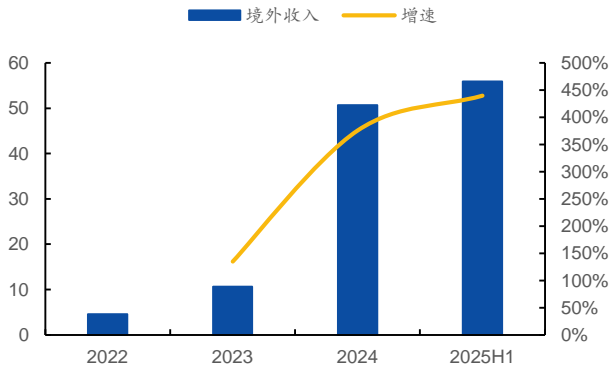
资料来源：泡泡玛特官网，国元证券研究所

全球渠道精细化布局，海外市场爆发式增长。公司自 2020 年上市后开始着手布局全球版图。2021 年将海外业务从经销商模式转向直营模式，通过海外社媒、电商平台及独立站运营以及参加国际潮玩动漫展会加大 IP 破圈，入驻 23 个海外国家及地区，海外收入成功破亿。2024 年泡泡玛特海外扩张全面加速，门店数量从约 80 家增至 130 家，针对不同市场需求采取差异化布点策略。北美市场作为核心增长极，在纽约时代广场、洛杉矶比弗利山庄等顶级商圈与文化地标开设大型主题旗舰店；东南亚市场作为基本盘与收入主力，持续加密布局，并积极探索旅游零售场景，在曼谷、新加

坡、巴厘岛等国际枢纽机场及热门旅游城市开设免税店或旅游主题店；欧洲市场着力提升品牌势能，在时尚与旅游核心城市开设首店，强调艺术与设计感。分渠道来看，2025年上半年中国（含中国港澳台）实现营收82.8亿元，占比59.7%；海外营收55.9亿元，占比40.3%，海外增速高达440%。线下渠道收入约30.7亿元，线上渠道实现收入29.4亿元，分别增长404%/212%。海外市场中，亚太地区占比最高达47.4%，美洲、欧洲增速均超600%。

图 58：泡泡玛特境外地区收入（亿元）及增速（%）

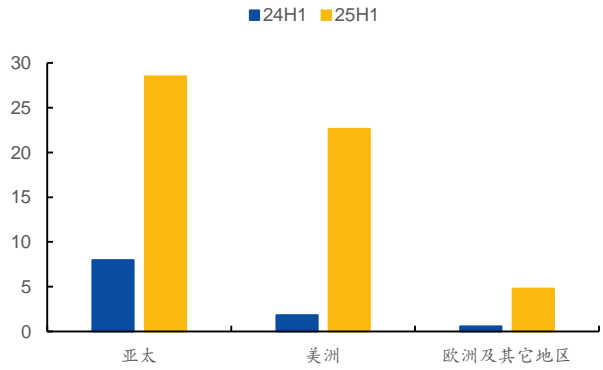
图 59：泡泡玛特海外分市场收入（亿元）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

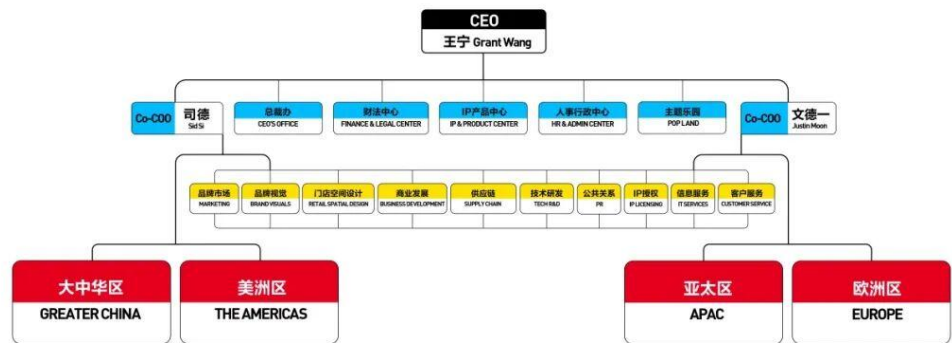
资料来源：公司公告，国元证券研究所

注：2025 上半年统计范围不含中国港澳台。



组织架构全面升级，扁平化设计进一步保障全球运营效率。2025年4月公司启动全球组织架构全面升级，大中华区、美洲区、亚太区、欧洲区等设置区域总部，优化资源调配空间，通过更加扁平化的组织架构，提高集团管理和协同效率；集团平台部门也升级为赋能全球的引擎，为各国家和地区运营发展提供全面的支持。伴随组织架构升级，泡泡玛特集团高级副总裁文德一将兼任集团联席COO，与司德共同负责集团在全球业务的管理及运营工作。

图 60：公司组织架构扁平化升级

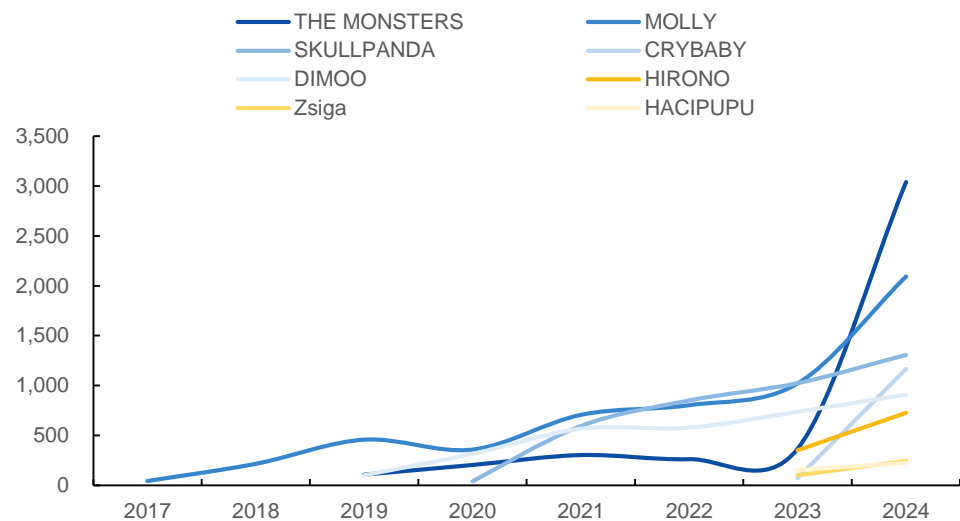


资料来源：泡泡玛特公众号，国元证券研究所

IP 筛选孵化、产品设计、供应链到商业化落地全链条闭环构建，系统能力全方位领先，头部集聚效应持续放大竞争优势。公司深耕行业多年，积累了敏锐的潮流洞察力，

能够快速判断 IP 潜力。在与艺术家共创初步形象后，公司依托完善的全渠道布局以及机器人商店这一特色渠道进行市场测试和针对性优化迭代，提升爆款孵化成功率。在 IP 长效运营层面，通过系列化推新、跨界联名及快闪策展等推动 IP 破圈，并已积累丰富的爆品运营和跨文化运营经验；供应链方面，2026 年初随着公司印尼、柬埔寨及墨西哥合作生产基地投入运营，其全球化制造网络已覆盖东南亚与北美，实现了敏捷、低成本的产能支撑。这一可复制的 IP 运营闭环，形成了强大的“生态引力”，持续吸纳全球顶尖的艺术家、供应链及渠道资源，而资源的汇聚又进一步反哺和强化各环节能力，构筑起持续自我强化的竞争护城河。

图 61：公司 2021-2024 核心 IP 贡献销售额（百万元）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

基本假设：我们预计 2025-2027 年公司国内线下渠道的收入增速分别为 100%/15%/10%，线上渠道同比增速分别为 250%/30%/10%；海外线下渠道的收入增速分别为 250%/50%/35%，线上渠道同比增速分别为 500%/50%/35%。

公司是国内潮玩领军企业，IP 运营全链条护城河高筑，头部 IP 表现亮眼，海外市场迎爆发式增长，集团化、全球化战略稳步推进。预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 389.45/532.14/660.38 亿元，归母净利润分别为 119.91/170.81/220.94 亿元，EPS 分别为 8.92/12.72/16.75 元，对应 PE 分别为 22.33/15.68/12.12，参考可比公司 2026 年一致预期平均 PE 水平为 17.77，给予“增持”评级。

表 12: 泡泡玛特可比公司估值

代码	名称	EPS			PE		
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
9896.HK	名创优品	2.12	2.92	3.65	17.36	12.60	10.08
0772.HK	阅文集团	1.47	1.45	1.61	24.35	24.69	22.24
0325.HK	布鲁可	3.19	4.51	5.91	22.66	16.03	12.23

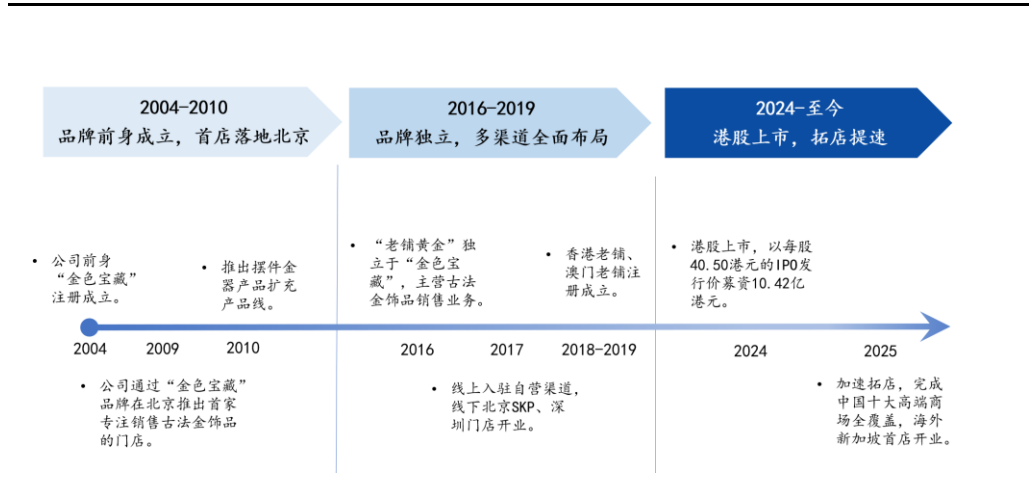
资料来源: 同花顺 iFinD, 国元证券研究所

注: 可比公司采用同花顺 iFinD 6 个月一致预期计算, 收盘价为 1 月 30 日收盘价

5.3 老铺黄金

国内古法金器专业第一品牌, 受益金价上行及品牌势能释放业绩爆发式增长。根据弗若斯特沙利文, 老铺黄金是中国第一家推广“古法黄金”概念的品牌, 前身系创始人徐高明先生成立的金色宝藏公司, 2009 年在北京开出首家门店。2016 年老铺黄金独立成为销售古法金饰品经营实体, 2017 年公司布局线上自营渠道, 并在北京 SKP 开出门店, 2018-2019 年香港、澳门老铺相继注册成立, 境内境外线上线下多点开花。2024 年公司完成港股上市, 募集资金 10.42 亿元, 2025 年公司加速拓店, 截至年底已开出 38 家门店, 完成国内十大高端商场全覆盖, 海外新加坡首店开业。受益于近年来金价上涨带来的行业红利与自身品牌势能的释放, 2023/2024/25H1 公司营收同比分别增长 145.7%/167.5%/251.0%, 归母净利润同比分别增长 340.4%/253.9%/285.8%。

图 62: 公司发展历程



资料来源: 公司招股书, 公司公告, 国元证券研究所

图 63：老铺黄金收入及同比增速

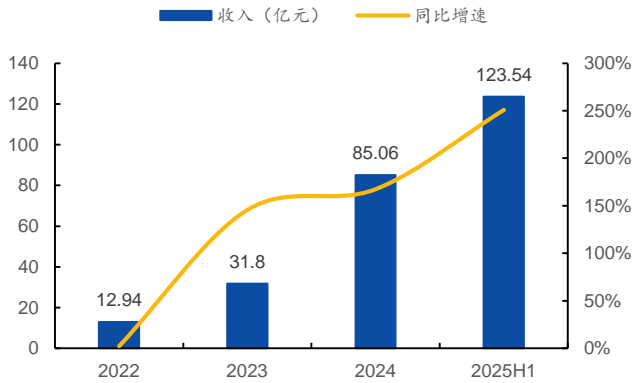
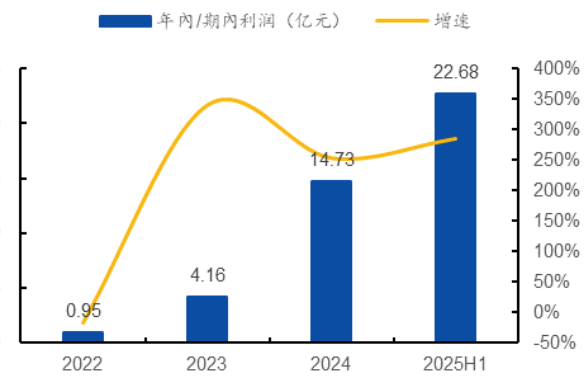


图 64：老铺黄金净利润及同比增速

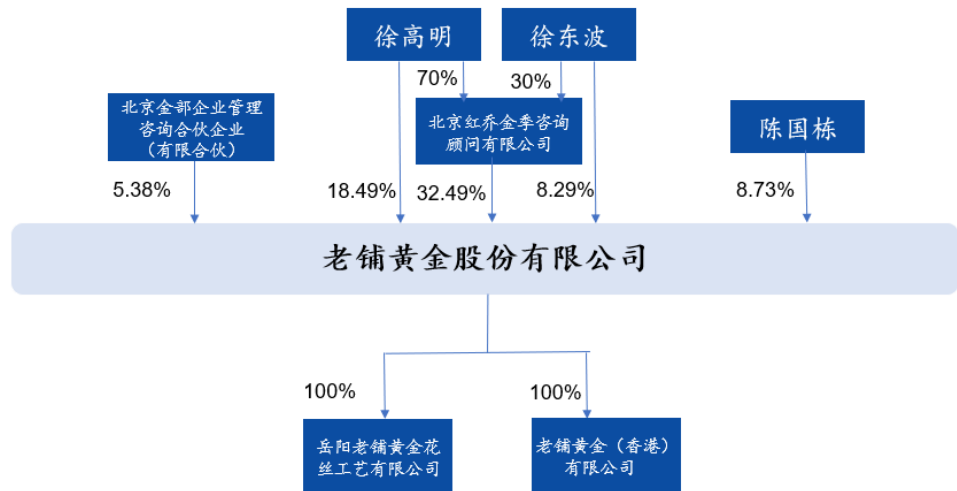


资料来源：公司公告，iFind，国元证券研究所

资料来源：公司公告，iFind，国元证券研究所

股权结构集中，管理层多年深耕黄金珠宝领域。公司第一大股东为创始人兼董事长徐高明与其子徐东波，两人分别直接持有公司股份，并通过红乔金季和天津金橙间接持有股份，合计持股 64.65%。公司核心管理团队包括徐高明、徐东波、徐锐、蒋霞、冯建军。创始人徐高明 2004 年创立金色宝藏，开始从事黄金珠宝、文房古董等销售和研发业务，对古法金行业有深刻洞察，亲自操刀产品设计，其余管理层均有多年黄金珠宝企业管理和产品研发经验。稳定的股权结构和管理团队的丰富从业经验为公司的发展奠定坚实基础。

图 65：公司股权架构（截至 2025 年 6 月 30 日）



资料来源：同花顺 iFinD，公司公告，国元证券研究所

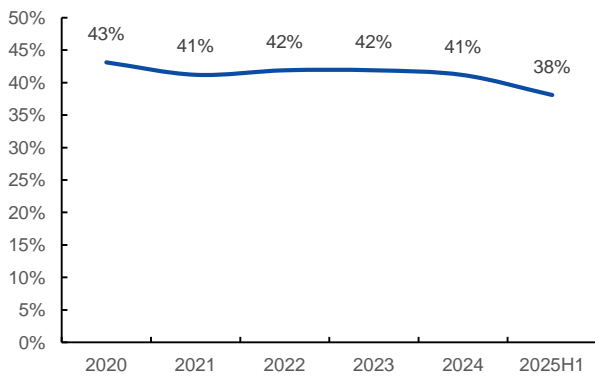
表 13: 公司管理层及主要过往经历

高管姓名	职位	主要过往经历
徐高明	董事长、执行董事、总经理、商品研发总监	2004年6月创立金色宝藏，2004年6月至2018年12月担任金色宝藏总经理，2012年7月创立文房文化，2012年7月至2017年9月担任文房文化总经理
冯建军	执行董事、副总经理	曾任金色宝藏企业管理相关职务；曾任岳阳红乔企业管理相关职务。
徐锐	执行董事、营业部总经理	2004年3月至2009年11月担任岳阳红乔的业务营运相关工作，2009年12月至2016年12月担任金色宝藏的业务营运相关工作
蒋霞	执行董事、质检部总监	曾任金色宝藏商品管理部产品管理及品质检验相关职务；曾任岳阳红乔采购相关职务。2021年起获标准化管理工程师、贵金属首饰和宝石检验师、钻石分级师等认证。

资料来源：公司招股书，国元证券研究所

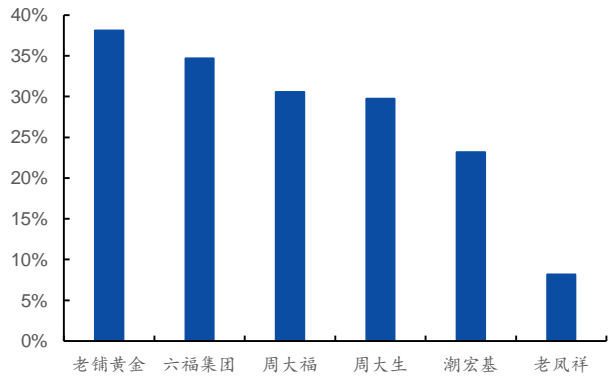
品牌定位锚定高端，产品工艺、渠道点位与竞品相比明显差异化，毛利水平远高于同业。产品端来看，公司主要采用自产模式生产产品，应用花丝、篆刻、镶嵌及烧蓝等传统手工古法金工艺，营造稀缺属性。产品主题围绕文化宗教，兼具时尚审美和收藏价值。产品定位方面来看，公司产品以高克重为主，一口价产品占据主导。据招股书披露，2023年公司售价1-5万为主力价格带，占比65%，5-25万占比19%，同期周大福黄金首饰及产品平均售价为5400港元。渠道端来看，公司坚持自营模式开店，精选与品牌调性相符的高端商场进行入驻，严格把控门店设计与服务质量，提供高端服务体验。截至2025年底已实现中国十大高端商场全覆盖，根据弗若斯特沙利文，2024-2025H1，老铺黄金在中国内地单个商场的平均收入与坪效，在所有珠宝品牌（含国际品牌）中持续排名第一。工艺精美的高品质的稀缺产品以及高端门店选址的和沉浸式服务体验奠定了品牌的强溢价能力。2023年来公司毛利水平稳定在40%上下，高于同业可比公司。

图 66: 老铺黄金毛利率



资料来源：公司公告，iFind，国元证券研究所

图 67: 老铺黄金毛利率高于可比公司



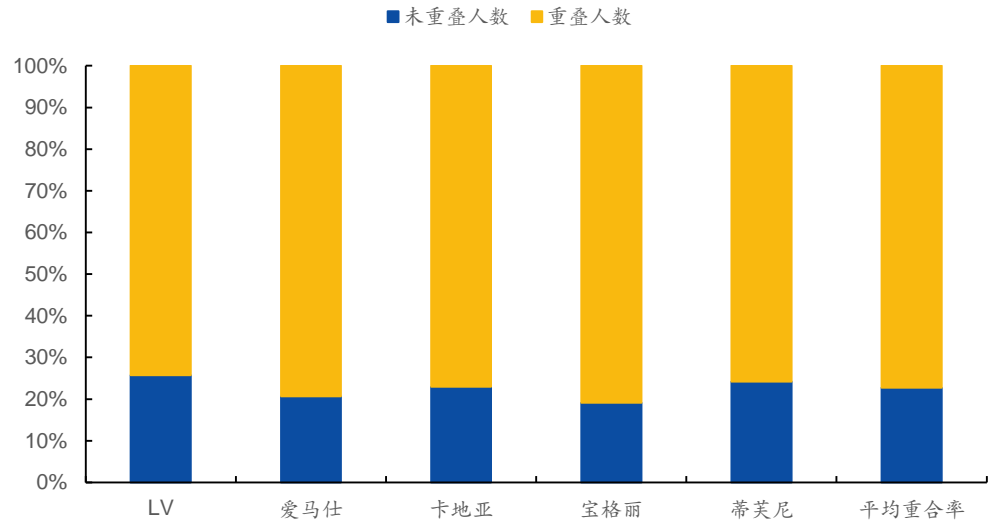
资料来源：公司公告，iFind，国元证券研究所

注：毛利率统计截至各公司最新报告期。

高净值人群认可度及贡献率持续提升，客群画像与国际高奢珠宝品牌高度重合。根据公司招股书，2021年、2022年及2023年，个人年购买金额超过人民币1百万元

的忠诚会员分别贡献 8.5%、10.1%及 15.9%的收入。2023 年老铺黄金上榜胡润品牌报告，已连续两年被评为高净值人群最青睐的十大珠宝品牌之一。根据弗若斯特沙利文，截至 25H1 老铺黄金消费者与路易威登、爱马仕、卡地亚、宝格丽等国际五大奢侈品牌的消费者平均重合率高达 77.3%。

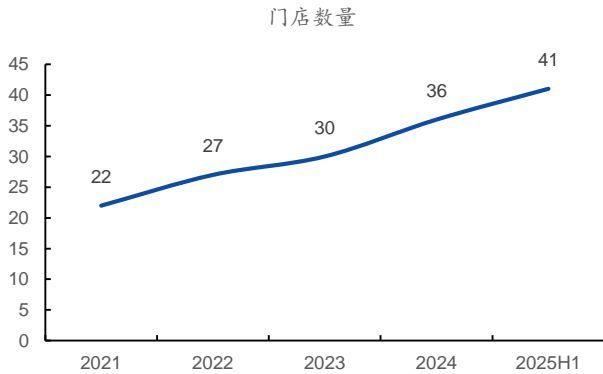
图 68：老铺黄金客群画像与国际高奢珠宝品牌高度重合



资料来源：公司公告，国元证券研究所

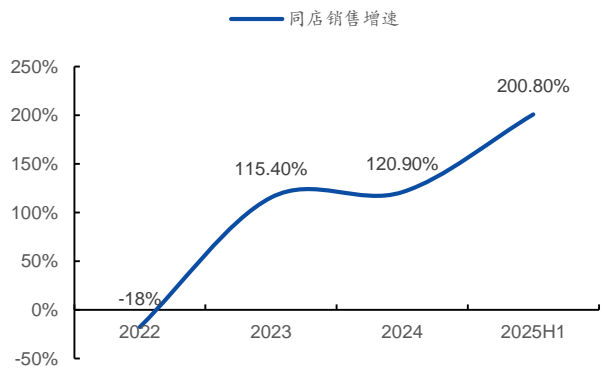
25 年品牌破圈+新品迭代+拓店提速，多维驱动业绩高增。25 年以来老铺黄金品牌影响力持续提升，会员人数快速增长。截至 2025H1，公司忠诚会员达到约 48 万名，相较 2024 年年底增加 13 万名，高端人群持续渗透。产品端来看，截至 2025H1 公司已创作出近 2100 项原创设计，25 年发布曼陀罗吊坠、葫芦系列、光明女神吊坠、九股玄黑金刚杵等多款设计独特的新品。渠道端来看，2025H1 公司新增门店 5 家，下半年拓店提速，上海新天地、上海恒隆广场、香港 IFC 门店等相继落地，拓店速度超预期。拆分收入来看，25H1 公司线下门店/线上平台分别实现收入 107.4/16.2 亿元，分别同比+243%/+313%，同店收入同比+200.8%，在单个商场平均实现销售额约 4.59 亿元。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。

图 69：2021-2025H1 公司门店数量（个）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

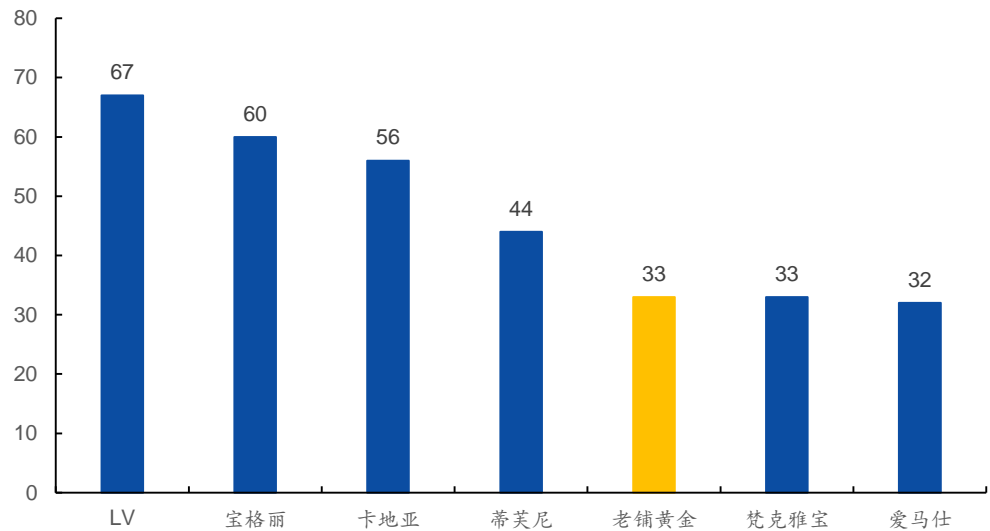
图 70：2022-2025H1 老铺黄金同店销售增速



资料来源：公司公告，国元证券研究所

国内同店优化叠加海外市场拓展，未来增量空间可期。当下公司品牌已逐步形成坚实心智，拥有忠实客群。在维持品牌推新节奏的情况下未来增量空间主要由国内同店优化及海外市场拓展贡献。从渠道层面来看，公司在门店数量扩张和商圈拓展方面布局已基本完成。截至 24 年底国际珠宝奢侈品牌公司门店数量在 30-70 家不等，截至 25H1 公司门店数量达到 41 家，逐步达到国际平均水平，且门店选址已实现国内前十大高端商场和核心一线及新一线城市全覆盖，未来有望通过店铺扩容、区位优化及高客运营持续提升店效水平。海外方面，公司从华人文化基因深厚，对中式黄金的接受度较高的东南亚市场切入，首店落子新加坡，有望通过金器等本土化产品布局拓展西方客户，进一步驱动业绩增长。

图 71：截至 2025 年 1 月国际珠宝奢侈品牌内地门店数量（个）



资料来源：解数咨询，国元证券研究所

基本假设：我们预计 2025-2027 年公司净增门店数量分别为 12/5/3 家，同店收入增速分别为 150%/15%/8%，达到 5.64/6.54/7.06 亿元。线下渠道收入增速分别为

189%/33%/25%，线上渠道收入增速分别为 300%/50%/20%。

公司依托差异化产品定位、高端渠道点位布局持续夯实高奢品牌心智，看好后续品牌破圈、店效优化及海外拓展进一步驱动业绩增长。预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 257.74/349.45/433.80 亿元，同比增长 203.02%/35.58%/24.14%，归母净利润分别为 47.68/65.97/81.90 亿元，同比增长 223.69%/38.35%/24.15%，EPS 分别为 27.03/37.40/46.43 元，对应 PE 分别为 25.95/18.76/15.11，参考可比公司 2026 年一致预期平均 PE 水平为 20.04 倍，给予“增持”评级。

表 14：老铺黄金可比公司估值

代码	名称	EPS			PE		
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
002867.SZ	周大生	1.03	1.15	1.28	12.37	11.08	9.95
300945.SZ	曼卡龙	0.48	0.62	0.76	40.73	31.53	25.72
002345.SZ	潮宏基	0.54	0.73	0.88	23.69	17.52	14.53

资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

注：可比公司采用同花顺 iFinD 6 个月一致预期计算，收盘价为 1 月 30 日收盘价

6.风险提示

下游需求不及预期的风险, 贸易摩擦的风险, 地缘政治的风险, 行业竞争加剧的风险, 宏观经济不及预期的风险。

投资评级说明

(1) 公司评级定义

买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于 -5%与 5%之间
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上

(2) 行业评级定义

推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
中性	行业指数表现相对基准指数介于 -10%~10%之间
回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中 A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数，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），北交所基准指数为北证 50 指数。

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执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海	北京
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券	地址：北京市朝阳区安定路 5 号院 3 号楼中建财富国际中心 5 层
邮编：230000	邮编：200135	邮编：100029