

拥抱美护破局者、重视服饰新变革

——2025可选-纺服&美护行业中期策略

分析师：杨欣

执业编号：S1130522080010

分析师：赵中平

执业编号：S1130524050003

分析师：杨雨钦

执业编号：S1130524110005

2025/6/25

筛选·赛道选择框架：景气度✖格局变化

高景气度、格局变化剧烈，易涌现高成长性新龙头赛道→**黄金珠宝**：金价稳定依托、下半年基数走低，消费者代际切换、需求重构，向年轻化、时尚化转移，为差异化、年轻化新兴公司带来重塑格局机会，同时伴随着从龙头扩散至板块的机会。

景气度平稳，格局变化剧烈，关注求新求变公司→**美容护理**：内容电商渠道红利有所减弱，然而新成分（医美板块）、新趋势（家清个护）、新流量玩法（彩妆护肤）带动需求增长，建议优选细分赛道龙头。

景气度、格局相对平稳，关注老树新芽边际变化→**纺织服装**：渠道变革（折扣零售、分级分层等）、产品迭代驱动增长。

个股优选：1) 产品驱动型——重组胶原蛋白赛道研发壁垒深厚的【锦波生物】、【巨子生物】；黄金珠宝赛道年轻化龙头【潮宏基】。2) 渠道驱动型：营销投放方法论成熟，持续打造爆品/品牌；先行布局折扣零售业态的【海澜之家】；3) 品牌沉淀型：边际获客成本降低、持续替代国际奢侈品的【老铺黄金】。

跟踪·新消费估值方法论：终局（空间）+边际景气度（斜率）。

✖新消费虚假的估值锚：peg以及其所属行业平均估值。新消费标的往往处于快速变化期，不能按照其所处的原有行业估值去看待；由于业绩会多次上修，也不能简单按照peg给估值，可参考老铺黄金vs传统金饰、若羽臣vs传统代运营；

✓新消费真实的估值锚：算终局+跟踪边际景气度、逻辑验证度。我们认为在三个阶段新消费公司的估值会快速抬升：

- 1) **破圈阶段**——往往是通过新爆品的打造、品牌力沉淀完成等开始快速提升市占率；
- 2) **持续推新推爆**——进一步验证公司的管理能力、复制能力，远期空间置信度提升。每多一个成功的品类/子品牌时既可以上修远期空间也可以上修短期斜率，因此往往公司会经历快速的价值发现，估值抬升剧烈。
- 3) **优势沉淀**——持续推新、保持胜率的同时，ROI提升，边际费用递减。这个阶段估值会稳定在高位。而如果未能继续推新，且营销费用率持续增加，则无法到达第三阶段，会经历一波杀估值。

目录

01

板块表现复盘

02

赛道选择框架：景气度×格局变化

03

公司选择框架：产品×渠道×品牌

04

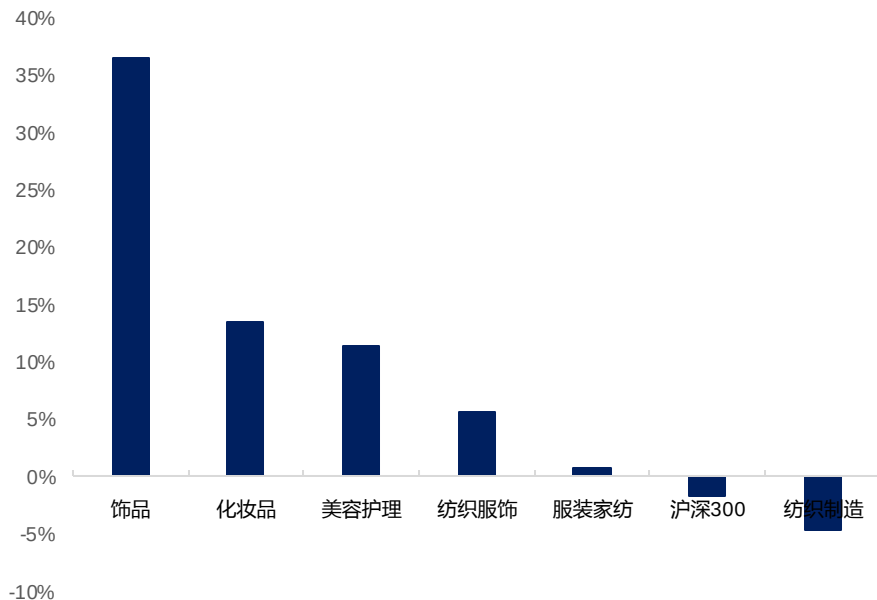
跟踪框架：新消费估值方法论

01 板块表现复盘

1.1、纺服、美护指数跑赢沪深300，饰品、化妆品表现亮眼

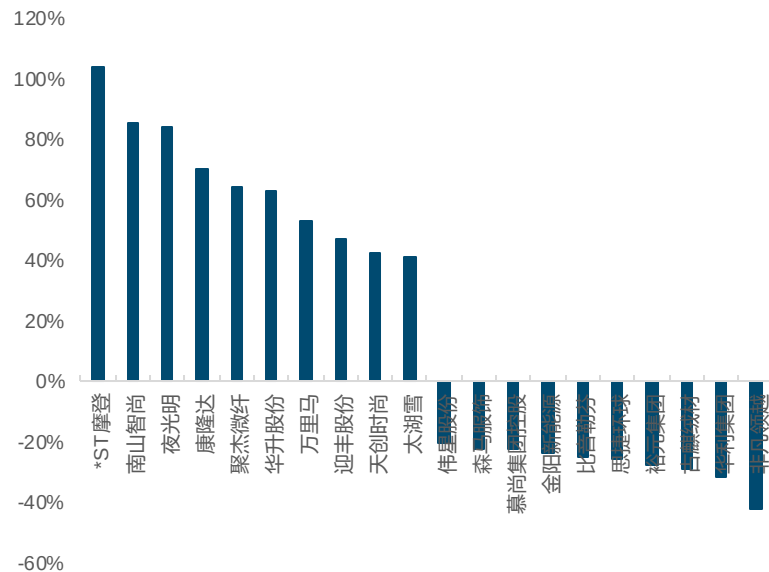
- 纺织服饰板块2025年年初至今品牌服饰好于上游制造。截至2025年6月14日，**纺织服饰板块指数较年初上涨5.22%**；按细分板块，上游纺织制造板块指数较年初下跌4.75%，下游服装家纺板块上涨0.67%。行业指数表现与基本面趋势基本相符，上游纺织制造受关税影响股价有所回调。

图表：年初至今纺服、珠宝、美护板块涨跌(%)



资料来源：wind，国金证券研究所

图表：年初至今纺服行业涨跌幅领先公司

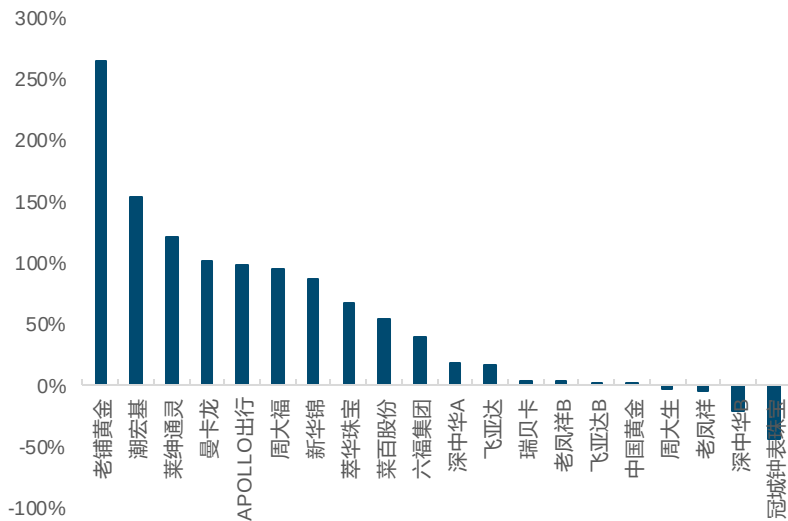


资料来源：wind，国金证券研究所

1.2、纺服、美护指数跑赢沪深300，饰品、化妆品表现亮眼

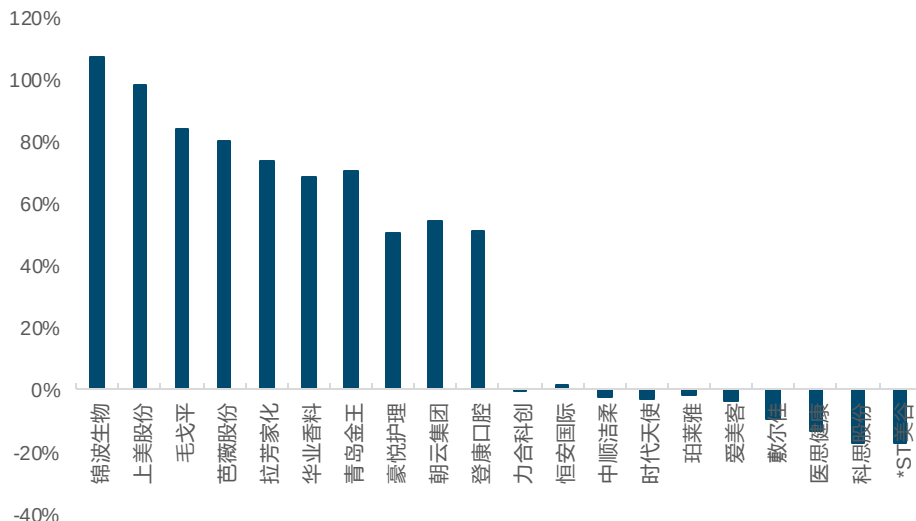
- 珠宝板块25H呈现高增速态势，行业内部分化明显。截止2025年6月14日，饰品板块较年初上涨36.4%，但内部表现为传统品牌承压、新兴品牌崛起。其中传统品牌虽然毛利率受益于金价高位运行，但收入端承压；定位年轻群体的新兴品牌受益于产品、渠道结构变动实现利润高速增长。
- 美容护理板块25H整体表现强劲。截止2025年6月14日，美护板块较年初上涨11.26%，其中化妆品板块上涨13.4%，大幅跑赢沪深300指数15.21pct，其中国货美妆品牌凭借性价比优势和创新营销策略表现突出。

图表：年初至今珠宝行业涨跌幅领先公司



资料来源：wind，国金证券研究所

图表：年初至今美护行业涨跌幅领先公司

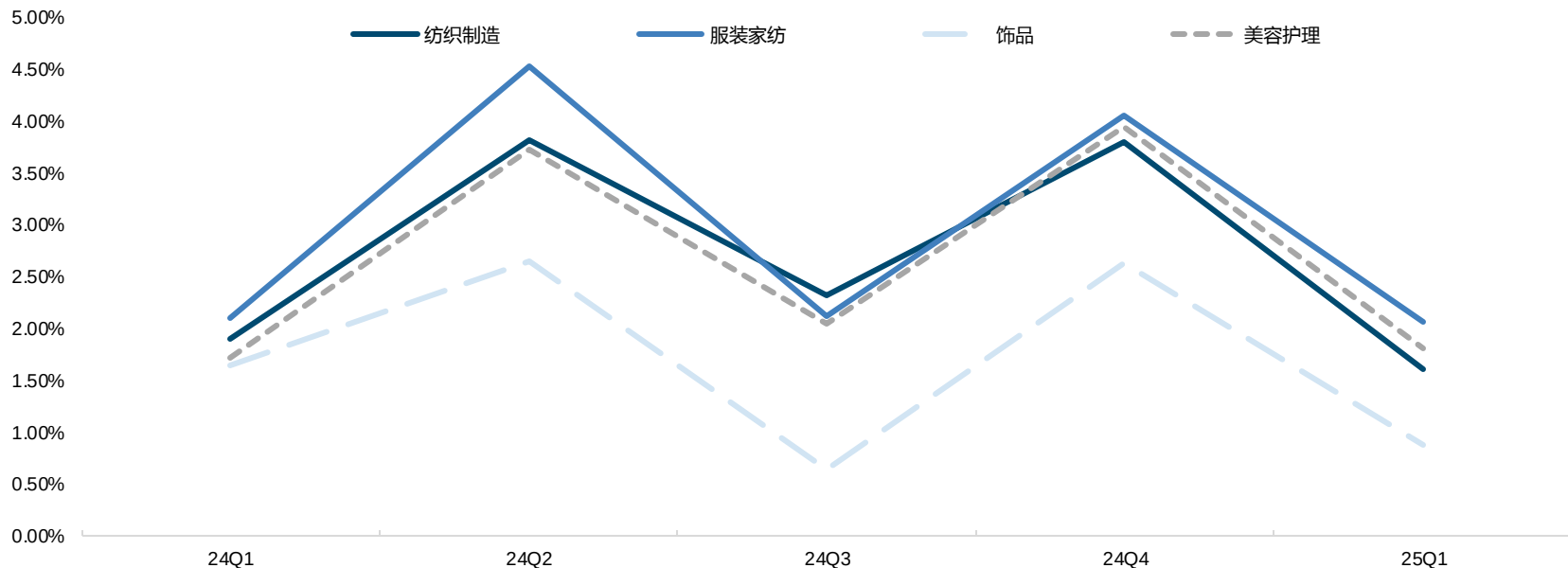


资料来源：wind，国金证券研究所

1.3、板块持仓：25Q1环比24Q4下降，25Q2预计提升明显

- 2025Q1纺服板块基金持股比例为1.60%，相比2024年末环比下降2.2pct；美护板块持股占比为1.80%，相比2024年末环比下降2.14pct；饰品板块持股比例为0.87%，较24Q4环比下降1.76pct，25Q1纺服、美护、珠宝版块处于低配区间，随着新消费赛道热度持续走高，25Q2三个赛道基金持股比例预计显著提升。

图表：纺服、珠宝、美护板块基金持股比例（%）



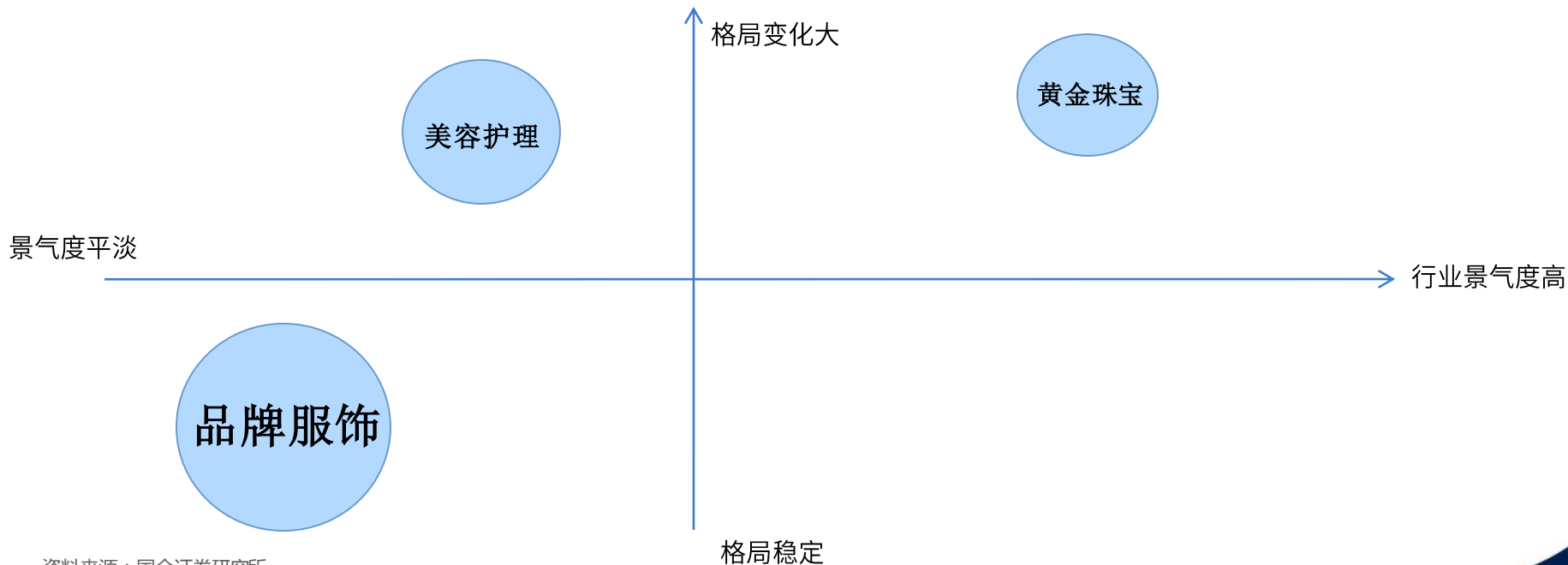
资料来源：同花顺ifind，国金证券研究所

02 赛道选择框架： 景气度×格局变化

2.1、赛道选择框架：首选景气度高以及格局变化大的行业

- **景气度**：判断行业需求如何。高景气度赛道意味行业总量快速扩大，龙头/二三线标的均有望持续受益。
- **格局变化**：判断行业供给端变化幅度，格局变化大的行业部分公司凭借差异化产品/渠道/营销可以实现市占率大幅提升。
- **结论**：黄金珠宝赛道(高景气度+格局变化大)>美容护理赛道(景气度平稳+格局变化较大)>品牌服饰(景气度平淡+格局稳定)

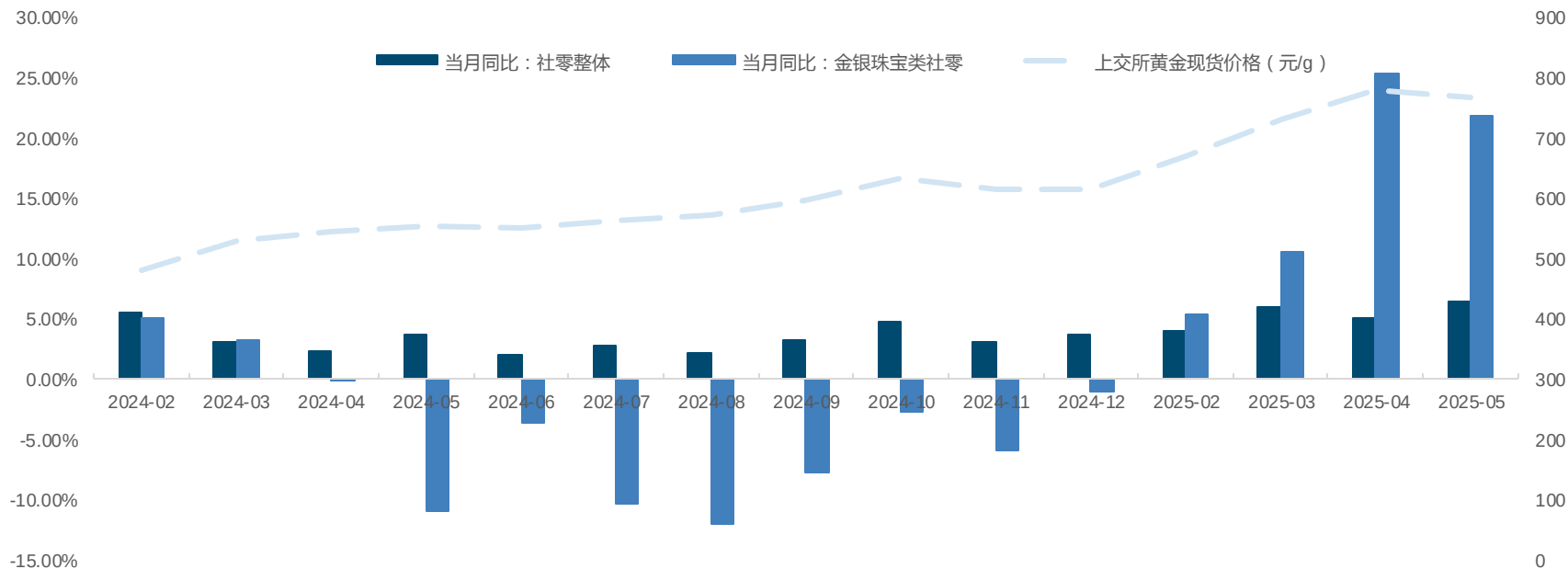
图表：首选景气度高以及格局变化大的行业



2.2、黄金珠宝：景气度加速+格局剧烈变化

- 景气度加速**——源于金价上涨，带来消费+投资双重属性。2025Q1珠宝行业整体呈现强复苏态势，2025年1-4月珠宝零售累计增速为10.4%，高于社零整体增速5.7pct，4月单月增速为25.3%，环比上升9.7pct。25年以来金价持续提升，强设计属性品牌表现突出。

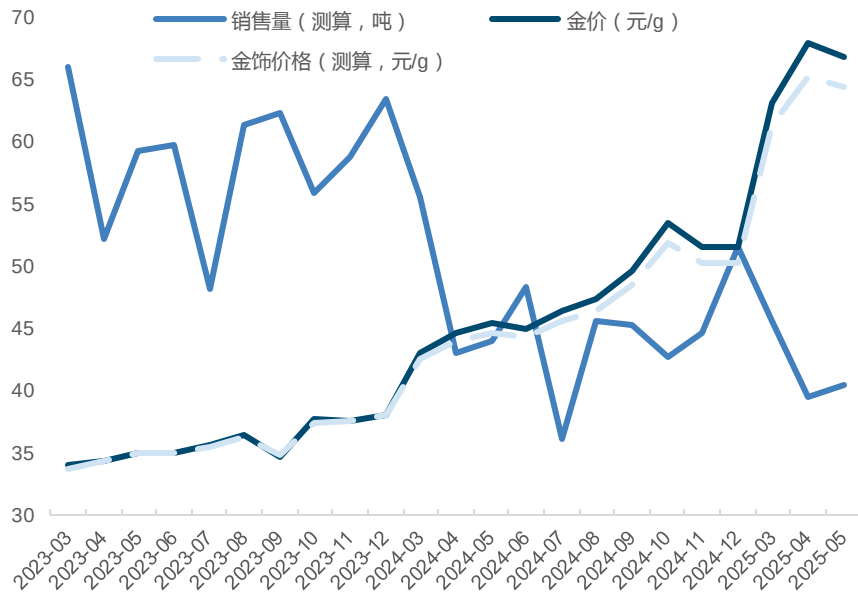
图表：珠宝社零当月同比增速（%）与金价（元/克）对比



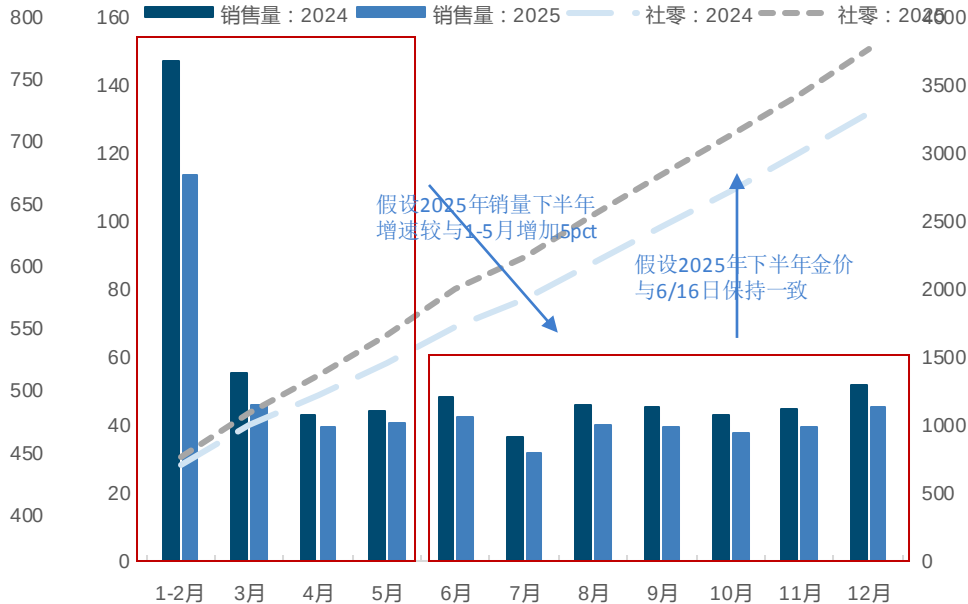
2.2、黄金珠宝：景气度加速+格局剧烈变化

- 景气度加速**——金价与需求呈现U型，连涨预期下黄金的投资属性驱动需求回升。2024年下半年金价低基数下急涨，黄金珠宝社零急降后持续回升。经测算2025年1-5月黄金珠宝消费量同比-18.2%，假设下半年消费量增速不变，金饰价为761.33元/克（根据6/16日金价加权），预计2025年6-12月黄金珠宝社零总和为2101.92亿，同比+14.13%。

图表：金价（元/g）与黄金珠宝销售量（吨）走势对比



图表：2025H2珠宝销售量（吨）和社零（亿元）测算

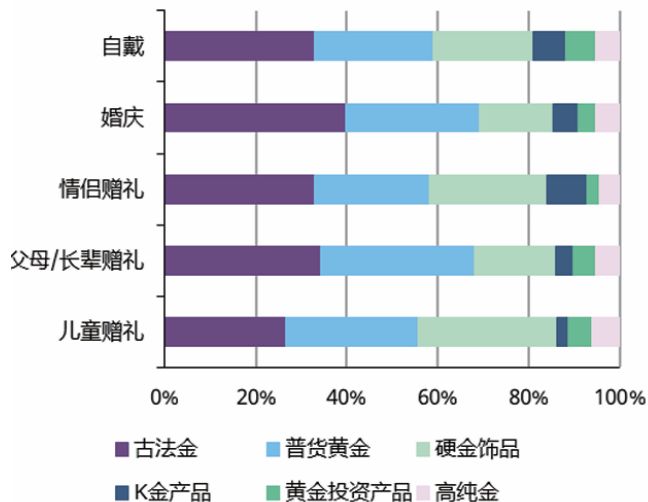


注：考虑到部分黄金饰品为一口价，假设2025年一口价产品比例20%，加权计算金饰价格变化

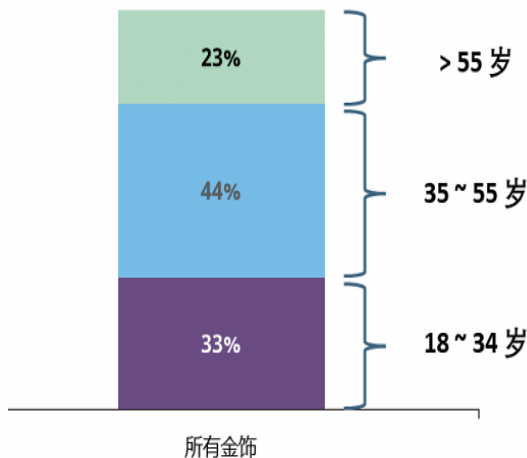
2.3、黄金珠宝：景气度加速+格局剧烈变化

- 格局变化大**——Z世代逐渐成为黄金消费市场新主力人群。虽然中年消费者由于其更高的收入、礼赠需求和对黄金的传统偏好，因此在各年龄段中黄金消费占比最高，但18至34岁的消费者仍贡献了超过三分之一的金饰零售额，且对零售商利润贡献最高的品类（硬足金产品），主要由年轻消费者购买。此类产品设计新颖、单价低、轻量化的特性吸引了年轻消费群体。

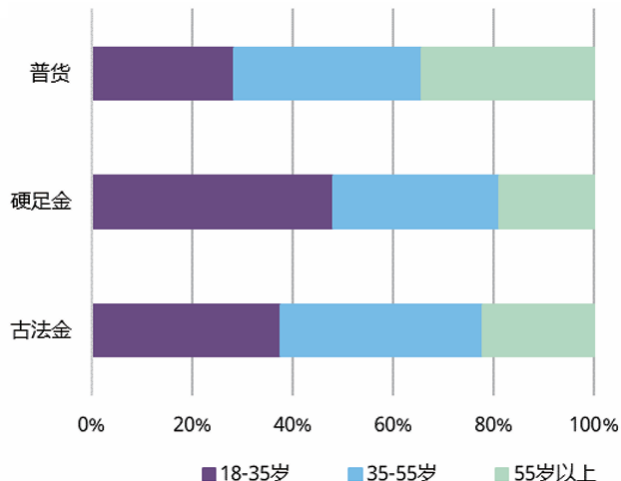
图表：不同金饰类别在主要消费场景中的销售额占比



图表：各年龄段金饰消费者占比



图表：各年龄及各品类金饰消费者占比



2.3、黄金珠宝：景气度加速+格局剧烈变化

- 格局变化大**——黄金受众年轻化趋势导致消费者关注点变化，由贵重保值向情绪价值切换。本质是代际切换下的需求重构。年轻一代在消费黄金饰品时主要存在四大心理：①稳健投资：黄金仍作为传统保值投资工具；②工艺升级：工艺技术和材质升级，东方美学与现代极简融合符合年轻审美；③社媒潮流：年轻用户通过各大社交平台创建黄金相关话题，通过参与话题构建时尚人设、寻找归属感，以黄金饰品为媒介进行社交；④个性化定制：通过联动IP、二次元文化、星座等非传统元素，实现个人情感和文化认同。

图表：金饰热潮回归，融合审美高流量

社媒黄金饰品穿搭/搭配/叠戴热度

264.1万

「黄金搭配」声量

1.91亿

「黄金搭配」互动量

+372%

「黄金搭配」声量环比

金饰成为中式贵气感的代名词

*声量增速

+321%

「黄金x国风」

+486%

「黄金x贵气感」

+603%

「黄金x新中式」



“黄金有种藏不住的东方贵气感！血脉觉醒！还是黄金香，黄金项链项链转运珠手链太好看了，祥瑞随行”

黄金有种藏不住的东方贵气感！

社媒黄金配饰热门内容

#黄金叠戴 话题浏览量 3,009.4万

#黄金叠戴



黄金x手链叠戴

互动量：6.4万



叠戴手链

互动量：1.9万



叠戴手链

互动量：6.4万

#黄金配饰 话题浏览量 1,675.8万

#黄金配饰



金气两入

互动量：2.3万



叠戴分享

互动量：1.3万



叠戴手链

互动量：267

图表：金饰热潮回归，融合审美高流量

社媒黄金礼物相关热度

#黄金礼物

互动量

1.60亿



#黄金礼物

声量

140.7万

#黄金礼物

声量环比

+237%

黄金礼物热门话题



黄金寓意

8,616

1.1万

黄金礼赠场景

1.1万

1.1万

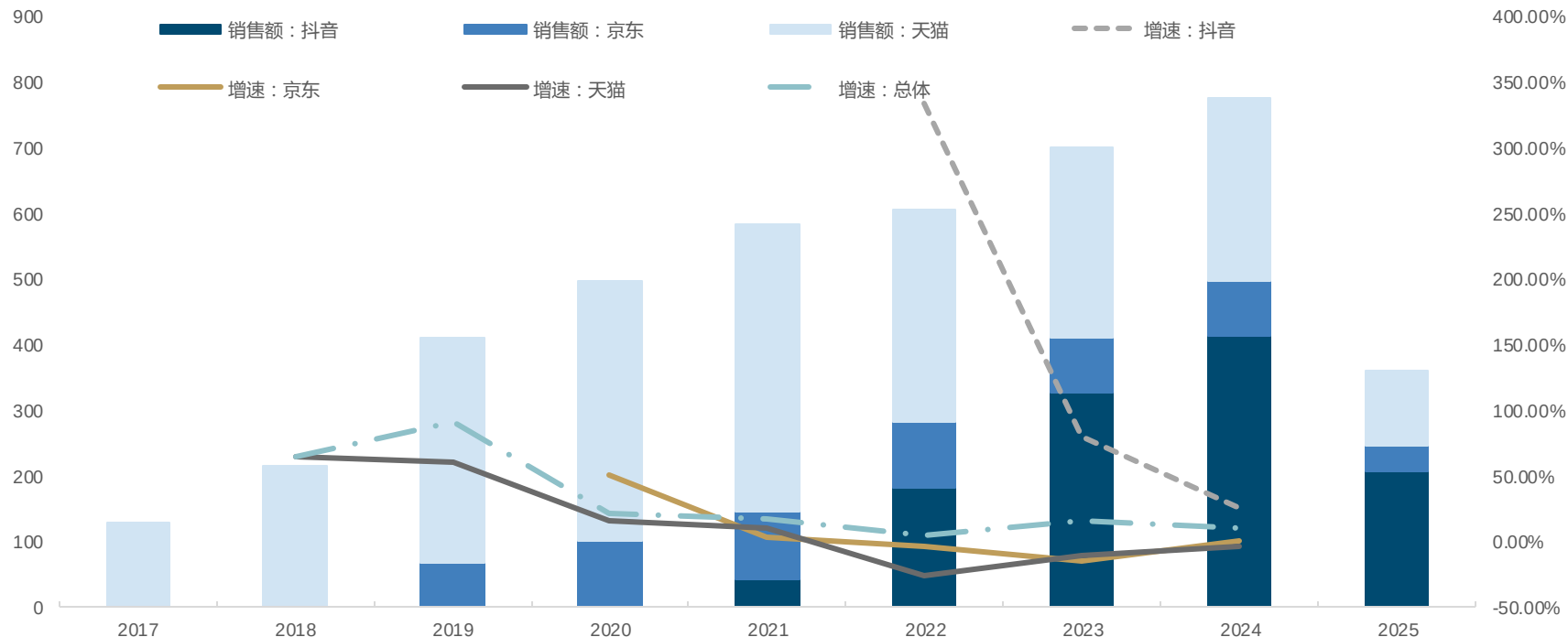
社媒黄金礼物热门产品



2.3、美容护理：景气度平稳+格局变化大

- 景气度平稳——前几年国内彩妆、护肤品增长较快，内容电商渠道红利已经释放较为充分，增量主要来自于抖音渠道。

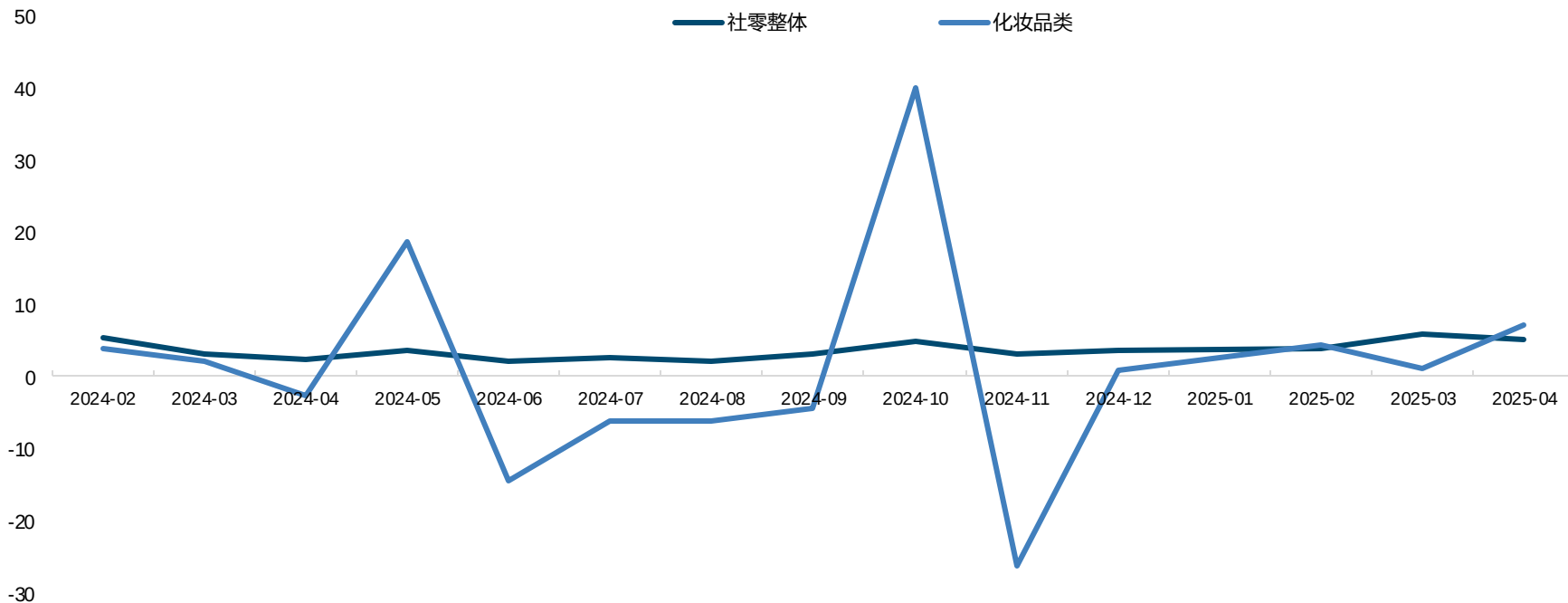
图表：彩妆电商平台销售额（亿元）和增速（%）



2.3、美容护理：景气度平稳+格局变化大

- **景气度平稳**——2025年1-4月化妆品零售累计增速为4%，低于零售整体增速0.7pct，但4月单月增速高于社零增速2pct，零售增长提速。618大促下一线品牌表现突出。

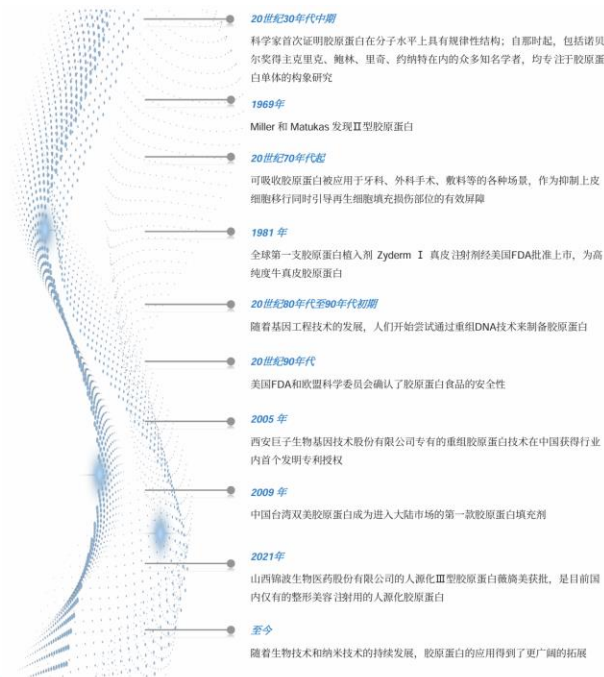
图表：化妆品社零当月同比增速（%）



2.3、美容护理：景气度平稳+格局变化大

- 格局变化大**——新的成分带动需求增长，医美>个护>彩妆，产品的研发壁垒越高新成分带来的边际变化越大（医美胶原蛋白蚕食玻尿酸市场，胶原蛋白市场规模从2017年的10亿元人民币增长至2021年的32亿元人民币，复合年增长率为33.5%，2020年中国医疗美容类玻尿酸终端产品的市场规模达到57.7亿元人民币，2016-2020年复合增长率为24.0%）。

图表：胶原蛋白及其医美注射类产品发展历史



图表：中国已上市部分国产玻尿酸医美注射类终端产品

分类	企业	国家	品牌	型号	注射部位
国产	爱美客	中国	嗨体	1.0	皮内真皮层，颈部
				1.5	皮内真皮层，颈部
				2.5	皮内真皮层，颈部
			逸美一加一		皮肤皮下浅层至深层，中重度额头皱纹和中重度鼻唇沟皱纹
			宝尼达		皮肤真皮深层及皮下浅层之间，中重度额头皱纹和中重度鼻唇沟皱纹
	华熙生物	中国	爱芙莱		真皮层中层至深层，鼻唇沟
			润百颜	黑金	鼻部、下巴
				白紫	皱纹（眼纹、鱼尾纹等）
			润致	娃娃针	浅层，长效水光
			填充系列产品		按分子量分为不同型号，唇部、眼周、鼻唇沟、泪沟等
进口	吴海生科	中国	海薇		面部真皮组织中层至深层，鼻唇沟
			海魅		面部真皮组织中层至深层，鼻唇沟
			姣兰		面部真皮组织中层至深层，鼻唇沟；唇红体和唇红缘的皮下（或黏膜下），唇部

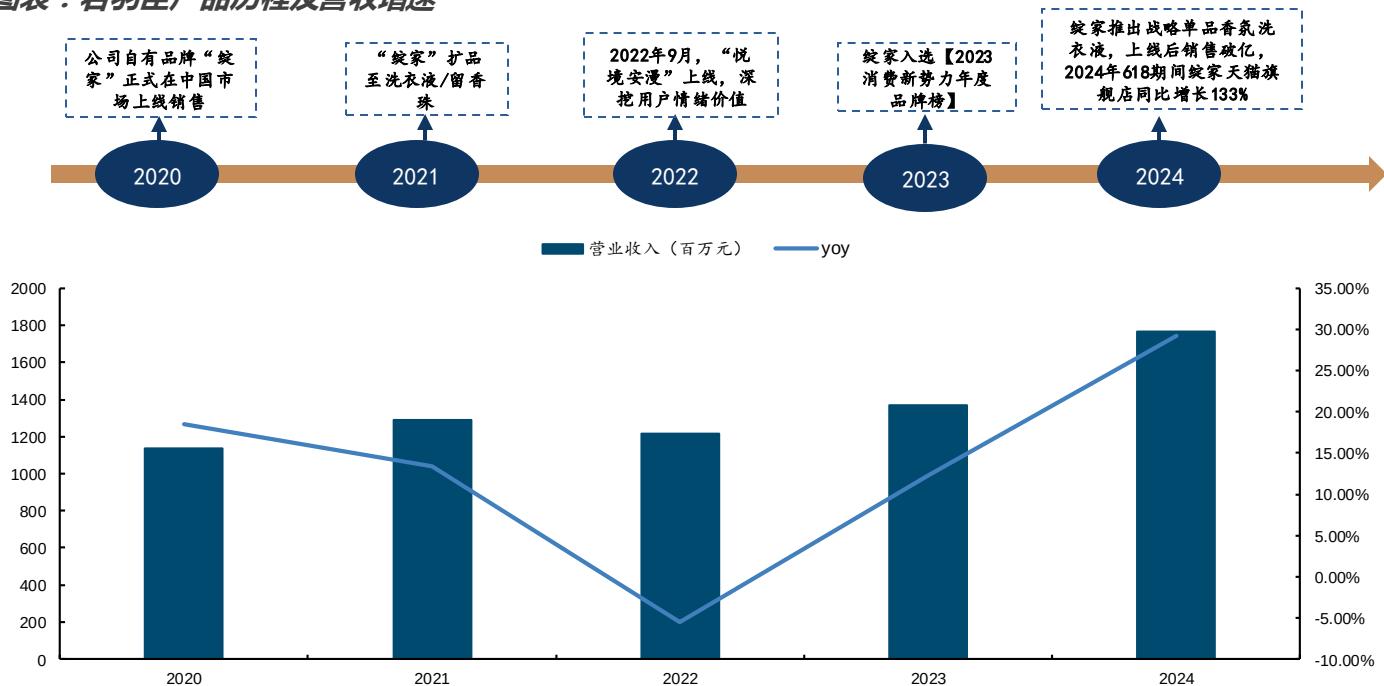
图表：中国胶原蛋白医美注射类上市产品（截止2024年4月）

企业	产品	成分	胶原蛋白类型	上市时间	产品图片
锦波生物	薇旖美	重组胶原蛋白	Ⅲ型	2021	
长春博泰	弗缦	牛胶原+利多卡因	I型+Ⅲ型	2012	
双美生物	肤柔美	猪胶原	I型	2009	
	肤丽美	猪胶原	I型	2012	
	肤力原	猪胶原+利多卡因	I型	2019	
	肤美微	猪胶原+利多卡因	I型	2022	
荷兰汉福生物科技	爱贝芙	牛胶原+PMMA+利多卡因	/	2002	

2.3、美容护理：景气度平稳+格局变化大

- **格局变化大**——一个护产品原先较为传统，从现在趋势来看品牌商加大了新概念推出，比如若羽臣香氛洗衣液等等，本质上是解决了消费者更多的痛点，从数据上来看若羽臣近两年取得加速发展，营收分别同比增长12.25%/29.26%。

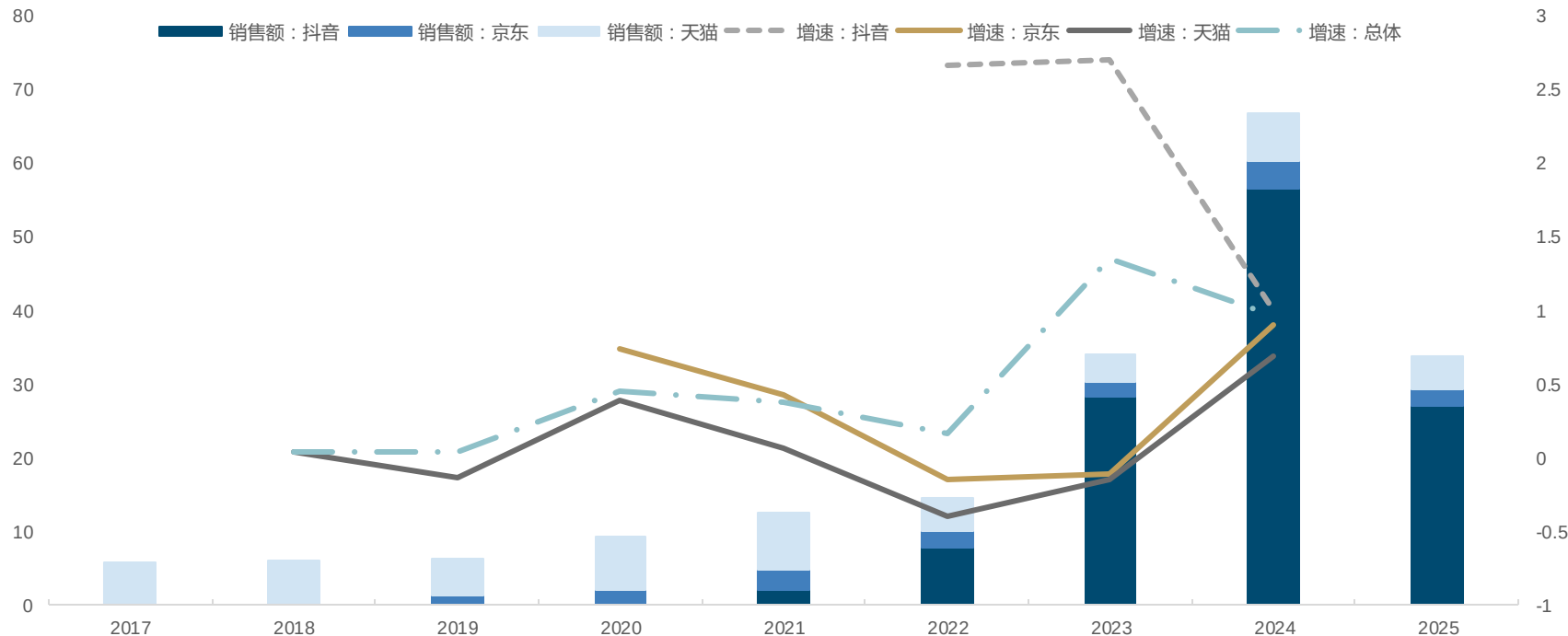
图表：若羽臣产品历程及营收增速



2.3、美容护理：景气度平稳+格局变化大

- **格局变化大**——流量玩法带来格局变化，美妆近年来达播、抖音短剧营销驱动增长，以韩束为例抖音渠道快速增长，已成为占比最高的渠道。

图表：韩束电商平台销售额（亿元）和增速（%）

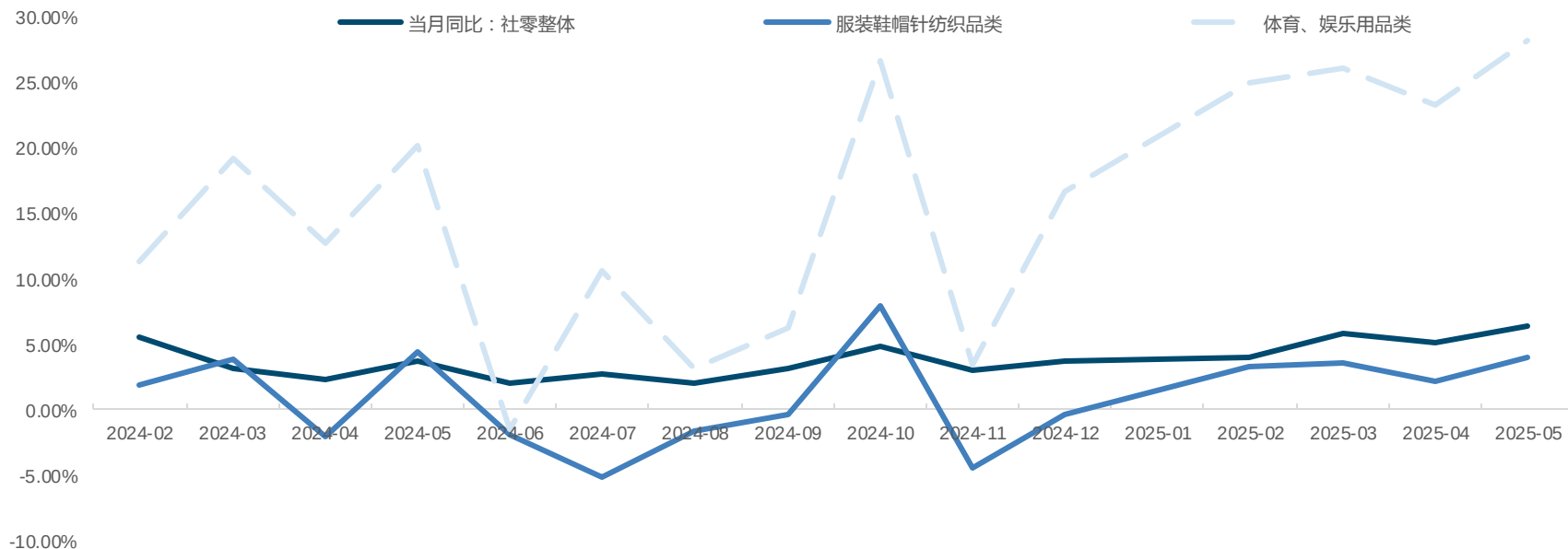


资料来源：久谦，国金证券研究所

2.4、纺织服饰：景气度平稳+格局稳定

- **景气度平稳**——25Q1服装零售同比增长3.4%，其中4月服装零售同比增长2.2%，表现弱于整体消费大盘，主要因为4月部分地区天气异常，对板块主要公司春装流水形成影响，5月服装零售同比增长4.0%，环比有所改善，受益于618大促提前以及天气情况恢复，整体来看我们认为服装消费处于弱复苏过程，板块复苏的潜在弹性和改善空间较大。

图表：服装社零当月同比增速（%）



2.4、纺织服饰：景气度平稳+格局稳定

- 格局稳定**——服装需求在过去的10年中逐渐完成重构，运动/户外服饰逐步取代部分男/女装市场，目前鞋服的科技创新都在末期，以运动鞋为例，一般周期为20年左右，自阿迪2013年推出超临界发泡中底后产品科技没有重大变化。

图表：跑鞋科技处于周期末期



2.4 纺织服饰：景气度平稳+格局稳定

- 格局稳定**——但渠道和产品端出现部分新业态/产品，例如折扣零售（京东奥莱）、垂类门店（安踏冠军）、新卖点产品（枸杞内裤），供给端的变化一方面给品牌带来核心竞争力，另一方面创造了部分新需求。

图表：折扣零售/新渠道/新产品

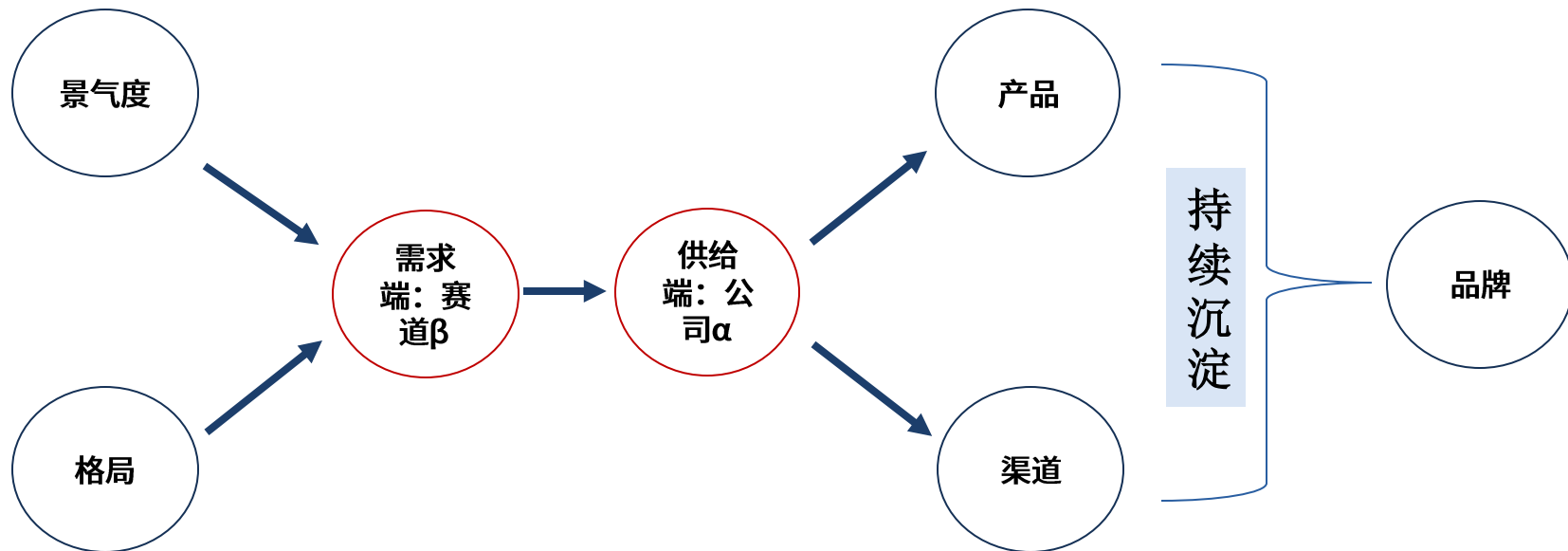


03 公司选择框架： 产品×渠道×品牌

3.1 选择好公司：强产品/强渠道/强品牌

- **近年整体消费趋势**：供给扩张趋于同质化。因此在选择需求端高景气赛道后首选赛道内产品/渠道/品牌建设较强的公司，即通过供给的差异化获得更大的行业份额。

图表：自上而下配置思路



- ### 图表：水光针明确按Ⅲ类器械监管、合规产品稀缺

图表：潮宏基产品结构



锦波生物：胶原蛋白赛道严监管、高研发壁垒优势

- 大单品仍处于快速成长期，且新单品获批有望打造第二成长曲线，2024年医疗器械板块营收同比+84.37%，薇旖美覆盖终端医疗机构约4000家。1) 薇旖美是国内唯一获批重组胶原蛋白三类医疗器械，2022年起水光针需三类证，监管收紧下竞品稀缺；2) 面中部填充剂定位高端填充市场，2024年8月提交注册申请，安全性更优，有望替代部分玻尿酸和再生材料，打开医美填充市场。

图表：锦波生物产品布局



图表：主营重组胶原蛋白+抗HPV生物蛋白产品

产品分类	产品类别	产品	代表细分产品	品牌	应用领域	终端客户群体	22年收入占比
重组胶原蛋白产品	医疗器械	重组III型人源化胶原蛋白植入剂	重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维	薇旖美	皮肤科	医疗机构	2.55亿元占比65%
		重组胶原蛋白皮肤修复敷料	医用III型胶原蛋白溶液	薇旖美	皮肤科	医疗机构	
		重组胶原蛋白阴道敷料（凝胶型）（无菌型）	医用重组人源胶原蛋白功能敷料（凝胶型）（无菌型）	薇旖美	外科	医疗机构	
	功能性护肤品	重组胶原蛋白黏膜修复敷料	重组人源胶原蛋白阴道敷料	妮润、初黎	妇科	医疗机构	0.66亿元占比17%
		重组胶原蛋白精华液	164.88 肌频活性蛋白面部精华液	肌频	日用护肤	终端消费者	
抗HPV生物蛋白产品	医疗器械	胶原蛋白面膜	重组胶原蛋白面膜	金波	日用护肤	终端消费者	0.47亿元占比12%
		抗HPV生物蛋白敷料/膜	抗HPV生物蛋白敷料	新洛	妇科	医疗机构	

图表：重组胶原蛋白在医美抗衰中具备高潜力

私密抗衰	注射类	中胚层疗法（水光针）：透明质酸、动能素、胶原蛋白等	当前市场上产品卡位水光针+眼周年轻化；随着支撑填充效果好+持续时间长，重组胶原蛋白填充剂获证上市，有望进一步打开市场空间
		占位型填充（静态纹）：玻尿酸、胶原蛋白	
		除皱（动态纹）：肉毒素	
	光电类	再生型（静态纹）：童颜针、少女针	胶原蛋白：兼具美白、修复、保湿、支撑填充四重功效，为肌肤提供营养、诱导胶原再生，且安全性更高，几乎无副作用
		射频类：热玛吉、热拉提等；光子嫩肤；超声刀	

私密抗衰：注射重组胶原蛋白可以增强阴道抗张能力、增厚阴道固有层和肌层，有助于细胞外基质重塑，在改善阴道松弛症、阴道粘膜老化萎缩等领域具有潜力

巨子生物：医美储备布局，胶原蛋白填充剂优先审批

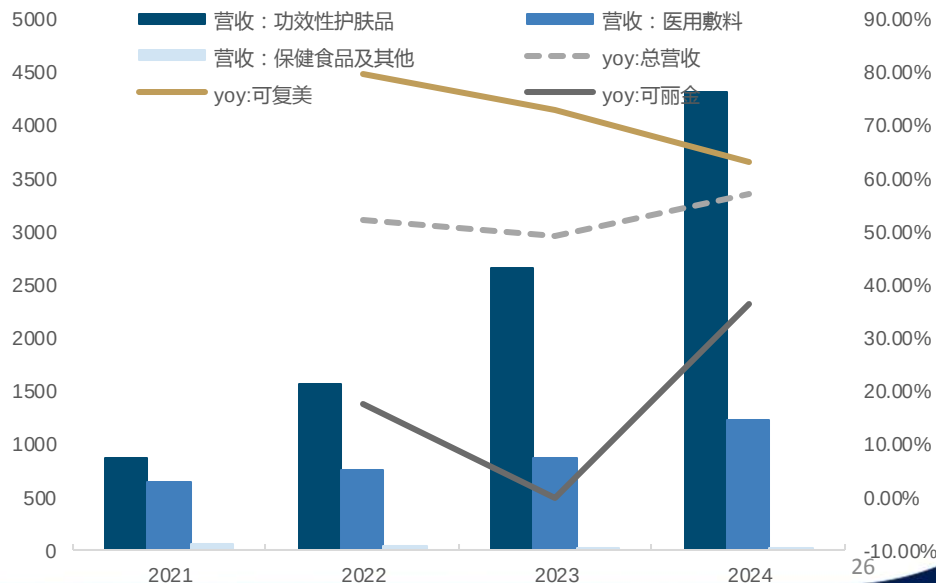
- 巨子生物在已有大单品高增长的基础上，不断拓展在医美及严肃医疗领域的应用边界，2024年医疗器械板块扩容明确。
- 1) 可复美与可丽金持续推新，构建多元产品体系，其中可复美收入同比增长62.9%，可丽金收入同比增长36.3%；2) 公司积极拓展Ⅲ类医疗器械赛道，2024年12月获针对中重度颈纹的Ⅲ类医疗器械注射用重组胶原蛋白填充剂优先审批资格，具备快速注册能力；目前，公司具备多款医美新品储备，有望凭借全面适应症布局；3) 胶原技术持续升级，推出Ⅳ型热塑胶原等创新原料，支撑品牌在功效端的差异化，叠加线上多渠道运营能力，巨子生物有望实现从单品驱动向体系化增长的转变。

图表：可复美产品矩阵



资料来源：官方小程序，国金证券研究所

图表：巨子生物营收拆分（百万元）、品牌营收增速（%）



资料来源：公司年报，国金证券研究所

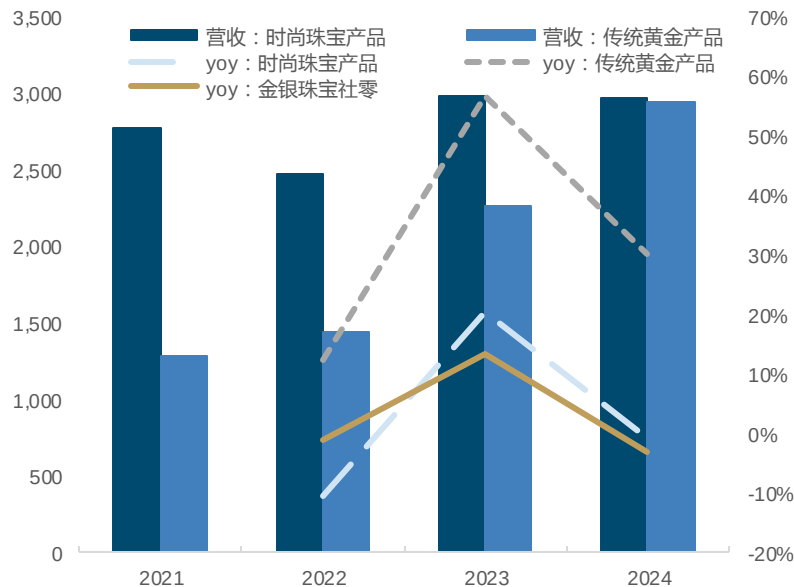
潮宏基：聚焦黄金珠宝年轻化，高上新率引领潮流

- 潮宏基凭借“年轻化+时尚感”的品牌定位，持续构建产品审美力与快速上新机制双优势。1) 面对大克重金饰动销承压，公司主力产品聚焦2000-5000元价格带，快速触达年轻消费群体，同店收入表现优于行业；2) 自建设计研发体系与产能体系，强化原创审美力壁垒，非遗花丝系列、臻金梵华等凭借独特的中国元素和设计美学顺应消费者“为设计与文化买单”的趋势，有效提升溢价空间。2024年公司传统黄金产品营收同比+30.21%，高于珠宝社零增速33.31pct；3) 持续推动IP年轻化联名策略，增强品牌热度与传播广度，同时带动新品快速迭代、稳固客群粘性。

图表：潮宏基系列产品价格



图表：潮宏基分产品营收（百万元）及增速（%）



注：2025年6月16日当日金价为787.93元/g

资料来源：官方小程序，国金证券研究所

资料来源：公司年报，国金证券研究所

3.3 渠道驱动型：

- 渠道驱动型**：在渠道端塑造差异性。①线上为主：通过一套有效的营销打法，不断重复打造爆品的【若羽臣】，能够迅速洞察主要流量阵地变化，能够最快调整打法的【上美股份】；在流量从搜索变成推荐后快速适应并重新打造差异性的【南极电商】。②线下为主，开设竞品难以复制业态的【海澜之家】以及【安踏体育】。
- 跟踪指标：关注流量变化趋势，关注投流比例/渠道结构。

图表：电商平台积极打造差异化优势

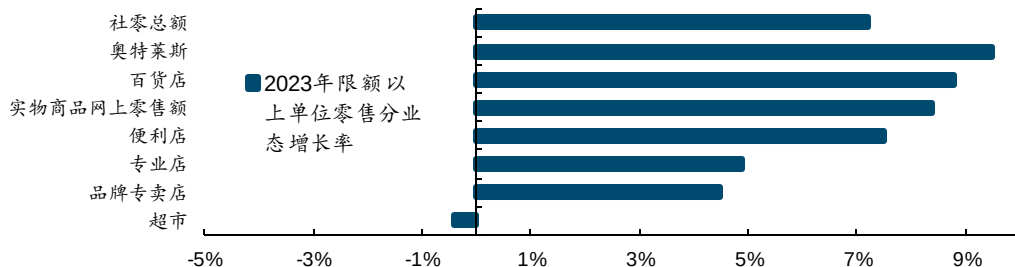
平台	淘	京东	拼多多	抖音
战略特色定位	商品类目全	正品高质量	性价比	内容电商
经营目标	追求GMV的稳定增长	保持利润增长，提升GMV	保持GMV增长，提升利润质量	重点追求GMV增长，关注内容转化率
战略执行层面变化	低价优先 ↓ GMV增长优先	低价优先 ↓ 加大低价战略实施力度	低价优先 ↓ 坚持低价优先战略	低价优先 ↓ GMV增长优先，回归内容电商本质
配合战略转型的策略与规则示例	- 在价格和服务体验方面加大投入力度，如优化“仅退款”规则，增强优质商家售后自主权 - 提高低价商品（如快消品类）的供给类目，完善低价战略的商品丰富度 - 利用规模效应，技术驱动的供应链创新提高低价战略竞争力，如推出9.9包邮、扩大会员的免运费次数等措施 - 进一步降低低价竞争劣势，如推出自动调价等规则 - 流量规则优化：将提供高质量内容吸引用户作为流量规则的优化方向			

图表：各电商平台流量规则对比

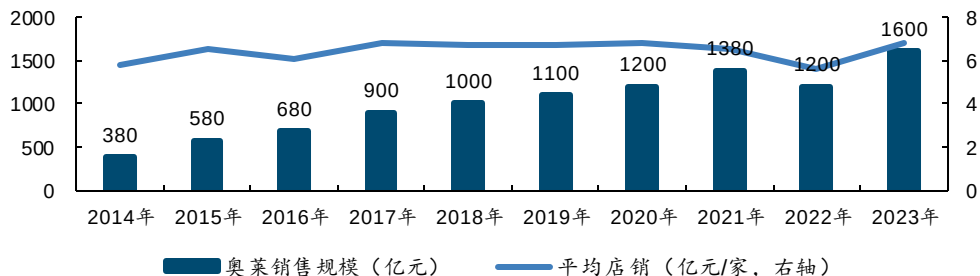
平台	淘	京东	拼多多	抖音
战略特色定位	商品类目全	正品高质量	性价比	内容电商
主要品类	品牌服饰、美妆、母婴等	3C数码、家电家居等	生鲜、日用百货等	日用百货、美妆护肤、珠宝首饰等
主要商家类型	品牌商、中小商家等	自营、品牌商、有品牌授权的商家等	中小商家	品牌商、中小商家等
主要盈利模式	佣金+广告收入	买卖价差+佣金+广告收入	佣金+广告收入	佣金+广告收入
流量分发逻辑	由低价优先，转向GMV导向与低价导向并重的流量分发模式	低价优先	坚持低价优先的底层逻辑，但2024年，百亿补贴、秒杀等流量引擎会进一步向优质好物进行倾斜	由低价优先，转向GMV导向与低价导向并重的流量分发模式

资料来源：《2024年中国电商市场研究报告》，国金证券研究所

图表：中国奥莱业态领跑



图表：中国奥莱销售规模

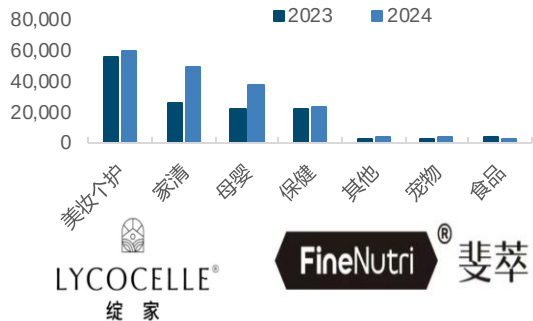


资料来源：奥莱领秀，《2023-2024中国奥特莱斯行业白皮书》，国金证券研究所

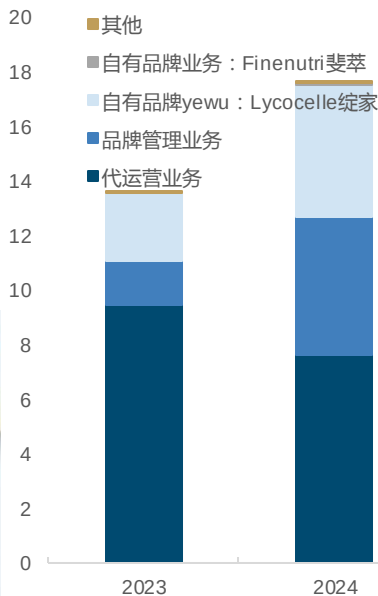
若羽臣：强营销能力构筑强爆品复制能力

- 通过“自有品牌+品牌管理+代运营”业务体系构筑护城河，形成从品牌孵化、营销投放到渠道运营的链路闭环。1) 自有品牌绽家高端家清定位清晰，以“香氛+高颜值”切入高景气细分赛道，精准契合年轻家庭对功能与情绪价值的双重需求，2024年绽家在高基数下营收仍实现同比+80.09%；2) 品牌管理业务放量显著，2024年营收同比+212.24%，有望打造第二增长曲线；3) 传统代运营业务虽受行业红利消退影响占比下滑，但公司通过抖音、小红书等新兴渠道快速切换以及构建线上线下零售体系，实现多渠道高增，其中2024年线上/线下营收分别同比+26.72%/+295.34%。

图表：若羽臣类别营收（万元）及代表产品



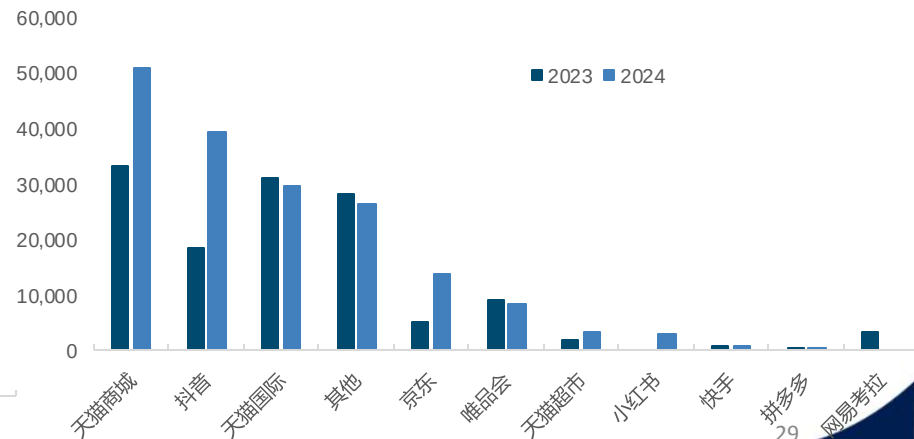
图表：自有品牌、品牌管理业务占比大幅提升



图表：若羽臣完善线上、线下体系



图表：若羽臣线上平台营收（万元）



上美股份：流量敏感，多平台打法灵活

- 上美股份凭借对渠道趋势的敏锐洞察与快速执行能力，通过短剧引流、自播矩阵搭建及多平台打法复制，成功打造韩束全域增长路径。1) 善于捕捉流量风口，率先与抖音达人合作短剧，品牌高频植入且不损观感，制造高度曝光。在用户粘性高、播放门槛低的短剧赛道快速打爆韩束产品，抢占流量红利窗口。2) 构建多账号直播矩阵，实现全天直播常态化运营，主推商品各有侧重。3) 渠道敏感度高，具备多平台打法迁移能力。除抖音外，公司对天猫、京东、拼多多等渠道的运营策略不断优化，销售持续起量。2024年抖音/天猫/京东销量分别同比+185.98%/ 88.63% /42.07%。

图表：韩束开拓新流量打法

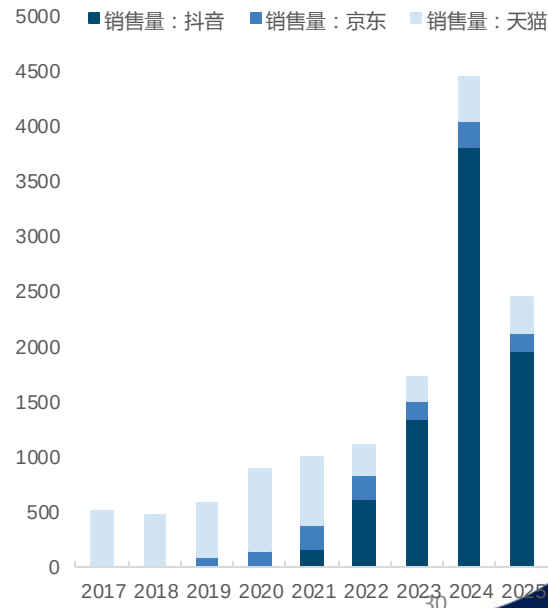


图表：25年5月韩束获抖音护肤品牌榜top1

5月抖音护肤品牌榜TOP10 (5月1日-5月31日)

品牌	销售额(元)	销量(件)	平均成交价(元)
韩束	1亿+	100w+	100-200
赫莲娜	1亿+	10w-25w	1600-1800
珀莱雅	1亿+	100w+	200-300
海蓝之谜	1亿+	10w-25w	1400-1600
雅诗兰黛	1亿+	25w-50w	600-700
SK-II	1亿+	10w-25w	1800-2000
欧莱雅	1亿+	100w+	200-300
后	1亿+	50w-75w	400-500
兰蔻	1亿+	25w-50w	500-600
自然堂	1亿+	75w-100w	200-300

图表：韩束多渠道快速放量 (万件)



南极电商：转型推荐式打法，主动匹配爆品+人群

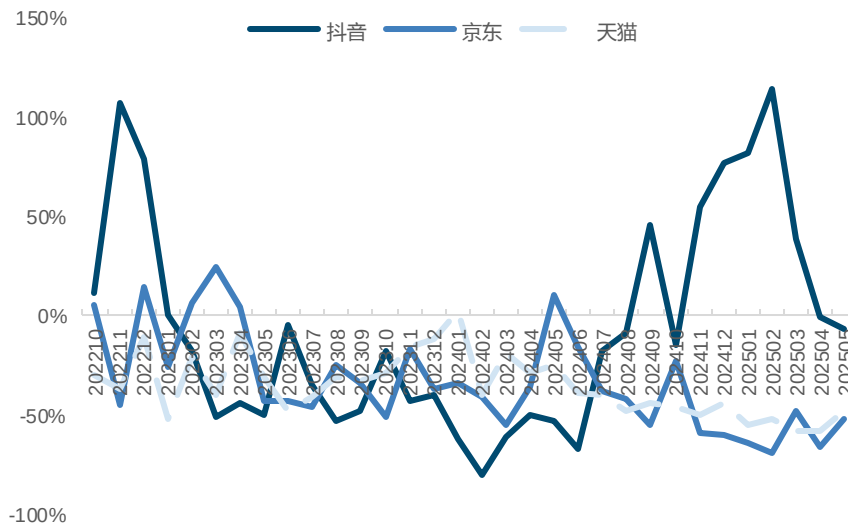
- 关注南极电商在推荐流驱动下的战略重塑能力，推动品牌势能修复。1) 主动应对类目搜索向内容推荐的流量迁移，改造打法重塑增长路径。在搜索流量红利式微背景下，弱化了对低价走量的打法，转向“爆品+人群”匹配打法。2) 以“自采做深+加盟做宽”重构货盘结构，聚焦大单品和品质感，2024年冬季自营商品动销率超90%。3) 打通线上推荐流+货架流、线下快闪+门店探索的全渠道路径，验证品牌力修复，线上方面，2024年12月抖音GMV同比增长102%，2025年5月，南极人在天猫平台销量同比增长70.12%，至393.51万件。

图表：明星代言+线下快闪店，轻奢系列高曝光度



资料来源：腾讯新闻，淘宝，国金证券研究所

图表：分平台销售量单月同比增速（%）



资料来源：久谦，国金证券研究所

海澜之家：京东奥莱扩展线下渠道

- **主业稳健，京东奥莱增量成为α。**2023年，公司和海新体育合资组建斯搏兹，公司出资1.6亿元持有斯搏兹40%股权，2024年以8800万元增持11%股权，合计持有51%股权，成为斯搏兹控股股东。斯搏兹2023年营业收入5.97亿元，净利润0.85亿元，净利率14%，业绩主要来自在京东和唯品会销售运动及户外品牌尾货，为公司带来3400万元投资收益。今年以来，公司发力F&C和城市奥莱两个项目，有望带来明显业绩增量。F&C目前门店数突破400家。

图表：京东奥莱轻资产模式周转快风险可控

	传统奥莱	TJX	海澜之家城市奥莱	荟品仓	唯品会
折扣模式	硬折扣	硬折扣	硬折扣	硬折扣	硬折扣
商业模式	品牌折扣直销店	品牌折扣集合店	品牌折扣集合店	品牌折扣集合店	线上特卖会
渠道	线下为主	线下为主	线下为主	线下为主	线上
位置	城市近郊/远郊		城市购物中心	城市近郊	
平均面积 (m²)	10 万	2000	~3000	1.1 万	/
城市	一线城市为主，近年来出现城市化趋势	美国营收贡献 78%，加拿大、欧洲和澳洲贡献 22%	/	华东地区为主	/
进货模式	代销	买断	大部分为可退货模式	买断	代销
买手	/	1300	/	/	2000+
品类	服饰为主	服饰营收贡献 65%	服饰为主	服饰为主	服饰营收贡献 54%
品牌等级	拥有部分顶奢，知名品牌为主	拥有部分轻奢，大众品牌为主体	拥有部分轻奢，大众品牌为主体	大众品牌为主	大众品牌为主
品牌数量	110	2.1 万	~60	3000	3 万+
折扣	7 折左右	20%-60%	探索期，仍在快速迭代	1-3 折	30%-90%
门店数量	全球 600 家左右，中国 239 家	~5000	1	~30	/
店效 (亿元)	6.2	0.7	/	~1	/
坪效 (万元/m²)	1.28	4	/	~1	/
毛利率	/	30%	/	/	24.35%
净利率	/	8.25%	/	/	7.77%

安踏体育：核心场拉动店效高增长

安踏体育运营能力α凸显。24全年安踏主品牌营收为335.2亿元，同增10.6%，其中核心场拉动作用显著，超级安踏、作品集等新零售业态店效持续提升，部分超级安踏店店效已提升至传统店3倍。FILA品牌营收为266.3亿元，同增6.1%，其中鞋类拓展顺利。迪桑特与可隆品牌高店效模式持续，其中迪桑特品牌店效5000 万以上门店达 21 家，超亿元门店达5家；可隆进一步拓展南部门店，24年流水翻倍增长。25Q1延续良好的增长趋势。

图表：安踏体育高基数下逆势增长

公司	品牌	23Q1	24Q1	25Q1
安踏体育	安踏主品牌	中单位数增长	中单位数增长	高单位数增长
	FILA	高单位数增长	高单位数增长	高单位数增长
	其他品牌	75%-80%增长	25%-30%增长	60%-70%增长
李宁	李宁	高单位数增长	低单位数增长	低单位数增长
特步国际	特步主品牌	约 20%增长	高单位数增长	中单位数增长
	索康尼	-	-	超过 40%增长
361 度	361 度主品牌	低双位数增长	高双位数增长	10%-15%增长
公司	品牌	2025 年营收预测		
安踏体育	安踏主品牌	高单位数增长		
	FILA	中单位数增长		
	迪桑特/可隆	同比增长超 30%		

3.4 品牌驱动型：

- **品牌驱动型**——通过多年的积淀，将产品、渠道优势向品牌优势转化。比如【老铺黄金】。
- **跟踪指标**：获客成本不再增加，因为产品足够稀缺。

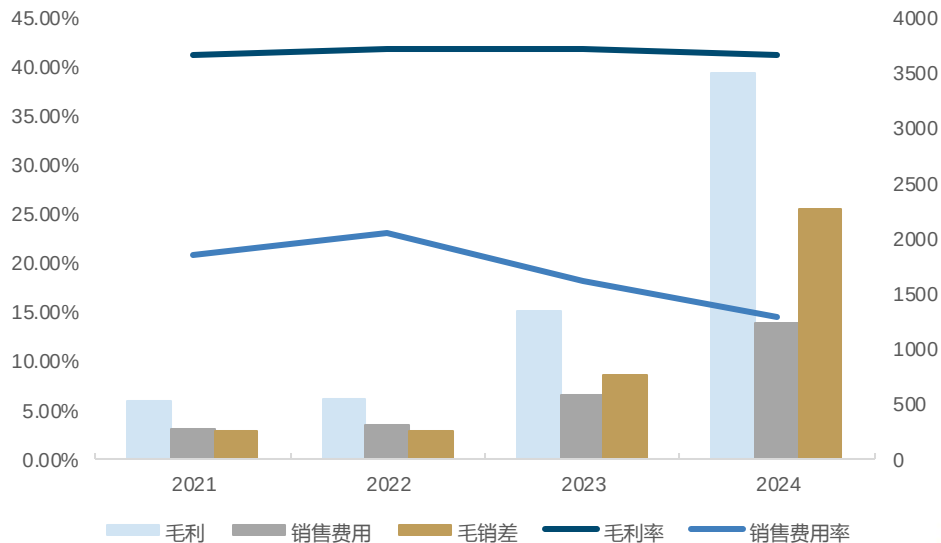
图表：老铺黄金点钻、金胎烧蓝等产品具备更高单克溢价

	老铺黄金	周大福	周生生	老铺黄金	周大福	周生生	老铺黄金	周大福	周生生
设计									
材质	足金+钻石珠珠	足金	足金	足金+钻石（素面钻石款）	足金	足金	足金	足金	足金
克重	8.3g（项链+吊坠）	5.65g（项链+吊坠）	8.2g（项链+吊坠）	7.8g（项链+吊坠）	9.55g（项链+吊坠）	13.97g（项链+吊坠）	40g	35.33g	23.72g
售价（元）	12000	4716	5990	8080	7977	11101	39460	27389	20105
单克售价（元）	1445.8	834.7	730.5	1036	835	795	987	775	848

图表：老铺黄金主要覆盖高端商场，国内品牌高端商场覆盖率第一



图表：老铺黄金毛销差逐步改善（百万 元）



老铺黄金：古法工艺+文化设计驱动品牌溢价

- 老铺黄金以古法工艺+文化设计驱动品牌溢价。1) 填补赛道空白，打造真正具备文化溢价力的高端黄金品牌。在黄金首饰品牌普遍缺乏高端定位的背景下，老铺明确以品牌建设为长期目标，聚焦古法黄金品类，通过“文化+审美”路径打造差异化认知。品牌定价不走克重路线，主打“一口价+年内多次提价”策略，增强消费者“买涨预期”。2) 持续推新能力强，文化IP与产品深度融合，赋予黄金精神价值。结合宗教文化、生肖文化与历史图腾开发产品。3) 古法黄金品类认知绑定深入人心，年轻消费群体成为增量主力。老铺通过持续的文化内容输出，使消费者逐渐将其与古法黄金划上等号。2024年老铺毛销差22.65亿，同比+20.06%，毛销差率同比+2.92pct。

图表：老铺黄金产品、渠道结构

公司	渠道结构		产品结构 (23 年)	生产模式
	门店 (23 年底)	收入占比 (23 年)		
菜百股份	直营门店: 87 家	直销模式占比 100%	黄金饰品占比 37.24% 贵金属投资产品占比 53.71% 贵金属文化产品占比 6.71% 翡翠珠宝饰品占比 1.30%	委外加工
周大生	加盟门店: 4775 家 自营门店: 331 家	自营(线下)占比 9.93% 加盟占比 73.49%	素金首饰占比 84.22% 镶嵌首饰占比 5.63%	委外、指定供应商
潮宏基	自营门店: 274 家 加盟代理门店: 1125 家	自营占比 31.67% 加盟代理占比 19.8%	时尚珠宝产品占比 50.66% 传统黄金产品占比 38.39% 皮具占比 6.29%	自产+外协生产+指定供应商
老凤祥	自营银楼网点: 187 家 连锁加盟店: 5807 家	批发占比 76.23% 零售占比 5.78%	笔类占比 0.32% 珠宝首饰占比 81.61% 黄金交易占比 17.90% 工艺品销售占比 0.08%	自产+部分委外
老铺黄金	全自营 30 家	自营占比 100%	足金镶嵌占比 56.0% 足金黄金占比 43.9%	自产+部分委外生产
周大福	直营零售点占比 23.3% 加盟零售点占比 76.7%	直营零售占比 30.4% 加盟零售占比 69.6%	珠宝镶嵌、铂金及 K 金首饰零售占比 18.3% 黄金首饰及产品零售占比 77.6% 钟表零售占比 4.1%	自产为主
周生生	全自营	直营占比 100%	中国大陆地区: 黄金饰品及产品占比 79% 镶嵌珠宝占比 9% 钟表占比 9% 铂金 K 金饰品占比 3%	-

资料来源：各公司公告，国金证券研究所

图表：高端珠宝的一口价模式对比

	梵克雅宝	宝格丽	斐登	伯爵	蒂芙尼	老铺黄金	周大福
设计	四叶草	扇形	马蹄	玫瑰	微笑	葫芦	小方糖
材质	18K 黄金+红玉髓	18K 玫瑰金+钻石+珍珠贝母	18K 黄金+钻石	18K 玫瑰金+钻石	18K 玫瑰金+钻石	足金+钻石	足金
尺寸	15mm*42cm 链条	15mm* 41-43cm 链条	12.5mm*40cm 链条	10mm*42cm 链条	40.6cm 项链	13.5*9mm*45cm 链条	1.13*3.65cm* 43.75cm 链条
设计图							
克重	-	-	2.86 克	4.1 克	-	7.5 克	4 克
售价	25200	28600	14400	19300	24500	11180	3280

图表：老铺黄金足金黄金、足金镶嵌产品



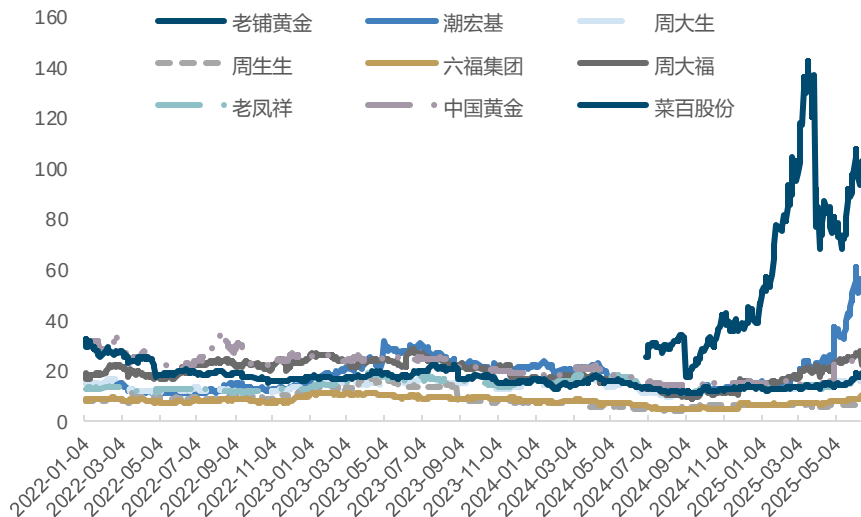
资料来源：各品牌天猫官方旗舰店，公司招股说明书，国金证券研究所

04 新消费估值： 终局+景气度

4.1、新消费虚假的估值锚：PEG以及其所属行业平均估值

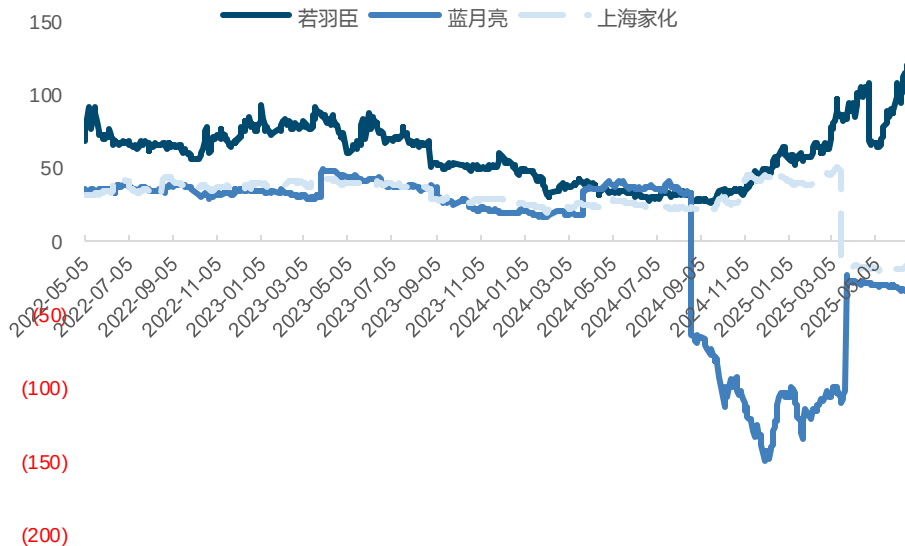
- 新消费的标的一般估值随着景气度走，不能按照其所处的原有行业估值去看待。
- 由于业绩会多次上修，也不能简单按照PE给估值。

图表：金饰品牌估值



资料来源：wind，国金证券研究所

图表：日用家化品牌估值



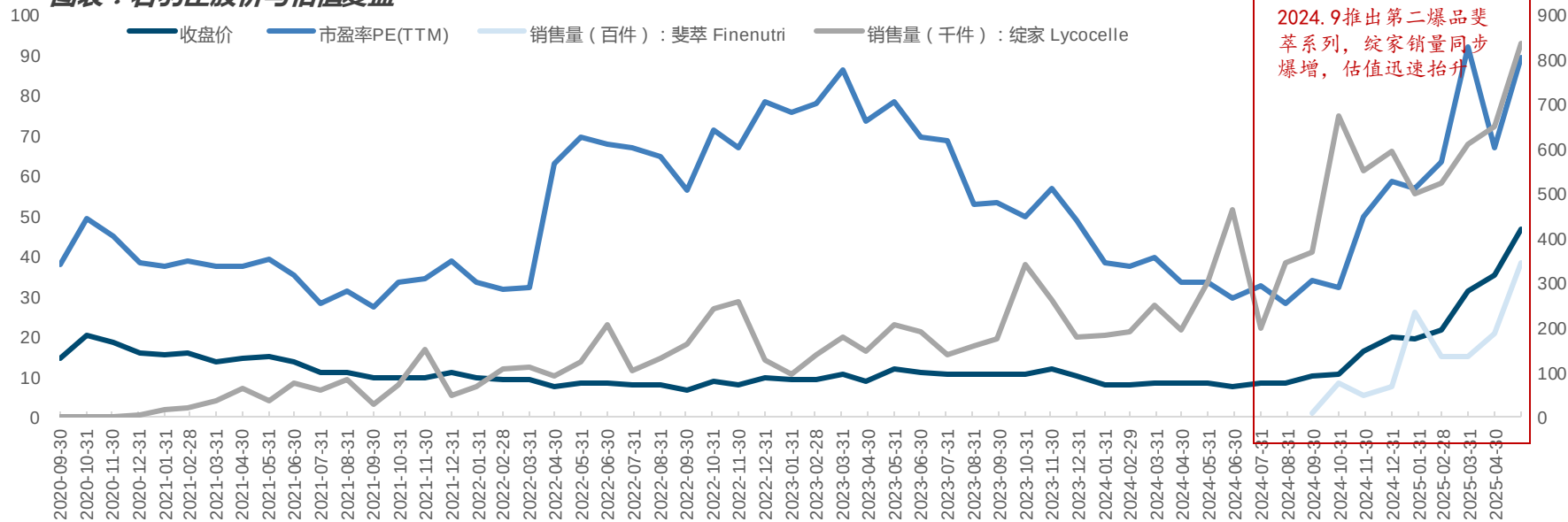
资料来源：wind，国金证券研究所

4.2、新消费实际的估值锚：算终局+跟随景气度

• 实际上新消费标的的估值是快速动态变化的，我们认为在三个阶段公司的估值会快速抬升：

- 1) 从缓慢增长进入市占率快速爬升阶段，往往是通过：新爆品的打造（比如若羽臣的绽家）、品牌力沉淀完成，开始快速破圈（老铺黄金）；
- 2) 推出第二个快速增长的品牌/单品，验证公司的管理能力、复制能力；比如若羽臣的斐萃，这个阶段标的往往在二级市场会经历快速的价值发现，估值抬升剧烈。因为新消费估值整体参考终局+斜率，终局就是最终的空间，景气度就是达成空间的速度，多一个品类/子品牌时既可以上修远期空间也可以上修短期斜率。
- 3) 持续推新、保持胜率的同时， ROE 提升，边际费用递减。这个阶段估值会稳定在高位。

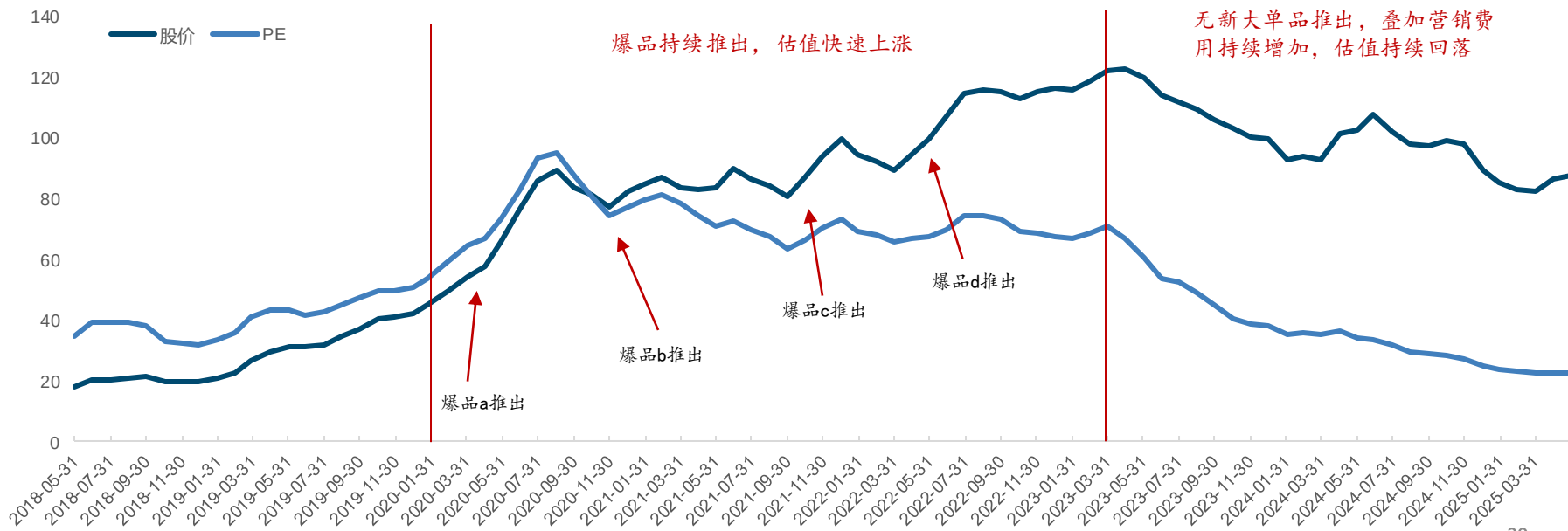
图表：若羽臣股价与估值复盘



4.2、新消费实际的估值锚：算终局+跟随景气度

- 如果未能继续推新，且营销费用率持续增加，则无法到达第三阶段会经历一波杀估值。
- 某公司在爆品a\b\c\d不断推出时期peg曾达到2，但后续没有新的大单品且营销费用持续增加，估值大幅下降。

图表：典型公司股价走势举例



盈利预测

证券代码	证券简称	2025/6/17市值(百万)	营业收入 (百万)		归母净利润 (百万)		PE	
			25E	26E	25E	26E	25E	26E
纺服								
600398. SH	海澜之家	34,196	24620.00	27128.00	2714.00	3134.00	13	11
	yoy		17.48%	10.19%	25.73%	15.48%		
2020. HK	安踏体育	265,562	78673.00	86985.00	13485.00	15009.00	20	18
	yoy		11.08%	10.57%	-13.54%	11.30%		
002127. SZ	南极电商	9,770	4290.88	5304.38	312.01	602.40	31	16
	yoy		27.76%	23.62%	231.88%	93.07%		
黄金								
6181. HK	老铺黄金	152,215	16916.00	24937.00	3152.00	4638.00	48	33
	yoy		98.88%	47.42%	113.97%	47.14%		
002345. SZ	潮宏基	13,114	7968.00	9312.00	481.00	579.00	27	23
	yoy		22.25%	16.87%	148.39%	20.37%		
美护								
832982. BJ	锦波生物	38,397	1894.00	2403.00	969.00	1239.00	40	31
	yoy		31.27%	26.87%	32.32%	27.86%		
2367. HK	巨子生物	57,722	7043.00	8811.00	2567.00	3142.00	22	18
	yoy		27.16%	25.10%	24.47%	22.40%		
003010. SZ	若羽臣	14,452	2579.11	3246.33	170.75	227.98	85	63
	yoy		46.06%	25.87%	61.64%	33.52%		
2145. HK	上美股份	27,862	8472.40	10257.13	1001.90	1247.27	28	22
	yoy		24.73%	21.07%	28.25%	24.49%		

资料来源：wind，国金证券研究所（锦波生物、巨子生物、潮宏基、海澜之家、安踏体育、老铺黄金采用国金预测，其他公司采用wind一致预期，截至2025年6月24日）

- **内需恢复不及预期**：当前我国零售仍有波动，居民消费信心尚未完全恢复，如果内需恢复不及预期，可能会进一步拖累板块表现。
- **汇率波动风险**：特朗普上台后政策具有较大不确定性，短期内对美元指数等产生较大影响，可能波及人民币兑美元汇率，纺织制造端企业多为外贸出口型企业，人民币汇率的波动会影响行业内主要公司的整体收入、利润水平。
- **关税风险**：若美国等其他国家加征更高关税，削弱我国产品在全球市场的竞争力，或影响相关出口企业的收入和利润。

特别声明

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

获取更多研究服务，欢迎访问国金研究小程序



最新研报

会议路演

研究专题