仅供内部参考，请勿外传！

证券研究报告

行业报告：行业深度研究

2026年09月10日

批零社服行业（社服教育/美护潮玩/零售珠宝）
中报总结：结构分化下聚焦品质化、大众化与出海

作者：

分析师 何富丽 SAC执业证书编号：S1110521120003

分析师 来舒楠 SAC执业证书编号：S1110524070009

分析师 都春竹 SAC执业证书编号：S1110525090003

分析师 李璇 SAC执业证书编号：S1110525080005

分析师 周杰 SAC执业证书编号：S1110526030001

天风证券 TF SECURITIES

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责申明

仅供内部参考，请勿外传！

商社中报超预期梳理与判断

★ 中报超预期层面，推荐景气成长型【学大教育、三峡旅游、古茗、东方甄选、乐舒适、布鲁可】以及困境改善型【朗姿股份、巨子生物】。
★ 低估or超跌层面，推荐【珀莱雅、首旅酒店、潮宏基、毛戈平】。

◆社服

◎华住集团：业绩超预期-主要得益收入超预期（RP维持正增&开店领先行业&变现率提升）、上调全年收入指引，此外股东汇报积极（三年25亿美金）。—后续判断： α 领先同业，但关注明后年开店会否放缓（同行短期有放缓态势）。

◎BOSS直聘：提价变现力增强的预期-招聘平台格局易守难攻，公司进入提升付费率和变现的新阶段，此外股东回报不悲观。—后续判断：中期叙事变化，可能有双击预期。

◎古茗：业绩超预期-主要得益利润率弹性，而且7-8月累计同店提前转正，强化全年业绩达成。—后续判断： α 领先同业，明后年开店规划需跟进4季度公司指引。

◎学大教育：业绩超预期- β 受益普高占比上升& α 管理改善扩张提速（半年新增50个网点），而且收款超预期，3季度指引偏积极。—后续判断： β 层面明后年仍有正向作用力， α 层面关注930之后的股权激励及其诉求。

◎三峡旅游：业绩超预期-主要得益游船上半年量价齐升&游轮二季度数百万业绩贡献，而且截止目前两艘游轮载客率积极。—后续判断：虽3季度游船客流因天气导致下滑，但游轮整体强势仍按未来4搜累计业绩贡献2亿以上预期。

◎百胜中国：业绩略超预期-主要得益开店+小幅利润率改善，股东汇报延续积极。创新产品&模块加持整体同店稳健跑赢大盘。—后续判断：新店型&模式开店节奏加快开店增速10%+，必胜客自有化后逐步贡献业绩增量，高股息稳健标的。

◆美护

◎乐舒适：业绩超预期-非洲稳固叠加拉美份额提升、以及产品结构和汇率等优势拉动利润率。—后续判断：标的参与度弱于关注度，基本面叙事延续，宏观及汇率等因素需持续跟踪。

◎润本股份：业绩超预期-驱蚊旺季放量（产品推新&渠道拓展）、经营延续稳扎稳打。—后续判断：下半年关注婴童护理旺季，短期估值合理中期叙事稳健向上。

◎上海家化：业绩超预期-六神、玉泽、佰草集等线上双位数增长，叠加非经改善。—后续判断：叙事延续估值合理，关注 β 情绪和 α 表现。

◎朗姿股份：业绩超预期-医美盈利改善、女装延续稳健，叠加员工持股计划加持。—后续判断：医美盈利修复向上和版图拓展预期，弹性故事若市场情绪配合仍有弹性期待，但需跟进兑现情况。

◎贝泰妮：业绩略超预期-新品牌放量兑现，毛销差改善驱动利润释放。—后续判断：经营修复目标明确，叠加考虑估值和未来增长点当前偏合理，关注 β 情绪和 α 表现。

◎巨子生物：业绩略超预期-财报前预期偏悲观，618表现超预期、全年目标积极。—后续判断：若全年目标能达成，则下半年接近30%增速可能存在预期差。

◆零售

◎布鲁可：业绩超预期-财报前预期不乐观，实际海外明显超预期叠加利润率明显改善。—后续判断：新品类新增长点叙事延续，关注下半年毛利率改善可能。

◎东方甄选：业绩接近预告上限-品类sku叠加直播间账号增加带动自营和整体收入高增、毛利率和净利率积极提升。—后续判断：信任资产叙事逻辑延续，关注业绩兑现节奏和高增后品控平衡。

◎致欧科技：业绩超预期-财报前略有预期，收入高增得益亚马逊vc模式占比上升叠加公司加大中大件产品推新。—后续判断：vc实现快速提升阶段性红利释放，未来更依托自身产品扩张和新区域拓展。

仅供内部参考，请勿外传！

1
社服教育板块

仅供内部参考，请勿外传！

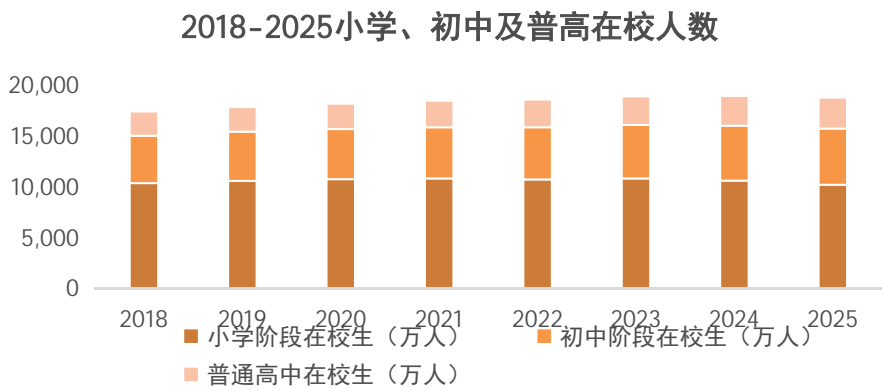
教育需求端消费韧性延续，不同板块增长分化加剧；供给端机构总量回落，非学科与营利性成为主力

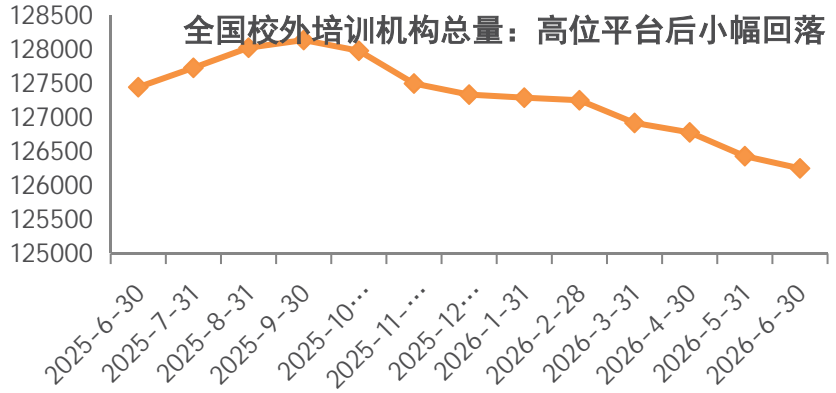
需求端

- **教育需求持续修复，2026Q1样本公司收入保持稳健增长。**2026年第一季度教育板块样本公司收入延续修复态势，头部机构与细分赛道表现分化，整体维持温和增长格局。
- **K12及综合教育龙头增长韧性凸显。**新东方FY26营收383.05亿元，同比+15.53%；好未来FY27Q1营收51.31亿元，同比+31.89%。头部机构凭借品牌与渠道优势，在需求复苏中表现更为稳健，对板块增长形成核心支撑。
- **细分赛道增长节奏分化，教培及职教高景气。**
- **高中及高等教育人群持续扩容，教育服务市场仍具结构性景气。**

供给端

- **总量高位回落：**全国校外培训机构总数于2026年6月降至约12.62万家，单月净减180家，环比下降0.14%，延续自2025年9月高点以来的温和回落态势，供给端由快速扩容转向高位调整。
- **结构特征延续：**非学科与营利性机构仍为供给核心，行业供给仍由非学科、市场化机构主导。2026年6月非学科机构占比 92.9%；营利性机构占比83.2%，是该阶段供给主力。细分赛道仍有修复，公司间分化明显。
- **高中阶段更具韧性：**高中阶段机构数量保持小幅扩容，2026年6月约4.58万家，环比微增0.04%，其中非学科营利性机构占比提升至76.5%，是供给端相对更强的细分方向。



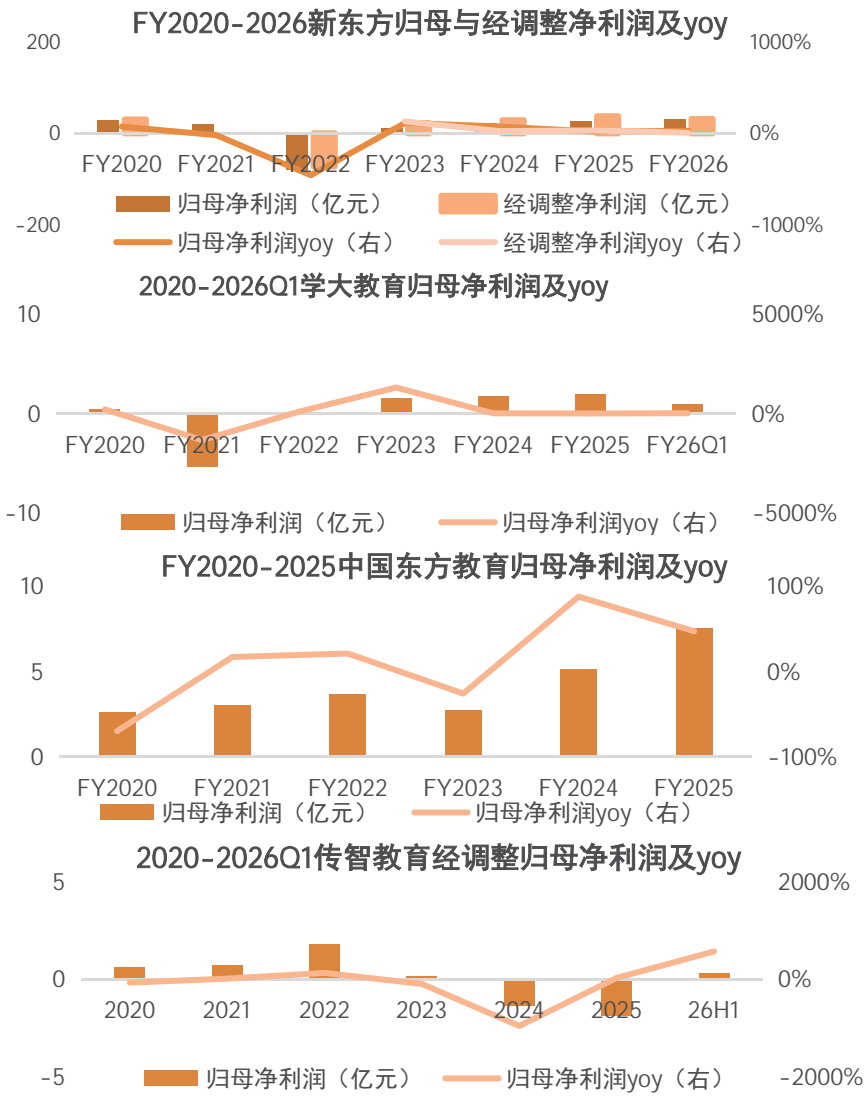


资料来源：同花顺iFind，天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

教育需求持续修复，公司利润普遍增长

- **新东方：**FY26 全年净营收 56.61 亿美元（yoy+15.53%），归母净利润 4.75 亿美元（yoy+27.8%），业绩大幅超出指引，Q4 增速进一步上行，利润增速跑赢收入。
- 成人及大学生业务、新教育业务成为核心增长引擎，出国考试咨询增速有所放缓，依托运营效率、网点利用率优化释放经营杠杆，盈利质量持续改善。。
- **学大教育：**2026Q1 营收 9.5 亿元（+10%），归母净利润 9067 万元（+23%），Q1 利润弹性显著放大。
- 增长依托高中一对一主业，合同负债订单储备充足，依靠坪效、排课效率提升与费用管控实现利润释放，Q2 高考旺季进一步兑现盈利弹性。
- **中国东方教育：**2025 年营收 46.16 亿元（+12.14%），归母净利润 7.56 亿元（+47.50%），利润弹性显著高于收入。
- 春招招生回暖，长期班占比结构反转，长周期项目快速扩张，生源结构优化与校区利用率改善，持续释放经营杠杆。
- **传智教育：**26Q1 营收 1.04 亿元（+43.75%），归母净利润 145.79 万元（+127.18%），Q1 实现单季扭亏，亏损压力显著缓解。
- 公司推进 “职业培训 + 学历教育” 双轨战略，AI 课程迭代带动短训业务回暖，学历教育板块规模快速扩张，产能利用率提升、费用优化助力盈利拐点显现。



资料来源：同花顺iFind，天风证券研究所

人服板块：招聘需求呈现 “结构分化”

- **就业压力有所缓解，企业招聘行为逐步回暖。**2026 年上半年城镇调查失业率由 1 月的 5.2% 波动至 6 月的 5.0%，较 2025 年末 5.1% 有所回落，反映宏观就业环境边际改善。在此背景下，企业对固定人力成本的管控有所放松，中高端岗位与白领招聘的复苏节奏加快，招聘需求呈现结构性回暖态势。

- **人服需求持续释放，且向高频、刚性、弹性用工场景进一步集中。**制造业数字化转型、服务业场景细分及零售餐饮旺季补员需求持续释放，具备数控操作、设备运维等技能的 “新蓝领” 岗位流动性与招聘频次显著提升，叠加灵活用工合规化趋势，带动平台招聘与灵活用工服务保持韧性增长。相较于传统 “企业扩招驱动招聘增长”的逻辑，当前人服行业增长更依赖岗位技能结构升级、用工模式合规化调整及数字化招聘效率提升。

- **蓝领化：**蓝领群体规模持续扩容，2023-2025年扩容至 4.27 亿人，保持上涨但涨幅减缓，制造业自动化挤压低技能岗位，但餐饮零售物流等行业持续补员，托举蓝领招聘及灵活用工基本盘。

- **灵活化：**企业弹性用工需求释放，灵活用工、外包等业务需求提升；行业由人力资源服务向人力资本服务升级，拓展人才测评、培训、薪酬管理等增值服务，助力企业降本提效。

- **AI效率化：**AI 深度赋能招聘全流程，头部企业落地 AI 工具模型，人岗匹配效率与服务精度改善，同时催生出效果付费、人才池订阅等新型商业模式。

BOSS直聘	26Q1实现营收20.57亿元，同比增长8.23%，归母净利润11.57亿元，同比大幅增长123.24%	26Q1 利润增速显著高于收入，受益付费客户增长与销售投放收缩、费用效率改善；持续下沉蓝领及中小企业增量市场，AI提升运营效率，规模与经营杠杆同步提升。
科锐国际	26Q1公司营收37.89亿元，同比+14.74%；归母净利润0.92亿元，同比+59.00%，扣非归母净利润同比+2.4%	灵活用工筑牢基本盘，高毛利猎头、RPO 业务回暖叠加技术平台交付效率提升带动盈利改善，但仍需观察其可持续性。
北京人力	2026Q1收入113.82亿元，同比+5.03%；归母净利润2.63亿元，同比-55.54%	26Q1 收入稳健增长，但受高毛利业务收缩、费用刚性等扰动归母利润阶段性下滑；业务外包放量对冲板块收缩，降本增效与运营管控效果有望在后续季度逐步释放。

资料来源：同花顺iFind，天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

餐饮板块整体：餐饮终端增速放缓，供应链市场仍保持高个位数扩张

➢ 餐饮大盘：餐饮供应链收入增长弹性高于前端餐饮收入

疫情后大盘持续修复，但增速进一步回落。2026年1-6月全国餐饮收入达28,255亿元，同比仅增长2.8%，较2025年全年3.2%的增速继续收窄；终端需求虽维持正增长，但行业弹性持续减弱，整体步入存量竞争时代。

相比前端餐饮收入的低速增长，后端餐饮供应链仍具备更高的增长弹性与价值升级空间。2025年餐饮供应链市场规模约2.8万亿元，同比+8.5%，增速显著高于餐饮大盘。其核心驱动来自餐饮企业降本增效需求、连锁化率持续提升、标准化出品普及、冷链物流网络完善及B端定制化需求增加。

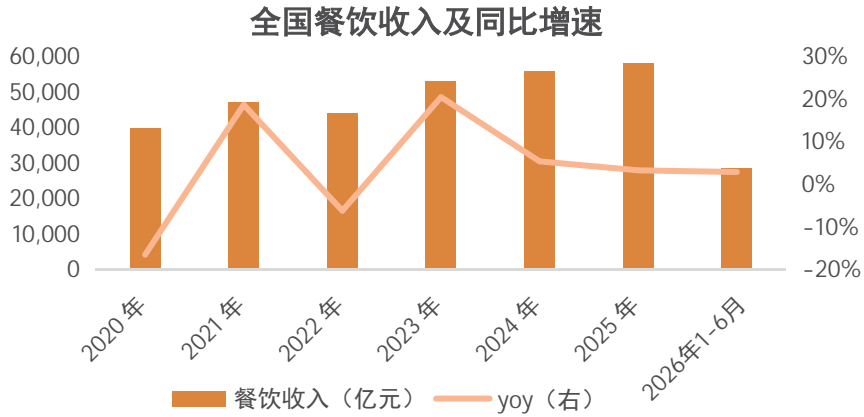
➢ 连锁化、下沉化与多场景消费共同推动行业扩容

餐饮行业正加速从单店粗放经营向连锁化、标准化与供应链协同转型。2020－2025年我国餐饮连锁化率稳步攀升，从 15% 提升至25%，连锁品牌对中央厨房、标准化出品、稳定供给和质量管控的需求持续增强，推动餐饮供应链从单纯“食材供货”向“产品研发 + 稳定交付 + 效率提升”的综合服务能力升级。

同时，下沉市场和多场景消费成为行业新增量，同时家庭餐桌、即时零售、B 端定制、节令食品等消费场景持续拓展，叠加健康化与轻量化需求，以及消费者对食品安全信任的诉求，共同推动餐饮供应链企业的竞争核心转向SKU研发、场景组合、冷链物流、定制化服务与品牌运营能力。

锅圈	2025年实现营收78.10亿元/同比+20.71%；归母净利润4.33亿元/同比+87.76%	公司乡镇下沉拓店叠加店效提升，会员规模快速增长，爆品与品类延展带动客单、复购增强。
颐海国际	2025年实现营收66.13亿元/同比+1.12%，归母净利润8.54亿元，同比+15.49%，	利润端修复更为突出，费用管控、产品与经营效率优化驱动盈利改善。第三方渠道、B 端客户及海外业务成为增长新引擎。

资料来源：红餐大数据、艾瑞咨询、新华网、天风证券研究所

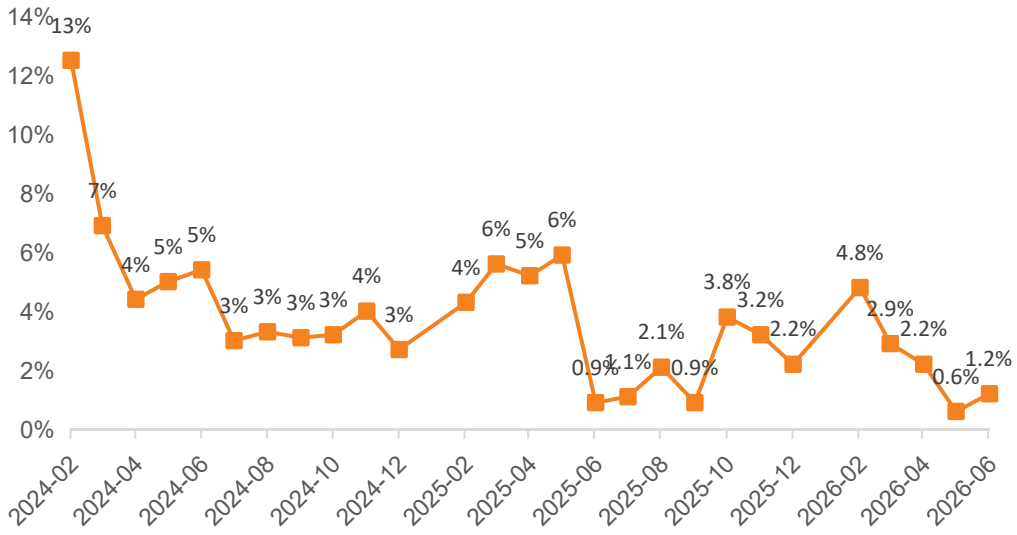


仅供内部参考，请勿外传！

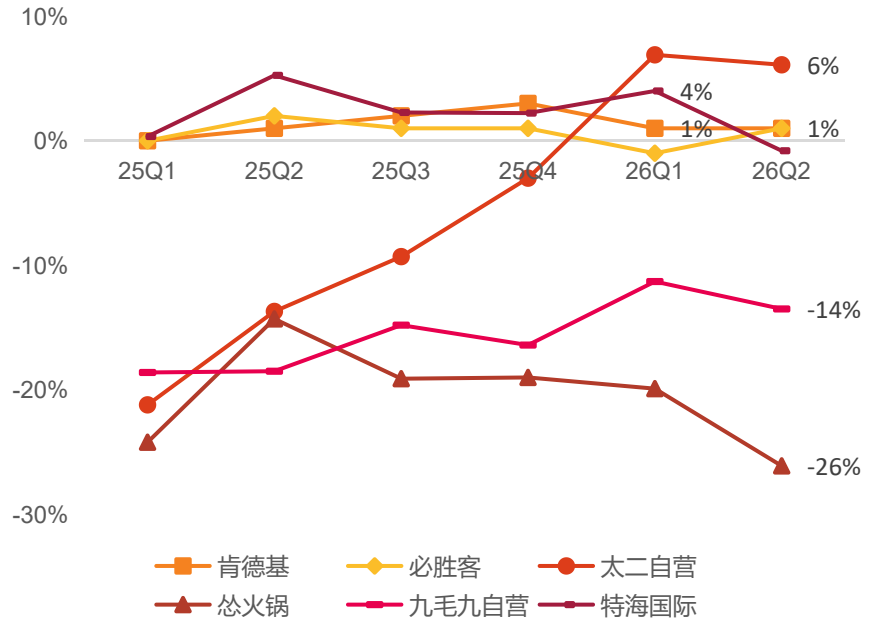
餐饮：26H1餐饮行业延续稳健弱增长态势

- **餐饮大盘：**国内餐饮社零26Q1、Q2表现稳健。26年1-2月国内餐饮社零同比增5%旺季表现积极、3-6月保持低单位数%的同比增幅。
- **代表性上市餐饮公司：**25H2同店出现企稳改善，26Q2部分品牌趋势弱于Q1。右图中的餐饮品牌同店整体在2025年承压，肯德基、必胜客较早出现同店同比增速转正，26Q1虽然基数不低但依然维持同店增长，26Q2同店环比略增长至+1%；其他品牌比如太二、九毛九品牌同店表现在26Q1延续改善，太二自营同店已经26Q1实现同比正增长7%，Q2增速弱于Q1。

图：餐饮社零数据月度同比



图：部分上市餐饮品牌季度同店yoy表现（财报口径）



资料来源：国家统计局，各公司公告，Wind，天风证券研究所；注：2月社零同比数据为1-2月合计数据

仅供内部参考，请勿外传！

餐饮业绩总览：餐饮公司业绩韧性强，细分赛道品牌仍具备较高成长性

- **上市餐饮公司业绩具备强韧性，细分赛道餐饮品牌业绩：**
- **26H1收入：1）增速超20%：遇见小面、达势股份。2）增速0-20%：**百胜中国、海底捞、小菜园、绿茶集团、特海国际、广州酒家。3）增速<0%：九毛九、同庆楼。
- **26H1利润：1）增速超20%：九毛九、遇见小面。2）增速0-20%：**百胜中国、海底捞、绿茶集团。3）增速<0：达势股份、小菜园、特海国际、同庆楼、广州酒家。
- **7-8月：暑期客流环比改善，部分品牌经营表现企稳，海底捞火锅7-8月翻台率同比持平略增。小菜园、绿茶同店降幅收窄。**

表：餐饮行业代表性上市公司26H1业绩汇总

		25H1				2025年				26H1			
代码	公司	收入	收入yoy	归母净利	归母净利yoy	收入	收入yoy	归母净利	归母净利yoy	收入	收入yoy	归母净利	归母净利yoy
9987.HK	百胜中国	58	2%	5.1	1%	118	4%	9	2%	64	11%	5.5	8%
6862.HK	海底捞	207	-4%	17.6	-14%	432	1%	40	-14%	223	8%	17.7	0.5%
9922.HK	九毛九	28	-10%	0.6	-16%	52	-14%	1	4%	24	-13%	0.8	25%
1405.HK	达势股份	26	27%	0.9	80%	54	25%	1	157%	31	21%	0.8	-10%
0999.HK	小菜园	27	7%	3.8	35%	53	3%	7	23%	29	7%	2.9	-24%
6831.HK	绿茶集团	23	23%	2.5	40%	48	24%	5	39%	27	17%	2.9	17%
2408.HK	遇见小面	7		0.5		16	41%	1	112%	9	34%	0.7	40%
9658.HK	特海国际	4	7%	0.3	扭亏	8	8%	0	67%	4	12%	0.02	-92%
605108.SH	同庆楼	13	5%	0.7	-11%	27	6%	1	2%	13	-0.2%	0.01	-98%
603043.SH	广州酒家	20	4%	0.4	-33%	54	5%	5	-1%	22	9%	0.3	-21%

注：百胜中国、特海国际业绩单位为亿美元

资料来源：各公司公告，Wind，天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

餐饮：同店拆解——客流逐步恢复，客单价阶段性承压

- **餐饮同店26Q1/Q2整体偏稳健态势，分拆影响因素来看，客流逐步恢复、客单价存在结构性影响。**
- **量：**肯德基、必胜客在26Q1、Q2以同店交易量增长驱动同店，同店交易量持续保持正增；海底捞自营翻台率在26H1同比+0.1次/天至3.9次/天。
- **价：**海底捞26H1堂食客单价97.0元、同比小幅下滑0.9%，整体平稳。肯德基通过早餐、肯悦咖啡、肯律轻食新品类提升销售量增长，但新品类客单价更低拉低平均客单价，必胜客则定位更大众的市场、客单价延续降低。

表：部分上市餐饮品牌25Q1-26Q2同店表现分拆（财报口径）

	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2
同店yoy(SSSG)						
肯德基	0%	1%	2%	3%	1%	1%
必胜客	0%	2%	1%	1%	-1%	1%
太二自营	-21%	-14%	-9%	-3%	7%	6%
怂火锅	-24%	-14%	-19%	-19%	-20%	-26%
九毛九自营	-19%	-19%	-15%	-16%	-11%	-14%
达势股份	25H1为-1%		25H2为-1.9%		26H1为-4.8%	
特海国际	0.3%	5.3%	2.3%	2.2%	4.0%	-0.8%
翻台率/交易量						
肯德基同店交易量yoy	4%	0%	3%	3%	1%	4%
必胜客同店交易量yoy	17%	17%	17%	13%	5%	13%
海底捞自营翻台率（次/天）/yoy	25H1为3.8/-0.4		25年为3.9/-0.2		26H1为3.9/+0.1	
太二翻台率（次/天）	3.1	3.1	3.3	3.0	3.5	3.5
怂火锅翻台率（次/天）	2.6	2.4	2.4	2.3	2.1	1.9
九毛九翻台率（次/天）	2.6	2.3	2.5	2.1	2.3	2.2
特海国际-整体翻台率（次/天）	3.9	3.8	3.9	4.1	4.0	4.0
客单价						
肯德基客单价yoy	-4%	1%	-1%	0%	-1%	-3%
必胜客客单价yoy	-14%	-13%	-13%	-11%	-5%	-11%
海底捞自营客单价（元）/yoy	25H1为97.9/+0.5%		25年为97.7/+0.2%		26H1为97.0/-0.9%	
太二客单价（元）	72	74	74	77	74	75
怂火锅客单价（元）	100	98	100	104	108	104
九毛九客单价（元）	56	57	58	56	58	57
特海国际客单价（美元）	24.2	24.3	24.6	25.4	25.4	24.5

资料来源：各公司公告，天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

餐饮：门店拓展——细分赛道连锁餐饮品牌开店保持强劲增速

- **西餐：**达美乐中国作为披萨细分赛道龙头，正在全国化扩张中，开店增速较高但节奏稳健，26H1门店同比增速29%。肯德基、必胜客在较高基数上维持较高开店速度（26H1门店增速均达到13%/18%），百胜中国2026年计划净新增1900+家门店（26年末集团门店数超2万家），其中，肯德基、必胜客净新增门店中加盟占比将分别达到40%-50%、20%-30%。
- **中餐：**定位性价比的连锁餐饮品牌绿茶、遇见小面、小菜园门店基数偏小，26H1门店增速达到46%/32%/23%。海底捞国内26H门店数净关93家达1290家、同比略降2%。

表：餐饮品牌门店数变化

品牌	25年初门店数	25年净开	25H1末门店数	25年末门店数	25年yoy	26H1净开	26H1末门店数	26H1yoy
肯德基	11648	1349	12238	12997	12%	792	13789	13%
必胜客	3724	444	3864	4168	12%	381	4549	18%
海底捞	1368	15	1322	1383	1.1%	-93	1290	-2%
达美乐中国	1008	307	1198	1315	30%	235	1550	29%
小菜园	667	140	672	807	21%	17	824	23%
绿茶	465	144	502	609	31%	124	733	46%
遇见小面	360	143	417	503	40%	47	550	32%
海底捞海外	122	4	126	126	3%	3	129	2%

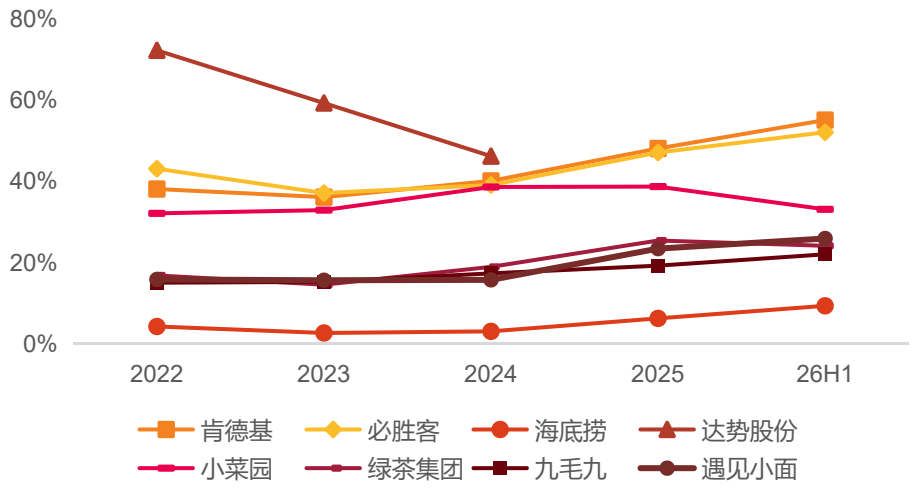
资料来源：各公司公告，天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

餐饮：外卖渠道——增量渠道，堂食依然是中餐的主要消费渠道

- **从代表性上市餐饮公司数据来看，西式快餐外卖收入占比高于中餐，26H1外卖占比有进一步提升趋势。**我们统计餐饮公司2022年以来的外卖占比变化，西餐连锁肯德基、必胜客外卖收入占比50%+，达美乐中国定位外送专家、2022年外卖占比高达70%以上。中餐公司小菜园略高大约在40%以内，海底捞、绿茶集团、九毛九外卖占比更低。在我们的统计样本中，受2025年外卖平台补贴战的影响外卖占比开始提升，且26H1有进一步提升趋势，外卖由于消费习惯的渗透已成为餐饮的增量渠道。
- 25年外卖平台补贴可能更快地拉动了餐饮外卖占比提升，但消费者对于正餐消费会在服务体验方面有一定的要求，因此我们判断餐饮堂食仍会保持一定的收入比例，堂食依然是餐饮行业重要的就餐渠道。

图：代表性上市餐饮公司外卖收入占比



表：26H1代表性上市餐饮公司收入VS外卖收入增速

	整体收入YoY	外卖收入YoY
肯德基	9%/12%	33%/26%
必胜客	7%/11%	25%/26%
海底捞	8%	121%
小菜园	7%	-11%
绿茶集团	17%	24%
九毛九	-13%	5%
遇见小面	34%	88%

资料来源：各公司公告，天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

餐饮：成本费用率——同店承压影响利润率，租金成本优化较明显

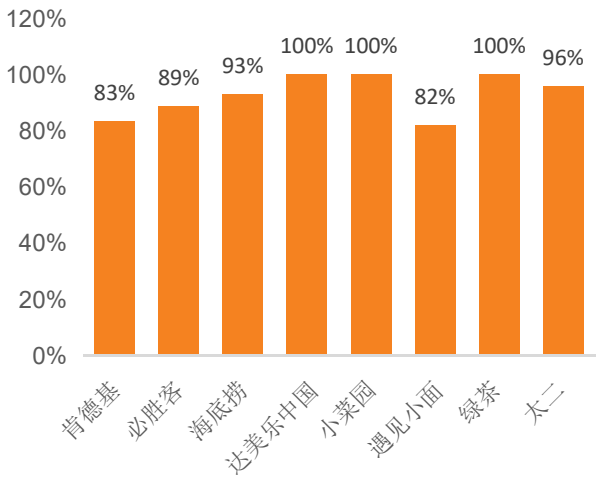
- **同店承压环境中更考验经营管理效率。总的来看，26H1食材成本、人力成本同比承压，租金优化更加明显。**肯德基、必胜客通过租金及其他经营开支的优化持续提升餐饮利润率；海底捞食材成本占比提升主要系部分原材料价格提升、新业务毛利率偏低影响，但人员成本、租金有所优化；小菜园成本费用管控强利润率提升，利润率提升来源于租金优化。
- 我们跟踪部分上市餐饮公司直营占比高，后续随餐饮同店基数压力缓和，有望释放利润端弹性。下图中的餐饮品牌直营门店数占比普遍在80%以上，达美乐、小菜园、绿茶全部为自营门店，必胜客、海底捞、太二直营门店占比90%以上，肯德基自营门店数占比83%。

表：26H1餐饮行业成本费用率拆解

	肯德基	必胜客	海底捞	达势股份	小菜园	绿茶集团	遇见小面	九毛九	特海国际
原材料成本率	31.0%	33.9%	41.6%	27.6%	33.3%	31.2%	31.8%	34.5%	34.1%
yoy	+0.1pct	+1.8pct	-1.8pct	+0.3pct	-2.8pct	-0.8pct	+0.4pct	-0.9pct	+0.1pct
人员成本率	27.1%	27.5%	31.8%	28.9%	28.5%	26.1%	23.6%	31.3%	34.3%
yoy	+1.1pct	-0.6pct	-2.0pct	+1.2pct	3.9pct	+0.3pct	+1.0pct	+1.2pct	-1.0pct
物业租金成本率	23.8%	24.6%	租金+折摊：5.1%	租金+折摊：15.3%	租金+折摊：10.0%	租金+折摊：12.3%	租金+折摊：20.8%	租金+折摊：16.3%	租金+折摊：12.2%
yoy	-0.9pct	-1.3pct	-1.5pct	+0.7pct	+0.2pct	+0.5pct	-0.9pct	-0.7pct	-0.7pct
餐厅经营利润率	18.1%	14.0%		12.5%				13.2%	
yoy	-0.3pct	+0.1pct		-1.9pct				+1.4pct	

注：肯德基、必胜客口径为物业租金及其他经营开支

图：26H1餐饮品牌自营门店数占比



资料来源：各公司公告，天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

现制饮品：26H1业绩出现分化，成长型公司延续高增速

- **收入端：26H1开店是收入增长并出现分化的主力，同店在Q2高基数下承压。**26H1，古茗、瑞幸咖啡、沪上增长超30%延续高增长，蜜雪、茶百道、霸王茶姬增长单位数%，奈雪的茶则下滑；
- **利润端：规模效益驱动利润率提升，但原材料、费用等阶段性变化使得利润率亦出现分化。**26H1，仅古茗利润率提升利润增速超过收入增速，瑞幸咖啡、沪上阿姨、茶百道利润仍同比增长但利润率降低，蜜雪集团、霸王茶姬利润同比下滑，奈雪的茶亏损收窄。
- **市场对同店导致的收入降速、成本费用上升导致的利润率降低存在预期，从实际表现来看，26H1，古茗利润超预期（成本费用优化）、瑞幸咖啡（开店加速、利润率优化）、沪上阿姨收入利润超预期（开店加速）。**

表：现制饮品公司26H1业绩汇总

公司	收入（亿元）			净利润（亿元）			VS预期	利润口径备注
	25H1	26H1	yoy	25H1	26H1	yoy		
蜜雪集团	149	152	2.3%	26.9	23.0	-14.7%	收入、利润低于预期	归母净利润
古茗	57	75	32.0%	10.9	15.7	44.4%	收入符合预期、利润超预期	经调净利润
瑞幸咖啡	212	279	31.4%	20.8	24.4	17.5%	收入、利润超预期	经调净利润
沪上阿姨	18	26	42.4%	2.4	3.5	41.6%	收入、利润超预期	经调净利润
茶百道	25	27	6.2%	3.4	3.5	2.3%	收入、利润符合预期	经调净利润
霸王茶姬	67	70	3.5%	13	10	-23.8%	收入、利润符合预期	经调净利润
奈雪的茶	22	19	-13.1%	-1.2	-1.0		收入、利润低于预期	经调净利润

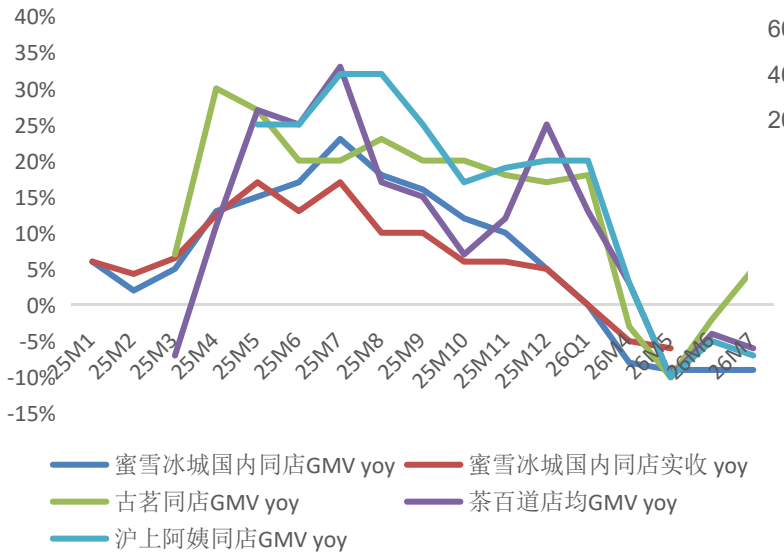
资料来源：各公司公告，天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

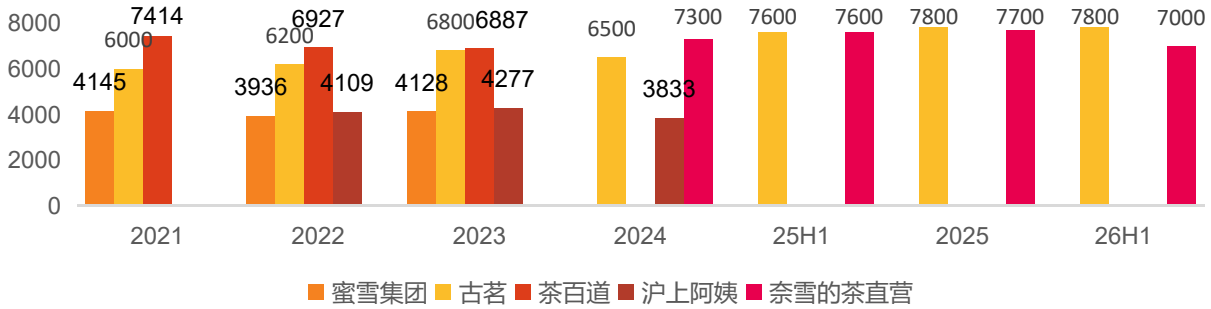
现制饮品：同店端26Q1超预期、26Q2符合预期，展望26H2同店有望企稳转正

- **行业同店趋势：**2月千问补贴及春节旺季销售表现较好，26Q1同店增速超预期部分品牌同比增长双位数%；5月进入同店高基数期，26Q2同店普遍降幅个位数%符合预期，降幅可控。
- **品牌同店表现：**古茗26H1单店日均GMV达7800元、同比增长约3.4%（Q1增长、Q2下滑），瑞幸咖啡26Q1/Q2直营店同店销售额yoy分别为-0.1%/-5.3%，沪上阿姨26H1同店同比+单位数%（Q1增长、Q2下滑），茶百道26H1同店+低~中单位数%（Q1增长、Q2下滑），奈雪的茶直营门店单店日均销售额7000元、同比下滑7.6%。
- **7-8月跟踪：**7-8月仍未同店高基数期，但终端经营已逐渐企稳，预计各品牌逐渐将迎来同店转正。**古茗7-8月同店同比增长（领先同行转正），霸王茶姬预计8月同店转正**，沪上阿姨、茶百道均观察到7-8月门店经营较Q2改善。

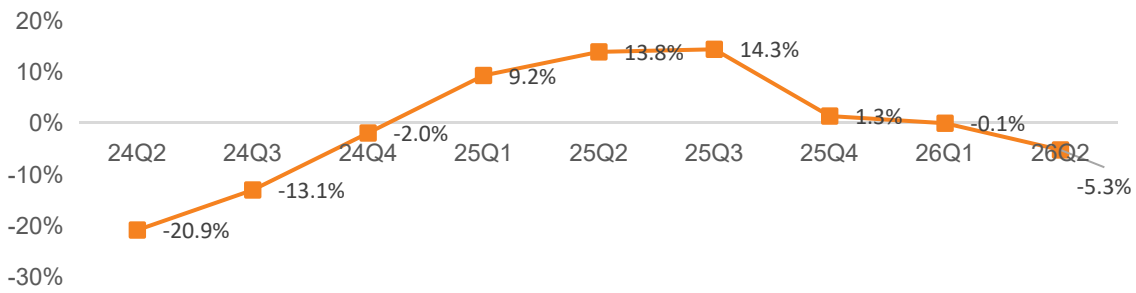
图：现制茶饮品牌月度同店yoy趋势



图：现制茶饮品牌单店日均销售额（元）



图：瑞幸咖啡直营店同店销售额yoy



资料来源：各公司公告，天风证券研究所

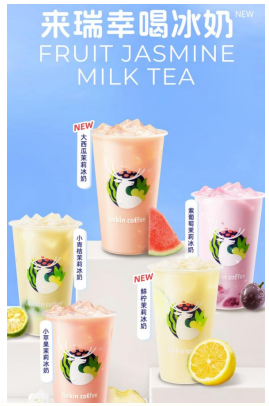
仅供内部参考，请勿外传！

现制饮品：茶咖融合趋势增强，拓品类对同店形成主要贡献

- **古茗：26H1咖啡覆盖率、杯占比继续提升，推出具备品牌特点的原创咖啡新品。**截至26H1末，超过13500家门店已配备咖啡机（门店覆盖率达94%），2025年9-10月咖啡杯量起量，到25年末咖啡杯量单店日均70-80杯（占比15-20%），26H1末咖啡日均单店杯量大约100杯占比达20%+（目标1-2年提升至25-30%）。咖啡有效带来新客，26H1咖啡新客占比50%+且老客复购明显提升。26Q1推出的柑橘系列咖啡苦尽柑来拿铁火爆，26Q2继续推出有米系列咖啡，彰显古茗研发能力和产品独特性。咖啡目前门店利润率提升明显。
- **瑞幸咖啡：丰富非咖啡品类，以更好的满足消费者在不同场景的多元化口味和体验需求。**在非咖啡方面，推出了冰茶、抹茶、奶茶、果蔬茶等多款新品，持续拓宽休闲场景和时段的饮品选择。随着产品矩阵的不断丰富，2025年非咖啡饮品的杯量占比20%+，26H1非咖饮品杯量占比25%+预计至年末继续提升。26H1水果冰茶冰奶系列获得好评，采用果汁+部分鲜果调配，冰茶冰奶系列SKU快速扩充。
- **蜜雪集团：26H1推进蜜雪冰城主品牌咖啡升级、幸运咖产品升级。**26H1蜜雪冰城将传统的鲜萃咖啡升级为了现磨咖啡，超过3000家门店配备全自动咖啡机。幸运咖品牌，围绕鲜豆、鲜奶、鲜果，现场制作稳步推进产品升级，26H1推动60天短保咖啡豆和低温冷鲜奶的切换，同时基于地域特色和季节性的鲜果推出了多款果咖新品，比如像冰椰系列、杨梅系列、小幸运系列等。
- **茶百道：26H1咖啡推进超预期。**26H1已完成超2700家门店铺设咖啡机（覆盖率30%+），目前铺设的门店咖啡单店日均杯量大约50杯、占比10%+，预计稳定期咖啡杯量占比预期提升到15%。
- **沪上阿姨：26H1咖啡推进顺利。**25H2大力布局咖啡业务，在沪上阿姨门店上线咖啡产品推进设备升级，截至26H1末有超过9000家门店配备了升级的咖啡机（覆盖度68%+），咖啡杯占比稳定在10%+，26年咖啡占比目标15%+、中期提升至15%-20%。











资料来源：各公司公告，天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

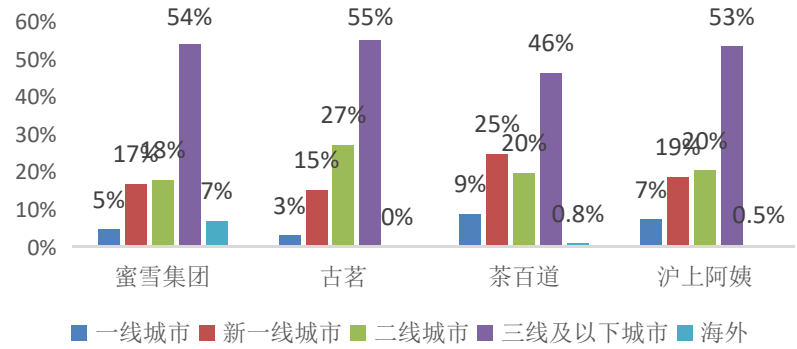
现制饮品：26H1瑞幸咖啡、沪上阿姨保持高开店增速，古茗开店略放缓

- **开店情况：现制饮品行业龙头保持开店增长，行业集中度预计进一步提升。**在港美股上市的五家现制饮品公司中，瑞幸咖啡、沪上阿姨、古茗开店增速最高分别达到39%/39%/28%，且蜜雪、古茗保持较低的加盟店闭店率，沪上闭店率改善。各品牌加盟商平均店数维持稳定。我们认为，随茶饮行业逐步向下沉市场渗透，头部茶饮品牌在连锁化、规模化方面具备优势，预计开店空间仍较大，看好茶饮行业集中度进一步提升的趋势。
- **门店分布：蜜雪、古茗、沪上超50%门店在国内二线及以下市场，蜜雪出海领先、茶百道&沪上已布局海外市场。**

表：26H1现制饮品公司开店情况（家）

公司	25年初门店数	25H1末门店数	25年净开	25年yoy	25年末门店数	26H1净开	26H1yoy	26H1末门店数
蜜雪集团	46479	59823	13344	29%	59823	4164	7%	63987
瑞幸咖啡	22340	26206	8708	39%	31048	5262	39%	36310
古茗	9914	11179	3640	37%	13554	797	28%	14351
沪上阿姨	9176	9436	2273	25%	11449	1706	39%	13155
茶百道	8395	8444	264	3%	8659	204	5%	8863
霸王茶姬	6440	7038	1013	16%	7453	186	9%	7639
奈雪的茶	1798	1638	-152	-8%	1646	39	3%	1685

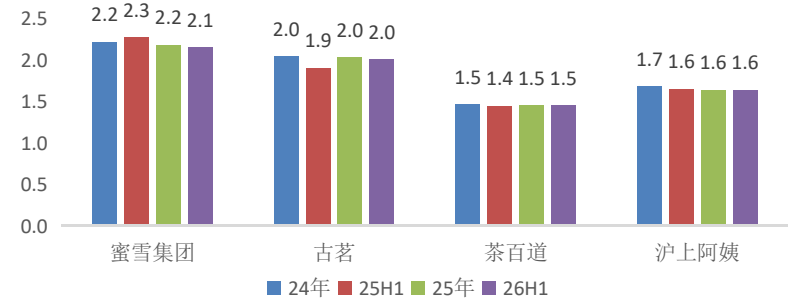
图：26H1现制茶饮品牌门店分布



表：26H1现制饮品公司加盟店开关店情况（家）

公司	25年闭店率	25H1末加盟门店数	25年末加盟门店数	26H1新开	26H1关店	26H1净开	26H1yoy	26H1闭店率	26H1末加盟门店数
蜜雪集团	4%	52996	59785	5455	1289	4166	21%	2%	63951
古茗	5%	11179	13554	1318	521	797	28%	4%	14351
茶百道	11%	8430	8608	669	499	170	4%	6%	8778
沪上阿姨	12%	9412	11423	2253	556	1697	39%	4%	13120

图：26H1现制茶饮品牌单加盟商门店数（家）



资料来源：各公司公告，天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

现制饮品：开店展望——头部茶饮品牌依然具备开店潜力

- 从年初到年中来看，由于现制茶饮终端同店表现并不强，加盟商开店积极性整体偏弱，蜜雪、古茗较年初调整了开店指引，但瑞幸上调开店指引（直营店占6成以上）。
- 蜜雪：将蜜雪冰城国内开店预计下修约2000家，幸运咖下修1000-2000家。
- 古茗：净开店目标下修约1500家，主要系老市场新开店放缓以调整门店为主。
- 瑞幸：上修开店目标3000家，加速占领优势点位。存量/新开店中6成+为直营，为开店基础。

26年现制茶饮品牌拓店计划

		年初规划	最新规划	
蜜雪集团	蜜雪冰城国内	净+5000~6000家	净+3000~4000家	集团预计净+低~中双位数%
	幸运咖	净+3000~4000家	净+1000~2000家	
	蜜雪冰城海外	净+1000家以上	净+1000家以上	
古茗		净+3500家（上下500家波动），对应增速为27%	净+中枢2000家（下限1700-1800家，上限2400-2500家），对应增速为15%	
瑞幸咖啡		目标3.7万家（净+约6000家、增速19%）	目标4.0万家（净+约9000家、增速29%）	
茶百道		净增店超25年，预计净+中~高单位数%（新开1100家左右）		
沪上阿姨	沪上主品牌	新开2000-3000家		集团预计净+30%
	茶瀑布	新开1000-2000家		

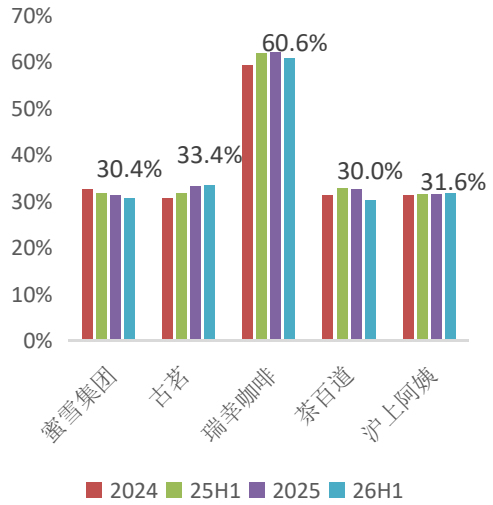
资料来源：公司&渠道调研，天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

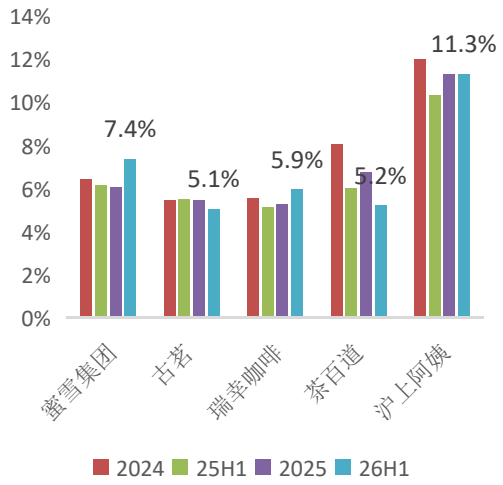
现制饮品：整体利润率略承压，古茗毛利率利润率持续提升

- **毛利率：**26H1，古茗/沪上阿姨毛利率分别同比+1.8pct/+0.2pct，随着收入增长毛利率在规模效益下实现优化，且古茗25H1销售集中咖啡机拖累了整体毛利率。蜜雪集团/瑞幸咖啡/茶百道毛利率同比-1.2/-1.0/-2.6pct。蜜雪毛利率降低主要系真鲜纯升级导致原材料成本提升，茶百道毛利率提升主要系咖啡推广阶段毛利率偏低，瑞幸毛利率受加盟收入增长的机构性影响。
- **销售&管理费用率：**26H1，蜜雪集团、古茗、茶百道、销售费用率同比有优化、蜜雪集团、瑞幸咖啡、沪上阿姨销售费用率同比小幅提升，管理费用率四家公司均有优化。
- **利润率：**26H1，仅古茗经调整净利率同比+1.8pct，蜜雪集团净利率同比-3.0pct（主要受毛利率同比下滑的影响），瑞幸咖啡经调整净利率同比-1.0pct（主要系运费成本增加），茶百道/沪上阿姨经调整净利率同比-0.5pct/-0.1pct相对稳定。
- **毛利率展望：**蜜雪集团26年毛利率同比略降，古茗/沪上阿姨26年毛利率预期同比稳定。

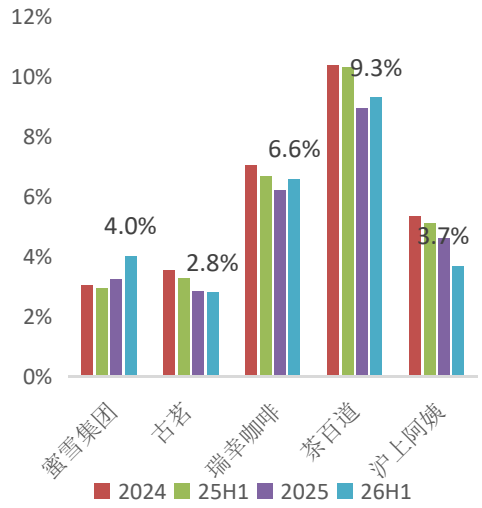
图：现制饮品品牌毛利率



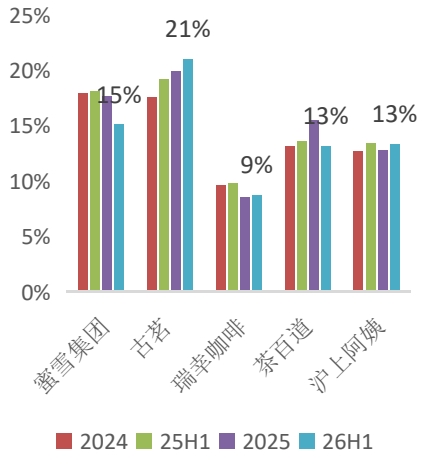
图：现制饮品品牌销售费用率



图：现制饮品品牌管理费用率



图：现制饮品品牌利润率



主：古茗、瑞幸咖啡、茶百道、沪上阿姨净利润口径为经调整净利润

资料来源：天风证券研究所；注：瑞幸咖啡年度GMVyoy为直营同店yoy口径

仅供内部参考，请勿外传！

酒店板块：2026年酒店市场或将稳步筑底

- 酒店市场2026H1的修复与去年第四季度相似，依然由价格主导，房价修复强度明显领先于需求端。根据STR的数据显示，2026H1的RevPAR同比提升2%，主要由ADR的提升贡献，市场对房价的调整意愿，已经先于大规模需求反弹。

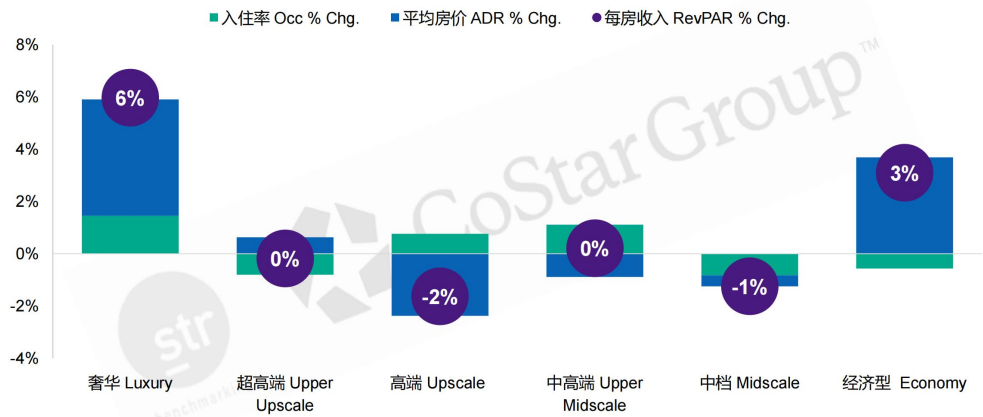
- 奢华酒店及经济型酒店的恢复情况优于其他类型酒店，有一定的消费分级的表现。整体来看，当前酒店市场的表现并非快速反弹，更接近于底部逐步确认、修复节奏循序推进的过程。

图：26H1中国内地酒店市场RevPAR实现正增长



中国内地，主要经营业绩指标指数，基于2025年同期，年累计截至2026年6月
Chinese Mainland, Occupancy, ADR & RevPAR indexed to 2025, YTD June 2026

图：高级别酒店每房收入表现优于其他级别



中国内地各档次酒店，主要经营业绩指标同比变化率，年累计截至2026年6月
Chinese Mainland, KPI % Chg. YoY by Class, YTD June 2026

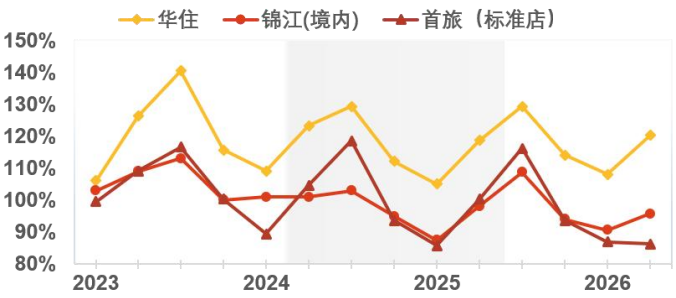
资料来源：同花顺iFind，天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

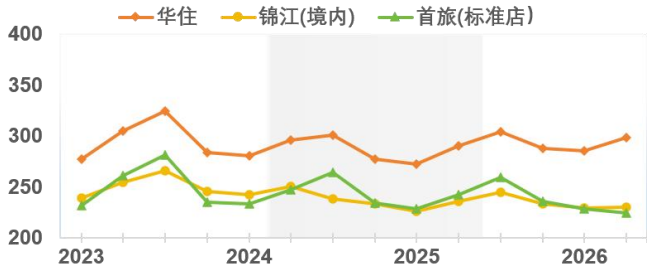
酒店板块：2026年酒店市场或将稳步筑底

- **RevPAR总体表现，三大酒店集团延续分化**：1）华住：26Q2 恢复度约 120%，自 2023 年以来每个季度相对 2019 年的恢复情况均好于锦江及首旅，且是三家中唯一 RevPAR 同比正增长的集团。2）锦江：26Q2 恢复度约 97%，较 25Q2 的约 100% 有所回落。3）首旅：26Q2 恢复度约 90%，复苏动能依然较弱。
- **驱动因素拆解**：26Q1 的"价格筑底"在 26Q2 出现反复，分化从"复苏程度"延伸到"定价能力"：**1）ADR——仅华住延续上行**：华住：Alpha 属性持续兑现。26Q2 ADR 298 元，同比 +2.6%，连续四个季度正增长，产品升级与收益管理优化驱动价格牵引延续。锦江：再度承压。26Q2 ADR 229.86 元，同比 -2.6%。首旅：基本持平。26Q2 ADR 224 元，同比 -0.2%。**2）OCC——走势镜像分化**：锦江：以价换量。ADR 下行的同时，26Q2 OCC 65.53%，同比 +0.17pct，靠入住率对冲价格压力。华住：在 ADR 明显增长的同时，OCC 79.8% 同比 -1.2pct，属于主动提价下的可接受回落。首旅：OCC 63.4%，同比 -0.5pct。
- **展望 26 年趋势：分化大概率延续：1）趋势一**：分化延续，龙头逆势上调指引。26Q2 华住在行业承压下仍维持全年 RevPAR 微增目标，并上调全年收入增速指引至 +4%~8%；而锦江和锦江 26Q2 RevPAR 略有压力。**2）趋势二**：旺季修复逻辑仍在，但斜率待验证。7-8 月受油价高位、极端天气、世界杯及假期错位影响，行业 RevPAR 同比约 -3%（STR 数据）。休闲旅游需求韧性仍在，但商务需求疲软继续压制平淡季表现，Q4 还面临高基数压力——26 年大概率继续复制 25 年"淡季更淡、旺季修复"的节奏。

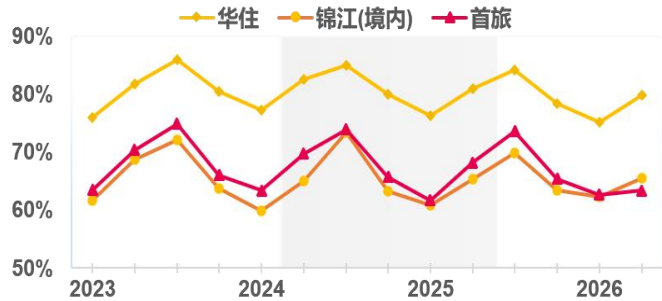
图：2023Q1-2026Q2境内RevPAR恢复度较19年同期



图：23Q1-26Q2 ADR（元）



图：23Q1-26Q2境内OCC



资料来源：同花顺iFind，天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

酒店个股：华住集团、首旅酒店、锦江酒店

- **锦江酒店：**锦江酒店按照“市场化改革、国际化发展、系统化治理、数字化转型、人本化管理”的工作方向，统筹实施全球酒店产业整合，持续提高自主创新能力，未来发展可期。预计2026-2027年归母净利润分别为11.6、13.7亿元，对应当前股价PE分别为18、15倍。
- **首旅酒店：**首旅酒店坚持存量酒店“常用常新”理念，持续升级改造并适时推出新产品及迭代产品，同时持续强化一体化采购供应链，以保障各品牌产品一致性。预计公司未来将继续坚定产品为王战略，提高自身核心竞争力。预计2026-2027年归母净利润分别为9.4、10.5亿元，对应当前股价PE分别为15、13倍。
- **华住集团：**华住依托轻资产模式实现的强劲网络扩张，以及同比明显提升的平均可出租客房收入，未来有望实现高质量的网络增长和市场份额的提升。预计2026-2027年归母净利润分别为53.8、60.9亿元，对应当前股价PE分别为17、15倍。

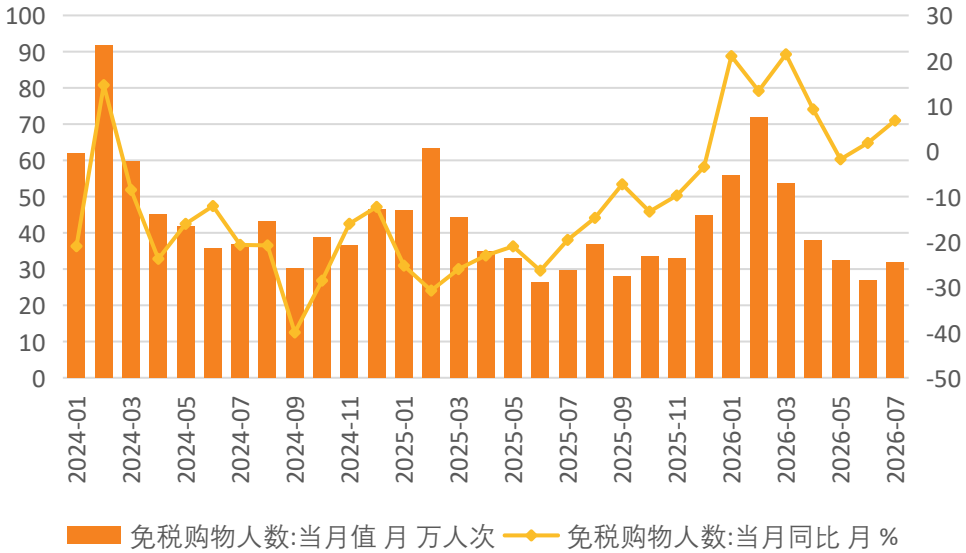
锦江酒店	26Q2：营业收入36.81亿元/yoy+2.67%，归母净利润4.08亿元/yoy+21.98%，扣非净利润4.41亿元/yoy+15.37%，利润端延续高增。	26Q2业绩增长主要系公司在低基数叠加降本增效红利持续释放，境内酒店量价企稳、境外减亏，改革逻辑持续兑现。
首旅酒店	26Q2：营业收入18.03亿元/yoy-4.89%，归母净利润2.72亿元/yoy+6.75%，扣非净利润2.24亿元/yoy-1.05%。	26Q2归母净利润增长受益于特许酒店规模持续增长及CRS渠道预订贡献提升，扣非基本持平主要系去年同期基数较高。
华住集团	26Q2营收71.2亿元/yoy+10.8%，归母净利润15.8亿元/yoy+2.1%，经调整EBITDA 27.3亿元/yoy+20.0%。	26Q2主要受加盟收入高增驱动，公司持续保持轻资产扩展战略。

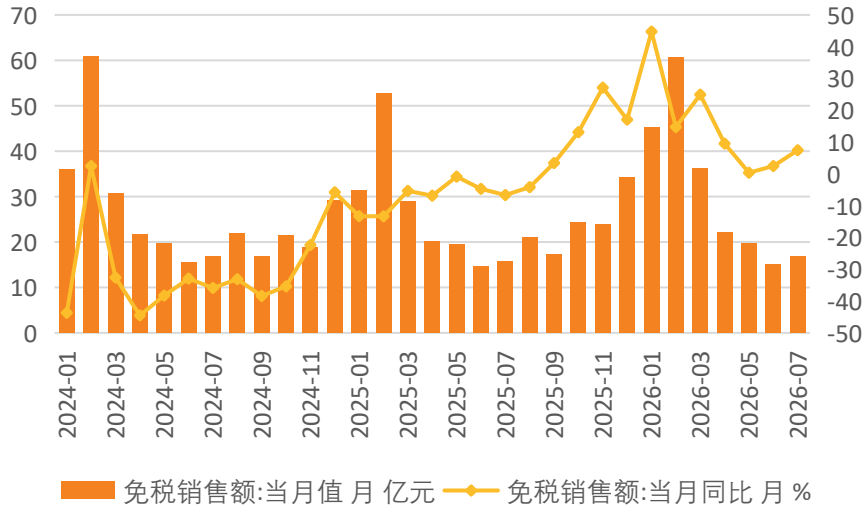
资料来源：同花顺iFind，天风证券研究所

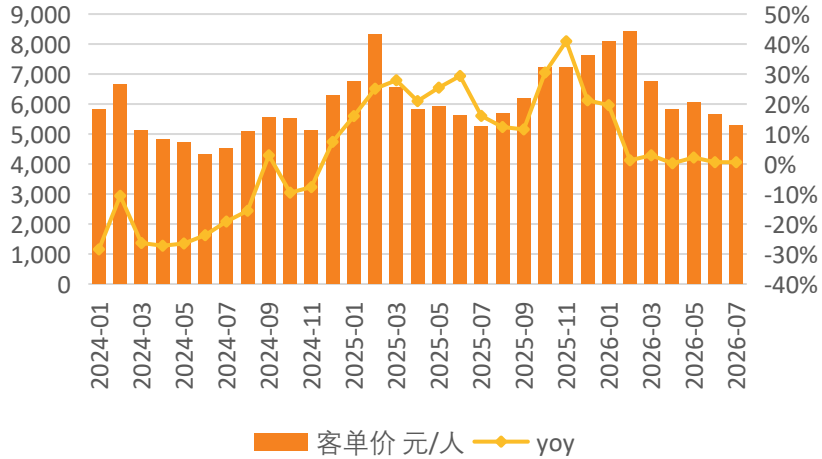
仅供内部参考，请勿外传！

免税行业：离岛免税销售额仍保持上涨势头

- 海南离岛免税：自25年9月销售额同比增速转正后，26年以来同比仍保持上涨趋势。2025年9月海南离岛免税购物金额同比增长3%，为近19个月以来首次转正，10月增速提升至13%，此后每月均维持正增长。
- 全岛封关之后，离岛免税正加快成为拉动海南消费增长的重要引擎，助力消费回流持续升温。2026年上半年，海南“文旅赛事+会展节庆+免税购物”的融合发展模式，进一步拓宽了免税市场国内、国际客源渠道。







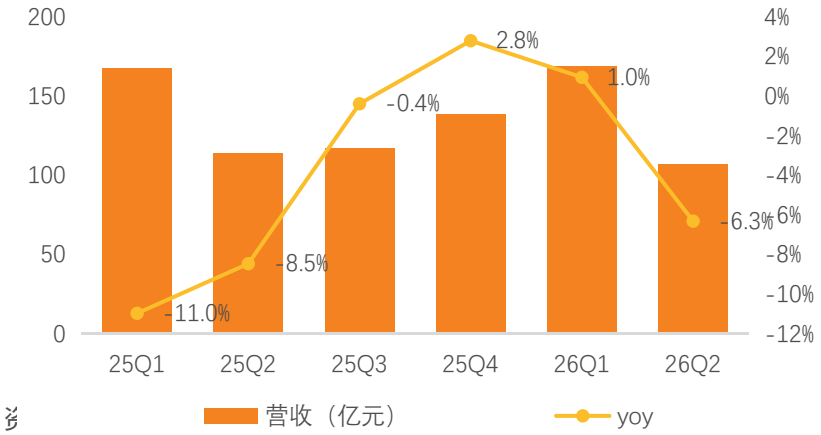
资料来源：Wind、天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

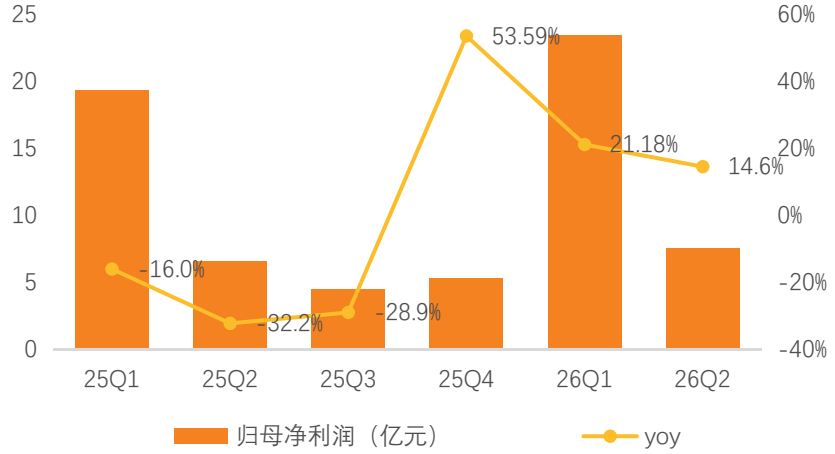
免税个股：中国中免——免税龙头受益于政策红利，业绩端持续优化

- **政策拉动效应显现，数据表现亮眼。**公司业绩在封关政策催化下，已有显著改善，公司归母净利润增速自25Q4开始转正，2026Q2营收106.9亿元、同比增长1.0%，归母净利润7.6亿元、同比增长14.6%，扣非归母净利润7.4亿元、同比增长12.6%。
- **收购DFS大中华区业务，积极出海开拓新增长曲线。**2026年3月，公司全资孙公司中免国际以2.94亿美元收购DFS Cotai Limitada （DFS澳门地区业务）100%股权、DFS香港铜锣湾门店的相关资产，以及DFS大中华区无形资产（包括品牌所有权、会员体系、知识产权等）。
- **深化运营会员体系。**截止2026年7月，中免会员数量已经突破6200万人。公司持续加强数字化建设，以星云项目数据赋能线上平台推荐算法优化，并构建客户动态行为追踪与客户分群体系，为精准营销提供数据支撑。
- 我们认为，公司作为免税龙头受益于政策红利，离岛、口岸、市内免税等多方面存在修复及成长空间。品牌、供应链、渠道端优势持续加强，业绩弹性有望释放。预计26-28年归母净利润51.3/60.4/69.7亿元，对应PE为22/18/16X。

图：中国中免营收及增速



图：中国中免分季度归母净利润及增速



仅供内部参考，请勿外传！

旅游景区板块：国内旅游市场维持增长，韧性较强

- 旅游消费具有悦己消费的属性，疫情后保持较快增速。2026年上半年，国内居民出游花费3.21万亿元，增速2.0%，主要驱动力为旅游人次增长；出游人次34.63亿，同比增长5.4%，而人均旅游消费数据略有承压。

- 节假日增加有望刺激大众旅游消费。自2025年起国内法定节假日从11天增加至13天（春节、劳动节各增加1天）.《旅游强国建设“十五五”规划》中提及落实职工带薪休假制度，鼓励弹性错峰休假。支持有条件地区推广中小学春秋假。

- 出入境潜力。①出境：2024年国内出境旅游人次达1.4亿，同比增长45%，已恢复至2019年的86%。出境以近程目的地为主，东南亚、东北亚等周边区域保持高热度，热门目的地占比：中国港澳台地区（30%）、东南亚（15%）、日韩（11%）、北美（9%）、欧洲（7%）。②入境：2024年国内入境接待人次达1.3亿，同比增长61%，已达到2019年的91%。随着入境旅游签证、支付、住宿等便利化政策红利不断释放，25H1/25Q3免签入境外国人次同比增长54%/48%。

长白山	26Q2营业收入1.21亿元/yoy+13.4%，归母净利润-683万元（上年同期-644万元），扣非归母净利润-750万元（上年同期-663万元），淡季季度维持小幅亏损。	26Q2营收增长主因冰雪旅游热度持续，叠加沈白高铁、G331等重大交通基础2设施开通带动景区游客接待量同比显著提升
三峡旅游	26Q2营业收入2.6亿元/yoy+16.9%，归母净利润0.65亿元/+39.2%，扣非归母净利润0.60亿元/+36.0%。	26Q2业绩加速且为历史同期新高弹性，主因揽月号4-6月投运贡献增量（省际游轮H1营收3224.8万元）。
九华旅游	26Q2营收2.65亿元/yoy+6.52%，归母净利润0.82亿元/yoy+12.87%，扣非归母净利润0.81亿元/yoy+13.52%。	26Q2收入稳健增长，主因客流稳健增长。

资料来源：同花顺iFind，天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

体育行业：政策导向清晰，行业规模提升有望提速

- 国务院印发的《全民健身计划（2021—2025年）》规划2025年中国体育产业规模达到5万亿元，产业增加值占国内生产总值比重达到2%。2024年全国体育产业总规模达3.8万亿元，产业增加值占国内生产总值比重为1.19%，2025年为政策规划的收官之年，对比十四五规划目标还有较大增长空间。
- 2026年7月22日，经国务院批复同意，体育总局印发《体育强国建设"十五五"规划》（体发字〔2026〕1号）——首个以体育强国为主题的国家级专项规划，锚定2030年5项指标：人均体育场地面积4平方米左右、经常锻炼人数比例40%左右、国民体质优良率31.1%、世界冠军数量位居前列、体育产业总规模突破7万亿元。以官方最新2024年总规模3.84万亿元为基数，到2030年7万亿元，2024—2030年CAGR约10.5%。

久事动娱	26Q2营业收入1.21亿元/yoy+13.4%，归母净利润-683万元（上年同期-644万元），扣非归母净利润-750万元（上年同期-663万元），淡季季度维持小幅亏损。	26Q2营收增长主因冰雪旅游热度持续，叠加沈白高铁、G331等重大交通基础2设施开通带动景区游客接待量同比显著提升
力盛体育	26Q2：营业收入12.08亿元/yoy-19.71%，归母净利润8384.28万元/+279.99%，扣非归母净利润-6726.35万元/同比-14.66%。	26Q2单季归母高增主要由退租补偿等非经常性损益驱动，扣非口径主业仍处亏损，文体旅资产并表后的盈利兑现尚待下半年赛事旺季验证。

资料来源：同花顺iFind，天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

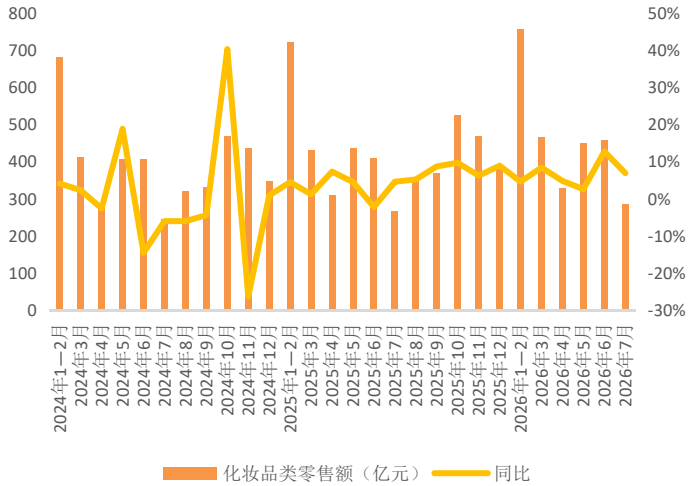
2
美护潮玩板块

仅供内部参考，请勿外传！

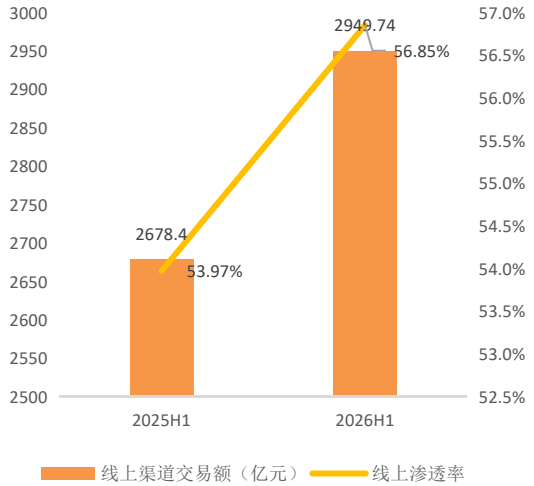
美护：大盘温和增长，结构性机会凸显

- **需求端：化妆品消费表现优于社零，需求韧性仍在。**2026H1限额以上单位化妆品类零售额约2,445亿元，同比增长6.3%，高于同期社零约1.3%的增速，美妆护肤消费仍具较强韧性。当前行业需求并未明显收缩，但增长动力转向功效升级、细分人群需求及新品类渗透，结构性机会的重要性持续提升。
- **渠道端：线上依然为核心增量，渠道分化进一步加深。**2026H1线上化妆品市场规模接近3,000亿元，同比增长超过10%，线上渗透率提升至接近57%；同期线下市场同比约下降2%，线上仍是行业主要增量来源。随着内容电商、短视频平台持续承接消费需求，品牌增长越来越需要重视线上运营效率与全渠道协同能力。
- **竞争格局：国货份额持续提升，品牌竞争更加分散。**2026H1国货品牌同比增长7.89%，高于行业整体4.56%和外资品牌1.21%，市场份额由2023年的52.82%升至2025年的57.37%。行业集中度阶段性回落，CR5由2025年的9.39%降至2026H1的8.15%，CR10、CR20分别降至12.53%和21.26%，中腰部及新锐品牌持续获取增量。

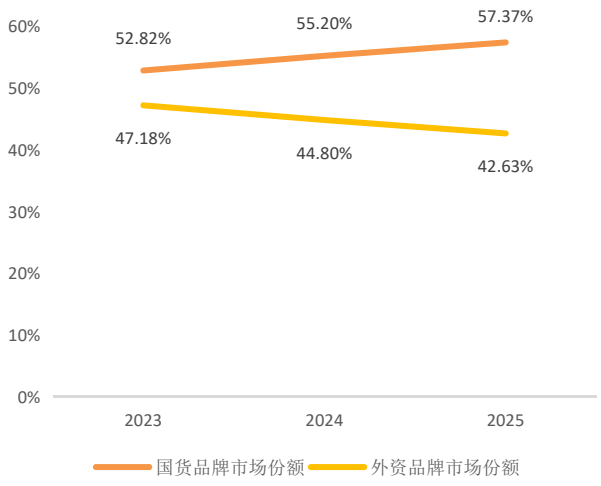
图：化妆品类零售额及其增速



图：线上渠道交易额及渗透率



图：国货品牌与国际品牌市场份额



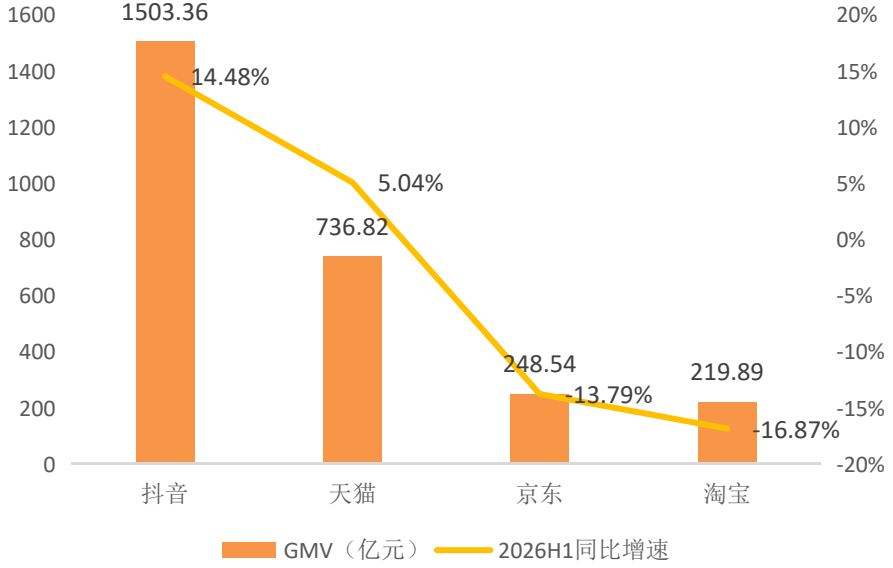
资料来源：国家统计局、青眼情报公众号、新华网，天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

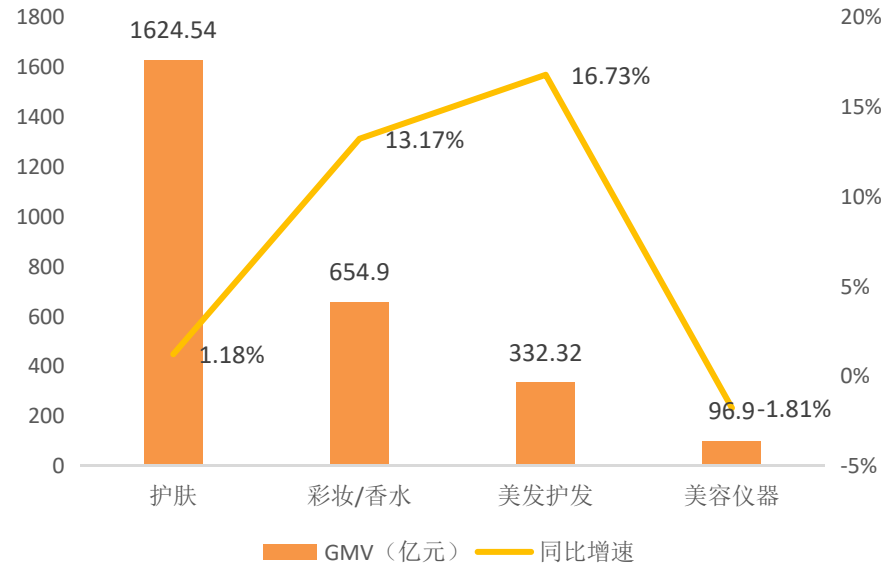
美护：平台分化进一步加深，渠道竞争转向运营效率

- **平台格局：“抖音+天猫”双核心进一步强化。**2026H1抖音美妆GMV约1,503亿元/同比+14.5%，占四大平台约55.5%，仍为最大线上渠道；天猫GMV约737亿元/同比+5.0%，恢复增长。两者合计占比约83%，同期京东、淘宝分别同比-13.8%/-16.9%，线上渠道进一步向抖音与天猫集中。
- **品类分化：护肤进入存量竞争，彩妆与洗护更受益于内容电商。**2026H1线上护肤GMV约1,625亿元/同比+1.2%，增速趋缓；彩妆/香水约655亿元/同比+13.2%，其中抖音贡献近六成；美发护发约332亿元/同比+16.7%，抖音渠道同比增长约39%。整体看，彩妆、洗护仍受益于内容电商驱动，增速相对更快。
- **增长驱动：流量红利弱化，新品、内容与投放效率成为增长关键。**2026年618期间，淘天美容护理销售额同比+4.0%，抖音化妆品同比+16.7%；天猫TOP100单品中新品占比约1/3，抖音美妆品牌新品数量同比+144%。流量红利趋弱后，新品、内容及投流效率正成为渠道增长关键。

图：2026H1各平台化妆品GMV及其增速



图：2026H1各品类GMV及其增速



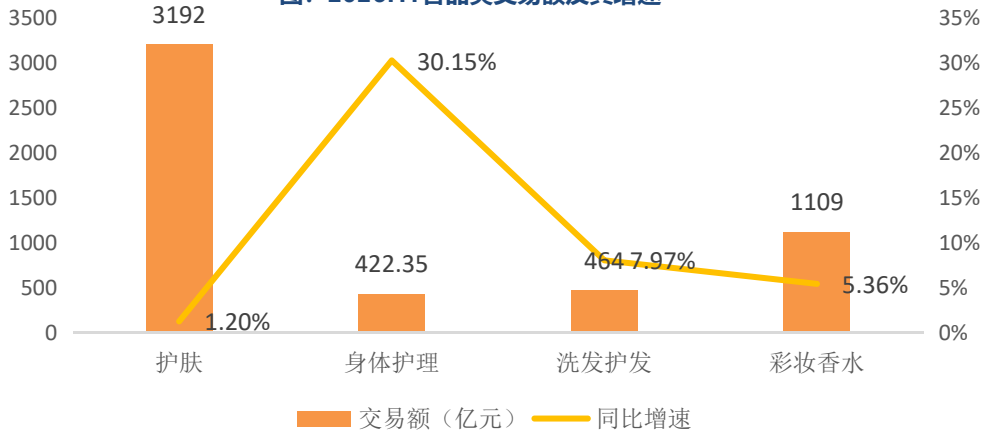
资料来源：化妆品观察公众号，天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

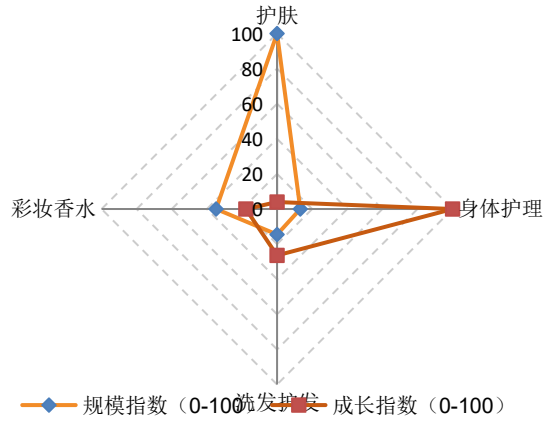
美护：大品类趋于成熟，细分需求成为增长新引擎

- **护肤：大盘基本稳定，增长由规模扩张转向功效升级。**护肤市场规模约3192亿元，增速已回落至低个位数，行业进入成熟期。未来增长可能更多来自抗老、敏感肌、美白、修护及高端功效护肤等细分方向，竞争逻辑也由成分营销转向配方、功效验证与品牌力的综合比拼。
- **身体护理：场景持续细分，成为增长较快的品类之一。**身体护理市场规模约422亿元，同比增长约30%。随着护肤习惯由面部向全身延伸，需求正由基础清洁向保湿、防晒、美白、抗老、修护及香氛护理等多元场景升级，使用频次和品类渗透率仍具提升空间。
- **洗护：从“清洁头发”向“头皮健康管理”升级。**洗发护发市场同比增长约8%，增量主要来自控油、防脱、去屑、敏感头皮及头皮抗老等功效需求。消费逻辑正由基础清洁向头皮健康管理升级，品牌布局也由单一洗发水向洗护+精华+头皮护理的完整产品矩阵延伸。
- **彩妆香水：整体温和增长，高端化与体验消费仍具韧性。**彩妆香水市场同比增长约5%，整体保持温和增长，竞争重点由颜色和SKU数量转向妆效、肤感、设计审美与品牌价值。其中，底妆、高端彩妆、国货彩妆及香水香氛仍具结构性机会，且较强的体验属性有望强化线上种草与线下转化协同。

图：2026H1各品类交易额及其增速



图：分品类规模指数与成长指数



资料来源：青眼情报《2026H1中国化妆品行业洞察报告》，天风证券研究所；注：规模指数和成长指数均为相对指数，分别以护肤规模（3,192亿元）和身体护理增速（+30.15%）为基准100，其他品类按“品类值÷基准值×100”计算。

仅供内部参考，请勿外传！

美护：销售投放加码，盈利能力表现分化

- **销售费用投放加码：**13家美护行业品牌商26H1营收332.5亿元，同比+3.4%；销售费用167.0亿元，同比+11.5%，销售费用率由46.6%升至50.2%，收入增长明显慢于费用投放。个股分化明显，贝泰妮营收+9.3%，销售费用率-3.6pp、毛销差+2.3pp；上美股份营收-8.6%，销售费用率+9.2pp、归母净利润-79.4%。
- **毛利率整体存在回升：**整体毛利率较25H1提升0.7pp，但公司间存在风化。福瑞达毛利率由52.3%升至57.2%，提升4.8pp；上海家化由63.4%升至66.3%，提升3.0pp；水羊股份由64.6%升至67.3%，提升2.7pp。
- **公司间盈利能力存在分化：**贝泰妮、润本股份营收分别增长9.3%/17.7%，毛销差分别扩大2.3pp/0.4pp，扣非归母净利润分别增长34.8%/22.6%；巨子生物、上美股份营收分别下降6.3%/8.6%，毛销差分别收窄11.6pp/8.0pp，其中上美股份归母净利润下降79.4%。

表：主要化妆品品牌商毛利率

公司	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	25A	26Q1	26Q2	25H1	25H2	26H1
珀莱雅	72.8%	73.8%	74.7%	72.4%	73.3%	74.5%	74.2%	73.4%	73.1%	74.3%
贝泰妮	77.5%	75.0%	70.7%	74.7%	74.5%	73.3%	75.6%	76.0%	73.2%	74.6%
水羊股份	63.8%	65.3%	69.8%	64.5%	65.5%	65.0%	69.3%	64.6%	66.5%	67.3%
敷尔佳	83.0%	80.6%	80.4%	77.8%	80.1%	77.2%	76.6%	81.5%	78.9%	76.9%
福瑞达	51.3%	53.4%	49.5%	55.9%	52.8%	56.0%	58.3%	52.3%	53.2%	57.2%
上海家化	63.4%	63.3%	61.5%	61.8%	62.6%	65.8%	66.8%	63.4%	61.6%	66.3%
润本股份	57.7%	58.1%	59.0%	58.5%	58.3%	59.1%	61.0%	58.0%	58.7%	60.5%
丸美生物	76.1%	73.3%	75.7%	72.8%	74.3%	73.8%	73.5%	74.6%	74.0%	73.6%
华熙生物	72.2%	69.9%	69.9%	69.2%	70.3%	67.8%	68.0%	71.0%	69.6%	67.9%
林清轩					82.0%			82.4%	81.7%	81.6%
毛戈平					84.2%			84.2%	84.3%	84.8%
巨子生物					80.3%			81.7%	78.6%	79.5%
上美股份					76.4%			75.5%	77.2%	76.7%

表：主要化妆品品牌商销售费用率

公司	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	25A	26Q1	26Q2	25H1	25H2	26H1
珀莱雅	45.6%	52.7%	49.9%	49.6%	49.6%	50.8%	54.9%	49.6%	49.7%	53.1%
贝泰妮	56.0%	52.9%	50.6%	44.2%	49.9%	53.0%	48.6%	54.2%	46.6%	50.5%
水羊股份	49.6%	48.5%	54.7%	54.8%	51.8%	51.0%	54.7%	48.9%	54.8%	52.9%
敷尔佳	52.9%	46.4%	46.3%	49.3%	48.3%	45.6%	53.9%	48.7%	48.0%	49.9%
福瑞达	35.5%	36.5%	37.3%	40.0%	37.4%	43.1%	42.9%	36.0%	38.8%	43.0%
上海家化	40.4%	47.1%	49.9%	56.6%	48.0%	42.0%	51.9%	43.8%	53.1%	47.2%
润本股份	31.5%	29.8%	29.1%	37.6%	31.5%	32.1%	32.4%	30.3%	33.1%	32.3%
丸美生物	52.2%	60.7%	60.6%	63.6%	59.4%	53.8%	64.1%	56.6%	62.4%	58.6%
华熙生物	36.6%	35.0%	34.3%	38.4%	36.1%	31.8%	36.2%	35.7%	36.5%	34.1%
林清轩					57.0%			55.2%	58.4%	53.7%
毛戈平					48.3%			45.2%	51.5%	47.4%
巨子生物					37.3%			34.0%	41.5%	43.4%
上美股份					58.4%			56.9%	59.7%	66.1%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

美护：收入稳中有增，利润端存在分化

- **收入保持增长，费用投入压制盈利释放。**2026H1，品牌公司合计实现营收332.5亿元/同比+3.4%，归母净利润49.1亿元/同比基本持平。盈利方面，整体毛利率同比+0.7pct，其中上海家化、水羊股份、珀莱雅分别同比+2.95/+2.68/+0.94pct，主要受益于产品及品牌结构优化、降本增效；但整体销售费用率同比+3.6pct，高于毛利率改善幅度，带动毛销差同比-2.9pct、归母净利率同比-0.5pct，营销投入仍是当前盈利端的主要压力。
- **归母利润整体改善：**2026H1，品牌公司归母净利润同比+18.9%，整体利润表现改善；扣非归母净利润同比-1.7%，反映利润增长除经营贡献外，部分公司也受到投资收益等非经常性因素增厚。整体来看，板块利润端呈现改善趋势，不同公司盈利修复节奏有所分化。

表：主要化妆品品牌商营业收入（亿元）

公司	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	25A	26Q1	26Q2	25H1	25H2	26H1
珀莱雅	23.59	30.03	17.36	35.00	105.97	23.05	30.69	53.62	52.36	53.75
贝泰妮	9.49	14.23	10.92	18.94	53.59	11.18	14.74	23.72	29.87	25.92
水羊股份	10.85	14.14	9.09	15.68	49.77	11.98	13.12	25.00	24.78	25.10
敷尔佳	3.01	5.62	4.34	5.96	18.93	5.48	6.08	8.63	10.30	11.56
福瑞达	8.76	9.13	8.07	10.54	36.51	9.00	10.09	17.90	18.61	19.09
上海家化	17.04	17.75	14.83	13.56	63.17	17.95	19.96	34.78	28.39	37.91
润本股份	2.40	6.55	3.42	3.07	15.45	2.67	7.87	8.95	6.50	10.54
丸美生物	8.47	9.18	6.86	10.09	34.59	8.81	7.82	17.65	16.95	16.63
华熙生物	10.78	11.83	9.03	10.36	41.99	8.29	9.27	22.61	19.38	17.56
林清轩					24.50			10.52	13.98	15.00
毛戈平					50.50			25.88	24.62	32.67
巨子生物					55.19			31.13	24.06	29.18
上美股份					91.78			41.08	50.70	37.56

表：主要化妆品品牌商归母净利润（亿元）

公司	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	25A	26Q1	26Q2	25H1	25H2	26H1
珀莱雅	3.90	4.08	2.27	4.72	14.98	3.67	8.01	7.99	6.99	11.68
贝泰妮	0.28	2.18	0.25	2.34	5.06	0.66	2.26	2.47	2.59	2.92
水羊股份	0.42	0.81	0.13	0.12	1.48	0.35	0.52	1.23	0.25	0.87
敷尔佳	0.91	1.38	0.95	1.08	4.33	1.72	0.84	2.30	2.03	2.56
福瑞达	0.51	0.57	0.34	0.46	1.88	0.32	0.50	1.08	0.80	0.82
上海家化	2.17	0.49	1.40	-1.38	2.68	2.22	1.59	2.66	0.02	3.81
润本股份	0.44	1.43	0.79	0.48	3.15	0.53	1.72	1.88	1.27	2.25
丸美生物	1.35	0.39	0.69	0.03	2.47	1.01	0.54	1.74	0.73	1.55
华熙生物	1.02	1.19	0.32	0.40	2.92	0.65	0.88	2.21	0.71	1.53
林清轩					3.60			1.82	1.79	2.56
毛戈平					12.04			6.70	5.34	8.07
巨子生物					19.15			11.82	7.33	9.40
上美股份					11.03			5.24	5.78	1.08

资料来源：公司公告，天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

美护：收入稳中有增，利润端存在分化

- **品牌表现呈现梯度差异：**毛戈平营收达到3,195.5百万元，已接近珀莱雅主品牌的3,692百万元，同时仍保持26.8%的较快增长；林清轩营收达到1,499.7百万元，同比增长42.6%。珀莱雅、韩束和可复美营收分别为3,692百万元、2,661.4百万元和2,347百万元，但同比均有所下降；丸美主品牌和薇诺娜规模分别为1,270百万元和1,999.2百万元，同比仅增长1.6%和2.5%。毛戈平实现营收增长的同时，毛利率提升至85.3%，较25H1上升0.5个百分点；林清轩营收增长42.6%，但毛利率下降0.7个百分点；薇诺娜毛利率下降1.2个百分点，瑷科缦下降6.0个百分点。

表：主要化妆品品牌收入及其增速（百万元）

公司	品牌	2024H1		2024H2		2024A		2025H1		2025H2		2025A		2026H1	
		营收	营收同比	营收	营收同比	营收	营收同比	营收	营收同比	营收	营收同比	营收	营收同比	营收	营收同比
上美股份	韩束	2,926.5	184.7%	2,664.5	29.2%	5,591.0	80.9%	3,344.0	14.3%	4,015.6	50.7%	7,359.6	31.6%	2,661.4	(20.4%)
	一叶子	125.1	(38.6%)	104.2	(31.9%)	229.3	(35.7%)	88.8	(29.0%)						
	红色小象	174.1	(7.9%)	201.9	8.2%	376.0	0.1%	159.0	(8.7%)	138.8	(31.3%)	297.8	(20.8%)	112.7	(29.1%)
	newpage一页	161.2	173.2%	214.4	129.3%	375.6	146.3%	397.3	146.5%	482.3	125.0%	879.6	134.2%	635.2	59.9%
	安敏优											197.8		139.5	
	其他品牌	115.5	7.8%	105.1	(3.1%)	220.6	2.3%	118.9	2.9%			443.0		207.7	74.7%
巨子生物	可复美	2,070.9	68.6%	2,470.9	58.4%	4,541.8	62.9%	2,541.9	22.7%	1,928.1	(22.0%)	4,470.0	(1.6%)	2,347.0	(7.7%)
	可丽金	396.1	23.6%	444.4	50.1%	840.5	36.3%	502.7	26.9%	415.2	(6.6%)	917.9	9.2%	498.9	(0.8%)
	其他品牌	64.9	40.8%	73.2	28.2%	138.1	33.8%	58.1	(10.5%)	50.8	(30.6%)	108.9	(21.1%)	64.5	11.0%
珀莱雅	珀莱雅	3,981.0	37.7%	4,600.0	7.4%	8,581.0	19.6%	3,979.0	(0.1%)	3,710.0	(19.3%)	7,689.0	(10.4%)	3,692.0	(7.2%)
	彩棠	582.0	40.6%	609.0	3.7%	1,191.0	19.0%	705.0	21.1%	550.0	(9.7%)	1,255.0	5.4%	551.0	(21.9%)
	OR	138.0	41.9%	230.0	94.9%	368.0	71.1%	279.0	102.5%	465.0	102.2%	744.0	102.2%	477.0	70.8%
	悦芙媞	161.0	22.4%	171.0	-	332.0	9.4%	166.0	3.3%	205.0	19.9%	371.0	11.8%	175.0	5.0%
	原色波塔					114.0		97.0	80.2%	159.0		256.0	125.4%	313.0	222.2%
	惊时											96.0	441.7%	82.0	103.5%
	其他品牌	132.0	56.3%	48.0	(56.4%)	180.0	23.2%	130.0	66.0%	44.0	(8.3%)	174.0	6.8%	77.0	(13.6%)
丸美生物	丸美	930.0		1,125.0		2,055.0	31.7%	1,250.0	34.4%	1,297.0	15.3%	2,547.0	23.9%	1,270.0	1.6%
	恋火	417.0	35.8%	488.0	45.2%	905.0	40.7%	516.0	23.7%	390.0	(20.1%)	906.0	0.1%	388.0	(24.8%)
	其他	5.3		4.5		9.8	(56.8%)	3.2	(39.6%)	3.1	(30.2%)	6.3	(35.3%)	5.1	59.1%
贝泰妮	薇诺娜	2,388.8	5.7%	2,520.2	(14.0%)	4,909.0	(5.5%)	1,949.7	(18.4%)	2,481.9	(1.5%)	4,431.6	(9.7%)	1,999.2	2.5%
	薇诺娜宝贝	101.0	39.7%	99.5	28.7%	200.6	34.0%	109.8	8.6%	125.0	25.6%	234.7	17.0%	169.1	54.0%
	瑷科缦	26.5	65.0%	33.4	66.1%	59.9	65.6%	51.5	93.9%	77.4	131.9%	128.9	115.1%	75.1	46.0%
	姬芮	239.1		228.3		467.5	420.1%	211.6	(11.5%)	240.7	5.4%	452.3	(3.2%)	259.2	22.5%
	汨美	25.0		26.5		51.5	256.0%	23.8	(4.7%)	22.7	(14.2%)	46.6	(9.6%)	20.7	(12.9%)
	其他	24.2	26.0%	23.2	11.8%	47.4	18.6%	25.4	5.2%	39.1	68.4%	64.5	36.2%	68.3	168.5%
福瑞达	颐莲	447.0	14.0%	516.0	11.0%	963.0	12.4%	554.0	23.9%	489.0	(5.2%)	1,043.0	8.3%	644.0	16.2%
	瑷尔博士	645.0	7.9%	656.0	(12.5%)	1,301.0	(3.5%)	451.0	(30.1%)	496.0	(24.4%)	947.0	(27.2%)	422.0	(6.4%)
	珂谧											155.0		169.0	621.6%
林清轩	林清轩	530.4		679.2		1,209.6	50.3%	1,051.8	98.3%	1,397.8	105.8%	2,449.5	102.5%	1,499.7	42.6%
毛戈平	毛戈平	1,900.0	39.8%	1,833.0	28.8%	3,733.0	34.2%	2,520.9	32.7%	2,382.2	30.0%	4,903.1	31.3%	3,195.5	26.8%
若羽臣	Lycocelle 绽家					484.2	90.1%	443.5		625.7		1,069.2	120.8%	740.1	66.9%
	Finenutri 斐萃					12.1		159.9		536.6		696.5	5645.4%	403.9	152.6%
	其他					4.6	(46.0%)	0.1		47.4		47.5	928.7%	98.1	110649.1%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

美护上中游：订单逐步修复，产能与新品驱动增长

- **科思股份：**26H1营业收入8.93亿元/同比+23.78%；归母净利润0.58亿元/同比-10.44%。防晒需求恢复带动收入增长，洗护类原料逐步贡献增量。
- 下半年增长动能进一步丰富，马来西亚防晒剂产能逐步爬坡，P-S防晒剂获FDA批准并推进美国市场销售；氨基酸表活及卡波姆等新品产能持续落地，新品放量与海外扩张有望支撑中长期增长。

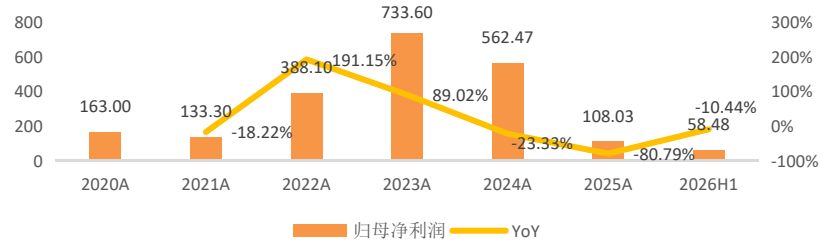
- **诺斯贝尔：**26H1营业收入11.07亿元/同比+18.16%；归母净利润0.56亿元/同比+105.55%。订单需求回升叠加产品结构优化，推动利润弹性释放。
- 核心品类保持较快增长，26H1面膜/护肤系列收入分别同比+12.31%/+29.26%，前20大客户收入占比提升至65.89%；次抛、冻干等高附加值新品持续拓展，产品创新与大客户合作深化有望支撑后续增长。

- **芭薇股份：**26H1营业收入4.63亿元/同比+25.01%；归母净利润0.22亿元/同比+28.32%。多品类协同增长叠加规模效应释放，利润保持较快增长。
- 护肤基本盘稳健，26H1护肤品收入同比+21.58%，面膜/彩妆及其他分别同比+40.34%/+160.78%；境外收入0.44亿元/同比+99.69%，从化二期产能逐步释放，品类拓展与海外放量有望支撑后续增长。

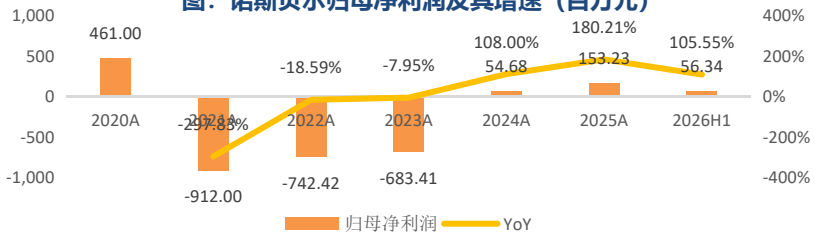
- **嘉亨家化：**26H1营业收入6.23亿元/同比+21.23%；归母净利润-0.09亿元/同比减亏71.65%。业务规模持续扩张叠加降本增效，盈利能力明显修复。
- 化妆品业务收入3.45亿元/同比+33.66%，塑料包装容器收入2.06亿元/同比+11.59%，其中包装业务毛利率同比+3.10pct；湖州生产基地建设持续推进，核心业务增长与产能释放有望支撑后续业绩修复。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

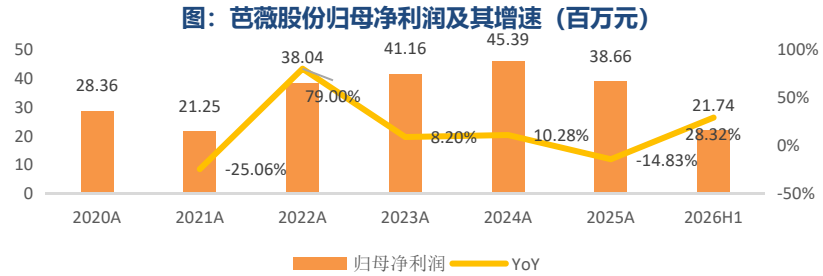
图：科思股份归母净利润及其增速（百万元）



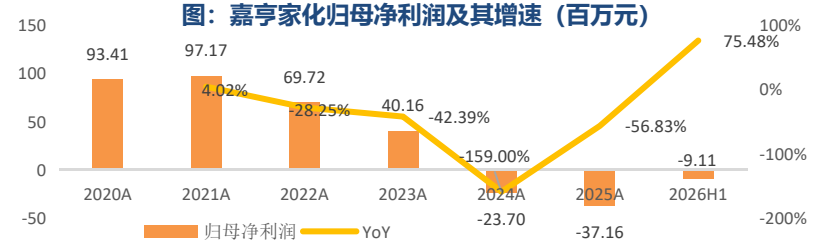
图：诺斯贝尔归母净利润及其增速（百万元）



图：芭薇股份归母净利润及其增速（百万元）



图：嘉亨家化归母净利润及其增速（百万元）

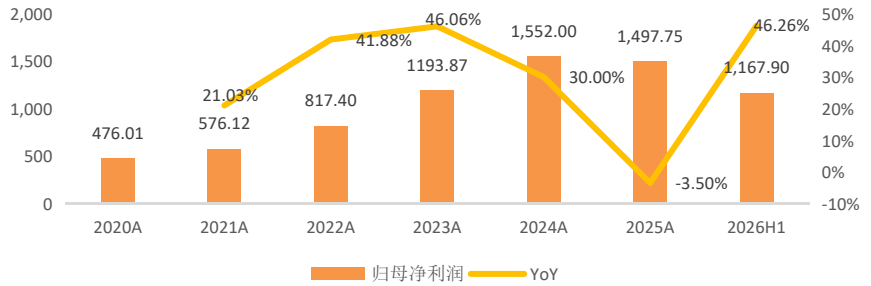


仅供内部参考，请勿外传！

美护下游：品牌分化加深，多品牌与多渠道驱动增长

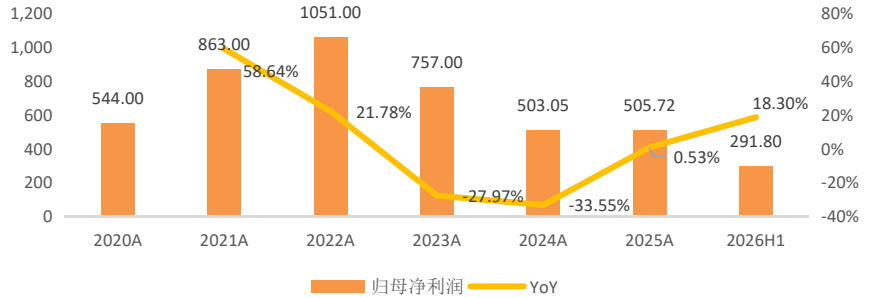
- **珀莱雅：**26H1营业收入53.75亿元/同比+0.24%；归母净利润11.68亿元/同比+46.26%。多品牌矩阵加速放量，花知晓并表打开新增量，投资收益增厚利润表现。
- 主品牌处于产品及渠道调整阶段，26H1珀莱雅品牌收入36.92亿元/同比-7.19%；第二梯队品牌增长亮眼，OR/原色波塔/惊时收入分别同比+70.81%/+222.23%/+103.53%，洗护品类收入同比+74.95%。公司6月取得花知晓控制权并纳入合并范围，下半年花知晓并表叠加红宝石、源力等核心系列迭代，多品牌协同有望进一步支撑增长。

图：珀莱雅归母净利润及其增速（百万元）



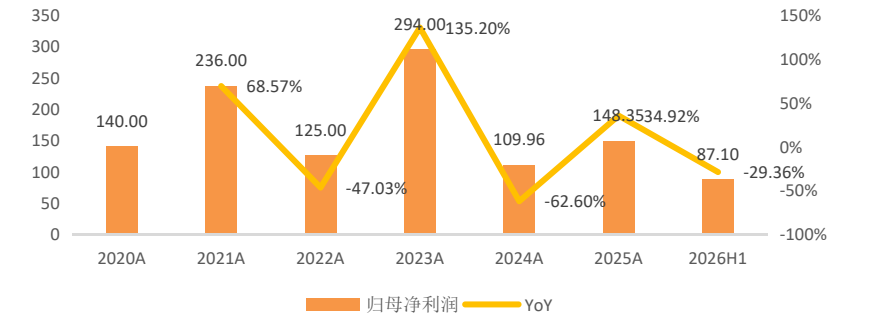
- **贝泰妮：**26H1营业收入25.92亿元/同比+9.27%；归母净利润2.92亿元/同比+18.30%；扣非归母净利润2.46亿元/同比+34.85%。主品牌企稳增长，多品牌及新兴渠道持续贡献增量，盈利增速快于收入。
- 多品牌矩阵加速成长，26H1薇诺娜收入19.99亿元/同比+2.54%，基本盘保持稳健；薇诺娜宝贝/瑷科缦/姬芮收入分别同比+54.04%/+46.00%/+22.48%，第二增长曲线逐步形成。渠道端线上收入20.17亿元/同比+15.71%，其中线上自营同比+22.49%，抖音/拼多多分别同比+57.38%/+55.87%；伴随主品牌稳步修复、子品牌持续放量及新兴渠道拓展，多品牌全渠道布局有望进一步支撑增长。

图：贝泰妮归母净利润及其增速（百万元）



- **水羊股份：**26H1营业收入25.10亿元/同比+0.40%；归母净利润0.87亿元/同比-29.36%。业务结构持续优化，自有品牌及高端品牌占比进一步提升，高端化、全球化战略稳步推进。
- 自有品牌26H1收入11.48亿元/同比+10.55%，占营收比重提升至45.75%，毛利率达78.81%/同比+1.98pct；其中EDB保持稳健增长，RV品牌焕新后实现较快增长，PA、VAA等轻奢品牌持续拓展细分赛道。海外布局同步提速，RV加码美国线上线下及高奢SPA渠道，PA进入巴黎高端药房；伴随高端品牌持续放量、海外渠道拓展及大众品牌结构优化，自有品牌有望成为后续核心增长驱动力。

图：水羊股份归母净利润及其增速（百万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

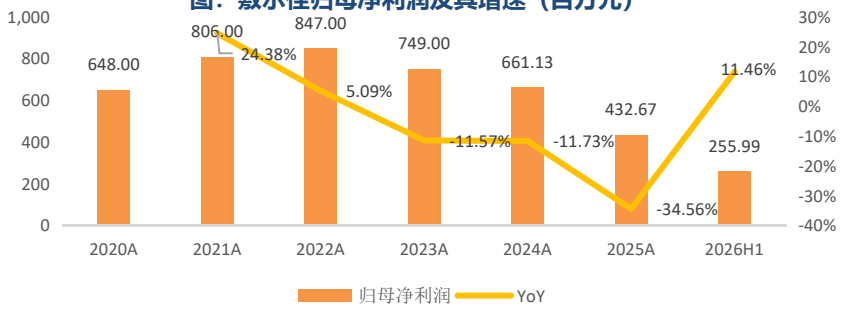
美护下游：品牌分化加深，多品牌与多渠道驱动增长

- **敷尔佳：**26H1营业收入11.56亿元/同比+33.95%；归母净利润2.56亿元/同比+11.46%。线上线下渠道拓展叠加新品持续放量，收入实现较快增长，妆械协同进一步深化。
- 产品端延续较快增长，26H1化妆品/医疗器械收入分别为8.39/3.18亿元，同比+34.22%/+33.25%；PDRN、祛痘、方胖子湿敷膜等新品持续丰富矩阵，白膜半年销售额超亿元，另有7款核心单品销售额超5000万元。研发管线同步推进，医用透明质酸钠依克多因修复贴已取得Ⅱ类医疗器械注册证，重组Ⅲ型人源化胶原蛋白冻干纤维Ⅲ类械注册申请获受理，妆械协同有望支撑后续增长。

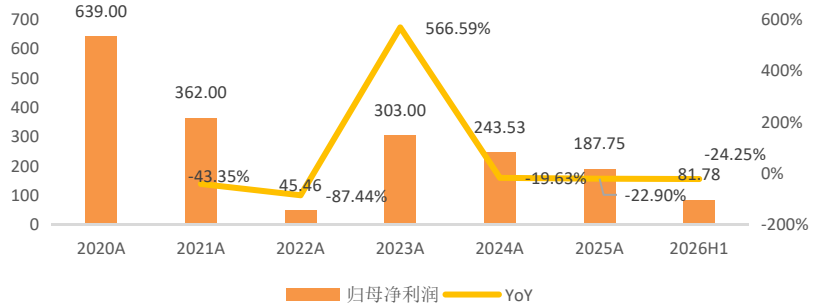
- **福瑞达：**26H1营业收入19.09亿元/同比+6.69%；归母净利润0.82亿元/同比-24.25%。化妆品板块增长提速，颐莲稳健增长、珂谧快速放量，多品牌梯队逐步完善。
- 26H1化妆品板块收入12.86亿元/同比+17.57%，毛利率68.16%/同比+6.17pct；其中颐莲收入6.44亿元/同比+16.30%，核心喷雾及水光精华面膜保持较好表现；瑷尔博士收入4.22亿元/同比-6.54%，Q2已恢复同比增长；珂谧收入1.69亿元/同比+621.57%，穿膜次抛成为核心大单品。伴随新品持续培育、线上自播及线下渠道拓展，多品牌矩阵有望继续贡献增量。

- **上海家化：**26H1营业收入37.90亿元/同比+8.99%；归母净利润3.80亿元/同比+43.35%；扣非归母净利润3.50亿元/同比+58.92%。核心品牌与线上渠道表现亮眼，产品结构优化叠加经营提效，盈利弹性进一步释放。
- 26H1个护/美妆业务收入分别为17.44/10.33亿元，同比+9.72%/+38.22%，美妆品类占比持续提升；六神、玉泽、佰草集线上均实现双位数增长，其中线上收入分别同比+50%/+30%/+80%以上。六神驱蚊蛋、玉泽面霜、佰草集大白泥等亿元单品保持较快增长，仙草油、青蒿次抛等新品持续拓展产品矩阵。伴随核心品牌聚焦、线上运营能力强化及产品结构升级，经营质量有望持续提升。

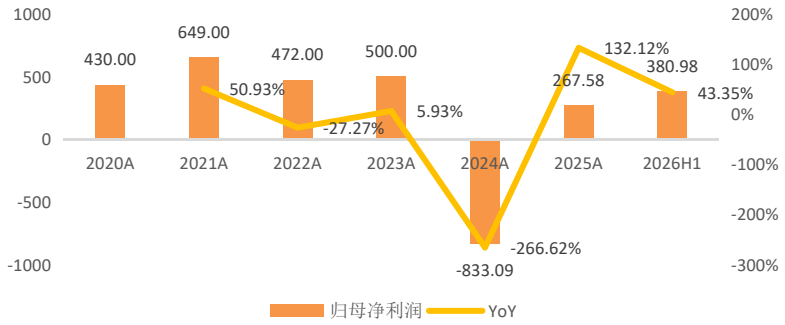
图：敷尔佳归母净利润及其增速（百万元）



图：福瑞达归母净利润及其增速（百万元）



图：上海家化归母净利润及其增速（百万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

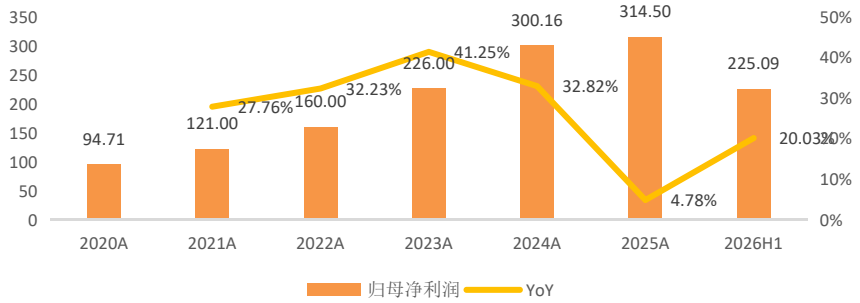
美护下游：品牌分化加深，多品牌与多渠道驱动增长

- **润本股份：**26H1营业收入10.54亿元/同比+17.74%；归母净利润2.25亿元/同比+20.03%。驱蚊品类保持较快增长，产品结构升级叠加渠道拓展，收入利润延续稳健增长。
- 26H1驱蚊/婴童护理/精油系列收入分别为4.81/4.41/1.03亿元，同比+28.21%/+8.93%/+12.37%；上半年升级及新推单品20余款，围绕儿童防晒、户外驱蚊等场景持续拓展产品矩阵。渠道端山姆合作保持较快增长，美团等即时零售快速拓展，抖音、拼多多等线上平台表现较好；伴随新品迭代及线下渠道持续渗透，多品类、多渠道协同有望支撑后续增长。

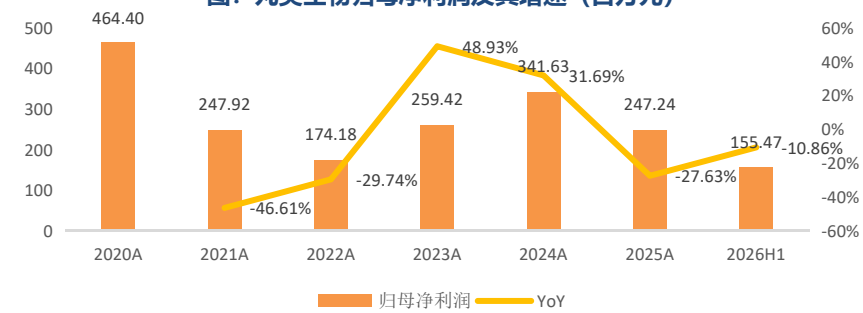
- **丸美生物：**26H1营业收入16.63亿元/同比-5.76%；归母净利润1.55亿元/同比-10.86%。主动优化线上业务结构，主品牌丸美保持稳健，经营重心进一步向品牌长期价值与自运营能力倾斜。
- 26H1丸美品牌收入12.70亿元/同比+1.97%，持续强化“眼部护理+抗皱淡纹”心智，并迭代S肽小红笔、小金针次抛等核心产品；PL恋火收入3.88亿元/同比-24.78%，主要受达播业务主动收缩影响。渠道端线下收入2.08亿元/同比+5.58%，公司同步加强自播、短视频及会员运营，伴随恋火业务调整逐步落地、主品牌新品持续迭代，后续增长动能有望逐步修复。

- **华熙生物：**26H1营业收入17.56亿元/同比-22.32%；归母净利润1.53亿元/同比-30.82%。皮肤科学业务调整仍拖累整体业绩，医疗终端放量明显，原料新品逐步进入增长期。
- 26H1原料业务收入6.38亿元/同比+1.87%，其中国际市场收入3.44亿元/同比+4.05%，PDRN、重组胶原蛋白等新材料加快放量；医疗终端收入5.99亿元，三类医疗器械销量约428万支/同比+85%，其中美塑类约298万支/同比+150%以上。伴随润致·缇透等医美产品持续放量，以及PDRN、重组胶原蛋白等新品拓展，公司业务结构有望进一步优化。

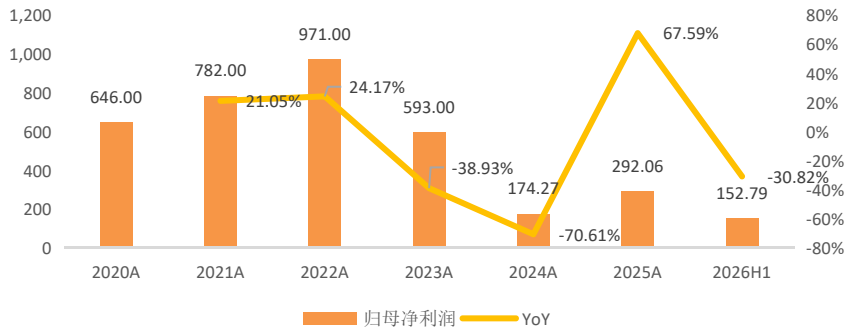
图：润本股份归母净利润及其增速（百万元）



图：丸美生物归母净利润及其增速（百万元）



图：华熙生物归母净利润及其增速（百万元）



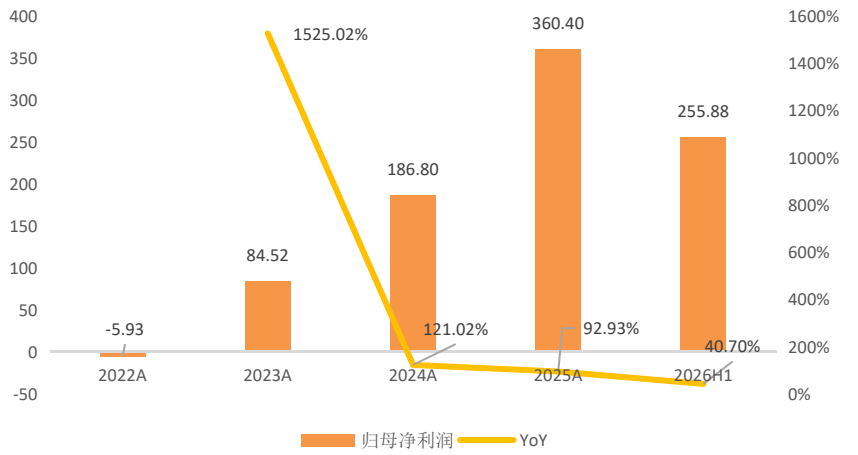
资料来源：公司公告，天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

美护下游：品牌分化加深，多品牌与多渠道驱动增长

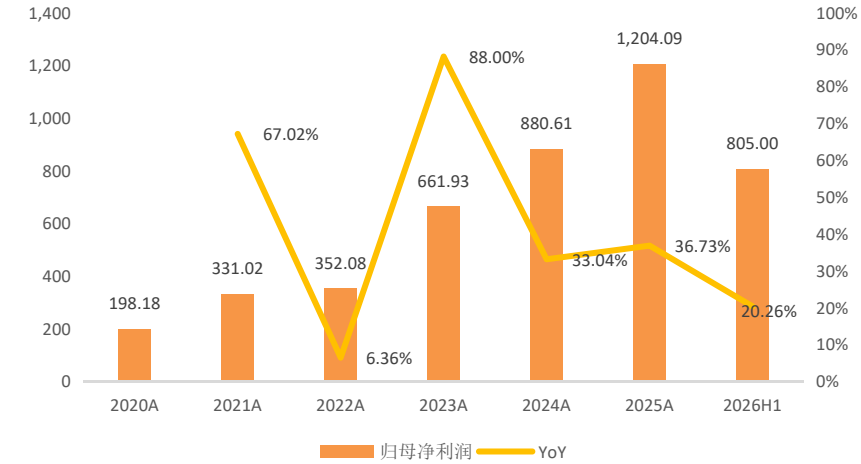
- **林清轩：**26H1营业收入15.00亿元/同比+42.59%；归母净利润2.56亿元/同比+40.71%；经调整净利润2.85亿元/同比+42.10%。核心大单品稳健增长，多品类接力放量，全渠道协同推动业绩延续高增。
- 产品矩阵持续扩容，26H1精华油收入5.15亿元/同比+7.60%，继续夯实核心品类基本盘；乳液及爽肤水/面霜/精华液收入分别同比+264.22%/+32.13%/+68.99%，小金珠精华水等新品快速放量，收入结构由单一精华油向多品类协同增长延伸。渠道端线上/线下收入分别为10.52/4.47亿元，同比+52.94%/+22.96%，其中抖音收入5.95亿元/同比+72.5%，线上继续贡献主要增量；截至期末线下门店达638家，其中直营门店410家，线下网络持续完善。用户运营方面，活跃会员超730万、复购率32.5%，会员资产进一步沉淀；同时研发投入同比+88.8%至0.34亿元，持续强化山茶花相关成分及功效护肤研发。伴随"1+4+N"产品矩阵完善、新品持续放量及线上线下渠道协同深化，多品类增长与会员复购有望共同支撑后续成长。

图：林清轩归母净利润及其增速（百万元）



- **毛戈平：**26H1营业收入32.67亿元/同比+26.24%；归母净利润8.05亿元/同比+20.26%；经调整净利润8.15亿元/同比+21.27%。彩妆延续高增长，线上线下双渠道协同扩张，品牌势能持续提升。
- 产品端持续扩容，26H1彩妆/护肤收入分别为19.67/12.12亿元，同比+38.27%/+11.50%，其中养肤焕颜黑霜零售额约2.9亿元，奢华鱼子气垫、光感柔纱凝颜粉饼零售额分别超2/3亿元；上半年开发及升级约80个单品，产品矩阵持续丰富。渠道端线上/线下收入分别为17.27/14.68亿元，同比+33.21%/+19.93%，截至期末全国布局466个品牌专柜，可比自营专柜平均收入由280万元提升至330万元。会员运营持续沉淀，线上/线下注册会员分别约1,864/744万人，整体复购率提升至27.2%；同时香港门店及美妆教育校区逐步落地，伴随产品创新、线下单柜效率提升及海外布局推进，品牌长期成长空间有望进一步打开。

图：毛戈平归母净利润及其增速（百万元）



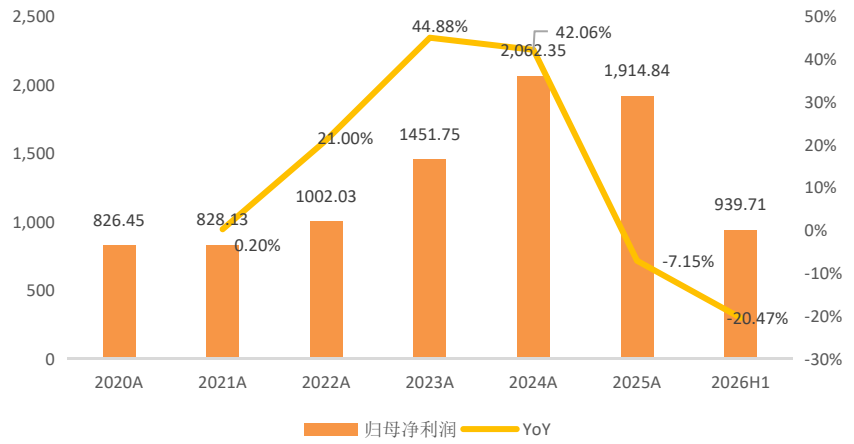
资料来源：公司公告，天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

美护下游：品牌分化加深，多品牌与多渠道驱动增长

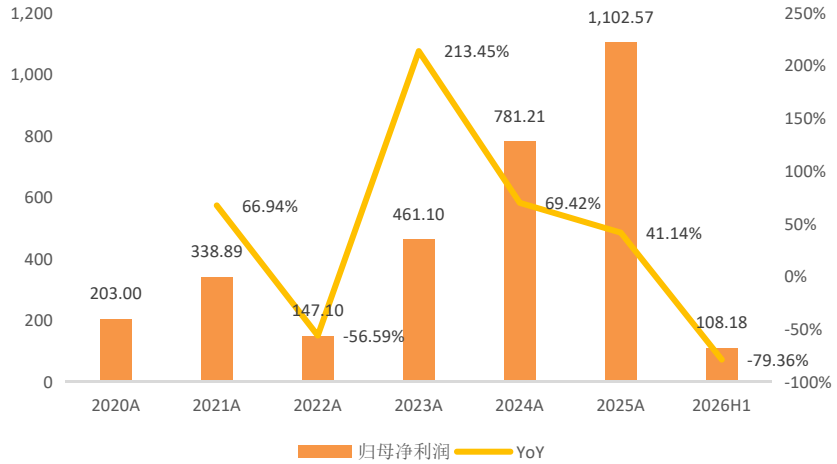
- **巨子生物：**26H1营业收入29.18亿元/同比-6.3%；归母净利润9.40亿元/同比-20.5%；经调整净利润9.46亿元/同比-21.5%。渠道及销售结构主动调整带来阶段性压力，自营渠道保持增长，新品及医美业务持续打开增量空间。
- 26H1可复美/可丽金收入分别为23.47/4.99亿元，同比-7.7%/基本持平，达播业务调整对收入有所拖累，但自营渠道实现同比增长；618期间可复美/可丽金线上全渠道GMV分别同比增长超25%/30%。产品端持续加码，胶原棒2.0保持核心大单品优势，焦点系列新品“超透棒”上市首周自营渠道GMV突破3000万元，并推出柔焦精华、胶原乳2.0等新品；可丽金进一步完善重组胶原抗老矩阵。医美业务进入商业化阶段，可丽金芯生“753胶原针”已于上半年正式上市，同时公司持续推进创新原料及Ⅲ类医疗器械产业化。线下渠道覆盖约1700家公立医院、3500家私立医院及诊所、13万余家连锁药房，并布局32家可复美、10家可丽金品牌体验店；伴随渠道结构优化、新品放量及医美产品商业化推进，后续增长动能有望逐步增强。

图：巨子生物归母净利润及其增速（百万元）



- **上美股份：**26H1营业收入37.56亿元/同比-8.56%；归母净利润1.08亿元/同比-79.36%。主品牌韩束阶段性调整，newpage一页、安敏优等新品牌保持高增，多品牌矩阵持续培育第二增长曲线。
- 品牌端进一步多元化，26H1韩束收入26.61亿元/同比-20.41%，收入占比降至70.8%；newpage一页/安敏优收入分别为6.35/1.40亿元，同比+59.88%/+89.28%，其中一页持续由婴童向青少年、学龄护理延伸，安敏优依托青蒿修红棒、青蒿凝光油等产品加快敏感肌赛道拓展；其他品牌收入2.08亿元/同比+55.00%。品类端母婴护理收入7.48亿元/同比+34.40%，占比进一步提升；韩束则持续拓展护肤、男士、洗护个护等品类，玻色因系列等新品加快培育。公司同步加码研发，26H1研发投入1.41亿元/同比+36.4%，伴随韩束经营调整、新品牌持续放量及多品类布局深化，多品牌协同有望逐步增强。

图：上美股份归母净利润及其增速（百万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

医美：需求结构性复苏，产业链价值向优质终端集中

- **行业呈现出结构性修复特征：**下游医美机构直接面向消费者，客流、项目结构、客单价及复购等经营指标能够更及时地反映终端需求变化。从2026H1主要机构表现看，轻医美需求韧性更强，会员基础扎实、运营效率领先的头部机构率先实现客流和收入改善。
- **上游合规产品供给正在加速：**2026年以来新品审批进一步提速，截至7月下旬不完全统计至少已有36款医美Ⅲ类器械获批，其中注射类超过26款、能量源设备不少于10款。上游产品稀缺性下降，下游机构的产品选择空间及采购议价能力提升。
- **医美行业监管持续趋严：**重点规范无资质经营、虚假宣传、非法培训、药械使用及医生执业等行为；同时，2026年增值税政策明确营利性美容医疗机构不属于医疗服务免税范围，进一步提升机构经营要求。短期看，监管与税负增加或带来一定压力，但中长期将加速低效率、低合规机构出清，推动行业集中度提升，头部连锁机构在品牌、采购、医生资源及客户运营方面的优势有望进一步强化。

表：下游机构经营指标转好

公司	经营指标	2026H1数值	同比/变动
美丽田园	医疗美容服务收入	6.03亿元	+20.9%
	医美直营门店客流	6.1万人次	+23.7%
	医疗美容毛利率	58.9%	+2.0pp
	集团收入	18.82亿元	+29.0%
	净利润	2.39亿元	+40.0%
朗姿股份	医美收入	16.19亿元	+14.96%
	非手术医美收入	14.59亿元	+20.10%
	非手术医美占医美收入	90.1%	+3.05pp
	医美毛利率	59.5%	+4.96pp
	期末医美机构数量	46家	

表：医美Ⅲ类械证供给扩容

分类	产品名称	企业	获批日期	适用范围
肉毒毒素类	注射用A型肉毒毒素	爱美客技术发展股份有限公司	2026-01-08	适用于面部睛间纹、眉下颌提升
玻尿酸类	注射用透明质酸钠溶液	杭州协合医疗用品有限公司	2026-01-07	用于面部真皮浅层注射，暂时性改善成人皮肤干燥、肤色暗沉
		海南希睿达生物技术有限公司	2026-01-07	用于面部真皮浅层注射暂时性改善成人皮肤干燥、肤色暗沉
	注射用交联透明质酸钠凝胶	济南格莱威医疗科技有限公司	2026-01-14	适用于鼻唇沟部位真皮组织中层至深层注射，以纠正中重度鼻唇沟皱纹
		海雅美生物技术（珠海）有限公司	2026-04-01	适用于手背部需要增加组织容量的人群，用于手背部真皮深层，以改善手部皮肤外观
	注射用透明质酸钠复合溶液	润辉生物技术（威海）有限公司	2026-04-21	用于面部真皮浅层注射，暂时性改善成人皮肤干燥、肤色暗沉
	注射用透明质酸钠溶液	浙江景嘉医疗科技有限公司	2026-06-16	用于面部真皮浅层注射，暂时性改善成人皮肤干燥、肤色暗沉
胶原蛋白类	胶原蛋白植入剂	成都奇理生物科技有限公司	2026-01-07	适用于面部鱼尾纹部位真皮组织注射填充以纠正鱼尾纹
		重庆芳禾生物科技有限公司	2026-06-16	用于面部真皮组织填充以纠正额部中重度动力性皱纹（包括眉间纹、额头纹和鱼尾纹）
	重组型α1型胶原蛋白及透明质酸钠复合溶液	陕西巨子生物技术有限公司	2026-01-14	适用于满足该产品说明书中所列条件下，用于真皮层的注射，以改善面颊部平滑度
	重组类胶原蛋白冻干纤维	江苏创健医疗科技股份有限公司	2026-02-06	适用于满足该产品说明书中所列条件下，用于面部鱼尾纹真皮组织填充以纠正鱼尾纹
	注射用透明质酸钠和重组类胶原蛋白复合溶液	普丽妍（南京）医疗科技有限公司	2026-04-21	适用于真皮层的注射，以改善面颊部平滑度
	交联重组胶原蛋白植入剂	陕西巨子生物技术有限公司	2026-06-16	适用于满足该产品说明书中所列条件下，用于颈部皮内真皮层注射填充，以纠正颈部中重度横纹
再生材料类	注射用聚左旋乳酸填充剂（PLLA）	成都伊维生物科技有限公司	2026-02-12	适用于颞部，注射至骨膜上层以改善成人轻中度颞部凹陷
		北京京宇一美生物科技有限责任公司	2026-03-11	适用于注射到鼻唇沟部位的真皮深层，以纠正中重度鼻唇沟皱纹
	注射用聚己内酯微球面部填充剂（PCL）	AQTIS Medical B.V.欣可丽美学供应链管理有限公司	2026-04-21	适用于颞部，注射至骨膜上层以改善成人轻中度颞部凹陷，在医疗机构使用
		和颜（上海）医疗器械有限公司	2026-02-13	适用于鼻唇沟部位皮下层注射，以纠正中重度鼻唇沟皱纹
脱毛设备类	半导体激光脱毛仪	湖南尖峰激光医疗科技有限公司	2026-01-15	在医疗机构中使用，用于减少人体多余毛发
		北京蔚诺光电科技发展有限公司	2026-04-09	产品在医疗机构中使用，利用选择性光热作用减少人体多余毛发
射频抗衰类	射频治疗仪	VIOL Co. LTD湖南慧嘉医疗科技有限公司	2026-01-12	用于面部皮肤组织加热以改善皮肤皱纹及痤疮疤痕的侵入式有创治疗
	射频皮肤治疗仪	上海维脉医疗科技有限公司	2026-03-27	利用射频热效应减轻中上面部轻、中度皮肤皱纹，不可用于眼周、鼻部
		四川众泰尚乐医疗科技有限公司	2026-04-27	用于减轻面部轻、中度皮肤皱纹
强脉冲光/IPL类	强脉冲光治疗仪	InMode Ltd.；代理人为广州盈美特医疗科技有限公司	2026-04-13	用于治疗良性皮肤色素性病变和某些皮肤血管性病变

表：医美行业相关政策持续出台

时间/实施时间	政策/文件	核心内容	对医美行业的影响
2026.06	《2026年纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风工作要点》（国卫医急函〔2026〕123号）	由国家卫健委等14部门联合发布，明确要求治理不具备资质开展服务、违规开展“轻医美速成班”、虚假商业营销等医美乱象；同时整治医务人员违规发布广告、平台违规引流，并严厉打击非法行医。	2026年最直接针对医美乱象的国家级政策文件之一，强化跨部门联合执法，生活美容转医美、非法培训及灰色注射等经营模式面临进一步出清。
2026.01起实施	《中华人民共和国增值税法实施条例》（国务院令第826号）	第二十七条明确，医疗服务免征增值税所称“医疗机构”，不包括营利性美容医疗机构。条例自2026年1月1日起实施。	明确营利性医美机构不能按照一般医疗机构享受医疗服务增值税免税待遇，提高机构税务及经营效率要求。
2026.01	《关于增值税法施行后增值税优惠政策衔接事项的公告》（财政部、税务总局公告2026年第10号）	对上述政策进一步细化，明确自2026年1月1日起医疗机构医疗服务免征增值税，但机构范围不包括营利性美容医疗机构。	进一步落实医美机构税收口径，头部机构在规模、采购、费用控制和税务合规方面的重要性提升。
2026.05起实施	《生物医学新技术临床研究和临床转化应用管理条例》（国务院令第818号）	对作用于人体细胞、分子水平的新技术建立临床研究、备案及临床转化应用制度；未经批准的研究阶段技术不得擅自进行临床应用或收费。2026年5月1日起实施。	对医美行业中干细胞、“细胞抗衰”、生物技术抗衰等新兴项目形成更明确监管边界，有利于压缩打着“抗衰”“再生”概念开展未经批准治疗的灰色空间。
2025.08	《医疗广告认定指南》（市场监管总局等三部门公告2025年第29号）	明确什么属于医疗广告、哪些属于正常信息公开，并针对以健康科普、医生IP等形式变相发布医疗广告建立认定标准及跨部门线索移送机制。	对医美机构通过小红书、抖音、医生个人账号、“科普种草”等方式获客提出更严格要求，线上获客合规门槛明显提升。
2025.05	《医疗广告监管工作指南》	明确禁止利用医疗广告制造容貌焦虑、面向未成年人推介非治疗性医美项目、违规使用代言人等；非医疗机构及无资质人员宣称提供医疗服务的，可移送卫健部门处理；同时明确互联网平台核验责任。	医美行业“容貌焦虑+效果承诺+达人/医生种草”的粗放营销模式进一步受限，有利于品牌、私域会员及自然复购能力更强的合规机构。

资料来源：公司公告、新美鉴公众号、国家卫生健康委员会官网、中国税务局官网、国家市场监管总局官网等，天风证券研究所

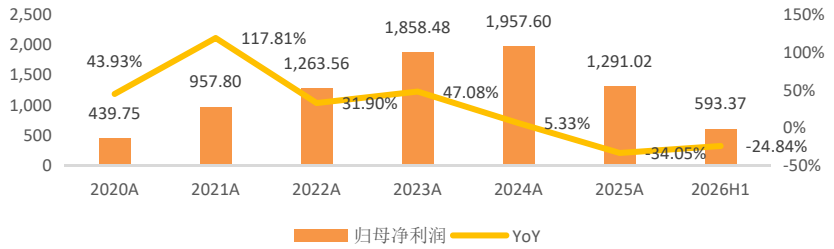
仅供内部参考，请勿外传！

医美上游：老品步入存量竞争，新品周期或决定增长弹性

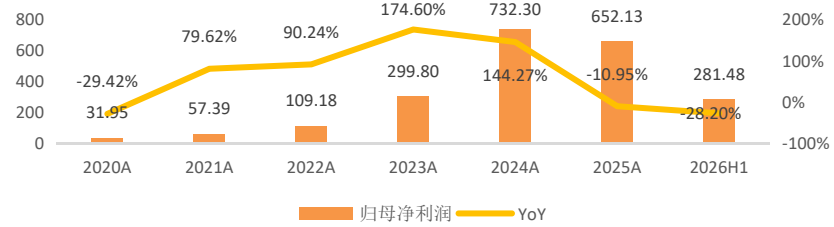
- **爱美客：**26H1营业收入12.16亿元/同比-6.42%；归母净利润5.93亿元/同比-24.84%。业绩短暂承压，冻干粉类新品快速放量。
- 下半年新品催化密集，A型肉毒已于8月上市，射频设备及嗨体面部新适应症有望于26H2贡献增量；海外业务加速放量，26H1境外子公司收入1.08亿元/同比+445%，净利润0.52亿元/同比+940%。中长期管线持续丰富，向生物制品及化学药拓展，打开第二成长曲线。
- **锦波生物：**26H1营业收入7.71亿元/同比-10.20%；归母净利润2.81亿元/同比-28.20%。业绩短暂承压，功能性护肤品增长较快。
- 产品矩阵持续完善，已形成重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维、溶液、凝胶三类剂型；研发端FAST胶原蛋白数据库覆盖180万+条序列、50万+条结构预测，新增发明专利授权38项；海外布局加速，已取得东南亚四国注射类医疗器械注册证并实现销售，多型重组胶原蛋白产品持续推进注册。
- **华熙生物：**26H1营业收入17.56亿元/同比-22.32%；归母净利润1.53亿元/同比-30.82%。26Q2环比有所改善，期待医美新品放量。
- 医疗终端量增明显，26H1三类医疗器械销量约428万支/同比+85%，美塑类约298万支/同比+150%以上，JUVELOOK获批进一步丰富医美矩阵。原料端PDRN、重组胶原蛋白等新材料加速放量，同时AI平台化建设持续推进，助力研发转化及经营效率提升。
- **四环医药：**26H1营业收入11.61亿元/同比+1.3%；归母净利润2.25亿元/同比+119.0%。医美稳健增长，创新药商业化提速。
- 医美业务收入6.93亿元/同比+18.5%，乐提葆保持稳健增长，童颜针、少女针等再生产品持续放量；合作医美机构超9000家、覆盖TOP500头部机构，童颜针新增6款规格获批，产品矩阵持续扩容。创新药及其他药品收入2.61亿元/同比+349.1%，商业化进程加速。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

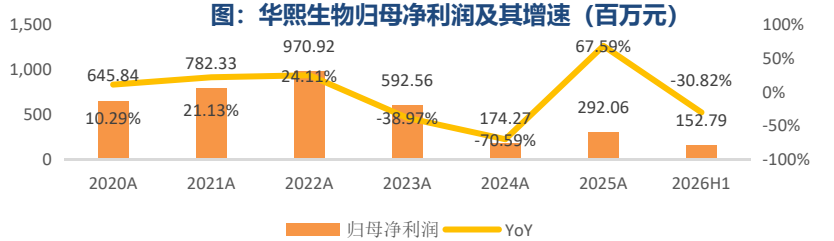
图：爱美客归母净利润及其增速（百万元）



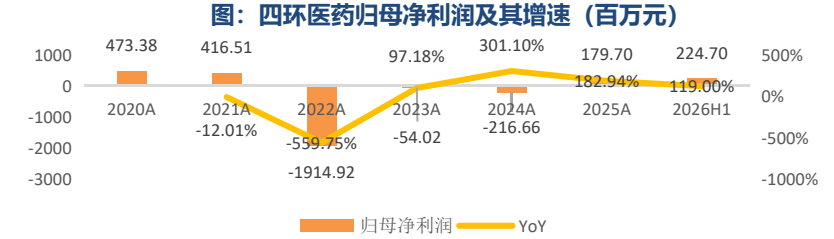
图：锦波生物归母净利润及其增速（百万元）



图：华熙生物归母净利润及其增速（百万元）



图：四环医药归母净利润及其增速（百万元）

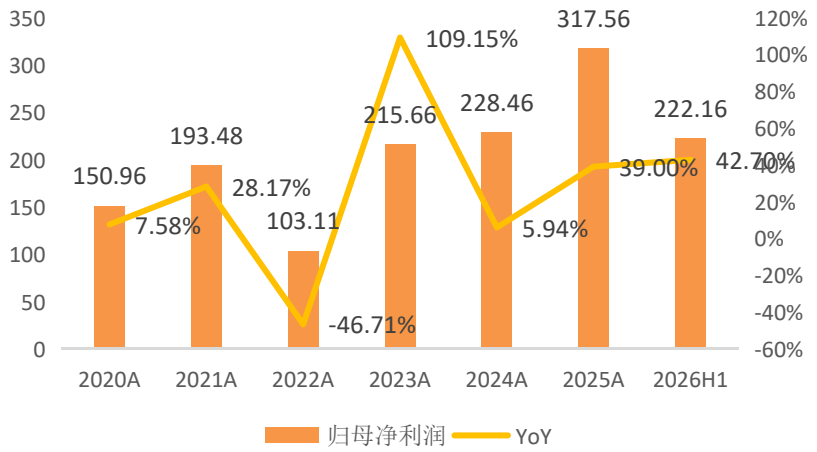


仅供内部参考，请勿外传！

医美下游：终端需求回暖，头部机构盈利弹性逐步释放

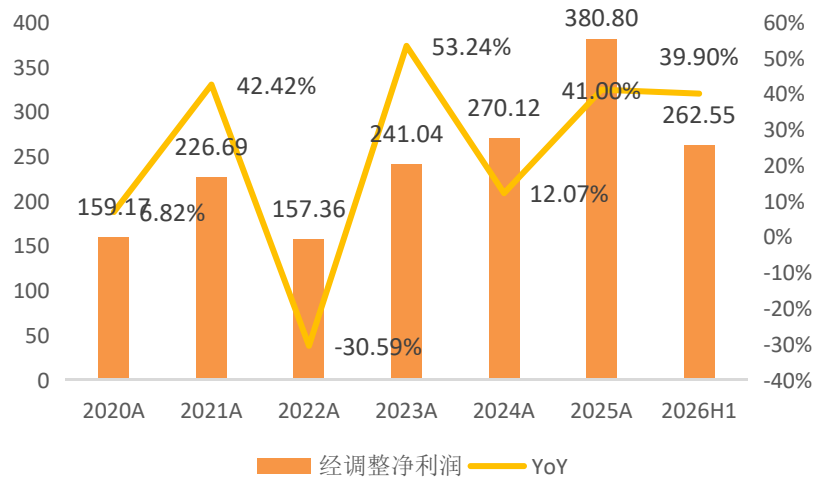
- **朗姿股份：**26H1营业收入32.08亿元/同比+12.06%；归母净利润1.11亿元/同比-59.94%；扣非归母净利润1.84亿元/同比+35.26%。
- 医美业务保持稳健增长，26H1实现收入16.19亿元/同比+14.96%，毛利率59.50%/同比+4.77pp，盈利能力同步改善；其中非手术类医美收入14.59亿元/同比+20.10%，占医美收入90.15%，轻医美持续贡献主要增量，米兰柏羽、韩辰医美、湖南雅美等核心品牌均实现收入增长。截至26H1末，公司拥有46家医美机构，并通过收购及直营网点拓展持续完善全国布局，同时参与设立多支医美并购基金，为后续外延扩张储备项目资源。与此同时，医美规范化与数字化建设持续推进，10家机构获得TUV-SQS医疗质量服务体系认证、5家获得5A级医院资质，并持续完善覆盖咨询面诊、治疗记录、会员运营、供应链及营销管理等环节的数字化平台，进一步提升医疗质量、客户体验及连锁运营效率。

图：朗姿股份归母净利润及其增速（百万元）



- **美丽田园：**26H1营业收入18.82亿元/同比+29.0%；经调整净利润2.63亿元/同比+39.9%。内生增长叠加思妍丽并表贡献，盈利能力持续提升。
- 医美业务表现亮眼，26H1医疗美容服务收入6.03亿元/同比+20.9%，客流6.1万人次/同比+23.7%，客单同比+3.9%，毛利率58.9%/同比+2.0pp，量价齐升带动盈利能力改善；美容和保健服务收入10.95亿元/同比+35.7%，直营客流同比+33%，基础美容业务保持较快增长。思妍丽于2025年完成收购并自2026年1月起正式并表，在贡献收入增量的同时，公司持续推进品牌、供应链、培训、会员体系及数字化等中后台协同，提升门店运营及交叉获客效率；同时持续完善全国门店网络，并进一步拓展CellCare美田医疗等业务，推动美容、医美与健康服务之间的客户转化与协同，深化“美容+医美+健康”一站式消费医疗平台布局。

图：美丽田园经调整净利润及其增速（百万元）



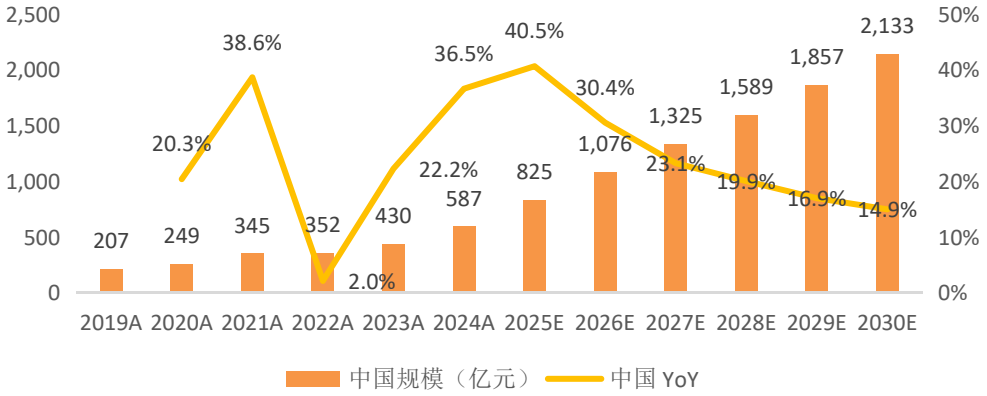
资料来源：公司公告，天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

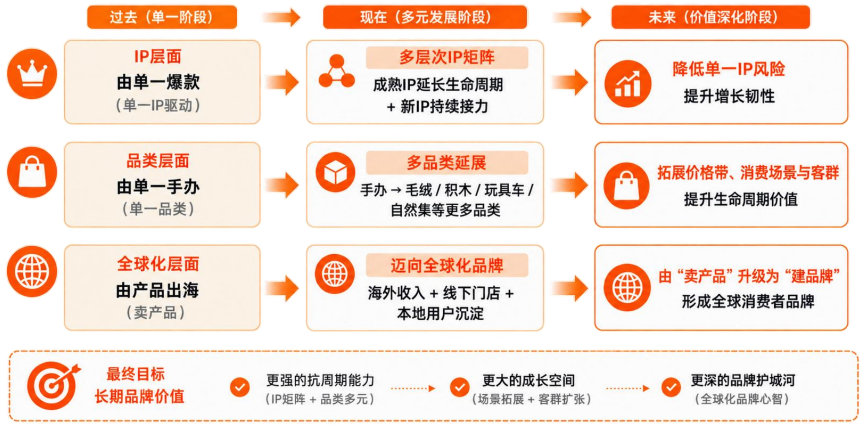
潮玩：IP持续孵化×品类拓展×全球渠道复制

- **潮玩行业仍处于高景气度扩容阶段：**据弗若斯特沙利文，中国潮玩市场由2019年的207亿元增至2024年的587亿元，预计2030年达到2,133亿元，2025-2030年CAGR约20.9%。同时，行业竞争正由“单一爆款”转向持续孵化IP、跨品类开发及全球复制的IP商业化能力。
- **由单一爆款向多层次IP矩阵演进：**泡泡玛特2026H1有11个艺术家IP收入超1亿元，THE MONSTERS收入占比由34.7%降至26.0%，但艺术家IP整体收入仍同比增长25.0%。布鲁可截至2026H1拥有75个授权IP、已商业化30个IP，前六大IP收入占比降至77.6%。未来核心在于成熟IP延长生命周期与新IP持续接力。
- **由单一手办向多品类延展：**泡泡玛特2026H1毛绒收入98.25亿元/同比+60.0%，占比57.2%，已超过手办的30.2%。布鲁可持续拓展拼搭玩具边界，在积木人之外推出玩具车、自然集等新品类，覆盖更多消费场景。品类扩张的核心在于拓展价格带、消费场景与客群，提升单个IP及品牌的生命周期价值。
- **由产品出海迈向全球化品牌：**布鲁可2026H1海外收入3.66亿元/同比+228.5%，占比提升至20.6%，其中美洲收入同比约+349%；泡泡玛特截至2026年6月底全球拥有676家门店、2,827台机器人商店，美洲、欧洲及其他地区门店持续扩张。随着海外布局深化，核心也由单纯收入增速和开店数量，转向线下店效、本地用户沉淀及IP影响力，全球化由“卖产品”升级为“建品牌”。

图：中国潮玩市场规模及其增速



图：潮玩行业演进逻辑



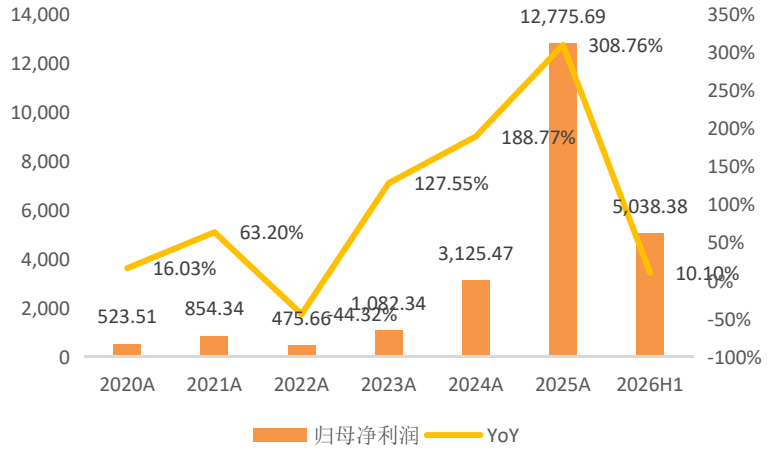
资料来源：公司公告，天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

潮玩：IP运营步入矩阵化，品类扩张与出海打开增长空间

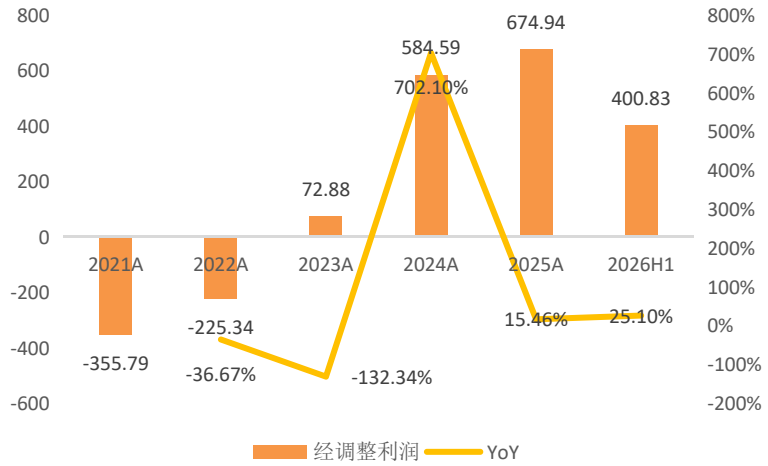
- **泡泡玛特：**26H1营业收入171.73亿元/同比+23.8%；归母净利润50.38亿元/同比+10.1%；经调整净利润51.56亿元/同比+9.5%。
- IP矩阵持续丰富、毛绒品类贡献主要增量，26H1共有6个艺术家IP收入超10亿元、11个艺术家IP收入超1亿元，其中THE MONSTERS收入44.54亿元/同比-7.5%，收入占比降至26.0%；星星人收入26.50亿元/同比+580.6%，快速成长为第二大IP，CRYBABY、DIMOO、SKULLPANDA、HIRONO收入均突破10亿元。品类方面，毛绒产品收入98.25亿元/同比+60.0%，占比提升至57.2%，成为第一大品类。中国市场保持强劲增长，实现收入122.01亿元/同比+47.3%；海外市场短期承压，但线下网络继续扩张，截至26H1末亚太、美洲、欧洲及其他地区零售店分别达到90/86/45家，公司持续推进IP矩阵多元化及全球渠道本地化运营。

图：泡泡玛特归母净利润及其增速（百万元）



- **布鲁可：**26H1营业收入17.76亿元/同比+32.7%；归母净利润3.87亿元/同比+30.5%；经调整净利润4.01亿元/同比+25.1%。
- IP矩阵持续扩容、全球化加速推进，截至26H1末公司拥有75个授权IP、已商业化30个IP，前六大IP收入占比由88.8%降至77.6%，IP结构进一步多元化，其中变形金刚、假面骑士、火影忍者收入分别同比+59.2%/+26.7%/+132.9%。产品端持续拓展拼搭玩具边界，上半年新推出426个SKU，在售SKU增至1,851个，并由积木人进一步延伸至积木车等新品类，形成C/E/S等不同定位系列，覆盖入门、进阶及高阶收藏需求；同时16岁以上消费者产品收入占比由14.8%提升至25.0%，成人收藏市场持续拓展。海外业务成为重要增量，26H1海外收入3.66亿元/同比+228.5%，占比约20.6%，其中美国和印度尼西亚为主要海外市场，公司持续通过IP拓展、品类创新、渠道建设及本地化运营提升全球市场渗透率。

图：布鲁可经调整净利润及其增速（百万元）



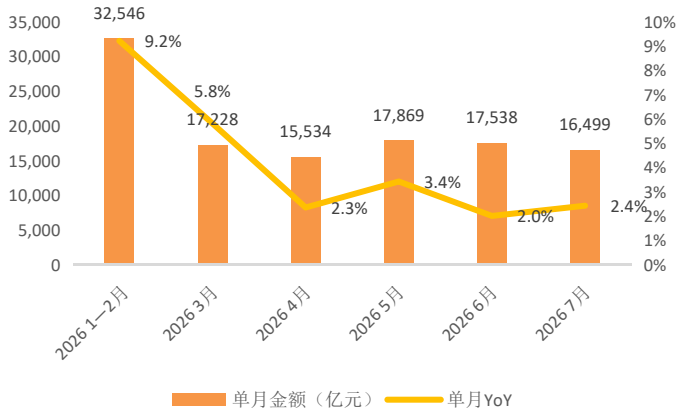
资料来源：公司公告，天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

代运营：流量红利渐退，自有品牌经营与AI提效重塑价值

- **需求端：线上消费仍具韧性，但进入存量竞争。**2025年实物商品网上零售额13.09万亿元/同比+5.2%，占社零比重26.1%；2026H1网上商品零售额同比+4.8%，仍明显快于商品零售整体的+1.1%。随着线上渗透率趋于成熟，行业竞争重点由“渠道上线”转向ROI、复购、会员运营及全渠道协同等经营效率。
- **渠道端：直播电商成为主要渠道，品牌需求向全域运营迁移。**2025年直播电商GMV已超5万亿元，品牌店播GMV占比超过50%。随着天猫、京东、抖音、小红书、私域等渠道进一步碎片化，品牌对内容、直播、用户及数据运营能力要求提升，全域服务价值增强，传统TP竞争加剧。
- **模式端：从品牌管理到自有品牌建设。**代运营行业正由传统TP向全域运营、品牌管理及自有品牌持续升级，核心能力由店铺运营和投流逐步延伸至内容、产品、品牌及全渠道经营。随着业务向品牌端延伸，行业盈利空间与成长弹性同步打开，重点也有望由客户数量和GMV规模，逐步转向品牌运营、产品打造及长期资产沉淀能力。
- **效率端：AI推动行业向技术驱动转型。**随着大模型逐步应用于内容生成、智能客服、投流优化、数据分析、直播及智能质检等环节，重复性运营工作有望实现自动化，提升单人服务客户数量和人均产出，并降低内容制作及运营成本。AI将有助于提升运营效率、优化成本结构，并进一步改善毛利率和费用率水平。

图：网上商品和服务零售额及其增速



资料来源：国家统计局官网、公司公告，天风证券研究所

表：主要代运营公司自有品牌矩阵

公司	品牌	主要品类	核心定位	产品/场景矩阵
若羽臣	绽家 LYCOCELLE	家清、衣物护理、空间香氛、个人清洁	面向品质家庭的高端家清与香氛清洁品牌	衣物护理、环境清洁、空间香氛、个人清洁，形成多场景清洁矩阵
	斐萃 FineNutri	口服营养、女性抗衰	以超级成分和精准营养为核心的女性口服抗衰品牌	麦角硫因等超级成分、女性营养及口服抗衰产品
	纽益倍 NuiBay	大众膳食营养补充	面向大众消费的营养补充品牌	麦角硫因胶囊、共晶姜黄素等营养补充产品
青木科技	Cumlaude Lab / 珂蔓朵	女性私护健康	西班牙女性私护健康品牌	日常基础清洁、抗老提亮、微生态健康、炎症舒缓
	Zuccari / 意卡莉	自然功能营养、美容抗衰	意大利自然功能营养品牌	888代谢饮、榨树汁、美容及抗衰营养产品
	Femology / 体绪	女性私护、情绪关护	强调高端成分与情绪价值的私护品牌	私护、情绪关护及女性健康产品

表：主要代运营公司AI应用现状

公司	基座模型 / 技术底座	AI模型 / 平台 / 产品	主要应用场景	效率端价值	落地状态
壹网壹创	主流大模型能力+公司多年运营Know-how、标准化流程和数据资产	云见（数据洞察）；热视动力（AI视觉生成，原大师视觉/大师生图）；数素投（智能广告投放）；网创智服（智能客服，原AI客服）	店铺与商品数据洞察、视觉内容生成、广告投放、智能客服；2026H1进一步布局GEO，涵盖品牌监测、单品监测和GEO优化	将数据分析、创意生产、投放优化和客服执行由纯人工升级为“专家+AI Agent”，提升人均服务承载能力和交付效率	已在多个品牌客户实际运营中投入；AI垂类服务已实现商业化；四大Agent可独立或协同运行
若羽臣	ChatGPT、DeepSeek、Stable Diffusion、Midjourney；大模型本地化集群；自研BI、SCM、OMS	多模态AIGC中枢；AI Agent数字员工体系；AI智能分析平台、内容生成系统、智能广告投流系统、商品推荐与营销预测系统	店铺/商品/物流/推广数据分析，直播脚本和小红书笔记生成，智能投流，商品推荐，营销预测，潜在用户分析，合同审查，供应链预测与库存优化	覆盖前中后台全链路，减少重复分析、内容制作和投流操作；本地部署强化数据安全与模型适配，推动运营、客服和供应链协同提效	已实现本地化集群部署和多模态AIGC中枢建设；AI Agent已用于多个业务流程
青木科技	多种领先大模型接入；知识图谱+搜索+RAG+第三方知识库混合架构；行业小模型与Agent	“青灵AI”数据中台；智能化商品上新平台；青灵客服智能助手；商品识别与打标、图像/视频处理及BI应用	商品图片识别和自动打标、图片及视频处理、脚本生成、自动套版/上新/监控、设计协同、用户意图识别、商品推荐、客服话术生成、BI分析	推动商品管理、内容生产、设计、客服及运营流程自动化；公司披露自动打标效率提升一个数量级，并通过中台沉淀和复用经验	AI已在商品、图像视频、客服和运营系统落地；“青灵AI”持续升级并支持内部应用复用

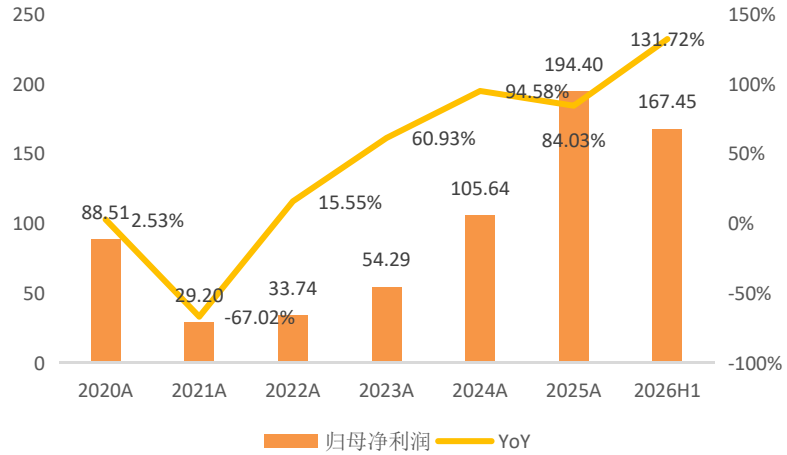
仅供内部参考，请勿外传！

代运营：自有品牌贡献第二曲线，AI驱动经营效率升级

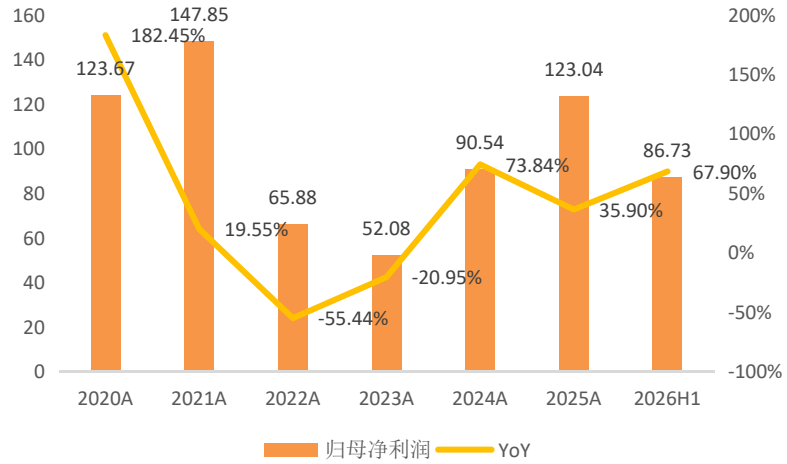
- **若羽臣：**26H1营业收入22.86亿元/同比+73.29%；归母净利润1.67亿元/同比+131.72%；扣非归母净利润1.59亿元/同比+128.65%。
- 自有品牌与品牌管理双轮驱动增长，26H1自有品牌收入12.42亿元/同比+105.83%，占总收入54.34%，已成为第一大业务板块；其中绽家收入7.40亿元/同比+66.87%，香氛洗衣液、洗衣凝珠等核心单品持续放量，斐萃收入4.04亿元/同比+152.63%，并通过S-雌马酚、AKK等新品持续拓展口服抗衰产品矩阵。公司于26年4月完成高端护肤品牌奥伦纳素收购，进一步形成家清、口服抗衰及高端护肤多品类自有品牌布局，并持续推进产品、渠道及营销整合。品牌管理业务收入7.85亿元/同比+134.17%，占比34.35%，其中康王去屑品线GMV同比+160%以上、618全渠道GMV同比+120%以上，品牌管理能力持续兑现；同时AI进一步渗透产品开发、营销投放及供应链等环节，推动多品牌规模化运营与经营效率提升。

- **青木科技：**26H1营业收入7.29亿元/同比+9.10%；归母净利润0.87亿元/同比+67.90%；扣非归母净利润0.73亿元/同比+50.89%。
- 代运营基本盘稳健、品牌孵化与AI能力持续贡献增量，26H1电商代运营服务收入3.18亿元/同比+5.98%，其中直播、运动户外及潮玩品类增长较快，抖音代运营收入同比+46.0%；品牌孵化与管理收入2.55亿元/同比+9.52%，占比35.0%，围绕珂蔓朵、意卡莉等品牌持续拓展女性私护、健康消费等品类；品牌经销收入1.10亿元/同比+16.63%，AI智能营销与技术服务收入0.45亿元/同比+12.11%。同时公司持续推进AI在商品规划、内容生成、营销投放及客服等环节的应用，带动代运营业务毛利率同比提升3.21pp，并依托泡泡玛特、Jellycat等头部客户持续拓展潮玩代运营，推动业务由传统大服饰向多品类、全域运营延伸。

图：若羽臣归母净利润及其增速（百万元）



图：青木科技归母净利润及其增速（百万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

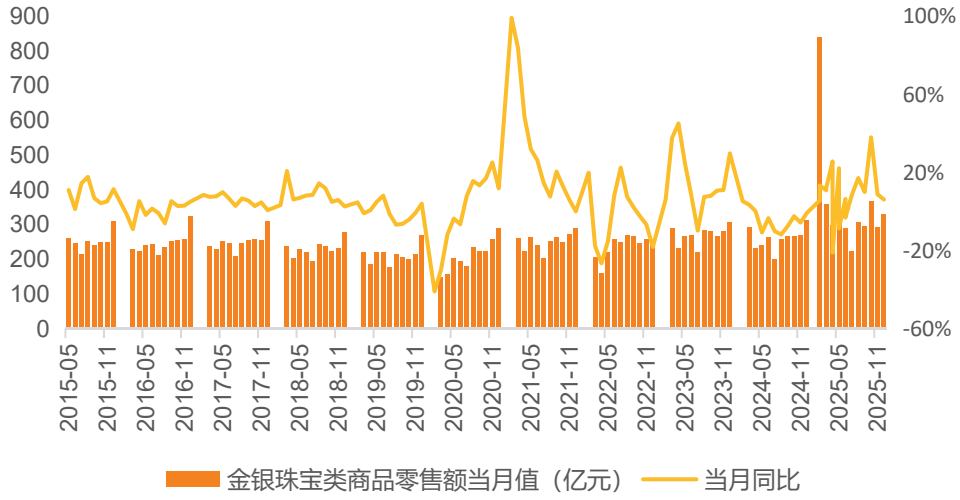
3
零售珠宝板块

仅供内部参考，请勿外传！

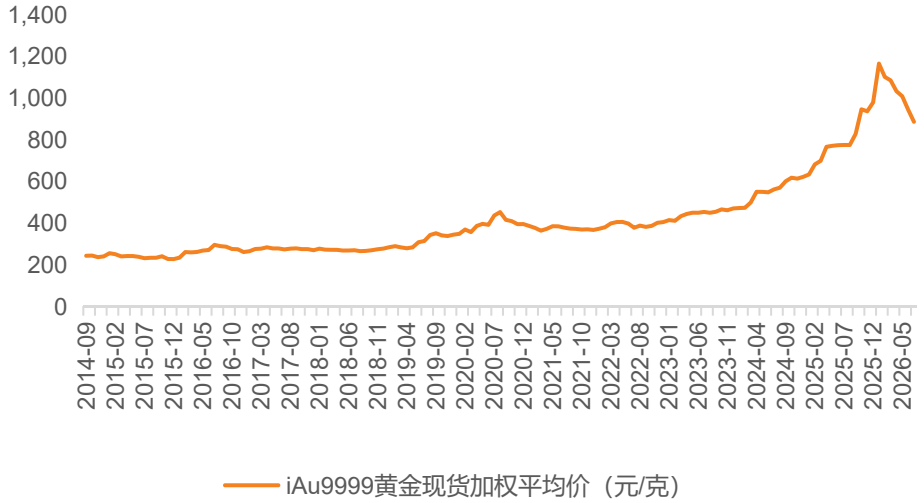
黄金珠宝：26H1金价高位波动，黄金珠宝终端同比下滑

- **受国际政局环境等影响，金价维持高位震荡，3-6月金价大幅回调：**26Q1国内平均金价同比涨幅提至60%，其中，26年1月金价继续急涨在1月末金价一度突破1200元/g，2月金价趋于平稳，3月金价出现明显回调。26Q2金价继续回落，至6月末国内金价879元/g、国际金价在4026美元/盎司，较年初分别回落10%/回落7%。
- **黄金珠宝社零表现受益于金价上涨：**2025年国内金银珠宝社零yoy+12.6%（低于金价同期同比增幅）。26Q1在金价整体上涨背景下国内金银珠宝社零维持同比双位数增长（2026年1-2月/3月金银珠宝社零yoy+13%/+11.7%），4-6月金价回落背景下国内金银珠宝社零yoy-21%/-9%/-3%。

图：黄金珠宝社零数据月度同比



图：金价走势



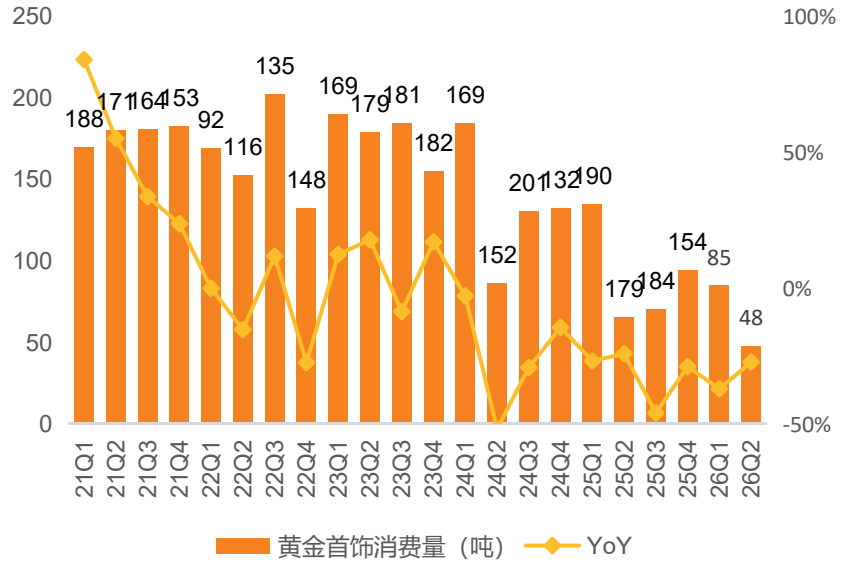
资料来源：Wind，国家统计局，天风证券研究所；注：社零1-2月同比增速为1-2月合计数据

仅供内部参考，请勿外传！

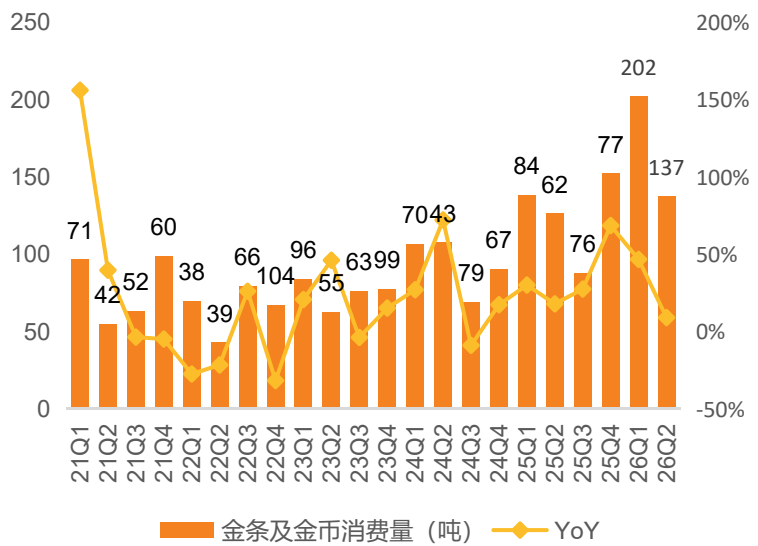
黄金珠宝：结构上看，高金价利好投资金消费量、但黄金首饰消费量承压

- **高金价下黄金珠宝消费量承压**：根据中国黄金协会数据，2025年，中国黄金消费量950吨、同比下降3.57%，其中，黄金首饰364吨、同比下降31.6%，金条及金币504吨、同比增长35.1%，工业及其他用金82吨，同比增长2.3%。26Q1，我国黄金消费量303吨、同比增长4.4%，其中，黄金首饰84.6吨、同比下降37.10%，金条及金币202吨、同比增长46.4%；工业及其他用金16.6吨、同比下降7.4%。26Q2，我国黄金消费量208吨、同比下滑3.1%，其中，黄金首饰48吨、同比下降27.2%，金条及金币137吨、同比增长8.8%；工业及其他用金23吨、同比增长0.6%。
- 受金价高企、税收新政落地等多重因素叠加影响，市场需求呈现多元化发展态势，涵盖高端化、轻量化、高性价比等不同定位的黄金产品，可精准匹配各类消费群体的差异化需求偏好；与此同时，消费者对黄金投资属性的认知不断深化，**2025年我国金条及金币消费量首次超越黄金首饰消费量**，标志着黄金市场消费结构迎来阶段性转变。此外，随着电子、新能源等新兴产业的快速迭代发展，工业领域对黄金的需求稳步释放。

图：国内分季度黄金饰品消费量及增速



图：国内分季度金条及金币消费量及增速



资料来源：中国黄金协会，天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

黄金珠宝：26H1业绩总览

- **26H1整体业绩承压：多数公司Q2收入利润下滑，受金价回调对销售+计提存货跌价影响。**
- **收入：1）增速>20%：**老铺黄金（26Q1增速高）、菜百股份（26Q1增速高）。**2）增速0-20%：**潮宏基飞亚达。**3）增速<0%：**老凤祥（金条出货下滑）、周大生（主要受收入加盟结构变化影响）、中国黄金、迪阿股份、曼卡龙、莱绅通灵、周六福等。
- **利润：1）增速>20%：**老铺黄金、周生生、潮宏基（毛利率提升）、飞亚达。**2）增速0-20%：**曼卡龙。**3）增速<0%：**老凤祥、周大生、中国黄金、菜百股份、迪阿股份、周六福、莱绅通灵等。

表：黄金珠宝板块26H1业绩汇总

代码	公司	25H1				26Q1				26Q2				25H1			
		收入	收入yoy	归母净利	归母净利yoy	收入	收入yoy	归母净利	归母净利yoy	收入	收入yoy	归母净利	归母净利yoy	收入	收入yoy	归母净利	归母净利yoy
6181.HK	老铺黄金	124	251%	23.5	291%	165-175		36-38		~33		~7		198	60%	42.7	88%
600612.SH	老凤祥	334	-17%	12.2	-13%	137	-22%	5.5	-11%	62	-61%	1.7	-72%	200	-40%	7.2	-41%
002867.SZ	周大生	46	-44%	5.9	-1%	20	-27%	2.9	16%	17	-12%	1.6	-54%	46	-21%	4.5	-24%
600916.SH	中国黄金	311	-12%	3.2	-46%	153	40%	1.6	22%	96	-52%	1.2	-37%	311	-20%	2.8	-12%
605599.SH	菜百股份	152	39%	4.6	15%	143	74%	4.0	25%	68	-4%	0.4	-72%	152	38%	4.4	-5%
002345.SZ	潮宏基	41	20%	3.3	44%	25	11%	2.6	40%	19	1%	1.6	11%	41	7%	4.2	27%
301177.SZ	迪阿股份	8	1%	0.8	132%	4	-11%	0.4	81%	4	-1%	-0.02	-104%	8	-6%	0.4	-54%
300945.SZ	曼卡龙	16	26%	0.8	35%	6	-18%	0.6	33%	4	-55%	0.2	-30%	16	-37%	0.8	5%
000026.SZ	飞亚达	18	-14%	0.8	-44%	10	7%	0.7	44%	9	-1%	0.4	-5%	18	3%	1.0	22%
6168.HK	周六福	32	5%	4.2	12%									32	-25%	3.8	-9%
0116.HK	周生生	110	-2%	9.0	71%									110	17%	21.5	139%
603900.SH	莱绅通灵	9	36%	0.6	264%	4	-2%	0.5	89%	2	-57%	-0.3	-207%	9	-34%	0.2	-68%
002574.SZ	明牌珠宝	19	-21%	-0.8	-647%	10	-1%	0.1	132%	9	-10%	-0.3	21%	19	-6%	-0.2	76%
000017.SZ	深中华A	3	50%	0.2	225%	1	-18%	0.1	4%	2	5%	0.04	-65%	3	-6%	0.1	-43%

资料来源：Wind，各公司公告，天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

黄金珠宝：高金价下看好高端金饰、投资金、轻量化时尚饰品方向

- **金价推高黄金珠宝预算，孕育高端金饰行业发展，但高端金饰需要更高水平的产品供给、服务与定位匹配：**各品牌的古法金、高工艺的金镶钻系列增速表现较好（如老铺翻倍以上增长、周大福、六福集团等古法金产品增速接近翻倍增长，周大生国家宝藏系列产品逐步丰富）。当前各品牌已纷纷布局古法金赛道，古法金产品的差异化更多聚焦在产品设计、文化元素融入等，工艺上的差距在收窄（工艺精细度方面仍有差异）。
- **高金价激发投资金需求高增：**金价上涨黄金投资需求增长显著。以投资金为特色的菜百股份收入在25年、26Q1持续高增。
- **差异化产品设计更受年轻消费者青睐，小克重一口价对预算更友好：**高金价下黄金首饰的行业消费量下滑，消费者对于金饰选择更加聚焦，时尚化差异化金饰受到年轻消费者的青睐，且更多向小克重转移（虽然克单价不低但整体预算适中）。如潮宏基、曼卡龙、莱绅通灵凭借时尚年轻或有特色的产品设计，维持领先的收入增速水平。

图：黄金珠宝公司产品结构

公司	产品结构
老铺黄金	100%一口价纯金产品（首饰占比80%、金器占比20%）
周大福	一口价金饰占比30%、克重金饰占比70%
老凤祥	金条占比从50%降到10%，黄金饰品占比提升到90%（一口价约其中的30%、克重类约70%）
周大生	一口价金饰占比10-20%
菜百股份	投资金/首饰金占比80%/20%（正常比例为60%/40%）
潮宏基	一口价金饰占比约30%、克重金饰品占比60%、K金占比不到10%
迪阿股份	钻石为主，黄金刚刚起步
六福集团	一口价金饰占比15%、克重金饰占比78%、其他饰品占比7%
曼卡龙	一口价占比20%+
周生生	黄金饰品占比80%（一口价占比提升至40%）
莱绅通灵	黄金产品占比70%（一口价金饰占比70%-80%）

资料来源：天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

黄金珠宝：中期来看金饰消费需求回归产品导向，看好渠道向产品转型升级周期

■ **在产品差异化方面，各品牌积极布局自身产品系列化。**周大福、潮宏基、六福珠宝、莱绅通灵等品牌等系列获消费者喜爱，取得了不错的销售表现。配合产品形象升级，黄金珠宝终端门店形象也在同步升级，例如周大福正推进新形象门店落地以提升品牌调性。

图：代表性黄金珠宝品牌产品系列化布局

品牌		代表系列			核心系列销售占比
周大福	系列名称	传福	传喜	故宫	FY25传福、故宫系列销售额均达约140亿港元，超出年度目标； FY26H1标志性产品系列（包括传福、传喜、故宫系列）销售额34亿港元、同比+48%
	产品图				
	系列特点	为庆祝周大福创立95周年而推出的全新系列，以绝美标志「福」字及热情的红色调为灵感，融合文化传承与当代优雅气息，呈现历久弥新的设计	灵感源自于中国传统象征吉祥如意的锦包及「喜」字图样，象征着永恒的幸福与喜悦。每件珠宝皆以足金精心打造，并可选择镶嵌钻石，展现古代黄金工艺的精巧细节	设计灵感源自故宫博物院弥足珍贵的藏品，将传统文化的精髓融入每一件的珠宝，完美糅合现代设计与中国传统黄金工艺，让艺术摇发成可穿戴的艺术品	
六福珠宝	系列名称	冰钻	葫芦	福满传家	
	产品图				冰钻系列自推出以来累计销量突破23万件
	系列特点	「冰钻光影金」采用CNC精彩技术、360度花丝工艺及精雕激光切割，实现黄金多面闪闪效果	葫芦寓意「福禄」，以传统及现代美学之不同设计及工艺诠释葫芦	福满传家秉持「家传孝道、福满人生」的理念，将数千年传统文化积淀融入每件产品，结合古韵金、螺细镶嵌及鎏彩等工艺，赋予黄金作品独特的古风韵味与深厚内涵	
潮宏基	系列名称	非遗花丝	臻金•梵华	IP联名系列	非遗花丝系列自2019年推出以来累计售出超18万件； IP系列自2010年起已推出超400个SKU。2024年在中国内地珠宝企业中获得授权IP合作数排名第一
	产品图				
	系列特点	将中国传统珠宝工艺花丝镶嵌工艺运用到系列中，系列衍生出多个子系列	「臻金•梵华」系列以“文玩”+“黄金”的赛道营销成功出圈	25H1成功推出布丁狗、人鱼汉顿、线条小狗、黄油小熊四个IP授权系列，精准把握产品上市节奏，为消费者提供更具价值与情感共鸣的产品，进一步完善差异化IP联名矩阵的生态布局	
周大生	系列名称	国家宝藏	莫奈花园	梵高	
	产品图				
	系列特点	深入挖掘国宝文物背后的历史文化内涵、传承故事、东方美学、传世技艺，与当代审美与工艺进行创新融合，强化品牌产品的国宝文化属性、工艺独特性与中式雅奢美学	与法国国家博物馆合作的系列，在油画珐琅、荧光珐琅的基础上，首创“光影珐琅”工艺将莫奈画作中的光影层次立体呈现，创新“闪动”工艺将花园题材的动态之美赋予珠宝生命感，这两项工艺首次应用于莫奈花园系列的点钻产品	与荷兰梵高美术馆深度合作的系列，在《盛开的杏花》为灵感，在保留画作独特色彩语言的基础上，全面升级设计风格与工艺细节。新品采用更具时尚感与艺术调性的点钻设计，融合高智感的造型比例与质感表达	
莱绅通灵	系列名称	鸢尾	幸运马车	转运星轮	
	产品图				
	系列特点	独特的鸢尾花元素	沿袭品牌经典系列“王室马车”的车轮造型，引入精巧的“玛瑙旋转 轴承全艺”，内含玛瑙使车轮在扳动间顺势旋转，转动丝滑流畅，赋予“轮转启运”的全新 寓意，象征着好运循环不息，珠宝级钻石镶嵌工艺点钻其间，并融入铜钱纹设计，以有金（进）有钻（赚）的美好寓意象征财富增长	灵感来源于梵高《星月夜》中涌动的星轮，汲取梵高狂放的艺术笔触，以 3D 绘图技术解构星轮漩涡的神秘廓形，将画作中的浩瀚星空化作可触摸的转运图腾。每一笔触，皆为好运流转的写照；每一旋转，都是改写命运的序章。抚过不断翻涌变幻的动感 星轮，感受永恒流动的宇宙能量	

图：周大福新形象店（中国香港中环概念店）



资料来源：天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

黄金珠宝：渠道质量重于数量，传统金饰品牌门店仍在调整

- **线下门店数：26H1传统金饰品牌门店仍在调整。**
- **老铺黄金**26H1聚焦门质量提升，门店进行位置及面积优化。**潮宏基**净增门店14家，公司对开店选址依然谨慎，26Q2金价回调影响加盟商积极性上半年开店情况低于年初预期。
- 传统品牌周大福、老凤祥、周大生等2025年整体门店净关店，但收入、利润端表现好于开店情况，通过优化门店结构改善盈利。

表：黄金珠宝行业公司渠道情况

单位：家	25年初门店数	25年净开	25年末门店数	26H1净开店	26H1末门店数
老铺黄金	36	9	45	0	45
周大福	7049	-1236	5813	-608	5205
老凤祥	5838	-483	5355	-439	4916
周大生	5008	-529	4479	-473	4006
六福集团	3343	-181	3073	-216	2857
周六福	4129	-577	3552	-226	3326
潮宏基	1505	163	1668	14	1682
莱绅通灵	377	-61	316	-15	301
曼卡龙	235	17	252	-3	249
菜百股份	100	6	106	-1	105

资料来源：各公司公告，天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

黄金珠宝：渠道端质量重于数量，通过门店调整实现单店收入增长

- **线下直营/加盟比例：老铺、菜百为100%直营模式，老凤祥25年加盟收入占比74%，周大生自营增长更快、25年加盟收入占比降至44%，潮宏基、莱绅等新锐品牌先以自营渠道发展，品牌势能逐步提升后通过加盟实现全国化扩张。**
- **单店表现：**老铺创行业单店收入新高（25你那平均单店收入5.6亿元），且毛利率为行业内较高水平（25年综合毛利率38%）；菜百单店面积大年单店收入水平2-3亿但由于投资金占比高综合毛利率水平仅8%。此外，老凤祥、周大生25年直营门店先于加盟门店正增长。潮宏基、莱绅通灵单店规模快速增长，印证品牌势能。直营店单店毛利率普遍25-37%，加盟单店贡献毛利率9%-18%、方差较大。

表：黄金珠宝行业公司线下渠道分拆

	老铺黄金		菜百股份		老凤祥		周大生		潮宏基(珠宝业务)		莱绅通灵(珠宝业务)		曼卡龙	
	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025
总收入（亿元）	85	273	202	288	566	528	139	88	62	90	12	15	24	27
线下直营收入（亿元）	75	226	151	209	28	37	17	19	18	20	7.6	10.4	6.8	8.0
线下直营收入占总收入比	*88%*	*83%*	*75%*	*72%*	*5%*	*7%*	*13%*	*21%*	*30%*	*22%*	*63%*	*69%*	*29%*	*29%*
线下加盟收入	0	0	0	0	444	391	92	39	32	58	0.9	1.8	3.8	4.1
线下加盟收入占总收入比	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*	*78%*	*74%*	*66%*	*44%*	*52%*	*64%*	*8%*	*12%*	*16%*	*15%*
线下直营门店数	36	45	100	106	197	213	353	398	239	184	256	217	114	129
yoy		*25%*		*6%*		*8%*		*13%*		*-23%*		*-15%*		*13%*
线下直营单店收入（亿元）	2.3	5.6	2.2	2.8	0.15	0.18	0.05	0.05	0.07	0.09	0.03	0.04	0.06	0.07
yoy		*148%*		*29%*		*22%*		*-1%*		*31%*		*57%*		*-1.9%*
线下直营毛利率	25年综合毛利率38%		25年综合毛利率8%		24%	27%	31%	37%	35%	34%	43%	45%	27%	29%
线下加盟门店数					5641	5142	4655	4081	1272	1468	121	99	121	123
yoy						*-9%*		*-12%*		*15%*		*-18%*		*2%*
线下加盟单店贡献收入（亿元）					0.08	0.07	0.02	0.01	0.03	0.04	0.01	0.02	0.03	0.03
yoy						*-6%*		*-54%*		*57%*		*145%*		*6.7%*
线下加盟毛利率					9%	9%	17%	32%	17%	18%	21%	20%	9.1%	8.2%

资料来源：各公司公告，天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

渠道端：关注高金价、内地税改后，中国港澳市场的金饰价格优势，港澳黄金零售表现优异

- 2025年金价上涨叠加11月1日的黄金税改新政影响，内地、港澳金饰的价差拉大，部分中国内地需求或转移至中国港澳。
- 我们跟踪港资珠宝品牌的季度经营表现，周大福、六福集团在26年1-6月中国港澳地区的同店增速均达到40%或以上、环比大幅提升，对应看中国内地同店1-3月同比持平或小幅增长，4-6月增长15-20%。我们认为，价差影响全年延续，或可关注中国港澳地区的结构性增长机会。

表：黄金珠宝行业公司线下渠道分拆

财季	FY24Q1	FY24Q2	FY24Q3	FY24Q4	FY25Q1	FY25Q2	FY25Q3	FY25Q4	FY26Q1	FY26Q2	FY26Q3	FY26Q4	FY27Q1
自然季	23.4~23.6	23.7~23.9	23.10~23.12	24.1~24.3	24.4~24.6	24.7~24.9	24.10~24.12	25.1~25.3	25.4~25.6	25.7~25.9	25.10~25.12	26.1~26.3	26.4~26.6
零售值（GMV）增长yoy：													
周大福													
集团	**29.4%**	**5.8%**	**46.1%**	**12.4%**	**-20.0%**	**-21.0%**	**-14.2%**	**-11.6%**	**-1.9%**	**4.1%**	**17.8%**	**-1.5%**	**15.1%**
中国内地	**25.2%**	**0.6%**	**42.2%**	**12.4%**	**-18.6%**	**-19.4%**	**-13.0%**	**-10.4%**	**-3.3%**	**3.0%**	**16.9%**	**-8.2%**	**10.7%**
珠宝镶嵌、铂金及K金首饰	8.0%	-17.9%	7.0%	-14.2%	-23.1%	-20.3%	-11.9%	2.4%	0.5%	10.0%	59.6%	-6.5%	-5.5%
黄金首饰及产品	30.3%	4.9%	52.2%	18.8%	-18.0%	-19.3%	-13.0%	-12.3%	-3.6%	2.3%	-0.6%	-9.3%	21.0%
中国港澳及其他市场	**64.0%**	**54.1%**	**70.8%**	**12.8%**	**-28.8%**	**-31.0%**	**-20.4%**	**-20.7%**	**7.8%**	**11.4%**	**22.9%**	**58.5%**	**44.8%**
珠宝镶嵌、铂金及K金首饰	9.0%	-4.3%	10.2%	-24.3%	-27.0%	-15.5%	34.4%	-2.2%	4.8%	10.7%	-7.1%	57.0%	22.2%
黄金首饰及产品	100.8%	81.7%	104.6%	25.8%	-30.4%	-35.8%	-33.5%	-23.7%	11.4%	13.2%	46.7%	61.5%	57.7%
六福集团													
集团	**24%**	**9%**	**46%**	**5%**	**-18%**	**-16%**	**-6%**	**-2%**	**13%**	**18%**	**26%**	**19%**	**32%**
分地区yoy：													
中国内地	**21%**	**5%**	**37%**	**9%**	**-13%**	**-13%**	**-2%**	**1%**	**14%**	**20%**	**26%**	**8%**	**22%**
中国港澳及海外	**92%**	**63%**	**97%**	**10%**	**-26%**	**-31%**	**-20%**	**-11%**	**9%**	**13%**	**20%**	**42%**	**41%**
同店销售增长yoy：													
周大福													
中国内地（直营）	**8.5%**	**-12.5%**	**22.7%**	**-2.7%**	**-26.4%**	**-24.3%**	**-16.1%**	**-13.2%**	**-3.3%**	**7.6%**	**21.4%**	**0.2%**	**19.6%**
中国内地（加盟）	**9.3%**	**-11.4%**	**32.4%**	**8.3%**	**-19.1%**	**-20.3%**	**-12.3%**	**-8.7%**	**0.0%**	**8.6%**	**26.3%**	**-5.8%**	**15.7%**
中国港澳及其他市场	**64.2%**	**55.7%**	**66.6%**	**4.5%**	**-30.8%**	**-30.8%**	**-21.3%**	**-22.5%**	**2.2%**	**6.2%**	**14.3%**	**40.1%**	**41.7%**
六福集团													
集团	**62%**	**31%**	**67%**	**-5%**	**-34%**	**-35%**	**-22%**	**-10%**	**5%**	**10%**	**15%**	**33%**	**39%**
中国内地	**3%**	**-8%**	**18%**	**-10%**	**-24%**	**-29%**	**-11%**	**2%**	**19%**	**3%**	**7%**	**-1%**	**16%**
中国港澳及海外	**75%**	**41%**	**80%**	**-4%**	**-34%**	**-38%**	**-24%**	**-14%**	**3%**	**11%**	**16%**	**39%**	**41%**
香港	**70%**	**28%**	**55%**	**-2%**	**-37%**	**-36%**	**-17%**	**-9%**	**1%**	**10%**	**15%**	**44%**	**44%**
澳门	**90%**	**95%**	**165%**	**-8%**	**-34%**	**-42%**	**-40%**	**-22%**	**-1%**	**15%**	**22%**	**34%**	**49%**
海外									**20%**	**13%**	**11%**	**25%**	**14%**

资料来源：各公司公告，天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

黄金珠宝：金价同比上涨、产品渠道结构变化影响毛利率表现

- **毛利率：26H1毛利率整体略增。克重在金价上涨中毛利率提升更有优势（一口价产品提价或滞后于金价），同时，金条/首饰产品结构、加盟出货结构/自营占比的阶段性变化影响整体毛利率水平（如菜百股份低毛利率的金条销售增长导致综合毛利率降低，周大生高毛利的自营渠道收入占比提升，潮宏基高毛利产品的销售及出货均有更高的增长）。**
- **利润率：利润率增速整体略低于毛利率。**3-6月金价回调导致部分公司计提存货跌价准备（周大生、菜百股份）。

表：黄金珠宝行业公司26H1盈利情况

代码	公司	2025				26Q1				26Q2				26H1			
		毛利率	毛利率yoy	净利率	净利率yoy	毛利率	毛利率yoy	净利率	净利率yoy	毛利率	毛利率yoy	净利率	净利率yoy	毛利率	毛利率yoy	净利率	净利率yoy
6181.HK	老铺黄金	38%	-4%	18%	1%									41%	3%	22%	3%
600612.SH	老凤祥	9%	0%	4%	0%	13%	3.7%	5%	0%	11%	2.2%	4%	-1%	12%	3%	5%	0%
002867.SZ	周大生	31%	11%	13%	5%	39%	13.2%	15%	6%	34%	3.7%	9%	-4%	37%	7%	12%	-1%
600916.SH	中国黄金	3%	-1%	0%	-1%	3%	-2.9%	1%	0%	2%	-2.2%	1%	0%	3%	-2%	1%	0%
605599.SH	菜百股份	8%	-1%	4%	0%	7%	-1.2%	3%	-1%	4%	-3.3%	1%	-2%	6%	-1%	2%	-1%
002345.SZ	潮宏基	22%	-2%	5%	2%	27%	4.0%	11%	2%	28%	4.2%	8%	0%	27%	4%	10%	2%
300945.SZ	曼卡龙	15%	2%	4%	0%	27%	11.1%	9%	3%	24%	10.6%	6%	1%	26%	12%	8%	3%
000026.SZ	飞亚达	36%	-2%	2%	-3%	34%	-0.6%	7%	2%	36%	0.1%	4%	0%	35%	-1%	5%	1%
6168.HK	周六福	27%	2%	13%	1%									35%	8%	16%	3%
0116.HK	周生生	33%	4%	8%	4%									33%	0%	17%	9%
603900.SH	莱绅通灵	38%	5%	4%	19%	48%	6.8%	15%	7%	46%	10.4%	-16%	-23%	47%	11%	3%	-4%
002574.SZ	明牌珠宝	6%	-1%	-11%	-11%	8%	-4.5%	1%	5%	8%	-0.2%	-3%	1%	8%	0%	-1%	3%
000017.SZ	深中华A	11%	5%	6%	3%	11%	2.8%	5%	1%	5%	-5.7%	3%	-3%	8%	-3%	4%	-2%

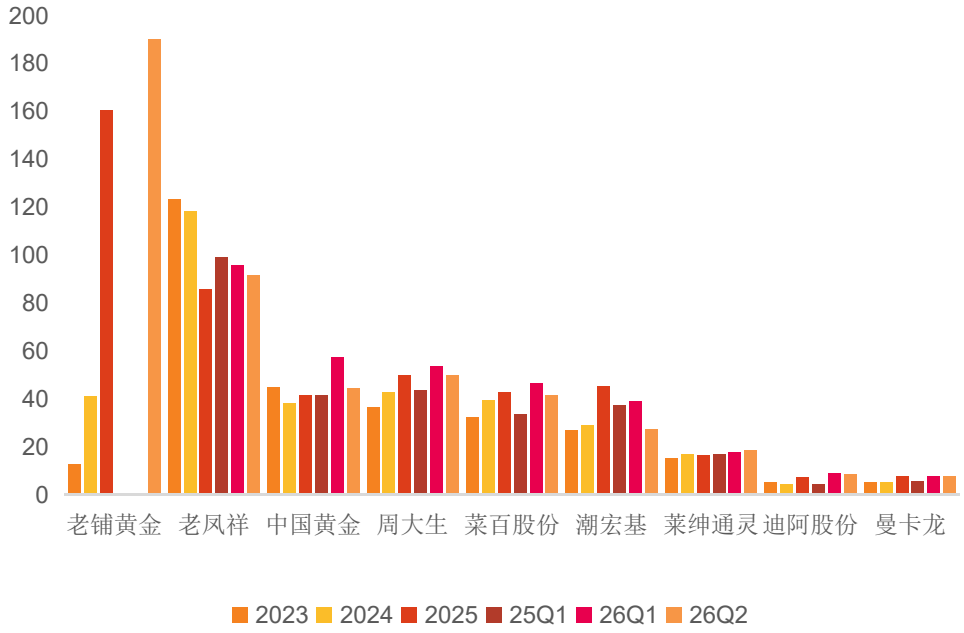
资料来源：Wind，天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

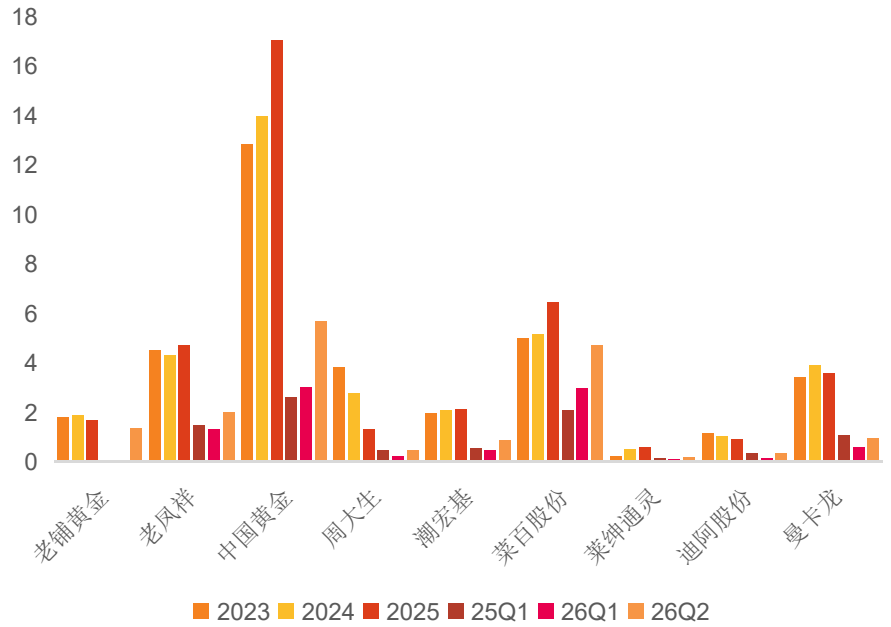
营运：金价高企、终端疲软，存货周转环比下降

- **存货水平：**26H1末，老铺黄金/老凤祥/中国黄金/周大生/莱绅通灵/迪阿股份存货较25年末+18%/+7%/+7%/0%/+14%/+22%。大部分公司库存增长，主要系金价上涨。菜百股份/潮宏基/曼卡龙存货较25年末-3%/-40%/-1%。
- **存货周转：**26H1，老铺黄金、老凤祥、周大生、潮宏基等公司存货周转均较25年下降。

图：黄金珠宝公司存货变动水平（亿元）



图：黄金珠宝公司存货周转率变动（次）



资料来源：Wind，天风证券研究所

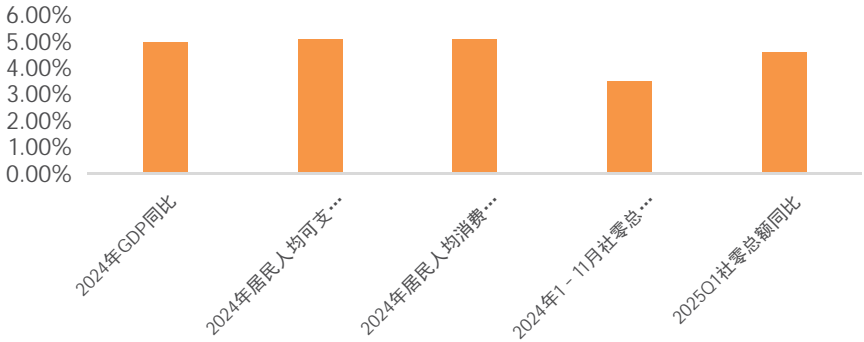
仅供内部参考，请勿外传！

线下零售：消费修复节奏放缓，线下零售分化态势加剧

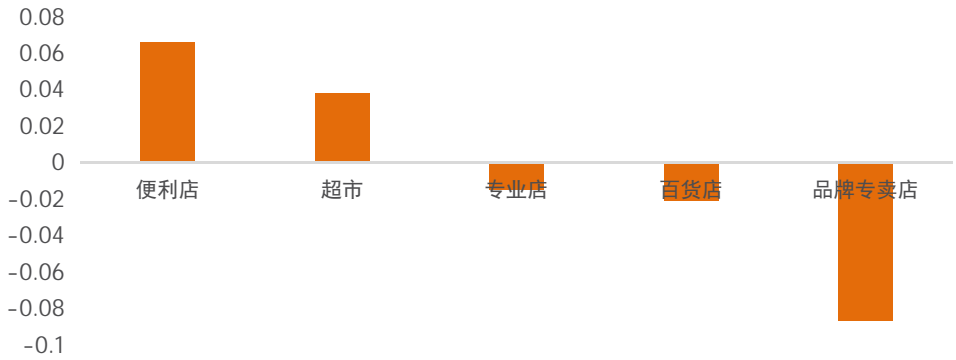
2025 年以来零售行业复苏动能边际走弱，消费基本盘有支撑但修复力度收窄：2025 年 GDP、居民可支配收入均同比 + 5.0%，人均消费支出 + 4.4%；社零增速由 2025 年 + 3.7% 回落至 2026 年 1- 6 月 + 1.3%，居民消费意愿偏谨慎。线下业态分化显著，刚需社区类渠道韧性较强。从线下业态看，增长分化特征更为显著，便利店、超市等偏刚需、社区化、高频消费的渠道保持正增长，而专业店、百货店、品牌专卖店均出现不同程度下滑，行业竞争重点正从“门店规模扩张”转向“运营效率提升、商品结构优化与单店盈利模型打磨”。

- **传统商超：**增长由门店扩张转向低效门店出清，向社区店 / 折扣店 / 会员店转型、仓店一体及自有品牌建设，优化单店盈利；网络零售增速放缓，但仍是消费与效率修复重要抓手。
- **百货/区域零售：**受客流、可选消费意愿、刚性费用压制，收入弹性偏弱，行业整体延续下行。
- **量贩零食：**高性价比需求与下沉渠道渗透仍是行业最清晰的增量逻辑，但行业已从高速扩张进入结构性升级阶段，双寡头格局确立。
- **品牌/IP零售：**重心由流量 IP 转向价值 IP 深耕，IP 联名转向品牌建设，依靠自有 IP、场景与会员运营抬升溢价、巩固用户粘性。
- **内容/自营零售：**流量红利减弱，核心壁垒转向自营产品、供应链管控、私域运营与用户复购。

消费基本盘延续修复：核心宏观与零售指标增速



2026 年1-6月线下各业态零售额同比增速



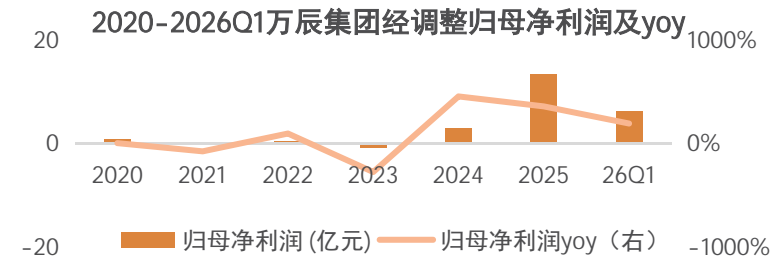
资料来源：中国报告大厅、天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

各品牌分化加剧

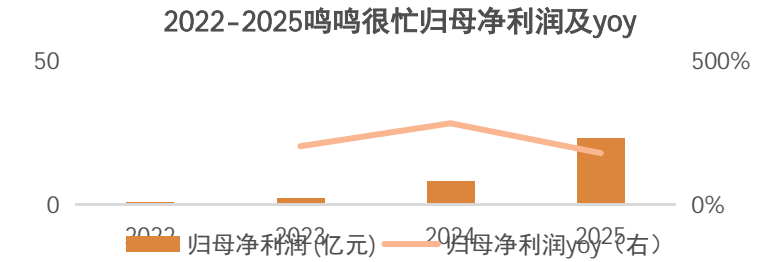
➢ 万辰集团：量贩零食规模效应持续兑现，25 年业绩高增

➢ 量贩零食主业收入持续放量，依托 “好想来” 门店扩张带来采购议价、加盟运营效率提升，2025- 2026Q1 收入、利润高速增长，规模效应持续兑现，实现收入增长向利润弹性转化，经营现金流为盈利提供支撑。



➢ 鸣鸣很忙：门店高增驱动规模扩张，加盟释放利润弹性

➢ 全年新开门店 7813 家，总数达 2.19 万家，闭店率仅 1.2%，单店模型健康可复制；2.1 亿会员体系强化用户复购与客单价。依托高加盟意愿实现门店高速拓张，同时供应链、组织运营优化与高粘性会员体系加持，2025 年收入毛利同步高增，加盟体系质量改善驱动利润弹性释放。



➢ 永辉超市：调改提质成效兑现，上半年扭亏为盈

➢ 推进低效门店出清与门店调改，深化商品及供应链改革，自有与定制商品建设取得进展，毛利率抬升、费用率下行，调改提质成效显现，2026 上半年归母净利润实现扭亏为盈。



➢ 东方甄选：FY26 自营品加速与渠道扩张带动利润修复

➢ 经历 FY25 转型阵痛后，通过抖音矩阵扩量、APP 私域建设、自营商品占比提升，优化供应链与整体运营效率，FY26 营收与利润大幅修复，流量增长逐步传导至盈利端。



仅供内部参考，请勿外传！

跨境电商规模持续扩张，行业增速换挡后步入分化修复阶段

- **规模趋势：**2020－2025年，我国跨境电商进出口规模由1.69万亿元提升至2.75万亿元，五年CAGR约10.2%，说明跨境电商仍是外贸增长中韧性较强的方向。从增速看，行业YoY已由2020年的31.1%回落至2025年的4.6%，但2026年开年修复动能有所回暖，一季度进出口规模达0.618万亿元，同比增速回升至13.3%，显现出边际改善信号。
- **行业判断：**当前跨境电商并非需求消失，而是增长逻辑发生变化：过去依靠平台流量、低价供给和SKU扩张即可实现规模增长；进入2025－2026年后，受地缘贸易扰动、汇率波动、关税扰动、平台费用和履约成本抬升，使行业Beta边际减弱。公司分化将更多取决于品牌溢价、产品创新、海外渠道进入能力和供应链韧性，具备上述能力的龙头企业有望在行业增速放缓阶段继续兑现Alpha。
- **增长逻辑切换：**跨境电商已从早期依靠平台流量红利、低价供给和 SKU 粗放扩张的规模驱动阶段，转向品牌溢价、产品创新、全渠道布局和供应链韧性并重的经营质量竞争阶段。跨境电商2026年一季度进出口规模达0.618万亿元，同比增长13.3%，行业增速回暖，价值化运营成为长期增长核心主线。
- **分化主线清晰：**汇率、关税、平台费用和履约成本上行，使低价铺货模式利润空间收窄，行业内部开始分化为品牌化出海、渠道多元化、供应链本地化、贸易平台化和外贸服务AI化等方向。

分化方向	核心能力要求
品牌化出海	品牌溢价、产品创新、用户心智
渠道多元化	多平台运营、线下零售渠道、区域市场差异化运营
供应链本地化	海外仓、本地履约、东南亚产能、 库存管理
贸易平台化	线下市场资源、数字贸易平台、跨境服务生态
外贸服务AI化	B2B平台流量、AI工具、买卖双方数据沉淀

赛维时代	2026Q1 营收 27.20 亿元 /yoy+10.65%，归母净利润 0.43 亿元/yoy- 9.51%	Q1 利润受汇率等外部因素扰动出现下滑。服饰多品牌矩阵驱动主业稳健增长，库存风险持续缓释，AI 落地实现降本，新渠道与新品牌有望打开中长期增长空间。
焦点科技	2026Q1 营收 5.11 亿元 /yoy+15.81%，归母净利润 0.98 亿元/yoy- 12.53%	Q1 利润承压源于各项费用抬升。中国制造网构筑盈利基本盘，会员与流量同步改善，AI 麦可业务高速放量，为平台打造第二增长曲线。
小商品城	2026Q1 营收 45.93 亿元 /yoy+45.29%，归母净利润 9.90 亿元/yoy+23.29%	业绩维持高增态势。依托义乌出口景气，全球数贸中心商位放量，贸易服务板块快速崛起，招商回款能力强劲，持续贡献业绩弹性。

资料来源：海关总署、央视网、配额许可证事务局、新华网、天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

目　录

一、消费
社零月度跟踪
二、社服
出行链
酒店行业指数与PMI月度数据
酒店供给指标
酒店需求指标
酒店周度数据（STR）
华住、锦江经营数据：RevPAR、OCC、ADR
旅游市场年度、季度数据
旅游市场节假日数据
博彩
澳门博彩毛收入
餐饮茶饮
餐饮行业社零
餐饮公司季度同店及茶饮公司月度同店同比趋势
茶饮咖啡品牌月度新开店及存量门店趋势
三、美护
化妆品
化妆品社零收入及同比
重点化妆品品牌电商月度数据
个护
重点个护品牌电商月度数据
四、零售
免税
海南免税月度数据
黄金珠宝
金价走势
黄金珠宝行业社零
国内黄金首饰、投资金需求跟踪
黄金珠宝品牌抖音渠道月度跟踪
东方甄选
东方甄选高频跟踪
潮玩
泡泡玛特电商月度数据
泡泡玛特电商周度数据

仅供内部参考，请勿外传！

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

仅供内部参考，请勿外传！

THANKS