下载日志已记录，仅供内部参考

华创研究
证券研究报告

零售美护行业2026年中报业绩综述：出海韧性强，内需待修复

2026年9月22日

分析师 汤秀洁 执业编号：S0360525080008 邮箱：tangxiujie@hcyjs.com
联系人 方逸涵 邮箱：fangyihan@hcyjs.com

本报告由华创证券有限责任公司编制
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。华创证券对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买 卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议。
请仔细阅读PPT后部分的分析师声明及免责声明。

©202华创 版权所有

下载日志已记录，仅供内部参考

摘要

电商品牌：2021-2025年，选股思路围绕电商红利特别是抖音流量红利释放，牛股倍出。核心逻辑是——①抖音流量红利导向某一个细分消费赛道；②细分赛道格局洗牌，则该对应的赛道在洗牌时会重新跑出1-2个新龙头标的，对应新龙头标的有机会牛股，例如化妆品-上美 、珀莱雅、毛戈平；宠物-乖宝、中宠；个护-登康、润本；卫生巾-百亚；保健品-若羽臣。

现在选股思路逐步失效，因为：抖音流量红利基本结束，找不到新的渠道爆发红利期细分赛道，板块初步进入第二阶段——竞争格局优化、中腰部和长尾品牌衰退，所以后续要寻找能提升市占率的确定性龙头。

但要注意：竞争格局优化并没有带来盈利确定性改善，主要系龙头竞争加剧（国际大牌崛起+国货龙头产品生态位重叠），所以仍需要一段时间的竞争之后，格局更稳定，再期待盈利改善和盈利确定性机会——届时电商新消费或迎来拐点。

黄金珠宝：板块投资逻辑进一步从“金价弹性”转向“经营α+旺季修复”，优先选择能够持续获得渠道资源、提升店效并通过产品升级获取品牌溢价的公司。26H1已经验证，行业需求偏弱并不意味着所有公司业绩同步承压，品牌势能和渠道质量较强的企业仍可以实现收入与利润增长；与此同时，传统加盟模式仍处调整阶段，加盟商盈利能力、门店出清进度和补货意愿将决定相关公司的业绩拐点。Q3-Q4如果终端消费边际回暖，经营质量较高的公司有望率先体现利润弹性，渠道调整接近尾声的龙头则具备低基数下的困境反转机会。

跨境电商：26年外部环境的核心特征是“海外需求有韧性、关税改善、汇率承压”。需求端看，美国及欧洲消费整体仍保持韧性，品牌型出海公司收入端普遍维持较快增长。中报阶段应淡化表观利润增速，更关注剔除关税退税和汇兑损益后的正常化盈利能力，建议围绕三条主线筛选标的：一是外贸基础设施和数字化服务主线，重点关注小商品城、焦点科技；二是品牌化产品出海主线，重点关注安克创新；三是平台型卖家效率修复主线，重点关注华凯易佰、赛维时代。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

01 美容护理：电商红利贝塔持续走弱，头部竞争加剧导致利润承压

02 黄金珠宝：金价高波动的影响显著，期待金价企稳后的情绪修复

03 跨境电商：需求韧性延续，外部扰动缓和，优选高质量成长标的

04 风险提示

下载日志已记录，仅供内部参考

业绩特征：2026H1/Q2业绩继续“强分化”①部分修复/成长标的延续较快增长，如若羽臣、上海家化、润本；②传统龙头增速明显分化，珀莱雅收入端趋稳，爱美客&丸美仍承压；③高景气公司内部同样分化，毛戈平保持较强韧性，上美&巨子生物业绩压力加大。整体看，市场从看增速进一步转向看增长持续性和利润质量。

行业判断：化妆品端渠道β进一步弱化、品牌α分化加剧，Q2线上并未出现普涨，增长更多来自新品、新品牌和单品牌突破，核心看新品效率、品牌矩阵和组织运营能力；医美端爱美客、华熙生物、巨子生物业绩承压，核心仍看新品兑现与运营效率。

股价波动：①高增长未必对应估值提升，若羽臣、毛戈平年初至今股价仍下跌；②业绩承压标的继续调整，上美、爱美客、巨子生物跌幅较大；③修复型公司股价表现同样偏弱，说明市场更看重业绩持续性与确定性。

板块观点：板块当前继续坚持“业绩确定性为王”，单季度高增和低基数修复的重要性下降，优先关注收入增长可持续、利润质量改善、第二曲线逐步兑现的公司，谨慎对待主品牌失速、利润压力较大的标的。

投策策略：①关注增长兑现型，如毛戈平、若羽臣、润本；②关注经营修复型，如珀莱雅、上海家化、贝泰妮；③谨慎对待高基数且业绩不确定性较大标的。核心仍看新品放量、第二品牌接棒及利润兑现能力。

下载日志已记录，仅供内部参考

1、2026H1年&26Q2业绩一览

公司	年初至今涨跌幅(9.21)	收入(亿元)		收入YOY		归母净利润（亿元）		归母净利YOY		扣非归母		扣非归母YOY		毛利率		净利率	
		26H1	26Q2	26H1	26Q2	26H1	26Q2	26H1	26Q2	26H1	26Q2	26H1	26Q2	26H1	26Q2	26H1	26Q2
珀莱雅	-15%	53.7	30.7	0%	2%	11.7	8.0	46%	96%	6.6	3.2	-14%	-18%	74%	74%	22%	26%
爱美客	-33%	12.2	5.8	-6%	-8%	5.9	3.0	-25%	-15%	5.3	2.3	-26%	-27%	92%	92%	49%	51%
贝泰妮	-16%	25.9	14.7	9%	4%	2.9	2.3	18%	3%	2.5	2.1	35%	27%	75%	76%	11%	15%
若羽臣	-15%	22.9	12.9	73%	73%	1.7	1.0	132%	112%	1.6	0.9	129%	107%	65%	66%	7%	7%
水羊股份	-3%	25.1	13.1	0%	-7%	0.9	0.5	-29%	-36%	0.8	0.5	-31%	-40%	67%	69%	3%	4%
上海家化	-16%	37.9	20.0	9%	12%	3.8	1.6	43%	227%	3.5	0.9	59%	196%	66%	67%	10%	8%
敷尔佳	-8%	11.6	6.1	34%	8%	2.6	0.8	11%	-39%	1.7	0.6	0%	-46%	77%	77%	22%	14%
华熙生物	-19%	17.6	9.3	-22%	-22%	1.5	0.9	-31%	-26%	1.3	0.7	-25%	-22%	68%	68%	9%	10%
丸美生物	-6%	16.6	7.8	-6%	-15%	1.6	0.5	-11%	38%	1.1	0.1	-32%	-60%	74%	73%	9%	7%
润本股份	-12%	10.5	7.9	18%	20%	2.3	1.7	20%	20%	2.2	1.7	23%	22%	61%	61%	21%	22%
青木科技	-23%	7.3	3.9	9%	-2%	0.9	0.4	68%	7%	0.7	0.4	51%	8%	58%	60%	12%	11%
壹网壹创	-13%	4.3	2.2	-19%	-24%	0.7	0.3	-6%	-22%	0.6	0.3	-6%	-22%	33%	34%	15%	16%
港股																	
毛戈平	-42%	32.7	-	26%	-	8.1	-	20%	--	8.1	-	20%	-	85%	-	25%	-
上美股份	-69%	37.6	-	-9%	-	1.1	-	-79%	--	1.1	-	-79%	-	77%	-	3%	-
巨子生物	-22%	29.2	-	-6%	-	9.4	-	-21%	--	9.2	-	-22%	-	79%	-	32%	-
四环医药	-38%	11.6	-	1%	-	2.2	-	119%	--	0.5	-	-54%	-	59%	-	18%	-

资料来源：Wind，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

2、化妆品：行业β趋弱，品牌α分化

- **①收入降速：**原因是行业电商流量红利见顶，缺少β /头部品牌竞争加剧，市占率提升难度大/缺少新的成分故事，叠加流量成本贵，新品孵化困难，传统大单品又进入降速周期，第二成长曲线不明朗。
- **②收入增速普遍 > 扣非净利润增速：**价格战导致毛利率下降或竞争加剧导致营销费用提升。
- 结论：渠道红利进一步弱化，“业绩确定性为王”的逻辑继续强化。 在没有统一渠道红利、品牌表现高度分化的背景下，单纯依赖行业β难以获得持续增长，核心仍是看公司新品效率、品牌矩阵及组织运营能力；能够持续跑出新品/新品牌、并兑现到收入利润端的公司更值得关注。

单位：万元	品牌	抖音	
		2026年6月YOY	26年Q2YOY
毛戈平	**毛戈平**	**29707**	**74410**
	毛戈平yoy	136%	58%
珀莱雅	**珀莱雅合计**	**50188**	**162007**
	珀莱雅合计yoy	24%	20%
	珀莱雅	39004	124534
	珀莱雅yoy	18%	26%
	彩棠	5311	16276
	彩棠yoy	47%	-20%
	OR	4024	14937
	ORyoy	94%	63%
	悦芙媞	1849	6261
	悦芙媞yoy	9%	-1%
巨子生物	**巨子生物汇总**	**19484**	**68790**
	巨子生物yoy	53%	1%
	可复美	13992	50448
	可复美yoy	47%	-6%
	可丽金	5493	18342
	可丽金yoy	70%	24%
润本股份	**润本**	**8957**	**31829**
	润本yoy	38%	28%

单位：万元	品牌	抖音	
		2026年6月YOY	26年Q2YOY
上美股份	**上美股份合计**	**96203**	**237706**
	上美股份合计yoy	12%	2%
	韩束	67877	178961
	韩束yoy	-8%	-12%
	一叶子	765	2981
	一叶子yoy	52%	161%
	红色小象	832	2820
	红色小象yoy	-77%	-53%
	newpage	6076	24296
	newpageyoy	122%	91%
	安敏优	4181	10074
	安敏优yoy	0%	41%
丸美生物	**丸美生物合计**	**19728**	**60979**
	丸美生物合计yoy	-24%	-27%
	丸美	14895	46200
	丸美yoy	-25%	-18%
	恋火	4833	14779
	恋火yoy	-22%	-47%
贝泰妮	**贝泰妮合计**	**11704**	**44940**
	贝泰妮合计yoy	23%	33%
	薇诺娜	10942	41246
	薇诺娜yoy	20%	29%
	薇诺娜宝贝	761	3693
	薇诺娜宝贝yoy	101%	110%

资料来源：蝉妈妈，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

3、年初以来：港股美妆三龙头股价跌幅较大，降速&港股消费情绪承压压

■ **2026H1港股三家美妆公司销售费用率均有所提升、毛销差均同比收窄，但背后的经营逻辑存在明显分化。**

- **毛戈平收入同比+26.2%，毛利率仍提升0.6pp，**销售费用率上升主要来自品牌宣传及渠道建设的主动投入，且彩妆高增长、线上线下双轮驱动仍在延续，因此收入增长能够较好消化费用压力，净利率仅同比下降1.2pp，整体经营质量相对稳健。
- **巨子生物收入同比-6.3%，同时毛利率下降2.2pp、销售费用率提升9.4pp**，渠道结构调整叠加品牌建设、新品推广及自营渠道投入，毛销差大幅收窄11.6pp，利润降幅明显大于收入，当前仍处于调整与投入阶段，后续需观察新品及医美产品能否带动收入重新提速。
- **上美收入同比-8.6%，虽然毛利率逆势提升1.2pp，但销售费用率升至66.1%，**韩束收入下滑导致收入基数收缩，同时人才、组织及品牌建设投入仍在前置，费用刚性被进一步放大，最终净利率降至2.9%，利润端承压最为明显；一页Newpage、安敏优仍保持较快增长，多品牌结构改善提供一定中长期支撑。

公司	收入（亿元）		归母利润（亿元）		毛利率		销售费用率		毛销差		归母净利率	
	26H1	同比变化	26H1	同比变化	26H1	同比变化	26H1	同比变化	26H1	同比变化	26H1	同比变化
巨子生物	29.2	-6.3%	9.4	-20.5%	79.5%	-2.2pp	43.42%	+9.41pp	36.0%	-11.6pp	32.2%	-5.8pp
毛戈平	32.7	+26.2%	8.1	+20.3%	84.8%	+0.6pp	47.4%	+2.3pp	37.4%	-1.6pp	24.7%	-1.2pp
上美股份	37.6	-8.6%	1.1	-79.4%	76.7%	+1.2pp	66.1%	+9.2pp	10.6%	-8.0pp	2.9%	-9.9pp

资料来源：相关公司公告，华创证券

此页包含机密资料，其全部或任何部分不可被复制或再发送。本页不构成对任何产品的要约出售/购买、招揽或建议。关于免责声明全文，详见本PPT最后部分。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

01 美容护理：电商红利贝塔持续走弱，头部竞争加剧导致利润承压

02 黄金珠宝：金价高波动的影响显著，期待金价企稳后的情绪修复

03 跨境电商：需求韧性延续，外部扰动缓和，优选高质量成长标的

04 风险提示

下载日志已记录，仅供内部参考

黄金珠宝：Q2受金价高波动影响，关注金价触底反弹下旺季边际修复

- **业绩特征：26H1业绩继续“强分化”，品牌势能与经营效率成为核心分水岭。**①老铺黄金延续强势增长，26H1收入/归母净利润同比+60%/+88%，高端品牌势能、门店扩张与店效提升共同驱动，显著跑赢行业；潮宏基收入/归母净利润同比+7%/+27%，渠道扩张与产品结构升级继续兑现。②传统黄金珠宝企业整体承压，老凤祥、周大生、中国黄金26H1收入分别同比-40%/-21%/-20%，其中周大生主动出清低效加盟门店、渠道调整对收入和利润形成阶段性压力，老凤祥仍处于终端需求偏弱和渠道调整期。③Q2压力进一步向利润端体现，周大生、老凤祥归母净利润分别同比-54%/-72%，菜百股份Q2收入/归母净利润同比-4%/-72%，金价快速回撤及宽幅波动下，不同商业模式和库存敞口带来的盈利弹性进一步分化。
- **行业判断：26年黄金珠宝行业进入“金价高波动、首饰弱β、公司强α”阶段，Q3需求有望边际修复，Q4旺季提供进一步催化。**年初金价快速冲高后大幅回撤，此后维持宽幅震荡，消费者观望情绪仍较强，26Q1/Q2黄金首饰消费量分别同比-37%/-27%，Q2降幅已经有所收窄；与此同时，金条金币消费增速从26Q1的+46%回落至Q2的+9%，此前由金价单边上涨驱动的投资需求β也在减弱。展望Q3，随着前期金价剧烈波动影响逐步消化、低基数以及七夕等旺季带动，终端需求存在边际改善空间；Q4进入国庆、双十一及年底婚庆备货旺季，如果金价波动进一步收敛，首饰需求有望继续修复。行业层面仍缺乏明显的总量和开店β，收入和利润增长更多取决于品牌、产品、渠道和运营效率。
- **板块观点：**板块投资逻辑进一步从“金价弹性”转向“经营α+旺季修复”，优先选择能够持续获得渠道资源、提升店效并通过产品升级获取品牌溢价的公司。26H1已经验证，行业需求偏弱并不意味着所有公司业绩同步承压，品牌势能和渠道质量较强的企业仍可以实现收入与利润增长；与此同时，传统加盟模式仍处调整阶段，加盟商盈利能力、门店出清进度和补货意愿将决定相关公司的业绩拐点。Q3-Q4如果终端消费边际回暖，经营质量较高的公司有望率先体现利润弹性，渠道调整接近尾声的龙头则具备低基数下的困境反转机会。
- **投资策略：①品牌成长主线，建议关注老铺黄金、潮宏基。**老铺黄金品牌势能仍在强化，门店数量、店效与产品结构共同驱动成长，26H1业绩继续显著领先行业；潮宏基依靠花丝等特色产品及高端渠道发力形成差异化竞争力，在行业弱需求环境下仍实现利润较快增长，后续重点观察门店扩张与同店增长的持续性。**②龙头困境反转主线，建议关注周大生。**公司当前主动优化加盟渠道、出清低效门店，短期报表仍处于压力释放阶段，但直营和电商占比持续提升，品牌使用费调整亦有望贡献增量；若Q3-Q4终端需求和加盟商补货意愿改善，叠加低基数，业绩有望逐步进入修复通道。

下载日志已记录，仅供内部参考

黄金珠宝：高金价下业绩明显分化，品牌型公司表现占优

- 26H1黄金珠宝板块业绩分化进一步加大。高金价持续压制传统黄金首饰消费，加盟、批发占比较高的传统黄金珠宝企业收入普遍承压；老铺黄金依靠品牌势能、店效提升及门店扩张，26H1收入、归母净利润分别同比+60%、+88%，显著领先行业，潮宏基收入保持增长、利润实现较快增长。
- 从26Q2来看，多数传统黄金珠宝公司经营压力仍较明显，老凤祥、中国黄金、莱百股份、曼卡龙等收入及利润同比下滑，周大生收入降幅有所收窄但利润降幅扩大。不同商业模式下盈利能力差异显著，品牌溢价和产品差异化能力较强的公司具备更高毛利率及净利率，高金价环境下盈利韧性进一步体现。

黄金珠宝公司26H1及26Q2业绩表现（亿元）

公司	年初至今涨跌幅（9.21）	收入		收入YOY		归母净利润		归母净利YOY		扣非归母		扣非归母YOY		毛利率		净利率	
		26H1	26Q2	26H1	26Q2	26H1	26Q2	26H1	26Q2	26H1	26Q2	26H1	26Q2	26H1	26Q2	26H1	26Q2
老铺黄金	-39%	198.1	--	60%	--	42.7	--	88%	--	42.7	--	0%	--	41.3%	--	21.5%	--
老凤祥	-26%	199.9	62.4	-40%	-61%	7.2	1.7	-41%	-72%	8.2	1.7	-22%	-96%	12.2%	10.9%	4.7%	4.0%
周大生	-11%	36.4	16.9	-21%	-12%	4.5	1.6	-24%	-54%	4.4	1.6	-25%	-54%	36.9%	34.1%	12.4%	9.3%
中国黄金	-5%	249.0	95.5	-20%	-52%	2.8	1.2	-12%	-37%	2.9	1.2	-8%	-30%	2.6%	2.3%	0.9%	0.6%
莱百股份	-9%	210.4	67.7	38%	-4%	4.4	0.4	-5%	-72%	4.8	0.3	22%	-73%	6.1%	3.9%	2.1%	0.6%
潮宏基	-26%	43.7	18.8	7%	1%	4.2	1.6	27%	11%	4.2	1.6	28%	11%	27.4%	28.0%	9.7%	8.5%
曼卡龙	-25%	9.8	3.8	-37%	-55%	0.8	0.2	5%	-30%	0.7	0.2	9%	-37%	25.8%	24.1%	8.2%	6.3%
莱绅通灵	-18%	5.8	2.1	-34%	-57%	0.2	(0.3)	-68%	-207%	0.2	(0.3)	-74%	-202%	47.3%	46.5%	3.3%	-16.1%

资料来源：Wind，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

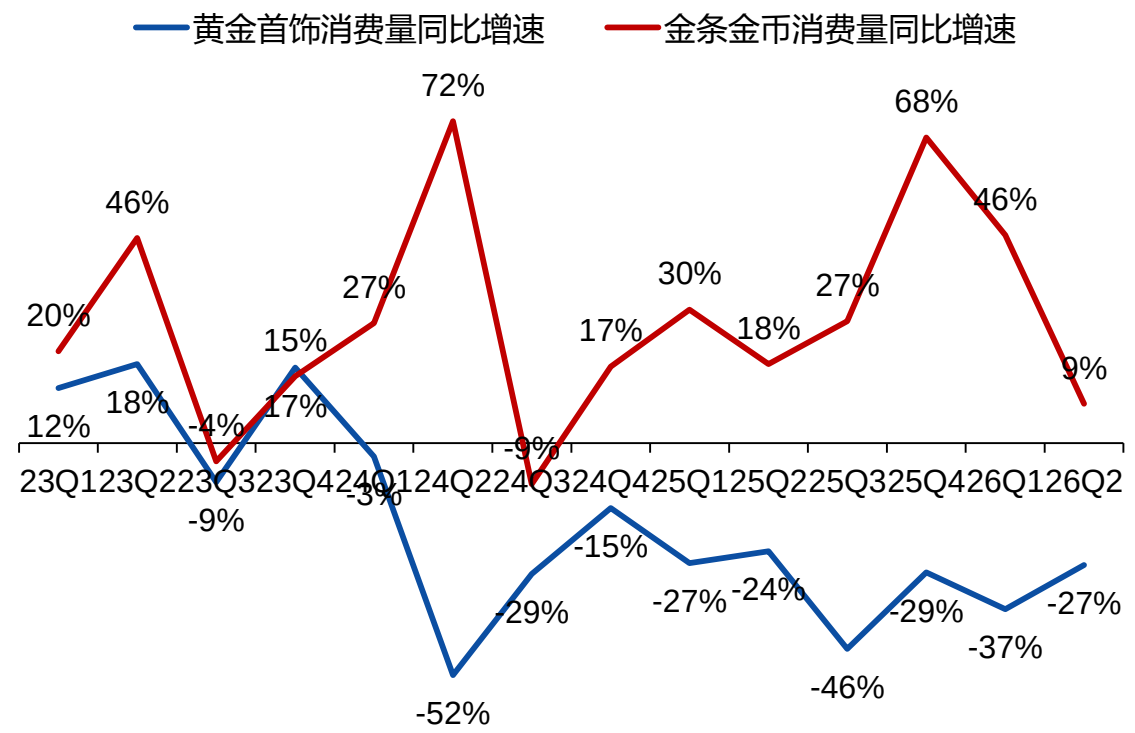
黄金珠宝：金价高位宽幅波动抑制消费，首饰消费降幅边际收窄

- 26年以来金价波动显著加大，年初快速冲高后出现大幅回落，此后维持宽幅震荡。相较于此前单边上涨的金价环境，金价快速涨跌增加了消费者观望情绪，黄金首饰终端需求仍然承压；26Q1、26Q2黄金首饰消费量分别同比-37%、-27%，Q2降幅较Q1有所收窄。
- 金条金币需求仍明显好于黄金首饰，但随着金价从高点回落并转入宽幅震荡，投资需求增速亦有所放缓。26Q1、26Q2金条金币消费量分别同比+46%、+9%，黄金消费结构仍呈现投资类产品强于首饰类产品的特征，但两者增速差距较前期有所收窄。

26年金价冲高回落，此后维持宽幅震荡



黄金首饰消费仍承压，26Q2降幅边际收窄



资料来源：Wind，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

黄金珠宝：渠道从规模扩张走向分化，产品升级成为增长核心抓手

- 高金价及终端需求偏弱背景下，黄金珠宝企业的渠道策略明显分化。老凤祥、周大生等加盟占比较高的品牌加快低效门店出清，经营重心由门店数量扩张转向渠道质量和单店效率提升；老铺黄金、潮宏基则继续进入高等级购物中心，通过核心商圈和高势能门店强化品牌定位。
- 产品端逐步从传统按克黄金向工艺化、时尚化、文化属性更强的产品延伸。老铺黄金金器消费快速增长，潮宏基持续强化花丝等非遗工艺产品，周大生加大国家宝藏联名及文化黄金布局，老凤祥亦通过新品推动黄金饰品增长。

	渠道结构变化	产品结构变化
老铺黄金	• 对比25年6月末，公司新入驻6家商业中心，在已入驻的商业中心中优化扩容9家门店。 • 2026年计划优化门店10-12家。	• 金器消费成为新的增长极，金胎螺钿漆器、金胎珐琅穿花龙纹金盏等作品面世，26H1金器销售实现三位数百分比增长。 • 玫瑰花窗、金刚杵、葫芦等经典符号迭代焕新。
老凤祥	• 26H1公司主动对加盟渠道进行了优化调整，累计关闭三、四线城市低坪效加盟店342家，占加盟店总关店数量约63%。 • 5月起全面铺开网点数字化系统，目前已有500余家门店接入公司直销金条线上网店，打通了线上预订、线下销售链路。 • 7月下旬公司新的战略形象门店老凤祥珍品快闪店落地上海万象城。	• 上半年金条金币等产品受黄金税收新政影响下滑明显。 • 公司开发和推出多种品类的新产品，上半年黄金饰品类产品销售同比略有增长。
周大生	• 加盟渠道收入下降：1）金价剧烈波动，下游加盟客户补货意愿持续低迷，普遍采取去库存策略；2）公司持续推进“拓优汰劣”的渠道优化策略，主动关闭低效加盟门店，提升渠道整体质量。 • 26H1公司终端门店净减少473家。 • 品牌凭借高端文化定位持续入驻SKP、万象城、月星环球港等国内头部高端商业综合体，并拓展海口国际免税城文旅特色渠道。	• 周大生×国家宝藏推出云锦大师系列、霁红系列、天青系列，创新运用0.05mm极细金丝织造、金胎珐琅等工艺，将织锦、古瓷等国宝文化融入黄金创作。
潮宏基	• 26H1潮宏基珠宝门店总数较年初增加14家。 • 潮宏基“非遗工艺馆”分别于上海国金 IFC、长沙 IFS、昆明恒隆和郑州正弘城等核心商圈启幕。	• 品牌花丝印记产品焕新升级“花丝•风雨桥”“花丝•如意”经典系列，推出“花丝•千金”“花丝•繁星”“花丝•金缕”等新系列；高工艺精品黄金“臻金梵华•金刚杵”“臻金•貔貅”“臻金•八宝罗盘”“臻金臻钻•红韵”等新品兼具文化内涵与收藏价值，持续出圈。

资料来源：相关公司公告，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

黄金珠宝：盈利预测与估值

- 经历年初以来股价调整后，黄金珠宝板块估值整体回落，Wind一致预期下多数重点公司26年PE已降至10倍左右。
- 金价高位宽幅震荡环境下，品牌势能、产品创新能力、渠道运营能力将成为决定盈利增长和估值中枢的主要变量。

黄金珠宝公司盈利预测及估值对比

公司	市值	收入（亿元）			收入YOY			归母净利润（亿元）			归母净利YOY			P/E		
	（亿元）	2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E
老铺黄金	560	273	326	345	221%	19%	6%	48.7	66.4	71.0	230%	36%	7%	11.5	8.4	7.9
老凤祥	165	524	427	444	-7%	-19%	4%	17.5	14.6	15.7	-10%	-17%	8%	9.4	11.3	10.5
周大生	112	87	80	85	-37%	-8%	6%	11.0	11.9	13.1	9%	8%	10%	10.2	9.4	8.5
中国黄金	125	698	750	805	16%	8%	7%	2.8	6.0	7.0	-66%	117%	17%	45.6	21.0	18.0
菜百股份	110	286	372	439	43%	30%	18%	11.3	11.2	12.8	58%	-1%	14%	9.7	9.8	8.6
豫园股份	182	357	380	407	-23%	7%	7%	-49.0	2.0	8.3	-4009%	104%	312%	-3.7	90.0	21.8
潮宏基	80	92	107	122	43%	16%	14%	5.0	7.6	8.9	157%	52%	18%	16.1	10.5	8.9
曼卡龙	32	27	22	24	15%	-19%	11%	1.1	1.5	1.8	19%	27%	21%	27.5	21.6	17.9
莱绅通灵	24	15	--	--	26%	--	--	0.6	--	--	132%	--	--	39.8	--	--

资料来源：Wind，华创证券

注：老铺黄金、周大生、豫园股份盈利预测来自华创证券预测，老凤祥、中国黄金、菜百股份、潮宏基、曼卡龙盈利预测来自Wind一致预期，截至2026/9/21

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

01 美容护理：电商红利贝塔持续走弱，头部竞争加剧导致利润承压

02 黄金珠宝：金价高波动的影响显著，期待金价企稳后的情绪修复

03 跨境电商：需求韧性延续，外部扰动缓和，优选高质量成长标的

04 风险提示

下载日志已记录，仅供内部参考

跨境电商：关税与汇率双向扰动报表，Q3-Q4回归内生经营验证

- **业绩特征：26H1板块收入整体保持较快增长，利润受经营和外部因素共同影响，分化进一步加大。**①品牌型公司收入端延续较高景气，安克创新、绿联科技26H1收入同比+29%/+51%，利润增长亦较快；致欧科技Q2收入同比+29%，增长进一步加速。②利润端的可比性弱于收入端，26Q2关税同比显著下降，同时部分公司确认历史关税退税，对成本和利润形成正向贡献；另一方面，人民币升值导致部分公司产生汇兑损失，对利润形成反向拖累。
- **行业判断：26年外部环境的核心特征是“海外需求有韧性、关税改善、汇率承压”。**需求端看，美国及欧洲消费整体仍保持韧性，品牌型出海公司收入端普遍维持较快增长。关税方面，25Q2新增关税一度快速升至高位，26Q2主要新增普遍性关税已明显下降，同时历史IEEPA关税开始退款，形成较明显利润改善。汇率方面，人民币持续升值，对美元收入折算及部分公司的汇兑损益形成压力。展望Q3-Q4，海外需求韧性仍是行业收入增长的基础，关税同比改善仍有一定支撑，但集中退税的一次性贡献逐步减弱，汇率走势仍存在不确定性，外部变量对利润的影响可能继续存在，公司之间的差异将更多回到产品竞争力、区域拓展、渠道效率和费用控制。
- **板块观点：中报阶段应淡化表观利润增速，更关注剔除关税退税和汇兑损益后的正常化盈利能力。**过去几个季度跨境板块估值较大程度受到关税预期变化驱动，随着关税压力明显缓解，这一行业性变量正在逐步被市场定价；下一阶段超额收益更多来自公司自身的产品、品牌、渠道和效率。Q3-Q4进入海外消费旺季后，重点观察跨境电商公司的新品表现、旺季销售、库存周转和营销投放效率。
- **投资策略：**行业总量仍保持韧性，但平台结构、关税政策、汇率波动和库存周期对利润的影响明显上升。建议围绕三条主线筛选标的：一是外贸基础设施和数字化服务主线，重点关注小商品城、焦点科技；二是品牌化产品出海主线，重点关注安克创新；三是平台型卖家效率修复主线，重点关注华凯易佰、赛维时代。

下载日志已记录，仅供内部参考

跨境电商：26H1收入整体稳健，关税与汇率扰动放大利润分化

- **26H1跨境电商板块收入整体保持较快增长，但利润表现明显分化。**安克创新、绿联科技26H1收入分别同比+29%/+51%，归母净利润分别同比+46%/+57%，继续体现较强的产品和渠道扩张能力；致欧科技Q2收入同比+29%、归母净利润同比+115%，利润弹性释放。
- **利润表现分化，同时包含了经营变化、关税减负、关税退回及汇兑损益等多重因素。**26Q2美国关税同比明显下降，部分公司同时收到此前缴纳关税的退款，对毛利率及当期利润形成正向贡献；26年以来人民币升值，部分公司产生较明显的汇兑损失，对利润形成反向拖累。

跨境电商公司26H1及26Q2业绩表现

公司	年初至今张跌幅（9.21）	收入		收入YOY		归母净利润		归母净利YOY		扣非归母		扣非归母YOY		毛利率		净利率	
		26H1	26Q2	26H1	26Q2	26H1	26Q2	26H1	26Q2	26H1	26Q2	26H1	26Q2	26H1	26Q2	26H1	26Q2
小商品城	-22%	102.8	56.9	33%	25%	19.8	9.9	17%	11%	18.2	8.8	9%	1%	29.0%	25.2%	19.3%	17.4%
焦点科技	-29%	10.6	5.5	15%	15%	2.6	1.6	-12%	-11%	2.5	1.6	-11%	-10%	79.1%	80.6%	23.6%	30.2%
安克创新	14%	166.1	90.0	29%	31%	17.0	12.3	46%	83%	14.4	8.9	50%	71%	49.8%	55.1%	10.5%	14.2%
绿联科技	-3%	58.2	30.2	51%	49%	4.3	1.9	57%	55%	4.2	1.9	63%	62%	39.2%	39.1%	7.4%	6.4%
致欧科技	28%	48.3	25.1	19%	29%	2.5	1.7	29%	115%	2.0	1.4	-13%	33%	35.6%	36.2%	5.1%	6.8%
赛维时代	21%	62.0	34.8	16%	21%	1.7	1.2	-2%	1%	1.7	1.3	-7%	-12%	42.7%	42.4%	2.7%	3.5%
华凯易佰	95%	39.8	20.5	-12%	-9%	1.6	0.9	349%	80%	1.6	1.0	569%	142%	38.7%	41.4%	4.5%	5.1%
吉宏股份	30%	37.4	19.3	16%	10%	1.6	0.9	34%	45%	1.5	0.8	31%	41%	47.3%	47.7%	6.3%	7.1%
三态股份	-17%	7.8	4.0	-6%	-7%	0.1	(0.1)	-62%	-158%	(0.0)	(0.1)	-120%	-703%	35.1%	33.9%	1.1%	-1.4%
乐歌股份	-15%	31.8	16.8	1%	5%	0.2	0.2	-83%	-73%	0.0	0.1	-96%	-75%	29.6%	30.5%	0.7%	1.2%

资料来源：Wind，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

跨境电商：关税同比减负、人民币升值，外部因素对利润形成双向扰动

- **关税端，26Q2同比环境明显改善。**25Q2美国对华新增关税快速上调，两项新增关税一度合计达到145%，5月中旬后回落至30%；26年2月24日起此前IEEPA项下额外关税及对等关税停止征收，美国转而征收10%的临时进口附加税，因此26Q2企业实际面临的新增关税水平同比大幅下降。与此同时，4月起美国海关开始集中办理此前IEEPA关税退款，部分公司在Q2确认退税，对当期利润形成进一步增厚。
- **汇率端则形成反向扰动。**26年以来美元兑人民币中间价持续下行，人民币升值使以美元为主要销售和结算货币的跨境企业面临汇兑压力。

26年以来人民币持续升值



资料来源：Wind，中华人民共和国商务部网站，香港工业贸易署网站，华创证券

2025年至今美国对华关税政策变化

时间	关税政策变化	新增关税
2025/2/4	美国以芬太尼问题为由，对所有中国商品加征10%关税	+10%
2025/3/4	芬太尼关税由10%进一步提高至20%	+20%
2025/4/5-4/10	美国启动“对等关税”：4/5起10%，4/9升至84%，4/10升至125%	4/5：+30%；4/9：+104%；4/10：+145%
2025/5/2	中国（包括香港）产品不再享有小额免税待遇；价值≤800美元且原符合小额豁免的商品开始适用新的关税	一般贸易仍处+145%阶段；低值包裹另行征税
2025/5/14	中美日内瓦会谈后，对华对等关税由125%降至10%，芬太尼关税20%继续保留	+30%
2025/8/12	中美斯德哥尔摩会谈，将24个百分点对等关税继续暂停90天，保留10%	+30%
2025/11/10	美国将芬太尼关税由20%下调至10%，24个百分点对等关税继续暂停一年，保留10%	+20%
2026/2/24	美国停止征收依据《国际紧急经济权力法》实施的对华额外关税及对等关税；依据《贸易法》第122条实施10%临时进口附加税，为期150天	+10%
2026/4/20	美国海关上线CAPE系统，开始集中办理此前缴纳的IEEPA关税退款及利息	当期+10%；同时退还历史IEEPA关税
2026/7/24	150天临时附加税到期；美国以新的301措施替代，对中国相关商品新增12.5%关税	+12.5%

下载日志已记录，仅供内部参考

跨境电商：盈利预测与估值

- 在海外需求韧性、关税和汇率压力缓解的支撑下，市场预计主要跨境电商公司26-27年保持较快增长，主要跨境电商公司26年PE大致处于18-23倍区间。

跨境电商公司盈利预测及估值对比

公司	市值	收入（亿元）			收入YOY			归母净利润（亿元）			归母净利YOY			P/E		
	(亿元)	2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E
小商品城	654	197	229	250	27%	16%	9%	42.0	49.4	54.6	37%	17%	11%	15.6	13.2	12.0
焦点科技	100	19	22	26	15%	17%	15%	5.0	5.2	6.6	12%	3%	27%	19.9	19.3	15.2
安克创新	755	305	400	500	23%	31%	25%	25.5	36.1	43.1	20%	42%	19%	29.7	20.9	17.5
绿联科技	234	95	130	169	54%	37%	29%	7.0	10.0	13.1	52%	41%	32%	33.2	23.5	17.8
致欧科技	92	87	109	131	7%	25%	20%	3.4	4.8	6.1	1%	44%	27%	27.4	19.0	15.1
赛维时代	99	118	138	160	15%	17%	16%	2.8	4.4	5.9	32%	57%	33%	35.0	22.4	16.8
华凯易佰	82	91	87	97	1%	-5%	11%	1.5	3.5	4.6	-14%	136%	32%	55.8	23.6	17.9
吉宏股份	96	67	82	98	22%	22%	19%	2.8	3.6	4.5	53%	29%	27%	34.8	27.0	21.2
三态股份	54	17	--	--	-3%	--	--	0.5	--	--	239%	--	--	110.2	--	--
乐歌股份	39	67	73	82	19%	10%	13%	2.6	2.3	3.0	-23%	-13%	32%	14.9	17.0	12.9

资料来源：Wind，华创证券

注：小商品城、焦点科技、安克创新、华凯易佰盈利预测来自华创证券预测，绿联科技、致欧科技、赛维时代、吉宏股份、乐歌股份盈利预测来自Wind一致预期，截至2026/9/21

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

01 美容护理：电商红利贝塔持续走弱，头部竞争加剧导致利润承压

02 黄金珠宝：金价高波动的影响显著，期待金价企稳后的情绪修复

03 跨境电商：需求韧性延续，外部扰动缓和，优选高质量成长标的

04 风险提示

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

- 消费信心持续疲弱
- 金价剧烈波动风险
- 零售美护竞争加剧和推新不及预期风险等
- 黄金珠宝开店节奏不及预期或推新不及预期风险等
- 跨境电商汇率波动风险、海运费价格波动风险或贸易政策变化风险等
- 行业竞争加剧等其他风险

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

分析师声明：

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明：

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“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。本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。