

枝头尚有争春艳，风物长宜放眼量

——2026 年中期商贸零售行业投资策略报告

强于大市 (维持)

2026 年 06 月 26 日

投资要点:

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

户外运动服饰: 政策利好持续释放, 市场景气度高。近年来, 随着公众健康意识提升、政策支持、社媒平台传播教育等因素影响, 中国内地户外服饰市场规模保持了稳健增长。其中, 功能性户外服饰已成为户外服饰行业中增速最快的细分赛道, 2019-2024 年, 中国内地功能性服饰行业的市场规模从 2,970 亿元增长至 4,843 亿元, CAGR 为 10.27%。不少综合性体育用品、大众休闲服饰企业加快布局专业户外领域, 资本纷纷入局。受益于高端面料科技的国产替代突破以及“泛户外”生活方式的全面破圈, 未来兼具专业功能与日常通勤属性的功能性服饰市场渗透率预计将进一步提高, 看好功能性户外服饰行业的发展, 建议关注产品矩阵丰富、注重核心面料研发投入、具备全渠道直营优势的优质国产品牌。

潮玩: 我国潮玩市场快速扩容, 优质企业有望实现强者恒强。受益于人均可支配收入的增长、情绪消费兴起以及国内潮流文化和优质 IP 的崛起, 我国潮玩市场近年来快速扩容, 2020-2025 年市场规模从 249 亿元增长至 875 亿元, CAGR 为 28.6%。从日本潮玩行业发展情况来看, 2021 年 CR3 为 45%, 行业存在头部效应, 且龙头通过布局全产业链提升效率, 快速响应市场需求, 同时, 拥有丰富的 IP 资源和优秀的 IP 孵化能力, 能很好地覆盖各个层次消费者的需求, 并实施全球化战略, 以多元化的市场分散单一市场风险。反观中国, 当前我国潮玩市场相对较为分散, 2024 年 CR5 为 20.8%, 未来覆盖全产业链、拥有优质 IP 资源、渠道布局广泛的潮玩企业有望实现强者恒强, 建议关注潮玩龙头企业。

黄金珠宝: 渠道驱动转变为产品驱动, 板块高分红具有防御属性。金价的快速上涨抑制了黄金珠宝的消费需求, 2025 年不少黄金珠宝企业进行门店调整。同时, 仍有部分优秀的企业凭借精湛的工艺设计和营销成功吸引消费者, 实现业绩的快速增长。尽管短期来看, 金价受部分发达国家通胀超预期、加息预期、多头获利了结等因素的影响出现回调, 但从中长期来看, 全球经济不确定性以及地缘政治风险依然存在, 且新兴经济体为分散风险持续购入黄金, 金价或将被继续推高。未来随着黄金饰品工艺提升以及“悦己”消费观念的深入, 黄金珠宝首饰在非婚嫁场景的渗透率有望进

行业相对沪深 300 指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

相关研究

M4 社零同比+0.2%, 增速延续下降趋势

大消费板块重仓比例维持历史低位

3 月社零同比+1.7%, 增速较 1-2 月有所回落

分析师:

李滢

执业证书编号:

S0270522030002

电话:

15521202580

邮箱:

liying1@wlzq.com.cn

一步提升。看好注重产品设计、运营能力强、品牌势能强、高分红+高股息的黄金珠宝龙头企业。

化妆品：美妆销售平稳增长，部分国货品牌突围。近期化妆品行业整体平稳增长，“618”大促外资品牌呈现上升势头。供给端方面，国货美妆企业越来越注重研发投入，不少国货品牌凭借出众的产品力和营销手法脱颖而出，即便在行业需求疲软的背景下依然表现良好。需求端方面，年轻一代消费者对于国货美妆品牌的接受度提高，国货品牌有望进一步抢夺国外品牌的份额，实现市占率提升。建议关注强研发、产品力和营销能力优秀的国货化妆品龙头公司。

风险因素：宏观经济下行风险、消费恢复不及预期风险、行业竞争加剧风险、金价大幅波动风险。

正文目录

1 行业回顾与展望：消费分级时代来临，情绪消费兴起带火相关产业发展.....5	
1.1 回顾：社零增速回落至平稳水平，消费分级时代来临5	
1.2 政策：《提振消费专项行动方案》出台，多举措激发消费潜力6	
1.3 趋势：情绪消费兴起，带火相关产业发展8	
2 户外运动服饰：政策利好持续释放，市场景气度高10	
2.1 政策支持+健康意识提升+社媒平台传播，户外运动服饰需求不断扩大10	
2.2 竞争格局相对分散，国产品牌快速崛起13	
3 潮玩：我国潮玩市场快速扩容，优质企业有望强者恒强15	
3.1 多因素驱动中国潮玩市场快速扩容15	
3.2 行业竞争激烈，头部企业有望实现强者恒强16	
4 黄金珠宝：渠道驱动转变为产品驱动，板块高分红具有防御属性19	
4.1 金价创下历史新高，短期黄金首饰消费量受到抑制19	
4.2 行业发展由渠道驱动变产品驱动，工艺设计提升吸引消费者20	
4.3 板块部分公司“高分红+高股息”，具备防御属性22	
5 化妆品：美妆销售平稳增长，部分国货品牌突围23	
5.1 美妆销售平稳增长，1-5 月累计增速跑赢大盘23	
5.2 国潮崛起，部分国货品牌凭借产品力、营销、战略突围24	
6 投资建议28	
7 风险因素29	
图表 1： 全国/城镇/农村居民人均可支配收入累计同比5	
图表 2： 社会消费品零售总额累计值及同比6	
图表 3： 限额以上单位金银珠宝、化妆品、体育娱乐用品类商品零售额累计同比 ..6	
图表 4： 2023-2025 年政府工作报告对消费领域政策的对比6	
图表 5： 2025 年《提振消费专项行动方案》主要内容7	
图表 6： 2024 年分年龄段、分性别抑郁量表得分情况8	
图表 7： 2025 年我国享受型消费增速高于生存型9	
图表 8： 我国情绪经济市场规模扩张迅速9	
图表 9： 情绪消费按年龄分布9	
图表 10： 情绪消费按性别分布9	
图表 11： 男性与女性情绪消费品 Top1010	
图表 12： 户外运动相关支持政策11	
图表 13： 全国居民健康素养水平逐年提升12	
图表 14： 社媒平台持续引爆户外话题12	
图表 15： 2019-2029 年中国内地户外服饰行业的市场规模（单位：十亿元）12	
图表 16： 2019-2029 年中国内地功能性户外服饰行业市场规模（单位：十亿元）12	
图表 17： 2024 年按零售额计的中国内地十大高性能户外服饰品牌排名13	
图表 18： 中国高性能户外运动服饰呈现金字塔梯队格局14	
图表 19： 2019 年至 2029 年（估计）中国内地高性能户外服饰行业的市场规模（按品牌起源地细分）按零售额计14	
图表 20： 中国潮玩市场规模及预测15	
图表 21： 2024 年中国潮玩市场细分品类占比15	
图表 22： 泡泡玛特旗下部分 IP16	

图表 23:	知名潮玩店门店数量变化 (家)	16
图表 24:	潮玩产业链情况	16
图表 25:	2020-2026 年中国潮玩企业新注册数量 (家)	17
图表 26:	2024 年中国 IP 玩具行业市场竞争格局	17
图表 27:	2021 年日本潮玩市场竞争格局	17
图表 28:	潮玩市场主要玩家	18
图表 29:	伦敦现货黄金价格 vs 中国黄金珠宝首饰消费需求	19
图表 30:	全球黄金总需求结构分布	20
图表 31:	部分新兴经济体增持黄金情况	20
图表 32:	各类黄金消费情况	20
图表 33:	中国古法黄金市场规模及同比增速	20
图表 34:	2018 年-2025 年行业龙头门店数量对比 (家)	21
图表 35:	2018 年-2025 年行业龙头门店净增加情况 (家)	21
图表 36:	部分品牌 IP 联名产品、古法金产品	21
图表 37:	黄金珠宝上市公司每股股利、分红比例、股息率对比	22
图表 38:	限额以上单位化妆品商品零售额累计同比	23
图表 39:	2026 年“618”天猫美妆品牌榜单	23
图表 40:	2026 年“618”抖音美妆品牌榜单	24
图表 41:	不同年龄段消费者购买国货美妆产品的频次	24
图表 42:	消费者购买国货美妆主要关注因素	24
图表 43:	2017-2025 年主要化妆品公司研发费用率	25
图表 44:	功能性护肤品重点品牌科技成分	26
图表 45:	消费者愿意购买的国货美妆类型	27
图表 46:	消费者获取国货美妆信息的内容偏好形式	27

1 行业回顾与展望：消费分级时代来临，情绪消费兴起带火相关产业发展

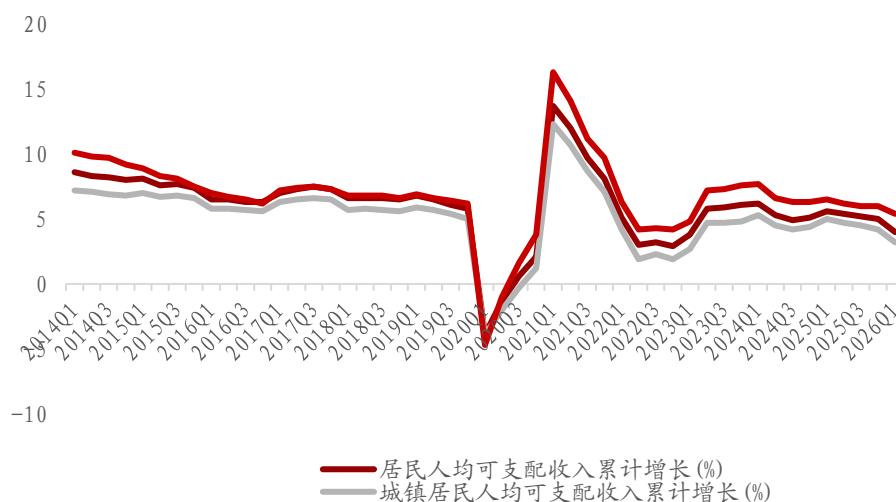
1.1 回顾：社零增速回落至平稳水平，消费分级时代来临

居民收入平稳增长，农村居民收入增长快于城镇居民。2026年以来，面对内外部复杂环境，我国经济总体保持平稳增长，开局良好，展现出较强的韧性。从统计局数据来看，2026Q1，居民人均可支配收入累计同比+4.00%，其中，农村居民人均可支配收入增速为5.4%，高于城镇居民人均可支配收入增速。

社会消费品零售总额同比回落至平稳水平，“消费分级”时代来临。面对国内有效需求增长动力不足等因素的影响，2026年1-5月社会消费品零售总额累计同比增速为+1.4%，增速从2017年及之前的双位数水平逐步回落至当前的单位数水平。我们认为，当前我国消费现状已从过去的“消费升级”逐步进入到“消费分级”的新阶段。“消费分级”不是指消费降级，而是消费结构的重塑，具体可以体现在消费行为的分化上：

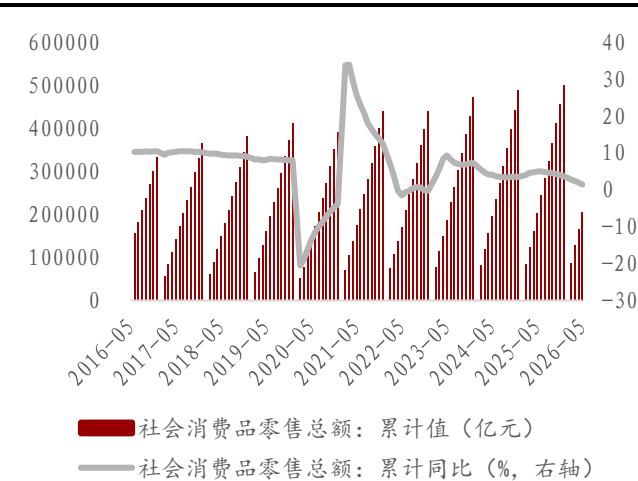
（1）更加追求性价比：对于那些技术附加值较低、产品同质化严重的传统消费品，消费者表现出更理性、更追求性价比的行为；例如，传统的超市零售、家具、家电等行业；（2）愿意对部分新型产品或服务付出一定溢价：对于那些设计独特创新、具有较强品牌势能、能给人带来愉悦等情绪价值的新型消费品，消费者通常愿意为其付出一定的溢价。例如，潮玩、古法黄金、美容护理等。2026年1-5月，限额以上单位金银珠宝/化妆品/体育娱乐用品类商品零售额分别累计同比+2.8%/+4.9%/-2.40%。

图表1：全国/城镇/农村居民人均可支配收入累计同比



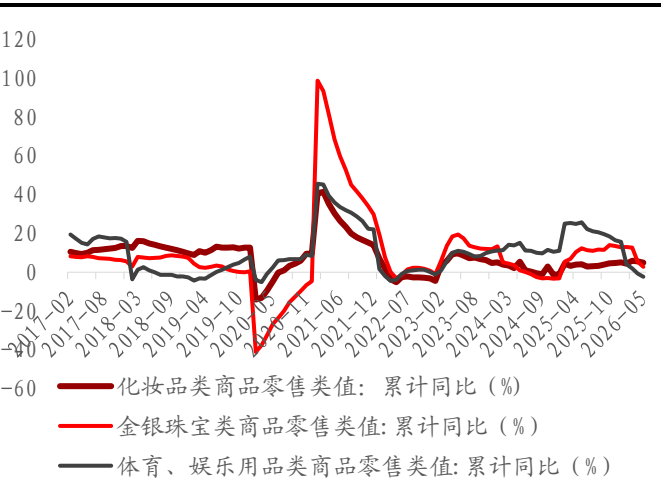
资料来源：国家统计局、万联证券研究所

图表2: 社会消费品零售总额累计值及同比



资料来源: 国家统计局, iFind, 万联证券研究所

图表3: 限额以上单位金银珠宝、化妆品、体育娱乐用品类商品零售额累计同比



资料来源: 国家统计局, iFind, 万联证券研究所

1.2 政策:《提振消费专项行动方案》出台, 多举措激发消费潜力

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

图表4: 2023-2025年政府工作报告对消费领域政策的对比

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

资料来源: 中国政府网, 万联证券研究所

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

30项重点任务，多举措激发消费潜力、扩大国内需求。

需求端方面，《方案》通过增收和减负两大方面改善居民收入预期，增强消费信心。
(1) 增收：将城乡居民增收放在首要位置，通过实施就业支持计划、科学合理提高最低工资标准、扩大劳务报酬发放规模等措施提高工资性收入；通过稳住股市、引导长线资金入市等促进财产性收入；通过土地增值收益分配机制改革、农村低收入人口提能增收等促进农民增收。(2) 减负：提出要保障消费能力，从养儿育儿、教育、养老保障、低收入人口及失业人员基本生活保障四个方面入手，切实减轻困难群体的负担，释放中低收入群体的消费潜力。

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

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

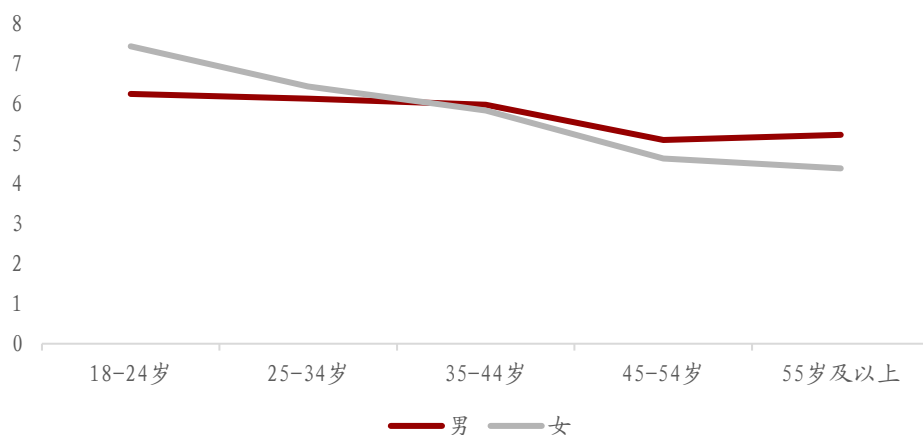
图表5：2025年《提振消费专项行动方案》主要内容	
	需求端
具体内容	(1) 增收： ✓ 促进工资性收入合理增长 ✓ 拓宽财产性收入渠道：稳股市、引长线资金入市、强化央国企市值管理、严厉打击财务造假和违规减持、丰富债券产品品种 ✓ 促进农民增收：改革土地收益分配、帮扶低收入群体 ✓ 解决拖欠账款问题
	(2) 减负： ✓ 加大生育养育保障力度 ✓ 强化教育支撑 ✓ 提高医疗养老保障能力 ✓ 保障重点群体基本生活
	供给端
	(1) 服务消费： ✓ 聚焦“一老一小” ✓ 优化生活服务、文体旅游场景建设 ✓ 推动冰雪消费、入境消费、服务业扩大开放
	(2) 大宗消费 ✓ 更新升级：扩围以旧换新（汽车/家电/家装），推动绿色化、智能化； ✓ 双支柱保障：住房+汽车政策支持； ✓ 配套：完善二手流通体系，新旧联动激活市场。
	(3) 品牌引领 ✓ 文化赋能：商贸/物流/文旅领域植入文化 IP，打造国货“潮品”，以文化软实力提升产品附加值；
	(4) 新型消费 ✓ 开拓创新：结合 AI/机器人/自动驾驶/低空经济等前沿技术； ✓ 路径：加速场景落地，催生新业态、开辟新赛道。

资料来源：中国政府网、万联证券研究所

1.3 趋势：情绪消费兴起，带火相关产业发展

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

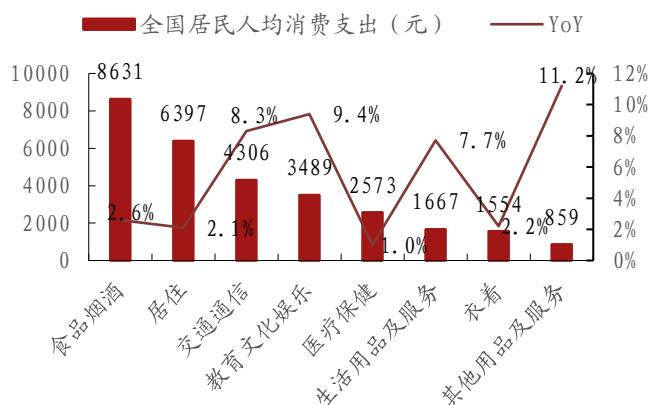
图表6：2024年分年龄段、分性别抑郁量表得分情况



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

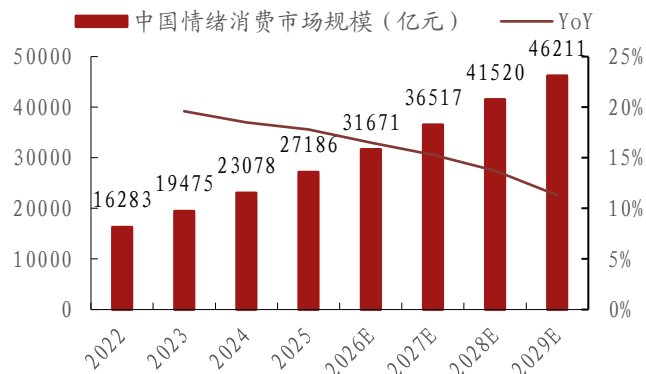
消费主体自我意识与精神需求觉醒，情绪经济及品质生活追求重塑消费市场逻辑。根据国家统计局数据，2025年，我国居民人均消费支出中教育文化娱乐/交通通信/生活用品及服务同比分别+9.4%/+8.3%/+7.7%，享受型消费支出增速显著高于食品、居住等生存型消费，成为拉动消费增长的主要引擎。当前，伴随着我国消费者“自我中心化”的觉醒，消费决策的出发点逐渐从外部转向“本我”，在购买商品或服务时，不再单纯基于产品的实用属性，而是更倾向于为能够带来情感共鸣、心灵慰藉、自我认同等情绪价值的产品买单。这种情绪消费行为突破了以功能性、性价比为主导的传统消费逻辑，更加强调消费过程中的情感体验与心理满足。根据艾媒咨询数据，2022-2025年我国情绪经济市场规模由1.6万亿元上升至2.7万亿元，期间CAGR达18.6%；预计2029年市场规模将达到4.6万亿元，2025-2029年CAGR达14.2%，情绪经济市场规模扩张迅速，重塑了消费市场逻辑。

图表7：2025年我国享受型消费增速高于生存型



资料来源：国家统计局、万联证券研究所

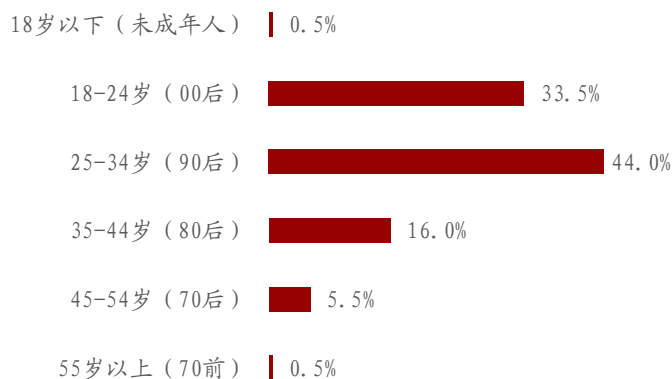
图表8：我国情绪经济市场规模扩张迅速



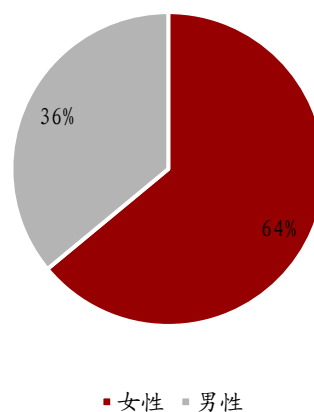
资料来源：艾媒咨询、万联证券研究所

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

图表9：情绪消费按年龄分布



图表10：情绪消费按性别分布



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

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

图表11：男性与女性情绪消费品Top10

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

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

2 户外运动服饰：政策利好持续释放，市场景气度高

2.1 政策支持+健康意识提升+社媒平台传播，户外运动服饰需求不断扩大

情绪经济背景下，户外运动大众化。随着快节奏的生活方式影响着当代人，能产生内啡肽和多巴胺等快乐激素的户外运动正成为越来越多人的选择，人们逐步摆脱久坐、室内娱乐模式，主动寻求贴近自然、兼具身心调节功能的运动方式。根据北京体育大学体育休闲与旅游学院、中国体育发展研究院、全民健身研究院与美团研究院联合发布的《“小众运动体验”走向“大众生活方式”——户外运动消费发展及趋势报告》，2025年，我国户外运动消费人次超8亿，消费总额突破1万亿元。从消费画像来看，20-44岁中青年成为户外运动的主力，女性消费者占比达54.65%。从细分赛道来看，徒步、露营、骑行等轻量化户外项目由于门槛更低、解压属性更强，受到亲子家庭、中青年群体的青睐。

政策利好持续释放，“体育强国”纳入战略规划。近年来，支持户外运动的政策密集发布。2026年3月，“十五五”规划纲要明确要加快建设体育强国，将“体育强国”提升至国家战略层面。2025年8月30日，国务院办公厅《关于释放体育消费潜力 进一步推进体育产业高质量发展的意见》指出，到2030年，培育一批具有世界影响力的体育企业和体育赛事，体育产业发展水平大幅跃升，总规模超过7万亿元。同时，支持户外运动产业发展的政策亦频繁出台，包括《户外运动产业发展规划（2022—2025年）》提出到2025年户外运动产业总规模超过3万亿元、《促进户外运动设施建设与服务提升行动方案（2023—2025年）》明确加强户外运动场地设施建设、《关于建设高质量户外运动目的地的指导意见》提出到2027年初步形成一批高质量户外运动目的地，到2030年建设100个左右高质量户外运动目的地等，顶层设计与配套政策相组合，将快速推动户外运动产业高质量发展，带动产业链上、中、下游扩容。

图表12:户外运动相关支持政策

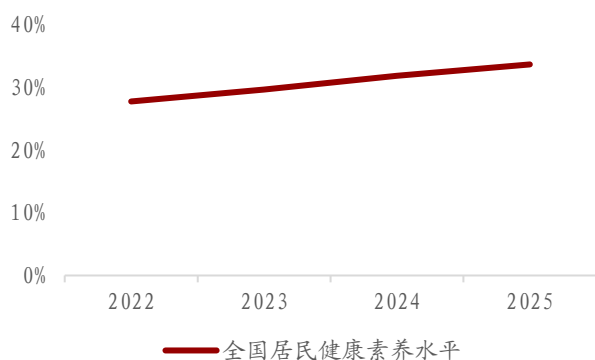
政策名称	发布单位	发布时间	政策内容
《户外运动产业发展规划（2022—2025 年）》	体育总局、发展改革委等部门	2022 年 10 月	提出到 2025 年户外运动产业总规模超过 3 万亿元。构建“五区三带”空间布局，推动自然资源向户外运动开放，优化露营、冰雪、水上等项目供给。
《全民健身场地设施提升行动工作方案（2023—2025 年）》	体育总局、发展改革委、财政部、住房城乡建设部、人民银行	2023 年 5 月	加快全民健身场地设施建设，提升设施运营管理水平，着力解决群众“健身去哪儿”的难题，为户外运动开展提供基础保障。
《促进户外运动设施建设与服务提升行动方案（2023—2025 年）》	国家发展改革委、体育总局等部门	2023 年 10 月	推动户外运动产业绿色发展，加强户外运动场地设施建设（如体育公园、国家步道），提升服务供给质量，促进产业创新发展，创新土地供应方式等。
《关于建设高质量户外运动目的地的指导意见》	国家发展改革委、体育总局等	2025 年 1 月	提出到 2027 年初步形成一批高质量户外运动目的地，到 2030 年建设 100 个左右高质量户外运动目的地，辐射带动作用得到显现。
《关于释放体育消费潜力进一步推进体育产业高质量发展的意见》	国务院办公厅	2025 年 8 月	到 2030 年，培育一批具有世界影响力的体育企业和体育赛事，体育产业发展水平大幅跃升，总规模超过 7 万亿元，在构建新发展格局中发挥重要作用。
《中华人民共和国国民经济和社会发展第十五个五年规划纲要》	国务院	2026 年 3 月	加快建设体育强国。积极发展群众体育，经常参加体育锻炼人数比例达到 40%左右，加强场地设施布局建设，高质量备战重大国际赛事，鼓励发展赛事经济，推进水域、空域、山地等向户外运动安全有序开放等。

资料来源：国务院、国家发改委、体育总局等，万联证券研究所

配套设施完善+公共卫生事件重塑健康认知，国民健康意识水平不断提升。随着公共卫生事件后大众对于免疫力、慢性病、日常运动、良好作息等相关知识的普及，户外运动政策引导以及城市步道、绿道、郊野公园、公共健身设施等相关配套的完善，近年来国民健康意识水平不断提升。根据国家卫生健康委员会的数据显示，2022-2025 年，全国居民健康素养水平逐年提升，分别为27.78%/29.70%/31.87%/33.69%。

社媒平台持续引爆话题，知识普及推动全民潮流。当前，抖音、小红书、微博等社媒平台已成为户外运动传播的核心阵地，徒步、露营、骑行等相关话题播放、曝光量均达百亿级别，户外博主分享路线攻略、穿搭体验、轻户外玩法形成海量种草内容；年轻群体将户外运动作为新型社交载体，“山系生活”、“一起赴山海”成为流行的生活方式，线上内容热度持续转化为线下参与需求，大幅降低户外运动认知门槛，推动户外从小众爱好走向全民休闲潮流，带动下游户外运动装备需求快速增长。

图表13: 全国居民健康素养水平逐年提升



资料来源: 国家卫生健康委员会、万联证券研究所

图表14: 社媒平台持续引爆户外话题

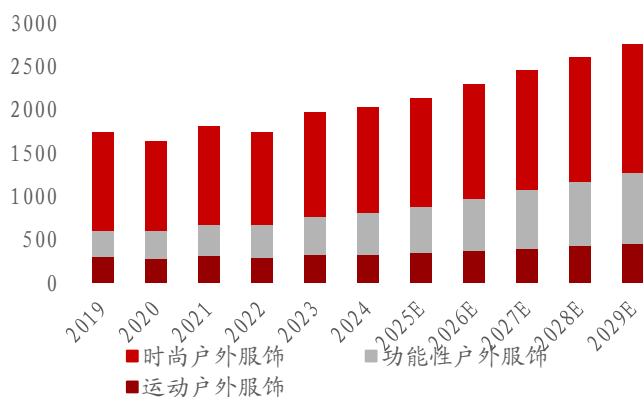


资料来源: 抖音、小红书、万联证券研究所

下游户外运动服饰市场规模庞大, 功能性户外服饰增速最高。近年来, 受益于公众健康意识提升、国家全民健身政策支持、社媒平台传播教育等因素推动, 中国内地户外服饰市场在过去几年保持了稳健增长。根据弗若斯特沙利文、中国服装协会等的数据, 按零售额计算, 2019-2024年, 中国内地户外服饰市场规模由17,392亿元增至20,256亿元, CAGR为3.1%, 预计到2029年, 中国内地户外服饰市场规模将达到27,540亿元, 2025-2029年的CAGR为6.5%。其中, **功能性户外服饰已成为户外服饰行业中增速最快的细分赛道**, 2019-2024年, 中国内地功能性服饰行业的市场规模从2,970亿元增长至4,843亿元(按零售额计), CAGR为10.27%, 并预计到2029年市场规模增长至8,231亿元, 2025年至2029年的CAGR为10.9%。

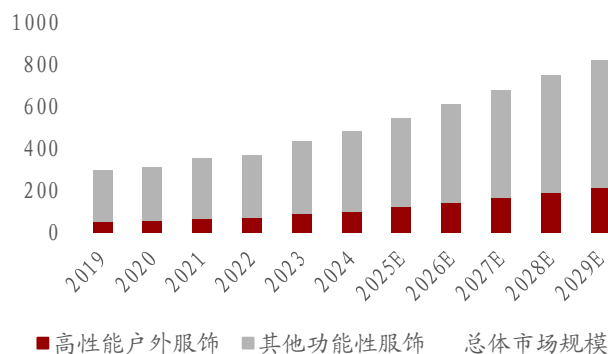
高性能户外服饰作为功能性服饰的细分品类, 凭借“硬核功能+现代美学”的双重价值, 在中国市场的渗透率持续提升。近年来, 高性能户外服饰正打破传统户外装备的场景边界, 从极端的专业户外场景(如攀登、滑雪)延伸至都市通勤、周末露营及日常出行等轻量化场景。高性能户外服饰通过满足从户外探险到都市通勤的多元化需求, 正逐渐演变为消费者衣橱中的跨场景刚需单品, 兼具技术性能与时尚美学。根据弗若斯特沙利文、中国服装协会等的数据, 中国内地高性能户外服饰零售额从2019年的539亿元快速扩容至2024年的1,027亿元, CAGR为13.76%, 赛道景气度高企。2024年高性能户外服饰市场规模占整体功能性服饰的比重已达21.2%, 较2019年提升了3.06个pct。

图表15: 2019-2029年中国内地户外服饰行业的市场规模 (单位: 十亿元)



资料来源: 奔赴自然招股书、国家统计局、中国服装协会、弗若斯特沙利文、万联证券研究所

图表16: 2019-2029年中国内地功能性户外服饰行业市场规模 (单位: 十亿元)



资料来源: 奔赴自然招股书、国家统计局、中国服装协会、弗若斯特沙利文、万联证券研究所

2.2 竞争格局相对分散，国产品牌快速崛起

中国内地高性能户外服饰市场相对分散。2024年中国内地高性能户外服饰市场十大品牌的零售额合计占总市场份额的27.3%，尚未有一家企业在市场上占据主导地位。

图表17:2024年按零售额计的中国内地十大高性能户外服饰品牌排名

品牌名	品牌产地	2024年市占率	22-24年CAGR	品牌定位	核心产品	主打功效	核心价格带(元)
骆驼	中国	5.50%	56.30%	大众性价比	冲锋衣、软壳衣裤	基础防护、全品类覆盖)	300-700
北面	美国	4.40%	25.70%	高端时尚/专业	冲锋衣、抓绒等	FutureLight 科技、街头潮流	1,000-3,000
始祖鸟	加拿大	4.10%	59.50%	顶级奢华户外	硬壳冲锋衣、软壳衣裤	Gore-TexPro、极致工艺	5,000-8,000
迪卡侬	法国	3.10%	23.90%	全能/高性价比	冲锋衣裤、速干衣	极致供应链成本、入门首选	300-600
迪桑特	日本	2.60%	51.40%	高端专业/滑雪	冲锋衣裤、速干衣裤	D-Laser 剪裁、锁温科技	1,500-3,500
可隆	韩国	2.00%	60.70%	高端时尚/露营	冲锋衣裤、溯溪鞋	露营美学、轻户外	1,500-3,000
伯希和	中国	1.70%	127.40%	中端/新自然	冲锋衣裤、软壳衣裤	PT-China 科技、高颜值性价比	400-1,000
凯乐石	中国	1.60%	53.10%	硬核专业	冲锋衣裤、软壳衣裤	轻量化革命、专业攀登	1,000-3,000
哥伦比亚	美国	1.20%	44.90%	传统国际大众	冲锋衣裤、抓绒等	奥米热能反射科技、耐用	500-2,000
探路者	中国	1.00%	14.50%	传统大众国货	冲锋衣裤、速干衣等	极地仿生科技、国民普及	300-1,000

资料来源：奔赴自然招股书、弗若斯特沙利文、各公司公告、各公司官网、爱企查、万联证券研究所

中国高性能户外服饰市场目前呈现出金字塔型梯队格局：第一梯队为高端阵营，通过顶级科技面料构建极高的行业壁垒，拥有极强的品牌溢价能力和社交货币属性。始祖鸟为其代表，核心价格带为5000-8000元；第二梯队为中高端/专业阵营，以北面、哥伦比亚为代表，以北面为例，核心价格带为1000-3000元；第三梯队为中端/大众进阶阵营，以伯希和、探路者为代表，核心价格带为300-1000元；第四梯队为大众/入门阵营，以骆驼为代表，核心价格带为300-700元，主打极致性价比。

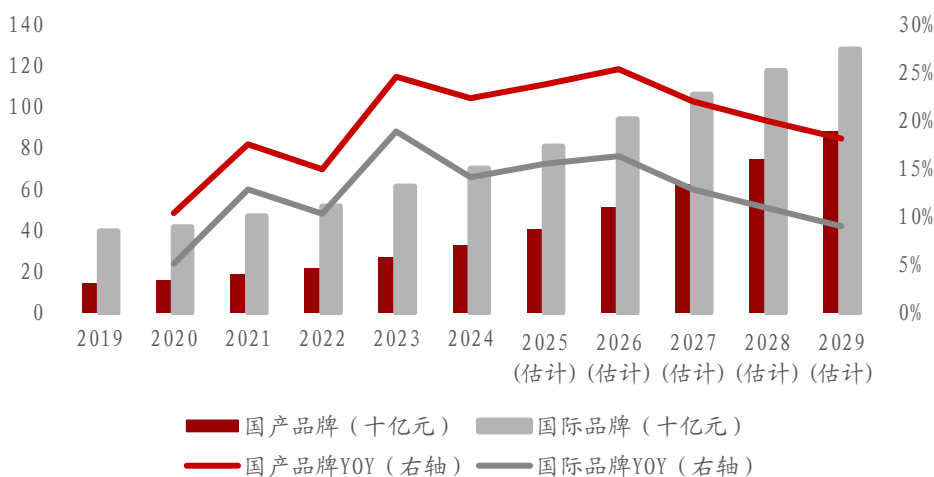
图表18:中国高性能户外运动服饰呈现金字塔梯队格局



资料来源：奔赴自然招股书、万联证券研究所

面对国际品牌的激烈竞争，国产品牌凭借高性价比与本土化优势实现迅猛增长，市场份额持续扩大。为应对国际品牌入局带来的挑战，国产高性能户外服饰品牌通过加大研发投入、应用先进面料及深耕本土需求，推出了兼具高质量与亲民价格的产品。数据显示，国产品牌零售额已从2019年的145亿元大幅跃升至2024年的329亿元（CAGR为17.8%）。得益于产品竞争力的提升，预计其增长将进一步加速，2025年至2029年的复合年增长率将达21.3%，至2029年市场规模有望达到881亿元。

图表19：2019年至2029年（估计）中国内地高性能户外服饰行业的市场规模（按品牌起源地细分）按零售额计



资料来源：奔赴自然招股书、国家统计局、中国服装协会、弗若斯特沙利文、万联证券研究所

国产品牌加速崛起。国产品牌凭借更快的研发响应速度、更贴合中国消费者版型的设计以及更高的性价比，正在抢占国际品牌的市场份额。国产品牌的零售额增速在过去五年高于国际品牌，且预计未来五年将继续保持高增长。以伯希和、凯乐石为代表的国产品牌正通过技术升级（如PT-China平台）向上突破中高端价格带，改变以往国产品牌仅占领低端市场的局面。

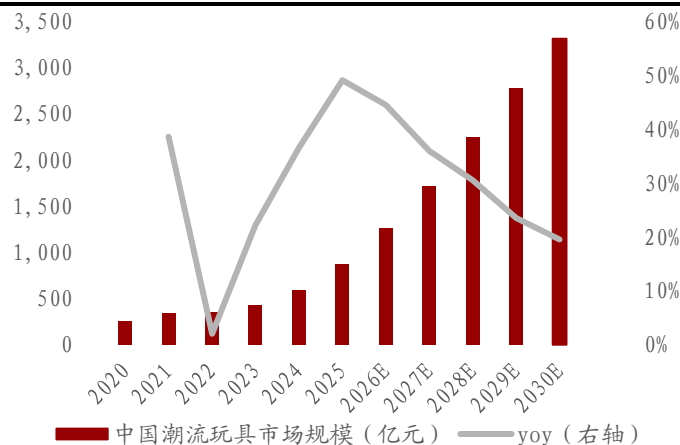
3 潮玩：我国潮玩市场快速扩容，优质企业有望强者恒强

3.1 多因素驱动中国潮玩市场快速扩容

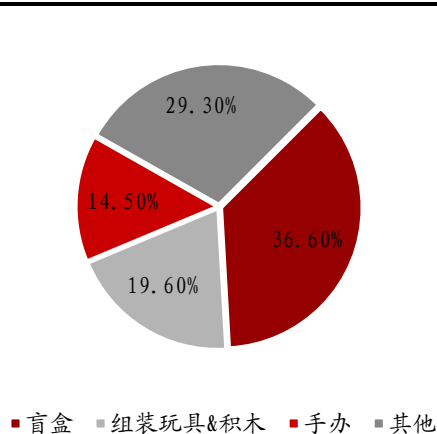
多重因素推动中国潮玩市场规模不断扩大，行业处于快速成长期。潮流玩具（潮玩）是以潮流文化为核心，融合了艺术家和设计师设计制作的玩具，通常具有强视觉辨识度、限量发售机制、跨界联名属性等特征。潮玩的形式包括盲盒、手办、玩偶、艺术玩具、组装玩具和拼搭套装等。近年来中国潮流市场规模迅速扩大，2020-2025年中国潮玩市场规模从249亿元增长至875亿元，CAGR为28.6%。其中，盲盒作为核心品类，2024年占比达到36.6%，其次为组装玩具&积木、手办，分别占比19.6%/14.5%。

我们认为，潮玩市场的快速扩容受多种驱动因素的影响：1）我国居民可支配收入逐年增长，消费结构从生存型消费往享受型、精神型消费扩展；2）年轻群体对情绪价值需求的增加，例如消费者通过购买玩偶盲盒，并将其佩戴于包包或摆放于家中，将对虚构角色的喜爱转化为可触摸的实体寄托，把购买喜爱角色的盲盒、玩偶当成是对自我的“奖励”，以此获得满足感、愉悦感；同时，把购买到的潮玩产品与朋友进行交流分享，或者分享到社交平台，以此满足社交需求；3）潮流文化与优质IP的兴起，例如泡泡玛特独创的Labubu凭借其大眼、尖牙的形象受到消费者的喜爱，并在Lisa、蕾哈娜等明星晒出收藏款后爆火社媒平台，掀起一阵购买与收藏的潮流；4）线下消费场景与渠道的推动，近年来潮玩线下门店快速增加，知名的潮玩线下店泡泡玛特、TOPTOY、X11、乐高、九木杂物社等，其中，2021-2025年，泡泡玛特门店数从288家增加至410家，TOPTOY从89家增加至304家，九木杂物社则从2022年463家增加至2025年860家以上。

图表20：中国潮玩市场规模及预测



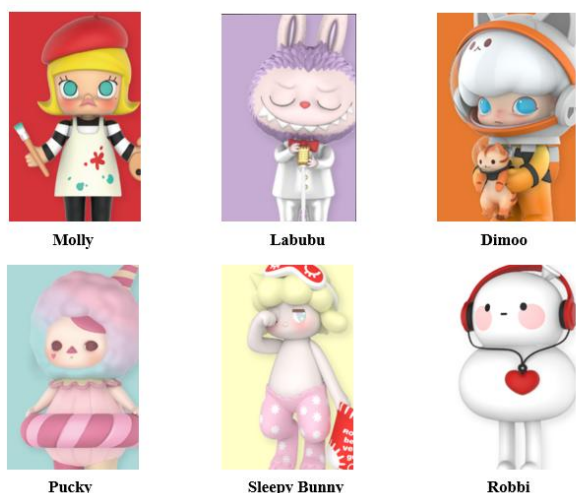
图表21：2024年中国潮玩市场细分品类占比



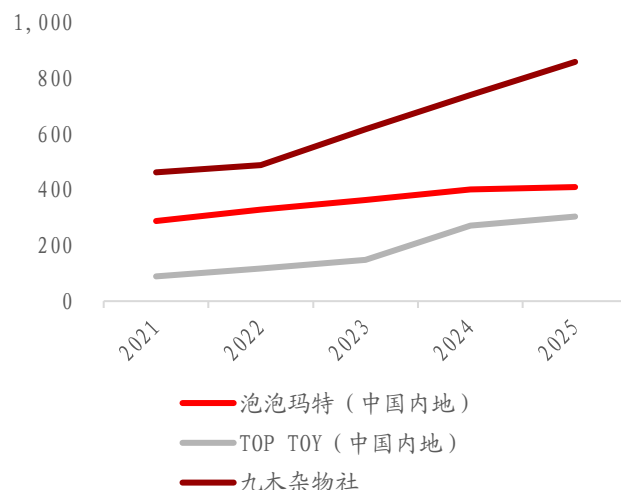
资料来源：TopToy招股书、弗若斯特沙利文、万联证券研究所

资料来源：智研咨询、万联证券研究所

图表22: 泡泡玛特旗下部分IP



图表23: 知名潮玩店门店数量变化 (家)



资料来源: 泡泡玛特官网、万联证券研究所

资料来源: 各公司公告、万联证券研究所

3.2 行业竞争激烈，头部企业有望实现强者恒强

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

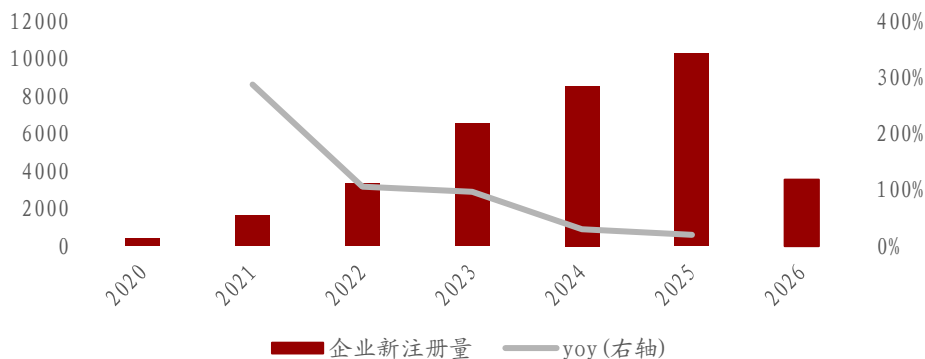
图表24: 潮玩产业链情况



资料来源: 华经情报网、万联证券研究所

行业竞争激烈，企业新注册数量呈现爆发式增长。2020-2025年，我国潮玩企业新注册量持续高速增长，新增数量从418家跃升至10,266家，五年激增20余倍。尽管同比增速从2021年峰值287.32%逐步回调，但2024年仍保持20.17%的双位数增长。今年以来（2026年初至6月7日），新增潮玩企业3555家，行业竞争激烈。

图表25：2020-2026年中国潮玩企业新注册数量（家）



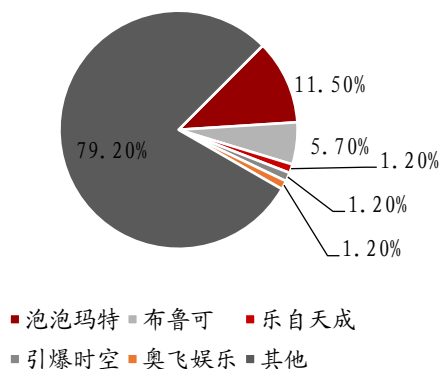
资料来源：企查查，万联证券研究所

注：2026年的数据截止2026年6月7日。

我国潮玩市场较为分散，市场集中度有提升空间。根据前瞻产业研究院的数据显示，2021年日本潮玩行业市场集中度排名前三的分别是万代（25%）、多美（15%）、乐高（5%），CR3为45%，行业存在头部效应。对标日本潮玩行业，中国潮玩市场相对较为分散，市场占有率排名前五的分别是泡泡玛特（11.50%）、布鲁克（5.70%）、乐自天成（1.20%），CR3/CR5分别为18.4%/20.8%，仍有较大提升空间。

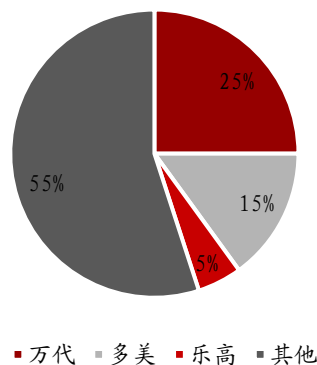
潮玩行业呈现“本土新锐领跑增量、国际巨头主导存量”的竞争态势。泡泡玛特以盲盒玩具为核心，依托The Monster、Molly、Crybaby等IP系列实现营收的快速增长。2025年，泡泡玛特营收为371.20亿元，同比激增184.71%；布鲁可深耕拼搭类玩具，2025年实现营收29.13亿元（同比+30.0%）；TOP TOY营收35.87亿元（+87.9%），反映国内潮玩新锐企业快速扩张，跑马圈地。国际巨头中，乐高积木2025年全球营收约为881.38亿元（+12.4%），万代南梦宫营收约575.50亿元（+8.6%），规模领先但增速显著低于本土头部。

图表26：2024年中国IP玩具行业市场竞争格局



资料来源：中商产业研究院，万联证券研究所

图表27：2021年日本潮玩市场竞争格局



资料来源：前瞻产业研究院，万联证券研究所

注：未找到2022年及以后的日本潮玩市场竞争格局数据。

图表28: 潮玩市场主要玩家

	成立时间	主营产品类型	主要 IP	2025 年营业收入	YOY
乐高 LEGO	1932	积木套装	蝙蝠侠、DC、迪士尼、哈利·波特等	835.30 亿丹麦克朗 (约合人民币 881.38 亿元)	12.4%
万代南梦宫	1955	IP 周边	高达、Qposket、Banpresto、Tamashii Nations 等	1.35 兆日元 (约合人民币 575.50 亿元)	8.6%
泡泡玛特	2010	盲盒玩具	Labubu、Molly、Pucky、Dimoo、The Monsters 等	371.20 亿元	184.7%
卡游	2011	卡牌	奥特曼、小马宝莉、火影忍者、蛋仔排队等	/	/
布鲁可	2014	拼搭类玩具	百变布鲁可、英雄无限积木人、斗罗大陆积木人、叶罗丽积木人等	29.13 亿元	30.0%
TOP TOY	2013	盲盒玩具	三丽鸥家族、迪士尼、乐华家族等	35.87 亿元	87.9%
乐自天成 (52TOYS)	2015	IP 玩具	Nook、Sleep、Lilith 及 CiCiLu 等	/	/
X11	2020	盲盒玩具、拼图	奶龙、Pingu、线条小狗等	/	/
九木杂物社	2016	中高端文创	迪士尼、哈利·波特、火影忍者、罗小黑、小刘鸭等	15.37 亿元	9.3%

资料来源: 各公司官网、各公司公告、万联证券研究所

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

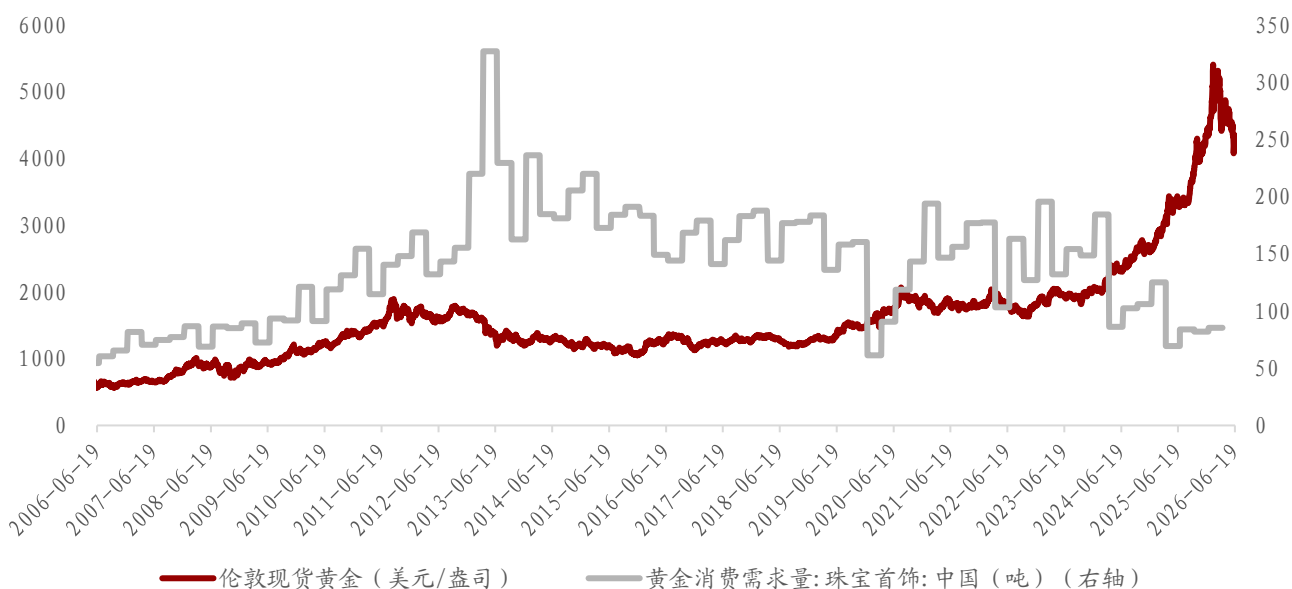
4 黄金珠宝：渠道驱动转变为产品驱动，板块高分红具有防御属性

4.1 金价创下历史新高，短期黄金首饰消费量受到抑制

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

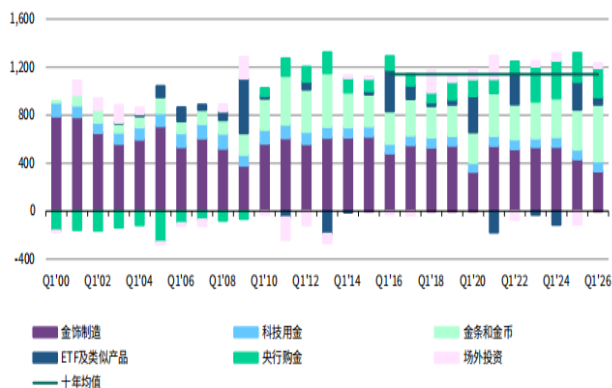
➤ **价的角度：多方因素推动现货黄金价格一路上行，创下历史新高。**近年来国内外环境愈发复杂，不确定性风险提升，各国政治动荡频繁，流动性超发下以信用为基础的世界货币体系受到冲击，叠加地缘政治风险加剧，新兴经济体央行和场外投资者持续买入黄金作为避险资产，推动金价震荡上行。2020-2025年，黄金价格涨跌幅逐年分别为+24.61%/-4.33%/+0.44%/+14.59%/+25.53%/+67.41%，金价一路向上，不断创下历史新高。随后2026年1月，金价冲到历史高位后回落。截至2026年6月19日，黄金现货价格达到4150.9美元/盎司，较此前高位回调超20%。**我们判断，短期来看**，受部分发达国家通胀数据超预期、加息预期、前期黄金多头获利了结等因素的影响，金价短期承压；**中长期来看**，全球宏观经济的不确定性和地缘政治风险仍然存在，将进一步提升黄金作为避险资产的吸引力。同时，新兴经济体的黄金储备相较于西方国家有较大差距，为分散风险，全球新兴经济体央行有望持续购入黄金，金价长期或将被继续推高。

图表29：伦敦现货黄金价格vs中国黄金珠宝首饰消费需求



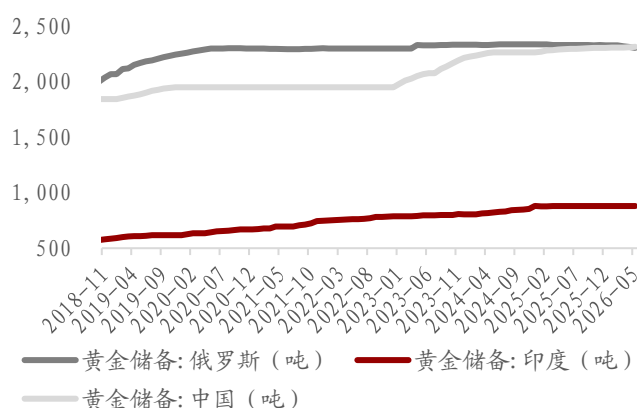
资料来源：iFind、伦敦金银协会、万联证券研究所

图表30: 全球黄金总需求结构分布



资料来源: 金属聚焦公司、Refinitiv GFMS、世界黄金协会、万联证券研究所

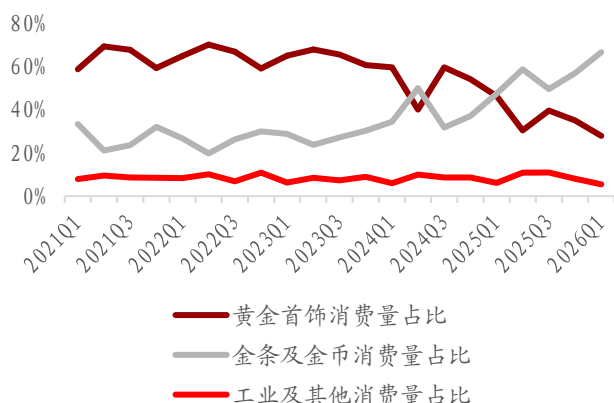
图表31: 部分新兴经济体增持黄金情况



资料来源: 世界黄金协会、iFinD、万联证券研究所

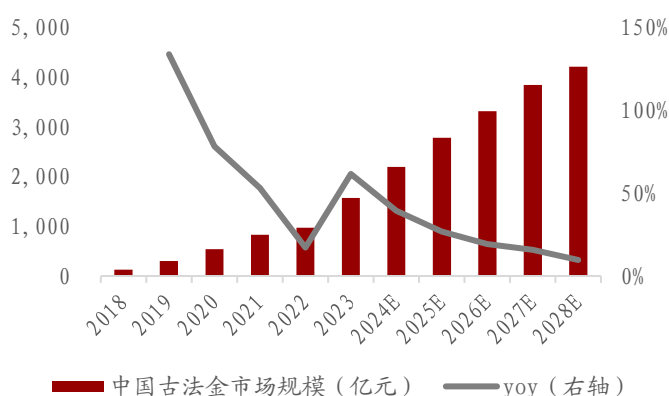
量的角度: 金价高位抑制了黄金首饰消费需求, 饰品工艺提升+悦己消费+保值需求成为黄金珠宝市场发展的重要驱动力。根据中国黄金协会的数据, 2026Q1, 黄金首饰/金条及金币/工业及其他用金消费量占比分别为27.09%/66.62%/5.48%, 同比分别-18.41/+19.11/-0.70pct, 其中黄金首饰消费量同比-46.00%, 推测是由于金价高位抑制了部分终端消费需求。中长期来看, 近几年黄金珠宝品牌商推出5D、5G、古法金等, 黄金工艺的提提升使得黄金饰品更受消费者青睐, 2018-2023年, 中国古法黄金市场规模快速增长, CAGR达到64.65%, 远超普通黄金首饰增速。此外, “悦己”消费、送礼等多场景渗透率的提升也将促使黄金珠宝首饰消费需求进一步量扩大。

图表32: 各类黄金消费情况



资料来源: 中国黄金协会、iFinD、万联证券研究所

图表33: 中国古法黄金市场规模及同比增速



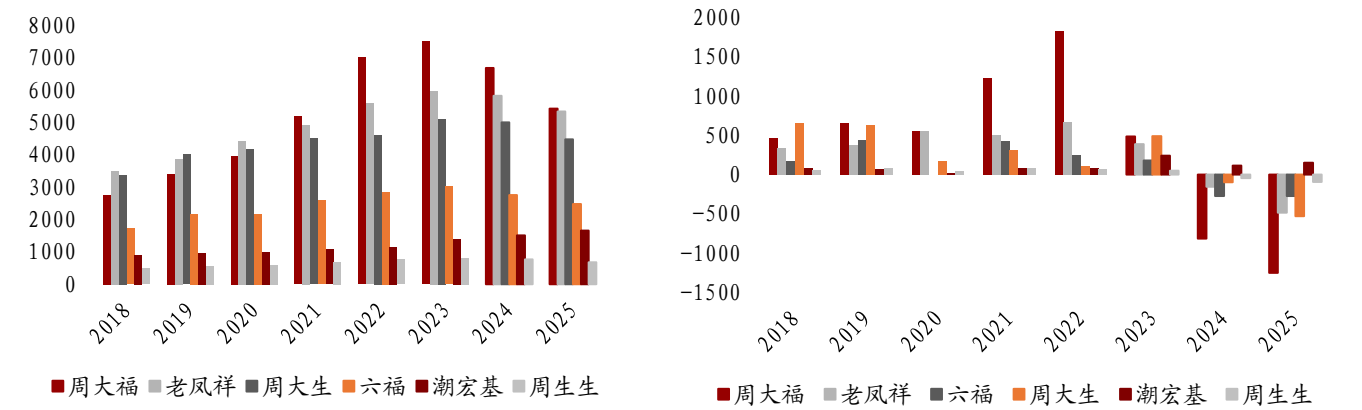
资料来源: 中国珠宝首饰行业协会、中国黄金协会、弗若斯特沙利文、老铺黄金招股书、万联证券研究所

4.2 行业发展由渠道驱动变产品驱动, 工艺设计提升吸引消费者

2025年不少龙头企业进行门店调整, 更加注重单店质量。2020-2022年疫情期间, 中小黄金珠宝品牌商出清, 头部企业逆势扩店。到2023年, 龙头企业整体拓店速度有所放缓, 2024-2025年受金价迅速攀升影响, 传统黄金首饰销量受到抑制, 不少龙头黄金珠宝企业例如周大福、老凤祥、周大生等均出现净关店的情况。我们判断, 在金价高企、行业需求端疲软的背景下, 预计渠道拓展仍将放缓, 品牌商将会从单纯追求门

店数量转变为更加关注门店质量，行业发展从原本的依靠渠道快速扩张变为注重门店质量和产品设计的提升。

图表34: 2018年-2025年行业龙头门店数量对比 (家) 图表35: 2018年-2025年行业龙头门店净增加情况 (家)



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所
注: 为增强可比性, 统一取六家公司在大陆地区的主品牌门店数。

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

图表36: 部分品牌IP联名产品、古法金产品

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

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

资料来源：天猫旗舰店、万联证券研究所

4.3 板块部分公司“高分红+高股息”，具备防御属性

由于黄金珠宝行业较为成熟，不少上市公司经营稳健且现金流较为充沛，因此分红比例较高且持续性较好。2025年，潮宏基、中国黄金、周大生、迪阿股份的分红比例均在50%以上。股息率方面，周大生、老凤祥、潮宏基股息率（TTM）较高，分别为7.7%/4.8%/4.6%。

图表37：黄金珠宝上市公司每股股利、分红比例、股息率对比

		每股税前股利（元）			分红比例			股息率 (TTM)
		2023	2024	2025	2023	2024	2025	
002345.SZ	潮宏基	0.25	0.25	0.35	66.6%	114.7%	62.6%	4.6%
600916.SH	中国黄金	0.45	0.35	0.15	77.7%	71.8%	90.3%	1.9%
002867.SZ	周大生	0.65	0.65	0.65	53.6%	69.8%	64.0%	7.7%
301177.SZ	迪阿股份	0.50	0.50	0.50	290.0%	377.2%	143.9%	1.7%
600612.SH	老凤祥	1.95	1.72	1.32	46.1%	46.1%	39.3%	4.8%
300945.SZ	曼卡龙	0.12	0.14	0.11	39.9%	38.2%	25.2%	1.4%
600655.SH	豫园股份	0.19	0.19	0.00	36.5%	587.2%	0.0%	0.0%
603900.SH	莱绅通灵	0.10	0.00	0.00	-	0.0%	0.0%	1.6%
002731.SZ	萃华珠宝	0.07	0.09	0.00	10.5%	10.6%	0.0%	2.1%

资料来源：同花顺iFinD、万联证券研究所

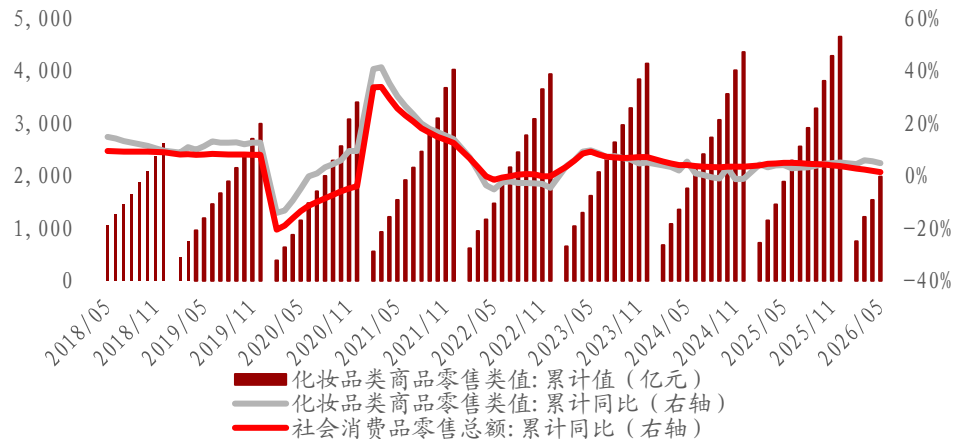
注：（1）莱绅通灵2023年分红比例为-是由于其当年归母净利润为负；（2）股息率数据提取日期为2026年6月22日。

5 化妆品：美妆销售平稳增长，部分国货品牌突围

5.1 美妆销售平稳增长，1-5月累计增速跑赢大盘

1-5月化妆品零售额累计同比平稳增长，跑赢社零大盘。根据国家统计局的数据，2026年1-5月，限额以上单位化妆品零售额累计同比+4.9%，跑赢社零大盘（2026年1-5月社零累计同比+1.4%）。2026年以来，化妆品整体销售情况恢复势头良好，2-5月逐月的累计同比平稳增长，分别为4.5%/5.9%/5.6%/4.9%。

图表38：限额以上单位化妆品商品零售额累计同比



资料来源：国家统计局、同花顺iFinD、万联证券研究所

线上：2026年“618”大促同比+4.0%，即时零售表现亮眼，传统电商增长乏力。根据星图数据，2026年“618”大促全网销售总额9340亿元，同比+4.0%（同比增长计算口径为同比去年大促周期，2026年5月13日-6月18日vs2025年5月13日-6月18日），增速有所放缓，推测是由于去年同期国补刺激导致基数较高以及商品零售消费整体较为疲软。分平台来看，综合电商平台/即时零售/社区团购销售分别同比+0.9%/+112.3%/-39.6%，美团闪购、淘宝闪购、京东秒送等即时零售表现亮眼，成为“618”大促新增量来源，天猫、京东等传统综合电商增长乏力，社区团购持续萎缩。

美妆品类平稳增长，外资品牌呈现上升势头。根据青眼情报的数据，2026年淘天618（5月21日-6月18日）美容护理类目退后销售额达209.41亿元，较去年同时间周期增长3.98%。另外，美妆品牌榜单方面：1）天猫美妆榜单：Top20品牌中，外资品牌占大多数。在2026年“618”天猫美妆榜单中，外资品牌继续占领大半壁江山，前20的品牌中国货占5席，分别是珀莱雅（第3）、可复美（第13）、薇诺娜（第15），毛戈平（第18）、自然堂（第20），数量与2025年同期持平。2）抖音美妆榜单：Top20品牌中，国货品牌占半数，但头部国货品牌承压。在2026年“618”抖音美妆榜单中，进入Top20的国货品牌有9个，相比于2025年同期，2026年“618”国货头部美妆品牌承压，抖音化妆品Top20榜单中，前三均为外资品牌，外资头部品牌呈现上升势头。

图表39：2026年“618”天猫美妆品牌榜单

排名	品牌	排名	品牌
1	修丽可	11	YSL
2	雅诗兰黛	12	资生堂
3	珀莱雅	13	可复美
4	兰蔻	14	娇兰
5	SK-II	15	薇诺娜

6	巴黎欧莱雅	16	OLAY
7	海蓝之谜	17	理肤泉
8	娇韵诗	18	毛戈平
9	赫莲娜	19	科颜氏
10	CPB	20	自然堂

资料来源：化妆品观察、天猫、万联证券研究所

图表40：2026年“618”抖音美妆品牌榜单

排名	品牌	GMV（亿元）	排名	品牌	GMV（亿元）
1	雅诗兰黛	7.35	11	谷雨	3.08
2	赫莲娜	7.03	12	蜜丝婷	3.08
3	海蓝之谜	5.81	13	肌肤之钥	2.98
4	珀莱雅	5.79	14	毛戈平	2.77
5	兰蔻	4.67	15	林清轩	2.69
6	韩束	4.31	16	圣罗兰	2.68
7	欧莱雅	4.06	17	修丽可	2.50
8	自然堂	3.81	18	帝洛薇	2.50
9	百雀羚	3.14	19	可复美	2.48
10	SK-II	3.10	20	后	2.46

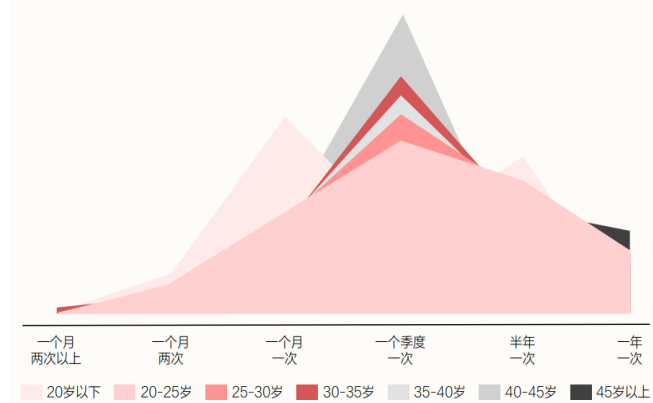
资料来源：青眼情报、万联证券研究所

5.2 国潮崛起，部分国货品牌凭借产品力、营销、战略突围

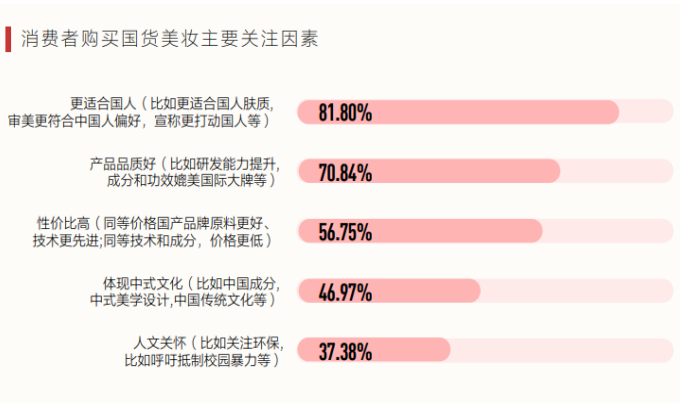
国潮崛起，年轻消费群体对国货美妆的接受程度更高。国货品牌凭借灵活的营销手段、创新的产品设计、升级的产品质量、性价比等赢得国内消费者的青睐。根据《2024小红书中国美妆行业白皮书》显示，有44.2%的消费者选择每季度购买一次国货美妆产品，从各年龄段来看，在20岁以下的消费群体中，购买国货美妆的频率普遍集中在每月一次，而年龄更大的消费群体对国货美妆的购买频率则普遍集中在每季度一次，表明越是年轻的消费者对于国货美妆的接受度越高。从选择国货美妆的主要因素来看，81.80%的消费者选择国货美妆是因其更适合国人（肤质和审美符合偏好、宣传打动国人等），70.84%是因为国货产品品质好（研发提升、成分功效媲美国际大牌等），56.75%是因其性价比高（同等价格国产品牌原料更好、技术更先进；同等技术和成分，价格更低），46.97%体现中式文化（比如中国成分、中式美学设计、中国传统文化等），37.38%人文关怀（比如关注环保、呼吁抵制校园暴力等）。

图表41：不同年龄段消费者购买国货美妆产品的频次

图表42：消费者购买国货美妆主要关注因素



资料来源：《2024小红书中国美妆行业白皮书》、万联证券研究所



资料来源：《2024小红书中国美妆行业白皮书》、万联证券研究所

在美妆行业需求端恢复动力不足的背景下，近年来部分国货美妆品牌如珀莱雅、韩束、毛戈平等仍然能取得相对市场更优的表现，我们认为主要是通过研发赋能、打造产品差异化、推行大单品策略提升复购率、渠道营销等多个方面进行发力。

（1）研发&科技：注重研发，科技赋能产品。目前，化妆品行业竞争激烈，产品同质化严重，不少美妆企业依靠研发赋能产品，打造产品差异化。从研发费用率来看，国内外美妆企业的研发费用率多在2%-6%区间，其中欧莱雅从2017-2025年维持研发费用率在3%左右；国内美妆企业近年来加大研发投入，华熙生物、锦波生物、贝泰妮、拉芳家化等近年研发费用率均在3%以上。从研发团队与建设来看，多家头部美妆集团注重研发队伍的建设，例如贝泰妮依托云南特色植物提取实验室，以自主研发为主导，产学研相结合的研发模式，通过与法国和日本的前沿实验室紧密合作，共同开展皮肤学靶点与机理的深入研究；华熙生物搭建八大研发平台，汇集多领域专业人才，重点布局合成生物学平台，利用第四代生物技术结合AI高通量筛选技术，打通研发、中试、量产全链条，构建了公司全产业链的能力平台以及技术壁垒。

图表43：2017-2025年主要化妆品公司研发费用率

集团	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
欧莱雅	3.37%	3.39%	3.30%	3.45%	3.19%	2.98%	3.13%	3.12%	3.13%
资生堂	2.41%	2.66%	2.80%	2.93%	2.47%	2.50%	2.84%	2.75%	3.82%
爱茉莉	1.55%	1.60%	1.57%	1.85%	1.98%	2.19%	2.59%	3.51%	-
雅诗兰黛	1.51%	1.32%	1.36%	1.60%	1.50%	1.73%	2.16%	2.31%	2.21%
华熙生物	3.14%	4.19%	4.98%	5.36%	5.75%	6.10%	7.35%	8.68%	11.24%
锦波生物	5.39%	6.22%	8.78%	14.74%	12.45%	13.83%	13.28%	4.94%	6.64%
福瑞达	-	0.34%	0.45%	0.57%	0.96%	1.03%	3.35%	4.19%	4.43%
贝泰妮	3.62%	3.71%	2.78%	2.41%	2.81%	5.08%	5.41%	5.15%	4.43%
拉芳家化	-	3.57%	3.96%	3.66%	3.12%	3.74%	4.05%	4.68%	3.93%
上海家化	-	2.09%	2.27%	2.05%	2.13%	2.25%	2.22%	2.66%	3.22%
敷尔佳	-	0.08%	0.04%	0.09%	0.32%	0.87%	1.70%	1.73%	2.69%
丸美生物	2.09%	2.15%	2.49%	2.87%	2.83%	3.06%	2.80%	2.48%	2.47%
上美股份	-	-	2.88%	2.29%	2.89%	4.12%	3.00%	2.65%	2.45%
水羊股份	-	2.05%	1.82%	1.28%	1.32%	1.88%	1.70%	1.94%	2.22%
珀莱雅	-	2.17%	2.39%	1.92%	1.65%	2.00%	1.95%	1.95%	2.05%
林清轩	-	-	-	-	-	-	-	2.51%	1.91%
毛戈平	-	-	-	-	0.87%	0.80%	0.83%	0.83%	0.77%

资料来源：Wind、iFinD、公司公告、万联证券研究所

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

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

推行大单品战略有助于提升公司的利润水平。

(4) 渠道&营销：随着美妆市场的蓬勃发展以及各类电商平台的兴起，国货美妆品牌获得了更多的展示空间和渠道。国货美妆企业针对消费群体的特定需求，通过在抖音、快手、微信视频号、小红书等投放短视频或图文广告，从而提高品牌的知名度和曝光度。根据《2024小红书中国美妆行业白皮书》显示，超过半数的消费者偏好通过短视频、图文结合、直播等新媒体形式获得国货美妆信息。此外，也有部分国货美妆品牌是通过名人赋能、线下渠道建立品牌心智，例如，国货品牌毛戈平的成功则是得益于彩妆大师毛戈平先生个人权威背书和高超的妆教课程的赋能，以及在高端商圈设立专柜提供优质服务，开展线下体验式营销引流，不断加深消费者对毛戈平的印象。

图表44：功能性护肤品重点品牌科技成分

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

医美术后修复（敷料/修复贴）		第五代小棕瓶眼霜	律波肽、猴面包树籽提取物、二裂酵母+酵母精粹、维生素 E		
	欧莱雅	补水抗皱眼霜 2.0	浓缩玻色因 PRO、孚玻因、玻尿酸、类蛇毒胜肽、咖啡因、红茶酵母	抗皱、紧致、保湿	
	创福康	创福康医用胶原敷料	活性胶原蛋白	修复、补水	
	可复美	可复美重组胶原蛋白敷料	重组 I 型人源化胶原蛋白原液	修复、补水	
	敷尔佳	敷尔佳白膜 敷尔佳黑膜	透明质酸钠、对羟基苯甲酸乙酯钠、对羟基苯甲酸丙酯钠、卡波姆 940 透明质酸钠、对羟基苯甲酸乙酯钠、对羟基苯甲酸丙酯钠、卡波姆 940	修复、补水	 

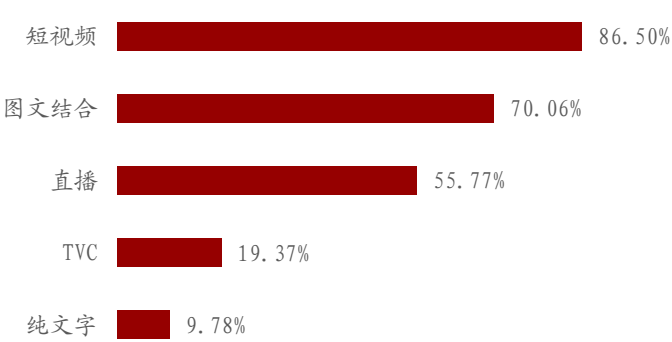
资料来源：天猫旗舰店、万联证券研究所

图表45：消费者愿意购买的国货美妆类型



资料来源：《2024小红书中国美妆行业白皮书》、万联证券研究所

图表46：消费者获取国货美妆信息的内容偏好形式



资料来源：《2024小红书中国美妆行业白皮书》、万联证券研究所

6 投资建议

户外运动服饰：户外运动服饰：政策利好持续释放，市场景气度高。近年来，随着公众健康意识提升、政策支持、社媒平台传播教育等因素影响，中国内地户外服饰市场规模保持了稳健增长。其中，功能性户外服饰已成为户外服饰行业中增速最快的细分赛道，2019-2024年，中国内地功能性服饰行业的市场规模从2,970亿元增长至4,843亿元，CAGR为10.27%。不少综合性体育用品、大众休闲服饰企业加快布局专业户外领域，资本纷纷入局。受益于高端面料科技的国产替代突破以及“泛户外”生活方式的全面破圈，未来兼具专业功能与日常通勤属性的功能性服饰市场渗透率预计将进一步提高，看好功能性户外服饰行业的发展，建议关注产品矩阵丰富、注重核心面料研发投入、具备全渠道直营优势的优质国产品牌。

潮玩：我国潮玩市场快速扩容，优质企业有望实现强者恒强。受益于人均可支配收入的增长、情绪消费兴起以及国内潮流文化和优质IP的崛起，我国潮玩市场近年来快速扩容，2020-2025年市场规模从249亿元增长至875亿元，CAGR为28.6%。从日本潮玩行业发展情况来看，2021年CR3为45%，行业存在头部效应，且龙头通过布局全产业链提升效率，快速响应市场需求，同时，拥有丰富的IP资源和优秀的IP孵化能力，能很好地覆盖各个层次消费者的需求，并实施全球化战略，以多元化的市场分散单一市场风险。反观中国，当前我国潮玩市场相对较为分散，2024年CR5为20.8%，未来覆盖全产业链、拥有优质IP资源、渠道布局广泛的潮玩企业有望实现强者恒强，建议关注潮玩龙头企业。

黄金珠宝：渠道驱动转变为产品驱动，板块高分红具有防御属性。金价的快速上涨抑制了黄金珠宝的消费需求，2025年不少黄金珠宝企业进行门店调整。同时，仍有部分优秀的企业凭借精湛的工艺设计和营销成功吸引消费者，实现业绩的快速增长。尽管短期来看，金价受部分发达国家通胀超预期、加息预期、多头获利了结等因素的影响出现回调，但从中长期来看，全球经济不确定性以及地缘政治风险依然存在，且新兴经济体为分散风险持续购入黄金，金价或将被继续推高。未来随着黄金饰品工艺提升以及“悦己”消费观念的深入，黄金珠宝首饰在非婚嫁场景的渗透率有望进一步提升。看好注重产品设计、运营能力强、品牌势能强、高分红+高股息的黄金珠宝龙头企业。

化妆品：美妆销售平稳增长，优秀国货品牌突围。近期化妆品行业整体平稳增长，“618”大促外资品牌呈现上升势头。供给端方面，国货美妆企业越来越注重研发投入，不少国货品牌凭借出众的产品力和营销手法脱颖而出，即便在行业需求疲软的背景下依然表现良好。需求端方面，年轻一代消费者对于国货美妆品牌的接受度提高，国货品牌有望进一步抢夺国外品牌的份额，实现市占率提升。建议关注强研发、产品力和营销能力优秀的国货化妆品龙头公司。

7 风险因素

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

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

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

消费风向变动与库存高企风险：功能性服饰的终端需求受时尚潮流及季节气候的显著影响。若品牌方未能精准洞察消费者偏好迭代，或供应链快反能力不足，极易造成产品滞销与库存积压，从而引发大规模打折促销，拖累企业的经营现金流与品牌调性。

金价大幅波动风险：当前金价波动加剧，若金价下跌过快，则需警惕黄金珠宝企业存货跌价、终端销量下滑等风险。同时，金价的大幅波动也容易对企业的套期保值、采购备货等行为造成影响，进而影响到企业的利润。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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

证券分析师承诺

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

免责声明

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

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

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场