

社会服务

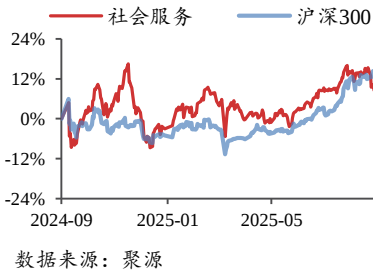
2025 年 09 月 28 日

Tiktok 首次全球黑五定档，TOPTOY 申请港股上市

——行业周报

投资评级：看好（维持）

行业走势图



相关研究报告

《十一假期酒旅预订量增价稳，8月潮玩龙头表现突出——行业周报》
-2025.9.21
《中国赴柬游客高增，关注“现炒、现制”中餐龙头——行业周报》
-2025.9.14
《长白山8月客流创新高，美团接入NANO BANANA——行业周报》
-2025.9.7

初敏（分析师）

chumin@kysec.cn

证书编号：S0790522080008

李睿娴（分析师）

liruxian@kysec.cn

证书编号：S0790525020004

程婧雅（分析师）

chengjingya@kysec.cn

证书编号：S0790525070010

● 旅游/潮玩：十一假期国内/出入境客流稳增，TOPTOY 申请港股上市

十一假期：交通运输部预计国庆假期国内全社会跨区域流动量同比+3.2%，其中自驾/铁路/民航黄金周旅客运输量分别同比+3.2%/+3.1%/+3.6%；出入境方面，国家移民管理局预测假期日均入境旅客量同比+6.9%。**潮玩：**TOPTOY 是国内领先的潮玩集合品牌，截至 2025 年 6 月公司拥有注册会员数量超 1000 万，2025H1 创收 13.6 亿元/同比+59%，近年保持强劲增长势头。IP 结构上公司目前拥有 17/43/600+自有/授权/他牌 IP，授权/他牌 IP 产品贡献核心营收；品类结构上，手办/3D 拼装模型构筑基本盘，2025H1 核心授权 IP 三丽鸥新品畅销带动搪胶毛绒品类收入高速增长；渠道结构上，名创优品贡献近半收入，自营门店和线上渠道贡献保持逐年提升态势。

● 互联网：AI 时代云计算、自动驾驶等需求激增，互联网巨头打开估值空间

云计算：2024 年全球云服务市场规模为 3213 亿美元，受 AI 需求驱动同比大增 20%，2025Q2 同比增长 22%，全球云服务三巨头份额合计为 65%，2025Q2 收入端 AWS yoy+17%、Microsoft Azure yoy+39%、Google Cloud +34%。中国云服务市场将迎发展拐点，预计 2025 年中国整体云服务市场规模为 6376.5 亿元，同比增长 17.1%。2024 年中国公有云市场（IaaS+PaaS）份额阿里云、腾讯云、百度云分别占比 28%和 8.3%和 5.4%。FY2026Q1 阿里云业务收入提升至 334 亿元，同比增长 25.8%，大幅提速，2025Q2 百度 AI 云收入为 65 亿元，同比增长 27%。**Robotaxi：**行业正从技术研发向多区域商业化运营快速迈进，百度、小马智行等头部企业通过牌照获取、国际合作、技术迭代等方式，在全球市场展开竞争与布局，发展进入加速期。

● **跨境电商：Tiktok 升级全球扶持机制，“人、货、场”升级助力商家权益转化**
Tiktok 首次全球黑五定档，升级了一系列全球性扶持机制。首次覆盖美、英、德、法、意大利、西班牙、日本、墨西哥等全球多国。同时玩法升级，并设置商家分层策略。美区：提供从降本、增效到曝光完整链条扶持。墨西哥：Tiktok 本次黑五首秀，8 月 18 日墨西哥站对中国卖家开放跨境自运营（POP 模式），推出极具吸引力的优惠政策。墨西哥市场具备较大潜力，且市场格局迎来重大洗牌，期待 TikTok Shop 本次首秀表现。东南亚：9 月 9 日大促表现亮眼，10 月年终大促即将开始。TikTok Shop 东南亚跨境电商精心打造了涵盖“人、货、场”的权益体系，直播+达人+大促势能撬动 Q4 年终购物季高效业务转化。

● 本周 A 股社服板块跑输大盘，港股消费者服务板块跑输大盘

本周（9.22-9.26）社会服务指数-5.92%，跑输沪深 300 指数 6.99pct，在 31 个一级行业中排名第 31，教育、检测类领涨；本周（9.22-9.26）港股消费者服务指数-3.59%，跑输恒生指数 2.02pct，在 30 个一级行业中排名第 23，餐饮类领涨。

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：**美团、赤子城科技；（6）**即时零售：**美团-W、顺丰同城；（8）**旅游：**长白山、同程旅行、携程集团-S、大麦娱乐；（9）**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。

内容目录

1、出行旅游：中秋国庆假期国内出行/出入境客流稳健增长	4
2、潮玩：TOPTOY 申请港股上市，自营门店/线上贡献提升	4
3、互联网：AI 时代云计算、自动驾驶等需求激增，阿里、百度等互联网巨头打开估值空间	7
3.1、云服务：AI 浪潮下全领域算力需求倍增，云服务厂商加大资本开支	7
3.2、Robotaxi：9 月以来行业迎密集催化，头部企业加速全球化布局	10
4、跨境电商：Tiktok 升级全球扶持机制，“人、货、场”升级助力商家权益转化	11
5、二手经济：iphone17 发售带动手机回收热潮	15
6、出行数据跟踪	15
7、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输大盘	16
7.1、A 股行业跟踪：本周社服板块波动下行	16
7.2、A 股社服标的表现：本周（9.22-9.26）教育、检测类上涨排名靠前	17
7.3、港股行业跟踪：本周消费者服务板块下行	19
7.4、港股消费者服务标的表现：本周（9.22-9.26）餐饮类上涨排名靠前	20
8、风险提示	22

图表目录

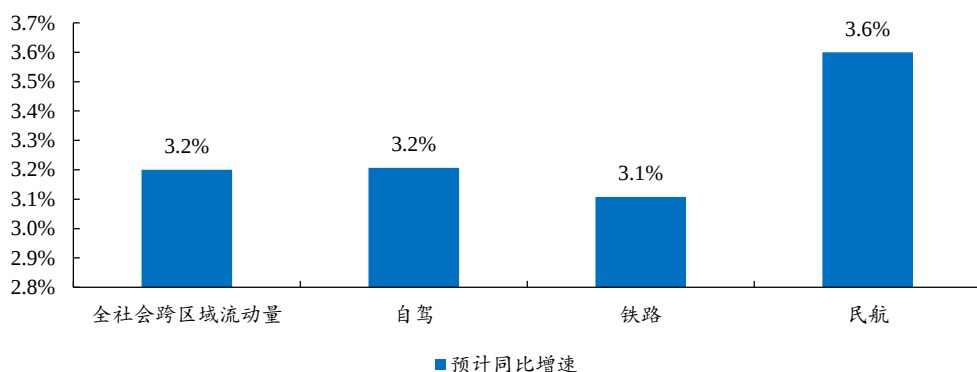
图 1：预计 2025 年中秋国庆假期全社会跨区域流动量同比+3.2%	4
图 2：2025H1 TOPTOY 收入同比+59%	4
图 3：2025H1 TOPTOY 归母净利润同比+27%	4
图 4：2025H1 TOPTOY 中国内地收入同比+52%	5
图 5：2025H1 TOPTOY 海外收入占比提升至 4%	5
图 6：TOPTOY 旗下部分 IP 组合	5
图 7：授权 IP/他牌 IP 贡献 TOPTOY 核心收入	5
图 8：2025H1 TOPTOY 手办/3D 拼装模型/搪胶毛绒/其他产品分别同比+44%/+18%/+4537%/+73%	6
图 9：2025H1 TOPTOY 搪胶毛绒产品收入占比提升至 11%	6
图 10：2025H1 自营门店/合伙人门店/代理门店达 38/250/5 家	6
图 11：2025H1 TOPTOY 直营门店/加盟商/线下经销/线上实现营收 1.69/3.32/6.8/1.16 亿元	7
图 12：2025H1 TOPTOY 直营门店/线上收入占比提升至 13%/9%	7
图 13：2025Q2 全球云服务市场规模为 953 亿美元，同比增长 22%	8
图 14：2025Q2 亚马逊、微软、谷歌三家云服务厂商市占率分别为 32%、22%、11%	8
图 15：预计 2025 年中国整体云服务市场规模为 6376.5 亿元，同比增长 17.1%	8
图 16：2024 年中国公有云市场（IaaS+PaaS）份额阿里云、腾讯云、百度云分别占比 28%和 8.3%和 5.4%	8
图 17：FY2026Q1 阿里云业务收入提升至 334 亿元，同比增长 25.8%，大幅提速	9
图 18：FY2026Q1 阿里云业务收入占比提升至 13.5%，EBITDA margin 提升至 8.8%	9
图 19：2025 年阿里通义大模型已成为全球使用最广泛的开源 AI 模型	9
图 20：2024 年中国 AI 公有云服务市场规模达 195.9 亿元人民币，相比 2023 年增长 55.3%	10
图 21：2024 年中国 AI 公有云服务市场份额百度和阿里并列第一	10
图 22：2025Q2 百度非在线营销收入为 100 亿元，同比增长 34%	10
图 23：2025Q2 百度 AI 云收入为 65 亿元，同比增长 27%	10
图 24：2025 年 TikTok Shop 跨境电商“黑五”大促首次覆盖全球多国	12
图 25：Tiktok 美区大促 GMV 节节高，持续刷新各项纪录	12
图 26：墨西哥在线零售市场规模高增	13

图 27: 墨西哥电商市场竞争激烈, 行业在洗牌期.....	13
图 28: Shopee、Tiktok Shop、Lazada 占据东南亚市场主要份额.....	14
图 29: 东南亚地区年终大促即将开启	14
图 30: TikTok Shop 东南亚跨境电商精心打造了涵盖 “人、货、场” 的权益体系	14
图 31: 本周国内客运日均执行航班量较 2024 年同期-2% (单位: 架次)	16
图 32: 本周国际客运日均执行航班量恢复至 2019 年同期 85% (单位: 架次)	16
图 33: 本周 (9.22-9.26) 社服板块跑输沪深 300 (%)	16
图 34: 2025 年初至今社服板块走势弱于沪深 300 (%)	16
图 35: 本周 (9.22-9.26) 社会服务板块在一级行业排名第 31 (%)	17
图 36: 2025 年初至今社会服务板块在一级行业排名第 19 (%)	17
图 37: 本周 (9.22-9.26) 凯文教育、实朴检测、苏试试验领涨 (%)	18
图 38: 本周 (9.22-9.26) 西藏旅游、西域旅游、华天酒店涨幅排名后三位 (%)	18
图 39: 本周 (9.22-9.26) 凯文教育、科德教育、勤上股份净流入额较大 (万元)	18
图 40: 本周 (9.22-9.26) 宋城演艺、中公教育、西域旅游净流出额较大 (万元)	19
图 41: 本周 (9.22-9.26) 消费者服务板块跑赢恒生指数 (%)	19
图 42: 2025 年初至今消费者服务板块走势弱于恒生指数 (%)	19
图 43: 本周 (9.22-9.26) 港股消费者服务板块在一级行业排名第 23 (%)	19
图 44: 2025 年初至今港股消费者服务板块在一级行业排名第 30 (%)	20
图 45: 本周 (9.22-9.26) 思考乐教育、呷哺呷哺、古茗领涨 (%)	20
图 46: 本周 (9.22-9.26) 中教控股、宇华教育、香港中旅跌幅较大 (%)	20
表 1: 9 月以来 Robotaxi 行业催化不断	11
表 2: TikTok Shop 在覆盖范围、玩法升级、商家分层策略上升级全球扶持机制	12
表 3: 盈利预测与估值	21

1、出行旅游：中秋国庆假期国内出行/出入境客流稳健增长

根据交通运输部，预计中秋国庆假期国内全社会跨区域流动量达 23.6 亿人次，日均 2.95 亿人次/同比+3.2%，其中自驾/铁路/民航黄金周旅客运输量分别同比+3.2%/+3.1%/+3.6%，自驾客流仍占出行总量近八成。美团旅行数据显示，截至 9 月 22 日，假期文旅预订同比增速达 73%，高星酒店订单人次同比增速 115%，00 后年轻游客占比达 62%，年轻群体主导的“慢充式旅游”、家庭亲子/偕老游、长线深度游将成主流，“演出+旅游”趋势亦快速崛起。出入境方面，国家移民管理局预测假期日均入境旅客量超 200 万人次/同比+6.9%。

图1：预计 2025 年中秋国庆假期全社会跨区域流动量同比+3.2%

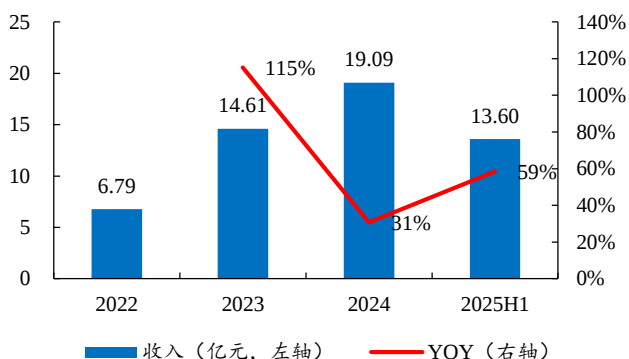


数据来源：交通运输部、国铁集团、民航局、开源证券研究所

2、潮玩：TOPTOY 申请港股上市，自营门店/线上贡献提升

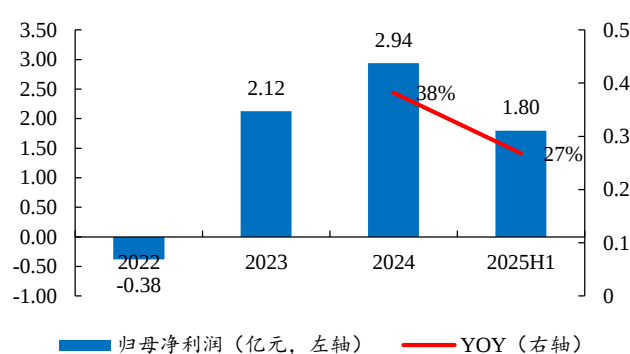
TOPTOY 是国内领先的潮玩集合品牌。据招股书披露，2024 年 TOPTOY 实现营收 19.09 亿元/同比+31%，2022-2024 年复合增速超 50%；截至 2025 年 6 月，公司拥有注册会员数量超 1000 万，2025H1 创收 13.6 亿元/同比+59%，保持强劲增长势头。分区域看，2024Q4 公司在泰国首开线下门店，2025H1 中国内地和海外分别实现收入 13.08/0.52 亿元，海外业务起步增速迅猛。利润端，2024 年公司实现归母净利润 2.94 亿元/同比+38%，2025H1 实现归母净利润 1.8 亿元/同比+27%。

图2：2025H1 TOPTOY 收入同比+59%



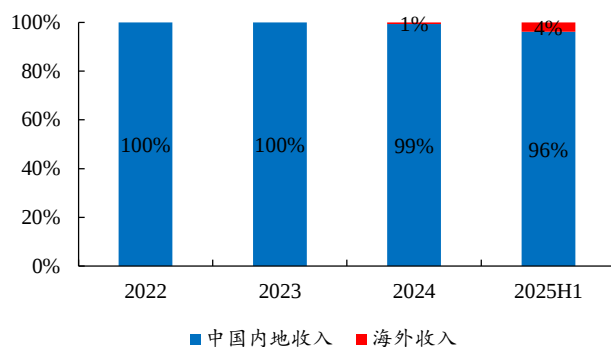
数据来源：TOPTOY 公司招股书、开源证券研究所

图3：2025H1 TOPTOY 归母净利润同比+27%



数据来源：TOPTOY 公司招股书、开源证券研究所

图5: 2025H1 TOPTOY 海外收入占比提升至 4%



数据来源：TOPTOY 公司招股书、开源证券研究所（备注：中国内地与海外收入为 TOPTOY 招股书直接披露的拆分口径）

图6: TOPTOY 旗下部分 IP 组合

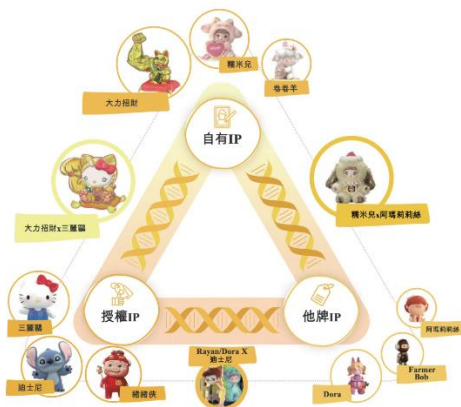
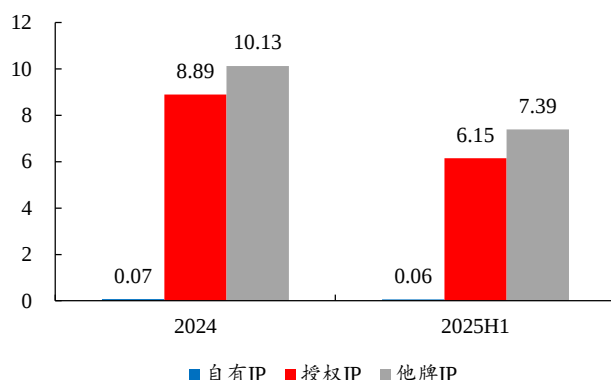
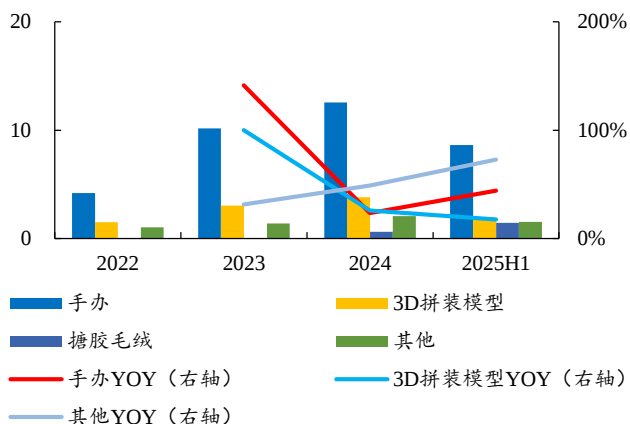


图7: 授权 IP/他牌 IP 贡献 TOPTOY 核心收入

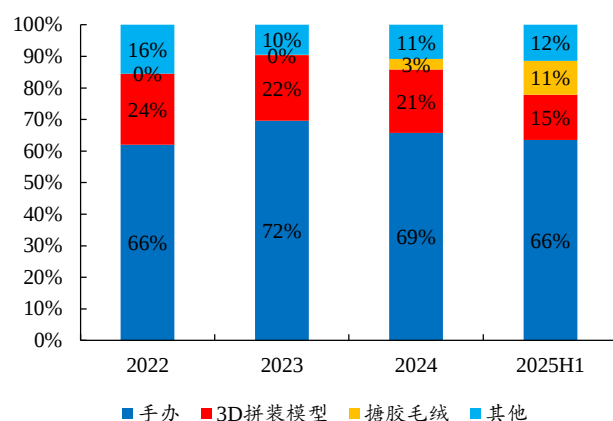


数据来源：TOPTOY 公司招股书、开源证券研究所（单位：亿元）

5 / 24

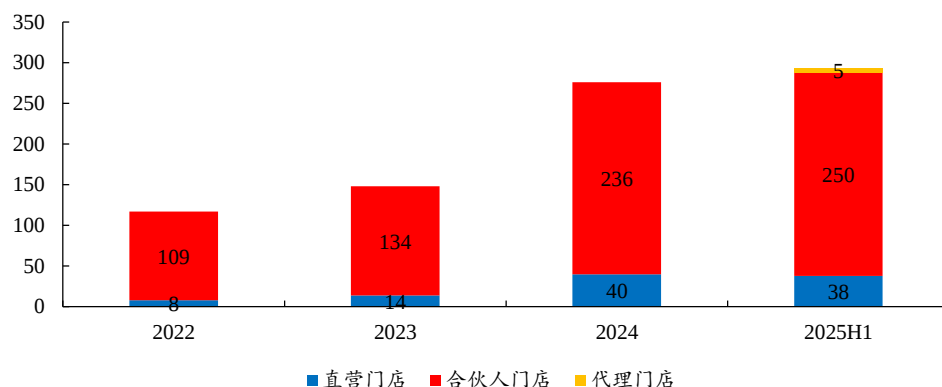
图8：2025H1 TOPTOY 手办/3D 拼装模型/搪胶毛绒/其他产品分别同比+44%/+18%/+4537%/+73%


数据来源：TOPTOY 公司招股书、开源证券研究所（单位：亿元）

图9：2025H1 TOPTOY 搪胶毛绒产品收入占比提升至11%


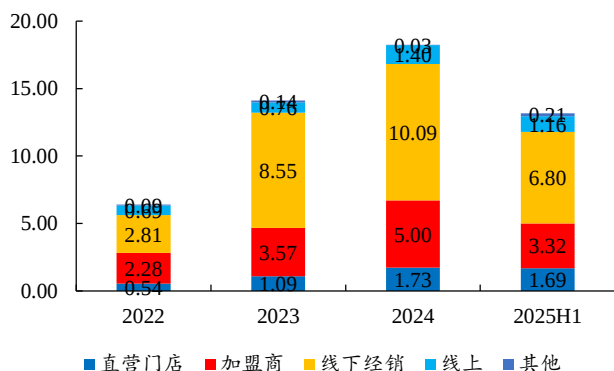
数据来源：TOPTOY 公司招股书、开源证券研究所

公司加大海外门店网络拓展，自营门店和线上渠道贡献提升。截至 2025H1 公司门店数达 293 家，包括自营门店/合伙人门店/代理门店各 38/250/5 家，其中 2025 年 5 月公司在上海落地首家 Chiikawa 主题快闪店，首月销售额突破 1000 万元。截至 9 月 19 日门店总数提升至 299 家，海外门店数达 15 家，目前海外销售网络已进入泰国、马来西亚、印度尼西亚、日本等市场。拆分渠道看，2025H1 公司直营门店/加盟商/线下经销/线上实现潮玩产品收入 1.69/3.32/6.8/1.16 亿元，分别占比 13%/25%/52%/9%，其中名创优品贡献近半收入。

图10：2025H1 自营门店/合伙人门店/代理门店达 38/250/5 家


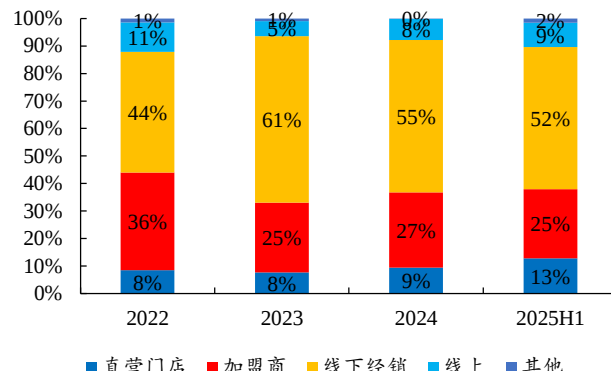
数据来源：TOPTOY 公司招股书、开源证券研究所

图11: 2025H1 TOPTOY 直营门店/加盟商/线下经销/线上实现营收 1.69/3.32/6.8/1.16 亿元



数据来源: TOPTOY 公司招股书、开源证券研究所 (单位: 亿元)

图12: 2025H1 TOPTOY 直营门店/线上收入占比提升至 13%/9%



数据来源: TOPTOY 公司招股书、开源证券研究所

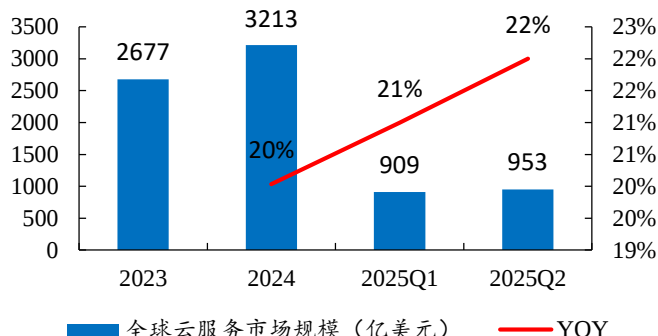
3、互联网: AI 时代云计算、自动驾驶等需求激增, 阿里、百度等互联网巨头打开估值空间

3.1、云服务: AI 浪潮下全领域算力需求倍增, 云服务厂商加大资本开支

2024 年全球云服务市场规模为 3213 亿美元, 受 AI 需求驱动同比大增 20%。根据 Canalys 统计数据, 全球云服务市场规模 (IaaS+PaaS+SaaS 及 BMaaS) 从 2023 年的 2677 亿美元增加到 2024 年的 3213 亿美元, 同比增长 20%。这一增长背后的关键驱动力是 AI 模型的扩展, 显著加速了云的采用。到 2024 年下半年, 全球头部云供应商都报告了人工智能投资的正回报, 人工智能应用程序对其整体云业务绩效产生了显著影响。

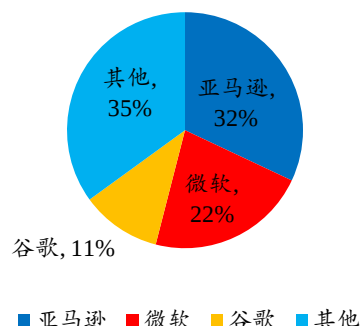
2025 年全球云服务市场增长加速, 2025Q1、2025Q2 分别同比增长 21%、22%。随着人工智能市场竞争的加剧, 云超大规模企业计划在 2025 年进一步扩大对云和人工智能基础设施的投资, 以跟上不断增长的需求。2025Q2 AWS (亚马逊)、Microsoft Azure (微软) 和 Google Cloud (谷歌) 三大云服务巨头合计市场份额合计占比达到 65%。2025Q2 这三家超大规模企业的云服务支出合计同比增长 27% (AWS yoy+17%、Microsoft Azure yoy+39%、Google Cloud +34%), 超过行业增速。

图13: 2025Q2 全球云服务市场规模为 953 亿美元, 同比增长 22%



数据来源: Canalis、开源证券研究所

图14: 2025Q2 亚马逊、微软、谷歌三家云服务厂商市占率分别为 32%、22%、11%

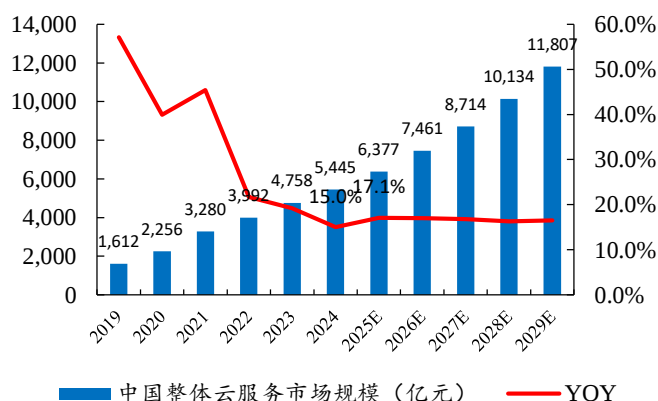


数据来源: Canalis、开源证券研究所

中国云服务市场将迎发展拐点, 从“计算”向“智算”升级, 有望复制美国云需求加速。根据艾瑞咨询, 2024 年中国整体云服务市场规模为 5445.4 亿元, 增速为 15%, 预计 2025 年市场规模为 6376.5 亿元, 同比增速提升至 17.1%。人工智能加速发展带动云基础设施及云能力平台同步升级, 成为驱动中国整体云服务市场增长的关键因素。

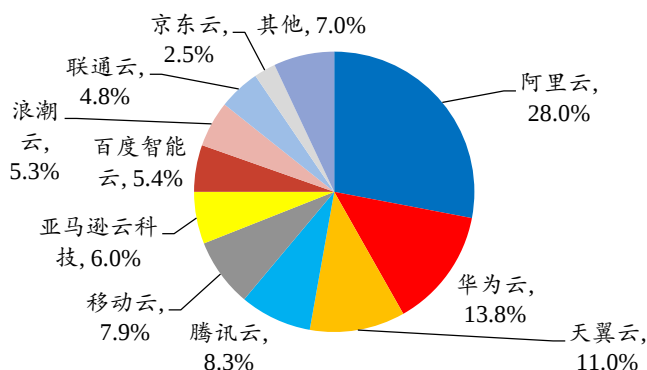
人工智能加速传统行业上云, 互联网厂商提供 AI 商业化能力率先受益。根据艾瑞咨询, 2024 年中国公有云市场 (IaaS+PaaS) 份额阿里云、腾讯云、百度云分别占比 28%和 8.3%和 5.4%。短期内, 人工智能创新与获利的重点仍将集中在泛互联网领域, 长期看, 借助人工智能浪潮, 推动传统政企客户用云升级, 扩大云能力服务内容及行业边界, 将成为云厂商强化市场竞争力的关键。

图15: 预计 2025 年中国整体云服务市场规模为 6376.5 亿元, 同比增长 17.1%



数据来源: 艾瑞咨询、开源证券研究所

图16: 2024 年中国公有云市场 (IaaS+PaaS) 份额阿里云、腾讯云、百度云分别占比 28%和 8.3%和 5.4%

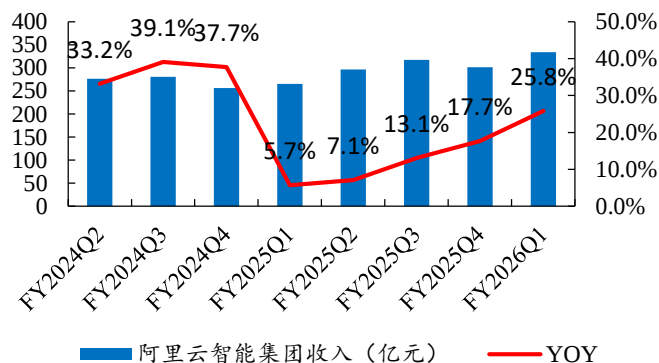


数据来源: 艾瑞咨询、开源证券研究所

阿里云持续保持中国领先地位, 并在最新季度迎来环比加速。FY2025 (截至 2025/3/31) 阿里云实现收入 1180 亿元, 始终保持中国云服务市场领先地位。FY2026Q1 阿里云实现收入 334 亿元, 同比增长 25.8%, 环比大幅提速, 云业务占整体收入的比重提升至 13.5%。其中 AI 相关云业务连续七个季度录得三位数增长, 成为其云业务的核心增长引擎。利润率方面, 最新季度阿里云业务 EBITDA margin 提升至 8.8%, 对比 AWS 最新季度 32.9%的 operating profit margin 仍有较大提升空间。

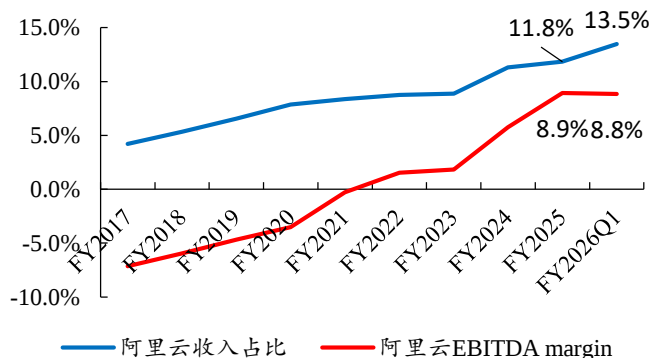
阿里云以大模型开源、建超级 AI 云为路径，拟三年投超 3800 亿元建基建，2032 年数据中心能耗较 2022 年增 10 倍。9 月 24 日的 2025 云栖大会上，阿里巴巴集团 CEO 吴泳铭表示，AI 基建之于 AI，如同电网之于电力。阿里正在推进 3800 亿元的 AI 基础设施建设，并计划追加更大的投入。云栖大会上，七款通义大模型家族新成员集中亮相，阿里 Qwen3-Max-Instruct 已在 LMArena 文本榜单排名全球前三，超过 GPT-5-Chat。2025 年阿里通义大模型已成为全球使用最广泛的开源 AI 模型。

图17: FY2026Q1 阿里云业务收入提升至 334 亿元，同比增长 25.8%，大幅提速



数据来源: Wind、开源证券研究所 (FY2026Q1 为截至 2025/6/30)

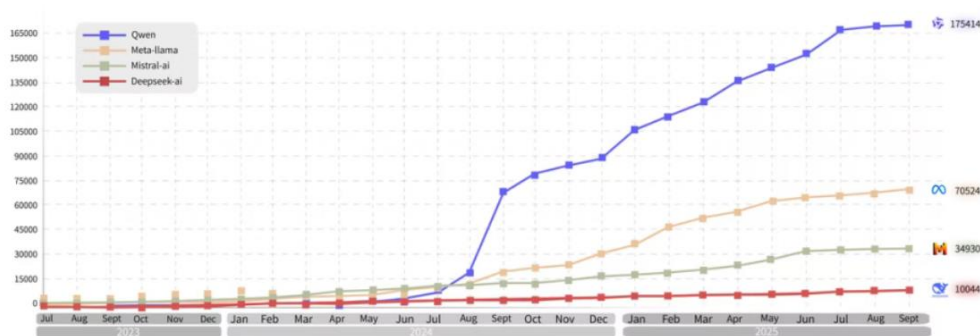
图18: FY2026Q1 阿里云业务收入占比提升至 13.5%，EBITDA margin 提升至 8.8%



数据来源: Wind、阿里巴巴公司公告、开源证券研究所 (FY2026Q1 为截至 2025/6/30)

图19: 2025 年阿里通义大模型已成为全球使用最广泛的开源 AI 模型

全球主要开源大模型衍生模型数



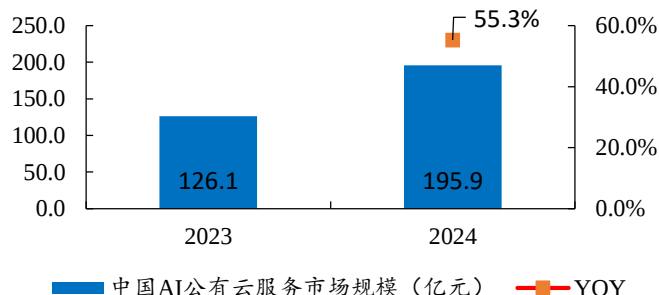
资料来源: APPSO 微信公众号

百度已连续 6 年领跑中国 AI 云服务市场。2025 年 7 月，根据 IDC 发布的《中国 AI 公有云市场 2024》报告显示，2024 年中国 AI 公有云服务市场规模达 195.9 亿元人民币，相比 2023 年增长 55.3%，百度智能云以 24.6% 的市场份额连续第六年位居 AI 云服务市场榜首。百度的 MaaS 平台千帆，扩展了模型库，新增了开源的文心 4.5 系列模型及其他第三方模型，同时整合了更多的 AI 工具及功能，以更好地支持 AI 原生应用的开发。

百度智能云连续三个季度高速增长，全栈 AI 能力构建竞争壁垒。百度智能云的核心竞争力源于其“芯片-框架-模型-应用”四层一体的全栈 AI 技术架构。2025Q2 百度非在线营销收入（包括百度智能云、萝卜快跑、昆仑芯等）为 100 亿元，同比增长 34%，其中百度智能云收入为 65 亿元，同比增长 27%，连续三个季度大幅加速。

2025Q2 百度智能云占整体收入的比重已达到 24.7%。

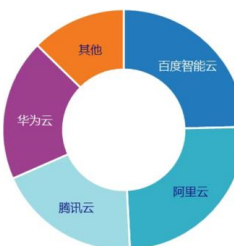
图20：2024 年中国 AI 公有云服务市场规模达 195.9 亿元人民币，相比 2023 年增长 55.3%



数据来源：IDC、开源证券研究所

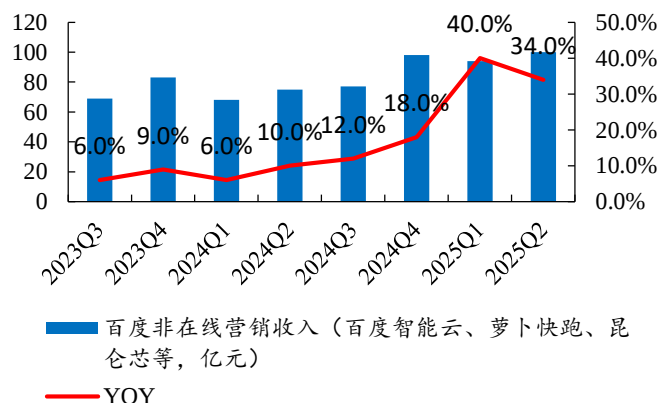
图21：2024 年中国 AI 公有云服务市场份额百度和阿里并列第一

中国AI公有云服务市场主要厂商市场份额，2024



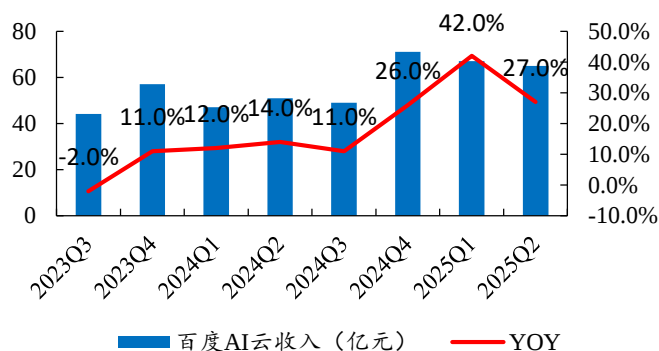
资料来源：IDC

图22：2025Q2 百度非在线营销收入为 100 亿元，同比增长 34%



数据来源：百度公司公告、开源证券研究所

图23：2025Q2 百度 AI 云收入为 65 亿元，同比增长 27%



数据来源：百度公司公告、开源证券研究所

3.2、Robotaxi：9 月以来行业迎密集催化，头部企业加速全球化布局

9 月以来 Robotaxi 行业催化密集，头部企业加速全球化布局与技术商业化落地。Robotaxi 行业正从技术研发向多区域商业化运营快速迈进，头部企业通过牌照获取、国际合作、技术迭代等方式，在全球市场展开竞争与布局，行业发展进入加速期。

- (1) 小马智行在 9 月 26 日获迪拜自动驾驶路测许可、9 月 20 日进入新加坡市场，不断拓展中东、东南亚等国际市场。
- (2) 萝卜快跑（百度）拿下迪拜首张自动驾驶测试 001 号牌照，还计划通过 Lyft 在欧洲、与 Uber 合作在亚洲和中东推进服务，全球化布局多点开花。
- (3) 文远知行获得比利时联邦级 L4 级自动驾驶测试牌照，成为全球唯一旗下产品拥有 7 国牌照的科技公司，技术合规性优势凸显。
- (4) Wayve 获英伟达战略投资，聚焦具身人工智能技术以提升 L3、L4 级自

自动驾驶能力。

- (5) 特斯拉则在 Robotaxi 应用程序开放下载、获内华达州测试许可的动作中，加快自身 Robotaxi 业务的落地进程。

表1：9月以来 Robotaxi 行业催化不断

日期	公司	事件
9月26日	小马智行	小马智行宣布获得迪拜自动驾驶路测许可，标志着公司向中东地区阿联酋迪拜推出 Robotaxi 服务迈出关键一步。
9月24日	萝卜快跑（百度）	百度官微发文称，迪拜道路和交通管理局（RTA）近日颁发的首张自动驾驶测试 001 号牌照，被百度旗下萝卜快跑正式收入囊中。
9月20日	小马智行	小马智行宣布正式进入新加坡市场，与当地最大交通运营服务商康福德高达成合作，计划待监管批准后率先在榜鹅地区启动自动驾驶出行运营。这是继卡塔尔、韩国、卢森堡之后，小马智行在全球市场的又一重要布局，标志着其国际化战略进入加速期。截至8月11日，其第七代 Robotaxi 已量产下线 200 余辆，累计测试里程超 200 万公里。
9月19日	文远知行	文远知行（NASDAQ:WRD）宣布，旗下自动驾驶小巴 Robobus（下称“文远小巴”）正式获得比利时首个联邦级别的 L4 级自动驾驶测试牌照。至此，文远知行成为全球唯一旗下产品同时拥有 7 国自动驾驶牌照的科技公司，覆盖比利时、中国、法国、阿联酋、沙特、新加坡和美国。
9月18日	Wayve	英国自动驾驶初创企业 Wayve 于9月18日宣布，已与英伟达签署意向书，后者拟在 Wayve 的下一轮融资中评估一项 5 亿美元的战略投资。Wayve 第三代平台将推动具身人工智能领域的技术边界，助力 Wayve AIDriver 在城市道路与高速公路场景中，逐步实现“脱手驾驶”（L3 级）与“无人驾驶”（L4 级）能力。
9月4日	特斯拉	特斯拉的 Robtaxi 应用程序正式面向所有美国用户开放下载（iOS 版本已上线，Android 版本预计近期推出）。用户可通过 App 预约自动驾驶车辆，并加入等候名单。
9月3日	特斯拉	特斯拉于9月3日向内华达州车辆管理局（DMV）提交申请，该局许可办公室快速审批，于2025年9月10日正式向特斯拉颁发“测试注册证书”（Testing Registry），允许其在公共道路上进行 Robotaxi 测试。
8月4日	萝卜快跑（百度）	萝卜快跑宣布将通过 Lyft 平台在欧洲提供出行服务，计划于2026年率先在德国和英国部署萝卜快跑第六代无人车，并逐步扩大规模。
7月15日	萝卜快跑（百度）	萝卜快跑与 Uber 达成战略合作，计划将数千辆无人驾驶出租车接入 Uber 全球网络，率先在亚洲和中东市场推出。
6月	萝卜快跑（百度）	萝卜快跑在中国香港拓展其开放道路测试区至东涌住宅区，于8月扩展至中国香港岛南区。

资料来源：百度公司公告、华尔街见闻等、开源证券研究所

4、跨境电商：Tiktok 升级全球扶持机制，“人、货、场”升级助力商家权益转化

Tiktok 首次全球黑五定档，升级了一系列全球性扶持机制。2025 年 TikTok Shop 跨境电商首次覆盖美国、英国、德国、法国、意大利、西班牙、日本、墨西哥等全球多国重磅开启“全球黑五”大促季，大促时间贯穿 10 月下旬至 12 月初。平台提供超百亿站内外曝光资源，包括达人合作、广告对投及直播大场扶持，**同时玩法升级，并设置商家分层策略。****（1）商品营销：**推出「平台全资消费券」，商家提供全年底价商品并储备 2-3 倍货量，即可通过 Flash Sale 频道等渠道获得全域曝光。**（2）品牌营销：**升级「超级品牌日」，新增「黑五品牌盛大开业」及「新奇精选」玩法，重

点扶持头部品牌实现品效合一。**(3) 品类与内容营销：**品类日活动提供加量秒杀资源位，内容场新增超头部商家排位赛及短视频爆品挑战赛，补贴力度大幅提升。

图24：2025 年 TikTok Shop 跨境电商“黑五”大促首次覆盖全球多国



资料来源：Tiktok Shop 跨境电商公众号

表2：Tiktok Shop 在覆盖范围、玩法升级、商家分层策略上升级全球扶持机制

升级领域	具体层次	具体内容
覆盖范围	覆盖市场	覆盖美国、英国、德国、法国、意大利、西班牙、日本、墨西哥等多国市场，贯穿 10 月下旬至 12 月初。
玩法升级	商品营销	推出「平台全资消费券」，商家提供全年底价商品并储备 2-3 倍货量，即可通过 Flash Sale 频道等渠道获得全域曝光。
	品牌营销	升级「超级品牌日」，新增「黑五品牌盛大开业」及「新奇精选」玩法，重点扶持头部品牌实现品效合一。
	品类与内容营销	品类日活动提供加量秒杀资源位，内容场新增超头部商家排位赛及短视频爆品挑战赛，补贴力度大幅提升。
商家分层策略	自运营（POP）商家	以常青爆款、秋冬趋势品及节庆品为主，加大短视频与直播内容投入，积极提报营销活动。
	全托管商家	聚焦趋势性节庆品，通过达人建联与广告加投实现快速增长。例如，小家电品牌 Euhomy 通过自制内容与达人合作，黑五期间烘干机产品销量增长 200%。

资料来源：Tiktok Shop 跨境电商公众号、开源证券研究所

美区：2024 年 TikTok Shop 美区黑五当天 GMV 破 1 亿美金，活动期间商家生意增长强劲。继去年黑五取得亮眼成绩，2025 年多场大促 GMV 节节高，持续刷新各项纪录，有利于今年黑五迎来年度较好业绩表现。

图25：Tiktok 美区大促 GMV 节节高，持续刷新各项纪录

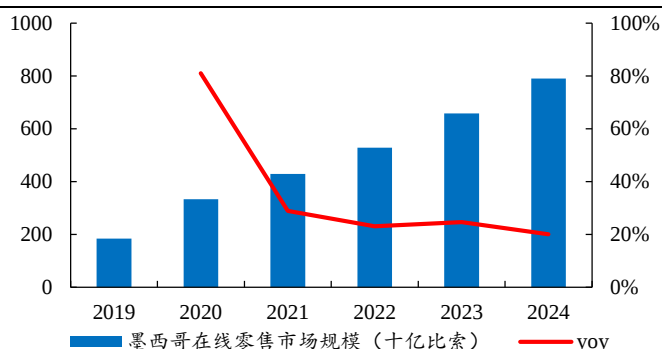


资料来源：Tiktok Shop 跨境电商公众号

TikTok Shop 美区黑五秋促核心权益升级，提供从降本、增效到曝光完整链条扶持。TikTok Shop 美区黑五通过资源倾斜与操作简化，全力助推跨境商家在年终大促中实现业绩高增。**(1) 补贴力度加大：**平台推出全资优惠券替代过往的商家合资出资模式，发放优惠券上成本将由平台一力承担，商家无需分摊，仅对有效订单收取 1% 的服务费。直接降低了商家的营销成本。**(2) 流量获取化繁为简：**报名参与大促的商品将自动开启 GMV Max 广告计划，进入大促模式以获得最大程度的曝光，结束后会自动切换回日常模式，简化了商家的操作。**(3) 叠加折扣换流量：**商家可以在活动价的基础上，再设置额外的折扣。提供这种叠加折扣的商品将获得平台的专属流量加权和曝光标签。

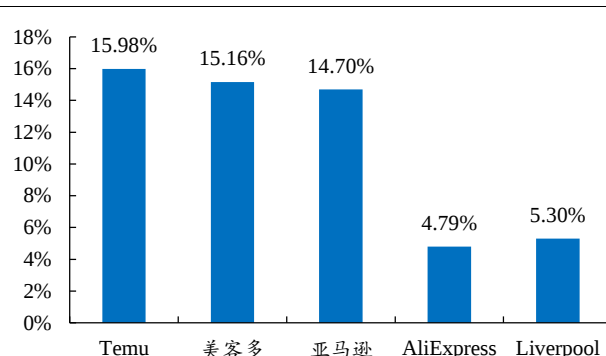
墨西哥区：中国平台竞争力整体显著提升，TikTok Shop 首秀发力。**(1) 墨西哥市场具备较大潜力：**据墨西哥在线销售协会（AMVO），2024 年墨西哥在线零售市场规模达到 7897 亿比索，约合 391 亿美元，同比增长约 20%。**(2) 墨西哥电商市场格局迎来重大洗牌：**根据 Similarweb《2025 拉美电商报告》显示，第二季度 Temu 以 15.98% 的流量份额跃居榜首，超越美客多（15.16%）和亚马逊（14.70%），AliExpress 以 4.79% 份额位列第四；另外根据竞争力情报单位开展的《TikTok 在墨西哥的社会经济贡献研究》，2024 年 TikTok 产生了 452.4 亿比索的经济影响。墨西哥电商市场具备较大突破潜力。**(3) TikTok 本次黑五首秀逐渐发力：**2025 年 8 月 18 日墨西哥站对中国卖家开放跨境自运营（POP 模式），推出极具吸引力的优惠政策：前 30 天完全免佣金，官方仓海运头程低至 8 美元/kg，且无需粉丝积累，0 粉账号即可绑定店铺带货。墨西哥市场高速增长，期待 TikTok Shop 本次首秀表现。

图26：墨西哥在线零售市场规模高增



数据来源：跨境派公众号、开源证券研究所

图27：墨西哥电商市场竞争激烈，行业在洗牌期



数据来源：跨境派公众号、开源证券研究所（注：数据为 2025Q2 墨西哥市场的流量份额）

东南亚：TikTok Shop 在东南亚地区业务高速增长。据墨腾发布的《东南亚电商市场报告》，2022-2024 年 TikTok Shop 在东南亚电商市场 GMV 由 44 亿美元增长至 226 亿美元，CAGR 达 127%。2024 年东南亚电商市场总 GMV 1284 亿美元，Shopee 在 6 大市场份额均领先，整体 GMV 占比 52%，而 TikTok Shop 份额已提升至 18%。

图28: Shopee、Tiktok Shop、Lazada 占据东南亚市场主要份额



资料来源: 墨腾创投公众号

9月9日大促表现亮眼，直播+达人+大促势能撬动Q4(10月)年终购物季高效业务转化。东南亚地区9月9日年度重点大促全平台GMV同比增幅高达+195%，10月年终购物季即将启动，TikTok Shop 东南亚跨境电商精心打造了涵盖“人、货、场”的权益体系，包括高达2000美元的专属优惠券、高达90%专属直播券、以及高达50%可叠加使用券，全面赋能各类购物场景，助力商家放大转化。

图29: 东南亚地区年终大促即将开启



资料来源: TikTok Shop 跨境电商官网

图30: TikTok Shop 东南亚跨境电商精心打造了涵盖“人、货、场”的权益体系



资料来源: TikTok Shop 跨境电商官网

欧洲区：TikTok Shop 跨境 POP 欧洲入驻门槛放宽，多维政策升级刺激发展。

(1) TikTok 在欧洲快速崛起：根据亿邦动力，TikTok 目前在欧洲已拥有超 2 亿月活用户、约占欧洲大陆人口的 1/3，同时又在德、法、意全面开通跨境电商业务，形成了从“内容消费—兴趣转化—即时购买”的闭环生态。**(2) 欧洲发展策略需因地制宜：**与美国的黑五相比，欧洲的黑五更侧重于多元化的消费需求和区域化的产品偏好。例如，法国消费者可能偏爱时尚、美妆类商品，而德国市场则对电子产品和家居用品更为青睐。**(3) 多维政策升级刺激发展：**TikTok Shop 赶在黑五大促前释放出利好，宣布进一步更新入驻门槛：如第三方平台运营经验由必填改为可以选填、重点卖家权益升级等，或带动更多跨境卖家发展。TikTok Shop 目前策略倾向于兼顾产品质量和丰富性，平衡发展思路下行稳致远。

5、二手经济：iphone17 发售带动手机回收热潮

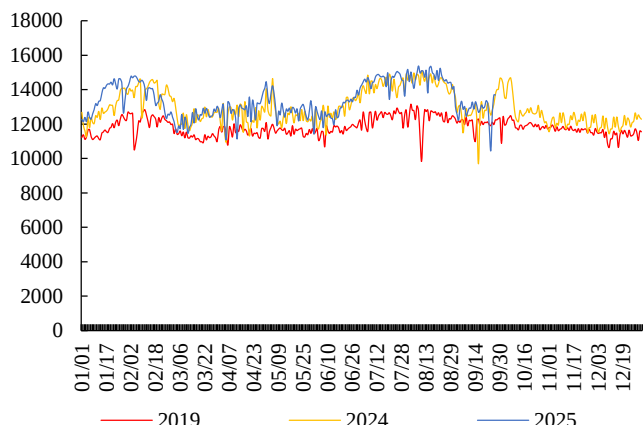
iPhone17 催生换机潮，带动手机回收热潮，专业平台高品质货源显著增加。9 月 17 日苹果发布会后，消费者换机意愿显著增强催化老机回收。据转转数据，苹果相关机型回收询价量环比上涨 210%，其中，iPhone16/iphone15 系列商品回收询价量环比增长超 350%/230%，转转平台上其他品牌手机回收询价量也出现不同程度上涨。9 月 26 日转转平台最新数据显示，iPhone17 系列新机发售带动 16 系列官方回收量同期同比上涨 609%，发售当日苹果系列设备回收订单总交易额突破 1 亿元人民币，刷新平台单日回收记录，也反映消费者对以旧换新服务的强烈需求。以二奢、手表、耳机、摄影摄像、游戏配件为代表的多品类业务回收量也实现翻倍增长。

低价传导下二手手机需求增长。目前受 iPhone17 库存不足影响，iPhone 16 Pro 凭借过硬产品力及相近价格下的高性价比优势，被视为更均衡选择。转转数据显示，iPhone 17 系列发布后，平台二手苹果手机搜索量环比上涨 150%，交易量环比增长 90%。其中，iPhone15 及 iPhone16 系列手机商品详情页访问量环比上涨近 200%，整体二手手机市场价格仍相对稳定。预计下个月 iPhone17 大量到货，苹果促销+国补致新机价格下探，进一步传导至二手市场，二手手机性价比优势凸显有望催生更大市场需求。市场价格下行有望促进新机市场和二手手机市场的正向循环发展。我们认为，平台企业凭借规模优势和供应链效率收入和盈利能力有望再提速，行业渗透率进一步提升。

6、出行数据跟踪

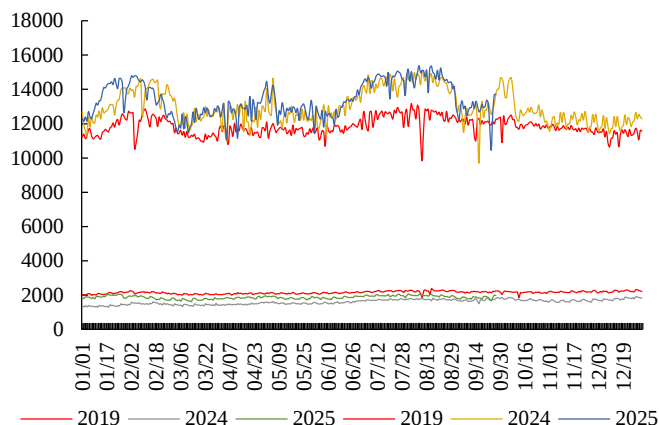
根据航班管家，本周（9.21-9.27）客运日均执行航班量 14871 架次，较 2024 年同期-2%，环比-2.2%。其中，本周国内客运日均执行航班量 12702 架次，较 2024 年同期-2%，环比-2.2%，9 月国内航班同比+1%；本周国际客运日均执行航班量 1856 次，环比+0.4%，恢复至 2019 年同期 85%，9 月国际航班恢复至 2019 年同期 85%。

图31：本周国内客运日均执行航班量较 2024 年同期-2%
(单位：架次)



数据来源：航班管家、开源证券研究所

图32：本周国际客运日均执行航班量恢复至 2019 年同期 85% (单位：架次)



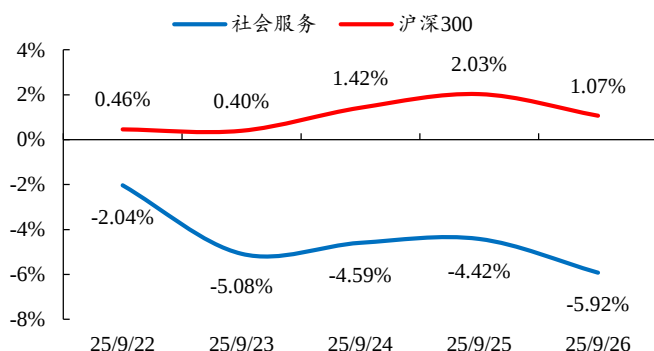
数据来源：航班管家、开源证券研究所

7、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输大盘

7.1、A 股行业跟踪：本周社服板块波动下行

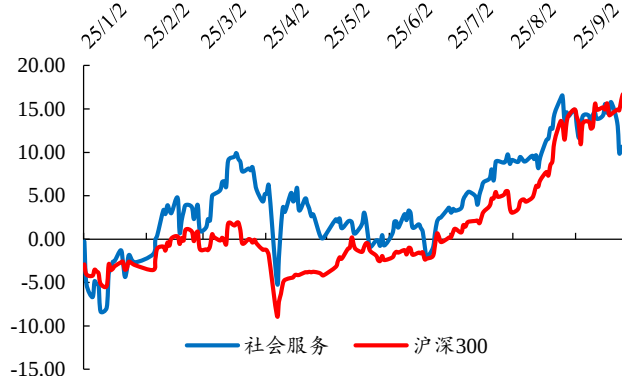
本周（9.22-9.26）社会服务指数-5.92%，跑输沪深 300 指数 6.99pct，在 31 个一级行业中排名第 31；2025 年初至今社会服务行业指数+8.91%，弱于沪深 300 指数的 +15.63%，在 31 个一级行业中排名第 19。

图33：本周（9.22-9.26）社服板块跑输沪深 300 (%)



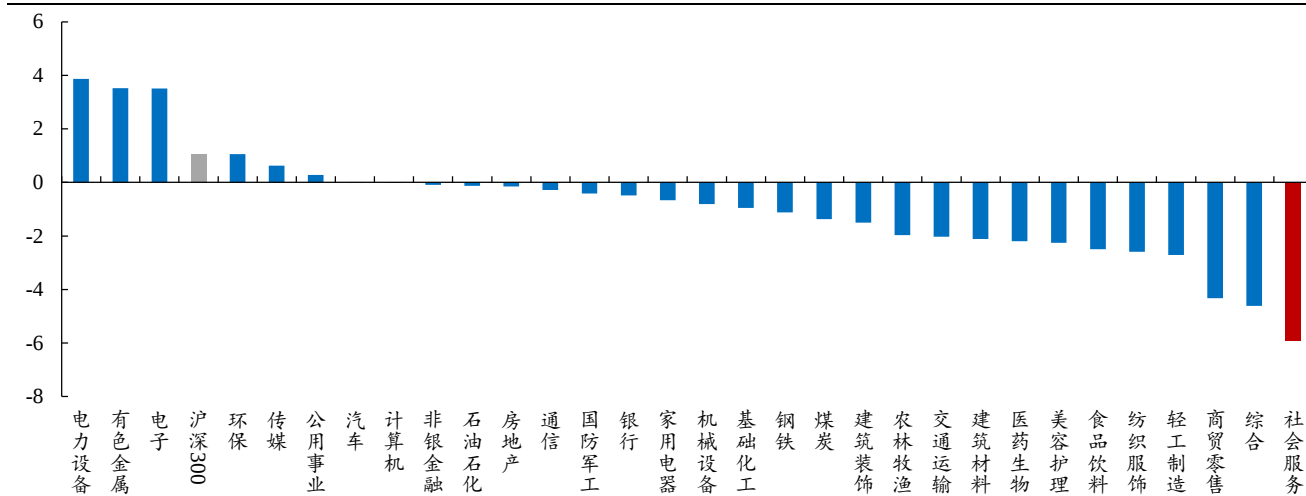
数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：2025 年初至今社服板块走势弱于沪深 300 (%)



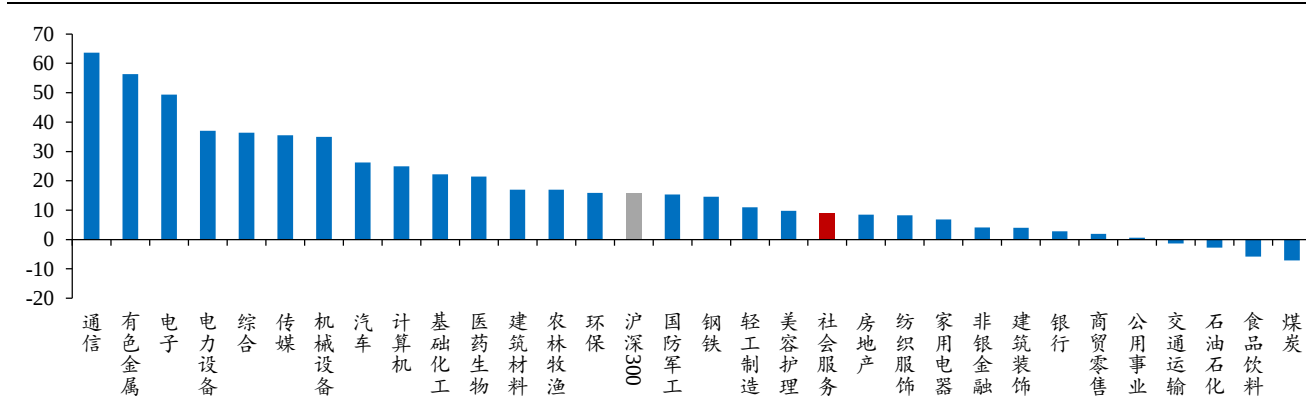
数据来源：Wind、开源证券研究所

图35：本周（9.22-9.26）社会服务板块在一级行业排名第 31（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：2025 年初至今社会服务板块在一级行业排名第 19（%）

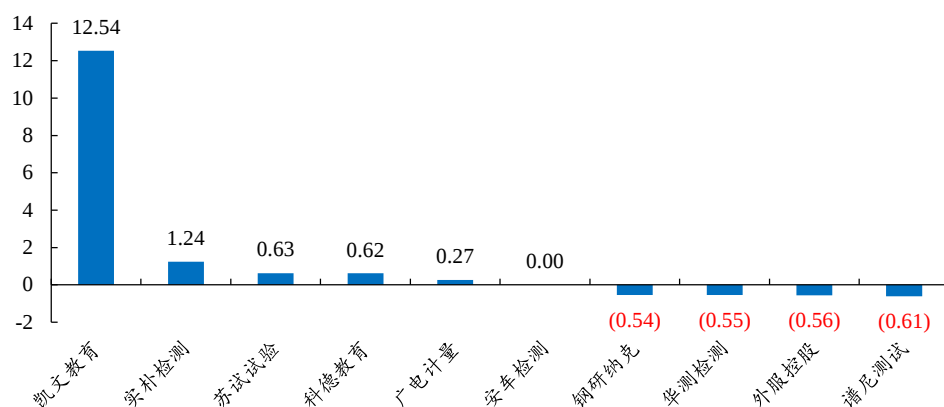


数据来源：Wind、开源证券研究所

7.2、A 股社服标的表现：本周（9.22-9.26）教育、检测类上涨排名靠前

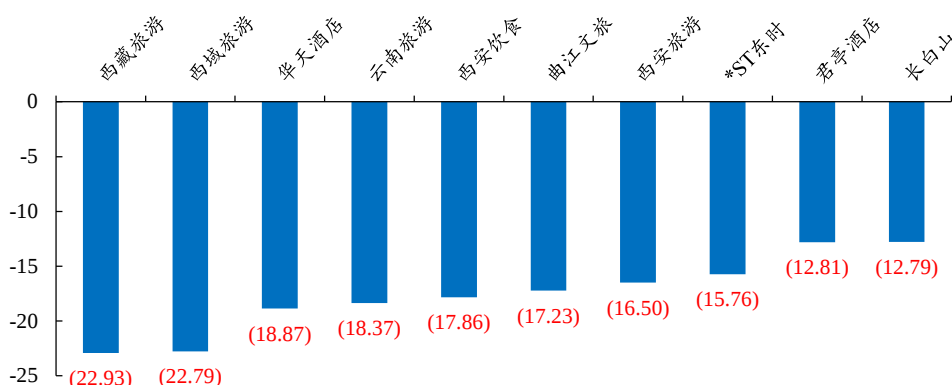
本周（9.22-9.26）A 股涨幅前十名以教育、检测类为主，涨跌幅前三名分别为凯文教育、实朴检测、苏试试验，涨跌幅后三名分别为西藏旅游、西域旅游、华天酒店。净流入额前三名分别为凯文教育、科德教育、勤上股份，净流入额后三名为宋城演艺、中公教育、西域旅游。

图37：本周（9.22-9.26）凯文教育、实朴检测、苏试试验领涨（%）



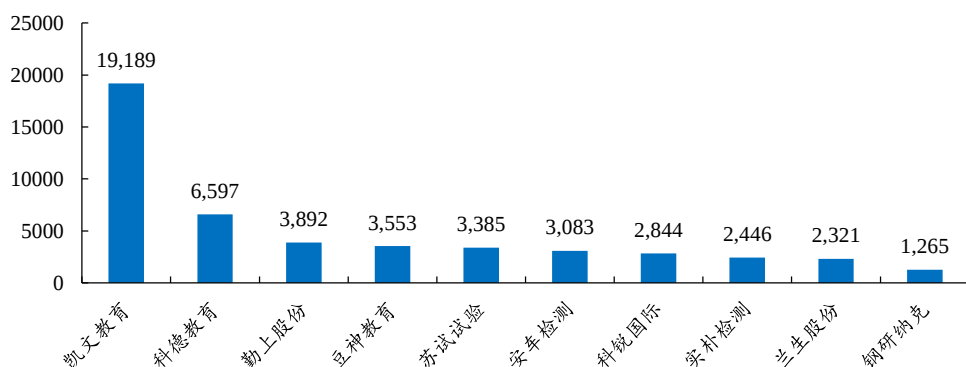
数据来源：Wind、开源证券研究所

图38：本周（9.22-9.26）西藏旅游、西域旅游、华天酒店涨幅排名后三位（%）

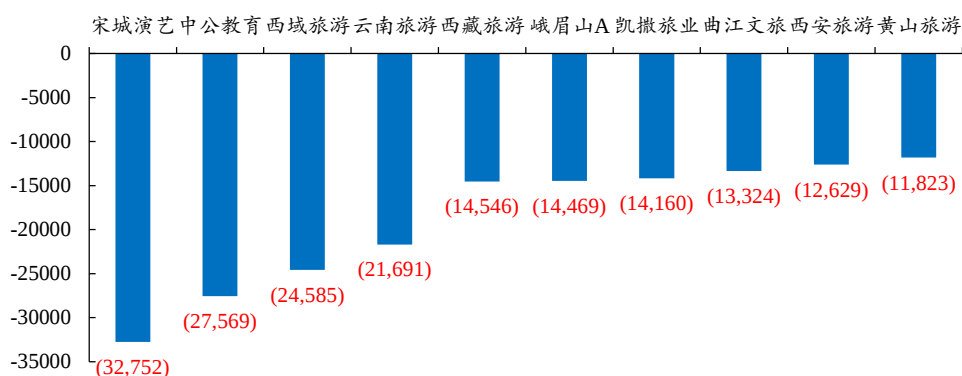


数据来源：Wind、开源证券研究所

图39：本周（9.22-9.26）凯文教育、科德教育、勤上股份净流入额较大（万元）



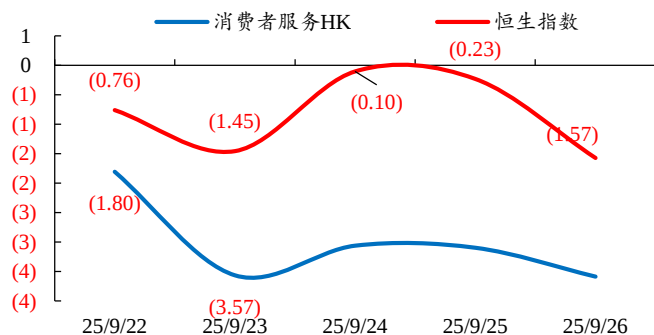
数据来源：Wind、开源证券研究所

图40：本周（9.22-9.26）宋城演艺、中公教育、西域旅游净流出额较大（万元）


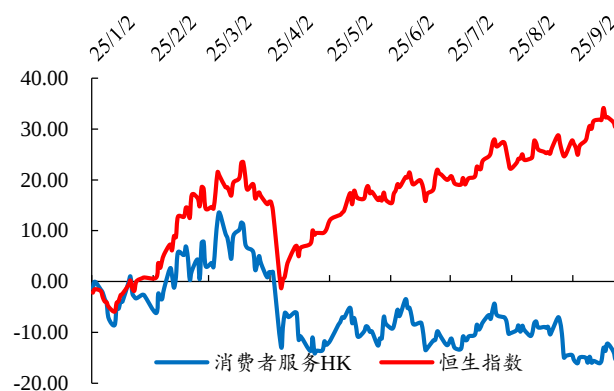
数据来源：Wind、开源证券研究所

7.3、港股行业跟踪：本周消费者服务板块下行

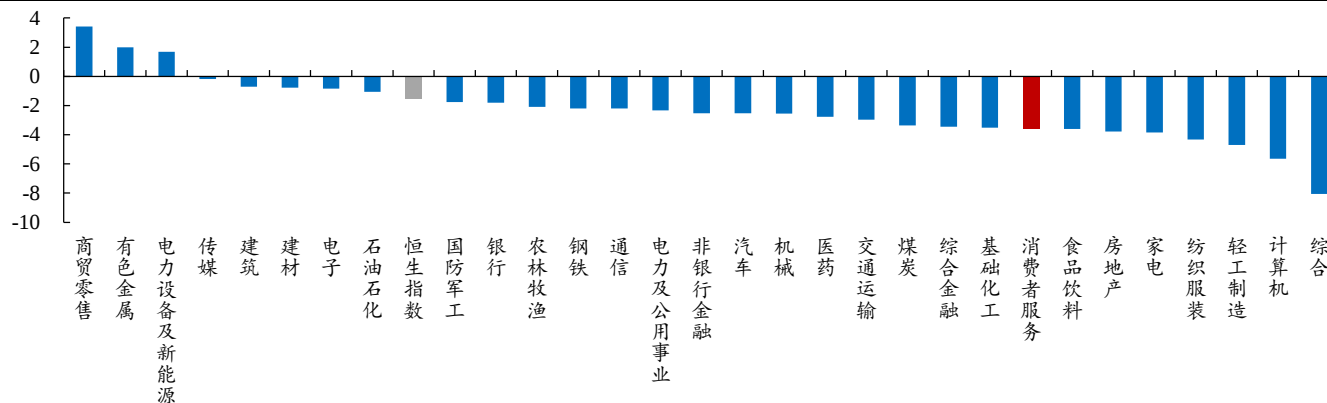
本周（9.22-9.26）港股消费者服务指数-3.59%，跑输恒生指数 2.02pct，在 30 个一级行业中排名第 23；2025 年初至今消费者服务行业指数-15.35%，弱于恒生指数的+30.25%，在 30 个一级行业中排名第 30。

图41：本周（9.22-9.26）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

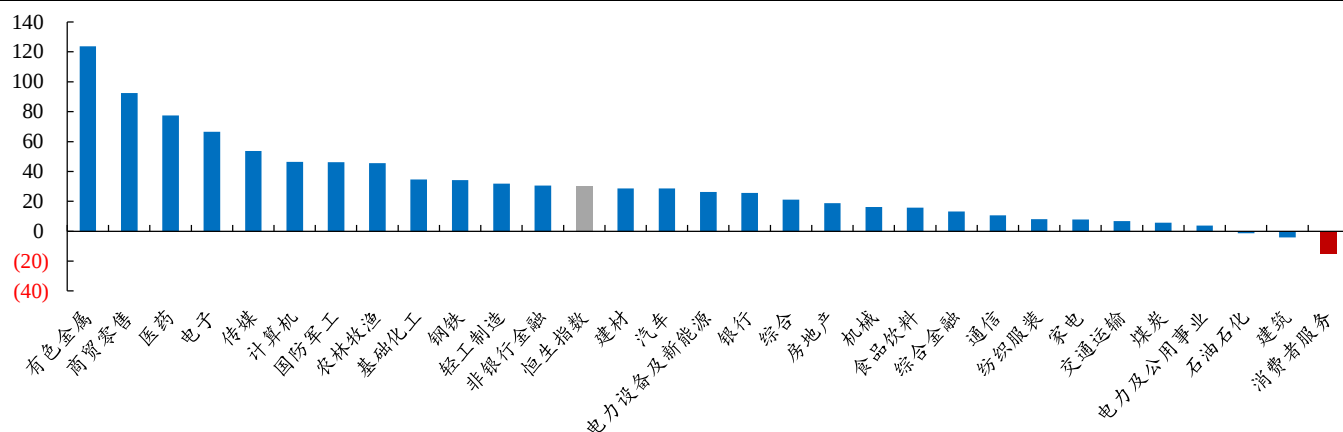
图42：2025 年初至今消费者服务板块走势弱于恒生指数（%）


数据来源：Wind、开源证券研究所

图43：本周（9.22-9.26）港股消费者服务板块在一级行业排名第 23（%）


数据来源：Wind、开源证券研究所

图44：2025 初至今港股消费者服务板块在一级行业排名第 30（%）

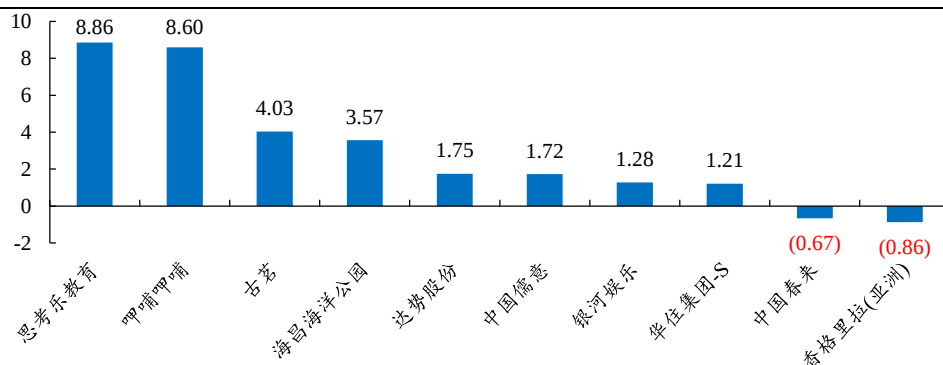


数据来源：Wind、开源证券研究所

7.4、港股消费者服务标的表现：本周（9.22-9.26）餐饮类上涨排名靠前

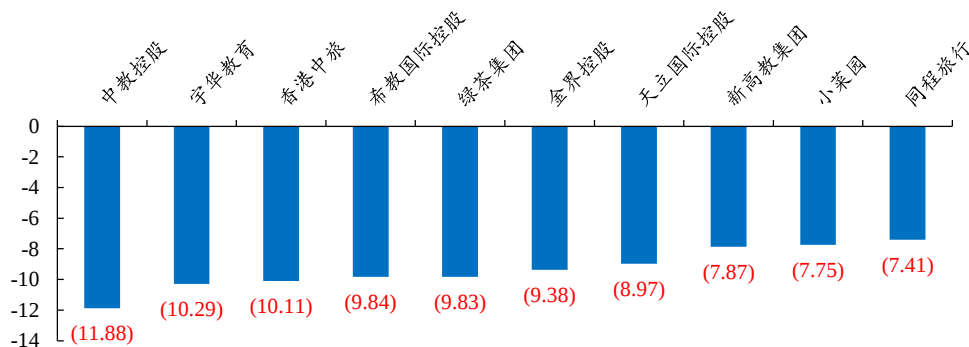
本周（9.22-9.26）港股餐饮类涨跌幅靠前，涨幅前三名分别为思考乐教育、呷哺呷哺、古茗，跌幅前三名分别为中教控股、宇华教育、香港中旅。

图45：本周（9.22-9.26）思考乐教育、呷哺呷哺、古茗领涨（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图46：本周（9.22-9.26）中教控股、宇华教育、香港中旅跌幅较大（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

表3：盈利预测与估值

代码	公司名称	2025/9/26	EPS			PE			评级
		收盘价	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
1318.HK	毛戈平	107.30	2.40	3.10	4.00	44.71	34.61	26.83	买入
2367.HK	巨子生物	54.15	2.5	3.1	3.7	21.60	17.61	14.63	买入
2145.HK	上美股份	98.80	2.53	3.16	3.85	39.10	31.26	25.67	买入
2097.HK	蜜雪集团	390.60	15.43	18.64	21.33	25.32	20.96	18.31	未评级
1364.HK	古茗	21.68	1.07	1.10	1.32	20.32	19.68	16.48	未评级
0325.HK	布鲁可	90.20	4.12	6.09	7.99	21.88	14.81	11.29	买入
300896.SZ	爱美客	182.21	5.62	6.63	7.68	32.42	27.50	23.72	买入
832982.BJ	锦波生物	286.15	9.02	12.00	15.86	31.71	23.85	18.04	买入
601888.SH	中国中免	70.20	2.21	2.53	2.85	31.71	27.79	24.66	未评级
0780.HK	同程旅行	22.48	1.15	1.38	1.63	19.50	16.26	12.63	未评级
603099.SH	长白山	45.20	0.74	0.88	1.04	60.73	51.35	43.33	买入
300795.SZ	米奥会展	14.42	1.15	1.44	1.74	12.59	10.02	8.30	买入
001308.SZ	康冠科技	23.57	1.55	1.94	2.35	15.16	12.14	10.04	买入
300856.SZ	科思股份	13.25	0.51	0.75	0.99	26.15	17.78	13.44	买入
603277.SH	银都股份	19.10	1.43	1.59	1.71	13.31	12.03	11.16	买入
688363.SH	华熙生物	54.55	0.91	1.21	1.54	59.90	45.25	35.43	买入
300740.SZ	水羊股份	20.80	0.68	0.82	1.02	30.74	25.41	20.31	买入
300192.SZ	科德教育	19.51	0.50	0.56	0.62	38.79	34.86	31.41	买入
000526.SZ	学大教育	46.01	2.14	2.68	3.26	21.50	17.15	14.12	未评级
603081.SH	大丰实业	13.20	0.35	0.48	0.63	37.99	27.26	21.02	买入
300662.SZ	科锐国际	29.56	1.45	1.75	2.12	20.38	16.85	13.95	未评级
600861.SH	北京人力	18.83	1.94	1.82	2.01	9.70	10.34	9.36	未评级
600662.SH	外服控股	5.36	0.31	0.34	0.36	17.22	15.91	15.01	未评级
603059.SH	倍加洁	34.21	1.47	1.91		23.20	17.93		买入
9961.HK	携程集团-S	582.50	29.95	28.46	31.72	19.45	20.47	18.37	未评级
300492.SZ	华图山鼎	76.57	1.76	2.17	2.64	43.59	35.23	28.96	未评级
0667.HK	中国东方教育	6.93	0.34	0.42	0.51	20.43	16.46	13.56	未评级
1773.HK	天立国际控股	2.84	0.35	0.46	0.57	8.04	6.16	5.02	未评级
002659.SZ	凯文教育	6.91	0.04	0.09	0.13	154.93	73.82	52.83	未评级
301011.SZ	华立科技	29.56	0.68	0.90	1.08	43.36	33.02	27.31	未评级
300859.SZ	西域旅游	44.00	0.67	0.83	1.02	65.62	52.71	42.94	未评级
9699.HK	顺丰同城	13.50	0.32	0.58	0.89	41.62	23.29	15.09	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	51.35	2.75	3.41	4.04	17.07	13.77	11.62	未评级
TAL.N	好未来	11.20	0.30	0.47	0.62	33.96	21.65	16.54	买入
0999.HK	小菜园	10.12	0.64	0.78	0.95	15.78	12.97	10.64	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 9 月 26 日港币兑人民币收盘价 0.9143；美股上市公司收盘价和 EPS 计价货币为美元，2025 年 9 月 26 日美元兑人民币收盘价 7.1152)

8、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