

商贸零售

2026 年 01 月 04 日

“人、货、场”迭代升级，关注情绪消费赛道机会

——行业周报

投资评级：看好（维持）

黄泽鹏（分析师）

李昕恬（联系人）

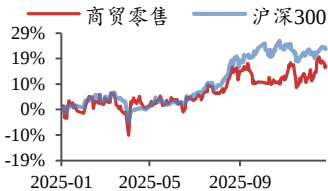
huangzepeng@kysec.cn

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

《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

《海南自贸港封关正式启动，首日数据表现亮眼——行业周报》-2025.12.21

《11 月社零同比+1.3%，整体增速有所承压——行业点评报告》-2025.12.15

● “人、货、场”演进升级，情绪价值驱动消费意向

2025 年伴随国家消费刺激政策陆续出台及线下业态积极调改变革，零售业态“人、货、场”演进升级，“品质+服务”驱动下，情绪消费为行业带来新机会。

（1）人：情绪价值驱动消费意向，“研究型消费+悦己导向+长期主义”成为三条主线。消费者更倾向于通过参数、成分、测评与真实反馈，将关键决策建立在可验证的信息上。此外，“悦己”取代“悦人”成为更主流的心态，且长期主义成为重要取向。（2）货：高端黄金在经济下行和消费趋向保守化背景下，凭借其深厚文化底蕴和保值属性成为“中式老钱”最佳载体，同时金价上涨进一步强化了黄金的保值优势。时尚黄金则在产品差异化设计、社交媒体运营方面突出优势，愈发受到年轻消费者和加盟商群体青睐。与此同时，化妆品行业以“技术成分 IP 化”与“文化自信”重塑产品创新，品牌加强基础科研投入，开发具有自主知识产权的专利技术与核心成分并进行 IP 化打造，并通过中国特色植物成分将文化叙事转化为市场优势。（3）场：线下零售企业持续调改，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。传统超市企业学习胖东来进行门店调改，永辉超市胖改初显成效。此外，百货业态携手二次元文化及 IP 持续激发年轻客群的兴趣偏好，迎来第二成长曲线。

● 行业关键词：PDRN 多孔微球、超盒算 NB、折折蜂、胖东来、知原药业等

【PDRN 多孔微球】佰鸿集团首创 PDRN 多孔微球专利落地。

【超盒算 NB】超盒算 NB 全国门店突破 400 家，即将布局华南地区。

【折折蜂】汇通达“折折蜂”硬折扣首批 10 店南京开业。

【胖东来】2025 年胖东来累计销售额超 235.31 亿元。

【知原药业】欧莱雅首投中国药企，功效护肤“战事”升维。

● 板块行情回顾

2025 年零售板块（商贸零售指数）报收 2422.59 点，全年上涨 8.21%，跑输上证综指（全年上涨 18.41%）10.20 个百分点，表现在 31 个一级行业中位居第 23 位。全年来看，零售各细分板块中商业物业板块表现较好。个股方面，浙江东日（+357.8%）、东百集团（+158.0%）、国光连锁（+154.0%）2025 年涨幅靠前。

● 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、丸美生物、润本股份等；

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，重点推荐爱美客、科笛-B，受益标的美丽田园医疗健康等。

● 风险提示：消费恢复不及预期、行业竞争加剧、政策风险等。

目 录

1、零售行情回顾	4
2、零售观点：“人、货、场”升级，关注情绪消费赛道机会	6
2.1、行业动态：“人、货、场”演进升级，情绪价值驱动消费意向	6
2.2、关注情绪消费主题下的高景气赛道优质公司	9
2.2.1、周大福：产品结构持续优化，同店销售重拾增长	11
2.2.2、潮宏基：三季度经营业绩超预期，产品和渠道持续优化	11
2.2.3、永辉超市：2025Q3 经营业绩短期承压，门店调改加速推进	12
2.2.4、爱婴室：2025Q3 主业门店稳健扩张，万代合作持续推进	12
2.2.5、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	13
2.2.6、丸美生物：2025Q3 业绩亮眼，多赛道布局有望驱动业绩增长	13
2.2.7、珀莱雅：双 11 表现亮眼，看好公司多品牌矩阵助业绩增长	14
2.2.8、朗姿股份：2025Q3 营收改善，看好内生+外延驱动业绩增长	15
2.2.9、爱美客：2025Q3 业绩承压，内生+外延布局期待业绩回暖	15
2.2.10、华熙生物：2025Q3 利润端延续恢复趋势，期待业绩稳步攀升	16
2.2.11、贝泰妮：2025Q3 扭亏为盈，产品矩阵扩容双 11 业绩亮眼	16
2.2.12、福瑞达：2025 Q3 业绩略承压，期待双 11 大促业绩改善	17
2.2.13、润本股份：2025Q3 驱蚊业务高增，看好双 11 大促业绩表现	18
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	18
2.2.15、毛戈平：2025H1 业绩亮眼，高端国货美妆势能持续向上	19
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	19
2.2.17、上美股份：2025H1 业绩亮眼，多品牌协同打开成长空间	20
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	21
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	21
3、零售行业动态追踪	23
3.1、行业关键词：PDRN 多孔微球、超盒算 NB、折折蜂、胖东来、知原药业等	23
3.2、大事提醒：关注多家公司股东大会召开等	24
4、风险提示	24

图表目录

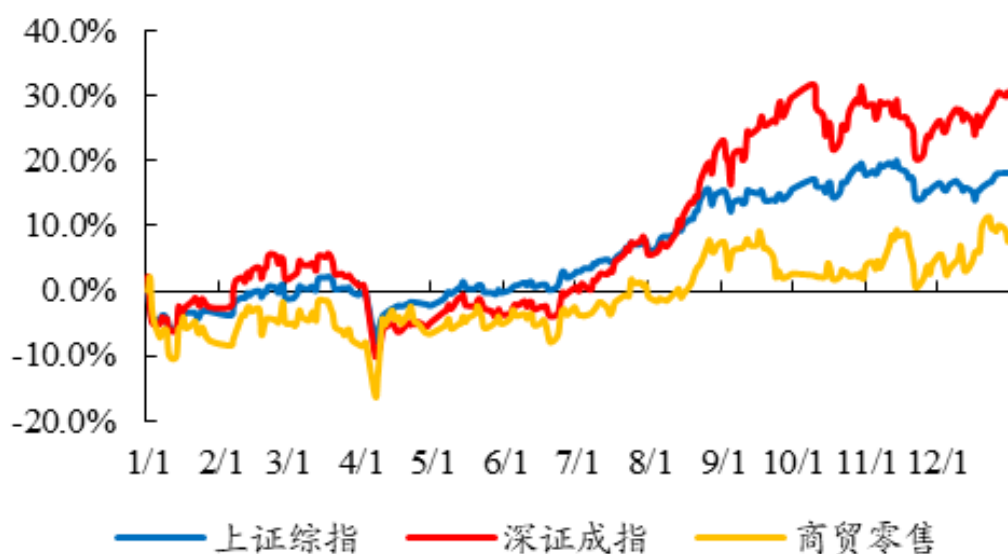
图 1：2025 年零售行业（商贸零售指数）年涨幅为 8.21%，表现弱于大盘	4
图 2：2025 年零售行业（商贸零售指数）表现位列第 23 位	4
图 3：本周专业连锁板块涨幅最大，为 1.16%	5
图 4：2025 年至今商业物业板块涨幅最大，为 19.38%	5
图 5：2025 年消费者的年度消费关键词是“乐意”	6
图 6：“爱你老己”热梗引发广泛共鸣	6
图 7：消费者更多基于自身感受判断是否消费	6
图 8：“长期主义”深化，耐用与品质成为高价值标准	6
图 9：高端黄金引领传世经典	7
图 10：时尚黄金结合生肖差异化设计别出心裁	7
图 11：产品创新的新范式为从概念添加-功能验证-技术 IP 化的升级路径	7
图 12：永辉超市进行胖改后客流密集	8
图 13：永辉整体商品结构已达到胖东来的 80%以上	8

图 14： 赛车未来上海快闪，百联 ZX 造趣场人气旺盛	8
图 15： 爱婴室与万代携手打造苏州高达基地店	8
表 1： 2025 年全年零售行业浙江东日、东百集团、国光连锁等涨幅靠前	5
表 2： 重点推荐老铺黄金、潮宏基、毛戈平、上美股份、珀莱雅等	9
表 3： 本周水羊股份、朗姿股份、华凯易佰表现相对较好	22
表 4： 零售公司大事提醒：关注多家公司股东大会召开等	24
表 5： 零售行业大事提醒：2026 北京国际黄金珠宝玉石展览会	24

1、零售行情回顾

2025 年社会消费复苏进程低于预期，零售行业指数全年表现弱于大盘。本周（12 月 29 日-12 月 31 日）上证综指周涨幅为 0.13%；深证成指、零售行业指数（参照商贸零售指数）周跌幅分别为 0.58%、1.63%。全年看，截至 2025 年 12 月 31 日，上证综指报收 3968.84 点，年涨幅为 18.41%；深证成指报收 13525.02 点，年涨幅为 29.87%；零售行业指数报收 2422.59 点，年涨幅为 8.21%，表现弱于大盘。2025 年社会消费复苏进程不及预期，零售行业指数表现整体承压。

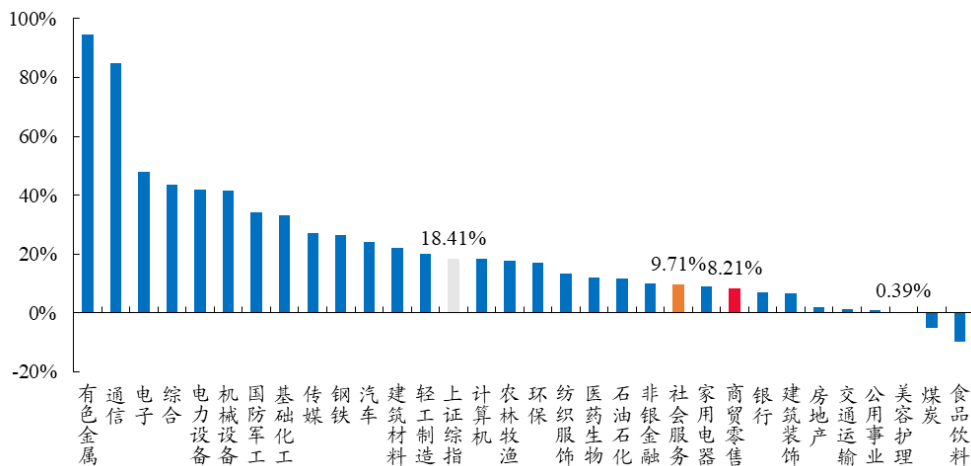
图1：2025 年零售行业（商贸零售指数）年涨幅为 8.21%，表现弱于大盘



数据来源：Wind、开源证券研究所

行业横向对比看，零售行业全年表现在全部 31 个行业中位居第 23 位。2025 年全年来看，行情表现排名前三的行业分别为有色金属、通信、电子，年涨幅分别达 94.73%、84.75%、47.88%；表现排名后三位分别美容护理、煤炭、食品饮料；零售行业全年表现在全部 31 个行业中位居第 23 位，排名靠后。

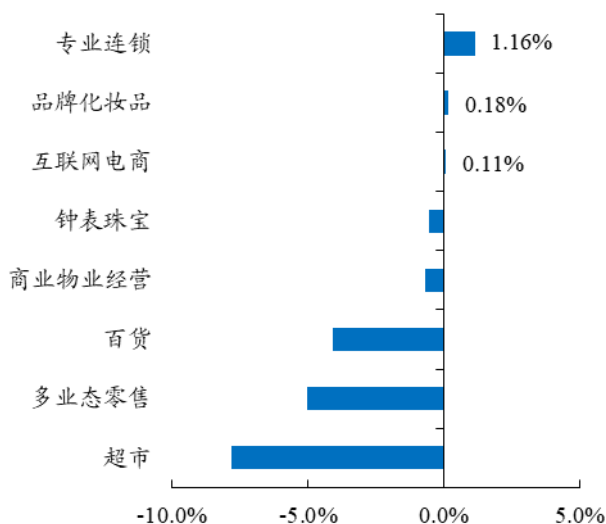
图2：2025 年零售行业（商贸零售指数）表现位列第 23 位



数据来源：Wind、开源证券研究所

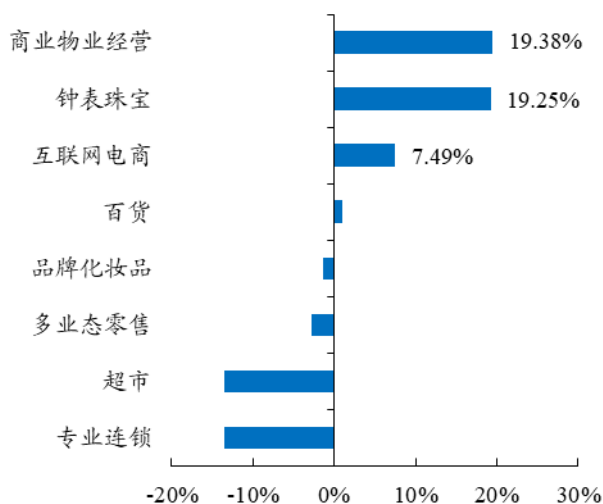
零售各细分板块中，专业连锁板块本周涨幅最大；2025 年年初至今，商业物业经营板块涨幅最大。在零售行业各主要细分板块（我们依据二级行业分类，选择较有代表性的超市、百货、多业态零售、专业连锁、商业物业经营、互联网电商、钟表珠宝和品牌化妆品 8 个细分板块）中，本周 3 个子板块上涨，其中专业连锁板块涨幅最大，周涨幅为 1.16%；2025 年全年来看，商业物业经营板块年初至今累计涨幅为 19.38%，在零售行业各细分板块中领跑。

图3：本周专业连锁板块涨幅最大，为 1.16%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2025 年至今商业物业板块涨幅最大，为 19.38%



数据来源：Wind、开源证券研究所

个股方面，翠微股份、焦点科技周涨幅靠前，浙江东日、东百集团等年涨幅靠前。本周零售行业主要 85 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 16 家公司上涨、68 家公司下跌。其中，本周个股涨幅排名前三位分别是翠微股份、焦点科技、壹网壹创，周涨幅分别为 15.4%、6.0%和 5.6%。本周跌幅靠前公司为百大集团、东百股份、银座股份。全年来看，2025 年合计有 51 家公司上涨、34 家公司下跌，年涨幅前三的公司分别为浙江东日、东百集团、国光连锁，年涨幅分别达到 357.8%、158.0%和 154.0%，年跌幅靠前的公司为中百集团、供销大集、友好集团。

表1：2025 年全年零售行业浙江东日、东百集团、国光连锁等涨幅靠前

涨幅排名	证券代码	股票简称	收盘价（元）	年涨跌幅	周换手率	年初至今涨幅	所属三级行业
1	600113.SH	浙江东日	63.17	357.8%	3.3%	357.8%	商业物业经营
2	600693.SH	东百集团	17.82	158.0%	60.3%	158.0%	百货
3	605188.SH	国光连锁	19.39	154.0%	5.6%	154.0%	超市
4	003010.SZ	若羽臣	34.97	146.3%	7.4%	146.3%	电商服务
5	603123.SH	翠微股份	16.81	108.8%	82.9%	108.8%	百货
6	601086.SH	国芳集团	10.17	74.3%	5.5%	74.3%	百货
7	600857.SH	宁波中百	13.71	47.4%	5.5%	47.4%	百货
8	600539.SH	狮头股份	10.18	46.7%	3.8%	46.7%	电商服务
9	601888.SH	中国中免	94.56	44.0%	10.1%	44.0%	旅游零售 III
10	600865.SH	百大集团	16.40	42.1%	40.6%	42.1%	百货

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2025/12/31）

2、零售观点：“人、货、场”升级，关注情绪消费赛道机会

2.1、行业动态：“人、货、场”演进升级，情绪价值驱动消费意向

2025 年伴随国家消费刺激政策陆续出台及线下业态积极调改变革，零售业态“人、货、场”演进升级，“品质+服务”驱动下，情绪消费为行业带来新机会。

“人”：情绪价值驱动消费意向，消费更愿意为“让自己开心”买单。根据《新周刊》联合天猫发起的“2025 最不后悔的一笔消费”调研，2025 年消费者的年度消费关键词是“乐意”，反映出消费者更强调当下感受与自我满足；网梗“爱你老己明天见”爆火，也侧面印证情绪共鸣与社交分享对消费决策的带动。根据麦肯锡调研，消费意向正越来越多受到实际收入和资产状况而非信心水平的影响，消费者在支出安排上更理性、更强调“花得值”，并更注重生活质量的提升。

图5：2025 年消费者的年度消费关键词是“乐意”



资料来源：新周刊公众号

图6：“爱你老己”热梗引发广泛共鸣



资料来源：抖音、开源证券研究所

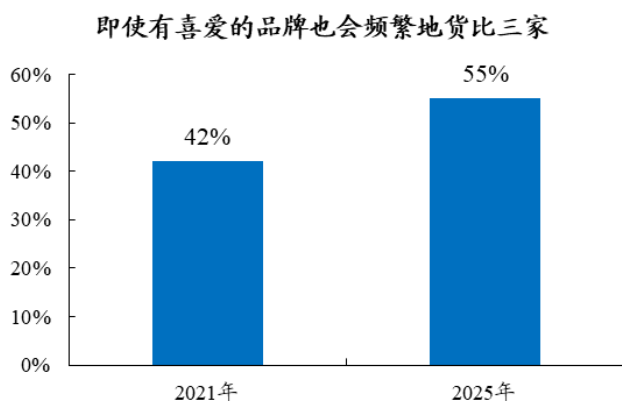
“人”：“研究型消费+悦己导向+长期主义”成为 2025 年消费者的三条决策主线。

(1) **研究型消费：**消费者倾向通过参数、成分、测评与真实反馈建立关键决策。据埃森哲数据，55%消费者有喜爱的品牌也会频繁货比三家，相比 2021 年上升 13pct。

(2) **悦己导向：**“悦己”取代“悦人”成为消费新常态，消费者更多思考自身需求，“我到底需要什么，什么东西能让我变得更好”，从“拥有更多”变成“活得更好”。

(3) **长期主义：**在支出安排上，“买得值”成为重要取向，据京东研究院调研，50.2%的消费者更愿意把钱花在“对未来有持续价值的事情上”。

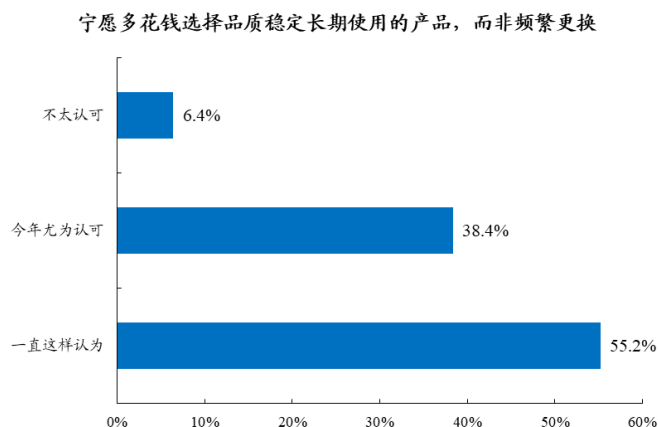
图7：消费者通过频繁对比进行消费决策



数据来源：埃森哲中国公众号、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

图8：“长期主义”深化，耐用与品质成为高价值标准



数据来源：京东研究院公众号、开源证券研究所

“货”：高端中式黄金实现圈层快速渗透，时尚黄金抢占年轻消费者心智。高端黄金在经济下行和消费趋向保守化背景下，凭借其深厚文化底蕴和保值属性成为“中式老钱”最佳载体，同时金价上涨进一步强化了黄金的保值优势。2025 年以老铺黄金为代表的高端黄金品牌，通过高端商圈布局、产品结构升级和社交溢价实现品牌破圈、人群增长。时尚黄金则在产品差异化设计、社交媒体运营方面突出优势，一方面通过深耕小红书等年轻社交媒体，深度洞察年轻消费者偏好并反馈至产品研发端，另一方面凭借设计层面年轻化表达和硬金工艺支撑，实现外观造型上的轻巧立体精致和对年轻文化的深度融入，愈发受到年轻消费者和加盟商群体青睐。

图9：高端黄金引领传世经典



资料来源：老铺黄金公众号

图10：时尚黄金结合生肖差异化设计别出心裁



资料来源：曼卡龙珠宝公众号

“货”：“技术成分 IP 化”与“文化自信”重塑化妆品产品创新。（1）“技术成分 IP 化”：以化妆品行业为例，目前产品竞争焦点发生了根本性改变：行业正从早期简单的“概念添加”式营销，全面升级为对核心成分的自主研发与知识产权 IP 化打造。品牌加强基础科研投入，致力于开发具有自主知识产权的专利技术与核心成分，以此构建深度技术壁垒和长期品牌护城河。国家药品监督管理局数据显示，2025 年共有 169 款新原料备案，同比增加 88%。（2）“文化自信”：化妆品行业根植于本土文化的中国特色植物成分正乘“国潮”之风强势崛起。国货品牌通过现代科技手段验证并放大其传统功效，成功地将文化叙事转化为市场优势。例如中国特色成分青蒿虽整体市场体量尚在起步，但增长势头突出。玉泽品牌已实现青蒿成分的精准运用，亿元大单品专研修护面霜成为品牌核心增长引擎；主打青蒿成分的品牌安敏优在 2025 年双 11 多渠道销售总额同比+208%，三大平台抖音/天猫/京东实现全面超越，开售前 5 天对比 2024 年全周期销售额分别同比+270%/+64%/+211%。

图11：产品创新的新范式为从概念添加-功能验证-技术 IP 化的升级路径



资料来源：开源证券研究所

“场”：传统超市企业学习胖东来进行门店调改，永辉超市胖改初显成效。线下零售企业持续调改，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。永辉超市以“商品中心化”为核心战略进行调改，目前战略已进入系统性深化阶段。门店端，截至2025年9月底公司累计完成222家门店调改，2025年前三季度同店销售额已恢复正增长，经营趋势逐步改善。11月27日至30日公司焕新开业14家门店，12月11日至12日再次新增8家“胖改店”，调改稳步进行。商品端，公司强化品质与差异化供给，截至2025年10月底已推出15款品质单品，当月累计销售额突破1亿元。目前公司整体商品结构已达到胖东来的80%以上，同时“永辉定制”和自有品牌“品质永辉”两大品牌矩阵进一步完善。我们认为，政策导向下，永辉超市有望通过胖改推动品质零售战略在全国深化落地，进一步强化供应链掌控能力与产品差异化优势。

图12：永辉超市进行胖改后客流密集



资料来源：永辉同道公众号

图13：永辉整体商品结构已达到胖东来的80%以上



资料来源：永辉同道公众号

“场”：百货业态携手二次元文化及IP，迎来第二成长曲线。（1）百联ZX创趣场：作为全国首个二次元垂直商业体，百联ZX创趣场2024年举办了近700场活动，销售额同比+70%至5.1亿元；ZX造趣场2024年年底开业，2025年1-2月销售额同比+111%。通过深度融合二次元文化、场景化改造及多元体验活动重塑消费吸引力，为百货行业开辟年轻化、社交化的增长路径。（2）爱婴室高达基地：在主业之外，爱婴室携手万代南梦宫进入IP零售市场，凭借核心商圈运营及选址能力获得稀缺授权，自2024年底起陆续在苏州、长沙等城市开设高达基地店和万代通贩店，打造第二增长曲线，也为母婴零售新业态探索提供新思路。从百联股份、爱婴室等案例可以看出，百货业态携手二次元文化及IP持续激发年轻客群的兴趣偏好，有望重聚客流。

图14：赛车未来上海快闪，百联ZX造趣场人气旺盛



资料来源：百联ZX造趣场微博视频号

图15：爱婴室与万代携手打造苏州高达基地店



资料来源：爱婴室公众号

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：关注看好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，重点推荐巨子生物、珀莱雅、毛戈平、上美股份、丸美生物等，受益标的若羽臣、上海家化等。

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、科笛-B、朗姿股份，受益标的包括锦波生物、美丽田园医疗健康等。

表2：重点推荐老铺黄金、潮宏基、毛戈平、上美股份、珀莱雅等

公司代码	公司名称	所属细分行业	核心观点与投资逻辑
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%）。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%）。单 2025Q3 实现营收 5.66 亿元（-21.3%）、归母净利润 3.04 亿元（-34.6%）。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。
600223.SH	福瑞达	化妆品	2025 年前三季度实现营收 25.97 亿元（-7.3%）、归母净利润 1.42 亿元（-17.2%）。单 2025Q3 实现营收 8.07 亿元（-8.0%）、归母净利润 0.34 亿元（-23.1%）。公司聚焦妆药同源，深度整合研发资源与市场优势，期待双 11 大促业绩改善。
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%）；单 2025Q3 实现营收 10.92 亿元（-10.0%）、归母净利润 0.25 亿元（+136.6%）。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%）。单 2025Q3 实现营收 14.6 亿元（+12.7%）、归母净利润 7.1 亿元（+1579.5%）。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%）。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%）。

公司代码	公司名称	所属细分行业	核心观点与投资逻辑
			单 2025Q3 实现营收 6.86 亿元（+14.3%）、归母净利润 0.69 亿元（+11.6%）。 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%）； 单 2025Q3 实现营收 3.42 亿元（+16.7%）、归母净利润 0.79 亿元（-2.9%）。 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%）。 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%）； 单 2025Q3 实现营收 18.05 亿元（+25.0%）、归母净利润 0.97 亿元（+56.4%）。 跨境社交电商龙头，“数据为轴、技术驱动”助力长期成长。
002345.SZ	潮宏基	珠宝首饰	2025 年前三季度实现营收 62.37 亿元（+28.4%）、归母净利润 3.17 亿元（+0.3%）； 单 2025Q3 实现营收 21.35 亿元（+49.5%）、归母净利润-0.14 亿元（-116.5%）。 时尚珠宝打造年轻差异化特色，综合品牌力提升叠加渠道提速扩张，驱动持续成长。
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%）； 单 2025Q3 实现营收 8.91 亿元（+15.1%）、归母净利润 0.06 亿元（+2.4%）。 主业高质量稳健增长，万代 IP 授权稀缺打开想象空间，后续基地店通贩店拓店空间大。
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%）； 单 2025Q3 实现营收 124.86 亿元（-25.6%）、归母净利润-4.69 亿元（-32.9%）。 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%）。 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%）。 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%）。 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%）； 单 2025Q3 实现营收 146.66 亿元（+28.4%）、归母净利润 0.16 亿元（-89.4%）。 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%）； 单 2025Q3 实现营收 21.75 亿元（-16.7%）、归母净利润 2.88 亿元（+13.6%）。 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%）； 单 2025Q3 实现营收 45.81 亿元（-3.9%）、归母净利润 0.23 亿元（+24.3%）。 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%）； 单 2025Q3 实现营收 28.43 亿元（+8.3%）、归母净利润 0.41 亿元（+200.93%）。 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%）； 单 2025Q3 实现营收 92.87 亿元（+8.9%）、归母净利润-5.51 亿元（-3217.6%）。 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%）； 单 2025Q3 实现营收 146.46 亿元（+16.0%）、归母净利润 2.17 亿元（-41.6%）。 公司品牌积淀深厚，通过产品和渠道优化成长势能有望恢复。

资料来源：Wind、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

10 / 26

2.2.1、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。

详见开源零售 2022 年 10 月 12 日首次覆盖报告《周大福（1929.HK）：珠宝龙头品牌积淀深厚，内地渠道扩张驱动成长》和 2025 年 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。

2.2.2、潮宏基：三季度经营业绩超预期，产品和渠道持续优化

2025Q1-Q3 营收同比+28.4%，归母净利润同比+0.3%。公司发布三季报：2025Q1-Q3 实现营收 62.37 亿元（同比+28.4%，下同）、归母净利润 3.17 亿元（+0.3%），剔除商誉减值后归母净利润 4.88 亿元（+54.5%），其中 2025Q3 实现营收 21.35 亿元（+49.5%）、归母净利润-0.14 亿元（-116.5%），剔除商誉减值后归母净利润 1.57 亿元（+81.5%）。我们认为，公司凭借消费者洞察力和差异化产品力，成长逻辑坚挺。

三季度营收表现优于行业，剔除减值后净利率提升明显。盈利能力方面，2025Q1-Q3/2025Q3 毛利率分别为 23.2%/21.9%，分别同比 -1.0pct/-2.3pct；2025Q1-Q3/2025Q3 归母净利率分别为 5.1%/-0.7%，分别同比-1.4pct/-6.7pct，剔除商誉减值影响后，2025Q3 归母净利率达 7.4%，同比提升 1.3pct。期间费用方面，2025Q3 公司销售/管理/财务费用率分别为 8.2%/1.6%/0.4%，同比分别-4.0pct/-0.6pct/-0.1pct，费用率有所下降。

加盟渠道顺利扩张，差异化产品力巩固核心优势，品牌出海空间可期。（1）渠道扩张：公司持续发力加盟模式开拓市场，2025Q1-Q3 潮宏基珠宝净增加盟店 144 家，2025Q3 总珠宝门店净增 57 家，期末总门店数已达到 1599 家。（2）产品迭代：公司持续迭代品牌印记型产品，战略定位围绕“文化+创新”这一核心，不断拓展产品品类，2025Q3 持续推出花丝福禄、花丝风雨桥、臻金八瑞、七珍马宝等系列新款，

将传统文化、非遗工艺与现代时尚进行了完美融合。**(3) 品牌出海**: 公司计划在 2028 年底前, 于海外开设 20 家门店, 公司海外店客群已突破华人圈层, 证明潮宏基东方美学设计具备跨文化吸引力。

详见开源零售 2022 年 3 月 7 日首次覆盖报告《**潮宏基 (002345.SZ)**: 东方时尚珠宝龙头品牌, 发力加盟扩张驱动高成长》和 2025 年 11 月 2 日信息更新报告《**潮宏基 (002345.SZ)**: 三季度经营业绩超预期, 产品和渠道持续优化》等。

2.2.3、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。

详见开源零售 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。

2.2.4、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。

详见开源零售 2019 年 11 月 21 日首次覆盖报告《**爱婴室 (603214.SH)：母婴连锁零售龙头，内练经营提效，外展门店宏图**》和 2025 年 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。

2.2.5、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。

详见开源零售 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。

2.2.6、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。

详见开源零售 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。

2.2.7、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 小时成交额销量稳居榜首。**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。

详见开源零售 2021 年 12 月 8 日首次覆盖报告《珀莱雅（603605.SH）：大单品、多渠道逻辑检验，国货美妆龙头扬帆起航》和 2025 年 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。

2.2.8、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。

详见开源零售 2022 年 12 月 16 日首次覆盖报告《朗姿股份（002612.SZ）：内生外延双轮驱动，区域医美龙头加速全国化布局》和 2025 年 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。

2.2.9、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“骨科拉”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。

详见开源零售 2020 年 10 月 28 日首次覆盖报告《**爱美客 (300896.SZ)：推新能力深筑壁垒，医美龙头蓝海先行**》和 2025 年 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。

2.2.10、华熙生物：2025Q3 利润端延续恢复趋势，期待业绩稳步攀升

公司 2025Q1-Q3 营收同比-18.4%，归母净利润同比-30.3%。公司发布三季报：2025Q1-Q3 实现营收 31.6 亿元(同比-18.4%，下同)、归母净利润 2.5 亿元(-30.3%)，其中 2025Q3 实现营收 9.0 亿元(-15.2%)、归母净利润 0.3 亿元(+55.6%)，实现连续两个季度同比改善。我们认为，公司在业务结构优化和运营效率提升下利润端已显修复，看好公司盈利能力进一步增长。

前三季度毛利率有所下滑，经营结构改善带动销售费用率优化。业务方面，(1) 7 月公司通过 FDA 五次零缺陷认证的质量体系，构建起“技术突破—质量控制—全球合规—标准引领”的全链条壁垒；(2) 8 月公司发布“细胞修护”2.0 战略，展现科技与文化双轨并行的品牌愿景，建立更契合公司科研属性的品牌传播模式。(3) 9 月与塞尔斯基医药达成战略合作，推动公司基于统一的生命科学底层逻辑，在抗衰方向形成强协同效应。**盈利能力方面，**2025Q1-Q3 毛利率为 70.7%(-3.3pct)，略有下滑。**期间费用方面，**2025Q1-Q3 销售/管理/研发费用率分别为 35.3%/13.2%/11.4%，同比分别-6.8pct/+2.3pct/+3.3pct，销售费用率下降主要系品牌沟通模式与渠道结构优化。

拓宽消费医疗产品矩阵，引领水光产品合规发展。(1) 原料：完成 3 款化妆品新原料备案，在全球透明质酸及生物活性材料领域长期占据领先地位。此外，公司战略布局圣诺医药，探索透明质酸等物质在药学领域的研究与应用，并进入小核酸和 RNAi 领域，进一步拓宽公司消费医疗场景下的产品矩阵与市场空间。**(2) 医疗终端：**自主研发的“润百颜 玻玻”获批国内首款三类械水光产品并成功上市销售，推动中国水光疗法走向规范化发展的全新阶段。**(3) 功能性护肤品：**夸迪发布新品悬油次抛精华 2.0，细胞级抗衰领域成果显著，双 11 李佳琦美妆直播间首日四小时该精华销售超 2 万件。

详见开源零售 2021 年 4 月 9 日首次覆盖报告《**华熙生物 (688363.SH)：透明质酸全产业链龙头，四轮驱动打开新成长空间**》和 2025 年 10 月 29 日信息更新报告《**华熙生物 (688363.SH)：2025Q3 利润端延续恢复趋势，期待业绩稳步攀升**》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。

详见开源零售 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。

详见开源零售 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。

详见开源零售 2024 年 1 月 15 日首次覆盖报告《润本股份（603193.SH）：驱蚊及婴童护理细分龙头，立足小品类、打造大品牌》和 2025 年 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。

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

2.2.15、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。

详见开源零售 2025 年 2 月 19 日首次覆盖报告《毛戈平（1318.HK）：以妆为笔，绘东方气韵、铸大师传奇》和 2025 年 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。

详见开源零售 2023 年 6 月 28 日首次覆盖报告《巨子生物（2367.HK）：重组胶原蛋白领军者，品牌势能向上未来成长可期》和 2025 年 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。

详见开源零售 2024 年 10 月 6 日首次覆盖报告《上美股份（2145.HK）：主品牌韩束势能强劲，产品+渠道+品牌多维成长》和 2025 年 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。

详见开源零售 2020 年 7 月 19 日首次覆盖报告《周大生（002867.SZ）：珠宝龙头拥抱直播电商，新渠道新营销驱动新成长》和 2025 年 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月完成治疗额下脂肪堆积的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。

详见开源零售2024年3月6日首次覆盖报告《**科笛-B（2487.HK）：深筑研发+消费双壁垒，打造领先一体化皮肤学平台**》和2025年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3：本周水羊股份、朗姿股份、华凯易佰表现相对较好

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	12.95	-2.42%	0.51	0.82	1.04	25	16	12
002867.SZ	周大生	买入	12.15	-0.25%	1.06	1.25	1.46	11	10	8
600655.SH	豫园股份	买入	5.20	-3.21%	-0.16	0.13	0.25	-33	40	21
603193.SH	润本股份	买入	24.28	-0.98%	0.82	1.05	1.32	30	23	18
603983.SH	丸美生物	买入	32.34	0.18%	1.00	1.30	1.66	32	25	19
300957.SZ	贝泰妮	买入	39.88	-2.15%	1.15	1.40	1.62	35	28	25
688363.SH	华熙生物	买入	43.66	-0.36%	0.77	1.02	1.31	57	43	33
600223.SH	福瑞达	买入	7.35	-0.41%	0.24	0.28	0.32	31	26	23
300740.SZ	水羊股份	买入	21.49	9.51%	0.50	0.72	0.97	43	30	22
300896.SZ	爱美客	买入	141.03	-1.81%	4.89	5.93	6.94	29	24	20
002612.SZ	朗姿股份	买入	19.50	3.13%	2.31	0.77	0.88	8	25	22
300592.SZ	华凯易佰	买入	10.45	1.69%	0.66	0.89	1.12	16	12	9
002803.SZ	吉宏股份	买入	16.40	-2.15%	0.74	0.94	1.15	22	17	14
301381.SZ	赛维时代	买入	20.73	-1.34%	0.96	1.37	1.70	22	15	12
603214.SH	爱婴室	买入	17.09	0.00%	1.01	1.22	1.45	17	14	12
601933.SH	永辉超市	买入	5.26	-11.34%	-0.08	0.05	0.13	-66	105	40
603708.SH	家家悦	买入	12.41	-2.55%	0.31	0.40	0.48	40	31	26
603605.SH	珀莱雅	买入	67.28	0.82%	4.29	5.01	5.79	16	13	12
600612.SH	老凤祥	买入	44.45	-0.58%	3.37	3.65	3.94	13	12	11
600916.SH	中国黄金	买入	8.11	0.87%	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2025/12/31，仅展示A股覆盖标的）

3、零售行业动态追踪

3.1、行业关键词：PDRN 多孔微球、超盒算 NB、折折蜂、胖东来、知原药业等

【PDRN 多孔微球】佰鸿集团首创 PDRN 多孔微球专利落地

12 月 29 日消息，佰鸿集团自主研发的“一种 PDRN 多孔微球及其制备方法和应用”正式获得国家发明专利授权，革新性采用绿色双重交联体系形成微球结构，从根本上规避相关安全风险，迈入前沿生物材料设计与制造的新阶段。（来源：Medactive 公众号）

【畅丰生物】畅丰生物完成 pre-A+轮融资，持续打造颠覆式创新生物医用材料转化平台

12 月 30 日消息，畅丰生物完成由东方丰海独家投资的近千万 pre-A+轮融资。畅丰生物为创新生物医用材料平台企业，本轮融资将进一步夯实其在医美、口腔、骨科等学科临床痛点治疗领域生物医用材料转化平台的技术领先地位。（来源：Medactive 公众号）

【叮咚买菜】叮咚买菜与中国国货航达成合作

12 月 30 日消息，叮咚买菜与中国国际货运航空股份有限公司达成合作，未来双方将基于各自优势，探索在食物生鲜供给，冷链物流建设，品控体系经验分享、跨境电商等方面展开常态化交流与合作。（来源：职业零售网公众号）

【超盒算 NB】超盒算 NB 全国门店突破 400 家，即将布局华南地区

12 月 31 日消息，截至 2025 年底，盒马旗下平价社区超市超盒算 NB 全国门店数量已突破 400 家，继续领跑硬折扣赛道。此外，超盒算 NB 正式进军拥有发达镇域经济和成熟社区商业生态的华南地区，首站落子东莞和深圳。（来源：职业零售网公众号）

【折折蜂】汇通达“折折蜂”硬折扣首批 10 店南京开业

12 月 31 日消息，汇通达网络旗下社区硬折扣超市品牌“折折蜂”首批 10 家门店在南京同步开业，标志着公司在夯实传统“三高类”商品和下沉市场会员店服务的优势基础上，正式以硬折扣模式切入社区零售高频消费场景。（来源：职业零售网公众号）

【永辉超市】永辉超市胖东来模式调改六店齐开

12 月 31 日消息，永辉超市同时开启“胖东来式”自主调改六家新店，标志其“品质革命”在川皖冀浙粤苏六省进入规模化复制阶段。（来源：职业零售网公众号）

【沃尔玛社区店】1 个月连开 4 店，沃尔玛社区店全面提速

12 月 31 日消息，沃尔玛宣布福田三家社区店同时开业，加上 12 月 6 日已营业的宝安榕湾汇店，一个月内连开四店。此举标志着沃尔玛社区店模式在经过市场验证后，正式进入加速规模化复制与密集落地阶段。（来源：职业零售网公众号）

【胖东来】2025 年胖东来累计销售额超 235.31 亿元

1 月 1 日消息，胖东来集团公布的销售数据显示，2025 年集团合计销售额超 235.31 亿元，同比增长约 38.4%。其中，超市业态占据核心 C 位，销售额达到 126.43 亿元，珠宝业态销量达到 24.51 亿元，茶叶全年销量为 10.63 亿元。（来源：职业零售网公众号）

【知原药业】欧莱雅首投中国药企，功效护肤“战事”升温

1月2日消息，江苏知原药业宣布完成近3亿元Pre-IPO轮融资，跟投方“凯辉创美未来基金”由欧莱雅集团与凯辉基金等共同设立，此次为全球美妆巨头欧莱雅在中国首次投资本土药企及其孵化的功效护肤品牌。（来源：医美行业观察公众号）

【重庆百货】重庆百货元旦3天假期累计销售6.35亿元

1月4日消息，重庆百货元旦三天假期累计实现销售6.35亿元，同比增长3.8%，其中百货和超市业态分别同比增长43.2%、14.6%。元旦当天旗下百货业态销售达1.92亿元，创历史新高。（来源：百年重百公众号）

3.2、大事提醒：关注多家公司股东大会召开等

表4：零售公司大事提醒：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7日	怡亚通	股东大会召开
1月7日	中国黄金	股东大会召开
1月8日	汇嘉时代	股东大会召开
1月12日	友阿股份	股东大会召开
1月13日	迪阿股份	股东大会召开
1月14日	福瑞达	股东大会召开
1月16日	鼎龙科技	股东大会召开
1月16日	美凯龙	股东大会召开
1月20日	豫园股份	股东大会召开
2月28日	锦和商管	年报预计披露日期

资料来源：Wind、开源证券研究所

表5：零售行业大事提醒：2026北京国际黄金珠宝玉石展览会

日期	主题	重大事项
1月9日	珠宝首饰	2026北京国际黄金珠宝玉石展览会
1月16日	珠宝首饰	2026第二十届大河国际珠宝展
1月16日	珠宝首饰	上海海名珠宝展
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27日	珠宝首饰	百慕·2026南京（春季）国际珠宝首饰展览会
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、个护前沿公众号、展讯网公众号、小红书等、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