

## 商贸零售

2026 年 01 月 18 日

## 钱大妈递表港交所，“折扣日清”打造模式特色

——行业周报

投资评级：看好（维持）

黄泽鹏（分析师）

李昕恬（联系人）

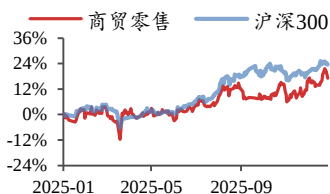
huangzepeng@kysec.cn

lixintian@kysec.cn

证书编号：S0790519110001

证书编号：S0790125100021

### 行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《陕西旅游 A 股上市，以旅游资源构建核心竞争壁垒——行业周报》  
-2026.1.11

《“人、货、场”迭代升级，关注情绪消费赛道机会——行业周报》  
-2026.1.4

《潮宏基多渠道高效推新，毛戈平推出高端冻龄系列——行业周报》  
-2025.12.28

### ● 钱大妈以“社区小店+日清机制+仓配冷链”打造竞争优势

2026 年 1 月 12 日，社区生鲜便利店钱大妈向港交所递交上市申请文件，正式启动港股 IPO 进程。钱大妈成立于 2014 年，深耕以华南为核心的社区零售市场，聚焦“一日三餐”需求，以“新鲜”树立品牌知名度。钱大妈通过门店及产品模式打法与供应链能力打造竞争优势：（1）门店模式端，钱大妈以社区小店切入一日三餐的高频刚需场景，依靠高消费频次的稳定消费者群体带来门店高坪效；同时做高门店密度，以质价比积累口碑并带动复购；（2）销售模式端，钱大妈首创折扣日清模式推动当日销售与库存出清，以不卖隔夜肉等规则强化新鲜认知，形成清晰的品牌心智；并在此基础上持续拓宽品类，围绕新鲜与高质价比探索自有品牌与精细化选品方向；（3）供给端，钱大妈已形成覆盖垂直采购、分拣加工、综合仓与冷链配送的体系化能力。公司在中国运营 16 个综合仓，并与 120 余家物流合作伙伴协同，支撑门店端高频补货与稳定履约。公司 IPO 募集资金将用于拓展销售网络及增强供应链能力等方面，以进一步强化市场竞争力。我们认为，钱大妈“社区小店—日清机制—仓配冷链”的联动，有助于提升供给稳定性与运营效率，并支撑区域深耕及跨区域扩张，公司后续通过提高数字化水平及品牌影响力有望节约成本并推动营业收入稳健增长。

### ● 行业关键词：奥乐齐、绽妍生物、共享仓、I 型胶原、半亩花田等

【奥乐齐】奥乐齐计划 2026 年在美国新开 180 余家门店。

【绽妍生物】绽妍生物启动北交所上市辅导流程。

【共享仓】拼多多推出共享仓服务，支持全国次日达。

【I 型胶原】巨子生物重组 I 型胶原复合溶液获 NMPA 批准上市。

【半亩花田】半亩花田母公司山东花物堂递表港交所。

### ● 板块行情回顾

本周（1 月 12 日-1 月 16 日），商贸零售和社会服务指数分别报收 2487.92 点/9317.24 点，分别下跌 1.47%/上涨 1.53%（同期上证综指累计下跌 0.45%），在 31 个一级行业中分别位居第 23 位/第 6 位。商社各细分板块中，本周互联网电商板块涨幅最大，2026 年年初至今互联网电商板块领跑。个股方面，本周新华百货（+34.2%）、壹网壹创（+29.5%）、三江购物（+24.7%）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洞察力的黄金珠宝品牌，重点推荐潮宏基、老铺黄金、周大福等，受益标的周生生等；

投资主线二（线下零售）：关注顺应趋势变革探索的线下零售企业和 AI 赋能跨境电商龙头，重点推荐永辉超市、爱婴室、吉宏股份、赛维时代等；

投资主线三（化妆品）：关注满足情绪价值和成分创新的国货品牌，重点推荐毛戈平、珀莱雅、上美股份、巨子生物、润本股份，受益标的林清轩等；

投资主线四（医美）：关注差异化医美产品厂商和持续并购扩张的连锁医美机构，重点推荐美丽田园医疗健康、爱美客、科笛-B、朗姿股份等。

### ● 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、零售社服行情回顾 .....                              | 4  |
| 2、周观点：钱大妈递表港交所，“折扣日清”打造模式特色 .....             | 6  |
| 2.1、行业动态：钱大妈以“社区小店+日清机制+仓配冷链”打造竞争优势 .....     | 6  |
| 2.2、关注情绪消费主题下的高景气赛道优质公司 .....                 | 8  |
| 2.2.1、潮宏基：2025 年归母净利润预计高增，渠道拓展、品牌升级 .....     | 10 |
| 2.2.2、美丽田园医疗健康：双美+双保健领跑者，内生+外延塑美业价值新空间 .....  | 10 |
| 2.2.3、周大福：产品结构持续优化，同店销售重拾增长 .....             | 11 |
| 2.2.4、永辉超市：2025Q3 经营业绩短期承压，门店调改加速推进 .....     | 11 |
| 2.2.5、爱婴室：2025Q3 主业门店稳健扩张，万代合作持续推进 .....      | 12 |
| 2.2.6、豫园股份：物业开发拖累业绩，主业调整及出海打开成长空间 .....       | 12 |
| 2.2.7、丸美生物：2025Q3 业绩亮眼，多赛道布局有望驱动业绩增长 .....    | 13 |
| 2.2.8、珀莱雅：双 11 表现亮眼，看好公司多品牌矩阵助业绩增长 .....      | 14 |
| 2.2.9、朗姿股份：2025Q3 营收改善，看好内生+外延驱动业绩增长 .....    | 14 |
| 2.2.10、爱美客：2025Q3 业绩承压，内生+外延布局期待业绩回暖 .....    | 15 |
| 2.2.11、贝泰妮：2025Q3 扭亏为盈，产品矩阵扩容双 11 业绩亮眼 .....  | 15 |
| 2.2.12、福瑞达：2025 Q3 业绩略承压，期待双 11 大促业绩改善 .....  | 16 |
| 2.2.13、润本股份：2025Q3 驱蚊业务高增，看好双 11 大促业绩表现 ..... | 17 |
| 2.2.14、老铺黄金：2025H1 同店高增长，品牌人群破圈、渠道强势升级 .....  | 17 |
| 2.2.15、毛戈平：2025H1 业绩亮眼，高端国货美妆势能持续向上 .....     | 18 |
| 2.2.16、巨子生物：2025H1 业绩稳健，大单品迭代与渠道拓展持续验证 .....  | 18 |
| 2.2.17、上美股份：2025H1 业绩亮眼，多品牌协同打开成长空间 .....     | 19 |
| 2.2.18、周大生：三季度经营业绩改善，关注产品和渠道结构优化 .....        | 20 |
| 2.2.19、科笛-B：剥离欧玛短期业绩承压，期待管线商业化迎来拐点 .....      | 20 |
| 3、零售社服行业动态追踪 .....                            | 22 |
| 3.1、行业关键词：奥乐齐、绽妍生物、共享仓、I 型胶原、半亩花田等 .....      | 22 |
| 3.2、大事提醒：关注多家公司股东大会召开等 .....                  | 23 |
| 4、风险提示 .....                                  | 23 |

## 图表目录

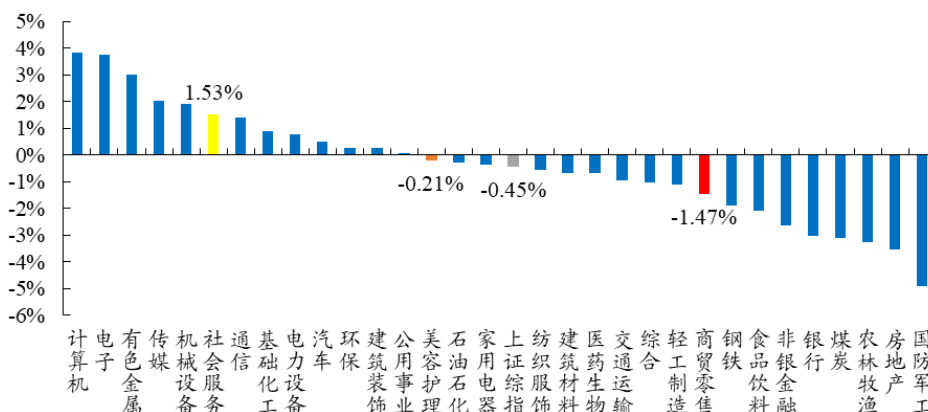
|                                        |   |
|----------------------------------------|---|
| 图 1：本周商贸零售、社会服务指数表现分别位列第 23/6 位 .....  | 4 |
| 图 2：本周零售/社服指数分别下跌 1.47%/上涨 1.53% ..... | 4 |
| 图 3：年初至今零售/社服指数分别上涨 2.7%/6.31% .....   | 4 |
| 图 4：本周互联网电商板块涨幅最大，为 3.44% .....        | 5 |
| 图 5：2026 年至今互联网电商板块涨幅最大，为 11.18% ..... | 5 |
| 图 6：钱大妈坚持不卖隔夜肉，以“新鲜”树立知名度 .....        | 6 |
| 图 7：钱大妈品类聚焦肉类等高频生鲜 .....               | 6 |
| 图 8：钱大妈营业收入较稳定，经调净利润增速较好 .....         | 6 |
| 图 9：钱大妈业务集中在华南地区 .....                 | 6 |
| 图 10：钱大妈加盟商业务销售贡献核心收入 .....            | 6 |
| 图 11：动物蛋白和蔬果为钱大妈主要经营品类 .....           | 6 |
| 图 12：钱大妈“社区小店—日清机制—仓配冷链”联动打造竞争优势 ..... | 7 |
| 图 13：钱大妈 IPO 募集资金进一步强化市场竞争力 .....      | 7 |

|                                            |    |
|--------------------------------------------|----|
| 表 1: 本周零售社服行业新华百货、壹网壹创、三江购物涨幅靠前 .....      | 5  |
| 表 2: 本周零售社服行业东百集团、百大集团、中央商场等跌幅靠前 .....     | 5  |
| 表 3: 重点推荐老铺黄金、潮宏基、毛戈平、上美股份、美丽田园医疗健康等 ..... | 8  |
| 表 4: 本周吉宏股份、家家悦、赛维时代表现相对较好 .....           | 21 |
| 表 5: 零售社服公司大事提醒: 关注多家公司股东大会召开等 .....       | 23 |
| 表 6: 零售社服行业大事提醒: 国际会展活动产业链大会 .....         | 23 |

## 1、零售社服行情回顾

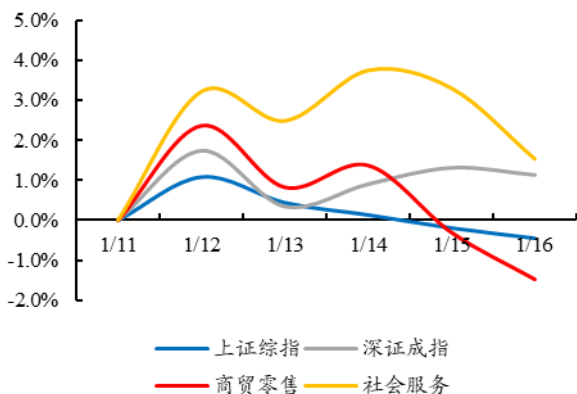
本周（1月12日-1月16日）A股下跌，商贸零售和社会服务指数分别下跌1.47%/上涨1.53%。本周上证综指报收4101.91点，周累计下跌0.45%；深证成指报收14281.08点，周上涨1.14%；本周全部31个一级行业中，表现排名前三位的分别为计算机、电子和有色金属。具体看，商贸零售和社会服务指数本周分别报收2487.92点/9317.24点，分别下跌1.47%/上涨1.53%，在所有一级行业中分别位列第23/6位。2026年年初至今，上证综指累计上涨3.35%，商贸零售指数累计上涨2.70%，社会服务指数累计上涨6.31%。

图1：本周商贸零售、社会服务指数表现分别位列第23/6位



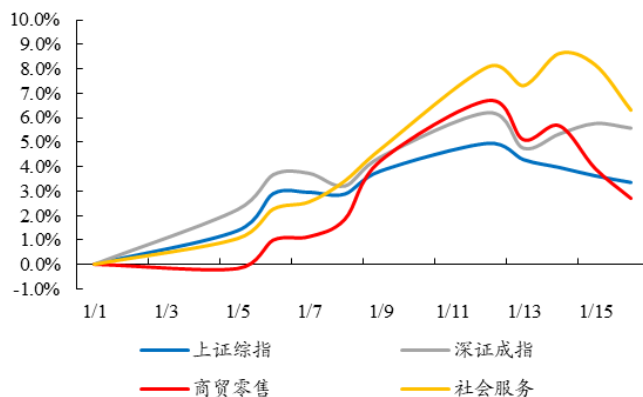
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：本周零售/社服指数分别下跌1.47%/上涨1.53%



数据来源：Wind、开源证券研究所

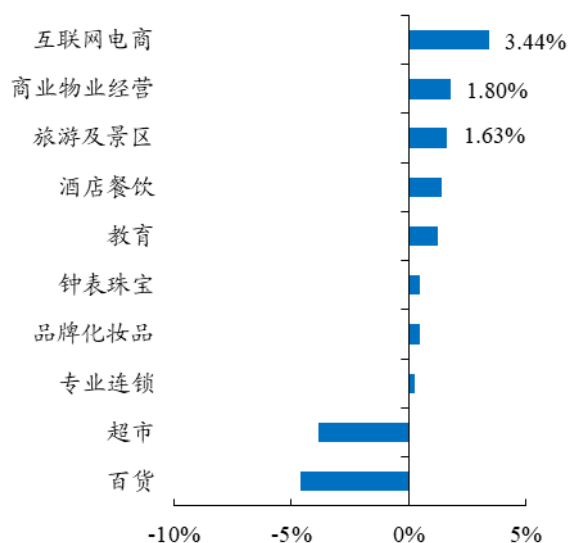
图3：年初至今零售/社服指数分别上涨2.7%/6.31%



数据来源：Wind、开源证券研究所

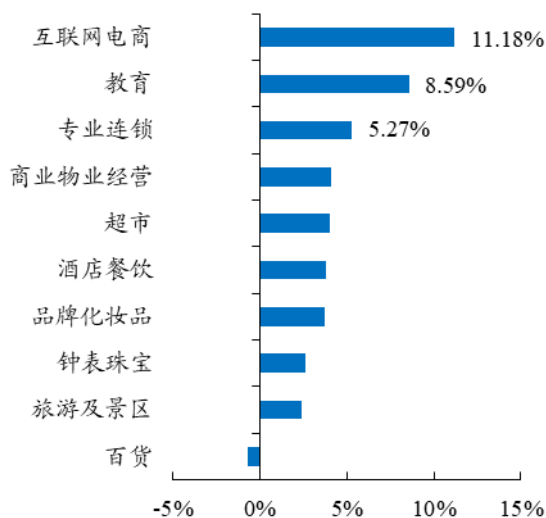
零售社服各细分板块中，互联网电商板块本周涨幅最大；2026年年初至今，互联网电商板块涨幅最大。在零售社服行业各主要细分板块（我们依据二级行业分类，选择较有代表性的超市、互联网电商、教育、专业连锁、百货、品牌化妆品、酒店餐饮、商业物业经营、钟表珠宝和旅游及景区10个细分板块）中，本周8个子板块上涨，其中互联网电商板块涨幅最大，周涨幅为3.44%；2026年全年来看，互联网电商板块年初至今累计涨幅为11.18%，在各细分板块中领跑。

图4：本周互联网电商板块涨幅最大，为 3.44%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2026 年至今互联网电商板块涨幅最大，为 11.18%



数据来源：Wind、开源证券研究所

零售社服个股方面，本周新华百货、壹网壹创、三江购物涨幅靠前。本周零售社服行业主要 140 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 65 家公司上涨、73 家公司下跌。其中，本周个股涨幅排名前三位分别是新华百货、壹网壹创、三江购物，周涨幅分别为 34.2%、29.5%和 24.7%，本周跌幅靠前公司为东百集团、百大集团、中央商场。

表1：本周零售社服行业新华百货、壹网壹创、三江购物涨幅靠前

| 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    | 600785.SH | 新华百货   | 18.82  | 34.2% | 53.4%  | 38.9%  | 多业态零售   |
| 2    | 300792.SZ | 壹网壹创   | 45.52  | 29.5% | 101.8% | 60.8%  | 电商服务    |
| 3    | 601116.SH | 三江购物   | 19.56  | 24.7% | 38.6%  | 42.0%  | 超市      |
| 4    | 600662.SH | 外服控股   | 6.19   | 21.6% | 17.6%  | 23.3%  | 人力资源服务  |
| 5    | 002707.SZ | 众信旅游   | 8.32   | 15.1% | 55.1%  | 15.7%  | 旅游综合    |
| 6    | 002803.SZ | 吉宏股份   | 19.88  | 10.6% | 43.0%  | 21.5%  | 跨境电商    |
| 7    | 605098.SH | 行动教育   | 47.51  | 9.6%  | 8.1%   | 13.8%  | 培训教育    |
| 8    | 605136.SH | 丽人丽妆   | 12.51  | 8.4%  | 55.0%  | 14.2%  | 电商服务    |
| 9    | 600636.SH | *ST 国化 | 9.46   | 8.0%  | 11.5%  | 8.9%   | 教育运营及其他 |
| 10   | 000721.SZ | 西安饮食   | 9.88   | 8.0%  | 48.3%  | 10.4%  | 餐饮      |

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2026/1/16）

表2：本周零售社服行业东百集团、百大集团、中央商场等跌幅靠前

| 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    | 600693.SH | 东百集团 | 15.77  | -19.5% | 83.5% | -11.5% | 百货     |
| 2    | 600865.SH | 百大集团 | 14.18  | -17.2% | 53.8% | -13.5% | 百货     |
| 3    | 600280.SH | 中央商场 | 3.91   | -9.5%  | 42.4% | 1.6%   | 百货     |
| 4    | 603123.SH | 翠微股份 | 13.76  | -9.1%  | 56.6% | -18.1% | 百货     |
| 5    | 601933.SH | 永辉超市 | 4.71   | -8.7%  | 41.8% | 0.4%   | 超市     |

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2026/1/16）

## 2、周观点：钱大妈递表港交所，“折扣日清”打造模式特色

### 2.1、行业动态：钱大妈以“社区小店+日清机制+仓配冷链”打造竞争优势

社区生鲜便利店钱大妈递表港交所，正式冲刺港交所 IPO 上市。2026 年 1 月 12 日，钱大妈向港交所递交上市申请文件，正式启动港股 IPO 进程。钱大妈成立于 2014 年，深耕以华南为核心的社区零售市场，公司聚焦“一日三餐”需求，以“新鲜”树立品牌知名度。据灼识咨询数据，2024 年公司在华南地区实现 GMV 98 亿元，为区域第二名的 2.8 倍，市场领先优势显著。

图6：钱大妈坚持不卖隔夜肉，以“新鲜”树立知名度



资料来源：钱大妈招股说明书

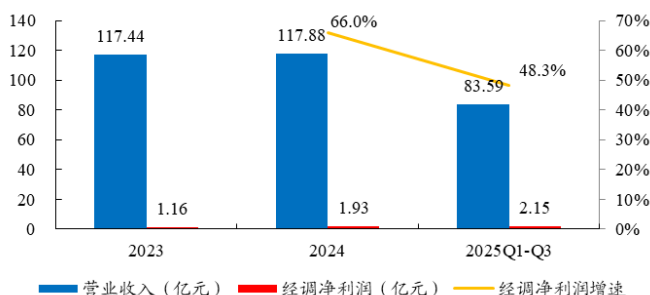
图7：钱大妈品类聚焦肉类等高频生鲜



资料来源：钱大妈招股说明书

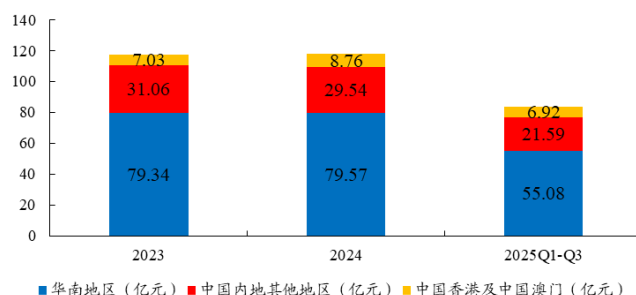
钱大妈深耕华南市场，主要经营动物蛋白和蔬菜品类。公司营业收入较稳定，经调净利润增速较好，2025Q1-Q3 同比增长 48.3%。截至 2025Q3，钱大妈线下门店网络由 2983 家门店组成，其中 2898 家为加盟店。此外，公司业务聚焦华南地区市场，主要经营方式为向加盟商销售，加盟商贡献超 90% 的营业收入。

图8：钱大妈营业收入较稳定，经调净利润增速较好



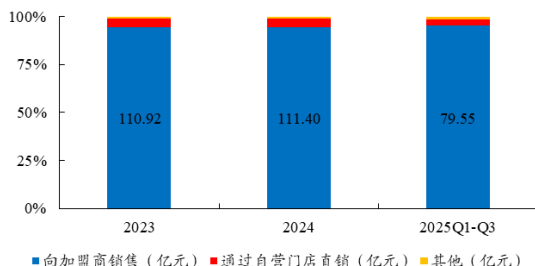
数据来源：钱大妈招股说明书、开源证券研究所

图9：钱大妈业务集中在华南地区



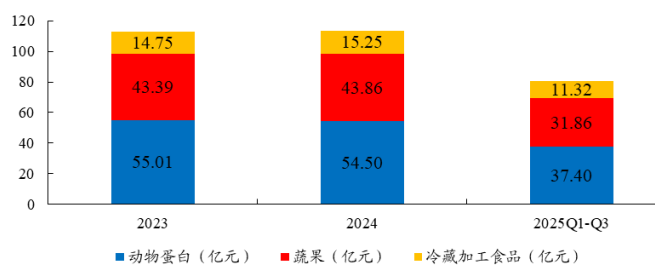
数据来源：钱大妈招股说明书、开源证券研究所

图10：钱大妈加盟商业销售贡献核心收入



数据来源：钱大妈招股说明书、开源证券研究所

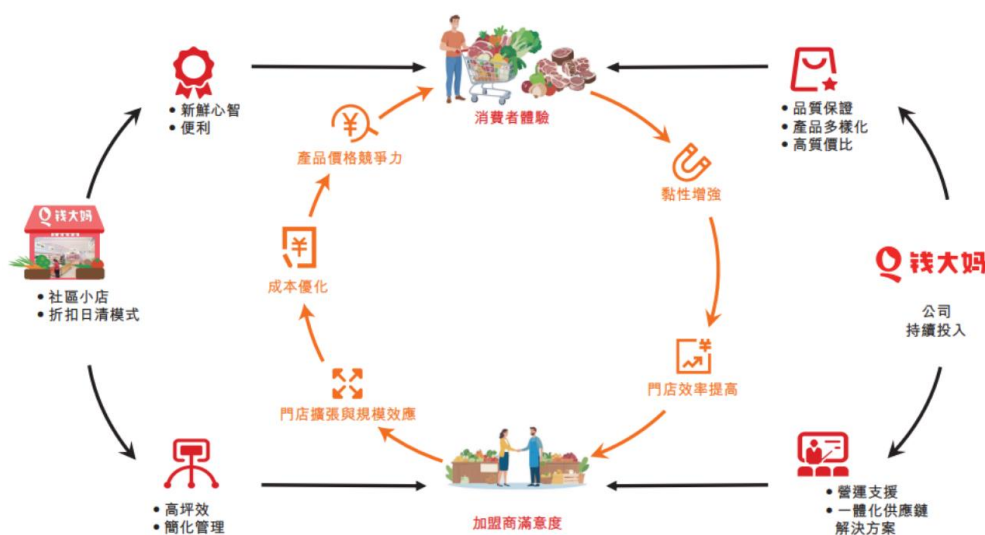
图11：动物蛋白和蔬菜为钱大妈主要经营品类



数据来源：钱大妈招股说明书、开源证券研究所

钱大妈通过“社区小店—日清机制—仓配冷链”联动打造竞争优势。门店模式端，钱大妈以社区小店切入一日三餐的高频刚需场景，依靠高消费频次稳定消费者群体带来门店高坪效；同时围绕居民日常采购半径做高门店密度，长期以质价比积累口碑并带动复购。**销售模式端**，钱大妈首创折扣日清模式推动当日销售与库存出清，门店端更易做到货品更新与损耗可控，经营难度相对降低，同时以不卖隔夜肉等规则强化新鲜认知，形成清晰的品质心智；在此基础上，钱大妈持续拓宽品类并深化基于场景的产品组合，提升单店销售，并围绕新鲜与高质价比探索自有品牌与精细化选品方向。**供给端**，钱大妈已形成覆盖垂直采购、分拣加工、综合仓与冷链配送的体系化能力。公司在中国运营 16 个综合仓，绝大部分生鲜产品在综合仓停留时间不超过 12 小时、并于到店当日售出，效率显著快于行业平均 2-4 天；综合仓到门店已实现 100%冷链覆盖，并通过早间配送保障新鲜交付。我们认为，上述“社区小店—日清机制—仓配冷链”的联动，有助于提升供给稳定性与运营效率，并为区域深耕及跨区域扩张提供基础支撑。

图12：钱大妈“社区小店—日清机制—仓配冷链”联动打造竞争优势



资料来源：钱大妈招股说明书

钱大妈 IPO 募集资金进一步强化市场竞争力。公司 IPO 募集资金将用于拓展销售网络、丰富产品组合、提高加工效率及增强供应链能力等方面，以进一步提升公司运营效率并强化市场竞争力。我们认为，钱大妈门店网络成熟，供应链基础设施完善，后续通过提高数字化水平以及品牌影响力有望节约成本并推动营业收入稳健增长。

图13：钱大妈 IPO 募集资金进一步强化市场竞争力

| 募集资金投向 | 具体内容                                |
|--------|-------------------------------------|
| 销售网络   | 拓展门店网络，包括自营门店及加盟店，以扩大地理覆盖范围并加深市场渗透率 |
| 产品品牌   | 丰富产品组合及开展品牌及营销工作                    |
| 供应链    | 通过提升采购效率及升级综合仓库来增强供应链能力             |
| 数字化水平  | 加强及升级数字化及智能化基础设施，以进一步改善运营效率         |
| 投资并购   | 潜在投资、合并及收购机会，以进一步扩大门店网络及加强产品加工能力    |
| 其他     | 营运资金及一般公司用途                         |

资料来源：钱大妈招股说明书、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：关注高端黄金和时尚黄金龙头品牌。**黄金珠宝行业正在发生深刻变革，金价高涨、婚庆下滑，传统渠道品牌竞争力削弱，同时情绪消费兴起叠加社媒传播助力，部分具备差异化产品力和消费者洞察力的新兴产品型品牌崛起，在爆款打造、终端销售和加盟商开店等多维度验证竞争优势，品牌势能亦持续提升。建议关注高端中式黄金和年轻时尚黄金等细分赛道机会，重点推荐老铺黄金、潮宏基等，受益标的六福集团、周生生等。

**投资主线 2：关注迎合情绪价值和智能化趋势的零售电商板块优质个股。**线下零售企业持续推进调改，从卖“货”到卖“服务和体验”，发挥线下优势结合多维异业布局拓展，吸引流量回归；线上跨境电商企业有望随降息通道进入需求改善阶段，叠加 AI 智能化布局优势，有望进一步提升市场份额。重点推荐永辉超市、爱婴室、赛维时代、吉宏股份等。

**投资主线 3：关注满足情绪价值和安全成分创新的美妆/个护/彩妆/香水品牌。**国货品牌立足文化根基，精准捕捉“情绪红利”提升市场份额；在消费者心智迭代及产品创新变革背景下，基于情绪价值和安全成分创新两个核心维度，关注“地域+科技”叙事升级、敏感肌抗衰、国潮彩妆和嗅觉经济等细分赛道机会，重点推荐毛戈平、珀莱雅、上美股份、巨子生物、润本股份，受益标的若羽臣、林清轩等；

**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。**高端消费人群仍具韧性，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、再生类等差异化竞争赛道；此外下游医美机构也有望在规模与版图扩张并进的背景下，实现市占率和盈利能力的同步提升。重点推荐爱美客、美丽田园医疗健康、科笛-B、朗姿股份，受益标的包括锦波生物等。

表3：重点推荐老铺黄金、潮宏基、毛戈平、上美股份、美丽田园医疗健康等

| 公司代码      | 公司名称     | 所属细分行业 | 核心观点与投资逻辑                                                                                                                                                |
|-----------|----------|--------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 002345.SZ | 潮宏基      | 珠宝首饰   | 2025 年预计实现归母净利润 4.36-5.33 亿元（同比+125%~+175%）；<br>单 2025Q4 预计实现归母净利润 1.19-2.16 亿元（2024 年同期为-1.22 亿元）。<br>差异化产品力巩固竞争优势，全渠道营销持续放大品牌声量，成长性有望持续凸显。             |
| 2373.HK   | 美丽田园医疗健康 | 医美     | FY2025H1 实现营收 14.59 亿元（+28.2%）、归母净利润 1.56 亿元（+34.9%）。<br>高端美容行业“三强齐聚”，龙头议价权、成本下降空间有望带来业绩的超预期增长。                                                          |
| 1929.HK   | 周大福      | 珠宝首饰   | FY2026H1 实现营收 389.86 亿港元（-1.1%）、归母净利润 25.34 亿港元（+0.1%）。<br>公司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。                                                          |
| 300896.SZ | 爱美客      | 医美     | 2025 年前三季度实现营收 18.65 亿元（-21.5%）、归母净利润 10.93 亿元（-31.1%）。<br>单 2025Q3 实现营收 5.66 亿元（-21.3%）、归母净利润 3.04 亿元（-34.6%）。<br>公司产品矩阵丰富，未来有望通过“内生+外延”来不断增强竞争力获得业绩增量。 |
| 300957.SZ | 贝泰妮      | 化妆品    | 2025 年前三季度实现营收 34.64 亿元（-13.8%）、归母净利润 2.72 亿元（-34.5%）；<br>单 2025Q3 实现营收 10.92 亿元（-10.0%）、归母净利润 0.25 亿元（+136.6%）。<br>公司属于敏感肌护肤龙头，产品矩阵扩容双 11 业绩亮眼。         |
| 002612.SZ | 朗姿股份     | 医美     | 2025 年前三季度实现营收 43.28 亿元（+0.9%）、归母净利润 9.89 亿元（+367.0%）。<br>单 2025Q3 实现营收 14.6 亿元（+12.7%）、归母净利润 7.1 亿元（+1579.5%）。<br>医美业务版图持续扩大，看好内生+外延驱动业绩增长。             |
| 603605.SH | 珀莱雅      | 化妆品    | 2025 年前三季度实现营收 70.98 亿元（+1.9%）、归母净利润 10.26 亿元（+2.7%）。<br>单 2025Q3 实现营收 17.36 亿元（-11.6%）、归母净利润 2.27 亿元（-23.6%）。                                           |

| 公司代码      | 公司名称 | 所属细分行业 | 核心观点与投资逻辑                                                                                                                                                    |
|-----------|------|--------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|           |      |        | 公司为国货美妆龙头，持续多品牌布局，双 11 表现亮眼。                                                                                                                                 |
| 603983.SH | 丸美生物 | 化妆品    | 2025 年前三季度实现营收 24.50 亿元（+25.5%）、归母净利润 2.44 亿元（+2.1%）。<br>单 2025Q3 实现营收 6.86 亿元（+14.3%）、归母净利润 0.69 亿元（+11.6%）。<br>公司整体业绩均表现亮眼，多赛道布局有望驱动业绩增长。                  |
| 603193.SH | 润本股份 | 化妆品    | 2025 年前三季度实现营收 12.38 亿元（+19.3%）、归母净利润 2.66 亿元（+2.0%）；<br>单 2025Q3 实现营收 3.42 亿元（+16.7%）、归母净利润 0.79 亿元（-2.9%）。<br>公司在“驱蚊和婴童护理”领域地位领先，看好双 11 大促期间公司的业绩表现。       |
| 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%）。<br>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   | 2025 年前三季度实现营收 50.39 亿元（+29.3%）、归母净利润 2.16 亿元（+60.1%）；<br>单 2025Q3 实现营收 18.05 亿元（+25.0%）、归母净利润 0.97 亿元（+56.4%）。<br>跨境社交电商龙头，“数据为轴、技术驱动”助力长期成长。               |
| 603214.SH | 爱婴室  | 专业连锁   | 2025 年前三季度实现营收 27.25 亿元（+10.4%）、归母净利润 0.52 亿元（+9.3%）；<br>单 2025Q3 实现营收 8.91 亿元（+15.1%）、归母净利润 0.06 亿元（+2.4%）。<br>主业高质量稳健增长，万代 IP 授权稀缺打开想象空间，基地店通贩店拓店空间大。      |
| 601933.SH | 永辉超市 | 超市     | 2025 年前三季度实现营收 424.34 亿元（-22.2%）、归母净利润-7.10 亿元（-811.6%）；<br>单 2025Q3 实现营收 124.86 亿元（-25.6%）、归母净利润-4.69 亿元（-32.9%）。<br>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    | FY2025H1 实现营收 25.88 亿元（+31.3%）、归母净利润 6.70 亿元（+36.1%）。<br>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。                                                                     |
| 2145.HK   | 上美股份 | 化妆品    | FY2025H1 实现营收 41.08 亿元（+16.0%）、归母净利润 5.24 亿元（+30.7%）。<br>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。                                                               |
| 2367.HK   | 巨子生物 | 化妆品    | FY2025H1 实现营收 31.13 亿元（+21.7%）、归母净利润 11.82 亿元（+20.2%）。<br>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   | 2025 年前三季度实现营收 457.64 亿元（-1.7%）、归母净利润 3.35 亿元（-55.1%）；<br>单 2025Q3 实现营收 146.66 亿元（+28.4%）、归母净利润 0.16 亿元（-89.4%）。<br>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   | 2025 年前三季度实现营收 67.72 亿元（-37.4%）、归母净利润 8.82 亿元（+3.1%）；<br>单 2025Q3 实现营收 21.75 亿元（-16.7%）、归母净利润 2.88 亿元（+13.6%）。<br>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     | 2025 年前三季度实现营收 135.88 亿元（-3.8%）、归母净利润 2.06 亿元（+9.4%）；<br>单 2025Q3 实现营收 45.81 亿元（-3.9%）、归母净利润 0.23 亿元（+24.3%）。<br>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   | 2025 年前三季度实现营收 81.88 亿元（+20.4%）、归母净利润 2.10 亿元（+7.3%）；<br>单 2025Q3 实现营收 28.43 亿元（+8.3%）、归母净利润 0.41 亿元（+200.93%）。<br>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   | 2025 年前三季度实现营收 284.00 亿元（-21.3%）、归母净利润-4.88 亿元（-142.1%）；<br>单 2025Q3 实现营收 92.87 亿元（+8.9%）、归母净利润-5.51 亿元（-3217.6%）。<br>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。 |
| 600612.SH | 老凤祥  | 珠宝首饰   | 2025 年前三季度实现营收 480.01 亿元（-8.7%）、归母净利润 14.38 亿元（-19.1%）；<br>单 2025Q3 实现营收 146.46 亿元（+16.0%）、归母净利润 2.17 亿元（-41.6%）。<br>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、潮宏基：2025 年归母净利润预计高增，渠道拓展、品牌升级

公司预计 2025 年归母净利润同比增长 125%-175%。2025 年预计实现归母净利润 4.36-5.33 亿元（同比+125%~+175%），剔除前三季度商誉减值后归母净利润为 6.07-7.04 亿元；单 2025Q4 实现归母净利润 1.19-2.16 亿元（2024 年同期为-1.22 亿元），同比大幅扭亏；整体业绩超预期。我们认为，公司的消费者洞察力、差异化产品力均较为突出，随着品牌力提升，成长性有望持续凸显。

**公司竞争力受到加盟商认可、渠道拓展顺利，国际化布局持续推进。（1）渠道扩张：**公司持续发力加盟模式开拓市场，2025 年底潮宏基珠宝门店总数达 1668 家，全年净增门店 163 家，其中 2025Q3/Q4 分别净增 57/69 家，下半年的开店节奏显著加快，潮宏基品牌日益收到加盟商认可欢迎，渠道扩张顺利。**（2）国际化：**公司加快国际化布局，提升渠道渗透力与影响力，2025 年在东南亚地区开出多家门店、客群突破华人圈层，证明了东方美学设计的跨文化吸引力。

**差异化产品力巩固竞争优势，全渠道营销持续放大品牌声量。（1）产品迭代：**公司持续迭代品牌印记型产品，围绕“文化+创新”不断拓展产品品类。2025Q4 推广花丝风雨桥、花丝福禄、臻金臻钻等新品，2026 年与麦当劳联名推出“新年第一桶金”覆盖不同风格与价位带，融合传统文化与现代时尚。**（2）全渠道营销：**公司为黄金珠宝行业首个与抖音官方时尚 IP“头排看秀”牵手的品牌，在 2025 年 12 月 28 日的直播在线人数超过 10 万，官方旗舰店登顶抖音旗舰店榜单，宋轶相关话题登上微博热搜双榜，全渠道营销扩大品牌知名度。**（3）东方文化：**公司秉承以时尚诠释东方文化的品牌理念，通过“一城一非遗”核心 IP，深入北京、武汉、南京等多座历史名城，创新融合花丝与汉绣、绒花等地方非遗技艺，打造文化快闪项目，让消费者在文化共鸣中增强品牌认同感。

详见开源证券 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 2026 年 1 月 13 日信息更新报告《潮宏基（002345.SZ）：2025 年归母净利润预计高增，渠道拓展、品牌升级》等。

### 2.2.2、美丽田园医疗健康：双美+双保健领跑者，内生+外延塑美业价值新空间

美丽田园是国内领先的高端美容与健康服务集团，已形成“双美+双保健”业务体系。公司会员资产优质，未来依托高效数字化与整合管理能力推进“内生+外延”战略布局，有望实现收入规模及盈利能力进一步提升。

**生美构筑信任资产，“双美+双保健”业务实现价值升级。（1）客群资产：**公司生活美容业务持续深耕高端客户，通过优质项目体验和精细化客户维护，将一次性消费沉淀为长期关系，实现高质量客户的获取与留存。**（2）转化逻辑：**高端客户通过生活美容建立信任心智，通过一站式服务转化至高客单价的医美及保健业务，同时为医美术后修复提供保障，增强客户粘性。客户转向医美年均消费三倍提升，实现以较低的边际成本撬动高盈利业务。公司“双美+双保健”业务协同，2025H1 整体获客成本仅 2%且呈现持续下降趋势，通过生活美容业务向医美进行客流转化，形成获客端的重要竞争壁垒。

**强整合能力打通“内生+外延”发展路径。（1）内生：**公司通过“直营+加盟”双轨并行模式稳步拓店，截至 2025H1 直营门店增至 273 家、加盟及托管门店达 279 家，同店收入、客流增长动能稳步释放。**（2）外延：**公司具备丰富整合经验并已沉淀出成熟并购方法论，即能够在短期内完成降本提效并释放协同效应，强劲整合能力已通过

奈瑞儿等案例得到验证(奈瑞儿 2025H1 经调整净利率由并购前 6.5%提升至 10.4%)。2025 年 10 月公司公告收购思妍丽,实现“三强聚合”巩固龙头地位。我们认为,并购不仅能够为公司提供优质会员入口、为医美等增值业务提供增量,还能带来规模效应,增强上游议价能力实现成本优势。因此,公司在外延整合上的成熟方法论和数字化管理体系具备可复制性,未来有望持续推动规模扩张与盈利改善。

详见开源证券 2026 年 1 月 4 日首次覆盖报告《美丽田园医疗健康(2373.HK): 双美+双保健领跑者,内生+外延塑美业价值新空间》等。

### 2.2.3、周大福: 产品结构持续优化, 同店销售重拾增长

公司 FY2026H1 营收同比-1.1%, 归母净利润同比+0.1%。公司发布半年报: FY2026H1 实现营收 389.86 亿港元(同比-1.1%, 下同)、归母净利润 25.34 亿港元(+0.1%); 此外, 董事会宣派中期股息每股 0.22 港元。

同店销售重拾增长, 毛利率边际略有下滑。分地区看, FY2026H1 公司在中国内地/中国内地以外市场营业额分别实现同比-2.5%/+6.5%; 其中, 中国内地营业额占比达 82.6%(-1.2pct)。分产品看, FY2026H1 公司定价首饰/计价黄金首饰/钟表营业额分别实现同比+9.3%/-3.8%/-10.6%, 定价首饰表现较好。同店方面, 公司中国内地直营 FY2026H1 同店销售同比+2.6%, Q1/Q2 分别同比-3.3%/+7.6%, 同店销售重拾增长。此外, 2025 年 10 月 1 日至 11 月 18 日直营同店销售同比+38.8%, 呈现良好增长势头。盈利能力方面, FY2026H1 公司毛利率为 30.5%(-0.9pct), 毛利率维持高位, 主要受益于金价上涨及高毛利的定价首饰占比提升。销售/管理费用率分别为 9.7%/4.3%, 同比分别-0.9pct/-0.3pct。

公司积极推进品牌转型, 产品结构持续优化。(1) 渠道: 公司积极优化门店质量与效率, 中国内地 FY2026H1 周大福主品牌净关门店 611 家, 期末门店总数达 5663 家, 其中直营/加盟分别占 27.3%/72.7%。此外公司持续推进品牌转型, 扩展高端购物中心及核心地段, FY2026H1 已开 8 家新形象店, 提升品牌吸引力。(2) 产品: 公司标志性定价类产品周大福传福、传喜和故宫系列销售表现亮眼, FY2026H1 销售额达 34 亿港元; 定价黄金产品在中国内地的占比提升至 31.8%, 同比+4.4pct, 产品结构持续优化。

详见开源证券 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 11 月 28 日信息更新报告《周大福(1929.HK): 产品结构持续优化, 同店销售重拾增长》等。

### 2.2.4、永辉超市: 2025Q3 经营业绩短期承压, 门店调改加速推进

公司 2025 年前三季度营收同比-22.2%, 利润端承压明显。公司发布三季报: 2025Q1-Q3 实现营收 424.34 亿元(同比-22.2%, 下同)、归母净利润-7.10 亿元(2024 年同期为-0.78 亿元), 其中 2025Q3 实现营收 124.86 亿元(-25.6%), 归母净利润-4.69 亿元(2024 年同期为-3.53 亿元)。我们认为, 公司向品质零售转型进展顺利, 目前处于供应链改革和门店优化转型期, 短期业绩有所承压, 但长期经营拐点可期。

公司前三季度主营业务收入承压, 费用率短期有所抬升。公司主营收入分地区来看, 2025Q1-Q3 华东/华南/华西/华北/华中地区分别实现营收 79.32/89.09/135.11/61.82/40.47 亿元, 同比分别-31.2%/-19.4%/-17.3%/-23.9%/-4.0%。收入承压主要系一方面零售行业竞争激烈, 消费习惯改变; 另一方面公司主动进行门店优化, 淘汰部分尾部门店, 门店总数较去年同期减少所致。盈利能力方面,

2025Q1-Q3 公司实现综合毛利率 20.5% (-0.3pct)，毛利率有所下滑主要系门店调改过程中主动优化商品结构，推行裸价和控后台的策略所致，属于转型过程中的短期影响；**费用方面**，2025Q1-Q3 销售/管理/财务费用率分别为 20.0%/3.0%/1.3%，同比分别+2.2pct/+0.5pct/-0.4pct，费用率短期有所抬升。

供应链改革和自有品牌发展顺利推进，门店调改迈入系统化阶段。**(1) 供应链：**公司持续推进供应链升级，精简供应商体系，供应商淘汰率达 40.4%，此外源头直采模式效果显现，如水产梭子蟹 2025Q3 销售额达 4453 万元，同比增长 195%；**(2) 自有品牌：**公司围绕“商品中心化”战略，自有品牌开发进程加速，截至 10 月底已陆续推出覆盖生鲜、3R 及标品领域的 15 款品质单品，呈现差异化竞争力；**(3) 门店调改：**截至 2025 年 9 月底公司共调改 222 家门店，调改进程显著提速，已进入系统化、规模化阶段。

详见开源证券 2019 年 12 月 27 日首次覆盖报告《永辉超市 (601933.SH)：生鲜超市龙头，“到店到家”巩固主业护城河》和 2025 年 11 月 4 日信息更新报告《永辉超市 (601933.SH)：2025Q3 经营业绩短期承压，门店调改加速推进》等。

### 2.2.5、爱婴室：2025Q3 主业门店稳健扩张，万代合作持续推进

**2025Q1-Q3 营收同比+10.4%，归母净利润同比+9.3%。**公司发布三季报：2025Q1-Q3 实现营收 27.25 亿元（同比+10.4%，下同）、归母净利润 5233 万元（+9.3%），实现扣非归母净利润 3858 万元（+65.9%），其中 2025Q3 实现营收 8.91 亿元（+15.1%）、归母净利润 560 万元（+2.4%）。我们认为，公司是母婴零售龙头，主业表现稳健，万代合作获得稀缺授权打造第二增长曲线。

**门店销售表现稳健，经营效率提升驱动费用率略降。**2025Q1-Q3，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 19.10/1.12/0.27/1.24/5.49 亿元，同比分别+6.8%/-7.4%/+3.4%/-8.9%/+39.3%，门店销售表现稳健，供应链综合管理表现较好。**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 12.66/1.74/3.76/1.47/0.60 亿元，同比分别+7.3%/+4.9%/+2.8%/+1.7%/+11.5%，奶粉类和玩具及出行类表现相对较好。**盈利能力方面**，2025Q1-Q3 毛利率为 25.5% (-0.6pct)，其中奶粉/食品/用品/棉纺/玩具及出行毛利率分别为 18.4% (+0.3pct)/48.2% (+7.6pct)/30.1% (+0.4pct)/47.3% (+7.7pct)/36.6% (+10.9pct)。**费用方面**，2025Q1-Q3 销售/管理/财务费用率分别为 18.8%/3.3%/0.7%，同比分别-1.4pct/+0.1pct/-0.3pct，经营效率稳步提升。

**渠道加速扩张，万代合作持续推进。****(1) 渠道：**2025Q1-Q3 期间，公司新开 72 家门店并关闭 31 家门店，期末门店合计 516 家，较二季度末增加 29 家。**(2) 品牌：**公司自有品牌持续发力，多维度提升产品竞争力。**(3) 万代合作：**与万代南梦宫合作顺利进行，依托国际知名 IP 合作，2025 年 10 月官宣长沙、沈阳两家新店，预计“区域核心城市+重点商圈”双轨扩张策略有望加速推进。

详见开源证券 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 11 月 4 日信息更新报告《爱婴室 (603214.SH)：2025Q3 主业门店稳健扩张，万代合作持续推进》等。

### 2.2.6、豫园股份：物业开发拖累业绩，主业调整及出海打开成长空间

**公司 2025Q3 利润受物业开发业务拖累有所承压。**公司 2025Q1-Q3 实现营收 284.00 亿元（同比-21.3%，下同）、归母净利润-4.88 亿元 (-142.1%)；单 2025Q3 营收 92.87

亿元(+8.9%)、归母净利润-5.51亿元，较2024年同期转亏；利润下滑主要原因系处置非核心资产项目产生的投资收益同比减少及物业开发与销售业务利润同比下降综合导致。我们认为，公司“东方生活美学”实现全球化发展，“文化+科技”打造IP赋能。

**珠宝时尚业务受金价影响有所承压，IP合作持续破圈传播。**2025年前三季度公司珠宝时尚业务实现营收184.47亿元(-31.9%)，主因黄金饰品销售业务受消费行业结构调整和国际金价持续震荡波动影响所致；业务毛利率为11.5%，同比提升1.0pct，业务盈利能力得到提升。渠道端，2025年前三季度末公司“老庙”和“亚一”两大品牌门店数合计为4115家，较2024年末净关店500家；产品端，公司提升计件产品占比，优化品类结构；品牌端，公司以二次元IP联名持续破圈传播，携手国创动画IP《天官赐福》推出多款联名产品，6月推出的联名金运礼盒在天猫首发当天销售破百万。

**“文化+科技”赋能品牌力，全球化战略稳步推进。**2025年以来公司坚持“文化+科技”赋能消费场景和IP打造，持续夯实品牌力，各消费产业有望稳步复苏。2025Q1-Q3 (1) 餐饮管理与服务板块实现营收6.49亿元(-30.1%)；(2) 食品百货板块实现营收7.49亿元(-8.3%)；(3) 化妆品板块实现营收1.65亿元(-18.7%)；(4) 时尚表业板块实现营收4.60亿元(-14.4%)；(5) 度假村板块实现营收3.40亿元(-55.1%)。此外，公司积极推进品牌和产品出海战略，8月泰国举办豫园灯会，9月老庙黄金中国澳门首店开业，预计海外收入将成为公司业务持续增长的重要引擎之一。

详见开源证券2019年11月21日首次覆盖报告《豫园股份(600655.SH)：家庭快乐消费龙头，新兴赛道蓄势待发》和2025年11月6日信息更新报告《豫园股份(600655.SH)：物业开发拖累业绩，主业调整及出海打开成长空间》等。

### 2.2.7、丸美生物：2025Q3业绩亮眼，多赛道布局有望驱动业绩增长

**2025Q1-Q3营收同比+25.5%，归母净利润同比+2.1%，整体业绩均表现亮眼。**公司发布三季报：2025Q1-Q3实现营收24.5亿元(同比+25.5%，下同)、归母净利润2.4亿元(+2.1%)，其中2025Q3实现营收6.9亿元(+14.3%)、归母净利润0.7亿元(+11.6%)，整体业绩均表现亮眼。

**眼部与护肤系列表现亮眼，产品结构的进一步优化带动毛利率提升。**分品类看，2025Q3眼部类/护肤类/洁肤类/美容类分别实现营收1.5亿元(+20.1%)/3.1亿元(+42.0%)/0.7亿元(+23.1%)/1.5亿元(-26.7%)，预计眼部与护肤系列大单品表现亮眼；平均售价方面，2025Q3眼部类+52.8%、护肤类+4.5%，洁肤类+12.6%，美容类+20.8%，眼部类售价上升主要系售价较高的眼部类产品销售占比提升。**盈利能力方面**，公司2025Q3毛利率和净利率分别为75.7%(+1.2pct)/10.5%(+0.03pct)，产品结构进一步优化带动毛利率提升。**费用方面**，2025Q3公司销售/管理/研发费用率分别为60.6%/5.9%/3.3%，同比分别+1.7pct/+1.8pct/+0.2pct，均略有提升。

**丸美科技赋能中高端市场布局，恋火彰显自由悦己品牌主张。**丸美：持续蝉联国货眼部护理第一品牌，双11李佳琦美妆直播间首日前四小时小红笔眼霜销量超4万件。此外，全新推出“完美胶原支棱眼霜”，以独家专利重组胶原蛋白PRO为核心，凭借“光电同效”科技，打造差异化优势赋能中高端抗老护肤赛道布局，定义科技护肤新高度。**恋火**：深耕底妆市场，对王牌单品进行升级，推出看不见3.0粉底液新品系列，并计划四季度推出新的IP限定系列。此外，恋火邀请明星共创PL涂鸭限定系列，表达自由且悦己的品牌主张。双11李佳琦首日直播间恋火GMV超900万元。**运营**：推

动线上线下协同发展，线上拓展优秀达人合作网络，恋火品牌小红书平台高质量内容比例显著提升；线下推出渠道专供产品，通过主题沙龙及路演活动传播品牌理念。

详见开源证券 2024 年 5 月 29 日首次覆盖报告《**丸美生物（603983.SH）：老牌国货万象更“芯”，未来高质量增长可期**》和 2025 年 10 月 31 日信息更新报告《**丸美生物（603983.SH）：2025Q3 业绩亮眼，多赛道布局有望驱动业绩增长**》等。

### 2.2.8、珀莱雅：双 11 表现亮眼，看好公司多品牌矩阵助业绩增长

**2025Q1-Q3 营收同比+1.9%，归母净利润同比+2.7%，业绩略承压。**公司发布三季报：2025Q1-Q3 实现营收 71.0 亿元（同比+1.9%，下同）、归母净利润 10.3 亿元（+2.7%），其中 2025Q3 实现营收 17.4 亿元（-11.6%）、归母净利润 2.3 亿元（-23.6%），公司为国货美妆龙头，持续多品牌布局，双 11 表现亮眼。

**预计前三季度第二梯队品牌高增，品类结构优化和降本增效带动毛利率提升。**分品类看，2025Q3 护肤类/美容彩妆类/洗护类分别实现营收 13.2 亿元（-20.4%）/2.4 亿元（+0.9%）/1.8 亿元（+137.7%）；平均售价方面，2025Q3 护肤类同比-22.2%（防晒产品销售占比增加）、美容彩妆类同比-11.0%，洗护类同比-0.6%。**盈利能力方面**，2025Q3 毛利率和净利率分别为 74.7%（+4.0pct）/13.2%（-2.0pct），毛利率提升主要系品类结构优化和降本增效。**费用方面**，2025Q3 销售/管理/研发费用率分别为 49.9%/6.5%/2.7%，同比分别+4.5pct/+1.6pct/+0.3pct，销售费用率增加主要系 2025 年“双 11”大促节奏提前，投流前置，宣传推广费用增加。

**珀莱雅大单品战略升级与品类延伸，双十一现货 4 小时成交榜销量稳居榜首。****产品：**公司持续夯实“大单品策略”，并对核心产品进行全方位升级，同时注重新的战略单品开发，推出全新双抗眼霜 3.0，能量系列 2.0，红宝石面膜 3.0 以及全新红宝石次抛。**品牌：**持续耕耘多品牌、多品类矩阵协同发展策略，创新品类品牌原色波塔在细分赛道快速占领市场份额并赢得用户心智。制定差异化的品牌规划，彩棠持续深耕“中国妆，原生美”的品牌理念，巩固差异化品牌调性；Off&Relax 深化洗发水核心品类渗透，强化品牌香氛特色和疗愈功效。**双十一：**珀莱雅天猫双十一现货 4 小时成交榜蝉联第一，双 11 李佳琦美妆直播间首日前四小时 GMV 超 4.6 亿元，坐稳国产品牌美妆龙头地位。

详见开源证券 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 10 月 30 日信息更新报告《**珀莱雅（603605.SH）：双 11 表现亮眼，看好公司多品牌矩阵助业绩增长**》等。

### 2.2.9、朗姿股份：2025Q3 营收改善，看好内生+外延驱动业绩增长

**公司 2025Q1-Q3 营收同比+0.9%，归母净利润同比+367.0%。**公司发布三季报：2025Q1-Q3 实现营收 43.3 亿元（同比+0.9%，下同）、归母净利润 9.9 亿元（+367.0%）、扣非归母净利润 1.7 亿元（-4.1%）；其中 2025Q3 实现营收 14.6 亿元（+12.7%）、归母净利润 7.1 亿元（+1579.5%）、扣非归母净利润 0.4 亿元（-9.1%），主要系处置长期资产形成的损益影响归母净利润。

**医美业务版图持续扩大，毛利率整体有所提升，费率相对稳健。**医美业务方面，截止至 2025 年 6 月，公司拥有 42 家医疗美容机构，包含 12 家综合性医院，30 家门诊部、诊所，主要分布在成都、西安、昆明、重庆等地区。9 月公告拟收购重庆米兰柏羽，交易完成后将纳入合并报表，医美版图持续扩大。**盈利能力方面**，2025Q1-Q3/2025Q3 公司综合毛利率分别为 59.4%/58.8%，同比分别+0.4pct/+1.4pct，

均有所提升。期间费用方面，2025Q1-Q3 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 40.8%/8.4%/1.8%/1.5%，同比分别+0.9pct/-0.3pct/-0.1pct/-0.2pct，费率相对稳健。

**内生+外延双重驱动，打造泛时尚业务生态圈。**朗姿股份内生+外延双重驱动，持续推进以时尚女装、医疗美容和绿色婴童三大业务板块为主的泛时尚产业互联生态圈战略。**外延扩张：**公司 9 月 10 日拟收购重庆米兰柏羽时光整形美容医院有限公司 67.5% 股权，加快医美业务的区域化布局。**泛时尚业务拓展：**朗姿 LANCY25 周年“她向无限”主题大秀，首次搭建起时尚与医美两个维度的对话平台，结合时尚的外在塑造与医美的内在赋能，共同探讨更可持续的美学理念。**医美品牌建设：**公司重视品牌医生 IP 团队打造，旗下多家机构及医生登榜 2025 美团北极星医美榜，朗姿学苑-皮肤科医生培训基地落地启动，探索医美人才培养模式，推动医美行业健康、安全与高质量发展。

详见开源证券 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 10 月 30 日信息更新报告《朗姿股份（002612.SZ）：2025Q3 营收改善，看好内生+外延驱动业绩增长》等。

#### 2.2.10、爱美客：2025Q3 业绩承压，内生+外延布局期待业绩回暖

公司 2025Q1-Q3 营收同比-21.5%，归母净利润同比-31.1%。公司发布三季报：2025Q1-Q3 实现营收 18.7 亿元（同比-21.5%，下同）、归母净利润 10.9 亿元（-31.1%）；2025Q3 实现营收 5.7 亿元（-21.3%）、归母净利润 3.0 亿元（-34.6%）。我们认为，公司产品矩阵丰富，REGEN 加速国际化进程叠加内生多管线也逐步落地，未来有望通过“内生+外延”来不断增强竞争力获得业绩增量。

前三季度毛利率略有下滑，整体费用率均有所提升。毛利率方面，2025Q1-Q3/2025Q3 毛利率分别为 93.4%/93.2%，同比分别-1.4pct/-1.4pct，均略有下滑。费用方面，2025Q1-Q3 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 12.4%/6.4%/12.7%/0.3%，同比分别+3.7Pct/+2.5Pct/+4.8Pct/+1.4Pct，管理费用率提升主要系人工费和咨询服务费有所增加，财务费用率主要系外币投资产生的汇兑损失导致。

**化妆品赛道寻求增量市场，流量运营赋能销量增长。产品端：**爱美客骨相抗衰新品

啍科拉发布上市，锚定高净值分层市场，有望引领骨相抗衰领域发展潮流。**研发端：**

10 月 11 日成功完成首个化妆品新原料备案，稳步推进公司在化妆品领域的战略布局，丰富公司产品多样性，有望在化妆品赛道寻求增量市场。此外，旗下子公司诺博特申请注册的“米诺地尔搽剂”于 9 月 28 日获批，持续拓宽公司多元化药品研发矩阵。

**渠道端：**B 端渠道网络是公司深耕国内市场的一项核心竞争力，依托旗下自媒体学苑全轩新媒，赋能行业运营人员，利用流量运营引领销量增长。此外，爱美客 REGEN 新工厂开始投产，为嗨体、濡白天使等产品出海开拓渠道，迈向国际化进程。

详见开源证券 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 10 月 29 日信息更新报告《爱美客（300896.SZ）：2025Q3 业绩承压，内生+外延布局期待业绩回暖》等。

#### 2.2.11、贝泰妮：2025Q3 扭亏为盈，产品矩阵扩容双 11 业绩亮眼

公司 2025Q1-Q3 营收同比-13.8%，归母净利润同比-34.5%。公司发布三季报：2025Q1-Q3 实现营收 34.6 亿元（同比-13.8%，下同）、归母净利润 2.7 亿元（-34.5%），主要系各类运营费用率阶段性略有上升；单三季度实现营收 10.9 亿元（-10.0%）、

归母净利润 0.3 亿元（+136.6%），三季度净利润较 2024 年同期扭亏为盈。我们认为公司属于敏感肌护肤龙头，双 11 整体表现亮眼，未来品牌矩阵持续扩容，业绩有望恢复增长。

**前三季度毛利率有所提升，销售费用率上行影响整体盈利能力。分渠道看**，根据久谦数据，薇诺娜和薇诺娜宝贝 2025Q1-Q3 在抖音渠道 GMV 增速为正；瑗科缙 2025Q1-Q3 在天猫渠道同比增速亮眼；姬芮 Za2025Q1-Q3 在天猫/京东/抖音三大渠道均实现正增长；泊美 2025Q1-Q3 在京东渠道表现较好。**盈利能力方面**：2025Q1-Q3 公司毛利率约 74.3%，较 2024 年同期增加约 0.6Pct，盈利能力有效改善。**费用方面**，2025Q1-Q3 销售/管理/研发/财务费用率分别为 53.1%/9.4%/5.0%/0.3%，同比分别 +3.0Pct/+1.0Pct/-0.02Pct/+0.3Pct，销售费用率略有提升预计主要系竞争激烈，公司加大投放导致。

**双十一阶段性销售表现亮眼，携手初普丰富品牌矩阵。双十一**：天猫大美妆数据显示，薇诺娜在天猫美妆双 11 现货 4 小时成交榜中排名第 8 名，较 2024 年同期上升 2 名。双 11 李佳琦美妆直播间首日前 4 小时薇诺娜保湿特护霜第二代售出 20 万件，瑗科缙 5D 眼霜快速售罄。**品牌**：贝泰妮积极拓展业务边界，与初普 Tripollar 展开技术共创，共同打造家用美容“仪器+护肤品”的专业体系，公司品牌矩阵扩容。**渠道**：贝泰妮“OMO”渠道带动串联线上线下融合的全渠道销售模式。此外，贝泰妮稳步推进全球化战略布局，旗下产品已进驻东南亚主流 KA 美妆连锁、医美诊所等渠道。

详见开源证券 2021 年 3 月 25 日首次覆盖报告《贝泰妮（300957.SZ）：敏感肌修护黄金赛道，“医研赋能”成就国货王者》和 2025 年 10 月 28 日信息更新报告《贝泰妮（300957.SZ）：2025Q3 扭亏为盈，产品矩阵扩容双 11 业绩亮眼》等。

#### 2.2.12、福瑞达：2025 Q3 业绩略承压，期待双 11 大促业绩改善

**公司 2025Q1-Q3 营收同比-7.3%，归母净利润同比-17.2%**。公司发布三季报：2025Q1-Q3 实现营收 26.0 亿元（同比-7.3%，下同）、归母净利润 1.4 亿元（-17.2%）；其中单三季度实现营收 8.1 亿元（-8.0%）、归母净利润 0.3 亿元（-23.1%）。我们认为公司聚焦妆药同源，以“5+N”核心科技矩阵为引擎，深度整合研发资源与市场优势，未来业绩有望改善。

**化妆品和医药业务略有下滑，原料业务增速亮眼，盈利能力相对稳健。2025Q1-Q3**，**化妆品**：营收 15.7 亿元（-8.2%）、毛利率 61.2%（-1.1pct），颐莲、瑗尔博士营收分别为 7.9 亿元（+19.5%）/ 6.5 亿元（-28.9 %），颐莲表现亮眼。**医药**：营收 3.1 亿元（-17.5%）、毛利率 52.3%（+1.8pct），全渠道累计新开发客户 200 余家，覆盖医院及 OTC 渠道。**原料**：营收 2.8 亿元（+11.2%）、毛利率 40.3%（+0.9pct），前三季度医药级原料业务销量大幅提升，同比增长 107.8%。此外，2025Q1-Q3 公司综合毛利率为 51.5%（-0.4pct），销售/管理/研发费用率分别为 36.4%/4.9%/4.5%，同比分别-0.1pct/+0.6pct/+0.8pct，整体费用率相对稳健。

**品牌价值卓越增长，原料战略转型升级成果丰硕。化妆品**：颐莲品牌保持增长态势，2025Q1-Q3 喷雾品线销售同比+28%，全球首发“凌赫红”定制版深层补水喷雾，双 11 李佳琦美妆直播间首日前 4 小时颐莲喷雾快速售出超 20 万件，GMV 表现亮眼。**品牌端**：颐莲品牌价值评估突破 120 亿元，树立品牌价值标杆。**研发端**：瑗尔博士发布行业首个理想皮肤数据平台，推动护肤市场迈进“AI+数据”驱动的智能护肤时代。**医药**：福瑞达抢抓药食同源新消费机遇，新上市红参阿胶肽黄芪饮等 7 款药食同源产品。公司推动中医药传统剂型创新发展，与北京同仁堂深化交流，推进黑膏

药合作进程。**原料：**福瑞达生物科技二羟基苯乙醇通过国家药品监督管理局化妆品新原料备案、纳他霉素成功通过美国原料药 DMF 备案，原料战略转型升级取得阶段性成果。

详见开源证券 2022 年 1 月 16 日首次覆盖报告《福瑞达（600223.SH）：生物医药+生态健康双轮驱动，打造大健康生态链》和 2025 年 10 月 28 日信息更新报告《福瑞达（600223.SH）：2025 Q3 业绩略承压，期待双 11 大促业绩改善》等。

### 2.2.13、润本股份：2025Q3 驱蚊业务高增，看好双 11 大促业绩表现

**2025Q1-Q3 营收同比+19.3%，归母净利润同比+2.0%。**公司发布三季报：2025Q1-Q3 实现营收 12.38 亿元（同比+19.3%，下同）、归母净利润 2.66 亿元（+2.0%），其中 2025Q3 实现营收 3.42 亿元（+16.7%）、归母净利润 0.79 亿元（-2.9%）。我们认为，公司在“驱蚊和婴童护理”领域地位领先，高性价比策略契合主流消费趋势，公司高效的运营能力和供应链优势奠定了竞争壁垒，产品的持续创新有望提供持续增长动能。

**基孔肯雅热疫情拉动驱蚊业务高增，销售费用率上行影响净利率。**分品类看，2025Q3 公司驱蚊/婴童护理/精油业务分别实现营收 1.32/1.46/0.43 亿元，同比分别+48.5%/-2.8%/-7.0%，2025Q3 蚊虫叮咬情况明显，基孔肯雅热病例高发，市场对驱蚊产品需求旺盛；此外，2025Q3 驱蚊类产品平均售价同比+12.0%、婴童护理类+7.9%、精油类-2.4%，产品结构持续优化带动驱蚊类产品价格略有提升。**分渠道看**，根据久谦数据测算，2025Q1-Q3 润本在抖音、天猫、京东平台累计销售额同比分别+41.2%/-5.3%/-6.8%。**盈利能力方面**，2025Q3 毛利率和净利率分别为 59.0%（+1.4pct）/22.9%（-4.6pct）。**费用方面**，2025Q3 销售/管理/研发/财务费用率分别为 29.1%/2.4%/2.6%/-0.8%，同比分别+5.5pct/-0.1pct/-0.8pct/+2.4pct。

**爆品表现持续亮眼，看好双 11 大促期间公司的业绩表现。**产品端，儿童天然淡彩润唇膏为抖音儿童唇膏爆款榜 TOP2，蛋黄油特护精华霜稳居抖音婴儿面霜爆款榜 TOP3（截止 10 月 20 日），产品表现持续亮眼，公司爆品打造能力得以验证。**渠道端**，根据久谦数据测算，2025Q3 润本在京东、天猫和抖音三大电商平台增长亮眼，看好双 11 大促期间公司的整体业绩表现。

详见开源证券 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 10 月 21 日信息更新报告《润本股份（603193.SH）：2025Q3 驱蚊业务高增，看好双 11 大促业绩表现》等。

### 2.2.14、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、门店区位优化，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。

详见开源证券 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。

#### 2.2.15、毛戈平：2025H1 业绩亮眼，高端国货美妆势能持续向上

**公司 2025H1 收入利润超 30% 增长，业绩符合预期，高端品牌势能持续向上。**公司发布业绩公告：2025H1 营业收入 25.88 亿元（同比+31.3%，下同）、归母净利润 6.70 亿元（+36.1%），业绩符合预期，高基数下稳定业绩持续兑现。

**加强彩妆品牌心智，线上维持高速增长，费用率平稳下降。**分业务看，2025H1 彩妆/护肤/化妆艺术培训业务实现营收 14.22/10.87/0.67 亿元，同比分别+31.1%/+33.4%/-5.9%，分别占比 55.0%/42.0%/2.6%。**分渠道看**，线上/线下渠道实现营收 12.97/12.24 亿元，同比分别+39.0%/+26.6%。**盈利能力方面**，2025H1 公司毛利率 84.2%（-0.7pct），其中彩妆/护肤/香氛/化妆艺术培训业务毛利率分别为 82.7%/87.5%/62.9%/77.6%；**费用方面**，销售/管理/研发费用率为 45.2%/6.9%/0.6%，同比分别-2.3pct/-1.5pct/-0.2pct，整体费用率保持平稳下降。

**彩妆护肤协同发展，香氛开拓品类边界，高端渠道持续发力。**彩妆端，公司以彩妆为基本盘，2025H1 小金扇粉饼和鱼子气垫均实现超 2 亿元销售额，延续高端国货彩妆龙头优势；此外公司布局香水赛道，上新“国韵凝香”和“闻道东方”系列，已实现 1141 万元销售额。**护肤端**，鱼子面膜零售额超 6 亿元（占护肤近 60%），黑霜超 2 亿元，大单品持续发力；同时新品逐步落地，黑金焕颜鎏光精华水超 1600 万元。**线下端**，2025H1 自营及经销专柜分别为 405/32 个，覆盖超 120 个城市，复购率达 30.3%（+1.6pct），入驻北京 SKP、重庆星光 68 百货等超高端渠道，杭州开设首家品牌形象旗舰店，强化高端国妆定位并助于同店提升。**线上端**，2025 年 618 大促销售额增长超 70%，并在好物节夺得抖音彩妆类目榜首，线上通过加强营销活动持续拓新，同时老客复购率增加，未来有望维持较快增速。

详见开源证券 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 8 月 29 日信息更新报告《毛戈平（1318.HK）：2025H1 业绩亮眼，高端国货美妆势能持续向上》等。

#### 2.2.16、巨子生物：2025H1 业绩稳健，大单品迭代与渠道拓展持续验证

**公司 2025H1 稳健增长，重组胶原蛋白龙头业绩持续兑现。**公司发布业绩公告：2025H1 实现营收 31.13 亿元（同比+22.5%，下同）、归母净利润 11.82 亿元（+20.2%）。公司为重组胶原蛋白龙头，产品具备长期竞争力，业绩有望持续兑现。

可复美、可丽金双品牌驱动，护肤品类增速较快，直销电商平台表现亮眼。分品类来看，2025H1 护肤品/敷料/保健食品实现营收 24.10/6.93/0.10 亿元，同比分别+24.2%/+17.1%/+16.3%。分品牌看，2025H1 可复美/可丽金分别实现营收 25.42/5.03 亿元，同比分别+22.7%/+26.9%。分渠道看，直销/经销实现营收 23.25/7.87 亿元，同比分别+26.5%/+12.1%，其中其中线上 DTC 店铺/电商平台营收同分别+13.3%/+133.6%，电商平台实现高增。盈利能力方面，2025H1 公司毛利率为 81.7%（-0.7pct），主要受产品结构调整的影响；销售/管理/研发费用率分别为 34.0%/2.7%/1.3%，同比分别-1.1pct/+0.1pct/-0.6pct。

**产品矩阵持续迭代，渠道拓展与研发并行。**产品端：可复美形成一大医疗器械系列+五大功效护肤系列布局，重组胶原蛋白敷料、焦点系列表现优异，胶原棒升级 2.0 版本，明星单品市场认可度提升，秩序系列和吨吨系列进展顺利；可丽金巩固抗老心智，明星产品胶原大膜王升级 3.0 版本表现强劲，胶卷系列定位大众和细分品类提速显著。渠道端：线下公司产品进入约 1700 家公立医院、3000 家私立医院和诊所，同时可复美品牌专卖店拓展至 24 家，新增覆盖杭州、南京、天津等城市，线上持续多平台精细化运营；此外公司入驻马来西亚屈臣氏，成为当地首个中国功效性护肤品牌。研发端：2025 上半年新增专利 19 项，公司“重组胶原蛋白植入剂”、“重组胶原蛋白冻干纤维”两款三类医疗器械获受理，期待医美业务贡献新增量。

详见开源证券 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 8 月 29 日信息更新报告《巨子生物（2367.HK）：2025H1 业绩稳健，大单品迭代与渠道拓展持续验证》等。

### 2.2.17、上美股份：2025H1 业绩亮眼，多品牌协同打开成长空间

**2025H1 归母净利润+30.7%，公司多品牌全面开花。**公司发布业绩公告：2025H1 实现营收 41.08 亿元（同比+16.0%）、归母净利润 5.24 亿元（+30.7%），符合市场预期。公司主品牌韩束持续领跑，多品牌协同发力，有望带动公司长期增长。

**主品牌韩束领跑，新兴品牌一页增势较强，线上自营能力提升。**分品牌看，主品牌韩束实现营收 33.44 亿元（+14.3%），抖音平台月度 GMV 持续稳居美妆品牌第一；新兴品牌 Newpage 一页实现营收 3.97 亿元（+146.5%），618 位居天猫婴童护肤榜单 TOP2，洗护榜单 TOP3；红色小象/一叶子分别实现收入 1.59 亿元（-8.7%）/0.89 亿元（-29.0%）。分渠道看，线上/线下渠道收入分别为 38.09 亿元（+20.1%）/2.69 亿元（-10.6%），线上自营能力提升。盈利能力方面，2025H1 公司毛利率 75.5%（-1.0pct），毛利率维持稳定；销售/管理/研发费用率分别为 56.9%/3.6%/2.5%，同比分别-0.7pct/+0.5pct/+0.3pct。

**韩束 6 大 BU 协同发展，Newpage 一页完成全年龄段布局，新品牌密集落地。**韩束：为品牌核心增长引擎，“聚焦+裂变”打法逐渐成型，6 大 BU 协同发展；线上自营能力提升，爆品蛮腰套盒势能延续，X 肽系列销售额超 2 亿元，男士护肤、彩妆、洗护和身体护理多品类布局，新品洁面膏、洗发水、身体精华等起量迅速，大单品与新品类贡献二级增长。Newpage 一页：聚焦大单品策略，已完成 0-18 岁全年龄段品类布局，大单品安心霜天猫婴童榜单多次位列第一，618 销量超 33 万瓶，夏季应季单品舒缓喷雾、爽身露 618 销量亮眼，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，新品牌 ATISER 聚光白水光面膜直播迅速放量，与化妆师春楠共同设立的彩妆品牌 NAN beauty 已上市；此外，公司计划推出婴童护理品牌面包超人、定位高端抗衰的 TAZU 等。

详见开源证券 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 9 月 1 日信息更新报告《上美股份（2145.HK）：2025H1 业绩亮眼，多品牌协同打开成长空间》等。

### 2.2.18、周大生：三季度经营业绩改善，关注产品和渠道结构优化

公司 2025Q1-Q3 营收同比-37.4%，归母净利润同比+3.1%。公司发布三季报：2025Q1-Q3 实现营收 67.72 亿元(同比-37.4%,下同)、归母净利润 8.82 亿元(+3.1%)；其中 2025Q3 实现营收 21.75 亿元(-16.7%)、归母净利润 2.88 亿元(+13.6%)。我们认为公司通过主动调整产品与渠道结构，聚焦经营质量，关注存量店效提升，成长势能有望复苏。

金价高位波动抑制加盟渠道，整体盈利能力明显改善。分产品看，2025Q1-Q3 公司镶嵌类/素金类产品分别实现营收 5.56 亿元/ 49.42 亿元，分别同比-4.9%/-44.4%。分渠道看，2025Q1-Q3 公司自营线下/电商/加盟业务分别实现收入 13.42 亿元/ 19.45 亿元/ 33.45 亿元，分别同比-0.9%/+17.7%/-56.3%。加盟业务下滑明显，主要系金价高位运行导致终端消费不振，加盟商补库意愿低迷，相比之下自营和电商渠道因加大轻量化、高性价比产品供给，对冲了传统克重金因金价高企导致的需求疲软，表现优于整体。盈利能力方面，2025Q3 公司毛利率为 28.5% (+1.0pct)、净利率为 13.2% (+3.5pct)，盈利能力提升主要受益于产品结构优化、渠道贡献变化以及金价红利释放等因素。费用方面，公司销售/管理/财务费用率分别为 11.1%/1.4%/0.2%，同比分别-0.2pct/+0.5pct/-0.1pct，整体费用率有所优化。

继续聚焦渠道结构调整，发力品牌矩阵升级和产品结构优化。(1) 渠道：2025Q1-Q3 公司线下新开/净开门店 324 家/-333 家，期末门店总数达 4675 家，其中加盟/自营分别净开-380/47 家，渠道持续优化。(2) 品牌：继续加强“周大生 X 国家宝藏”“周大生经典”“转珠阁”等多品牌矩阵建设，巩固市场份额。(3) 产品：公司精准把握“国潮国风”消费趋势，加大产品研发，推出“悦己”与“轻珠宝”等高性价比产品，受到终端消费者喜爱。

详见开源证券 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 11 月 4 日信息更新报告《周大生（002867.SZ）：三季度经营业绩改善，关注产品和渠道结构优化》等。

### 2.2.19、科笛-B：剥离欧玛短期业绩承压，期待管线商业化迎来拐点

2025H1 归母净利润亏损扩大 19.1%，剥离欧玛业务业绩短期承压。公司发布业绩公告：2025H1 实现营收 0.66 亿元（同比-31.2%）、归母净利润-2.39 亿元（亏损扩大 19.1%），经营层面公司终止与欧玛的代理合作，带来业绩承压。长期看，公司集中资源推进核心新品的商业化进程，后续新品陆续落地有望为业绩增长注入持续动能。

在研管线商业化在即，核心新品放量可期。产品端，公司两款新品将在 2025 年下半年商业化：(1) CU-40102（外用非那雄胺喷雾剂）2025 年 6-8 月先后在大陆和香港获批，为全球首个用于雄激素性脱发治疗的外用非那雄胺产品，可有效降低药物全身暴露，临床差异化优势显著；(2) 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，泡沫剂降低药物副作用。营销端，公司已建立覆盖全国的专职营销团队，提前布局渠道与学术推广，线上重点在天猫、京东、抖音、小红书等平台进行科普教育与精准触达，强化消费者心智；线下已成功开发数百家合作终端和合作医院，依托与三甲医院皮肤科专家进行学术推广，提

升学术影响力和处方信任度，预计新品上市后将快速放量。

多元化管线储备丰富，未来成长空间广阔。其他在研管线：（1）CU30101（局部外用利多卡因丁卡因乳膏）上市申请于2024年7月获药监局受理，用于表皮局部麻醉；

（2）CU-20401（重组突变胶原酶）于2024年12月完成治疗颌下脂肪堆积的II期临床试验，展现出良好疗效和安全性，产品具有，减少淤青、疼痛等副作用优势，预计2028年获批。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。

详见开源证券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8月29日信息更新报告《科笛-B（2487.HK）：剥离欧玛短期业绩承压，期待管线商业化迎来拐点》等。

表4：本周吉宏股份、家家悦、赛维时代表现相对较好

| 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 | 12.76  | 1.19%  | 0.54  | 0.84  | 1.08  | 24    | 15    | 12    |
| 002867.SZ | 周大生  | 买入 | 12.23  | 0.41%  | 1.06  | 1.25  | 1.46  | 12    | 10    | 8     |
| 600655.SH | 豫园股份 | 买入 | 5.17   | -1.34% | -0.16 | 0.13  | 0.25  | -32   | 40    | 21    |
| 603193.SH | 润本股份 | 买入 | 24.73  | -1.00% | 0.82  | 1.05  | 1.32  | 30    | 24    | 19    |
| 603983.SH | 丸美生物 | 买入 | 33.42  | -3.02% | 1.00  | 1.30  | 1.66  | 33    | 26    | 20    |
| 300957.SZ | 贝泰妮  | 买入 | 42.09  | 2.16%  | 1.15  | 1.40  | 1.62  | 37    | 30    | 26    |
| 688363.SH | 华熙生物 | 买入 | 46.31  | 0.17%  | 0.77  | 1.02  | 1.31  | 60    | 45    | 35    |
| 600223.SH | 福瑞达  | 买入 | 7.44   | -1.20% | 0.24  | 0.28  | 0.32  | 31    | 27    | 23    |
| 300740.SZ | 水羊股份 | 买入 | 24.80  | -3.31% | 0.50  | 0.72  | 0.97  | 50    | 34    | 26    |
| 300896.SZ | 爱美客  | 买入 | 146.31 | -2.40% | 4.89  | 5.93  | 6.94  | 30    | 25    | 21    |
| 002612.SZ | 朗姿股份 | 买入 | 20.13  | -1.28% | 2.31  | 0.77  | 0.88  | 9     | 26    | 23    |
| 300592.SZ | 华凯易佰 | 买入 | 12.59  | 3.62%  | 0.66  | 0.89  | 1.12  | 19    | 14    | 11    |
| 002803.SZ | 吉宏股份 | 买入 | 19.88  | 10.63% | 0.74  | 0.94  | 1.15  | 27    | 21    | 17    |
| 301381.SZ | 赛维时代 | 买入 | 22.95  | 5.52%  | 0.96  | 1.37  | 1.70  | 24    | 17    | 14    |
| 603214.SH | 爱婴室  | 买入 | 17.95  | 3.70%  | 1.01  | 1.22  | 1.45  | 18    | 15    | 12    |
| 601933.SH | 永辉超市 | 买入 | 4.71   | -8.72% | -0.08 | 0.05  | 0.13  | -59   | 94    | 36    |
| 603708.SH | 家家悦  | 买入 | 12.90  | 6.26%  | 0.31  | 0.40  | 0.48  | 42    | 32    | 27    |
| 603605.SH | 珀莱雅  | 买入 | 70.00  | 0.98%  | 4.29  | 5.01  | 5.79  | 16    | 14    | 12    |
| 600612.SH | 老凤祥  | 买入 | 45.70  | -0.65% | 3.37  | 3.65  | 3.94  | 14    | 13    | 12    |
| 600916.SH | 中国黄金 | 买入 | 8.13   | -0.85% | 0.54  | 0.62  | 0.71  | 15    | 13    | 11    |

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：收盘价日期为2026/1/16，仅展示A股覆盖标的）

### 3、零售社服行业动态追踪

#### 3.1、行业关键词：奥乐齐、绽妍生物、共享仓、I型胶原、半亩花田等

##### 【奥乐齐】奥乐齐计划在美新开 180 余家门店

1月12日消息，奥乐齐（Aldi）宣布 2026 年将在美国 31 个州新开设 180 余家门店，并同步建设配送中心、升级线上渠道，以支持门店网络扩张并提升本地化服务能力。（来源：职业零售网公众号）

##### 【肉毒素】若弋生物重组 A 型肉毒素启动 II 期临床试验

1月13日消息，若弋生物公告其重组 A 型肉毒素管线 CB2201 已完成 II 期临床试验登记与公示，适应症为暂时性改善成人中重度眉间纹，推进其第三代肉毒素管线临床进展。（来源：Medactive 公众号）

##### 【绽妍生物】绽妍生物启动北交所上市辅导

1月14日消息，绽妍生物公告与中金公司签署上市辅导协议，正式启动在北京证券交易所上市辅导流程。公司主营医用敷料及皮肤学级护肤品，挂牌新三板仅四个月即推进至上市辅导阶段。（来源：HZPB 公众号）

##### 【年货节】步步高超市发布 2026 年货节方案

1月14日消息，步步高超市宣布 2026 年货节正式启幕，围绕品质、健康与场景化消费，重构春节商品供给体系，推出多档核心年货单品矩阵，并依托门店升级与“商品力+场景力”双轮驱动，强化春节消费承接能力。（来源：职业零售网公众号）

##### 【共享仓】拼多多推出共享仓服务，支持全国次日达

1月15日消息，拼多多联合大型仓配服务商推出共享仓配服务，为商家提供仓储、履约、物流一体化解决方案，实现全国范围内次日达/后天达，并通过平台标签与流量加权提升转化效率。（来源：亿邦动力公众号）

##### 【极兔速递】极兔速递与顺丰控股达成交叉持股

1月15日消息，极兔速递与顺丰控股公告达成战略性相互持股协议，双方将通过定增方式交叉持股，合计投资金额约 83 亿港元，拟在跨境物流与全球智慧物流网络建设方面深化协同。（来源：职业零售网公众号）

##### 【胶原蛋白】耀海诺信生物利用大肠杆菌体系实现重组人源化胶原蛋白表达

1月15日消息，耀海诺信生物宣布利用大肠杆菌表达系统成功制备高羟基化重组人源化胶原蛋白，并在电镜下观察到稳定三螺旋结构，羟化水平接近天然胶原，为重组胶原规模化生产提供新路径。（来源：Medactive 公众号）

##### 【I 型胶原】巨子生物重组 I 型胶原复合溶液获 NMPA 批准上市

1月15日消息，巨子生物公告称，公司旗下“重组 I 型  $\alpha 1$  亚型胶原蛋白及透明质酸钠复合溶液”获得 NMPA 批准上市，适用于真皮层注射相关应用场景，有助于完善公司医美合规产品矩阵。（来源：Medactive 公众号）

##### 【盒马新店】盒马鲜生嘉兴、太原、合肥、宁波四店齐开

1月16日消息，盒马鲜生在嘉兴、太原、合肥、宁波四地同步开出新店，均采用新一代“店仓一体”模式，新店在线下开业前已率先上线配送服务，覆盖周边社区，最快30分钟送达。（来源：职业零售网公众号）

### 【半亩花田】半亩花田母公司山东花物堂递表港交所

1月16日消息，国货美妆品牌半亩花田母公司山东花物堂化妆品股份有限公司正式递表港交所，拟在H股主板挂牌上市，中信证券为其独家保荐人。公司为坚持“以花悦肤”理念的中国皮肤及个人护理品牌，已成功实现明星产品涵盖至身体、发部和面部洗护的全品类矩阵布局。（来源：聚美丽公众号）

## 3.2、大事提醒：关注多家公司股东大会召开等

表5：零售社服公司大事提醒：关注多家公司股东大会召开等

| 日期    | 公司名称 | 重大事项   |
|-------|------|--------|
| 1月20日 | 豫园股份 | 股东大会召开 |
| 1月21日 | 创业黑马 | 股东大会召开 |
| 1月21日 | 黄山旅游 | 分红     |
| 1月22日 | 曲江文旅 | 股东大会召开 |
| 1月23日 | 苏美达  | 股东大会召开 |
| 1月30日 | 汇嘉时代 | 股东大会召开 |
| 1月30日 | 怡亚通  | 股东大会召开 |
| 1月30日 | 天音控股 | 股东大会召开 |
| 2月2日  | 苏豪汇鸿 | 股东大会召开 |
| 2月2日  | 孩子王  | 股东大会召开 |

资料来源：Wind、开源证券研究所

表6：零售社服行业大事提醒：国际会展活动产业链大会

| 日期    | 主题   | 重大事项                       |
|-------|------|----------------------------|
| 1月19日 | 会展   | 国际会展活动产业链大会                |
| 2月22日 | 旅游餐饮 | 2026中国才都（临川）酒店用品展览会        |
| 3月6日  | 珠宝首饰 | 2026第41届上海国际珠宝首饰暨矿物宝石展览会   |
| 3月16日 | 美妆   | 2026第22届青岛国际美容化妆品行业博览会     |
| 3月17日 | 美妆   | 2026CiE美妆创新展               |
| 3月18日 | 零售   | 2026第二十三届上海国际新零售社区社群团购博览会  |
| 3月18日 | 旅游餐饮 | 2026第十六届北京国际酒店用品及餐饮业展览会    |
| 3月22日 | 美妆   | 2026第51届济南国际美容美发化妆品产业博览会   |
| 3月30日 | 旅游餐饮 | 2026上海国际酒店及餐饮业博览会          |
| 4月8日  | 美妆   | 2026第43届中国（西安）国际美容美发化妆品博览会 |

资料来源：第一展会网、广东会展组展企业协会公众号等、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