



消费复苏分化，高端领跑、服务向新

零售社服行业2026年中期投资策略

姓名 黄泽鹏（分析师）

证书编号：S0790519110001

邮箱：huangzepeng@kysec.cn

姓名 李昕恬（分析师）

证书编号：S0790526030002

邮箱：lixintian@kysec.cn

1. 行业回顾

2026Q1社会消费和零售社服企业经营逐步恢复，其中利润端表现好于收入端。具体分板块看：黄金珠宝受高金价影响表现分化，跨境电商受益库存优化展现利润弹性，线下零售企业持续调改变革，化妆品国货品牌崛起，服务消费方兴未艾。值得注意的是，高端消费呈现出更快复苏的趋势，而AI对消费场景的全面渗透，则有望重构商业模式、提升企业经营效率。

2. 细分板块观点

黄金珠宝：行业竞争从“渠道为王”转向“差异化产品+消费者洞察”，供给端工艺革新叠加需求端情绪消费觉醒，头部企业加大研发投入和社媒营销“种草”，持续打造爆款、积淀品牌印记。竞争格局层面，消费者（为工艺、设计和情绪价值买单）、加盟商（重视爆款产品“自引流”能力）和商圈物业（关注年轻客群流量、坪效租金回报）等产业链多方认知选择变化，也将带来行业新老品牌格局改变。重点推荐**老铺黄金、潮宏基、周大福、周大生**等，受益标的**菜百股份、六福集团、周生生**等。

零售电商：线下聚焦经营质量提升，超市百货、母婴零售企业围绕商品、场景、体验和加盟体系多维调改变革；线上跨境电商库存情况改善，叠加AI全链路赋能精细化运营，行业有望迎来利润修复。重点推荐**永辉超市、爱婴室、华凯易佰、吉宏股份**等。

社会服务：由总量修复转向结构分化；其中旅游酒店受益客流回暖和休闲需求韧性，餐饮关注平价高频需求和龙头份额提升，教育人服赛道AI渗透赋能加速，免税亦进入业绩兑现期。重点推荐**长白山**，受益标的**中国中免、学大教育、锦江酒店、科锐国际**等。

化妆品：国货龙头依托科研突破与内容转型，精准构筑“情绪+”**薇端**壁垒；在消费者认知升级及原料规范化落地背景下，关注妆械联合、高端彩妆、嗅觉经济及口服美容等细分赛道**植愈**，推荐**贝泰妮、毛戈平、珀莱雅、上美股份、巨子生物、润本股份**，受益标的**若羽臣、敷尔佳、上海家化**等。

医美：合规趋严及税改落地，加速行业产能出清与模式重构，布局差异化产品赛道及满足医美新场景需求的公司有望受益。重点推荐**爱美客、科笛-B、美丽田园医疗健康**，受益标的**锦波生物、四环医药**等。

3. 风险提示：消费复苏不及预期；行业竞争加剧；政策风险等。

目 录

CONTENTS

- 1 综述：高端消费景气恢复较快，AI提升企业经营效率
- 2 黄金珠宝：高端古法金赛道火热，时尚珠宝拉满情绪价值
- 3 零售电商：调改变革、AI赋能，头部企业提质增效
- 4 社服：从总量修复转向结构分化，关注体验经济与服务消费
- 5 化妆品：场景破界交融，深耕“功效+情绪”双主线
- 6 医美：税改合规重塑行业，差异化产品和新场景破局
- 7 投资建议
- 8 风险提示

1.1 社零数据：2025年社会消费稳步复苏，可选品类表现有所分化

经济发展、消费场景恢复背景下，2025年及2026Q1社会消费逐步复苏。2025年我国社零总额为50.1万亿元（同比+3.7%，下同），其中2025Q1/Q2/Q3/Q4分别同比+4.6%/+5.4%/+3.4%/+1.7%，整体呈复苏态势；2026Q1社零总额为12.8万亿元（+2.4%），政策持续加码释放积极信号，关注后续消费潜能释放。

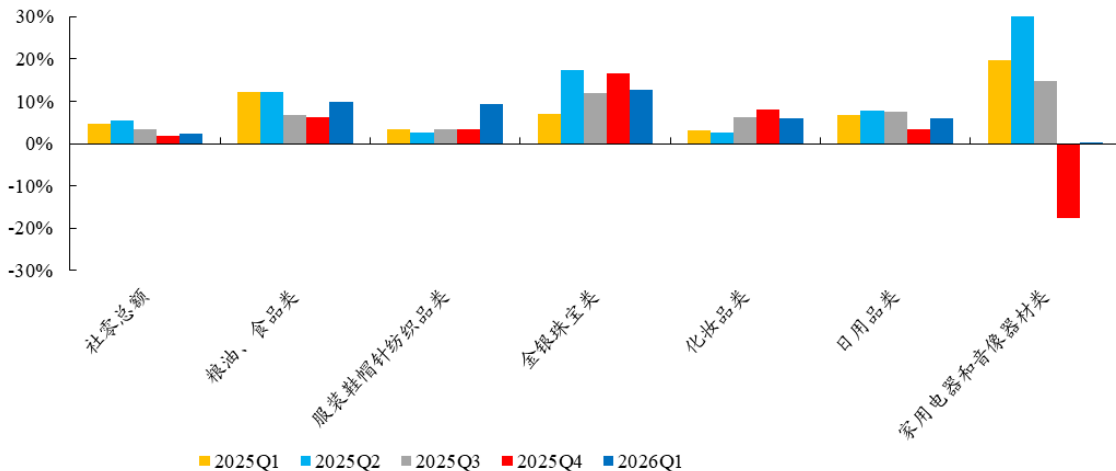
分品类看，商品消费中必选品类维持稳健，可选消费表现分化。2025年，以粮油食品为代表的必选消费品维持平稳增长，可选消费品表现略有分化，金银珠宝和化妆品类表现较好；2026Q1金银珠宝、服装鞋帽、化妆品分别同比+12.6%/+9.3%/+5.9%，金银珠宝维持较好增速。

图1：2026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2：2026Q1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

1.2 渠道：线上优于大盘、线下业态分化，出行市场稳健增长

线上零售延续良好发展势头。2026Q1实物商品网上零售总额为3.16万亿元（同比+7.5%），其中吃/穿/用类商品分别同比+17.2%/+11.6%/+3.6%，维持良好增长势头。渗透率方面，2026Q1实物商品网上零售额占社零比重为24.8%（同比+0.8pct）。

线下零售业态表现分化，超市、便利店表现较好。分业态看，2026Q1超市、便利店、百货店、专业店和品牌专卖店零售额同比分别+5.1%/+8.3%/-0.1%/+0.5%/-4.2%，其中超市、便利店销售表现较强。

出行市场稳健增长，体验文旅表现亮眼。据文旅部数据，2026年五一假期全国国内出游人次同比+3.6%、国内出游总花费同比+2.9%，人次增速快于收入，居民出游意愿旺盛，但人均消费同比-0.6%，消费力修复偏温和。拆分来看，国内重点景区客流增速表现优异，长白山、黄山等景区热度攀升；同时体验文旅热度升温，2026年五一假期票房收入同比+14.7%、深度文化游人次同比+52.3%。

图3：2026Q1实物商品网上零售额同比增长7.5%



图4：2026年一季度线下各业态表现分化

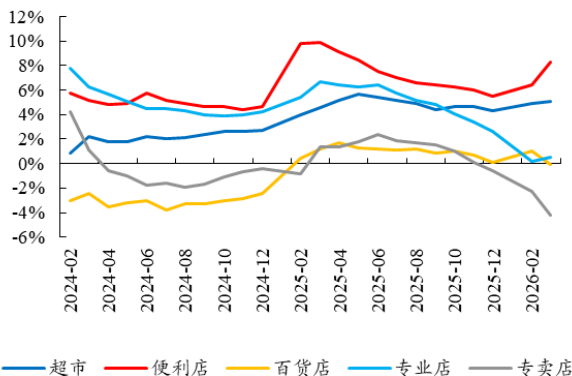
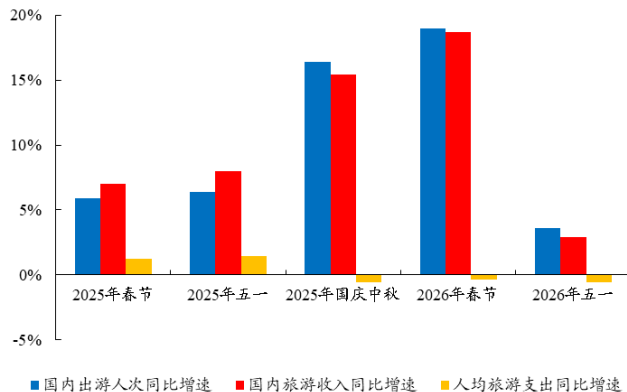


图5：国内假期出游人次、收入同比保持增长



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

数据来源：国家统计局、开源证券研究所

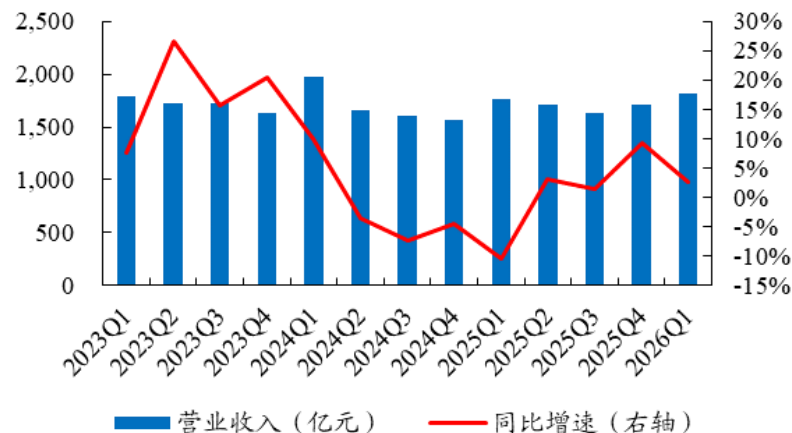
数据来源：文旅部、开源证券研究所

1.3 企业经营业绩：2025年收入端回暖，四季度开始利润复苏

收入端，零售社服企业2026年表现稳健。我们选取78家代表性上市公司（具体包括7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、4家专业连锁、14家旅游景区、3家酒店、5家教育、2家人力资源、3家会展服务和1家免税，下简称零售社服行业整体）作为样本，对零售社服行业企业经营业绩做梳理分析。2025Q1-2026Q1分季度看，行业整体营收同比增速分别为-10.4%/+3.0%/+1.5%/+9.2%/+2.7%，2025Q2开始呈现回暖趋势，2026年趋势延续。

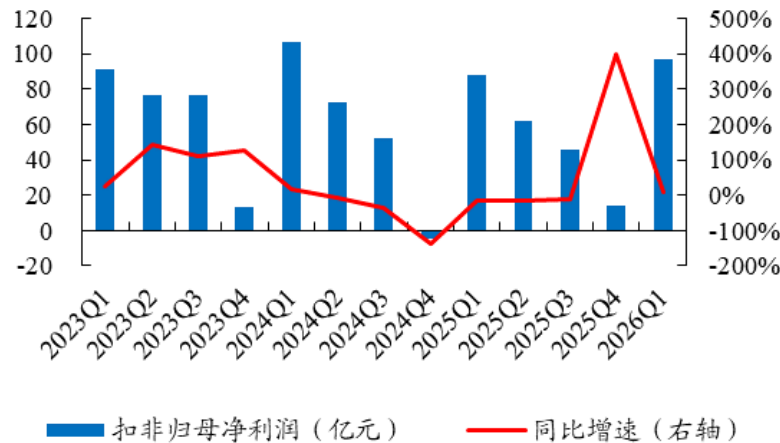
利润端，零售社服企业2025Q4开始回暖。2025年，零售社服行业整体扣非归母净利润同比增速分别为-17.2%/-14.4%/-12.2%/+400.6%，2025年四季度利润端在低基数下呈现较高增长；2026年一季度整体扣非归母净利润同比+9.5%，行业整体由“收入修复”向“利润修复”切换。

图6：2025Q4、2026Q1零售社服行业收入端表现稳健



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2025年四季度零售社服行业利润开始回暖



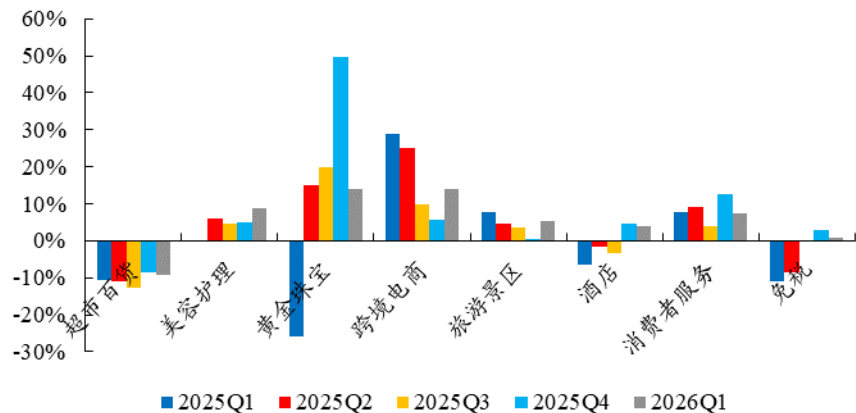
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3 企业经营业绩：黄金珠宝、美容护理、跨境电商表现较好

收入端看，黄金珠宝、跨境电商呈现较高景气，美容护理、旅游景区及消费者服务板块表现稳健。2025年超市百货板块表现相对逊色；黄金珠宝板块2025年二季度以来景气向好，2025Q1-2026Q1营收分别同比-26%/+15%/+20%/+50%/+14%；跨境电商板块同比分别+29%/+25%/+10%/+6%/+14%，保持相对较高景气；美容护理、旅游景区、消费者板块则表现较稳健，美容护理板块同比分别-0.1%/+6%/+5%/+5%/+9%，旅游板块同比分别+8%/+5%/+4%/+1%/+5%，消费者服务板块同比分别+8%/+9%/+4%/+12%/+8%。

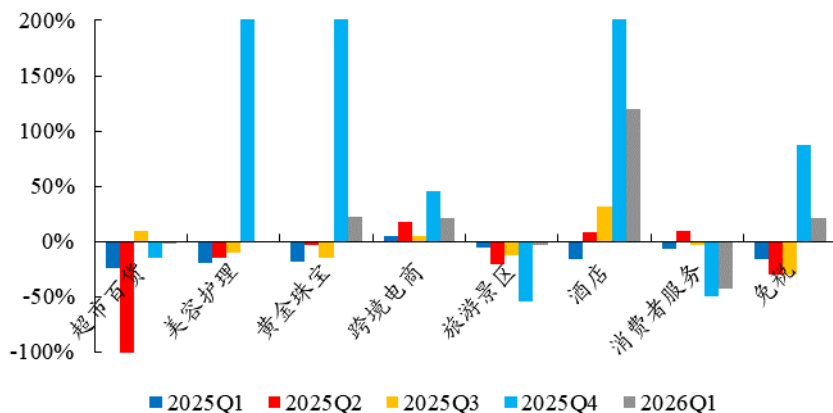
利润端看，黄金珠宝、美容护理、跨境电商、酒店、免税板块2025Q4以来均呈现回暖态势。2025Q4-2026Q1黄金珠宝板块利润端同比分别+424%/+22%，美容护理板块同比分别+464%/-1%，跨境电商板块同比分别+45%/+22%，酒店板块同比分别+925%/+120%，免税板块同比分别+87%/+21%，2025Q4在低基数下均有较好增速表现，剩余超市百货、旅游景区、消费者服务板块则有所承压。

图8：收入端，黄金珠宝、跨境电商呈现较高景气，美容护理表现稳健



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：利润端，黄金珠宝、跨境电商、酒店、免税板块2025Q4以来均回暖



数据来源：Wind、开源证券研究所

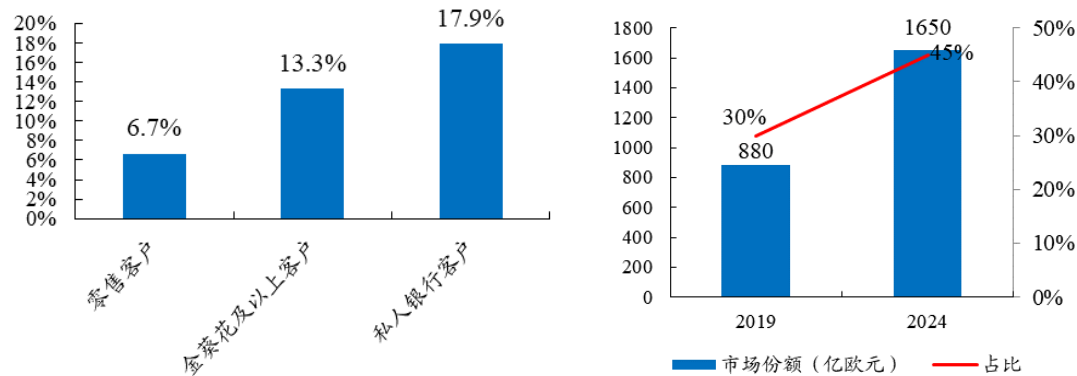
（注：部分数据超过-100%~+200%的极端值按照最大值呈现）

1.4 趋势观察：高端消费率先复苏，AI重构商业模式、提升企业效率

高净值人群持续扩容，高端消费有望率先复苏。资产端，高端及超高端消费人群规模持续增加，2025年招行存款金葵花及以上客户593万，同比+13%，私户客户20万，同比+18%，头部集中效应明显。品牌端，根据贝恩与Altagamma的《2025年全球奢侈品市场研究》报告，2025年全球奢侈品各细分市场的消费规模预计达1.44万亿欧元。消费端，高消费人群的支出在个人奢侈品市场中的份额由2019年的30%提升至2024年的45%，对应消费规模由880亿欧元提升至1650亿欧元，已成为高端消费市场的重要支撑。

AI全面渗透消费场景，重构行业商业模式、提升企业经营效率。例如商超领域，沃尔玛与openAI合作并持续布局AI客户购物智能体，AI成为购物的“新入口”，人工智能从“信息助手”向具备交易执行能力的“商业智能体”角色跃迁。跨境电商领域，AI重构选品逻辑，通过AI迅速抓取数据进行分析预判，精准挖掘需求实现提质增效。人力资源服务领域，AI逐步深化应用，在“精准招聘”与“员工胜任”这两个关键环节上，已经提供了经过验证的、可规模化的解决方案，有望降低重复性人工成本并提升组织运营效率。可见，AI已逐渐成为消费行业降本增效、体验升级与商业模式创新的重要驱动力。

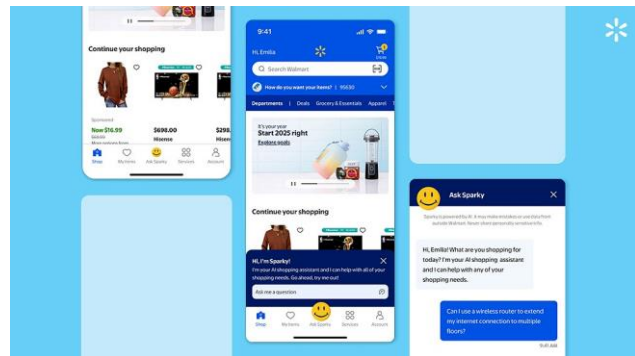
图10：2025年招行高净值客户增速快于普通客户；高净值人群支出占据奢侈品市场份额增加



数据来源：招商银行公告、开源证券研究所

数据来源：贝恩公司公众号、开源证券研究所

图12：沃尔玛AI购物助手Sparky可帮助客户挑选订购商品



资料来源：跨境前沿公众号

目 录

CONTENTS

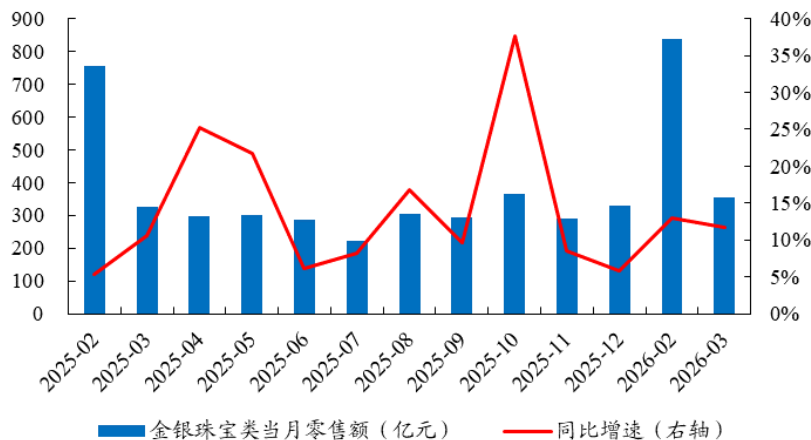
- 1 综述：高端消费景气恢复较快，AI提升企业经营效率
- 2 **黄金珠宝：高端古法金赛道火热，时尚珠宝拉满情绪价值**
- 3 零售电商：调改变革、AI赋能，头部企业提质增效
- 4 社服：从总量修复转向结构分化，关注体验经济与服务消费
- 5 化妆品：场景破界交融，深耕“功效+情绪”双主线
- 6 医美：税改合规重塑行业，差异化产品和新场景破局
- 7 投资建议
- 8 风险提示

2.1 黄金珠宝：金价高位波动，金条与金饰增速背离，小克重产品受欢迎

黄金珠宝板块2026Q1利润增速快于收入增速，莱百股份、潮宏基等表现较好。社零数据层面，2026年一季度金银珠宝类零售额为1194亿元，同比增长12.6%，其中1-2月、3月分别同比增长13.0%/11.7%，终端需求具备韧性。公司层面，我们以重点关注的8家黄金珠宝企业（老凤祥、周大生、潮宏基等）作为研究样本，观察黄金珠宝板块的整体经营情况：2026Q1板块营收491.4亿元（同比+13.8%，下同）、扣非归母净利润19.1亿元（+22.0%），莱百股份、潮宏基等个股高增长拉动板块整体业绩表现。

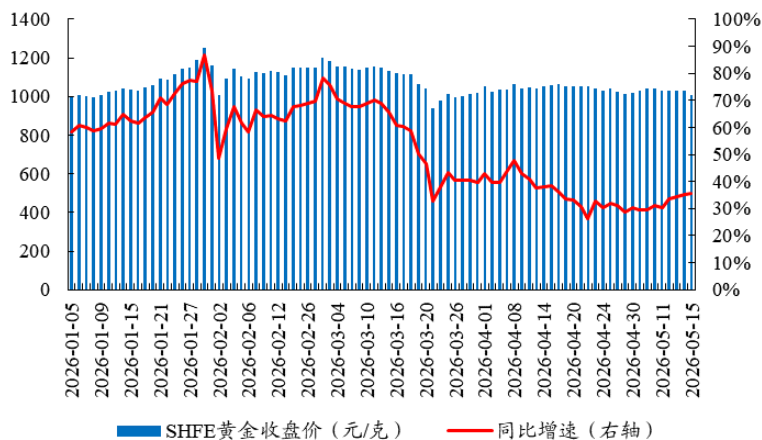
高金价抑制饰品需求，消费者向小克重产品转移。受国际金价高位波动影响，国内黄金首饰消费持续承压，根据中国黄金协会数据，2026年一季度黄金首饰消费量84.6吨，同比-37%，金条及金币消费量202.1吨，同比+46%，为首饰消费量的2.4倍，金饰与金条增速显著背离。我们认为，金价大幅上涨带来按克计价的高克重金饰总价水涨船高，超过消费者购买预算，也倒逼消费者向按件计价金饰和轻克重小件产品转移。

图13：2026年以来金银珠宝社零数据具备较强韧性



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2026年以来金价高位运行大幅波动



数据来源：Wind、开源证券研究所

行业竞争从“渠道为王”转向“差异化产品+消费者洞察”。

行业早期供给主导阶段，黄金“保真”是消费者主要诉求，因此渠道能力是核心竞争要素，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。后来随着黄金生产工艺革新带来产品差异化，悦己、国潮、祈福等情绪价值相关精神需求觉醒，产品研发能力和信息化洞察能力成为新核心竞争要素。头部企业加大产品个性化研发投入，叠加小红书等新兴社媒营销“种草”，持续打造爆款产品和品牌印记，行业也进入到需求主导阶段。

消费者、加盟商、商圈物业的认知选择改变，也为新品牌带来弯道超车机会。消费者对珠宝首饰的需求从传统婚庆到审美悦己和社交礼赠转变，自然更愿意为工艺、设计和文化叙事买单；加盟商方面在经济承压环境下，出于对产品“滞销”、库存增加、资金占用的焦虑，越发看中产品爆款打造的“自引流”能力和兜底销售能力，自然愿意为相关品牌方支付更高溢价（体现为贴牌费增加）；商圈物业方面，也更倾向引入具备更高年轻客群吸引力（意味着流量）和更高销售坪效（意味着扣点租金）的品牌。因此，产业链多方认知和选择变化，就为具备消费者洞察力和差异化产品力的优质新品牌，创造了超越机会。

建议关注高端黄金、时尚黄金和投资黄金等景气细分赛道。

图15：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 高端黄金：国人“黄金血脉”觉醒，赛道景气度持续验证

高端中式黄金赛道景气度具备多重强支撑。（1）高端黄金是“中式老钱”的最佳载体，经济环境承压时，消费者也会更保守化，黄金有贵金属价值托底，比钻石K金等（二手价仅3-5折）保值属性显著更优。（2）金价上涨，则进一步强化了黄金产品的保值优势。（3）随着我国国力增强、国民文化认同感与民族自信提升，唤醒国人“黄金血脉”，消费者从外资奢侈品逐步转向国货品牌。

终端情况持续验证行业景气，老铺黄金一季度销售亮眼。2026年2月SKP等商场活动期间，老铺黄金门店大排长队、消费者抢购热情高涨，再次成为商场内的靓丽风景线；公司亦公告预计2026Q1实现营收 165-175 亿元、归母净利润 36-38 亿元，增长亮眼。

君佩、琳朝、宝兰等多家古法黄金品牌亦加速头部商圈布局。琳朝坚持极致手工，需抢购名额定制，南京德基店预计2026年7月开业，有望借助顶级商圈扩大品牌知名度；君佩则聚焦“珠宝级黄金”，北京国贸店、杭州大厦店分别于2月、4月开业，5月1日上海豫园店试营业首日销售额达600万元；宝兰以“花丝镶嵌”为特色，官宣入驻南京德基广场、北京国贸商城两大地标，渠道布局提速。

图16：老铺黄金春节调价前消费者排队热情旺盛



资料来源：中国黄金珠宝公众号

图17：君佩豫园店开业首日大排长队



资料来源：小红书

图18：琳朝限购定制名额秒售罄



资料来源：小红书、天猫

时尚黄金轻量化、高颜值、好寓意，情绪价值拉满，受年轻消费群体喜爱。时尚黄金产品整体克重轻、总价低、推新频率快。设计层面，与传统黄金相比，时尚黄金更注重年轻化表达，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，颜值高、寓意好，情绪价值拉满，成为年轻消费者表达自我和悦己的重要载体。

潮宏基：深度洞察、创新研发打造好产品，小红书营销精准触达打造爆款。潮宏基公司深度洞察消费者心理，紧扣文化审美和情绪表达需求，打造非遗花丝、时尚串珠和IP联名三大品牌印记品类，围绕差异化、情景化、创意化三维度强化产品竞争力。在小红书等社交平台，依托KOL+KOS矩阵，结合“臻金·梵华”“花丝·海棠”“三丽鸥”等系列爆款内容精准触达核心客群，受到消费者欢迎、转化率高。此外，潮宏基产品的“自引流”能力，也成为吸引加盟商的重要砝码。

图19：周大福推出高颜值万相系列



资料来源：中国黄金珠宝公众号

图20：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

图21：潮宏基非遗工艺馆实现古法工艺与时尚设计的碰撞



资料来源：上海ifc商场公众号

2.3 投资金：金价上涨驱动需求，莱百深度受益税改、金条销售火热

黄金税改新政落地，带来不同资质经营主体与不同黄金品类的成本差距拉开。2025年11月1日黄金税收新政正式实施，对于非投资用金，通过交易所采购原料的进项税额抵扣率从13%降至6%，带来采购成本上升。对于投资类黄金，交易所会员单位买卖可开投资类黄金专票，仍享受即征即退政策优惠；非会员单位无法取得投资类黄金发票，按票面金额6%计算抵扣，力度弱于会员单位亦带来成本差异，从而削弱在相关业务上的经营竞争力，导致市场份额向部分具备交易所会员资质的企业集中。

莱百股份：深度受益税改，在投资金品类竞争优势突出，2026年以来销售火热。莱百股份是金交所会员单位且采用全直营模式运营，销售投资金条可享受增值税抵扣，终端克价相较竞品门店更具竞争力。2026年元旦以来，投资金市场需求旺盛，莱百凭借价格和区域口碑优势有效承接客流，门店销售火热。2026年一季度公司营收同比+74%，扣非归母净利润同比+62%，表现亮眼。

图22：财政部联合税务总局发布黄金税收新政



资料来源：国家税务总局

图23：莱百采用大店直营模式进行销售



资料来源：小红书

图24：莱百门店3月销售火热



资料来源：小红书

2.4 投资观点：关注高端黄金、时尚黄金、投资金龙头品牌

行业竞争从“渠道为王”转向“差异化产品+消费者洞察”，产业链多方的认知选择改变，也为新品牌带来弯道超车机会。

黄金珠宝行业已发生深刻变革，行业竞争从“渠道为王”转向“差异化产品+消费者洞察”。供给端黄金工艺革新带来产品差异化，需求端消费者的悦己、国潮、祈福等情绪价值需求觉醒，因此产品研发能力和信息化洞察能力成为行业新的核心竞争要素。头部企业通过加大产品个性化研发投入，叠加小红书等社媒营销“种草”，持续打造爆款产品和品牌印记，行业已进入需求主导阶段。竞争格局层面，越来越多消费者愿意为工艺、设计和情绪价值买单，加盟商也越发重视品牌方通过产品爆款打造的“自引流”能力和兜底销售能力，商圈物业在招商时也更倾向引入具备更高年轻客群吸引力（意味着流量）和更高销售坪效（意味着扣点租金）的品牌。因此，产业链上下游多方认知和选择变化，就为具备消费者洞察力和差异化产品力的优质新品牌，创造了超越机会。

建议关注高端黄金、时尚黄金、投资金三大景气细分赛道。

（1）**高端黄金**：高端黄金作为“中式老钱”的最佳载体，金价上涨强化保值优势，国潮国风兴起唤醒国人“黄金血脉”；2026年以来赛道持续验证高景气，老铺黄金一季度销售超预期，君佩、琳朝、宝兰等多品牌亦加速头部商圈布局。

（2）**时尚黄金**：轻量化、高颜值、好寓意，情绪价值拉满，成为年轻消费者表达自我和悦己的重要载体；结合小红书等新兴社媒营销，精准触达目标客群，打造爆款产品“自引流”能力，也成为吸引加盟商的重要砝码。

（3）**投资金**：金价上涨驱动投资类黄金产品需求；税改新政落地后，菜百等品牌凭借价格和区域口碑优势，金条销售持续火热。

重点推荐潮宏基、老铺黄金、周大福、周大生等，受益标的菜百股份、六福集团、周生生等。

潮宏基：深耕时尚黄金领域，凭借数字化洞察力+体系化研发力打造产品差异化，深受年轻消费者欢迎；叠加社媒营销（小红书种草）有效引流赋能线下，受到加盟商青睐，终端销售增速和开店α有望兑现，高端商圈布局和品牌国际化持续推进。

老铺黄金：中式“老钱”风起+金价上涨催化，国内奢品消费的“黄金替代和国潮”趋势未变，老铺黄金作为高端黄金稀缺供给方，叠加产品迭代升级、高端商圈入驻优化和高客服务体系建立，高品牌势能支撑长期成长。

周大生：2026年品牌使用费提价带来业绩弹性，高端子品牌“国家宝藏”稳步布局，高分红政策延续巩固高股息属性。

目 录

CONTENTS

- 1 综述：高端消费景气恢复较快，AI提升企业经营效率
- 2 黄金珠宝：高端古法金赛道火热，时尚珠宝拉满情绪价值
- 3 **零售电商：调改变革、AI赋能，头部企业提质增效**
- 4 社服：从总量修复转向结构分化，关注体验经济与服务消费
- 5 化妆品：场景破界交融，深耕“功效+情绪”双主线
- 6 医美：税改合规重塑行业，差异化产品和新场景破局
- 7 投资建议
- 8 风险提示

3.1 超市：调改取得阶段性成效，永辉超市开启精细化调改

超市调改取得阶段性进展，进入纵深推进阶段。2025年超市行业从“规模导向”向“质量与效率导向”转型，调改从单一的门店升级转向结构化深耕阶段，聚焦门店体验升级与效率提升、自有品牌及数字化转型，已初见成效。步步高2026年1-2月完成胖改的21家超市门店全部盈利，销售额同比+24%，胖东来模式跨区域复制迎来规模化验证。根据中国副食流通协会营销总监专委会数据，2025年81%调改门店企业中，超九成实现业绩增长。

永辉超市正式进入以“价值深耕”为核心的第二阶段精细化调改。2025年12月永辉超市结束第一阶段调改，在完成门店网络梳理与经营模式调整后，2026Q1营收、归母净利润同比分别+74.7%/+94.4%，成效初步兑现。2026年开始永辉超市正式进入第二阶段精细化调改，将重心由“快速整改”向“精细化深耕”与“专业能力夯实”过渡，全面转向经营质量提升，以商品力与场景力为两大抓手，着力提升经营效率与顾客满意度。商品端持续夯实品质心智，构建差异化商品护城河；场景端围绕生鲜及“即食即热即烹”品类，打造轻食能量站、原切肉铺、海味厨房、健康鲜蔬园等十大健康场景。

图25：步步高胖改店客流旺盛



资料来源：步步高官网

图26：永辉超市2026年自有品牌单系列占比力争突破10% 图27：永辉超市重庆“健康场景标准门店”将6月落地



资料来源：永辉同道公众号



资料来源：永辉同道公众号

3.2

百货行业客流与销售承压，调改聚焦提升体验与品牌升级。根据中国百货商业协会《2025-2026中国百货零售业发展报告》，2025年百货业态销售额、客流量分别有60.5%、51.9%的受访企业同比下滑，行业整体仍面临消费疲软、消费力下降等多重挑战；在此背景下，百货调改普遍形成“提升体验与餐饮业态比重、压缩低效传统零售业态”的共识，品牌端则围绕提质增效与精准适配推进结构迭代，持续强化品牌升级与质价比导向。

多维探索第二增长曲线，泛百货化、文旅融合成为两大方向。多家企业通过打造“百货+”模式、布局二次元、奥莱特色社区百货店、引入首店首展等方式，转向复合生态场；同时文旅融合、文商旅融合成为重要创新模式，企业通过引入文旅资源、打造特色街区，实现商业与文旅的双向赋能。具体看，重百集团打造重百造梦场等二次元沉浸式综合体，借助内容化、场景化运营切入年轻消费赛道；王府井奥莱·沈阳棋盘山小镇引入凯乐石“磐石空间”全国首家奥莱店，首店开业现场人气火爆，带动商业活力释放。

图28：重百集团打造造梦场二次元沉浸式综合体



资料来源：网沃科技公众号

图29：凯乐石“磐石空间”奥莱首店带动王府井客流提升



资料来源：WFJ火龙果公众号

图30：王府井湾里打造文商旅融合型消费目的地



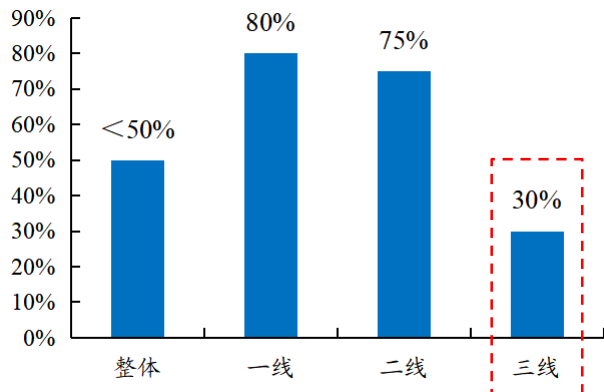
资料来源：万商俱乐部公众号

3.3 母婴零售：行业“整合+加盟”趋势渐显，龙头变革寻求场景外延

母婴零售行业由增量扩张转向存量整合，龙头公司“整合+加盟”双轮驱动。据国家统计局，2025年中国出生人口回落至792万人（同比-17%），母婴零售行业转向存量整合，向具备综合运营能力的连锁龙头集中。据沙利文数据，2024年中国母婴门店连锁化率（以终端销售额计）不足50%，行业格局高度分散。我们认为在疫情冲击、价格竞争出清之后，小型母婴渠道面临供应链能力不足、后台运营成本高、系统稳定性差等痛点，因此，孩子王、爱婴室等连锁龙头企业，若能将直营能力沉淀为可复制加盟体系，通过在供应链、系统、自有品牌、标准化单店模型等方面有效输出，则有望实现对行业的高质量整合扩张、逐步提升市场占有率。

传统母婴加速转型，亲子消费全面升级。中国亲子家庭消费市场正从传统母婴零售向综合消费生态系统转型，例如，孩子王已完成孕产PLUS、成长PLUS、亲子PLUS三大服务平台建设，多维度经营布局、提高会员生命周期；爱婴室则与万代南梦宫合作，在苏州、长沙、合肥等地开设高达基地门店，打造IP衍生品第二成长曲线。

图31：2024年三线城市母婴连锁化率仅30%



数据来源：孕婴世界招股书、开源证券研究所

图32：2026年5月爱婴室宣布将开放加盟



资料来源：爱婴室公众号

图33：孩子王推出AI陪伴玩偶



资料来源：孩子王公众号

3.4 跨境电商：AI已成为核心基础设施，头部企业库存优化有望利润修复

跨境电商行业增长稳健，AI已成为核心基础设施。2026年行业发展主线已由总量驱动的增长，转向头部企业系统性优势的兑现。需求端，北美与欧洲市场保持稳健，东南亚等新兴市场提供增量。供给端，当前跨境电商行业发展已进入深水期，行业从“低门槛铺货竞争”转向“高合规、强运营、重仓配、深AI”的精细化竞争，AI已从“提效工具”走向“核心基础设施”。例如，华凯易佰依托“易智魔方/AI Agent”等技术底座与“亿迈跨境”平台，构建品类开发与全链路运营的AI框架。我们认为，率先将AI嵌入全链路并完成ROI验证的公司，有望在份额与盈利能力上获得优势。

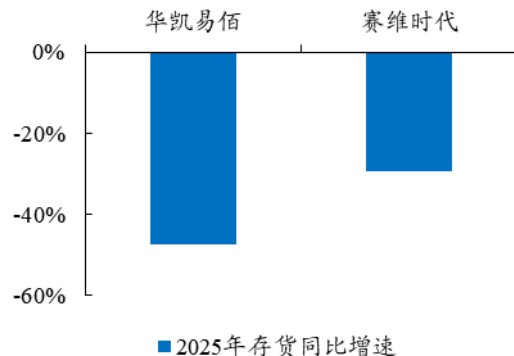
头部企业进入库存修复尾声，2026年有望迎来利润修复。2025年以来，随着跨境电商市场竞争加剧及政策收紧，头部企业纷纷转向主动去库周期，压缩低效SKU、优化库龄、控制备货节奏，短期虽牺牲收入增速和业绩，但有效帮助企业进入更健康的经营发展状态。随着头部企业库存压力逐步释放，2026年跨境电商行业有望进入利润修复阶段。例如，华凯易佰2025年存货已降至9.6亿元（同比-47%），2025Q4/2026Q1单季度归母净利润分别同比+609%/574%，经营质量提升驱动利润释放。

图34：华凯易佰AI生态已成型



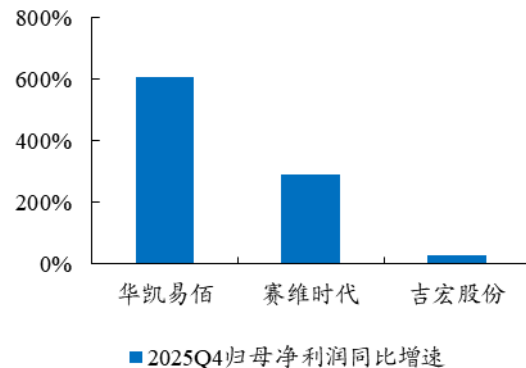
资料来源：易佰网络科技公众号

图35：跨境电商企业主动去库存



数据来源：华凯易佰公告、赛维时代公告、开源证券研究所

图36：跨境电商企业2025Q4净利润增速亮眼



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.5 投资观点：调改变革+AI赋能，关注零售电商企业提质增效

线下零售把握体验升级与效率重构，线上电商聚焦库存出清后的利润修复与AI赋能。

线下零售转向质量深耕，超市、百货、母婴零售企业多维调改变革。区别于线上消费追求极致效率，线下渠道更擅长围绕“人、货、场”建立即时互动、服务信任与沉浸式体验。基于此，超市行业调改已从单一门店升级进入纵深推进阶段，聚焦商品力、场景力、自有品牌与数字化效率提升。百货行业虽仍面临客流与销售承压，但调改方向逐步清晰，提升餐饮、体验、二次元等内容型业态占比，向复合消费生态场转型。母婴零售从增量扩张转向存量整合，连锁龙头企业依托供应链、系统、自有品牌和标准化单店模型输出能力，通过“整合+加盟”提升市场份额，并向亲子服务和IP零售延伸第二增长曲线。

线上跨境电商清库存周期进入尾声，进入AI精细化运营阶段。2025年以来跨境电商头部企业在竞争加剧与政策收紧背景下主动去库，通过压缩低效SKU、优化库龄和控制备货节奏改善经营质量；伴随库存压力逐步出清，2026年行业有望进入利润修复阶段。同时AI已从局部提效工具演变为核心基础设施，逐步嵌入品类开发、选品、投放、库存管理及全链路运营，强化龙头企业的运营效率与盈利能力。2025Q4以来，华凯易佰等龙头企业利润率修复信号明确，反映库存压力缓解、精细化运营及AI赋能带来的盈利弹性正在逐步兑现。

重点推荐永辉超市、爱婴室、华凯易佰、吉宏股份等。

永辉超市：已进入第二阶段精细化调改，将重心由“快速整改”向“精细化深耕”与“专业能力夯实”过渡，全面转向经营质量提升，未来伴随供应链改革推进、自有品牌建设成效体现，长期经营拐点可期。

爱婴室：2026年5月宣布将逐步开放加盟，公司在单店模型、供应链搭建、自有品牌和数字化系统建设方面已具备外部赋能能力；建立加盟体系对行业实现高效整合，有望提升母婴零售市场份额；万代南梦宫IP零售合作推进则将继续打造第二成长曲线。

华凯易佰：从高库存、低利润、重整合的过渡期，逐步进入低库存、利润率修复、精品加速的新阶段。2026年公司去库已接近尾声，库存水平持续下降后，利润率有望上行；未来随着精品业务放量、通拓科技盈利质量改善，长期成长弹性可期。

吉宏股份：电商业务受益于欧洲区域开拓与AI赋能，包装业务受益食品包装增长和产能出海，双主业共同提供成长确定性。

目录

CONTENTS

- 1 综述：高端消费景气恢复较快，AI提升企业经营效率
- 2 黄金珠宝：高端古法金赛道火热，时尚珠宝拉满情绪价值
- 3 零售电商：调改变革、AI赋能，头部企业提质增效
- 4 **社服：从总量修复转向结构分化，关注体验经济与服务消费**
- 5 化妆品：场景破界交融，深耕“功效+情绪”双主线
- 6 医美：税改合规重塑行业，差异化产品和新场景破局
- 7 投资建议
- 8 风险提示

4.1 旅游：国内游“量增价稳”，体验文旅与入境游复苏共振

总量扩张增速放缓，行业进入“量增价稳、结构升级”新阶段。2025年国内出游65.2亿人次、出游总花费6.3万亿元，分别同比+16%/+10%；2026Q1国内出游19.0亿人次、出游总花费1.9万亿元，分别同比+6%/+3%。分拆假期数据，2026年春节及五一假期均呈现行业总量扩张，但单位游客消费增速已显著放缓，行业从“全面修复”转向“体验驱动、结构分化”。

入境游全方位复苏，体验文旅成为需求新方向。国内消费性价比与丰富供给，叠加免签扩容、通关便利化等政策推动入境游复苏，2025年入境游客达15450万人次（同比+17%）、入境游客总花费达1311亿美元（同比+39%）。此外，携程数据显示五一期间深度文化游人次同比增加52%，五一期间营业性演出3.2万场、演出票房同比增长15%，具备情绪消费属性的体验文旅业态热度攀升。

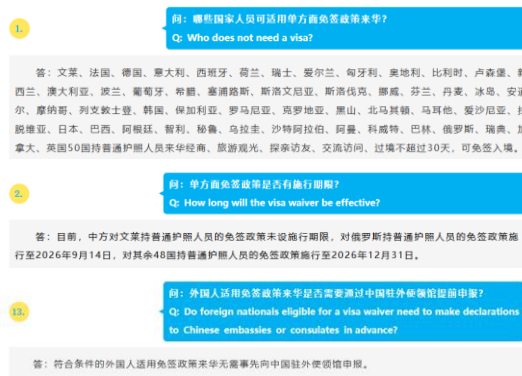
重点关注“新供给、新场景、新客群”新资产。在旅游行业从总量修复迈向结构成长的新阶段，高质量新供给的落地与兑现具有更高成长弹性。2026年4月，三峡旅游迎来省际豪华游轮首航，正式切入长江三峡高端多日度假游轮赛道，增长可期。

图37：开封开放非遗市集等体验文旅新业态



资料来源：文旅之声公众号

图38：截至2026年2月单方面免签国家增至50个



资料来源：中华人民共和国驻巴塞罗那总领事馆

图39：“长江行·揽月”属于省际高端度假游轮



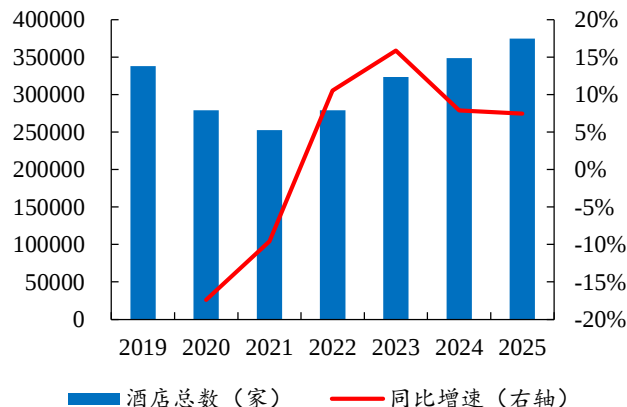
资料来源：携程邮轮公众号

4.2 酒店：经营数据逐季回暖、休闲旅游需求升温，经济型表现更优

酒店行业经营数据逐季回暖，休闲需求韧性延续。2025年酒店市场RevPAR降幅呈收窄趋势，首旅酒店/锦江酒店/华住集团2025Q4 RevPAR分别同比+0%/+0.1%/+2%，2026Q1 RevPAR分别同比+1%/+4%/+3%，修复趋势逐季确认。供给端，酒店数量增速中枢下移，投资回收期长等因素将持续影响供给。需求端，传统商务需求压力仍在，但以休闲旅游为代表的消费需求持续升温。其中，来自银发人群淡季出游、年轻群体演唱会和体育赛事带动、文化活动和假期制度优化带来的新增需求，为休闲需求带来增长延续性。

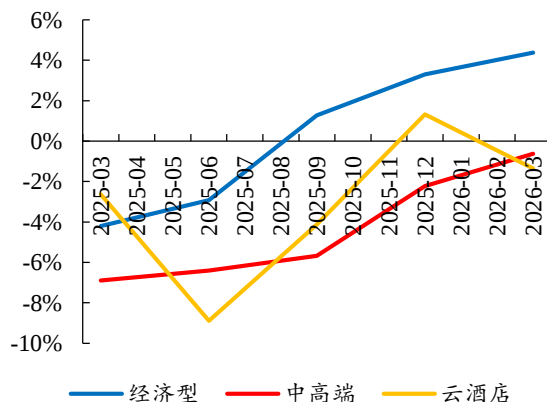
不同等级酒店出现分化，经济型表现更优。首旅酒店、锦江酒店、华住酒店等头部酒店企业均呈现经济型RevPAR修复表现好于中高端型的特点。我们认为，随着商旅需求逐步恢复，酒店板块有望整体受益，其中龙头企业依托品牌、加盟、会员、产品矩阵等竞争优势，有望在行业复苏进程中提升市场份额。

图40：全国酒店供给增速放缓



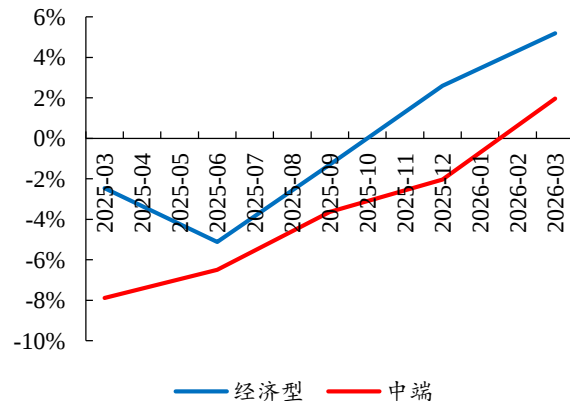
数据来源：Wind、开源证券研究所

图41：首旅酒店不同等级酒店修复出现分化



数据来源：Wind、开源证券研究所

图42：锦江酒店经济型酒店RevPAR增速更高



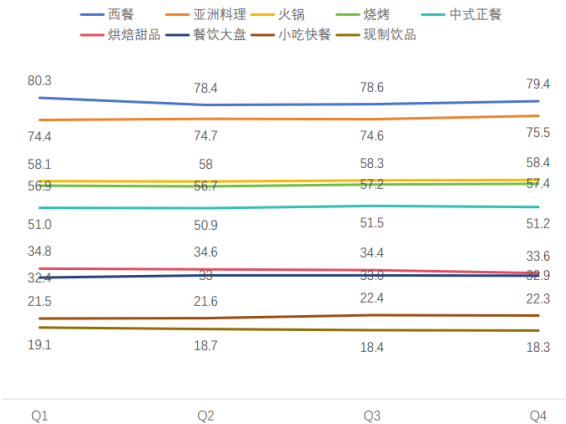
数据来源：Wind、开源证券研究所

4.3 餐饮：锁定精细化运营龙头，把握连锁茶饮结构性修复机遇

平价快餐/低价正餐韧性占优，关注精细化会员运营企业。消费者外出就餐需求刚性仍在，核心诉求转向可负担的品质与稳定日常体验。平价快餐、低客单正餐更易承接高频消费、沉淀复购，需求波动期经营韧性更突出。消费趋谨慎环境下，餐饮企业穿越周期的核心并非单纯低价，而是平价叠加精细化会员运营、复购管理与多场景渗透能力，例如2025年百胜中国依托5.9亿会员通过持续做大复购和频次展现业绩韧性，2025年同店销售同比转正，率先进入盈利修复通道。

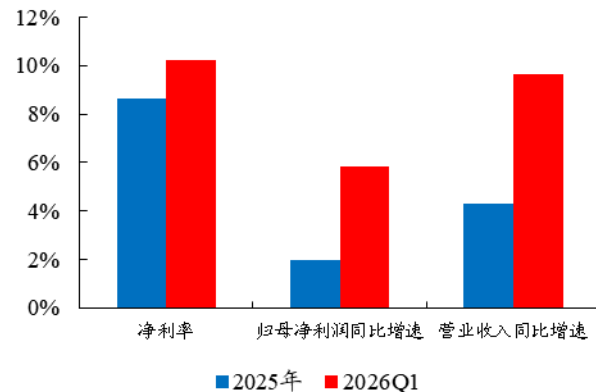
外卖大战加速茶饮分化，补贴退潮后强者更强。短期来看，外卖平台补贴虽推高了连锁茶饮品牌的订单量与 GMV，但带来外卖占比提升、客单价下滑、门店利润率压缩三重副作用，多数品牌收入增长未同步转化为盈利改善。2026年3月据《经济日报》报道，外卖平台开展现场调查，明确传导监管压力、研究处置措施，标志着持续已久的外卖价格战趋于结束，竞争回归供应链与运营能力比拼，龙头品牌凭借更强的新客留存、更主动的渠道结构调整、更快的盈利恢复能力，有望加速占领市场份额。

图43：小吃快餐类刚需消费人均消费上升



资料来源：红餐大数据（单位：元/人）

图44：2026Q1百胜中国盈利能力显著提升



数据来源：百胜中国公告、开源证券研究所

图45：市场监督管理总局叫停外卖大战



资料来源：国家市场监督管理总局

4.4 免税：新政加速免税底部反转，期待增长结构进一步优化

离岛免税持续景气，从政策预期驱动逐步转向业绩兑现驱动。海南离岛免税销售自2025年11月新政后显著提速，2025年11月购物金额23.8亿元、同比+27%，2026Q1离岛免税购物金额达142.1亿元、购物人数181.6万人次、销售商品1097.7万件，分别同比+26%/+18%/+12%，隐含客单同比+6.5%。我们认为市内免税体系扩容、入境消费修复、品类扩容与海南封关红利，将为下半年行业景气度提供持续催化。

2026Q1海南免税增长结构健康，期待高端消费回暖助力。从增长结构拆分可以看到，其一人次与客单价同步增长，并非完全依赖低价促销拉动；其二件数增速低于金额增速，说明客单结构在改善；其三春节后一季度整体仍维持较高增长，说明并非单一节假日脉冲效应。中国中免2026Q1归母净利润同比+21%，高于营收增速（同比+1%），海南地区增速快于大盘，也印证“结构优化+经营杠杆”的利润弹性。我们认为，未来高端消费复苏带动高客单价品类增长，也有望持续优化免税行业的产品与盈利结构。

图46：2025年11月海南离岛免税新政实施



资料来源：海南自由贸易港公众号

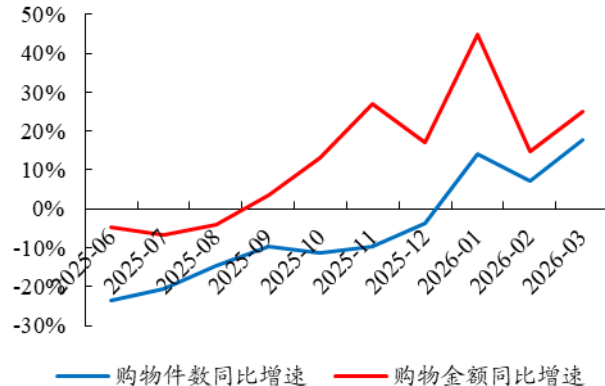
KYSEC

图47：五一假期海南离岛免税市场迎来消费高峰



资料来源：人民日报

图48：离岛免税购物金额同比增速高于件数同比增速



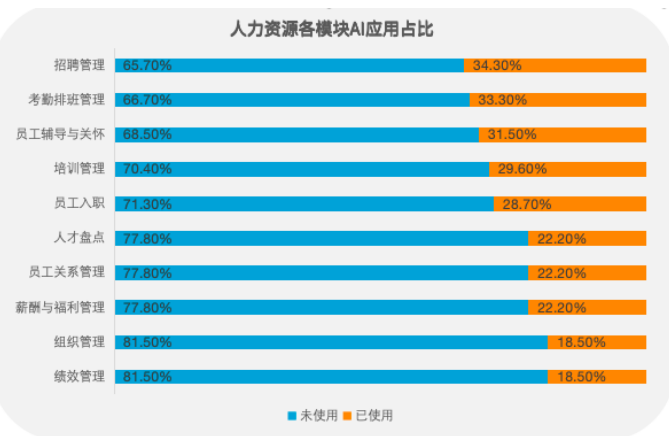
数据来源：海口海关、开源证券研究所

4.5 人力资源服务：AI加速驱动，招聘场景渗透较高

AI加速成为人力资源服务行业升级驱动力，招聘场景中渗透较高。据艾瑞咨询数据，预计中国人力资源数字化市场规模2027年将达到484亿元，三年CAGR约16.9%，据北大纵横数据，AI相关应用占比由2023年的23%提升至2025年的47%。应用方向方面，员工招聘等工作因重复性高率先被深度替代，随着企业持续加大AI投入，智能简历解析、智能简历筛选推荐、考勤统计等场景有望加快落地，推动行业由传统人事管理向人效管理升级。

关注头部人力资源服务企业的AI赋能探索。（1）科锐国际：打造AI平台禾蛙，以九大智能体实现AI发单、筛选及岗人匹配，Cowork Agent Domi作为AI猎头分身提升顾问效率；同时“一键”模式保障隐私；打造Mira自主决策数字分身，贯通“需求洞察-人才匹配-交付执行”三大子Agent。（2）北京人力：北京公司上线万维平台“AI 简历筛选”；公司推出 AI 智能招聘解决方案，AI 面试将招聘顾问的时间成本降低80%以上。（3）BOSS直聘：推出全新AI招聘智能交互平台Deephire，打通岗位咨询、薪资查询、人才筛选、职业规划等招聘求职全场景需求。

图49：招聘管理板块AI应用较高



资料来源：亿欧智库公众号

图50：禾蛙平台AI协同极大提高运营效率



资料来源：禾蛙hewa公众号

图51：BOSS直聘内测AI交互平台Deephire打通全场景



资料来源：大厂运营公众号

4.6 教育：K12需求仍具韧性，教育AI开启系统化落地与商业化

人口结构分化，K12仍具需求韧性。据国家统计局数据，0-14岁人口由2020年的2.5亿降至2025年的2.1亿，表面上带来总量压力，但K12阶段学生基数仍然庞大，初高中在校生数量稳步增加，高学段学生在个性化辅导、升学规划及智能学伴等场景中需求更强，家庭付费意愿相对更高。在“双减”后合规供给收缩、优质服务稀缺性提升背景下，具备教研能力、师资体系、个性化交付能力和AI工具赋能的学大教育、新东方等龙头机构，有望更好承接存量学生的提质需求。

AI系统化落地，教育AI已从功能演示进入可验证阶段。一方面，随着大模型调用成本下降，长文本处理、批改、答疑、备课、学情分析等高频教育场景具备规模化部署基础，由单点提效工具升级为教育企业提升交付效率、优化用户留存和改善利润率的系统能力；在此基础上，教育AI商业化进入验证阶段，好未来、新东方等龙头已率先跑通商业化。另一方面，政策端已从探索走向系统化阶段，2026年4月五部门联合发布《“人工智能+教育”行动计划》，提出到2030年基本形成AI与教育深度融合格局，推动AI全学段教育和全社会通识教育体系，AI教育正式步入系统性构建阶段。

图52：学大教育个性化教育布局深且广



资料来源：学大教育公众号

KYSEC

图53：好未来推出教育行业龙虾产品——小精龙



资料来源：好未来公众号

图54：五部门联合发布《“人工智能+教育”行动计划》



资料来源：教育部

社服行业从总量修复转向结构分化，关注服务消费政策推动、出行经济复苏、体验消费升级、AI提效等变化趋势。（1）**服务消费：**证监会座谈会释放对现代服务业和新型消费的政策支持信号，后续围绕“中国服务”品牌培育、发行上市制度优化等方向有望形成持续催化。（2）**出行经济：**随着居民出行意愿修复，免税、酒店、餐饮等与线下客流高度相关的细分板块有望持续受益于出行链复苏和消费场景回暖。（3）**体验消费：**旅游消费正由传统观光向深度体验和情绪价值消费升级，五一期间营业性演出等数据高增，体验文旅业态景气度攀升。（4）**AI提效：**消费者服务进入 AI 赋能加速期，人力资源服务与教育等行业已率先兑现AI高频应用落地，未来有望持续受益于AI带来的效率提升优化与服务能力升级。

旅游酒店：从“全面修复”进入“量增价稳、结构升级”阶段。国内游仍在扩张但客单增速放缓，体验文旅、入境游成为新增方向；酒店RevPAR逐季回暖，供给增速放缓，休闲需求韧性延续，龙头企业凭借品牌、会员、加盟和轻资产优势有望扩大市场份额。**重点推荐：**长白山；**受益标的：**三峡旅游、黄山旅游、宋城演艺、锦江酒店、首旅酒店、华住集团-S、亚朵等。

人力资源服务与教育：进入 AI 赋能加速期，应用从单点工具走向系统化落地。在人服领域，招聘、人岗匹配、简历筛选、AI面试等高频场景率先落地；教育领域AI也已由单点提效工具升级为核心基础设施，教育多场景可规模化部署，AI教育步入系统性构建阶段。**受益标的：**科锐国际、北京人力、学大教育、新东方、好未来等。

免税：从政策预期驱动转向业绩兑现驱动。海南离岛免税景气延续，购物金额、人次和客单同步改善，未来伴随市内免税扩容、入境消费修复、高端消费回暖、品类拓展及海南封关红利释放，免税行业盈利结构有望持续优化。**受益标的：**中国中免等。

餐饮：消费趋谨慎环境下，平价快餐、低客单正餐更易承接高频需求，经营韧性占优；具备会员运营、复购管理和多场景渗透能力的龙头更易穿越周期。外卖补贴退潮后，茶饮竞争有望从价格战回归精细化运营比拼，强者份额有望提升。**受益标的：**百胜中国、同庆楼、海底捞、瑞幸咖啡、古茗等。

目 录

CONTENTS

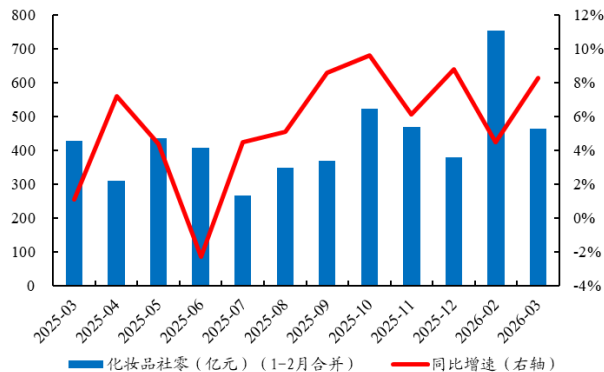
- 1 综述：高端消费景气恢复较快，AI提升企业经营效率
- 2 黄金珠宝：高端古法金赛道火热，时尚珠宝拉满情绪价值
- 3 零售电商：调改变革、AI赋能，头部企业提质增效
- 4 社服：从总量修复转向结构分化，关注体验经济与服务消费
- 5 **化妆品：场景破界交融，深耕“功效+情绪”双主线**
- 6 医美：税改合规重塑行业，差异化产品和新场景破局
- 7 投资建议
- 8 风险提示

5.1 化妆品：护肤回归验证，彩妆/洗护/香水凸显“即时价值”

国内化妆品市场温和复苏，护肤回归验证消费，“彩香洗”凸显即时价值。根据国家统计局数据，2026年1-3月份，社会消费品零售总额127695亿元，同比增长2.4%；其中化妆品零售总额为1220亿元，同比增长5.9%跑赢大盘。化妆品观察数据显示，从趋势来看，2026Q1占据市场59%份额的护肤类同比增长仅1%，而彩妆类、洗护类增速接近20%。这一变化体现出消费者决策更趋谨慎，由以往信赖概念转向对产品进行多维度验证，护肤品类从“想象消费”回归“验证消费”，而彩妆、洗护、香水等品类通过提供“即时价值”成为新的增长点。

线上美妆渠道表现分化，国际品牌稳盘、功效与高端品牌逆势增长。从抖音渠道来看，2026Q1美妆类目GMV超700亿元，同比增长5.3%，大盘继续扩容，细分赛道和整体美妆TOP20门槛不断抬升。从淘系渠道来看，总销售额约358亿元同比小幅下滑5.5%，淘天美妆销售额TOP20中，国际品牌占据17席呈现主导地位，部分外资高端品牌实现双位数增长，同时强调精准功效的品牌，如敏感肌护理品牌丝塔芙、薇诺娜也增长亮眼。整体看，消费分级叠加产品迭代驱动行业格局**蜜梅**美妆市场并非全面疲软，呈现国际品牌稳份额、功效与高端品类高增、细分赛道蕴藏机遇的结构性特征。

图55：2026年以来化妆品零售市场温和复苏



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

表1：Q1抖音美妆TOP20GMV门槛抬升至5亿级

排名	品牌名	GMV(元)	排名	品牌名	GMV(元)
1	韩束	13亿+	11	百雀羚	6亿+
2	珀莱雅	10亿+	12	圣罗兰	6亿+
3	欧莱雅	9亿+	13	蜜丝婷	5亿+
4	谷雨	9亿+	14	蒂洛薇	5亿+
5	自然堂	8亿+	15	丸美	5亿+
6	兰蔻	8亿+	16	林清轩	5亿+
7	雅诗兰黛	8亿+	17	科兰黎	5亿+
8	赫莲娜	7亿+	18	HBN	5亿+
9	毛戈平	7亿+	19	ELL	5亿+
10	海蓝之谜	6亿+	20	造物者	5亿+

数据来源：青眼情报公众号、开源证券研究所

5.2 趋势（一）：内容驱动品牌转型，构筑核心竞争力

内容成为品牌转型核心，情绪/知识/审美价值为核心内容方向。当前化妆品行业促销效应弱化，传统渠道品牌增长乏力，美妆品牌正由渠道品牌向消费者品牌加速转型，内容成为品牌破局低质低价竞争、构建长期壁垒的核心抓手。就2026年38大促而言，部分品牌聚焦个体视角，传递肯定自我、悦己从容的情绪价值；部分品牌以深度理解与共情建立情感联结；亦有品牌瞄准细分圈层，为特定人群打造专属共鸣场域、强化群体认同，内容成为核心。典型案例如珀莱雅《我认得你》态度短片、自然堂的《女性，有超能力吗》以及毛戈平于2025年12月推出的彩妆纪录片《荒野之花》，均体现出品牌营销对内容表达的重视。

线下场景成为品牌内容落地的重要载体。快闪店、线下门店不再局限于销售功能，而是升级为内容持续产出、用户情绪交互的综合体验场景，成为检验品牌内容能力的重要窗口。近年来较多国货品牌推出快闪店，凭借线下场景化内容运营获得消费者的认可，2026年以来HBN、花西子等品牌在快闪店取得较好成果后均相继推出了全国首店。未来内容生产能力的差异或拉开品牌竞争差距，具备成熟内容体系的 brand 有望形成差异化壁垒，在行业结构优化中抢占先机。

图56：38大促各品牌纷纷推出女性态度短片



资料来源：珀莱雅官网、自然堂官网

图57：毛戈平推出《荒野之花》纪录片



资料来源：毛戈平公众号

图58：HBN全国首家百货门店落户杭州武林银泰



资料来源：化妆品财经在线公众号

5.2 趋势（二）：原料行业进入规范化新周期

原料端核心政策落地，“以监管促发展”政策导向明确。2025年上半年完整版化妆品安全评估制度全面落地，筑牢行业合规底线；下半年国家药监局发布24项改革举措，通过前置咨询、缩短审评时限等方式明确鼓励原料创新，“以监管促发展”政策导向清晰，政策红利持续释放并转化为行业增长动能；国家药监局首次发布五项化妆品行业标准，我国原料标准建设向规范化迈出重要一步。

政策激励效果显著：原料备案市场繁荣、行业整体技术水平提升。中国药检数据显示，2025年化妆品新原料备案量达169款，较2024年的90款近乎翻倍，其中国产新原料占比高达89%，较2024年67%大幅提升；多个国内原料商已为2026年新增备案设置内部行业创新活力持续迸发。备案数量提升的驱动力在于，一是24条改革举措降低创新门槛，二是安全评估制度让企业备案确定性提升三是首批备案原料顺利通过3年安全监测期形成良性循环。随着原料标准逐步细化，天然提取物活性成分界定、合成多肽杂质控制“有标可依”，提升了行业整体技术水平。国货化妆品公司如贝泰妮、华熙生物等凭借提前布局的研发与合规体系，发展优势凸显，核心竞争力持续提升。

建议关注妆械联合、高端彩妆、嗅觉经济与口服美容细分赛道机会，具备科研创新与品牌内容能力突出的国货美妆龙头有望受益。

图59：2025年多项化妆品监管组合拳出台构建全过程防御新体系

对比维度	2025年前	2025年后
核心依据	《化妆品监督管理条例》 (2021年施行)	《化妆品安全风险评估与评价管理办法》(2025年第37号公告) 《关于深化化妆品监管改革促进产业高质量发展的意见》
核心理念	1、强调保障化妆品质量安全，打击假冒伪劣和非法添加； 2、监管活动主要围绕产品上市后的合规性	1、强调“全过程风险预防”与“高质量发展”并重，明确风险监测的目的； 2、提出了鼓励创新、培育新质生产力的24项具体措施
核心法规	主要依赖《化妆品监督管理条例》及最初的配套规章	在《条例》基础上，发布了：《化妆品安全风险评估与评价管理办法》、《关于深化化妆品监管改革促进产业高质量发展的意见》、《化妆品企业生产质量管理体系提升三年行动计划（2026—2028年）》
目标导向	保障公众用妆安全，维护市场秩序，聚焦当下的安全与合规问题	设定了明确的中长期战略目标：到2030年使产业创新活力更充沛，到2035年让监管体系达到国际先进水平

资料来源：聚美丽公众号、开源证券研究所

表2：企业积极备案化妆品新原料（截至2025年11月30日）

梯队	企业数量	每家企业备案新原料数量
第一梯队	2	维琪科技（22个）、贝泰妮（17个）
第二梯队	2	华熙生物（10个）、莹特丽（9个）
第三梯队	5	上海家化（5个）、敷尔佳（5个）、瑞德林（5个）、上海克琴（5个）、陶氏（张家港）（5个）
第四梯队	5	水羊生物（4个）、中科光谷（4个）、护家科技（4个）、科莱恩（4个）、柏垠生物（4个）

数据来源：国家药监局网站、中国医药报

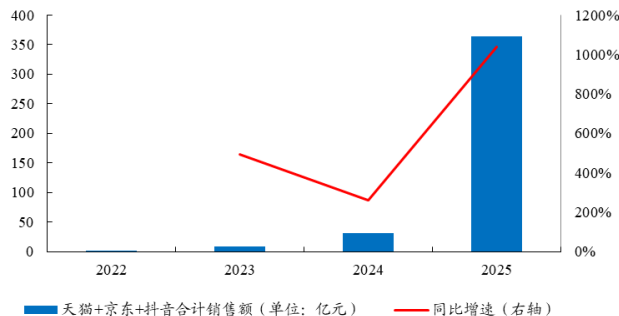
5.3 赛道（一）妆械联合：PDRN+胶原蛋白驱动，妆品功效升级明确

妆械联合+医美核心成分降维应用，成为功效护肤重要创新主线。消费者对护肤品功效诉求持续升级，追求“类医美”的效果，在此背景下，医美级功效成分加速渗透化妆品领域，应用门槛持续下移。（1）**重组胶原蛋白**：生产工艺及技术路径日趋成熟，覆盖修护、抗衰等核心场景，头部公司已实现规模化应用落地，消费端形成强心智占领。（2）**PDRN**：继胶原蛋白后全新现象级添加成分，从医美注射向涂抹护肤延伸，通过场景细分驱动品类高增，聚焦日常护理级精准护肤，市场规模与渗透率趋势提升明显。

PDRN成为护肤赛道新增长极，场景细分与品类扩容同步提速。久谦数据显示，2022-2025年以PDRN为关键词的护肤产品在天猫、京东、抖音三大平台GMV从150万元跃升至4亿元，其中抖音为主力渠道。从品类来看，产品形态由精华向面膜、气垫等多元品类拓展，聚焦抗衰、敏感肌、维稳、术后修复等细分场景，成为板块高弹性增量。

品牌竞争高端化、集中化，头部企业加速布局抢占赛道红利。（1）**华熙生物**：旗下润百颜小紫弹面霜等多款含PDRN护肤品已上市，同时2025年底公开PDRN第三代技术专利；（2）**珀莱雅**：2026年新推出红宝石微珠精华精华，添加PDRN成分，精准卡位大众抗衰主流消费人群；（3）**巨子生物**：重组胶原技术积淀深厚，2026年4月推出超透棒首发表现亮眼；（4）**贝泰妮**：4月27日薇诺娜以“妆械联合”为题发布311屏障新品，搭配极地PDRN和丝心蛋白提升修护效果，旗下瑷科缦也推出 PDRN三文鱼面膜；（5）**敷尔佳**：5月13日全新展出PDRN水光弹与水光面膜产品，将械字号修护心智延伸至涂抹式护肤赛道。

图60：2022-2025年中国PDRN市场规模实现高速增长



数据来源：久谦中台数据、开源证券研究所

图61：珀莱雅、华熙生物推出PDRN添加产品，贝泰妮强化妆械联合上新311系列



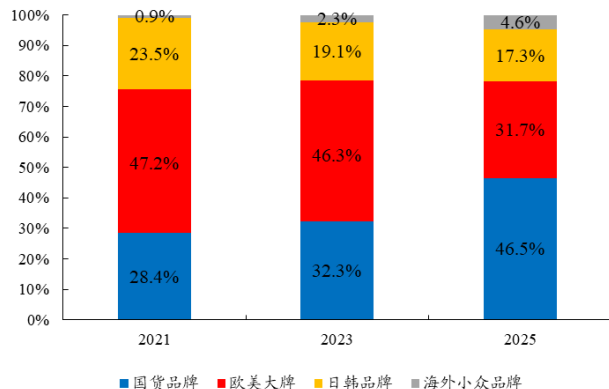
资料来源：珀莱雅官方公众号、润百颜官方公众号、HZPB公众号

5.4 赛道（二）情绪价值锚定高端溢价，东方美学与嗅觉经济共筑品牌心智

高端美妆赛道景气度高，情绪价值支撑品牌溢价。（1）**高端美妆需求强劲：**据青眼情报报告，2026年中国高端美妆市场规模预计达2429亿元，2024-2027年CAGR约2%，增速放缓背景下消费者对高端产品关注度仍维持90%以上。（2）**情绪定价权支撑品牌溢价：**据青眼情报数据，中国情绪经济市场规模有望在2030年突破5万亿元，其中情绪美容赛道预计达数千亿元。消费动因正从产品功能转向情感共鸣，情绪价值已由营销噱头升级为“刚需定价权”，成为支撑品牌溢价、驱动行业高端化的核心引擎。

情绪价值驱动彩妆艺术化升级，东方美学构筑高端壁垒。在情绪价值主导下，彩妆场景呈现高端化、艺术化趋势。据东方美谷蓝皮书调研数据，69.5%的消费者因“文化元素挖掘与应用”而偏好本土品牌；2025年消费者对高端国货品牌的偏好度提升至47%，首次超越欧美大牌。此外，高端彩妆能满足更高阶的自我表达与身份认同需求，依托文化自信，东方美学成为国货差异化核心。（1）**毛戈平：**高端国货标杆品牌，以“大师IP+中式光影美学”为核心，高定妆容和彩妆化艺术包装深度满足情绪价值，依托超级大单品夯实心智壁垒。（2）**珀莱雅：**旗下品牌彩棠聚焦中式原生底妆与东方留白美学，氛围感妆容精准契合年轻悦己消费群体。

图62：消费者对于高端国货美妆偏好提升



数据来源：青眼情报公众号、开源证券研究所

图63：毛戈平与彩棠均推出中式美学彩妆系列



资料来源：毛戈平MGP公众号、青眼公众号

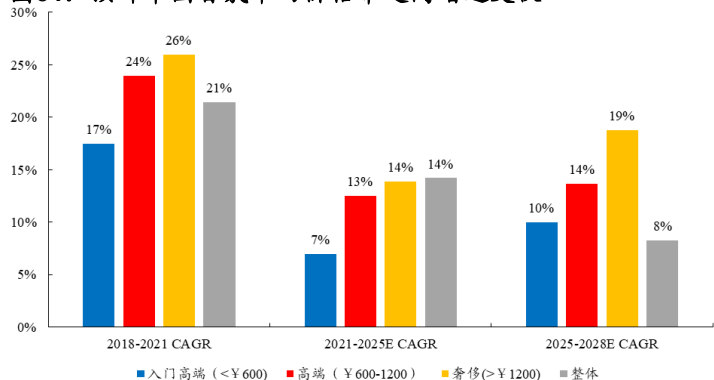
5.4 赛道（二）情绪价值锚定高端溢价，东方美学与嗅觉经济共筑品牌心智

情绪价值驱动香氛场景高增，嗅觉经济实现全域扩容。（1）**需求驱动：**从“悦人”到“悦己”，香氛成为情绪价值的直接载体。以情绪调节、压力舒缓、氛围营造为核心，香水香氛行业快速增长。（2）**场景延伸：**由传统香水延伸至香氛洗护、衣物护理、家居香薰、家清产品，实现个人到居家全场景覆盖。（3）**高端化升级：**预计香氛的奢侈档次市场规模2025-2028年CAGR达18.8%，价格带越高增长越快，消费者对香调层次、原料品质与包装美学要求提升，高端香氛品牌依托文化内涵与嗅觉体验构筑高端叙事。

头部公司积极布局卡位高景气赛道，充分享受情绪经济红利。在场景延伸与高端化趋势驱动下：（1）**毛戈平：**布局高端香氛线，推出“国韵凝香”与“闻道东方”系列，将香气从嗅觉体验升华为文化表达与心理疗愈，自2025年5月上市至年底，销售额近3400万元；（2）**若羽臣：**旗下品牌绽家聚焦香氛家清心智，打造爆款矩阵，产品线从四季繁花香氛洗衣液（已推出18款香型）延伸至内衣洗衣液、香氛护理喷雾、地板清藤齋精油香薰等，实现“香氛洗衣液—家居清洁—空间香氛”的全场景覆盖，复购率高于行业；（3）**上海家化：**以香氛洗护产品覆盖生活全场景，打造多维度嗅觉体验，巩固大众美妆个护龙头优势。

我们认为，率先构建东方美学心智与香氛场景能力的品牌，有望在高端情绪消费浪潮中持续扩大优势。

图64：预计中国香氛市场价格带越高增速更快



数据来源：Frost&Sullivan、开源证券研究所

图65：毛戈平、若羽臣、上海家化积极布局香氛市场

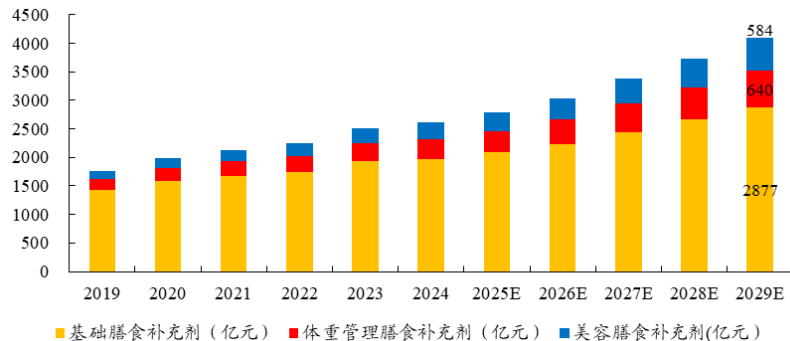


资料来源：毛戈平官网、绽家天猫旗舰店、上海家化官网

口服美容市场高增长，与美妆场景深度绑定，“内服外养”形成消费闭环。（1）需求驱动行业增长：受益于悦己消费与人口老龄化双重驱动，高端口服抗衰赛道正处于“高增速、低渗透”红利期。据弗若斯特沙利文数据，中国美容类膳食补充剂市场2024-2029年CAGR有望达15.3%，预计2029年突破584亿元。（2）内服外养双向协同：口服抗衰凭借明确的修复机理实现与医美的协同增效，并与传统护肤场景深度融合，“内服外养”模式构建了成熟消费闭环，进一步拓宽了美护行业的成长边界。高频复购特性叠加其与高端护肤、医美消费人群的高度重合，口服抗衰有望加速从可选消费品转变为消费者日常健康管理的核心方案。

成分科学化、产品场景化，三大核心成分精准匹配需求场景。消费者需求从“泛健康”向“场景化痛点”加速裂变，催生出基于场景的差异化细分市场。（1）**颜值管理场景**：以麦角硫因为核心，主打促进肌肤健康、胶原蛋白生成及抗氧化，切入抗衰场景；（2）**精力管理场景**：以PQQ为核心，助力细胞供能、缓解疲劳，兼顾心血管健康维护。（3）**代谢管理场景**：以AKK菌为核心，通过增强肠道屏障完整性、诱导GLP-1分泌，聚焦代谢调节、肠道健康鱼抗炎抗氧化等。**若羽臣**：旗下保健品品牌斐萃围绕上述核心成分，以“超级成分+极简配方+足量添加”为原则，搭建专业化产品矩阵，充分受益口服美容高景气红利，斐萃品牌全渠道实现高速增长。

图66：预计2029年中国美容膳食补充剂市场规模将突破584亿元



数据来源：Frost&Sullivan、开源证券研究所

图67：斐萃丰富产品矩阵覆盖口服美容场景



资料来源：斐萃公众号

主线一：具备功效验证的国货美妆，重点推荐贝泰妮、珀莱雅、巨子生物、上美股份、丸美生物、福瑞达，受益标的敷尔佳等。

贝泰妮：敏感肌护肤龙头，2026Q1业绩高增，主品牌薇诺娜持续升级，深耕妆械联合及敏感肌抗老赛道，子品牌薇诺娜宝贝、瑷科缦等在细分赛道强势发力，全渠道协同赋能增长。

敷尔佳：2025年线下渠道主动调整，2026Q1业绩高增，线上渠道GMV亮眼，同时布局重组III型人源化胶原蛋白打开医美新空间。

珀莱雅：国货美妆龙头，主品牌珀莱雅重磅迭代，陆续推出红宝石微珠精华、源力MED水光喷及械字号等新品，并上线男士系列拓展客群，此外子品牌OR/彩棠等表现亮眼，多品牌矩阵协同效应凸显。

巨子生物：研发突破构筑技术壁垒，公司两款重组胶原蛋白III类医疗器械先后获国家药监局批准，并拿到生产许可证，有望打开差异化产品竞争空间；2026年可复美、可丽金将持续推新丰富品牌产品矩阵，深化“专业+大众”双轨布局构建多渠道生态。

上美股份：依托“聚焦+裂变+全球化”的多品牌战略和强运营能力，主品牌韩束线上GMV位列国货美妆前列，子品牌Newpage一页、安敏优快速放量，多品牌孵化逐步进入成熟期，在多品牌全品类布局下业绩有望持续增长。

主线二：高端美妆打造稀缺、国货势能向上，重点推荐毛戈平，受益标的林清轩等。

毛戈平：以彩妆为基本盘，护肤协同发展，小金扇粉饼、鱼子系列等大单品持续放量，并成功拓展香氛业务。线下持续强化品牌高端定位，并在香港开设专柜，打开海外布局新空间，看好未来线上线下齐发力。

林清轩：2025年实现营收翻倍，“以油养肤”心智稳固并持续夯实山茶花大单品矩阵，叠加新品持续放量助力业绩高速增长。

主线三：内服外养及个护家清，“需求刚性+体验升级”双轮驱动，重点推荐润本股份，受益标的若羽臣、上海家化等。

润本股份：聚焦驱蚊及婴童护理赛道，持续推新精准卡位夏日儿童防晒及驱蚊需求，旺季放量可期，渠道端实现线上稳增线下深化。

若羽臣：从代运营向品牌化转型，自主孵化核心品牌“绽家”与“斐萃”分别卡位高端家清与口服抗衰赛道增长亮眼，2026年4月收购奥伦纳素高端院线护肤品牌，完善高端护肤产品矩阵，有望实现家清、保健品及护肤三大品类协同发展。

上海家化：聚焦敏肌、驱蚊等细分赛道，2026Q1三大亿元单品GMV翻倍增长，线上渠道建设速度加快，整体经营稳步向好。

目录

CONTENTS

- 1 综述：高端消费景气恢复较快，AI提升企业经营效率
- 2 黄金珠宝：高端古法金赛道火热，时尚珠宝拉满情绪价值
- 3 零售电商：调改变革、AI赋能，头部企业提质增效
- 4 社服：从总量修复转向结构分化，关注体验经济与服务消费
- 5 化妆品：场景破界交融，深耕“功效+情绪”双主线
- 6 医美：税改合规重塑行业，差异化产品和新场景破局
- 7 投资建议
- 8 风险提示

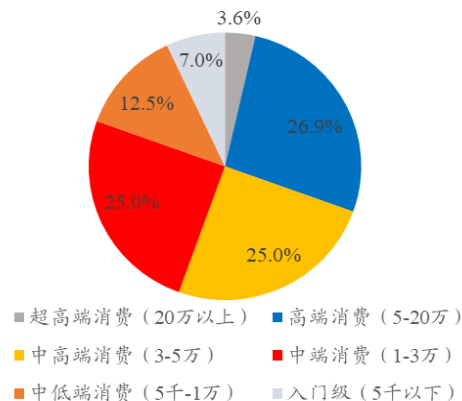
6.1 医美：合规趋严叠加税改落地，推动产能出清和模式重构

医美行业增速放缓，合规政策推动出清。受社会消费环境影响，医美行业整体增速放缓，竞争趋于激烈，但高端医美消费仍具备较强韧性。从业绩角度来看，2025年医美上游厂商营收与利润端均有所承压，下游机构营收与利润优于上游厂商。行业从高速扩张转向高质量合规化发展阶段。监管持续加码，无证器械、违规经营等行为受到严格整治，上游供给端三类械证批量获批，产品充足、竞争充分，下游机构加速出清，市场份额正持续向资质齐全、产品具备创新力、运营及渠道优势显著的头部企业集中。

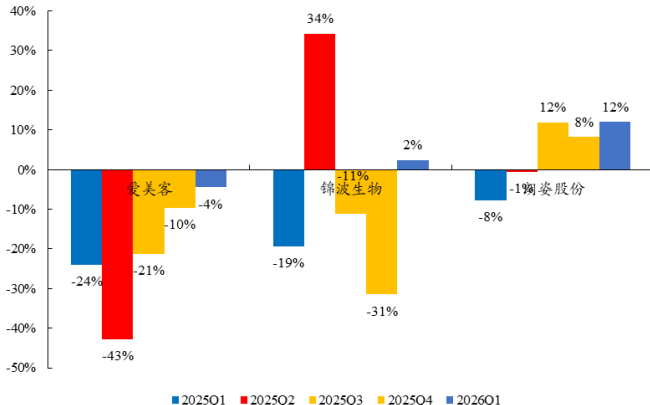
医美税改落地，重塑行业成本与竞争格局。《中华人民共和国增值税法实施条例》自2026年1月1日起施行，明确营利性医美机构不再享受医疗服务增值税免税政策，此后将按6%缴纳增值税，生物制品取消应用3%简易计税，增值税率提升至13%。税改直接抬升医美机构及相关上游原材料企业运营成本，行业盈利承压，或将进一步加速中小机构出清。此外，医美行业本身渠道推广费用占比较高且难以通过增值税发票进行抵扣，因此税务合规也会推动商业模式重构，从“营销驱动”转向“技术驱动”，提高服务质量。

图68：中高端及以上市场为医美消费主力

图69：上游厂商营收有所承压，下游机构表现较优



数据来源：《2026医美用户白皮书》、开源证券研究所



数据来源：Wind、开源证券研究所

图70：《中华人民共和国增值税法实施条例》2026年1月1日起实行



资料来源：国家税务总局

6.2 医美产品：注射获批加速，竞争从“拿证”转向“产品力”

注射获批提速，重组胶原/童颜针密集落地。医美View公众号数据显示，2026Q1医美产品获批持续提速共有17款医疗器械产品获批，覆盖玻尿酸类/胶原蛋白类/童颜针类/光电类，审批提速成为行业新常态。其中重组胶原蛋白领域，共有4款产品获批，截至2026年3月中旬，胶原蛋白填充剂数量已达17款。截至2026年4月，国内获NMPA三类医疗器械认证的童颜针正式获批产品已达14款。

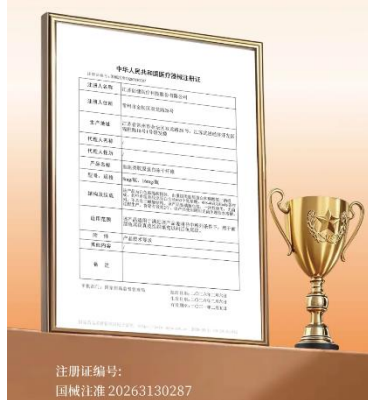
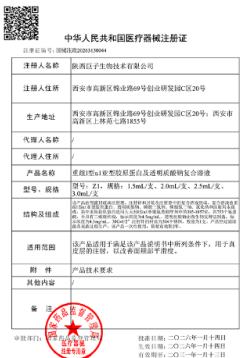
产品竞争从“拿证”转向“产品力”，差异化为核心。随着“械三证”稀缺性红利消退，医美产品竞争已从单纯“拿证”转向产品力比拼。当合规不再是稀缺优势，消费者和医美机构的选择将更加理性，产品价值、临床效果和用户体验将成为竞争的核心，企业将更聚焦于技术、临床解决方案精准度及品牌运营能力。（1）**巨子生物**：2026年3月31日斩获III类医疗器械生产许可证，至此医疗器械注册证+许可证双证到手，此前获批的两款医美针剂重组I型 $\alpha 1$ 亚型胶原蛋白冻干纤维、重组I型 $\alpha 1$ 亚型胶原蛋白及透明质酸钠复合溶液许可上市；（2）**创健医疗**：2026年2月6日获批“重组类胶原蛋白冻干纤维”，聚焦面部鱼尾纹填充场景；（3）**爱美客**：代理“橙毒”以平衡弥散度与起效速度的特点抢占差异化市场。这些具备明确机理与差异化优势的产品，有望“良币驱逐劣币”。

图71：巨子生物获III类医疗器械注册证、生产许可证



资料来源：巨子生物公众号

图72：创健医疗重组类胶原蛋白冻干纤维获批 图73：2026年1月爱美客“橙毒”获NMPA批准上市



资料来源：创健医疗公众号



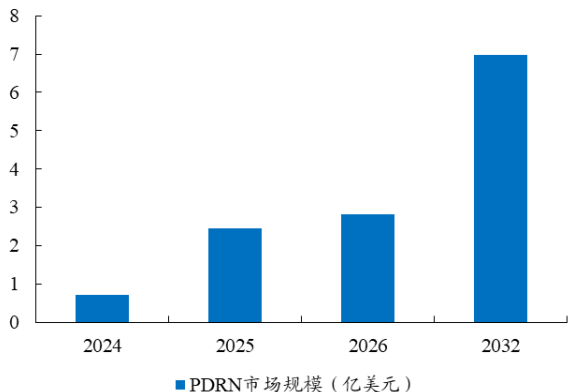
资料来源：Medactive公众号

6.2 医美产品：PDRN进口产品借海南登陆，各公司冲击首证

PDRN成分海外商业化已实现充分验证，行业具备广阔新增长空间。2010年前后，韩国Pharma Research公司推出全球首款PDRN医美注射剂Rejuran，该核心大单品迅速风靡韩国市场；目前海外PDRN产品已形成成熟梯队，其中韩国Rejuran已取得欧盟CE III类及韩国KFDA双重认证，意大利Nucleofill等多款产品亦获欧盟CE III类等权威背书。QYResearch数据显示，预计2026年全球PDRN市场规模达2.8亿美元，2032年达7亿美元左右，2026-2032年CAGR为16.3%。

进口产品借海南登陆，国内仍处首证缺失阶段。PDRN市场需求火爆且赛道热度持续攀升，但国内目前仍处于PDRN首证缺失阶段，供给端受审批限制。企业布局积极性高涨，据迈迪思创CRO统计，截止2025年12月已有15家以上企业完成PDRN/PN主文档登记，其中乐普医疗、华熙生物在内的多家公司正在排队冲刺首证；海外品牌则借海南博鳌乐城临床急需进口药械通道提前登陆中国，韩国REJURAN已实现特许准入使用。PDRN的真正规模化放量节点，并非临床端初步传播，而是取决于监管层面首次明确可复制落地的合规标准与审评规范，这也是品类实现从“小众试点”向“行业主流”跨越的核心前提，布局PDRN的合规化上游厂商有望受益。

图74：预计全球PDRN市场规模持续高增



数据来源：QYResearch、开源证券研究所

KYSEC

图75：韩国丽珠兰产品已获市场认可



资料来源：YouandI优爱妮公众号

图76：华熙生物完成PDRN主文档登记

序号	所有者名称	主文档登记事项名称	主文档登记号	登记/更新时间
76	华熙生物科技股份有限公司	注射填充用透明质酸钠凝胶材料主文档	M2022047-002	2023-09-18
80	华熙生物科技股份有限公司	注射美容用透明质酸钠凝胶材料主文档	M2022048-002	2023-09-18
142	华熙生物科技股份有限公司	注射填充用透明质酸钠凝胶材料主文档	M2023002-002	2023-09-18
143	华熙生物科技股份有限公司	注射美容用透明质酸钠凝胶材料主文档	M2023003-002	2023-09-18
248	华熙生物科技股份有限公司	可吸收外科缝合产品用透明质酸钠凝胶材料主文档	M2023108-000	2023-09-18
249	华熙生物科技股份有限公司	眼科黏弹剂用透明质酸钠凝胶材料主文档	M2023109-000	2023-09-18
614	华熙生物科技股份有限公司	多聚脱乙酰糖胺衍生物材料主文档	M2024284-000	2024-08-22

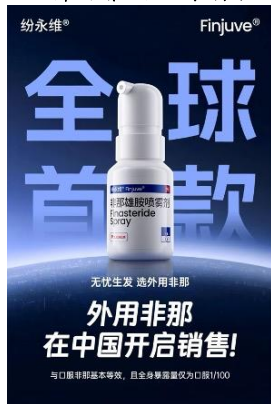
资料来源：华熙生物Bioactive公众号、开源证券研究所

6.3 细分场景：毛发健康景气高增，女性特护开辟医美新蓝海

脱发需求刚性凸显，创新产品+精准服务双轮驱动。据卫健委调研显示，国内脱发人群基数持续扩大总体规模超2.5亿，且年轻化趋势显著，防脱育发成为刚需赛道。（1）**科笛-B：**外用非那雄胺喷雾剂于2025年10月登陆中国市场，凭借外用方式显著降低全身暴露，疗效与安全性兼具，产品上市后动销强劲，打开雄脱治疗赛道差异化成长空间；（2）**雍禾医疗：**以全国连锁机构为依托，精准覆盖广泛脱发刚需人群，受益于行业需求扩容；深化自主研发管理系统“禾帆”的智能化升级，通过精细化管理持续提升运营效率。

女性特护需求持续释放，私密养护赛道成为蓝海。现代女性对盆底健康、私密抗衰等功能医学需求日益增长，但专业合规的医疗级服务供给仍显不足，市场存在较大供需缺口。（1）**美丽田园医疗健康：**精准卡位高端女性客群，旗下研源医疗女性特护收入2025年同比大增64%，客流与客单价双增，亚健康服务版图持续扩充，推进卵巢养护、生殖功能治疗板块，构建“预防—治疗—抗衰”女性健康医疗服务；（2）**锦波生物：**布局高端私密养护赛道，依托重组III型人源化胶原蛋白技术，旗下品牌兰蜜推出重组胶原蛋白阴道敷料等系列产品，实现黏膜修复、改善干涩及提升组织弹性的作用；旗下品牌如薇润、锦露均推出女性私处产品，重塑免疫屏障、对抗生殖系统衰老病变。

图77：科笛推出全球首款外用非那雄胺喷雾 图78：雍禾医疗提供一站式毛发解决方案



资料来源：科笛集团公众号



资料来源：雍禾医疗官网

图79：美丽田园、锦波生物纷纷推出女性特护项目及产品



资料来源：研源NEOLOGY小程序、LANMI兰蜜公众号

6.4 全球布局：中国医美反向出海，技术与资本拓界全球

胶原龙头扬帆出海，东南亚奠基、全球拓疆。（1）**锦波生物**：以注射级重组III型人源化胶原蛋白产品为核心，2026年2月再获马来西亚市场准入资格，目前正在越南、泰国、菲律宾、马来西亚东南亚四国获批D类医疗器械注册证，完成东南亚核心市场布局；

（2）**巨子生物**：2025为巨子生物出海元年，其产品已经落地新加坡、马来西亚、韩国等线下门店，同步渗透北美线上渠道。2025年12月，公司与瑞典Nordberg Medical签署战略合作协议，推进技术输出与海外渠道扩展。

并购与BD双轮驱动，高效切入海外高端市场。（1）**四环医药**：2025年9月战略入股瑞士Suisselle，获得CELLBOOSTER®水光针中国永久独家代理权，并借助其覆盖43国的销售网络将自研产品推向欧洲高端医美市场，加速切入欧美市场。（2）**爱美客**：2025年收购韩国公司REGEN，旗下产品Aesthefill和Powerfill已在34个和24个国家和地区获批，国际市场渠道持续扩张。

表3：锦波生物产品已先后在越南、菲律宾、泰国获批上市

国家	注册证类型	获批时间	核心规格
越南	D类医疗器械	2024.11	2~10mg
泰国	D类医疗器械	2025.11	全规格覆盖
菲律宾	D类医疗器械	2025.11	全规格覆盖
马来西亚	D类医疗器械	2026.2.26	2~24mg

数据来源：锦波生物公众号、开源证券研究所

图80：巨子生物旗下胶原产品进入马来西亚市场



资料来源：可复美官方公众号

图81：四环医药战略入股瑞士Suisselle



资料来源：四环医药公司公告

6.5 投资观点：看好布局差异化的上游厂商及探索新场景的下游机构

投资观点：上游医美产品创新叠加全球化出海，下游机构整合并探索新场景，看好布局差异化赛道的上游医美产品厂商及下游机构，重点推荐爱美客、朗姿股份、科笛-B、美丽田园医疗健康，受益标的锦波生物、四环医药等。

爱美客：A型肉毒毒素“橙毒”2026年1月获批，产品矩阵持续扩容；收购REGEN公司，国际化渠道网络持续扩张。

科笛-B：核心两大单品销量超预期，近期局部外用利多卡因丁卡因乳膏正式获批，在研管线种类丰富，成长空间广阔。

锦波生物：拥有三张重组人源化胶原蛋白械三类证构筑核心壁垒，“医美器械+功能性护肤品”双核为中长期增长奠定坚实基础。

四环医药：医美与创新药业务双轮驱动，核心产品乐提葆及新品营收高速增长，加速推进自研产品全球化布局，筑牢业绩增长基础。

美丽田园医疗健康：内生外延双轮驱动，整合能力成效显著。2026年2月集团与资生堂达成战略合作，有望进一步巩固高端品牌优势。

朗姿股份：医美板块持续扩容，医美机构总数增至43家，设立七支医美并购基金，同时提升女装和婴童板块的品牌力。

图82：美丽田园旗下品牌覆盖生美、医美、亚健康等体验场景



表4：2025年10月以来多款胶原产品获批

产品名称	注册证号	应用场景	企业	获批时间
重组I型α1亚型胶原蛋白冻干纤维	国械注准 20253132049	面部真皮组织填充，纠正额部动力性皱纹（眉间纹、额头纹、鱼尾纹）	巨子生物	2025年10月
交联重组胶原蛋白植入剂	国械注准 20253132643	面部真皮组织填充，纠正额部动力性皱纹及中面部软组织凹陷	创健医疗	2025年12月
重组I型α1亚型胶原蛋白及透明质酸钠复合溶液	国械注准 20263130044	改善面颊部平滑度	巨子生物	2026年1月
重组类胶原蛋白冻干纤维	国械注准 20263130287	面部真皮组织填充，纠正鱼尾纹	创健医疗	2026年2月

资料来源：美丽田园医疗健康公司官网

资料来源：Medactive公众号、巨子生物公众号、创健医疗公众号、开源证券研究所

目录

CONTENTS

- 1 综述：高端消费景气恢复较快，AI提升企业经营效率
- 2 黄金珠宝：高端古法金赛道火热，时尚珠宝拉满情绪价值
- 3 零售电商：调改变革、AI赋能，头部企业提质增效
- 4 社服：从总量修复转向结构分化，关注体验经济与服务消费
- 5 化妆品：场景破界交融，深耕“功效+情绪”双主线
- 6 医美：税改合规重塑行业，差异化产品和新场景破局
- 7 投资建议
- 8 风险提示

投资主线1：关注在高端、时尚和投资金赛道具备差异化产品力和消费者洞察力的黄金珠宝品牌。

高金价下行业持续分化，竞争关键从“渠道为王”转向“差异化产品+消费者洞察”；随着消费者、加盟商和商圈物业等产业链多方认知选择发生变化，也将推动行业新老品牌格局改变。建议关注：（1）景气度持续验证的高端古法黄金龙头，重点推荐**老铺黄金**；（2）在产品力、洞察力、营销力具备优势的时尚黄金优质品牌，重点推荐**潮宏基、周大福、周大生**等，受益标的**六福集团、周生生**等；（3）受益黄金税改新政和投资金品类高景气的品牌，受益标的**莱百股份**等。

投资主线2：关注积极推进调改变革的线下零售企业和AI赋能、库存状况改善的跨境电商龙头。

线下零售转向质量深耕，超市、百货、母婴零售企业多维调改变革；线上跨境电商清库存周期进入尾声，进入AI精细化运营阶段。建议关注：（1）坚定推进调改、聚焦商品力与场景力提升的线下零售企业，重点推荐**永辉超市、家家悦**等；（2）积极探索加盟扩张、具备供应链与单店模型输出能力的母婴零售龙头，重点推荐**爱婴室**，受益标的**孩子王**等；（3）库存情况显著改善、受益AI全链路赋能提效的跨境电商龙头，重点推荐**华凯易佰、赛维时代、吉宏股份**等。

投资主线3：关注受益服务消费政策、出行复苏、体验消费升级和AI提效的优质服务消费企业。

社服行业结构性机会显现，建议关注：（1）旅游酒店结构升级，体验文旅、入境游复苏共振，重点推荐**长白山**等；（2）人力资源服务与教育AI场景加速兑现，推动提效降本与服务升级，受益标的**学大教育、科锐国际**等；（3）免税从政策预期转向业绩兑现，受益标的**中国中免**等；（4）餐饮关注平价高频需求与会员运营，外卖补贴退潮后茶饮龙头强者更强，受益标的**百胜中国、瑞幸咖啡**等。

投资主线4：聚焦美丽经济，关注具备科研创新、深耕情绪消费与高端消费赛道的医美化妆品优质企业

消费端认知升级叠加高端消费本身韧性，释放“情绪、功效与高端”的溢价红利；产业端化妆品原料规范与医美税改合规共振出清，引领医美化妆品行业高质量重构。建议关注：（1）具备功效验证的国货美妆公司，重点推荐**贝泰妮、珀莱雅、巨子生物、上美股份**，受益标的**敷尔佳**等；（2）围绕景气赛道布局的高端美妆品牌，重点推荐**毛戈平**，受益标的**林清轩**；（3）内服外养及个护家清受益于“需求刚性+体验升级”的双轮驱动，重点推荐**润本股份**，受益标的**若羽臣、上海家化**等；（4）布局差异化增量赛道、探索新场景需求的医美公司，重点推荐**爱美客、科笛-B、美丽田园医疗健康**，受益标的**锦波生物、四环医药**等。

表5：投资建议：关注“情绪消费”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		
					2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
6181.HK	老铺黄金	买入	823	465.40	50.99	69.62	87.90	9	7	5
002345.SZ	潮宏基	买入	88	9.89	0.84	1.08	1.35	12	9	7
002867.SZ	周大生	买入	137	12.63	1.19	1.38	1.56	11	9	8
601933.SH	永辉超市	买入	331	3.65	-0.09	0.05	0.12	-41	73	30
603214.SH	爱婴室	买入	23	16.64	0.89	1.08	1.31	19	15	13
300592.SZ	华凯易佰	买入	54	13.41	0.89	1.12	1.35	15	12	10
002803.SZ	吉宏股份	买入	97	22.86	0.80	0.98	1.18	29	23	19
1318.HK	毛戈平	买入	250	50.91	3.24	4.04	5.01	16	13	10
2145.HK	上美股份	买入	140	35.17	3.44	4.08	4.80	10	9	7
603605.SH	珀莱雅	买入	222	55.95	4.03	4.36	4.79	14	13	12
603193.SH	润本股份	买入	96	23.77	0.93	1.11	1.32	26	21	18
2367.HK	巨子生物	买入	260	24.45	1.83	2.04	2.28	13	12	11
300957.SZ	贝泰妮	买入	166	39.11	1.58	1.82	2.07	25	21	19
300896.SZ	爱美客	买入	325	107.41	5.01	5.64	6.16	21	19	17
2373.HK	美丽田园医疗健康	买入	44	17.50	1.76	2.19	2.67	10	8	7

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：收盘价日期为2026/5/19，其中港股展示人民币市值及收盘价，汇率换算以5月19日，取1港元=0.87人民币，盈利预测均采用开源证券研究所预测数据）

(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。

分析师声明

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

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为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。

股票投资评级说明

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

分析、估值方法的局限性说明

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

法律声明

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

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

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

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

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及

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

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

开源证券研究所

上海：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层

邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券