

商贸零售行业2025年中期投资策略

产品驱动叠加调改创新，新质消费彰显增长韧性

行业研究 · 行业投资策略
投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：张峻豪

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

执证编码：S0980517070001

证券分析师：柳旭

0755-81981311

liuxu1@guosen.com.cn

执证编码：S0980522120001

证券分析师：孙乔容若

021-60375463

sunqiaorongruo@guosen.com.cn

执证编码：S0980523090004

- **2025年上半年消费回顾：**2025年1-5月社会消费品零售总额20.32万亿元，同比+5.0%。整体商品消费延续平稳增长趋势，消费能力和消费信心在多维度政策刺激下有所抬升。分品类看，化妆品1-5月社零同增4.1%，整体仍呈现行业平淡个股强势的特征；黄金珠宝1-5月社零同增12.3%，其中4-5月攀升至20%以上，在去年同期低基数影响上，又受益于金价持续高位以及产品设计力提升，带来保值及悦己双重需求提振。整体来看，2025年上半年消费存在一定结构性亮点，特别是以宠物、潮玩、个护、珠宝等赛道中，具备洞察新消费人群需求并以此实现产品创新升级的新消费龙头，逆势表现亮眼。
- **下半年展望一，产品内生创新。**1) **AI+商业，通过实用技术创新创造产品溢价：**AI技术的应用落地将可能为企业产品创新带来新的机会。因此AI玩具、AI眼镜等新品增量，以及AI赋能电商零售提效等方面，均存在持续布局机遇；2) **IP+商业，通过附着情绪价值实现产品溢价：**在当前社会经济相对承压但消费需求层次越发丰富的背景下，以IP等为载体的情绪价值成为品牌获取定价权的为数不多方式，也是当前潮玩、美妆、珠宝等新消费品牌实现存量市场突围的重要抓手。
- **下半年展望二，政策外延催化：**1) **内需市场中，**自去年以来国内政策面对于消费的重视程度不断提升，且正逐步细化落实，后续育儿、就业、养老等一系列民生保障政策的落地也将进一步释放相关人群的消费力，此外企业端也在积极运用政策资本工具打开新的增长曲线。2) **外部市场中，**关注关税贸易政策的进展，短期市场对于此冲击正逐步消化，贸易谈判的推进也为企业提供了业务调整缓冲期，优质出海企业有望推进市场多元化和产品差异化提升长期经营能力。
- **投资建议：**1) **美妆个护：**板块业绩基本面仍具一定比较优势。未来新品创新以及新品牌布局，驱动国货龙头持续成长。**推荐：登康口腔、若羽臣、毛戈平、丸美生物、上海家化、贝泰妮等。**2) **黄金珠宝：**工艺进步和金价上行，强化品类悦己和保值两大新消费特质，而产品结构布局差异将导致企业分化延续，**推荐：老铺黄金、潮宏基、曼卡龙、周大福、菜百股份等。**3) **IP潮玩：**国内外潮玩行业需求景气度仍处于高位，行业资本化加速下，进一步提振板块关注度。**推荐：泡泡玛特、布鲁可、名创优品等。**4) **跨境出海：**当前关税冲击有危也有有机，头部跨境出海积极调整布局，中长期有望具备更坚实经营抗风险能力。**推荐：小商品城、安克创新等。**5) **百货商超：**政策驱动叠加自身变革，事件催化动力足，前期企业调改转型也将步入阶段性验证期，**主要推荐：永辉超市、百联股份、重庆百货等。**
- **风险提示：**终端消费需求不及预期，竞争加剧影响企业盈利能力，企业管理层变动调整导致经营能力受损，并购后管理不善带来商誉增加等。

附表：重点公司盈利预测及估值

代码	公司名称	投资评级	收盘价 07-11	总市值（亿元） 07-11	EPS				PE			
					2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
1318.HK	毛戈平	优于大市	98.30	482	1.80	2.36	3.01	3.65	29.31	38.02	29.84	24.61
002345.SZ	潮宏基	优于大市	14.33	127	0.22	0.52	0.60	0.69	26.66	27.56	23.88	20.77
001328.SZ	登康口腔	优于大市	45.28	78	0.94	1.30	1.66	2.00	33.93	34.78	27.29	22.69
300866.SZ	安克创新	优于大市	114.65	609	3.98	4.65	5.52	6.47	24.54	24.66	20.77	17.72

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理预测，注：毛戈平收盘价和市值为港元

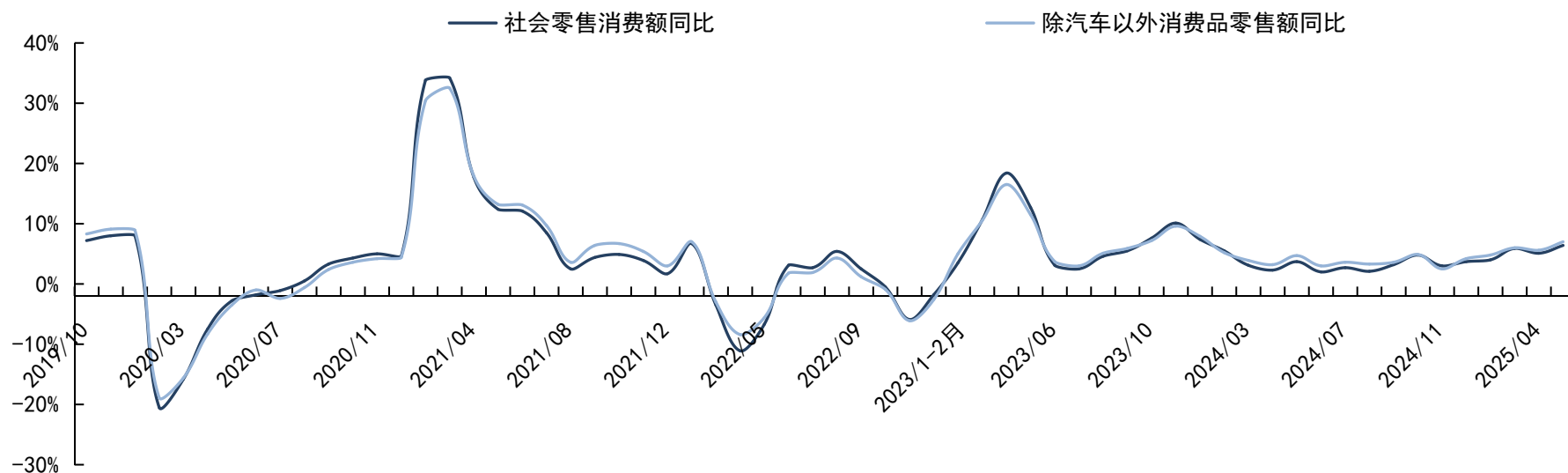
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

一、2025年上半年行业复盘：整体 增长平稳，存在结构性亮点

消费数据回顾：行业基本面平稳发展，可选消费有所分化

- 2025年1-5月社会消费品零售总额20.32万亿元，同比+5.0%。其中，商品零售额18.04万亿元，同比+5.1%；餐饮收入2.28万亿元，同比+5.0%。整体商品消费延续低位复苏的趋势，未来居民消费能力和消费信心仍有进一步修复的潜力。
- 从限额以上单位商品零售额看，必选品类增长良好。1-5月，粮油食品/饮料/烟酒类分别同比增长13.0%/0.2%/6.7%。可选消费增速分化，化妆品类同比+4.1%，服饰鞋帽类同比+3.3%，整体表现平稳。金银珠宝类同比+12.3%，受去年同期相对低基数及金价持续高位助推。家器和音像器材类同比+30.2%，其中5月单月同比+53.0%，受益以旧换新等政策刺激表现较好。

图1：中国社会消费品零售总额及同比增速（亿元、%）

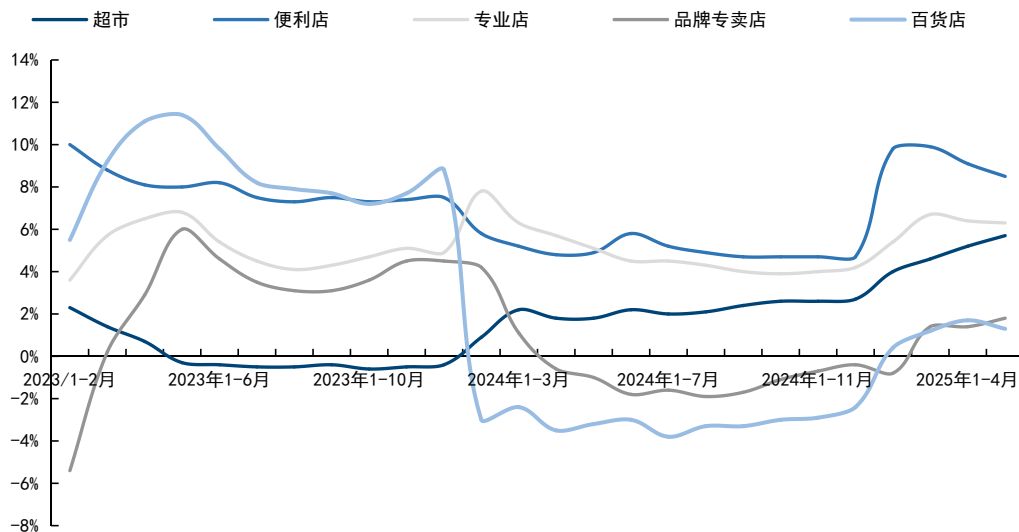


资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

分业态：线下商超增长平稳，零售企业调改持续推进

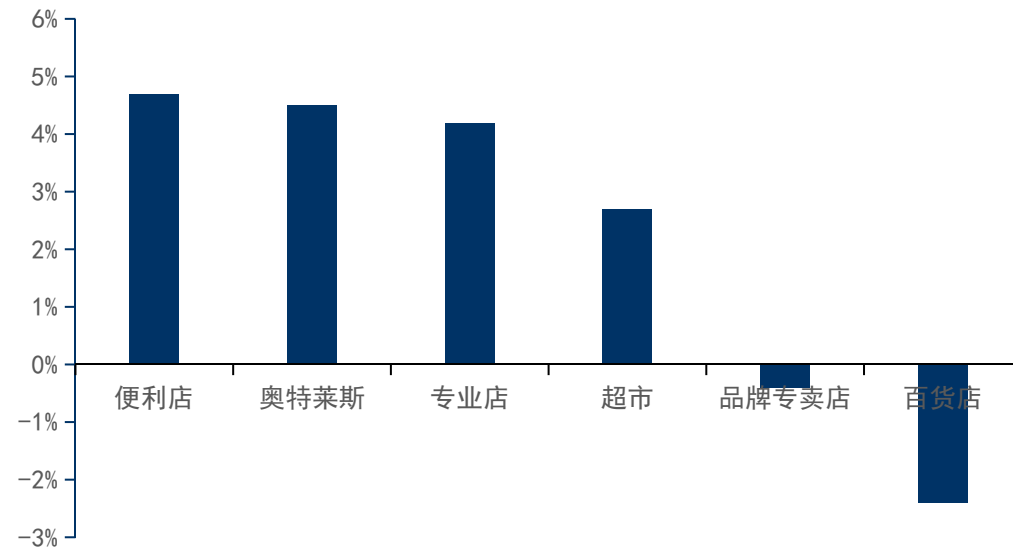
- 1-5月，限额以上零售业单位中便利店、专业店零售额同比分别增长8.5%、6.3%，表现较好。超市零售额同比增长5.7%，受益于居民对粮油等必选品类的刚性需求，以及行业自身“调改潮”深度转型变革。据公司官方微信公众号，如永辉超市2025年6月正式亮相全国第100家胖东来模式调改店，标志着调改之路正式迈入规模化阶段；步步高16家标杆调改店实现春节旺季销售额同比增3-6倍、客流提升超300%。
- 以可选消费为主的百货渠道及品牌专卖店受2023年高基数影响，2024年全年表现相对承压；而2025年1-5月仍受消费力持续承压影响，延续弱复苏状态，社零销售额分别同比上升1.3/1.8%。同时折扣零售因同质化竞争加剧所有放缓，奥特莱斯增速从2022年的11%回落至2024年的4.5%，但仍好于百货行业。

图2：线下零售业态的零售额增速（%）



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图3：2024年限额以上单位零售分业态增长率（%）

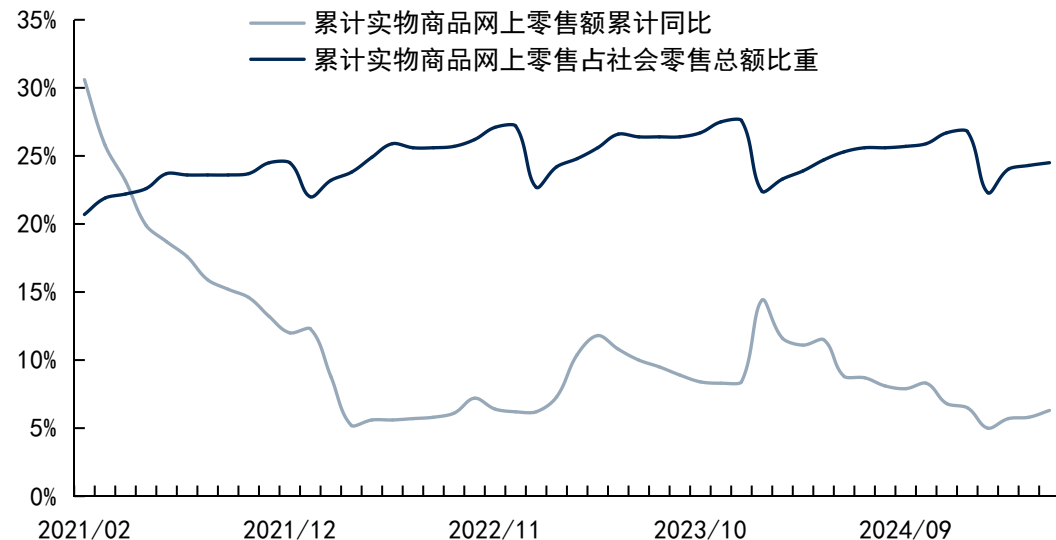


资料来源：国家统计局、中国百货商业协会、国信证券经济研究所整理

分业态：线上各平台消费稳健，呈现三足鼎立格局

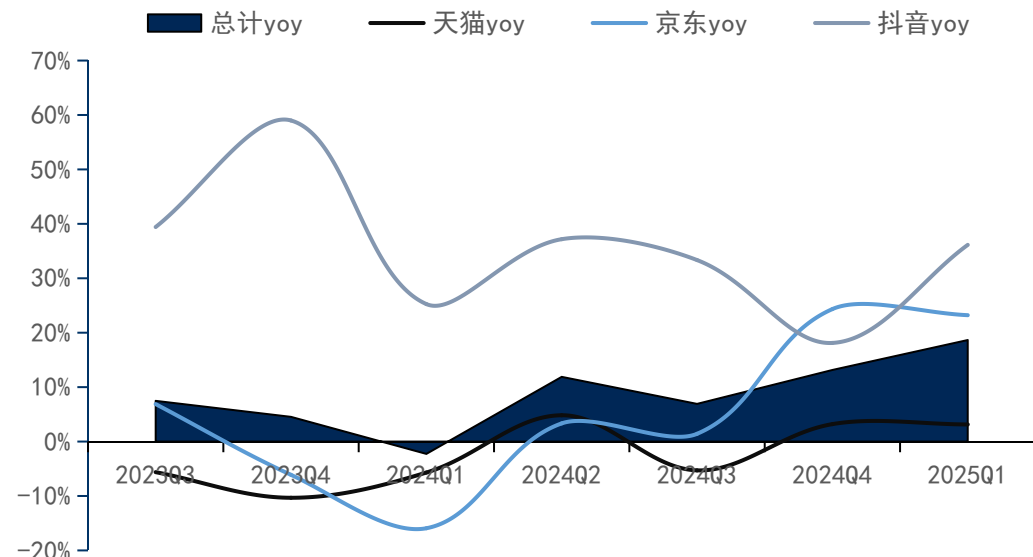
- 线上消费增速虽有所放缓但仍好于消费大盘整体。2025年1-5月全国网上零售额同比+8.5%，较去年同期12.4%的高基数增速有所放缓。其中，1-5月实物商品网上零售额同比+6.3%，占社会消费品零售总额的比重为24.5%，吃类、穿类、用类商品分别增长14.5%、1.2%、6.1%。在促销活动与国补政策影响下，线上消费增速跟随消费大盘逐月提升，1-5月线上销售额占社零整体比重维持在24%左右。
- 电商三大平台整体表现回温。据久谦数据，单Q1天猫/京东/抖音分别实现增速3.1%/23.2%/36.1%，合计GMV实现增速18.7%，创下近两年来增速新高，天猫结束负增长，京东受益3C家电国补实现复苏，抖音继续保持内容电商领先优势；单5月三大平台共实现收入增速12.3%，春节、618大促带动核心品类增长显著。目前来看天猫、抖音、京东逐渐形成三足鼎立局势，2025Q1天猫以35.9%占比略居领先，抖音在双位数增速下持续扩张，收入占比达33.1%，较去年同期提升4.3pct。

图4：实物商品网上零售额增速及占社零总额的比重（%）



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图5：线上各平台销售额增速（%）

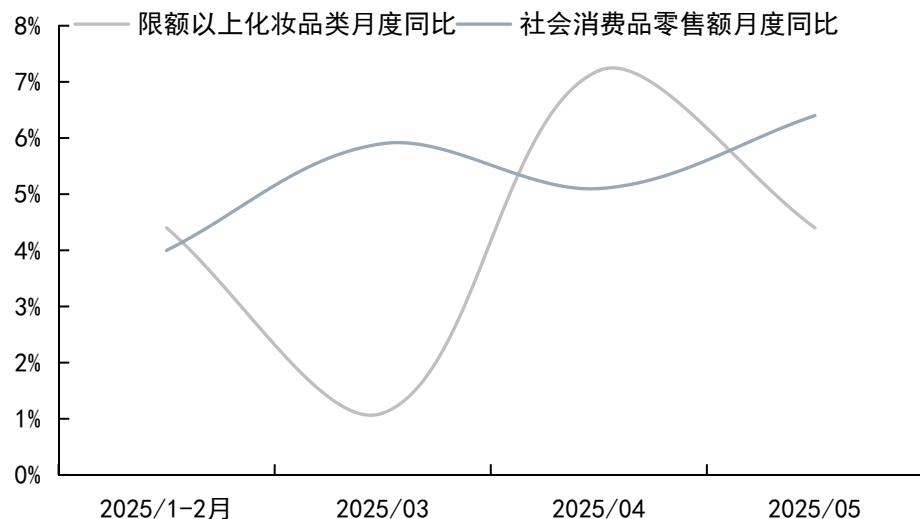


资料来源：久谦数据、国信证券经济研究所整理

分品类：美妆品类低位增长，黄金珠宝低基数下加速表现

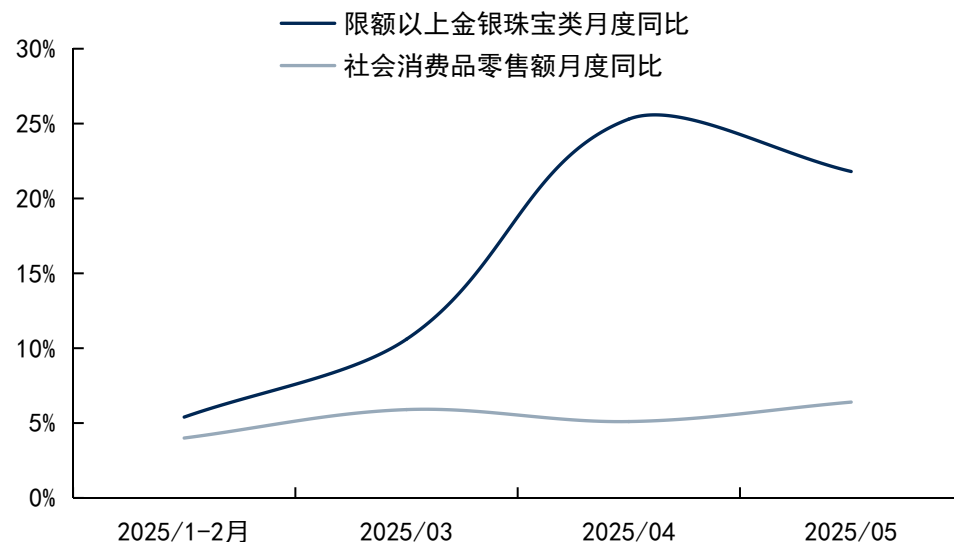
- 今年以来化妆品行业整体仍处于低位成长阶段，1-5月化妆品社零同比上升4.1%，5月单月同比上升4.4%，均未跑赢社零整体增速，同时618大促预热期拉长，但在电商流量红利消退下表现仍相对平淡，同时行业整体近两年也相对缺乏新功效新原料等产品创新突破，反而在存量市场下，品牌之间的舆情争议渐多，也对企业个体产生一定影响。
- 1-5月，金银珠宝类社零同比上升12.3%，其中4-5月攀升至20%以上，显著跑赢大盘。这既源于去年同期较低基数的客观影响，也受益于金价持续高位运行，消费者的投资需求与保值需求继续提升；同时随着黄金产品持续创新，国潮设计、二次元IP联名成效显著，成功吸引年轻消费群体，悦己需求加速释放。

图6：化妆品社零今年以来相对社零整体的月度表现情况（%）



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

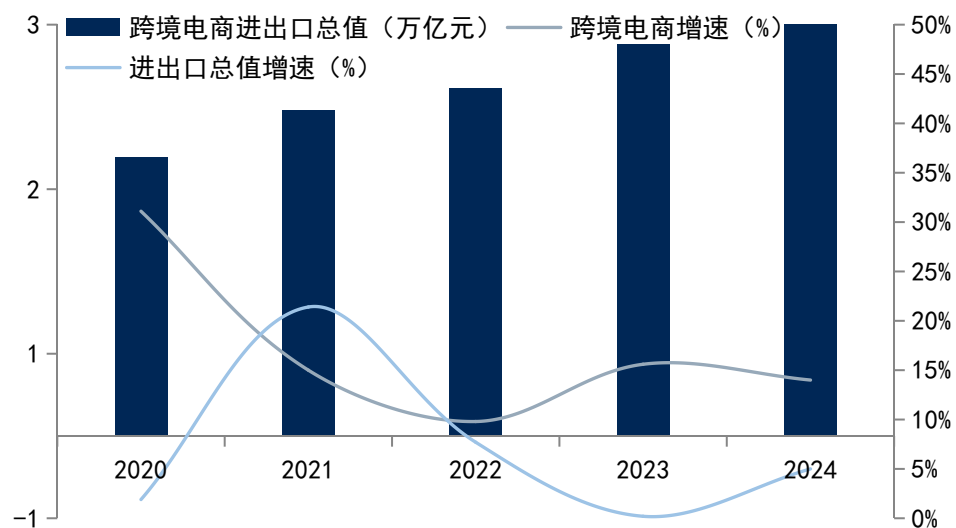
图7：金银珠宝社零今年以来相对社零整体的月度表现情况（%）



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

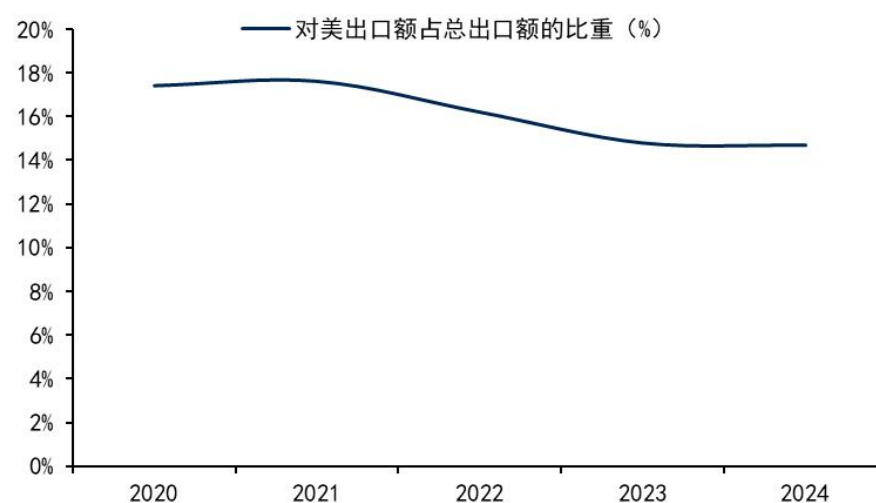
- 据海关总署，2024年我国跨境电商进出口约2.71万亿元，同比增长14%；高于2024年我国货物贸易增速9pct，占我国货物贸易进出口总值的6.2%。其中出口约2.15万亿，同比增长16.9%，占货物贸易出口总值的8.5%；进口约5552.5亿，同比增长4.1%，占货物贸易进口总值的3%。
- 而根据海关数据，2024年中国对美出口额占总出口额的比重为14.7%，是第一大单一出口市场，因此美国关税加征可能对行业发展造成一定的短期影响。而在5月12日发布的《中美日内瓦经贸会谈联合声明》后，整体关税影响阶段性缓和。此外，从出口区域多元化看，2024年我国对共建“一带一路”国家进出口增长6.4%，占我国进出口总值的50.3%，首次超过50%。持续同拉美、非洲、中亚五国、中东欧等加强经贸合作，对其进出口分别增长7.2%、6.1%、7.2%、7.5%。

图8：中国跨境电商进出口规模及增速（万亿元、%）



资料来源：海关总署、国信证券经济研究所整理

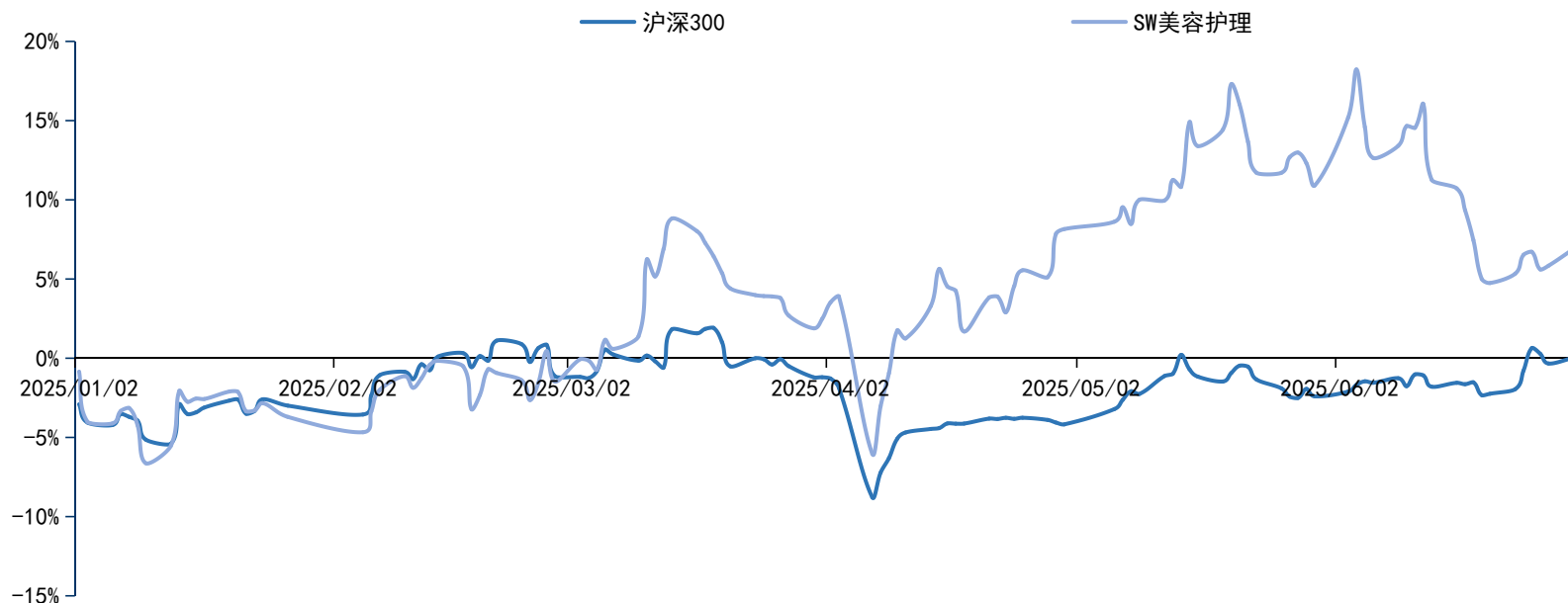
图9：中国对美出口额占总出口额的比重（%）



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

■ 今年以来，SW美容护理指数显著跑赢大盘，据wind统计，美容护理（801980.SI）指数截止6月30日较2024年底收盘价上涨6.9%，跑赢沪深300指数6.9pct。而3月、4月、5月美容护理指数大幅上涨，最高涨幅达18.2%。今年以来在内需政策刺激，以及行业产品创新下，美护板块作为新消费中的领头羊，业绩基本面在消费赛道中具备一定横向比较优势。同时资金面来看，在外部环境不确定因素扰动影响，以及传统消费如白酒等仍业绩处于承压态势，因而相应资金有所切换流入。

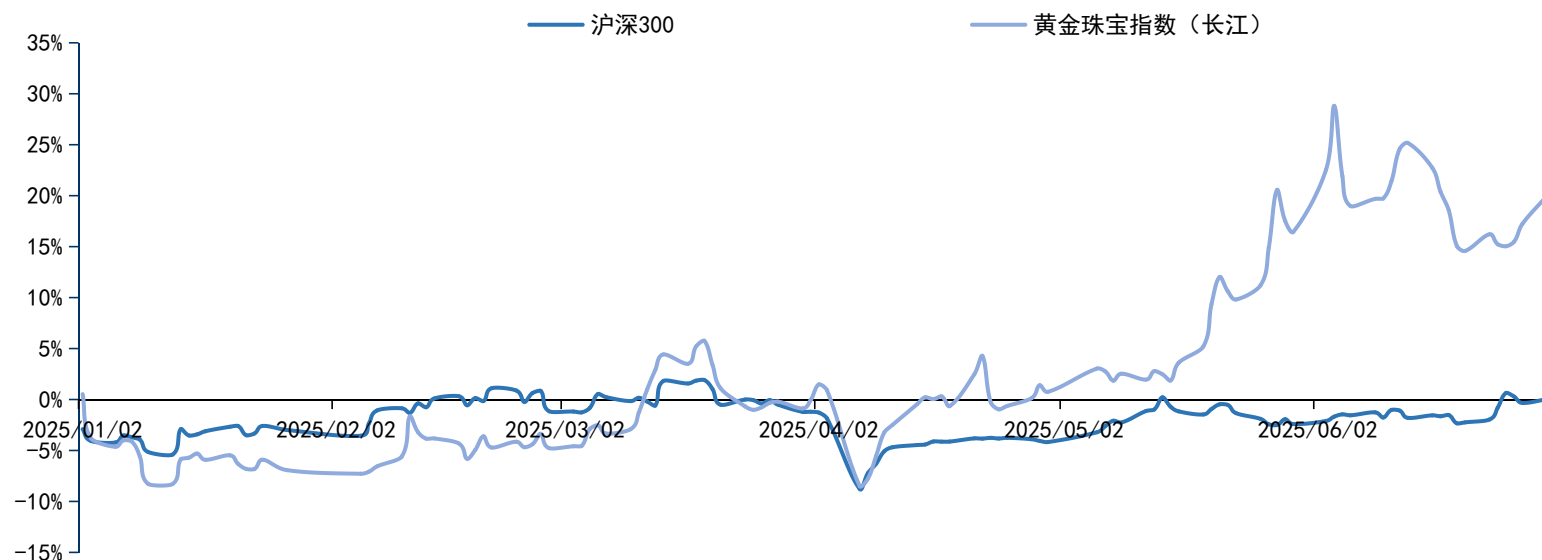
图10：美容护理指数2025年以来相较于沪深300指数的股价变化（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

■ 今年一季度，黄金珠宝指数均跟随大盘走势变动，但二季度以来随着金银珠宝品类进入去年同期低基数阶段后，4月社零加速增长25.3%，行业基本面驱动行情走强。同时个股中产品以一口价为主，时尚度相对较高的品牌表现更优，主要于一口价时尚度较高的黄金产品符合当前年轻消费者的悦己需求，并通过线上渠道布局加速扩张，业绩表现预计高于行业整体；另一方面在金价中长期上行预期下，也强化保值增值属性，也强化了消费者保值需求释放。据wind统计，黄金珠宝（003198.CJ）指数截止6月30日较2024年底收盘价上涨20.0%，跑赢沪深300指数20.0pct。

图11：黄金珠宝指数2025年以来相较于沪深300指数的股价变化（%）



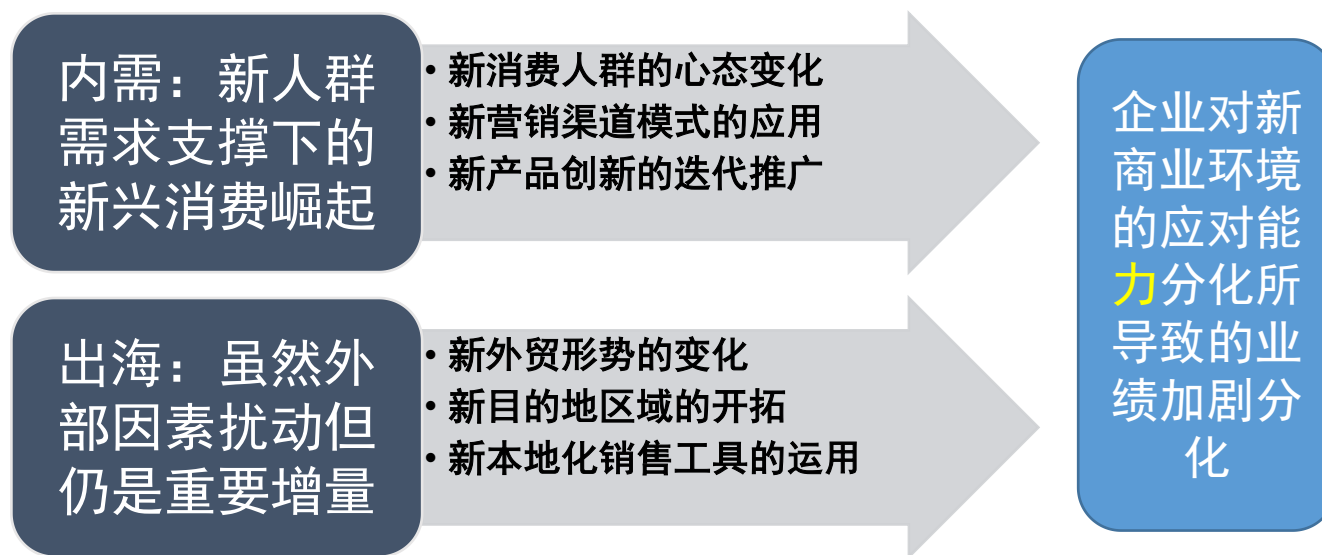
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

二、2025年上半年消费特征总结：新老消费缘何分化明显？

2025年上半年消费特征：多因素导致消费企业持续分化

- 2025年上半年的消费市场分化仍是关键词，甚至同一行业内的企业会有极为不同的业绩表现，我们认为核心在于内外部消费市场的剧烈变化下，企业对于新商业环境组织应对能力差异明显，即是否具备洞察新变化的能力，以及洞察后能否及时调节企业增长模式，以实现成长换挡。
- 内需市场：今年以来的新消费板块企业，均是在对新的消费需求洞察后，从品质、情绪价值和实用痛点三个维度实现了产品的升级创新，从而带动了品牌溢价的逆势提升，再依托兴趣电商、内容营销等新杠杆工具，实现了规模逆势扩张。
- 外需市场：出海企业同样有在关税问题的扰动下仍实现加速扩张的企业。核心是部分公司过去积累下具备产品差异化竞争力，用厚实的产品毛利抵御关税、运费等费用端的扰动，并通过本地化的渠道布局，实现多元化区域的开拓。

图12：2025年消费企业分化影响因素

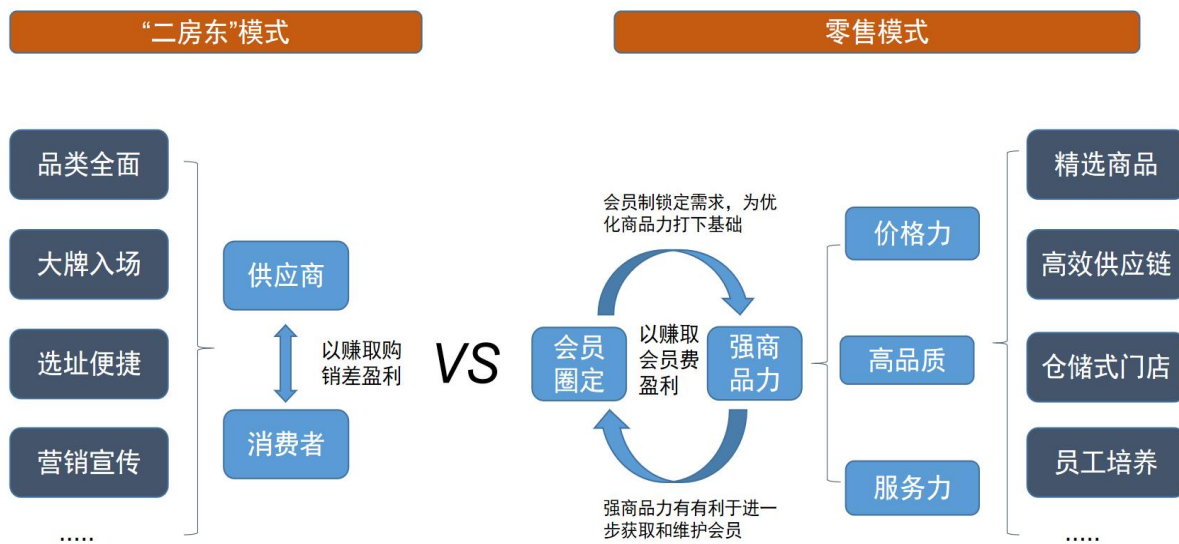


资料来源：国信证券经济研究所分析整理

百货商超：积极调改原有经营模式以适应新型供需关系

- 去年以来国内传统商超百货龙头纷纷开启门店调改，核心原因在于此前的商超百货等传统渠道商业模式，已经无法适应新的消费趋势：传统渠道无论是线上还是线下，渠道商只是占据了一个流量高点，然后向供应商收取“入场费”，在进入2020年后，流量枯竭和需求压力下，品牌供应商和渠道商之间的矛盾也越发突显。
- 因此，去年以来如永辉超市、步步高等多家国内线下零售公司根据新形势开启了新一轮的调改变革。截止2025年6月13日永辉超市学习胖东来调改店正式突破一百家，公司一季度41家开业满3个月的“稳态调改店”累计向门店一线员工发放奖金与分红2634万元。而从本轮调改转型的侧重点来看，企业运营的重点已经从前端获客转向后端的商品力运营，根据消费者不断升级的需求，挖掘并提供优质的产品和丰富的服务，并赚取来自消费者对渠道商品力认可后带来的选择溢价。

图13：两种不同渠道模式之间的区别



资料来源：国信证券经济研究所整理

图14：永辉超市调改进度



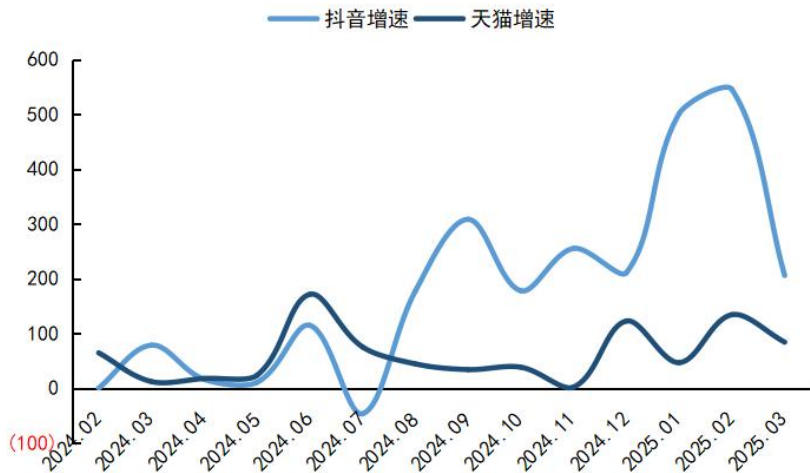
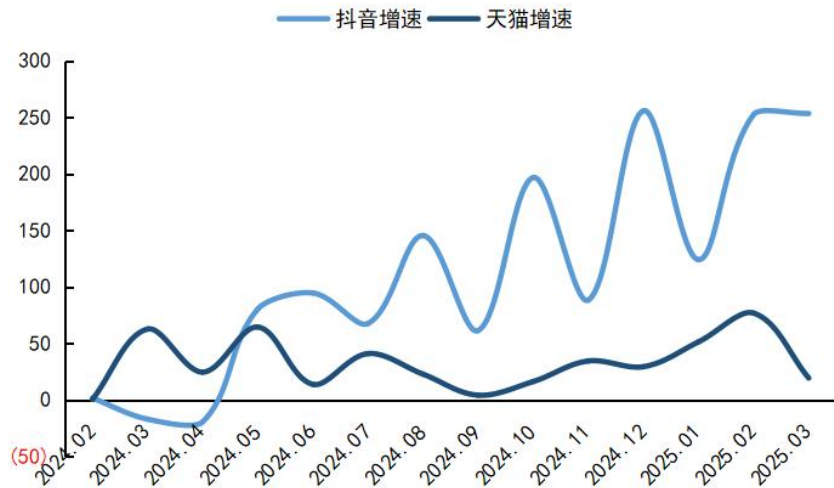
资料来源：永辉超市官网，国信证券经济研究所整理

美容护理行业：个护赛道异军突起，国货崛起仍是主要叙事

- 今年美容护理行业整体表现平淡，但行业弱beta下却有着强alpha的体现，特别是个护赛道（牙膏、洗护、卫生巾等）中的国货龙头，如登康口腔旗下冷酸灵、若羽臣旗下绽家、以及卫生巾行业头部品牌等，均呈现加速增长之势。个护赛道的异军突起我们认为有以下原因：
- 1) 产品迭代创新增加：个护行业处于传统赛道，产品此前更新迭代慢，但近年在消费者需求变化倒逼，外部玩家入局下，产品理念、原料和功效等创新迭代明显加速。而产品升级提价后的毛利率增厚也可以支撑其在兴趣电商等高费用率的渠道下实现增长突破。
- 2) 线上渗透率仍有提升空间。多数品牌均是线下KA/CS为主，相对于美妆等赛道，线上渗透率有较大提升空间，借助抖音等渠道，营收爆发力极强，但由于这些电商平台费用率较高，具备前述的产品升级能力的企业才有长期布局能力。
- 3) 竞争格局相对较好。个护行业CR5的市占率往往在40%-50%左右，此前主要玩家为宝洁、联合利华等国际品牌，但无论是产品创新还是渠道变革，这些传统品牌近年反应速度慢，而在当前国货替代加速下，提供了充足的份额让渡空间。

图15：登康口腔旗下冷酸灵品牌的线上增速（%）

图16：若羽臣旗下绽家品牌的线上增速（%）

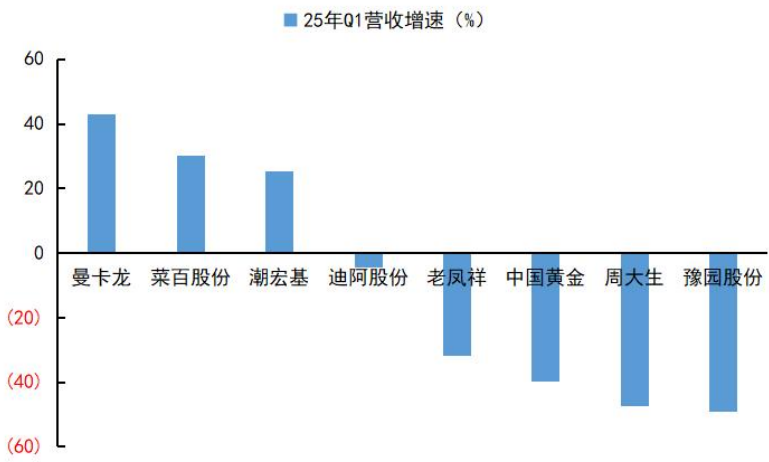


资料来源：久谦数据、国信证券经济研究所整理

资料来源：久谦数据、国信证券经济研究所整理

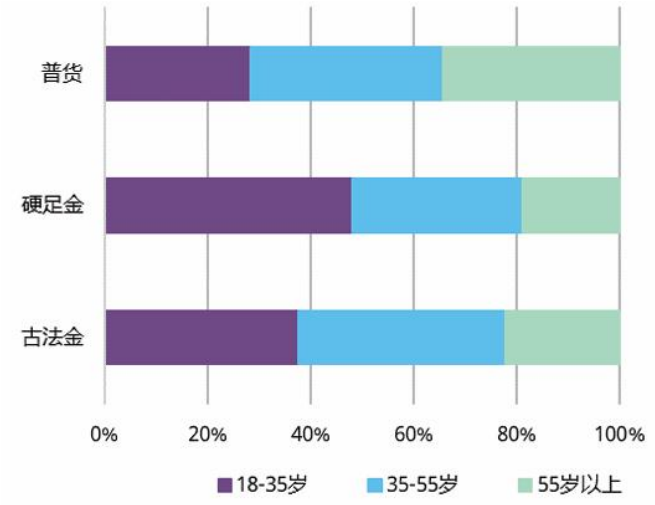
- 2024年金价持续新高对黄金珠宝的终端消费有一定抑制，但进入2025年在旺季消费需求提升，金价对消费心理冲击趋缓，以及品类结构变化下触底反弹，2025年一季度黄金珠宝社零增速实现6.9%的增长。但由于板块上市企业在品类结构，渠道扩张模式等方面存在一定差别，面对高位金价及消费偏好变化所受的影响也有所不一，因此上市企业的业绩端出现较为明显的分化。
- 1) 产品层面：一方面在金价中长期上行预期下，进一步强化保值增值属性，反而利好终端销售。另一方面消费者对于设计属性的追求也会进一步增强，倒逼企业由传统渠道扩张增长转向产品驱动，品牌运营能力和差异化产品设计成为重点建设方向。
- 2) 渠道方面：过去一年行业以门店战略收缩为主，尤其是加盟门店，受制于需求景气度减弱及加盟商主动退出等。但同时企业均强化了自营门店的运营或对现有门店进行形象升级、产品布局调整等，顺应消费者更重视品牌及购物体验的趋势。

图16：黄金珠宝板块企业Q1业绩增速分化明显



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

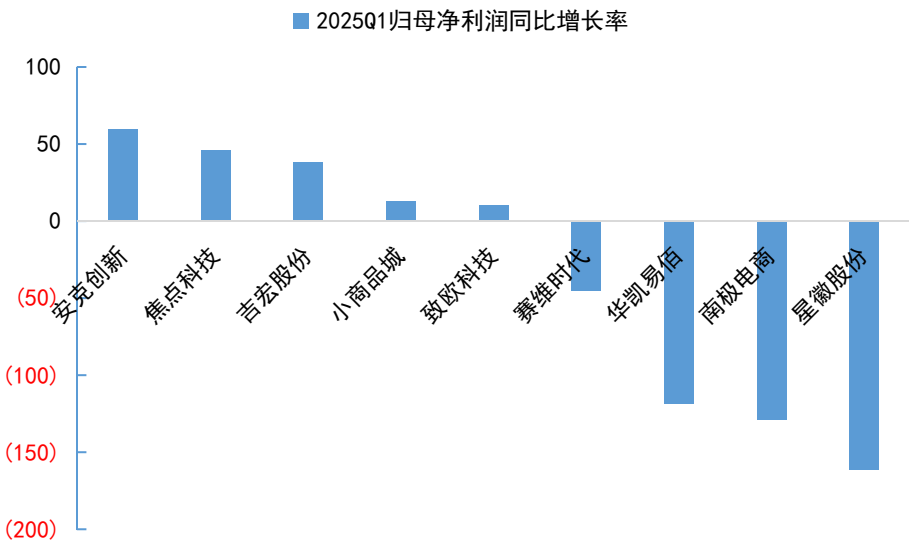
图17：各年龄及各品类金饰消费者占比 (%)



资料来源：中国黄金报社、世界黄金协会、国信证券经济研究所整理

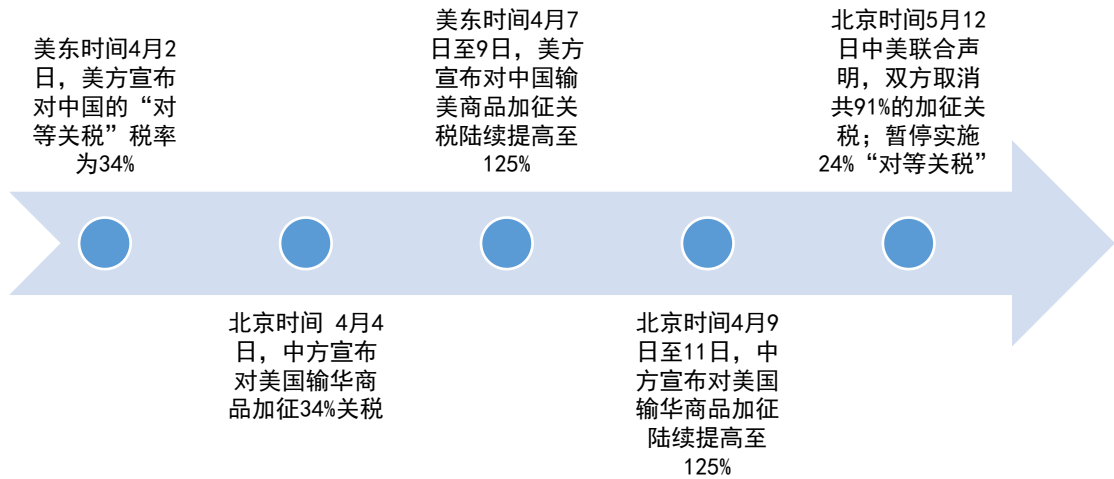
- 对于跨境电商零售企业而言，虽然收入端长期受益于海外线上消费景气度的支撑，但是利润端短期受影响因素较多，因而表现不一。包括受电商平台政策变化影响，包括平台租金费用、销售佣金、仓储物流费用等以及不同企业的品类、区域布局，以及经营模式差异。
- 今年开始，行业主要担忧集中在跨境电商目的地国关税变动方面：在新任美国总统特朗普上任以来，其推行的“对等关税”政策对于出海型企业的业务布局有一定影响，部分以美国作为重要的跨境销售目的地国的企业Q2在关税税率调整过程中预计受到一定的业绩扰动影响。但整体来看，一方面随着短期中美关税谈判的推进，贸易局势得到一定缓和，也给了出海企业业务调整布局的缓冲期；另一方面，国内头部企业自身优质供应链基础下的高性价比商品在国际市场中短期难以替代，通过进一步强化产品附加值，以及加大多元化的目的地国布局，也将在本轮关贸冲击下淬炼出更强的业务抗风险能力，提升市场份额，助力长期持续成长。

图18：跨境电商企业Q1利润分化严重



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图19：中美关税变化时间线



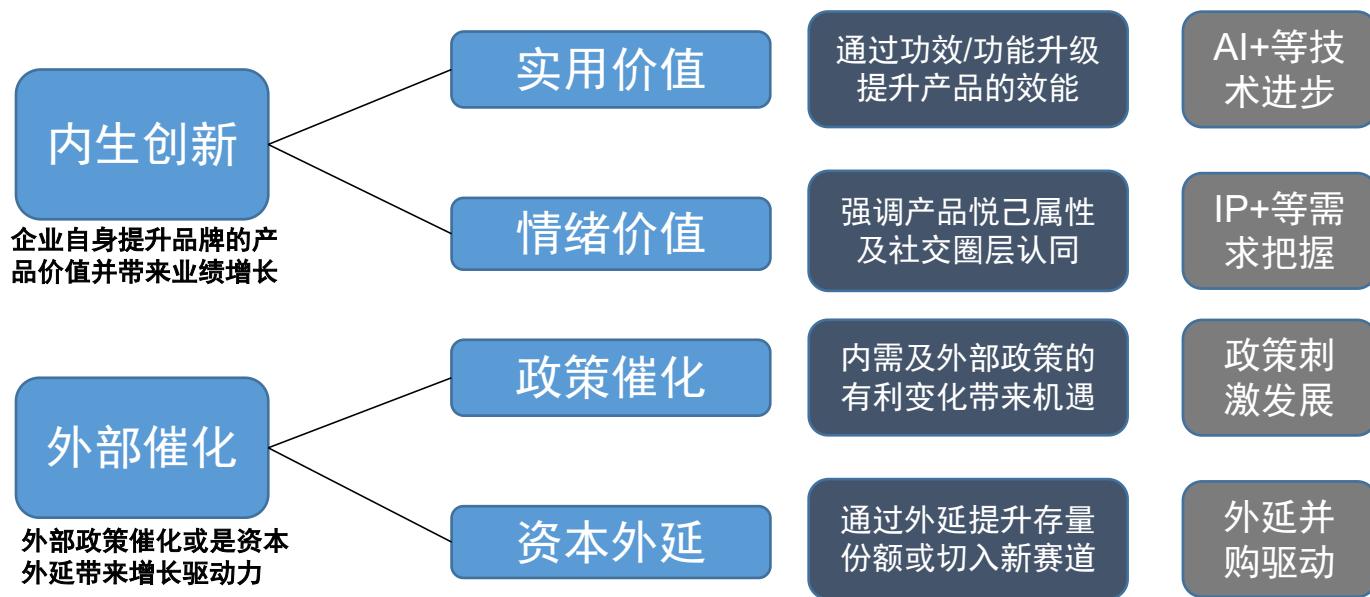
资料来源：新华社、国信证券经济研究所整理

三、2025年下半年展望：产品内生创新，政策外延催化

2025年下半年关注企业产品内生创新，以及政策外延催化

- **内生创新**：我们认为，消费品价值可以大致分为实用价值与情绪价值，两者会随着技术进步和人群变迁而演进，就当前而言：1) **AI+商业**，通过实用技术创新创造产品溢价：AI技术的应用落地将可能为企业产品创新带来新的机会。因此AI玩具、AI眼镜等新品增量，以及AI赋能电商零售提效等方面，均存在持续布局机遇；2) **IP+商业**，通过附着情绪价值实现产品溢价：在当前社会经济相对承压但消费需求层次越发丰富的背景下，以IP等为载体的情绪价值成为品牌获取定价权的为数不多方式，也是当前潮玩、美妆、珠宝等新消费品牌实现存量市场突围的重要抓手。
- **外部催化**：1) **内需市场中**，自去年以来国内政策面对消费的重视程度不断提升，后续育儿、就业、养老等一系列民生保障政策落地，也将进一步释放相关人群消费力，此外企业端也在积极运用政策资本工具打开新的增长曲线。2) **外部市场中**，关注关税贸易政策的进展，短期市场对于此冲击正逐步消化，贸易谈判的推进也为企业提供了业务调整缓冲期，优质出海企业有望推进市场多元化和产品差异化提升长期经营能力。

图20：2025年下半年消费产业机遇演绎方向



行业展望一：IP+商业带动产品差异化，情绪价值成为企业产品创新重要抓手



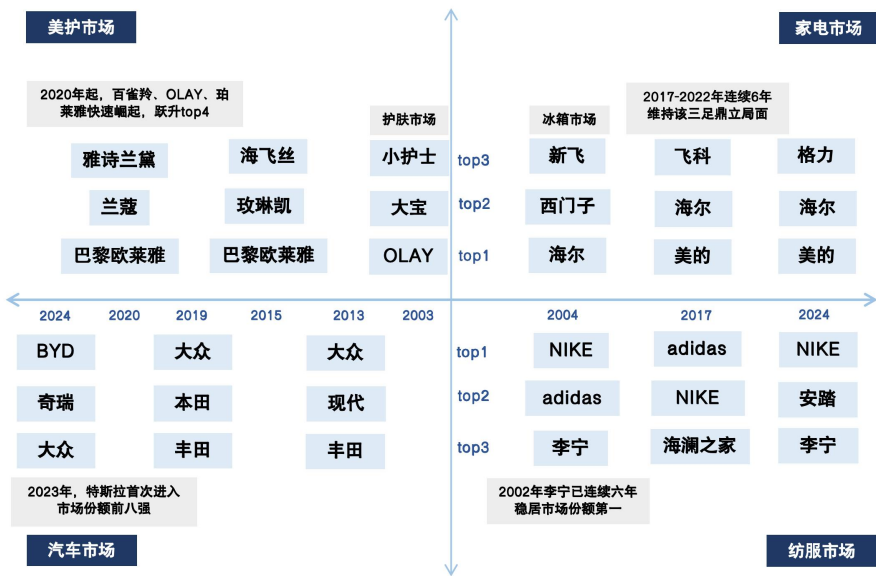
- 根据马斯洛需求层次理论，居民在满足生理和安全等底层需求的基础上，会更加追求社交认同及自我实现等要求。这一趋势长期是持续的，对于当代国内年轻人，近年无论是职场晋升竞争，还是学业激烈比拼，内卷的社会环境都让人们感到压力加大，越发需要情绪的释放窗口。
- 对于品牌而言，随着当前消费需求相对承压，以及产品同质化竞争加剧，对情绪价值的把握成为品牌方为数不多实现产品差异化的方式，但在当前这样一个割裂的时代，消费群体圈层化越发突出，同时情绪热点变化速度也极快。这都需要较强的消费者洞察和产品灵活迭代能力。
- 当前的国货崛起：当前国货品牌崛起，一方面借助了国内优秀制造业水平，技术的演进和功能的泛化与多样化给了品牌实现突破的机会；另一方面，不同世代消费者都有着强烈的辞旧纳新生活主张，也为国潮等差异化的IP时尚更迭带来新的机会。

图21：不同世代消费人群的消费特征差异

世代	消费动机	消费重点	主要品目
00后	从高兴到发现/追 随潮流/情绪体验	个人	潮玩、新娱乐、 零食、舒适衣物 、宠物
90后	从好到高兴/个性 消费/身份认同	个人	智能电子产品、 娱乐、化妆品、 户外体育
80后	从有到好/与他人 比较	个人（中心） +家庭	房产、汽车、家 电、化妆品
70后	从无到有到满足/ 补偿性享受	家庭	房产、家电、教 育、酒饮、观光

资料来源：安永、国信证券经济研究所整理

图22：不同品类的头部品牌变迁



资料来源：欧睿咨询、国信证券经济研究所整理

行业展望一：IP+商业带动产品差异化，情绪价值成为企业产品创新重要抓手

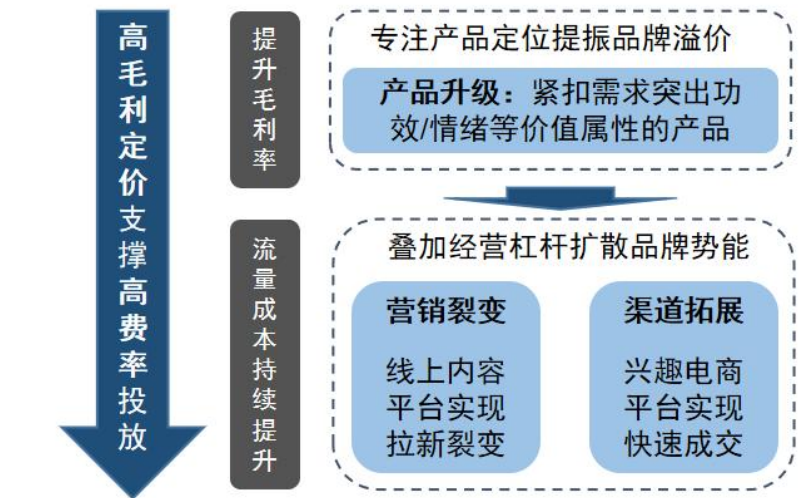
- 从企业微观来看，业绩的驱动也转而步入通过产品端的差异化推新和升级来实现。产品IP化为品牌提供了差异化竞争的抓手，如老铺的古法金工艺下的国风IP文化认同，毛戈平设计师IP基础上升级的东方美学理念，以及泡泡玛特的多个差异化自有IP，都是其业务实现突破的核心驱动，并在后续经营过程中不断强化在这一定位下的消费者认同，并最终形成强有力的品牌忠诚度。
- 因此，虽然表面上看，这些公司的增长都是借助到了当下主流的内容营销平台（如小红书等），和兴趣电商平台（如抖音等），但仔细分析，营销和渠道对于这类品牌更多的只是一种经营杠杆工具，而非这些品牌的底层壁垒。主要原因在于这些工具当前的盈利门槛在流量成本高企下被不断抬高，如果没有更高附加值的产品和更高的品牌溢价作为前提条件，是无法在盈利的前提去更好的使用。

图23：老铺、毛戈平、泡泡玛特所呈现的差异化产品特点



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图24：当前新消费品牌的增长模式

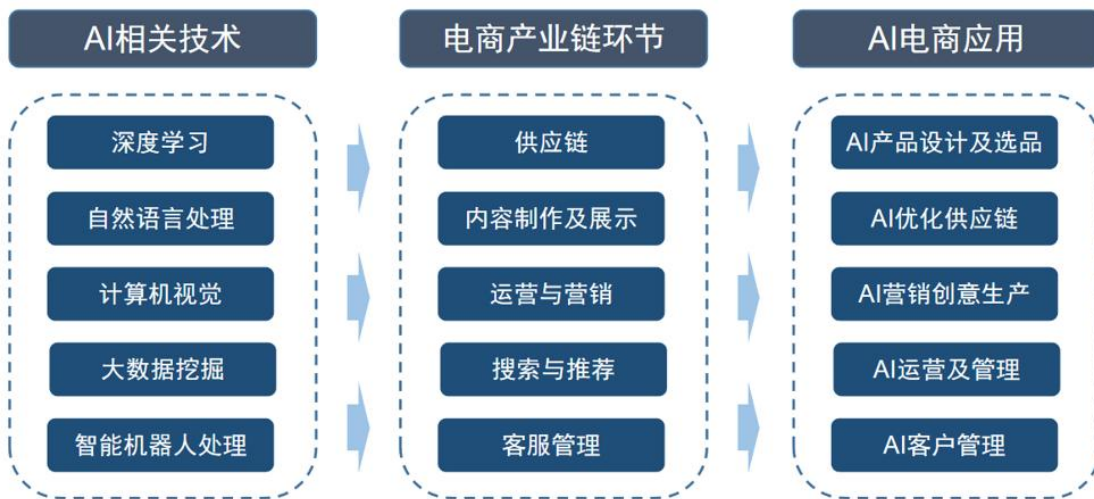


资料来源：聚美丽、国信证券经济研究所整理

行业展望二：AI+在商贸零售板块的应用方向及领域

- 2025年以来，随着AI技术的进一步突破，AI+商业应用有望迎来落地。整体来看，我们认为AI+在零售板块中的应用可以分为两个方向：
1)提效率，促进经营管理降本增效，带动产业链效率提升；2)创增量，AI产品及服务迎来爆发，为企业打开业务增长新来源。
- 首先，“AI+渠道”促进渠道运营降本增效，带动整体商业模式升级。近几年随着国内线上线下渠道红利的逐步消减，以及竞争加剧下运营成本的提升，使得大部分渠道和平台企业均出现了不同程度的业绩下行压力。而借助生成式AI相关技术潜在的强大数据分析和深度学习能力，将帮助利用企业海量数据进行精细化运作，并解放人力资源成本，实现企业运营效率的提升，以及盈利水平的增厚。目前AI+的相关技术主要已开始应用于人工智能选品、图文和视频广告素材制作/广告语智能输出、广告智能投放、智能客服回复等方面。

图25：AI+电商的应用及落地



资料来源：电子商务研究中心、国信证券经济研究所分析整理

图26：AI在传统零售领域的应用



资料来源：艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

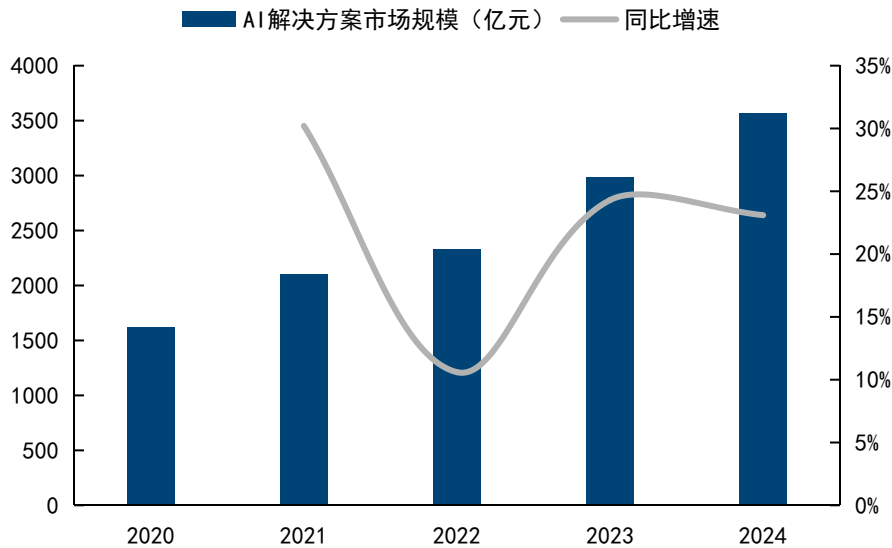
- AI创新产品迎来爆发，为企业打开业务增长新来源：
- 1) 新产品：AI硬件创新正在广泛落地，通过AI大模型赋能，正快速颠覆传统消费电子市场。目前来看，AI的消费级产品主要涉及AI手机、AI耳机、AI眼镜、AI音箱、AI机器人玩具等。同时由于这些产品的创新性和前瞻性，在产品渗透率的提升中，也需要专业化的渠道来进行助力。因而也给了垂直类专营连锁渠道商新的收入增长来源点。
- 2) 新服务：传统运营服务商借助AI工具赋能下游客户，实现创收服务。一方面可以通过此类服务强化C端或B端客户的粘性，另一方面也可以利用成熟的AI技术为企业提供运营环节的解决方案服务，实现收入端的新增长点。

图27：部分消费级AI产品一览



资料来源：VR陀螺、国信证券经济研究所整理

图28：国内提供AI解决方案服务的市场规模变化



资料来源：艾媒咨询、国信证券经济研究所整理

行业展望三：政策助力—消费刺激政策陆续出台有望力促行业复苏



- 2024年9月，中央及各地方各类一揽子经济政策陆续出台。包括人民银行、证监会等部门密集推出相关刺激政策，从宽货币、促消费、稳楼市、助信心等角度带动了市场信心修复，并带动了四季度市场行情的快速反弹。
- 而在12月中央经济工作会议中，也进一步提出积极发展“首发经济、冰雪经济、银发经济”。其中首发经济涵盖新技术、新产品、新服务、新模式、新业态的首次发布和展示。
- 我们认为，为了解决当前居民有效需求不足问题，逆周期的政策调节，对于稳定当前信心和提升消费意愿有着积极的作用。当前密集出台的政策，从力度和方向来看对于消费需求刺激的目的较为明确，随着后续政策落地显效，有望逐步驱动实际消费力的提升。

表1：2024年下半年以来促销费相关政策

政策文件	发文部门	发布时间	相关内容
关于促进服务消费高质量发展的意见	国务院	2024年8月	挖掘餐饮住宿、家政服务、养老托育等基础型消费潜力；激发文化娱乐、旅游、体育、教育和培训、居住服务等改善型消费活力等六条措施
零售业创新提升工程实施方案	商务部、国家发改委等7部门	2024年12月	聚焦百货店、购物中心、超市、社区商业中心等零售商业设施改造提升等，部署推进场景化改造、品质化供给、数字化赋能、多元化创新、供应链提升等五个方面
中央经济工作会议		2024年12月	大力提振消费，积极发展首发经济、冰雪经济、银发经济
《关于2025年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》	国家发展改革委、财政部	2025年1月	扩大家电以旧换新补贴范围至微波炉、净水器等4类产品，新增手机等数码产品补贴
《提振消费专项行动方案》	中共中央办公厅、国务院办公厅	2025年3月16日	增收减负：提高最低工资标准，拓宽财产性收入渠道；民生保障：研究育儿补贴制度等
《关于支持国际消费中心城市培育建设的若干措施》	商务部	2025年3月26日	支持市内免税店落地，优化入境支付服务，吸引海外消费回流
《关于金融支持提振和扩大消费的指导意见》	央行等六部门	2025年6月	设立5000亿元服务消费与养老再贷款

资料来源：各部门官网、国务院、国信证券经济研究所整理

资本运作加速：外延并购积极打造第二曲线

- 去年以来一系列政策鼓励支持企业通过并购重组做大做强，而本身从企业发展来看，随着当前渠道红利的退却，自行孵化新业务的成长周期以及不确定性都在加大，因此作为上市公司成熟应用资本外延手段将帮助企业更快打开业务新局面。
- 而参考国际消费品企业的多品牌成长史就是一部并购史。通过并购方式实现多品牌规模化发展，以不同的品牌定位满足不同消费者的需求，并通过产品开发、渠道议价和营销资源上协同，实现企业内的业务的互相赋能。

图29：企业外延扩张的模式

直接收购

- 通过现金或者换股等方式对标的公司直接收购并表
- 通常标的企业业务较为成熟，具备一定收入和利润规模

产业基金投资

- 设立产业基金对标的公司参股投资，未来或是注入上市公司或是财务退出获取收益
- 标的企业通常处于成长早期

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表2：部分美护行业上市公司参投或并购案例

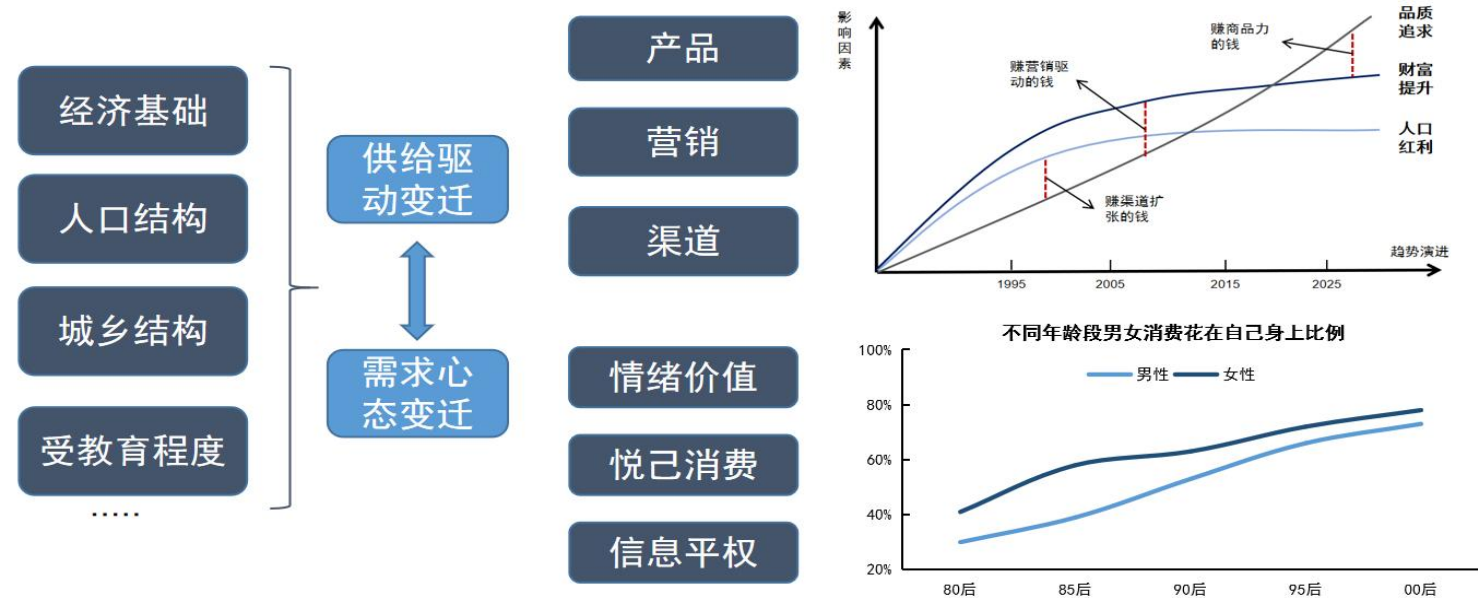
方式	公司	收购标的	项目介绍
控股并表	水羊股份	2022年收购日法高奢护肤品牌“EVIDENS DE BEAUTÉ”，持股比例90.05%	伊菲丹为法国高端护肤品牌，助力公司开拓布局高端护肤业务线，2023年预计贡献收入2.85亿元、净利润0.73亿元，净利率为25.71%
		2024年收购美国高端护肤品牌RéVive	拥有近30年历史，收购完成后原团队保留少数股权并继续独立负责品牌在美国的经营，水羊则负责该品牌在中国的运营并为美国电商运营赋能
	贝泰妮	2023年并购悦江投资51%股权，旗下拥有Za和PURE&MILD两个品牌	收购后补齐了公司大众线护肤及彩妆版图，同时悦江还具备海外东南亚市场的运营能力，为公司主品牌海外扩张带来赋能
	爱美客	2022年收购沛奇隆公司100%股权	沛奇隆主要从事动物胶原蛋白产品，已上市销售的产品主要包括生物蛋白海绵、止血愈合敷料、胶原蛋白系列产品、医用冷敷贴等
	美丽田园	以3.5亿元收购美容院品牌奈瑞儿70%的股权	奈瑞儿为国内市占率第二（以2021年收入计）的传统美容服务商，十余年深耕大湾区，本次收购涉及奈瑞儿80家美容保健门店、6家医美门诊、2家中医门诊，主要分布在广深区域
	豪悦护理	拟受让丝宝股份持有丝宝护理100%股权，交易价款为3.6亿元	标的公司旗下“洁婷”、“全因爱”、“美月见”等品牌护理产品在行业中具有较高的知名度
参股投资	爱美客	2021年收购韩国Huons BioPharma Co., Ltd. 25.42%股权	获得旗下肉毒产品的国内代理权，强化肉毒领域的布局及探索海外市场，旗下肉毒产品目前预计2025年在国内获证上市
	贝泰妮	参股拥有彩妆品牌“方里”的杭州美兮美学公司18%股权 参股拥有国产版“热玛吉”之称的射频能量仪器公司威脉医疗9.49%股权	助力切入彩妆赛道，双方研发合作赋能布局底妆产品线 助力公司切入医美光电仪器设备赛道
	倍加洁	收购拥有舒克牙膏品牌的薇美姿16.4967%股权	“口腔大健康+”的战略发展方向，补齐公司在品牌等方面的短板，提升供应链协同价值

资料来源：各公司公告、国信证券经济研究所整理

四、投资策略

- 我们认为本轮新消费仍有长期布局机遇：在当前外部环境趋于复杂，国内经济增长面临换挡的大背景下，短期能够及时调整业务模式，产生确定性业绩兑现的同时兼具成长性的板块和标的本身就具有一定的稀缺性溢价。
- 同时国内消费市场在人口需求、社会演进和技术进步下，消费行业已经进入增长新动能的释放期，这种变化具有长期性：一方面，作为当前成长型消费赛道的主力客群Z世代的年轻消费者，其追求时尚、个性化以及悦己的人群标签，与此前有较大不同。另一方面，社会经济结构变化下，此前人口、城镇化红利阶段下支撑消费品扩张的渠道、营销等驱动力，正在供需变化下逐步切换为以产品为核心的驱动力。能够较早反应并在产品、品牌及经营思维上实现转型的公司，将抓住本轮机遇实现快速的份额提升。

图30：消费行业底层驱动力的发展变化

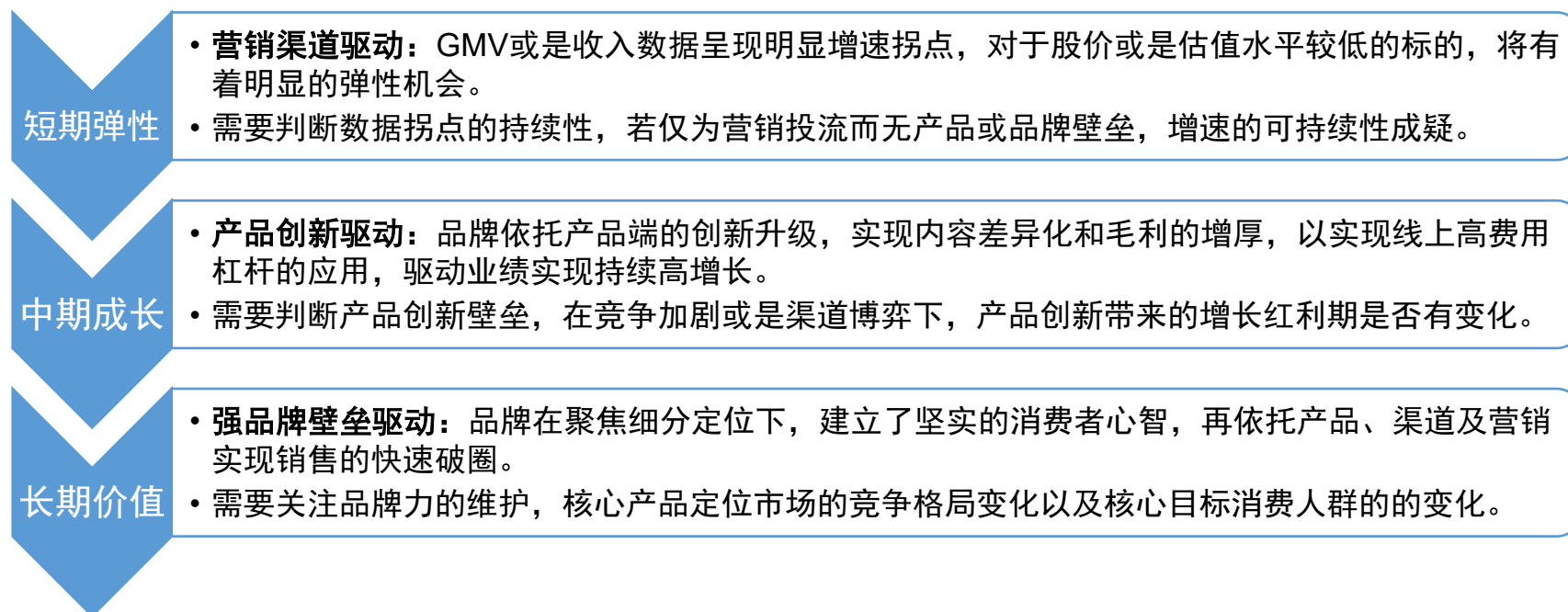


资料来源：联商网、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

- 整体上我们认为，上半年以来的新消费投资逻辑具备长期逻辑，并不是短期昙花一现炒作，但也需要捋清相关企业增长驱动，以更好择股。
- 短期随着新消费行情的扩散，但凡出现较为明显的收入端或是GMV端的爆发式增长往往就能吸引灵活资金的配置，但中期我们认为也需要判断这类爆发式增长的可持续性，而判断的核心依据在于是否有强产品力作为核心驱动，这也是我们认为本轮新消费区别于前轮新消费的根本性特征，即本轮更因以新“质”消费理解而非新渠道或是新业态消费。而长期来看，若相关公司在产品突围基础上建立了较强的品牌心智，则具备更为坚实的商业壁垒，才能在渠道模式变迁、经济周期波动、营销热点迁移过程中实现穿越周期的经营成长。

图31：新消费行情的演绎：



资料来源：36氪、国信证券经济研究所整理

- 从个股选择来看，我们建议优选赛道中具备符合当前新消费趋势，组织上具备消费者洞察的机制，产品端具备创新迭代能力，以及渠道端具备多元化布局及调整能力的细分龙头。
- **美妆个护：**美护板块作为此轮新消费的领头羊，业绩基本面在消费赛道中具备一定横向比较优势。未来国货龙头在产品创新持续涌现，以及新兴渠道运营的娴熟运用下，仍有望保持一定成长领先优势。**重点推荐：**登康口腔、若羽臣、毛戈平、丸美生物、上美股份；**继续关注：**珀莱雅、上海家化、贝泰妮等。
- **黄金珠宝：**黄金品类在当前时期，受益于工艺技术的进步和金价的稳步上行，为品类赋予了悦己和保值两大新消费特质，因而吸引了大量年轻消费群体。具备符合上述趋势的差异化品牌/产品定位布局，并建立消费者心智的企业，有望在今年行业低基数下实现快速增长。**重点推荐：**老铺黄金、潮宏基、周大福、曼卡龙，**建议关注：**菜百股份、老凤祥、周大生等。
- **IP潮玩：**在年轻消费者情绪消费需求增强，以及企业IP商业化运营能力提升下，国内IP潮玩行业呈现蓬勃发展态势。同时行业内头部企业陆续登陆资本市场，也将进一步提振板块市场关注度。**推荐：**泡泡玛特、布鲁可、名创优品等。
- **跨境出海：**在当前关税谈判的缓冲期下，跨境出海积极调整布局，通过强化产品力提升向终端提价传导成本能力，以及通过区域市场多元化弱化单一区域影响等，中长期有望具备更坚实的抗风险经营能力。**推荐：**小商品城、安克创新等。
- **百货商超：**政策驱动叠加自身变革，事件催化动力足。随着前期企业调改转型效果步入阶段性验证期。具备原有供应链及品牌优势，并实现对商品力、服务力革新的企业，有望逐步实现业绩兑现。**主要推荐：**永辉超市、百联股份、重庆百货等。

附表：相关公司估值表

表6：相关公司盈利预测及估值

代码	公司名称	投资评级	收盘价 07-11	总市值（亿元） 07-11	EPS				PE			
					2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
300957. SZ	贝泰妮	优于大市	44. 29	188	1. 19	1. 62	1. 94	2. 14	35. 95	27. 30	22. 82	20. 65
603605. SH	珀莱雅	优于大市	82. 72	328	3. 92	4. 71	5. 40	6. 02	21. 63	17. 56	15. 31	13. 75
600315. SH	上海家化	优于大市	21. 56	145	-1. 24	0. 64	0. 75	0. 86	-13. 64	33. 46	28. 75	24. 95
603983. SH	丸美生物	优于大市	40. 85	164	0. 85	1. 19	1. 59	2. 05	37. 87	34. 39	25. 71	19. 94
300866. SZ	安克创新	优于大市	114. 65	609	3. 98	4. 65	5. 52	6. 47	24. 54	24. 66	20. 77	17. 72
600415. SH	小商品城	优于大市	18. 59	1019	0. 56	0. 74	1. 17	1. 43	23. 92	25. 12	15. 89	13. 00
9896. HK	名创优品	优于大市	34. 80	435	2. 09	2. 44	2. 94	3. 61	20. 91	13. 02	10. 80	8. 82
9992. HK	泡泡玛特	优于大市	254. 60	3419	2. 33	3. 74	4. 69	5. 87	35. 67	62. 17	49. 57	39. 61
003006. SZ	百亚股份	优于大市	26. 13	112	0. 67	0. 86	1. 13	1. 46	35. 80	30. 48	23. 22	17. 88
001328. SZ	登康口腔	优于大市	45. 28	78	0. 94	1. 30	1. 66	2. 00	33. 93	34. 78	27. 29	22. 69
1318. HK	毛戈平	优于大市	98. 30	482	1. 80	2. 36	3. 01	3. 65	29. 31	38. 02	29. 84	24. 61
002867. SZ	周大生	优于大市	13. 37	145	0. 92	1. 03	1. 17	1. 27	15. 76	12. 98	11. 43	10. 53
002345. SZ	潮宏基	优于大市	14. 33	127	0. 22	0. 52	0. 60	0. 69	26. 66	27. 56	23. 88	20. 77
600827. SH	百联股份	优于大市	9. 52	161	0. 88	0. 31	0. 35	0. 38	12. 44	31. 02	27. 38	25. 00

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理预测，注：毛戈平、名创优品、泡泡玛特收盘价和市值为港元

- 一、消费复苏不及预期，居民消费意愿持续低位；
- 二、宏观经济、汇率、恶劣天气、重大自然灾害等系统性风险；
- 三、品牌新品推出不及预期，或新品牌推广不及预期；
- 四、渠道竞争加剧，营销投放成本上升影响企业盈利能力；
- 五、企业管理层出现变动调整导致经营能力受损；
- 六、收购整合可能低于预期及商誉减值风险。

国信证券投资评级			
投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032