

海外2025年中期策略：稳定币跑步入场， 虚拟资产趋势已成

分析师： 易永坚（执业S1130525020001） 徐熠雯（执业S1130525030005）
李华熠（执业S1130525030003） 柴梦婷（执业S1130525030013）
李 洁（执业S1130525030015）

2025/6/22

- 虚拟资产与资产交易平台：随着各国对虚拟资产领域监管框架不断完善，机构入局增加，叠加流动性宽松预期，虚拟资产趋势持续向好。稳定币有望加速web3.0扩圈，且稳定币相关政策只是大趋势下的一环，未来可以期待更多各地政策出台，建议积极关注。
- 流媒体平台：音乐流媒体平台为内需驱动的优质互联网资产，高性价比悦己消费，规模效应持续驱动盈利杠杆释放，建议持续关注音乐订阅平台。
- 服务类平台强者恒强的趋势加强：5月部分核心城市二手房交易量出现环比负增长；1-5月车后市场进店台次和产值同比均持续下滑，地产和汽车后市场需求持续收缩下，贝壳和途虎有望在长尾出清的进程中提高市占率。网约车行业均面临供给过剩问题，建议关注掌握流量权的派单平台。
- 咖啡茶饮和电商外卖平台的联动：1-5月，实物商品网上零售额累计同比增速达6.3%，较社零+1.3pct，电商平台增速放缓；竞争激烈，营销费用率提升，大促周期拉长，美团携“即时零售”参与本年618，京东/阿里加码外卖/闪购，流量争夺成为新战场。茶饮咖啡消费弹性大，对于平台拓展成本低，成为外卖大战的重点受益细分赛道。外卖拉动下咖啡茶饮表现上行，4月起部分品牌加速开店；但茶饮行业进入存量阶段，咖啡茶饮赛道竞争激烈，关注后续分化表现。
- K12教培：国家鼓励服务型消费，非学科培训需求旺盛。双减后校外学科类培训机构被强制压减近9成，当前优质合规的非学科产品供给仍然稀缺，看好存量龙头品牌发展。寒假业绩来看龙头表现良好，股东回报提升，建议关注低估值个股机会。
- 风险提示：地产消费政策效果不及预期风险；市场成交量低迷；中美关系变化风险；反垄断政策风险；电商行业竞争加剧风险；咖啡茶饮补贴退坡风险；教培品牌口碑下滑风险。

01 市场概览

为什么看好港股？

国家政策大力支持香港巩固提升国际金融中心地位

- 国家大力支持香港巩固提升国际金融中心地位。2024年4月中国证监会发布5项资本市场对港的合作措施，明确支持内地行业龙头企业赴香港上市。2025年5月中国证监会主席吴清表态支持优质中概股回归内地或香港，优化境外上市备案机制，深化跨境监管合作。政策支持下，**港股在全球主要市场中的吸引力有望增强。**

中国内地及中国香港对于中概股和A股到香港上市的支持政策频出

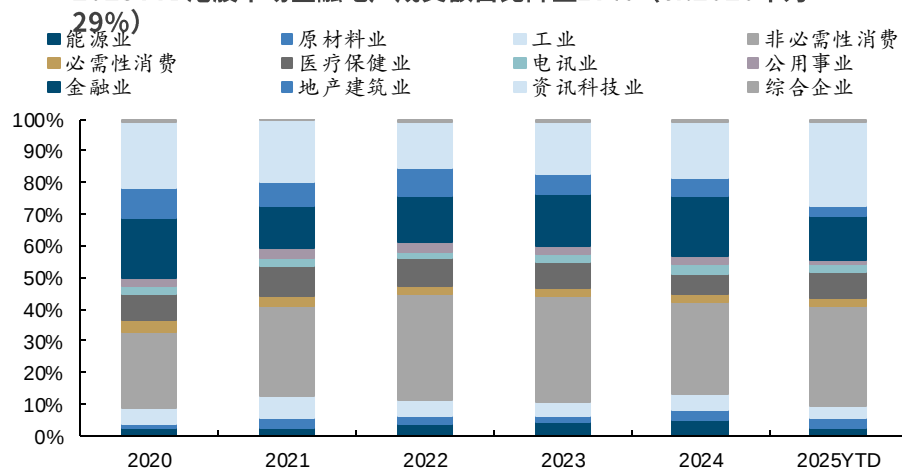
时间	主要内容
2024年4月19日	中国证监会发布的《5项资本市场对港合作措施》中明确表示支持内地行业龙头企业赴香港上市。
2024年10月18日	香港证监会和香港联交所作出联合声明，宣布将优化新上市申请审批流程时间表。对预计市值至少达到100亿港元的“合资格A股公司”赴港上市提供了快速审批流程。如果符合资格的A股上市企业提交完全符合规定的申请，香港证监会和香港联交所将在不多于30个工作日内完成监管评估。
2024年12月	香港联交所发布《有关优化首次公开招股市场定价及公开市场的建议》咨询文件，建议允许A+H股发行人H股占比降至10%或市值达30亿港元，简化内地企业赴港流程。
2025年4月13日	香港特别行政区财政司司长陈茂波表示，他已指示证券及期货事务监察委员会和香港交易所做好准备，若在海外上市的中概股希望回流，必须让香港成为它们首选的上市地。
2025年5月7日	中国证监会主席吴清在参加国新办新闻发布会时表示，坚持尊重规律、尊重规则，积极塑造稳定、透明、可预期的监管环境，进一步加强证券监管和审计监管方面的合作，维护企业在境外市场正当利益，并创造条件支持优质中概股企业回归内地和香港股市，同时做好投资者合法权益保护。

资料来源：ifind，中国证监会，香港交易所，财新网，国金证券研究所

港股行业结构持续优化，优质中概回流和A+H提升资产质量

- **港股科技/新经济含量提升，传统金融地产板块占比显著下降。**从成交额来看，相比2020年，2025年至今港股非必需性消费/资讯科技业板块成交额占比从24%/21%提升到32%/27%，金融业/地产建筑业占比从19%/10%降低至14%/3%，消费、科技等板块的崛起推动行业结构优化。
- **优质中概股回归，内地龙头A+H双重上市，推升港股资产质量。**2025年至今，累计已有5家A股公司完成A+H上市，包括赤峰黄金、宁德时代、恒瑞医药等优质龙头，另外，海天味业、三花智控、安井食品已经通过聆讯。从中国证监会备案情况来看，截至6月13日，有16家A股公司正在赴港IPO备案排队中，包括三一重工、牧原食品等。

2025YTD港股市场金融地产成交额占比降至17% (cf.2020年为29%)



资料来源: ifind, 中国证监会, 国金证券研究所; 左图截至2025年6月17日

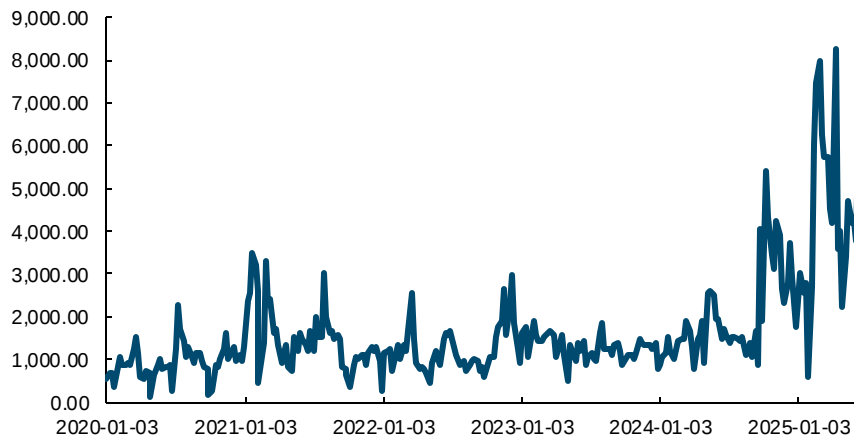
A+H境内企业境外发行证券和上市备案情况表 (截至2025/6/13)

企业名称	申报接收日期	备案状态
宁波均胜电子股份有限公司	2025年2月21日	补充材料
无锡先导智能装备股份有限公司	2025年3月7日	补充材料
深圳市江波龙电子股份有限公司	2025年4月8日	补充材料
蓝思科技股份有限公司	2025年4月10日	补充材料
南华期货股份有限公司	2025年5月7日	补充材料
苏州纳芯微电子股份有限公司	2025年5月9日	已接收
上海和辉光股份有限公司	2025年5月13日	已接收
中伟新材料股份有限公司	2025年5月13日	已接收
上海剑桥科技股份有限公司	2025年5月15日	已接收
深圳市广和通无线股份有限公司	2025年5月16日	补充材料
三只松鼠股份有限公司	2025年5月22日	补充材料
赛力斯集团股份有限公司	2025年5月22日	补充材料
晶澳太阳能科技股份有限公司	2025年5月23日	补充材料
深圳市大族数控科技股份有限公司	2025年6月9日	已接收
牧原食品股份有限公司	2025年6月10日	已接收
三一重工股份有限公司	2025年6月10日	已接收

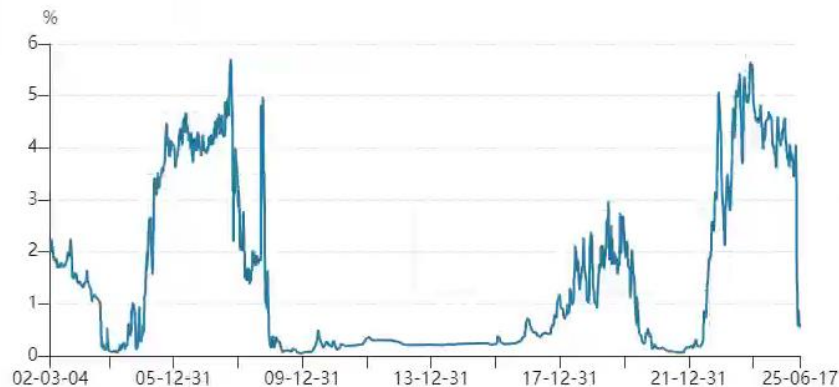
南向交易热度大幅提升，HIBOR下行至接近历史底部

- 2025年至今，南向交易成交额已经达到10.7万亿元，超过2024年全年。这背后与港股的估值优势，以及近年来中国企业在AI、新能源、消费、医药科技等领域的突破息息相关。
- 低利率环境利好港股。**在美元趋弱背景下，美元/港元多次触及7.75的强方兑换保证，外加内地资金南下推升港元兑换需求，香港金管局多次下场干预释放港元流动性，HIBOR快速下行，已经接近历史底部。

2020年以来南向交易成交额情况（亿元）



最新HIBOR：1个月降至0.52%，接近历史底部



资料来源：ifind，wind，国金证券研究所；截至2025年6月17日

2 虚拟资产

趋势正盛

虚拟资产趋势正盛，监管框架不断完善+机构入局，持续看多

- 随着各国对虚拟资产领域监管框架不断完善，机构入局增加（比如MSTR、Metaplanet等持续增持BTC），叠加流动性宽松预期，虚拟资产趋势持续向好。根据Coinglass，截至6月17日，比特币市值位列全球第6，仅次于亚马逊。

比特币市值排名（截至6月17日）

排名	公司名称	股票代码	市值
1	黄金	GOLD	\$22.90万亿
2	微软	MSFT	\$3.56万亿
3	英伟达	NVDA	\$3.53万亿
4	苹果	AAPL	\$2.96万亿
5	亚马逊	AMZN	\$2.29万亿
6	比特币	BTC	\$2.14万亿
7	谷歌	GOOG	\$2.13万亿
8	白银	SILVER	\$2.05万亿

加密货币市值变化（2020-2025）



- 美国：参议院通过《Genius法案》，若后续流程顺利，预计在8月左右将落地。
- 香港：香港立法会于2025年5月21日通过《稳定币条例草案》，并于5月30日在宪报上刊登《稳定币条例》，意味着《稳定币条例》正式成为法例。该条例将于8月1日正式生效，生效后，香港金管局将尽快处理收到的牌照申请，以便合格的申请人开展其业务。
- 欧盟：欧盟于2023年6月颁布了《加密资产市场监管法案》（简称“MiCA法案”），并于2024年底实施。
- 根据Coinmarketcap，全球稳定币市值由2020年初约50亿美元提升至2024年底约2000亿美元，目前约2500亿美元。
- 随着与监管、传统金融机构的合作不断深入，外加RWA+稳定币的持续探索，稳定币的交易使用场景逐渐从币圈走向大众，交易扩容路径更加清晰。

稳定币市值变化



资料来源：Coinmarketcap，国金证券研究所

香港web3.0相关政策持续落地，稳定币仅是大趋势下的一环

- 香港web3.0相关政策持续落地，包括VASP、VATP（虚拟资产交易所平台）牌照、发行虚拟资产现货ETF、《稳定币条例》等。
- 截至目前，香港共有10家机构获得VATP牌照（包括上市公司OSL集团、富途控股、老虎证券、连连数字）；共有6只现货ETF（3439.HK、3179.HK、3042.HK、3046.HK、3008.HK、3009.HK）；共有3只期货ETF（3066.HK、3068.HK、3135.HK）。
- 香港稳定币沙盒参与者包括：1) 京东币链科技；2) 圆币科技；3) 渣打银行(香港)、安拟集团和HKT，沙盒参与者仍需申请正式牌照。RWA：金管局于8月举行Ensemble项目沙盒启动仪式，并宣布首阶段试验将涵盖四大代币化资产用例主题，标志着金融业在代币化技术的实际应用进程中迈出重要一步。

香港虚拟资产交易平台

虚拟资产交易平台	发牌日期
OSL 交易所	2020年12月
HashKey 交易所	2022年11月
HKVAX	2024年10月
HKbitEX	2024年12月
Accumulus	2024年12月
DFX Labs（连连数字旗下）	2024年12月
EX.IO（新浪旗下华盛集团）	2024年12月
PantherTrade（富途旗下）	2025年1月
YAX（老虎旗下）	2025年1月
Bullish	2025年2月

香港稳定币沙盒

沙盒参与者名称	进入日期
京东币链科技	2024年7月
圆币科技	2024年7月
渣打银行（香港）、安拟集团、香港电讯(HKT)	2024年7月

香港web3.0相关政策持续落地，稳定币仅是大趋势下的一环

- 稳定币仅是香港 web3.0发展趋势中的一环，期待后续更多政策完善。1) 近日，香港证监会拟针对PI引入虚拟资产衍生品交易。2) 香港财库局将在6月发表第二份发展虚拟资产政策宣言，阐述下一步的政策愿景及方向，包括探讨如何结合传统金融服务优势与虚拟资产领域的技术创新，并提高实体经济活动的安全性和灵活性。3) 香港证监会中介机构部执行董事叶志衡表示，针对虚拟资产场外交易和虚拟资产托管推出新的监管牌照短期内首要任务，将与港府合作就两个新牌照作咨询和提交立法草案。

香港Web3.0部分政策梳理

时间	政策
2022年1月	香港金管局和证监会允许中介人与香港证监会持牌的虚拟资产交易平台合作，以向专业投资者提供数字资产投资服务
2022年10月	财库局发布第一份《有关虚拟资产在港发展的政策宣言》，首次明确香港将积极推动虚拟资产生态发展
2022年11月	SFC发布《有关虚拟资产期货交易所买卖基金的通函》，为加密ETF发行制定规则
2023年6月	SFC正式实施《适用于虚拟资产交易平台营运者的指引》
2023年11月	SFC发布两份关于代币化证券（tokenised securities）的通函：《有关中介人从事代币化证券相关活动的通函》及《有关代币化证监会认可投资产品的通函》
2023年12月	金管局与SFC联合发布更新版《中介人虚拟资产相关活动通函》，首次明确虚拟资产现货与期货ETF可供合规销售
2023年12月	SFC发布《有关证监会认可基金投资虚拟资产的通函》
2024年3月	金管局启动“Ensemble项目”，旨在探索代币化资产与批发央行数字货币（wCBDC）的整合
2024年4月	香港成为亚洲首个批准虚拟资产现货ETF的金融市场
2024年7月	金管局启动稳定币监管沙盒计划，允许机构在受控环境下测试稳定币发行与应用模型
2024年8月	金管局举行Ensemble项目沙盒启动仪式，宣布首阶段试验将涵盖四大代币化资产用例主题
2024年12月	SFC按迅速发牌程序向虚拟资产交易平台发牌
2025年4月	SFC发布《有关虚拟资产交易平台提供质押服务的通函》，为持牌虚拟资产交易平台和认可虚拟资产基金制定质押相关指引
2025年5月	香港《稳定币条例》正式成为法例

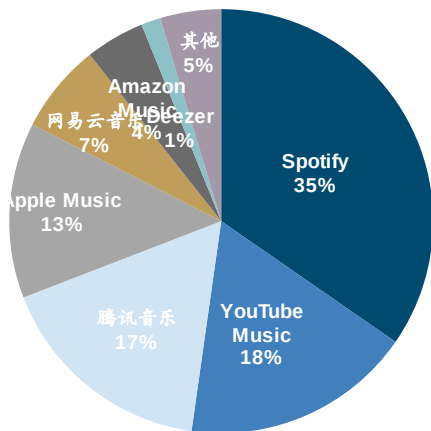
03 音乐 流媒体平台

持续推荐

音乐流媒体平台商业模式好，持续看好

- 行业核心逻辑：1) 商业模式好：在线音乐订阅是高性价比的悦己娱乐消费，且音乐具备陪伴价值，应用场景丰富，可重复消费性强，用户在平台上的粘性较强。在宏观具有一定不确定性背景下，该类资产量价齐升驱动盈利杠杆释放的确定性相对较强。
- 2) 行业格局稳定：中国在线音乐平台竞争格局稳定，呈现一超（TME）一强（网易云音乐）格局，短期汽水音乐较难对现有格局形成显著冲击，后续需观察抖音对于版权的投入情况。
- 3) 国内音乐市场规模高增长：根据《2024华语数字音乐年度白皮书》，中国位居全球录制音乐市场第五，根据MIDIa预测，中国有望在2031年超越日本成为全球第二大市场。

全球在线音乐平台市占率



2024全球TOP5录制音乐市场

2024年全球TOP5录制音乐市场

1	美国	
2	日本	
3	英国	
4	德国	
5	中国	

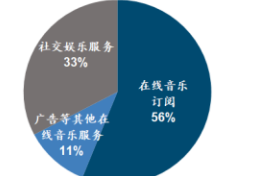
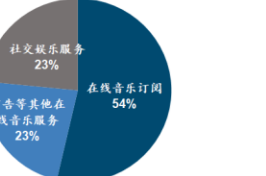
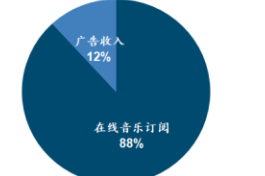
中国录制音乐收入增长率

↑ 9.6%

音乐流媒体平台商业模式好，持续看好

- 个股核心逻辑：1) 网易云音乐（在通）：MAU、付费率、ARPPU均有提升空间，今年以来付费用户增长趋势好；规模效应撬动盈利杠杆释放。2) 腾讯音乐：提ARPPU为主业主要驱动，拟全资收购喜马拉雅，业务版图不断扩大，对标海外Spotify。

音乐平台对比

指标		网易云音乐	TME	Spotify
营收		79.5亿元	284亿元	157亿欧元
营业成本	53亿元（内容成本40亿）		164亿元	109亿欧元
毛利率		33.7%	42.3%	30.1%
净利润	15.7亿元		71.1亿元	11.4亿欧元（归母）
净利率		19.7%	25%	7.30%
经调整净利润	17亿元		76.7亿元	-
经调整净利率		21.4%	27%	-
业务拆分				
MAU	在线音乐服务	2023: 2.06亿 (yoy+9%)	2023: 5.89亿; 2024: 5.7亿 (yoy-3%)	2023: 6.02亿; 2024: 6.75亿 (yoy+12%)
	社交娱乐服务	-	2023: 1.26亿; 2024: 91百万	-
付费用户	在线音乐服务	2023: 4412万 (yoy+15%)	2023: 1亿; 2024: 1.18亿 (yoy+17%)	2023: 2.36亿; 2024: 2.63亿 (yoy+11%)
	社交娱乐服务	2023: 160万	2023: 760万; 2024: 790万	-
付费率	在线音乐服务	2023: 21.4%	2023: 17.1%; 2024: 20.6%	2023: 39.2%; 2024: 39%
	社交娱乐服务	-	2023: 6%; 2024: 8.7%	-
ARPPU	在线音乐服务	2023: 6.9元 (yoy+5%)	2023: 10元; 2024: 10.8元 (yoy+8%)	2023: 4.39欧元; 2024: 4.69欧元 (yoy+7%)
	社交娱乐服务	2023: 178.6元	2023: 114.3元; 2024: 70元	-

资料来源：各公司公告，国金证券研究所

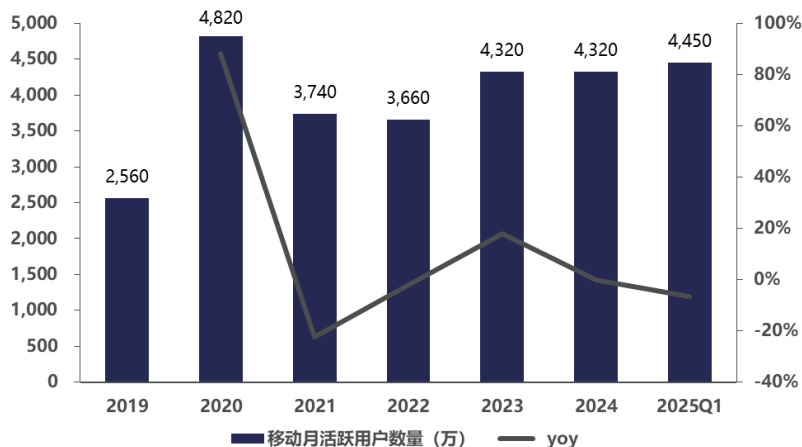
4 020服务商

行业持续承压，龙头确定性加强

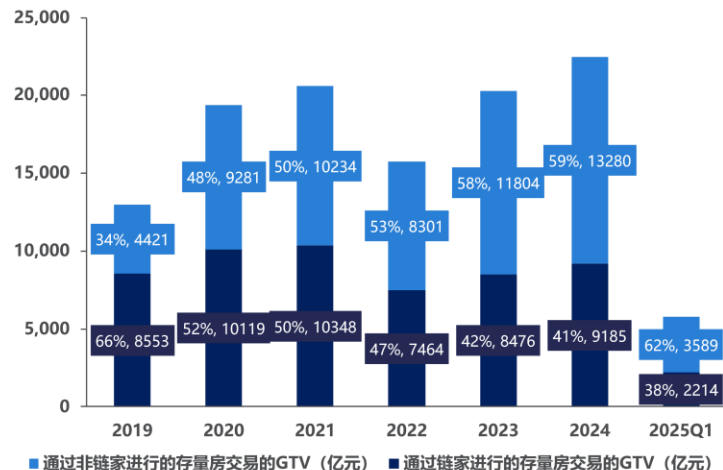
地产交易：买方市场，得用户者得天下

- 用户端：25Q1贝壳和链家的APP+小程序月活用户数量为4450万，受地产需求影响，月活用户数量有波动，同比减少6.7%。根据QuestMobile数据，贝壳高线城市用户占比超70%，多为高质量的优质客户，付费能力较强。
- 平台端：截至25Q1，贝壳平台拥有5.7万家门店，55万名经纪人，是国内地产交易最大的中介平台。25Q1通过链家门店进行的存量房交易GTV为2214亿元，贡献比例为38%，yoy-1.39pct，qoq-3.70pct，平台化趋势显著提升。
- 在24年Q4地产政策刺激下，地产交易有所回暖，但在历经3个季度且无更新政策推出下，核心城市二手房交易量环比进入负增长阶段。我们认为，当前二手房交易仍是买方市场，流量驱使下，加剧小中介进入贝壳体系以获得客源，平台化优势下的贝壳市占率有望进一步提升。

2019-2025Q1贝壳移动端月活用户数量及同比增速



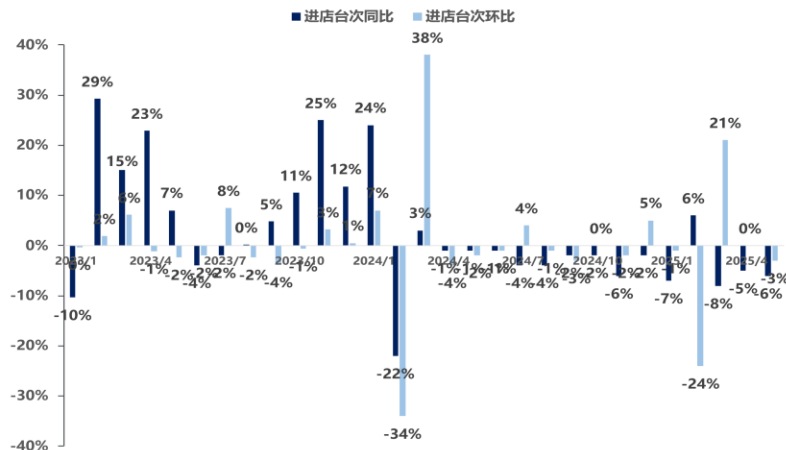
2019-2025Q1贝壳平台链家vs非链家存量房交易GTV及比例



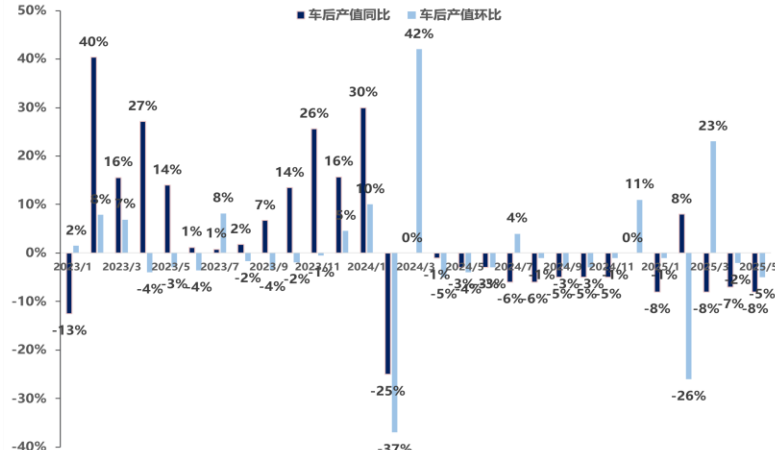
车后市场：需求收缩，倒逼供给端加速出清

- 需求端：2025年1-5月在剔除春节月度性影响后，汽车后市场整体进店台次和产值同环比均呈现持续下滑趋势。同比下滑主要是由于保养周期拉长、以旧换新等车龄倒车等原因；环比下滑叠加客单价下滑、竞争加剧等因素。传统燃油车下滑趋势更甚；新能源车由于低基数呈现正增长，其中增程式增速突出。
- 供给端：新能源渗透率提升+主机厂价格战，经销商陷入经营困境，2024年全国有4000多家4S店倒闭，2020-2023年，全国超过8000家4S店退网，第三方市场有望超越经销商售后成为后市场主要力量。
- 4S店倒闭加速，利好第三方市场市占率提升；客单下滑+业务结构变化，小修理厂赚钱效应递减，利好连锁化率提升。我们认为，途虎作为车后维保龙头，供应链优势+规模效应，收入维持稳健增长，利润有望进一步释放。

汽车后市场进场台次同环比变化（2023年1月-2025年5月）



汽车后市场产值同环比变化（2023年1月-2025年5月）

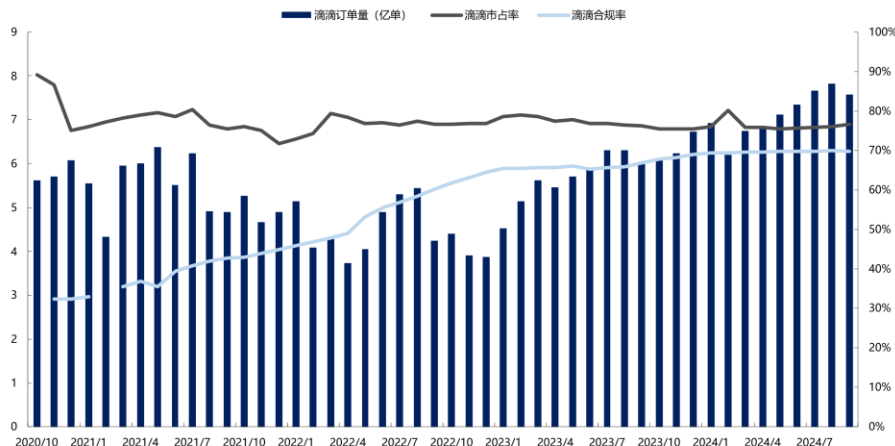


资料来源：F6研究院，国金证券研究所

网约车：供给过剩，流量优势巩固龙头地位

- 竞争格局：网约车行业龙头为滴滴出行，根据曹操出行招股说明书，2024年按GTV计算市占率为70.4%；根据交通运输部数据，2024年按订单量计算市占率约为75%。
- UE模型：25Q1滴滴中国出行业务客单价为23.96元，每单利润0.96元，利润率达4.0%，较2020年网约车业务2.0%的利润率提升2pct。曹操出行2024年客单价为28.3元，毛利占GTV比例约6.7%，需支付给聚合平台佣金比例为7.2%；2024年聚合平台贡献GTV比例为85.4%，较2023年提升12.2pct，较2022年提升35.5pct。
- 国内网约车自有平台和聚合平台订单量比例约为8:2，滴滴是绝对龙头，市占率超70%；曹操是国内第二大出行平台，但对聚合平台的依赖性逐渐增加。我们认为在供给过剩的网约车市场，平台流量是最大优势，滴滴在派单环节具备稀缺价值，龙头地位日益加强。

2020.10-2024.9网约车数据平台公布的滴滴订单量、市占率及合规率情况



资料来源：交通运输部，滴滴公司公告，曹操招股说明书，国金证券研究所

曹操出行2024年UE

交易价格	10
加：通行费及税项	0.4
GTV	10.4
减：通行费及税项	-0.4
减：用户补贴	-1.7
出行服务收入	8.3
销售成本	
减：出行服务的司机收入及补贴	-6.6
减：折旧及车辆维修成本	-0.8
减：支付予运力合作伙伴的佣金	-0.2
毛利	0.7
毛利率（占GTV）	6.73%
聚合平台佣金（占GTV）	7.20%

滴滴出行2020年 中国出行业务UE

GTV	24.4
司机收入和补贴、通行费、税收和其他费用	15.1
平台收入	4.2
乘客补贴和其他费用	2.1
经调整EBITA	0.5

滴滴出行25Q1 中国出行业务UE

客单价（元）	23.96
日均订单量（万单）	3620
平台收入	4.9
平台收入占GTV比例	20.5%
每单利润	0.96
利润率	4.0%

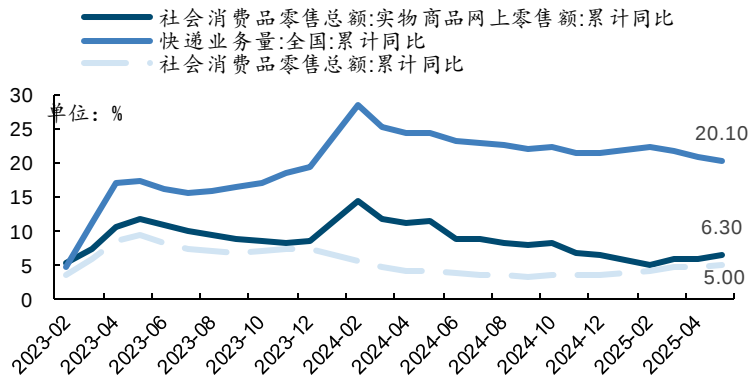
05 消费方向

咖啡茶饮和电商外卖的联动

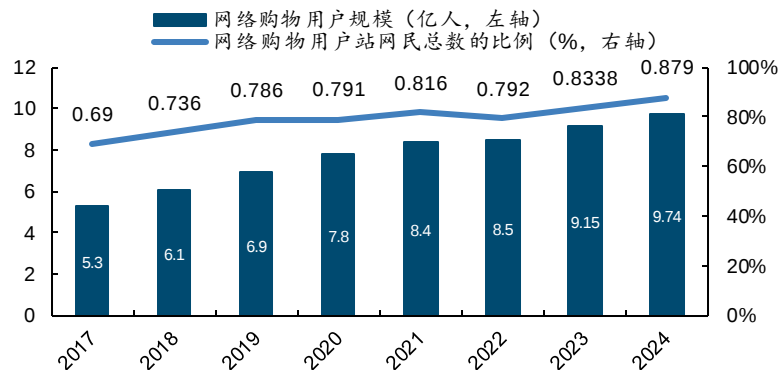
电商：流量红利退却，电商大盘增速趋缓

- 电商大盘增速相对趋缓+与社零增速的gap在缩小；网购用户数渗透率已经达高位，流量成为平台竞争的重要来源。1-5月，实物商品网上零售额累计同比增速达6.3%，较社零+1.3pct，较社零渗透率达24.5%。2024年网购用户占网民总渗透率已达87.9%的较高水平，流量增量有限下线消费增速逐步回归社零大盘，2024年至今电商大盘较社零增速gap逐渐缩小，线下业态陆续整改后逐步恢复背景下，实物商品网上零售额占社零总额比重提升有限，流量竞争将成为电商平台竞争的关键。

社零/网上零售额/快递业务增速对比

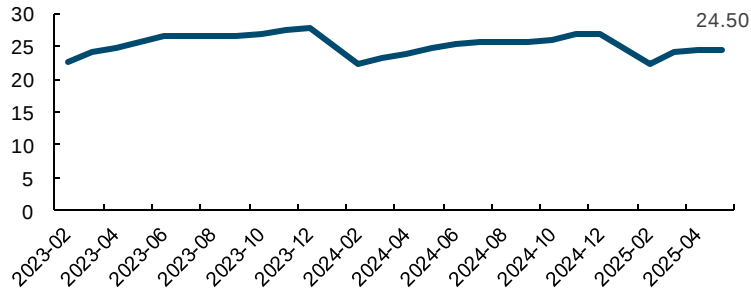


网购用户规模及渗透率



电商零售额渗透率

实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重 (%)



电商：行业竞争激烈，费用投放提升，大促周期拉长

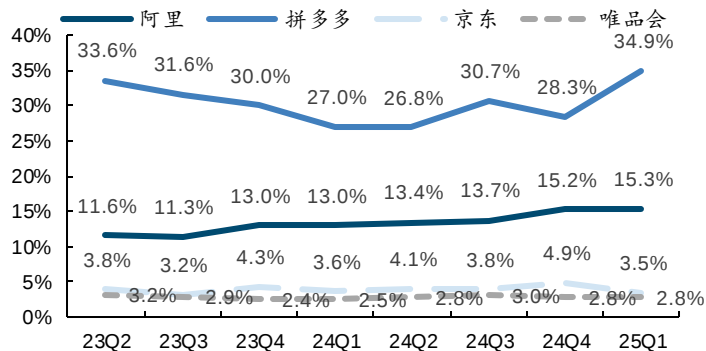
- 行业竞争依旧激烈，流量争夺导致销售费用投放高企。为争夺用户，大促增加用户补贴发放导致销售费用投放整体呈现上升趋势，25Q1（自然季度）阿里/拼多多销售费用率提升至15.3%/34.9%，京东受益于国补拉动增速较高，销售费用25Q1有小幅下降趋势，但是2024年以来整体呈现上升趋势。唯品会在行业竞争激烈销售端承压下，采取更为谨慎的成本管控策略，销售费用率相对稳定。
- 618大促周期进一步拉长，平台从价格竞争到优化用户体验。今年“618”大促第一阶段从5月13日开启，较往年更为提前；但平台主动放弃的绝对低价价格竞争，松绑商家，并优化用户体验。

大促期间平台弱化低价，优化用户体验

	放弃全网最低价，并简化凑单流程	提升消费体验
淘宝天猫	取消沿用多年的“跨店满减”，推出“官方立减 15%”的直接折扣。	阿里妈妈开发AI人群洞察工具，帮助商家精准触达目标客户。
拼多多	放宽价格限制，允许商家以“店内最低价”参与活动。	-
抖音电商	“一件直降 15%”替代复杂满减规则	-
京东	在原有促销优惠上，整合了国家补贴与京东外卖百亿补贴。	推出无人配送技术，实现“分钟级”末端履约；阿里妈妈开发AI人群洞察工具，帮助商家精准触达目标客户。

资料来源：公司公告，易观，电商中国，国金证券研究所

阿里/拼多多/京东/唯品会销售费用率



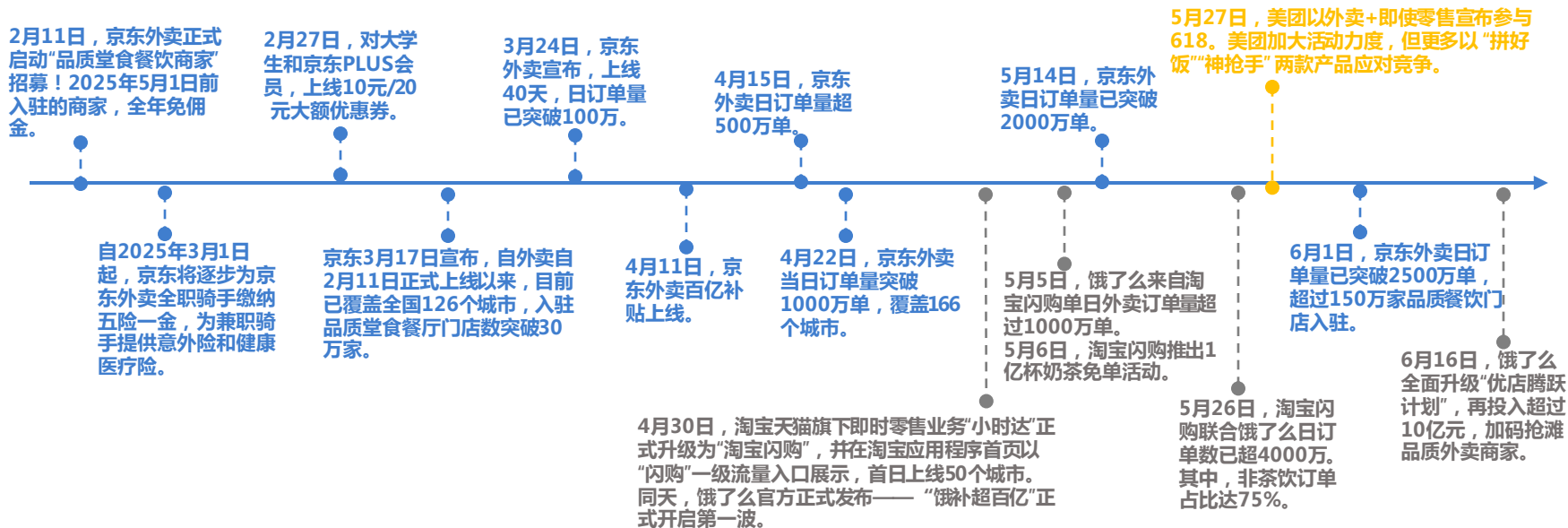
2025年618大促周期进一步拉长



电商：平台之间争夺流量，外卖/即时零售成为切入口

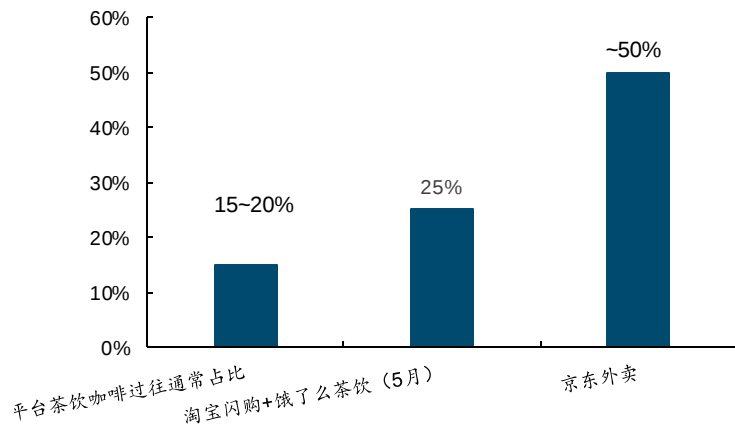
- 美团携“即时零售”参与本年88，京东/阿里加码外卖/闪购，流量争夺成为新战场。京东以外卖高频消费作为流量的切入口，一方面“战略防御”美团闪购，另一方面为电商导流。今年88美团的加入，也将电商购物节的零售生态。

外卖/即时零售成为电商平台争夺流量的切入口



- 为什么外卖大战中茶饮品牌“赢麻了”？——京东作为外卖新平台加码茶饮咖啡，覆盖城市&单量规模起量快。1) 外卖业态盈利第一目标是冲“订单量”，订单密度高才能发挥骑手运力规模效应；饮品高频&客单价低（补贴后消费者购买决策无压力）&消费弹性大（没有“一日三餐”的限制），最容易冲订单量。2) 茶饮咖啡最容易提升市占率&城市覆盖数量：茶饮咖啡连锁化率高，头部品牌覆盖城市广，可以以最快的速度&最低的拓展成本，大量引入“品质堂食”商家。3) 尽管堂食订单利润率 > 外卖订单利润率，但茶饮品牌方加盟模式为主，量增往往带动公司层面“增收+增利”。因此，京东作为新外卖平台，茶饮咖啡订单比例占比较高，其他平台该品类补贴跟进下，茶饮咖啡销量显著受益。

外卖平台茶饮/咖啡订单占比



京东外卖“百亿补贴”上线40天对部分茶饮/咖啡品牌的拉动效应

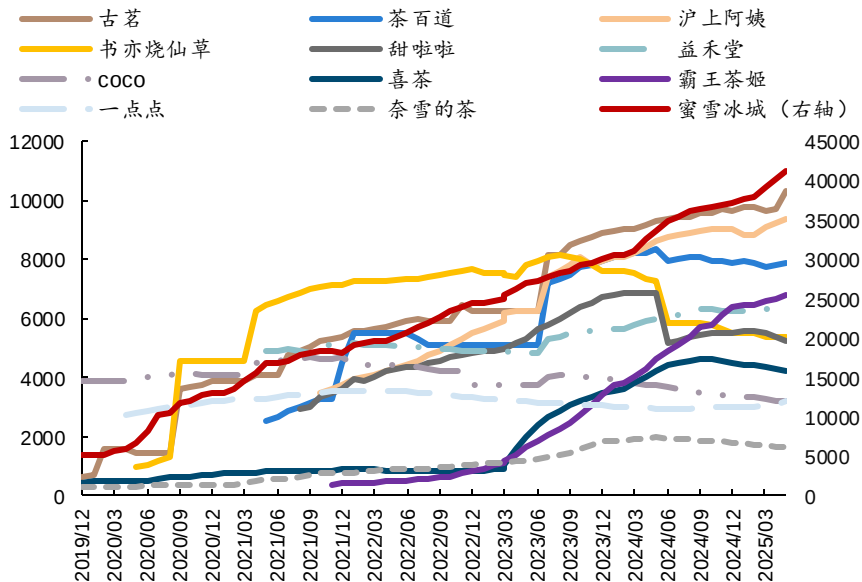
品牌	京东累计单量	京东百亿补贴上线40天后 平均日单量(万)	外卖该品牌大盘拉动作用 (较2024年日平均)
古茗	1000万+	25	6.9%
霸王茶姬	1000万+	25	6.3%
茶百道	1000万+	25	9.0%
沪上	700万+	18	10.4%
蜜雪	2000万+	50	4.1%
瑞幸	4000万+	100	12.2%

注：1) 右表蜜雪按每单2杯测算，截至2025年5月20日。2) 茶百道2024不披露，按2023年粗略测算（暂不考虑2024年开店&单店下滑影响，实际拉动效果更高）。

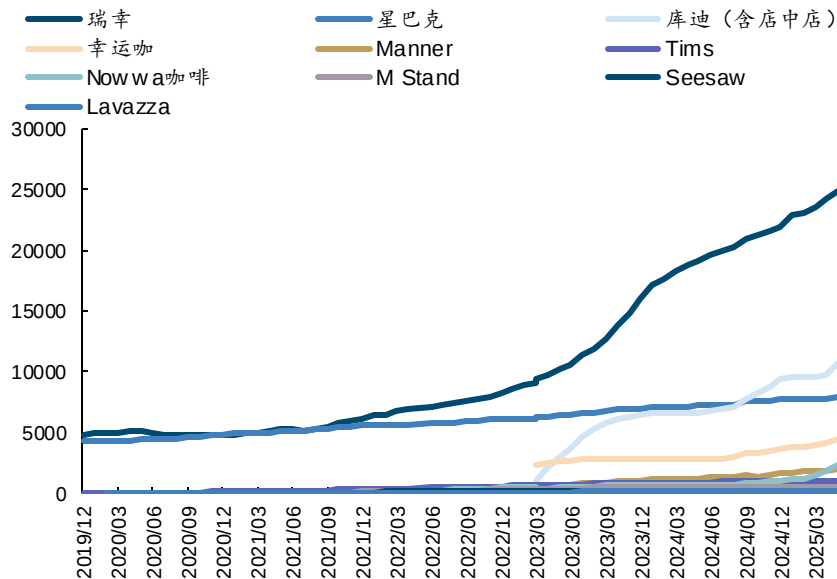
外卖拉动下咖啡茶饮表现上行，4月起部分品牌加速开店

- **开店表现出现分化：**1) 茶饮：24Q3以来，尚在开店的品牌主要有蜜雪、古茗、霸王、沪上，其他品牌开店势能尚不明显，开店表现出现分化。4、5月以来外卖大战，UE表现优化下，上述开店品牌开始加速开店，茶百道亦重启拓店。2) 咖啡：瑞幸一直保持强势拓店速度；星巴克、幸运咖门店数稳健增加；库迪咖啡独立门店在23Q4后开店陷入瓶颈，2024年5月开启“店中店”模式，通过“店中店”实现门店数的继续增加。

茶饮品牌门店数变化（单位：家）

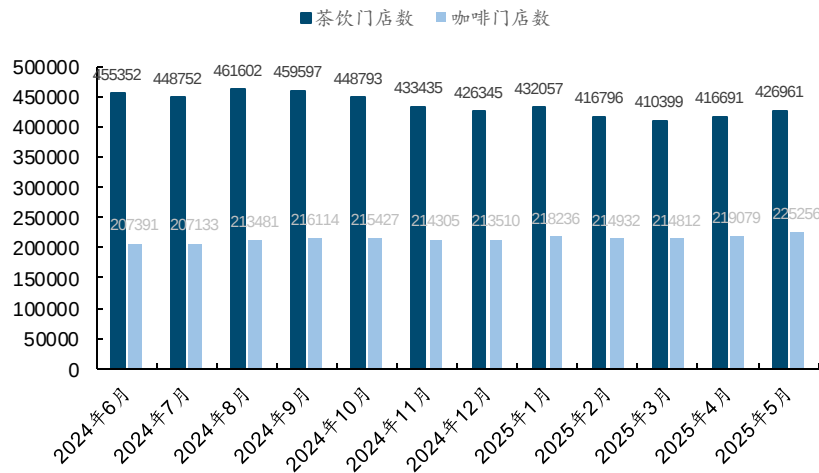


咖啡品牌门店数变化（单位：家）

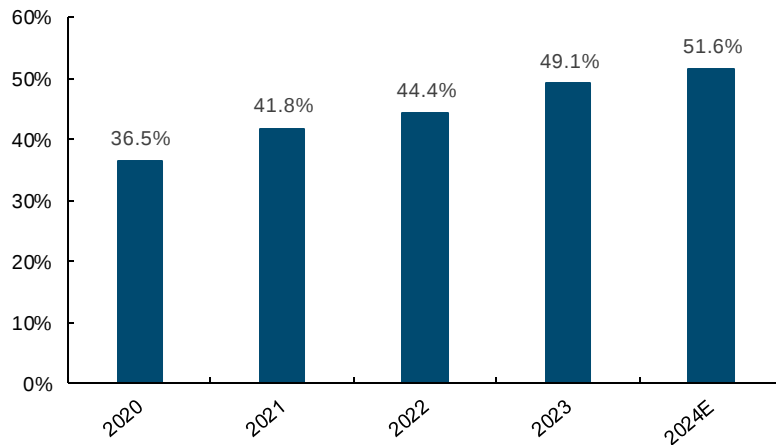


- 关注后续咖啡茶饮的分化表现。**1) 茶饮：行业总量来看，据窄门餐眼茶饮行业门店数近一年净减少3.6万家，据美团数据茶饮行业连锁化率在2023年达到49.1%，为餐饮众连锁化率最高的赛道；品牌表现来看，2500蜜雪/古茗等品牌同店健康，而其他品牌表现分化。我们认为行业进入存量发展阶段，品牌表现将出现分化。2) 咖啡：整体行业门店仍处于增长阶段，头部品牌加速抢占市场，但价格竞争激烈，头部品牌与中小品牌之间的差距有望进一步拉大。

茶饮/咖啡行业门店数变化（单位：家）



茶饮行业连锁化率



06

K12教培

行业景气持续，关注低估值机会

国家鼓励服务型消费，非学科培训需求旺盛

- 2024年8月国务院发布的《关于促进服务消费高质量发展的意见》中提到，要激发教育和培训消费活力，推动社会培训机构面向公众需求提高服务质量。
- 国家正视家长合理的培训需求，支持非学科培训合法合规发展。2025年4月，商务部部长王文涛在《求是》刊文《多措并举扩大服务消费》提到，消费结构持续升级为扩大服务消费提供新动能，其中针对儿童的早教、非学科类培训等服务需求激增，成为服务消费新热点。

国务院发布《关于促进服务消费高质量发展的意见》

三、激发改善型消费活力

(四) 文化娱乐消费。深入开展全国文化和旅游消费促进活动，持续实施“百城百区”文化和旅游消费行动计划。加强非物质文化遗产保护传承，开发具有地域和民族特色的文化创意重点项目。扩大文化演出市场供给，提高审批效率，增加演出场次。丰富影片供给，支持以分线发行等差异化模式发行影片，促进电影关联消费。提升网络文学、网络表演、网络游戏、广播电视和网络视听质量，深化电视收视费和管理费治理，加快超高清电视发展，鼓励沉浸式体验、剧本娱乐、数字艺术、线上直播等新业态发展。

(五) 旅游消费。加强国家文化和旅游消费示范城市建设，推动国家全域旅游示范区创新发展，实施美好生活度假休闲工程和乡村旅游提质增效行动。推进商旅文体健康融合发展，提升项目体验性、互动性，推出多种类型特色旅游产品，鼓励邮轮游艇、房车露营、低空飞行等新业态发展，支持“音乐+旅游”、“演出+旅游”、“赛事+旅游”等融合业态发展。增开银发旅游专列，对车厢进行适老化、舒适化改造，丰富旅游线路和服务供给。鼓励各地制定实施景区门票优惠、淡季免费开放等政策。提升交通运输服务品质，完善立体换乘、汽车租赁等服务，便利旅客出行。优化入境政策和消费环境，加快恢复航班班次，提供多样化支付服务，研究扩大免签国家范围，深化文化旅游年活动。

(六) 体育消费。盘活空置场馆场地资源，引导社会力量依法依规改造旧厂房、仓库、老旧商业设施等，增加体育消费场所。鼓励举办各类体育赛事活动，创建具有自主知识产权的赛事品牌，申办或引进有影响力的国际顶级赛事，培育专业化运营团队。引导各地推出特色鲜明的群众性体育赛事活动，积极发展冰雪运动，持续推动冰雪运动在全国普及发展，深化促进体育消费试点工作，培育一批国家体育产业和体育旅游发展载体。

(七) 教育和培训消费。推动高等院校、科研机构、社会组织开放优质教育资源，满足社会大众多元化、个性化学习需求。推动职业教育提质培优，建设高水平职业学校和专业，推动社会培训机构面向公众需求提高服务质量。指导学校按照有关规定通过购买服务等方式引进具有相应资质的第三方机构提供非学科类优质公益课后服务。鼓励与国际知名高等院校在华开展高水平合作办学。

(八) 居住服务消费。鼓励有条件的物业服务企业与养老、托育、餐饮、家政等企业开展合作，发展“物业服务+生活服务”模式。推广智能安防、智慧停车、智能门禁等新模式。提升社区服务水平和居住体验。培育提供改造设计、定制化整装、智能化家居等一站式、标准化产品和服务的龙头企业。鼓励有条件的地区支持居民开展房屋装修和局部改造。

王文涛在《求是》刊文《多措并举扩大服务消费》

三、准确把握扩大服务消费的原则要求

扩大服务消费是一项长期性工作，必须深入学习贯彻习近平总书记关于服务消费的重要论述精神，深化对服务消费发展的规律性认识，找准扩大服务消费的工作定位和总体要求，在实践中不断增强抓好工作的能力。

坚持人民至上，不断满足民生需要。抓改革、促发展，归根到底是为了让人民过上更好的日子。扩大服务消费必须与惠民生紧密结合起来，把满足群众需求、提高人民生活品质作为出发点和落脚点。聚焦老百姓最关心、最直接、最现实的具体问题，围绕餐饮住宿、家政服务、养老托育、文旅旅游、教育体育、居住服务、健康服务等与群众生活息息相关的领域，出台支持政策和专项举措，扩大多元化服务供给，增强供给侧对中高端需求的适配性，充分发挥服务业吸纳就业作用，让服务消费发展成果更多惠及全体人民。

非学科品牌稀缺，看好存量龙头品牌发展

- 双减后校外学科类培训机构被强制压减近9成，优质合规的非学科产品供给稀缺。非学科产品经过两年多发展，截至目前，优质合规供给仍然稀缺。我们根据大众点评统计了19个一线和新一线城市的校外培训机构情况，地方上成建制的品牌连锁非学科培训机构仍然屈指可数，存量龙头有显著优势。

全国19个一线新一线城市K12小班培训机构竞争情况（2025年4月）

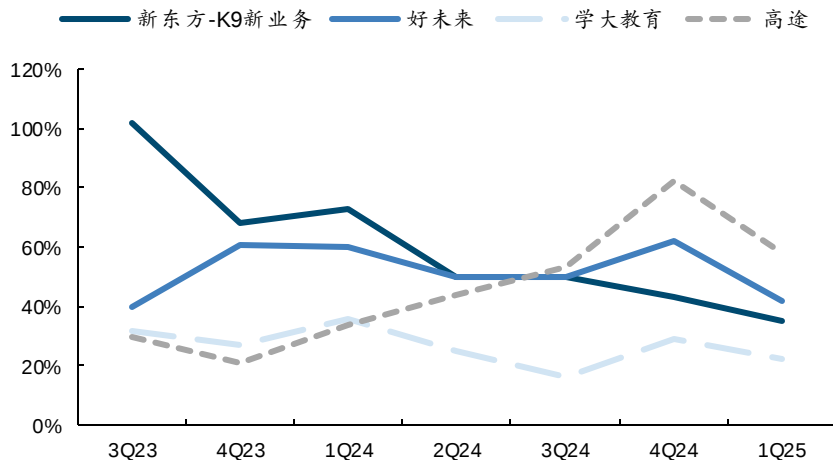
城市	k12在校生总数（万人）	地方竞争情况	Eg. 好未来		
			线下教学点数（个）	当前市占率估算	高峰市占率估算
一线城市					
广州	254	卓越教育（65）、新东方（40）、好未来（28）	28	2.1%	6.2%
深圳	245	新东方（19）、桃李未来（12）、好未来（18）	18	1.4%	6.2%
北京	226	新东方（20）、高思教育（13）、好未来（40）	40	3.4%	13.2%
上海	220	好未来（35）、昂立智立方（24）、新东方（16）	35	3.1%	8.8%
新一线城市					
重庆	454	新东方（35）、三中英才（35）、好未来（12）	12	0.7%	2.7%
成都	269	新东方（23）、好未来（17）	17	1.7%	2.6%
郑州	238	心田花开（20）、新东方（15）、英孚（7）、卡巴科技兔（5）、好未来（11）	11	1.2%	2.9%
西安	195	新东方（29）、好未来（16）	16	2.2%	5.1%
苏州	182	新东方（20）、凤凰机器人（5）、好未来（15）	15	2.2%	5.0%
长沙	180	新东方（18）、好未来（14）、心田花开（6）	14	2.1%	2.4%
天津	175	锐满分（32）、好未来（24）、新东方（18）、瑞思（9）	24	3.7%	7.0%
武汉	162	卡巴编程（28）、新东方（24）、好未来（10）	10	1.7%	5.8%
东莞	159	星火（30）、好未来（8）、卓越教育（6）、新东方（2）、瑞思（4）	8	1.4%	0.7%
杭州	157	新东方（34）、好未来（22）	22	3.8%	11.2%
佛山	151	星火（27）、好未来（13）、卓越教育（12）、新东方（10）、唐人街（8）、晓培优（7）	13	2.3%	1.4%
青岛	149	新东方（12）、龙文（10）、好未来（9）	9	1.6%	2.2%
合肥	148	新东方（19）、弗恩（15）、托特科学（4）、好未来（3）	3	0.5%	2.6%
宁波	118	新东方（4）、小码王（3）、好未来（3）	3	0.7%	1.1%
南京	113	新东方（28）、好未来（14）、点津文化（13）、力学堂（13）	14	3.3%	18.8%

资料来源：教育局，大众点评，学而思APP，国金证券研究所；统计时间为2025年4月22日

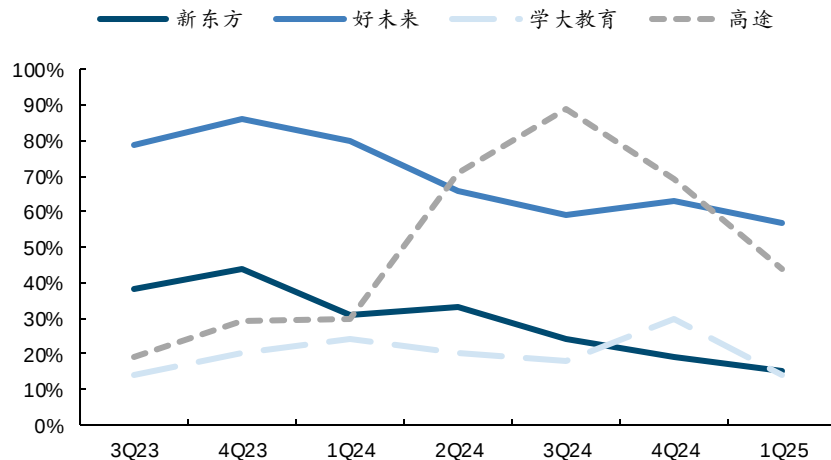
头部机构业绩保持良好增长，非学科续班率提升

- 25Q寒假新东方、好未来、学大教育K12收入同比增速多超过20%，同时，期末合同负债增速维持，表明收款情况良好。业务来看，好未来、卓越教育集团等均反馈非学科课程续班率有所提升。
- 利润端，一方面竞争未见明显加剧，价格和折扣管控良好。另一方面，过去两年新网点持续爬坡贡献利润，机构K12业务利润率扩张趋势良好。报表数据来看，部分公司因受到业务结构影响未能直接反映，例如新东方短期出国业务承压致利润率提升放缓，好未来因学习机营销投放影响利润释放。预计随着K12业务占比的上升，此类影响或将减弱。

主要K12教培机构收入维持较好增长



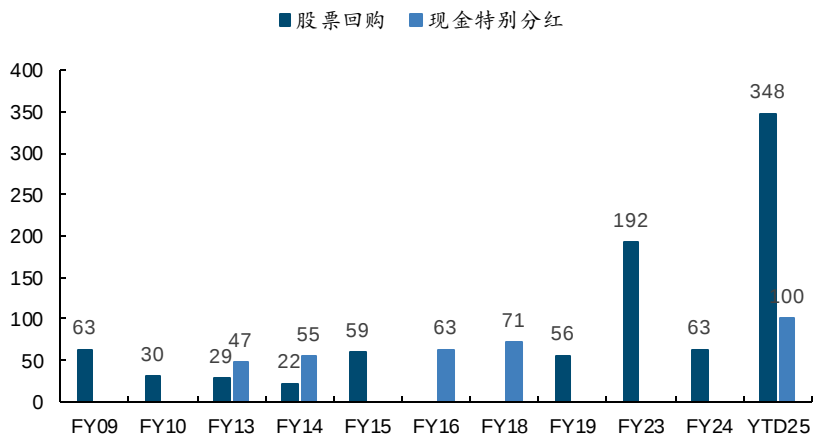
主要K12教培机构合同负债维持较好增长



资料来源：各公司公告，国金证券研究所

- 随着业务增长趋于稳定，教培公司陆续加大股东回报。新东方24年以来已经累计进行3.5亿美金回购+1亿美金特别派息，管理层正在计划推出新的股东回报方案。卓越教育集团宣布24-26年分红率逐步提升，分别达到50%、60%、70%，对应股息率可观。学大教育25年初宣布回购1.1-1.5亿元，截至6月3日已经回购1.1亿元，其中优先用于注销的6000万元目前已经实施完毕。

新东方上市以来各财年股东回报情况（百万美元）



主要教培个股的股东回报计划

公司	股东回报计划最新进展
新东方	24年1月-25年4月特别分红1亿美元+回购5亿美元，25年计划推出新的股东回报计划
好未来	24年回购1310万美元，剩余4.9亿美元额度可用（有效期至2026年4月30日）
学大教育	25年计划回购1.1-1.5亿元，截至6月3日已经回购1.1亿元，其中6000万元额度优先用于注销（占总股本的1%），这部分已经实施完毕
卓越教育集团	24/25/26年分红率50%/60%/70%，每半年分红
思考乐教育	24年恢复分红，分红率25%

资料来源：各公司公告，国金证券研究所；截至2025年6月17日

07 其他消费

还有哪些值得关注？

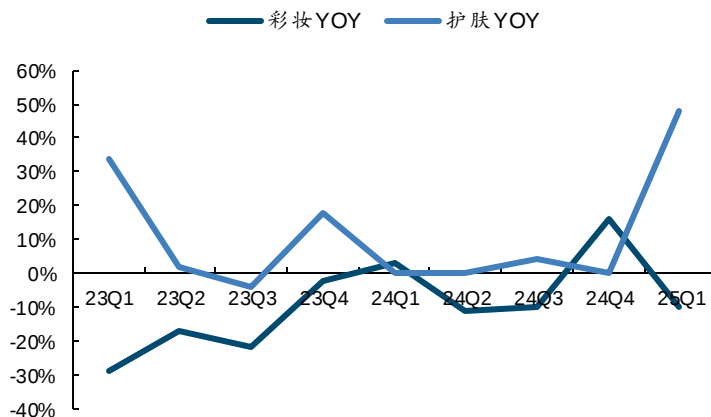
逸仙电商：转型品牌打法，高端护肤品牌科兰黎25Q1起量

- 近期变化：1) 护肤业务亮眼，科兰黎放量。25Q1护肤收入同比增长48%，占比提升到44%，其中科兰黎品牌收入增长接近翻倍。2) 彩妆趋势改善。
- 底层原因：1) 新产品成功放量，契合需求和品牌定位。例如科兰黎品牌围绕科技护肤定位，在稳固第一大单品VC次抛精华的基础上，推出VA次抛精华、小钻珠次抛面膜等，贡献新增量。2) 组织效率和能力升级，适应品牌打法。22年以来公司摒弃过去完美日记的流量打法，持续以品牌建设为中心进行转型，包括引入雅诗兰黛亚太区研发副总裁、搭建起完整的研发平台，以及精简中后台、补充提升品牌前台等。研发体系和品牌前端能力的完善，对产品储备、渠道运营、品牌宣传构成基础，支撑品牌中长期发展。从科兰黎的表现来看，公司具备了一定的品牌运营能力。

逸仙电商品牌矩阵和核心单品

	品牌	来源	品牌定位	核心单品
第一梯队	完美日记/Perfect Diary	内部孵化	以专业创新引领妆养一体的大众彩妆品牌	仿生膜精华口红、smartlock散粉、素颜霜
	法国科兰黎/Galenic	收购	源自法国的科学护肤高端品牌	VC精华、VA精华、雪藻面霜
第二梯队	达尔肤/Dr.Wu	收购	专攻油痘肌的医师级大众专业护肤品牌	杏仁酸精华、三修精华、抛光精华水
	伊芙珑/Eve Lom	收购	源自英国的SPA疗愈级高端护肤品牌	洁颜霜、洁颜凝霜
第三梯队	小奥汀/Little Ondine	收购	个性潮流大众彩妆品牌	多用棒、液体修容、水眉笔
	皮可熊/Pink Bear	内部孵化	可爱少女风大众彩妆品牌	小灯泡唇蜜、好嘟丰唇蜜

逸仙电商彩妆、护肤收入增速情况



资料来源：逸仙电商公司公告，国金证券研究所

好孩子国际：国内业务趋势改善，美国关税扰动偏短期

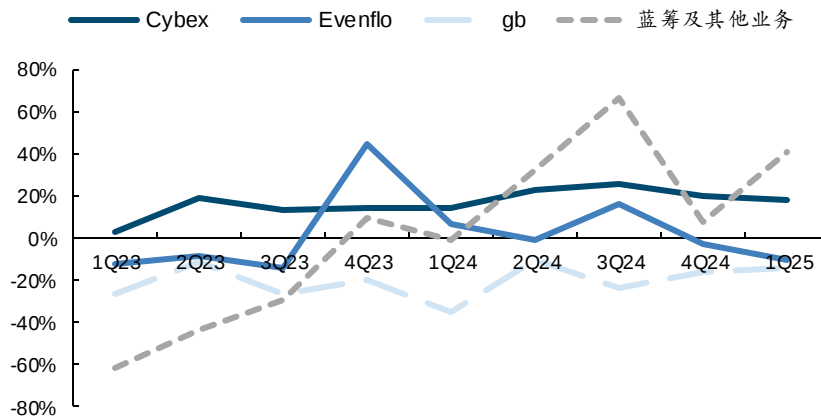
- 近期变化：1) 国内业务趋势改善。24年下半年更换管理团队，调整渠道重心至线上直营，25Q线上直营双位数增长。2) 欧洲业务基本盘稳健。Cybex在欧洲高端婴童市场持续获得份额，25Q维持双位数增长，品牌势能持续。3) 北美关税扰动偏短期。25Q北美品牌evenflo收入下滑主要系主动调整产品结构，Q2存在关税扰动，但公司将在必要时采取涨价、成本控制、供应链重组等方式调整。Evenflo是美国头部婴童品牌，我们认为具备一定的议价能力，关税问题对公司的影响或偏短期，公司国内困境反转的主线不变。

好孩子国际品牌矩阵和市场地位

品牌/业务	定位	主要市场	24年收入规模 (亿港元)	24年收入增速
Cybex	高端	欧洲	45	21%
Evenflo	中高端	北美	24	5%
goodbaby	大众	中国	9	-21%
蓝筹业务	/	欧美	8	44%

资料来源：好孩子国际公司公告，国金证券研究所

好孩子国际收入表现



港股递表公司梳理：哪些新股值得关注？

港股递表公司梳理：值得关注的消费标的——已通过聆讯

公司	主营业务	近一财年 收入及增速	近一财年 利润	所处市场规模及增速
IFBH	植根泰国的即饮饮料及即食食品公司，旗下if品牌将即饮天然椰子水引入中国内地	1.58亿美元 /yoy+80%	3332万美元	2024年椰子水饮料大中华区市场规模11亿美元/未来5年CAGR约19%，全球市场50亿美元/未来5年CAGR约11%
Saint Bella	中国领先的产后护理及修复集团，亦提供家庭护理服务及针对女性需求的相关食品	7.99亿元 /yoy+43%	0.42亿元	2024年中国月子中心行业市场规模296亿元/未来5年CAGR约25%
颖通控股	作为中国（含港澳）除品牌所有者外最大的香水集团，主要分销Hermès、Van Cleef & Arpels等72个国际品牌的香水、护肤品、彩妆、个人护理产品、眼镜及家居香氛，同时为品牌授权商提供市场进入与扩张方案	20.83亿元 /yoy+12%	2.27亿元	2023年中国内地香水市场规模229亿元/未来5年CAGR约14%
香江电器	为沃尔玛、飞利浦等全球知名品牌提供厨房小家电（如电热水壶、搅拌机）、花园水管等生活家居用品的研发设计与生产	15.02亿元 /yoy+26%	1.4亿	2024年全球厨房小家电市场规模741亿美元/未来5年CAGR约4%
周六福	以黄金珠宝、钻石镶嵌珠宝为主，通过“周六福”品牌运营，业务涵盖设计、采购、加盟及品牌管理	57.18亿元 /yoy+11%	7.06亿元	2024年中国珠宝市场规模7280亿元/未来5年CAGR约5%

资料来源：各公司招股书，国金证券研究所；截至2025年6月17日

港股递表公司梳理：哪些新股值得关注？

港股递表公司梳理：值得关注的消费标的——尚未通过聆讯（1）

公司	主营业务	近一财年 收入及增速	近一财年 利润	所处市场规模及增速
乐自天成	中国领先的IP玩具公司52TOYS，以“IP中枢”战略为核心，运营超100个自有及授权IP	6.3亿元 /yoy+31%	3201万元 (经调整口径)	2024年中国IP玩具市场规模756亿元/未来5年CAGR约17%
西普尼	中国领先的贵金属手表设计商、制造商和品牌拥有者，核心品牌“HIPINE（西普尼）”为国内最大金表品牌，同时为老凤祥、中国珠宝等知名品牌提供ODM服务，开发及生产贴牌贵金属手表和饰品	4.57亿元 /yoy+2%	0.49亿元	2023年中国手表市场规模883亿元/未来5年CAGR约6%，其中贵金属手表市场规模300亿元/未来5年CAGR约9%
林清轩	中国高端国货护肤品牌领导者，专注抗皱紧致类护肤品，核心品牌“林清轩”以山茶花成分为核心，首创“以油养肤”理念，主打山茶花面部精华油	12.1亿元 /yoy+50%	1.87亿元	2024年中国护肤品市场规模4619亿元/未来5年CAGR约9%，其中面部精华油市场规模约53亿元/未来5年CAGR约21%
东方妍美-B	再生医学医疗器械研发与商业化，专注于再生医学材料的研发与应用，产品线包括13款第三类再生医学材料注射剂候选产品（如核心产品XH301，用于治疗鼻唇沟皱纹）及7款已获批的第二类医用敷料产品，另有1款用于乳腺癌术后重建的补片产品处于临床前阶段	1452万元 /yoy+13%	亏损6938万元	2023年中国再生医学材料注射剂市场规模29亿元/未来8年CAGR约22%
鸣鸣很忙	中国最大的休闲食品饮料连锁零售商，运营“零食很忙”和“赵一鸣零食”两大品牌	393.44亿元 /yoy+282%	8.34亿元	2024年中国休闲食品饮料零售市场规模约37380亿元/未来5年CAGR约6%，其中专卖店渠道市场规模约4190亿元/未来5年CAGR约11%

资料来源：各公司招股书，国金证券研究所；截至2025年6月17日

港股递表公司梳理：哪些新股值得关注？

港股递表公司梳理：值得关注的消费标的——尚未通过聆讯
(2)

公司	主营业务	近一财年 收入及增速	近一财年 利润	所处市场规模及增速
伯希和	以“伯希和”为核心品牌，专注高性能户外服饰及装备，产品涵盖服装、鞋类、装备及配饰，拥有巅峰系列、专业性能系列等四大产品系列	17.66亿元 /yoy+94%	2.83亿元	2024年中国高性能户外服饰市场规模1027亿元/未来6年CAGR约16%
溜溜果园	中国果类零食领军企业及梅产品领导者，聚焦“梅+”战略，产品涵盖梅干零食（如雪梅、清梅）、西梅产品、梅冻及其他梅制品（如梅精软糖、梅茶）	16.16亿元 /yoy+22%	1.48亿元	2024年中国果类零食市场规模520亿元/未来5年CAGR约9%，果冻市场规模310亿元/未来5年CAGR约13%
卡游	中国领先的泛娱乐产品公司，核心业务为集换式卡牌，同时拓展人偶、徽章、文具等多元产品矩阵，覆盖玩具及文具品类，依托70个IP（含69个授权IP及1个自有IP）	100.57亿元 /yoy+278%	44.66亿元 （经调整口径）	2024年中国泛娱乐玩具市场规模1018亿元/未来5年CAGR约16%，其中集换式卡牌市场规模263亿元/未来5年CAGR约11%
八马茶业	中国高端茶市场领导者，核心品牌“八马”覆盖乌龙茶、红茶、黑茶等全品类茶叶，以及茶具、茶食等非茶产品；子品牌“信记号”专注高端年份普洱茶，“万山红”面向年轻消费群体	16.47亿元 /yoy+1%（24Q1-3）	2.08亿元 （24Q1-3）	2023年中国茶叶市场规模3347亿元/未来5年CAGR约5%，其中高端茶叶市场规模1052亿元/未来5年CAGR约6%
不同	聚焦高端育儿市场，核心品牌“BeBeBus”覆盖亲子出行（婴儿推车、儿童安全座椅）、亲子睡眠（婴儿床、睡袋）、亲子喂养（奶瓶、餐椅）及卫生护理（纸尿裤、湿巾）四大场景	8.84亿元 /yoy+58%（24Q1-3）	7360万元 （24Q1-3，经调整口径）	2023年中国育儿产品市场规模1374亿元/未来5年CAGR约5%，其中耐用型育儿产品523亿元/未来5年CAGR约8%，消费型育儿产品851亿元/未来5年CAGR约3%

资料来源：各公司招股书，国金证券研究所；截至2025年6月17日

- 虚拟资产与资产交易平台：随着各国对虚拟资产领域监管框架不断完善，机构入局增加，叠加流动性宽松预期，虚拟资产趋势持续向好。稳定币有望加速Web3.0扩圈，且稳定币相关政策只是大趋势下的一环，未来可以期待更多各地政策出台，建议积极关注。
- 流媒体平台：音乐流媒体平台为内需驱动的优质互联网资产，高性价比悦己消费，规模效应持续驱动盈利杠杆释放，建议持续关注音乐订阅平台。
- 020服务平台强者恒强的趋势加强：5月部分核心城市二手房交易量出现环比负增长；1-5月车后市场进店台次和产值同环比均持续下滑，地产和汽车后市场需求持续收缩下，贝壳和途虎有望在长尾出清的进程中提高市占率。网约车行业均面临供给过剩问题，建议关注掌握流量权的派单平台。
- 咖啡茶饮和电商外卖平台的联动：1-5月，实物商品网上零售额累计同比增速达6.3%，较社零+1.3pct，电商平台增速放缓；竞争激烈，营销费用率提升，大促周期拉长，美团携“即时零售”参与本年618，京东/阿里加码外卖/闪购，流量争夺成为新战场。茶饮咖啡消费弹性大，对于平台拓展成本低，成为外卖大战的重点受益细分赛道。外卖拉动下咖啡茶饮表现上行，4月起部分品牌加速开店；但茶饮行业进入存量阶段，咖啡茶饮赛道竞争激烈，关注后续分化表现。
- K12教培：国家鼓励服务型消费，非学科培训需求旺盛。双减后校外学科类培训机构被强制压减近9成，当前优质合规的非学科产品供给仍然稀缺，看好存量龙头品牌发展。寒假业绩来看龙头表现良好，股东回报提升，建议关注低估值个股机会。

- 地产消费政策效果不及预期风险。若稳定地产、提振消费等政策不及预期，将影响相应行业基本面变化节奏，及市场估值中枢。
- 中美关系变化风险。中美关系变化将影响中概估值及部分中国资产的经营情况。
- 市场成交量低迷。资产交易平台佣金收入直接与市场成交量挂钩，如若市场低迷或将影响业绩。
- 反垄断政策风险。行业龙头市占率持续提升有触碰反垄断法规限制的风险。
- 电商行业竞争加剧风险。目前电商行业竞争激烈，若电商行业竞争及补贴进一步加剧，对公司盈利可能造成较大负面影响。
- 咖啡茶饮补贴退坡风险。咖啡茶饮赛道短期景气度受外卖补贴影响大，补贴退坡或将带来行业消费量减少。
- 教培品牌口碑下滑风险。头部教培机构近两年大规模新开教学点，同时推出较多新产品与服务，若扩张速度超过可承载范围，出现例如新老师培训不到位、网点管理混乱、硬件产品使用效果不佳等问题，造成品牌口碑下滑，将对公司发展造成不利。

特别声明

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

获取更多研究服务，欢迎访问国金研究小程序



最新研报

会议路演

研究专题