

社会服务

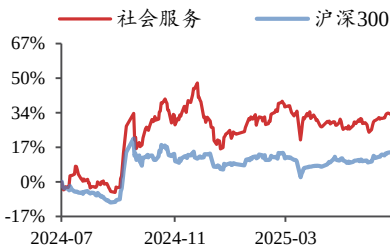
2025 年 07 月 20 日

职教顺应社会趋势向新而变，再生医美景气犹在多产品获批

投资评级：看好（维持）

——行业周报

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《烟火气回归家常菜崛起，潮玩&创作者经济赛道景气度延续——行业周报》-2025.7.13

《即时零售补贴加码第三方配送&餐饮受益，AI 创意工具龙头 Figma 拟上市——行业周报》-2025.7.6

《泡泡玛特进军家电传递美好生活，第三方即配龙头乘风而起——行业周报》-2025.6.29

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（联系人）

chengjingya@kysec.cn

证书编号：S0790123070033

● 旅游/潮玩：6 月线上基数提升增速平稳，6 月潮玩品牌线下店效表现分化

旅游：景区上市公司披露 2025H1 业绩预告，客流高基数下受制于异常天气因素扰动、目的地客源竞争加剧、消费者购买力下滑，预计上半年传统自然景区客流及营收表现整体平淡。业务结构差异及新业务爬坡进度导致各公司利润端同比表现有所分化，长白山、大连圣亚、西域旅游等利润端面临短期压力，祥源文旅外延扩张助力业绩增长领先。**潮玩：**久谦数据显示 6 月国内潮玩门店线下店效整体同比增长 13%，其中泡泡玛特/TOPTOY/卡游平均店效同比+94%/-9%/-51%，泡泡玛特店效保持高增，其他品牌受制于高基数表现平平。

● 餐饮/教育：中餐关注坪效提升&加速开店，职教顺应社会趋势向新而变

茶饮：根据久谦数据，截至 2025 年 6 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 40062、11083、7571、8586、6760 家。受益于外卖大战升级，根据久谦数据，2025 年 6 月蜜雪冰城店效同比增长 11.3%，古茗同比增长 21.5%，库迪同比增长 40.4%，瑞幸同比增长 17.3%。**中餐：**中国家庭户均人数下降导致居家做饭频率减少，外卖形成有效补充，家常菜因“家的味道”更受欢迎。中餐品牌外卖快速增长，2025 年 1-6 月绿茶外卖销售额同比增长 53.5%。**职教：**国家开展大规模职业技能提升培训，2024 年中国东方教育新推一年以上两年以下课程，新生人次同比增长 70%。截至 2024 年，公司就业率在 95%左右，新赛道拓展方面，家政行业已在南京进行孵化，还在研究宠物经济、养老经济。在医美板块，将医美和大健康深度融合，孵化有关大健康的相关专业。

● **四环医药再生新品正式开启销售，多产品矩阵+强销售能力迈向平台型医美公司**
据 Frost & Sullivan 数据，2024 年全球再生医美市场规模已突破 30 亿美元，预计未来五年将以 CAGR 达 25%的态势持续扩张。中国市场再生类产品年增速高达 35%以上。7 月 19 日，四环医药正式发布少女针和童颜针四款产品。童颜针订制成两种不同大小的粒径，以更好地适配不同场景、匹配不同需求。2024-2025H1 四环医美分部共 9 款产品获批，已有 5 个再生微球类和 8 个 HA 水光或填充类产品进入注册阶段，司美格鲁肽注射液减重适应症已获批新药临床实验(已于 2025Q1 完成 III 期临床入组)，预计未来将持续丰富医美生态。丰富产品矩阵也为产品组合提供分层、分时抗衰方面提供丰富解决方案。

● 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

本周（7.14-7.18）社会服务指数+1.05%，跑输沪深 300 指数 0.04pct，在 31 个一级行业中排名第 13，旅游、教育类领涨；本周（7.14-7.18）港股消费者服务指数+3.06%，跑赢恒生指数 0.22pct，在 30 个一级行业中排名第 12，教育、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、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。

目 录

1、出行旅游：2025H1 景区公司业绩承压，祥源文旅业绩预喜	4
2、潮玩：6 月潮玩线下开店平稳，品牌店效表现分化	5
3、餐饮：茶咖 6 月延续高景气，中餐关注坪效提升&加速开店	6
3.1、茶咖：6 月数据持续向好，头部品牌进入加速开店正循环	6
3.2、中餐：人口结构变迁外卖补充家庭用餐，关注中餐坪效提升&加速开店	8
4、教育：国家开展大规模职业技能提升培训，中国东方教育就业率持续领先	10
5、美丽：四环医药再生新品正式开启销售，多产品矩阵+强销售能力迈向平台型医美公司	12
6、出行数据跟踪	15
6.1、航空：国内航班/国际航班环比攀升	15
6.2、访港数据追踪：内地访港环比攀升，全球访港环比下降	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赢大盘	16
7.1、A 股行业跟踪：本周社服板块上行	16
7.2、A 股社服标的表现：本周（7.14-7.18）旅游、教育类上涨排名靠前	18
7.3、港股行业跟踪：本周消费者服务板块整体上行	19
7.4、港股消费者服务标的表现：本周（7.14-7.18）教育、餐饮类上涨排名靠前	20
8、风险提示	22

图表目录

图 1：6 月潮玩线下门店数量 3703 家/净关 38 家	5
图 2：6 月潮玩线下门店平均店效同比+13%	5
图 3：6 月泡泡玛特/TOPTOY/卡游平均店效同比+94%/-9%/-51%	6
图 4：1-6 月泡泡玛特/TOPTOY/卡游平均店效同比+60%/+0.4%/-39%	6
图 5：截至 2025 年 6 月全国共有茶饮 50.50 万家门店，6 月净增 0.11 万家	6
图 6：2025 年 6 月茶饮行业平均月店效为 21.27 万元，同比增长 6.9%	6
图 7：截至 2025 年 6 月全国共有 18.00 万家咖啡门店，6 月净增 0.29 万家	7
图 8：2025 年 6 月咖啡行业平均月店效为 49.66 万元，同比增长 4.4%	7
图 9：2025 年 1-6 月蜜雪冰城净增门店 6443 家，古茗净增 1230 家，瑞幸净增 3134 家，幸运咖净增 1075 家	7
图 10：2025 年 6 月蜜雪冰城店效同比增长 11.3%，古茗同比增长 21.5%，瑞幸同比增长 17.3%	8
图 11：中国家庭户规模从 1982 年的 4.41 人/户下降至 2020 年的 2.62 人/户	9
图 12：西北及东北地区选择叫外卖的家庭占比均超五成	9
图 13：中餐品牌外卖快速增长，2025 年 1-6 月绿茶外卖销售额同比增长 53.5%	9
图 14：2025 年 5-6 月小菜园、绿茶坪效均实现同比正增长	10
图 15：2025 年 1-6 月小菜园、绿茶门店面积分别同比下降 3.7%和 14.5%	10
图 16：截至 2024 年中国共有中式餐饮门店 616 万家	10
图 17：截至 2025 年 6 月小菜园、绿茶各有门店 667 和 489 家（单位：家）	10
图 18：中国东方教育旗下学院就业率在 95%左右	11
图 19：7 月 19 日公司发布四款再生类针剂产品	13
图 20：四环医药管线储备丰富（截至 2025 年 5 月 15 日）	13
图 21：四环医药通过合理化产品组合可形成多种抗衰解决方案	14
图 22：四环医药通过产品组合实现多重效果	14
图 23：漾颜空间通过组合产品可实现分层抗衰	14

图 24: 美颜空间多产品组合使用可实现分时抗衰.....	14
图 25: 本周国内客运日均执行航班量同比 2024 年同期+2% (单位: 架次)	15
图 26: 本周国际客运日均执行航班量恢复至 2019 年同期 89% (单位: 架次)	15
图 27: 近一周内地/全球访港人数环比+12.7%/-1.8% (单位: 人次)	15
图 28: 近一周内地/全球访港人数较 2024 年日均+12.7%/+13.9% (单位: 人次)	16
图 29: 近一周内地/全球访港人数单日峰值环比-4%/-5.7% (单位: 人次)	16
图 30: 本周 (7.14-7.18) 社服板块跑输沪深 300 (%)	17
图 31: 2025 年初至今社服板块走势强于沪深 300 (%)	17
图 32: 本周 (7.14-7.18) 社会服务板块在一级行业排名第 13 (%)	17
图 33: 2025 年初至今社会服务板块在一级行业排名第 17 (%)	17
图 34: 本周 (7.14-7.18) 兰生股份、实朴检测、凯撒旅业领涨 (%)	18
图 35: 本周 (7.14-7.18) 锋尚文化、博瑞传播、勤上股份涨幅排名后三位 (%)	18
图 36: 本周 (7.14-7.18) 兰生股份、凯撒旅业、凯文教育净流入额较大 (万元)	18
图 37: 本周 (7.14-7.18) 博瑞传播、安车检测、首旅酒店净流出额较大 (万元)	19
图 38: 本周 (7.14-7.18) 消费者服务板块跑赢恒生指数 (%)	19
图 39: 2025 年初至今消费者服务板块走势弱于恒生指数 (%)	19
图 40: 本周 (7.14-7.18) 港股消费者服务板块在一级行业排名第 12 (%)	19
图 41: 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 42: 本周 (7.14-7.18) 粉笔、同道猎聘、东方甄选领涨 (%)	20
图 43: 本周 (7.14-7.18) 古茗、新濠国际发展、茶百道涨幅排名较后 (%)	20
表 1: 2025H1 景区公司业绩整体承压.....	4
表 2: 顺应职教需求, 公司新推一年以上两年以下课程广受欢迎.....	11
表 3: 小红书再生材料声量环比增长 67%.....	12
表 4: 盈利预测与估值.....	21

1、出行旅游：2025H1 景区公司业绩承压，祥源文旅业绩预喜

2025H1 景区公司业绩仍显著承压。景区上市公司披露 2025H1 业绩预告，客流高基数下受制于异常天气因素扰动、目的地客源竞争加剧、消费者购买力下滑，预计上半年传统自然景区客流及营收表现整体平淡。业务结构差异及新业务爬坡进度导致各公司利润端同比表现有所分化，旅游服务人工等刚性成本整体上行，长白山、大连圣亚、西域旅游等利润端面临短期压力，未来需关注暑期旺季需求释放、政策支持方向及降本举措。

自然景区个股的业绩将延续分化表现。具体来看，长白山因 2024 年冰雪季客流基数较高,2025H1 景区及景点关闭天数同比增加,实现营收2.35 亿元/同比减少 7.48%；同时成本端社保基数提高及业务拓展外包和临时用工增加，导致利润由盈转亏。此外，大连圣亚东北区域主题乐园客流下降，营业收入减少及确认投资损失导致业绩表现承压。

西域旅游 2025H1 预告归母净利润同比下降 66%，主要系“遇见喀什”“遇见赛湖”等旅游演艺项目正处于市场培育初期阶段影响。

桂林旅游收入端与 2024 年同期基本持平，通过优化产品结构、强化市场营销、加强应收款催收力度等系列举措，净利润实现扭亏为盈。

祥源文旅外延扩张助力业绩增长领先，2025H1 预计实现 9000-9700 万元，预告中枢同比增长 57%，主要系新增莽山五指峰景区、丹霞山景区及四川卧龙大熊猫基地驱动利润增长，同时取得政府补贴收入进一步增厚所致。

表1：2025H1 景区公司业绩整体承压

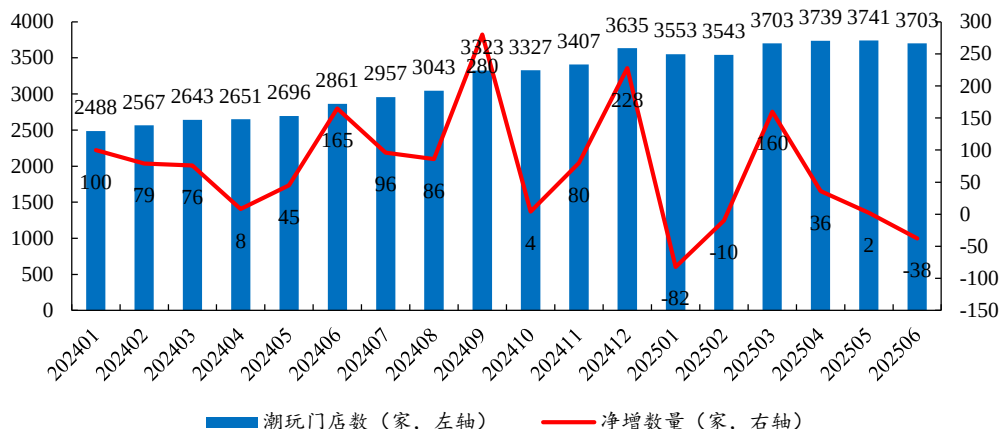
公司简称	归母净利润	中枢 YOY	扣非净利润	中枢 YOY
西域旅游	900~1100	-66%	850~1100	-66%
西藏旅游	200	178%扭亏	-900	-2%增亏
长白山	-258~-158	-110%转亏	-275~-175	-108%转亏
张家界	-3000~-3600	46%减亏	-3000~-3600	46%减亏
大连圣亚	-1908~-1272	-229%转亏	15~23	-98%转亏
桂林旅游	800	142%转盈	-1610	11%减亏
曲江文旅	-1300~-1690	92%减亏	-6900~-7290	62%减亏
祥源文旅	9000~9700	57%	7700~8400	40%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

2、潮玩：6月潮玩线下开店平稳，品牌店效表现分化

2025年6月国内潮玩门店开店平稳。根据久谦，截至2025年6月，国内线下潮玩类目门店数量达到3703家/净关38家，行业门店规模进入相对稳定期。

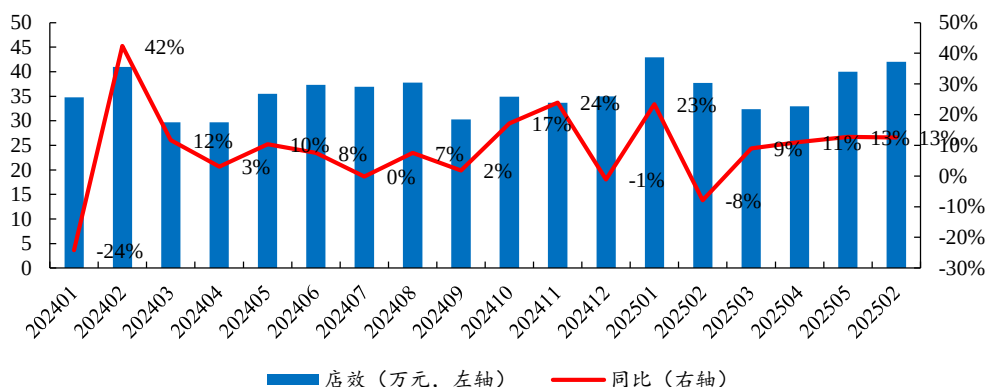
图1：6月潮玩线下门店数量3703家/净关38家



数据来源：久谦中台、开源证券研究所

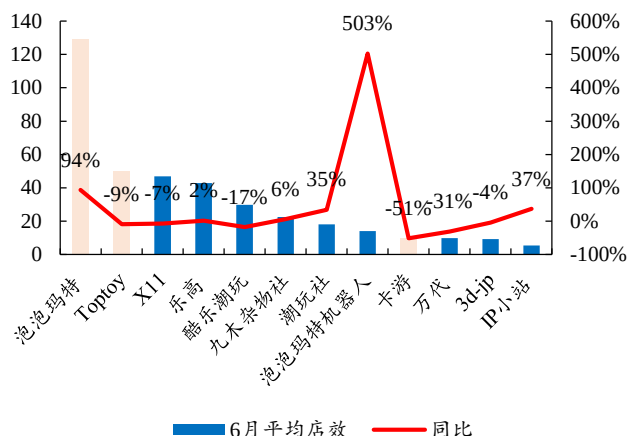
6月潮玩线下店效稳健增长，头部品牌表现突出。久谦样本数据显示，2025年6月国内潮玩门店线下店效整体同比增长13%。分品牌看，6月泡泡玛特/TOPTOY/卡游平均店效同比+94%/-9%/-51%，H1泡泡玛特/TOPTOY/卡游平均店效同比+60%/+0.4%/-39%。考虑到2024年同期谷子经济进入景气周期，品牌店效表现分化显著，泡泡玛特店效保持高增，其他品牌表现平平。

图2：6月潮玩线下门店平均店效同比+13%



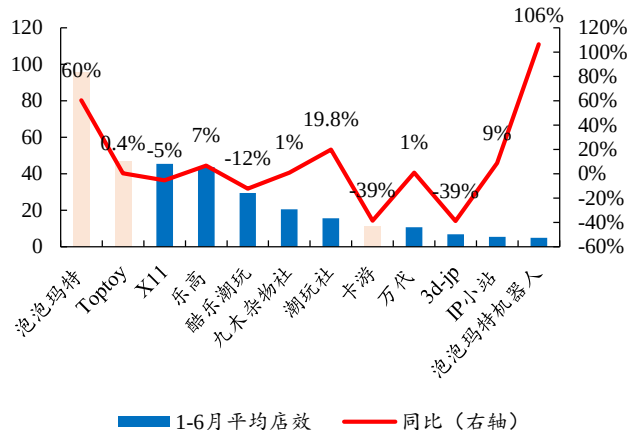
数据来源：久谦中台、开源证券研究所

图3：6月泡泡玛特/TOPTOY/卡游平均店效同比+94%/-9%/-51%



数据来源：久谦中台、开源证券研究所

图4：1-6月泡泡玛特/TOPTOY/卡游平均店效同比+60%/+0.4%/-39%



数据来源：久谦中台、开源证券研究所

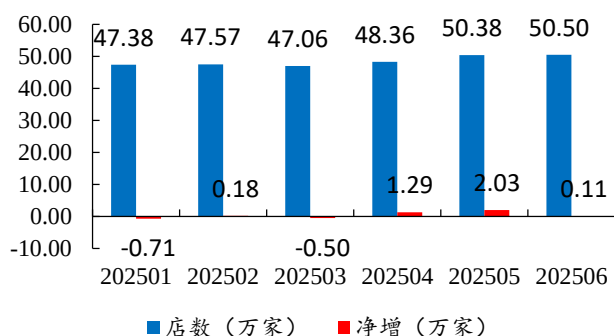
3、餐饮：茶咖6月延续高景气，中餐关注坪效提升&加速开店

3.1、茶咖：6月数据持续向好，头部品牌进入加速开店正循环

2025年6月茶饮、咖啡行业数据全面向好，店数和店效重回增长快车道。

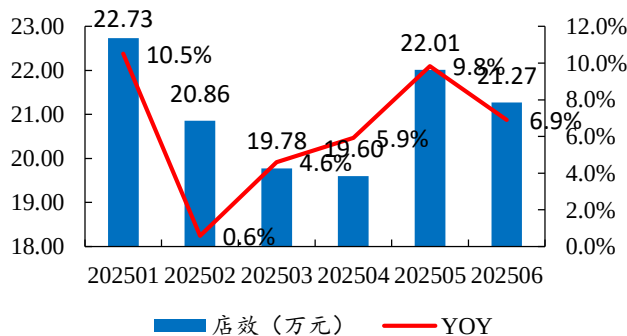
- (1) **茶饮**：根据久谦数据，截至2025年6月全国共有茶饮51.50万家门店，6月净增0.11万家。2025年6月茶饮行业平均月店效为21.27万元，同比增长6.9%（样本店数据）。
- (2) **咖啡**：根据久谦数据，截至2025年6月全国共有18.00万家咖啡门店，6月净增0.29万家。2025年6月咖啡行业平均月店效为49.66万元，同比增长4.4%（样本店数据）。

图5：截至2025年6月全国共有茶饮50.50万家门店，6月净增0.11万家



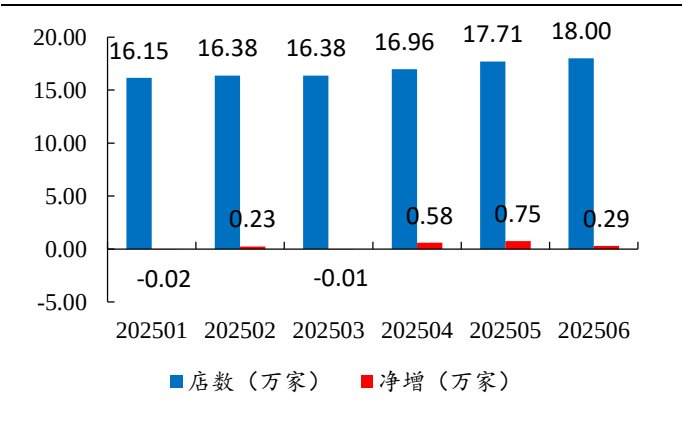
数据来源：久谦数据、开源证券研究所

图6：2025年6月茶饮行业平均月店效为21.27万元，同比增长6.9%



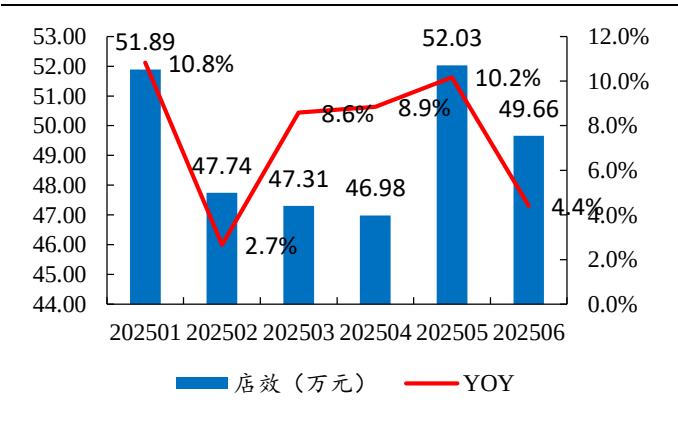
数据来源：久谦数据、开源证券研究所

图7：截至 2025 年 6 月全国共有 18.00 万家咖啡门店，6 月净增 0.29 万家



数据来源：久谦数据、开源证券研究所

图8：2025 年 6 月咖啡行业平均月店效为 49.66 万元，同比增长 4.4%



数据来源：久谦数据、开源证券研究所

头部品牌持续领跑，蜜雪、古茗和国产咖啡品牌加速开店。

- (1)

店数：

根据久谦数据，截至 2025 年 6 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 40062、11083、7571、8586、6760 家，头部咖啡品牌幸运咖、库迪、瑞幸分别拥有门店数量 4404、12158、25263 家。1-6 月蜜雪冰城净增门店 6443 家，古茗净增 1230 家，瑞幸净增 3134 家，幸运咖净增 1075 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：

受益于外卖大战升级，根据久谦数据，2025 年 6 月蜜雪冰城店效同比增长 11.3%，古茗同比增长 21.5%，库迪同比增长 40.4%，瑞幸同比增长 17.3%。

图9：2025 年 1-6 月蜜雪冰城净增门店 6443 家，古茗净增 1230 家，瑞幸净增 3134 家，幸运咖净增 1075 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	33619	5170	9853	7897	8494	4385	1806	6181	1010	1316	3329	9293	22129	6793	804
202501	33381	5209	9905	7589	8544	4377	1776	6403	1146	1527	3050	9842	21061	6829	805
202502	34667	5163	9844	7683	8468	4333	1748	6412	1150	1557	3315	9898	22157	6830	806
202503	35697	5012	9861	7498	8422	4296	1697	6423	1129	1605	3573	9722	23136	6914	806
202504	38358	5096	10207	7616	8531	4276	1668	6595	1297	1787	3848	10149	24081	6968	808
202505	38783	5271	10600	7680	8641	4264	1659	6706	1443	1912	4175	10883	24756	6993	813
202506	40062	5383	11083	7571	8586	4182	1616	6760	1513	2007	4404	12158	25263	7001	814

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	-238	39	52	-308	50	-8	-30	222	136	211	-279	549	-1068	36	1
202502	1286	-46	-61	94	-76	-44	-28	9	4	30	265	56	1096	1	1
202503	1030	-151	17	-185	-46	-37	-51	11	-21	48	258	-176	979	84	0
202504	2661	84	346	118	109	-20	-29	172	168	182	275	427	945	54	2
202505	425	175	393	64	110	-12	-9	111	146	125	327	734	675	25	5
202506	1279	112	483	-109	-55	-82	-43	54	70	95	229	1275	507	8	1
2025年1-6月	6443	213	1230	-326	92	-203	-190	579	503	691	1075	2865	3134	208	10

数据来源：久谦数据、开源证券研究所

图10：2025 年 6 月蜜雪冰城店效同比增长 11.3%，古茗同比增长 21.5%，瑞幸同比增长 17.3%

	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	14.88	5.43	20.97	16.95	16.45	34.33	39.35	44.90	22.13	16.25	8.84	12.56	24.39	38.85	46.38
202502	13.87	5.66	19.30	15.73	15.35	30.50	36.32	40.99	22.13	14.68	8.59	11.21	23.50	34.65	43.39
202503	12.43	4.38	17.24	14.61	13.92	31.18	35.37	38.54	22.01	12.89	8.08	12.28	24.28	34.80	44.27
202504	12.79	4.05	18.15	14.70	13.96	30.46	37.92	37.61	19.72	12.52	6.40	12.82	24.36	34.26	44.18
202505	15.60	6.03	21.89	16.14	16.09	32.07	45.28	42.03	23.68	14.43	7.85	15.59	26.23	37.76	47.26
202506	16.83	6.27	20.63	15.92	15.72	30.95	39.43	40.11	23.76	15.57	8.43	13.96	25.55	35.90	45.64
2025年1-6月	86.40	31.83	118.18	94.05	91.50	189.48	233.68	244.18	133.42	86.35	48.18	78.42	148.30	216.21	271.12

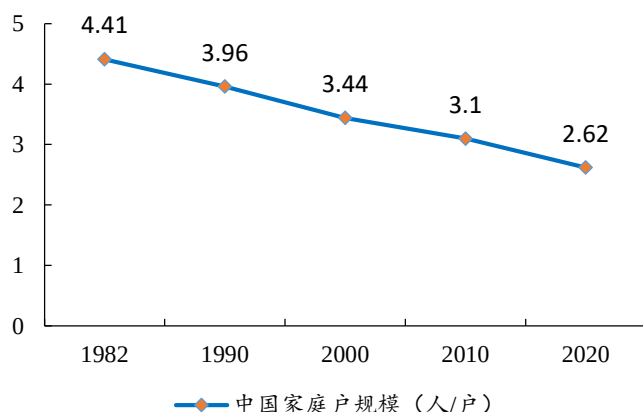
单个门店月均店效同比数据															
	茶饮										咖啡				
	蜜雪冰城	甜啦啦	古茗	茶百道	沪上阿姨	喜茶	奈雪的茶	霸王茶姬	茉莉奶白	爷爷不泡茶	幸运咖	库迪咖啡	瑞幸咖啡	星巴克	星巴克臻选
202401	-4.6%	-48.6%	0.5%	-6.7%	-14.4%	-23.1%	-17.2%	85.9%	-25.5%	-19.3%	-30.6%	87.3%	13.6%	-1.6%	2.9%
202402	37.1%	-2.5%	21.7%	11.4%	18.0%	-16.8%	-11.8%	56.7%	-44.3%	-10.1%	-9.1%	43.8%	12.0%	12.3%	5.4%
202403	28.9%	-46.1%	-4.7%	-4.6%	-5.6%	-26.3%	-14.8%	33.1%	-42.2%	-33.1%	-17.7%	23.5%	7.0%	1.3%	-5.6%
202404	6.9%	-54.9%	-18.7%	-13.8%	-14.6%	-32.7%	-17.2%	22.5%	24.9%	-22.3%	-11.1%	5.5%	-0.9%	0.4%	-9.2%
202405	-1.8%	-46.4%	-7.0%	-6.6%	5.0%	-36.2%	-24.2%	35.2%	-22.1%	-19.3%	-5.2%	8.5%	0.8%	0.6%	-7.5%
202406	-0.5%	-48.5%	-6.2%	-5.0%	-3.3%	-34.6%	-19.8%	13.9%	-25.4%	21.9%	17.0%	3.4%	-2.6%	0.3%	-9.8%
202407	-3.1%	-60.2%	-6.2%	-9.3%	-5.3%	-32.0%	-21.0%	16.0%	-27.9%	23.1%	29.3%	9.2%	-3.2%	-0.3%	-13.6%
202408	-1.5%	-27.2%	-7.0%	-7.7%	-6.2%	-30.4%	-9.5%	2.6%	-29.3%	21.5%	26.4%	3.8%	-1.9%	-5.3%	-15.5%
202409	-3.1%	-19.0%	-4.3%	-4.5%	5.7%	-24.6%	-13.8%	-3.9%	-6.6%	34.4%	27.0%	8.9%	-12.6%	-7.0%	-19.5%
202410	2.0%	-31.2%	-8.9%	-3.6%	4.9%	-24.4%	-9.4%	-16.3%	-27.0%	13.7%	21.8%	18.2%	-7.1%	-2.5%	-15.8%
202411	10.1%	-27.9%	-2.8%	-2.4%	3.3%	-20.5%	-9.1%	-18.7%	-22.8%	17.0%	35.3%	20.0%	-4.7%	-1.0%	-12.4%
202412	6.7%	-37.9%	-2.7%	-3.5%	12.5%	-23.1%	-3.1%	-16.2%	-23.6%	9.9%	3.5%	24.1%	0.1%	-0.5%	-14.2%
202501	22.3%	-23.0%	12.7%	10.0%	20.1%	-14.0%	3.3%	-9.6%	-9.4%	18.4%	25.5%	37.5%	11.0%	8.3%	-11.3%
202502	-1.4%	-41.2%	4.5%	0.1%	5.8%	-20.1%	-0.4%	-20.2%	3.3%	1.9%	15.7%	23.1%	15.5%	-4.9%	-13.1%
202503	-4.2%	-34.0%	21.3%	12.2%	17.5%	-14.0%	6.1%	-17.8%	-8.3%	1.6%	13.2%	38.3%	23.1%	2.5%	-3.6%
202504	0.8%	-39.8%	37.8%	18.2%	20.5%	-8.5%	14.9%	-16.5%	-10.4%	-1.8%	-19.4%	51.5%	22.0%	2.8%	-1.9%
202505	26.5%	7.2%	35.0%	15.8%	20.1%	-7.4%	20.9%	-13.4%	0.1%	2.8%	-2.9%	55.0%	19.4%	3.0%	-2.8%
202506	25.8%	4.9%	24.6%	7.6%	19.4%	-5.6%	14.5%	-14.6%	4.8%	17.1%	-4.8%	36.6%	14.0%	-4.4%	-2.4%
2025年1-6月	11.3%	-23.6%	21.5%	10.2%	17.0%	-11.9%	9.8%	-15.3%	-3.5%	6.7%	3.7%	40.4%	17.3%	1.1%	-6.0%

数据来源：久谦数据、开源证券研究所（店效数据来自样本门店，与公司口径不一致）

3.2、中餐：人口结构变迁外卖补充家庭用餐，关注中餐坪效提升&加速开店

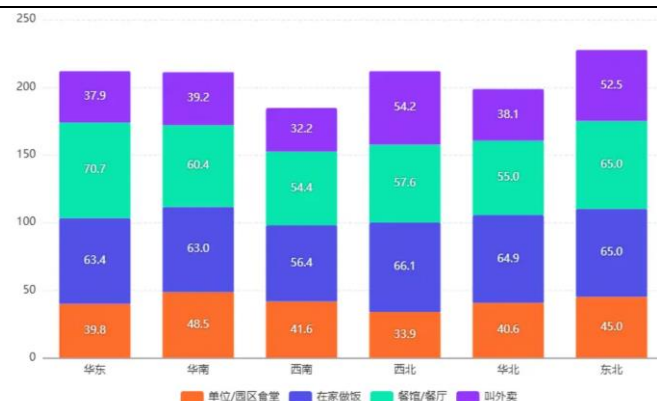
中国家庭户均人数下降导致居家做饭频率减少，外卖形成有效补充，家常菜因“家的味道”更受欢迎。根据人口普查数据，中国家庭户规模从 1982 年的 4.41 人/户下降至 2020 年的 2.62 人/户。户均人数减少降低居家做饭“规模效应”，1-2 人做饭的时间成本高于外出或外卖，导致做饭频率下降。外出就食与外卖顺势填补需求，街边餐馆承接简餐，外卖解决“不想做饭又需居家用餐”问题。根据艾媒咨询数据，在西北及东北地区，选择叫外卖的家庭占比均超五成，接近居家做饭和外出就餐的占比。家常菜以朴素食材、熟悉调味，契合消费者对“家的味道”的情感需求，缓解情感疏离，在众多品类中更受青睐。

图11：中国家庭户规模从 1982 年的 4.41 人/户下降至 2020 年的 2.62 人/户



数据来源：Wind、开源证券研究所

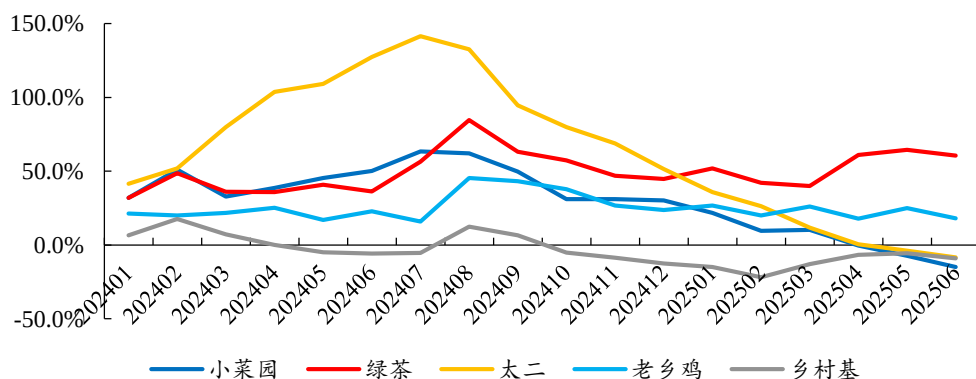
图12：西北及东北地区选择叫外卖的家庭占比均超五成



资料来源：艾媒咨询

中餐品牌外卖销售额快速增长，设计一人食品质套餐对门店形成有效补充。根据久谦数据,2025 年 1-6 月绿茶外卖销售额同比增长 53.5%,老乡鸡同比增长 22.2%。餐饮品牌设计外卖菜单，既能契合小家庭用餐需求，又能拓宽消费场景。通常选取门店招牌菜做成小份版，搭配汤品或主食，兼顾营养与分量。定价需低于单人堂食总价，突出性价比，同时通过精致包装强化“品质感”。它能承接单人简餐、加班加餐等场景，与门店多人聚餐形成互补，还可通过“到店自提优惠”引导外卖用户转化为门店客流，实现线上线下协同增长。

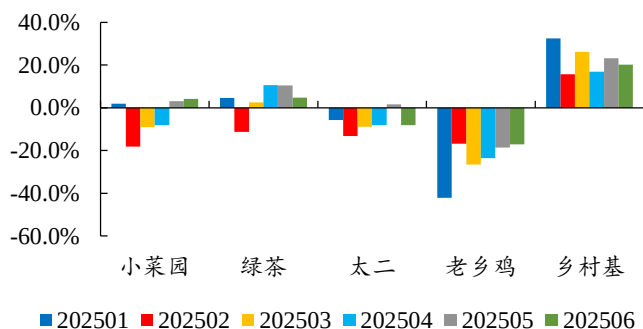
图13：中餐品牌外卖快速增长，2025 年 1-6 月绿茶外卖销售额同比增长 53.5%



数据来源：久谦数据、开源证券研究所

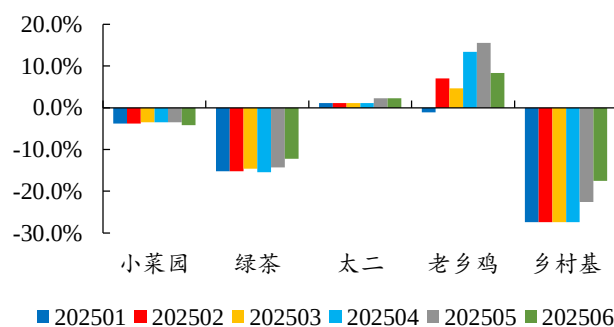
从追求店效提升到坪效突围，中餐品牌迈入高效率、高质量增长时代。根据久谦数据，2025 年 6 月小菜园、绿茶的单店店效分别同比下降 0.1%和 8.2%，但由于门店面积压缩（厨房中心化 + 精简堂食区）和外卖占比增加，两家的坪效均实现正增长。2025 年 6 月小菜园、绿茶的单店店效坪效分别同比增长 4.1%和 4.7%。从门店计租面积来看，2025 年 1-6 月小菜园、绿茶门店面积分别同比下降 3.7%和 14.5%。

图14：2025 年 5-6 月小菜园、绿茶坪效均实现同比正增长



数据来源：久谦数据、开源证券研究所

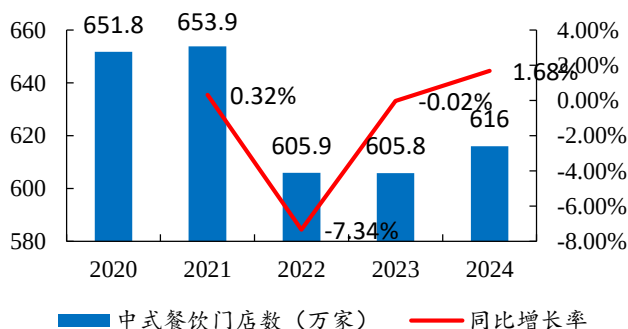
图15：2025 年 1-6 月小菜园、绿茶门店面积分别同比下降 3.7%和 14.5%



数据来源：久谦数据、开源证券研究所

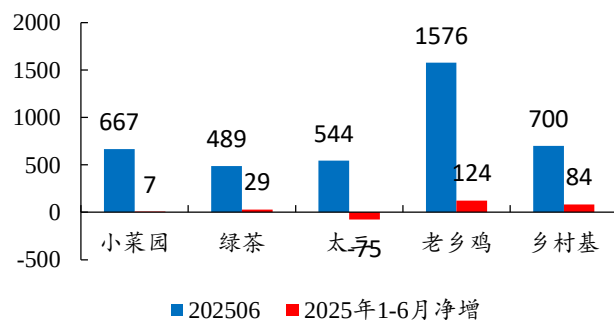
2025 年下半年和 2026 年小菜园和绿茶计划加速开店。截至 2024 年，中国中式餐饮门店总量已达 616 万家，中式餐饮市场具备广阔容量与深厚消费基础。而截至 2025 年 6 月，小菜园的门店数为 667 家，绿茶则为 489 家。全国众多城市的不同商圈、社区等餐饮需求场景中，仍有大量空白区域未被这两个品牌覆盖。小菜园 2025 年下半年计划新开 100 家店，2026 年计划开 200 家。绿茶 2025 年计划境内外共开 150 家店，其中海外预计 10-15 家，2026 年计划开 200 家。

图16：截至 2024 年中国共有中式餐饮门店 616 万家



数据来源：雀巢餐饮《2025 中国中式餐饮白皮书》、开源证券研究所

图17：截至 2025 年 6 月小菜园、绿茶各有门店 667 和 489 家（单位：家）



数据来源：久谦数据、开源证券研究所

4、教育：国家开展大规模职业技能提升培训，中国东方教育就业率持续领先

六大领域+三类群体+3000 万人次，国家部署开展大规模职业技能提升培训行动。从 2025 年到 2027 年底，国家将围绕增加制造业、服务业紧缺技能人才供给，以深入实施“技能照亮前程”培训行动为牵引，广泛开展职业技能提升培训。其中，聚焦高精尖产业与急需行业、就业重点群体等开展补贴性培训 3000 万人次以上，促进劳动者技能就业、技能增收、技能乐业。各地将聚焦先进制造、数字经济、低空经

济、交通运输、农业农村、生活服务等领域，大力开展分行业领域职业技能提升培训。围绕企业职工、高校毕业生、农民工等重点群体，持续加强职业技能提升培训。此次培训，将激发企业主体作用，发挥职业院校（含技工院校）、民办培训机构、公共实训基地等各类培训载体作用，推行“岗位需求+技能培训+技能评价+就业服务”的项目化培训模式，规范培训内容并加强质量评估。

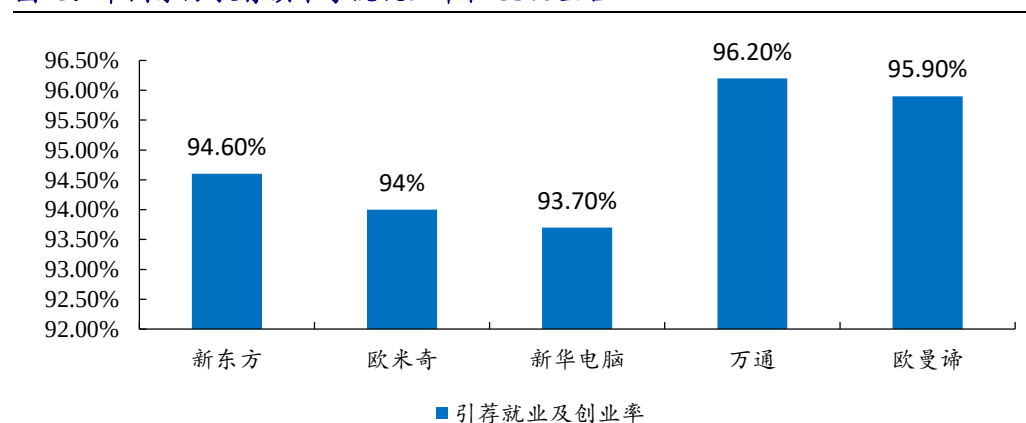
职教向新而变，中国东方教育优化专业设置，就业率持续领先。顺应职教需求，公司新推一年以上两年以下课程广受欢迎，2024 年该项目新生人次为 14255 人，同比增长 70%。截至 2024 年，公司万通汽车、欧曼谛学院就业率在 95%以上，其余在 90%以上。公司的产教融合历经三次升级，通过“定向招生 + 企业定制课程 + 顶岗实习 + 就业推荐”闭环，与兰湘子、比亚迪等名企合作，确保人才培养精准对接市场。专业迭代迅速，每年超 30% 专业更新，紧跟新能源、人工智能等新兴赛道。根据其股东大会介绍，新赛道拓展方面，家政行业已在南京进行孵化，还在研究宠物经济、养老经济。在美业板块，将美业和大健康深度融合，孵化有关大健康的相关专业。公司孵化新专业的标准是人工智能和机器人替代率非常低。

表2：顺应职教需求，公司新推一年以上两年以下课程广受欢迎

一年以上两年以下新生人数（单位：人次）			
	2024 年	2023 年	同比增长
烹饪技术	5015	2234	124%
信息技术	2812	1949	44%
汽车服务	3152	2251	40%
时尚美业	2022	630	221%
集团	14255	8378	70%

数据来源：中国东方教育公司公告、开源证券研究所

图18：中国东方教育旗下学院就业率在 95%左右



数据来源：中国东方教育公司公告、开源证券研究所

5、美丽：四环医药再生新品正式开启销售，多产品矩阵+强销售能力迈向平台型医美公司

再生类产品成为医美最具活力增长引擎。据 Frost & Sullivan 数据，2024 年全球再生医美市场规模已突破 30 亿美元，预计未来五年将以 CAGR 达 25% 的态势持续扩张。中国市场再生类产品年增速高达 35% 以上，成为医美领域最具活力的增长引擎。据小红书，随着消费者对自然抗衰效果，胶原再生能力需求增加，PDLLA 多孔微球声量环比增长 67%。

表3：小红书再生材料声量环比增长 67%

情感类型	占比	核心特征
积极评价	52%	聚焦自然抗衰效果、长效性及胶原再生能力，用户盛赞“无填充物感”和渐进式改善，骨相支撑材料（如 PDLLA 多孔微球）声量环比增长 67%
中性讨论	25%	以产品对比、医生资质查询和价格咨询为主，决策理性化趋势显著，用户平均浏览 203 篇笔记后下单
负面反馈	23%	集中于见效滞后、价格虚高及操作风险，其中结节问题和高溢价投诉占比最高，无证产品相关声量同比下降 52%

资料来源：《漾颜空间再生新品发布会》、开源证券研究所（基于小红书 2025 年 1-6 月的数据）

2025 年 4 月 2 日，公司公告旗下自主研发的注射用聚己内酯微球面部填充剂“少女针”正式获中国国家药监局 III 类医疗器械注册证，4 月 27 日公司公告旗下自研聚乳酸面部填充剂“童颜针”产品获中国国家药监局 III 类医疗器械注册证。

7 月 19 日，四环医药在北京举办再生新品发布会，正式推出四款再生类新品，分别为童颜针“斯弗妍” PLLA（聚左旋乳酸）、150mg，75mg 双规格的“回颜臻” PLLA，以及少女针“倾研” PCL（聚己内酯微球）。

童颜针技术亮点：（1）采用独特膜乳化工艺和特制精细筛分制备，微球粒径控制更均一，使产品降解速率更稳定；（2）利用了独有的 SDS 投料工艺，保证在投料阶段微球不黏连、不团聚，能够快速、均匀分散，冻干后产品复溶操作简单，可实现 1min 内快速复溶，微球分散均匀。

童颜针又分为“斯弗妍”、“回颜臻”两款，被订制成两种不同大小的粒径，以更好地适配不同场景、匹配不同需求。“斯弗妍”粒径更大，可进行更深层的注射、刺激深层胶原再生；“回颜臻”粒径更加细腻，也决定了它在皮肤真皮应用的定制基因，打水光复溶性更优，稀释后分布更均匀。

少女针“倾研”（注射用聚己内酯微球面部填充剂）：倾研主要成分包括聚己内酯微球(PCL)、羧甲基纤维素钠凝胶(CMC-Na 凝胶)。PCL 微球粒径相较于市面上其他产品也更均一，引导胶原再生反应更加有序；PCL 微球间的立体间距合适，高分散度的 PCL 微球与组织有序接触，避免局部的过度刺激；同时它也更接近人体渗透压，减少注射的疼痛感，有效避免注射后的肿胀；产品的支撑力优、黏弹性高，推注流畅的同时不易移位。

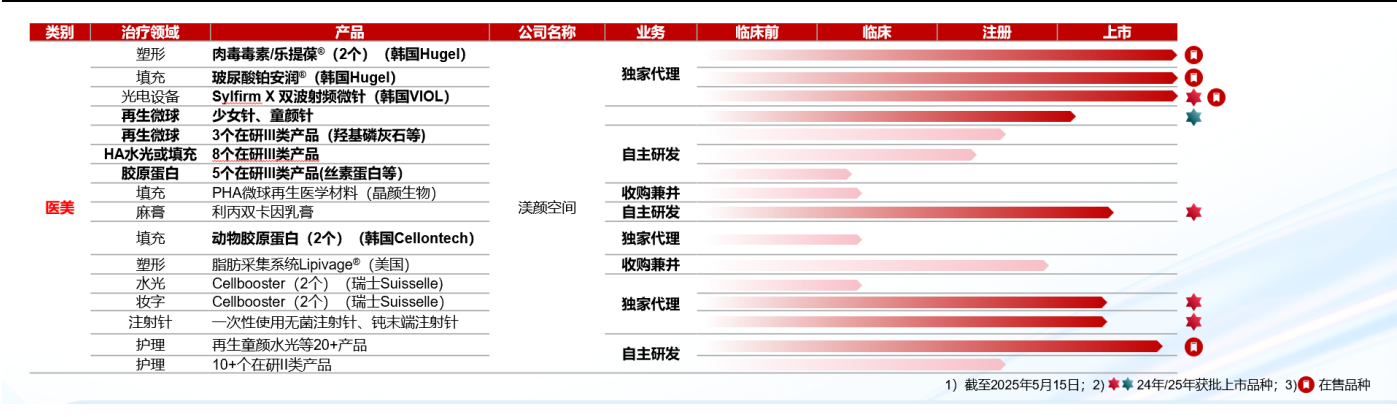
图19：7月19日公司发布四款再生类针剂产品



资料来源：汉颜空间公众号

公司管线储备丰富，药企研发基因赋能管线迭代构筑长期壁垒。四环医药已通过自研+BD 模式构建 60+产品管线覆盖轻医美全部基础类别，童颜针和少女针获批补齐再生品类布局。2024-2025H1 医美分部共 9 款产品获批（1 款麻膏类、2 款艾芙美进口独家代理妆字号产品、4 款光电+注射类的 III 类医疗器械，包括双波射频 Sylfirm X、两款再生类面部填充剂）。自研储备中在 III 类管线上新增羟基磷灰石、丝素蛋白和重组人胶原等新品，除已获批的 2 款再生产品外，还有 3 个再生微球类和 8 个 HA 水光或填充类产品在注册阶段，司美格鲁肽注射液减重适应症已获批新药临床实验（已于 2025Q1 完成 III 期临床入组），预计未来将持续丰富医美生态。旗下医美平台汉颜空间目前覆盖了超过 6200 家医疗机构，战略合作 70 家医美连锁集团，与 140+家医美机构签署年度合作协议，头部 500 医美机构 100%覆盖率，其中重点核心医美机构覆盖数量达 1180+家。多产品矩阵+优质销售渠道覆盖构建平台化医美体系。

图20：四环医药管线储备丰富（截至 2025 年 5 月 15 日）



资料来源：《四环医药投资者交流推介材料》

丰富产品矩阵为产品组合提供分层、分时抗衰方面提供丰富解决方案。如：(1) 斯弗妍与回颜臻联用：大小粒径组合，实现无创自然、多模态空间分子治疗、时间梯度再生，平衡温和效果弱与激进炎症反应强的问题。(2) 射频微针与 PLA 联合应用：射频微针修复受损基底膜带（真皮和表皮间粘合剂及物质交换桥梁），PLLA 激活胶原再生，二者联合在黄褐斑治疗等方面效果更好，可改善皮肤弹韧性和肤质。(3) PCL 与 PLLA 联合应用：PCL 柔韧性好、代谢慢、对胶原刺激作用慢，PLA 刚性初

性、代谢相对快，二者联用实现胶原持续再生，针对不同部位和需求协同作用。(4) 乐提葆与铂安润联用：乐提葆松弛肌肉，精准抑制面部肌肉收缩减少下拉力，铂安润采用高交联单上胶技术，弹性模量和内聚力适宜，模拟组织趋势，二者通过物理、生物材料力学跨维度协同，减少玻尿酸机械挤压，延长其停留时间，使填充剂分布更稳定，塑形持久提升 30% 以上，实现一加一大于二的效果。

图21：四环医药通过合理化产品组合可形成多种抗衰解决方案



资料来源：《漾颜空间再生新品发布会》

图22：四环医药通过产品组合实现多重效果

项目组合	黑曜双波+回颜臻	铂安润+乐提葆	倾研+斯弗妍
作用机制	基底膜带修复+胶原再生	肌肉松弛+结构支撑	时阶抗衰+立体恒提
FACE 14*改善目标	2* 皱纹, 3* 肤龄	3* 皱纹, 4* 紧致	3* 弹性, 4* 紧致, 1* 皱纹
效果预测	紧致度 (鱼尾纹U值达0.8)	下颌线清晰度提升37%	鼻唇沟 个1*

资料来源：《漾颜空间再生新品发布会》

图23：漾颜空间通过组合产品可实现分层抗衰

皮肤层次	表皮层	基底膜带	真皮层	脂肪层	筋膜层	骨膜
光电类		黑曜双波	黑曜双波			
营养类	Apriline动能素					
占位植入型	黑曜双波		铂安润	铂安润	铂安润	铂安润
占位刺激型			回颜臻/乐提葆	回颜臻	乐提葆/斯弗妍	倾研/斯弗妍

资料来源：《漾颜空间再生新品发布会》

图24：漾颜空间多产品组合使用可实现分时抗衰



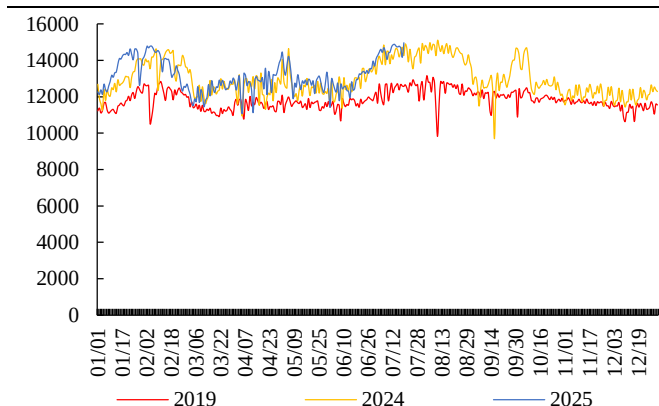
资料来源：《漾颜空间再生新品发布会》

6、出行数据跟踪

6.1、航空：国内航班/国际航班环比攀升

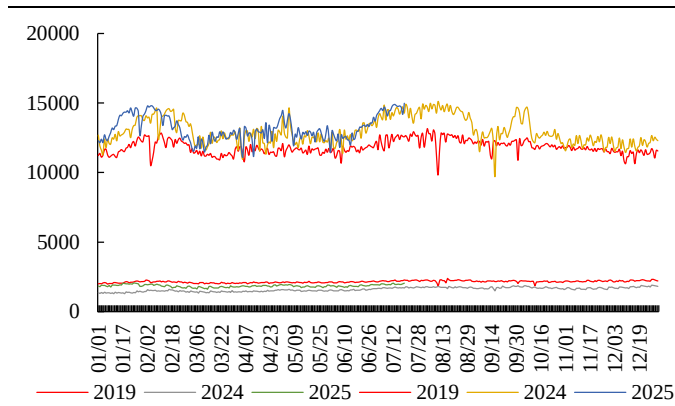
根据航班管家，本周（7.13-7.19）全国日均客运执行航班量 17077 架次，较 2024 年同期+3%，环比+1.2%。其中，本周国内客运日均执行航班量 14722 架次，较 2024 年同期+2%，环比+1.3%，7 月国内航班同比+2%；本周国际客运日均执行航班量 1973 次，环比+0.4%，恢复至 2019 年同期 89%，7 月国际航班恢复至 2019 年同期 89%。

图25：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26：本周国际客运日均执行航班量恢复至 2019 年同期 89%（单位：架次）

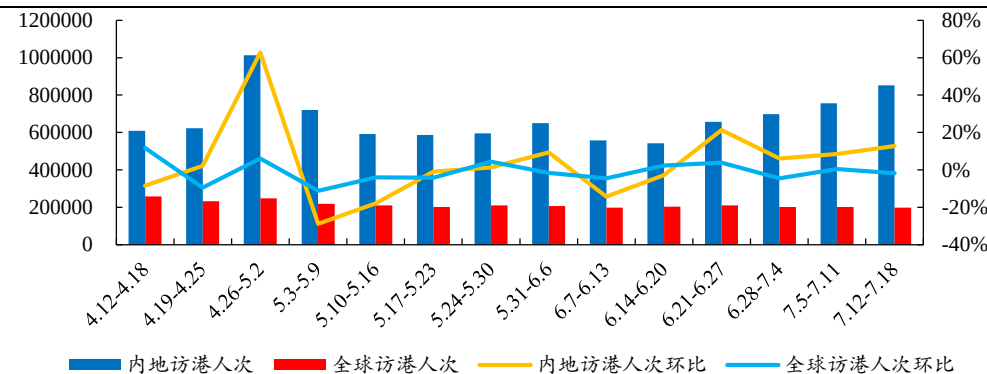


数据来源：航班管家、开源证券研究所

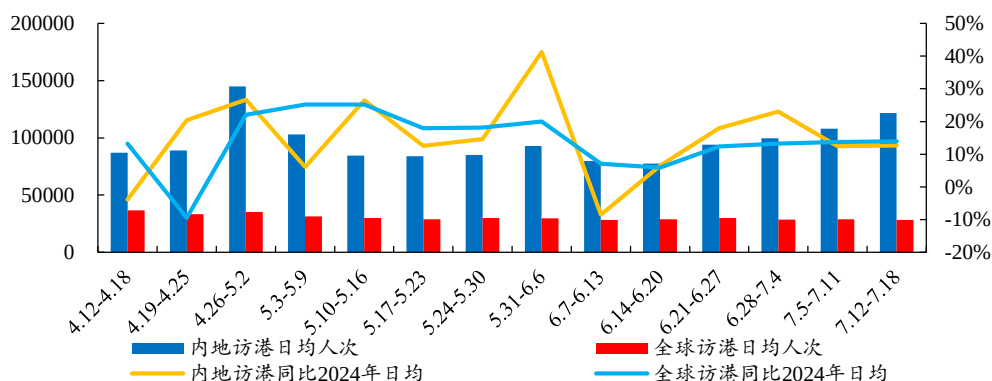
6.2、访港数据追踪：内地访港环比攀升，全球访港环比下降

本周（7.12-7.18）内地访客总入境人次达 85.28 万人，环比+12.7%；全球访客总入境人次（除内地外）19.81 万人，环比-1.8%。内地访客日均人数较 2024 年日均+12.7%，全球访客日均人数（除内地外）较 2024 年日均+13.9%。内地访港整周单日峰值 13.9 万人次，全球访客整周单日峰值（除内地外）达 3.1 万人次。

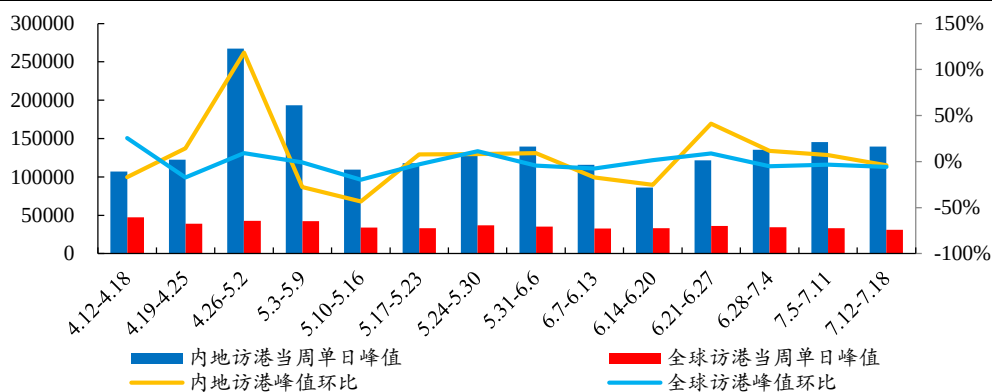
图27：近一周内地/全球访港人数环比+12.7%/-1.8%（单位：人次）



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28：近一周内地/全球访港人数较 2024 年日均+12.7%/+13.9%（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29：近一周内地/全球访港人数单日峰值环比-4%/-5.7%（单位：人次）


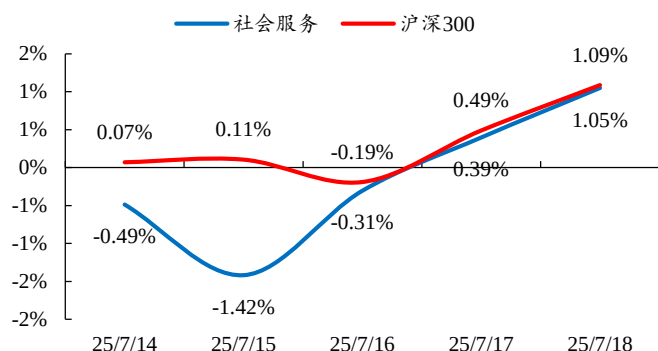
数据来源：中国香港特别行政区政府入境事务处、开源证券研究所

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赢大盘

7.1、A 股行业跟踪：本周社服板块上行

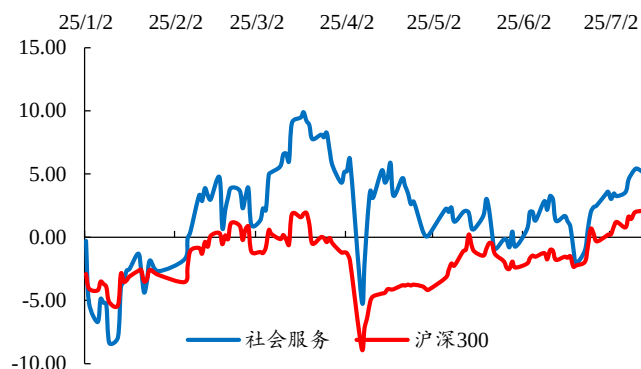
本周（7.14-7.18）社会服务指数+1.05%，跑输沪深 300 指数 0.04pct，在 31 个一级行业中排名第 13；2025 年初至今社会服务行业指数+6.54%，强于沪深 300 指数的 +3.14%，在 31 个一级行业中排名第 17。

图30：本周（7.14-7.18）社服板块跑输沪深300（%）



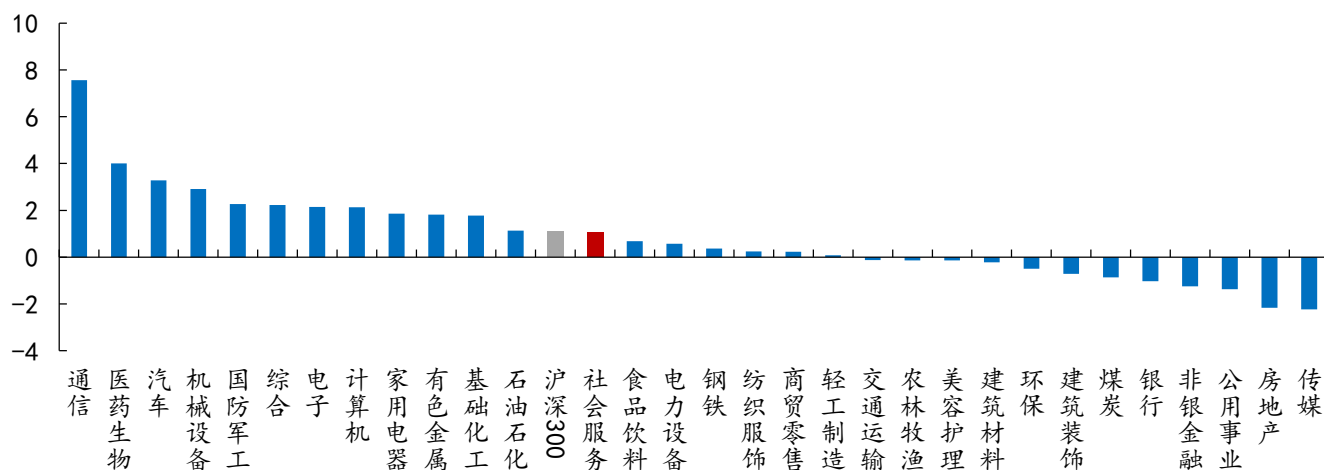
数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：2025年初至今社服板块走势强于沪深300（%）



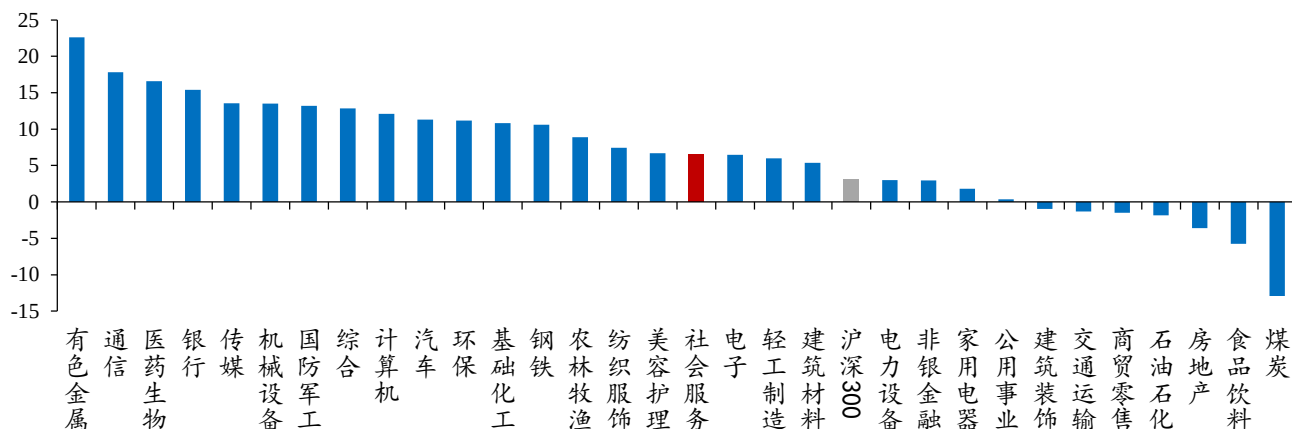
数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：本周（7.14-7.18）社会服务板块在一级行业排名第13（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图33：2025年初至今社会服务板块在一级行业排名第17（%）

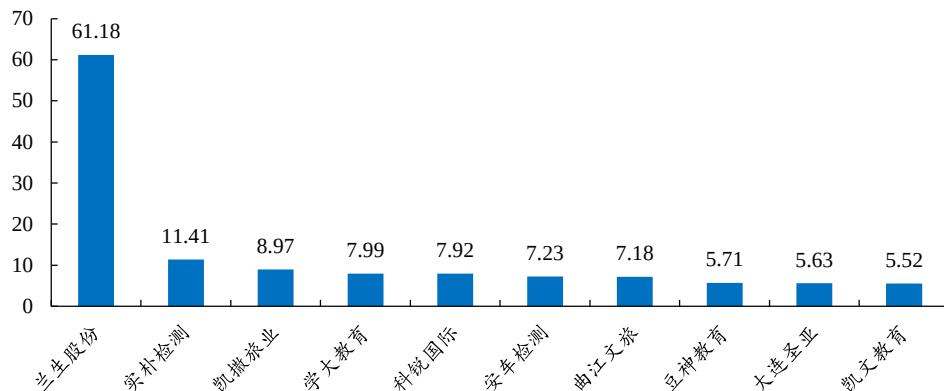


数据来源：Wind、开源证券研究所

7.2、A股社服标的表现：本周（7.14-7.18）旅游、教育类上涨排名靠前

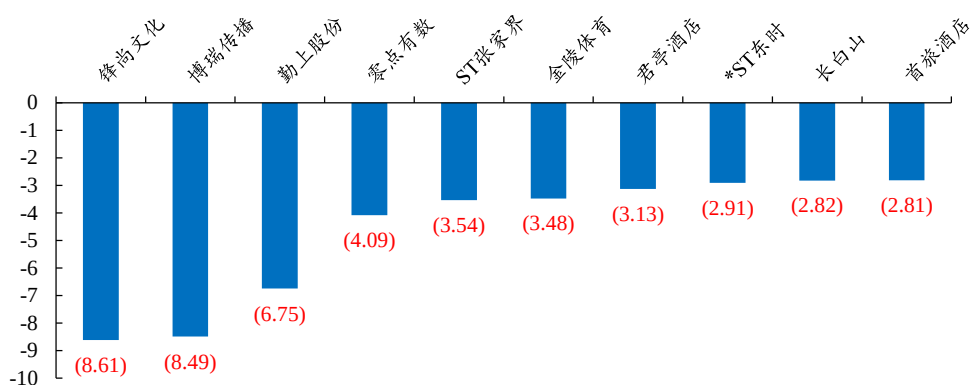
本周（7.14-7.18）A股涨幅前十名以旅游、教育类为主，涨幅前三名分别为兰生股份、实朴检测、凯撒旅业，涨幅后三名分别为锋尚文化、博瑞传播、勤上股份。净流入额前三名分别为兰生股份、凯撒旅业、凯文教育，净流入额后三名为博瑞传播、安车检测、首旅酒店。

图34：本周（7.14-7.18）兰生股份、实朴检测、凯撒旅业领涨（%）



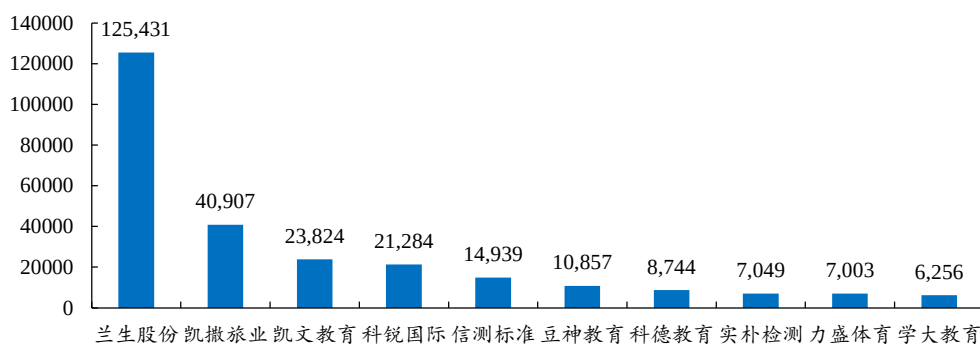
数据来源：Wind、开源证券研究所

图35：本周（7.14-7.18）锋尚文化、博瑞传播、勤上股份涨幅排名后三位（%）

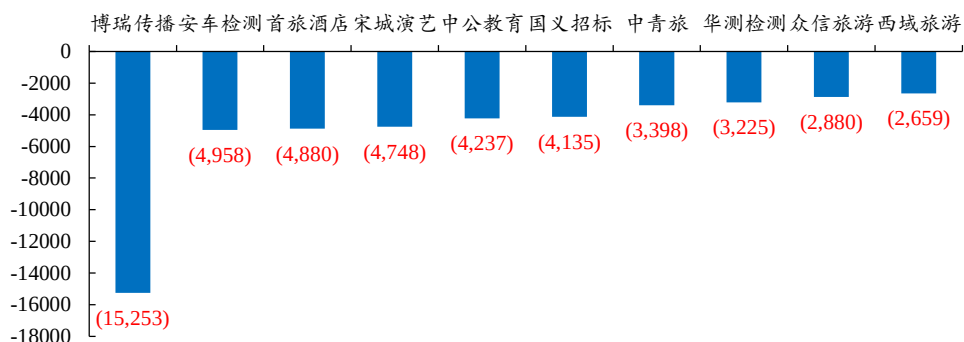


数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：本周（7.14-7.18）兰生股份、凯撒旅业、凯文教育净流入额较大（万元）



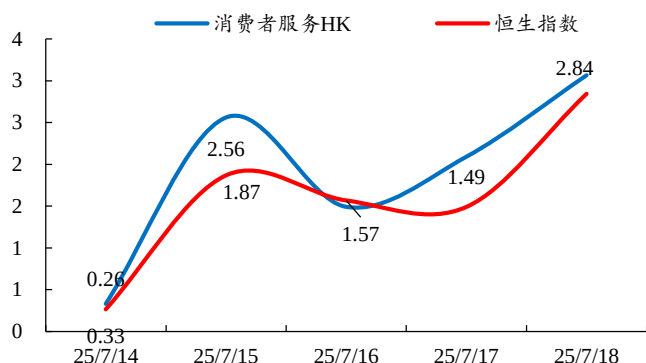
数据来源：Wind、开源证券研究所

图37：本周（7.14-7.18）博瑞传播、安车检测、首旅酒店净流出额较大（万元）


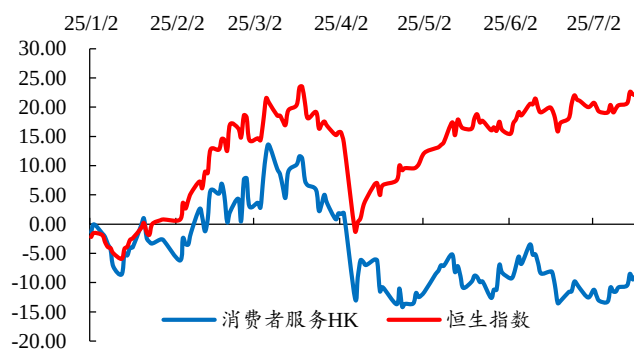
数据来源：Wind、开源证券研究所

7.3、港股行业跟踪：本周消费者服务板块整体上行

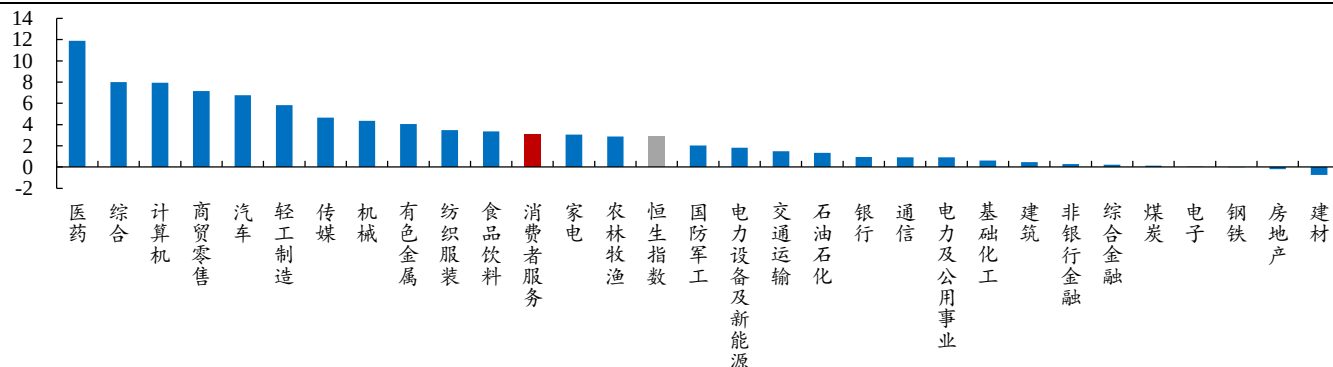
本周（7.14-7.18）港股消费者服务指数+3.06%，跑赢恒生指数 0.22pct，在 30 个一级行业中排名第 12；2025 年初至今消费者服务行业指数-8.05%，弱于恒生指数的 +23.76%，在 30 个一级行业中排名第 30。

图38：本周（7.14-7.18）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

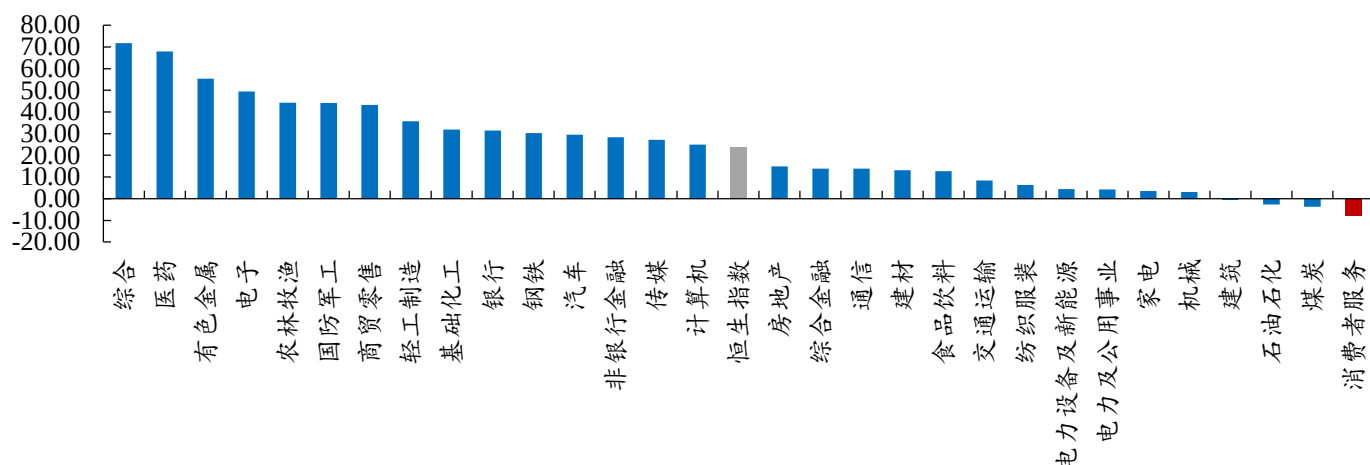
图39：2025 年初至今消费者服务板块走势弱于恒生指数（%）


数据来源：Wind、开源证券研究所

图40：本周（7.14-7.18）港股消费者服务板块在一级行业排名第 12（%）


数据来源：Wind、开源证券研究所

图41：2025 初至今港股消费者服务板块在一级行业排名第 30（%）

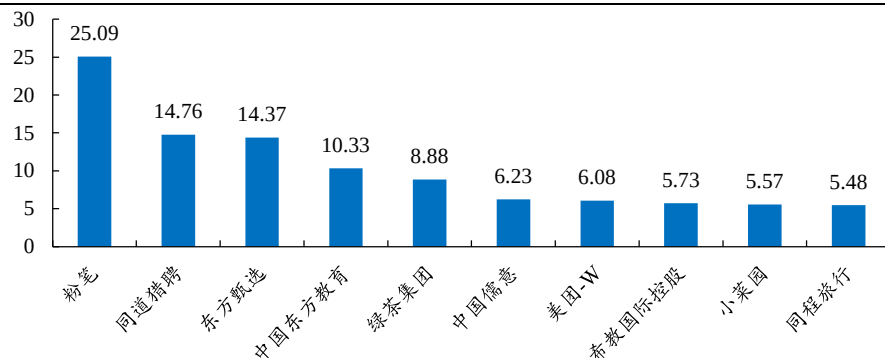


数据来源：Wind、开源证券研究所

7.4、港股消费者服务标的表现：本周（7.14-7.18）教育、餐饮类上涨排名靠前

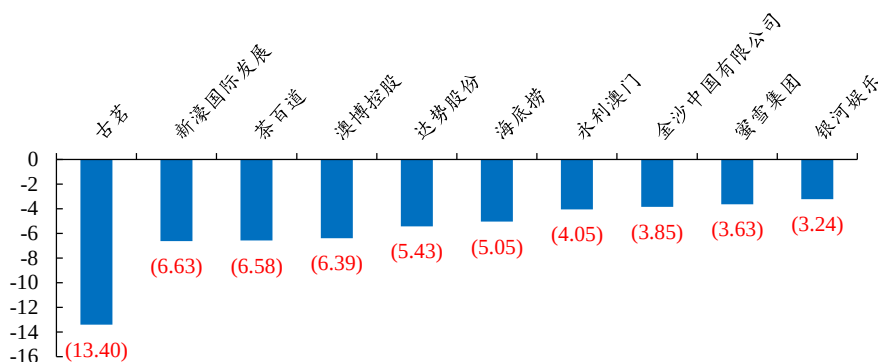
本周（7.14-7.18）港股教育、餐饮类涨幅靠前，涨幅前三名分别为粉笔、同道猎聘、东方甄选，涨幅后三名分别为古茗、新濠国际发展、茶百道。

图42：本周（7.14-7.18）粉笔、同道猎聘、东方甄选领涨（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图43：本周（7.14-7.18）古茗、新濠国际发展、茶百道涨幅排名较后（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

表4：盈利预测与估值

代码	公司名称	2025/7/18	EPS			PE			评级
		收盘价	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
1318.HK	毛戈平	98.30	2.40	3.10	4.00	40.96	31.71	24.58	买入
2367.HK	巨子生物	57.00	2.5	3.1	3.7	22.73	18.54	15.40	买入
2145.HK	上美股份	82.60	2.53	3.16	3.85	32.69	26.14	21.46	买入
2097.HK	蜜雪集团	514.50	13.89	16.14	18.77	37.04	31.87	27.41	未评级
1364.HK	古茗	28.35	0.80	0.96	1.14	35.31	29.62	24.77	未评级
0325.HK	布鲁可	139.50	3.92	5.78	8.07	35.58	24.15	17.29	买入
300896.SZ	爱美客	174.11	7.31	8.25	9.09	23.82	21.11	19.14	买入
832982.BJ	锦波生物	363.88	8.29	10.47	12.71	43.89	34.75	28.63	买入
601888.SH	中国中免	62.25	2.31	2.62	2.97	26.98	23.72	20.98	未评级
0780.HK	同程旅行	21.00	1.14	1.36	1.60	18.45	15.41	11.97	未评级
603099.SH	长白山	38.60	0.70	0.82	0.99	54.83	46.92	38.89	买入
300795.SZ	米奥会展	15.63	1.15	1.44	1.74	13.64	10.86	8.99	买入
001308.SZ	康冠科技	22.73	1.56	1.95	2.35	14.59	11.68	9.65	买入
300856.SZ	科思股份	15.37	1.21	1.55	1.88	12.75	9.94	8.20	买入
603277.SH	银都股份	16.09	1.43	1.59	1.71	11.21	10.14	9.40	买入
688363.SH	华熙生物	51.41	0.91	1.21	1.54	56.45	42.65	33.39	买入
300740.SZ	水羊股份	16.20	0.68	0.82	1.02	23.94	19.79	15.82	买入
300192.SZ	科德教育	14.73	0.50	0.56	0.62	29.28	26.32	23.72	买入
000526.SZ	学大教育	48.06	2.07	2.62	3.15	23.26	18.38	15.24	未评级
603081.SH	大丰实业	12.04	0.29	0.44	0.59	42.10	27.62	20.44	买入
300662.SZ	科锐国际	29.30	1.42	1.72	2.07	20.68	17.05	14.14	未评级
600861.SH	北京人力	20.23	1.85	1.82	2.03	10.92	11.10	9.99	未评级
600662.SH	外服控股	5.59	0.30	0.32	0.33	18.74	17.27	16.81	未评级
603059.SH	倍加洁	26.32	1.47	1.91		17.85	13.80		买入
9961.HK	携程集团-S	488.20	23.99	27.28	31.29	20.35	17.89	15.60	未评级
300492.SZ	华图山鼎	66.60	1.51	1.91	2.65	43.98	34.90	25.12	未评级
0839.HK	中教控股	2.95	0.69	0.73	0.81	4.26	4.02	3.62	未评级
1773.HK	天立国际控股	4.00	0.35	0.46	0.57	11.33	8.69	7.05	未评级
002659.SZ	凯文教育	5.25	0.05	0.10	0.13	108.47	53.63	39.06	未评级
301011.SZ	华立科技	27.62	0.73	0.88	0.94	37.90	31.36	29.50	未评级
301110.SZ	青木科技	52.65	1.34	1.76		39.36	29.87		未评级
300859.SZ	西域旅游	37.23	0.67	0.82	1.02	55.72	45.14	36.66	未评级
9699.HK	顺丰同城	16.52	0.28	0.47	0.69	59.70	35.18	23.82	未评级
3690.HK	美团	120.00	8.13	10.25	12.51	14.76	11.71	9.59	未评级
EDU.N	新东方	52.35	2.75	3.41	4.04	17.33	13.98	11.80	未评级
TAL.N	好未来	10.50	0.30	0.47	0.62	31.71	20.22	15.45	买入

数据来源：Wind、Bloomberg、开源证券研究所（除长白山、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、巨子生物、毛戈平、上美股份、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 7 月 18 日港币兑人民币收盘价 0.91054；美股上市公司收盘价和 EPS 计价货币为美元，2025 年 7 月 18 日美元兑人民币收盘价 7.1475)

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