

商贸零售

2025 年 08 月 24 日

中报发布进行时，珠宝、美护优质品牌验证高景气

——行业周报

投资评级：看好（维持）

黄泽鹏（分析师）

姚慕宇（联系人）

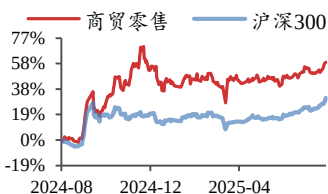
huangzepeng@kysec.cn

yaomuyu@kysec.cn

证书编号：S0790519110001

证书编号：S0790125040021

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《7月社零同比+3.7%，老铺黄金官宣产品调价计划—行业周报》-2025.8.17

《7月社零同比+3.7%，金银珠宝和化妆品环比改善—行业点评报告》-2025.8.15

《武商集团布局仓储会员店，探索本土化成长路径—行业周报》-2025.8.10

● 中报发布进行时，珠宝、美护优质品牌验证高景气

（1）黄金珠宝：从黄金珠宝板块标的中报来看，老铺黄金、潮宏基、莱绅通灵、周六福、英皇钟表珠宝实现亮眼增长，其中老铺黄金实现营收 123.54 亿元（+251.0%），归母净利润 22.68 亿元（+285.8%），潮宏基实现营收 41.02 亿元（+19.5%），归母净利润 3.31 亿元（+44.3%），莱绅通灵实现营收 8.70 亿元（+37.0%），归母净利润 0.61 亿元（+263.5%）。整体看，营收利润有所分化，行业延续高端化和时尚化趋势，其中老铺黄金和潮宏基中报验证高增长表现，后续加盟商“翻牌”有望进一步重塑品牌格局。**（2）美容护理：**从美护板块标的中报来看，上海家化、润本股份、丸美生物、水羊股份等公司均实现稳健增长，其中上海家化实现归母净利润 2.66 亿元（+11.7%），为 2022 上半年下滑后首次实现正增长，水羊股份利润扭转 2024 年下滑趋势，归母净利润同比+16.5%。整体看，多数美护标的公司上半年营收表现良好，行业延续回暖态势；展望后续，国货崛起逻辑仍在，细分品类成长性凸显，关注企业在新品放量、渠道效率提升及费用投放上的表现。

● 行业关键词：优时颜、LV 美妆、淘小胖、阿里巴巴、闪电帮帮等

【优时颜】优时颜切入 PDRN 赛道。

【LV 美妆】LV 美妆全球首店在南京德基广场正式开业。

【淘小胖】“胖东来门徒”淘小胖将开重庆首店。

【阿里巴巴】阿里巴巴业务架构大调整。

【闪电帮帮】美团闪购发布闪电仓专属供应链服务平台“闪电帮帮”。

● 板块行情回顾

本周（8月18日-8月22日），商贸零售指数报收 2320.15 点，上涨 4.21%，跑赢上证综指（本周上涨 2.01%）2.20 个百分点，板块表现在 31 个一级行业中位居第 5 位。零售各细分板块中，本周互联网电商板块涨幅最大，2025 年年初至今钟表珠宝板块领跑。个股方面，本周汇嘉时代（+30.5%）、若羽臣（+18.0%）、跨境通（+16.3%）涨幅靠前。

● 投资建议：关注情绪消费主题下的高景气赛道优质公司

投资主线一（黄金珠宝）：关注具备差异化产品力和消费者深度洞察力的黄金珠宝品牌，重点推荐老铺黄金、潮宏基等，受益标的曼卡龙、莱百股份；

投资主线二（线下零售）：关注顺应趋势积极变革探索的零售企业（超市、百货、连锁），重点推荐永辉超市、爱婴室等，受益标的重庆百货等；

投资主线三（化妆品）：关注具备差异化且能力持续迭代的优质国货美妆品牌，重点推荐毛戈平、珀莱雅、上美股份、润本股份等，受益标的若羽臣等；

投资主线四（医美）：关注具备差异化管线的医美产品厂商，重点推荐爱美客、科笛-B 等，受益标的锦波生物等。

● 风险提示：消费恢复不及预期、行业竞争加剧、政策风险等。

目 录

1、 零售行情回顾	3
2、 零售观点：中报发布进行时，珠宝、美护优质品牌表现靓丽	5
2.1、 行业动态：中报发布进行时，珠宝、美护优质品牌验证高景气	5
2.2、 关注情绪消费主题下的高景气赛道优质公司	6
2.2.1、 老铺黄金：2025H1 同店高增长，品牌人群破圈、渠道强势升级	8
2.2.2、 润本股份：2025H1 业绩稳健，看好后续品类延伸贡献增量	8
2.2.3、 爱婴室：2025H1 主业门店稳健扩张，万代合作有望加速推进	9
2.2.4、 爱美客：2025H1 业绩承压，持续研发期待业绩修复	9
2.2.5、 周大福：产品结构持续优化，同店销售降幅收窄	10
2.2.6、 潮宏基：2025Q1 业绩高增超预期，差异化产品提升品牌势能	10
2.2.7、 周大生：2025Q1 业绩短期承压，关注后续品牌矩阵优化	11
2.2.8、 朗姿股份：2024 年公司业绩稳健，医美内生外延持续推进	12
2.2.9、 珀莱雅：2025Q1 归母净利润+28.9%，系列新品布局贡献增长	12
2.2.10、 华熙生物：变革深化致短期承压，期待 2025 年迎来发展拐点	13
2.2.11、 毛戈平：2024 年收入利润增长超 30%，高端品牌势能持续向上	13
2.2.12、 巨子生物：2024 年业绩实现亮眼高增，大单品打造能力持续验证	14
2.2.13、 科笛-B：2024 年营收倍增，多管线落地+商业化推进双轮驱动	15
2.2.14、 上美股份：2024 年归母净利润+69.4%，国货美妆龙头多面开花	15
3、 零售行业动态追踪	17
3.1、 行业关键词：优时颜、LV 美妆、淘小胖、阿里巴巴、闪电帮帮等	17
3.2、 大事提醒：关注多家公司中报披露等	18
4、 风险提示	18

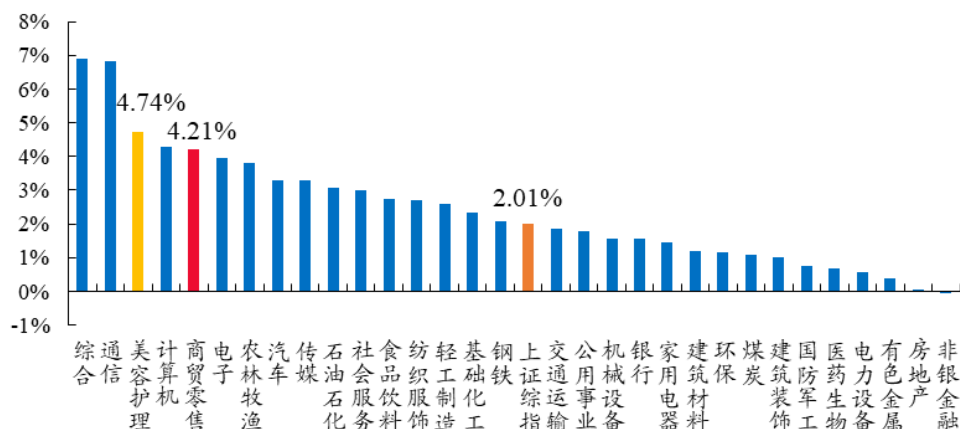
图表目录

图 1： 本周零售行业（商贸零售）指数上涨 4.21%	3
图 2： 2025 年年初至今（商贸零售）指数上涨 3.63%	3
图 3： 本周互联网电商板块涨幅最大，为 7.71%	4
图 4： 2025 年至今钟表珠宝板块涨幅最大，为 33.74%	4
图 5： 老铺黄金与五大奢侈品牌消费者重合度达 77.3%	5
图 6： 潮宏基新拓黄油小熊 IP，一口价表现靓丽	5
图 7： 六神新品“驱蚊蛋”2025H1 实现超 1000 万元 GMV	5
图 8： 水羊股份持续扩充旗下品牌矩阵	5
表 1： 本周零售行业（商贸零售指数）表现位列第 5	3
表 2： 本周零售行业汇嘉时代、若羽臣、跨境通涨幅靠前	4
表 3： 本周零售行业武商集团、汇通能源、壹网壹创等跌幅靠前	4
表 4： 重点推荐老铺黄金、潮宏基、毛戈平、珀莱雅、巨子生物、上美股份等	6
表 5： 本周水羊股份、丸美生物、华熙生物表现相对较好	16
表 6： 零售公司大事提醒：关注多家公司中报披露等	18
表 7： 零售行业大事提醒：ISRE2025 第十届国际智慧零售博览会等	18

1、零售行情回顾

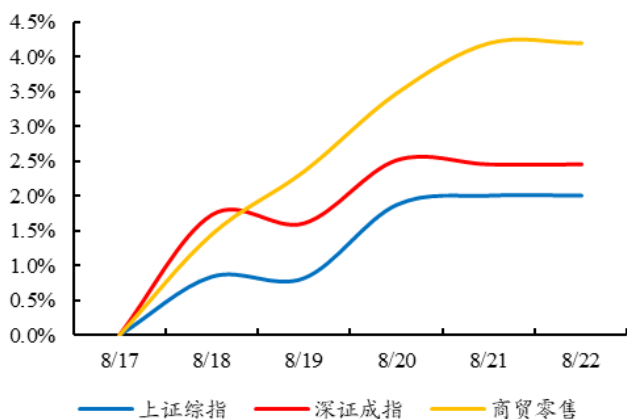
本周（8月18日-8月22日）A股上涨，零售行业指数上涨4.21%。上证综指报收3771.10点，周累计上涨2.01%；深证成指报收11919.76点，周上涨2.45%；本周全部31个一级行业中，表现排名前三位的分别为综合、通信和美容护理。零售行业指数（参照商贸零售指数）本周报收2320.15点，周涨幅为4.21%，在所有一级行业中位列第5位。2025年年初至今，零售行业指数上涨3.63%，表现弱于大盘（2025年年初至今上证综指累计上涨12.51%）。

表1：本周零售行业（商贸零售指数）表现位列第5



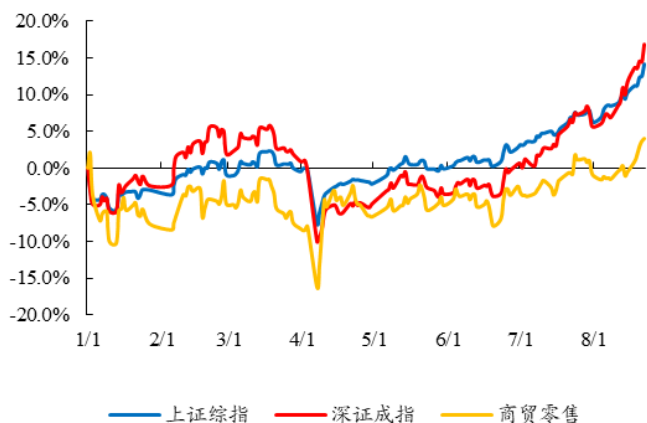
数据来源：Wind、开源证券研究所

图1：本周零售行业（商贸零售）指数上涨4.21%



数据来源：Wind、开源证券研究所

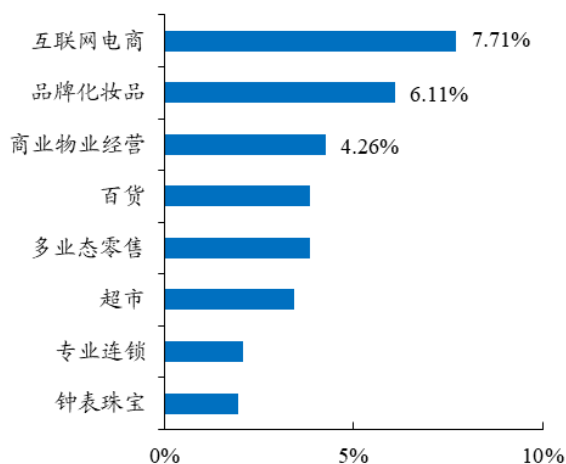
图2：2025年年初至今（商贸零售）指数上涨3.63%



数据来源：Wind、开源证券研究所

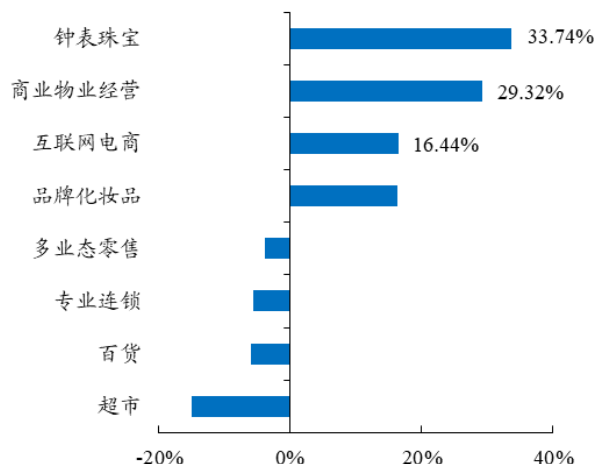
零售各细分板块中，互联网电商板块本周涨幅最大；2025年年初至今，钟表珠宝板块涨幅最大。在零售行业各主要细分板块（我们依据二级行业分类，选择较有代表性的超市、百货、多业态零售、专业连锁、商业物业经营、互联网电商、钟表珠宝和品牌化妆品8个细分板块）中，本周8个子板块上涨，其中互联网电商板块涨幅最大，周涨幅为7.71%；2025年全年来看，钟表珠宝板块年初至今累计涨幅为33.74%，在零售行业各细分板块中领跑。

图3：本周互联网电商板块涨幅最大，为 7.71%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2025 年至今钟表珠宝板块涨幅最大，为 33.74%



数据来源：Wind、开源证券研究所

个股方面，本周汇嘉时代、若羽臣、跨境通涨幅靠前。本周零售行业主要 87 家上市公司（参照一级行业指数成分，剔除少量主业已发生变化公司）中，合计有 84 家公司上涨、3 家公司下跌。其中，本周个股涨幅排名前三位分别是汇嘉时代、若羽臣、跨境通，周涨幅分别为 30.5%、18.0%和 16.3%。本周跌幅靠前公司为武商集团、汇通能源、壹网壹创。

表2：本周零售行业汇嘉时代、若羽臣、跨境通涨幅靠前

涨幅排名	证券代码	股票简称	收盘价（元）	周涨跌幅	周换手率	年初至今涨幅	所属三级行业
1	603101.SH	汇嘉时代	10.41	30.5%	43.4%	12.3%	多业态零售
2	003010.SZ	若羽臣	60.77	18.0%	29.5%	204.1%	电商服务
3	002640.SZ	跨境通	6.06	16.3%	69.5%	57.8%	跨境电商
4	605188.SH	国光连锁	13.96	14.4%	27.6%	82.9%	超市
5	600712.SH	南宁百货	7.55	9.7%	37.1%	4.4%	百货
6	301110.SZ	青木科技	62.08	9.1%	58.2%	1.7%	电商服务
7	600785.SH	新华百货	13.69	8.7%	27.4%	7.1%	多业态零售
8	301558.SZ	三态股份	10.16	8.2%	52.8%	16.0%	跨境电商
9	600981.SH	汇鸿集团	3.21	8.1%	8.1%	24.8%	贸易Ⅲ
10	603123.SH	翠微股份	15.37	7.8%	49.8%	90.9%	百货

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2025/8/22）

表3：本周零售行业武商集团、汇通能源、壹网壹创等跌幅靠前

跌幅排名	证券代码	股票简称	收盘价（元）	周涨跌幅	周换手率	年初至今涨幅	所属三级行业
1	000501.SZ	武商集团	11.37	-6.0%	43.2%	11.2%	百货
2	600605.SH	汇通能源	35.05	-4.5%	9.9%	1.4%	商业物业经营
3	300792.SZ	壹网壹创	28.41	-3.0%	21.7%	18.9%	电商服务
4	300755.SZ	华致酒行	18.26	0.4%	12.2%	2.8%	专业连锁Ⅲ
5	601113.SH	华鼎股份	4.01	0.5%	9.0%	2.8%	锦纶

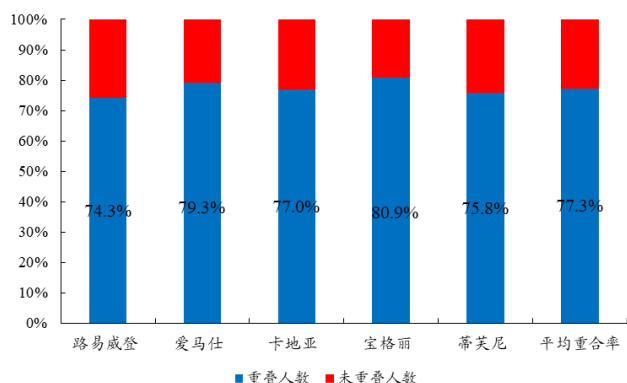
数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2025/8/22）

2、零售观点：中报发布进行时，珠宝、美护优质品牌表现靓丽

2.1、行业动态：中报发布进行时，珠宝、美护优质品牌验证高景气

黄金珠宝：整体业绩有所分化，高端黄金与时尚黄金表现亮眼。从黄金珠宝板块标的的中报来看，（1）**老铺黄金：**实现营收 123.54 亿元（同比+251.0%，下同），归母净利润 22.68 亿元（+285.8%）；（2）**潮宏基：**实现营收 41.02 亿元（+19.5%），归母净利润 3.31 亿元（+44.3%）；（3）**菜绅通灵：**实现营收 8.70 亿元（+37.0%），归母净利润 0.61 亿元（+263.5%）；（4）**周六福：**实现营收 31.50 亿元（+5.2%），归母净利润 4.15 亿元（+11.9%）；（5）**英皇钟表珠宝：**实现营收 27.94 亿元（+7.6%），归母净利润 1.96 亿元（+6.4%）。整体看，营收利润有所分化，行业延续高端化和时尚化趋势，其中老铺黄金和潮宏基中报验证高增长表现，后续加盟商“翻牌”有望进一步重塑品牌格局。

图5：老铺黄金与五大奢侈品牌消费者重合度达 77.3%



数据来源：老铺黄金公司公告、开源证券研究所

图6：潮宏基新拓黄油小熊 IP，一口价表现靓丽



资料来源：潮宏基珠宝公众号

美容护理：整体销售表现良好，行业延续回暖态势。上半年，从美护标的的中报来看，（1）**上海家化：**实现营收 34.78 亿元（+4.7%），归母净利润 2.66 亿元（+11.7%），为 2022 上半年下滑后首次实现正增长；（2）**润本股份：**实现营收 8.95 亿元（+20.3%），归母净利润 1.88 亿元（+5.2%）；（3）**丸美生物：**实现营收 17.69 亿元（+30.8%），归母净利润 1.88 亿元（+4.2%）；（4）**水羊股份：**利润扭转 2024 年下滑趋势，实现营收 25.00 亿元（+9.0%），归母净利润 1.23 亿元（+16.5%）。整体看，多数美护标的的公司上半年营收表现良好，行业延续回暖态势。展望后续，国货崛起逻辑仍在，细分品类成长性凸显，关注企业在新品放量、渠道效率提升及费用投放上的表现。

图7：六神新品“驱蚊蛋”2025H1 实现超 1000 万元 GMV



资料来源：六神公众号

图8：水羊股份持续扩充旗下品牌矩阵



资料来源：聚美丽公众号、开源证券研究所

2.2、关注情绪消费主题下的高景气赛道优质公司

投资主线 1：关注具备差异化产品力和消费者洞察力的黄金珠宝品牌。黄金珠宝行业“消费+投资”长期逻辑未变，但竞争格局已悄然变化。受情绪消费驱动叠加年轻消费者逐渐掌握消费话语权，部分具备差异化产品力和消费者洞察力的产品型品牌快速崛起，超越传统铺货型渠道品牌。高端中式黄金和小件时尚黄金等细分品类相对受益情绪消费，重点推荐老铺黄金、潮宏基等，受益标的曼卡龙、菜百股份等。

投资主线 2：关注顺应消费趋势积极变革探索的线下零售龙头。借“情绪消费”东风，线下渠道有望迎来与线上电商的攻守易势机会。对线下零售企业（超市、百货、连锁等）而言，通过变革调整思路、扬长避短，发挥线下在服务体验和情绪价值提供方面的优势，并在消费者端形成持续正向累积，则有望吸引流量回归线下、实现困境反转。重点推荐爱婴室、永辉超市等，受益标的重庆百货等。

投资主线 3：关注把握细分结构性机会且综合实力强的国货美妆品牌。618 大促强品牌力美妆龙头及新锐功效品牌突围，颜值经济和悦己趋势下，建议关注“情绪消费”下的美妆机遇：（1）高景气美妆细分赛道国货崛起趋势持续，重点推荐上美股份、珀莱雅、巨子生物、丸美生物等，受益标的上海家化等；（2）高端美妆打造稀缺，国货势能崛起，重点推荐毛戈平；（3）个护家清领域多面开花，“需求刚性+体验升级”双轮驱动，重点推荐润本股份，受益标的若羽臣等。

投资主线 4：关注差异化医美产品上游厂商及医美机构龙头。长期看医美“渗透率+国产化率+合规化程度”多维提升逻辑未变，率先布局差异化管线的医美上游厂商有望抢占消费者心智高地，建议关注重组胶原蛋白、再生类、毛发类赛道；此外下游医美机构也有望在长尾出清和上游产品丰富背景下，实现市占率和盈利能力的同步提升。重点推荐爱美客、科笛-B，受益标的包括锦波生物等。

表4：重点推荐老铺黄金、潮宏基、毛戈平、珀莱雅、巨子生物、上美股份等

公司代码	公司名称	所属细分行业	核心观点与投资逻辑
6181.HK	老铺黄金	珠宝首饰	FY2025H1 实现营收 123.54 亿元（+250.9%）、归母净利润 22.68 亿元（+285.8%）。古法手工金器专业第一品牌，“品牌破圈+客群扩张”有望带动店数和业绩持续高增。
002803.SZ	吉宏股份	跨境电商	2025H1 实现营收 32.34 亿元（+31.8%）、归母净利润 1.18 亿元（+63.3%）。2025Q2 实现营收 17.56 亿元（+55.5%）、归母净利润 0.59 亿元（+99.6%）。跨境社交电商龙头，“数据为轴、技术驱动”助力长期成长。
002345.SZ	潮宏基	珠宝首饰	2025H1 实现营收 41.02 亿元（+19.5%）、归母净利润 3.31 亿元（+44.3%）。2025Q2 实现营收 18.50 亿元（+13.1%）、归母净利润 1.42 亿元（+44.3%）。时尚珠宝打造年轻差异化特色，综合品牌力提升叠加渠道提速扩张，驱动持续成长。
603983.SH	丸美生物	化妆品	2025H1 实现营收 17.69 亿元（+30.8%）、归母净利润 1.86 亿元（+5.2%）。2025Q2 实现营收 9.23 亿元（+33.5%）、归母净利润 0.51 亿元（-23.1%）。 “人群资产”验证公司底层思维&能力万象更“芯”，未来高质量增长可期。
603214.SH	爱婴室	专业连锁	2025H1 实现营收 18.35 亿元（+8.3%）、归母净利润 0.47 亿元（+10.2%）。主业高质量稳健增长，万代 IP 授权稀缺打开想象空间，后续基地店通贩店拓店空间大。
603193.SH	润本股份	化妆品	2025H1 实现营收 8.95 亿元（+20.3%）、归母净利润 1.88 亿元（+4.2%）。2025Q2 实现营收 6.55 亿元（+13.5%）、归母净利润 1.43 亿元（-0.9%）。公司坚持“研产销一体化”战略，持续开发差异化的创新性新品提供溢价打开利润空间。
300896.SZ	爱美客	医美	2025H1 实现营收 12.99 亿元（-21.6%）、归母净利润 7.89 亿元（-29.6%）。2025Q2 实现营收 6.36 亿元（-25.1%）、归母净利润 3.46 亿元（-41.8%）。

公司代码	公司名称	所属细分行业	核心观点与投资逻辑
			产品、渠道、研发全方位发力深化长期竞争力，全球化布局进程加速。
600223.SH	福瑞达	化妆品	2025H1 实现营收 17.90 亿元（-7.1%）、归母净利润 1.08 亿元（-15.2%）。 2025Q2 实现营收 9.13 亿元（-11.7%）、归母净利润 0.57 亿元（-16.1%）。 公司聚焦核心业务，化妆品战略升级高质量发展可期，有望成为医药健康领军企业。
601933.SH	永辉超市	超市	2025H1 实现营收 299.48 亿元（-20.7%）、归母净利润-2.41 亿元（-187.4%）。 2025Q2 实现营收 124.69 亿元（-22.6%）、归母净利润-3.88 亿元（+15.8%）。 公司是全国性超市龙头，调改变革加速铺开。
1318.HK	毛戈平	化妆品	FY2024 实现营收 38.85 亿元（+34.6%）、归母净利润 8.81 亿元（+33.0%）。 FY2025H1 预计实现归母净利润 6.65-6.75 亿元（+35.0%~+37.0%）。 稀缺的国货高端美妆集团，“品类+渠道+客群”拓展打开想象空间。
002612.SZ	朗姿股份	医美	2025Q1 实现营收 13.99 亿元（-7.8%）、归母净利润 0.95 亿元（+5.1%）。 2025H1 预计实现归母净利润 2.20-2.60 亿元（+31.7%~+55.7%）。 “内生+外延”双重驱动下医美版图持续扩张。
2145.HK	上美股份	化妆品	FY2024 实现营收 67.93 亿元（+61.2%）、归母净利润 7.81 亿元（+69.4%）。 FY2025H1 预计实现归母净利润 5.40-5.60 亿元（+30.9%~+35.8%）。 主品牌韩束势能持续，团队组织高效与供应链强，公司产品+渠道+品牌多维开花。
1929.HK	周大福	珠宝首饰	FY2025 实现营收 827.37 亿元（-17.5%）、归母净利润 54.59 亿元（-9.0%）。 FY2026Q1 实现零售值同比-1.9%。 持续推动产品结构优化和门店调性升级，一口价占比提升带动盈利能力改善。
603605.SH	珀莱雅	化妆品	2024 年实现营收 107.78 亿元（+21.0%）、归母净利润 15.52 亿元（+30.0%）。 2025Q1 实现营收 23.59 亿元（+8.1%）、归母净利润 3.90 亿元（+28.9%）。 公司国货美妆龙头地位稳固，多系列新品频出有望贡献增量。
2367.HK	巨子生物	化妆品	FY2024 实现营收 55.39 亿元（+57.1%）、归母净利润 20.64 亿元（+42.1%）。 重组胶原蛋白专业护肤龙头，多维度发力，强化核心竞争力实现长期增长。
600916.SH	中国黄金	珠宝首饰	2025Q1 实现营收 110.03 亿元（-39.7%）、归母净利润 1.35 亿元（-63.0%）。 公司是黄金珠宝行业核心央企，通过全产业链布局深筑黄金品类优势。
002867.SZ	周大生	珠宝首饰	2024 年实现营收 138.91 亿元（-13.5%）、归母净利润 8.55 亿元（-22.0%）。 2025Q1 实现营收 26.73 亿元（-47.3%）、归母净利润 2.52 亿元（-26.1%）。 新品牌与主品牌优势互补有望促进渠道扩张，产品端发力提升黄金品类，推动成长。
603708.SH	家家悦	超市	2024 年实现营收 182.56 亿元（+2.8%）、归母净利润 1.32 亿元（-3.3%）。 2025Q1 实现营收 49.41 亿元（-4.8%）、归母净利润 1.42 亿元（-3.6%）。 公司股权激励计划有望激发内部成长动能，零食连锁与折扣超市布局值得关注。
301381.SZ	赛维时代	跨境电商	2025Q1 实现营收 24.58 亿元（+36.7%）、归母净利润 0.47 亿元（-45.1%）。 公司未来在巩固成熟品牌竞争优势基础上，持续孵化培育潜力品牌，有望保持高增。
600655.SH	豫园股份	珠宝首饰	2024 年实现营收 469.24 亿元（-19.3%）、归母净利润 1.25 亿元（-93.8%）。 2025Q1 实现营收 87.82 亿元（-49.0%）、归母净利润 0.52 亿元（-71.2%）。 珠宝板块延续承压，“产业运营+产业投资”双轮驱动，贯彻“东方生活美学”战略。
2487.HK	科笛-B	医美	FY2024 实现营收 2.80 亿元（+101.0%）、归母净利润-4.43 亿元（减亏）。 泛皮肤病领域新星，管线推进叠加外延拓展有望打开成长空间。
600612.SH	老凤祥	珠宝首饰	2024 年实现营收 567.93 亿元（-20.5%）、归母净利润 19.50 亿元（+12.0%）。 2025Q1 实现营收 175.21 亿元（-31.6%）、归母净利润 6.13 亿元（-23.6%）。 公司品牌积淀深厚，通过产品和渠道优化成长势能有望恢复。

资料来源：Wind、开源证券研究所

2.2.1、老铺黄金：2025H1 同店高增长，品牌人群破圈、渠道强势升级

公司 2025H1 营收同比+250.9%，归母净利润同比+285.8%。公司发布业绩公告：2025H1 营收 123.54 亿元（同比+250.9%，下同）、归母净利润 22.68 亿元（+285.8%）；品牌破圈、渠道升级带动高增长；此外拟每股派息 9.59 元。

品牌破圈、产品迭代、渠道升级，多维驱动同店开店高增长。品牌端：老铺黄金品牌人群破圈效应持续演绎，实现会员人数快速增长，截至报告期末忠诚会员数达 48 万人，且公司首次公布与爱马仕、LV 等国际顶奢品牌的消费者重合度达 77.3%，高端定位强势验证。产品端：重视研发创新并严格产品质量管控，推动产品持续优化、推新、迭代，截至报告期，公司已创作出超 2100 项原创设计。渠道端：2025H1 公司线上业务快速成长，实现收入 16.18 亿元，同比增长 313.3%，其中天猫旗舰店单 618 期间成交额就突破 10 亿元；线下方面，截至 2025H1 公司门店总数 41 家（较 2024 年底新增 5 家、优化扩容 2 家）、入驻高端商场 29 个，平均单个商场实现销售业绩 4.59 亿元，继续保持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。受益品牌持续破圈和高端商圈拓展、门店区位优势，2025H1 公司同店收入同比增长 201%。

国内聚焦店效提升、海外推进渠道拓展，追求品牌国际化和市场全球化。公司持续推进国内高端商圈拓展并聚焦存量门店面积优化、区位升级，追求单店效益提升，此外坚定出海战略，致力于品牌国际化和市场全球化。国内：通过面积优化、区位升级和 VIC 客户运营，对标国际奢侈品，持续提升店效水平。海外：新加坡顶级商圈布局顺利打开出海第一步，2025H1 境外收入同比高增 455%，后续海外成长空间可期。

详见开源零售 2025 年 1 月 9 日首次覆盖报告《老铺黄金（6181.HK）：高端中式黄金执牛耳者，“高筑墙、广积粮、缓称王”》和 2025 年 8 月 22 日信息更新报告《老铺黄金（6181.HK）：2025H1 同店高增长，品牌人群破圈、渠道强势升级》等。

2.2.2、润本股份：2025H1 业绩稳健，看好后续品类延伸贡献增量

2025H1 营收同比+20.3%，归母净利润同比+4.2%。公司发布半年报：2025H1 实现营收 8.95 亿元（同比+20.3%，下同）、归母净利润 1.88 亿元（+4.2%）；2025Q2 实现营收 6.55 亿元（+13.5%）、归母净利润 1.43 亿元（-0.9%）。我们认为，公司作为“驱蚊+婴童护理”细分龙头，不断丰富产品矩阵，规模优势持续巩固。

婴童护理系列贡献收入上升，销售投放略加大。分品类看，2025H1 公司婴童护理/驱蚊/精油业务分别实现营收 4.05/3.75/0.92 亿元，同比分别+38.7%/+13.4%/-14.6%，婴童护理贡献收入同比提升，达 45.3%，驱蚊业务在夏季启动较晚背景下增速放缓。此外，2025Q2 婴童护理/驱蚊/精油业务售价分别+6.9%/-0.8%/-11.4%，婴童护理新品价格较高带动品类售价提升。分渠道看，2025H1 线上/线下分别实现营收 6.43/2.51 亿元，同比分别+20.0%/+21.2%。费用方面，2025H1 公司销售/管理/研发费用率分别为 30.3%/1.8%/1.8%，同比分别+1.5pct/-0.1pct/-0.2pct。

公司持续丰富品类矩阵，期待后续叠加渠道布局贡献收入增量。产品端，公司持续推进多品类扩张，2025H1 推出 40 余款单品，防晒系列加快布局，推出儿童水感防晒啫喱、防晒棒等，护理类产品线拓展到青少年，拓宽产品客群年龄段覆盖，定时加热器推出童锁款提升使用安全性。渠道端，公司进一步扩展线下渠道，新增与山姆渠道合作，非平台经销渠道已开发胖东来、永辉、屈臣氏等 KA 渠道以及 WOW

COLOUR 等特通渠道；同时在天猫、京东、抖音、拼多多等电商平台保持较高的市占率，渠道覆盖力和渗透率稳步提升。

详见开源零售 2024 年 1 月 15 日首次覆盖报告《**润本股份（603193.SH）：驱蚊及婴童护理细分龙头，立足小品类、打造大品牌**》和 2025 年 8 月 19 日信息更新报告《**润本股份（603193.SH）：2025H1 业绩稳健，看好后续品类延伸贡献增量**》等。

2.2.3、爱婴室：2025H1 主业门店稳健扩张，万代合作有望加速推进

2025H1 扣非归母净利润同比+20.6%。公司发布中报：2025H1 实现营收 18.35 亿元（同比+8.3%，下同）、归母净利润 4674 万元（+10.2%），实现扣非归母净利润 3697 万元（+20.6%）；单 2025Q2 实现营收 9.76 亿元（+9.9%）、归母净利润 4004 万元（+10.9%）；此外拟每股派息 0.13 元。公司是母婴零售龙头，主业渠道稳健扩张，万代合作 IP 合作打开第二成长空间。

渠道端和产品端表现稳健，经营提效驱动费用率优化。2025H1 分渠道看，门店/电商/母婴服务/供应商服务/供应链综合管理分别实现营收 12.88/0.76/0.20/0.83/3.65 亿元，同比分别+5.8%/-14.9%/+13.4%/-6.3%/+31.0%，门店销售表现稳健。分产品看，奶粉类/食品/用品/棉纺/玩具及出行类则分别实现营收 8.56/1.12/2.57/1.01/0.40 亿元，同比分别+6.5%/+0.3%/+0.7%/+0.0%/+8.0%；其中奶粉类和玩具及出行类表现相对较好。盈利能力方面，毛利率为 25.9%（-0.6pct）。费用方面，销售/管理/财务费用率分别为 18.7%/3.2%/0.6%，同比分别-1.0pct/+0.1pct/-0.3pct，经营效率稳步提升。

母婴渠道稳健扩张，万代合作 IP 零售店有望加速推进。（1）渠道：2025H1 期间，公司新开 35 家门店并关闭 23 家门店，期末门店合计 487 家（较一季度末增加 15 家），其中新开母婴门店 34 家，门店精细化运营顺利推进，来客数与销售同比增长近 20%。

（2）品牌：与合作企业采取品牌直供模式，同时从产品原料、配方、功能、定价等多维度提升自有产品核心竞争力，报告期内公司多个品类中自有品牌销售占比已超 30%，其中自有品牌棉纺品销量同比增长超 20 万件。（3）万代合作：与万代南梦宫合作顺利进行，依托高达、宝可梦、哆啦 A 梦等国际知名 IP，下半年在“区域核心城市+重点商圈”双轨扩张策略下有望加速推进。

详见开源零售 2019 年 11 月 21 日首次覆盖报告《**爱婴室（603214.SH）：母婴连锁零售龙头，内练经营提效，外展门店宏图**》和 2025 年 8 月 23 日信息更新报告《**爱婴室（603214.SH）：2025H1 主业门店稳健扩张，万代合作有望加速推进**》等。

2.2.4、爱美客：2025H1 业绩承压，持续研发期待业绩修复

公司 2025H1 归母净利润同比下滑 29.6%，业绩有所承压。公司发布半年报：2025H1 实现营收 12.99 亿元（同比-21.6%，下同）、归母净利润 7.89 亿元（-29.6%）；2025Q2 实现营收 6.36 亿元（-25.1%）、归母净利润 3.46 亿元（-41.8%）。公司研发管线有序推进，外延拓展赋能成长。

核心品类业绩承压，盈利能力有所下滑。分产品看，2025H1 公司溶液类产品实现营收 7.44 亿元同比（-23.8%），毛利率 93.2%（-0.8pct），凝胶类产品实现营收 4.93 亿元（-24.0%），毛利率 97.8%（-0.2pct）；面部埋植线实现营收 332 万元（-4.6%）；冻干粉类产品实现营收 1947 万元，毛利率 75.0%。盈利能力方面，2025H1 公司毛利率为 93.4%（-1.5pct），净利率为 60.9%（-6.8pct）。费用方面，2025H1 公司销售/管理/研发费用率分别为 11.1%/5.3%/12.1%，同比分别+2.6pct/+1.2pct/+4.5pct。

并购 REGEN 打造第二增长曲线，持续研发推动业绩修复。产品端：嗨体、濡白天使持续巩固市场领先地位，治疗下颏后缩新品嗨科拉于 2025 年 5 月份在国内上市销售。研发端：目前公司已获得 12 张 III 类医疗器械注册证，第二代理植线即将进入注册申报阶段，医用透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶增加新填充部位适应症，管线有序推进，为中长期成长奠定基础。渠道端：公司收购韩国 REGEN Biotech 股权并实现并表，旗下 AestheFill 和 PowerFill 分别获得 35 个和 23 个国家和地区的注册批准，分别应用于面部和身体，补充再生品类产品矩阵。公司持续整合全球资源，依托区位优势加快产品线拓展，从“本土市场领导者”向“全球产业链参与者”转型，渠道可控性与协同效应不断增强。

详见开源零售 2020 年 10 月 28 日首次覆盖报告《**爱美客（300896.SZ）：推新能力深筑壁垒，医美龙头蓝海先行**》和 2025 年 8 月 21 日信息更新报告《**爱美客（300896.SZ）：2025H1 业绩承压，持续研发期待业绩修复**》等。

2.2.5、周大福：产品结构持续优化，同店销售降幅收窄

公司 2025 财年营收同比-17.5%，归母净利润同比-9.0%，经营有所承压。公司发布年报：FY2025 实现营收 896.56 亿港元（-17.5%）、归母净利润 59.16 亿港元（-9.0%）；此外，董事会宣派末期股息每股 0.32 港元。我们认为，公司聚焦整体经营质量提升，推进产品结构优化和门店调性升级，有望重获增长势能。

同店销售降幅收窄，产品结构持续优化带动毛利率改善。分地区看，FY2025 公司在中国内地/中国内地以外市场营业额分别实现同比-16.9%/-20.6%；其中，中国内地营业额占比达 83.2%（+0.7pct）。分产品看，FY2025 公司珠宝镶嵌、铂金及 K 金首饰/黄金首饰及产品（计价）/黄金首饰及产品（定价）营业额分别实现同比-13.8%/-29.4%/+105.5%。同店方面，公司中国内地 FY2025 同店销售同比-19.4%，Q3/Q4 分别同比-16.1%/-13.2%，降幅逐季收窄。盈利能力方面，FY2025 公司毛利率为 29.5%（+9.0pct），提升主要系金价上涨、高毛利定价黄金占比提升以及成本管控合理；综合来看，黄金价格波动给毛利率带来 8.0pct 提振。销售/管理费用率分别为 9.7%/4.2%，同比分别+0.9pct/+0.7pct。

积极推进品牌调性提升，持续优化产品结构，定价黄金产品表现亮眼。（1）渠道：公司持续优化门店质量与效率，中国内地 FY2025 周大福主品牌净关门店 896 家，期末门店总数达 6274 家，其中直营/加盟分别占 24.9%/75.1%。此外公司积极推进品牌转型，2025 财年已开 5 家新形象店，门店调性显著改善。（2）产品：公司积极推进产品结构优化，其中标志性定价类产品周大福传福系列和故宫系列 2025 财年零售值突破 40 亿港元；定价黄金产品实现快速增长，其在中国内地黄金首饰及产品的占比从 2024 财年的 7.1%大幅提升至 19.2%。

详见开源零售 2022 年 10 月 12 日首次覆盖报告《**周大福（1929.HK）：珠宝龙头品牌积淀深厚，内地渠道扩张驱动成长**》和 2025 年 6 月 19 日信息更新报告《**周大福（1929.HK）：产品结构持续优化，同店销售降幅收窄**》等。

2.2.6、潮宏基：2025Q1 业绩高增超预期，差异化产品提升品牌势能

2025Q1 业绩高增超预期，差异化产品提升品牌势能。公司发布年报、一季报：2024 年实现营收 65.18 亿元（同比+10.5%，下同）、归母净利润 1.94 亿元（-41.9%），剔除商誉减值后归母净利润 3.5 亿元（-5.11%）；2025Q1 实现营收 22.52 亿元（+25.4%）、归母净利润 1.89 亿元（+44.4%）。我们认为，公司深耕时尚黄金品类，发挥差异化

设计能力优势并精准营销年轻客群，驱动品牌持续成长。

代理业务稳步发展、黄金品类增速快，女包计提商誉减值拖累业绩。分产品看，2024 年公司时尚珠宝/传统黄金/皮具分别实现营收 29.7/29.5/2.7 亿元，同比 -0.6%/+30.2%/-27.4%；分渠道看，自营/代理分别实现营收 30.2/32.8 亿元，同比 -7.4%/+32.3%。盈利能力方面，2024 年公司综合毛利率为 23.6%（-2.5pct），女包品牌菲安妮计提商誉减值准备 1.77 亿元，对业绩造成一定拖累。2025Q1 公司综合毛利率为 22.9%（-2.0pct），销售/管理/财务费用率分别为 8.8%（-2.6pct）/1.3%（-0.5pct）/0.4%（-0.1pct），期间费用在规模效应带动下持续优化。

加盟渠道逆势扩张，基于产品升级和品牌扩圈提高市场影响力。（1）渠道扩张：公司发力加盟模式推进渠道布局，2024 年珠宝业务净增 111 家门店（其中加盟净增 147 家），期末门店总数达到 1511 家，实现逆势净开店；（2）产品升级：公司深植东方传统文化，推出“非遗花丝、国潮串珠、IP 集合”等三大印记品类，发力东方美学高端黄金线，“臻金·梵华”系列新品受到欢迎；（3）品牌扩圈：公司坚持全渠道营销和国际化战略，一方面在拓展线下渠道同时也利用小红书、抖音、得物等新兴线上渠道扩大品牌声量；另一方面将东南亚作为出海战略布局的切入口，开设门店推动品牌国际影响力提升。

详见开源零售 2022 年 3 月 7 日首次覆盖报告《潮宏基（002345.SZ）：东方时尚珠宝龙头品牌，发力加盟扩张驱动高成长》和 2025 年 4 月 30 日信息更新报告《潮宏基（002345.SZ）：2025Q1 业绩高增超预期，差异化产品提升品牌势能》等。

2.2.7、周大生：2025Q1 业绩短期承压，关注后续品牌矩阵优化

受金价上涨影响，公司 2024 年及 2025Q1 经营业绩持续承压。公司发布年报、一季报：2024 年实现营收 138.91 亿元（同比-14.7%，下同）、归母净利润 10.10 亿元（-23.2%）；2025Q1 实现营收 26.73 亿元（-47.3%）、归母净利润 2.52 亿元（-26.1%）。我们认为，公司通过重塑多品牌定位，未来成长动能值得期待。

金价高位波动抑制终端动销，其中黄金产品承压明显。2024 年分模式看，公司自营线下/线上/加盟分别实现营收 17.44/27.95/91.87 亿元，同比+7.8%/+11.4%/-23.3%；分产品看，素金首饰/镶嵌首饰/品牌使用费分别实现营收 114.39/7.58/7.06 亿元，同比-16.6%/-17.4%/-18.1%。2025Q1 分模式看，公司自营线下/线上/加盟分别实现营收 5.27/5.34/15.84 亿元，同比-16.3%/-6.7%/-58.6%，分产品看，镶嵌类/素金类产品分别实现营收 1.28/21.15 亿元，同比+0.2%/-53.2%。盈利能力方面，2025Q1 公司综合毛利率为 26.2%（+10.6pct），销售/管理/财务费用率分别为 9.5%/1.0%/0.1%，同比分别+4.5pct/+0.5pct/-0.2pct。综合来看，2025Q1 毛利率大幅抬升主要系低毛利率黄金产品占比下降，销售费用率抬升主因收入下滑但费用投放刚性。

直营渠道保持韧性，2025 年计划推动渠道结构和品牌矩阵优化。（1）渠道：2024 年公司线下新开/净开门店 663 家/-98 家，期末门店总数达 5008 家，其中加盟/自营分别净开-120/22 家，加盟渠道承压，直营渠道保持更强韧性。（2）品牌：重塑多品牌定位，加强“周大生 X 国家宝藏”“周大生经典”“转珠阁”品牌矩阵建设，同时积极针对品牌出海进行团队储备和资源对接。

详见开源零售 2020 年 7 月 19 日首次覆盖报告《周大生（002867.SZ）：珠宝龙头拥抱直播电商，新渠道新营销驱动新成长》和 2025 年 5 月 1 日信息更新报告《周大生（002867.SZ）：2025Q1 业绩短期承压，关注后续品牌矩阵优化》等。

2.2.8、朗姿股份：2024 年公司业绩稳健，医美内生外延持续推进

2024 年公司归母净利润同比增长 1.4%，医美内生外延持续推进。公司发布年报及一季报：2024 年实现营收 56.91 亿元（同比-0.2%，下同）、归母净利润 2.57 亿元（+1.4%），扣非归母净利润 2.18 亿元（+11.3%）。2025Q1 营收 13.99 亿元（-7.8%）、归母净利润 0.95 亿元（+5.1%）。

医美业务增长稳健，女装&婴童有所承压，综合毛利率稳中有升。2024 年（1）医美：实现营收 27.84 亿元（+3.5%）、毛利率 54.4%（+1.3pct）；分类型看，手术/非手术类项目分别实现营收 4.01 亿元（-12.4%）/23.83 亿元（+6.7%）；分品牌看，米兰柏羽/晶肤/韩辰/五洲/雅美分别实现营收 12.65/4.71/3.69/2.11/1.95 亿元，同比 +0.9%/+12.0%/+8.4%/-3.0%/-2.8%，毛利率均超过 50%。（2）女装：营收 19.25 亿元（-3.0%）、毛利率 63.5%（+3.3pct），公司持续发力电商，线上占比进一步提升至 39.9%（+2.7pct）。（3）婴童：营收 9.21 亿元（-5.5%）、毛利率 61.8%（+1.1pct），其中童装品牌“阿卡邦”销售占 51.5%。盈利方面，综合毛利率为 58.8%（+1.4pct），其中手术/非手术类毛利率分别为 47.1%/55.6%，定制化产品+规模效应驱动非手术类项目毛利率提升。费用方面，销售/管理/财务/研发费用率分别-0.7pct/+0.8pct/持平/持平。

推进构建“泛时尚产业互联生态圈”，“外延+内生”全方位扩张医美版图。除了通过收并购医美机构外延扩张以外，公司也通过其他方式持续加码泛美业布局，（1）纵向延展深化：公司 9 月发布公告，拟参股“朗曦姿颜”正式进军医美上游产品领域，以期及时掌握医美上游产品的研发创新和技术迭代信息，同时提高供应链稳定性、集团采购议价能力；（2）横向异业拓展：另外公司旗下晶肤医美推出更加社区化、生活化的生活美容子品牌“晶肤美瑟”，未来有望在“医美+生美”的双美模式上进一步探索。我们认为，公司已建立从“衣美”到“医美”的时尚业务方阵，医美业务全国化布局已现雏形，并进一步通过“外延扩张+纵向深化+异业拓展”加码泛美业布局，未来有望持续打开成长空间。

详见开源零售 2022 年 12 月 16 日首次覆盖报告《朗姿股份（002612.SZ）：内生外延双轮驱动，区域医美龙头加速全国化布局》和 2025 年 4 月 30 日信息更新报告《朗姿股份（002612.SZ）：2024 年公司业绩稳健，医美内生外延持续推进》等。

2.2.9、珀莱雅：2025Q1 归母净利润+28.9%，系列新品布局贡献增长

2025Q1 归母净利润同比+28.9%，利润表现超预期。公司发布年报及一季报：2024 年实现营收 107.78 亿元（同比+21.0%，下同）、归母净利润 15.52 亿元（+30.0%）；2025Q1 实现营收 23.59 亿元（+8.1%）、归母净利润 3.90 亿元（+28.9%），公司国货美妆龙头地位稳固，多系列新品频出有望贡献增量。

2024 年主品牌表现稳健、洗护系列增势较强，盈利水平提升。分品牌看，2024 年珀莱雅实现营收 85.81 亿元（+19.6%）突破 80 亿大关，彩棠/OR/悦芙媞分别实现营收 11.91/3.68/3.32 亿元，同比分别增长 19.0%/71.1%/9.4%，OR 增势良好。分渠道看，线上/线下分别实现营收 102.34 亿元（+23.7%）/5.32 亿元（-13.6%），线上延续高成长、线下营收承压。分品类看，护肤类/美容彩妆类/洗护类营收分别为 90.19/13.61/3.86 亿元，同比分别增长 19.3%/22.0%/79.4%。盈利能力方面，2024 年/2025Q1 毛利率分别为 71.4%（+1.5pct）/72.8%（+2.7pct），主要系毛利率更高的线上占比提升所致。费用方面，销售/管理/研发费用率 2024 年同比分别+3.3pct/-1.7pct/持平，2025Q1 同比分别-1.2pct/-0.2pct/-0.3pct。

珀莱雅多赛道新品孵化加速，产品+运营+品牌全方位发力。产品：珀莱雅产品上新加速，2024年10月发布光学瓶系列，添加独家335原料；2025年3-4月陆续推出持妆夜气垫（大毛孔肌定制）、超膜粉管（兼具修颜与防晒）、精修瓶、光学水乳等，双抗精华升级美白特征版，实现“抗氧+美白”双效协同，后续储备有多款美白、底妆、医美修复等系列新品待推。运营：公司2025年主动降低达播占比提升投放效率，销售费用率下行改善盈利水平。品牌：2月21日官宣刘亦菲为珀莱雅防晒全球代言人，4月15日公司官宣易烱千玺为珀莱雅品牌全球代言人，“强强联手”开启珀莱雅品牌营销新篇章。

详见开源零售2021年12月8日首次覆盖报告《珀莱雅（603605.SH）：大单品、多渠道逻辑检验，国货美妆龙头扬帆起航》和2025年4月26日信息更新报告《珀莱雅（603605.SH）：2025Q1归母净利润+28.9%，系列新品布局贡献增长》等。

2.2.10、华熙生物：变革深化致短期承压，期待2025年迎来发展拐点

组织管理变革持续致短期业绩承压，期待2025年经营拐点出现。公司发布年报及一季报：2024年实现营收53.71亿元（同比-11.6%，下同）、归母净利润1.74亿元（-70.6%）；2025Q1实现营收10.78亿元（-20.8%）、归母净利润1.02亿元（-58.1%）。公司是四轮驱动的玻尿酸全产业链龙头，期待公司战略调整完成后回归增长。

护肤品业务承压、原料业务稳健，娃娃针等带动医疗终端业务增势较好。2024年分业务看，（1）皮肤科学创新转化业务实现营收25.69亿元（-31.6%）、毛利率72.8%（-1.1pct），市场竞争加剧及业务战略调整导致收入承压；（2）医疗终端产品业务实现营收14.40亿元（+32.0%）、毛利率84.4%（+2.3pct）；（3）原料业务实现营收12.36亿元（+9.5%）、毛利率65.6%（+0.9pct），医药级透明质酸原料毛利率为87.6%，保持较高水平。盈利能力方面，2024年/2025Q1毛利率分别为74.1%（+0.8pct）/72.2%（-3.6pct）。费用方面，2024年销售/管理/研发费用率同比分别-0.9pct/+4.2pct/+1.3pct，管理费用增加主要系变革中职工薪酬、折旧摊销费及机构咨询费增加所致。

有序推进全面变革，未来重回增长可期。（1）原料：医药级原料稳步增长，期待新品PDRN、无菌HA产品贡献增量；化妆品原料保持增长态势。（2）医疗终端：2024年公司医美机构覆盖7000家，其中润致娃娃针覆盖机构数量超5000家，收入同比翻倍；10月发布润致格格针新品，截至2024年底销售突破千万元。（3）功能性护肤品：润百颜深耕屏障修护系列，2024年该系列收入占比超50%；此外联合润致发布颈部淡纹紧致系列，深化“日常功效护肤+术养结合械妆一体+定制化护肤”心智；夸迪聚焦抗老赛道，构建CT50超弹系列。期待护肤品业务调整完毕后为公司贡献弹性收入。

详见开源零售2021年4月9日首次覆盖报告《华熙生物（688363.SH）：透明质酸全产业链龙头，四轮驱动打开新成长空间》和2025年4月28日信息更新报告《华熙生物（688363.SH）：变革深化致短期承压，期待2025年迎来发展拐点》等。

2.2.11、毛戈平：2024年收入利润增长超30%，高端品牌势能持续向上

2024年公司收入利润增长均超30%，高端品牌势能持续向上。公司发布业绩公告：2024年的营业收入38.85亿元（同比+34.6%，下同）、归母净利润8.81亿元（+32.8%），经调整年内利润9.24亿元（+39.2%），业绩符合预期，护肤线与彩妆协同发展。

加强彩妆品牌心智，线上维持高速增长，费用率基本保持平稳。分业务看，2024年

彩妆/护肤/化妆艺术培训业务实现营收 23.04/14.29/1.52 亿元，同比分别+42.0%/+23.2%/+45.8%，分别占比 59.3%/36.8%/3.9%。**分渠道看**，线上/线下渠道实现营收 17.84/19.49 亿元，同比分别+51.2%/+21.6%。**盈利能力方面**，2024 年公司毛利率 84.4%（-0.4pct），其中彩妆/护肤/化妆艺术培训业务毛利率分别为 83.6%/87.2%/69.0%；销售/管理/研发费用率为 49.0%/6.9%/0.6%，同比分别+0.1pct/+0.2pct/-0.2pct，整体费用率保持平稳。

彩妆护肤协同发展，发力高端渠道利好同店，高端品牌形象持续深化。彩妆端，公司以彩妆为基本盘，均价持续提升（+6.4%），2024 年光感无痕粉膏系列销售超 4 亿元（占彩妆近 20%），鱼子气垫、皮肤衣、空气唇釉仍有较大发展潜力，此外“气蕴东方”香水系列上新，另储备有多款香水待上市。**护肤端**，鱼子面膜零售额超 8 亿元（占护肤近 60%），鱼子系列其他产品如鱼子安瓶精华、鱼子菁华水亦有放量空间，2025 年初上新身体系列布局新品类。**线下端**，2024 年自营及经销专柜分别为 378/31 个，线下复购率达 34.9%（+2.1pct），持续开拓武汉 SKP、成都 SKP 等超高端渠道，强化高端国妆定位并助于同店提升。**线上端**，2025 年 38 大促毛戈平首次进入天猫美妆 TOP20 榜单，并登顶抖音彩妆香水榜单，线上通过加强营销活动持续拓新客，老客线上复购率也持续增加，未来线上有望维持较快增速。

详见开源零售 2025 年 2 月 19 日首次覆盖报告《毛戈平（1318.HK）：以妆为笔，绘东方气韵、铸大师传奇》和 2025 年 4 月 1 日信息更新报告《毛戈平（1318.HK）：2024 年收入利润增长超 30%，高端品牌势能持续向上》等。

2.2.12、巨子生物：2024 年业绩实现亮眼高增，大单品打造能力持续验证

公司 2024 年归母净利润同比+42.1%，重组胶原蛋白龙头一路高歌。公司发布业绩公告：2024 年实现营收 55.39 亿元（同比+57.2%，下同）、归母净利润 20.62 亿元（+42.1%），经调整利润 21.52 亿元（+46.5%），业绩增长强劲。

胶原棒势能持续释放，第二梯队焦点和胶卷系列起势迅速。分品类来看，2024 年护肤品/敷料/保健食品实现营收 43.02/12.18/0.18 亿元，同比分别+62.5%/+41.5%/+15.0%。**分品牌看**，可复美实现营收 45.42 亿元（+62.9%），高增主要系明星单品胶原棒的稳健增长以及新品焦点面霜的成功推出，根据蝉妈妈和炼丹炉数据，2024 年胶原棒 GMV 近 24 亿元，销售量 529 万件，焦点面霜推出 9 个月实现线上 2.77 亿元 GMV；可丽金实现营收 8.41 亿元（+36.3%），胶卷系列登上天猫、抖音多个榜单前列。**分渠道看**，直销/经销实现营收 41.34/14.05 亿元，同比分别+70.8%/+27.3%。**盈利能力方面**，2024 年公司毛利率为 82.1%（-1.5pct），主要受产品成本上升和品类结构调整的影响；销售/管理/研发费用率分别为 36.3%/2.7%/1.9%，同比分别+3.2pct/持平/-0.2pct。

产品渠道研发多点发力，全渠道布局成效显著。**产品端**：可复美形成一大医疗器械系列+四大功效护肤系列，明星单品胶原棒及焦点系列等新品表现优异，2024 年 618 和双 11 大促销售分别+60%/+80%；可丽金强化抗老心智，大膜王、嘭嘭次抛放量，胶卷系列提速显著，2024 年 618 和双 11 大促销售分别+100%/+150%。**渠道端**：公司以线上+线下、专业+大众的思路进行全渠道布局。线下产品进入约 1700 家公立医院、3000 家私立医院和诊所；线上根据平台特性匹配差异化运营策略，实现全域渠道增长。**研发端**：推进 III 类医疗器械产品研发，获骨修复材料注册证及重组胶原蛋白填充剂优先审批。

详见开源零售 2023 年 6 月 28 日首次覆盖报告《巨子生物（2367.HK）：重组胶原

蛋白领军者，品牌势能向上未来成长可期》和 2025 年 3 月 28 日信息更新报告《巨子生物 (2367.HK)：2024 年业绩实现亮眼高增，大单品打造能力持续验证》等。

2.2.13、科笛-B：2024 年营收倍增，多管线落地+商业化推进双轮驱动

2024 年营收同增 103%，多管线为业绩扭亏注入动能。公司发布业绩公告：2024 年实现营收 2.80 亿元（同比+103.2%，下同）、归母净利润-4.34 亿元（亏损收窄）、经调净利润-3.65 亿元（亏损扩大 3.7%），经营层面亏损占收入的比例进一步收窄。

毛发及护肤产品表现突出，盈利能力保持稳定。毛发：公司在毛发疾病及护理领域取得显著进展，相关产品收益占比持续提升。核心产品 CUP-MNDE（米诺地尔喷雾剂）表现突出，稳居天猫跨境米诺地尔品类销量榜首，整体复购率和客服询单转化率持续高于行业平均水平。**护肤：**欧玛油橄榄系列表现亮眼，贡献超过 70% 的皮肤护理销量。盈利能力方面，2024 年公司毛利率 51.3%，较 2023 年-0.3pct，维持稳定。

商业化能力持续验证，2025 年有望迎来业绩新增长点。现有产品：公司毛发疾病及护理产品和皮肤护理产品持续放量，2024 年 618 和双 11 大促分别实现 5600 万元和 1.1 亿元的 GMV；CU-10201（外用米诺环素）于 2024 年 11 月获批，适用于 9 岁以上青少年及成人重度痤疮，产品优势突出。**在研管线：**公司多个在研管线有望陆续落地，（1）CU-40102（外用非那雄胺喷雾剂）有望尽快获得在国内进行商业化的监管批准，其是全球首个获批用于雄激素性脱发治疗的外用非那雄胺产品；（2）CU-30101（利多卡因丁卡因乳膏）上市申请于 2024 年 7 月获药监局受理；（3）CU-20401（重组突变胶原酶）于 2024 年 12 月完成治疗额下脂肪堆积的 II 期临床试验，展现出良好疗效和安全性。公司已形成覆盖毛发疾病、皮肤护理和医美领域的多元化产品布局，看好密集管线落地和商业化进程加速下的成长空间。

详见开源零售 2024 年 3 月 6 日首次覆盖报告《科笛-B (2487.HK)：深筑研发+消费双壁垒，打造领先一体化皮肤学平台》和 2025 年 3 月 27 日信息更新报告《科笛-B (2487.HK)：2024 年营收倍增，多管线落地+商业化推进双轮驱动》等。

2.2.14、上美股份：2024 年归母净利润+69.4%，国货美妆龙头多面开花

2024 年归母净利润+69.4%，公司多渠道、多品牌全面开花。公司发布业绩公告：2024 年实现营收 67.93 亿元（同比+62.1%，下同）、归母净利润 7.81 亿元（+69.4%），符合市场预期。

2024 年主品牌韩束增势较强，多渠道扩张推动销售费用率提升。分品牌看，主品牌韩束实现营收 55.91 亿元（+80.9%），线上 GMV 位列国货美妆第二，增速位列头部美妆第一，X 肽面霜 2024 年双十一期间销售 4000 万元；Newpage 一页/红色小象/一叶子分别实现收入 3.76 亿元（+146.3%）/3.76 亿元（+0.1%）/2.29 亿元（-35.7%）。**分渠道看，**线上/线下渠道收入分别为 61.50（+71.4%）/5.78 亿元（+7.1%），线上货架和兴趣电商协同发展，线下稳健。**盈利能力方面，**2024 年公司毛利率 75.2%（+3.2pct），系产品结构变化带动韩束毛利率提升所致；销售/管理/研发费用率分别为 58.1%/3.6%/2.6%，同比分别+4.7pct/-1.4pct/-0.4pct，线上竞争加剧叠加渠道扩张推动销售费用率提升。

韩束 6 大 BU 协同发展，Newpage 一页势头较猛，新品牌预计尽快面世。韩束：主品牌韩束“聚焦+裂变”打法逐渐成型，建立 6 大 BU 协同发展，爆品蛮腰套盒势能延续，抖音端自播和商品卡发力，预计有助于改善利润；天猫端推出 X 肽、次抛等新品攻克大单品打法，此外男士护肤、彩妆、洗护和身体护理多品类布局，目前新

品均起量迅速，大单品与新品类贡献二级增长。**Newpage 一页**：聚焦大单品策略，以安心霜为切入点拓展中大童以及青少年线，目标成为婴童全年龄功效护肤品牌，低基数下空间较大。**其他品牌**：青蒿油敏感肌品牌安敏优起量较快，红色小象通过“美+护”战略扭亏向好；此外，公司计划尽快推出婴童护理品牌面包超人以及与化妆师春楠共同设立的彩妆品牌NANbeauty。

详见开源零售 2024 年 10 月 6 日首次覆盖报告《上美股份（2145.HK）：主品牌韩束势能强劲，产品+渠道+品牌多维成长》和 2025 年 3 月 25 日信息更新报告《上美股份（2145.HK）：2024 年归母净利润+69.4%，国货美妆龙头多面开花》等。

表5：本周水羊股份、丸美生物、华熙生物表现相对较好

证券代码	股票简称	评级	收盘价（元）	周涨跌幅	EPS			PE		
					2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
002345.SZ	潮宏基	买入	15.20	-0.39%	0.62	0.79	0.99	25	19	15
002867.SZ	周大生	买入	13.20	1.23%	1.05	1.24	1.45	13	11	9
600655.SH	豫园股份	买入	6.09	5.00%	0.32	0.38	0.42	19	16	15
603193.SH	润本股份	买入	31.14	-2.44%	0.82	1.05	1.32	38	30	24
603983.SH	丸美生物	买入	45.29	9.08%	1.00	1.30	1.66	45	35	27
300957.SZ	贝泰妮	买入	47.19	4.40%	1.59	1.90	2.19	30	25	22
688363.SH	华熙生物	买入	56.78	6.53%	0.91	1.21	1.54	62	47	37
600223.SH	福瑞达	买入	8.52	2.53%	0.24	0.28	0.32	35	30	26
300740.SZ	水羊股份	买入	20.52	13.43%	0.68	0.82	1.02	30	25	20
300896.SZ	爱美客	买入	192.58	5.88%	5.62	6.63	7.68	34	29	25
002612.SZ	朗姿股份	买入	18.18	4.36%	0.64	0.72	0.82	28	25	22
300592.SZ	华凯易佰	买入	12.00	5.73%	0.66	0.89	1.12	18	13	11
002803.SZ	吉宏股份	买入	17.50	6.06%	0.63	0.81	1.00	28	22	18
301381.SZ	赛维时代	买入	22.36	5.97%	0.93	1.28	1.66	24	17	13
603214.SH	爱婴室	买入	19.82	3.12%	1.01	1.22	1.45	20	16	14
601933.SH	永辉超市	买入	4.96	4.20%	-0.08	0.05	0.13	-62	99	38
603708.SH	家家悦	买入	10.99	3.88%	0.31	0.40	0.48	35	27	23
603605.SH	珀莱雅	买入	88.26	6.27%	4.70	5.47	6.19	19	16	14
600612.SH	老凤祥	买入	47.81	0.99%	3.37	3.65	3.94	14	13	12
600916.SH	中国黄金	买入	8.17	0.37%	0.54	0.62	0.71	15	13	12

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：收盘价日期为 2025/8/22，仅展示 A 股覆盖标的）

3、零售行业动态追踪

3.1、行业关键词：优时颜、LV 美妆、淘小胖、阿里巴巴、闪电帮帮等

【百雀羚】百雀羚进军医美赛道

8月19日消息，百雀羚亮相西普会，重磅发布三大医美品牌：金雀羚、锦雀羚、御雀羚，同步首发御雀羚医美术后爆品系列，正式吹响进军医美赛道的号角。金雀羚专注医美注射再生领域，御雀羚专注医美术后特护领域，锦雀羚专注医美仪器设备领域。（来源：化妆品观察品观公众号）

【优时颜】优时颜切入 PDRN 赛道

8月20日消息，优时颜发布最新眼部抗衰解决方案第4代微笑眼霜，添加院线同源的PDRN-850K。优时颜在PDRN基础上首创PDRN-850K，可增强眼眶周肌底的支撑力、提拉力和连接力。（来源：化妆品观察品观公众号）

【LV 美妆】LV 美妆全球首店在南京德基广场正式开业

8月20日消息，LV美妆全球首店在南京德基广场正式开业。区别于传统百货柜台销售，LV美妆南京首店采用精品店模式，由品牌方直营运营。LV美妆门店涵盖香氛、护肤及底妆系列，并将设置专属定制体验区。（来源：职业零售网公众号）

【华熙唐安】华熙生物孵化的合成生物企业华熙唐安完成 A 轮融资

8月21日消息，华熙生物孵化的合成生物学创新企业华熙唐安近日宣布完成A轮融资，投资方包括中科先进产业基金和光明科发投资。公司聚焦活性糖类分子的生物合成及创新药物开发，致力于打造领先的肝素聚糖全链条平台。本轮融资将助力其在肝素聚糖领域的技术创新和产业化进程。（来源：医美行业观察公众号）

【淘小胖】“胖东来门徒”淘小胖将开重庆首店

8月21日消息，重庆淘小胖超市宣布，大渡口万达店将于8月28日正式开业，面积约1万平方米，店面为其在重庆布局的首家门店。淘小胖被业内称为“胖东来门徒”，在管理理念、服务细节及商品结构上大量借鉴胖东来。（来源：职业零售网公众号）

【京东七鲜】京东七鲜发布招商公告

8月21日消息，京东旗下自营超市七鲜发布招商公告，发出在即时零售领域持续拓展的强烈信号。此次招商为七鲜在即时零售“深水区”围绕供应链、品牌、流量与生态等维度，寻求破局与行业共进的关键一步。（来源：职业零售网公众号）

【合力超市】合力超市数博万达店前置仓线上超市开业

8月22日消息，8月27日合力超市数博万达前置仓将焕新升级。继永辉、麦德龙、七鲜超市等之后，合力超市也正式启动了前置仓业务。（来源：职业零售网公众号）

【阿里巴巴】阿里巴巴业务架构大调整

8月22日消息，阿里巴巴官网“我们的业务”板块变更，从六大业务集团+其他业务变更为阿里中国电商集团、阿里国际数字商业集团、云智能集团及所有其他业务。饿了么、飞猪归入阿里中国电商集团，高德地图、菜鸟、优酷、大麦娱乐等归入“所有其他”。（来源：职业零售网公众号）

【闪电帮帮】美团闪购发布闪电仓专属供应链服务平台“闪电帮帮”

8月22日消息,美团闪购面向全体闪电仓商家发布首个专属供应链服务平台“闪电帮帮”,提供涵盖“降低采购成本”“提升管理效率”“引入优质服务”的全链路服务,帮助商家降低综合采购成本、提升商品品质、精准迭代货盘、开展精细化管理,从而脱离“低价内卷”,走向“深耕供应链”的更高质量发展阶段。(来源:亿邦动力网)

3.2、大事提醒：关注多家公司中报披露等

表6：零售公司大事提醒：关注多家公司中报披露等

日期	公司名称	重大事项
8月26日	豫园股份	中报预计披露日期
8月26日	华凯易佰	中报预计披露日期
8月27日	武商集团	中报预计披露日期
8月27日	丽人丽妆	中报预计披露日期
8月27日	大商股份	中报预计披露日期
8月28日	重庆百货	中报预计披露日期
8月28日	家家悦	中报预计披露日期
8月29日	赛维时代	中报预计披露日期
8月29日	孩子王	分红
8月30日	焦点科技	中报预计披露日期

资料来源：Wind、开源证券研究所

表7：零售行业大事提醒：ISRE2025 第十届国际智慧零售博览会等

日期	主题	重大事项
8月27日	零售	ISRE2025 第十届国际智慧零售博览会
8月28日	电商	2025 中国（郑州）跨境电商交易会
8月29日	珠宝首饰	2025 北京（秋季）国际璀璨珠宝展览会
9月4日	美妆	2025 第68届中国（广州）国际美博会
9月5日	珠宝首饰	2025 杭州国际珠宝展览会
9月6日	电商	2025 第五届 CHWE 出海网全球跨境电商展（深圳）
9月11日	珠宝首饰	2025 深圳国际珠宝展览会
9月17日	电商	2025 年深圳跨境电商展览会 CCBEC
10月16日	美妆	2025 第52届 CCBE 成都美博会
10月24日	珠宝首饰	2025 杭州国际珠宝展览会

资料来源：武汉美业博览会公众号、深圳展会信息网公众号、第一展会网、开源证券研究所

4、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**：反垄断等政策出台，监管趋严影响企业部分经营活动等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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

股票投资评级说明

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

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

分析、估值方法的局限性说明

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

法律声明

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

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

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

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

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

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何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

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn