

情绪消费兴起，关注潮玩、黄金珠宝、美妆赛道

——2025 年中期商贸零售行业投资策略报告

强于大市 (维持)

2025 年 07 月 07 日

投资要点:

回顾与展望: 消费分级时代来临，情绪消费兴起带火相关产业发展。我国消费现状已从过去的“消费升级”逐步进入到“消费分级”的新阶段，具体体现为：1) 更加追求性价比：对于那些技术附加值较低、产品同质化严重的传统消费品，消费者表现出更理性、更追求性价比的行为；2) 愿意对部分新型产品或服务付出一定溢价。快节奏的生活方式和信息过载等因素影响当代人的心理健康，推动情绪消费兴起，加之随着时代的发展，我国消费结构从生存型消费往享受型、精神型消费扩展，潮玩、古法金、美容护肤等相关行业受到追捧。

潮玩: 我国潮玩市场快速扩容，优质企业有望实现强者恒强。受益于人均可支配收入的增长、情绪消费兴起以及国内潮流文化和优质 IP 的崛起，我国潮玩市场近年来快速扩容，2020-2024 年规模从 229 亿元增长至 763 亿元，CAGR 高达 35.11%。从日本潮玩行业发展情况来看，2021 年 CR3 为 45%，行业存在头部效应，且龙头通过布局全产业链提升效率，快速相应市场需求，同时，拥有丰富的 IP 资源和优秀的 IP 孵化能力，能很好地覆盖各个层次消费者的需求，并实施全球化战略，以多元化的市场分散单一市场风险。反观中国，当前我国潮玩市场相对较为分散，2021 年 CR5 为 26%，未来覆盖全产业链、拥有优质 IP 资源、渠道布局广泛的潮玩企业有望实现强者恒强，建议关注潮玩龙头企业。

黄金珠宝: 渠道驱动转变为产品驱动，板块高分红具有防御属性。金价的快速上涨抑制了黄金珠宝的消费需求，不少黄金珠宝企业门店拓展放缓甚至出现闭店的情况，但同时，仍有部分优秀的企业凭借精湛的工艺设计和营销成功吸引消费者，实现业绩的快速增长。当前全球经济不确定性以及地缘政治风险依然存在，加之美国加征关税的政策进一步提升黄金作为避险资产的吸引力，且新兴经济体为分散风险持续购入黄金，金价或将被继续推高。未来随着黄金饰品工艺提升以及“悦己”消费观念的深入，黄金珠宝首饰在非婚嫁场景的渗透率有望进一步提升。看好注重产品设计、运营能力强、品牌势能强、高分红+高股息的黄金珠宝龙头企业。

化妆品: 国潮崛起趋势明显，优秀国货品牌突围。短期化妆品行业整体增长动力偏弱，“618”大促部分国货品牌发展势头保持良好。供给端方面，国货美妆企业越来越注重研发投入，不少国货品牌凭借出众的产品力和营销手法脱颖而出，即便在行业需求疲软的背景下依然取得亮眼增长。需求端方面，年轻一代消费者对于国货美妆品牌的接受度提高，国货品牌有望进一步抢夺国外品牌的份额，实现市占率提升。建议关注强研发、产品力和营销能力优秀的国货化妆品龙头公司。

风险因素: 宏观经济下行风险、消费恢复不及预期风险、行业竞争加剧风险。

行业相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

5 月社零总额同比+6.4%，增速同比、环比均有提升

大消费重仓比例持续回落，其中社服、商贸零售、美护板块重仓比例环比提升

4 月社零总额同比+5.1%，增速环比略有下降

分析师:

李滢

执业证书编号:

S0270522030002

电话:

15521202580

邮箱:

liying1@wlzq.com.cn

正文目录

1 行业回顾与展望：消费分级时代来临，情绪消费兴起带火相关产业发展	4
1.1 回顾：社零增速回落至平稳水平，消费分级时代来临	4
1.2 政策：《提振消费专项行动方案》出台，多举措激发消费潜力	5
1.3 趋势：情绪消费兴起，带火相关产业发展	7
2 潮玩：我国潮玩市场快速扩容，优质企业有望强者恒强	9
2.1 多因素驱动中国潮玩市场快速扩容	9
2.2 行业竞争激烈，头部企业有望实现强者恒强	10
3 黄金珠宝：渠道驱动转变为产品驱动，板块高分红具有防御属性	13
3.1 金价创下历史新高，短期黄金首饰消费量受到抑制	13
3.2 行业发展由渠道驱动变产品驱动，工艺设计提升吸引消费者	14
3.3 板块部分公司“高分红+高股息”，具备防御属性	16
4 化妆品：国潮崛起趋势明显，优秀国货品牌突围	17
4.1 美妆销售短期有所波动，“618”大促部分国货品牌发展势头保持良好	17
4.2 国潮崛起，部分国货品牌凭借产品力、营销、战略突围	18
5 投资建议	21
6 风险因素	22

图表 1：全国/城镇/农村居民人均可支配收入累计同比	4
图表 2：社会消费品零售总额累计值及同比	5
图表 3：限额以上单位金银珠宝、化妆品、体育娱乐用品类商品零售额累计同比	5
图表 4：2025 年《提振消费专项行动方案》主要内容	6
图表 5：2023-2025 年政府工作报告对消费领域政策的对比	6
图表 6：2024 年分年龄段、分性别抑郁量表得分情况	7
图表 7：情绪消费按年龄分布	8
图表 8：情绪消费按性别分布	8
图表 9：男性与女性情绪消费品 Top10	8
图表 10：中国潮玩市场规模及预测	9
图表 11：中国潮玩各品类市场规模及预测（十亿元）	9
图表 12：泡泡玛特旗下部分 IP	10
图表 13：知名潮玩店门店数量变化（家）	10
图表 14：潮玩产业链情况	10
图表 15：2020-2025H1 中国潮玩企业新注册数量（家）	11
图表 16：2021 年中国潮玩市场集中度	11
图表 17：2021 年日本潮玩市场集中度	11
图表 18：潮玩市场主要玩家	12
图表 19：伦敦现货黄金价格 vs 中国黄金珠宝首饰消费需求	13
图表 20：全球黄金总需求结构分布	14
图表 21：部分新兴经济体增持黄金情况	14
图表 22：各类黄金消费情况	14
图表 23：中国古法黄金市场规模及同比增速	14
图表 24：2018-2024 年行业龙头门店数量对比（家）	15
图表 25：2018-2024 年行业龙头门店净增加情况（家）	15
图表 26：部分品牌 IP 联名产品、古法金产品	15

图表 27: 黄金珠宝重点公司每股股利、分红比例、股息率对比	16
图表 28: 限额以上单位化妆品商品零售额累计同比	17
图表 29: 2025 年“618”天猫护肤、彩妆品牌榜单	17
图表 30: 2025 年“618”抖音护肤、彩妆品牌榜单	18
图表 31: 不同年龄段消费者购买国货美妆产品的频次	18
图表 32: 消费者购买国货美妆主要关注因素	18
图表 33: 2016-2024 年主要化妆品公司研发费用率	19
图表 34: 功能性护肤品重点品牌科技成分	20
图表 35: 消费者愿意购买的国货美妆类型	21
图表 36: 消费者获取国货美妆信息的内容偏好形式	21

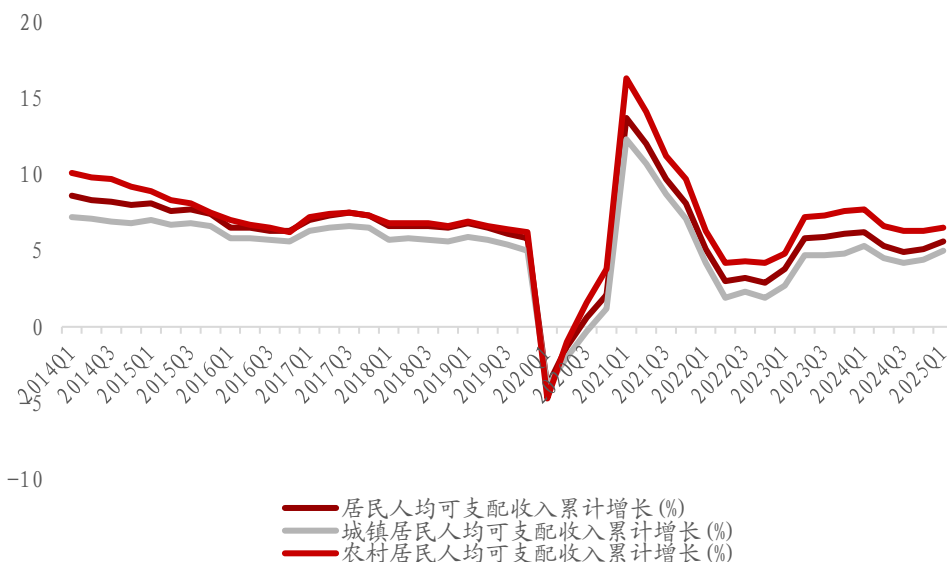
1 行业回顾与展望：消费分级时代来临，情绪消费兴起带火相关产业发展

1.1 回顾：社零增速回落至平稳水平，消费分级时代来临

居民收入平稳增长，农村居民收入增长快于城镇居民。2025年以来，面对内外部复杂环境，我国经济总体保持平稳增长，开局良好，展现出较强的韧性。从统计局数据来看，2025Q1，居民人均可支配收入稳中有升，同比+5.6%，其中，农村居民人均可支配收入增速为6.5%，高于城镇居民人均可支配收入增速。

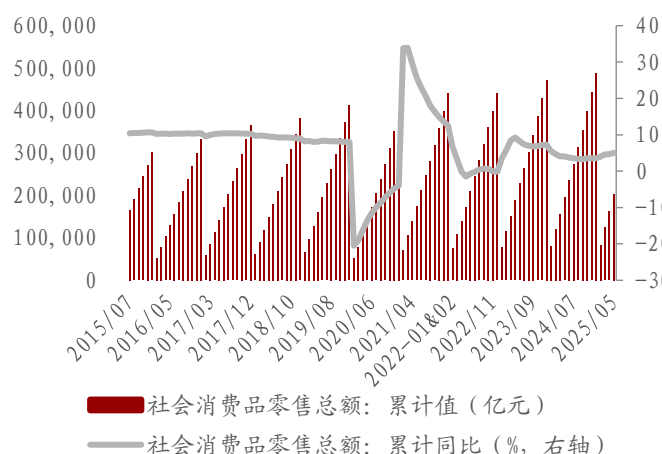
社会消费品零售总额同比回落至平稳水平，“消费分级”时代来临。面对国内有效需求增长动力不足等因素的影响，2025年1-5月社会消费品零售总额累计同比增速为+5.0%，增速从2017年及之前的双位数水平逐步回落至当前的单位数水平，并在年内保持向好势头。我们认为，当前我国消费现状已从过去的“消费升级”逐步进入到“消费分级”的新阶段。“消费分级”不是指消费降级，而是消费结构的重塑，具体可以体现在消费行为的分化上：（1）更加追求性价比：对于那些技术附加值较低、产品同质化严重的传统消费品，消费者表现出更理性、更追求性价比的行为；例如，传统的超市零售、家具、家电等行业；（2）愿意对部分新型产品或服务付出一定溢价：对于那些设计独特创新、具有较强品牌势能、能给人带来愉悦等情绪价值的新型消费品，消费者通常愿意为其付出一定的溢价。例如，潮玩、古法黄金、美容护理等。2025年1-5月，限额以上单位金银珠宝/化妆品/体育娱乐用品类商品零售额分别累计同比+12.3%/+4.1%/25.7%。

图表1：全国/城镇/农村居民人均可支配收入累计同比



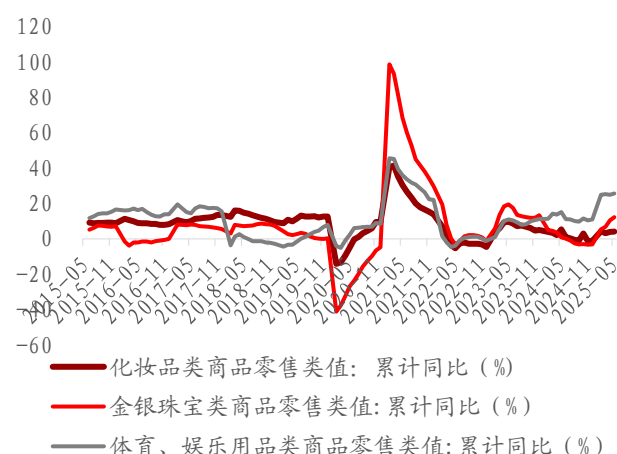
资料来源：国家统计局、万联证券研究所

图表2: 社会消费品零售总额累计值及同比



资料来源: 国家统计局, iFinD, 万联证券研究所

图表3: 限额以上单位金银珠宝、化妆品、体育娱乐用品类商品零售额累计同比



资料来源: 国家统计局, iFinD, 万联证券研究所

1.2 政策: 《提振消费专项行动方案》出台, 多举措激发消费潜力

《提振消费专项行动方案》出台, 从八大方面出发扩大国内需求。2025年3月16日, 中共中央办公厅、国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》, 从增加城乡居民收入、保障消费能力、提升服务消费质量、更新升级大宗消费等8个方面出发, 部署了30项重点任务, 多举措激发消费潜力、扩大国内需求。

需求端方面, 《方案》通过增收和减负两大方面改善居民收入预期, 增强消费信心。

(1) **增收**: 将城乡居民增收放在首要位置, 通过实施就业支持计划、科学合理提高最低工资标准、扩大劳务报酬发放规模等措施提高工资性收入; 通过稳住股市、引导长线资金入市等促进财产性收入; 通过土地增值收益分配机制改革、农村低收入人口提能增收等促进农民增收。(2) **减负**: 提出要保障消费能力, 从养育育儿、教育、养老保障、低收入人口及失业人员基本生活保障四个方面入手, 切实减轻困难群体的负担, 释放中低收入群体的消费潜力。

供给端方面, 《方案》从服务消费、大宗消费、品牌引领、新型消费等方面围绕“提质升级”提出了多项措施。(1) **服务消费**: 核心点为“提质惠民”, 聚焦“一老一小”两大核心服务群体优化产品供给, 推动冰雪消费、入境消费和服务业扩大开放, 全方位构建服务消费生态体系。(2) **大宗消费**: 核心点为“更新升级”, 重点支持加力扩围消费品以旧换新, 着力推动汽车、家电、家装等大宗耐用消费品绿色化、智能化升级, 强化住房及汽车两大支柱型大宗消费的政策保障和市场拓展, 同时完善二手商品流通体系建设, 新旧联动, 全面激发消费市场活力。(3) **品牌引领**: 核心点为“文化赋能”, 聚焦商贸、物流、文旅等服务领域, 通过鼓励文化赋能、支持IP品牌、开拓国货“潮品”增加产品附加值, 实现文化软实力反哺经济。(4) **新型消费**: 核心点为“开拓创新”, 结合人工智能、机器人、自动驾驶、低空经济等不断发展的前沿技术与未来产业, 催生消费新业态、新模式, 开辟消费新赛道。

我们认为, 《提振消费专项行动方案》出台从需求端和供给端两个方面着手, 需求端通过增收和减负来改善居民对未来的预期, 增强居民消费信心, 有助于从根本上解决居民消费的底层问题; 供给端通过创造新的消费场景、优化产品供给、提供资金支持以旧换新消费等方式提质升级, 有助于拓展消费可能和激活存量市场潜力。

图表4: 2025年《提振消费专项行动方案》主要内容

	需求端	供给端
具体内容	(1) 增收: ✓ 促进工资性收入合理增长 ✓ 拓宽财产性收入渠道: 稳股市、引长线资金入市、强化央国企市值管理、严厉打击财务造假和违规减持、丰富债券产品品种 ✓ 促进农民增收: 改革土地收益分配、帮扶低收入群体 ✓ 解决拖欠账款问题 (2) 减负: ✓ 加大生育养育保障力度 ✓ 强化教育支撑 ✓ 提高医疗养老保障能力 ✓ 保障重点群体基本生活	(1) 服务消费: ✓ 聚焦“一老一小” ✓ 优化生活服务、文体旅游场景建设 ✓ 推动冰雪消费、入境消费、服务业扩大开放 (2) 大宗消费 ✓ 更新升级: 扩围以旧换新(汽车/家电/家装), 推动绿色化、智能化; ✓ 双支柱保障: 住房+汽车政策支持; ✓ 配套: 完善二手流通体系, 新旧联动激活市场。 (3) 品牌引领 ✓ 文化赋能: 商贸/物流/文旅领域植入文化 IP, 打造国货“潮品”, 以文化软实力提升产品附加值; (4) 新型消费 ✓ 开拓创新: 结合 AI/机器人/自动驾驶/低空经济等前沿技术; ✓ 路径: 加速场景落地, 催生新业态、开辟新赛道。

资料来源: 中国人民政府网, 万联证券研究所

2025年政府工作报告提出大力提振消费, 将扩大内需提升至十大任务之首。2025年3月, 政府工作报告提出实施更加积极的财政政策与适度宽松的货币政策, 与2024年表述一致。与前两年相比, 2025年的政府工作报告将“大力提振消费、提高投资效益, 全方位扩大国内需求”提升至十大工作任务之首, 对于消费的要求从2023年的“恢复和扩大”、2024年的“稳定增长”进一步提高到2025年的“提质升级”。我们认为, 政府工作报告中对于消费要求的递进式表述体现了消费政策从短期修复向长期高质量发展的转变, 引导消费从量的扩张转向质的升级, 凸显了消费作为经济压舱石的地位与作用, 有助于形成国内经济良性循环。

图表5: 2023-2025年政府工作报告对消费领域政策的对比

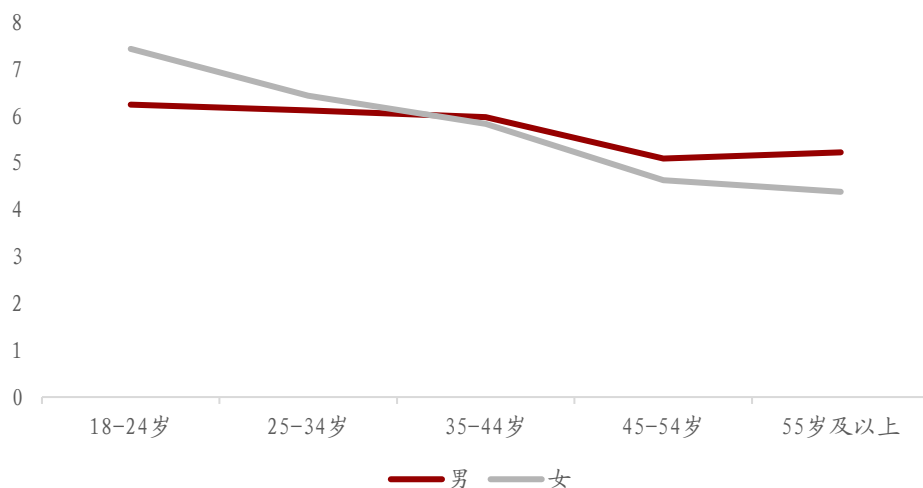
	2025 年	2024 年	2023 年
工作目标排位	第一位	第三位	第一位
工作目标内容	大力提振消费、提高投资效益, 全方位扩大国内需求	着力扩大国内需求, 推动经济实现良性循环。	着力扩大国内需求, 把恢复和扩大消费摆在优先位置。
涉及消费领域	安排超长期特别国债 3000 亿元支持消费品以旧换新; 扩大健康、养老、助残、托幼、家政等多元化服务供给; 创新和丰富消费场景, 加快数字、绿色、智能等新型消费发展; 落实和优化休假制度, 释放文化、旅游、体育等消费潜力; 完善免税店政策, 推动扩大入境消费。	积极培育智能家居、文娱旅游、体育赛事、国货“潮品”等新的消费增长点; 稳定和扩大传统消费, 鼓励和推动消费品以旧换新, 提振智能网联新能源汽车、电子产品等大宗消费。	稳定汽车等大宗消费, 推动餐饮、文化、旅游、体育等生活服务消费恢复。

资料来源: 中国人民政府网, 万联证券研究所

1.3 趋势：情绪消费兴起，带火相关产业发展

快节奏的生活方式和信息过载等因素影响当代人的心理健康，推动情绪消费兴起。根据中科院心理研究所发布的《中国国民心理健康发展报告(2023-2024)》报告，对2024年国民心理健康进行调查，共采集包括青少年和成年人在内的总样本超17万份，发现心理健康问题呈现鲜明的年龄与性别分层。抑郁水平在18-24岁的青少年群体中达到顶峰，随着年龄的增长呈现下降趋势，女性的降幅高于男性。另外，在快节奏生活、高竞争环境与信息过载等因素的影响下，6.5%的成年人存在3个及以上持续抑郁的症状（如情绪低落、睡眠障碍超过5天/周），心理压力、心理健康问题的增加使得人们的情感慰藉需求也随之增长，加之随着时代的发展，我国已从生产型社会步入消费型社会，人均收入水平的提升也让消费者从以往的关注产品的基本功能和价格，演变为现在的更愿意为具有情感附加值和个性化的商品买单，潮玩、零食、美护、香氛、运动健康等情绪消费兴起。

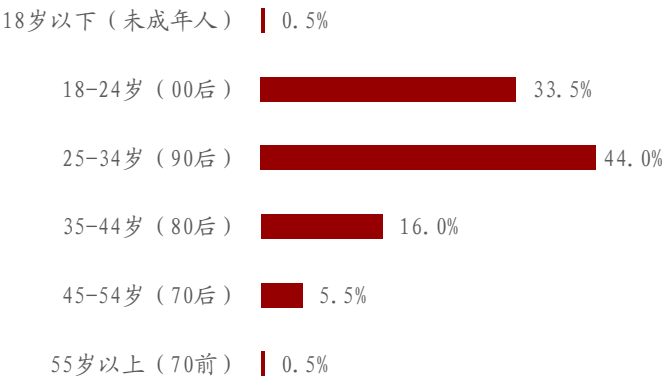
图表6：2024年分年龄段、分性别抑郁量表得分情况



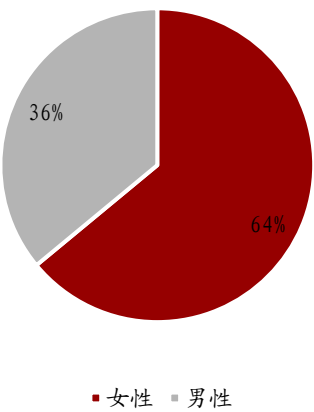
资料来源：中国科学院心理研究所《中国国民心理健康发展报告(2023-2024)》、万联证券研究所

年轻消费者和女性更热衷于情绪消费。根据Mobtech《2024年情绪经济消费人群洞察报告》，从年龄分布来看，情绪消费的主力军是90后和00后人群，两者分别占比44%和34%，合计达到78%，远超与80后与70后的占比。我们认为，年轻群体比年长群体更热衷于情绪消费的主要原因是：1）当代年轻人面临更内卷、更焦虑的生存环境，需要通过情绪消费来缓解心情；2）中国当代年轻人出生在一个和平且物质充裕的国度，绝大部分人已不需要再为生存问题发愁，因此相应的在精神、文化、娱乐方面的消费占比就会更多，即消费结构从生存型消费往享受型、精神型消费扩展，例如当下被追捧的潮流玩具、美妆护肤香氛、古法黄金、潮流衣服鞋子等。这种情况正如在唐宋年代经济、社会发展繁荣的时候，人们喜欢穿戴精美绝伦的服饰、涂抹胭脂水粉、收藏笔墨画作、佩戴香料香包等，是物质文明发展进步的一种体现。从性别分布来看，情绪消费者中，女性的占比较高，达到64%，高于男性的36%，且男性与女性喜欢的情绪消费品类有所不同，男性情绪消费品Top5分别为数码产品、衣服鞋子、饮食、游戏氪金、手办模型，而女性情绪消费品Top5分别为衣服鞋子、饮食、美妆护肤品、首饰包包、书籍杂志等。

图表7: 情绪消费按年龄分布



图表8: 情绪消费按性别分布



资料来源: Mobtech 《2024年情绪经济消费人群洞察报告》、万联证券研究所

资料来源: Mobtech 《2024年情绪经济消费人群洞察报告》、万联证券研究所

图表9: 男性与女性情绪消费品Top10

男性情绪消费品 Top10		女性情绪消费品 Top10	
1	数码产品	1	衣服、鞋子
2	衣服、鞋子	2	饮食
3	饮食	3	美妆护肤品
4	游戏基金	4	首饰、包包
5	手办模型	5	书籍、杂志等
6	书籍、杂志等	6	演唱会/音乐节
7	解压玩具	7	香水/香薰等
8	运动课程、装备等	8	数码产品
9	首饰、包包	9	毛绒玩具
10	乐器	10	解压玩具

资料来源: Mobtech 《2024年情绪经济消费人群洞察报告》、万联证券研究所

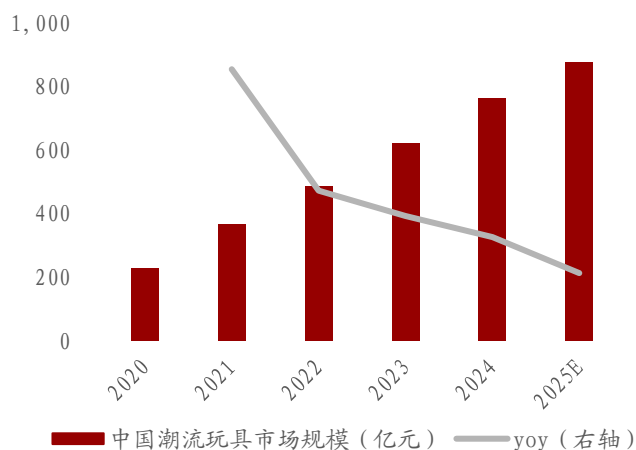
2 潮玩：我国潮玩市场快速扩容，优质企业有望强者恒强

2.1 多因素驱动中国潮玩市场快速扩容

多重因素推动中国潮玩市场规模不断扩大，行业处于快速成长期。潮流玩具（潮玩）是以潮流文化为核心，融合了艺术家和设计师设计制作的玩具，通常具有强视觉辨识度、限量发售机制、跨界联名属性等特征。潮玩的形式包括盲盒、手办、玩偶、艺术玩具、组装玩具和拼搭套装等。近年来中国潮流市场规模迅速扩大，根据中商产业研究院的数据显示，2020-2024年中国潮玩市场规模从229亿元增长至763亿元，CAGR为35.11%。此外，根据弗若斯特沙利文预计，到2025年，中国潮玩市场规模将增加至926亿元，其中，盲盒作为核心品类，占比将达到38%，其次为组装和拼接玩具/手办/玩偶/艺术玩具，分别占比19%/14%/8%/8%。

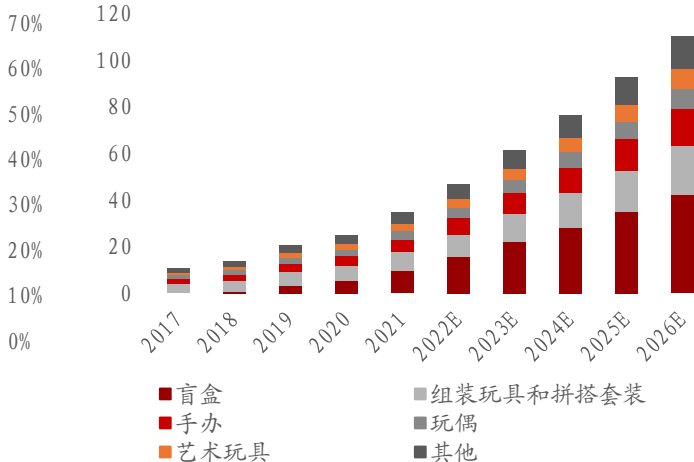
我们认为，潮玩市场的快速扩容受多种驱动因素的影响：1）我国居民可支配收入逐年增长，消费结构从生存型消费往享受型、精神型消费扩展；2）年轻群体对情绪价值需求的增加，例如消费者通过购买玩偶盲盒，并将其佩戴于包包或摆放于家中，将对虚构角色的喜爱转化为可触摸的实体寄托，把购买喜爱角色的盲盒、玩偶当成是对自我的“奖励”，以此获得满足感、愉悦感；同时，把购买到的潮玩产品与朋友进行交流分享，或者分享到社交平台，以此满足社交需求；3）潮流文化与优质IP的兴起，例如泡泡玛特独创的Labubu凭借其大眼、尖牙的形象受到消费者的喜爱，并在Lisa、蕾哈娜等明星晒出收藏款后爆火社媒平台，掀起一阵购买与收藏的潮流；4）线下消费场景与渠道的推动，近年来潮玩线下门店快速增加，知名的潮玩线下店泡泡玛特、TOOPTOY、X11、乐高、九木杂物社等，其中，2022-2024年泡泡玛特门店数从329家增加至401家，TOOPTOY从117家增加至272家，九木杂物社从489家增加至741家。

图表10：中国潮玩市场规模及预测



资料来源：中商情报网、万联证券研究所

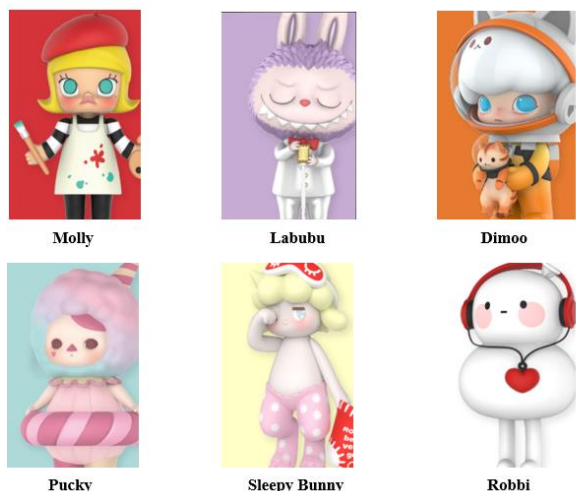
图表11：中国潮玩各品类市场规模及预测（十亿元）



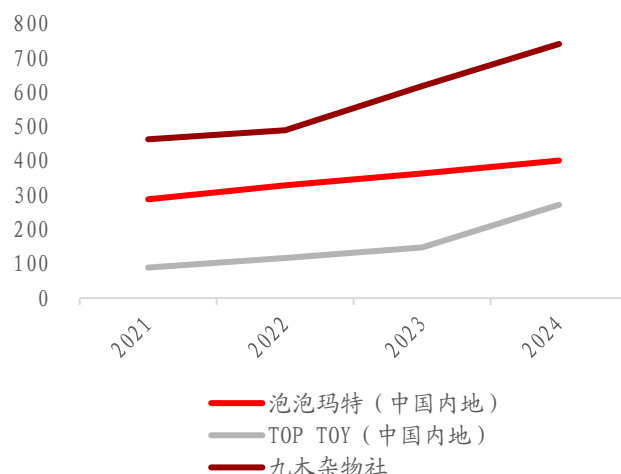
资料来源：弗若斯特沙利文、名创优品招股说明书、万联证券研究所

注：未找到弗若斯特沙利文2022年及以后的分品类市场规模统计数据。

图表12: 泡泡玛特旗下部分IP



图表13: 知名潮玩店门店数量变化(家)



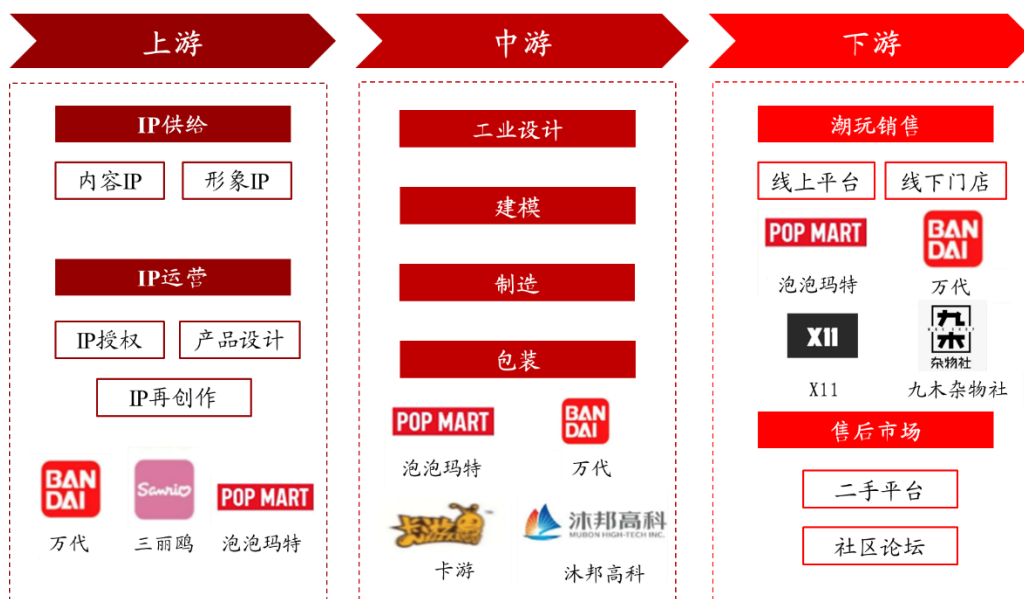
资料来源: 泡泡玛特官网、万联证券研究所

资料来源: 各公司公告、万联证券研究所

2.2 行业竞争激烈，头部企业有望实现强者恒强

潮玩产业链上游议价能力强，下游拥有优质IP的渠道商具备话语权。产业链上游是IP供给和运营商，负责对IP进行设计、授权、再创作等，是潮玩产业链的价值基础。IP分为内容IP和形象IP，形象IP大部分由企业自主开发和运营，内容IP多源自于游戏、动漫、小说、电影等。IP供给商可以将IP授权给下游的玩具商，以此赚取授权费，优秀的IP议价能力强。中游是潮玩产品制造和生产商，负责潮玩的工业设计、建模、制作和包装等，生产商依赖规模化生产降低成本。下游是终端零售商，包括线上电商平台、潮玩集合店、二手平台等，拥有多个优质IP、独家IP的渠道商话语权重。

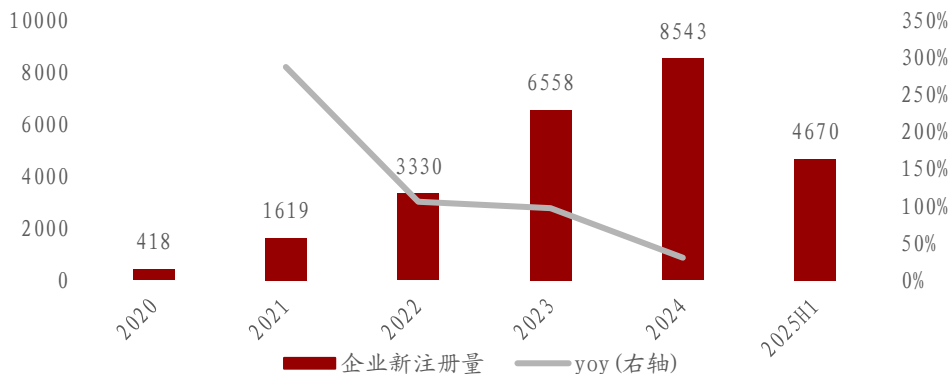
图表14: 潮玩产业链情况



资料来源: 华经情报网、万联证券研究所

行业竞争激烈，企业新注册数量呈现爆发式增长。2020-2024年，我国潮玩企业新注册量持续高速增长，新增数量从418家跃升至8543家，五年激增20倍。尽管同比增速从2021年峰值287.32%逐步回调，但2024年仍保持30.27%的双位数增长。2025年上半年新增潮玩企业4670家，行业竞争激烈。

图表15：2020-2025H1中国潮玩企业新注册数量（家）



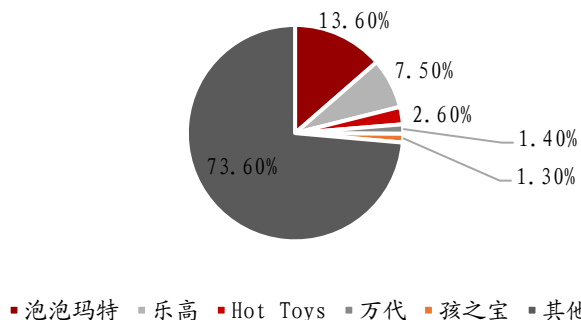
资料来源：企查查，万联证券研究所

注：2025H1的数据截止2025年6月15日。

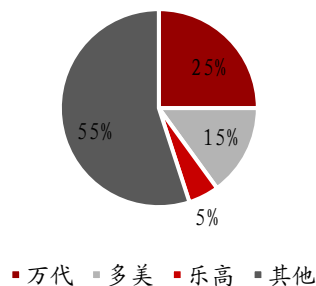
我国潮玩市场较为分散，市场集中度有提升空间。根据前瞻产业研究院的数据显示，2021年日本潮玩行业市占率排名前三的分别是万代（25%）、多美（15%）、乐高（5%），CR3为45%，行业存在头部效应。对标日本潮玩行业，中国潮玩市场相对较为分散，市占率排名前五的分别是泡泡玛特（13.60%）、乐高（7.5%）、Hot Toys（2.6%）、万代（1.4%）、孩之宝（1.3%），CR3/CR5分别为23.7%/26.4%，仍有较大提升空间。

潮玩行业呈现“本土新锐领跑增量、国际巨头主导存量”的竞争态势。泡泡玛特以盲盒玩具为核心，依托The Monster、Molly、Crybaby等IP系列实现营收的快速增长。2024年，泡泡玛特营收为130.38亿元，同比激增106.92%；卡游凭借奥特曼、蛋仔派对等IP异军突起，2024年营收实现100.57亿元创下同比高增速（同比+277.81%）。布鲁可深耕拼搭类玩具，2024年实现营收22.41亿元（同比+155.61%）；名创优品旗下TOP TOY营收9.84亿元（+44.70%），乐自天成营收6.3亿元（+30.65%），反映国内潮玩新锐企业快速扩张，跑马圈地。国际巨头中，乐高积木2024年全球营收827亿元（+12.76%），万代南梦宫营收约520亿元（+6.07%），规模绝对领先但增速显著低于本土头部。

图表16：2021年中国潮玩市场集中度



图表17：2021年日本潮玩市场集中度



资料来源：弗若斯特沙利文、名创优品招股书、万联证券研究所

注：未找到2022年及以后的中国潮玩市场集中度数据

资料来源：前瞻产业研究院、万联证券研究所

注：未找到2022年及以后的日本潮玩市场集中度数据

图表18: 潮玩市场主要玩家

	成立时间	主营产品类型	主要 IP	2024 年营业收入	YOY	毛利率
乐高 LEGO	1932	积木套装	蝙蝠侠、DC、迪士尼、哈利·波特等	743 亿丹麦克朗 (约合人民币 827 亿元)	12.76%	/
万代南梦宫	1955	IP 周边	高达、Qposket、Banpresto、Tamashii Nations 等	1.05 兆日元 (约合人民币 520 亿元)	6.07%	/
泡泡玛特	2010	盲盒玩具	Labubu、Molly、Pucky、Dimoo、The Monsters 等	130.38 亿元	106.92%	66.79%
卡游	2011	卡牌	奥特曼、小马宝莉、火影忍者、蛋仔排队等	100.57 亿元	277.78%	67.27%
布鲁可	2014	拼搭类玩具	百变布鲁可、英雄无限积木人、斗罗大陆积木人、叶罗丽积木人等	22.41 亿元	155.61%	52.60%
TOP TOY	2013	盲盒玩具	三丽鸥家族、迪士尼、乐华家族等	9.8 亿元	44.70%	/
乐自天成 (52TOYS)	2015	IP 玩具	Nook、Sleep、Lilith 及 CiCiLu 等	6.3 亿元	30.65%	39.92%
X11	2020	盲盒玩具、拼图	奶龙、Pingu、线条小狗等	/	/	/
九木杂物社	2016	中高端文创	迪士尼、哈利·波特、火影忍者、罗小黑、小刘鸭等	14.06 亿元	13.38%	/

资料来源: 各公司官网、各公司公告、万联证券研究所

覆盖全产业链、具有强IP资源、渠道布局广泛的潮玩企业有望实现强者恒强。以日本最大的潮玩企业万代为例，万代深耕潮玩全产业链，旗下拥有高达、龙珠、海贼王、奥特曼等知名IP和深厚的粉丝基础，同时，万代积极在全球范围内拓展门店，以强大的IP和市场渠道占领消费者心智。此外，日本潮玩企业三丽鸥同样拥有一众知名IP，包括Hello Kitty、美乐蒂、酷洛米、双子星、大耳狗等，覆盖不同层次消费者的喜好，并且建立了广泛的授权合作，与厂商共同开发玩具、服装、文具等品类的产品，并拓展空间授权业务，覆盖主题餐厅、饮品店、乐园等，多领域渗透营销。对标日本，潮玩龙头往往布局IP运营、产品设计、渠道销售等全产业链，这种模式不仅可以降低成本、提升效率，还能更好地把握产品生命周期，快速相应市场需求。同时，龙头企业具备强大的IP孵化和运营能力，丰富的IP资源能很好地覆盖各个层次消费者的需求，并通过各类营销手法延长IP的生命周期，实现IP价值最大化。在渠道方面，潮玩龙头通常建立了广泛的销售渠道，并实施全球化战略，以多元化的市场分散单一市场风险。我们认为，覆盖全产业链、具有强IP资源、渠道布局广泛的潮玩企业有望实现强者恒强。

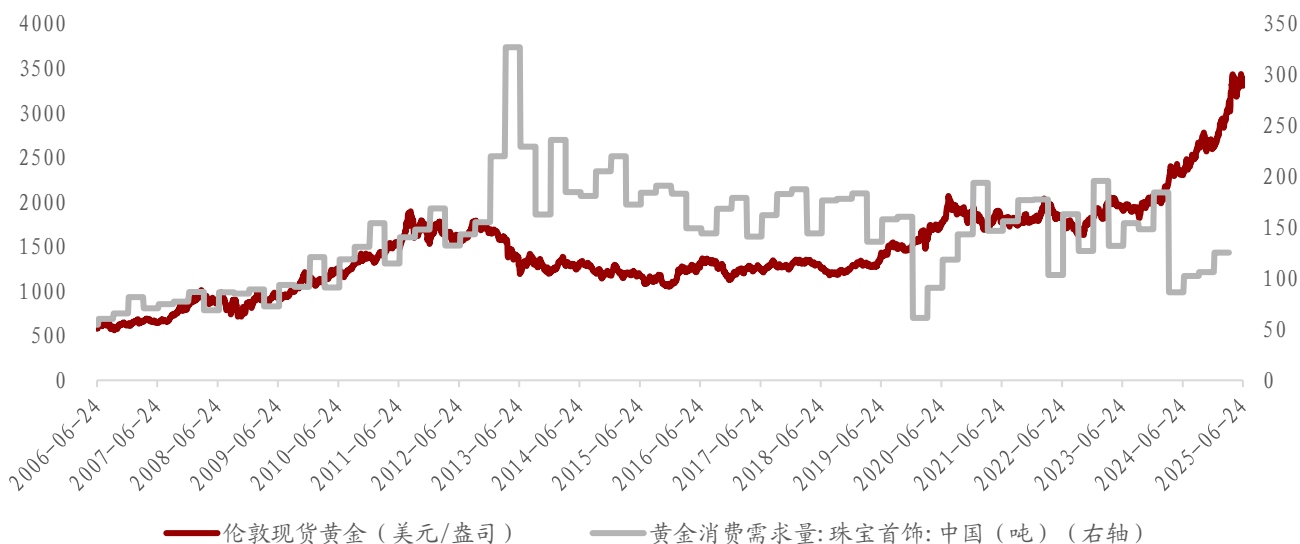
3 黄金珠宝：渠道驱动转变为产品驱动，板块高分红具有防御属性

3.1 金价创下历史新高，短期黄金首饰消费量受到抑制

黄金珠宝首饰具备“消费+投资”属性。黄金珠宝的消费属性体现在消费者购买其的目的的一般包括有婚嫁、“悦己”消费、日常佩戴、送礼等。此外，黄金还具备投资属性。由于黄金是稀有金属，其供应量有限，古时候还被当作货币进行交换，相比之下，纸币的发行量可随政府的需求而增加，容易贬值，而黄金的稀缺性使其成为了一种稳定的价值储存工具，一定程度上可对抗通货膨胀，因此也受到投资者的青睐。

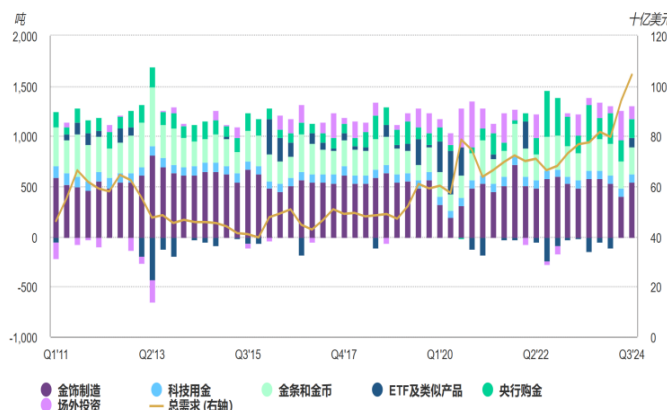
➤ **价的角度：多方因素推动现货黄金价格一路上行，创下历史新高。**近年来国内外环境愈发复杂，不确定性风险提升，各国政治动荡频繁，流动性超发下以信用为基础的世界货币体系受到冲击，叠加地缘政治风险加剧，新兴经济体央行和场外投资者持续买入黄金作为避险资产，推动金价震荡上行，2020/2021/2022/2023/2024 年黄金价格涨跌幅分别为 +24.61%/-4.33%/+0.44%/+14.59%/+25.53%，2024 年以来，黄金价格一路上行，不断创下历史新高，截止2025年6月24日，黄金现货价格达到3302.50美元/盎司，涨幅从年初以来已累计达到了26.58%。**我们判断，短期来看**，全球宏观经济的不确定性和地缘政治风险仍然存在，外加美国政府加征关税政策，或将进一步提升黄金作为避险资产的吸引力。**中长期来看**，以美元为首的世界货币体系信用降低，同时新兴经济体的黄金储备相较于西方国家有较大差距，为分散风险，全球新兴经济体央行有望持续购入黄金，金价或将被继续推高。

图表19：伦敦现货黄金价格vs中国黄金珠宝首饰消费需求



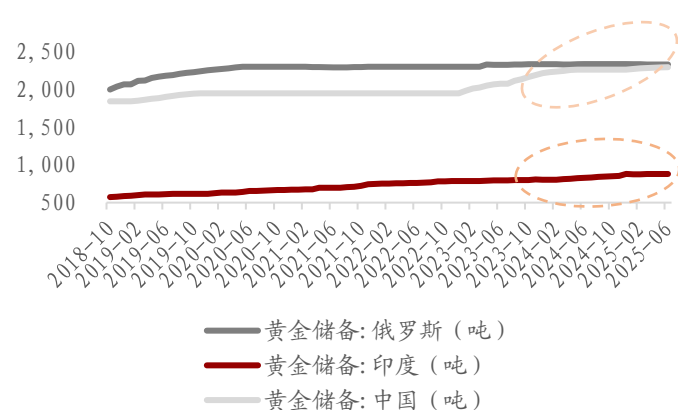
资料来源：iFinD、伦敦金银协会、万联证券研究所

图表20: 全球黄金总需求结构分布



资料来源: 金属聚焦公司、世界黄金协会、万联证券研究所

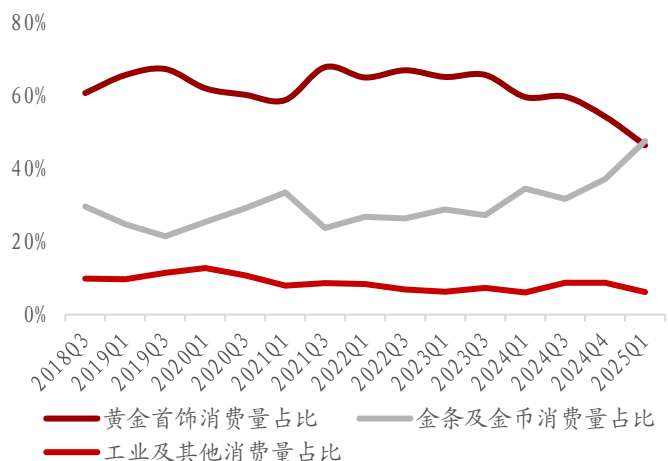
图表21: 部分新兴经济体增持黄金情况



资料来源: 世界黄金协会、iFinD、万联证券研究所

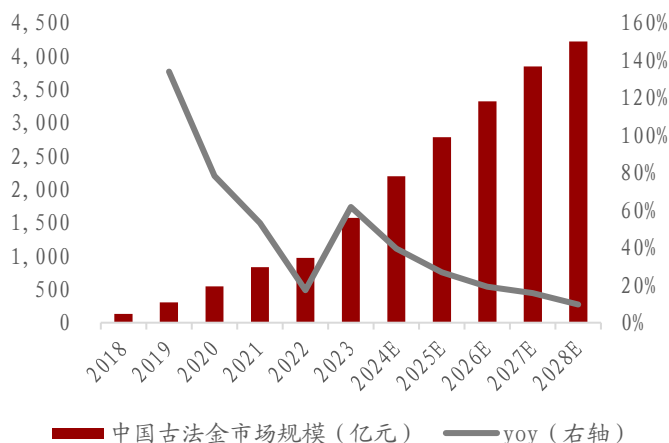
- **量的角度: 金价高位抑制了黄金首饰消费需求, 饰品工艺提升+悦己消费+保值需求成为黄金珠宝市场发展的重要驱动力。**根据中国黄金协会的数据, 2025Q1, 黄金首饰/金条及金币/工业及其他用金消费量占比分别为46.31%/47.51%/6.18%, 同比分别-13.23%/+13.09%/+0.14pct, 其中黄金首饰消费量同比-26.85%, 推测是由于金价高位抑制了部分消费者的需求。**中长期来看,**近几年黄金珠宝品牌商推出5D、5G、古法金等, 黄金工艺的提提升使得黄金饰品更受消费者青睐, 2018-2023年, 中国古法黄金市场规模快速增长, CAGR达到64.65%, 速度远超普通黄金首饰增速。此外, “悦己”消费、送礼等多场景渗透率的提升也将促使黄金珠宝首饰消费需求进一步扩大。

图表22: 各类黄金消费情况



资料来源: 中国黄金协会、iFinD、万联证券研究所

图表23: 中国古法黄金市场规模及同比增速



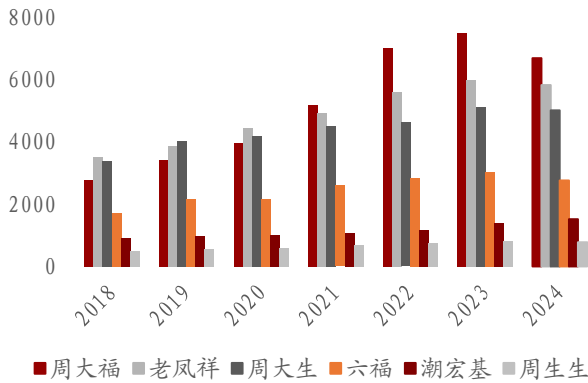
资料来源: 中国珠宝首饰行业协会、中国黄金协会、弗若斯特沙利文、老铺黄金招股书、万联证券研究所

3.2 行业发展由渠道驱动变产品驱动, 工艺设计提升吸引消费者

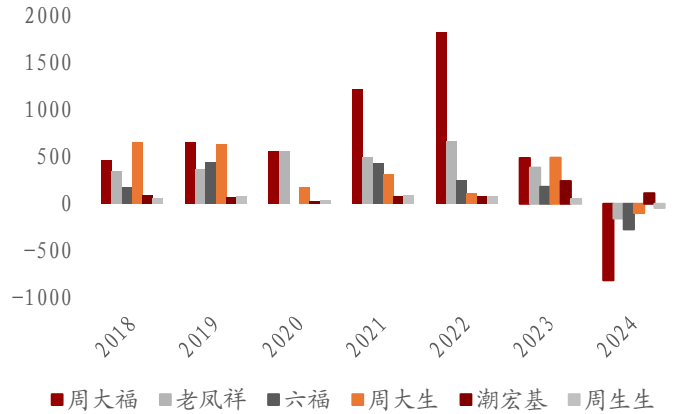
龙头开店放缓, 2024年部分龙头企业门店开始出现净减少。2020-2022年疫情期间, 中小黄金珠宝品牌商出清, 头部企业逆势扩店。到2023年, 龙头企业整体拓店速度有所放缓, 2024年受金价迅速攀升影响, 传统黄金首饰销量受到抑制, 部分龙头黄金珠宝企业出现净关店的情况, 其中, 周大福(内地)2024年净减少816家门店, 老凤祥(内地)净减少157家门店, 周大生净减少98家门店, 周生生(内地)净减少44家门店。

店。在金价高企、行业需求端疲软的背景下，预计渠道拓展仍将放缓，品牌商拓店会从单纯追求数量转变为更加关注质量，行业发展从原本的依靠渠道快速扩张变为注重门店质量和产品设计的提升。

图表24: 2018-2024年行业龙头门店数量对比（家）



图表25: 2018-2024年行业龙头门店净增加情况（家）



资料来源：公司公告，万联证券研究所

注：为增强可比性，统一取六家公司在大陆地区的主品牌门店数。

资料来源：公司公告，万联证券研究所

注：为增强可比性，统一取六家公司在大陆地区的主品牌净增加的门店数。

品牌商对黄金首饰工艺进行提升，受到消费者追捧。在国潮文化和“悦己”观念的影响之下，越来越多的消费者开始对传承了国风美学的中式黄金饰品着迷，同时渴望在传统与现代之间展现时髦态度。以老铺黄金、周大福、潮宏基、周大生等为代表的黄金珠宝企业顺应这一潮流，纷纷对产品进行创新，加大对黄金类产品的研发，推出古法金、生肖金等品类，积极与各大IP联名，同时推出兼具时尚与传统的珠宝首饰，受到消费者追捧。例如，老铺黄金以花窗、蝴蝶、金蝉、葫芦等传统中国文化元素为核心，打造出引领潮流的古法黄金产品，其中，花丝、镶嵌技艺被列入国家非物质文化遗产名录。

图表26: 部分品牌IP联名产品、古法金产品

品牌	产品系列	产品详情		
周大生	国家宝藏系列	锦绣江山 古法珐琅吊坠	足金古法葡萄花鸟纹香囊吊坠	锦绣荣华·足金点钻吊坠
				
		萌趣生肖蛇转运珠	生肖蛇吊坠	九龙子转运珠
菜百	生肖蛇系列			

中国黄金	古法承福系列	足金古法叶文冠承福项链	足金古法花丝叶文冠承福手绳	足金古法花丝叶文冠承福项链
				
周大福	MCM 联名系列	法斗犬转运珠	坐坐熊转运珠	棕色熊转运珠
				
老铺黄金	吊坠系列	花丝如意圆满吊坠	钻石款玫瑰花窗吊坠	红宝石款玫瑰花窗吊坠
				

资料来源：天猫旗舰店、万联证券研究所

3.3 板块部分公司“高分红+高股息”，具备防御属性

由于黄金珠宝行业较为成熟，不少重点公司经营稳健且现金流较为充沛，因此分红比例较高且持续性较好。2024年，潮宏基、中国黄金、周大生、迪阿股份、豫园股份的分红比例均在50%以上。股息率方面，2024年周大生、潮宏基、中国黄金、老凤祥股息率较高，对应2024年12月31日收盘价的股息率分别为6.54%、6.02%、4.06%、3.17%。

图表27：黄金珠宝重点公司每股股利、分红比例、股息率对比

	每股税前股利（元）			分红比例			股息率		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
潮宏基	0.20	0.25	0.25	89.2%	66.6%	114.7%	3.80%	3.67%	6.02%
中国黄金	0.30	0.45	0.35	65.9%	77.7%	71.8%	2.37%	4.56%	4.06%
周大生	0.60	0.65	0.65	59.7%	53.6%	69.8%	4.28%	6.26%	6.54%
迪阿股份	1.00	0.50	0.50	54.9%	290.0%	377.2%	1.59%	1.70%	2.19%
老凤祥	1.46	1.95	1.72	44.9%	46.1%	46.1%	3.41%	2.83%	3.17%
曼卡龙	0.11	0.12	0.14	39.8%	39.9%	38.2%	0.71%	0.86%	1.22%
豫园股份	0.35	0.19	0.19	35.5%	36.5%	587.2%	4.60%	3.06%	2.95%
菜绅通灵	0.00	0.10	0.00	0.0%	—	0.0%	0.00%	1.50%	0.00%
萃华珠宝	0.01	0.07	0.09	5.4%	10.5%	10.6%	0.06%	0.64%	0.96%

资料来源：同花顺iFinD、万联证券研究所

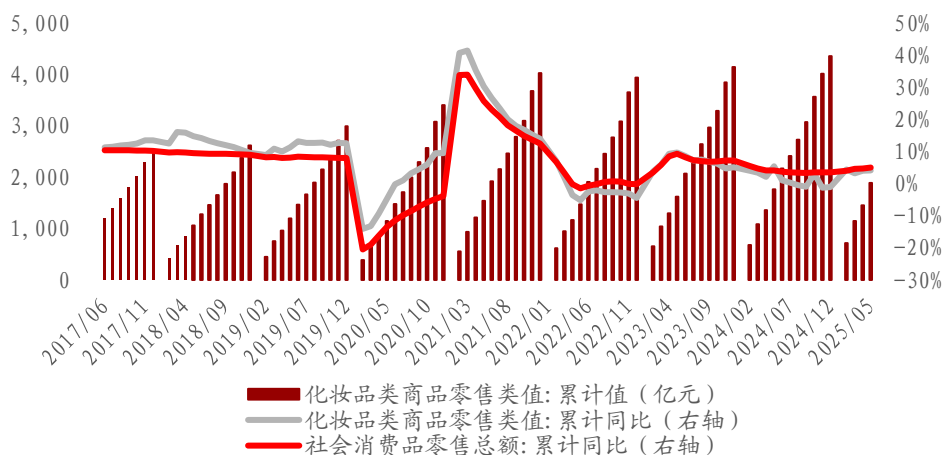
注：（1）菜绅通灵2023年分红比例为-是由于其当年归母净利润为负；（2）股息率计算指定股价为当年最后一个交易日收盘价。

4 化妆品：国潮崛起趋势明显，优秀国货品牌突围

4.1 美妆销售短期有所波动，“618”大促部分国货品牌发展势头保持良好

短期美妆行业需求有所恢复，但整体增长动力偏弱。根据国家统计局的数据，近月化妆品销售有所恢复，2025年1-5月限额以上单位化妆品零售额累计同比+4.1%，但跑输社零大盘（2025年1-5月社零同比+5.0%），行业整体增长动力偏弱。

图表28：限额以上单位化妆品商品零售额累计同比



资料来源：国家统计局、同花顺iFinD、万联证券研究所

线上：2025年“618”大促淘系美妆同比+11%，淘系GMV占比超40%。根据星图数据，2025年“618”全网销售总额8556亿元，同比+15.2%（同比增长计算口径为同比去年大促周期，2025年5月13日-2025年6月18日vs2024年5月20日-2024年6月18日），同比双位数增长推测受益于“国补+平台补贴”、促销规则简化、大促周期拉长等因素。另据青眼情报，2025年“618”全周期，美妆线上渠道中，淘系/抖音/京东/快手GMV占比分别为41.3%/35.7%/14.8%/8.2%，其中淘系美妆GMV同比+11.10%。

分品牌来看，珀莱雅、韩束等国货品牌发展势头保持良好。天猫平台方面，美容护肤榜单中，珀莱雅蝉联第1；彩妆榜单中，彩棠、毛戈平分别位列第2/3。抖音平台方面，美容护肤TOP10榜单中，国货品牌占3成，韩束、珀莱雅、自然堂分别位列第1/3/10；彩妆TOP10榜单中，国货品牌占7成，其中，蒂洛薇新上榜并位列第1，毛戈平、花西子、彩棠分别位列第2/4/5。

图表29：2025年“618”天猫护肤、彩妆品牌榜单

排名	美容护肤 TOP5 品牌	香水彩妆 TOP5 品牌
1	珀莱雅	圣罗兰
2	兰蔻	彩棠
3	欧莱雅	毛戈平
4	雅诗兰黛	雅诗兰黛
5	修丽可	NARS

资料来源：星图数据、万联证券研究所

注：底色标灰色的为国货品牌。

图表30: 2025年“618”抖音护肤、彩妆品牌榜单

排名	美容护肤 TOP10 品牌	香彩妆 TOP10 品牌
1	韩束	蒂洛薇
2	赫莲娜	毛戈平
3	珀莱雅	圣罗兰
4	海蓝之谜	花西子
5	雅诗兰黛	彩棠
6	欧莱雅	MAC
7	兰蔻	卡姿兰
8	后	柏瑞美
9	SK-II	花知晓
10	自然堂	ELL

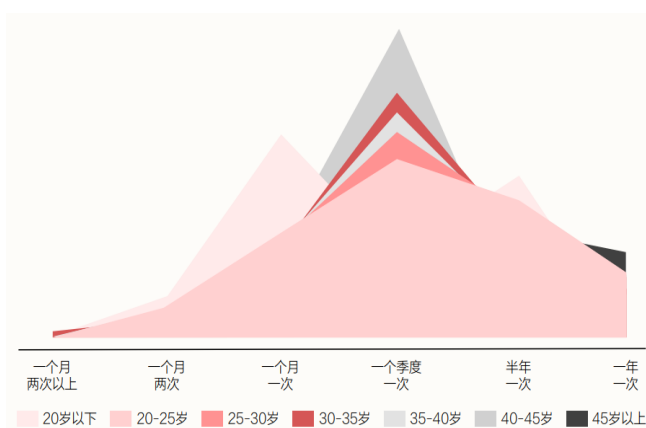
资料来源: 青眼情报、飞瓜、万联证券研究所

注: 底色标灰色的为国货品牌。

4.2 国潮崛起，部分国货品牌凭借产品力、营销、战略突围

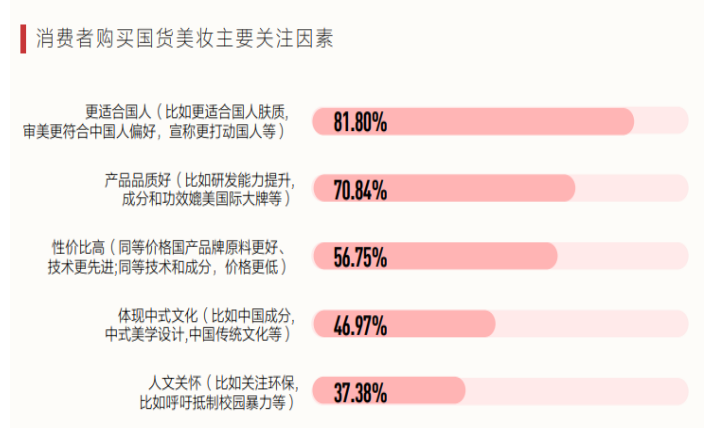
国潮崛起，年轻消费群体对国货美妆的接受程度更高。国货品牌凭借灵活的营销手段、创新的产品设计、升级的产品质量、性价比等赢得国内消费者的青睐。根据《2024小红书中国美妆行业白皮书》显示，有44.2%的消费者选择每季度购买一次国货美妆产品，从各年龄段来看，在20岁以下的消费群体中，购买国货美妆的频率普遍集中在每月一次，而年龄更大的消费群体对国货美妆的购买频率则普遍集中在每季度一次，表明越是年轻的消费者对于国货美妆的接受度越高。从选择国货美妆的主要因素来看，81.80%的消费者选择国货美妆是因其更适合国人（肤质和审美符合偏好、宣传打动国人等），70.84%是因为国货产品品质好（研发提升、成分功效媲美国际大牌等），56.75%是因其性价比高。从选择国货美妆的主要因素来看，81.80%的消费者选择国货美妆是因其更适合国人（肤质和审美符合偏好、宣传打动国人等），70.84%是因为国货产品品质好（研发提升、成分功效媲美国际大牌等），56.75%是因其性价比高。

图表31: 不同年龄段消费者购买国货美妆产品的频率



资料来源: 《2024小红书中国美妆行业白皮书》、万联证券研究所

图表32: 消费者购买国货美妆主要关注因素



资料来源: 《2024小红书中国美妆行业白皮书》、万联证券研究所

在美妆行业需求端恢复动力不足的背景下，部分国货美妆品牌如珀莱雅、韩束、毛戈平、彩棠等仍然能取得优秀的市场表现，获得年轻一代消费者的青睐，我们认为主要是通过研发赋能、打造产品差异化、推行大单品策略提升复购率、渠道营销等多个方面进行发力。

(1) 研发&科技：注重研发，科技赋能产品。目前，化妆品行业竞争激烈，产品同质化严重，不少美妆企业依靠研发赋能产品，打造产品差异化。从研发费用率来看，国内外美妆企业的研发费用率多在2%-5%左右，其中欧莱雅从2016-2024年维持研发费用率在3%左右；国内美妆企业近年来加大研发投入，2022-2024年，贝泰妮研发费用从2.55亿元提升至2.95亿元，2024年的研发费用率达到5.15%，珀莱雅研发费用从1.28亿元提升至2.10亿元。从研发团队与建设来看，多家头部美妆集团注重研发队伍的建设，例如贝泰妮开设云南植物实验室，开发多种云南特色植物功效，截止2024年贝泰妮累计发表学术论文493篇，累计立项研发国家标准样品4个，制定国家标准6项、制定团体标准68项；丸美生物以“科技创新驱动发展”为核心理念，构建更加完善的研发体系，新成立生命科学中心布局口腔健康、口服美容等新兴领域，并积极推进横琴实验室和中试基地建设。

图表33：2016-2024年主要化妆品公司研发费用率

公司简称	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
欧莱雅	3.29%	3.37%	3.39%	3.30%	3.45%	3.19%	2.98%	3.13%	2.99%
资生堂	2.15%	2.41%	2.66%	2.80%	2.93%	2.47%	2.50%	2.84%	2.75%
爱茉莉	1.50%	1.55%	1.60%	1.57%	1.85%	1.98%	2.19%	2.59%	3.51%
雅诗兰黛	1.70%	1.51%	1.32%	1.36%	1.60%	1.50%	1.73%	2.16%	2.31%
贝泰妮	-	3.62%	3.71%	2.78%	2.41%	2.81%	5.08%	5.41%	5.15%
丸美生物	2.05%	2.09%	2.15%	2.49%	2.87%	2.83%	3.06%	2.80%	2.48%
上海家化	2.34%	2.48%	2.09%	2.27%	2.05%	2.13%	2.25%	2.22%	2.66%
珀莱雅	2.92%	2.29%	2.17%	2.39%	1.92%	1.65%	2.00%	1.95%	1.95%
上美股份	-	-	-	2.88%	2.29%	2.89%	4.12%	3.00%	2.65%
毛戈平	-	-	-	-	-	0.87%	0.80%	0.83%	0.83%

资料来源：Wind、iFinD、公司公告、万联证券研究所

(2) 产品：从消费者角度出发，打造产品差异化。近年来美妆赛道竞争愈发激烈，市场面临产品同质化、消费者需求变化快等挑战，产品创新已然成为推动国货美妆产品吸引消费者关注和增强品牌认可度的关键驱动因素。根据《2024小红书中国美妆行业白皮书》显示，在消费者愿意购买的国货美妆类型中，有61.45%是因其有着独特的科技或者原料，有57.34%是因其产品符合自己的肤质或者功效需求。抗衰、舒缓敏感肌、医美术后修复补水等功效性护肤品兴起，而化妆品企业则不断顺应消费者需求，入局功效性护肤品赛道，通过核心成分打造产品的差异化。

(3) 战略推行大单品战略，提高产品销量和复购率。国内化妆品龙头公司贝泰妮、珀莱雅积极推行大单品战略，通过产品的纵向迭代（产品不断升级）+横向拓展（核心成分向其他品类扩张）扩充大单品矩阵，从而提升产品的连带销售和复购率，有效地留存客群，并进一步强化品牌。另外，大单品多为眼霜、面霜、精华等高毛利品类，推行大单品战略有助于提升公司的利润水平。

(4) 渠道&营销：随着美妆市场的蓬勃发展以及各类电商平台的兴起，国货美妆品牌获得了更多的展示空间和渠道。国货美妆企业针对消费群体的特定需求，通过在抖音、快手、微信视频号、小红书等投放短视频或图文广告，从而提高品牌的知名度和曝光度。根据《2024小红书中国美妆行业白皮书》显示，超过半数的消费者偏好通过短视

频、图文结合、直播等新媒体形式获得国货美妆信息。此外，也有部分国货美妆品牌是通过名人赋能、线下渠道建立品牌心智，例如，国货品牌毛戈平的成功则是得益于彩妆大师毛戈平先生个人权威背书和高超的妆教课程的赋能，以及在高端商圈设立专柜提供优质服务，开展线下体验式营销引流，不断加深消费者对毛戈平的印象。

图表34：功能性护肤品重点品牌科技成分

功效类型	品牌	产品	主要科技成分	功效	产品图示
皮肤学级护肤品	理肤泉	温泉活化保湿柔肤水	甘油、理肤泉温泉水、柠檬酸	补水、保湿	
	雅漾	雅漾舒泉调理喷雾	法国圣奥迪尔泉水	舒缓、保湿	
	薇诺娜	舒敏保湿特护霜第二代	马齿苋精粹、多分子透明质酸钠、青刺果油、β-葡聚糖&牛油果树果脂、10%VC、20%果酸	舒缓、保湿、修复	
		舒敏保湿特护精华液第二代	青刺果 PRO、紫球藻 PRO、丹参根精粹、释迦果精粹、马齿苋精粹、黄金肽 EQ-9		
	玉泽	玉泽皮肤屏障修护保湿面霜	植物仿生脂质技术，四种植物油脂（牛油果树果脂、霍霍巴籽油、油橄榄果油、向日葵籽油）科学配比	修护、保湿	
强功效型护肤品	珀莱雅	红宝石精华 3.0	环肽-161、自启胶原、水飞蓟素	抗皱、紧致	
		红宝石面霜 3.0	双环肽+5 重信号肽胶原助推器（水飞蓟素）重组Ⅲ型人源化胶原蛋白		
		源力精华 3.0	XVI 型重组胶原、神经酰胺 AC60、穿心莲内酯、羟脯氨酸衍生物、番茄果提取物、白柳树皮提取物、B-葡聚糖、麦冬多糖、大豆玻色因 ProECM	抗皱、紧致、修复	
		双抗精华 3.0	双抗成分 NOX-AGE; 抗氧: 99.9%高浓麦角硫因 Max、EUK-134、LIPOCHROMAN molecule、虾青素; 抗糖: 脱羧肌肽、Collrepair、合欢树皮提取物	抗衰（抗糖、抗氧）、保湿	
	丸美	小红笔眼霜 3.0	25%高浓胜肽（包括 Erasin0003、寡肽-215、棕榈酰五肽-4、乙酰基六肽-8、肌肽、芋螺肽）、藏灵菇、红球姜精粹、循环三萜	抗皱、紧致、保湿	
	雅诗兰黛	第七代小棕瓶精华	律波肽、二裂酵母、透明质酸、维生素 E	抗皱、紧致、修复	
		第五代小棕瓶眼霜	律波肽、猴面包树籽提取物、二裂酵母+酵母精粹、维生素 E		
	欧莱雅	补水抗皱眼霜 2.0	浓缩玻色因 PRO、孚玻因、玻尿酸、类蛇毒胜肽、咖啡因、红茶酵母	抗皱、紧致、保湿	
	创福康	创福康医用胶原敷料	活性胶原蛋白	修复、补水	

料/修复 贴)	可复美	可复美重组胶原蛋白敷料	重组 I 型人源化胶原蛋白原液	修复、补水	
	敷尔佳	敷尔佳白膜	透明质酸钠、对羟基苯甲酸乙酯钠、对羟基苯甲酸丙酯钠、卡波姆 940	修复、补水	
		敷尔佳黑膜	透明质酸钠、对羟基苯甲酸乙酯钠、对羟基苯甲酸丙酯钠、卡波姆 940		

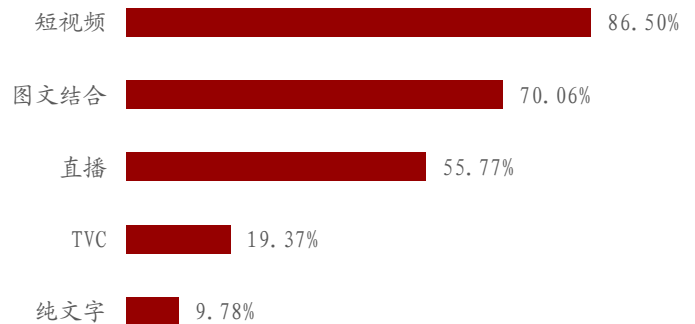
资料来源：天猫旗舰店、万联证券研究所

图表35：消费者愿意购买的国货美妆类型



资料来源：《2024小红书中国美妆行业白皮书》、万联证券研究所

图表36：消费者获取国货美妆信息的内容偏好形式



资料来源：《2024小红书中国美妆行业白皮书》、万联证券研究所

5 投资建议

潮玩：我国潮玩市场快速扩容，拥有优质IP的企业有望实现强者恒强。受益于人均可支配收入的增长、情绪消费兴起以及国内潮流文化和优质IP的崛起，我国潮玩市场近年来快速扩容，2020-2024年规模从229亿元增长至763亿元，CAGR高达35.11%。从日本潮玩行业发展情况来看，2021年CR3为45%，行业存在头部效应，且龙头通过布局全产业链提升效率，快速相应市场需求，同时，拥有丰富的IP资源和优秀的IP孵化能力，能很好地覆盖各个层次消费者的需求，并实施全球化战略，以多元化的市场分散单一市场风险。反观中国，当前我国潮玩市场相对较为分散，2021年CR5为26%，未来覆盖全产业链、拥有优质IP资源、渠道布局广泛的潮玩企业有望实现强者恒强，建议关注潮玩龙头企业。

黄金珠宝：工艺提升+“悦己”消费观念深入，看好注重产品设计、运营能力强、品牌势能强、高分红+高股息的黄金珠宝龙头企业。2024年以来金价的快速上涨抑制了黄金珠宝的消费需求，不少黄金珠宝企业业绩出现不同程度下滑，门店拓展放缓。从角度来看，全球经济不确定性以及地缘政治风险依然存在，加之美国加征关税的政策进一步提升黄金作为避险资产的吸引力。同时新兴经济体的黄金储备相较于西方国家有较大差距，为分散风险，未来全球新兴经济体央行有望持续购入黄金，金价或将被继续推高。从量的角度来看，近年来随着黄金饰品工艺提升以及“悦己”消费观念的深入，黄金珠宝首饰在非婚嫁场景的渗透率进一步提升。看好注重产品设计、运营能力强、品牌势能强、高分红+高股息的黄金珠宝龙头企业。

化妆品：国潮崛起趋势明显，优秀国货品牌突围。短期来看，化妆品行业整体增长动力偏弱，“618”大促部分国货品牌发展势头保持良好。中长期来看，供给端方面，国货美妆企业越来越注重研发投入，不少国货品牌凭借出众的产品力脱颖而出，成功捕捉当前追求性价比和产品质量的消费者客群，即便在行业需求疲软的背景下依然取得亮眼增长。需求端方面，年轻一代消费者对于国货美妆品牌的接受度提高，国货品牌有望进一步抢夺国外品牌的份额，实现市占率提升。建议关注强研发、产品力和营销能力优秀的国货化妆品龙头公司。

6 风险因素

宏观经济下行风险：当前国内发展面临较为复杂的局面，若未来经济下行，则会影响居民收入以及消费者信心，从而导致需求侧不振，影响消费市场。

消费恢复不及预期风险：受国内外环境的影响，消费市场的复苏存在不确定性，需要警惕消费复苏不及预期对各个公司经营产生的负面影响。

行业竞争加剧风险：零售市场参与者众多，竞争激烈，若无法做到产品差异化，则容易被低成本的竞争对手赶超。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场