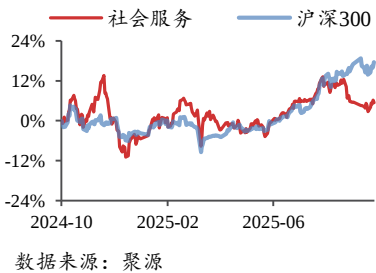


海外消费

2025 年 10 月 26 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



相关研究报告

《IP 授权融入全球消费者生活，平台加码即时零售+出海双线作战双十一——行业周报》-2025.10.19

《现制精酿啤酒高增，美图秀秀登顶多国家应用总榜——行业周报》-2025.10.12

《TikTok 首次全球黑五定档，TOPTOY 申请港股上市——行业周报》-2025.9.28

南美/中东非潮玩渗透空间广阔，补贴收缩茶咖龙头强势增长

——行业周报

初敏（分析师）

chumin@kysec.cn

证书编号：S0790522080008

李睿娴（分析师）

liruixian@kysec.cn

证书编号：S0790525020004

叶彬慧（联系人）

yebinhui@kysec.cn

证书编号：S0790124070053

● 潮玩：2025Q3 美泰/孩之宝经营逆风持续，南美/中东非潮玩渗透空间广阔

美泰/孩之宝：2025Q3 美泰、孩之宝实现营收 17.4/13.9 亿美元，同比-5.9%/+8.3%，美国本土市场学前玩具市场收缩、老牌长内容 IP 声量下滑、零售商订单模式调整等多维因素叠加导致消费品业务表现欠佳，对比看具备深度用户运营空间的风火轮、万智牌系列展现相对长周期的销售韧性。**中东非/南美市场：**根据 The BrandTrends，发展中国家网友的自用玩具支出占可支配收入的比例，明显高于发达国家。2025 年全球潮玩市场规模有望突破 400 亿美元，南美和中东非市场有望贡献增量。根据欧睿数据，预计 2025 年南美潮玩市场规模将达到 41.4 亿美元，同比增长 10.1%；预计 2025 年中东非潮玩市场规模为 18.9 亿美元，同比增长 14.0%。

● 餐饮：补贴收缩茶咖龙头强势增长，中餐老乡鸡表现突出

茶咖：受外卖补贴环比收缩影响，2025 年 9 月茶咖行业整体增速略有放缓，但龙头持续引领向上。根据久谦数据，2025 年 1-9 月蜜雪冰城净增门店 7498 家，古茗净增 2562 家，瑞幸净增 5801 家，幸运咖净增 2684 家。2025 年 9 月蜜雪冰城店效同比增长 19.6%，古茗同比增长 16.0%，瑞幸同比增长 13.3%。**中餐：**下半年餐饮门店加速扩张，精细化管理同店坪效表现优于店效，9 月老乡鸡表现突出。2025 年 9 月，小菜园、绿茶、老乡鸡等中式正餐品牌保持扩张态势，门店数分别达到 711、512、1620 家，绿茶、老乡鸡、达美乐美团外卖销售额保持双位数同比增长。

● 金达威：2025Q3 利润端稳步增长，保健品业务国内进入快速增长期

2025Q3 公司实现营收 8.8 亿元/yoy+6.9%，归母净利 1.14 亿元/yoy+25.2%，2025 年以来维生素 A 价格步入下行趋势，2025Q3 维 A 市场价格已接近触底，但公司整体利润端依旧实现稳步增长。我们认为维生素 A 占比已较低（2025H1 占收入比重 11%），对公司整体业绩影响逐渐式微，加之公司通过技术改进，成本持续降低，利润率也持续优化。保健品业务国内进入快速增长期。据久谦数据，Doctor's best 2025Q1/2025Q2/2025Q3 线上分别增长 36%/+46%/+53%。品牌 SKU 丰富，沉淀深厚，有望充分把握口服美容+膳食健康对膳食营养补充剂需求增长红利。此外，公司 8 月发布可转债募投项目对原料业务进行改扩建和扩产，预计辅酶 Q10、阿洛酮糖将成为原料业务重要增量。

● 本周 A 股社服板块跑输大盘，本周港股消费者服务板块跑赢大盘

本周（10.20-10.24）社会服务指数+2.6%，跑输沪深 300 指数 0.64pct，在 31 个一级行业中排名第 14，旅游、教育类领涨；本周（10.20-10.24）港股消费者服务指数+5.1%，跑赢恒生指数 1.48pct，在 30 个一级行业中排名第 5，博彩、旅游类领涨。**推荐标的：**（1）**旅游：**长白山；（2）**教育：**好未来、科德教育；（3）**餐饮/会展：**特海国际、米奥会展；（4）**美护：**科思股份、水羊股份、康冠科技、倍加洁。

受益标的：（1）**餐饮：**蜜雪集团、古茗、小菜园、绿茶集团；（2）**IP：**泡泡玛特、布鲁可、华立科技、青木科技；（3）**美护：**毛戈平、上美股份、若羽臣、巨子生物、四环医药；（4）**新消费：**美图、赤子城科技；（5）**即时零售：**美团-W、顺丰同城；（6）**旅游：**长白山、同程旅行、携程集团-S、大麦娱乐；（7）**教育：**中国东方教育。

● **风险提示：**项目落地不及预期，社会零售不及预期，行业竞争加剧等。

目 录

1、潮玩：2025Q3 美泰/孩之宝经营逆风持续，南美/中东潮玩渗透空间广阔	4
1.1、2025Q3 美泰/孩之宝经营逆风持续，细分 IP/品类热度分化明显	4
1.2、南美/中东非潮玩渗透空间广阔，积木/毛绒/可动人偶为核心品类	6
2、餐饮：补贴收缩茶咖龙头强势增长，中餐老乡鸡表现突出	8
3、金达威：2025Q3 利润端稳步增长，保健品业务国内进入快速增长期	12
4、行业行情回顾：本周 A 股社服板块跑输大盘，港股消费者服务板块跑赢大盘	15
4.1、A 股行业跟踪：本周社服板块波动上行	15
4.2、A 股社服标的表现：本周（10.20-10.24）旅游、教育类上涨排名靠前	16
4.3、港股行业跟踪：本周消费者服务板块波动上行	18
4.4、港股消费者服务标的表现：本周（10.20-10.24）博彩、旅游类上涨排名靠前	19
5、风险提示	21

图表目录

图 1：2025Q3 美泰/孩之宝消费品业务短期表现承压	4
图 2：2025 年美泰芭比系列销售额持续下滑	5
图 3：三丽鸥、泡泡玛特 Tiktok 官号粉丝数大幅领先	5
图 4：内容 IP 传播度呈现典型的高峰值、短周期特征	5
图 5：2025H1 美国玩具市场 TCG 卡牌/可动人偶/积木等收藏玩具增速亮眼	6
图 6：2025Q3 美泰风火轮品牌销售额同比+7.7%	6
图 7：2025Q3 费雪品牌销售额同比-18.8%	6
图 8：预计 2025 年南美潮玩市场规模为 41.4 亿美元，同比增长 10.1%	7
图 9：预计 2025 年中东非潮玩市场规模为 18.9 亿美元，同比增长 14.0%	7
图 10：全球来看，2024 年中东非潮玩市场份额为 4.4%，南美为 9.9%	7
图 11：截至 2025 年 9 月共有 52.3 万家门店，9 月净增 0.5 万家	8
图 12：2025 年 9 月茶饮行业平均月店效为 19.51 万元，同比增长 2.1%	8
图 13：截至 2025 年 9 月共有 19.7 万家门店，9 月净增 0.76 万家	8
图 14：2025 年 9 月咖啡行业平均月店效为 27.11 万元，同比增长 2.4%	8
图 15：2025 年 1-9 月蜜雪冰城净增门店 7498 家，古茗净增 2562 家，瑞幸净增 5801 家，幸运咖净增 2684 家	9
图 16：2025 年 9 月蜜雪冰城店效同比增长 19.6%，古茗同比增长 16.0%，瑞幸同比增长 13.3%	9
图 17：2025 年 9 月，小菜园、绿茶、老乡鸡等中式正餐品牌保持扩张态势，门店数分别达到 711、512、1620 家	10
图 18：2025 年 9 月，小菜园、绿茶单店月均同店店效分别同比-4.4%、-14.2%	11
图 19：2025 年 9 月，绿茶、老乡鸡、达美乐美团外卖销售额保持双位数同比增长	12
图 20：2025Q3 金达威公司实现营收 8.8 亿元/yoy+6.9%	13
图 21：金达威公司 2025Q3 归母净利 1.14 亿元/yoy+25.2%	13
图 22：2025Q1-Q3 金达威公司盈利能力同比改善	13
图 23：2025Q1-Q3 公司费用率得到优化	13
图 24：2025Q3 维生素 A 市场价格在低位保持稳定（单位：元/kg）	13
图 25：Doctor's best 国内线上销售有所回暖	14
图 26：本周（10.20-10.24）社服板块跑输沪深 300（%）	15
图 27：2025 年初至今社服板块走势弱于沪深 300（%）	15
图 28：本周（10.20-10.24）社会服务板块在一级行业排名第 14（%）	16

图 29: 2025 年初至今社会服务板块在一级行业排名第 21 (%)	16
图 30: 本周 (10.20-10.24) 大连圣亚、国缆检测、中国高科领涨 (%)	17
图 31: 本周 (10.20 -10.24) ST 开元、凯撒旅业、豆神教育涨幅排名后三位 (%)	17
图 32: 本周 (10.20 -10.24) 大连圣亚、凯撒旅业、长白山净流入额较大 (万元)	17
图 33: 本周 (10.20 -10.24) 豆神教育、宋城演艺、华测检测净流出额较大 (万元)	18
图 34: 本周 (10.20-10.24) 消费者服务板块跑赢恒生指数 (%)	18
图 35: 2025 年初至今消费者服务板块走势弱于恒生指数 (%)	18
图 36: 本周 (10.20-10.24) 港股消费者服务板块在一级行业排名第 5 (%)	18
图 37: 2025 年初至今港股消费者服务板块在一级行业排名第 30 (%)	19
图 38: 本周 (10.20-10.24) 金沙中国、美高梅中国、永利澳门领涨 (%)	19
图 39: 本周 (10.20-10.24) 海昌海洋公园、古茗、蜜雪集团有限公司跌幅较大 (%)	19
表 1: 金达威在建产能较多	14
表 2: 盈利预测与估值	20

1、潮玩：2025Q3 美泰/孩之宝经营逆风持续，南美/中东潮玩渗透空间广阔

1.1、2025Q3 美泰/孩之宝经营逆风持续，细分 IP/品类热度分化明显

2025Q3 美国传统玩具龙头经营逆风持续。收入端，2025Q3 美泰、孩之宝实现营收 17.4/13.9 亿美元，同比-5.9%/+8.3%，美国本土市场学前玩具市场收缩、老牌长内容 IP 声量下滑、零售商订单模式调整等多维因素叠加导致消费品业务表现欠佳。利润端，受通货膨胀、关税及外汇逆风拖累，2025Q3 美泰/孩之宝盈利能力出现不同程度承压。

图1：2025Q3 美泰/孩之宝消费品业务短期表现承压



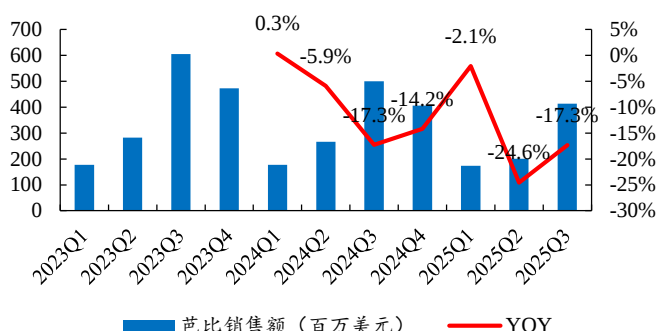
数据来源：美泰公司公告、孩之宝公司公告、开源证券研究所（单位：百万美元）

从 IP、产品和渠道景气周期进一步拆解美泰/孩之宝经营波动的共性因素和战略

调整：

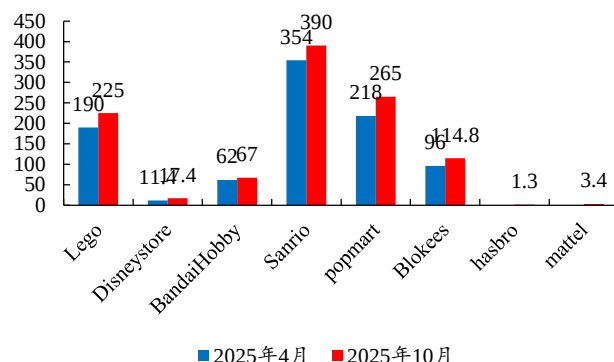
(1) **电影类内容 IP 周期性更显著**。美泰/孩之宝 IP 运营较依赖投入高成本院线或 TV 作品以焕活头部 IP 社会讨论度，芭比、变形金刚谷歌搜索指数高峰均出现在影视续作上线前后，且往往呈现高峰值、短周期特征，且流媒体冲击及短视频社媒碎片化消费者注意力，或进一步压缩院线电影 IP 热度波峰周期，如 2023 年芭比真人版大电影创下票房新高，但热度波峰仅维持两周。此外，泡泡玛特、三丽鸥等形象 IP 公司通过低成本、多触点的社媒运营带动旗下 IP 势能上升，或对相似风格或客群 IP 产生一定分流，导致美泰芭比系列、孩之宝变形金刚系列销售进入长阶段调整。

图2：2025 年美泰芭比系列销售额持续下滑



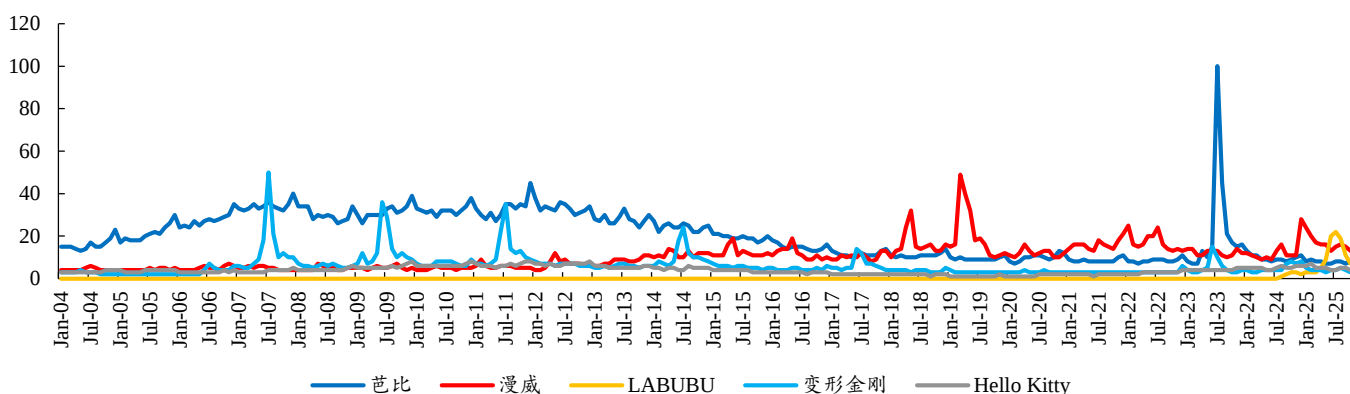
数据来源：美泰公司公告、开源证券研究所

图3：三丽鸥、泡泡玛特 Tiktok 官号粉丝数大幅领先



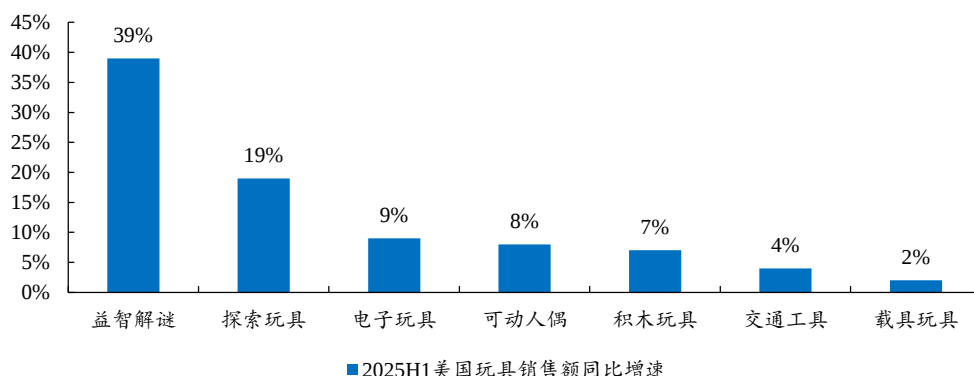
数据来源：各品牌 Tiktok 官方账号、tokcount、开源证券研究所（单位：万人）

图4：内容 IP 传播度呈现典型的高峰值、短周期特征

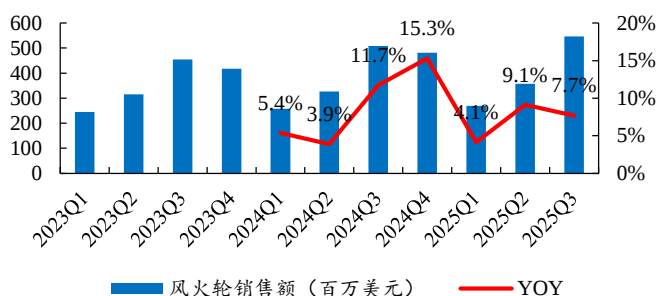


数据来源：Google、开源证券研究所（数据为全球谷歌搜索热度）

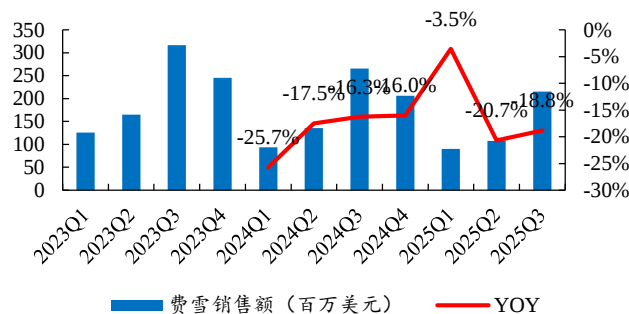
(2) **玩具品类热度分化明显**。根据 Circana，2025H1 美国市场 18 岁以上玩具销量同比增长 18%，增速大幅跑赢其他年龄段，宝可梦、海贼王、NFL TCG 卡牌的持续热销，带动益智游戏类、探索玩具大类销售额同比+39%、19%；拼装玩具头部品牌通过将产品与乐趣、益智、亲子、收藏等多元价值强绑定，均保持较高景气度。聚焦美泰/孩之宝细分品类，2025 年美泰风火轮品牌（2025Q3 同比增长 7.7%），孩之宝《万智牌》系列（2025Q3 同比增长 55%）等具备持续运营和深度社区互动特性的游戏类产品，通过构建持续收费的玩家生态系统，表现出超越传统玩具业务的增长韧性。

图5：2025H1 美国玩具市场 TCG 卡牌/可动人偶/积木等收藏玩具增速亮眼


数据来源：Circana、开源证券研究所

图6：2025Q3 美泰风火轮品牌销售额同比+7.7%


数据来源：美泰公司公告、开源证券研究所

图7：2025Q3 费雪品牌销售额同比-18.8%


数据来源：美泰公司公告、开源证券研究所

(3) 红利销售渠道切换。美泰、孩之宝均依赖 KA、专卖店等线下经销渠道，相对于 DTC 模式特别是电商渠道缺少消费者触达的时效性和库存管理的强掌控力，同时零售商备货策略调整加剧公司销售季度波动。根据美泰业绩会，2025Q3 美国本土市场受到全行业零售商订货模式转变影响，KA 客户递延备货需求有望在 Q4 旺季释放。

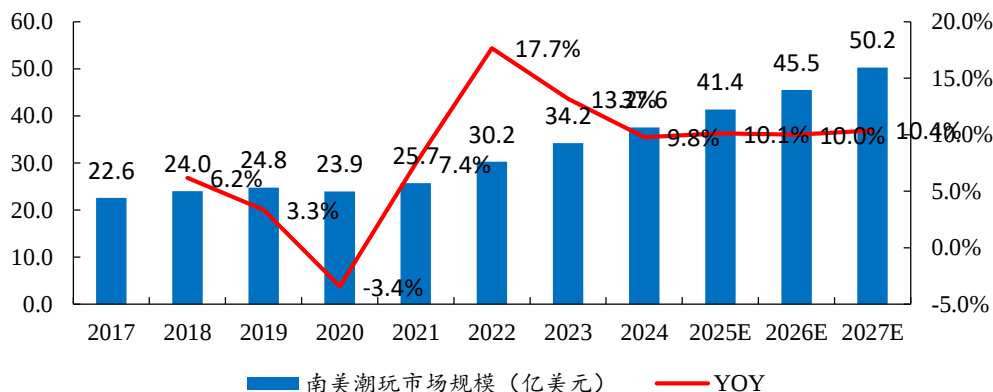
1.2、南美/中东非潮玩渗透空间广阔，积木/毛绒/可动人偶为核心品类

潮玩的蓝海可能在新兴国家。根据国际市场调研机构 The BrandTrends 对全球 34 个国家和地区共计 14.5 万名 18 到 65 岁网友的调查：发展中国家网友的自用玩具支出占可支配收入的比例，明显高于发达国家。在全球范围内最受 18+ 群体欢迎的前五类玩具为桌游 (62%)、拼图 (58%)、积木 (41%)、毛绒 (41%) 和可动人偶 (38%)。分区域来看，亚洲最爱拼图、桌游和玩偶，美洲是毛绒，欧洲更爱积木，中东和非洲则是模型车。

2025 年全球潮玩市场规模有望突破 400 亿美元，南美和中东非市场有望贡献增量。我们选取欧睿数据的玩偶手办 (Funko 所在分类)、可动人偶 (泡泡玛特所在分类) 及建筑玩具 (乐高所在分类) 三个类目作为潮玩玩具市场规模。根据欧睿数据，预计 2025 年南美潮玩市场规模将达到 41.4 亿美元，同比增长 10.1%；预计 2025 年中东非潮玩市场规模为 18.9 亿美元，同比增长 14.0%。从市场份额来看，2024 年南

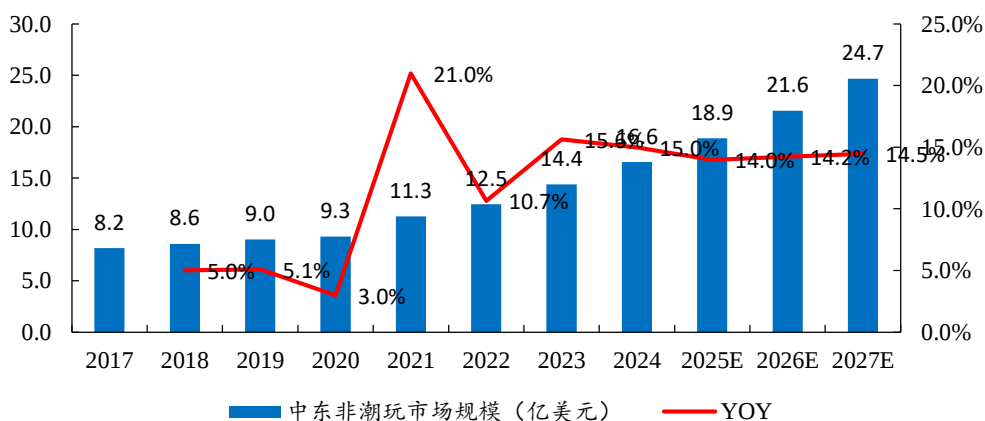
美潮玩市场占全球的 9.9%，中东非占比 4.4%。

图8：预计 2025 年南美潮玩市场规模为 41.4 亿美元，同比增长 10.1%



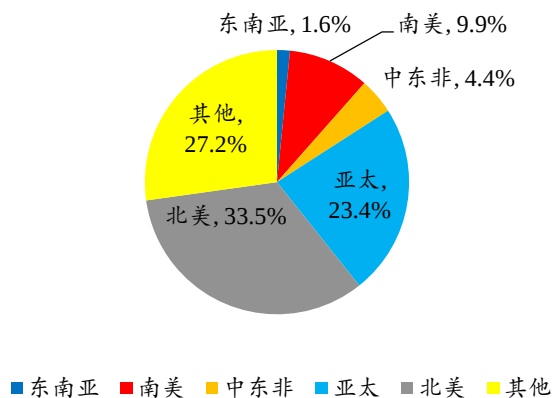
数据来源：欧睿数据、开源证券研究所

图9：预计 2025 年中东非潮玩市场规模为 18.9 亿美元，同比增长 14.0%



数据来源：欧睿数据、开源证券研究所

图10：全球来看，2024 年中东非潮玩市场份额为 4.4%，南美为 9.9%



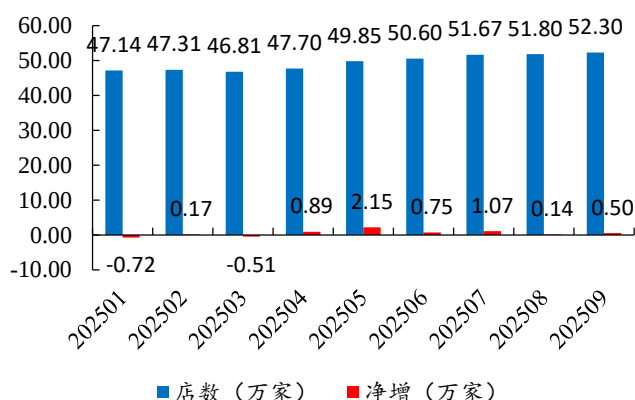
数据来源：欧睿数据、开源证券研究所

2、餐饮：补贴收缩茶咖龙头强势增长，中餐老乡鸡表现突出

受外卖补贴环比收缩影响，2025 年 9 月茶饮行业整体增速略有放缓，但龙头持续引领向上。

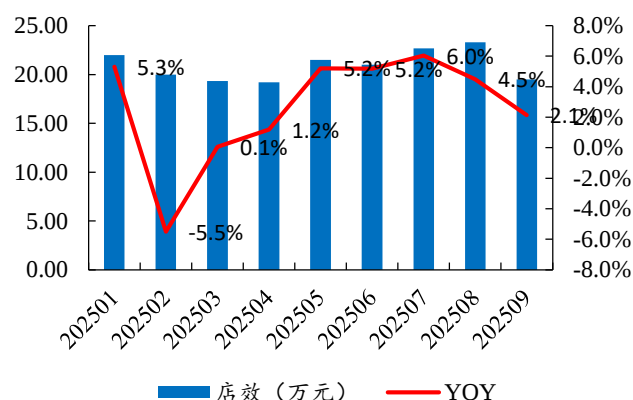
- (1) **茶饮**：根据久谦数据，截至 2025 年 9 月全国共有 52.3 万家门店，9 月净增 0.5 万家。2025 年 9 月茶饮行业平均月店效为 19.51 万元，同比增长 2.1%（样本店数据）。
- (2) **咖啡**：根据久谦数据，截至 2025 年 9 月全国共有 19.7 万家门店，9 月净增 0.76 万家。2025 年 9 月咖啡行业平均月店效为 27.11 万元，同比增长 2.4%（样本店数据）。

图11：截至 2025 年 9 月共有 52.3 万家门店，9 月净增 0.5 万家



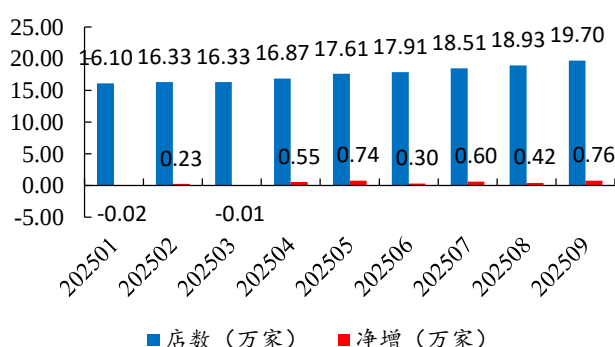
数据来源：久谦数据、开源证券研究所

图12：2025 年 9 月茶饮行业平均月店效为 19.51 万元，同比增长 2.1%



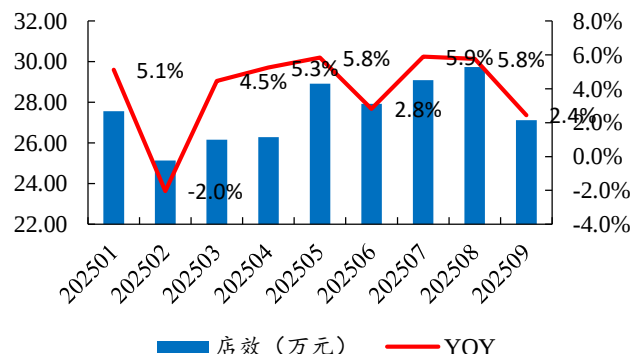
数据来源：久谦数据、开源证券研究所

图13：截至 2025 年 9 月共有 19.7 万家门店，9 月净增 0.76 万家



数据来源：久谦数据、开源证券研究所

图14：2025 年 9 月咖啡行业平均月店效为 27.11 万元，同比增长 2.4%



数据来源：久谦数据、开源证券研究所

店数方面，古茗 9 月开店加速，本土咖啡品牌开店速度快于茶饮。店效方面，9 月外卖平台补贴收缩，龙头品牌逆势加速与其他玩家店效差异拉大。

- (1) **店数**：根据久谦数据，截至 2025 年 9 月头部茶饮品牌蜜雪冰城、古茗、

茶百道、沪上阿姨、霸王茶姬分别拥有门店数量 41120、12413、7657、9264、6904 家，头部咖啡品牌幸运咖、库迪、瑞幸分别拥有门店数量 6013、15421、27929 家。1-9 月蜜雪冰城净增门店 7498 家，古茗净增 2562 家，瑞幸净增 5801 家，库迪咖啡净增 6132 家，幸运咖净增 2684 家。新锐茶饮品牌茉莉奶白、爷爷不泡茶延续快速开店。

- (2)

店效：

虽然 9 月外卖补贴环比略有收缩，蜜雪冰城、古茗 9 月店效增速却实现环比逆势上涨，体现出较强的经营阿尔法。根据久谦数据，2025 年 9 月蜜雪冰城店效同比增长 19.6%（8 月 15.6%），古茗同比增长 16.0%（14.2%），瑞幸同比增长 13.3%，库迪同比增长 17.3%。

图15：2025 年 1-9 月蜜雪冰城净增门店 7498 家，古茗净增 2562 家，瑞幸净增 5801 家，幸运咖净增 2684 家

门店数量（单位：家）														
茶饮										咖啡				
蜜雪冰城	甜啦啦	古茗	茶百道	沪上阿姨	喜茶	奈雪的茶	霸王茶姬	茉莉奶白	爷爷不泡茶	幸运咖	库迪咖啡	瑞幸咖啡	星巴克	星巴克臻选
202412	33622	5171	9851	7897	8495	4388	1807	6181	1011	1316	3329	9289	22128	6792
202501	33386	5210	9902	7589	8545	4380	1777	6403	1146	1527	3050	9838	21061	6828
202502	34672	5164	9843	7683	8469	4337	1748	6412	1150	1557	3315	9894	22155	6829
202503	35704	5013	9860	7497	8422	4300	1697	6422	1128	1605	3573	9717	23134	6913
202504	38365	5096	10204	7614	8531	4280	1668	6594	1295	1787	3847	10141	24078	6966
202505	38791	5271	10597	7678	8642	4267	1659	6706	1441	1912	4175	10874	24755	6991
202506	40074	5385	11080	7567	8586	4185	1616	6761	1513	2007	4404	12144	25261	6999
202507	41255	5445	11445	7491	8707	4108	1613	6849	1614	2096	4494	13309	25015	7008
202508	41256	5527	11825	7487	8825	4034	1596	6851	1742	2172	4903	14323	25832	7021
202509	41120	5590	12413	7657	9264	3934	1582	6904	1868	2278	6013	15421	27929	7104

净增门店数量（单位：家）														
茶饮										咖啡				
蜜雪冰城	甜啦啦	古茗	茶百道	沪上阿姨	喜茶	奈雪的茶	霸王茶姬	茉莉奶白	爷爷不泡茶	幸运咖	库迪咖啡	瑞幸咖啡	星巴克	星巴克臻选
202501	-236	39	51	-308	50	-8	-30	222	135	211	-279	549	-1067	36
202502	1286	-46	-59	94	-76	-43	-29	9	4	30	265	56	1094	1
202503	1032	-151	17	-186	-47	-37	-51	10	-22	48	258	-177	979	84
202504	2661	83	344	117	109	-20	-29	172	167	182	274	424	944	53
202505	426	175	393	64	111	-13	-9	112	146	125	328	733	677	25
202506	1283	114	483	-111	-56	-82	-43	55	72	95	229	1270	506	8
202507	1181	60	365	-76	121	-77	-3	88	101	89	90	1165	-246	9
202508	1	82	380	-4	118	-74	-17	2	128	76	409	1014	817	13
202509	-136	63	588	170	439	-100	-14	53	126	106	1110	1098	2097	83
2025年1-9月合计	7498	419	2562	-240	769	-454	-225	723	857	962	2684	6132	5801	312

数据来源：久谦数据、开源证券研究所

图16：2025 年 9 月蜜雪冰城店效同比增长 19.6%，古茗同比增长 16.0%，瑞幸同比增长 13.3%

单个门店月均店效（单位：万元）														
茶饮										咖啡				
蜜雪冰城	甜啦啦	古茗	茶百道	沪上阿姨	喜茶	奈雪的茶	霸王茶姬	茉莉奶白	爷爷不泡茶	幸运咖	库迪咖啡	瑞幸咖啡	星巴克	星巴克臻选
202501	14.6	5.2	18.5	16.1	15.3	31.7	35.8	42.1	21.7	16.6	8.8	10.3	22.6	38.6
202502	13.5	5.7	16.9	14.7	14.1	28.3	32.2	37.7	21.4	14.8	8.6	8.9	21.2	34.3
202503	12.4	4.4	15.0	13.8	12.8	29.7	31.7	36.7	21.0	13.3	8.1	10.1	22.2	35.4
202504	12.9	3.8	15.9	14.0	13.1	29.0	33.2	36.4	19.7	13.3	6.4	11.0	22.8	35.3
202505	15.3	5.5	19.2	15.7	15.3	30.7	39.0	40.7	23.1	14.9	7.8	14.1	25.1	38.6
202506	16.4	5.7	16.9	15.4	15.1	30.6	36.0	39.2	22.1	15.3	8.4	13.0	26.0	36.4
202507	18.3	7.0	18.8	17.5	17.2	32.1	38.1	40.3	24.4	17.5	10.9	12.9	27.3	37.5
202508	17.9	7.0	20.5	17.0	16.3	36.0	39.5	42.2	24.7	17.5	10.2	12.6	28.0	39.2
202509	14.3	5.6	16.6	13.7	13.2	32.0	32.6	35.6	20.1	13.6	8.4	10.8	25.0	36.1
2025年1-9月	135.7	49.9	158.1	137.9	132.4	280.2	318.0	350.8	198.2	136.8	77.8	103.7	220.2	331.4

单个门店月均店效同比数据														
茶饮										咖啡				
蜜雪冰城	甜啦啦	古茗	茶百道	沪上阿姨	喜茶	奈雪的茶	霸王茶姬	茉莉奶白	爷爷不泡茶	幸运咖	库迪咖啡	瑞幸咖啡	星巴克	星巴克臻选
202501	21.3%	-18.4%	6.2%	2.0%	13.3%	-11.4%	-1.1%	-16.3%	-15.8%	14.8%	25.5%	16.0%	6.8%	7.1%
202502	0.0%	-34.2%	-8.8%	-8.8%	-1.0%	-18.0%	-4.6%	-25.7%	-5.5%	-7.3%	15.7%	0.8%	8.2%	-6.6%
202503	4.1%	-28.2%	10.4%	5.3%	8.9%	-11.0%	-0.5%	-22.5%	-16.4%	-1.7%	13.2%	17.8%	11.3%	2.4%
202504	7.5%	-37.3%	21.7%	12.3%	11.6%	-4.6%	6.1%	-21.9%	-17.5%	5.4%	-19.4%	37.9%	10.2%	4.7%
202505	25.5%	3.4%	21.7%	11.9%	18.6%	-4.3%	8.4%	-17.0%	-3.6%	8.9%	-2.9%	57.5%	13.5%	3.7%
202506	25.6%	1.3%	7.8%	6.2%	20.6%	1.2%	11.0%	-16.1%	-6.7%	21.0%	-4.8%	40.7%	16.5%	-1.3%
202507	25.3%	28.3%	8.4%	10.3%	29.0%	3.7%	11.3%	-18.6%	2.9%	19.8%	8.3%	32.8%	17.3%	0.8%
202508	15.6%	7.6%	14.2%	3.5%	16.9%	8.1%	5.1%	-17.6%	15.8%	4.0%	7.4%	26.1%	14.6%	4.1%
202509	19.6%	10.6%	16.0%	1.0%	8.2%	7.7%	2.8%	-18.2%	-0.5%	-5.0%	1.6%	17.3%	13.3%	-0.2%
2025年1-9月	16.1%	-9.6%	10.2%	4.6%	14.0%	-3.5%	4.3%	-19.3%	-5.8%	6.3%	4.5%	27.5%	12.6%	1.6%

数据来源：久谦数据、开源证券研究所

下半年餐饮门店加速扩张，精细化管理同店坪效表现优于店效,9 月老

乡鸡单店店效表现突出。

从门店数量来看，根据久谦数据，截至 2025 年 9 月，小菜园、绿茶、老乡鸡等中式正餐品牌保持扩张态势，门店数分别达到 711、512、1620 家，1-9 月净增 52、51、167 家；太二则延续收缩，门店数降至 479 家，累计减少 140 家。西式快餐扩张力度更强，肯德基、必胜客、达美乐门店数分别达到 11897、3934、1280 家，年内净增 732、286、266 家，规模效应进一步凸显。

图17：2025 年 9 月，小菜园、绿茶、老乡鸡等中式正餐品牌保持扩张态势，门店数分别达到 711、512、1620 家

门店数量（单位：家）							
	小菜园	绿茶	太二	老乡鸡	肯德基	必胜客	达美乐
202412	659	461	619	1453	11165	3648	1014
202501	667	472	607	1485	11278	3739	1088
202502	665	474	600	1481	11391	3757	1105
202503	659	476	587	1504	11506	3740	1106
202504	658	484	582	1529	11697	3766	1157
202505	657	486	572	1560	11702	3793	1178
202506	666	490	544	1577	11748	3807	1187
202507	674	497	534	1610	11757	3855	1246
202508	693	505	526	1620	11831	3864	1265
202509	711	512	479	1620	11897	3934	1280
净增门店数量（单位：家）							
	小菜园	绿茶	太二	老乡鸡	肯德基	必胜客	达美乐
202501	8	11	-12	32	113	91	74
202502	-2	2	-7	-4	113	18	17
202503	-6	2	-13	23	115	-17	1
202504	-1	8	-5	25	191	26	51
202505	-1	2	-10	31	5	27	21
202506	9	4	-28	17	46	14	9
202507	8	7	-10	33	9	48	59
202508	19	8	-8	10	74	9	19
202509	18	7	-47	0	66	70	15
2025年1-9月	52	51	-140	167	732	286	266

数据来源：久谦数据、开源证券研究所

在店效方面，正餐品牌店效逐步向好，小菜园表现相对稳健，老乡鸡增速较为突出。根据久谦数据，2025 年 9 月，小菜园、绿茶同店月均店效分别为 75.4、74.2 万元，同比-4.4%、-14.2%；老乡鸡同店店效 46.7 万元，同比增长 10.1%。西式快餐龙头韧性较强，肯德基、必胜客店效分别为 58.5 万、48.4 万元，同比分别下降 2.4%、5.6%；达美乐则下滑至 28.4 万元，同比-7.4%。

图18：2025 年 9 月，小菜园、绿茶单店月均同店店效分别同比-4.4%、-14.2%

单个门店月均店效（单位：万元）							
	小菜园	绿茶	太二	老乡鸡	肯德基	必胜客	达美乐
202501	95.3	86.5	63.4	44.3	73.9	62.8	35.7
202502	84.4	80.0	59.0	40.6	65.0	54.0	32.5
202503	79.6	78.0	61.6	42.9	62.5	52.1	30.9
202504	74.5	76.5	55.0	40.5	59.3	49.3	29.6
202505	89.8	87.3	63.0	43.3	67.4	56.2	32.7
202506	90.3	88.0	59.5	47.1	66.9	55.5	32.3
202507	92.1	91.4	57.2	51.0	71.3	59.4	32.7
202508	93.9	89.1	64.7	49.8	70.4	60.4	33.0
202509	75.4	74.2	54.6	46.7	58.5	48.4	28.4
同店月均店效同比数据							
	小菜园	绿茶	太二	老乡鸡	肯德基	必胜客	达美乐
202501	6.3%	-15.6%	-9.1%	-20.6%	2.9%	2.1%	-1.0%
202502	-15.1%	-23.0%	-15.5%	-18.7%	-13.2%	-13.2%	-15.5%
202503	-4.4%	-16.9%	-12.9%	-13.0%	-1.9%	-3.9%	-25.5%
202504	-7.0%	-10.8%	-15.4%	-0.1%	1.5%	1.5%	-36.7%
202505	2.3%	-10.3%	-4.4%	6.6%	2.0%	-1.9%	-14.9%
202506	5.8%	-10.9%	-10.4%	4.7%	-0.2%	-3.1%	-10.6%
202507	0.6%	-14.1%	-16.6%	4.9%	1.9%	-0.9%	-7.7%
202508	-2.3%	-14.5%	-6.5%	2.8%	-1.2%	-2.5%	-10.8%
202509	-4.4%	-14.2%	-8.1%	10.1%	-2.4%	-5.6%	-7.4%
2025年1-9月	-2.1%	-14.6%	-11.1%	-3.4%	-1.3%	-3.1%	-15.4%
同店月均坪效同比数据							
	小菜园	绿茶	太二	老乡鸡	肯德基	必胜客	达美乐
202501	8.0%	-1.5%	-9.6%	-14.1%	5.7%	5.1%	-7.7%
202502	-14.1%	-10.2%	-15.9%	-12.1%	-10.1%	-9.3%	-20.6%
202503	-3.6%	-4.4%	-13.4%	-3.6%	0.1%	0.7%	-27.9%
202504	-5.5%	3.5%	-15.9%	0.5%	3.3%	5.7%	-38.0%
202505	3.7%	3.1%	-6.9%	1.0%	4.4%	1.6%	-16.8%
202506	7.7%	1.0%	-12.4%	-4.7%	1.5%	0.8%	-12.7%
202507	2.9%	-4.1%	-18.8%	-4.5%	4.1%	2.8%	-9.7%
202508	-0.1%	-4.0%	-8.9%	-6.4%	1.1%	0.5%	-7.5%
202509	-3.5%	-3.6%	-11.0%	-2.2%	0.2%	-2.2%	-5.3%
2025年1-9月	-0.6%	-2.4%	-12.6%	-5.3%	1.0%	0.5%	-17.4%

数据来源：久谦数据、开源证券研究所

从外卖销售额来看，外卖渠道贡献度显著提升，成为行业主要增量。根据久谦数据，2025 年 9 月，老乡鸡、肯德基、必胜客美团外卖销售额分别达到 1.76 亿、10.72 亿、1.85 亿元，同比分别+12.6%、+8.9%、-12.1%；绿茶外卖高增至 4921 万元，同比+10.2%，达美乐亦保持两位数增速。

图19：2025 年 9 月，绿茶、老乡鸡、达美乐美团外卖销售额保持双位数同比增长

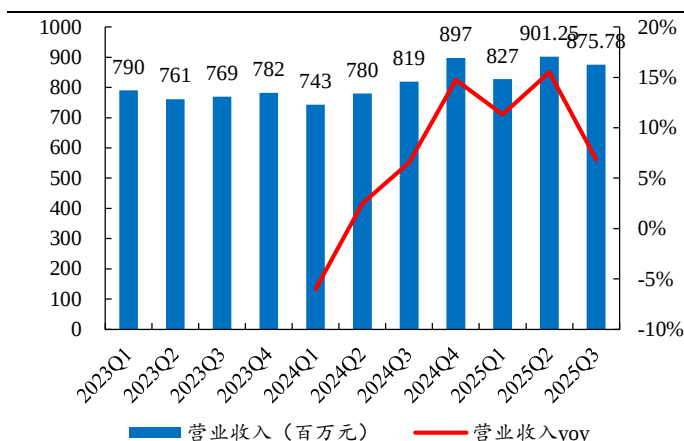
品牌美团平台外卖销售额（单位：万元）							
	小菜园	绿茶	太二	老乡鸡	肯德基	必胜客	达美乐
202501	8501	4811	2857	16717	104044	21874	4692
202502	7382	4264	2789	14537	104424	20400	4447
202503	7313	4224	2727	15429	94207	18376	4123
202504	7102	4780	2714	15231	85860	17590	4110
202505	6944	5071	2762	15700	94817	18038	4280
202506	6838	5443	2997	16720	103118	18267	4145
202507	8071	6224	3020	18316	115403	20992	4465
202508	7771	5258	2642	19306	122311	21238	4634
202509	7183	4921	2323	17620	107235	18534	4349
美团平台外卖销售额同比数据							
	小菜园	绿茶	太二	老乡鸡	肯德基	必胜客	达美乐
202501	21.9%	52.3%	37.5%	28.4%	11.0%	16.0%	26.1%
202502	11.4%	42.7%	27.8%	22.6%	3.5%	9.0%	19.4%
202503	13.2%	40.6%	13.3%	28.6%	4.3%	7.8%	8.7%
202504	2.9%	61.8%	2.0%	22.2%	1.1%	0.2%	7.5%
202505	-3.5%	65.7%	-2.2%	29.7%	3.2%	-0.1%	14.2%
202506	-10.9%	63.2%	-6.5%	22.0%	18.6%	-1.6%	10.8%
202507	-1.2%	61.9%	-11.1%	21.6%	16.9%	-2.0%	17.3%
202508	-8.0%	18.0%	-25.1%	19.8%	8.4%	-6.4%	15.2%
202509	-14.0%	10.2%	-33.0%	12.6%	8.9%	-12.1%	13.9%
2025年1-9月	0.5%	43.9%	-3.6%	22.6%	8.4%	0.8%	14.7%

数据来源：久谦数据、开源证券研究所

3、金达威：2025Q3 利润端稳步增长，保健品业务国内进入快速增长期

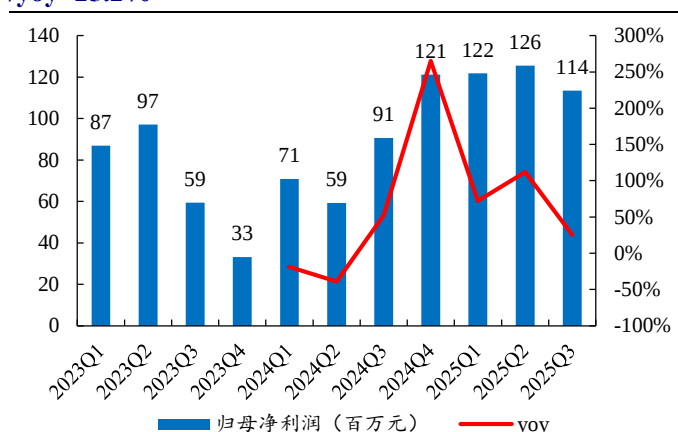
成本及各项费率优化，盈利能力修复。2025Q3 公司实现营收 8.8 亿元/yoy+6.9%，归母净利 1.14 亿元/yoy+25.2%，2025Q1-Q3 公司实现营收 26 亿元/yoy+11.2%，归母净利润 3.6 亿元/yoy+63.5%。2025 年以来维生素 A 价格步入下行趋势，2025Q3 维生素 A 市场价格均价 63.4 元/kg 已接近触底，而 2024Q3 维生素价格 193.1 元/kg，但公司整体利润端依旧实现稳步增长。我们认为维生素 A 占比已较低（2025H1 占收入比重 11%），对公司整体业绩影响逐渐式微，加之公司通过技术改进，原料成本持续降低，利润率也持续优化。2025Q1-Q3 公司毛利率/净利率 40.2%/13.6%，yoy+2.19pct/+4.04pct。从费用端看，费用率也持续优化。2025Q3 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 9.2%/10.5%/1.8%/1.5%，yoy-1.1pct/-0.46pct/-0.26pct/-0.32pct。

图20：2025Q3 金达威公司实现营收 8.8 亿元/yoy+6.9%



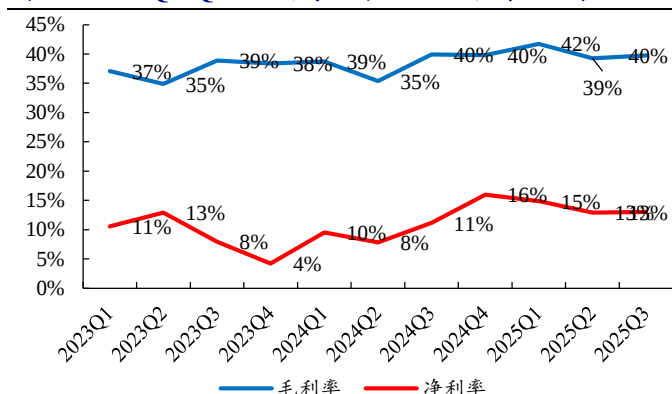
数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：金达威公司 2025Q3 归母净利润 1.14 亿元/yoy+25.2%



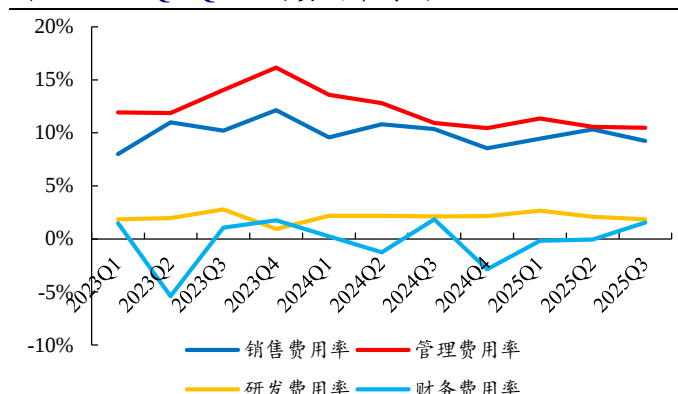
数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：2025Q1-Q3 金达威公司盈利能力同比改善



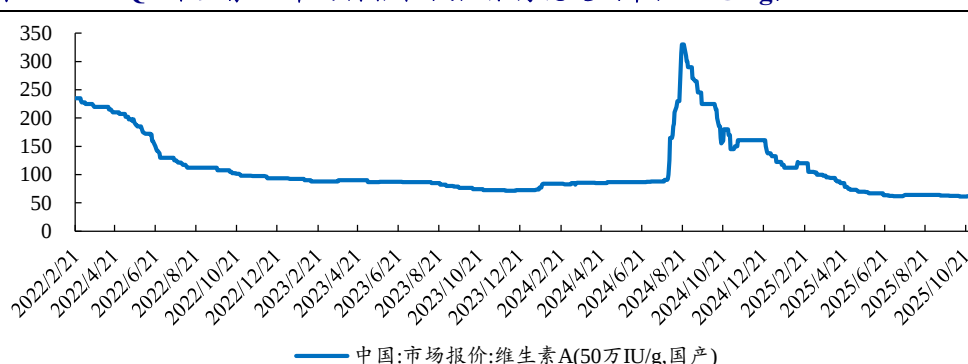
数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：2025Q1-Q3 公司费用率得到优化



数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：2025Q3 维生素 A 市场价格在低位保持稳定（单位：元/kg）



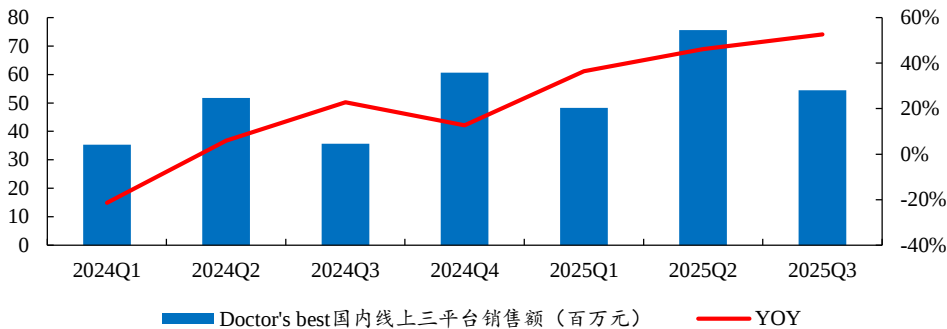
数据来源：Wind、开源证券研究所

保健品业务国内进入快速增长期。据久谦数据，保健品主品牌 Doctor's best 2025Q1/2025Q2/2025Q3 线上分别增长 36%/+46/+53%。品牌 sku 丰富，沉淀深厚，有望充分把握口服美容+主动健康对膳食营养补充剂需求增长红利。2024 年 10 月公司收购以阿洛酮糖为主要原料的 Rx sugar 品牌，此外，还有 Zipfizz 品牌是美国 Costco、

Sam's Club 等大型零售商超的热销明星品牌。

原料业务：受益于全球人口老龄化、健康意识持续提升、技术升级吸收效率提升等因素，辅酶 Q10 驱动持续增长。人口老龄化进程加快以及消费者健康观念的提高，辅酶 Q10 以保护心脏、保护皮肤等优点获得了人们的青睐。辅酶 Q10 作为生物体内细胞产生能量的重要酶以及重要代谢反应的底物，具备抗肿瘤、抗氧化性的功能，以及作为细胞代谢激活剂，可提高人体免疫力和治疗人体免疫系统疾病，特别在心血管疾病治疗中有重要作用。同时，作为一种抗氧化剂，辅酶 Q10 也被广泛地应用于营养保健食品和化妆品中，具有延缓皮肤衰老等作用。公司作为辅酶 Q10 全球最大供应商有望充分受益。公司在建产能 600 吨，项目建成后有望极大改善原料产能瓶颈。DHA/ARA/维生素 K 系列等有望复制辅酶 Q10 成功路径。

图25: Doctor's best 国内线上销售有所回暖



数据来源：久谦中台、开源证券研究所

2025 年 8 月公司发布可转债融资计划，拟募集资金总额不超过 12.92 亿元，资金将用于“辅酶 Q10 改扩建”、“年产 30000 吨阿洛酮糖及 5000 吨肌醇建设项目”、“信息化系统建设”及补充流动资金。**(1) 辅酶 Q10 改扩建：**公司连续多年为全球辅酶 Q10 最大生产商。公司此次计划在原厂区新建一座专门生产辅酶 Q10 的发酵车间突破产能瓶颈。**(2) 阿洛酮糖和肌醇建设：**阿洛酮糖是天然低卡甜味剂，公司已收购美国 RxSugar 品牌，目前已打通完整工艺环节；肌醇主要应用于饲料、医药、食品等行业，具有抗氧化、抗衰老作用，在水产饲养中是抗生素的良好替代品，目前已有少量产品销售。公司看好阿洛酮糖和肌醇在全球健康趋势下的市场扩容，依托完善的合成生物技术，丰富产品矩阵。

表1: 金达威在建产能较多

产品类别	金达威维生素			金达威药业			VB		
	设计产能	实际产能	在建产能	设计产能	实际产能	在建产能	设计产能	实际产能	在建产能
维生素 A 系列 (吨)	4,000	4,000	-	-	-	-	-	-	-
维生素 D3 系列 (吨)	1,600	1,600	-	-	-	-	-	-	-
硫辛酸 (吨)	-	-	24	-	-	-	-	-	-
维生素 A 衍生物 (吨)	-	-	50	-	-	-	-	-	-
辅酶 Q10 系列 (吨)	-	-	-	920	320-620	600	-	-	-
维生素 K2	-	-	-	100	100	-	-	-	-

(吨)									
NMN 系列	-	-	-	500	500	-	-	-	-
(吨)									
DHA (吨)	-	-	-	150-350	150-350	-	-	-	-
ARA (吨)	-	-	-	50-250	50-250	-	-	-	-
虾青素 (吨)	-	-	-	1000	1000	-	-	-	-
泛酸钙 (吨)	-	-	-	-	-	10,000	-	-	-
阿洛酮糖 (吨)	-	-	-	-	-	30,000	-	-	-
肌醇 (吨)	-	-	-	-	-	5,000	-	-	-
片剂 (万粒)	-	-	-	-	-	-	-	400,000	-
硬胶囊 (万粒)	-	-	-	-	-	-	-	500,000	-
软胶囊 (万粒)	-	-	-	-	-	-	-	-	300000
粉剂 (万罐)	-	-	-	-	-	-	-	-	2500
粉剂 (万条)	-	-	-	-	-	-	-	-	15000
包装 (万瓶)	-	-	-	-	-	-	-	10000	10000

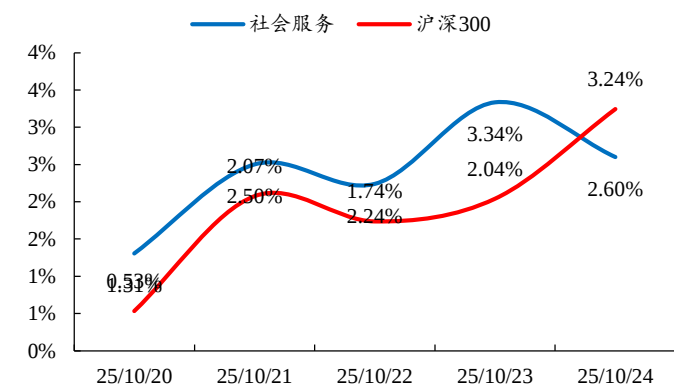
资料来源：金达威公司公告、开源证券研究所（注：2025 年中报披露）

4、行业行情回顾：本周 A 股社服板块跑输大盘，港股消费者服务板块跑赢大盘

4.1、A 股行业跟踪：本周社服板块波动上行

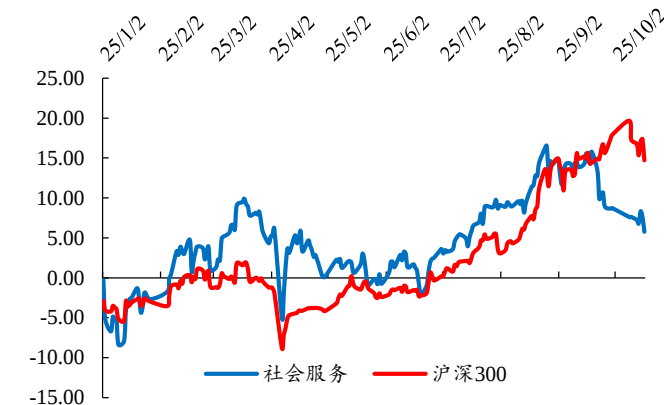
本周（10.20-10.24）社会服务指数+2.6%，跑输沪深 300 指数 0.64pct，在 31 个一级行业中排名第 14；2025 年初至今社会服务行业指数+8.51%，弱于沪深 300 指数的+18.44%，在 31 个一级行业中排名第 21。

图26：本周（10.20-10.24）社服板块跑输沪深 300（%）



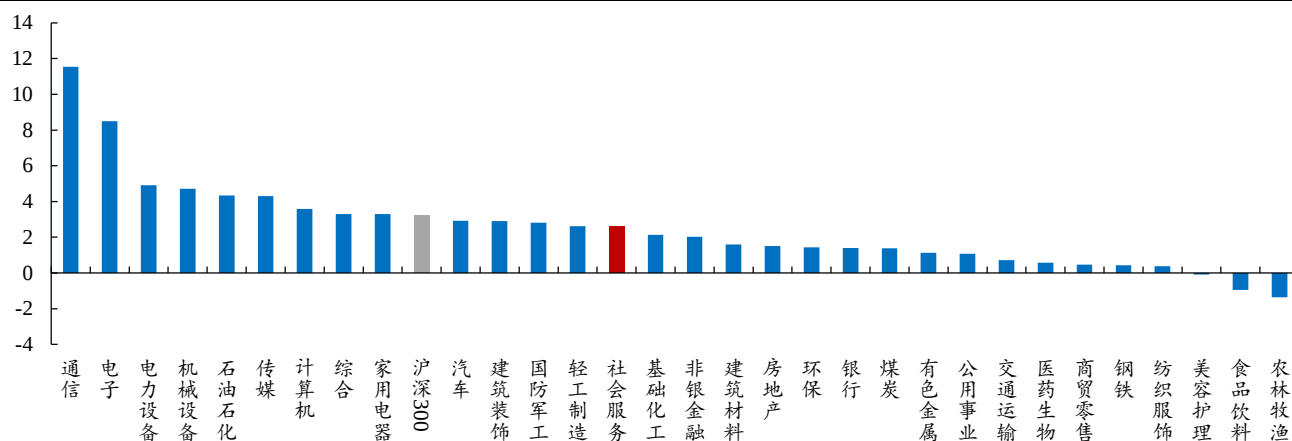
数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：2025 年初至今社服板块走势弱于沪深 300（%）



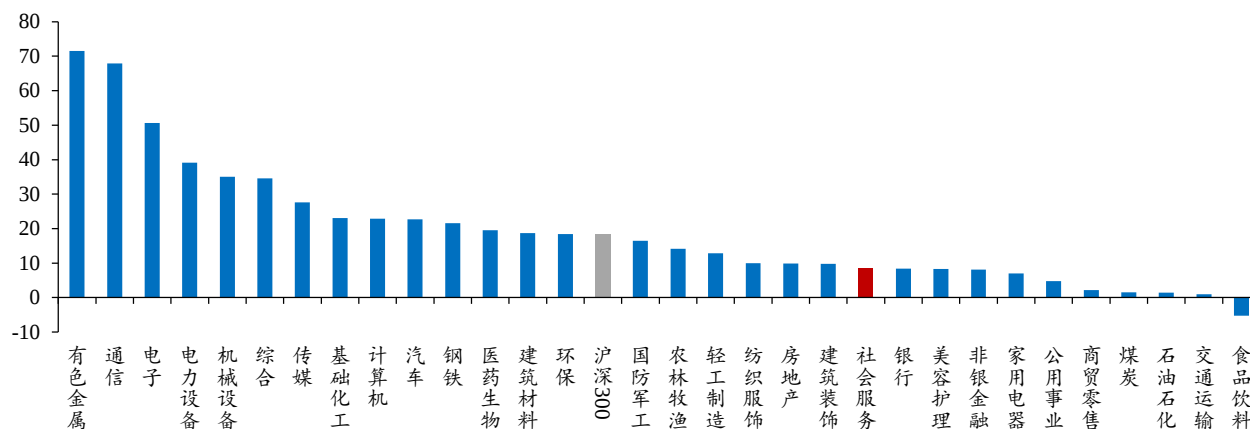
数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：本周（10.20-10.24）社会服务板块在一级行业排名第 14（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：2025 年初至今社会服务板块在一级行业排名第 21（%）

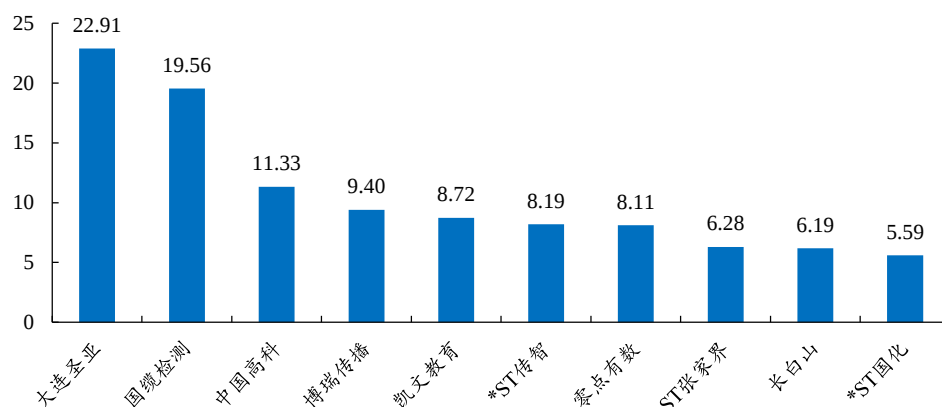


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、A 股社服标的表现：本周（10.20-10.24）旅游、教育类上涨排名靠前

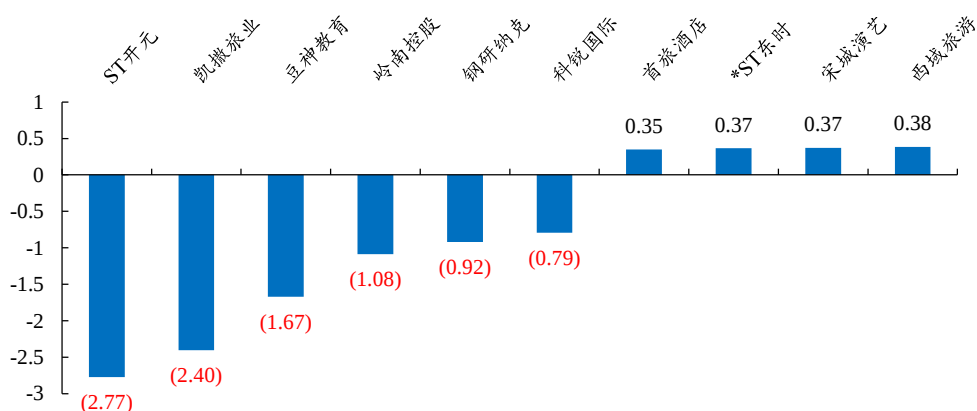
本周（10.20-10.24）A 股涨幅前十名以旅游、教育类为主，涨跌幅前三名分别为大连圣亚、国缆检测、中国高科，涨跌幅后三名分别为 ST 开元、凯撒旅业、豆神教育。净流入额前三名分别为大连圣亚、凯撒旅业、长白山，净流入额后三名为豆神教育、宋城演艺、华测检测。

图30：本周（10.20-10.24）大连圣亚、国缆检测、中国高科领涨（%）



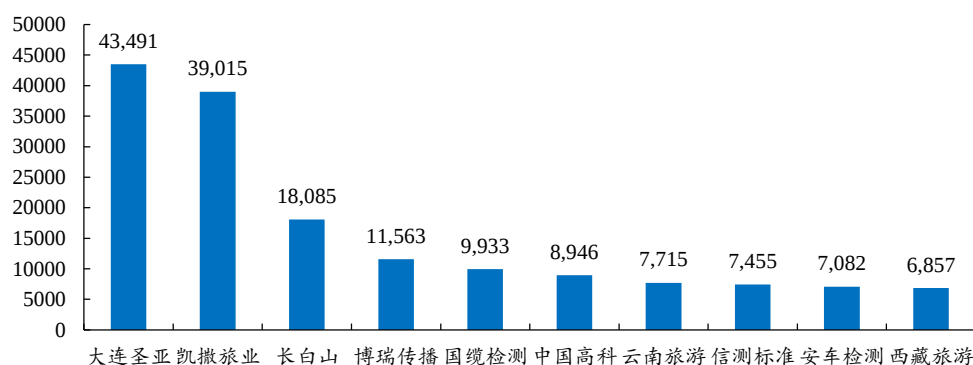
数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：本周（10.20-10.24）ST开元、凯撒旅业、豆神教育涨幅排名后三位（%）

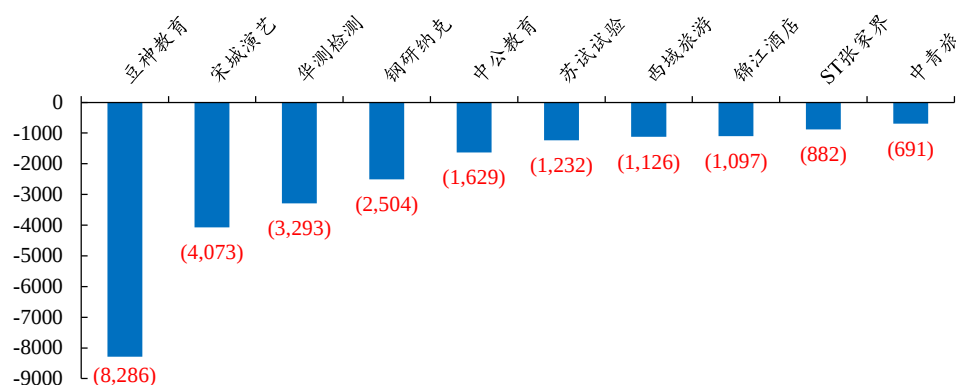


数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：本周（10.20-10.24）大连圣亚、凯撒旅业、长白山净流入额较大（万元）



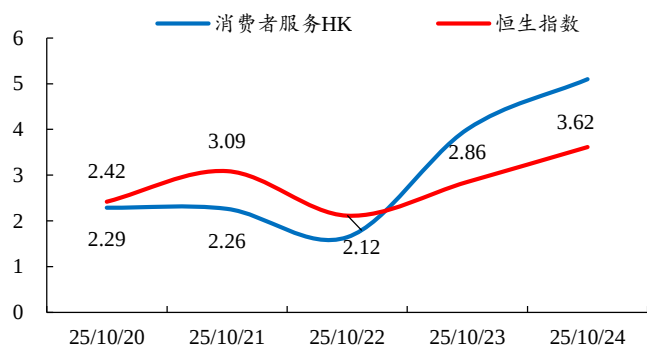
数据来源：Wind、开源证券研究所

图33：本周（10.20-10.24）豆神教育、宋城演艺、华测检测净流出额较大（万元）


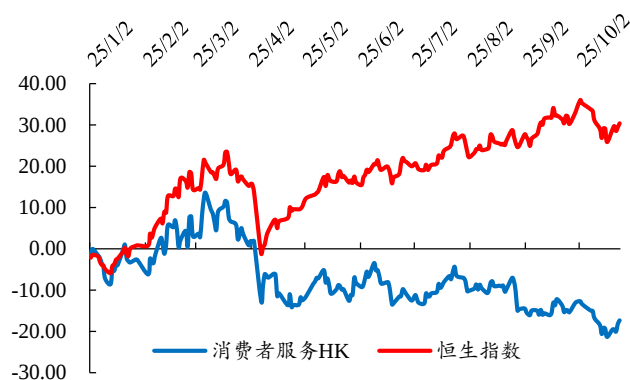
数据来源：Wind、开源证券研究所

4.3、港股行业跟踪：本周消费者服务板块波动上行

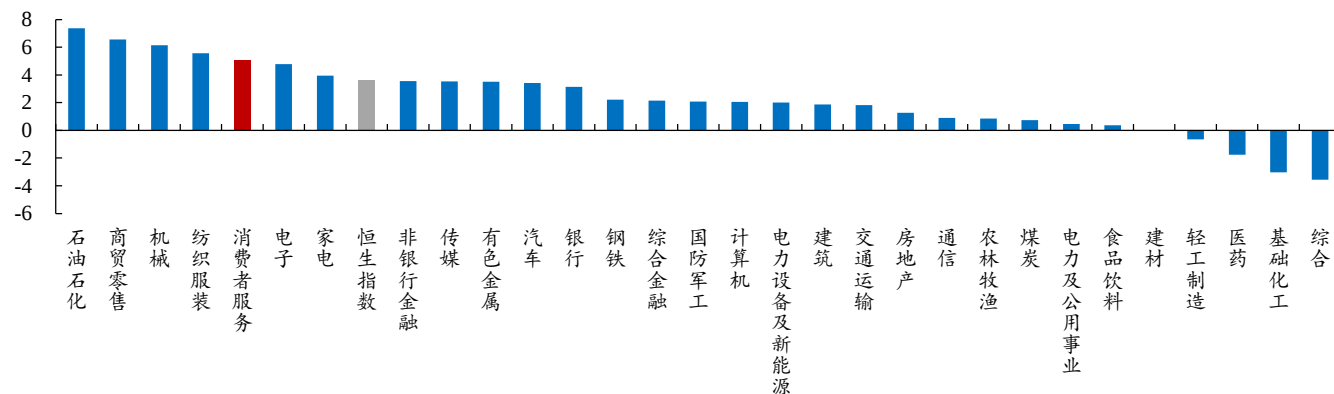
本周（10.20-10.24）港股消费者服务指数+5.1%，跑赢恒生指数 1.48pct，在 30 个一级行业中排名第 5；2025 年初至今消费者服务行业指数-17.34%，弱于恒生指数的+30.41%，在 30 个一级行业中排名第 30。

图34：本周（10.20-10.24）消费者服务板块跑赢恒生指数（%）


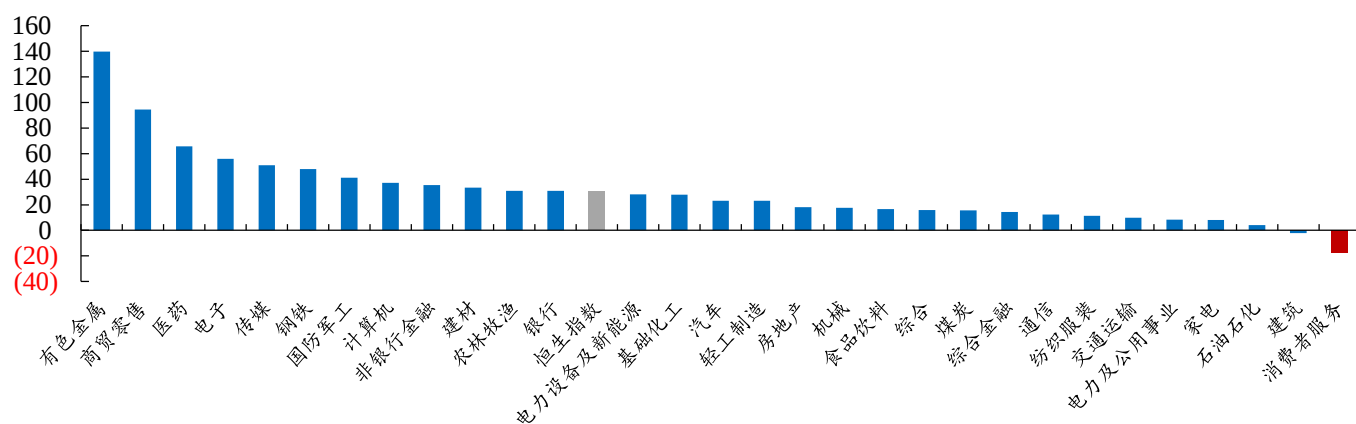
数据来源：Wind、开源证券研究所

图35：2025 年初至今消费者服务板块走势弱于恒生指数（%）


数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：本周（10.20-10.24）港股消费者服务板块在一级行业排名第 5（%）


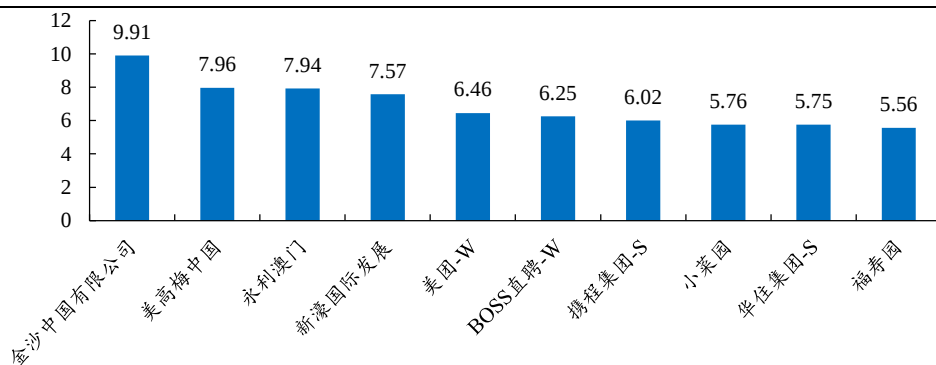
数据来源：Wind、开源证券研究所

图37：2025 初至今港股消费者服务板块在一级行业排名第 30（%）


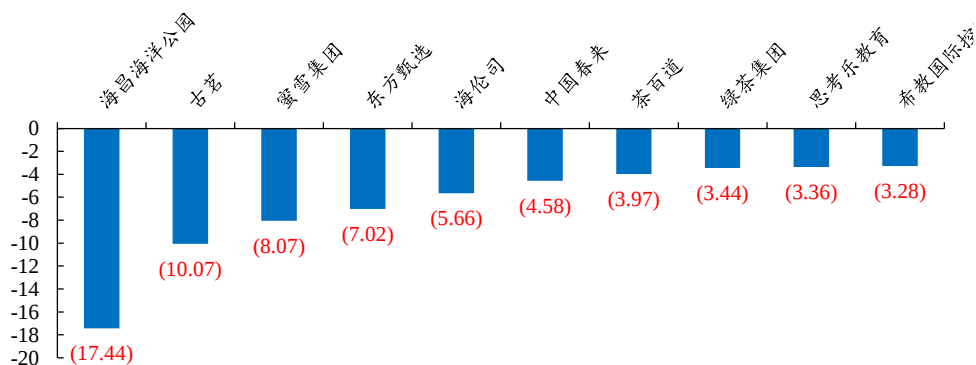
数据来源：Wind、开源证券研究所

4.4、港股消费者服务标的表现：本周（10.20-10.24）博彩、旅游类上涨排名靠前

本周（10.20-10.24）港股博彩、旅游类涨幅靠前，涨幅前三名分别为金沙中国、美高梅中国、永利澳门，跌幅前三名分别为海昌海洋公园、古茗、蜜雪集团。

图38：本周（10.20-10.24）金沙中国、美高梅中国、永利澳门领涨（%）


数据来源：Wind、开源证券研究所

图39：本周（10.20-10.24）海昌海洋公园、古茗、蜜雪集团有限公司跌幅较大（%）


数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：盈利预测与估值

代码	公司名称	2025/10/24	EPS			PE			评级
		收盘价	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
1318.HK	毛戈平	95.95	2.40	3.10	4.00	39.98	30.95	23.99	买入
2367.HK	巨子生物	41.68	2.5	3.1	3.7	16.62	13.56	11.26	买入
2145.HK	上美股份	92.25	2.53	3.16	3.85	36.50	29.19	23.96	买入
2097.HK	蜜雪集团	394.20	15.57	19.46	23.67	25.32	20.26	16.65	增持
1364.HK	古茗	21.96	1.07	1.10	1.32	20.58	19.94	16.69	未评级
0325.HK	布鲁可	88.70	4.12	6.09	7.99	21.51	14.56	11.11	买入
300896.SZ	爱美客	167.45	5.62	6.63	7.68	29.80	25.27	21.80	买入
920982.BJ	锦波生物	256.51	9.02	12.00	15.86	28.43	21.38	16.17	买入
601888.SH	中国中免	70.52	2.17	2.49	2.81	32.54	28.34	25.09	未评级
0780.HK	同程旅行	21.76	1.15	1.38	1.62	18.89	15.82	12.27	未评级
603099.SH	长白山	50.63	0.74	0.88	1.04	68.02	57.51	48.53	买入
300795.SZ	米奥会展	14.24	1.15	1.44	1.74	12.43	9.90	8.19	买入
001308.SZ	康冠科技	22.76	1.55	1.94	2.35	14.64	11.72	9.69	买入
300856.SZ	科思股份	13.39	0.51	0.75	0.99	26.43	17.97	13.58	买入
603277.SH	银都股份	18.22	1.43	1.59	1.71	12.70	11.48	10.64	买入
688363.SH	华熙生物	52.96	0.91	1.21	1.54	58.15	43.93	34.40	买入
300740.SZ	水羊股份	22.78	0.68	0.82	1.02	33.66	27.83	22.24	买入
300192.SZ	科德教育	17.57	0.50	0.56	0.62	34.93	31.39	28.29	买入
000526.SZ	学大教育	44.07	2.14	2.69	3.27	20.56	16.39	13.48	未评级
603081.SH	大丰实业	13.39	0.35	0.48	0.63	38.53	27.65	21.32	买入
300662.SZ	科锐国际	27.57	1.45	1.75	2.11	18.99	15.72	13.04	未评级
600861.SH	北京人力	18.75	2.00	1.83	2.02	9.36	10.26	9.28	未评级
600662.SH	外服控股	5.45	0.31	0.34	0.36	17.51	16.18	15.26	未评级
603059.SH	倍加洁	34.33	1.47	1.91		23.28	17.99		买入
9961.HK	携程集团-S	564.00	30.02	28.17	31.72	18.79	20.02	17.78	未评级
300492.SZ	华图山鼎	67.57	1.73	2.16	2.67	39.16	31.28	25.29	未评级
0667.HK	中国东方教育	6.69	0.35	0.44	0.54	18.99	15.17	12.36	未评级
1773.HK	天立国际控股	2.55	0.35	0.46	0.57	7.22	5.53	4.51	未评级
002659.SZ	凯文教育	5.86	0.05	0.10	0.13	128.23	59.67	44.80	未评级
301011.SZ	华立科技	26.47	0.67	0.90	1.11	39.45	29.43	23.88	未评级
300859.SZ	西域旅游	39.25	0.68	0.83	0.97	57.94	47.53	40.42	未评级
9699.HK	顺丰同城	12.54	0.33	0.60	0.94	38.34	20.82	13.36	未评级
3690.HK	美团	100.60	8.13	10.25	12.51	12.38	9.81	8.04	未评级
EDU.N	新东方	60.10	2.75	3.41	4.04	19.95	16.09	13.58	未评级
TAL.N	好未来	12.60	0.30	0.47	0.62	38.14	24.32	18.58	买入
0999.HK	小菜园	11.57	0.64	0.78	0.95	18.05	14.82	12.15	未评级
9992.HK	泡泡玛特	230.40	8.53	12.18	15.58	27.00	18.91	14.79	买入
6831.HK	绿茶集团	6.17	0.73	0.92	1.15	8.43	6.73	5.35	未评级

数据来源：Wind、Bloomberg、开源证券研究所（除福瑞达、长白山、米奥会展、康冠科技、科思股份、银都股份、康冠科技、华熙生物、大丰实业、水羊股份、倍加洁、好未来、爱美客、锦波生物、美团、泡泡玛特、布鲁可、蜜雪集团为开源证券研究所预测，新东方为 Bloomberg 一致预期，其余公司盈利预测及估值数据均使用 Wind 一致预期。以上港股上市公司计价货币为港元，EPS 为人民币，2025 年 10 月 24 日港币兑人民币收盘价 0.91266；美股上市公司收盘价和 EPS 计价货币为美元，2025 年 10 月 24 日美元兑人民币收盘价 7.0928）

5、风险提示

项目落地不及预期，社会零售不及预期，行业竞争加剧等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年8月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn