

2026 年 05 月 20 日

投资评级：看好（维持）

证券分析师

丁一

SAC: S1350524040003

dingyi@huayuanstock.com

联系人

板块表现：



新消费——零售板块 2025 年度及 2026Q1 总结

——黄金珠宝板块表现分化；潮玩行业景气度持续上行

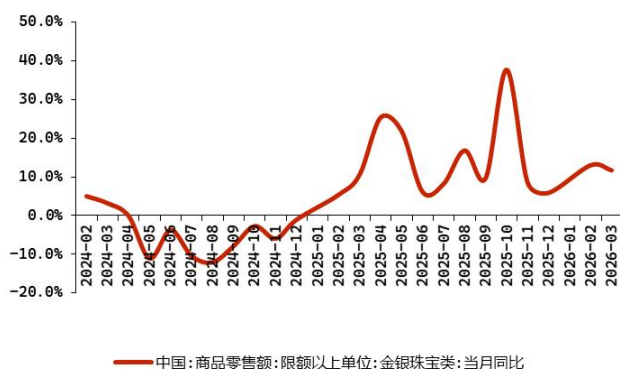
投资要点：

- **黄金珠宝板块总结：黄金珠宝板块业绩表现分化。**黄金珠宝板块整体 2025 年收入端下滑 2%，归母净利润同比增长 23%，各公司表现相对分化。业绩表现相对较优的为高端古法黄金品牌老铺黄金、年轻化珠宝品牌潮宏基。**展望：黄金饰品行业产品力为核心竞争力，持续看好头部品牌产品创新能力。**黄金饰品的消费属性易受到黄金价格的波动影响，根据头豹研究院，黄金珠宝市场正呈现出明显分化：以投资、保值为核心诉求的产品需求保持韧性，而以设计、品牌与情感表达为导向的消费型产品，则更加依赖年轻客群与场景创新。同时，品牌集中度提升、渠道结构调整以及数字化零售渗透，也正在重塑行业竞争格局。展望未来，拥有优质产品创新能力、能够引领消费者消费新趋势的黄金珠宝品牌有望持续获得市场份额。建议关注：老铺黄金、周大福、潮宏基、曼卡龙。
- **潮玩板块总结：中国潮玩消费市场规模高速增长，其中潮玩公司 2025 年度收入高增。**根据艾瑞咨询数据，2024 年中国 IP 潮玩消费市场规模约达 678 亿元，2020–2024 年潮玩消费市场规模 CAGR 约为 13.8%，预计 2027 年中国 IP 潮玩消费市场规模将突破 1000 亿元，2029 年达到近 1300 亿元，2024–2029 年 CAGR 预计约为 11.3%，中国潮玩消费市场规模高速增长。2025 年度泡泡玛特、布鲁可、名创优品收入分别同比增长 185%/30%/26%。板块整体或受益于潮玩行业景气度上行。建议关注：泡泡玛特、名创优品、布鲁可。
- **投资分析意见：**黄金珠宝方面，建议关注有差异化产品力、较高运营能力并能持续赋能品牌的公司如老铺黄金、周大福、潮宏基、曼卡龙；潮玩板块建议关注泡泡玛特、名创优品、布鲁可。
- **风险提示：**终端消费需求修复不及预期；经营环境修复不及预期；国际政治变动风险。

1. 黄金珠宝板块总结

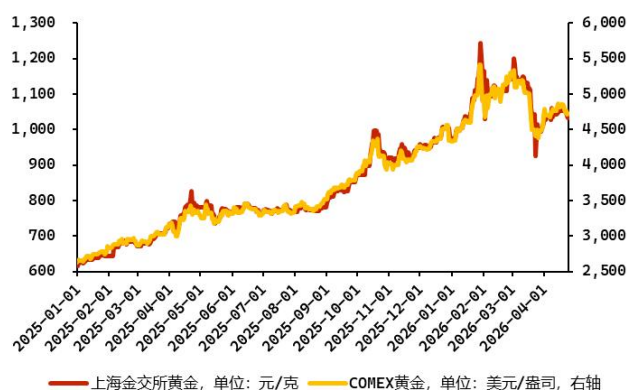
2025 年及 2026Q1 中国限额以上金银珠宝零售额同比高增。具体来看，2025 年，社会消费品零售总额同比增长 3.7%，其中，金银珠宝类商品零售额 3736 亿元，同比增长 12.8%。2026 年 1-2 月、3 月金银珠宝零售额同比增速分别达 13.0%、11.7%。从金价表现看，2025 年全年上海金交所黄金价格上涨幅度为 58.6%；2026Q1 上海金交所黄金价格上涨幅度为 4.5%。

图表 1：3 月中国限额以上单位金银珠宝零售额同比增幅达 11.70%



资料来源：国家统计局，wind，华源证券研究所

图表 2：2026Q1 上海金交所黄金上涨幅度为 4.5%



资料来源：wind，华源证券研究所

25 年黄金珠宝板块业绩表现分化。黄金珠宝板块整体 2025 年收入端下滑 2%，归母净利润同比增长 23%，各公司表现相对分化。业绩表现相对较优的为高端古法黄金品牌老铺黄金、年轻化珠宝品牌潮宏基。

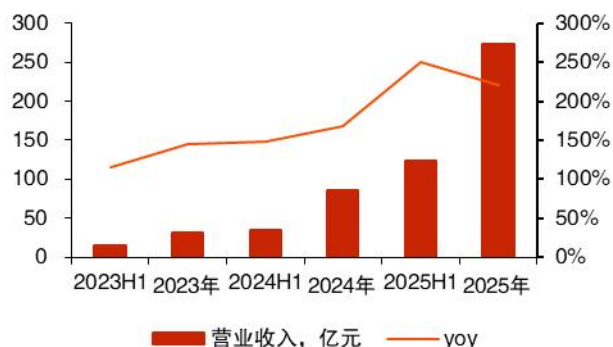
图表 3：黄金珠宝板块公司营收及归母净利润情况（单位：人民币）

类别	证券代码	证券简称	2025 年年报				2026 年一季报			
			营收 (亿元)	营收同 比(%)	归母净利 润(亿元)	归母净利 润同比(%)	营收 (亿元)	营收同 比(%)	归母净利 润(亿元)	归母净利 润同比(%)
黄金 珠宝	002345.SZ	潮宏基	93.2	43%	5.0	157%	25.0	11%	2.6	40%
	300945.SZ	曼卡龙	27.4	16%	1.1	19%	6.1	-15%	0.6	33%
	603900.SH	莱绅通灵	15.3	25%	0.6	/	3.6	-2%	0.5	89%
	002867.SZ	周大生	88.2	-37%	11.0	9%	19.5	-27%	2.9	16%
	600612.SH	老凤祥	528.2	-7%	17.5	-10%	137.4	-22%	5.5	-11%
	0590.HK	六福集团	123.1	-11%	10.1	-37%	/	/	/	/
	6181.HK	老铺黄金	273.0	221%	48.7	230%	/	/	/	/
	1929.HK	周大福	827.4	-16%	54.6	-7%	/	/	/	/
	6168.HK	周六福	58.3	2%	7.7	9%	/	/	/	/
黄金珠宝板块			2034.1	-2%	156.4	23%	191.6	-19%	12.1	8%

资料来源：wind，华源证券研究所

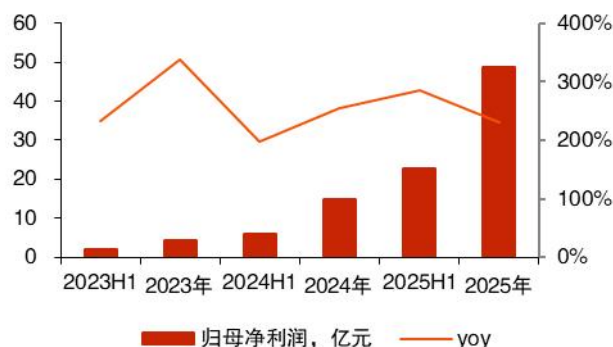
老铺黄金：2025 年业绩表现亮眼，2026Q1 表现或超预期。2025 年，老铺黄金实现收入 273.03 亿元，同比增长 221%，实现净利润 48.68 亿元，同比增长 230.5%，年内净利率达 17.83%。根据公司初步估算，2026Q1 老铺黄金预计将实现销售业绩(含税收入)达 190-200 亿元，收入达 165-175 亿元，净利润约达 36-38 亿元。以收入及利润的中枢计算，2026Q1 公司净利率预计将达 21.76%，盈利能力有望持续提升。截至 2025 年年底，老铺黄金在 16 个城市共开设了 45 家自营门店，全部位于知名商业中心。2025 年老铺黄金新增门店 10 家、优化及扩容门店 9 家，老铺黄金持续彰显渠道拓展及优化能力。老铺黄金 2025 年在单个商场平均实现年化销售业绩近十亿元人民币。根据弗若斯特沙利文，2025 年在全球奢侈品集团中，老铺黄金在中国内地的单个商场店效、坪效均排名第一；且老铺黄金消费者与路易威登、爱马仕、卡地亚、宝格丽等国际五大奢侈品牌的消费者平均重合率从 2025 年 7 月的 77.3% 提升至 2026 年 3 月的 82.4%，老铺黄金消费者与国际奢侈品牌人群高度重合，持续验证其高端化品牌定位。

图表 4：2023H1 以来老铺黄金收入表现



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 5：2023H1 以来老铺黄金归母净利润表现



资料来源：wind，华源证券研究所

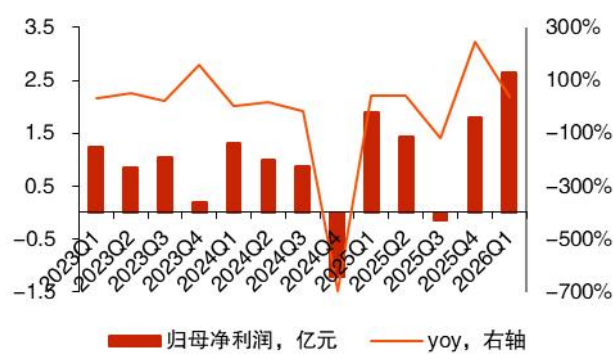
潮宏基：2025 年潮宏基归母净利润高增，门店增速亮眼。2025 年潮宏基实现归母净利润 4.97 亿元，同比增长 157%，2025 年度净利润保持高增。公司在第三季度末对合并菲安妮有限公司股权形成的商誉进行测试评估，计提商誉减值准备 1.71 亿元，剔除商誉减值影响，潮宏基实现年度归母净利润达 6.68 亿元。公司 2026Q1 实现营业收入 24.98 亿元，同比增长 10.93%；实现归母净利润 2.64 亿元，同比增长 39.52%。26Q1 收入以及净利润的增长，主要源自于公司核心业务“潮宏基”珠宝的贡献。26Q1 毛利较高的时尚珠宝首饰收入超过 30% 的增长。潮宏基珠宝门店截至 26Q1 末共有 1,669 家，其中加盟店 1,495 家，一季度成功进驻上海国金 IFC、昆明恒隆和郑州正弘城等优质商业体系，进一步提升品牌在核心商圈的势能与影响力。

图表 6：2023 年 Q1 以来潮宏基季度收入表现



资料来源：wind，华源证券研究所

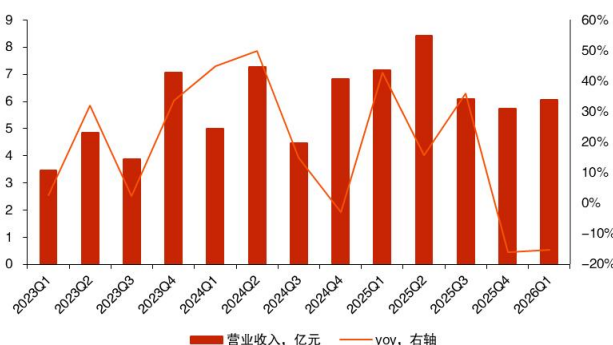
图表 7：2023 年 Q1 以来潮宏基季度归母净利润表现



资料来源：wind，华源证券研究所

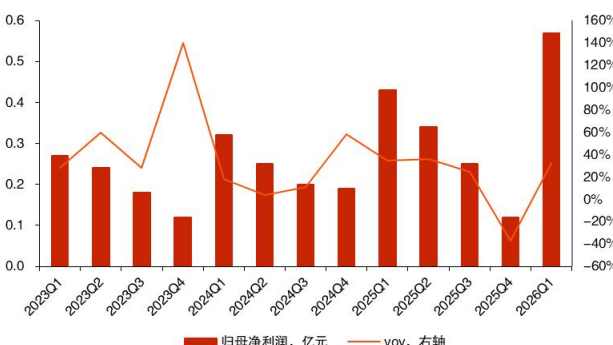
曼卡龙：2025 年公司实现营业收入 27.39 亿元，同比增长 16.19%；实现归母净利润 1.15 亿元，同比增长 19.19%；扣非归母净利润 0.98 亿元，同比增长 21.56%。整体经营业绩保持稳健增长态势。渠道与品牌端，公司积极推进终端渠道升级，强化品牌场景化表达，提升线下体验价值与品牌认知度。同时，通过线上线下协同运营，提高消费者触达效率与品牌互动频次。产品端，曼卡龙以原创设计为根本支撑，以 IP 联名为核心落地方式，系统构建品牌差异化竞争壁垒，2025 年公司与徐悲鸿美术馆达成深度战略合作，于杭州南宋德寿宫遗址博物馆举办“天马行空·步步生金”主题品牌发布会等，推动品牌向文化价值传递者转型。2026Q1 公司实现收入 6.05 亿元，同比下降 15.26%，实现归母净利润 0.57 亿元，同比增长 32.81%，扣非归母净利润 0.56 亿元，同比增长 40.05%。2026Q1 公司聚焦核心优势品类，主动优化产品结构，加大创意金饰布局，受低毛利经典黄金饰品占比收缩调整影响，26Q1 公司收入端承压，但依托高毛利创意黄金饰品占比上行，26Q1 曼卡龙毛利率显著提升，26Q1 曼卡龙实现毛利率达 26.85%，同比提升 11.07pct。持续看好曼卡龙产品设计端的护城河，及渠道端线上线下双向赋能、协同发展，未来有望持续打开公司业绩空间。

图表 8：2023 年 Q1 以来曼卡龙季度收入表现



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 9：2023 年 Q1 以来曼卡龙季度归母净利润表现



资料来源：wind，华源证券研究所

展望：黄金饰品行业产品力为核心竞争力，持续看好头部品牌产品创新能力。黄金饰品的消费属性易受到黄金价格的波动影响，根据头豹研究院，黄金珠宝市场正呈现出明显分化：以投资、保值为核心诉求的产品需求保持韧性，而以设计、品牌与情感表达为导向的消费型

产品，则更加依赖年轻客群与场景创新。同时，品牌集中度提升、渠道结构调整以及数字化零售渗透，也正在重塑行业竞争格局。展望未来，拥有优质产品创新能力、能够引领消费者消费新趋势的黄金珠宝品牌有望持续获得市场份额。建议关注：老铺黄金、周大福、潮宏基、曼卡龙。

2. 潮玩板块总结

中国潮玩消费市场规模高速增长，其中潮玩公司 2025 年度收入高增。根据艾瑞咨询数据,2024 年中国 IP 潮玩消费市场规模约达 678 亿元,2020–2024 年潮玩消费市场规模 CAGR 约为 13.8%, 预计 2027 年中国 IP 潮玩消费市场规模将突破 1000 亿元, 2029 年达到近 1300 亿元, 2024–2029 年 CAGR 预计约为 11.3%, 中国潮玩消费市场规模高速增长。2025 年度泡泡玛特、布鲁可、名创优品收入分别同比增长 185%/30%/26%。板块整体或受益于潮玩行业景气度上行。

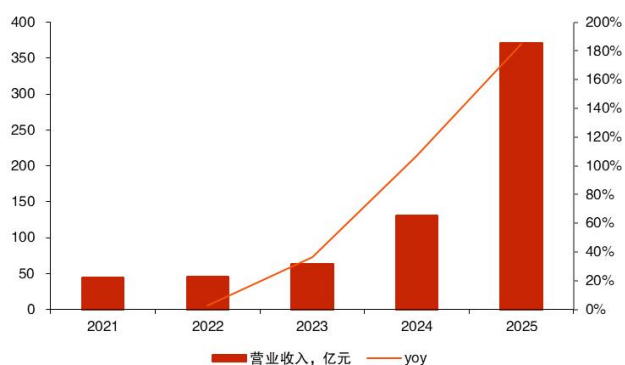
图表 10：潮玩板块公司营收及归母净利润情况（单位：人民币）

类别	证券代码	证券简称	2025 年年报			
			营业收入(亿元)	营业收入同比(%)	归母净利润(亿元)	归母净利润同比(%)
潮玩板块	9992.HK	泡泡玛特	371.2	185%	127.8	309%
	9896.HK	名创优品	214.4	26%	12.1	-54%
	0325.HK	布鲁可	29.1	30%	6.3	/
潮玩板块			614.8	90%	146.1	174%

资料来源：wind，华源证券研究所

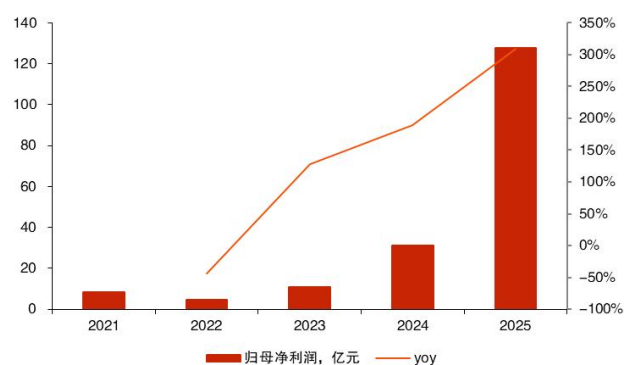
泡泡玛特：2025 年泡泡玛特实现收入 371.2 亿元，同比增长 184.7%；实现归母净利润达 127.8 亿元，同比增长 308.8%；实现经调整净利润达 130.8 亿元，同比增长 284.5%。2025 年泡泡玛特的毛利润达 267.6 亿元，增幅达 207.4%，主要得益于收入增加及销售成本控制，毛利率达 72.1%，同比提升 5.3pct，主要由于海外销售占比提升及公司采用柔性供应链策略，增强对供应商的议价能力。分地区看,2025 年,中国市场收入达 208.5 亿元,同比增长 134.6%；亚太除中国市场收入达 80.1 亿元，同比增长 157.6%；美洲市场收入达 68.1 亿元，同比增长 748.4%；欧洲及其他地区收入达 14.5 亿元，同比增长 506.3%。截至 2025 年年底，泡泡玛特在全球 20 个国家运营 630 家门店，全年净增 109 家，运营 2637 台机器人商店，全年净增 165 台。其中，中国区域共有门店 445 家，中国以外的亚太市场共有门店 85 家，美洲市场共有门店 64 家，欧洲市场共有门店 36 家。2025 年，泡泡玛特在德国、丹麦、加拿大及菲律宾开设了首家线下门店，进一步拓展国际市场。分 IP 看，2025 年泡泡玛特共有 17 个艺术家 IP 收入过亿，其中 THE MONSTERS、SKULLPANDA、CRYBABY、MOLLY、DIMOO、星星人和 HIRONO 分别实现收入 141.61 亿元、35.395 亿元、29.29 亿元、28.971 亿元、27.767 亿元、20.556 亿元及 17.352 亿元。泡泡玛特持续深耕 IP 运营，推出多样化的产品，不断满足消费者需求，展望未来，泡泡玛特有望凭借其全链路的 IP 运营能力持续扩大影响力。

图表 11：2021 年以来泡泡玛特收入表现



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 12：2021 年以来泡泡玛特归母净利润表现



资料来源：wind，华源证券研究所

3. 风险提示

终端消费需求修复不及预期；经营环境修复不及预期；国际政治变动风险。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数。