

社会服务

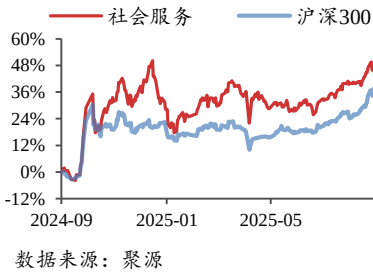
2025 年 08 月 31 日

2025H1 龙头公司业绩亮眼，关注职教、美护、社交

——行业周报

投资评级：看好（维持）

行业走势图



相关研究报告

《潮玩龙头引领全球风潮，中餐关注到家场景增量——行业周报》-2025.8.24
《7月国内潮玩大盘稳增，小菜园开店步入加速期——行业周报》-2025.8.17
《日本潮玩业绩超预期，职教拥抱服务业时代浪潮——行业周报》-2025.8.10

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

程婧雅（分析师）

chengjingya@kysec.cn

证书编号：S0790525070010

● 旅游/IP 潮玩：携程 2025Q2 国际业务保持高增，乐高 2025H1 业绩稳步增长

携程：2025Q2 携程国内业务持续跑赢大盘，全球化战略下海外业务保持高速增长实现收入 148.4 亿元/同比+16.2%，实现 NON-GAAP 经调整净利润 50.1 亿元/yoy+0.5%；规模效应下毛利率/研发及管理费用率处于合理稳定区间，带动利润表现超彭博一致预期。**乐高：**2025H1 集团层面收入达 346 亿丹麦克朗/同比+12%（约合 385.5 亿人民币）；归母净利润达 65 亿丹麦克朗/同比+10%，全球供应链布局深化减轻关税风险，期内新品数量创新高，泛人群产品矩阵愈发成熟。**巨星传奇：**2025H1 实现营收 3.55 亿元/同比+33%，扣非净利润 2762 万元/同比+8.5%，创新产品带动新零售业务高增，预计 2025H2 将深化 IP 运营和自营衍生品开发和销售网络拓展。

● 茶饮/教育/社交：蜜雪、古茗 2025H1 业绩领跑，关注中国东方教育、赤子城

茶饮：2025 年上半年，新式茶饮行业多家头部企业营收与净利润表现亮眼，其中蜜雪集团和古茗尤为突出凭借“规模 + 效益”的双重发力，展现出强劲的发展韧性。**中国东方教育：**2025H1 收入 21.86 亿元，同比+10.23%；毛利 12.53 亿元，同比+19.2%；净利润 4.03 亿元，同比+48.4%。高学费班 & 规模优势下利润率大幅提升，职业教育迎历史性发展机遇。**赤子城科技：**2025H1 收入 31.81 亿元，同比增长 40.0%；毛利达 17.75 亿元，同比增长 55.6%；归母净利润 4.89 亿元，同比大幅增长 117.8%。2025H1 SUGO、Toptop 营收占比超 50%其他产品如短剧 Dramabite、AI 社区 Aippy 占收比持续扩大，中东北非收入增速超 60%。

● 美丽：2025H1 美护龙头公司业绩表现分化，精细化运营为主线

2025H1 美护行业呈现收入增长放缓，利润表现分化的特点，毛戈平、丸美生物、巨子生物、上美股份收入增速 31.3%/30.8%/22.5%/17.3%，美护龙头企业通过产品升级和结构优化，毛利率整体呈现上升趋势。2025 年以来线上流量成本依旧高企，部分企业加大种草和投放力度，销售费用率增长较快，一定程度影响净利润表现。从抖音运营看，2025H1 尤其是大促，国货企业均控制达播投放，持续强化自播体系建设。费用控制良好且实现稳健体量增长的企业利润端表现良好，如毛戈平/上美股份净利率 13.5%/25.9%，yoy+1.9pct/+0.9pct。**受益标的：**毛戈平、上美股份。

● 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（8.25-8.29）社会服务指数-0.22%，跑输沪深 300 指数 2.94pct，在 31 个一级行业中排名第 17，旅游类领涨；本周（8.25-8.29）港股消费者服务指数-5.48%，跑输恒生指数 4.44pct，在 30 个一级行业中排名第 28，博彩类领涨。

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、爱美客、四环医药；（4）新消费：美图、赤子城科技；（5）运动：力盛体育；（6）即时零售：美团-W、顺丰同城；（7）眼镜：博士眼镜、佳禾智能、亿道信息；（8）旅游：西域旅游、九华旅游、同程旅行、携程集团-S；（9）教育：中国东方教育。

● 风险提示：项目落地不及预期，出行不及预期，行业竞争加剧等。

内容目录

1、 携程：2025Q2 国际业务保持高增，费用端投放处于合理区间	4
2、 IP：2025H1 乐高收入利润双增，巨星传奇 IP 业务战略升级	5
2.1、 乐高：2025H1 业绩持续亮眼，推进全球供应链布局	5
2.2、 巨星传奇：2025H1 新消费业务高增，IP 业务战略升级	6
3、 茶饮：蜜雪、古茗 2025H1 业绩领跑，店数&单店增长亮眼	7
4、 中国东方教育：高学费班&规模优势下利润率大幅提升，职业教育迎历史性发展机遇	9
5、 赤子城科技：布局 AI 时代社交新机遇，持续创造情绪美好价值	10
6、 美丽：2025H1 美护龙头公司业绩表现分化，精细化运营为主线	12
7、 出行数据跟踪	14
7.1、 航空：国内航班/国际航班环比下降	14
7.2、 访港数据追踪：内地访港/全球访港环比下降	14
8、 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	15
8.1、 A 股行业跟踪：本周社服板块波动下行	16
8.2、 A 股社服标的表现：本周（8.25-8.29）旅游类上涨排名靠前	17
8.3、 港股行业跟踪：本周消费者服务板块下行	18
8.4、 港股消费者服务标的表现：本周（8.25-8.29）博彩类上涨排名靠前	19
9、 风险提示	21

图表目录

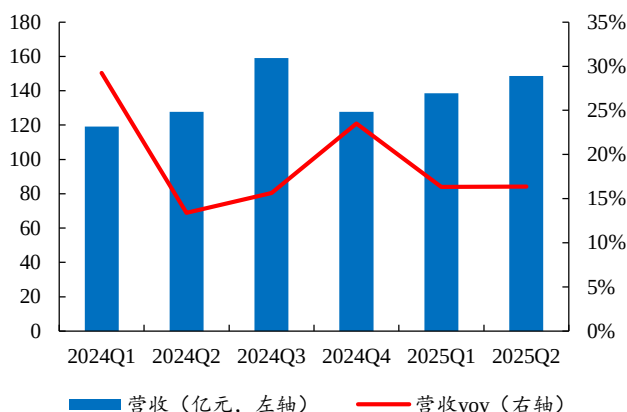
图 1： 2025Q2 携程实现收入 148.4 亿元/同比+16.2%	4
图 2： 2025Q2 携程实现 NON-GAAP 归母净利润 50.1 亿元/同比+0.5%	4
图 3： 2025Q1 交通票务/住宿预订/旅游度假/商旅管理分别同比增长 8.4%/23.2%/7.2%/12.1%	4
图 4： 2025Q2 NON-GAPP 经调整利润率同比-5.3pct	5
图 5： 2025Q2 研发/销售/行政费用率同比+0.1/+0.2/-1.1pct	5
图 6： 2025H1 乐高实现营收 346 亿丹麦克朗/同比+11.6%	5
图 7： 2025H1 乐高实现归母净利润 65 亿丹麦克朗/同比+10%	5
图 8： 2025H1 乐高实现营收 346 亿丹麦克朗/同比+11.6%	6
图 9： 2025H1 乐高实现归母净利润 65 亿丹麦克朗/同比+10%	6
图 10： 2025H1 巨星传奇实现收入 3.5 亿元/同比+33%	7
图 11： 2025H1 巨星传奇归母净利润 1027 万元	7
图 12： 2025H1 巨星传奇新消费和 IP 业务分部收入分别同比+91.5%/-8.2%	7
图 13： 2025H1 巨星传奇新消费/IP 业务毛利率同比小幅下降	7
图 14： 2025H1 蜜雪集团和古茗营收分别同比增长 39.3%和 41.2%	8
图 15： 2025H1 蜜雪集团和古茗营收分别同比增长 44.1%和 42.4%净利润	8
图 16： 截至 2025H1 蜜雪集团和古茗门店数量分别同比增长 25%和 17.5%	8
图 17： 经测算，2025H1 蜜雪集团和古茗单店收入分别同比增长 11.4%和 20.2%	8
图 18： 茶饮公司毛利率保持平稳，霸王茶姬提升较明显	9
图 19： 蜜雪、古茗、沪上阿姨 2025H1 净利率均有提升	9
图 20： 2025H1 中国东方教育实现收入 21.86 亿元，同比+10.2%	9
图 21： 2025H1 中国东方教育实现净利润 4.03 亿元，同比+48.4%	9
图 22： 2025H1 中国东方教育实现毛利率为 57.33%，净利率为 18.43%	10

图 23: 2025H1 赤子城科技实现收入 31.81 亿元, 同比+39.9%	11
图 24: 2025H1 赤子城科技实现净利润 4.89 亿元, 同比+117.8%	11
图 25: 2025H1 赤子城科技实现毛利率为 55.8%, 净利率为 15.93%	11
图 26: 2025H1 SUGO、Toptop 营收占比超 50%, 其他产品发力	11
图 27: 2025H1 中东北非收入占比超 60%	11
图 28: 本周国内客运日均执行航班量同比 2024 年同期+2% (单位: 架次)	14
图 29: 本周国际客运日均执行航班量恢复至 2019 年同期 86% (单位: 架次)	14
图 30: 近一周内地/全球访港人数环比-14%/-5.3% (单位: 人次)	15
图 31: 近一周内地/全球访港人数较 2024 年日均+11%/+17.5% (单位: 人次)	15
图 32: 近一周内地/全球访港人数单日峰值环比-9.9%/-3% (单位: 人次)	15
图 33: 本周 (8.25-8.29) 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 (8.25-8.29) 社会服务板块在一级行业排名第 17 (%)	16
图 36: 2025 年初至今社会服务板块在一级行业排名第 18 (%)	16
图 37: 本周 (8.25-8.29) 钢研纳克、凯撒旅业、全聚德领涨 (%)	17
图 38: 本周 (8.25-8.29) 金陵体育、豆神教育、电科院涨幅排名后三位 (%)	17
图 39: 本周 (8.25-8.29) 凯撒旅业、钢研纳克、创业黑马净流入额较大 (万元)	17
图 40: 本周 (8.25-8.29) 豆神教育、科德教育、安车检测净流出额较大 (万元)	18
图 41: 本周 (8.25-8.29) 消费者服务板块跑输恒生指数 (%)	18
图 42: 2025 年初至今消费者服务板块走势弱于恒生指数 (%)	18
图 43: 本周 (8.25-8.29) 港股消费者服务板块在一级行业排名第 28 (%)	18
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 (%)	19
图 45: 本周 (8.25-8.29) 金界控股、携程集团-S、新濠国际发展领涨 (%)	19
图 46: 本周 (8.25-8.29) 东方甄选、美团-W、九毛九跌幅较大 (%)	19
表 1: 2025H1 花植系列跻身 TOP5 销售主题	6
表 2: 收入端: 相比 2024H1, 美护行业龙头公司营收增长放缓	12
表 3: 利润端: 美护龙头公司业绩表现分化	13
表 4: 毛利率: 整体美护行业公司毛利率呈提升趋势	13
表 5: 净利率: 巨子生物、毛戈平净利率领先于其他公司	13
表 6: 部分美护公司加大销售费用投放	14
表 7: 盈利预测与估值	19

1、携程：2025Q2 国际业务保持高增，费用端投放处于合理区间

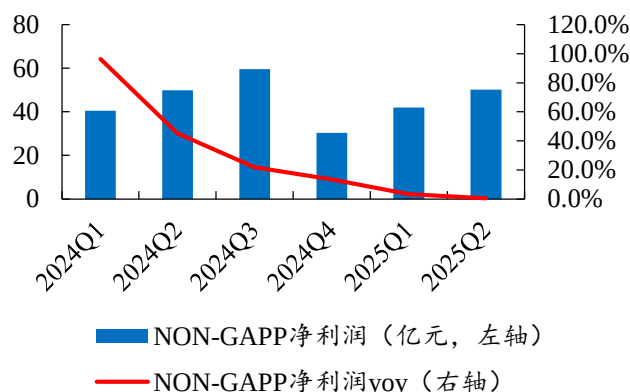
2025Q2 收入端保持稳健增长。受益于国内旅游市场平稳增长，以及国际业务强劲表现，携程 2025Q2 实现收入 148.4 亿元/同比+16.2%；实现归母净利润 48.5 亿元/同比+26.4%；实现 NON-GAAP 经调整净利润 50.1 亿元/yoy+0.5%。

图1：2025Q2 携程实现收入 148.4 亿元/同比+16.2%



数据来源：携程集团公司公告、开源证券研究所

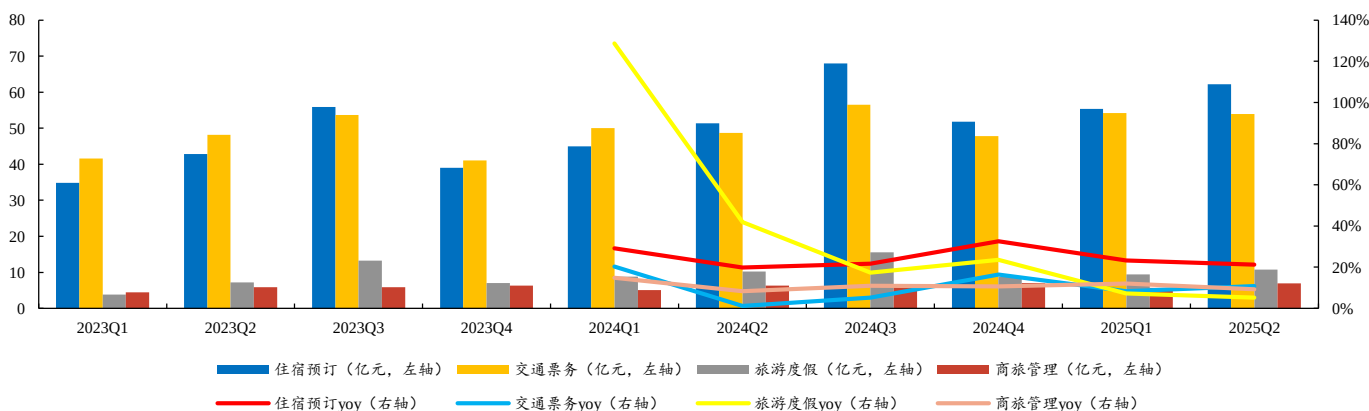
图2：2025Q2 携程实现 NON-GAAP 归母净利润 50.1 亿元/同比+0.5%



数据来源：携程集团公司公告、开源证券研究所

分业务看，交通票务/住宿预订/旅游度假/商旅管理分别实现营收 62.3/54/10.8/6.9 亿元，分别同比+21.2%/+10.8%/+5.2%/+9.3%。根据公司业绩会，2025 年国内酒店供给同比增长中高个位数，暑期国内酒店 ADR 跌幅收窄至中低个位数，平台酒店/交通预订持续好于大盘同时旅行+娱乐”（如赛事、演唱会捆绑产品）收入同比+100%。**国际业务呈现强劲增长态势**，Q2 出境酒店和机票预订已全面超越 2019 年同期 120% 水平，高于行业 84%的航班恢复水平，Trip.com 总预订量同比增长超过 60%，其中入境旅游预订同比增长超过 100%。

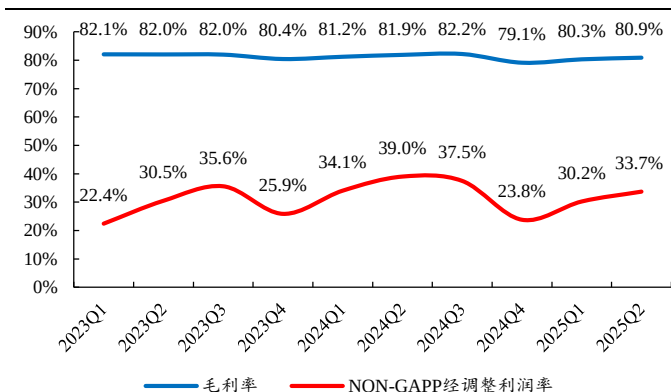
图3：2025Q1 交通票务/住宿预订/旅游度假/商旅管理分别同比增长 8.4%/23.2%/7.2%/12.1%



数据来源：携程集团公司公告、开源证券研究所

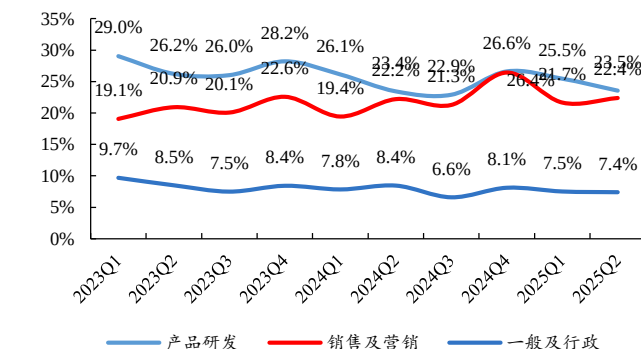
费用端投入加大,利润率好于彭博预期。2025Q2 公司综合毛利率 80.9%/yoy-1pct; 服务开发/销售营销/行政费用为 35/33.3/11 亿元, yoy+16.9%/+17.3%/+1.9%, 费用端支出保持扩张; 对应费用率为 23.5%/22.4%/7.4%, yoy+0.1/+0.2/-1.1pct。为进一步提升海外平台市场份额, 公司加大营销投放, 营销费用率明显提升, 仍处于合理水平。由于国际业务仍处于成长期, 板块盈利能力相对国内成熟业务较低, 目前对公司回报率有所拖累, 2025Q2 公司 NON-GAAP 经调整净利率 33.7%/yoy-5.3pct。

图4: 2025Q2 NON-GAPP 经调整利润率同比-5.3pct



数据来源: 携程集团公司公告、开源证券研究所

图5: 2025Q2 研发 / 销售 / 行政费用率同比 +0.1/+0.2/-1.1pct



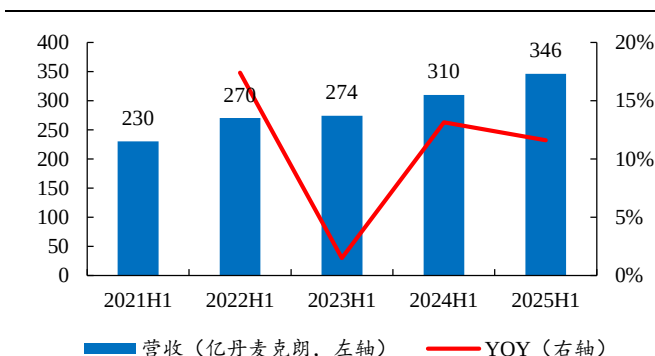
数据来源: 携程集团公司公告、开源证券研究所

2、IP: 2025H1 乐高收入利润双增, 巨星传奇 IP 业务战略升级

2.1、乐高: 2025H1 业绩持续亮眼, 推进全球供应链布局

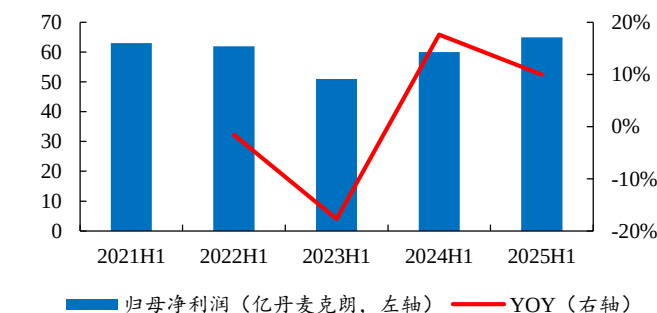
2025H1 乐高业务保持稳健增长。受广泛创新的产品组合推动, 2025H1 乐高全球终端 GMV 同比+13%, 持续领先积木玩具市场大盘。2025H1 集团层面收入达 346 亿丹麦克朗/同比+12% (约合 385.5 亿人民币), 创历史新高; 营业利润达到 90 亿/同比+10%, 归母净利润达 65 亿丹麦克朗/同比+10%, 全球化生产网络 (丹麦、墨西哥、越南) 减轻关税风险, 利润端实现同步稳健增长。

图6: 2025H1 乐高实现营收346亿丹麦克朗/同比+11.6%



数据来源: 乐高公司公告、开源证券研究所

图7: 2025H1 乐高实现归母净利润 65 亿丹麦克朗/同比 +10%



数据来源: 乐高公司公告、开源证券研究所

创新产品组合拉动强劲需求,多元合作完善产品生态系统。2025H1 乐高推出 314 款新套装/创历史新高,大幅领先美泰/孩之宝等竞对,反映出乐高持续的产品创新能力,且产品主题广度进一步覆盖各年龄段、各兴趣群体。2025H1 经典产品线城市、机械组系列延续强劲表现,花植系列通过与情人节/母亲节等节日营销绑定成功拓圈女性市场,跻身 TOP5 主题系列,与热门 IP 海贼王、Bluey 合作进一步扩大消费群体,此外公司预告将于 2026 年与宝可梦展开合作。

表1: 2025H1 花植系列跻身 TOP5 销售主题

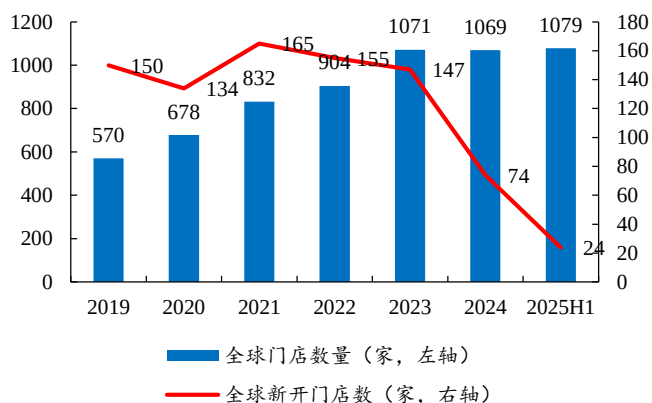
年份	TOP 主题
2022H1	星球大战、机械组、Icons、城市、哈利波特、好朋友系列
2023H1	Icons、星球大战、机械组、城市系列
2024H1	Icons、城市、机械组、星球大战、哈利波特系列
2025H1	城市、机械组、花植、Icons、星球大战系列

资料来源:乐高公司公告、开源证券研究所

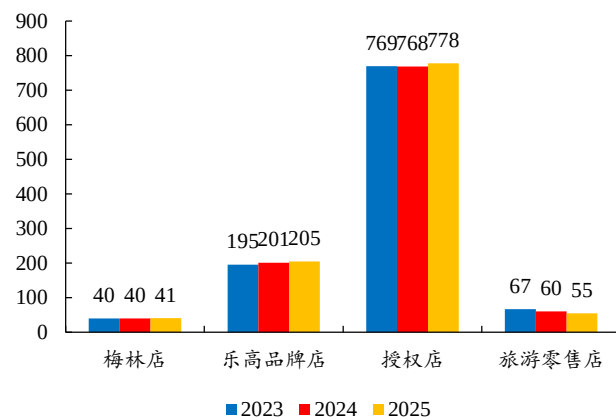
全球门店网络稳定扩张,供应链基础夯实。截至 2025H1,乐高全球 54 个国家门店总数达 1079 家,其中自营品牌店/授权店/旅游零售店/梅林公园店分别为 205/778/55/41 家店,上半年新开门店 24 家,其中包括在新德里开设的首家门店,进一步增强品牌在全球范围内的影响力。供应链方面,乐高正在扩建其在墨西哥和匈牙利的生产设施,越南/美国弗吉尼亚州新工厂预计于 2025、2027 年竣工,设施基建投资总额达到 42 亿丹麦克朗。

图8: 2025H1 乐高实现营收346亿丹麦克朗/同比+11.6%

图9: 2025H1 乐高实现归母净利润 65 亿丹麦克朗/同比+10%



数据来源:乐高公司公告、开源证券研究所



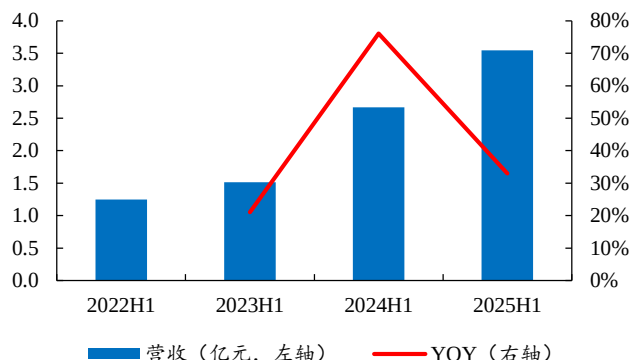
数据来源:乐高公司公告、开源证券研究所

2.2、巨星传奇: 2025H1 新消费业务高增, IP 业务战略升级

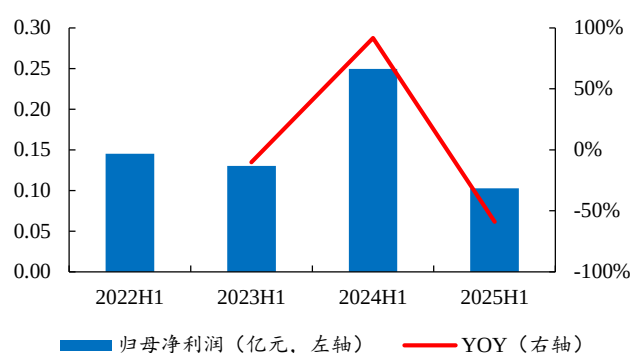
2025H1 公司新消费业务高增,综合业绩稳健增长。2025H1 公司实现营收 3.55 亿元/同比+33%,归母净利润 1027 万元/同比-58.9%,主要系证券投资亏损干扰,扣非归母净利润 2762 万元/同比+8.5%。

分业务看,(1) 新消费分部实现收入 2.1 亿元/同比+91.5%,其中上半年推出的魔胴咖啡系列新品“西西里咖啡”借助《周游记 3》营销效应取得亮眼销售成绩,2025H1 终端销售额达 2.86 亿元;护肤品牌“盈养博士”旗下新产品聚能多酚饮终端销售额达 1.31 亿元。

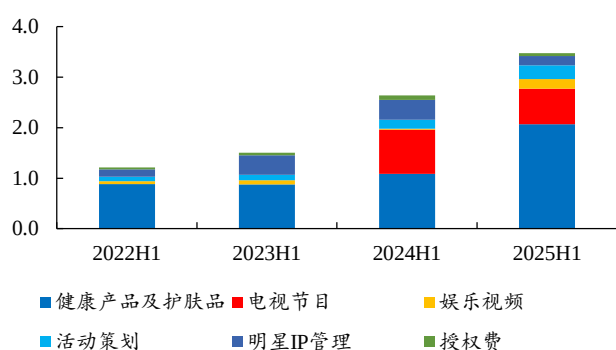
(2) IP 分部实现收入 1.44 亿元/同比-8.2%，其中电视节目制作/娱乐视频制作/活动策划/明星 IP 管理/授权费创收 7039/1873/2744/1880/542 万元，同比-19.3%/+744%/+52.2%/-52%/-37.3%。期内公司制作的《周游记 3》创下连续 12 期在省级电视台同时段播放的同类综艺节目收视率第一，同时刘畊宏微综艺节目亦已上线。

图10：2025H1 巨星传奇实现收入 3.5 亿元/同比+33%


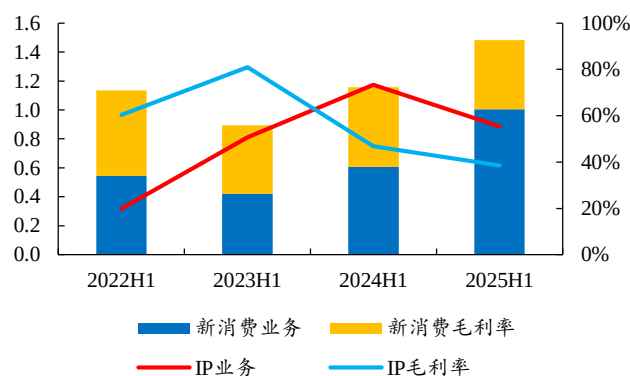
数据来源：巨星传奇公司公告、开源证券研究所

图11：2025H1 巨星传奇归母净利润 1027 万元


数据来源：巨星传奇公司公告、开源证券研究所

图12：2025H1 巨星传奇新消费和 IP 业务分部收入分别同比+91.5%/-8.2%


数据来源：巨星传奇公司公告、开源证券研究所（单位：亿元）

图13：2025H1 巨星传奇新消费/IP 业务毛利率同比小幅下降


数据来源：巨星传奇公司公告、开源证券研究所

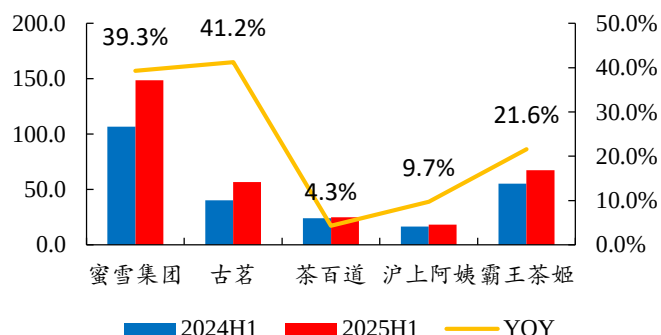
公司将持续深化明星 IP 运营和自营衍生品销售。IP 运营方面，电视节目《周游记 4》预计于 2025H2 进入筹备阶段，同时加强演唱会场景下城市文旅合作，持续加大 IP 曝光。截至 2025H1，公司线下机器人商店数量超过 70 台，预计 2025H2 将进一步由大型商场推广至交通枢纽等高人流场景，同时计划于广州开设首家“周同学”主题黑标店，提供一系列 IIP 相关高端产品，品类覆盖潮玩、服饰及配饰。

3、茶饮：蜜雪、古茗 2025H1 业绩领跑，店数&单店增长亮眼

2025 年上半年，新式茶饮行业多家头部企业营收与净利润表现亮眼，其中蜜雪集团和古茗尤为突出。从营收来看，2025H1 蜜雪集团实现收入 148.7 亿元，同比增长 39.3%，古茗 56.6 亿元，同比增长 41.2%，均实现较高增速，领先于茶百道、沪上阿姨、霸王茶姬等品牌；在净利润方面，2025H1 蜜雪集团净利润为 27.18 亿元，

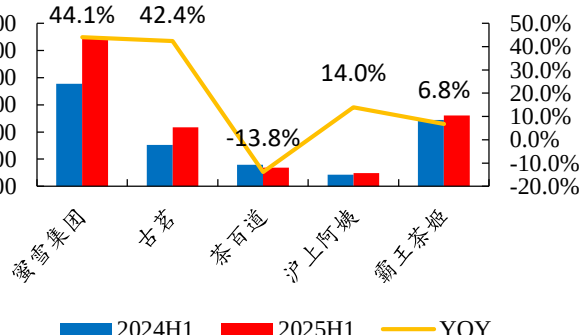
同比增长 44.1%，古茗 10.86 亿元（经调整口径），同比增长 42.4%，同样展现出强劲的盈利能力，而茶百道经调整净利润出现同比下滑。

图14: 2025H1 蜜雪集团和古茗营收分别同比增长 39.3%和 41.2%



数据来源: Wind、各公司公告、开源证券研究所

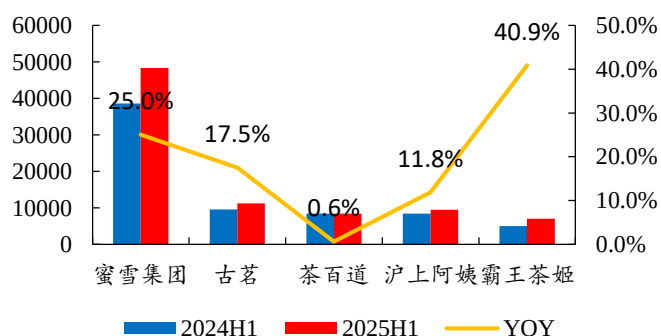
图15: 2025H1 蜜雪集团和古茗营收分别同比增长 44.1%和 42.4%净利润



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所（采用经调整净利润口径，调整项为因上市产生的股份公允价值变动）

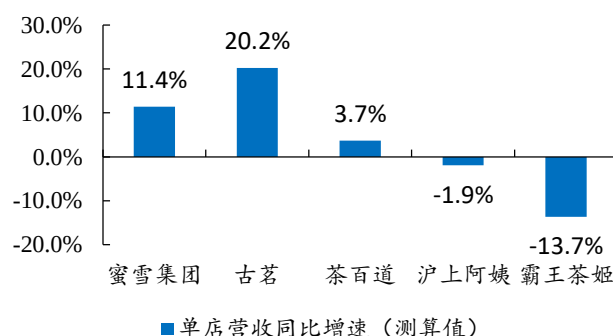
2025 年上半年蜜雪集团与古茗凭借“规模 + 效益”的双重发力，展现出强劲的发展韧性。门店扩张维度，蜜雪集团以 25% 的同比增速延续迅猛拓店节奏，古茗亦实现 17.5% 的同比增长，二者在门店数量的扩张力度上显著领先于茶百道（0.6%）、沪上阿姨（11.8%）等品牌；单店经营效益方面，蜜雪集团单店收入（测算值）同比增长 11.4%，古茗更是以 20.2% 的同比增速领跑行业，反观茶百道、沪上阿姨、霸王茶姬，或增速疲软或出现下滑。

图16: 截至 2025H1 蜜雪集团和古茗门店数量分别同比增长 25%和 17.5%



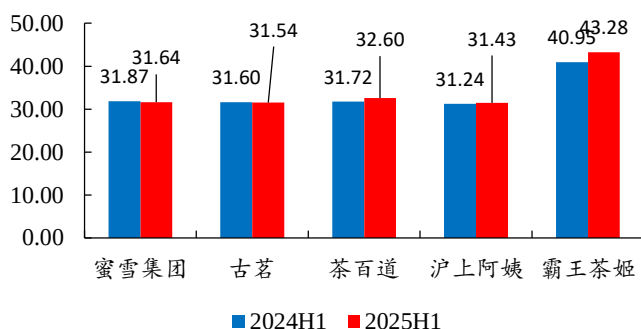
数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图17: 经测算, 2025H1 蜜雪集团和古茗单店收入分别同比增长 11.4%和 20.2%

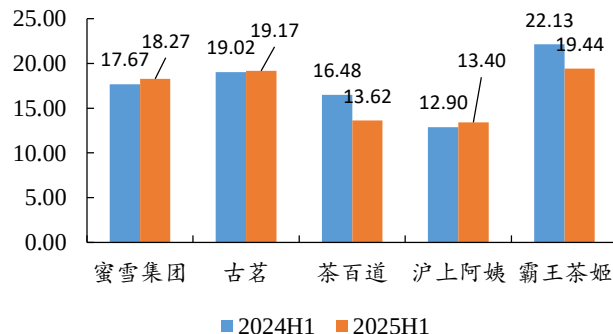


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所（单店收入为测算值而非公司公告值）

霸王茶姬毛利率提升显著，蜜雪、古茗、沪上阿姨净利率齐升。从毛利率看，尽管柠檬、咖啡等原材料出现不同程度的上涨，蜜雪集团、古茗、茶百道、沪上阿姨毛利率基本保持平稳，霸王茶姬则从 40.95% 提升至 43.28%，增幅尤为突出。净利率方面，蜜雪集团从 17.67% 升至 18.27%，古茗从 19.02% 升至 19.17%，沪上阿姨从 12.90% 升至 13.40%，均实现不同程度增长。既反映出茶饮行业整体盈利质量的稳定性，也彰显了头部品牌在盈利能力上的持续优化。

图18：茶饮公司毛利率保持平稳，霸王茶姬提升较明显


数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：蜜雪、古茗、沪上阿姨 2025H1 净利率均有提升


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

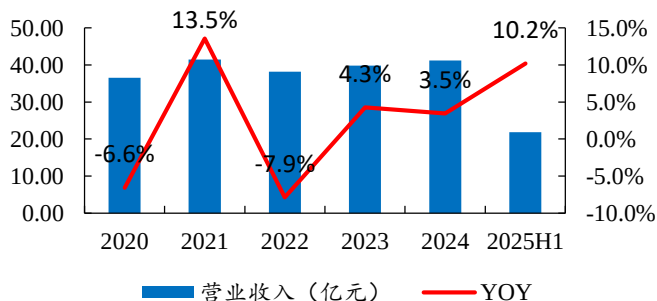
4、中国东方教育：高学费班&规模优势下利润率大幅提升，职业教育迎历史性发展机遇

中国东方教育业绩大幅提升。2025H1 收入 21.86 亿元，同比+10.23%；毛利 12.53 亿元，同比+19.2%；净利润 4.03 亿元，同比+48.4%；经调整净利润 4.16 亿元，同比+49.5%；经调整 EBITDA 8.93 亿元，yoy+25%。

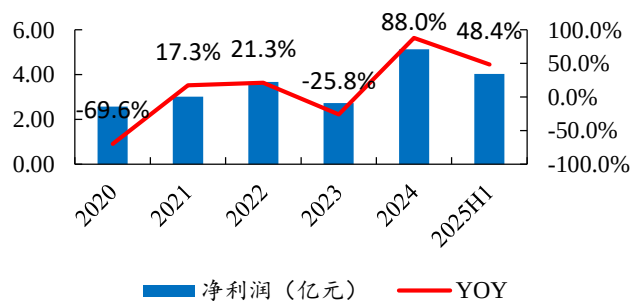
高收费一到两年就业班全专业高增，高就业率再攀升。

新生：整体 83521/yoy+7.1%，其中高收费的一到两年就业班新生达 10704 人/yoy+85.41%，两到三年 4961 人 yoy+13.47%，三年以上 23414 人/yoy+4.5%（转正），短期课程 44442 人/yoy-2.24%。

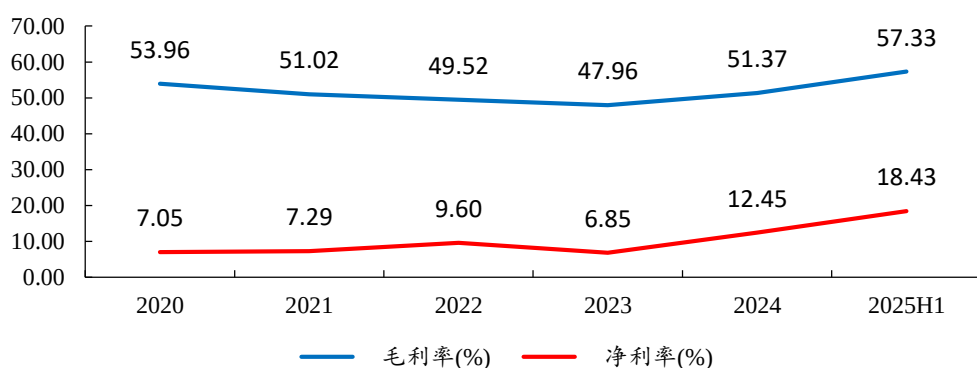
就业率（括号为 2024H1 数据）：烹饪 95.7%（94.4%）；西点 94%（93%）；电脑 93.5%（92%）；汽修 96.5%（96.1%）；美业 96%（95.3%）。加强校企融合培训，培养社会需要的服务型人才，公司毕业生就业率持续提升

图20：2025H1 中国东方教育实现收入 21.86 亿元，同比 +10.2%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：2025H1 中国东方教育实现净利润 4.03 亿元，同比 +48.4%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：2025H1 中国东方教育实现毛利率为 57.33%，净利率为 18.43%


数据来源：Wind、开源证券研究所

职业教育面临前所未有的发展机遇。随着国家经济结构不断优化升级，以及“技能中国”“制造强国”“数字中国”等战略的深入推进，职业教育正面临前所未有的发展机遇。公司将继续坚持“规模与质量并重、管理与创新并行”的发展理念。据统计，公司每年专业更新率保持在 30%以上，中国东方教育最大的办学特色就是以社会需求为导向，根据企业的需要来开设专业。

在 2 年至 3 年中期阶段, 每年收入保持 10% 左右增长, 利润保持 20% 以上增长。面向更长远布局，公司规划构建七大区域中心，每个中心平均规模稳定在 2 万人以上，实现在校生人数近 20 万人；同时协同全国 20 余省市院校网络发展，实现总在校生约 30 万人、营收近百亿的战略蓝图。

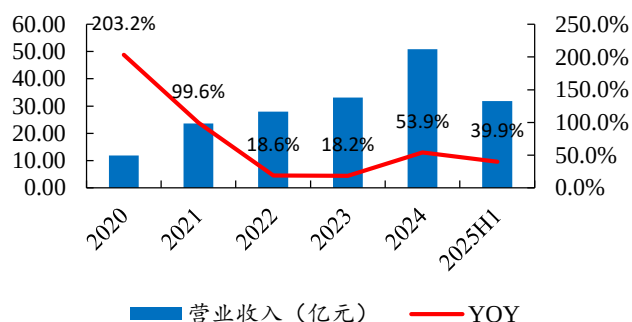
5、赤子城科技：布局 AI 时代社交新机遇，持续创造情绪美好价值

赤子城科技上半年归母净利润同比增长 117.8% “社交+创新”两大业务齐发力。2025H1 收入 31.81 亿元，同比增长 40.0%；毛利达 17.75 亿元，同比增长 55.6%；归母净利润 4.89 亿元，同比大幅增长 117.8%。分业务来看，

社交业务：收入达 28.34 亿元，同比增长 37.0%。其中，陪伴社交平台 SUGO 和游戏社交平台 TopTop 表现突出，收入增长均超过 100%。利润方面，SUGO 同比增长超过 150%，TopTop 同比增长超过 100%。TopTop 月流水在今年上半年突破了千万美元，成为继 MICO、SUGO 之后，公司第三款月流水超过千万美元的产品。这印证了公司持续复制爆款的能力。

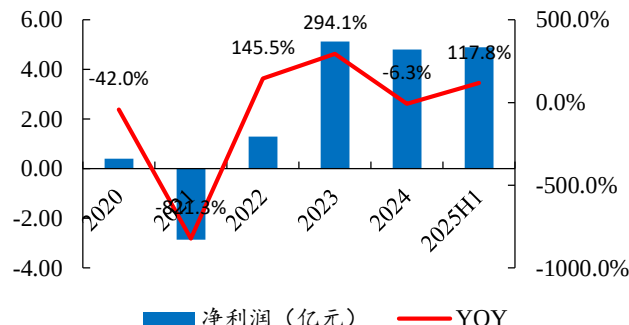
创新业务：收入达 3.47 亿元，同比增长 70.5%，与社交业务共同推动公司业绩稳步上扬。以《Alice's Dream: Merge Games》为代表的旗舰游戏进入长线运营阶段，进入盈利回收期。社交电商业务荷尔健康利润同比增长超 100%，在 HIV 防治及性健康服务领域的领先地位进一步巩固。

图23: 2025H1 赤子城科技实现收入 31.81 亿元, 同比 +39.9%



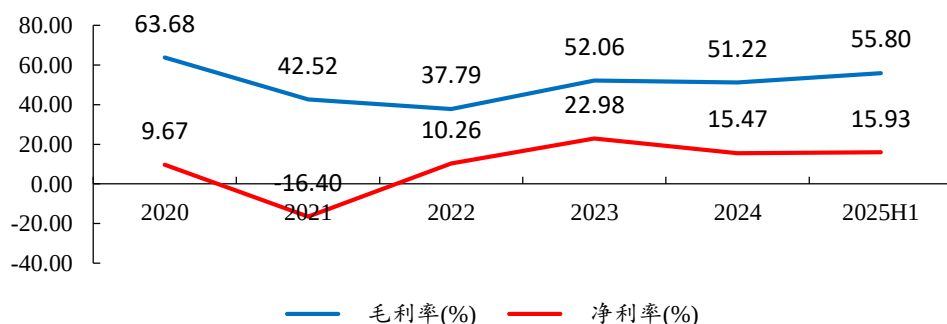
数据来源: Wind、开源证券研究所

图24: 2025H1 赤子城科技实现净利润 4.89 亿元, 同比 +117.8%



数据来源: Wind、开源证券研究所

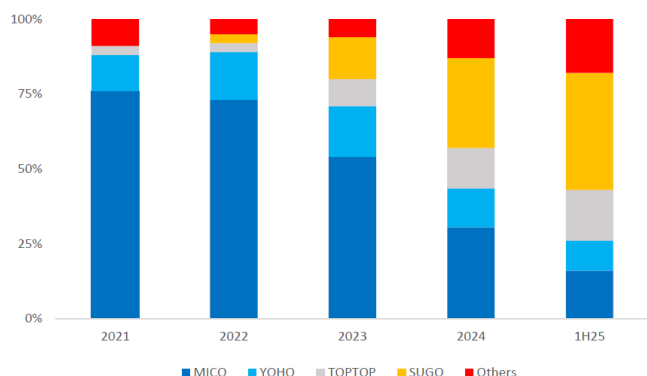
图25: 2025H1 赤子城科技实现毛利率为 55.8%, 净利率为 15.93%



数据来源: Wind、开源证券研究所

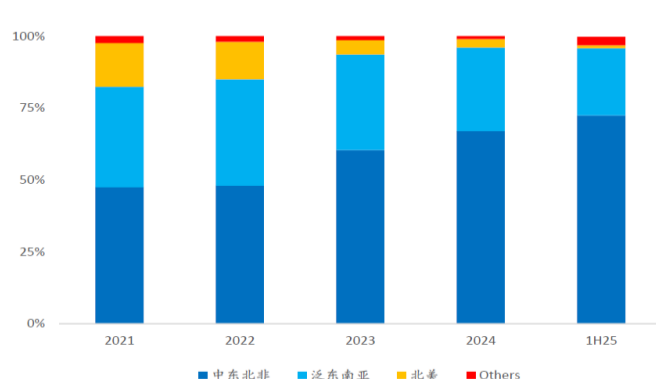
其他产品如短剧 Dramabite、AI 社区 Aippy 占收比持续扩大, 中东北非收入增速超 60%。赤子城科技社交业务以中东北非、东南亚为优势市场, 游戏业务则覆盖北美、日韩等发达国家市场, 全球市场布局日益完善。上半年, 旗舰产品之一 SUGO 初步落地拉美、欧洲部分区域, 其产品形态和商业模式均显现出较高的市场适配性。上半年, 公司推出基于 AI 技术的零代码创意内容社区 Aippy, 用户可通过自然语言轻松创建网站、小游戏等创意内容, 并在社区中与其他用户进行互动。该产品面向无编程基础的大众用户, 目前已上线 iOS 版本。

图26: 2025H1 SUGO、Toptop 营收占比超 50%



资料来源: 赤子城科技业绩会 ppt

图27: 2025H1 中东北非收入占比超 60%



资料来源: 赤子城科技业绩会 ppt

6、美丽：2025H1 美护龙头公司业绩表现分化，精细化运营为主线

2025H1 美护行业呈现收入增长放缓，利润表现分化的特点。从美护上市企业看，2025H1 毛戈平、丸美生物、巨子生物、上美股份收入增速 31.3%/30.8%/22.5%/17.3%，从收入体量看，珀莱雅仍为国货第一大集团，但主品牌珀莱雅增速放缓，彩棠、OR 等子品牌增速亮眼，分别同比+21.1%/+102.5%拉动整体营收增长 7.2%。上美股份 2025Q1 主品牌韩束抖音渠道调整自播、达播比利，增长放缓，Q2 调整完成后，依靠自播步入高增，此外，多品牌矩阵持续增长，Newpage 一页继续保持高增，其他孵化品牌也孕育增长潜能，牢牢占据国货美妆集团体量第二的位置。

从毛利率看，美妆集团通过产品升级和结构优化，毛利率整体呈现上升趋势。2025H1 珀莱雅/贝泰妮/福瑞达/水羊股份/上海家化毛利率分别为 73.4%/76%/52.3%/64.6%/63.4%，yoy+3.6pct/+3.4pct/+0.5pct/+3.1pct/+2.2pct，巨子生物/毛戈平/上美股份毛利率略有下滑但仍维持在较高水平。

从销售费用投放看，整体销售费用率呈上升趋势但精细化运营为主线。2025 年以来线上流量成本依旧高企，贝泰妮、敷尔佳、丸美生物等企业加大种草和投放力度，销售费用率增长较快，一定程度影响净利润表现。从抖音运营看，2025H1 尤其是大促，国货企业均控制达播投放，持续强化自播体系建设。企业更加注重投放效率和转化效果，通过优化渠道组合、加强内容营销和提升会员运营效率等方式提高 ROI。费用控制良好且实现稳健体量增长的企业利润端表现良好，如毛戈平/上美股份净利率 13.5%/25.9%，yoy+1.9pct/+0.9pct。受益标的：毛戈平、上美股份。

表2：收入端：相比 2024H1，美护行业龙头公司营收增长放缓

	收入表现（亿元）				收入 yoy			
	2022H1	2023H1	2024H1	2025H1	2022H1	2023H1	2024H1	2025H1
巨子生物	9.8	16.1	25.4	31.1	0.0%	63.0%	58.2%	22.5%
上美股份	12.6	15.9	35.0	41.1	-31.1%	25.7%	120.7%	17.3%
毛戈平	0.0	14.0	19.7	25.9			41.0%	31.3%
珀莱雅	26.3	36.3	50.0	53.6	36.9%	38.1%	37.9%	7.2%
福瑞达	48.4	24.7	19.3	17.9	18.9%	-48.8%	-22.2%	-7.1%
水羊股份	22.0	22.9	22.9	25.0	3.9%	4.0%	0.1%	9.0%
华熙生物	29.4	30.8	28.1	22.6	51.6%	4.8%	-8.6%	-19.6%
贝泰妮	20.5	23.7	28.0	23.7	45.2%	15.5%	18.5%	-15.4%
丸美生物	8.2	10.6	13.5	17.7	-6.5%	29.6%	27.6%	30.8%
敷尔佳	8.2	8.7	9.4	8.6	2.9%	6.3%	8.2%	-8.2%
上海家化	37.1	36.3	33.2	34.8	-11.8%	-2.3%	-8.5%	4.7%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表3：利润端:美护龙头公司业绩表现分化

	净利润（亿元）				净利润 yoy			
	2022H1	2023H1	2024H1	2025H1	2022H1	2023H1	2024H1	2025H1
巨子生物	4.37	6.67	9.83	11.82	0.0%	52.5%	47.4%	20.2%
上美股份	0.65	1.01	4.01	5.24	-62.6%	54.5%	297.4%	30.6%
毛戈平	0.00	3.49	4.92	6.70			41.0%	36.1%
珀莱雅	2.97	4.99	7.02	7.99	31.3%	68.2%	40.5%	13.8%
福瑞达	1.89	1.90	1.27	1.08	-39.2%	0.6%	-33.2%	-15.2%
水羊股份	0.83	1.42	1.06	1.23	-6.9%	72.0%	-25.7%	16.5%
华熙生物	4.73	4.25	3.42	2.21	31.2%	-10.3%	-19.5%	-35.4%
贝泰妮	3.95	4.50	4.84	2.47	49.1%	13.9%	7.5%	-49.0%
丸美股份	1.17	1.31	1.77	1.86	-38.1%	11.6%	35.1%	5.2%
敷尔佳	3.57	3.54	3.40	2.30	1.6%	-1.1%	-3.7%	-32.5%
上海家化	1.58	3.01	2.38	2.66	-44.8%	90.9%	-20.9%	11.7%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表4：毛利率：整体美护行业公司毛利率呈提升趋势

	2022H1	2023H1	2024H1	2025H1
巨子生物	85.1%	84.1%	82.4%	81.7%
上美股份	64.9%	69.0%	76.5%	75.5%
毛戈平		84.5%	84.9%	84.2%
珀莱雅	68.1%	70.5%	69.8%	73.4%
福瑞达	30.9%	44.2%	51.9%	52.3%
水羊股份	55.0%	56.9%	61.5%	64.6%
华熙生物	77.4%	73.8%	74.5%	71.0%
贝泰妮	76.9%	75.4%	72.6%	76.0%
丸美股份	69.2%	70.1%	74.7%	74.6%
敷尔佳	83.3%	82.8%	81.4%	81.5%
上海家化	59.9%	60.2%	61.1%	63.4%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表5：净利率：巨子生物、毛戈平净利率领先于其他公司

	2022H1	2023H1	2024H1	2025H1
巨子生物	43.9%	40.7%	38.3%	38.0%
上美股份	4.9%	6.1%	11.6%	13.5%
毛戈平	0.0%	25.0%	25.0%	25.9%
珀莱雅	11.8%	14.6%	14.5%	15.4%
福瑞达	4.3%	9.5%	8.1%	7.5%
水羊股份	3.7%	6.4%	4.8%	4.9%
华熙生物	15.9%	13.7%	12.1%	9.8%
贝泰妮	19.2%	18.6%	17.0%	10.5%
丸美股份	13.9%	12.4%	13.1%	10.5%
敷尔佳	43.7%	40.7%	36.2%	26.6%
上海家化	4.2%	8.3%	7.2%	7.6%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表6：部分美护公司加大销售费用投放

	2022H1	2023H1	2024H1	2025H1
巨子生物	26.8%	34.6%	35.1%	34.0%
上美股份	48.2%	53.6%	57.6%	56.9%
毛戈平		47.0%	47.5%	45.2%
珀莱雅	42.5%	43.6%	46.8%	49.6%
福瑞达	13.8%	29.1%	36.4%	36.0%
水羊股份	43.1%	40.5%	46.8%	48.9%
华熙生物	47.2%	46.2%	41.9%	35.7%
贝泰妮	45.4%	46.3%	45.5%	54.2%
丸美股份	44.1%	48.5%	53.1%	56.5%
敷尔佳	22.6%	25.4%	32.0%	48.7%
上海家化	43.3%	43.5%	43.4%	43.8%

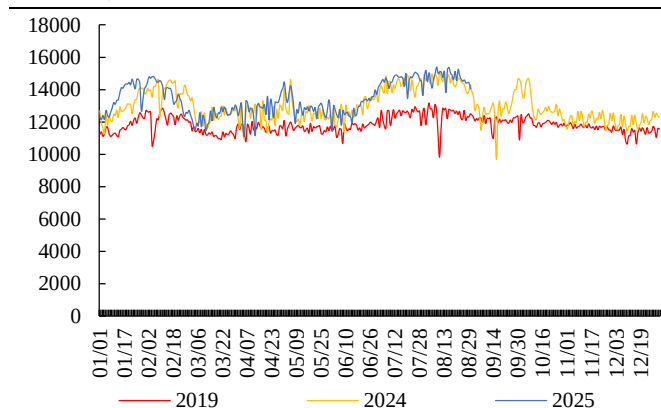
数据来源：Wind、开源证券研究所

7、出行数据跟踪

7.1、航空：国内航班/国际航班环比下降

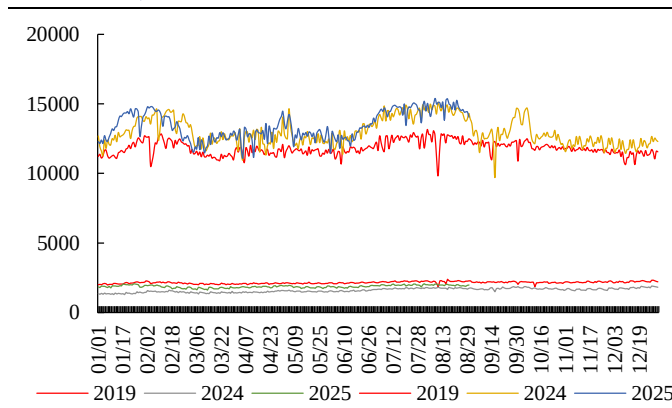
根据航班管家，本周（8.24-8.30）客运执行航班量 16732 架次，较 2024 年同期 +#%，环比-2.9%。其中，本周国内客运日均执行航班量 14427 架次，较 2024 年同期 +2%，环比-3.1%，8 月国内航班同比+2%；本周国际客运日均执行航班量 1922 次，环比-1.9%，恢复至 2019 年同期 86%，8 月国际航班恢复至 2019 年同期 89%。

图28：本周国内客运日均执行航班量同比 2024 年同期 +2%（单位：架次）



数据来源：航班管家、开源证券研究所

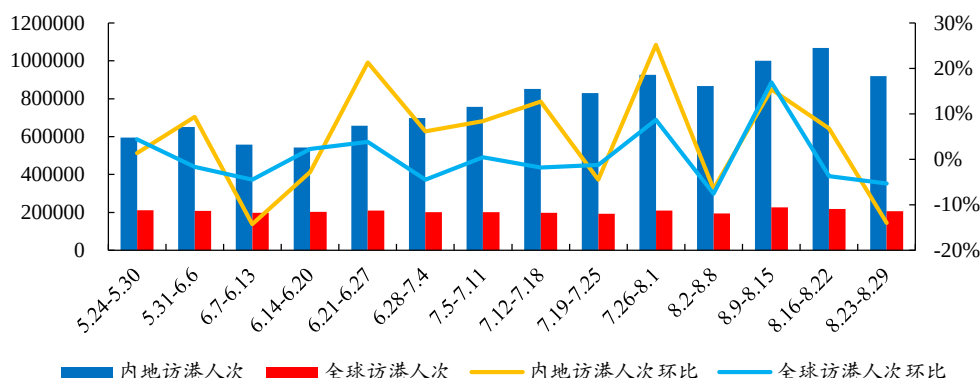
图29：本周国际客运日均执行航班量恢复至 2019 年同期 86%（单位：架次）



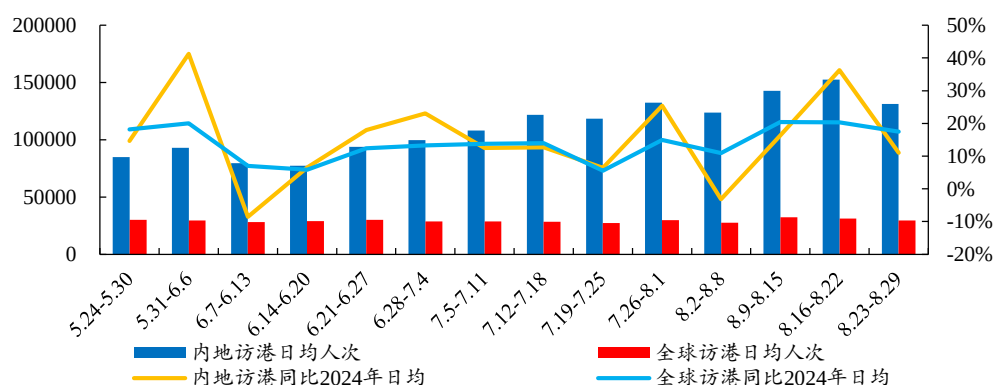
数据来源：航班管家、开源证券研究所

7.2、访港数据追踪：内地访港/全球访港环比下降

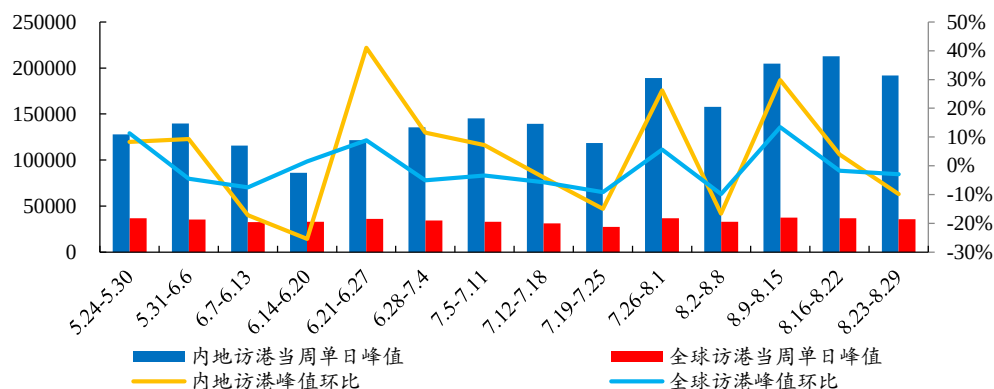
本周（8.23-8.29）内地访客总入境人次达 91.88 万人，环比-14%；全球访客总入境人次(除内地外)20.62 万人，环比-5.3%。内地访客日均人数较 2024 年日均+11%，全球访客日均人数(除内地外)较 2024 年日均+17.5%。内地访港整周单日峰值 19.17 万人次，全球访客整周单日峰值(除内地外)达 3.58 万人次。

图30：近一周内地/全球访港人数环比-14%/-5.3%（单位：人次）


数据来源：中国香港特别行政区政府入境事务处、开源证券研究所

图31：近一周内地/全球访港人数较2024年日均+11%/+17.5%（单位：人次）


数据来源：中国香港特别行政区政府入境事务处、开源证券研究所

图32：近一周内地/全球访港人数单日峰值环比-9.9%/-3%（单位：人次）


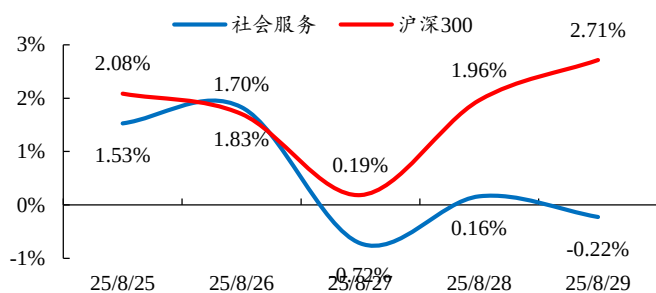
数据来源：中国香港特别行政区政府入境事务处、开源证券研究所

8、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

8.1、A 股行业跟踪：本周社服板块波动下行

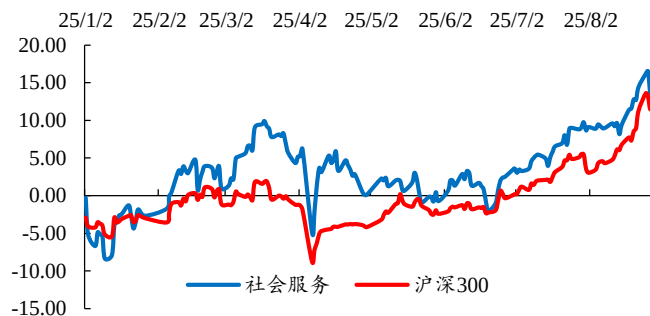
本周（8.25-8.29）社会服务指数-0.22%，跑输沪深 300 指数 2.94pct，在 31 个一级行业中排名第 17；2025 年初至今社会服务行业指数+14.15%，强于沪深 300 指数的+14.28%，在 31 个一级行业中排名第 18。

图33：本周（8.25-8.29）社服板块跑输沪深 300（%）



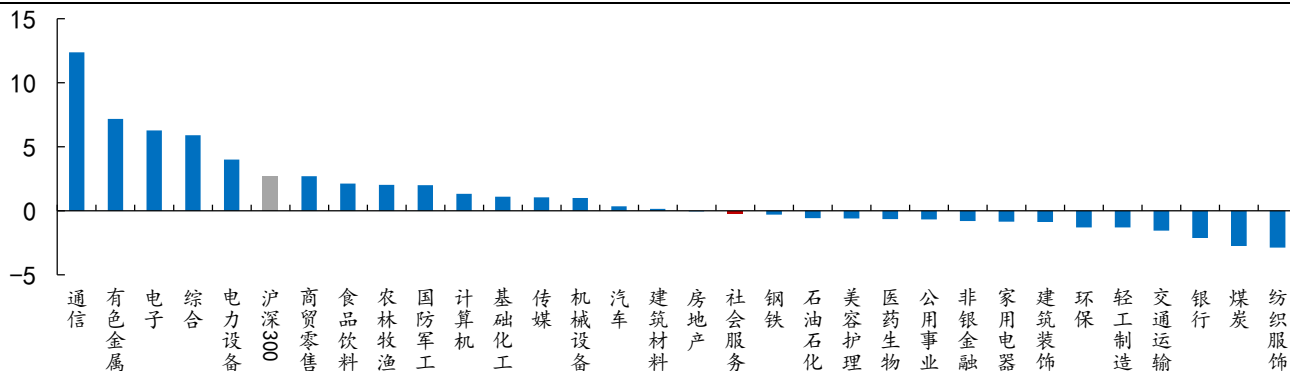
数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：2025 年初至今社服板块走势弱于沪深 300（%）



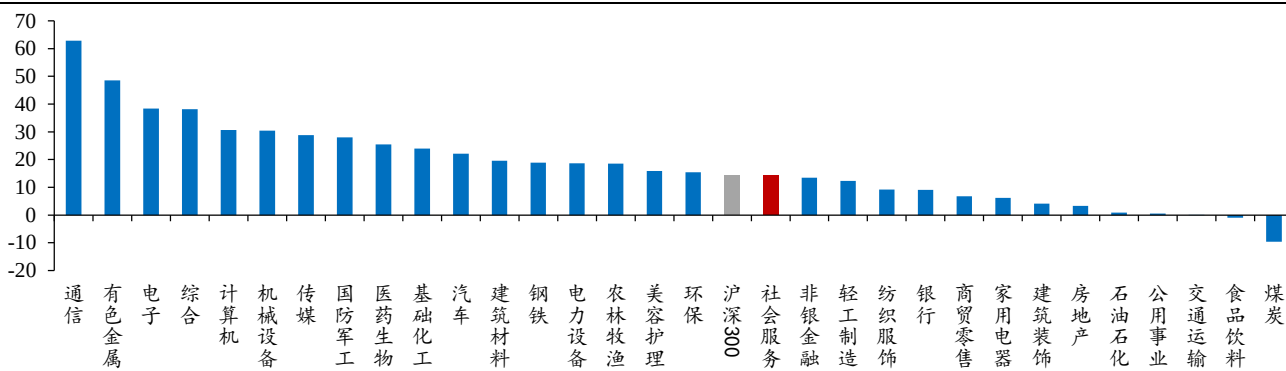
数据来源：Wind、开源证券研究所

图35：本周（8.25-8.29）社会服务板块在一级行业排名第 17（%）



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 18（%）

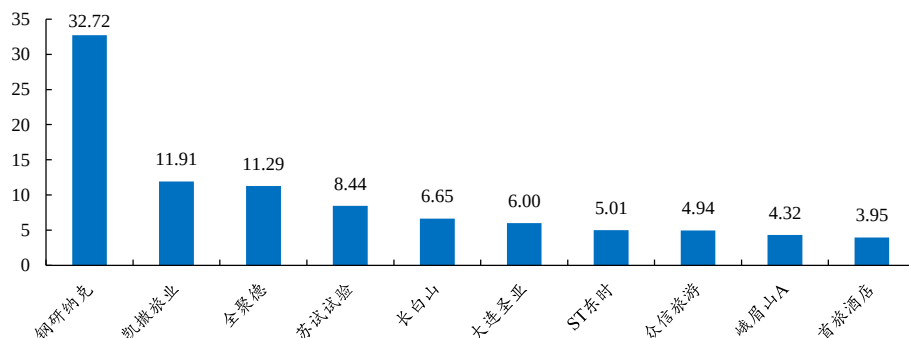


数据来源：Wind、开源证券研究所

8.2、A 股社服标的表现：本周（8.25-8.29）旅游类上涨排名靠前

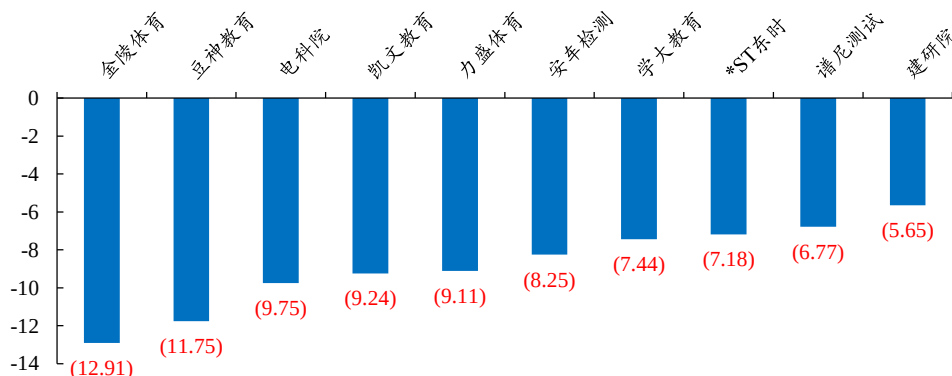
本周（8.25-8.29）A 股涨幅前十名以旅游类为主，涨幅前三名分别为钢研纳克、凯撒旅业、全聚德，涨幅后三名分别为金陵体育、豆神教育、电科院。净流入额前三名分别为凯撒旅业、钢研纳克、创业黑马，净流入额后三名为西豆神教育、科德教育、安车检测。

图37：本周（8.25-8.29）钢研纳克、凯撒旅业、全聚德领涨（%）



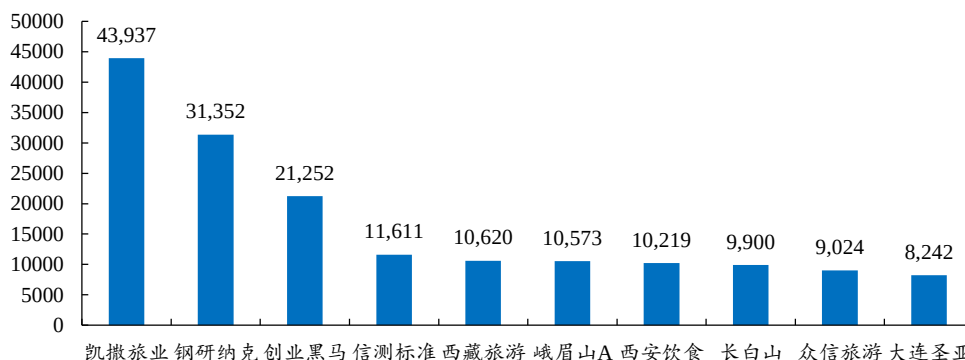
数据来源：Wind、开源证券研究所

图38：本周（8.25-8.29）金陵体育、豆神教育、电科院涨幅排名后三位（%）



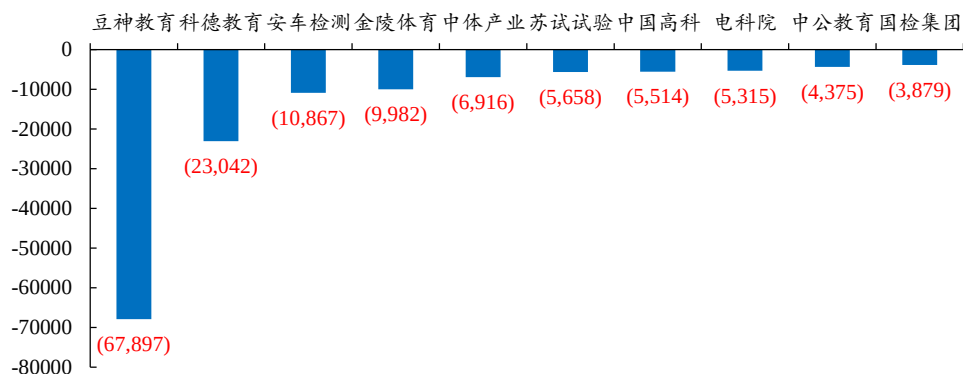
数据来源：Wind、开源证券研究所

图39：本周（8.25-8.29）凯撒旅业、钢研纳克、创业黑马净流入额较大（万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图40：本周（8.25-8.29）豆神教育、科德教育、安车检测净流出额较大（万元）

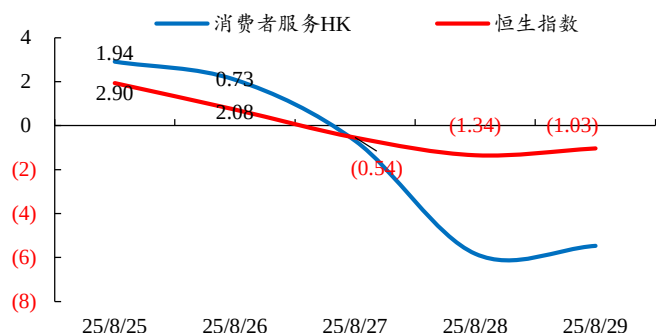


数据来源：Wind、开源证券研究所

8.3、港股行业跟踪：本周消费者服务板块下行

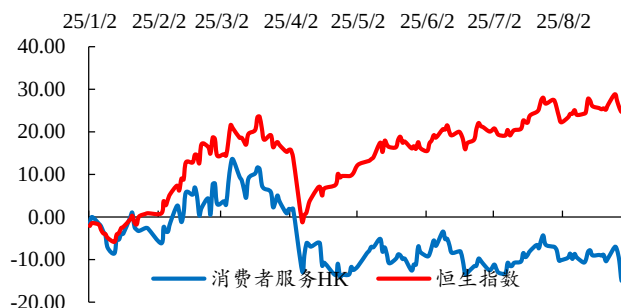
本周（8.25-8.29）港股消费者服务指数-5.48%，跑输恒生指数 4.44pct，在 30 个一级行业中排名第 28；2025 年初至今消费者服务行业指数-9.53%，弱于恒生指数的 -14.63%，在 30 个一级行业中排名第 30。

图41：本周（8.25-8.29）消费者服务板块跑输恒生指数（%）



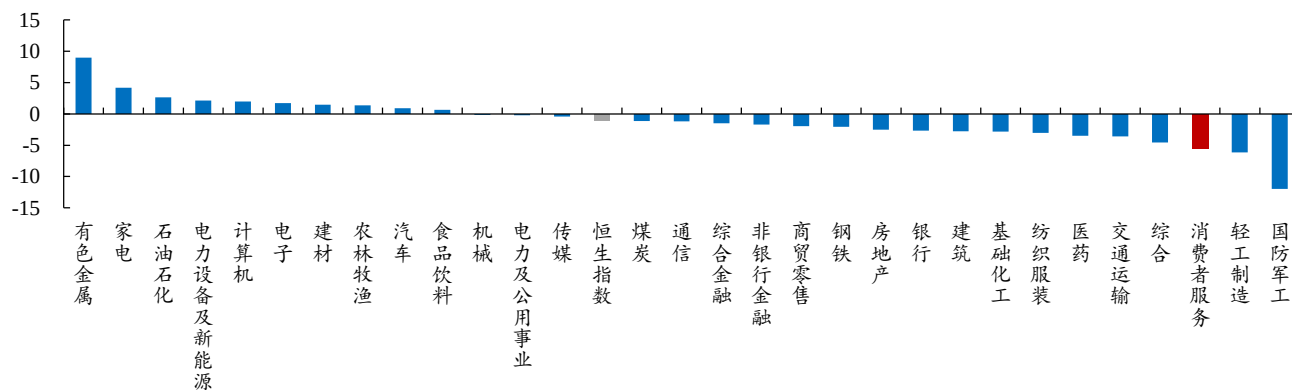
数据来源：Wind、开源证券研究所

图42：2025 年初至今消费者服务板块走势弱于恒生指数（%）



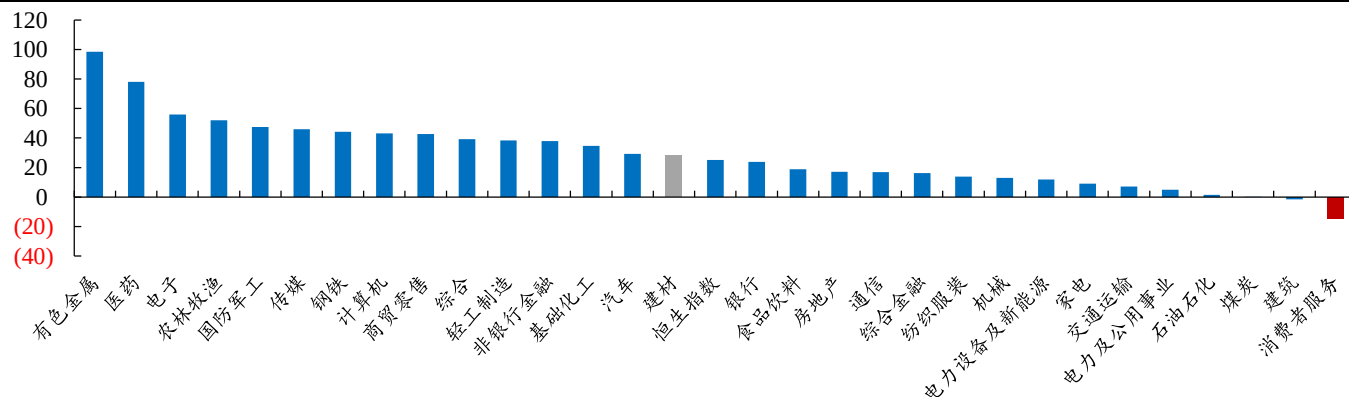
数据来源：Wind、开源证券研究所

图43：本周（8.25-8.29）港股消费者服务板块在一级行业排名第 28（%）



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（%）

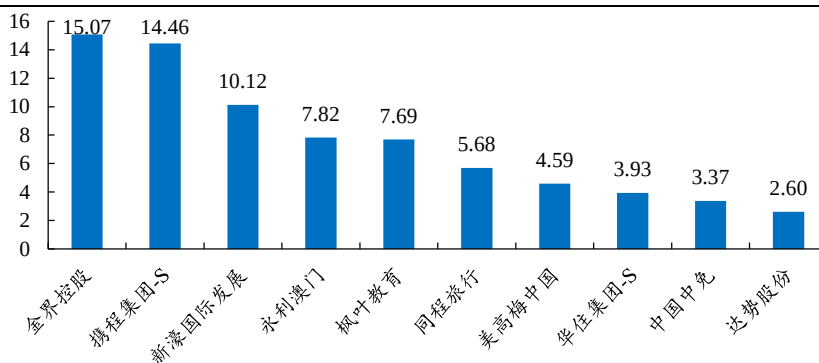


数据来源：Wind、开源证券研究所

8.4、港股消费者服务标的表现：本周（8.25-8.29）博彩类上涨排名靠前

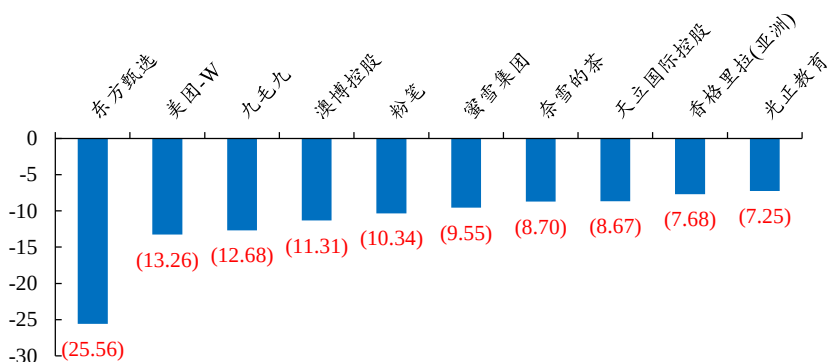
本周（8.25-8.29）港股博彩类涨幅靠前，涨幅前三名分别为东金界控股、携程集团-S、新濠国际发展，跌幅前三名分别为东方甄选、美团-W、九毛九。

图45：本周（8.25-8.29）金界控股、携程集团-S、新濠国际发展领涨（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图46：本周（8.25-8.29）东方甄选、美团-W、九毛九跌幅较大（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

表7：盈利预测与估值

代码	公司名称	2025/8/29	EPS			PE			评级
		收盘价	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
1318.HK	毛戈平	98.60	2.40	3.10	4.00	41.08	31.81	24.65	买入
2367.HK	巨子生物	53.95	2.5	3.1	3.7	21.52	17.55	14.58	买入
2145.HK	上美股份	90.40	2.53	3.16	3.85	35.77	28.61	23.48	买入
2097.HK	蜜雪集团	431.80	14.68	17.02	19.78	29.41	25.37	21.83	未评级
1364.HK	古茗	22.64	0.99	1.06	1.27	22.83	21.36	17.79	未评级
0325.HK	布鲁可	106.00	3.61	5.29	7.13	29.34	20.05	14.87	买入
300896.SZ	爱美客	193.98	7.31	8.25	9.09	26.54	23.52	21.33	买入
832982.BJ	锦波生物	312.48	8.29	10.47	12.71	37.69	29.85	24.59	买入
601888.SH	中国中免	69.29	2.27	2.59	2.92	30.53	26.80	23.72	未评级
0780.HK	同程旅行	21.94	1.15	1.38	1.62	19.01	15.88	12.38	未评级
603099.SH	长白山	44.90	0.70	0.82	0.99	63.78	54.58	45.23	买入
300795.SZ	米奥会展	15.99	1.15	1.44	1.74	13.96	11.11	9.20	买入
001308.SZ	康冠科技	24.70	1.56	1.95	2.35	15.86	12.70	10.49	买入
300856.SZ	科思股份	14.69	1.21	1.55	1.88	12.18	9.50	7.83	买入
603277.SH	银都股份	17.40	1.43	1.59	1.71	12.13	10.96	10.16	买入
688363.SH	华熙生物	57.20	0.91	1.21	1.54	62.81	47.45	37.15	买入
300740.SZ	水羊股份	23.00	0.68	0.82	1.02	33.99	28.10	22.46	买入
300192.SZ	科德教育	21.81	0.50	0.56	0.62	43.36	38.97	35.12	买入
000526.SZ	学大教育	48.13	2.12	2.66	3.24	22.67	18.07	14.86	未评级
603081.SH	大丰实业	12.91	0.29	0.44	0.59	45.14	29.62	21.92	买入
300662.SZ	科锐国际	32.77	1.43	1.74	2.08	22.93	18.87	15.72	未评级
600861.SH	北京人力	20.72	1.88	1.82	2.02	10.99	11.36	10.24	未评级
600662.SH	外服控股	5.50	0.31	0.34	0.36	17.67	16.33	15.40	未评级
603059.SH	倍加洁	31.21	1.47	1.91		21.16	16.36		买入
9961.HK	携程集团	578.00	27.05	27.98	31.14	21.37	20.66	18.56	未评级
-S									
300492.SZ	华图山鼎	67.96	1.76	2.17	2.64	38.69	31.27	25.70	未评级
0667.HK	中国东方教育	8.06	0.31	0.38	0.47	25.64	21.09	17.21	未评级
1773.HK	天立国际控股	3.79	0.35	0.46	0.57	10.72	8.22	6.71	未评级
002659.SZ	凯文教育	5.01	0.05	0.10	0.13	103.51	51.17	37.28	未评级
301011.SZ	华立科技	30.12	0.70	0.86	0.99	43.27	34.95	30.55	未评级
300859.SZ	西域旅游	44.44	0.67	0.83	1.02	66.28	53.24	43.37	未评级
9699.HK	顺丰同城	15.06	0.29	0.51	0.77	51.81	29.30	19.58	未评级
3690.HK	美团	102.70	8.13	10.25	12.51	12.63	10.02	8.21	未评级
EDU.N	新东方	47.98	2.75	3.41	4.04	15.90	12.83	10.83	未评级
TAL.N	好未来	10.62	0.30	0.47	0.62	32.11	20.47	15.64	买入
0999.HK	小菜园	11.40	0.63	0.77	0.93	18.00	14.86	12.28	未评级
6831.HK	绿茶集团	7.66	0.73	0.90	1.14	10.45	8.48	6.74	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 8 月 29 日港币兑人民币收盘价 0.91157；美股上市公司收盘价和 EPS 计价货币为美元，2025 年 8 月 8 日美元兑人民币收盘价 7.103）

9、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7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