



2025扩品类、卡位全球，2026深度经营、品质&心智决胜

海外消费行业年度投资策略

姓名 初敏（分析师） 姓名 李睿娴（分析师） 姓名 程婧雅（分析师） 姓名 叶彬慧（联系人）

证书编号：S0790522080008 证书编号：S0790525020004 证书编号：S0790525070010 证书编号：S0790124070053

邮箱：chumin@kysec.cn 邮箱：liruixian@kysec.cn 邮箱：chengjingya@kysec.cn 邮箱：yebinhui@kysec.cn

摘要

- **悦心：用户基础代际递增的娱乐消费有望持续繁荣。**（1）**IP经济：**Kidult消费力持续释放，全球IP衍生品产业长坡厚雪，依托新媒介、新品类渗透，LABUBU、三丽鸥、Chiikawa等形象IP潮流文化通行全球。国内文化IP工业化能力和海外影响力上行，以东亚-东南亚-澳洲-欧美”为扩张路径，国内潮玩品牌IP/产品/渠道全面输出海外，未来仍将持续渗透中东非/南美等蓝海市场。以构建IP商业化飞轮为核心目标，国内玩家逐步强化上下游联动布局，IP消费迈向内容+商品+服务+体验融合，赛道拥挤度边际提升和精品化趋势愈发明显。上游关注手握海量文化IP资源，打通IP授权、影视化和衍生品商业变现通路的头部平台，**受益标的：阅文集团**；中游关注粉丝沉淀和深耕阶段能够坚守品牌稀缺性、提升跨媒介延展率、持续捕捉风潮变迁的头部玩家，**受益标的：泡泡玛特、布鲁可**。（2）**线下文娱：**现场音乐/体育需求确定性高，供给弹性明显，有望长期跑赢服务消费大盘，**受益标的：携程集团-S、同程旅行、大麦娱乐**。（3）**线上社区：**互联网UGC社区生态持续繁荣，关注构建PUGV内容生态飞轮，用户消费力上行和AI赋能带来商业化效率稳步提升的头部平台，**受益标的：哔哩哔哩**。（4）**自我价值实现：**受益于世俗化和开放程度提升，中东精神娱乐需求迸发，已形成多元产品矩阵，助力未来可持续增长。**受益标的：赤子城科技**。C端付费率提升&出海双轮驱动，美国已超越日本成为公司第二大付费用户国。B端与阿里巴巴合作打开电商营销，美图设计室收入位列中国在线设计赛道第一。**受益标的：美图**。社会结构转型，父母/学生职教观念从“退而求其次”转向“主动选择”，新增针对高中毕业生和本科毕业生的产品，就业率95%解决“摩擦性失业”，**受益标的：中国东方教育**。
- **养身：茶饮：**作为饮品的升级形态，现制饮品在中国及全球都有较大的渗透率提升空间，深耕供应链、产品“高质平价”，蜜雪集团、古茗作为龙头公司享受从产品到消费者再到加盟商的正向经营循环，通过复用加盟商和供应链资源，逐步成长为平台型公司，**推荐标的：蜜雪集团**，**受益标的：古茗**。消费环境/行为变迁，烟火气回归，现炒家常菜受欢迎。健康意识提升，体重管理年，粗粮主食化、主食零食化。**受益标的：小菜园、十月稻田**。
- **美丽：**2025年至今中国化妆品社零增速低于整体社零增速。线上各平台积极调整打法机制，仍有行业增量，抖音在营销、种草、转化、复购等环节均具备优势，随着各品牌加强布局，流量竞争激烈，我们认为精细化运营、提高效率为抖音平台竞争的核心。上美股份新品牌孵化与成长步入良性健康增长通道。主品牌韩束拓品类结构均衡化、抖音平台持续破圈突破平台单品牌天花板。**受益标的：上美股份**。新成分新概念不断涌现，口服美容/保健热度兴起。关注跨境电商布局，品类sku丰富，具备扎实基本功品牌的保健品全产业链集团。**受益标的：金达威**。电商代运营通过扩展品类和发力自有品牌，开启转型之路。以若羽臣、青木科技为代表的企业迎来新的成长期。**受益标的：青木科技、若羽臣**。
- **全球化：**受益于世俗化和开放程度提升，中东精神娱乐需求迸发。2024年赤子城科技超过60%收入来自中东北非市场，该部分收入增速超60%。目前已形成多元产品矩阵，助力未来可持续增长。**受益标的：赤子城科技**。C端付费率提升&出海双轮驱动，2025H1美图整体付费率提升至5.5%，美国已超越日本成为公司第二大付费用户国。B端与阿里巴巴合作打开电商营销，美图设计室收入位列中国在线设计赛道第一。**受益标的：美图**。关注出海履约端布局，极兔把握海外电商发展机遇，迎快速成长期。2025Q3东南亚包裹量20亿件/yoy+79%，加速增长。**受益标的：极兔速递**。关注海南自贸港封关政策落地打造对外开放标的。**受益标的：中国中免**。
- **风险提示：**国内及全球宏观经济波动；项目落地不及预期；零售不及预期；新进入者或已有竞争者带来的行业竞争加剧等。

目录

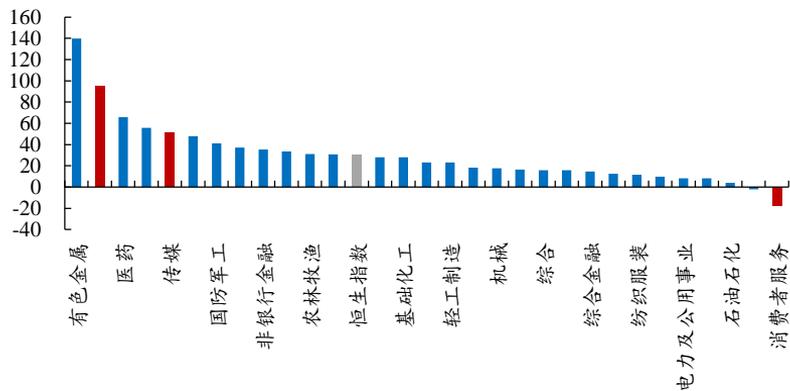
CONTENTS

- 1 板块复盘：港股新消费龙头破圈，互联网核心资产价值回归
- 2 悦心：精神文明与技术变革同步兴起，看如何双向奔赴
- 3 养身：卡位健康化品类+供应链根基，打开新食饮新蓝海
- 4 美丽：小众品种突围，多品牌+出海策略并举弯道超车
- 5 新战略：把握海南封关、闪购、电商出海战略性布局机遇
- 6 受益标的盈利预测与估值
- 7 风险提示

1.1 行情复盘：港股新消费龙头破圈，互联网核心资产价值回归

- 截至10月24日，2025年中信港股通消费者服务/商贸零售/传媒板块指数-17.34%/+94.61%/+50.98%，在中信港股通一级行业中排名第2/5/30。
- 2025年政策面/资金面/基本面共振下港股板块迎来强劲估值修复，一是全球降息周期，外资、南向资金大规模净流入；二是AI突破、市场风格切换带动腾讯、阿里、快手等港股互联网等核心资产价值重估；三是IP潮玩/茶饮/美妆板块新消费龙头基本面向好带来结构性行情。消费者服务板块整体走弱主要系权重股股价大幅下修，板块内部细分赛道表现分化明显，其中美团即时零售业务竞争边际加剧拖累股价表现，博彩/教育龙头表现较优。

图1：2025年消费者服务/商贸零售/传媒板块涨幅排名第2/5/30



数据来源：Wind、开源证券研究所（单位：%）

图2：2025年至今中信港股通商贸零售/传媒板块跑赢恒生指数
17.34%/+94.61%/+50.98%



数据来源：Wind、开源证券研究所（单位：%）

1.1 行情复盘：港股新消费龙头破圈，互联网核心资产价值回归

- 2025年前三季度南向资金累计流入11324亿元，主要流入银行/医药/商贸零售/非银/石油石化等行业；消费领域中商贸零售/传媒/消费者服务板块南向资金分别流入1203、554、545亿元，其中南向资金港股通持股占比较2024年底分别+2.3%/+0.8%/-0.9%。
- 2025年三季度阿里巴巴、美团、腾讯、哔哩哔哩、快手等国内核心互联网科技资产南向资金流入金额排名靠前；IP潮玩龙头泡泡玛特、名创优品股价回调幅度较大，资金净流出居前。

图3：2025Q3阿里巴巴、美团、腾讯控股、bilibili、快手港股通流入金额较大

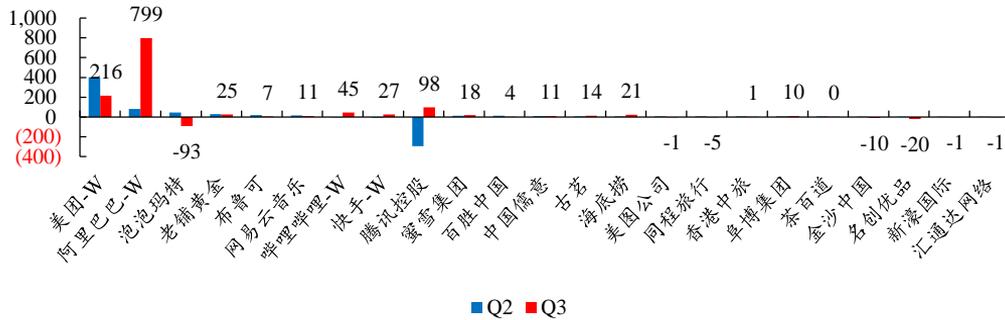
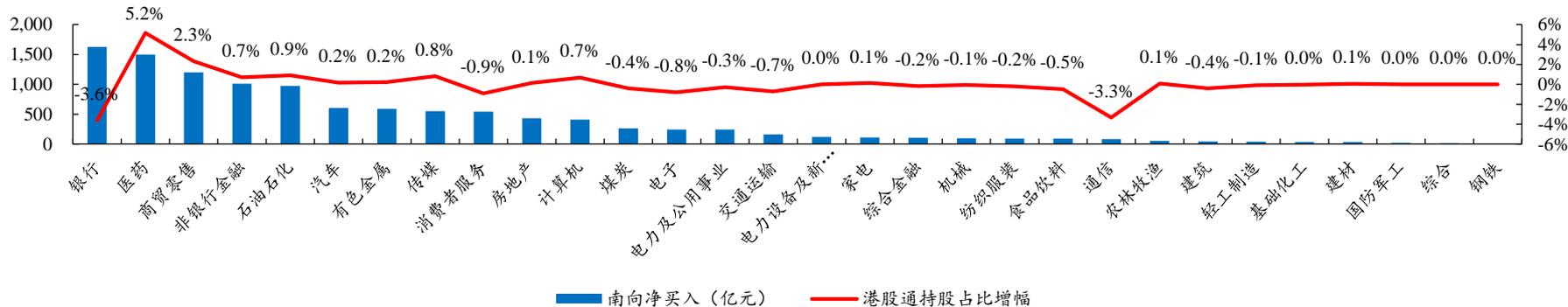


图4：2025年前三季度南向资金流入规模银行/医药/商贸零售排名领先

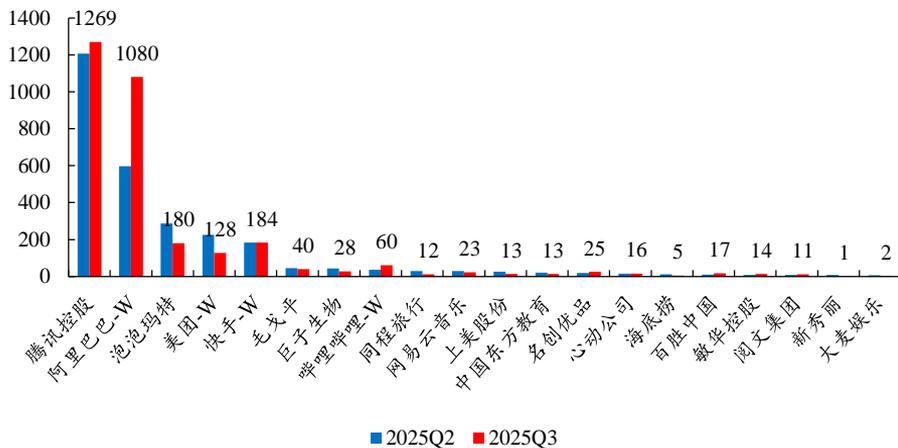


数据来源：Wind、开源证券研究所（单位：亿元，个股港股通南向资金净流入额由区间流入量和成交均价计算所得）

1.2 个股持仓：Q1港股通持仓环比提升，子赛道龙头配置价值突出

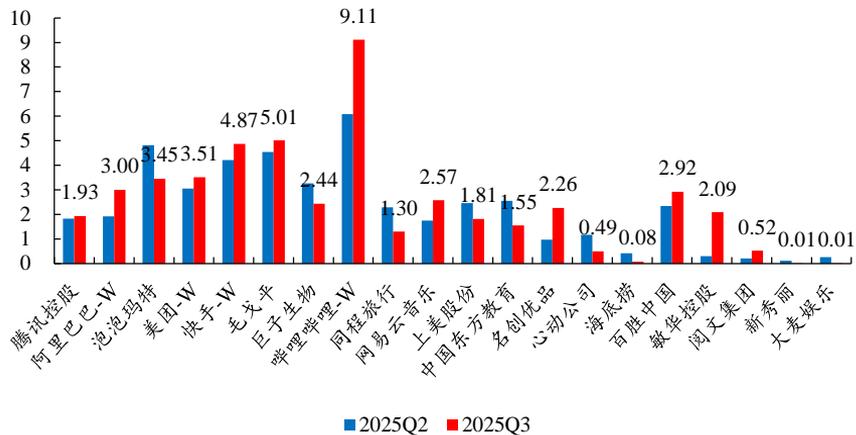
- 我们选取Wind开放式基金分类下的股票型基金和混合型基金中的偏股、平衡、灵活配置型基金，作为主动偏股型公募基金样本对TOP20港股通消费板块标的进行持仓分析：（1）2025Q3腾讯、阿里、哔哩哔哩等互联网资产重仓基金数量环比增长明显,基金持仓占比环比 2025Q2 有较明显提升；（2）2025Q3腾讯、阿里、快手、哔哩哔哩等重仓基金持股比例随增持基金增加增幅明显，美团、毛戈平、网易云音乐重仓基金数量环比下降但持股比例仍有提升，一定程度反映机构投资者对公司长期成长和市场格局边际变化的观点分歧。

图5：2025Q3腾讯、阿里、哔哩哔哩重仓基金数量增加



数据来源：Wind、开源证券研究所（单位：只）

图6：2025Q3腾讯、阿里、美团、快手、毛戈平、哔哩哔哩、网易云音乐重仓基金持股占流通股比例提升



数据来源：Wind、开源证券研究所（单位：%）

目录

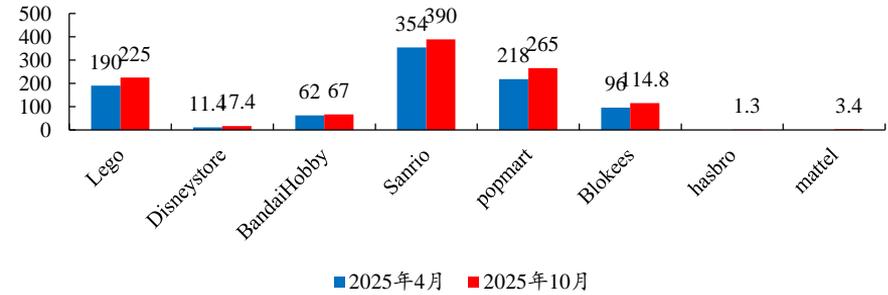
CONTENTS

- 1 板块复盘：港股新消费龙头破圈，互联网核心资产价值回归
- 2 悦心：精神文明与技术变革同步兴起，看如何双向奔赴
- 3 养身：卡位健康化品类+供应链根基，打开新食饮新蓝海
- 4 美丽：小众品种突围，多品牌+出海策略并举弯道超车
- 5 新战略：把握海南封关、闪购、电商出海战略性布局机遇
- 6 受益标的盈利预测与估值
- 7 风险提示

2.1 IP玩具：Kidult消费力持续释放，“系统性”成就长青品类

- **IP视角**：本轮全球IP玩具消费高峰核心来自于代际成长，受80-00年代兴起的欧美影视/日本动漫等内容IP熏陶的一代人逐步成长为社会消费主力，基于怀旧、收藏动机消费推动，并通过代际传递将此类IP消费文化至低年龄段群体，表现在儿童IP玩具和青少年谷子产品市场逐步升温。
- **快迭代、强互动的符号化潮流IP**借助TIKTOK、INS等新社交媒体脱颖而出，依托直播电商场景系列化SKU形成小爆款，LABUBU、Hello Kitty、Chiikawa潮流文化通行全球，泡泡玛特、三丽鸥品牌影响力跃升。

图9：三丽鸥、泡泡玛特Tiktok官号粉丝数大幅领先



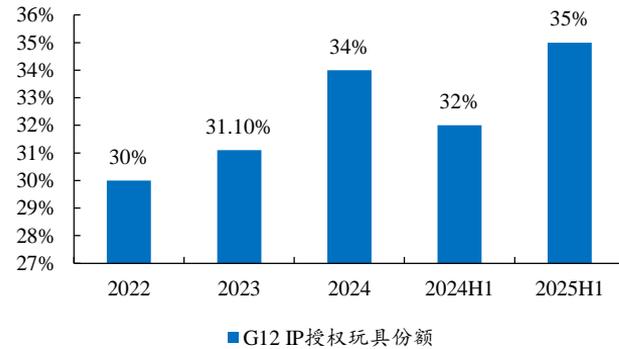
数据来源：各品牌Tiktok官方账号、tokcount、开源证券研究所（单位：万）

图10：预计2027年全球IP玩具市场规模达6620亿元



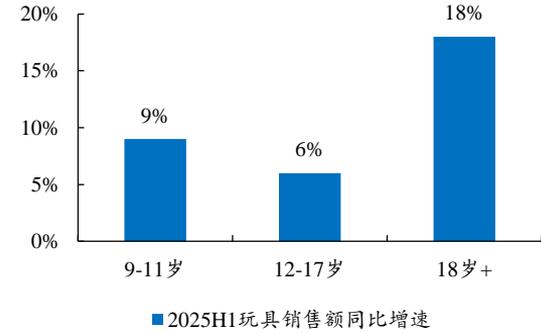
数据来源：乐自天成招股书、The Japanese Toy Association、开源证券研究所

图11：欧美G12国家IP授权玩具份额逐年提升



数据来源：Circana、开源证券研究所

图12：2025H1美国18岁以上年龄段玩具销售同比+18%

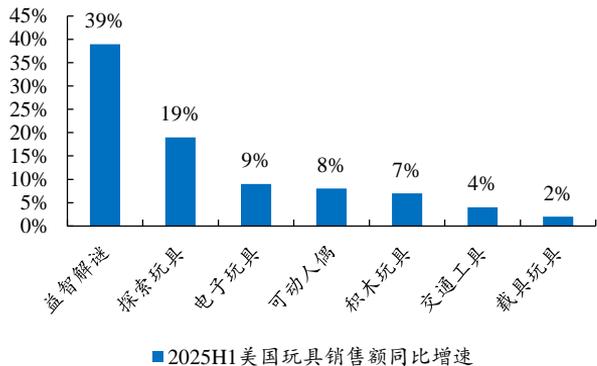


数据来源：Circana、开源证券研究所

2.1 IP玩具：Kidult消费力持续释放，“系统性”成就长青品类

- **品类视角：**传统玩具龙头通过拼搭玩具（积木/拼装模型）、TCG卡牌（宝可梦/万智牌）、车辆模型（风火轮）等具备持续运营和深度社区互动特性的**游戏类产品**，通过构建一套循环激活互动欲望的玩家生态系统，表现出超越传统玩具业务的增长韧性，**关键挑战在于维持核心系统的稳定性和创新性。**
- 以美泰王牌IP“风火轮”，IP平台化战略下持续输出品牌联名/主机游戏/线上综艺/线下赛事等跨媒介内容，不断焕活Kidult用户资产支撑品牌迎来第二春（根据美泰业绩会，成年风火轮玩家已超过1亿人），销售额连续8年高景气成长且未见颓势，印证了企业多部门协同规划能够平滑IP周期。

图13：TCG卡牌/拼搭玩具持续跑赢市场



数据来源：Circana、开源证券研究所

图14：乐高、高达、TCG、风火轮构建高度互动的玩家生态系统



乐高IDEAS



万代高达GBWC



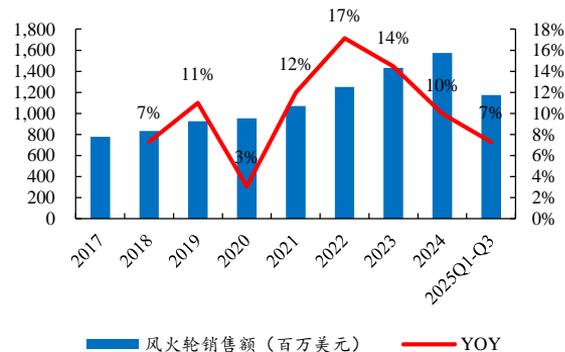
风火轮挑战赛



宝可梦大师赛

资料来源：乐高官网、万代GBWC官网、风火轮公众号、宝可梦大集结公众号

图15：风火轮销售额连续8年正向增长

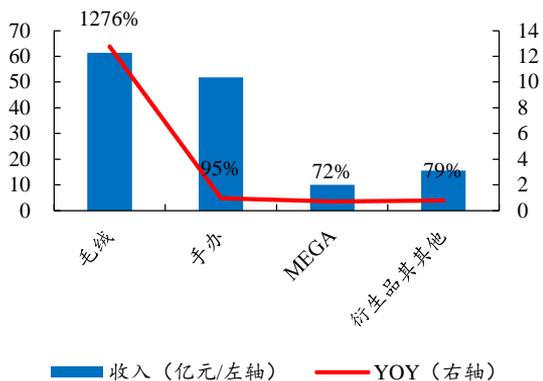


数据来源：美泰公司公告、开源证券研究所

2.1 IP玩具：Kidult消费力持续释放，“系统性”成就长青品类

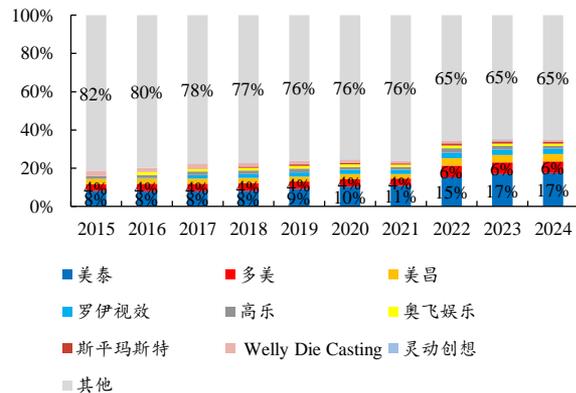
- **品类视角：国内龙头主动引领新兴品类。**依托国内供应链，国内IP产业设计、开发人才红利释放，产品工艺精细度、设计感进步同时，在玩具品类创新逐步收获一席之地，搪胶毛绒、积木人、AI玩具等新兴品类引领潮流并成功向海外输出。
- 泡泡玛特在毛绒经典载体上添加搪胶独特工艺创新，保留表情细节又具备治愈属性，可观赏可互动，为P诠释注入全新风格，2025H1泡泡玛特毛绒类产品收入同比增长1276%。
- 布鲁可积木人拼搭设计系统外延高性价比拼装小车产品线，结合变形金刚/奥特曼/蝙蝠侠等热门IP形成差异化竞争，海外社媒预告获海外粉丝好评，有望成为车模市场新势力。

图16：2025H1泡泡玛特毛绒产品收入同比+1276% 图17：布鲁可积木车新品预告获海外粉丝好评



资料来源：Instagram

图18：美泰、多美领跑中国车辆模型市场



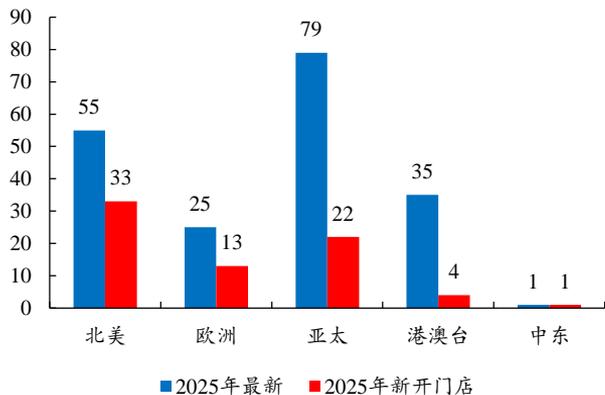
数据来源：欧睿、开源证券研究所

数据来源：泡泡玛特公告、开源证券研究所

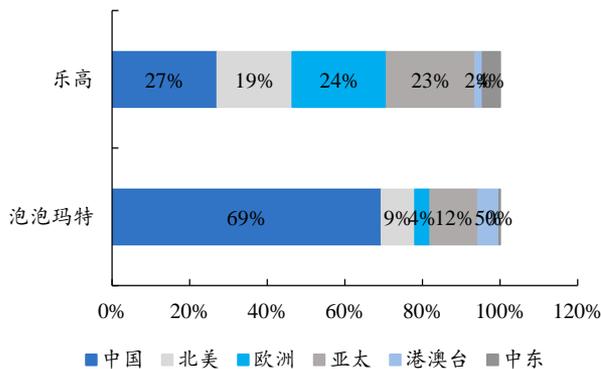
2.1 IP玩具：潮玩龙头经纬全球，南美/中东新兴潮玩市场可期

- **区域视角：**国内潮玩出海已成确定趋势，以先锋泡泡玛特为例，以“东亚-东南亚-澳洲-欧美”为门店扩张路径逐步辐射全球，并在东南亚、欧美、东亚先后完成需求验证，截至2025年11月1日，泡泡玛特北美/欧洲/亚太/港澳台落地门店55/25/79/35家。对比客群、线下渠道相似度较高的乐高，根据其官网各国门店分布，泡泡玛特欧洲/美洲/中东线下开店空间仍足。
- **中东非/南美等新兴市场存在可观渗透空间。**10月27日泡泡玛特中东地区首家门店亮相卡塔尔多哈机场，正式进军中东线下市场。根据欧睿，2024年中东非/南美潮玩市场份额为4.4%/9.9%，预计2025年潮玩市场规模分别达到41.4/18.9亿美元，对比乐高在中东/非洲/南美门店数量28/50家，渗透空间仍广阔。

图19：截至11月日泡泡玛特海外门店达196家（不包含快闪） 图20：对比乐高泡泡海外门店比例仍较低

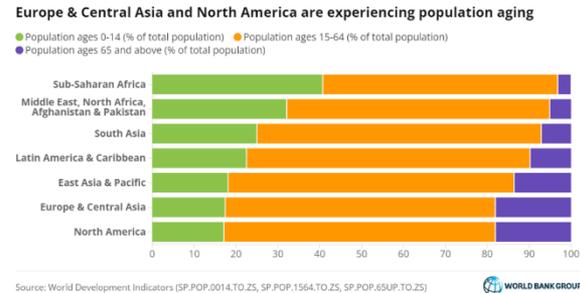


数据来源：泡泡玛特公告、Instagram、开源证券研究所



数据来源：乐高官网、泡泡玛特公告、Instagram、开源证券研究所

图21：南美人口结构偏向年轻化

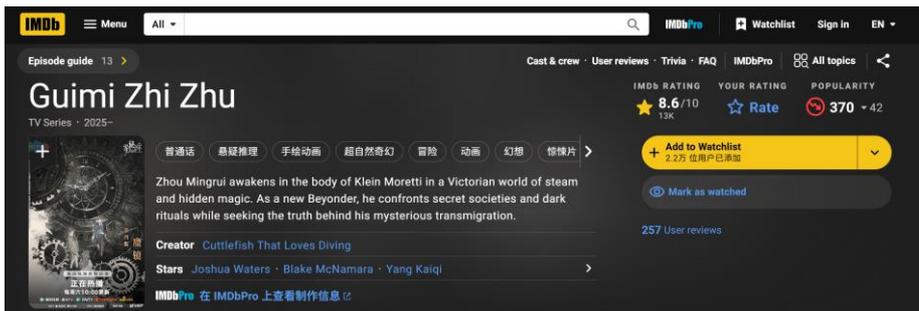


资料来源：世界银行官网

2.2 IP产业：国内产业链迈入下半场，构建IP可持续性飞轮

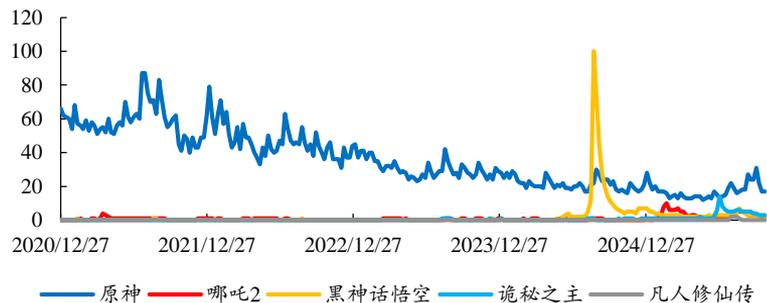
- 上游国产IP产业崛起。当前影视市场正经历规模收缩与中小厂商淘汰，精品化趋势愈发明显，但经过市场筛选的优质作品经过口碑发酵形成现象级爆款，近年二游《原神》（米哈游）、3A《黑神话》（游科）、电影《哪吒2》（光线）、国漫《凡人修仙传》（B站）、国漫《诡秘之主》（阅文）等国产ACG作品均获得巨大商业成功，且在国际市场取得不俗影响力，代表国内网文、游戏、影视内容向IP开发工业化实力逐步成熟和中国文化全球地位提升。
- 此外国产IP衍生品开发体系同步趋向成熟。以《哪吒2》为视角，通过“电影未映、周边先行”的全品类多元授权实现衍生品销售增长，标志内容IP开发从IP授权+供应链管理+用户运营+渠道建设的全周期全产业链体系完整建立。关注手握丰富IP资源，打通IP授权、IP影视化和IP衍生品商业变现通路的头部平台。受益标的：阅文集团、阿里鱼。

图22：阅文新作《诡秘之主》全球同步播出IMDB评分8.6



资料来源：IMDB

图23：近年国产IP取得较强的全球影响力

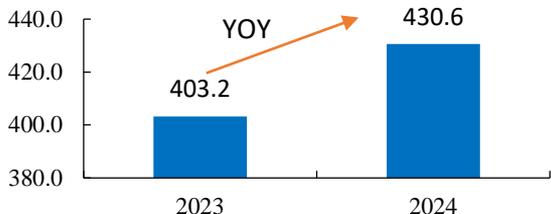


数据来源：Google搜索指数、开源证券研究所

2.2 IP产业：国内产业链迈入下半场，构建IP可持续性飞轮

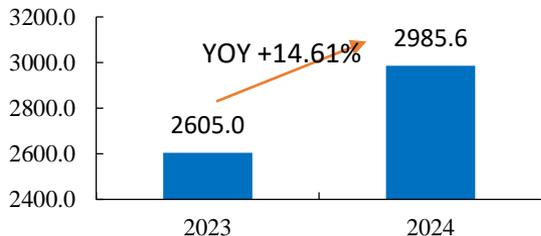
- **谷子、短剧等多模态开发网文IP价值倍增，关注中国IP文化出海。**根据中国社科院截至2024年底，中国网络文学阅读市场规模达430.6亿，同比增长6.8%，网络文学IP市场规模大幅跃升至2985.6亿元，同比增长14.6%，网文用户数量达5.75亿，同比增长10.58%。
- **经典作品爆款势能叠加，IP开发模式持续扩容。**根据中国社科院发布的《2024中国网络文学发展研究报告》，2024年中国“谷子经济”市场规模达1689亿元，同比增长40.63%。2024年中国微短剧市场规模达504.4亿元，同比增长34.9%。
- **全球化持续性突破，AI助力网文“直达全球”。**截至2024年底，中国网文海外用户达到3.52亿人，市场规模为50.7亿元，海外兴起“C-Drama”热潮。

图24：2024年中国网络文学阅读市场规模达430.6亿元，同比增长6.8%



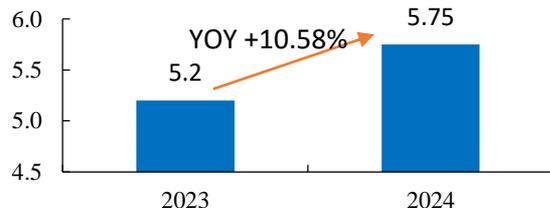
■ 中国阅读市场规模 (亿元)

图25：2024年中国网络文学IP市场规模达2985.6亿元，同比增长14.61%



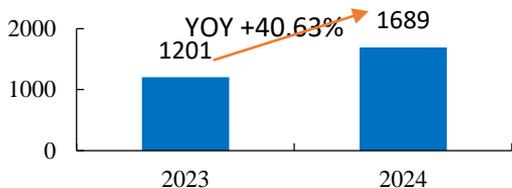
■ 中国网络文学IP市场规模 (亿元)

图26：2024年中国网络文学用户规模达5.75亿人，同比增长10.58%



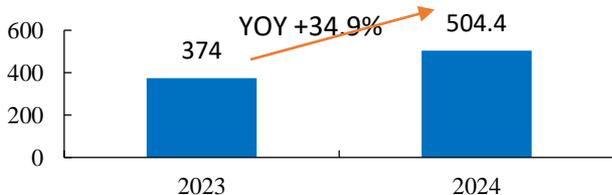
■ 网络文学用户规模 (亿人)

图27：2024年中国“谷子经济”市场规模达1689亿元，同比增长40.63%



■ 谷子经济市场规模 (亿元)

图28：2024年中国微短剧市场规模达504.4亿元，同比增长34.9%



■ 微短剧市场规模 (亿元)

图29：截至2024年底，中国网文海外用户达到3.52亿人，市场规模为50.7亿元



2.2 IP产业：国内产业链迈入下半场，构建IP可持续性飞轮

- 复盘迪士尼/三丽鸥/乐高成功经验和FUNKO失败教训，长青IP如何跨越周期：（1）品牌稀缺性是核心资产，坚守核心品牌价值（如泡泡玛特的艺术性和商业化平衡、布鲁可拼装生态系统），平台规模未必带来边际变强，适当做减法。（2）IP运营是参与性系统，单IP走红起步往往相似，不可避免呈现周期性兴衰，跨媒介输出工具箱丰富度却决定差异化的曲线走势。（3）粉丝沉淀和深耕阶段的推新目标应由泛化SKU转向更高的单SKU生命周期收益，并在有限约束中平衡头部资源供给（类似艺人经济）。（4）品类上保持持续创新，与长青品类高度绑定也有助于熨平周期。

图30：潮玩赛道重点玩家跟踪要点

P品牌长尾IP、新品类能否复刻LABUBU成功？

- ✓ **超级IP生命周期**：盲盒本身非短暂风潮，关注超级IP的跨媒介延展率，乐园/门店验证，动画、游戏长尾尚
- ✓ **束腰IP梯队扩容**：星人人跻身头部IP，精简SKU形成“常青系列+年度旗舰爆款”双轨制以沉淀核心粉丝。
- ✓ **新品类存预期差**：积木/饰品/小家电大爆款未形成，创新仍需持续。
- ✓ **供应链和渠道协同**：严防抢购/发货/质控等偶发瑕疵演变为高频问题，消耗消费者兴趣。



「泡泡玛特旗下IP形象、品类、系列迭代」

资料来源：泡泡玛特公众号、开源证券研究所

B品牌跨IP人群产品跑通？

- ✓ **跨IP品类渗透不易**：头部IP贡献趋稳，腰尾部IP拼搭产品全球渗透潜力仍需检验。
- ✓ **产品力并未动摇**：设计体系持续打磨，赛道龙头地位仍较稳固
- ✓ **坚守用户运营基因**：BFC运营渗透全球，全球创作赛热度上行，用户品牌心智较强。
- ✓ **小车品类**：设计体系持续打磨，赛道龙头地位仍较稳固

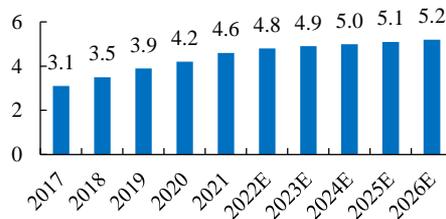


「布鲁可BFC社区」

资料来源：布鲁可CLUB小程序、开源证券研究所

跨界小品牌能否顺利突围？

- ✓ **如何拒绝过度消费IP**：多数原创IP SKU短库龄属性，消费者审美阈值提高后，不具备多年“长尾引擎”。
- ✓ **产品同质化较高，IP端错峰竞争**：内容IP呈现高价值、短周期特征，不具备版权独占下陷入通知化竞争，关注后发品牌差异化IP获取。
- ✓ **长期看仍长坡厚雪**：泛二次元产业随代际更替和悦己消费崛起，受众规模和消费能力仍将稳步上行。



「中国泛二次元用户规模（亿人）」

资料来源：灼识咨询、开源证券研究所

2.3 线下文娱：弱周期性的可选消费，音乐/体育生态优势突出

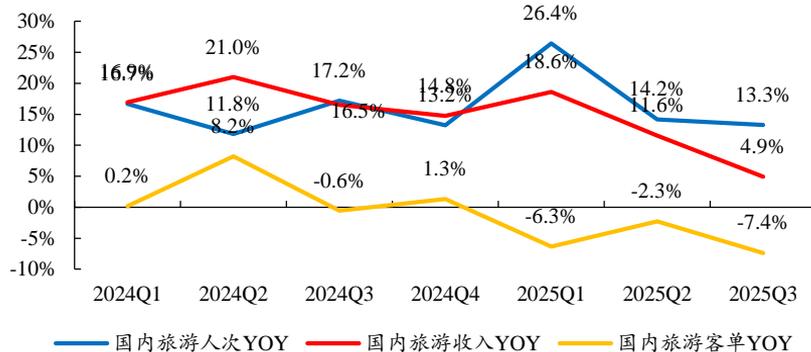
- 旅游经济：2025年Q1-Q3国内旅游人次/收入/客单分别同比+18%/+11.5%/-5.5%，量价分化态势显著：**（1）居民淡旺季出行意愿较强但近程休闲比例提升，长线出行指标（铁路/民航）收敛至个位数增速。（2）公商务差标约束叠加酒旅供给侧竞争弱化价格端表现，预计至2025Q4后基数压力边际减小。**受益标的：携程集团-S、同程旅行。**
- 现场音乐/体育：镜鉴美国，现场音乐/体育表演成长持续跑赢各类线下娱乐消费，且在经济下滑时期展现较强韧性，本质是粉丝经济由线上向线下场景延伸，多数供给具备跨代际属性，需求侧确定性高。国内音乐/体育产业属于供方市场，艺人/赛事/场馆供给侧仍存缺口，随配套政策完善和市场培育，看好未来长期成长潜力。**受益标的：大麦娱乐。****

表2：1990-2024年美国核心线下娱乐方式消费者支出规模分阶段CAGR

	1990-2000	2000-2010	2010-2019	2019-2024
游乐园	5%	6%	12%	5%
影院	10%	4%	1%	1%
现场音乐	13%	10%	4%	5%
表演性体育	13%	5%	5%	8%
博物/图书馆	12%	5%	8%	6%
赌博彩票	14%	5%	3%	7%
打包旅行	8%	7%	9%	5%

数据来源：美国经济分析局、开源证券研究所

图31：2025Q3国内旅游人次/收入/客单同比+13.3%/+4.9%/-7.4%



数据来源：文旅部、开源证券研究所

表3：2025年国内演唱会市场保持高景气度

	M1	M2	M3	M4	M5	M6	M7	M8	M9	M10
演唱会										
票房(亿元)	5	3.4	12.96	19.45	32.56	26.74	29.41	35.09	23.46	29.26
yoy	9%	201%	48%	42%	45%	42%	51%	34%	2%	100%
场次(场)	964	676	1608	1596	1989	1533	1484	1798.0	2024.0	1673.0
yoy	-4%	46%	53%	39%	10%	-8%	12%	0%	36%	5%
观演人次(万人)	65.2	42.4	197.7	286.3	456.5	377	400.7	460.9	295.0	399.0
yoy	-9%	110%	18%	16%	42%	58%	38%	32%	-3%	99%
场均观众(人)	676	627	1229	1794	2295	2459	2700	2563	1458	2385
yoy	-9%	110%	18%	16%	42%	58%	38%	33%	-29%	89%
票价	618	819	804	775	762	726	747	761.34	795.12	733.32
yoy	24%	-2%	-18%	-12%	-6%	-2%	-2%	1%	6%	0%

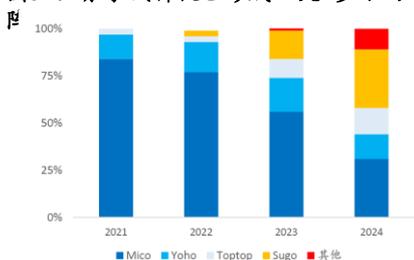
数据来源：灯塔专业版、开源证券研究所

2.4

娱乐工具：中东改革后精神娱乐需求蓬勃，AI时代工具为创作插上翅膀

- 受益于世俗化和开放程度提升，中东精神娱乐需求迸发。预计2024-2928年中东北非社媒市场规模增速CAGR将达到20.7%，是全球增速最快的市场之一。2024年赤子城科技超过60%收入来自中东北非市场，该部分收入增速超60%。目前已形成多元产品矩阵，助力未来可持续增长。**受益标的：赤子城科技。**
- AI时代工具类应用迎新生，全方位重塑美国C端和B端产品发展。C端付费率提升&出海双轮驱动，2025H1公司整体付费率提升至5.5%，美国超越日本成为付费用户数第二大市场。B端与阿里巴巴合作打开电商营销，2024年美国设计室收入超2亿元，位列中国在线设计赛道第一。**受益标的：美图。**

图32：赤子城科技已形成四大+多小的APP矩阵



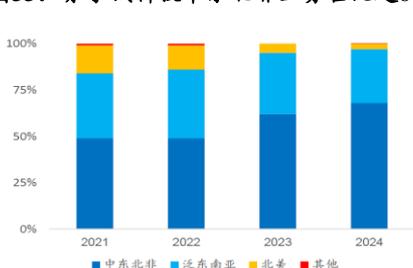
数据来源：赤子城科技业绩会PPT

图36：美图业务分为生活场景和生产工具，产品矩阵覆盖图像、视频、设计、营销多赛道



数据来源：美图业绩会PPT

图33：赤子城科技中东北非业务占比超60%



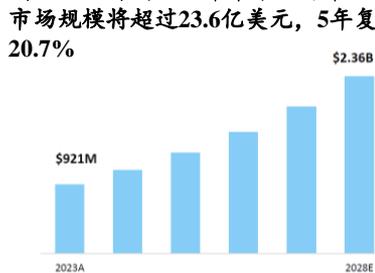
数据来源：赤子城科技业绩会PPT

图37：截至2025H1美国全球付费用户数约1540万，美国成为付费数第二大市场



数据来源：美图业绩会PPT

图34：预计到2028年中东北非市场社交媒体



数据来源：赤子城科技业绩会PPT

图35：中东“有钱有闲”，社交娱乐市场规模将超过23.6亿美元，5年复合增速达需求旺盛



数据来源：赤子城科技业绩会PPT

图38：美图设计室已成为中国在线设计市占第一



数据来源：美图业绩会PPT

2.4 娱乐工具：大模型助力而非“吞噬”，用户心智+产品创新共筑壁垒

- 创作者生态繁荣，AI驱动下全球创意云（图像、视频类软件云服务）市场呈现出强劲的增长态势。随网络文学、短视频、直播带货、知识付费的等数字内容产业规模快速扩容，2024年6月，内容平台活跃创作者规模同比增长62%，其中微信视频号与抖音平台增速较快，微信视频号平台活跃创作者规模近2024年同期3倍，创作者产出内容规模整体同比增长34%。根据Adobe统计，全球约有9亿传播者用户。根据Adobe的预测，从2024年到2027年，全球创意云市场规模预计将从630亿美元大幅跃升至910亿美元，复合年均增长率（CAGR）达13%。
- Nanobanana等图像类大模型迭代加速Canva增长，用户心智为王。根据Xsignal数据，2025年7-9月Canva APP端用户增长12.37%，Web端用户增长17.3%，分别达到2.18亿和3.23亿。从结果来看，AI大模型在图像、视频方面的快速迭代加速了人民对于AI设计工具的使用，利好掌握强用户心智和产品持续创新的AI设计龙头。

图39：预计2027年全球创意云市场规模将增长至910亿美元，CAGR为13%

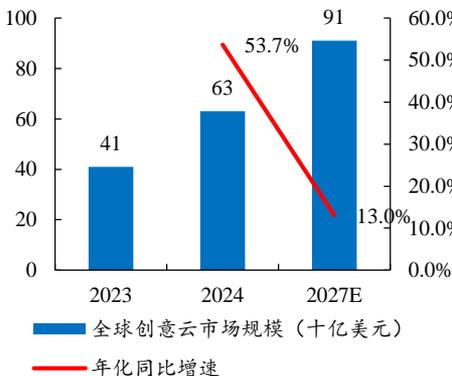
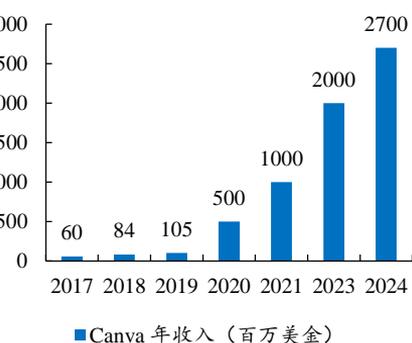


图40：2024年Canva收入达到27亿美金，2017-2024年CAGR为72.26%



数据来源：Adobe公司公告、DemandSage、Xsignal、开源证券研究所

图41：2025年7-9月Canva APP端用户增长12.37%，Web端用户增长17.3%



图42：美图公司在国内图像编辑赛道始终保持第一，拥有强用户心智



数据来源：美图公司业绩会ppt

数据来源：Adobe公司公告、DemandSage、Xsignal、开源证券研究所

2.4 娱乐工具：精神文明与技术革命双向奔赴，全球AI广告服务商高增

AI驱动下重视社交、游戏行业的广告业务高增。我们认为相较于电商、零售等板块的广告业务，精神娱乐相关板块的渠道分发能力和用户增长及留存能力更强，AI时代下通过丰富的语料和社交行为，精准的匹配消费者与商品、广告主与up主，达到高点击、高转化。Reddit、AppLovin 等平台收入增速超70%（2025Q2分别达77.69%、77.04%），Meta也实现21.80%的高增长，反映AI对广告精准度和转化效率的显著提升。

图43：AI赋能下全球社交软件龙头Meta广告业务加速

广告业务收入规模					
	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3
Meta (亿美元)	403.2	473.0	419.0	471.5	507.7
Reddit (亿美元)	3.5	4.3	3.9	5.0	5.8
哔哩哔哩 (亿元)	20.9	23.9	20.0	24.5	
Applovin (亿美元)	12.0	13.7	14.8	12.6	
汇量科技 (亿美元)	4.2	4.5	4.4	5.0	

广告业务收入季度同比增速 (YOY)					
	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3
Meta	18.81%	21.16%	16.35%	21.80%	25.92%
Reddit	67.87%	71.26%	61.49%	77.69%	67.91%
哔哩哔哩	27.85%	23.82%	19.72%	20.19%	
Applovin	38.64%	44.01%	40.25%	77.04%	
汇量科技	54.60%	62.61%	45.83%	48.00%	

利润率					
	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3
Meta (主营业务OPM)	54.0%	59.9%	51.9%	53.0%	49.2%
Reddit (Adj.EBITDA margin)	27.0%	36.1%	29.4%	33.4%	40.3%
哔哩哔哩 (non-GAAP OPM)	3.7%	6.0%	4.9%	7.8%	
Applovin (Adj.EBITDA margin)	60.2%	61.8%	67.7%	80.9%	
汇量科技 (经调整净利率)	2.6%	5.9%	5.0%	3.2%	

图44：AI广告公司DAU和ARPU值均保持较高增速，“用户增长+变现效率”共振

用户数量 (DAU, 单位: 亿人)					
	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3
Meta	32.9	33.5	34.3	34.8	35.4
YOY	4.78%	5.02%	5.86%	6.42%	7.60%
Reddit	0.97	1.02	1.08	1.10	1.16
YOY	47.27%	39.12%	30.71%	21.05%	19.34%
哔哩哔哩	1.07	1.03	1.07	1.09	
YOY	7.73%	7.23%	10.34%	9.00%	

广告业务ARPU值 (单位: 美元/元)					
	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3
Meta	12.29	14.25	12.36	13.65	14.46
YOY	12.44%	15.57%	10.36%	14.80%	17.66%
Reddit	3.58	4.21	3.63	4.53	5.04
YOY	14.01%	23.10%	23.47%	47.08%	40.78%
哔哩哔哩	19.57	23.19	18.67	22.38	
YOY	22.83%	20.33%	14.57%	12.06%	

- **社会结构转型，父母/学生职教观念从“退而求其次”转向“主动选择”。**根据国务院数据，2025届全国高校毕业生规模预计达1222万人，是当前需要重点支持的就业群体。智联招聘报告显示，2024年仅55.5%的毕业生选择单位就业，较2023年下降2.1个百分点。“学历溢价”减弱、“技能溢价”凸显。
- **新增针对高中毕业生和本科毕业生的产品，就业率95%解决“摩擦性失业”。**以新东方烹饪学院为例，15个月课程设计中 80% 课时用于实训教学和考核，聚焦实操能力提升，让学生在反复练习中掌握扎实厨艺。这种培养模式成效显著，根据其招生简章，毕业生在 3 - 5 年后月薪可达 8000 - 10000 元左右，体现出市场对其技能水平的认可。同时就业导向班溢价明显，企业定制班5个月学制的月均学费达 7720 元，远高于三年制的 1288 元。2024年中国东方教育一年以上两年以下课程新生人数同比增长70%。**受益标的：中国东方教育。**

图45：2024届55.5%的高校毕业生选择单位就业，较2023届下降2.1个百分点

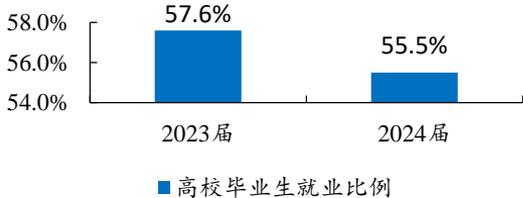


图47：中国东方教育旗下学院就业率在95%左右

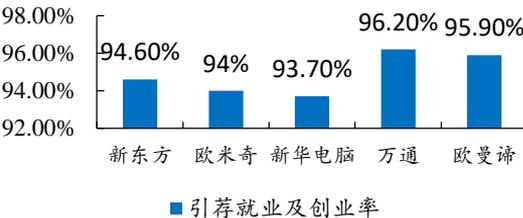


图46：新东方烹饪毕业生预计毕业3-5年后月薪在8000-10000元左右

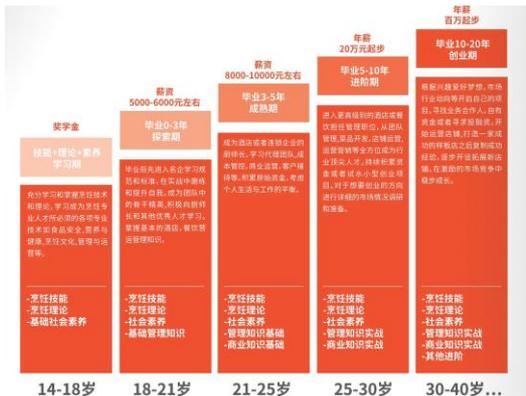


表3：顺应职教需求，中国东方教育新推一年以上两年以下课程2024年新生人数同比增长70%

课程	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%

表4：新东方烹饪（广州）5个月企业定制班月均学费达7720元，远高于三年制的1288元

课程	学制	学费 (不含住宿费)	月均学费
新东方烹饪学校			
中餐	厨王全科班	58800	3920
西点	西点精英班	42580	3550
	西点企业定制班	38600	7720
中餐	中式烹调师	46350	1288

目录

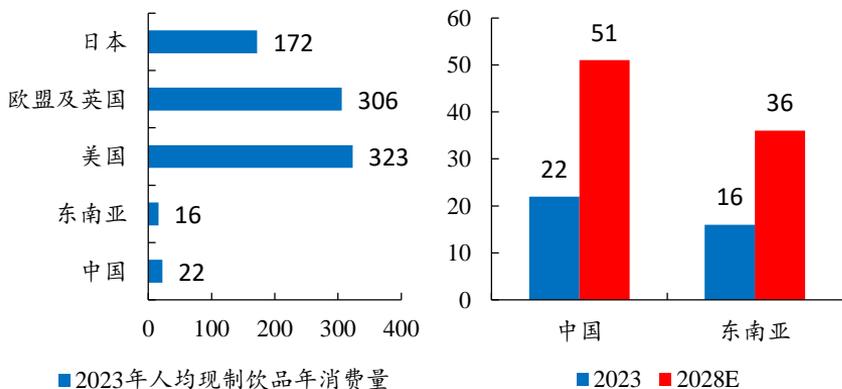
CONTENTS

- 1 板块复盘：港股新消费龙头破圈，互联网核心资产价值回归
- 2 悦心：精神文明与技术变革同步兴起，看如何双向奔赴
- 3 **养身：卡位健康化品类+供应链根基，打开新食饮新蓝海**
- 4 美丽：小众品种突围，多品牌+出海策略并举弯道超车
- 5 新战略：把握海南封关、闪购、电商出海战略性布局机遇
- 6 受益标的盈利预测与估值
- 7 风险提示

3.1 养身：以东方茶，会世界友

- 中国现制饮品渗透率低，仍在发展快车道。据蜜雪招股书，2023年中国人均现制饮品年消费量仅为22杯，东南亚为16杯，显著低于其他市场（美国323杯，欧盟及英国306杯，日本172杯）。中国人均现制茶饮年消费量预计将从2023年的约22杯提升到2028年的约51杯，带动中国现制饮品市场终端零售额快速增长。
- 国内外卖快速渗透，带动现制饮品便利性追赶甚至超越瓶装饮料。2025年1-9月，蜜雪冰城国内单店店效同比增长16.1%，古茗同比增长10.2%，瑞幸同比增长12.6%。
- 加盟商盈利增加拉动开店，蜜雪门店数量达到41120家，古茗12413家。

图48：2022年英国茶叶人均消费量1.5千克（单位：千克/年/人）



数据来源：蜜雪冰城招股说明书、开源证券研究所

表5：蜜雪冰城国内门店突破4万家、古茗达到1.2万家，1-9月蜜雪、古茗单店店效分别同比增长16.1%和10.2%

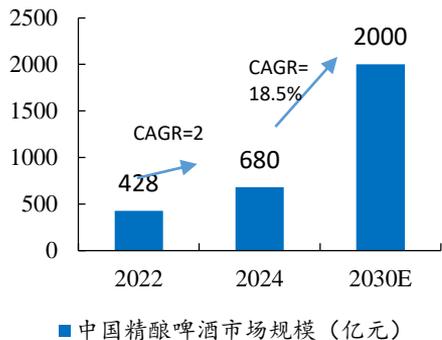
年份	门店数量 (单位: 家)														
	茶饮					咖啡									
	蜜雪冰城	甜啦啦	古茗	茶百道	沪上阿姨	喜茶	奈雪的茶	霸王茶姬	茉莉奶白	爷爷不泡茶	幸运咖	库迪咖啡	瑞幸咖啡	星巴克	星巴克臻选
2024H1	33622	5171	9851	7897	8495	4388	1807	6181	1011	1316	3329	9289	22128	6792	804
202501	33386	5210	9902	7589	8545	4380	1777	6403	1146	1527	3050	9838	21061	6828	805
202502	34672	5164	9843	7683	8469	4337	1748	6412	1150	1557	3315	9894	22155	6829	806
202503	35704	5013	9860	7497	8422	4300	1697	6422	1128	1605	3573	9717	23134	6913	806
202504	38365	5096	10204	7614	8531	4280	1668	6594	1295	1787	3847	10141	24078	6966	808
202505	38791	5271	10597	7678	8642	4267	1659	6706	1441	1912	4175	10874	24755	6991	813
202506	40074	5385	11080	7567	8586	4185	1616	6761	1513	2007	4404	12144	25261	6999	814
202507	41255	5445	11445	7491	8707	4108	1613	6849	1614	2096	4494	13309	25015	7008	815
202508	41256	5527	11825	7487	8825	4034	1596	6851	1742	2172	4903	14329	25832	7021	817
202509	41120	5590	12413	7657	9264	3934	1582	6904	1868	2278	6013	15421	27929	7104	822
净增门店数量 (单位: 家)															
年份	茶饮										咖啡				
	蜜雪冰城	甜啦啦	古茗	茶百道	沪上阿姨	喜茶	奈雪的茶	霸王茶姬	茉莉奶白	爷爷不泡茶	幸运咖	库迪咖啡	瑞幸咖啡	星巴克	星巴克臻选
202501	-236	39	51	-308	50	-8	-30	222	135	211	-279	549	-1067	36	1
202502	1286	-46	-59	94	-76	-43	-29	9	4	30	265	56	1094	1	1
202503	1032	-151	17	-186	-47	-37	-51	10	-22	48	258	-177	979	84	0
202504	2661	83	344	117	109	-20	-29	172	167	182	274	424	944	53	2
202505	426	175	393	64	111	-13	-9	112	146	125	328	733	677	25	5
202506	1283	114	483	-111	-56	-82	-43	55	72	95	229	1270	506	8	1
202507	1181	60	365	-76	121	-77	-3	88	101	89	90	1165	-246	9	1
202508	1	82	380	-4	118	-74	-17	2	128	76	409	1014	817	13	2
202509	-136	63	588	170	439	-100	-14	53	126	106	1110	1098	2097	83	5
2025年1-9月合计	7498	419	2562	-240	769	-454	-225	723	857	962	2684	6132	5801	312	18
单个门店日均店效同比数据															
年份	茶饮										咖啡				
	蜜雪冰城	甜啦啦	古茗	茶百道	沪上阿姨	喜茶	奈雪的茶	霸王茶姬	茉莉奶白	爷爷不泡茶	幸运咖	库迪咖啡	瑞幸咖啡	星巴克	星巴克臻选
202501	21.3%	18.4%	6.2%	2.0%	13.3%	-11.4%	-1.1%	16.3%	-15.3%	14.8%	25.5%	16.0%	6.8%	7.1%	-10.6%
202502	0.0%	-34.2%	-8.5%	-8.3%	-1.0%	-18.0%	-4.6%	-5.7%	-5.5%	-7.3%	15.7%	0.8%	8.2%	-6.6%	-14.7%
202503	4.1%	-28.2%	10.4%	5.3%	8.9%	-11.0%	-0.5%	-22.5%	-16.4%	-1.7%	13.2%	17.8%	11.3%	2.4%	-6.7%
202504	7.5%	-37.3%	21.7%	12.3%	11.6%	-4.6%	6.1%	-21.9%	-17.5%	5.4%	-19.4%	37.9%	10.2%	4.7%	-2.7%
202505	25.5%	3.4%	21.7%	11.9%	18.6%	-4.3%	8.4%	-17.0%	-3.6%	8.9%	-8.9%	57.5%	13.5%	3.7%	0.8%
202506	25.6%	1.3%	7.8%	6.2%	20.6%	1.2%	11.0%	-16.1%	-6.7%	21.0%	-4.8%	40.7%	16.5%	-1.3%	-1.6%
202507	25.3%	28.3%	8.4%	10.3%	29.0%	3.7%	11.3%	-18.6%	2.9%	19.8%	8.3%	32.8%	17.3%	0.8%	5.4%
202508	15.6%	7.6%	14.2%	3.5%	16.9%	8.1%	5.1%	-17.6%	15.8%	4.0%	7.4%	26.1%	14.6%	4.1%	3.8%
202509	19.6%	10.6%	16.0%	1.0%	8.2%	7.7%	2.8%	-18.2%	-0.5%	-5.0%	1.6%	17.3%	13.3%	-0.2%	-0.6%
2025年1-9月	16.1%	-9.6%	10.2%	4.6%	14.0%	-3.5%	4.3%	-19.3%	-5.8%	6.3%	4.5%	27.5%	12.6%	1.6%	-3.1%

数据来源：久谦数据、开源证券研究所

3.2 养身：蜜雪集团平台化作战，多品牌、全球化布局加速

- 千亿级市场加速扩容，消费升级与技术革新双轮驱动。根据中研普华研究院，中国精酿啤酒市场规模已从2022年的428亿元增长至2024年的680亿元，预计到2030年将突破2000亿元，年复合增长率(CAGR)达18.5%。
- 鲜啤福鹿家（1200家店）和幸运咖（9500家店）通过复用蜜雪冰城的加盟商资源和供应链资源，在降低成本的同时实现快速扩张。复用供应链后，福鹿家的生产成本预计降低15%-20%，鲜啤运输损耗率从行业平均的8%降至3%以内，并实现全程0-8°C温控锁鲜。
- 东南亚调改顺利，美国、巴西首店开业在即。东南亚门店未来有望重店开店。拓展南美市场，首店将落地圣保罗购物中心，年初与巴西签40亿大单，奠定供应链基础。两家美国蜜雪冰城新店开业在即，落子纽约和洛杉矶的黄金地段。

图49：预计2030年中国精酿啤酒市场规模将达到2000亿元



数据来源：中研普华研究院、开源证券研究所

图50：蜜雪美洲的三家门店即将开业，分别位于美国纽约、洛杉矶和巴西



资料来源：派代跨境

表6：我们测算鲜啤福鹿家单店投资额在20万元以内，餐厅利润率为20.6%，回本周期约为15个月

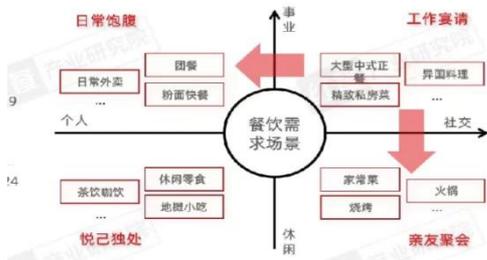
	蜜雪冰城 [□]	幸运咖 [□]	鲜啤福鹿家 [□]
营收端[□]			
年均营业额 (元) [□]	1,786,320 [□]	983,520 [□]	714,410 [□]
日均营业额 (元) [□]	4962 [□]	2732 [□]	1984 [□]
日均杯量 [□]	709 [□]	369 [□]	248 [□]
单杯售价 (元) [□]	7 [□]	7.4 [□]	8.0 [□]
经营效率指标[□]			
门店面积 (平方米) [□]	45 [□]	35 [□]	20 [□]
日均坪效 (元/平方米) [□]	110 [□]	78 [□]	57 [□]
门店员工 (人) [□]	5人 [□]	3-5人 [□]	2人 [□]
日均人数 (元/人) [□]	1,241 [□]	683 [□]	992 [□]
成本端[□]			
日均原材料成本(元) [□]	2,729 [□]	1,503 [□]	1,091 [□]
毛利率 [□]	55% [□]	55% [□]	55% [□]
人工 [□]	10.1% [□]	14.6% [□]	10.1% [□]
房租 [□]	6.0% [□]	8.5% [□]	6.7% [□]
水电&杂费 [□]	4.0% [□]	4.0% [□]	4.0% [□]
折旧摊销 [□]	4.4% [□]	6.3% [□]	5.2% [□]
推广及外卖 [□]	6.5% [□]	6.5% [□]	6.5% [□]
外卖占比 [□]	50.0% [□]	50.0% [□]	50.0% [□]
餐厅层面利润 [□]	1,187 [□]	412 [□]	447 [□]
餐厅层面利润率 [□]	23.9% [□]	15.1% [□]	22.5% [□]
加盟费用 (元/年) [□]	15,800 [□]	17,000 [□]	13,500 [□]
加盟商利润率 [□]	23.0% [□]	13.3% [□]	20.6% [□]
加盟商投入产出 [□]			
初始投资额(万) [□]	40.3 [□]	31.5 [□]	18.7 [□]
投资回收期(月) [□]	12 [□]	29 [□]	15 [□]

数据来源：蜜雪集团招股说明书、幸运咖小程序、鲜啤福鹿家小程序、久谦数据等、开源证券研究所（蜜雪冰城、幸运咖日均销售额数据来自久谦2025年1-8月数据，福鹿家日均销售额为按披露公告估算数据）

3.3 养身：烟火气回归、减重意识提升，家常菜、粗粮、轻食等崛起

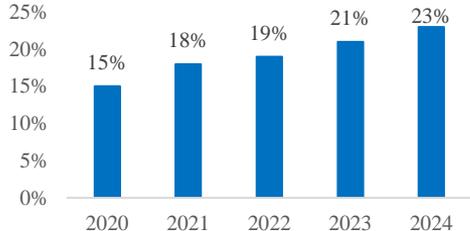
- 消费环境/行为变迁，烟火气回归，现炒家常菜受欢迎。场景方面，亲友聚会、公司聚餐、商务宴请减少，家人/自己做饭的频率提高。餐饮消费者对精致化的追求已从以往的“高价位、豪华装修”转向了更为理性的“质价比”，突出刚需性价比与精致比。
- 健康意识提升，体重管理年，粗粮主食化、主食零食化。2025年3月，国家卫生健康委员会启动“体重管理年”三年行动计划。减重经济早已不是简单的“减肥生意”，而是裂变为一个深度融合健身、食品、医疗、科技等多领域的庞大产业生态。随着消费者对低糖、高纤食品偏好的增强，玉米正从“基础原粮”向“功能粗粮”转型。受益标的：小菜园、绿茶集团、十月稻田。

图51：就餐场景聚会减少、独处增加



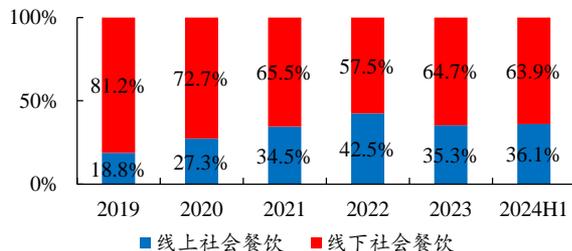
数据来源：红餐研究院

图54：2024年中国餐饮连锁化率大幅提升至23%



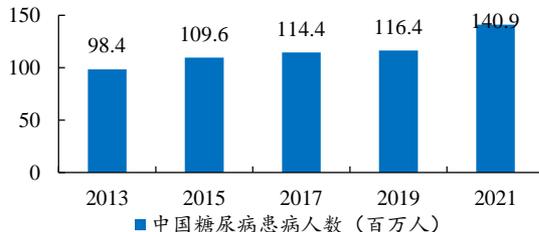
数据来源：欧睿国际《2025中国中式餐饮白皮书》、开源证券研究所

图52：线上餐饮占比提升至2024H1的36.1%



数据来源：红餐研究院、欧睿国际《2025中国中式餐饮白皮书》艾媒咨询

图55：2021年中国糖尿病患者突破1.4亿，患病率高达10%



数据来源：国家卫健委等、开源证券研究所

图53：2025年1-6月杂粮品类线上销售额同比增长29%



数据来源：久谦中台、开源证券研究所

图56：十月稻田推出熟制玉米、糙米饭团、红薯等减脂产品



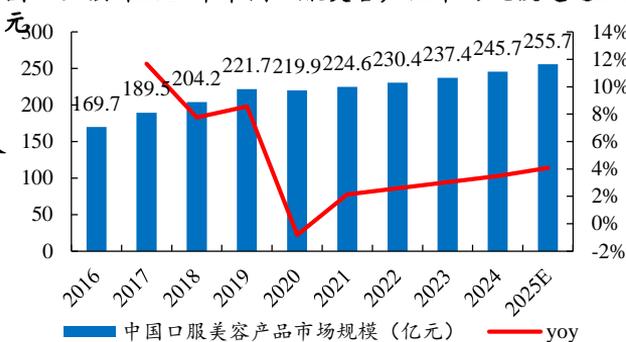
数据来源：小红书

3.4

养身：新成分新概念不断涌现，口服美容/保健热度兴起

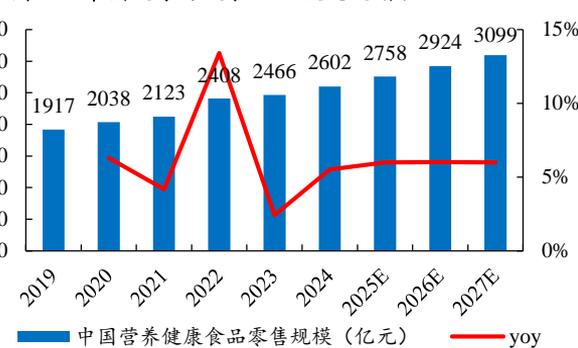
• 胶原蛋白、麦角硫因等口服成分热度兴起，美妆巨头入局带动口服美容、保健赛道兴起。魔镜洞察显示，近一年，胶原蛋白以近65亿元的线上规模稳居口服美容市场榜首。麦角硫因以8.2亿元规模成为增速最快的成分（同比增长超1000%）。麦角硫因凭借抗氧化效能是辅酶Q10的40倍，深入线粒体清除自由基等科学功效，成为高端抗衰产品核心卖点。Swisse、斐萃等品牌主打麦角硫因抗皱紧致效果，销售额实现高增。国际美妆巨头资生堂、欧莱雅均布局口服美容赛道。

图57：预计2025年中国口服美容产品市场规模超过250亿



数据来源：FDL数食主张、开源证券研究所

图58：中国健康保健食品规模稳健增长



数据来源：魔熵咨询、开源证券研究所

• 保健品行业整体市场规模平稳增长，线上渠道增量明显。据魔熵咨询数据，中国健康保健食品赛道稳健增长，据久谦数据，线上抖音渠道持续高增，2023年抖音基数较低，整体增速接近翻倍，2024/2025年依旧维持30%左右的增速。京东平台2024年以来增长也较为明显。2025Q3西式保健类目GMV yoy+51%，呈加速增长态势。

表7：抖音渠道“西式保健”品类GMV持续高增

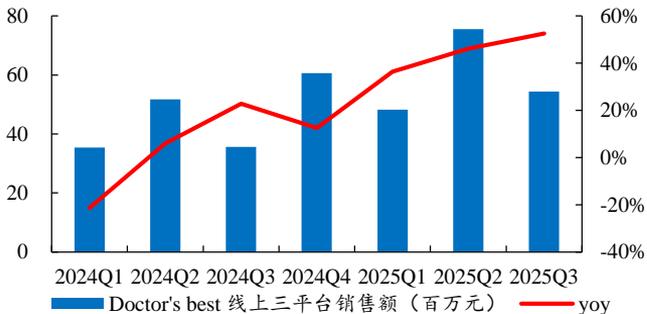
单位：亿元	抖音GMV	京东GMV	天猫GMV	三平台GMV	抖音增速	京东增速	天猫增速	三平台增速
2023Q1	43	41	81	165	144%	63%	4%	36%
2023Q2	48	41	93	182	83%	28%	13%	29%
2023Q3	53	34	88	175	75%	-1%	18%	26%
2023Q4	70	43	95	208	86%	9%	-7%	17%
2024Q1	64	37	71	173	49%	-9%	-12%	5%
2024Q2	66	51	99	217	38%	24%	7%	19%
2024Q3	72	41	72	184	36%	19%	-18%	5%
2024Q4	91	51	93	236	30%	20%	-2%	13%
2025Q1	89	42	77	208	39%	13%	8%	20%
2025Q2	90	55	89	233	36%	6%	-10%	8%
2025Q3	85	62	72	218	18%	51%	0%	18%

数据来源：久谦中台、开源证券研究所

3.4 养身：新成分新概念不断涌现，口服美容/保健热度兴起

- 关注跨境电商布局，品类sku丰富，具备扎实基本功品牌的保健品全产业链集团。Doctor's best品牌1990年创立于加利福尼亚州，2015年由金达威集团收购。品牌在美国自cGMP工厂Vit-best实现品质可控，具备高供应链响应能力。品牌拥有超300款sku，覆盖心脑血管健康（辅酶Q10）、抗衰（NMN、麦角硫因）、骨关节健康（氨糖）、眼部护理（叶黄素）等全场景需求。2024年国内外全渠道收入10.7亿元+/yoy+12%，其中，中国市场收入约2亿元。
- 产品端：**辅酶Q10为第一大单品，镁片，NMN，维生素系列均占据较大比重，麦角硫因产品2025Q2最新推出，后续将通过小红书、抖音等渠道营销，实现消费者心智抢占。**受益标的：金达威。**
- 若羽臣：**旗下斐萃品牌以麦角硫因为核心成分，并搭配PQQ/还原性辅酶等复配。针对全年龄段女性不同生命周期中的细分抗衰需求，打造出多款科学抗衰产品，凭借抖音渠道快速放量，据公司业绩公告，2025H1斐萃持续实现营收1.60亿元，Q2环比Q1高速增长，截至2025H1已成为口服麦角硫因全网销量第一。**受益标的：若羽臣。**

图59：Doctor's best品牌国内线上销售额加速增长



数据来源：FDL教食主张、开源证券研究所

表8：Doctor's best品牌国内多产品线放量

	辅酶Q10	镁片	鱼油	NMN	维生素系列	麦角硫因
2024Q1	32%	6%	4%	11%	22%	0%
2024Q2	34%	6%	3%	9%	18%	0%
2024Q3	32%	8%	2%	10%	21%	0%
2024Q4	37%	8%	3%	6%	20%	0%
2025Q1	28%	16%	2%	4%	28%	0%
2025Q2	31%	13%	2%	3%	29%	2%

数据来源：魔熵咨询、开源证券研究所

表9：斐萃品牌抖音渠道加速增长

单位：万元	抖音GMV	京东GMV	天猫GMV	三平台GMV
2025Q1	2445	52	933	3430
2025Q2	2491	102	1550	4143
2025Q3	11299	216	1518	13034

数据来源：久谦中台、开源证券研究所

目录

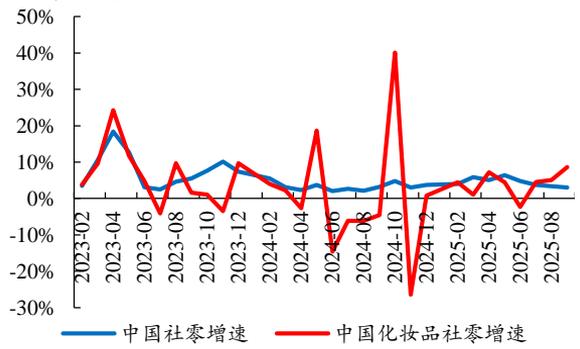
CONTENTS

- 1 板块复盘：港股新消费龙头破圈，互联网核心资产价值回归
- 2 悦心：精神文明与技术变革同步爆发，看如何双向奔赴
- 3 养身：卡位健康化品类+供应链根基，打开新食饮新蓝海
- 4 **美丽：小众品种突围，多品牌+出海策略并举弯道超车**
- 5 新战略：把握海南封关、闪购、电商出海战略性布局机遇
- 6 受益标的盈利预测与估值
- 7 风险提示

4.1 美护：存量市场存结构性机会，精细化运营&效率构建竞争优势

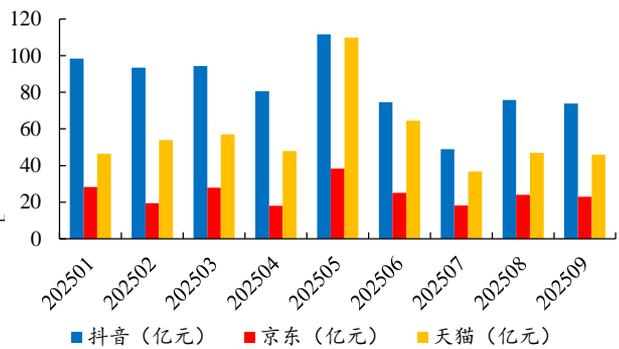
- 2025年至今中国化妆品社零增速低于整体社零增速。** 2025年1-9月中国化妆品社零增速为3.9%，低于整体社零增速4.5%。从月度同比看，中国化妆品行业呈现淡季增速快于社零整体增速，旺季增速慢于社零增速的特征，4月/7月/8月/9月化妆品社零增速+7.2%/+4.5%/+5.1%/+8.6%,高于同期整体社零增速5.1%/+3.7%/+3.4%/+3%，我们认为是线上投放和消费节奏差异所致，大促周期拉长大促峰值增长不显著，而淡季投放加大消费者增加淡季购买频率致增速略快于旺季。
- 从线上渠道看，**据久谦中台数据，各渠道基本维持增势，抖音渠道红利弱化，天猫渠道调整为GMV导向后增速有所回暖，京东Q3以来发力零售、快消，美护增速有所加快，内容电商引领行业趋势下，抖音流量优势明显，线上第一大渠道地位稳固，天猫淡旺季差异高于抖音，大促体量接近抖音，淡季体量与抖音差距拉大。我们认为线上各平台积极调整打法机制，仍有行业增量，抖音在营销、种草、转化、复购等环节均具备优势，随着各品牌加强布局，流量竞争激烈，我们认为**精细化运营、提高效率**为抖音平台竞争的核心。

图60：2025年中国化妆品社零增速低于整体社零增速



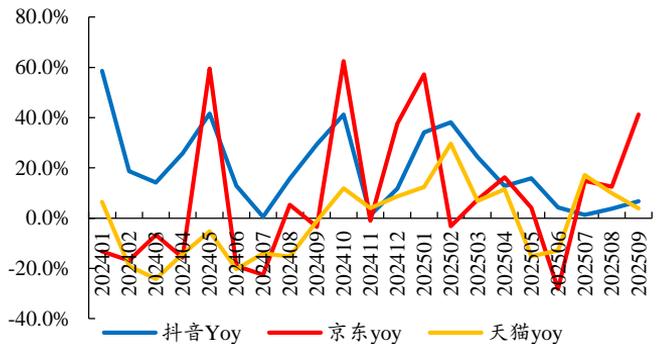
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图61：抖音平台化妆品体量绝对值为线上第一



数据来源：久谦中台、开源证券研究所

图62：2025年整体个平台维持增速，京东Q3增速明显



数据来源：久谦中台、开源证券研究所

4.1

上美股份：新品牌孵化与主品牌拓展共舞，平台化公司持续迭代与进化

- 主品牌韩束拓品类结构均衡化、抖音平台持续破圈突破平台单品牌天花板。
- (1) 品类延拓：产品线延展至个护、洗护、彩妆等领域，据久谦数据，2025年1-9月个护+男士+彩妆GMV线上三平台占比已达10%。
- (2) 美白系列、次抛类占比提升：美白线年初至今三平台GMV占比已接近30%。次抛类亮白棒、闪充棒已成长为长周期大单品，近期推出PDRN次抛、玻色因次抛、男士防脱次抛等进一步丰富次抛矩阵。
- (3) 持续打造爆品：水光胶原涂抹面膜、金刚侠面膜、硫磺洁面等新品持续推出，通过达人起势、流量明星带货，自播承接月度贡献稳定GMV。
- 新品牌孵化与成长步入良性健康增长通道。
- (1) 新品牌成长：多品牌系列中Newpage维持高增，安敏优、极方月销持续创新高，专业彩妆师品牌NAN Beauty、IP品牌面包超人于9月9日多平台同步发售，顶流顶配顶级人才支撑，品牌发展根基扎实。
- (2) 新品牌孵化：7月新成立院线级护肤品牌聚光白，以PDRN为核心成分聚焦美白心智，依托韦雪带货渠道，快速起量，再通过自播承接，GMV依旧保持稳定。聚光白品牌的迅速起量也验证公司抖音玩法创新能力，强运营能力持续获验。

数据来源：久谦中台、开源证券研究所

表10：韩束品类结构多元化

分品牌GMV情况 (单位: 百万元)								
月	韩束	一页	安敏优	极方	一叶子	红色小象	聚光白	合计
202501	733	58	7	0	7	35		840
202502	538	53	5	0	10	16		622
202503	681	63	7	0	8	24		784
202504	651	59	10	0	7	24		752
202505	795	63	17	3	7	28		913
202506	553	44	11	5	6	25		644
202507	406	33	8	7	8	17	5	483
202508	672	35	17	11	9	16	50	810
202509	643	42	19	11	8	18	34	775
2025M1-M9	5673	451	101	38	70	202	89	6624
分品牌GMV增速								
月	韩束	一页	安敏优	极方	一叶子	红色小象	聚光白	合计
202501	-11%	195%	-8%	-36%	-19%	25%	——	-6%
202502	-13%	215%	-47%	-32%	54%	-34%	——	-8%
202503	7%	207%	22%	-21%	15%	49%	——	14%
202504	102%	135%	69%	-23%	1%	21%	——	98%
202505	42%	54%	90%	360%	-46%	-18%	——	39%
202506	39%	67%	66%	659%	-23%	15%	——	39%
202507	66%	104%	74%	1934%	158%	-35%	——	64%
202508	80%	109%	166%	2441%	33%	-25%	——	90%
202509	49%	66%	297%	3281%	-35%	-40%	——	54%
2025Q1	-6%	205%	-16%	-29%	12%	10%	——	——
2025Q2	56%	80%	77%	361%	-27%	1%	——	——
2025Q3	64%	89%	180%	2547%	13%	-34%	——	69%
2025M1-M9	29%	117%	68%	768%	-2%	-9%	——	33%
韩束品牌分渠道情况 (天猫+京东+抖音)								
单位: 百万元	2025年9月 GMV	yoy	GMV占比	抖音渠道占比	2025M1-M9 GMV	yoy	三平台占比	抖音渠道占比
抗衰+系列 (红色)								
红蛮腰系列 (洁面乳霜精华)	217	-13%	34%	70%	2432	-9%	43%	83%
次抛——闪充棒	33	301%	5%	95%	177	66%	3%	93%
水光柔嫩面膜	8	-22%	1%	2%	30	-49%	1%	41%
美白+系列 (白色)								
白蛮腰系列 (洁面乳霜精华)	60	62%	9%	75%	653	52%	12%	91%
次抛——377亮白棒	80	918%	12%	94%	624	708%	11%	96%
377白月光面膜	7	2986%	1%	54%	103	1034%	2%	94%
美白淡斑防晒	1	-50%	0%	40%	129	116%	2%	84%
其他品类								
X肽系列	3	——	1%	54%	43	3939%	1%	39%
聚时光系列	5	-12%	1%	46%	134	385%	2%	16%
金刚侠面膜	60	1863%	9%	28%	117	278%	2%	57%
金刚侠面膜	9	1798%	1%	90%	26	355%	0%	91%
水光胶原涂抹面膜	18	1688%	3%	90%	114	3974%	2%	93%
硫磺洁面	9	——	1%	98%	33	——	1%	98%
玻色因次抛	6	——	1%	100%	6	——	0%	100%
洗护系列-洗发护发	21	387%	3%	97%	97	388%	2%	97%
洗护系列-身体护理	14	——	2%	96%	79	——	1%	97%
男士系列	32	21%	5%	87%	311	185%	5%	87%
彩妆系列	9	52%	1%	83%	86	141%	2%	79%

- 代言人策略升级，国货顶流和国际顶流双向奔赴。10月13日，韩束官宣王嘉尔为全球品牌代言人，王嘉尔此前主要代言LV、Cartier、阿玛尼、轩尼诗等国际大牌，此次合作韩束，为韩束高端形象背书，并助力品牌声量传导至国外。公司此前合作丁禹兮、田栩宁等“带货型”艺人，均取得不错业绩表现。9月官宣田栩宁为代言人，以京东为营销主战场，将金刚侠面膜打造为又一爆品。韩束9月京东GMV过亿，同增超5倍。
- 出海布局加速，越南市场销售额高增。公司以越南作为东南亚出海首站试水，重点投入KOC矩阵建设。依托国内成熟的自播经验，其海外自播占比达到70%-80%，远超行业达人合作为主的模式。数据显示，自6月起，韩束越南市场销售额实现月均100%增长。此外，公司已在东南亚投资3亿元用于建厂，未来将持续拓展欧洲、北美等其他市场。**受益标的：上美股份。**

图63：韩束官宣王嘉尔为品牌全球代言人 图64：韩束在越南进行直播



数据来源：韩束KANS公众号、开源证券研究所

4.2 医美：药企研发构筑竞争优势，童颜水光有望引领下一医美潮流

- **药企研发基因赋能，医美三类械获批进展优于同行。**具备深厚研发积累、早期精准布局，以及对药械审批规则有深刻理解的医药企业，将“制药级”的严谨研发与生产工艺注入医美领域，医美三类械获批进展优于同行，如四环医药2024-2025年5月共9款医美产品获批，少女针/童颜针从研发到获批仅3年（2022年进入临床，2025年上市），后续管线储备丰富。乐普医疗童颜针2025年5月上市，另有PDRN“三文鱼针”和热玛吉（设备/耗材）准备上市。
- **再生类产品丰富度提升，价格区间分化，童颜水光有望引领下一医美潮流。**近期，行业多款童颜/少女针获批，四环医药差异化布局高性价比再生水光赛道，迎合低价格梯度客户需求，艾维岚也跟进推出了“上瘾红”童颜水光。乐普医疗也推出220mg/110mg规格童颜水光用于机打。我们认为童颜水光产品推向市场有望引领下一阶段以“自然再生、肤质改善”的医美潮流。

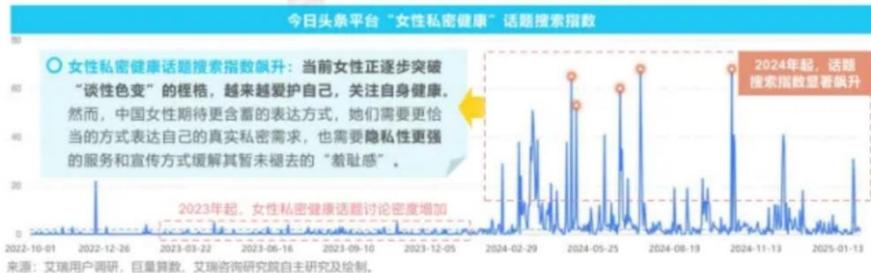
表11：行业多款再生类产品获批

品牌	艾维岚	濡白天使	AestheFill	塑妍萃	聚乳酸面部填充剂	回颜臻	斯弗妍	丽真然	普丽妍(最新上市)	伊妍仕	塑妍真	倾妍
再生成份	PLLA	PLLA-PEG	PDLLA	PLLA	PLLA	PLLA	PLLA	PLLA	PLLA	PCL	PCL	PCL
公司	圣博玛	爱美客	江苏吴中(代理)	高德美	乐普医疗	四环医药	四环医药	西宏生物	普丽妍	华东医药(代理)	谷雨春	四环医药
原厂商	长春圣博玛	爱美客	REGEN Biotech, Inc.	高德美	乐普医疗	四环医药	四环医药	西宏生物	普丽妍	AQTIS Medical B.V.	谷雨春	四环医药
获批时间	2021年	2021年	2024年	2024年	2025年5月	2024年	2025年	2025年7月10日	2024年	2021年	2024年	2025年
参考价格	18800元	12800元	19800元	18000-20000元	2980/5800/8800元	8000元	12000-13000元	-	-	18800元	12000-15000元	14999元
特点	国内首款获批的PLLA面部填充剂	国内首款PLLA+玻尿酸再生塑型产品	国内首款PDLLA微球产品	全球首款获批的聚乳酸类注射剂	使用了全球首款冠脉生物可吸收支架Neovas同源PLLA	-	-	-	国内首款全流程无菌灌装工艺制备的“童颜针”	国内首款获批PCL+CMC复合再生针剂	国内首款自主研发的PCL注射产品	
优点	安全性较好，再生效果好	即刻见效，支撑性较好，安全性较好	即刻见效，支撑性较好，回落较少	再生效果好，维持时间较长		微球分布均匀	微球分布均匀，支撑性较好		结节风险低	即刻见效	即刻见效	即刻见效，微球分布均匀，无结节风险
缺点	见效较慢	回落较快	结节风险	见效较慢	见效较慢	见效较慢	见效较慢	见效较慢	见效较慢	结节风险	结节风险	——

4.3 私密护理：市场持续扩容，关注布局的代运营企业迎来价值重估

- 中国女性私处护理市场规模稳步上升，市场相对分散。随着生活水平和女性受教育水平提高，女性对于私密健康逐渐重视。以青木科技旗下珂蔓朵为例，定位女性私密健康，2024年以来线上三平台高速增长，2025Q1/2025Q2/2025Q3三平台GMVyoy+50%/+66%/+60%，预计全年GMV超过2亿元。此外，意卡莉聚集功能性饮料赛道，自有品牌逐渐起量。
- 同时原有代运营主业积极拓展品类，例如潮玩行业的泡泡玛特和Jellycat带来增量；布局AI+电商业务，有望降本增效提升效率。受益标的：青木科技。

图65：今日头条平台2024年起“女性私密健康”话题搜索指数攀升



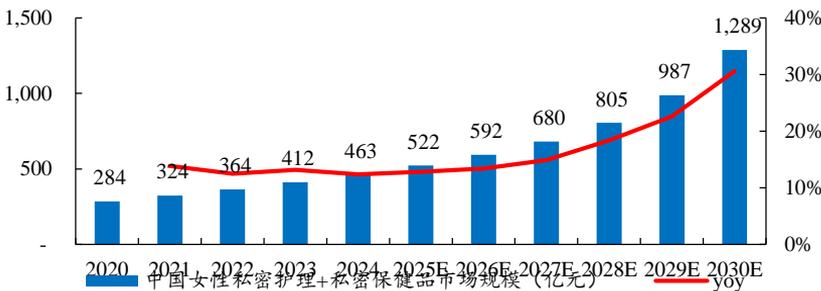
数据来源：久谦中台、开源证券研究所

表12：珂蔓朵线上三平台GMV持续增长

单位：万元	douyin	jd	tmall	总计	抖音yoy	京东yoy	天猫yoy	总计yoy
2025Q3	2908	560	2106	5574	71%	295%	28%	60%
2025Q2	3136	529	2292	5957	188%	156%	0%	66%
2025Q1	1321	255	1817	3393	148%	43%	17%	50%
2024Q4	2612	117	2121	4850	161%	1%	7%	57%
2024Q3	1699	142	1644	3484	460%	-43%	40%	102%
2024Q2	1090	207	2297	3594	247%	63%	41%	74%
2024Q1	533	178	1554	2265	50%	240%	10%	24%

数据来源：久谦中台、开源证券研究所

图66：预计2030年中国女性私密护理+私密保健市场规模超过1000亿元



数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

表13：若羽臣和青木科技2025Q1-Q3业绩稳健增长

公司	万元	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年Q1-Q3
若羽臣	营业收入	128,845	121,698	136,609	176,578	213,840
	YOY	13%	-6%	12%	29%	85%
	归母净利润	2,920	3,376	5,429	10,564	10,477
青木科技	营业收入	87,953	84,663	96,745	115,316	102,074
	YOY	36%	-4%	14%	19%	26%
	归母净利润	14,772	6,524	5,208	9,054	7,962
	YOY	19%	-56%	-20%	74%	10%

数据来源：Wind、开源证券研究所

目录

CONTENTS

- 1 板块复盘：港股新消费龙头破圈，互联网核心资产价值回归
- 2 悦心：精神文明与技术变革同步爆发，看如何双向奔赴
- 3 养身：卡位健康化品类+供应链根基，打开新食饮新蓝海
- 4 美丽：小众品种突围，多品牌+出海策略并举弯道超车
- 5 **新战略：把握海南封关、闪购、电商出海战略性布局机遇**
- 6 受益标的盈利预测与估值
- 7 风险提示

4.3 海南：封关落地曙光在即，关注自贸港主题投资机会

- 从战略构想→总体方案→立法保护→软硬件配套建设→全面启动封关运作，历经8年海南自贸港建设节奏环环相扣、逐步落实，目前海南已进入全岛封关冲刺阶段，7月官宣于2025年12月18日实现全岛封关运作。围绕贸易自由便利、投资自由便利、个人及企业所得税政策等重点目标建设，海南有望进入新历史发展周期。

表14：海南自贸港建设关键文件和建设阶段梳理

政策演进阶段	时间	政策文件/会议	重要表述
提出战略构想	2017年10月	《习近平中共十九大报告》	推动形成全面开放新格局，赋予自由贸易试验区更大改革自主权，探索建设自由贸易港
	2018年4月	《关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》	党中央支持海南逐步探索、稳步推进中国特色自由贸易港建设，提出至2035年自由贸易港的制度体系和运作模式更加成熟，营商环境跻身全球前列
总体方案出台	2020年6月	《海南自由贸易港建设总体方案》	制度设计以贸易投资自由化便利化为重点，贸易自由便利，“线”放开，“二线”管住，明确提出在2025年前适时启动全岛封关运作。
法治保障与试点	2021年6月	《中华人民共和国海南自由贸易港法》	为封关提供法律基础。离岛免税政策放宽，加工增值免关税政策在洋浦保税港区试点，为封关政策进行压力测试
正式启动封关准备	2025年7月	国新办发布会	官宣于2025年12月18日正式启动全岛封关运作
封关落地冲刺	2025年10月至今	海南新办发布会	离岛免税政策进一步优化扩容，各行业开展全流程、全要素压力测试

资料来源：国家发改委、海南政府官网、开源证券研究所

表15：海南封关前后税收政策对比

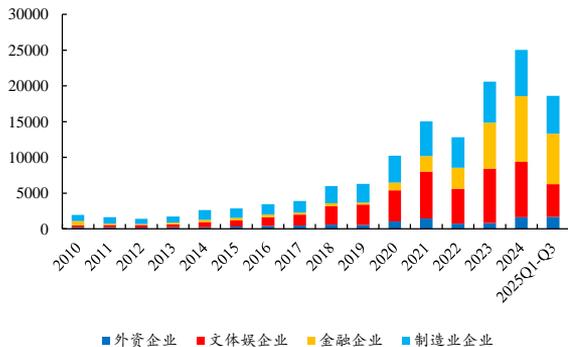
税总	封关前	封关后
个人所得税	针对对高端和紧缺人才，实际税负超过15%的部分免征	对常住居民自贸港内收入适用3%、10%、15%三档超额累进税率
企业所得税	部分产业企业（鼓励类）减按15%征收企业所得税	所有注册并实质性运营的企业（负面清单除外），减按15%征收企业所得税
进口税	实行“零关税”清单管理，商品免征关税、进口环节增值税、消费税	实行简并税制，允许进口的商品免征进口关税（征税商品目录零关税比例由21%提高至74%）
增值税&消费税	对清单内“零关税”商品“二线”进入内地货物需照章征收进口环节增值税和消费税	同时免征增值税、消费税和消费税（若满足30%加工增值条件可免征关税）

资料来源：海南自贸港官网、开源证券研究所

4.3 海南：封关落地曙光在即，关注自贸港主题投资机会

- 我们认为封关运作将优先利好以下方向：（1）“双15%”税收优惠政策有效吸引国内外金融/法律/跨境支付等服务型龙头企业入驻，长期培育高附加值加工产业（生物制剂、高精零部件）成长，2025年1-9月海南新设外资企业1513家/同比+12.16%，实际使用外资183.68亿元/同比+42.2%，有望带来长期商务客流和货流增长。**受益标的：海峡股份、海南机场。**
- （2）海南自贸港航权开放政策取得显著成效，美兰机场二期、凤凰机场三期、博鳌机场三期等建成投用，新税收政策下航材及设备进成本大幅降低，利好发展航空维修业和机场货运。**受益标的：海南机场。**
- （3）离岛免税政策迎新政，进一步扩大商品范围、新增离岛且离境场景，开放岛民免税，有助于增加相应客流的购物转化。**受益标的：中国中免、王府井、海汽集团。**

图67：近年海南金融业/制造业/外资企业年新增数量提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

表16：2025年海南自贸港企业全球大会部分集中签约落地企业一览

产业类型	企业名称	国家
国际智库与战略咨询	益索普	法国
	BIC	瑞士
	中富博瑞	中国
数字经济与跨境贸易	飞书深诺	中国
	达梦数据	中国
	自由光	中国
	欧亚集团	瑞士
高端制造与绿色经济	拔萃资本	新加坡
	奕东电子	中国
	神州租车	中国
金融创新	美国国泰证券	中国
	高频咨询	中国

资料来源：海口发布公众号、开源证券研究所

表17：海南自贸港主题标的核心催化

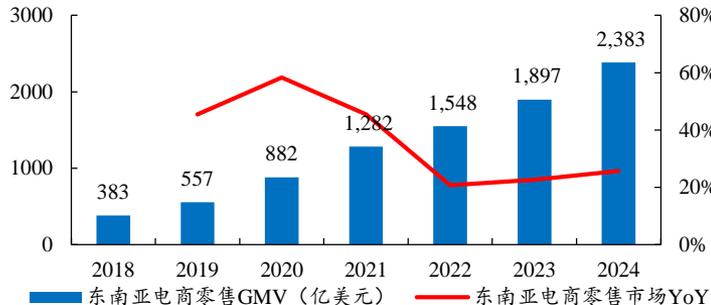
关标的	边际催化
中国中免	10月17日《关于调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》发布，海南免税市场新增品类、引入国货，有助于提升产品丰富度和客单价；购买资格进一步放宽至离岛且离境旅客和岛内居民，自贸港系列政策进一步完善。
海汽集团	
王府井	
海南机场	手握海南航空门户枢纽，美兰二期2021年投运，凤凰机场三期、博鳌机场三期预计2025年底投运，保障运力上限提高匹配未来自贸港人流/货流增长。
海峡股份	拥有琼州海峡客滚运输经营权，运营通道为封关二线关口，受益于海运车客流增长

资料来源：国家税务总局、海南政府网、开源证券研究所

• 东南亚电商高速发展驱动快递市场高增，快递市场具备增长红利。随着互联网普及率上升，Lazada、Shopee、Tiktok等平台发展，东南亚电商市场高速发展。据弗若斯特沙利文数据，东南亚电商市场规模从2018年的383亿美元增长至2024年2383亿美元，CAGR达36%，东南亚快递市场包裹量从2018年得33亿件增长至2024年的159亿件，CAGR达30%，而从年度增长趋势看二者基本一致。

• 东南亚电商增长空间：（1）从人均包裹量看：东南亚人均包裹量23件/年与中国内地123件/年相比仍有较大提升空间。（2）从电商渗透率看：2023年东南亚各国电商渗透率普遍在10%左右，相比中国29%、韩国28%仍有较大提升空间。（3）从人均消费看：2024年东南亚人均电商GMV普遍在300美元以下，相比中国1452美元的人均电商GMV，仍有较大提升空间。

图70：东南亚电商零售市场规模高增



数据来源：极兔速递公司公告、Statista、开源证券研究所

图68：东南亚人均电商GMV均远低于中国（2024年）

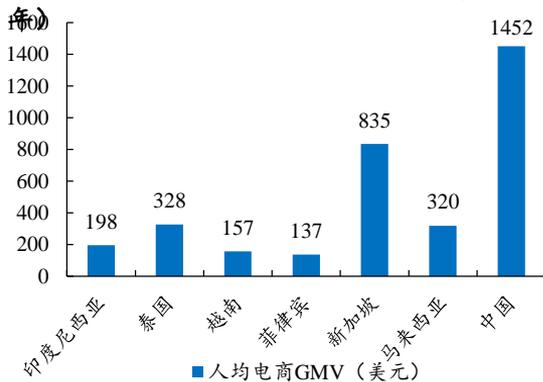


图71：东南亚快递市场增速与电商市场增速相一致



图69：东南亚快递市场人均包裹量相比中国仍有较大提升空间

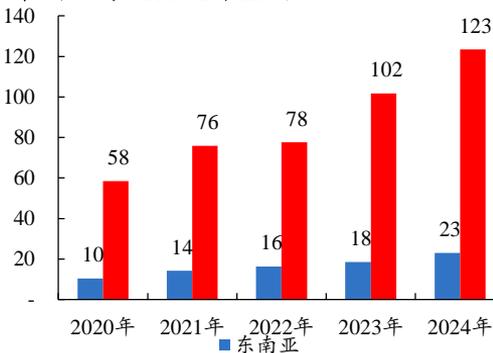
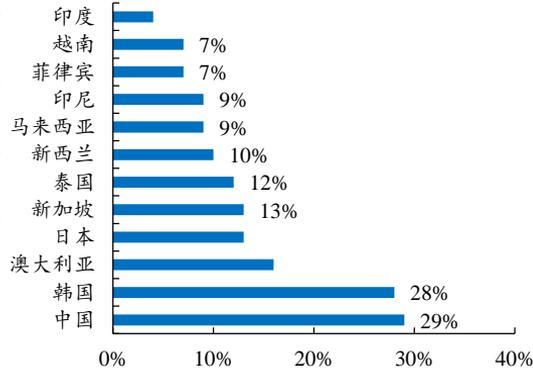


图72：东南亚电商渗透率还处于较低水平（2023年）



- 新市场电商低基数、高增速，渗透空间广阔。据弗若斯特沙利文数据，2023/2024年新市场电商零售额1099.6/1323.7亿元，yoy+27.1%/+20.4%。对比全球主要地区，新市场国家电商增长动能显著强劲。根据亚马逊数据，2019–2023年间，拉美、中东欧与中东非电商零售额年均复合增速分别达29.0%、28.3%、27.1%，远高于欧美等成熟市场的个位数水平，展现出强劲的消费升级与线上转化趋势。尽管2024年新市场电商渗透率仍低于发达经济体（例如中东与非洲仅为4%、拉美为10%），但这一“低基数+高增速”结构意味着其具备广阔的提升空间，新市场有望持续成为全球电商与履约行业的核心增量来源。

图73：新市场电商零售额稳步增长

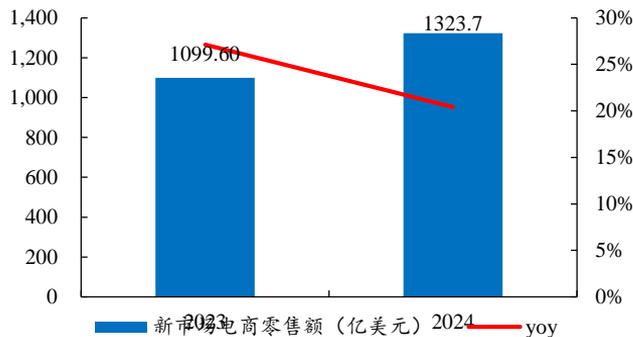


图74：新市场电商渗透率较低（2024年）

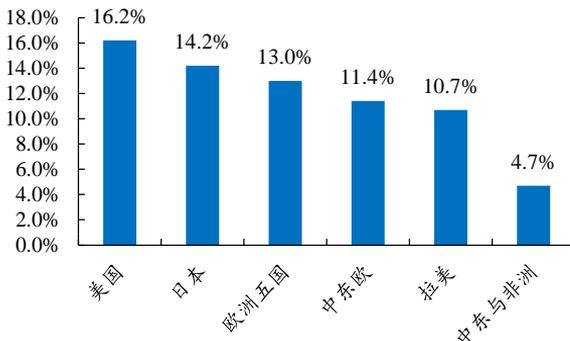
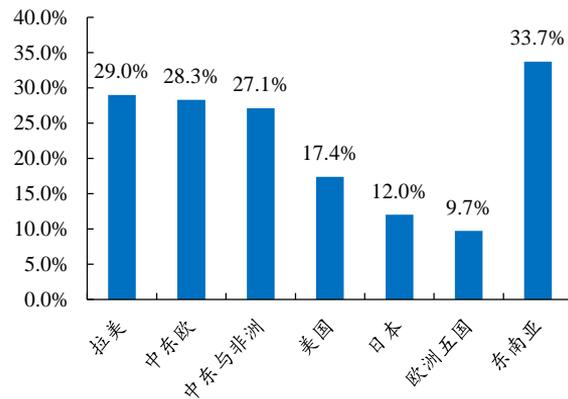


图75：新市场电商复合增速较高（2019-2023）



数据来源：Wind、开源证券研究所

- **TikTok Shop**将抖音在中国的高增经验复刻到东南亚和新市场，为东南亚和新市场电商增长贡献更大弹性。
- **(1) 东南亚**：据Momentum数据，TikTok Shop在东南亚电商市场份额从2022年4.4%提升至2024年17.6%，与此同时，Temu入局也推动东南亚电商平台多元化，利好第三方物流企业攫取份额。**极兔速递东南亚包裹量增速高于行业，市占率持续提升，份额已从2021年22.8%提升至2025H1的32.8%**，并呈现与TikTok Shop件量增长趋势一致的加速态势。据FastMoss数据，2025Q1/2025Q2/2025Q3 TikTok Shop在东南亚销量增速60%/75%/83%，极兔速递东南亚包裹量增速则为50%/66%/79%。
- **(2) 新市场**：2024年以来，TEMU、Kwai、TikTok等主流平台相继布局拉美等新市场地区。伴新玩家的进场有望重塑拉美电商业态。极兔绑定Shein、TikTok Shop、TEMU等电商客户，同时积极拓展Mercado Libre等区域性客户，有望深度受益于电商平台多玩家入场、体量扩张以及履约颗粒度提升。从包裹量看，市场份额由2022年1.6%提升至2025H1的6.2%。

图76: TikTok Shop电商平台市占率高速增长

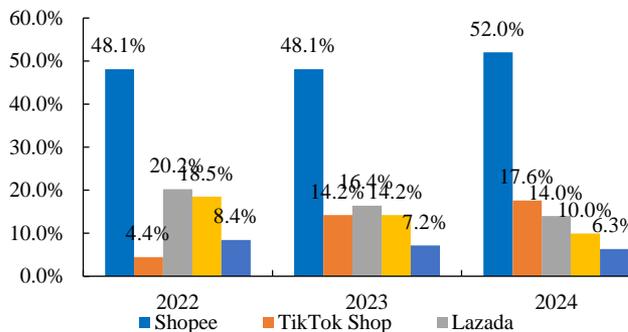


图77: TikTok Shop东南亚规模高速增长 (亿美元)

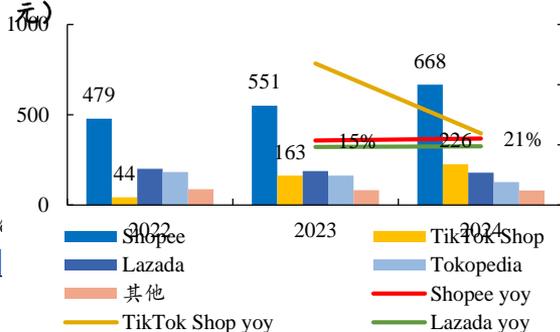


图78: 极兔速递在三大市场市占率均稳步提升

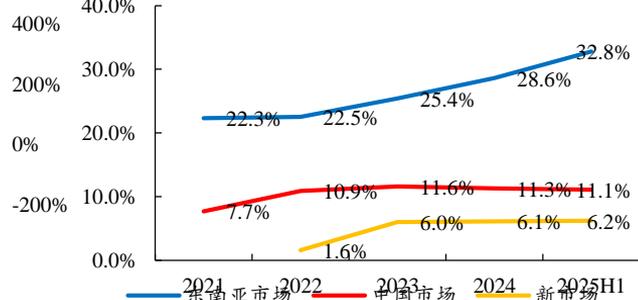


表18: 2025年极兔速递在东南亚市场包裹量加速增长

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3
东南亚包裹量 (亿件)	6.6	7.8	9.4	8.6	10.3	10.2	11.2	14.0	15.4	16.9	20.0
东南亚yoy					55%	31%	19%	63%	50%	66%	79%
中国包裹量 (亿件)	27.0	37.5	42.5	46.4	39.4	48.9	50.5	59.1	49.8	56.1	55.8
中国yoy					46%	31%	19%	27%	26%	15%	10%
新市场包裹量 (亿件)	0.3	0.5	0.7	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7	0.8	0.9	1.0
新市场yoy					120%	33%	-3%	0%	20%	24%	48%

数据来源：极兔速递公司公告、Monmomentum、开源证券研究所

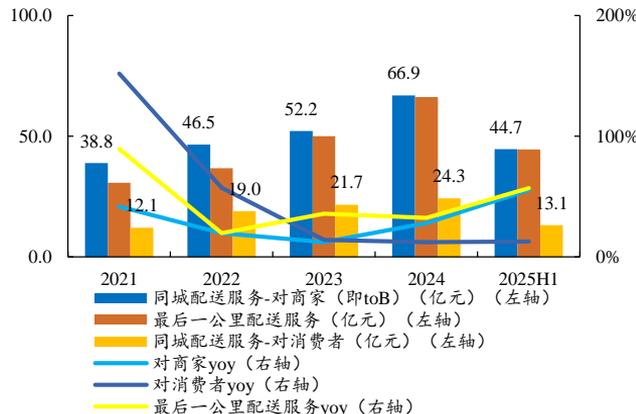
- 即时配送行业有望实现快速增长。即时零售万物到家势头不减，3C数码、零食饮料、服装鞋帽、生活日化等诸多品类都将成为即时零售和即时配送行业的重要增量来源，为即时配送行业带来持续增长动能。京东、淘宝等电商平台持续加码即时零售，即时配送订单量有望实现爆发式增长。据沙利文研究，2024年中国即配行业订单规模仍继续保持高速增长，全行业订单规模达到约482.8亿单，yoy+17.6%，2019-2024年CAGR达到20.3%。预计到2030年，全国即时配送订单规模将达到1008.4亿单，未来6年保持年均13.1%的复合增速。
- 顺丰同城作为第三方龙头即配平台有望率先受益。（1）流量多极化趋势加深，流量入口更加多元化，多元即时零售业态共同发展推动第三方即时配送需求快增。（2）餐饮品牌连锁化率持续提升（2024年中国餐饮连锁化率23.3%/yoy+8.3pct），品牌方对高质量即时配送需求持续增长。顺丰同城把握优质客户资源，2024年公司与山姆、肯悦咖啡等多品牌达成合作，新签门店超7500家。2024年底活跃商家数量65万人/yoy+38.3%，2025H1活跃商家85万人/yoy+54.5%。顺丰同城以差异化的定位和服务模式，构建稀缺运力壁垒。公司承接顺丰控股同城快递业务，近期上修与顺丰控股的关联交易，2025/2026年交易上限分别为128/206亿元，较此前上限上升34/83亿元。受益标的：顺丰同城。

图79：即时配送订单未来将持续增长



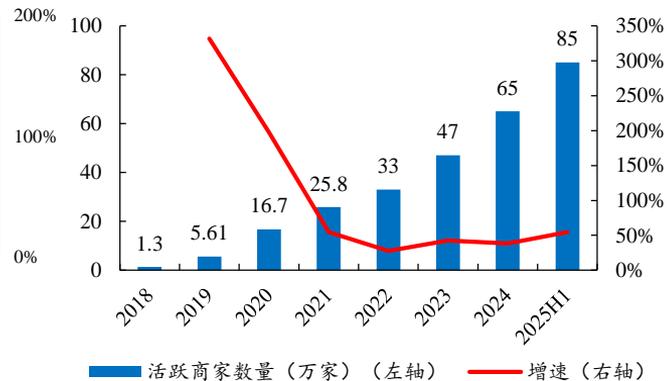
数据来源：沙利文研究、开源证券研究所

图80：顺丰同城各业务均稳健增长



数据来源：顺丰同城公司公告、开源证券研究所

图81：2025H1公司活跃商家数量加速增长



数据来源：顺丰同城公司公告、开源证券研究所

表19：盈利预测与估值

代码	公司名称	2025/11/6		EPS			PE			评级
		收盘价	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E		
1318.HK	毛戈平	85.00	2.40	3.10	4.00	35.42	27.42	21.25	买入	
2367.HK	巨子生物	38.16	2.5	3.1	3.7	15.22	12.41	10.31	买入	
2145.HK	上美股份	83.00	2.53	3.16	3.85	32.84	26.26	21.56	买入	
2097.HK	蜜雪集团	400.60	15.43	18.64	21.33	25.97	21.49	18.78	未评级	
1364.HK	古茗	21.86	1.07	1.10	1.32	20.49	19.85	16.61	未评级	
0325.HK	布鲁可	87.40	4.12	6.09	7.99	21.20	14.35	10.94	买入	
300896.SZ	爱美客	152.00	5.62	6.63	7.68	27.05	22.94	19.79	买入	
601888.SH	中国中免	75.34	2.00	2.36	2.68	37.63	31.90	28.10	未评级	
0780.HK	同程旅行	21.82	1.15	1.38	1.62	18.94	15.87	12.29	未评级	
603099.SH	长白山	47.67	0.74	0.88	1.04	64.05	54.15	45.70	买入	
300795.SZ	米奥会展	14.09	1.15	1.44	1.74	12.30	9.79	8.11	买入	
001308.SZ	康冠科技	22.39	1.55	1.94	2.35	14.40	11.53	9.53	买入	
300856.SZ	科思股份	13.60	0.51	0.75	0.99	26.85	18.25	13.80	买入	
603277.SH	银都股份	17.97	1.43	1.59	1.71	12.53	11.32	10.50	买入	
688363.SH	华熙生物	49.80	0.91	1.21	1.54	54.68	41.31	32.35	买入	
300740.SZ	水羊股份	20.83	0.68	0.82	1.02	30.78	25.45	20.34	买入	
300192.SZ	科德教育	17.93	0.50	0.56	0.62	35.65	32.04	28.87	买入	
000526.SZ	学大教育	41.28	2.07	2.58	3.12	19.99	16.03	13.25	未评级	
603081.SH	大丰实业	13.47	0.35	0.48	0.63	38.76	27.81	21.45	买入	
300662.SZ	科锐国际	28.16	1.47	1.75	2.10	19.22	16.07	13.42	未评级	
600861.SH	北京人力	18.76	2.04	1.83	1.99	9.22	10.25	9.42	未评级	
600662.SH	外服控股	5.37	0.31	0.34	0.36	17.17	15.74	14.75	未评级	
603059.SH	倍加洁	31.15	1.47	1.91	2.12	21.12	16.33	13.12	买入	
9961.HK	携程集团-S	555.50	30.02	28.17	31.72	18.50	19.72	17.51	未评级	
300492.SZ	华图山鼎	68.25	1.69	2.12	2.72	40.28	32.17	25.11	未评级	
0667.HK	中国东方教育	6.46	0.35	0.44	0.54	18.36	14.66	11.99	未评级	
301011.SZ	华立科技	25.81	0.65	0.89	1.09	39.43	29.05	23.58	未评级	
300859.SZ	西域旅游	39.36	0.68	0.86	1.05	58.10	45.53	37.43	未评级	
9699.HK	顺丰同城	12.31	0.33	0.60	0.94	37.63	20.44	13.12	未评级	
3690.HK	美团	103.30	8.13	10.25	12.51	12.71	10.08	8.26	未评级	
EDU.N	新东方	55.85	2.75	3.41	4.04	18.51	14.93	12.60	未评级	
TAL.N	好未来	11.95	0.30	0.47	0.62	36.13	23.03	17.60	买入	
0999.HK	小菜园	10.49	0.64	0.78	0.96	16.33	13.38	10.98	未评级	
6831.HK	绿茶集团	6.14	0.73	0.92	1.15	8.41	6.70	5.32	未评级	
1519.HK	极兔速递-W	10.00	0.03	0.06	0.09	291.55	162.07	116.01	未评级	

数据来源：Wind、Bloomberg、开源证券研究所（除福瑞达、长白山、米奥会展、康冠科技、科思股份、银都股份、康冠科技、华熙生物、大丰实业、水羊股份、倍加洁、好未来、爱美客、锦波生物、美团、泡泡玛特、布鲁可、蜜雪集团为开源证券研究所预测，新东方为Bloomberg一致预期，其余公司盈利预测及估值数据均使用Wind一致预期。以上港股上市公司计价货币为港元，EPS为人民币，2025年11月6日港币兑人民币收盘价0.91151；美股上市公司收盘价和EPS计价货币为美元，2025年11月6日美元兑人民币收盘价7.0865）

（一）国内及全球宏观经济波动

世界不确定性处于高位，外部环境的进一步复杂化冲击国内国际双循环，加大国内经济下行压力，引发政策变动、市场需求减弱、产业结构调整、出口贸易受阻、原材料成本上升等不利因素，影响上市公司后续经营表现。

（二）项目落地不及预期，影响后续新产品的推出从而影响公司竞争力

新建设或研发项目进展不及预期，导致新产品推迟上市或新产能面临不足，使公司在关键市场的竞争地位下降，降低公司信誉和客户信任，财务状况恶化影响其他业务进展，进而对未来营收、业绩产生较大影响。

（三）零售不及预期，或导致存货周转、减值等相关问题

下游需求不足导致产品销售不及预期，使公司面临存货积压，产生流动资金占用、仓储成本增加、存货资产减值等风险。

（四）新进入者或已有竞争者带来的行业竞争加剧等

新进入者或现有竞争者可能通过价格战、营销推广等手段争夺市场份额，若公司不能持续在技术创新、市场开拓等方面有所突破并保持一定的竞争优势，将会面临市场份额不断被挤压的风险。

分析师声明

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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

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。

股票投资评级说明

	评级	说明	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。
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。	

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，具备证券投资咨询业务资格。

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。

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：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

邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券