证券研究报告

开源证券

跨境出海高景气，聚焦产品力和运营效率

零售社服行业2027年度投资策略

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

姓名 姚响（联系人）
证书编号：S0790126070042
邮箱：yaoxiang@kysec.cn

2026年11月06日

核心观点

1.行业回顾

2026年社会消费和零售社服企业收入端仍有所承压，但利润端已开始修复。具体分板块看：黄金珠宝受金价大幅波动影响销售下滑，跨境电商则受益库存优化盈利显著改善；线下零售与社会服务企业持续推进调改变革和体验升级，化妆品高端品牌和医美下游合规连锁机构呈现更强韧性。消费趋势层面：消费者对质价比与体验升级的诉求并行，消费机会来自对具体需求的精准满足，因此更考验企业的消费者洞察与差异化产品、服务供给能力；此外AI应用逐步融入服务和运营流程，运营效率提升成为竞争关键。

2. 细分板块观点

黄金珠宝：金价波动环境下，渠道要素弱化，产品力和运营能力重要性凸显。渠道端，高端黄金品牌与头部商圈双向奔赴，在门店拓展升级同时加大高净值客群触达，同时积极推进海外市场布局；产品端，时尚黄金企业聚焦轻量化和国潮设计，同时赋能加盟商门店精细化运营，提升店效和盈利能力。重点推荐**潮宏基、老铺黄金、周大福、周大生**等，受益标的六福集团、周生生等。

跨境电商：受益库存去化、关税缓解及低效业务收缩，头部企业盈利弹性稳步释放，未来经营重心转向业务扩张与效率提升；精品业务品牌化升级与AI全链路赋能提效，则有望成为下一阶段增长主线。重点推荐**赛维时代、华凯易佰、吉宏股份、希音-W**等。

零售社服：线下零售企业调改成效初显，竞争重心转向商品力（自有品牌）与经营效率，新业态探索带来第二曲线；社会服务企业受益供需改善、经营提效与体验升级：酒店餐饮盈利修复，旅游景区体验升级，免税政策优化，教育人服行业AI应用加速落地。重点推荐**永辉超市、爱婴室、长白山、行动教育**等，受益标的小商品城、孩子王、锦江酒店、百胜中国、学大教育、科锐国际等。

化妆品：需求细分与体验升级推动品牌创新，高端美妆依托品牌势能向多品类延伸，专业护肤强化功效验证，头皮护理、空间香氛及分龄护理拓展消费场景。重点推荐**毛戈平、珀莱雅、若羽臣、巨子生物、润本股份**，受益标的上海家化佳等。

医美：上游差异化新产品加速落地，合规出清及供给扩容利好下游头部医美连锁机构，采购条件改善与运营优势有望推动盈利改善。重点推荐**朗姿股份、爱美客、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：社会消费复苏分化，质价比、体验升级、AI先行

2 黄金珠宝：金价波动抑制需求，聚焦产品力、运营力和品牌出海

3 跨境电商：库存优化、业绩高增，品牌化+AI赋能构成长期主线

4 线下零售：调改变革持续深化，业态创新多维拓展

5 社会服务：经营提效筑底，结构成长启新

6 化妆品：细分需求与体验升级并进，场景拓展打开新空间

7 医美：差异化新品加速落地，合规连锁整合提效

8 投资建议

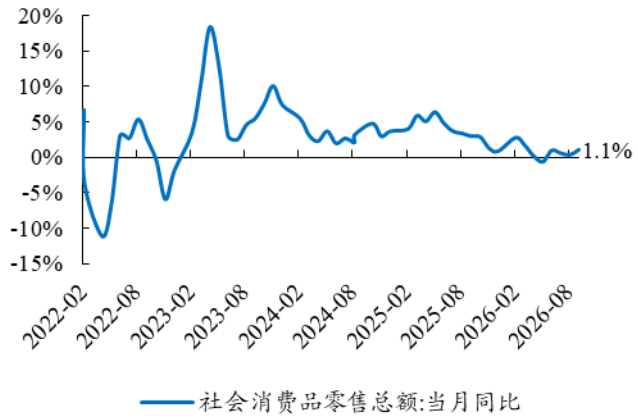
9 风险提示

1.1 社零数据：2026年社会消费增速放缓，可选品类表现分化

2026年二季度以来社会消费整体增速有所放缓。2026年前三季度社零总额为37.0万亿元（同比+1.1%），整体呈弱复苏态势。分季度看，2026Q1/Q2/Q3社零增速分别为+2.4%/+0.2%/+0.7%。二季度以来社会消费增速有所放缓，关注后续消费潜能释放。

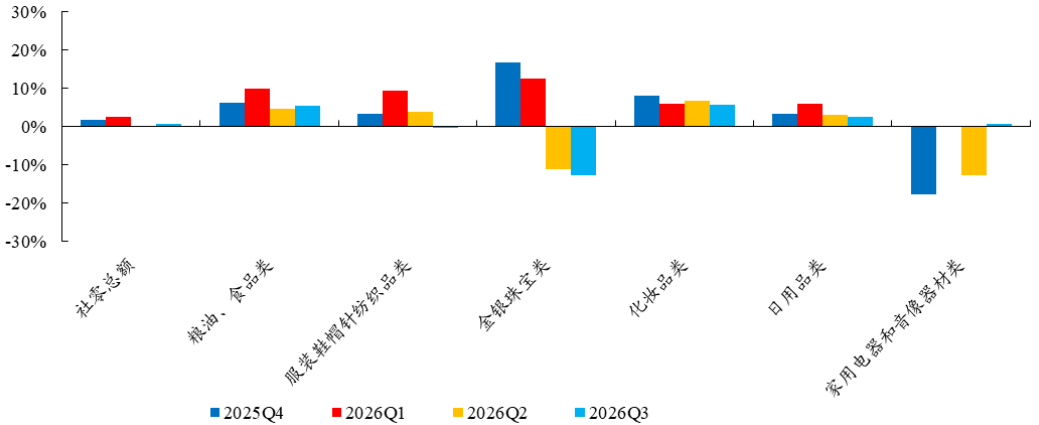
分品类看，商品消费中必选品类维持稳健，可选消费表现分化。2026年以来，以粮油食品为代表的必选消费品维持平稳增长，可选消费品表现则出现一定分化；2026Q3金银珠宝、服装鞋帽、化妆品分别同比-12.7%/持平/+5.6%，金银珠宝持续承压，化妆品则表现稳健。

图1：2026年以来社会消费增速有所放缓



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图2：2026Q3必选消费品类保持稳健，可选消费品类中化妆品表现较好



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

1.2 渠道：线上渗透率提升、线下业态分化，旅游餐饮表现突出

线上零售渗透率继续提升，“吃”类商品增速领跑。2026Q1-Q3实物商品网上零售总额为9.51万亿元（同比+3.8%），其中吃/穿/用类商品分别同比+15.8%/+3.4%/+0.8%，增长势头良好。渗透率方面，前三季度实物商品网上零售额占社零比重为25.7%（同比+0.7pct）。

线下零售业态超市、便利店表现较好，高频消费支撑线下渠道。分业态看，2026年前三季度超市、便利店、百货店、专业店和品牌专卖店零售额同比分别+4.1%/+5.2%/-2.9%/-2.2%/-10.3%，其中超市、便利店销售表现较强。

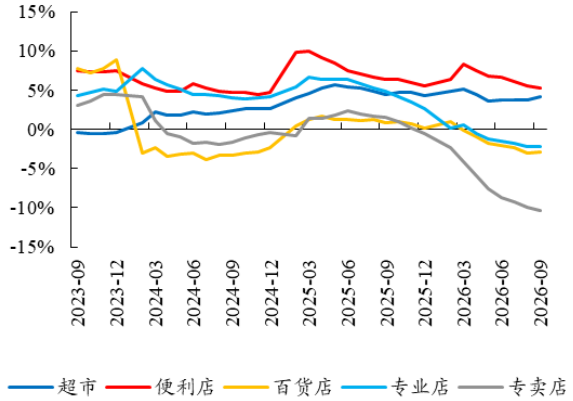
国庆假期服务消费旺盛，旅游餐饮消费表现突出。税务局公布的增值税发票数据显示，国庆假期旅游游览和娱乐服务销售收入同比+23.6%，餐饮服务销售收入同比+9%。此外根据商务部商务大数据监测，2026年10月1日-10月6日，商务部重点监测的78个步行街（商圈）客流量、营业额同比分别+2.5%、+4.7%。

图3：2026年前三季度实物商品网上零售额同比增长3.8%



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图4：2026年线下超市、便利店表现较好



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图5：国庆假期服务消费旺盛



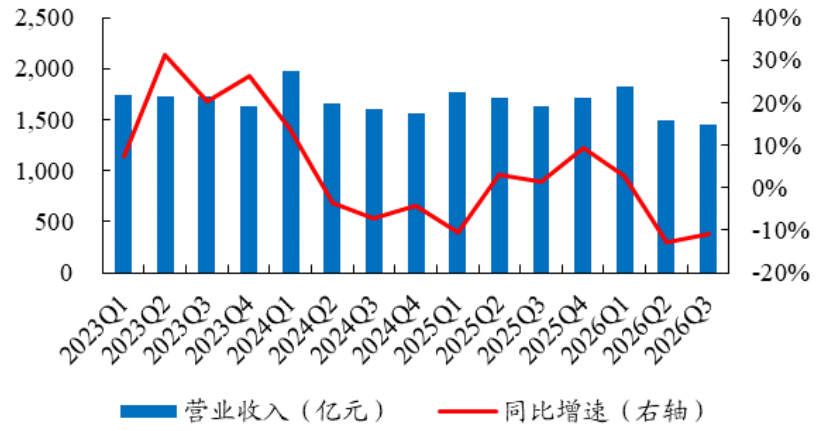
资料来源：新商网公众号

1.3 企业经营业绩：收入端承压，利润端延续修复

收入端，零售社服企业2026年有所承压。我们选取79家零售社服行业代表性上市公司（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、6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。2026Q1/Q2/Q3分季度看，零售社服行业整体营收同比增速分别为+2.7%/-12.9%/-10.9%，二季度以来收入承压。

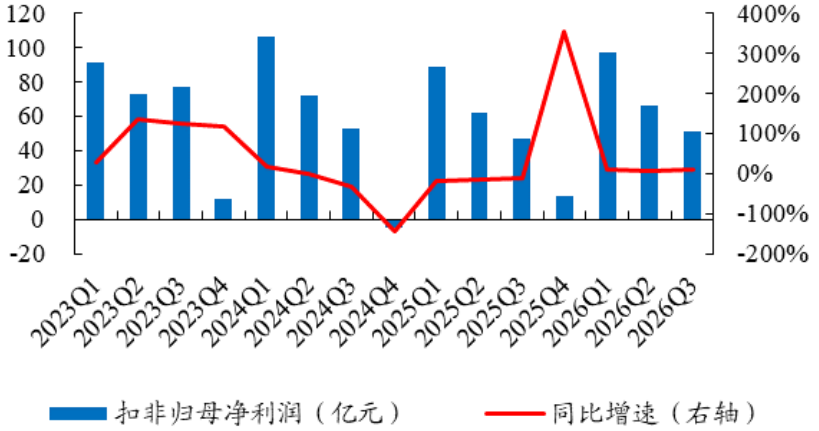
利润端，零售社服企业2026年持续修复，毛利率改善明显。2026Q1/Q2/Q3零售社服行业整体扣非归母净利润同比增速分别为+9.5%/+5.7%/+9.7%；其中2026Q2/Q3行业平均毛利率分别为24.1%/22.6%，同比分别+3.5pct/+2.9pct，毛利率呈现改善趋势，带动行业收入修复向盈利端传导。

图6：2026年二季度以来零售社服行业收入端有所承压



数据来源： Wind、开源证券研究所

图7：2026年零售社服行业利润端逐步回暖



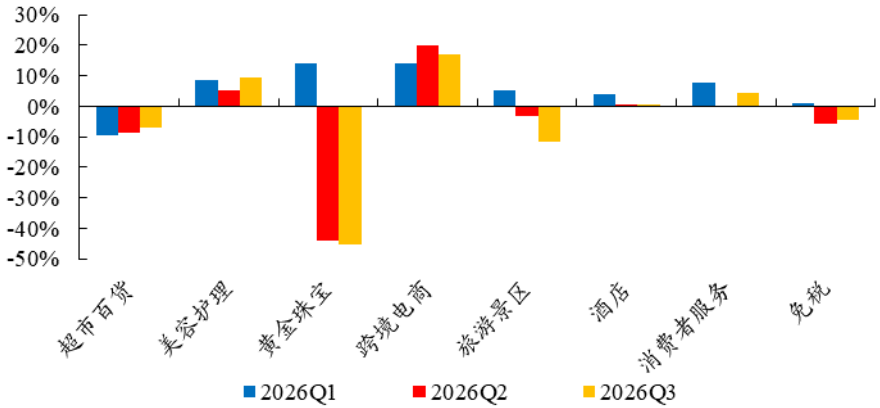
数据来源： Wind、开源证券研究所

1.3 企业经营业绩：跨境电商表现亮眼，细分板块持续分化

收入端看，跨境电商、美容护理呈现相对景气，黄金珠宝、旅游景区等板块承压。2026年以来，美容护理、跨境电商板块收入表现相对较好，其中，美容护理板块2026Q1-Q3营收同比分别+9%/+5%/+10%，跨境电商板块同比分别+14%/+20%/+17%；相对而言，黄金珠宝、旅游景区板块2026年二、三季度均有所承压。

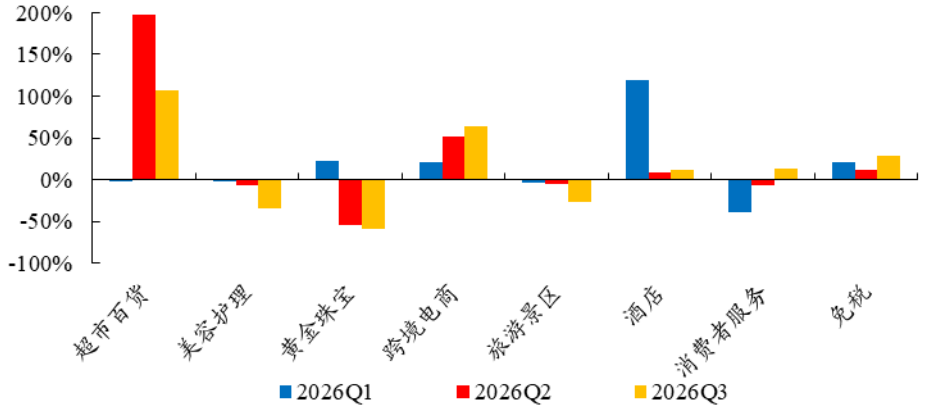
利润端看，跨境电商相对景气，酒店、免税表现平稳，美容护理、黄金珠宝、旅游景区则有所承压。2026年二季度以来跨境电商板块业绩表现较好，2026Q1-Q3利润同比分别+22%/+22%/+64%；2026Q1-Q3酒店板块利润端同比分别+120%/+9%/+12%，免税板块同比分别+21%/+12%/+28%；其余美容护理、黄金珠宝、旅游景区板块利润端则有所承压。

图8：收入端，跨境电商、美容护理表现较好，黄金珠宝承压



数据来源： Wind、开源证券研究所

图9：利润端，跨境电商板块表现较好，美容护理、黄金珠宝有所承压



数据来源： Wind、开源证券研究所

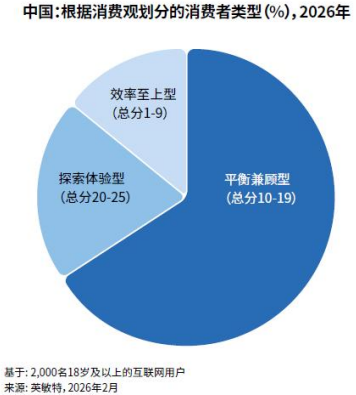
（注：部分数据超过-100%~+200%的极端值按照最大值呈现）

1.4 消费趋势：预算向品质和体验倾斜，AI应用推动服务与运营升级

消费预算重新分配，质价比与体验升级并行。（1）消费心态：英敏特《2026中国消费者》显示，约三分之二消费者同时重视性价比、功能价值与情绪体验，在不同场景下灵活分配消费预算。**（2）商品选择：**据CTR，2026年前三季度城镇快消品自有品牌销售额同比增长67%，兼顾品质与价格的自有品牌产品持续获得认可。**（3）支出结构：**据国家统计局，2026年前三季度服务零售额同比增长5.0%，高于商品零售额4个百分点，其中文体休闲服务零售额增长9.7%，体验消费保持活跃。我们认为，消费者对价格、品质与体验的取舍更加精细，消费机会来自对具体需求的精准满足，更考验企业的消费者洞察与差异化产品、服务供给能力。

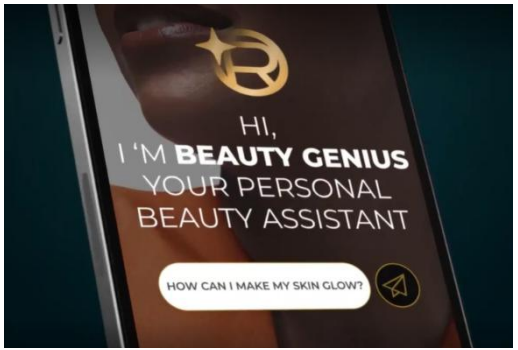
消费行业AI应用逐步转向规模化、流程化。文旅领域，携程Trip.Planner实现一体化集成，AI可帮助用户直接从行程视图中规划预订所有行程并按偏好调整路线；美妆领域，欧莱雅Beauty Genius结合自拍诊断、虚拟试妆和产品推荐，把个性化咨询延伸至线上全天候服务；餐饮领域，星巴克Green Dot Assist为咖啡师即时提供配方及服务标准指引，减少现场查找信息时间。从出行决策、商品选择到门店执行，AI正在将消费者的个性化需求与企业的产品服务能力更紧密连接起来，推动消费体验升级。

图10：兼顾好用和体验的平衡兼顾型人群为消费者主流



资料来源：英敏特

图11：欧莱雅推出AI驱动的个人美妆助理



资料来源：欧莱雅官网

图12：携程 Trip.Planner 利用AI整合行程规划与预订



资料来源：Trip.com

目 录

CONTENTS

1 综述：社会消费复苏分化，质价比、体验升级、AI先行

2 **黄金珠宝：金价波动抑制需求，聚焦产品力、运营力和品牌出海**

3 跨境电商：库存优化、业绩高增，品牌化+AI赋能构成长期主线

4 线下零售：调改变革持续深化，业态创新多维拓展

5 社会服务：经营提效筑底，结构成长启新

6 化妆品：细分需求与体验升级并进，场景拓展打开新空间

7 医美：差异化新品加速落地，合规连锁整合提效

8 投资建议

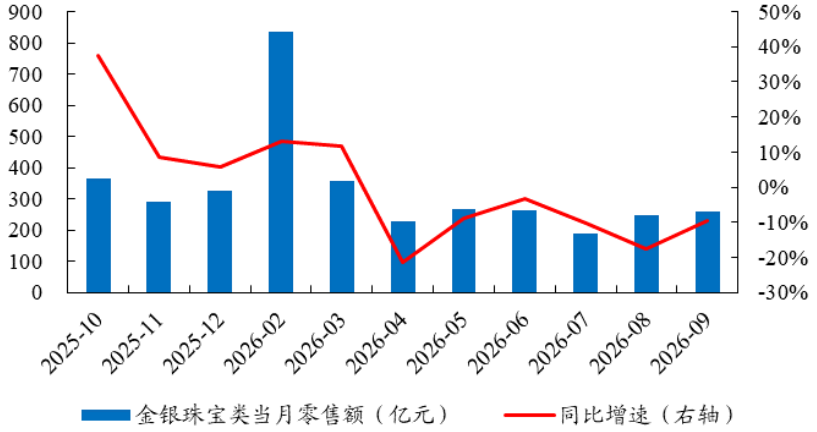
9 风险提示

2.1 黄金珠宝：2026年金价大幅波动，影响消费需求

三季度以来金银珠宝社零数据承压，黄金珠宝板块2026Q3收入、利润均有所承压。社零数据层面，2026年前三季度金银珠宝类零售额为2620亿元，同比-2.4%，三季度以来持续承压，其中7、8、9月同比分别-10.1%/-17.5%/-9.6%。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-Q3板块营收982.2亿元（同比-25.5%，下同）、扣非归母净利润27.5亿元（-21.4%），收入、利润均承压。

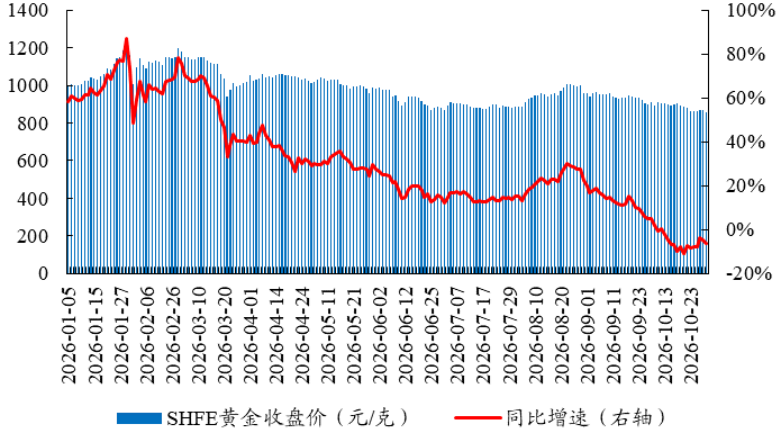
2026年以来金价波动较大，金饰需求受抑制、加盟商补货也减少。年初金价快速冲高后，1月下旬起开启多轮回调，其中3-5月、9-10月跌幅均较大。黄金价格剧烈波动也使得部分消费者出现观望情绪、推迟购买决策，进而导致黄金（饰品）零售终端动销放缓。加盟商层面，考虑到金价回落带来的库存跌价风险，也会延缓门店进货补货节奏，从而传导到上游导致品牌公司批发出货承压。

图13：2026年下半年金银珠宝社零增速承压



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2026年金价开启多轮回调



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2 高端黄金：头部商圈重视布局，古法金品牌梯队快速扩容

高端黄金品类凭借强销售贡献和高净值客群吸引力，获得头部商圈青睐。恒隆集团2026年中报显示，在黄金产品需求等因素带动下，上海恒隆广场2026H1租户销售额同比+24%、商场收入+8%。以老铺黄金等为代表的高端古法黄金品牌，既能为商场贡献人气和销售额（对应贡献扣点租金），也与奢侈品楼层的定位契合，因此也推动商场方愿意将核心动线铺位和更大经营面积向高端国潮黄金品牌倾斜，同时降低对外资国际奢侈品大牌的依赖。

各大商圈加大力度引入布局，高端黄金品牌梯队持续扩容。9月25日琳朝在南京德基开出全国第二家门店，以策展式空间呈现南京城市文化与品牌工艺，门店试营业三天销售额超4000万元、一周销售额破亿元，销售势能突出。君佩珠宝继上海豫园、国金中心后入驻港汇恒隆，并落地成都IFS，形成上海三店、成都双店布局；宝兰则先后开出南京德基店和北京国贸店。此外，京匠、老万年、多宝阁、御泰黄金等古法黄金品牌亦陆续进驻头部商场。

图15：琳朝珠宝开业首日人气旺盛



资料来源：小红书

图16：君佩举办高金展吸引高端客群



资料来源：小红书

图17：京匠等多家高端古法黄金品牌陆续进驻高端商场



资料来源：小红书

2.2 高端黄金：老铺黄金门店优化升级，传统品牌新增高端店型

老铺黄金门店持续优化（区位升级+扩大面积），与商圈“双向奔赴”。2026年老铺黄金多家门店进行区位升级+面积优化：上海恒隆广场店由3楼迁至2楼，面积超350平方米，与Chaumet、Graff等高级珠宝品牌为邻；港汇恒隆店、上海国金店、杭州大厦店移至更核心楼层铺位；新天地店扩容并增设茶室；豫园店由挹秀楼主楼内侧扩展至整个首层等。我们认为，老铺黄金持续获得更优铺位，反映出商场对其客流、销售和品牌力的认可；对老铺而言，区位优化与面积扩大也有助于增加品牌曝光、丰富金器陈列和高客服务场景。

多家传统大众黄金品牌亦开始高端化店型布局探索。潮宏基高端店“非遗工艺馆”展示花丝工艺与精品金饰，已落地上海IFC、成都万象城等核心商圈；周大福新设计高端形象店突出高级珠宝与私享服务，截至2026财年末内地已开出8家；周大生围绕“周大生×国家宝藏”推进店型分层，计划于2026年末推出定位更高的黑金店。此外，老凤祥开出上海万象城珍品店，中国黄金旗下“金叙”进驻南京德基等，多家传统品牌纷纷探索布局高端定位门店。

图18：老铺黄金恒隆广场新店区位优化、面积扩大



资料来源：小红书

图19：老铺黄金上海新天地店首次辟设茶室



资料来源：上海黄浦公众号

图20：潮宏基西南首家高端店非遗工艺馆开业



资料来源：潮宏基珠宝视频号

2.3 时尚黄金：轻量化与国潮设计并进，品牌竞争聚焦产品力

轻量化与国潮设计成为时尚黄金品类两条重要主线，品牌竞争聚焦产品力。（1）轻量化：品牌加码轻克重款式，以相对可控的单件支出降低购买门槛；世界黄金协会调研显示，超40%的受访零售商计划提高5克以下产品备货占比。**（2）国潮设计：**以现代造型活化传统纹样与非遗工艺，兼具设计美感与文化认同，成为品牌打造差异化系列的重要方向。例如，潮宏基持续焕新花丝系列，围绕花丝开展的“一城一非遗”活动上半年曝光超3亿；周生生“酷黑锁子纹”借锁子甲传统纹样塑造个性表达。

周大福万相系列是差异化产品优秀案例，通过代言人及线上线下联动放大声量。设计端，万相系列取材唐代四瓣花纹，融入宝相花、团花元素，以几何造型和玄黑、绛红色彩碰撞呈现强化视觉辨识度。宣传端，品牌在上海港汇恒隆设置限时体验空间，发布赵露思演绎内容，小红书用户穿搭实拍与快闪打卡进一步扩大传播声量。万相系列2026年4月推出，截至9月末零售值已超28亿港元。

图21：周大福万相系列辨识度突出



资料来源：小红书

图22：周生生上海线下举办高级珠宝展



资料来源：中国黄金珠宝公众号

图23：潮宏基壹号店以环形展区呈现产品工艺



资料来源：小红书

2.4 黄金出海：从东南亚走向全球，高端形象与产品在地化并进

各黄金品牌加大海外市场布局，以东南亚为出海首站并向全球市场延伸。老铺黄金2025年6月在新加坡开出首家海外门店，2026年5月进驻澳门巴黎人购物中心；潮宏基2026年上半年在马来西亚、柬埔寨新增3家门店；周大福继新加坡、泰国新形象店后，进一步进驻澳洲悉尼；六福重返新加坡、加密马来西亚布局，并于9月首次进入英国、10月进驻新西兰。各品牌以东南亚市场和中国香港、中国澳门等国际客流窗口积累品牌认知，逐步向全球市场延伸布局。

海外拓店同步推进品牌高端形象升级与产品在地化。（1）品牌形象：周大福10月在澳门四季名店开设首家奢华概念精品店Chow Tai Fook Pavilion，以高级珠宝陈列和VIP私享空间升级购物体验；六福珠宝在澳门永利开设“黑金”概念店，以新店型展示高端品牌形象。**（2）产品在地化：**周大福在曼谷暹罗百丽宫店推出泰国特色产品；潮宏基推出融合当地文化元素的“臻金·象神”“臻金·大鹏展翅”等系列，9月再次推出海外限定新品“臻金·迦楼罗”系列。各大品牌以高端门店强化形象表达，用本土化产品触达当地消费者。

图24：周大福于澳门开设首家奢华概念精品店



资料来源：中国黄金珠宝公众号

图25：六福珠宝英国首店开业当天人气旺盛



资料来源：英伦圈圈公众号

图26：潮宏基9月上新海外限定臻金·迦楼罗系列



资料来源：小红书

2.4 投资观点：关注高端黄金、时尚黄金优质品牌

金价波动环境下，差异化产品力和精细化运营重要性凸显，品牌出海打开增量空间。

黄金珠宝行业持续变革，从“渠道为王”转向“差异化产品+消费者洞察”。2026年在金价波动环境下，渠道开关店要素弱化，反观产品研发能力和门店精细化运营能力重要性更加凸显。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，另一方面发力赋能加盟商门店精细化运营，有效提升单店店效和盈利能力。此外，各大国潮黄金品牌持续推进海外布局，从东南亚向全球核心市场延伸，在拓店同时推进品牌形象高端化与国际化，打开新的增量空间。

建议关注高端黄金、时尚黄金两大赛道。

（1）高端黄金：高端黄金作为“中式老钱”的最佳载具，国潮国风兴起唤醒“黄金血脉”。2026年商圈愈加重视黄金品类价值，愿意为优质品牌提供更优铺位和更大展示空间；老铺黄金顺势而为持续优化门店区位与面积，[illegible]、君佩等加速进入高端商场，传统品牌亦推出专属高端店型，品牌梯队持续扩容。

（2）时尚黄金：轻量化、高颜值、好寓意，情绪价值拉满，成为消费者表达自我和悦己的重要载体。2026年金价波动趋势下，轻量化产品可有效降低消费者购买门槛，国潮设计则兼具美感与文化认同，有助于打造产品差异化，并借助新兴社媒占领消费者心智。

重点推荐潮宏基、老铺黄金、周大福等，受益标的六福集团、周生生等。

潮宏基：深耕时尚黄金领域，差异化产品设计能力突出，受年轻消费者欢迎；新兴社媒营销能力和打造爆款“自引流”能力得到加盟商青睐；2026年重点推进高端店型及形象店布局，触达更多高净值客户，提升品牌势能。

老铺黄金：国内奢侈品消费的“黄金替代和国潮”趋势未变，老铺黄金作为赛道头部品牌，仍有较强稀缺性；2026年持续推进金器等产品迭代升级、核心商圈门店优化及高净值客群运营，有望持续提升品牌竞争力，向欧美等海外核心市场进军。

周大福：产品设计与营销能力突出，“万相”系列将中国传统纹样差异化融入强化产品辨识度，取得亮眼销售表现。

六福集团：港澳占比高，价格优势承接内地消费客流；海外拓展顺利，重返新加坡并首次进入英国、新西兰，高分红巩固高股息。

周生生：全直营模式把控运营质量，系列化产品力突出；文化及工艺营销强化品牌认知，门店优化推进经营效率提升。

目 录

CONTENTS

1 综述：社会消费复苏分化，质价比、体验升级、AI先行

2 黄金珠宝：金价波动抑制需求，聚焦产品力、运营力和品牌出海

3 **跨境电商：库存优化、业绩高增，品牌化+AI赋能构成长期主线**

4 线下零售：调改变革持续深化，业态创新多维拓展

5 社会服务：经营提效筑底，结构成长启新

6 化妆品：细分需求与体验升级并进，场景拓展打开新空间

7 医美：差异化新品加速落地，合规连锁整合提效

8 投资建议

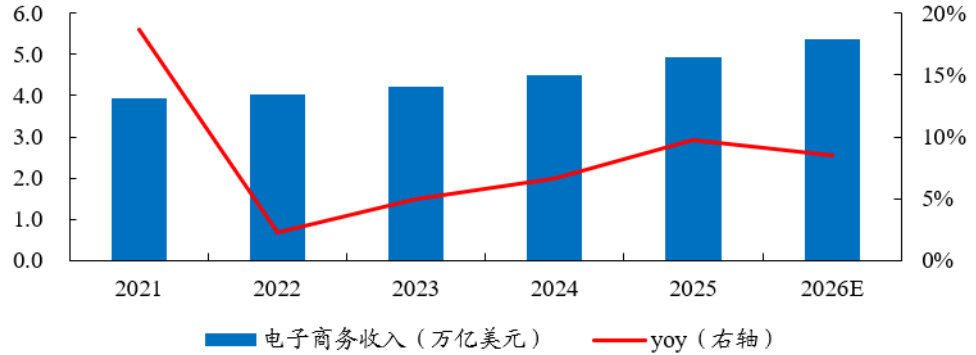
9 风险提示

3.1 跨境电商：需求稳健、关税改善，盈利持续修复

全球需求稳健、供给韧性延续，关税扰动边际缓和。需求侧，据ECDB数据2025年全球电商收入4.94万亿美元，预计2026年全球电商收入为5.36万亿美元（同比+8.6%），拉美、中东及东南亚等新兴市场线上消费进入快速增长阶段，成为重要增量。供给侧，据中国海关总署数据，2026年前三季度跨境电商出口额约1.75万亿元（同比+4.6%），延续增长态势彰显中国供应链的韧性与竞争力。此外，2026年以来中美关税扰动边际缓和，2月美国最高法院裁定IEEPA不授权总统征收相关关税，9月中美进一步达成约300亿美元对等降税安排，部分附加关税陆续下调，跨境企业的成本费用压力显著改善。

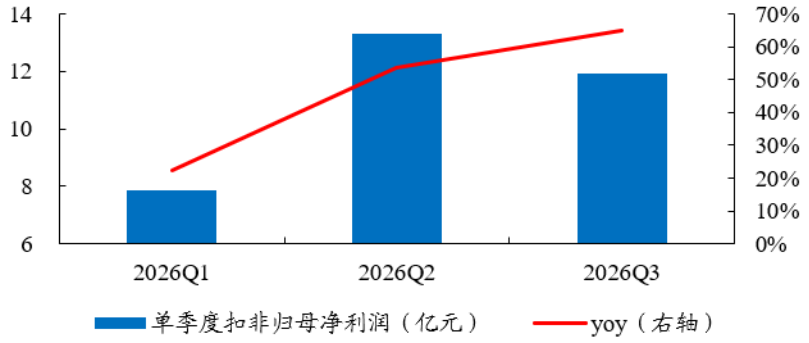
跨境电商行业进入利润修复兑现阶段，品牌化+AI赋能进一步提升盈利质量。2026年以来，跨境电商头部企业经营效率持续改善，盈利修复逐步兑现，2026Q3华凯易佰/赛维时代/致欧科技扣非归母净利润分别同比+955%/+137%/+83%、增速较二季度分别+813pct/+150pct/+50pct，利润弹性持续释放。展望后续，行业竞争由低价流量向品牌及运营效率转变，品牌化推动产品溢价与用户复购提升，AI赋能选品、营销、库存及履约等环节降本增效，有望进一步改善行业盈利质量。

图27：预计2026年全球电子商务市场规模稳步增长



数据来源：ECDB、开源证券研究所

图28：2026年跨境电商样本企业扣非归母净利润逐季提速



数据来源：Wind、开源证券研究所

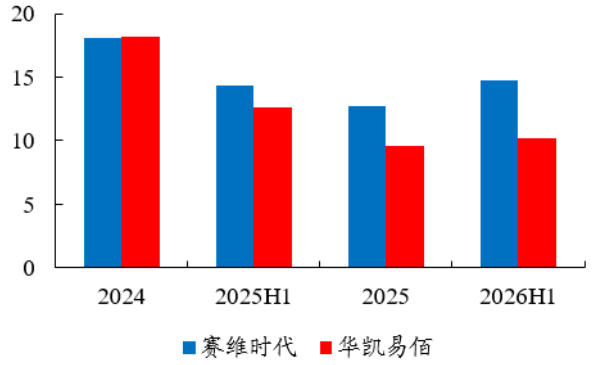
注：样本企业包含安克创新、华凯易佰、赛维时代、吉宏股份、致欧科技

3.2 品牌化：行业库存出清步入尾声，品牌化成为长期发展主线

行业库存拐点显现，盈利修复预期增强。2024年受新平台扩张、半托管模式兴起及企业前置备货影响，跨境电商企业普遍进入主动补库阶段，样本公司合计存货占收入比重由2023年的12.4%升至2024年的15.0%，进入2025年后头部企业主动控制采购和备货规模，行业逐步转入去库存周期，2025年样本公司合计存货占收入比重回落至13.5%。伴随本轮去库存进入尾声，头部跨境电商企业库存周转效率改善、减值压力逐步缓释，叠加收入恢复增长，盈利能力修复稳步兑现。

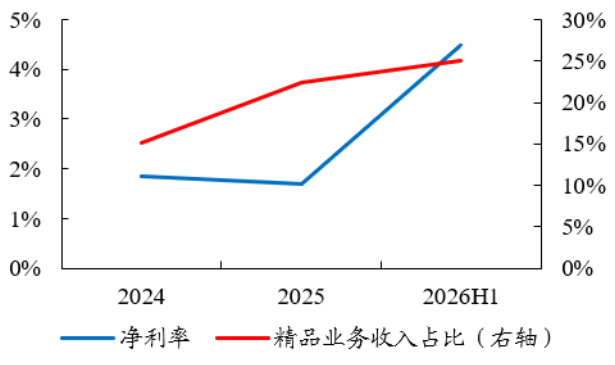
需求升级、竞争加剧与合规趋严共促行业品牌化，自主品牌梯队加速扩容。一方面，伴随美国取消小包免税等政策变化，跨境卖家税务、履约及合规成本上升，品牌需要通过调价、供应链迁移等共同消化，据麦肯锡数据，55%品牌零售商选择提价减轻关税压力，强品牌力企业拥有更大提价与产品结构调整空间；另一方面，消费者由低价导向转向品牌与质量并重，据麦肯锡数据，2025年43%消费者表示更注重质量。华凯易佰加快精品业务及自有品牌布局，2026H1精品业务收入占比提升5.4pct；赛维时代依托数字化中台及柔性供应链能力，实现细分品牌的规模化孵化，2025年旗下年销售额超1亿元的品牌达12个。整体看，头部跨境卖家正由规模铺货向品牌化、精品化经营升级，品牌矩阵扩张与产品结构优化有望逐步转化为盈利贡献。

图29：2024年来华凯易佰、赛维时代库存较高位下降



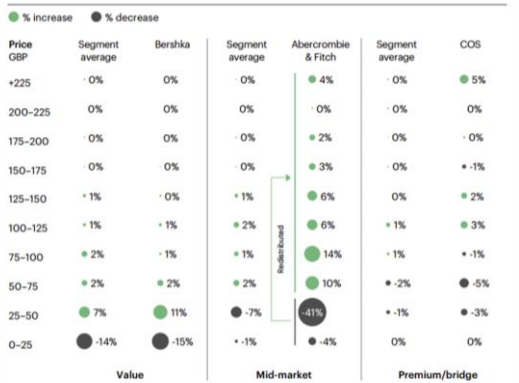
数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：华凯易佰精品业务占比及净利率提升



数据来源：华凯易佰公告、开源证券研究所

图31：消费者品质偏好及品牌价格带上移



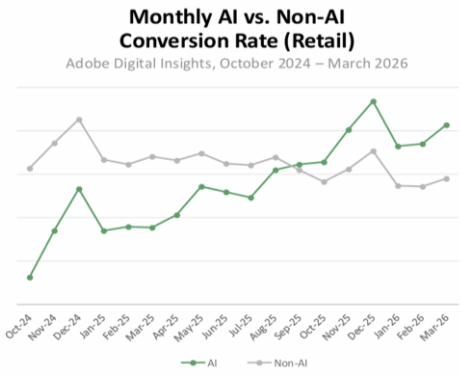
资料来源：McKinsey《The state of fashion 2026》

3.3 AI赋能： AI走向全链路智能体，帮助跨境电商企业降本提效

AI重塑跨境电商流量分发和交易转化机制，推动电商平台效率提升。平台侧：AI推动电商由关键词搜索向智能推荐及场景化购物演进，通过更精准识别用户需求提升停留时长与交易转化效率。据亚马逊披露，截至2025Q3使用Rufus的消费者购买概率较普通购物方式高60%；同时，AI持续优化广告匹配与投放效率，2026Q3 Meta将GEM广告排序模型拓展至更多场景，推动DAP同比提升3%、广告展示次数同比提升10%。随着生成式推荐及广告模型持续迭代，平台流量变现与广告投放效率有望进一步提升。

AI贯穿跨境电商经营全链路，有望推动相关跨境卖家企业降本增效。卖家侧：AI加速渗透选品、内容生成、广告投放、客服及库存管理等环节，推动运营效率提升与成本下降。例如，吉宏股份Giikin AI+已覆盖选品、素材生成、投放及客服等环节，整体运营效率提升60%以上、人力成本降低30%以上、内容产能提升770%以上。随着大模型能力持续提升及AI智能体加速落地，跨境电商有望由单环节辅助决策进一步迈向跨环节协同及自动化运营，持续释放营销、人工及库存等多维度降本空间，推动行业盈利质量改善。

图32：AI引导的访客转化率超过非AI方式



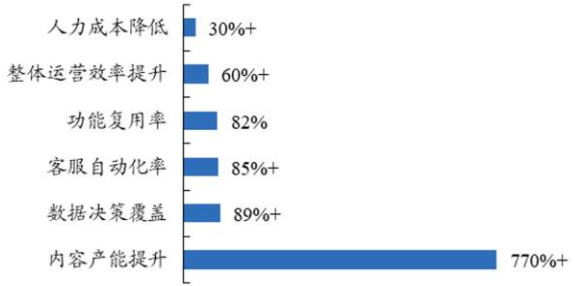
资料来源：Adobe

图33：吉宏股份已建立Giikin AI+全域智能运营平台



资料来源：吉宏股份公众号

图34：吉宏股份Giikin AI+实现效率提升、成本降低



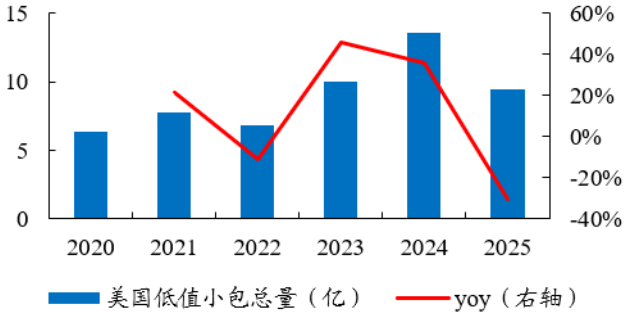
数据来源：吉宏股份公众号、开源证券研究所

3.4 履约升级：贸易扰动削弱低价优势，履约能力成为竞争关键

贸易规则变化叠加物流成本波动，直邮模式性价比优势削弱。过去跨境电商主要采用“中国供应链+国际小包直邮”模式，通过国内集中生产、订单驱动发货，实现全球消费者触达，其核心优势在于低关税+低库存风险，随着美国取消中国小额包裹免税政策、欧洲取消150欧元以下进口免税政策，原本由政策红利支撑的低成本模型受到冲击。据我们测算，取消小包免税后，跨境小包需承担额外关税及清关等整体成本将提升20%，服饰、鞋履、箱包、家纺等核心品类成本增幅或达30%以上。

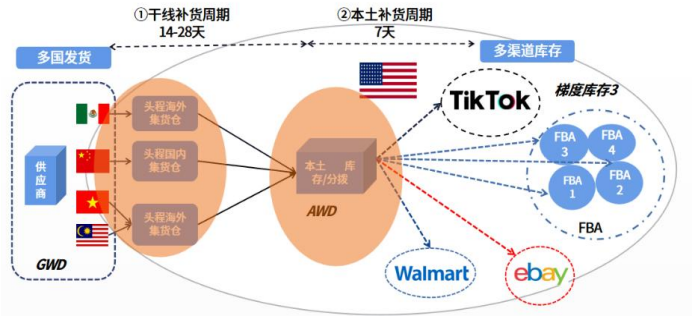
履约能力成为跨境电商竞争新壁垒，全链路服务能力构筑长期优势。一方面，随着贸易政策变化，单件直邮关税及清关成本增加，本地库存的相对经济性提升，模式加速向本地化运营演进；另一方面，随着消费者对配送时效和购物体验要求提升，企业需要通过海外仓提前备货，仓配及尾程配送体系提升履约效率。2026年以来，龙头平台持续加码履约基础设施，亚马逊进一步拓展1小时、3小时配送服务；希音2026年加大本地化仓储投入、提升本地库存覆盖率。长期来看，跨境电商竞争有望由单一商品价格优势转向供应链、仓储配送及本地化服务的综合能力竞争，具备全球履约网络与规模效应的头部平台有望持续强化竞争壁垒。

图35：2025年美国低值小包数量回落



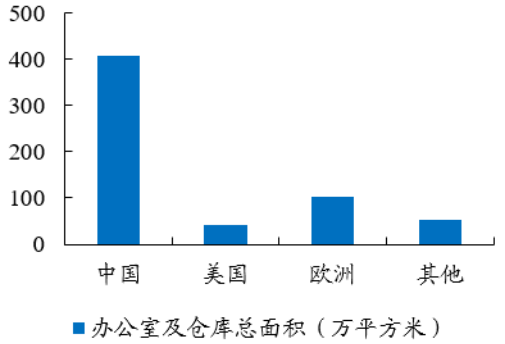
数据来源：CBP、开源证券研究所

图36：美国本土补货周期更短，具备效率优势



资料来源：纵腾集团公众号

图37：截至2026H1希音在全球拥有72座仓库



数据来源：希音-W公告、开源证券研究所

3.5 投资观点：跨境电商业绩高增，品牌化与AI赋能开启新周期

跨境电商行业库存出清推动盈利修复，品牌化与AI赋能接棒长期成长。

全球电商需求保持稳健增长，中国制造业供应链优势延续，为跨境电商行业发展提供长期支撑。2025年以来，头部企业持续推进库存去化、低效业务收缩及经营结构优化，库存减值减少叠加精细化运营见效，盈利能力持续改善，2026年华凯易佰、赛维时代等龙头公司利润弹性均逐步兑现。展望2027年，跨境电商企业经营重心有望由库存调整转向业务扩张与效率提升，行业竞争也由低价铺货逐步转向品牌、产品及供应链能力竞争，头部卖家持续推进精品化及多品牌矩阵布局，提升产品溢价与用户复购；AI亦加速向跨境业务全链路渗透，推动经营模式智能化运营升级。长期看，品牌化拓宽收入增长空间、AI赋能提升运营效率，两者有望接棒库存周期修复，成为行业增长新的核心驱动力。

重点推荐赛维时代、华凯易佰、希音-W、吉宏股份等。

赛维时代：服饰业务延续较快增长，多品牌矩阵由独立孵化步入资源整合与协同发展阶段，核心品牌持续放量、新品牌培育加速；非服库存压力缓解、历史减值及低效业务拖累减弱，叠加数字化中台、供应链优化及AI赋能，利润弹性有望持续释放。

华凯易佰：历史库存出清接近尾声，泛品业务逐步企稳，精品及自有品牌业务加速扩张，收入结构与经营质量持续改善；同时通过并购拓展高端运动、养老康复等新赛道，推动品类矩阵持续扩充，内生修复与外延扩张共同驱动成长。

希音-W：小单快返供应链优势稳固，持续推进自有品牌升级与第三方品牌引入，加快平台化及本地履约布局，1P基本盘与3P增量协同驱动长期成长。

吉宏股份：Giikin AI+持续优化选品、内容生成及广告投放效率，欧洲等海外市场持续拓展，自有品牌业务加速培育，品牌化与AI商业化共同打开成长空间。

目 录

CONTENTS

1 综述：社会消费复苏分化，质价比、体验升级、AI先行

2 黄金珠宝：金价波动抑制需求，聚焦产品力、运营力和品牌出海

3 跨境电商：库存优化、业绩高增，品牌化+AI赋能构成长期主线

4 **线下零售：调改变革持续深化，业态创新多维拓展**

5 社会服务：经营提效筑底，结构成长启新

6 化妆品：细分需求与体验升级并进，场景拓展打开新空间

7 医美：差异化新品加速落地，合规连锁整合提效

8 投资建议

9 风险提示

4.1 超市：调改成效逐步显现，自有品牌发力、新业态拓展

超市调改持续推进，经营改善逐步体现在盈利端。截至2026年9月末，永辉383家门店中共338家已完成调改，步步高已完成全部22家超市调改。上市公司经营业绩层面：永辉超市2026Q1-Q3归母净利润1.70亿元同比扭亏；步步高2026H1超市业态收入15.9亿元，同比+16.3%；汇嘉时代2026Q1-Q3归母净利润1.37亿元，同比+70.1%，家家悦2026Q1-Q3归母净利润2.18亿元，同比+6.0%。可以看到，随着超市企业门店调改持续推进，经营改善已逐步向利润端传导。

调改进一步向自有品牌、商品结构和新消费场景延伸。自有品牌将选品和产品开发能力转化为差异化供给，增强顾客复购粘性并带动毛利率改善。商品端：超市2026Q1-Q3自有品牌矩阵销售额达40.89亿元，占比10.9%，成功推出19个亿元级单品；家家悦自有品牌“悦味上品”8月推出十余款新品；步步高自有品牌BL计划2026年新增约100个SKU。场景端，永辉9月在杭州开出当地首家全健康场景门店，融入轻食、鲜食包点等，拓展即时餐食需求。此外，新鲜零食业态则成为社区门店探索新店型的切口：家家悦试水“JOY家悦新鲜零食”店中店，汇通达融合“零食+便利”，百果园依托七星联盟探索“水果+零食”，拓宽高频消费场景。

图38：永辉9月开出杭州首家全场景健康店



资料来源：零售眼界公众号

图39：家家悦8月自有品牌“悦味上品”推新



资料来源：家家悦快讯公众号

图40：百果园与区域合作品牌联合探索新鲜零食店型



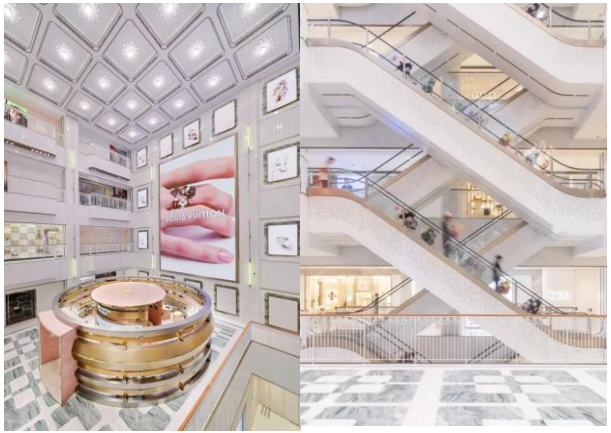
资料来源：御果园量贩零食连锁视频号

4.2 百货：存量改造与内容运营并进，特色场景拓展增长空间

政策支持存量改造，百货从商品陈列转向场景与内容运营。2026年“两新”政策将百货店、购物中心等线下消费商业设施的设备更新纳入支持范围，并降低项目申报投资额门槛，为存量商场硬件焕新提供政策支持。在空间改造之外，百货商场进一步调整品牌组合与公共区域，引入IP展演、主题快闪和休闲社交内容，吸引顾客到店，推动传统卖场向生活方式空间转型。

百货商场多维探索特色化第二增长曲线。杭州大厦焕新B座中庭、贯通2-5层，为品牌首发、时尚展演等活动提供空间，并启动C座低区“潮奢+户外”改造；重百造梦场打造二次元主题空间，7月内测开业首日进店客流近10万人次；步步高天地怀化店9月开业，采用“边厅旗舰店+开放式主题中岛”融合空间模式，兼顾百货的品牌陈列效率与购物中心的沉浸式逛游体验。从圈层内容、高端展示到复合空间，差异化改造有望帮助百货吸引新客群、挖掘存量门店的经营增量。

图41：杭州大厦焕新B座中庭，提升视觉通透感



资料来源：杭州商旅运河发布公众号

图42：重百造梦场开业人气旺盛



资料来源：网沃科技公众号

图43：步步高天地融合百货与购物中心空间范式



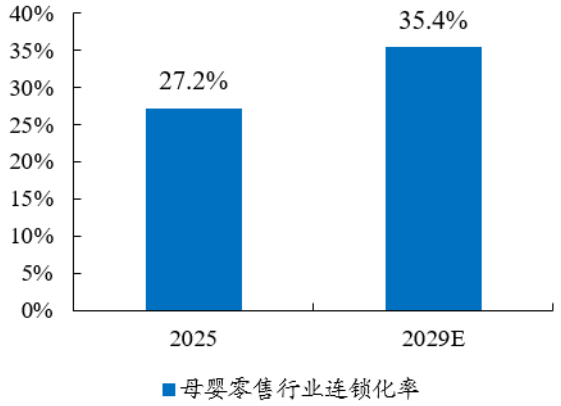
资料来源：中国百货商业协会CCAGM公众号

4.3 母婴零售：加盟模式加速渗透，自有品牌与数字化经营双轮驱动

行业集中度持续提升，加盟扩张打开龙头成长空间。母婴零售行业长期呈现区域分散、中小门店众多格局，出生人口下降叠加线上渠道分流，中小母婴店面临采购成本、获客效率及库存管理压力。据沙利文数据，2025年国内线下母婴童市场连锁化率约27.2%，预计2029年提升至35.4%，渠道集中度仍具提升空间。2026年以来，爱婴室、孩子王等母婴龙头企业加速加盟扩张进程，通过向中小母婴门店输出统一供应链、商品体系、会员管理及数字化能力，实现存量门店整合，提升龙头市场份额。

自有品牌占比提升优化盈利结构，数字化赋能提升经营效率。在母婴零售竞争中，传统标品价格透明、渠道利润空间有限，龙头企业通过发展自有品牌、独家定制商品及差异化高毛利品类，提高毛利率，例如爱婴室2026年前三季度毛利率同比+1.2pct，自有品牌及定制化商品销售提升带动增长。此外，母婴零售行业加速数字化转型，龙头企业依托数字化及AI工具，优化会员运营、精准营销、智能补货及库存管理，提升全渠道经营效率。

图44：预计2029年母婴零售连锁化率达到35%



数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

图45：2026年8月爱婴室首家加盟店开业



资料来源：爱婴室加盟公众号

图46：孩子王已形成自有品牌矩阵



资料来源：孩子王公告

4.4 投资观点：调改变革、业态创新、AI赋能，关注零售企业提质增效

线下零售调改向纵深推进，业态创新打造第二曲线、AI赋能提升经营效率。

（1）超市：调改变革已从门店形象更新向供应链提效、自有品牌培育和新场景延伸，经营改善向利润端传导；新业态方面家家悦试水新鲜零食店中店、百果园依托“七星联盟”探索“水果+零食”、汇通达布局“零食+便利”，以复合业态拓宽社区高频消费场景。**（2）百货：**存量改造政策支持下，调整品牌组合与公共空间，引入二次元主题、品牌展演和休闲社交等内容，推动传统卖场向购物、体验与社交融合的复合空间转型。**（3）母婴零售：**存量竞争下，母婴龙头由单一商品零售向“商品+服务+多业态”延伸，一方面通过加盟模式提升渠道覆盖，另一方面强化自有品牌与服务业态，提升用户价值与经营效率。**（4）专业市场：**义乌进出口保持较快增长，全球数贸中心市场空间扩充，专业市场从商位运营向综合贸易服务延伸。

重点推荐永辉超市、家家悦、百果园集团、爱婴室等，受益标的小商品城、孩子王等。

永辉超市：第二阶段精细化调改持续，2026年前三季度实现扭亏；供应链夯实运营效率强化复购，自有品牌建设成效显现。

家家悦：调改持续推进，自有品牌及定制商品发力，经营质量提升；试水新鲜零食店中店新业态，消费场景发展第二曲线。

百果园集团：门店调改推进并推出代运营新模式，2026H1水果零售门店数恢复增长、实现归母净利润扭亏；B端业务发力，开放供应链实现能力复用；“七星联盟”探索“水果+零食”等业态，进一步延伸消费场景。

小商品城：全球数贸中心市场客流旺盛，六区4层选位带来业绩增量；线上贸易义支付业务增长亮眼，Chinagoods依托商户资源优势，采购商持续增长。商铺、跨境支付与品牌出海协同推进。

孩子王：坚持“扩品类、扩赛道、扩业态”战略，依托加盟模式加快下沉市场布局，同时持续强化自有品牌、独家定制及同城即时零售能力；并购丝域后向科技养发等家庭消费场景延伸，会员、渠道及数字化协同持续释放。

爱婴室：全国化布局持续推进，直营门店加密与加盟模式并举，2026H1全国母婴门店已超540家，并于8月落地加盟体系首店；持续推进自有品牌及定制产品开发，带动商品结构和毛利率改善，加盟扩张、自有品牌占比提升及区域门店效率改善打开长期成长空间。

目 录

CONTENTS

1 综述：社会消费复苏分化，质价比、体验升级、AI先行

2 黄金珠宝：金价波动抑制需求，聚焦产品力、运营力和品牌出海

3 跨境电商：库存优化、业绩高增，品牌AI赋能构成长期主线

4 线下零售：调改变革持续深化，业态创新多维拓展

5 **社会服务：经营提效筑底，结构成长启新**

6 化妆品：细分需求与体验升级并进，场景拓展打开新空间

7 医美：差异化新品加速落地，合规连锁整合提效

8 投资建议

9 风险提示

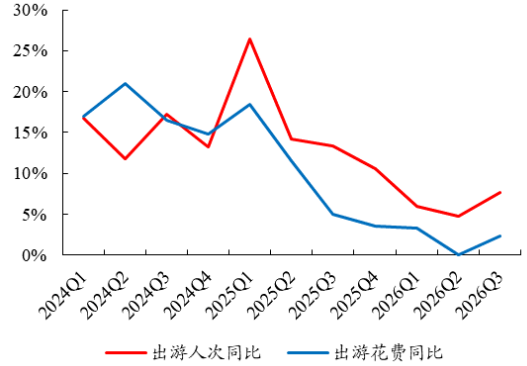
5.1 旅游：量增价压下消费分层，沉浸体验与入境游拓展增量

国内旅游市场整体“量增价压”，消费呈现分化趋势。2026Q1-Q3国内出游53.07亿人次、出游总花费4.95万亿元，分别同比+6.2%/+2.2%。国庆假期国内出游、总花费按日均口径分别同比+6.3%、+4.3%；人均花费893.9元同比-1.9%，出游人次增速快于总花费增速，单次出游消费小幅承压。消费结构亦呈现分层特征，暑期中免海南离岛免税消费低于1000元与高于8000元的客群各占约三成，不同价位需求共同发展。

沉浸式、体验型文旅消费升温，游客更关注旅途中的参与感与文化体验。国庆首日，去哪儿旅行平台带有“沉浸式演出”、“烟花秀”、“夜游”标签的景区门票搜索量同比增长超50%；飞猪平台含角色互动或沉浸体验类景区门票预订量同比+60%。演艺、角色互动与在地文化体验丰富了景区游玩内容，有望延长游客停留时间，并带动夜游及园内消费。

入境游需求持续升温，免签客流增长为深度体验产品带来新增需求。国家移民管理局数据显示，2026年前三季度免签入境外国人2680.7万人次，同比+28.3%。此外，入境游客对在地文化体验的关注度提升，传统文化和深度体验成为入境游核心吸引力。

图47：国内旅游出游人次增长快于花费



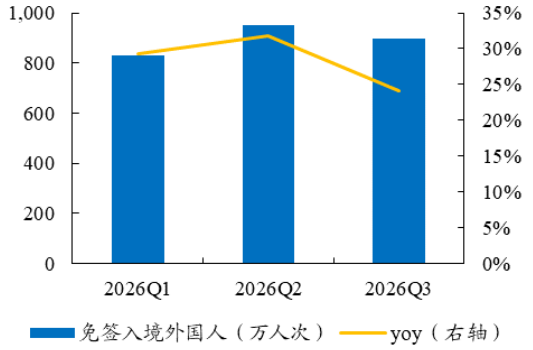
数据来源：文旅部、开源证券研究所

图48：清明上河园沉浸式实景演艺热闹非凡



资料来源：清明上河园景区公众号

图49：免签入境外国人保持较快增长



数据来源：国家移民管理局、开源证券研究所

5.1 旅游：高端游轮细分赛道需求向好，关注新船投运增量

内河游轮赛道增长良好，增长向高端产品集中。2026年1-9月，长江三峡游轮累计接待游客96.21万人次，同比+6.7%，平均床位载客率78.8%，同比提升3.1pct。分产品看，2026H1豪华型游轮接待游客44.26万人次，同比+15.1%，高于市场整体的+4.9%。客流增长与产品结构升级并行，高品质游轮成为市场增长的主要承接方向。海外市场方面，海外邮轮新船投资活跃，克拉克森数据显示2026年全球共订购16艘邮轮。海外长周期订单反映船企对中长期需求的信心，也为国内游轮供给升级提供参考。

三峡旅游2026年两艘高端省际度假游轮陆续贡献收入。三峡旅游旗下两艘高端省际度假游轮“长江行·揽月”、“长江行·极光”分别于4月18日、8月7日投入运营，执航宜昌-重庆多日度假航线。截至9月末，“揽月号”、“极光号”累计运营完成63个航次，平均床位载客率91.95%。公司计划年内使用1艘省际度假游轮尝试运行冬季航程，若顺利实施，有望延长运营季、提升船舶利用率。此外，公司已启动第二批2艘省际度假游轮及主题、微度假游轮各1艘的建设，产品矩阵有望延伸。

图50：三峡旅游极光号空间布置雅致



资料来源：三峡邮轮网上售票中心公众号

表1：三峡旅游储备运力丰富

船舶	数量	定位与航线	进度
长江行·揽月	1艘	高端省际度假游轮，宜昌-重庆	2026年4月18日投运
长江行·极光	1艘	高端省际度假游轮，宜昌-重庆	2026年8月7日投运
主题游轮	1艘	沉浸式演艺、餐饮；宜昌滨江及“两坝一峡”	计划2027年投运
第二批省际度假游轮	2艘	宜昌-重庆，升级休闲及智能服务设施	计划2028年建成投用
微度假游轮	1艘	宜昌周边短途度假	计划2028年投运

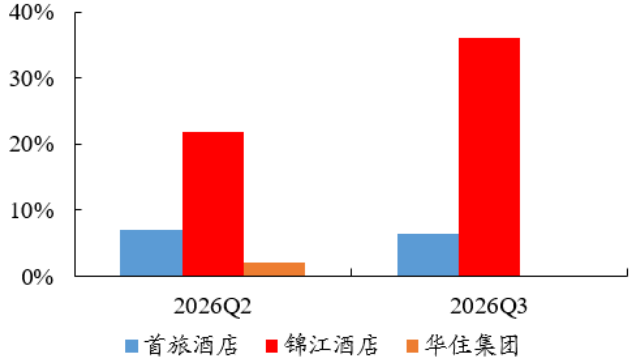
资料来源：三峡旅游公司公告、三峡日报、开源证券研究所

5.2 酒店：三季报超预期，供需改善与连锁化驱动长期修复

RevPAR仍处筑底期，提质增效推动盈利率先修复。2026Q1/Q2/Q3锦江酒店全服务型酒店RevPAR同比分别+3.7%/-2.4%/-2.2%、首旅酒店RevPAR同比分别+0.8%/-1.0%/-3.5%；2026Q1/Q2华住中国RevPAR同比分别+2.9%/+1.3%，需求仍偏弱。但三季报利润表现好于经营数据，2026Q3锦江酒店/首旅酒店归母净利润分别同比+35.9%/+6.5%，主要受益于轻资产化推进、加盟收入占比提升、直营门店优化及费用改善。当前行业呈现“需求筑底、利润先行”特征，后续RevPAR有望企稳，头部酒店盈利弹性有望释放。

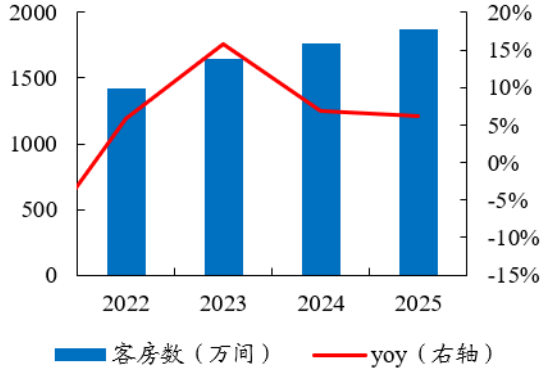
酒店供给增速边际放缓，连锁化率仍具提升空间。供给端，前期酒店扩张高峰已过，新增供给增速边际放缓；需求端，传统商务需求恢复偏弱，休闲旅游及入境游需求保持韧性，客源结构逐步向休闲旅游倾斜，酒店经营对节假日及天气扰动的敏感度提升。中长期看，随着供需格局改善及休闲旅游需求持续释放，行业RevPAR有望企稳回升，头部酒店集团经营弹性有望逐步显现。2025年中国酒店客房连锁化率为41.8%，低于发达国家70%以上的水平，随着县域旅游消费增长及存量酒店升级，头部集团依托品牌、会员及供应链优势加速下沉，有望推动行业连锁化率持续提升。

图51：首旅酒店、锦江酒店2026Q3归母净利润同比高增



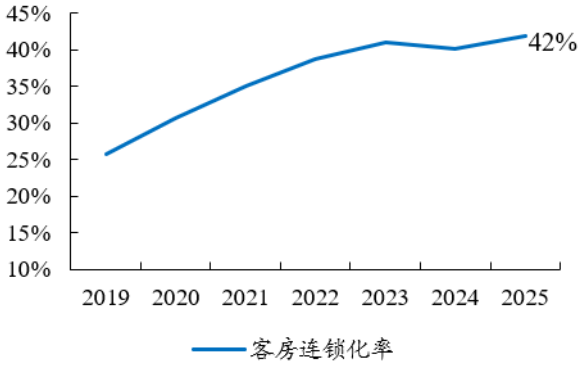
数据来源：Wind、开源证券研究所

图52：全国酒店供给增速放缓



数据来源：中国饭店协会、开源证券研究所

图53：2019年以来全国客房连锁化率持续提升



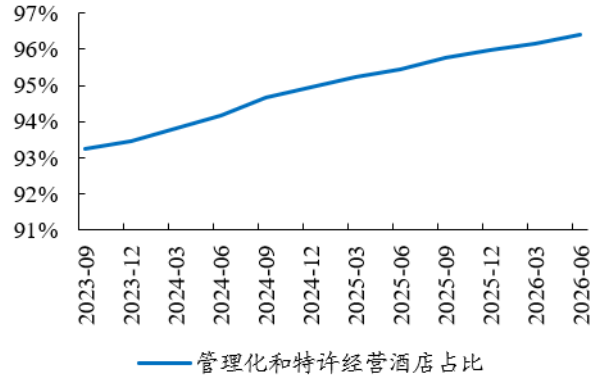
数据来源：中国饭店协会、开源证券研究所

5.2 酒店：行业回归运营属性，强品牌力企业存在α

轻资产化持续深化，酒店行业回归运营属性。随着酒店连锁化率持续提升，酒管集团逐步由重资产投资向品牌输出、加盟管理及会员运营转型，资产质量和资本回报水平有望持续优化。对标欧美成熟市场，2025年洲际集团特许经营及委托管理客房占比合计超过99%，轻资产模式已成为国际酒店集团主流。轻资产化虽无法完全消除酒店行业周期波动，但能够显著降低周期底部的固定成本及资本开支压力，有效提升经营韧性与扩张效率，增强盈利韧性。

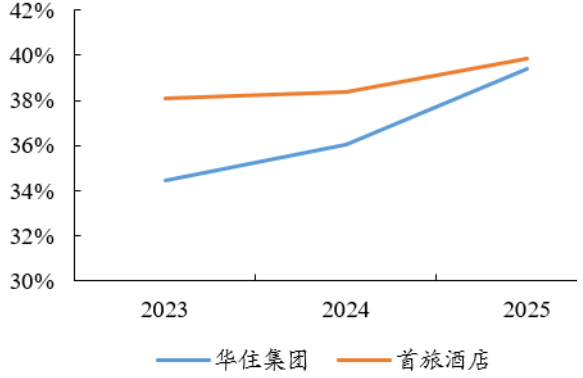
存量酒店改造贡献连锁扩张增量，渠道变革强化品牌价值。一方面，随着酒店新增供给放缓，存量单体酒店翻牌及老旧酒店改造升级有望成为连锁酒店扩张的重要来源，具备品牌、供应链及运营优势的头部集团有望加速整合市场；另一方面，OTA反垄断监管强化酒店自主定价权及多渠道经营空间，具备品牌力和会员基础的连锁集团有望提升会员直销占比、降低渠道获客成本，进一步强化客户黏性及经营效率。长期看，轻资产酒管集团的核心竞争力将逐步由门店规模扩张转向品牌资产、会员运营及加盟商管理能力，品牌与会员网络效应有望持续强化长期资本回报能力。

图54：华住集团加盟酒店数量占比持续提升



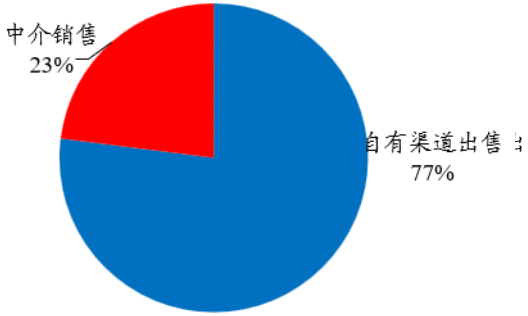
数据来源：iFind、开源证券研究所

图55：首旅酒店、华住集团毛利率持续提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图56：2025年华住集团自有渠道订房占比达77%



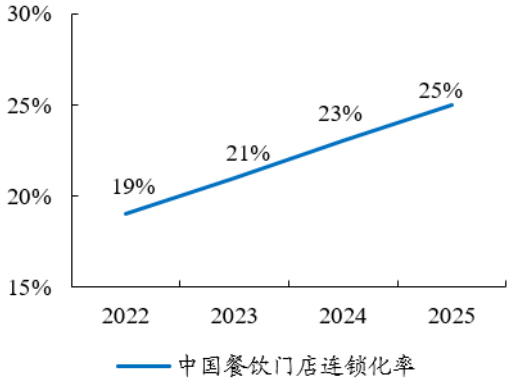
数据来源：华住集团公告、开源证券研究所

5.3 餐饮：同店经营企稳，连锁化与经营提效驱动成长

行业需求保持韧性，同店经营有望逐步企稳。据国家统计局数据，2026年前三季度全国餐饮收入4.20万亿元（同比+2.4%），9月单月同比增长2.1%，较8月加快1.0pct，餐饮需求呈现边际企稳迹象。企业端，2026Q2百胜中国同店销售同比增长1%，海底捞2026H1翻台率由2025H1的3.8次/天提升至3.9次/天。展望2027年，伴随消费需求逐步企稳、产品创新及门店运营优化，头部品牌同店经营有望改善，固定成本摊薄带来利润弹性。

连锁化率持续提升，多品牌与消费场景创新拓宽增长空间。餐饮行业竞争逐步由规模扩张转向经营效率与品牌能力竞争，具备供应链、标准化运营及品牌优势的连锁龙头有望持续提升市场份额。一方面，头部企业通过产品创新、会员运营及门店模型优化推动同店经营改善，并依托加盟及轻量化店型加快下沉市场渗透；另一方面，通过多品牌孵化、业态创新及消费场景延伸，覆盖不同客群、价格带与消费时段，提升现有资源复用效率，培育新的业绩增长点。

图57：餐饮门店连锁化率持续提升



数据来源：美团、开源证券研究所

图58：海底捞布局回转寿司赛道



资料来源：海底捞知食局公众号

图59：必胜客尝试PIZZERIA新店型



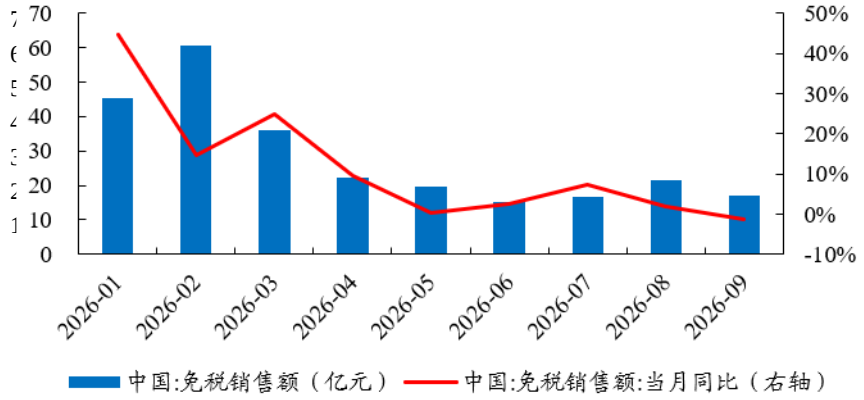
资料来源：璀璨徐家汇公众号

5.4 免税：海南封关红利持续兑现，消费回流与渠道扩容打开成长空间

海南离岛免税持续复苏，政策优化推动消费回流。随着海南自贸港封关运作及离岛免税政策持续优化，免税商品扩容至47类，购物客群与消费场景进一步拓展。一方面，免税购物便利性提升，叠加海南文旅资源及商业配套完善，有望增强旅游消费吸引力，促进客流向免税消费转化；另一方面，商品结构由传统香化向精品服饰、珠宝首饰、电子产品等多元品类延伸，有望提升购物转化率及客单价。据海口海关数据，2026年前三季度海南离岛免税购物金额254.6亿元（同比+14.9%），购物人数376.5万人次（同比+9.8%）；展望2027年，政策红利持续释放叠加文旅需求改善，有望推动海南离岛免税市场持续复苏。

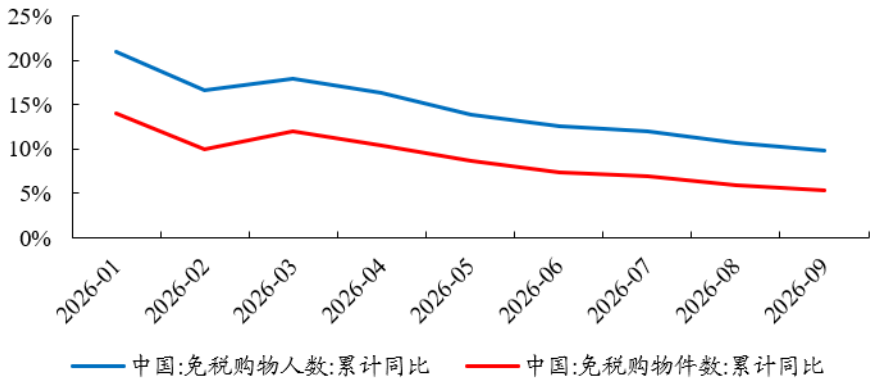
入境消费增长与渠道扩容共振，打开行业长期成长空间。伴随免签政策持续优化、国际客流恢复，入境消费成为免税行业重要新增量。据国家移民管理局数据，2026Q3外国人入境1160.1万人次（+15.6%），其中免签入境同比+24.1%。渠道端，市内免税及口岸免税持续拓展，2026H1中国中免新中标29个进出境免税项目，完成DFS大中华区零售业务收购，全球化布局持续深化。龙头企业依托品牌、供应链及规模优势，有望实现渠道扩张与盈利改善共振。

图60：截至2026年9月中国免税销售额累计同比+15%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图61：相较2025年，2026年以来中国免税购物人数及购物件数维持增长



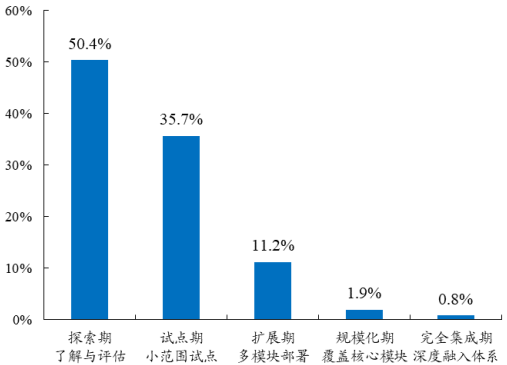
数据来源：Wind、开源证券研究所

5.5 人力资源服务：灵活就业扩容与规范并行，人服企业加快AI应用探索

灵活就业政策持续完善，关注头部人服企业机会。2026年《实施就业优先战略“十五五”规划》明确支持多渠道灵活就业、规范零工市场建设；人社部表示后续将出台相关举措，提升灵活就业人员的就业服务；10月8日新就业形态劳动者权益保障办法（征求意见稿）进一步明确用工责任。市场规模方面，据品聘软件报告，2020-2025年灵活用工业务营收由0.65万亿元增至1.70万亿元。政策支持、市场扩容叠加用工规范推进，头部企业的合规交付能力有望成为竞争优势。

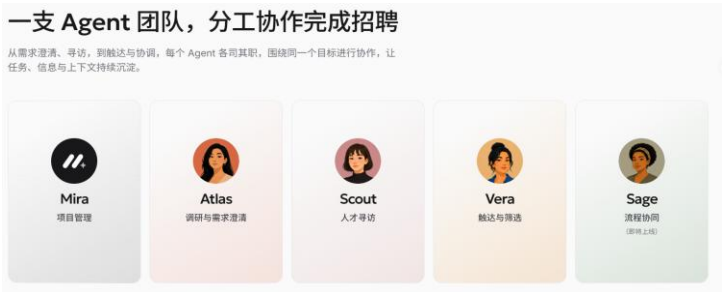
企业在人力资源管理中的AI采纳率提升，但规模化应用仍处早期。北大光华调查显示，AI采纳率由2024年11月的37.3%升至2026年5月的47.9%；但第三轮调查中，86.1%的企业仍处于探索或小范围试点阶段。上市公司多方位加大AI布局：**（1）科锐国际：**迭代面向招聘顾问的Mina智能体，已有超千名内部顾问使用，同时孵化面向海外市场的MiraDay，以多智能体协同完成岗位研究、人才寻访及人才地图构建；**（2）外服控股：**推出“佳才聘”面向企业招聘场景，辅助职位分析与候选人筛选；**（3）同道猎聘：**智能体Lily可通过对话澄清用人需求、构建人才画像，并辅助跨行业人才寻访。

图62：人服企业AI规模探索仍处早期阶段



数据来源：光华管理学院、开源证券研究所

图63：科锐国际布局Agent团队分工协作完成招聘



资料来源：Miraday网站

图64：猎聘智能体Lily通过对话解决需求模糊问题



资料来源：猎聘人才官公众号

5.6 教育：教育企业多方面发力AI应用，银发教育赛道扩容延伸

政策加码推动人工智能与教育深度融合，教育企业从课程、产品与运营三端推进AI应用。政策方面，2026年4月教育部等五部门提出将AI用于个性化学习和教师教学；6月《教育发展“十五五”规划》提出开展“人工智能+教育”行动、建设教育AI应用中试基地；政策指向AI人才培养与教学方式创新，推动行业与AI融合。应用方面，课程端，学大教育与开源中国发布FDE人才培养课程框架，行动教育布局《AI组织》、《AI决策》课程，承接AI技能与培训需求；产品端，好未来T6学习机整合AI诊断与互动课堂，学大教育“星图”大模型支持学情诊断和个性化方案。运营端，好未来“九章爱学”辅助教师备课，昂立教育将AI用于分班测评、营销拓客等。

银发教育赛道空间广阔，服务形态向兴趣学习与康养文旅融合延伸。36氪研究院2025年我国老年教育市场规模约313.8亿元，预计2028年达427.0亿元，2024-2028年复合增速约10.9%。在公办教育之外，市场化机构正通过特色课程、社区服务和“康养学游”拓展供给。其中昂立教育探索兴趣教育+康养旅居服务，7月进一步推出健康生活品牌昂阳OnYoung，构建中老年服务体系；新东方文旅推出退休俱乐部，拓展中老年客群的学习场景。

图65：学大教育与开源中国发布FDE人才培养课程框架



资料来源：学大教育公众号

图66：行动教育推出AI课程产品《AI组织》



资料来源：行动教育公众号

图67：昂立教育推出健康生活品牌昂阳



资料来源：昂立快乐公社公众号

5.7 投资观点：经营提效筑底，结构成长启新

社服行业由周期修复向结构成长切换，关注供需改善、经营提效、体验升级与政策赋能变化趋势。

（1）供需改善：酒店供给增速放缓、RevPAR逐步企稳，餐饮需求保持韧性，头部企业通过同店修复与经营提效释放盈利弹性。**（2）经营提效：**酒店、餐饮行业逐步由规模扩张转向精细化运营，龙头企业依托品牌、会员、供应链及数字化优势，优化门店模型、提升运营效率，推动盈利能力及资本回报改善。**（3）体验升级：**旅游消费向沉浸式体验和情绪价值延伸，旅游演艺、游轮等新业态拓宽增长空间；免签政策带动入境客流增长，释放旅游及免税消费潜力。**（4）政策与AI赋能：**海南封关及免税政策优化推动消费回流，服务消费支持政策释放；人力资源服务、教育等行业加速AI应用落地，数字化转型推动效率提升与商业模式升级。

酒店：酒店RevPAR逐步企稳，供给增速放缓叠加休闲及入境游需求增长，行业供需格局有望持续改善。存量酒店改造及下沉市场提供扩张空间，龙头依托品牌、会员及轻资产加盟优势提升份额，OTA监管优化有望进一步改善经营效率。**受益标的：锦江酒店、首旅酒店、华住集团-S、亚朵等。**

餐饮：餐饮需求保持韧性，头部企业通过产品创新及门店优化推动同店修复，供应链及标准化优势加快加盟轻量化扩张；同时多品牌孵化、业态创新及消费场景延伸有望培育新增量。**受益标的：百胜中国、小菜园、九毛九、沪上阿姨等。**

旅游演艺：国内游延续“量增价压”趋势，沉浸式、体验型文旅细分赛道表现较好，免签入境客流较快增长为入境游拓展增量空间。高端内河游轮需求向好，新船投运有望带来运力及收入增量。**重点推荐：长白山；受益标的：三峡旅游、宋城演艺等。**

人力资源服务与教育：政策支持叠加AI应用深化，细分需求拓展增长空间。人服领域，灵活就业规范化提升合规交付要求，AI在招聘等环节的采纳率持续提升，率先实现规模化应用的头部企业有望强化竞争优势；教育领域，政策推动企业从课程、产品与运营三端深化AI应用，银发教育市场扩容，兴趣学习与康养文旅融合打开新空间。**重点推荐：行动教育；受益标的：科锐国际、学大教育、昂立教育等。**

免税：海南自贸港封关运作及离岛免税政策优化持续释放消费潜力，政策优化叠加文旅需求改善推动行业复苏；同时入境消费增长、市内及口岸免税渠道拓展，叠加DFS大中华区业务整合，有望推动龙头全球化扩张与盈利改善。**受益标的：中国中免等。**

目 录

CONTENTS

1 综述：社会消费复苏分化，质价比、体验升级、AI先行

2 黄金珠宝：金价波动抑制需求，聚焦产品力、运营力和品牌出海

3 跨境电商：库存优化、业绩高增，品牌化+AI赋能构成长期主线

4 线下零售：调改变革持续深化，业态创新多维拓展

5 社会服务：经营提效筑底，结构成长启新

6 **化妆品：细分需求与体验升级并进，场景拓展打开新空间**

7 医美：差异化新品加速落地，合规连锁整合提效

8 投资建议

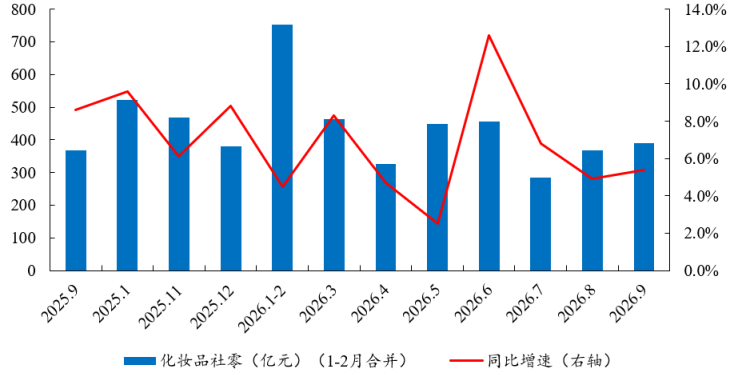
9 风险提示

6.1 化妆品：消费韧性延续，优势品类与核心单品支撑增长

国内化妆品消费保持韧性，功效护肤与“彩香洗”贡献结构性增量。根据国家统计局数据，2026年1-9月限额以上单位化妆品类零售额3491亿元，同比增长6.1%，高于社零整体增速5个百分点。总量温和增长背景下，品类表现持续分化。化妆品观察数据显示，前三季度主流电商美容护肤/美体/精油类目GMV基本持平，而彩妆/香水/美妆工具增长接近10%，美发护发/假发增长约15%；此外青眼情报数据显示，前三季度抗衰护肤品市场规模同比增长14%。上述变化表明，护肤需求更重视功效验证，彩妆、香氛与洗护则通过妆效、气味及肤感等可感知体验承接消费需求，行业机会更多来自精准功效、体验升级及细分场景拓展。

优势品牌与核心单品表现突出，产品竞争力与经营效率成为增长关键。化妆品观察数据显示，前三季度抖音、天猫美妆GMV分别同比增长11.6%、3.7%，内容电商保持增长、货架电商有所修复；同期主流电商美妆销售额前三名为欧莱雅、雅诗兰黛、兰蔻，珀莱雅、韩束分别位居第四、第六，国际品牌与优势国货共同参与存量竞争。从双11阶段性表现看，珀莱雅红宝石面霜4.0预售首日销量超40万件，贝泰妮、自然堂等品牌亦有大单品销量突破10万件，体现成熟品牌与核心产品的消费吸引力。整体看，行业增长更依赖产品价值与经营效率，关注能够持续迭代核心单品、拓展产品矩阵并将品牌认知转化为多渠道销售与复购的优质国货品牌。

图68：2026年国内化妆品消费温和增长



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

表2：双11李佳琦直播间首日国牌美妆数据亮眼

公司	链接数	估算GMV（万元）	公司	链接数	估算GMV（万元）
珀莱雅	27	58,087	贝泰妮	15	25,651
逸仙电商	12	17,904	巨子生物	12	13,138
毛戈平	7	8,639	自然堂	8	8,498
锦波生物	5	5,754	丸美生物	4	3,229
上海家化	5	3,120	上美股份	4	2,713
若羽臣	2	2,218	水羊股份	2	1,953
福瑞达	2	1,801	华熙生物	2	1,469
敷尔佳	2	1,168	林清轩	1	599

数据来源：李佳琦天猫直播间、开源证券研究所

6.2 趋势：需求细分驱动产品创新，体验升级拓展增长空间

消费者需求持续细分，专业化供给承接结构性增量。（1）**面部护肤：**聚焦极干、泛红、痘肌等差异化需求；（2）**头皮护理：**围绕出油程度及干屑、油屑等问题提供针对性方案；（3）**婴童护理：**逐步覆盖学龄及青春期人群，防晒产品则根据日常通勤、户外运动等场景完善布局。需求细化为品牌拓展产品矩阵提供了方向，对细分客群的理解与产品适配能力成为获取增量的重要抓手。据中国香料香精化妆品工业协会统计，2026H1儿童化妆品、洗发护发及美容护肤类交易额分别同比+22.8%/+5.6%/-5.4%，增速呈现结构性分化。

产品体验升级与场景拓展并行，推动品牌由大单品依赖走向全品类扩容。消费者在关注功效同时，对专业使用体验、感官愉悦及便利性需求进一步释放。（1）高端美妆品牌依托既有品牌认知与客群基础，围绕妆前护理、复合功效精华油等丰富产品组合，将经典单品优势延伸至更完整的护理和上妆流程。（2）香氛产品则将嗅觉体验与清洁、除味等实用需求结合，推出空间香氛及除臭蛋等新品，向家居生活更多细分空间渗透，拓宽消费触点与使用场景。据中国香妆协会统计，2026H1彩妆/香水类线上样本交易额同比增长9.3%。

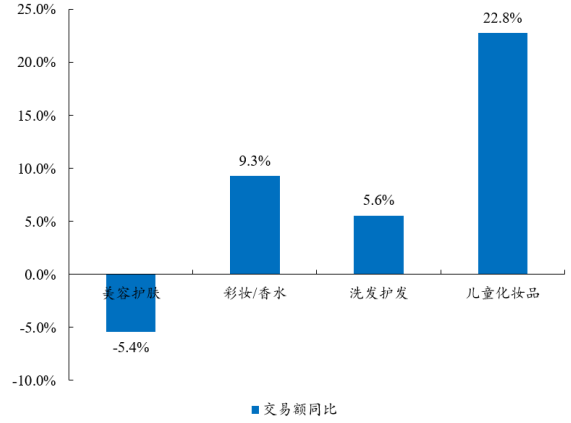
需求精细化叠加产品体验升级，建议关注高端美妆、专业功效护肤、场景个护（头皮护理/空间香氛）、儿童护理四大方向。

图69：各品牌持续推出新品，迎合细分需求，丰富产品体验空间



资料来源：贝泰妮官网、惊时公众号、绽家官方公众号

图70：2026H1儿童化妆品、彩妆/香水及洗发护发品类增速亮眼



数据来源：中国香妆公众号

6.3 赛道（一）高端进阶：高端景气回升，产品矩阵扩容驱动品牌成长

高端美妆市场回暖，核心品牌进阶，品牌势能向多品类延伸。2026年以来，毛戈平、林清轩等国货高端品牌GMV保持较好增长，毛戈平2026Q3营收、净利润同比均增长22%-24%。经典大单品积累的消费者认知与客群基础，逐步转化为产品家族及关联品类的增长动力。品牌通过同系列产品拓展与新品类布局，将单品口碑延伸至更丰富的产品矩阵，并依托成熟渠道与会员体系承接新品推广和交叉销售。部分品牌势能可跨产品复制且新品销售与渠道产出已有验证的公司，有望借助产品矩阵扩容带来持续成长机会。

品牌与高端客群积累助力新品破圈矩阵完善承接多元需求。（1）毛戈平：2-3月推出妆前粉衣、妆前防晒衣，形成妆前产品家族。2026H1彩妆收入同比增长38%，妆前粉衣半年内零售额过亿元，专柜平均单柜收入由280万元升至330万元，新品放量与柜效提升共同支撑增长。**（2）林清轩：**以“小金珠”精华水为主的乳液及爽肤水收入占比升至24%，5-6月推出美白精华油、美白油敷膜，持续完善产品矩阵，减弱对单一爆品的依赖。**（3）若羽臣：**4月收购奥伦纳素，新增高端护肤布局。

图71：毛戈平构建妆前产品家族，完善品牌矩阵



资料来源：毛戈平小红书官方号、毛戈平官网

图72：林清轩推出护肤新品，减少对单一爆品依赖



资料来源：林清轩官方公众号

图73：若羽臣新增高端护肤布局



资料来源：奥伦纳素官方公众号

6.4 赛道（二）功效升级：细分需求深化，专业护肤品牌打开增长空间

需求细分叠加研发升级，关注功效护肤结构性机会。2026H1线上样本美容护肤类交易额同比下降5.4%，但安敏优等专业品牌仍实现增长，品类内部表现分化。**（1）需求持续细分：**护肤需求由通用修护进一步细化至极干、泛红、痘肌及特定环境护理。**（2）功效验证升级：**品牌通过临床评价、皮肤模型及智能识别等完善研发与功效验证，将细分需求转化为针对性产品。我们认为，依托科研积累构建差异化产品优势、持续通过针对性新品拓展客群并贡献收入增量的专业护肤品牌，有望获得更好增长。

细分场景拓展与科研创新协同，专业品牌持续完善产品矩阵。（1）上海家化：玉泽2026年推出特润霜，聚焦干敏、特干肌肤及严寒、泳后、晒后等护理场景，深化专业屏障修护布局；2026年前三季度品牌线上业务同比增速超30%，美妆业务全渠道同比增速近40%。**（2）贝泰妮：**1月依托联合研发的两款3D皮肤模型，完成多款核心产品及原料的功效验证；贝芙汀5月取得痤疮识别类面部影像器械注册证，进一步强化研发验证与皮肤问题识别能力。**（3）上美股份：**安敏优2026H1披露青蒿挥发油前瞻性临床试验成果，并推出青蒿凝光油，在既有修红棒基础上丰富产品布局；2026H1品牌收入约1.4亿元，同比增长89%。

图74：玉泽深化专业屏障修护布局



资料来源：Fbeauty未来迹公众号

图75：贝泰妮取得痤疮识别类面部影像器械注册证


境内医疗器械（注册） —— "津械注准20262210023" 基本信息

注册证编号	津械注准20262210023
注册人名称	云南贝泰妮生物科技集团股份有限公司
注册人住所	云南省昆明市高新区科医路53号
生产地址	云南省昆明市高新区科医路53号
产品名称	面部皮肤影像处理软件
管理类别	第二类
型号规格	Beforteen01AI
结构及组成/主要组成成分	本产品由微信生态下的安装程序和云端组成。功能模块包括患者端（登录模块、信息采集模块、报告显示和查看模块），医生端（登录模块、个人信息填写模块、医生信息显示模块、图像处理模块、报告编辑和处理模块、设置模块）和后台管理端（登录注册、账号管理、角色管理、报告管理），软件发布版本：V1。
适用范围/预期用途	本软件用于人体面部皮肤图像的采集、分割和测量处理，获得用户皮损信息，辅助医生对成人面部痤疮等级的评估。
产品储存条件及有效期	
附件	产品技术要求
其他内容	无
备注	
审批部门	云南省药品监督管理局
批准日期	2026-03-19
生效日期	2026-03-19
有效期至	2031-03-18
变更情况	
注	详情

资料来源：国家药品监督管理局

图76：安敏优推出青蒿凝光油



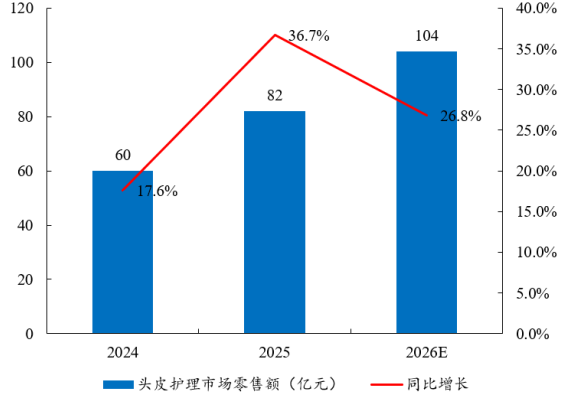
资料来源：安敏优公众号

6.5 赛道（三）场景个护：头皮护理分型，香氛进入家中小空间

头皮护理需求持续细分，产品创新拓展护理场景。据青眼情报，中国头皮及头发护理市场规模持续增大，预计2026年有望突破104亿元，同比+27%，护理流程向“洗—护—养”升级，有望持续带动行业扩容。**（1）珀莱雅：**旗下惊时2026年将控油细分为大油头、小油头，去屑覆盖干屑、油屑及重度油屑，围绕不同头皮状态完善产品布局；Off&Relax推出发乳油、液体护发素、蓬松云朵粉等新品，由洗发向头皮与发丝护理延伸。2026Q1-3公司洗护类收入7.8亿元，同比增长57%，OR 与惊时双品牌放量，洗护类收入占公司主营业务比重进一步提升。**（2）福瑞达：**即沐以“蓬蓬免洗洗发露”切入免洗、即时蓬松等便捷护理需求，截至2026年8月天猫、京东、抖音合计滚动年销售额约1400万元，销量达28万件，展现创新剂型的增长潜力。

香氛由单品走向空间，家中小空间成为上新方向。香氛品牌围绕浴室、玄关等小空间的使用特点，将香气体验与清洁、除味需求结合，丰富产品形态与用途。若羽臣旗下绽家在香氛衣物护理、空间香氛基础上持续拓品，2026年推出蓝桉叶精油浴室清洁剂、倒置空间香氛等新品，并与既有精油香氛除臭蛋、香氛洗手产品形成互补，逐步完善不同空间的产品布局。双 11 大促期间，抖音四火姐姐专场 GMV 超 5120 万元。绽家依托既有香氛品牌认知，围绕家居细分场景持续推新，有望持续培育新品类收入增量。

图77：预计2026年头皮护理市场规模突破104亿元



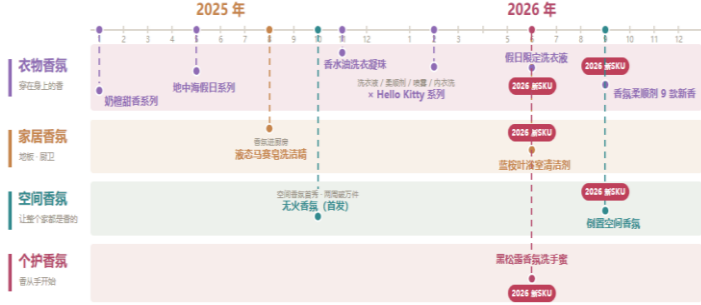
数据来源：青眼情报公众号、开源证券研究所

图78：惊时围绕头皮状态分级，功效宣称逐档细化



资料来源：惊时天猫旗舰店

图79：绽家香氛形态上新路径，使用场景向浴室和居室拓展



资料来源：若羽臣官网

6.6 赛道（四）分龄拓品：婴童护理向学龄、青春期与防晒品类延伸

年龄延伸叠加场景细分，婴童护理打开增长空间。据中国香妆协会统计，2026H1线上样本儿童化妆品交易额同比增长22.8%，增速居各重点品类首位。护理需求由婴儿基础保湿，进一步向学龄儿童清洁、户外防晒及青少年控油、问题肌护理延伸。品牌围绕不同年龄段的皮肤特点与活动场景完善产品布局，既扩大客群覆盖，也有望延长同一家庭的品牌使用周期。我们认为，具备专业研发与品牌信任积累、能够通过分龄新品及品类拓展持续贡献收入增量的公司，有望获得更好增长。

专业品牌加快分龄拓品，完善儿童护理产品矩阵。（1）上美股份：Newpage一页2026H1收入6.4亿元、同比增长60%，学龄及青少年品类取得突破；公司联合崔玉涛推出同名青少年洗护品牌，聚焦油痘护理。**（2）贝泰妮：**薇诺娜宝贝2026H1收入1.7亿元、同比增长54%，产品矩阵由“护、防”向“洗”拓展，完善儿童日常护理布局。**（3）润本股份：**2026Q3婴童护理收入1.7亿元、同比增长18%，高于公司整体增速，平均售价同比提升22%；围绕不同年龄段及户外场景需求，推出青少年控油防晒乳等新品。

图80：一页打造全龄年龄段护肤



资料来源：上美股份公司公告

图81：薇诺娜宝贝定位儿童敏感肌



资料来源：贝泰妮官网

图82：润本按场景细化儿童防护供给



资料来源：润本RUNBEN公众号

6.7 投资观点：看好护肤升级、高端扩品与布局个护新场景的国货品牌

主线一：国货护肤深化功效布局，重点推荐珀莱雅、贝泰妮、巨子生物、敷尔佳、福瑞达、上美股份，受益标的上海家化等。

珀莱雅：主品牌核心大单品持续升级，高端系列拓展强化增长修复预期，OR、惊时及花知晓进一步完善多品牌矩阵；看好新品放量、多品牌成长及渠道提效带来的业绩弹性。

贝泰妮：薇诺娜聚焦核心大单品升级与渠道提效，薇诺娜宝贝由“护、防”向“洗”拓展，瑷科缦深化专业院线布局。

巨子生物：重组胶原研发积累深厚，可复美、可丽金持续升级太美产品矩阵；753胶原针上市及后续注射新品接续，推动公司从功效护肤向注射医美延伸，培育第二增长曲线

敷尔佳：医用敷料基本盘稳固，湿敷膜、次抛精华等新品放量与线上增长推动功效护肤业务扩容，注射医美布局打开成长空间。

上海家化：聚焦六神、玉泽、佰草集等核心品牌，大单品运营与线上转型成效显现；高毛利美妆业务占比提升，叠加采购优化、生产效率改善，品牌改革逐步转化为盈利增长。

主线二：高端美妆品牌势能向多品类复制，新品放量与渠道产出提升并进，重点推荐毛戈平，受益标的林清轩等。

毛戈平：国货高端美妆稀缺标的，专业彩妆与线下服务优势突出，核心大单品及新品持续放量，开柜与单柜产出提升并进；看好线上线下协同及护肤线芍药新系列扩品带来的成长空间。

林清轩：“以油养肤”心智稳固，精华油持续迭代，精华水放量，叠加线上运营深化及线下门店拓展，多品类、全渠道协同发展。

主线三：个护家清围绕细分人群与生活场景拓品，婴童分龄护理及家庭用香培育增量，重点推荐若羽臣、润本股份等。

若羽臣：绽家、斐萃持续高增，自有品牌成为业绩增长主力，奥伦纳素收购补充高端护肤布局；品牌孵化与全渠道运营能力持续验证，多品牌扩张进一步打开成长空间。

润本股份：驱蚊与婴童护理双轮驱动，研产销一体化支持持续推新；产品升级及山姆、即时零售等渠道拓展贡献增量。

目 录

CONTENTS

1 综述：社会消费复苏分化，质价比、体验升级、AI先行

2 黄金珠宝：金价波动抑制需求，聚焦产品力、运营力和品牌出海

3 跨境电商：库存优化、业绩高增，品牌化+AI赋能构成长期主线

4 线下零售：调改变革持续深化，业态创新多维拓展

5 社会服务：经营提效筑底，结构成长启新

6 化妆品：细分需求与体验升级并进，场景拓展打开新空间

7 **医美：差异化新品加速落地，合规连锁整合提效**

8 投资建议

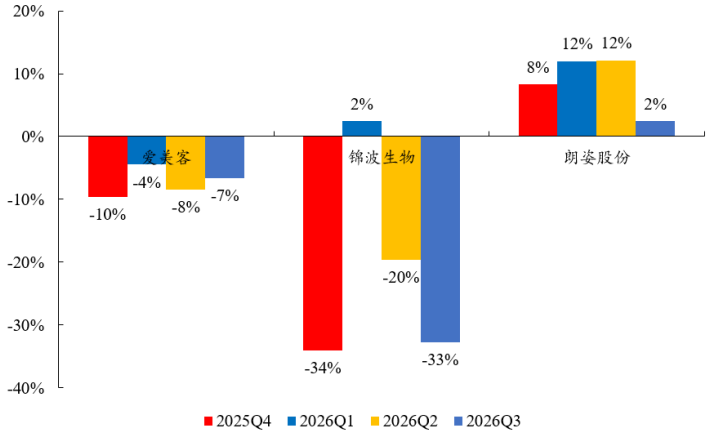
9 风险提示

7.1 医美：上游进入新品兑现期，下游机构显现盈利改善

医美行业延续调整，上下游企业经营表现分化。受社会消费环境影响，2026年以来医美行业竞争趋于激烈。从业绩角度看，前三季度上游厂商（爱美客、锦波生物）营收与利润端均有所承压，下游机构（朗姿股份等）营收保持增长、扣非利润改善。我们认为，上游注射类产品获批提速，供给扩容加剧同类竞争，存量业务调整与新品培育同步推进；下游机构选品空间扩大，采购议价能力有望提升。随着监管持续加码，行业进入产品供给丰富、机构经营更注重效益的发展阶段。

产品端重点关注差异化产品厂商，机构端关注经营能力突出的连锁机构。（1）产品端：随着“械三证”稀缺性红利消退，竞争从“拿证”转向产品力比拼，临床价值、交付能力和机构教育能力是竞争核心，重点关注真正完成注册、入院与医生教育闭环的差异化产品。**（2）机构端：**监管趋严叠加税改落地，尾部机构加速出清，具备合规资质、统一采购及标准化运营优势的头部连锁有望受益，重点关注头部机构对份额、选品和采购的承接，以及“中式美养”的可复制服务模型。

图83：上游厂商营收有所承压，下游机构表现较优



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

表3：2026年以来多款医美产品密集获批与上市

产品名称	应用场景	企业	获批时间
胶原/透明质酸复合溶液	面颊部平滑度	巨子生物	2026年1月
冻妍QQ针	皮肤干燥、屏障修复	四环医药	2026年3月
射频皮肤治疗仪	紧致皮肤、改善皱纹	爱美客	2026年3月
交联重组胶原蛋白植入剂	颈部横纹	巨子生物	2026年6月
753胶原针	面部真皮组织填充	巨子生物	2026年6月
JUVELOOK、润致·纤然	改善皮肤质地	华熙生物	2026年7月
A型肉毒毒素（解索橙）	眉间纹	爱美客	2026年8月
冻妍新增规格	皮肤干燥、屏障修复	四环医药	2026年10月

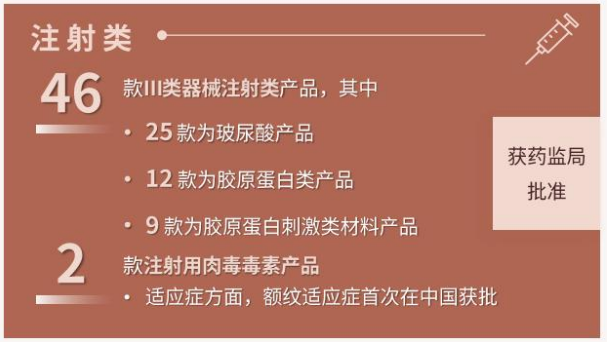
资料来源：Medactive公众号、巨子生物公众号、爱美客公众号、美颜空间公众号、开源证券研究所

7.2 医美产品：胶原多剂型、多场景扩容，ECM打开材料创新空间

胶原医美创新沿两条主线展开，看好具备材料研发积累、产品矩阵扩容的企业。（1）剂型由冻干纤维向凝胶、复合溶液和交联填充剂拓展，并围绕不同型别胶原开发颈纹、毛发增量及光老化等新的应用方向。（2）人源化仿生ECM等新材料研发，进一步丰富抗衰产品储备。从供给端看，据艾尔建与德勤《中国医美行业2026年度洞悉报告》，2025年7月至2026年6月国内获批的三类器械注射类产品中，胶原蛋白类达12款、仅次于玻尿酸，供给端加速扩容。

头部企业以新品商业化与管线拓展打开成长空间。（1）巨子生物：1月，首个改善面颊平滑度的重组胶原蛋白和透明质酸钠复合溶液植入剂获批；6月，首款改善颈纹的交联重组III型全长序列胶原蛋白植入剂获批；6月9日，753胶原针（重组I型α1亚型胶原蛋白冻干纤维）上市，构成“I/III型、冻干/复合/交联”矩阵。**（2）锦波生物：**重源®新生HiveCOL、薇旖美®WeaveCOL胶原凝胶拓展终端机构；重组XVII型人源化胶原蛋白推进光老化修复、毛发增量注册申报，眼科产品亦进入注册申报。**（3）华熙生物：**动物源胶原三类进入注册、重组人源胶原三类临床收尾、人源化仿生ECM三类处于中试放大，形成多来源研发梯队。

图84：2025年7月至2026年6月共12款胶原蛋白类产品获批



资料来源：德勤中国

图85：巨子旗下可丽金芯生753胶原针上市



资料来源：可丽金医研美学公众号

图86：锦波研究表明重组XVII型胶原通过抗炎作用促进口腔溃疡愈合并加速组织修复


Journal of Inflammation Research — Dovepress

ORIGINAL RESEARCH

Recombinant Humanized Collagen Type XVII Promotes Oral Ulcer Healing via Anti-Inflammation and Accelerate Tissue Healing

Yukai Hao[1], Baoling Zhao[1], Dongchao Wu[1], Xuejun Ge[1], Jianmin Han[2]

[1]Department of Endodontics, Shanxi Province Key Laboratory of Oral Diseases Prevention and New Materials, Shanxi Medical University School and Hospital of Stomatology, Taiyuan, 030001, People's Republic of China; [2]Central Laboratory, Peking University School and Hospital of Stomatology, National Engineering Laboratory for Digital and Material Technology of Stomatology, Beijing Key Laboratory of Digital Stomatology, Beijing, 100081, People's Republic of China

Correspondence: Xuejun Ge, The Department of Endodontics, Shanxi Medical University School and Hospital ofStomatology, 63 Xinjian South Road, Yingze District, Taiyuan, 030001, People's Republic of China, Tel +8613834568537, Email gxj1972003@163.com; Jianmin Han, Central Laboratory, Peking University School and Hospital of Stomatology, 22 Zhongguan Cun South Street, Beijing, 100081, People's Republic of China, Tel +8613810459668, Email hanjianmin@bjmu.edu.cn

Introduction: Recombinant humanized collagen, as a novel biomaterial, exhibits multiple excellent biological functions, such as inhibition of inflammation, promotion of cell proliferation and vascular proliferation, and promotion of tissue healing. However, there is a lack of conclusive evidence regarding the specific role of recombinant humanized collagen type 17 (rhCol 17) in oral ulcer healing. This study explored whether rhCol 17 could promote the proliferation of human gingival fibroblasts (HGFs) and inhibit its inflammation, and whether it could promote the healing of oral ulcers in rats by inhibiting inflammation and accelerating tissue healing.

Methods: At the cellular level, we investigated the effect of rhCol 17 on the proliferation of (HGFs) by CCK8; HGFs were mixed

资料来源：锦波学术公众号

7.2 医美产品：水光与肉毒新品组成更细的治疗菜单

2026年多款新品获批上市，机构治疗菜单从容量填充扩大至干燥暗沉、肤质、动态纹等不同目的。注射水光、再生材料、肉毒毒素与光电设备等具备组合空间，能够覆盖单一产品难以满足的复合需求。据艾尔建、德勤《中国医美行业2026年度洞悉报告》，求美者需求正从单点矫正走向综合提升、从单次效果转向周期管理。据此，机构可将不同产品搭配成复合方案，匹配消费者的个性化需求，客单价与复购率有望提升。

2026年水光与肉毒新品获批密集，头部企业持续完善产品矩阵。（1）四环医药：水光类冻妍QQ针3月上市、10月新增规格获批，覆盖皮肤干燥与屏障修复。**（2）华熙生物：**再生材料JUVELOOK、水光润致·纤然7月同步获批，形成再生与水光两线产品布局。**（3）爱美客：**光电设备射频治疗仪3月获证，肉毒毒素解索橙8月上市，覆盖动态纹与肤质管理。我们认为，随着同类供给扩容，仅依靠产品获批难以构筑长期竞争壁垒，后续跟踪重心将从资质获批转向机构渠道覆盖与联合项目销售。

图87：四环医药冻妍QQ针2026年3月上市



资料来源：渼颜空间公众号

图88：华熙生物新品润致·纤然获批



资料来源：国家药监局

图89：爱美客解索橙等三款新品上市





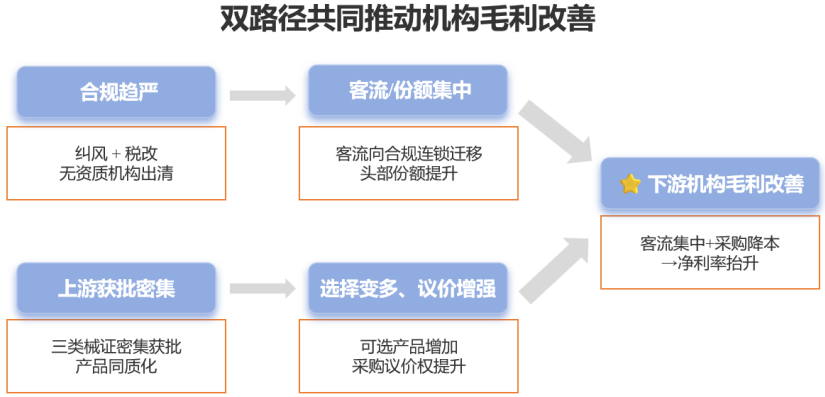
资料来源：解索橙公众号

7.3 医美机构：规范经营与供给扩容共同推动份额集中

合规趋严推动份额集中，上游供给扩容提升下游机构议价与盈利能力。（1）合规资质、医生培训与服务质量成为机构规模扩张的门槛。2026年十四部门纠风工作要点在“整治行业不法乱象”板块明确提出，重点治理不具备相关资质开展服务、违规开展“轻医美速成班”、虚假商业营销等医美乱象。随着医美税改同步落地、监管趋严抬高合规成本，尾部机构加速出清，合规连锁有望承接份额，行业竞争格局改善带动毛利修复。（2）上游产品端获批加速供给增加，具备统一选品和采购能力的连锁机构选择空间扩大，采购端议价能力提升，有望增厚毛利。

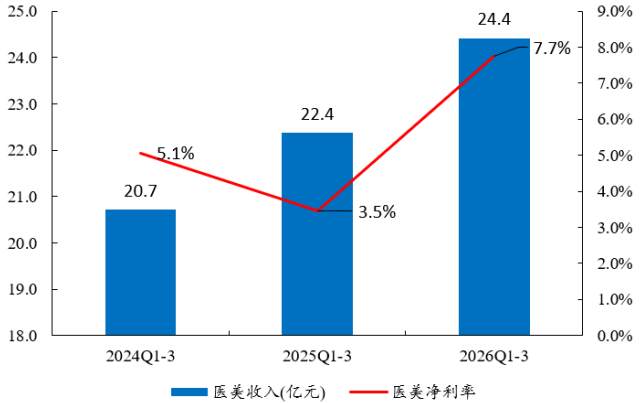
合规连锁盈利改善持续兑现，头部机构利润弹性凸显。以下游连锁化机构朗姿股份为例，2026年前三季度医美业务收入24.4亿元、同比增长8.7%，归母净利润1.9亿元、同比增长145.4%，医美净利率高达7.7%，同比提升4.3pct，其中米兰柏羽/晶肤/韩辰/高一生/武汉五洲/长沙雅美净利率分别+6.6pct/+2.0pct/+1.2pct/+4.3pct/+3.7pct/+3.5pct，各事业部净利率均得到改善；2026Q3单季收入8.2亿元、归母净利润0.7亿元，单季净利率8.8%。整体2026年前三季度利润增速明显快于收入，验证盈利质量改善。

图90：合规趋严、上游获批双路径共同推动下游机构毛利改善



资料来源：国家卫健委、中国医疗器械行业协会、开源证券研究所

图91：朗姿股份医美业务收入与净利率持续提升



数据来源：朗姿股份公司公告、开源证券研究所

7.3 医美机构：奈瑞儿“中式美养”模式从试点到门店规模化

中医美容需求持续释放，是美容健康产业中增速较快的蓝海赛道。据博研咨询数据，2025年中国中医美容市场规模达1257亿元，同比增长28.3%，明显高于美容健康产业整体约14.6%的平均增速，2026年预计增至1612亿元。需求端，中医美容以内调逻辑解决美容问题，客户购买的是从根源改善状态的方案，复购和疗程属性强于单一产品。供给端，生美行业高度分散，约89%的从业者以单店经营，专业合规、可标准化的中医美养供给仍显不足。中医美容赛道增速快而供给分散，标准化连锁的发展潜力较大。

以美丽田园旗下奈瑞儿为例，智能美养2.0将“中式美养”服务过程标准化。奈瑞儿以中医理念的体质、经络、脏腑等调理项目为内容，用AI小奈进行多维评估，串成“评估、报告、推荐、调理、反馈”五步闭环。这一模式缩短了检测数据整合与分析的耗时，并能为客户提供定制化调理方案。2025年奈瑞儿依托广深基础门店试点拓展，同年11月美丽田园收购其东莞、珠海资产、新增19家门店，2026年8月再收购杭州10家门店，杭州直营门店增至25家。从业绩角度看，奈瑞儿经调整净利率由收购前的6.5%提升至2026H1的10.8%，盈利水平显著提升。

图92：奈瑞儿智能美养2.0五步流程实现闭环



资料来源：美丽田园投资者关系公众号

图93：奈瑞儿盈利质量明显改善



资料来源：美丽田园医疗健康公司公告

图94：奈瑞儿以杭州为支点进军长三角



资料来源：美丽田园医疗健康公司公告

7.4 投资观点：看好上游差异化新品商业化与下游机构合规连锁化盈利提升

主线一：上游产品矩阵扩容，优选具备研发与商业化能力的厂商，重点推荐爱美客、科笛-B，受益标的锦波生物、四环医药等。

爱美客：解索橙、嗨塑及再生填充新品落地，产品布局向肉毒、能量源等领域拓展。成熟机构渠道支持多品类导入，REGEN资源整合及ECM研发合作进一步充实中长期产品储备。

锦波生物：凝胶产品持续拓展终端，冻干、溶液及凝胶剂型形成互补；V型颈纹、XVII型毛发增量及光老化相关产品进入注册申报阶段；多型别胶原研发推动应用边界拓宽，为后续产品接续奠定基础。

四环医药：乐提葆稳固机构渠道，冻妍QQ针上市并新增规格，再生产品与设备丰富终端供给；依托成熟销售网络推进新品导入，自研产品培育及多品类协同成为医美业务的重要增长看点。

科笛-B：外用非那雄胺、米诺环素持续拓展终端，表麻新品获批、肉毒毒素上市申请获受理，差异化产品接续打开成长空间。

华熙生物：JUVELOOK及润致·纤然获批，胶原与ECM研发稳步推进，医美产品矩阵持续扩容，新品商业化有望贡献增量。

主线二：合规出清推动市场份额向头部医美连锁机构集中，上游供给扩容改善采购条件，运营提效与并购整合释放利润弹性，重点推荐朗姿股份、美丽田园医疗健康。

朗姿股份：医美连锁扩张与成熟机构提效并进，前三季度医美净利润同比增长145%，盈利改善持续兑现；合规出清利好头部连锁，上游供给扩容有望增强采购议价能力，进一步释放医美板块利润弹性。

美丽田园医疗健康：思妍丽并表后持续整合提效，奈瑞儿智能美养2.0落地、杭州门店纳入直营，推动中式美养跨区域复制；多品牌共享供应链、培训与数字化中台，新项目推广与投后整合共同提升门店经营质量。

目 录

CONTENTS

1 综述：社会消费复苏分化，质价比、体验升级、AI先行

2 黄金珠宝：金价波动抑制需求，聚焦产品力、运营力和品牌出海

3 跨境电商：库存优化、业绩高增，品牌化+AI赋能构成长期主线

4 线下零售：调改变革持续深化，业态创新多维拓展

5 社会服务：经营提效筑底，结构成长启新

6 化妆品：细分需求与体验升级并进，场景拓展打开新空间

7 医美：差异化新品加速落地，合规连锁整合提效

8 投资建议

9 风险提示

8 投资建议

投资主线1：关注在高端、时尚黄金赛道具备差异化产品力和精细化运营能力的黄金珠宝品牌。

金价波动环境下，消费者终端购买与加盟商补货均有所承压；对黄金珠宝企业而言，差异化产品力和精细化运营重要性愈加凸显，品牌出海则打开进一步增量空间。建议关注：持续在头部商圈实现门店拓展、品牌升级的高端古法黄金品牌，以及在产品力、运营力具备优势的时尚黄金优质品牌，重点推荐**潮宏基、老铺黄金、周大福、周大生**等，受益标的六福集团、周生生等。

投资主线2：关注库存改善、品牌化升级、AI赋能的跨境电商龙头。

跨境电商行业去库周期进入尾声、低效业务持续收缩，企业盈利能力稳步修复，未来经营重心由库存调整转向业务扩张与效率提升，品牌化及AI赋能则有望接棒成为行业成长新动能。建议关注：（1）库存出清、品牌化持续升级的头部卖家，重点推荐**赛维时代、华凯易佰**等，受益标的致欧科技等；（2）AI赋能、经营效率持续提升的跨境电商企业，重点推荐**吉宏股份**等；（3）品牌化、全球化及履约能力持续提升的跨境电商平台公司，重点推荐**希音-W**等。

投资主线3：关注供需改善、经营提效、体验升级的优质社会服务企业。

服务消费需求保持韧性，供需改善与经营提效推动盈利修复，体验升级及政策优化打开新增量。建议关注：（1）供需改善、经营提效持续兑现的酒店餐饮龙头，受益标的锦江酒店、华住集团-S、百胜中国、小菜园等；（2）体验升级、政策赋能持续打开增量的旅游免税企业，重点推荐**长白山**等，受益标的三峡旅游、中国中免等；（3）受益AI赋能及提效的人力资源服务及教育企业，重点推荐**行动教育**等，受益标的科锐国际、学大教育、昂立教育等。

投资主线4：聚焦美丽经济，关注产品创新与品牌运营能力突出的企业，以及盈利改善的医美合规连锁机构。

需求细分与体验升级为美妆品牌拓展产品矩阵提供空间，科研积累、品牌认知及渠道支持新品成长；医美合规出清推动市场份额向头部连锁机构集中，采购条件改善、运营提效与并购整合有望释放利润弹性。建议关注：（1）研发积累与功效布局突出的国货美妆公司，重点推荐**珀莱雅、贝泰妮、巨子生物，**受益标的上海家化等；（2）品牌势能向多品类复制的高端美妆品牌，重点推荐**毛戈平**等；（3）围绕细分人群及场景拓品的个护家清公司，重点推荐**若羽臣、润本股份**等；（4）具备差异化及商业化优势的医美厂商和采购运营占优的合规连锁机构，重点推荐**朗姿股份、爱美客、美丽田园医疗健康**，受益标的锦波生物、四环医药等。

表4：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	460	260.22	37.00	38.20	45.30	7	7	6
002345.SZ	潮宏基	买入	76	8.55	0.86	1.01	1.18	10	8	7
002867.SZ	周大生	买入	127	11.68	0.92	1.07	1.20	13	11	10
601933.SH	永辉超市	买入	262	2.94	-0.09	0.05	0.12	-	59	25
603214.SH	爱婴室	买入	18	12.93	0.66	0.78	0.90	20	17	14
301381.SZ	赛维时代	买入	106	25.99	1.06	1.39	1.72	25	19	15
0625.HK	希音-W	买入	1,483	34.85	4.77	3.09	4.30	7	11	8
300592.SZ	华凯易佰	买入	64	16.46	0.92	1.16	1.39	18	14	12
002803.SZ	吉宏股份	买入	71	16.71	0.64	0.79	0.91	26	21	18
1318.HK	毛戈平	买入	225	45.98	2.98	3.61	4.26	15	13	11
003010.SZ	若羽臣	买入	76	24.39	1.24	1.85	2.47	20	13	10
603605.SH	珀莱雅	买入	198	50.05	4.85	4.56	5.09	10	11	10
603193.SH	润本股份	买入	70	17.41	0.93	1.11	1.32	19	16	13
2367.HK	巨子生物	买入	188	17.71	1.84	2.06	2.30	10	9	8
300896.SZ	爱美客	买入	273	90.33	4.31	5.12	6.09	21	18	15
002612.SZ	朗姿股份	买入	68	15.35	0.77	0.87	0.99	20	18	16

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：收盘价日期为2026/11/6，其中港股展示人民币市值及收盘价，汇率换算以11月6日，取1港元=0.86人民币，盈利预测均采用开源证券研究所预测数据）

风险提示

（1）消费复苏不及预期：社会消费与宏观经济密切相关，若经济增长放缓，消费者购买力、信心下滑，消费需求受到抑制，则零售终端销售也将承压；

（2）竞争加剧：若行业竞争加剧，销售费用投入、价格战等可能影响公司盈利；

（3）政策风险：海外政策风险、国内监管趋严，可能影响企业部分经营活动等。

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
证券评级	买入（buy）	预计相对强于市场表现20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，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

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

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

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