

社会服务

2025年03月16日

优质供给推动拼搭玩具全龄化渗透，创作者经济蓬勃 拉动 AI+美丽

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

《关注茶咖品牌出海进程，全球在线旅游巨头加码 AI——行业周报》-2025.3.9

《潮玩龙头解锁“IP+服饰”大赛道，蜜雪集团加速全球化新征程——行业周报》-2025.3.2

《1月头部潮玩品牌店效高增，关注AI落地人力的三大核心场景——行业周报》-2025.2.23

初敏（分析师）

chumin@kysec.cn

证书编号：S0790522080008

李睿娴（分析师）

liruixian@kysec.cn

证书编号：S0790525020004

程婧雅（联系人）

chengjingya@kysec.cn

证书编号：S0790123070033

● 旅游/拼搭玩具：同程深化全球布局，优质供给推动拼搭玩具全龄化渗透

旅游：中国为新加坡入境最大客源地，年轻一代和银发族有望成为赴“新”旅游消费主力。**同程：**HopeGoo 亮相 ITB 柏林展，深化全球供应链布局。**拼搭玩具：**我们拆解拼搭玩具品类需求长盛不衰的原因主要来自其跨代际属性，国内市场渗透主要依靠优质供给，包括优质 IP 运营、正版+高性价比产品扩容、头部品牌跨品类布局。**乐高：**得益于庞大且多元化的产品组合，以及欧美、中东市场强劲需求推动，2024 年乐高业绩稳健增长，收入达到 743 亿丹麦克朗/同比增长 13%。

● AI+美丽+创作：3.8 大促国货头部效应显现，创作者经济蓬勃拉动 AI+美丽

美丽：从抖音平台看，韩束、珀莱雅、自然堂、丸美和百雀羚等线下渠道发家的经典国货穿越周期动荡。毛戈平登顶彩妆/香水/美妆工具榜单冠军。销售端以直播带货为主，达人推广占比略高于品牌自营，其中陈三废姐弟、黄奕和与辉同行分别贡献了约 9%-13% 达人销售额。天猫平台，头部效应更为集中。2025 年相比 2024 年新增上榜品牌只有毛戈平和彩棠。截至 2025 年 3 月 15 日，毛戈平 2025 年新增专柜 16 家，撤柜 3 家，目前合计专柜数 430 家，新增专柜以华东地区布局为主，主要以中高端、客流密度较高的百货商店、购物中心布局为主。**AI+：**根据 QuestMobile 数据显示，抖音月活用户从 2023 年 10 月的 7.27 亿增长至 2024 年 10 月的 7.86 亿，同比增长 8%，小红书月活用户从 2023 年 10 月的 1.91 亿增长至 2024 年 10 月的 2.14 亿，同比增长 11.9%。国务院印发《提振消费专项行动方案》，开展“人工智能+”行动，深入实施数字消费提升行动，大力培育品质电商。AI 应用下创作门槛大幅降低，内容生态有望持续丰富，利好美妆品牌在抖音、小红书等的内容电商平台蓬勃发展。

● 本周 A 股社服板块跑赢大盘，港股消费者服务板块跑输大盘

本周（3.10-3.14）社会服务指数+3.71%，跑赢沪深 300 指数 2.12pct；本周（3.10-3.14）港股消费者服务指数-4.02%，跑输恒生指数 2.9pct。

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）**旅游：**西域旅游、九华旅游、同程旅行、携程集团-S；（2）**教育：**凯文教育、有道；（3）**美护：**若羽臣、巨子生物、爱美客、青木科技、毛戈平；（4）**运动：**力盛体育；（5）**IP：**泡泡玛特、布鲁可、华立科技、青木科技；（6）**新兴消费：**赤子城科技；（7）**即时零售：**美团-W、顺丰同城；（8）**眼镜：**博士眼镜、佳禾智能、亿道信息；（9）**餐饮：**百胜中国、蜜雪集团。

● **风险提示：**项目落地不及预期，出行不及预期，行业竞争加剧等。

内容目录

1、 出行旅游：中国年轻人/银发族赴新游客有望崛起，同程深化全球供应链布局.....	4
1.1、 出境游洞察：2024 年新加坡高端游高增，年轻人和银发族迅速崛起.....	4
1.2、 同程：HopeGoo 亮相 ITB 柏林展，深化全球供应链布局.....	5
2、 拼搭玩具：优质供给推动全龄化渗透，2024 年乐高业绩逆势增长.....	6
2.1、 行业特点：目标客群向高年龄段上移，优质供给推动全龄化渗透.....	6
2.2、 乐高：2024 年业绩逆势增长，产品/门店创历史新高.....	7
3、 美丽： 3.8 大促国货头部效应显现，国货彩妆崛起.....	8
3.1、 3.8 大促总结：国货头部效应显现，国货彩妆崛起.....	8
3.2、 毛戈平线下专柜跟踪：2025 年布局加速，Q1 以华东地区加密为主.....	11
3.3、 近期新品更新：公司新品上市进度加快，护肤、彩妆均延展品类布局.....	12
3.4、 AI+美丽+创作：AI 驱动创作经济迭代，美妆品牌迎来内容电商新机遇.....	12
4、 出行数据跟踪.....	15
4.1、 航空：国内航班环比回升，国际航班环比回落.....	15
4.2、 访港数据追踪：内地访港/全球访港环比下降.....	15
5、 行业行情回顾：本周 A 股社服板块跑赢大盘，港股消费者服务板块跑输大盘.....	16
5.1、 A 股行业跟踪：本周社服板块波动上行.....	16
5.2、 A 股社服标的表现：本周（3.10-3.14）检测、旅游类上涨排名靠前.....	18
5.3、 港股行业跟踪：本周消费者服务板块整体下行.....	19
5.4、 港股消费者服务标的表现：本周（3.10-3.14）人力、教育类上涨排名靠前.....	20
6、 风险提示.....	22

图表目录

图 1： 中国赴新游客中 80 和 90 后占比最高.....	4
图 2： 00 后赴新游客同比 2019 年人次增长超 200%.....	4
图 3： 赴新游客中休闲客流占比 73%.....	4
图 4： 90 后游客中女性占比高达 61%.....	4
图 5： 2024 年中国赴新游客高端酒店间夜量和消费金额增长更快.....	5
图 6： 同程旅行携 HopeGoo 平台亮相 ITB 柏林展.....	5
图 7： 不同年龄层段对拼搭角色玩具消费者需求差异较大.....	6
图 8： 2000 年后“少子化”趋势下日本玩具市场规模仍增长，且与动漫产业保持较强相关性.....	7
图 9： 2024 年乐高收入达 743 亿丹麦克朗/同比+13%.....	7
图 10： 2024 年乐高归母净利润达 138 亿丹麦克朗/同比+5%.....	7
图 11： 2024 年美洲/欧中东非洲/亚太区域收入分别同比+16%/+13%/+1%.....	8
图 12： 2024 年乐高全球品牌零售店数达 1069 家.....	8
图 13： 毛戈平 3 月 3 日推出星空眼影.....	12
图 14： 毛戈平 3 月 8 日推出光韵鱼子底妆精萃露.....	12
图 15： 2024 年 1-10 月小红书平台活跃用户规模同比增长 11.9%.....	13
图 16： 美妆成为小红书 KOL 第一大品类.....	13
图 17： 预计 2027 年全球创意云市场规模将增长至 910 亿美元，CAGR 为 13%.....	14
图 18： 2024 年全球创意云市场中，传播者用户占比 49.2%.....	14
图 19： 全球约有 9 亿传播者用户、40 亿大众用户.....	14
图 20： 本周国内客运日均执行航班量同比 2024 年同期持平（单位：架次）.....	15

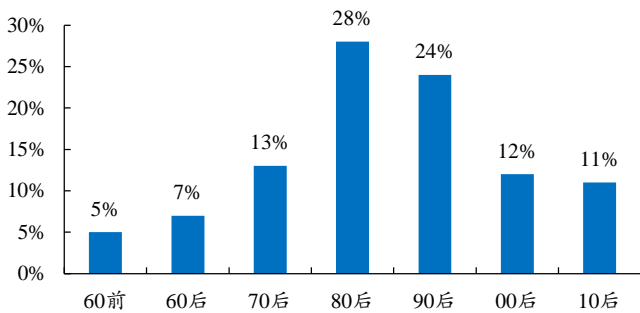
图 21: 本周国际客运日均执行航班量恢复至 2019 年同期 84% (单位: 架次)	15
图 22: 近一周内地/全球访港人数环比+5.9%/+0.6% (单位: 人次)	15
图 23: 近一周内地/全球访港人数较 2024 年日均+14.8%/+6.4% (单位: 人次)	16
图 24: 近一周内地/全球访港人数单日峰值环比-9.6%/-4.2% (单位: 人次)	16
图 25: 本周 (3.10-3.14) 社服板块跑赢沪深 300 (%)	17
图 26: 2025 年初至今社服板块走势强于沪深 300 (%)	17
图 27: 本周 (3.10-3.14) 社会服务板块在一级行业排名第 5 (%)	17
图 28: 2025 年初至今社会服务板块在一级行业排名第 8 (%)	17
图 29: 本周 (3.10-3.14) ST 东时、勤上股份、信测标准领涨 (%)	18
图 30: 本周 (3.10-3.14) 科德教育、创业黑马、学大教育涨幅排名后三位 (%)	18
图 31: 本周 (3.10-3.14) 苏试试验、众信旅游、中公教育净流入额较大 (万元)	18
图 32: 本周 (3.10-3.14) 中体产业、科德教育、创业黑马净流出额较大 (万元)	19
图 33: 本周 (3.10-3.14) 消费者服务板块跑输恒生指数 (%)	19
图 34: 2025 年初至今消费者服务板块走势弱于恒生指数 (%)	19
图 35: 本周 (3.10-3.14) 港股消费者服务板块在一级行业排名第 28 (%)	19
图 36: 2025 年初至今港股消费者服务板块在一级行业排名第 16 (%)	20
图 37: 本周 (3.10-3.14) 同道猎聘、中国东方教育、BOSS 直聘-W 领涨 (%)	20
图 38: 本周 (3.10-3.14) 奈雪的茶、海伦司、华夏视听教育跌幅较大 (%)	21
表 1: 2025 年抖音美妆 TOP20 品牌国货势能向上	9
表 2: 2025 年抖音新增上榜品牌彩妆数量大于护肤	10
表 3: 2025 年相比 2024 年新增上榜品牌只有毛戈平和彩棠	10
表 4: 毛戈平 2025 年以来新增专柜以华东地区布局为主	11
表 5: 盈利预测与估值	21

1、出行旅游：中国年轻人/银发族赴新游客有望崛起，同程深化全球供应链布局

1.1、出境游洞察：2024年新加坡高端游高增，年轻人和银发族迅速崛起

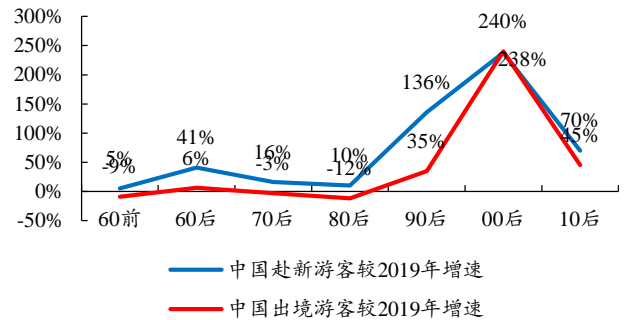
中国为新加坡入境最大客源地，年轻一代和银发族有望成为赴“新”旅游消费主力。新加坡旅游局数据显示，2024年新加坡国际旅客人数达到1650万人次/同比+21%；其中中国大陆游客高达308万人次/同比+126%，占新加坡总入境游客比重18.7%。从代际分布看，超过50%中国游客为80后和90后，而90后、00后游客同比2019年人次增长分别136%和超200%，预计将成为新的消费主力群体。年轻游客更注重个性化体验，其消费偏好呈现“性价比优先、社交属性强”的特点，偏好潮流景点和即时分享的旅行方式；另外老年群体（60前、60后、70后）同比2019年增速显著高于中国整体出境游客同龄群体增速。

图1：中国赴新游客中80和90后占比最高



数据来源：携程黑板报公众号、开源证券研究所

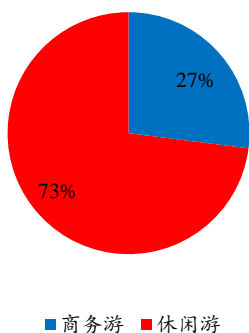
图2：00后赴新游客同比2019年人次增长超200%



数据来源：携程黑板报公众号、开源证券研究所

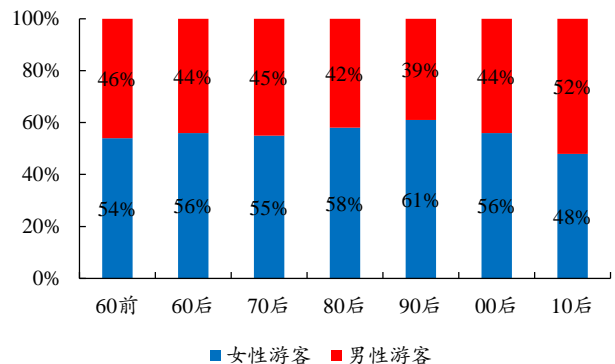
新加坡更受女性游客青睐，休闲客流为主流。客源市场方面，休闲游客占据主导，2024年中国赴“新”游客中休闲游游客占比73%，商务游游客占比27%。携程数据显示，近一年在前往新加坡的中国休闲游游客里，女性游客占比达到57%，男性游客占比为43%，表明新加坡在文化体验、购物美食等方面，对中国女性游客有着独特的吸引力。进一步细分各年龄层游客性别占比，90后游客群体中女性游客的占比更为突出，高达61%。

图3：赴新游客中休闲客流占比73%



数据来源：环球旅讯公众号、开源证券研究所

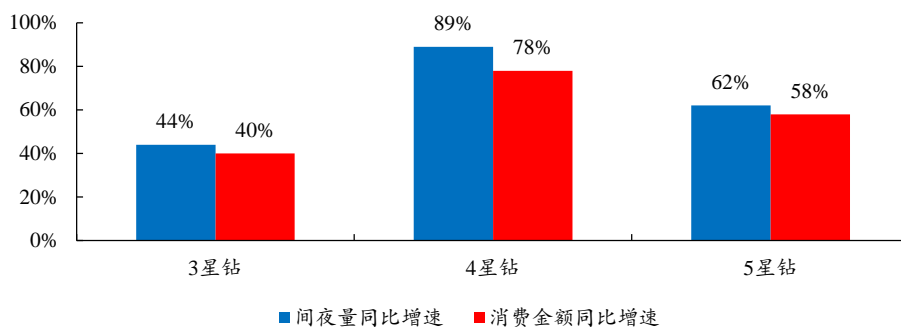
图4：90后游客中女性占比高达61%



数据来源：携程黑板报公众号、开源证券研究所

各星钻级酒店市场全面增长，高星钻级酒店消费增速更快。2024 年前往新加坡的休闲游客中，超过 65% 的游客来自中国华东及华南地区，而商务游主要集中在长三角地区，浙江、江苏和上海商务游客人次分别以 160%、139%、136% 的增长率领先其他省份。2024 年中国赴“新”游客订购的各星钻级酒店间夜量及消费金额均有大幅增长，其中 4 星和 5 星钻级酒店增速高于 3 星，4 星钻级酒店的订购间夜量和消费金额增速领先，分别 89% 和 78%，反应中国游客对中高端酒店较高的消费能力和需求。

图5：2024 年中国赴新游客高端酒店间夜量和消费金额增长更快



数据来源：携程黑板报公众号、开源证券研究所

1.2、同程：HopeGoo 亮相 ITB 柏林展，深化全球供应链布局

同程 HopeGoo 深化全球供应链布局。近日同程携旗下国际旅行平台 HopeGoo 首次作为参展商亮相柏林国际旅游交易会（ITB Berlin），展示智慧旅游、个性化服务及可持续发展领域的创新成果。展会期间，同程与西班牙 Welcomebeds、土耳其 Peak Point 等超过 100 家国际旅业合作伙伴达成战略合作，新增覆盖欧美、亚洲等区域的超 20 万间酒店库存。此外同程旅行还通过西班牙旅游技术服务平台 TravelGateX 双向通道和俄罗斯分销渠道，成功打通海外市场供应链，未来将在景区门票、邮轮租车、商旅服务、签证保险等业务展开合作。

图6：同程旅行携 HopeGoo 平台亮相 ITB 柏林展



资料来源：同程旅行发言人公众号

2、 拼搭玩具：优质供给推动全龄化渗透，2024 年乐高业绩逆势增长

2.1、 行业特点：目标客群向高年龄段上移，优质供给推动全龄化渗透

拼搭玩具行业空间来自其跨代际属性。我们拆解拼搭玩具品类虽历史悠久，需求长盛不衰的核心原因：

(1) 在传统理解中拼搭玩具受众主要为儿童，培养儿童专注力和动手能力的益智属性是实际决策者家长的主要消费动机，但从玩具设计的底层逻辑出发，拼搭玩具在搭建过程中所建立的及时反馈机制满足了人类对创造力思维和自我实现的天然向往，可脱离时代文化背景进入代际传承。从国内消费群体看，上一代受到乐高积木和高达模型熏陶的成年群体以高品质的拼搭活动参与家庭成员间的互动与联系。

(2) 大量以具有粉丝基础的 IP 为原型设计的正版拼搭产品上市，由于其 IP 属性和收藏价值，带来更广泛的消费力较强的成人玩家。在产品设计上，各大头部品牌产品设计思路与电影、游戏、艺术品、汽车的成人兴趣生活领域相结合，产品形式与其他品类边界逐步模糊，添加更多艺术性及功能性内容，比如乐高堡垒之夜、机械组等。

图7：不同年龄层段对拼搭角色玩具消费者需求差异较大

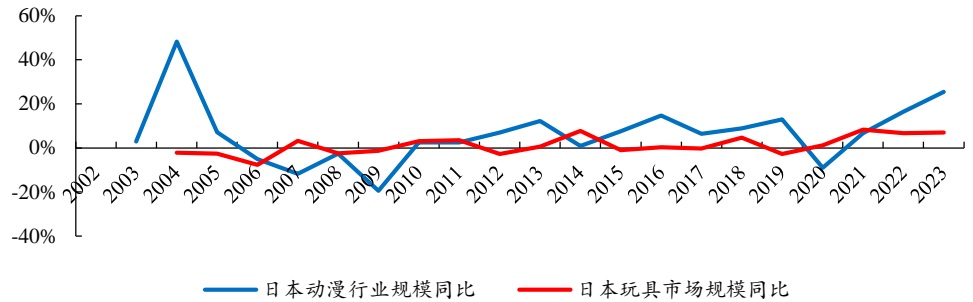
特色人群		学前启蒙	儿童教娱	素质教育/玩乐	潮玩圈层	情怀收藏
用户画像	使用者	0-3岁幼儿	3-9岁儿童	9-18岁 小学/中学生	<ul style="list-style-type: none"> 性别分布平均，年龄呈两级分布，18-24岁为主和部分40-49岁人群 购买意愿也呈两级分化，低购买意愿和较强购买意愿居多，以1/2线城市为主 	<ul style="list-style-type: none"> 偏重男性，年龄以35-50岁为主和部分60岁以上及18-24岁人群 购买意愿高，以1/2线城市为主
	购买者	<ul style="list-style-type: none"> 女性为主，年龄以25-34岁为主，部分分布在35-40岁和50-59岁 购买意愿低，以低线城市为主 	<ul style="list-style-type: none"> 女性为主，年龄偏重30-44岁，以及50岁以上 购买意愿中，比较偏重三线及以下城市 	<ul style="list-style-type: none"> 性别分布平均，偏重25-39岁和部分55-59岁 有自我购买意识和能力，可识别品牌 		
需求场景		亲子陪伴、益智启蒙、能力训练	亲子陪伴、寓教于乐、兴趣开发	课外能力培养、兴趣培养、拼装娱乐	情绪价值、圈层爱好、圈层社交	艺术收藏、硬核拼装
关键购买要素		功能>性价比>品牌>正品>服务		IP>正版>玩法>热点>产品素质		IP>正版>素质>限量>溢价

资料来源：灼识咨询、开源证券研究所

我们认为国内拼搭玩具市场渗透动因来自优质供给驱动：

(1) IP 授权产品销售情况与版权方内容持续更新、运营相关。以日为鉴，2003 年以来日本 15 岁以下人口数量逐年下降，但是玩具市场规模仍呈现趋势增长，2023 突破万亿日元，即“大小孩”贡献了日本玩具市场的主要增长；滞后 1-2 期看，行业变动与日本动漫产业表现基本同步，隐含了动漫 IP 成人衍生品对玩具市场的托举作用。由于部分欧美日 IP 内容更新断代，且乐高/万代在本土化设计及运营上仍缺少精细度和灵活度，国民文化自信提升及兴趣消费浪潮下，通过围绕中国本土 IP 的产品打造，或为国产品牌突围主线之一。

图8：2000年后“少子化”趋势下日本玩具市场规模仍增长，且与动漫产业保持较强相关性



数据来源：Wind、日本玩具协会、开源证券研究所

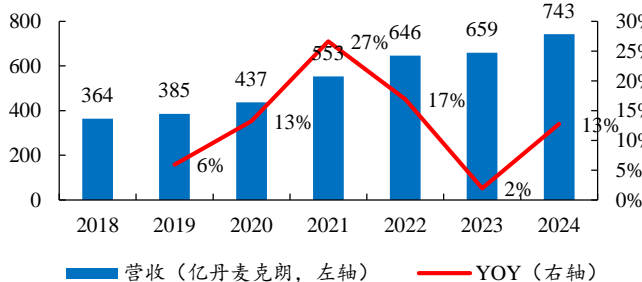
(2) **正版+高性价比的产品仍相对稀缺。**以奥特曼、变形金刚产品为例，海外正版产品通常因高价+产能规模制约国内玩家受众扩容，而国内拼搭品牌充斥较多盗版产品（低价低质、还原度低）。随全球 IP 厂商均将全球化作为核心战略后，本土上游授权生态改善，依托国内供应链（产能、渠道）优势，更多正版高性价比玩具满足更广泛客群的消费需求。

(3) **头部品牌的跨品类布局。**部分公司具备成熟的 IP 矩阵、基础品牌受众和跨品类开发经验，通过拼搭玩具等品类进行生态扩容，亦有望为拼搭玩具市场扩容添砖加瓦。

2.2、乐高：2024 年业绩逆势增长，产品/门店创历史新高

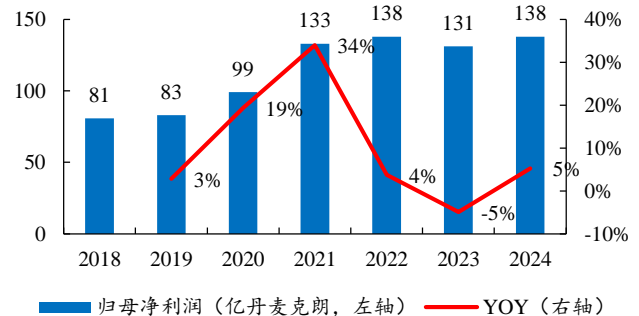
乐高 2024 年营收和营业利润创历史新高，超越全球玩具市场整体水平。得益于庞大且多元化的产品组合，以及欧美、中东市场强劲需求推动，2024 年收入达到 743 亿丹麦克朗（约合 785 亿人民币）/同比增长 13%。终端 GMV 同比增长 12%，在 2024 年全球玩具市场略有下滑（-1%）的情况下，乐高集团的表现持续优于市场。营业利润达到 138 亿丹麦克朗/同比增长 5%，净利润达 138 亿丹麦克朗，超出此前预期。自由现金流达到 102 亿丹麦克朗。经营活动现金流 同比增长 24%，达到 192 亿丹麦克朗，为在越南和美国等地的新工厂和设施建设提供了有力支持。

图9：2024 年乐高收入达 743 亿丹麦克朗/同比+13%



数据来源：乐高公司公告、开源证券研究所

图10：2024 年乐高归母净利润达 138 亿丹麦克朗/同比+5%



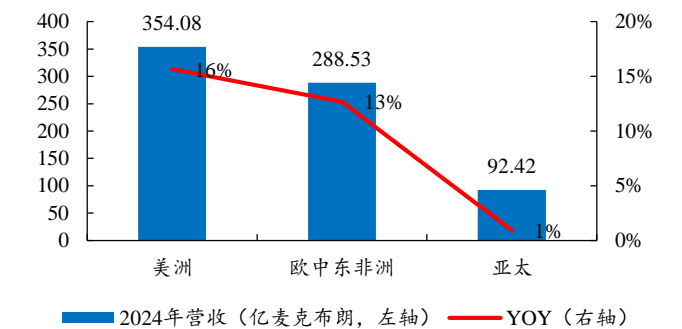
数据来源：乐高公司公告、开源证券研究所

从 IP 联名到场景化体验，满足全龄段消费者需求。2024 年乐高的产品组合包含 840 款产品，其中新品达到 390 款。乐高通过与热门 IP 合作不断丰富产品线，满足不同消费者需求。最畅销的主题结合自有 IP 和授权 IP，包括乐高®城市、乐高®星球大战™、乐高®机械组™、乐高®经典图标和乐高®哈利·波特™等。在破圈之作方面，乐高堡垒之夜系列于 2023 年底推出后，吸引了 8700 万玩家。该系列通过“实体套装+游戏内体验”模式，将虚拟社交与实体玩具结合，为玩家提供了全新的玩乐体验。乐高花植系列 2024 年销售额同比激增，成为情人节、母亲节等礼品场景的“现象级单品”，成功吸引 25-40 岁女性消费者。为进一步挖掘体育热情，乐高还与耐克、F1 达成战略合作，2025 年将推出联名套装，瞄准男性体育爱好者市场。

供应链全球化布局，助力产能扩张。产能扩张方面，乐高集团扩大了墨西哥、匈牙利和中国现有工厂的制造能力，并在越南和美国建设新工厂方面取得进展。乐高投资 35 亿丹麦克朗建设越南工厂，2025 年投产后将覆盖东南亚及部分欧美市场，劳动力成本比欧洲低 60%。美国弗吉尼亚州的工厂预计将于 2027 年开业，将缩短北美市场交付周期至 3 天（目前需 7-10 天）。

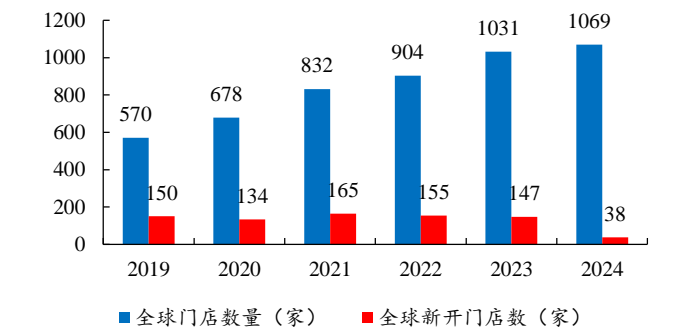
销售渠道方面，全球品牌零售店达到 1069 家，全球销售网络持续扩张；分区域看，美洲/欧中东非洲/亚太区域分别贡献收入 354/289/92 亿丹麦克朗，分别同比增长 +16%/+13%/+1%。

图11: 2024 年美洲/欧中东非洲/亚太区域收入分别同比 +16%/+13%/+1%



数据来源：乐高公司公告、开源证券研究所

图12: 2024 年乐高全球品牌零售店数达 1069 家



数据来源：乐高公司公告、乐高集团资讯中心公众号、开源证券研究所

3、美丽： 3.8 大促国货头部效应显现，国货彩妆崛起

3.1、 3.8 大促总结：国货头部效应显现，国货彩妆崛起

国货头部效应显现，老牌国货借助抖音平台达人矩阵起势明显。从抖音平台看，韩束、珀莱雅、自然堂、丸美和百雀羚等线下渠道发家的经典国货穿越周期动荡，韩束连续两年登顶 TOP1，珀莱雅也由 2024 年的第 4 名上涨至 2025 年第 2 名，自然堂由 2024 年第 11 名上涨至 2025 年第 4 名，丸美由 2024 年第 20 名增长至 2025 年第 8 名。其中，百雀羚三年来首次冲进 3.8 大促抖音美妆 TOP20 榜单。整体 3.8 大促国货品牌上榜数量略降，由 2024 年 11 个跌至 2025 年 10 个，但整体头部国货位次向前靠拢。此外，毛戈平品牌势能提升，花西子、HBN、SK-II、德玛贝尔、黛安

蒂掉出 TOP20，资生堂三年来首次上榜。

丸美品牌以套盒+大单品，达播为主要带货方式，销量前三产品仍是其核心产品，四抗 3.0 水乳精华套装、第三代胜肽小红笔眼霜和第二代胶原小金针次抛精华液。**自然堂**以自播为主，达播为辅策略，其中画梅、与辉同行各自贡献约 10% 达人销售额，销量前三产品均是 300-500 元内的套盒。**百雀羚**销售额主要源自直播，以达人推广与品牌自营为主，占比均超 40%，销量前三均系套盒。其中有近 40% 达人销售额源自头部主播董先生，其次近 10% 占比为云上珠宝。

毛戈平登顶彩妆/香水/美妆工具榜单冠军。产品端：毛戈平销售额位于前三为不同色号的粉底液，实现了百万销售额，其次是鱼子酱面膜、黑羽翼气垫等。**销售端：**以直播带货为主，达人推广占比略高于品牌自营，其中陈三废姐弟、黄奕和与辉同行分别贡献了约 9%-13% 达人销售额。其余品牌中，KATO KATO、方里、花知晓和魅可 2025 年大促增长迅速，修可芙和蒂洛薇两大品牌入围 TOP20 榜单。修可芙创立于 2021 年，蒂洛薇成立于 2023 年，两大品牌均聚焦底妆类产品实现快速破圈。2021-2024 年抖音年度彩妆 TOP1 的花西子由前一年的第 1 名跌至第 9 名。

表1：2025 年抖音美妆 TOP20 品牌国货势能向上

抖音美妆品牌 TOP20 榜单		
	2024 年	2025 年
1	韩束	韩束
2	雅诗兰黛	珀莱雅
3	WHOO 后	雅诗兰黛
4	珀莱雅	自然堂
5	兰蔻	赫莲娜
6	欧莱雅	欧莱雅
7	海蓝之谜	兰蔻
8	可复美	丸美
9	迪仕艾普	WHOO 后
10	赫莲娜	海蓝之谜
11	自然堂	可复美
12	HBN	谷雨
13	谷雨	百雀羚
14	OLAY	欧诗漫
15	花西子	迪仕艾普
16	德玛贝尔	OLAY
17	SK-II	CPB
18	黛安蒂	资生堂
19	欧诗漫	毛戈平
20	丸美	蜜丝婷

资料来源：聚美丽公众号、开源证券研究所（注：红色底纹表示 2025 年相比 2024 年排名上升，绿色表示 2025 年未上榜 2024 年上榜，加粗表示 2025 年上榜但 2024 年未上榜）

表2：2025年抖音新增上榜品牌彩妆数量大于护肤

排名	抖音护肤品牌 TOP20 榜单		抖音彩妆品牌 TOP20 榜单	
	2024年	2025年	2024年	2025年
1	韩束	韩束	花西子	毛戈平
2	雅诗兰黛	珀莱雅	圣罗兰	圣罗兰
3	WHOO 后	自然堂	CPB	修可芙
4	珀莱雅	赫莲娜	卡姿兰	恋火
5	欧莱雅	雅诗兰黛	纪梵希	CPB
6	兰蔻	欧莱雅	雅诗兰黛	ELL
7	海蓝之谜	丸美	柏瑞美	方里
8	可复美	WHOO 后	毛戈平	卡姿兰
9	迪仕艾普	兰蔻	AKF	花西子
10	赫莲娜	海蓝之谜	方里	纪梵希
11	自然堂	可复美	3CE	彩棠
12	HBN	谷雨	橘朵	阿玛尼
13	谷雨	百雀羚	兰蔻	柏瑞美
14	OLAY	欧诗漫	VC	三资堂
15	德玛贝尔	迪仕艾普	恋火	雅诗兰黛
16	SK-II	OLAY	悠宜	花知晓
17	欧诗漫	资生堂	阿玛尼	魅可
18	丸美	娇韵诗	彩棠	兰蔻
19	黛安蒂	修丽可	完美日记	KATO KATO
20	薇诺娜	薇诺娜	蜜丝婷	蒂洛薇

资料来源：聚美丽公众号、开源证券研究所（注：红色底纹表示2025年相比2024年排名上升，绿色表示2025年末上榜2024年上榜，加粗表示2025年上榜但2024年末上榜）

从天猫平台看，头部效应更为集中，新增上榜品牌仅有毛戈平和彩棠。从天猫平台大促表现看，2024和2025年TOP4品牌均为珀莱雅、欧莱雅、兰蔻、雅诗兰黛，2024年和2025年上榜品牌差异不大，TOP20只有毛戈平、彩棠是2025年新增上榜品牌。毛戈平和彩棠分列2025年天猫美妆品牌榜第16名和第19名。珀莱雅推出香水、气垫产品向香氛/底妆市场进阶，毛戈平则是在彩妆/护肤双面发力中也布局香水赛道，国货头部品牌通过多品类发力拉动销售额增长。

表3：2025年相比2024年新增上榜品牌只有毛戈平和彩棠

排名	天猫美妆品牌 TOP20 榜单	
	2025年	2024年
1	珀莱雅	珀莱雅
2	欧莱雅	欧莱雅
3	兰蔻	兰蔻
4	雅诗兰黛	雅诗兰黛
5	修丽可	玉兰油 OLAY
6	海蓝之谜	修丽可
7	肌肤之钥	娇韵诗
8	可复美	薇诺娜
9	圣罗兰	肌肤之钥

10	娇韵诗	海蓝之谜
11	玉兰油 OLAY	资生堂
12	资生堂	圣罗兰
13	赫莲娜	可复美
14	薇诺娜	赫莲娜
15	SK-II	理肤泉
16	毛戈平	自然堂
17	科颜氏	娇兰
18	理肤泉	SK-II
19	彩棠	科颜氏
20	娇兰	HBN

资料来源：聚美丽公众号、开源证券研究所（注：红色底纹表示 2025 年相比 2024 年排名上升，绿色表示 2025 年未上榜 2024 年上榜，加粗表示 2025 年上榜但 2024 年未上榜）

3.2、毛戈平线下专柜跟踪：2025 年布局加速，Q1 以华东地区加密为主

截至 2025 年 3 月 15 日，毛戈平 2025 年新增专柜 16 家，撤柜 3 家，目前合计专柜数 430 家，新增专柜以华东地区布局为主，主要以中高端、客流密度较高的百货商店、购物中心布局为主。新增主要是：上海新增 1 家（蓝翔印象城），江苏新增 4 家（南京景枫中心、无锡大东方百货、张家港览秀城购物中心、无锡海岸城），安徽新增 2 家（阜阳商厦中心、六安银泰百货），江西新增 1 家（赣州君尚中心），其他地区河南新增 2 家（商丘正弘汇、许昌胖东来时代广场店），广东新增 1 家（佛山顺德悦然广场），陕西新增 2 家（西安赛格购物中心、延安百货大楼），四川新增 1 家（泸州万象汇）；撤柜 3 家分别为浙江（台州耀达百货）、四川（伊藤洋华堂绿地店），辽宁（大连麦凯乐店）。

表4：毛戈平 2025 年以来新增专柜以华东地区布局为主

区域	各省级行政区专柜数量	区域合计
华中	河南 9 (+2)、湖北 21、湖南 16	46
华北	北京 14 (+1)、天津 2、河北 19、山西 2、内蒙古 5	42
华东	上海 16 (+1)、江苏 68 (+4)、浙江 48 (-1)、安徽 15 (+2)、江西 7 (+1)、山东 18	172
华南	广东 28 (+1, 广州 11、深圳 12)、广西 6、海南 2、福建 11	47
西北	陕西 12 (+2)、甘肃 5、宁夏 4、青海 1、新疆 2	24
西南	重庆 25、四川 41 (+1, -1)、贵州 11、云南 5、西藏	82
东北	辽宁 5 (-1)、吉林 3、黑龙江 9 (+1)	17
合计		430

资料来源：毛戈平官网、开源证券研究所（注：红色表示 2025 年专柜有新增的省份，蓝色表示 2025 年专柜有减少的省份，括弧内表示 2025 年专柜增减情况）

3.3、近期新品更新：公司新品上市进度加快，护肤、彩妆均延展品类布局

3月3日，MAOGEPING 毛戈平推出全新单品——光韵鱼子底妆精萃露，进一步**加强鱼子系列布局**。光韵鱼子底妆精萃露质地为水感凝露基底叠加精华微珠，遇肤化水，轻薄透气不闷肤；同时凝蕴鱼子精粹，辅以植物精粹阶梯式润养，赋予肌肤透亮润泽。售价：360元/30ml，目前丝芙兰线上官方平台和线下门店有售。

3月8日，MAOGEPING 毛戈平**星空眼影上市**。星空眼影共有5大色号，对应银河系、仙女星系、烟花星系、玫瑰星系和海豚星系，售价：180元/盒。目前天猫旗舰店、抖音平台均有售。我们认为色彩类单品与潮流、时尚结合度更高，契合年轻客群需求，优先通过线上大促推新，利于打造爆品，实现破圈，预计后续线下渠道也会跟进布局，而护肤品类线下上新速度更快，利于打造用户口碑。

图13：毛戈平3月3日推出星空眼影



资料来源：KEV 美妆圈

图14：毛戈平3月8日推出光韵鱼子底妆精萃露



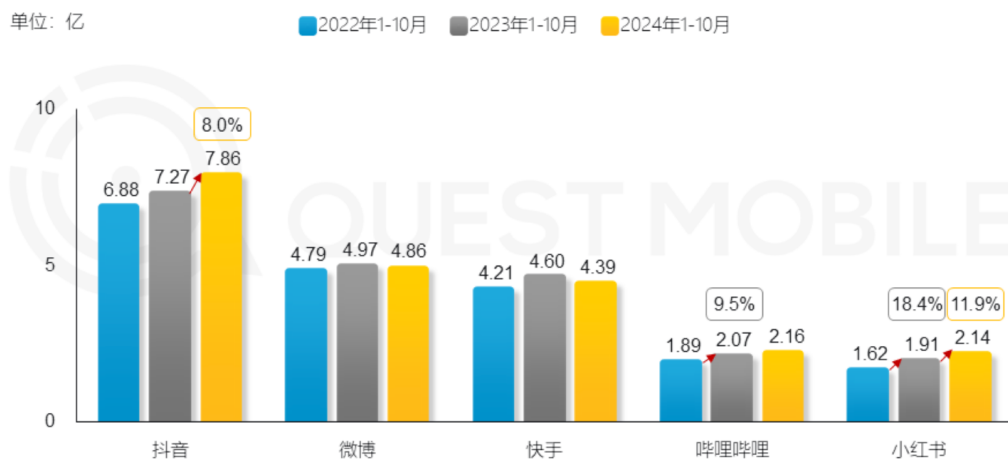
资料来源：KEV 美妆圈

3.4、AI+美丽+创作：AI 驱动创作经济迭代，美妆品牌迎来内容电商新机遇

中国新媒体平台创作者数量持续攀升，AI 迭代助力创作者提效，小红书等内容电商蓬勃发展。以抖音和小红书为例，根据 QuestMobile 数据显示，抖音月活用户从 2023 年 10 月的 7.27 亿增长至 2024 年 10 月的 7.86 亿，同比增长 8%，小红书月活用户从 2023 年 10 月的 1.91 亿增长至 2024 年 10 月的 2.14 亿，同比增长 11.9%。新媒体平台成为创作者们蓬勃发展的沃土，创作者规模持续高速增长，对高效创作工具的需求增强，而 AI 工具的出现，恰好成为满足这一需求的“及时雨”，为创作者经济注入了强大动力。

图15: 2024年1-10月小红书平台活跃用户规模同比增长11.9%

典型新媒体平台月平均活跃用户规模增长



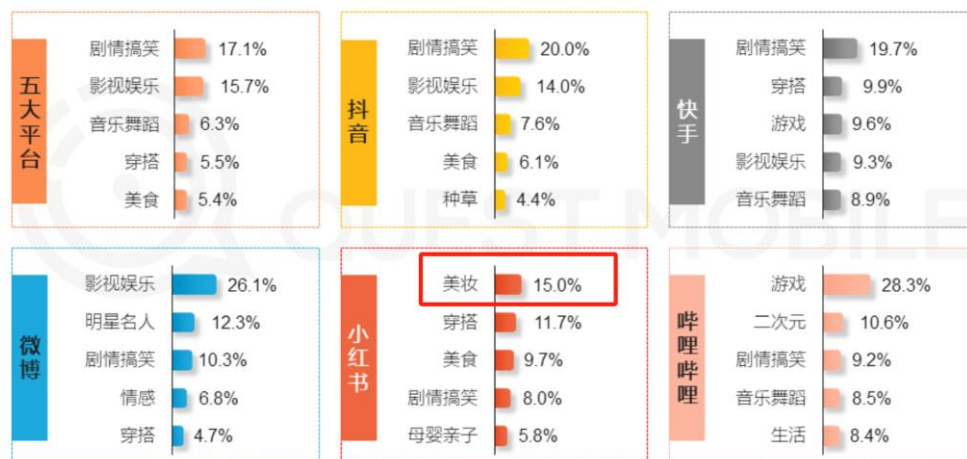
注: 典型新媒体平台, 指抖音、快手、小红书、哔哩哔哩、微博。

资料来源: QuestMobile

国务院印发《提振消费专项行动方案》，支持新型消费加快发展。文件提及深入实施数字消费提升行动，大力培育品质电商。开展“人工智能+”行动，促进“人工智能+消费”，加速推动新技术新产品开发与应用推广，开辟高成长性消费新赛道。AI应用下创作门槛大幅降低，内容生态有望持续丰富，利好美妆品牌在抖音、小红书等的内容电商平台蓬勃发展。。

图16: 美妆成为小红书 KOL 第一大品类

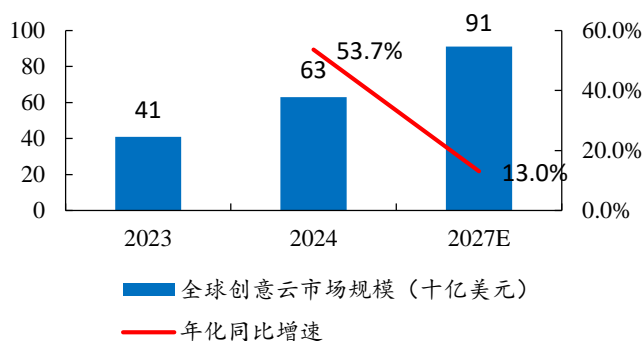
2024年10月 新媒体平台 粉丝数占比TOP5 KOL类型



资料来源: QuestMobile

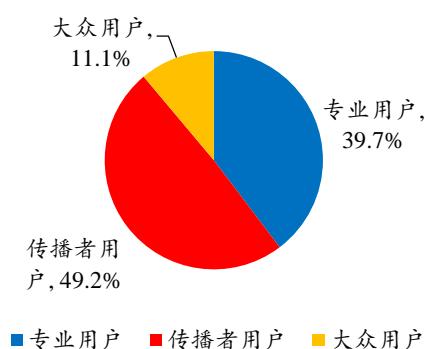
全球约有 9 亿传播者用户，AI 驱动下传播者创作门槛大幅降低，利好美妆品牌口碑营销。根据 Adobe 的预测，从 2024 年到 2027 年，全球创意云市场规模预计将从 630 亿美元大幅跃升至 910 亿美元，复合年均增长率 (CAGR) 达 13%。2024 年全球创意云市场中，传播者用户占比已达到 49.2%，市场规模 310 亿美元，是创意云市场最重要的组成部分。AI 大幅降低创作门槛、提升创作效率。预计到 2027 年，传播者和大众用户市场规模将增长至 470 亿美元。Adobe 最近一项研究显示，88% 品牌认为内容需求在 2024 年至少增加一倍，三分之二的品牌预计在未来两年内将增长 5 倍。

图17: 预计 2027 年全球创意云市场规模将增长至 910 亿美元, CAGR 为 13%



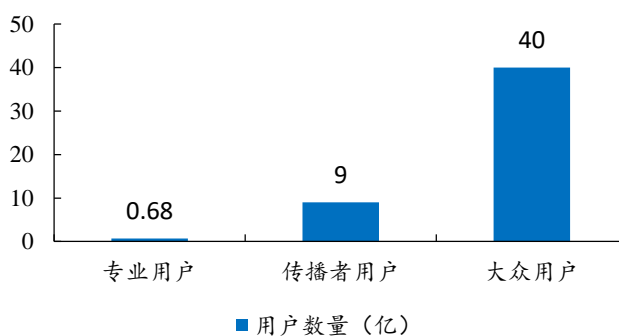
数据来源: Adobe 公司公告、开源证券研究所

图18: 2024 年全球创意云市场中, 传播者用户占比 49.2%



数据来源: Adobe 公司公告、开源证券研究所

图19: 全球约有 9 亿传播者用户、40 亿大众用户



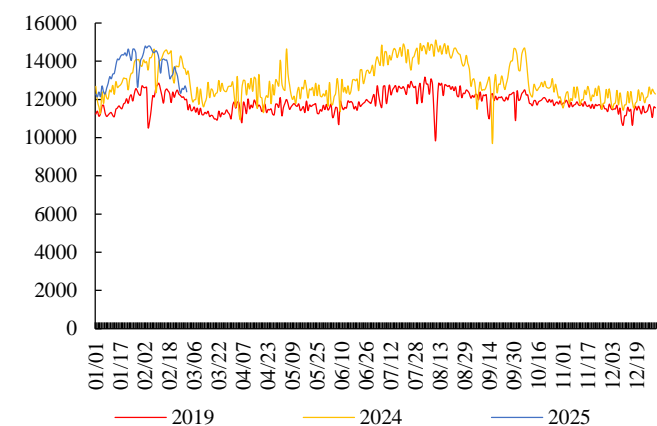
数据来源: Adobe 公司公告、开源证券研究所

4、出行数据跟踪

4.1、航空：国内航班环比回升，国际航班环比回落

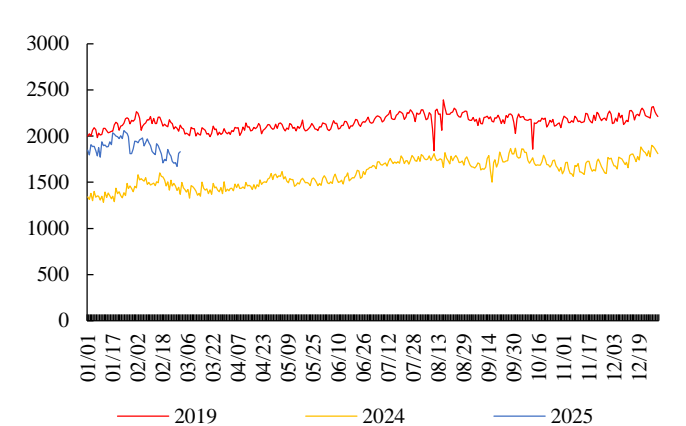
根据航班管家，本周（3.9-3.15）全国日均客运执行航班量 14117 架次，较 2024 年同期+2%，环比+1.2%。其中，本周国内客运日均执行航班量 12073 架次，较 2024 年同期持平，环比+1.5%，3 月国内航班同比下滑 3%；本周国际客运日均执行航班量 1713 次，环比-1%，恢复至 2019 年同期 84%，3 月国际航班恢复至 2019 年同期 84%。

图20：本周国内客运日均执行航班量同比 2024 年同期持平（单位：架次）



数据来源：航班管家、开源证券研究所

图21：本周国际客运日均执行航班量恢复至 2019 年同期 84%（单位：架次）

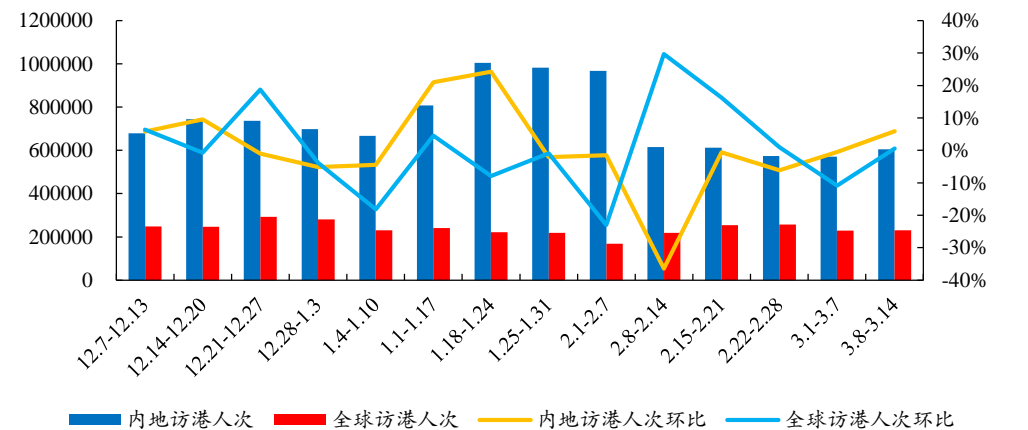


数据来源：航班管家、开源证券研究所

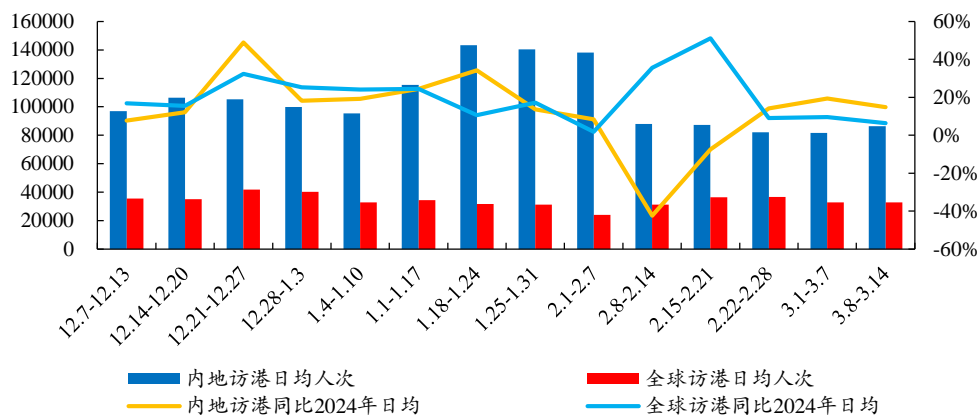
4.2、访港数据追踪：内地访港/全球访港环比下降

本周（3.8-3.14）内地访客总入境人次达 60.48 万人，环比+5.9%；全球访客总入境人次(除内地外)23 万人，环比+0.6%。内地访客日均人数较 2024 年日均+14.8%，全球访客日均人数(除内地外)较 2024 年日均+6.4%。内地访港整周单日峰值 11.63 万人次，全球访客整周单日峰值(除内地外)达 3.9 万人次。

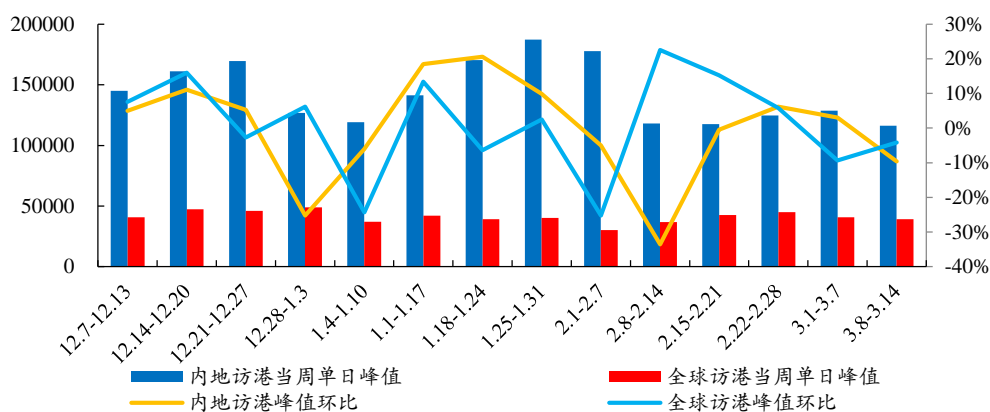
图22：近一周内地/全球访港人数环比+5.9%/+0.6%（单位：人次）



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23：近一周内地/全球访港人数较 2024 年日均+14.8%/+6.4%（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24：近一周内地/全球访港人数单日峰值环比-9.6%/-4.2%（单位：人次）


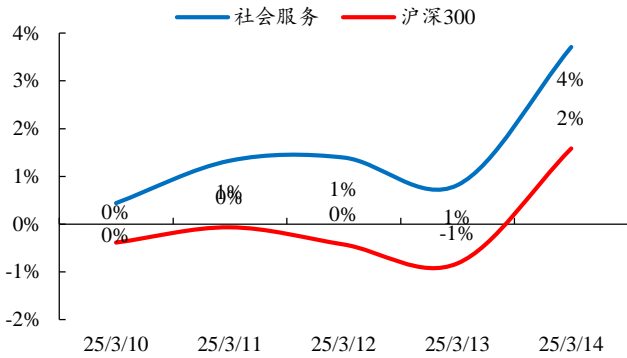
数据来源：中国香港特别行政区政府入境事务处、开源证券研究所

5、行业行情回顾：本周 A 股社服板块跑赢大盘，港股消费者服务板块跑输大盘

5.1、A 股行业跟踪：本周社服板块波动上行

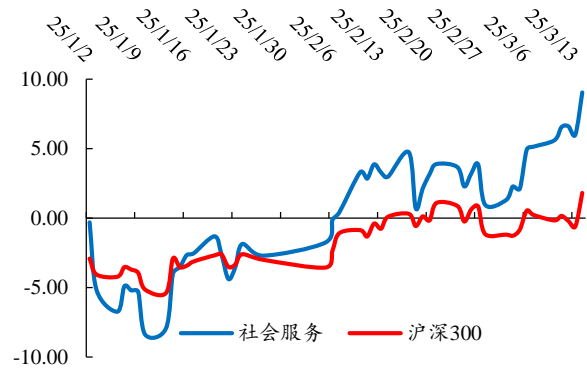
本周（3.10-3.14）社会服务指数+3.71%，跑赢沪深 300 指数 2.12pct，在 31 个一级行业中排名第 5；2025 年初至今社会服务行业指数+9.06%，强于沪深 300 指数的 +1.82%，在 31 个一级行业中排名第 8。

图25: 本周(3.10-3.14)社服板块跑赢沪深300(%)



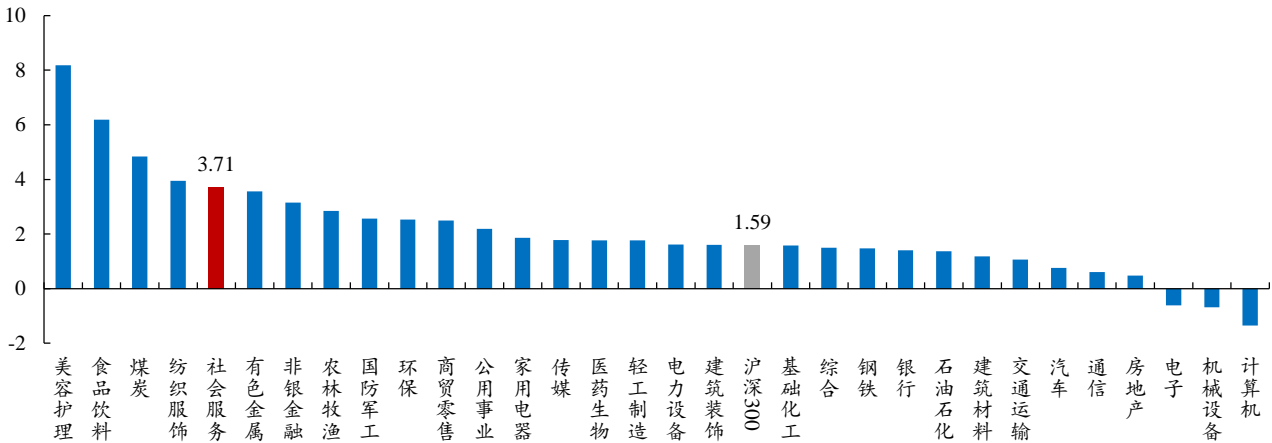
数据来源: Wind、开源证券研究所

图26: 2025年初至今社服板块走势强于沪深300(%)



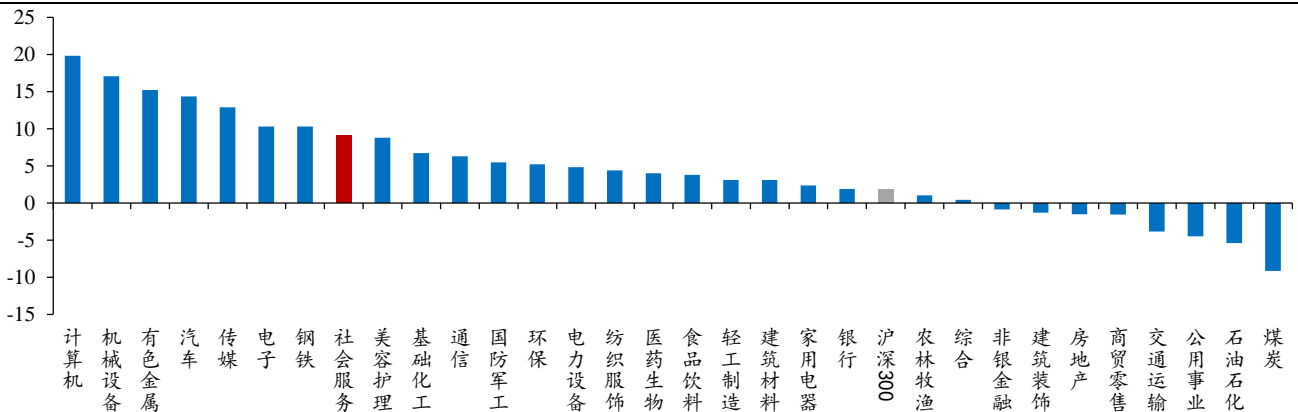
数据来源: Wind、开源证券研究所

图27: 本周(3.10-3.14)社会服务板块在一级行业排名第5(%)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图28: 2025年初至今社会服务板块在一级行业排名第8(%)

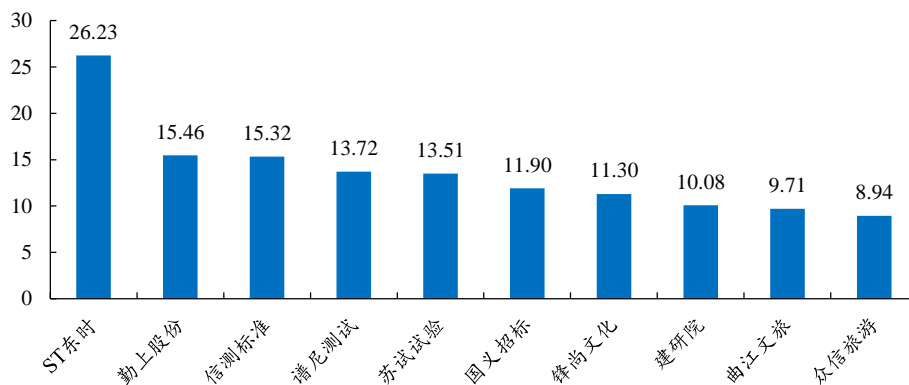


数据来源: Wind、开源证券研究所

5.2、A 股社服标的表现：本周（3.10-3.14）检测、旅游类上涨排名靠前

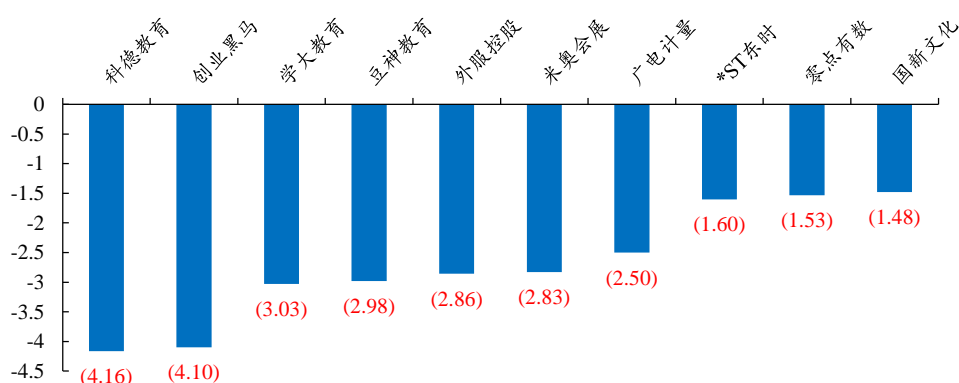
本周（3.10-3.14）A 股涨幅前十名以人力检测、旅游类为主，涨幅前三名分别为 ST 东时、勤上股份、信测标准，涨幅后三名分别为科德教育、创业黑马、学大教育。净流入额前三名分别为苏试试验、众信旅游、中公教育，净流入额后三名为中体产业、科德教育、创业黑马。

图29：本周（3.10-3.14）ST 东时、勤上股份、信测标准领涨（%）



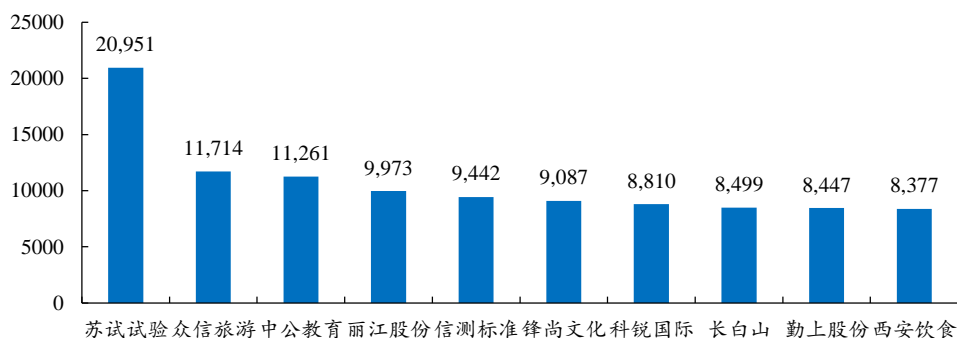
数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：本周（3.10-3.14）科德教育、创业黑马、学大教育涨幅排名后三位（%）



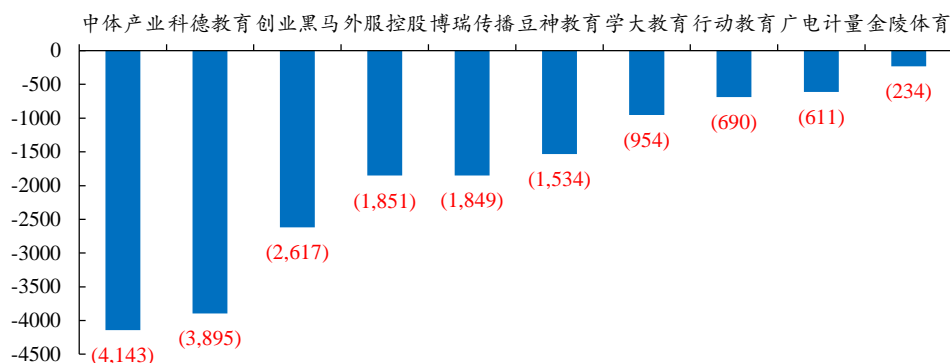
数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：本周（3.10-3.14）苏试试验、众信旅游、中公教育净流入额较大（万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：本周（3.10-3.14）中体产业、科德教育、创业黑马净流出额较大（万元）

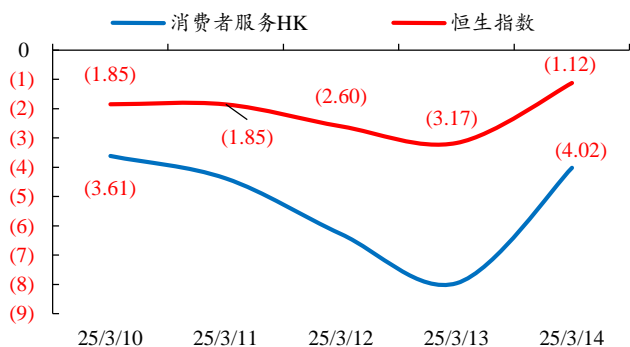


数据来源：Wind、开源证券研究所

5.3、港股行业跟踪：本周消费者服务板块整体下行

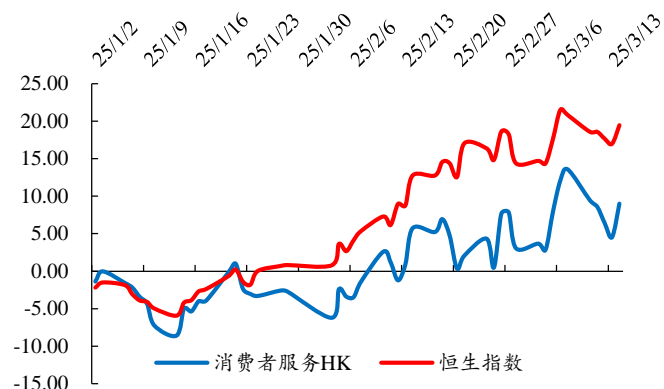
本周（3.10-3.14）港股消费者服务指数-4.02%，跑输恒生指数2.9pct，在30个一级行业中排名第28；2025年初至今消费者服务行业指数+8.99%，弱于恒生指数的+19.44%，在30个一级行业中排名第16。

图33：本周（3.10-3.14）消费者服务板块跑输恒生指数（%）



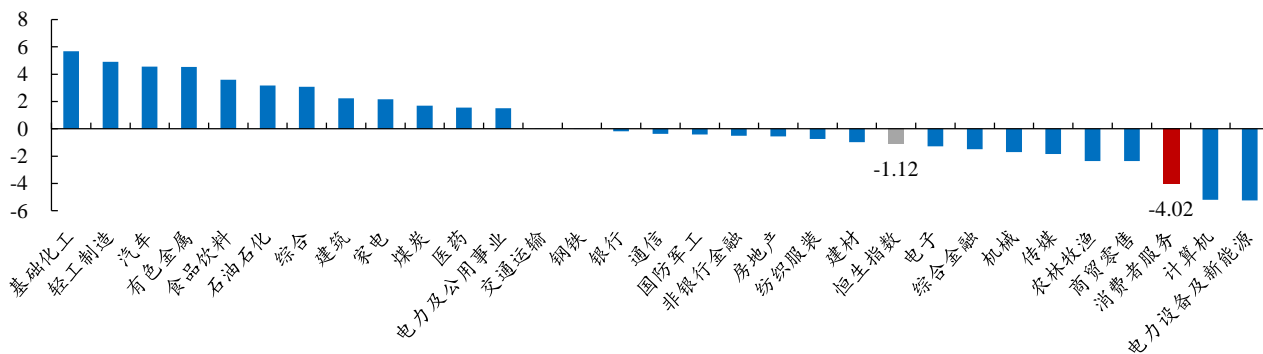
数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：2025年初至今消费者服务板块走势弱于恒生指数（%）

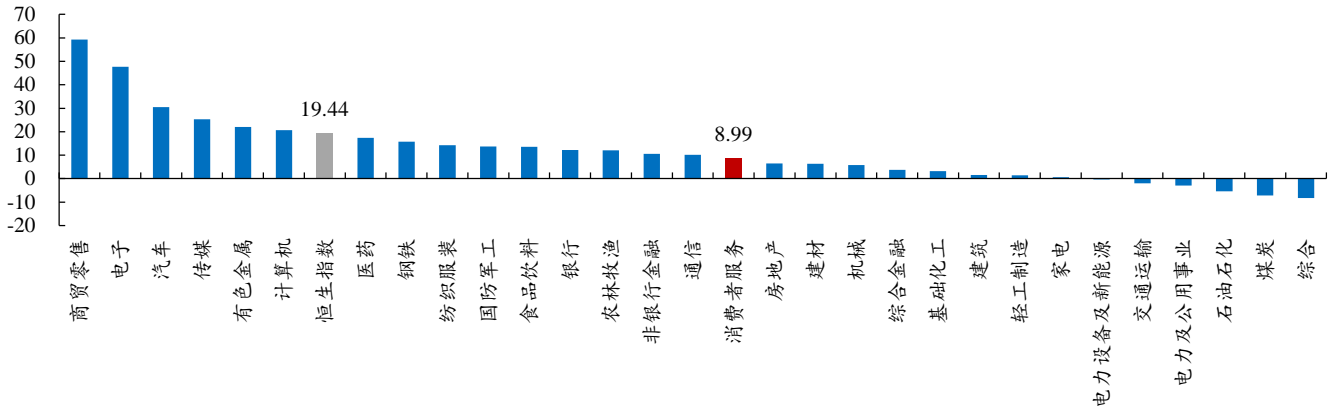


数据来源：Wind、开源证券研究所

图35：本周（3.10-3.14）港股消费者服务板块在一级行业排名第28（%）



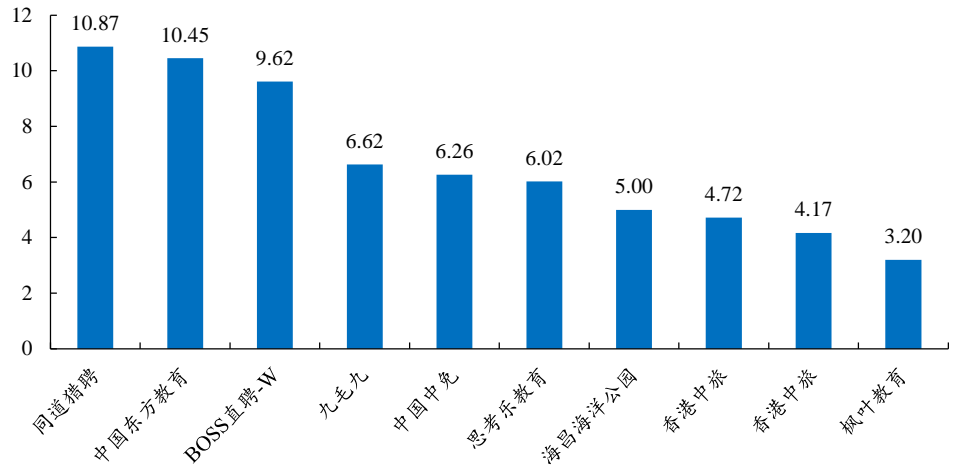
数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：2025 初至今港股消费者服务板块在一级行业排名第 16（%）


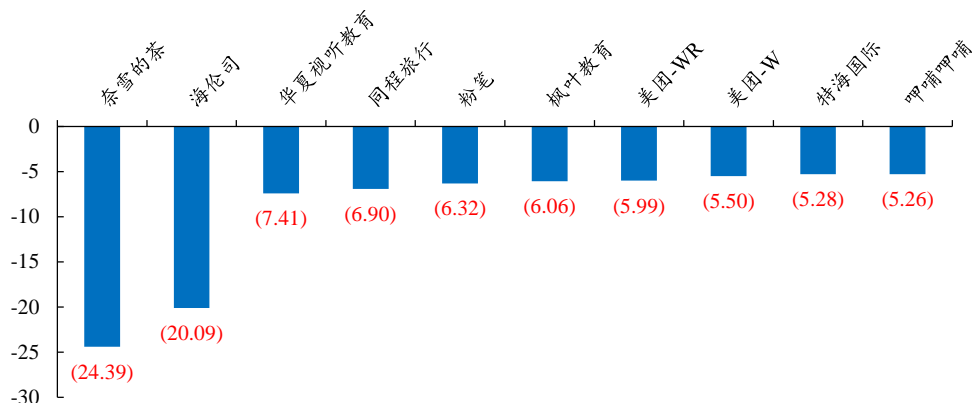
数据来源：Wind、开源证券研究所

5.4、港股消费者服务标的表现：本周（3.10-3.14）人力、教育类上涨排名靠前

本周（3.10-3.14）港股人力、教育类涨幅靠前，涨幅前三名分别为同道猎聘、中国东方教育、BOSS 直聘-W，跌幅前三名分别为奈雪的茶、海伦司、华夏视听教育。

图37：本周（3.10-3.14）同道猎聘、中国东方教育、BOSS 直聘-W 领涨（%）


数据来源：Wind、开源证券研究所

图38：本周（3.10-3.14）奈雪的茶、海伦司、华夏视听教育跌幅较大（%）


数据来源：Wind、开源证券研究所

表5：盈利预测与估值

代码	公司名称	2025/3/7	EPS			PE			评级
		收盘价	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
600223.SH	福瑞达	7.67	0.37	0.47	0.58	20.69	16.41	13.21	买入
300896.SZ	爱美客	200.00	7.60	9.84	12.10	26.32	20.33	16.53	买入
832982.BJ	锦波生物	261.00	6.15	8.43	10.07	42.43	30.97	25.92	买入
601888.SH	中国中免	64.08	2.64	2.93	3.38	24.23	21.87	18.93	未评级
0780.HK	同程旅行	18.90	0.87	1.12	1.35	21.67	16.86	12.93	未评级
603099.SH	长白山	31.95	0.65	0.84	0.95	48.89	38.25	33.68	买入
300795.SZ	米奥会展	23.35	1.01	1.35	1.69	23.12	17.30	13.82	买入
001308.SZ	康冠科技	23.78	1.53	1.92	2.26	15.58	12.37	10.53	买入
300856.SZ	科思股份	25.53	2.48	2.95	3.42	10.30	8.66	7.46	买入
603277.SH	银都股份	27.12	1.44	1.62	1.83	18.86	16.76	14.84	买入
688363.SH	华熙生物	51.72	1.77	2.24	2.82	29.29	23.12	18.37	买入
300740.SZ	水羊股份	13.17	0.88	1.06	1.28	14.95	12.47	10.27	买入
688366.SH	昊海生科	62.34	2.02	2.37	2.86	30.84	26.32	21.79	买入
300192.SZ	科德教育	18.41	0.49	0.58	0.68	37.73	31.50	26.99	买入
000526.SZ	学大教育	50.61	1.72	2.30	2.95	29.39	22.03	17.15	未评级
603081.SH	大丰实业	15.35	0.45	0.58	0.73	33.82	26.52	21.01	买入
605289.SH	罗曼股份	26.08	1.26	1.47	1.90	20.72	17.76	13.73	未评级
600916.SH	中国黄金	8.78	0.66	0.77	0.89	13.21	11.36	9.85	买入
300662.SZ	科锐国际	34.30	1.02	1.31	1.58	33.52	26.16	21.68	未评级
600861.SH	北京人力	21.15	1.51	1.69	1.87	14.03	12.53	11.29	未评级
600662.SH	外服控股	5.44	0.28	0.29	0.31	19.73	18.54	17.60	未评级
603059.SH	倍加洁	26.85	1.10	1.71	1.97	24.41	15.73	13.60	买入
9961.HK	携程集团-S	481.00	24.78	25.10	28.82	19.41	19.16	16.69	未评级
300492.SZ	华图山鼎	89.22	1.12	2.15	2.85	79.36	41.41	31.35	未评级
0839.HK	中教控股	2.64	0.16	0.78	0.85	16.50	3.39	3.11	未评级

1773.HK	天立国际 控股	4.13	0.28	0.36	0.47	14.75	11.54	8.71	未评级
002659.SZ	凯文教育	4.91	-0.01	0.05	0.10	-491.00	98.40	49.55	未评级
0382.HK	中汇集团	2.05	0.63	0.64	0.73	3.25	3.18	2.81	未评级
301011.SZ	华立科技	28.61	0.58	0.78	0.97	49.09	36.68	29.41	未评级
301110.SZ	青木科技	53.00	1.31	1.80	2.32	40.36	29.39	22.83	未评级
300859.SZ	西域旅游	38.12	0.76	0.94	1.12	49.86	40.75	33.96	未评级
9699.HK	顺丰同城	9.19	0.15	0.29	0.47	60.86	31.71	19.42	未评级
3690.HK	美团	173.40	6.10	7.63	9.50	28.41	22.73	18.25	未评级
EDU.N	新东方	50.72	1.51	2.60	0.35	31.00	18.01	132.29	未评级
TAL.N	好未来	13.30	0.13	0.15	0.32	91.61	81.57	37.81	买入

数据来源：Wind、Bloomberg、开源证券研究所（除福瑞达、爱美客、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 3 月 14 日港币兑人民币收盘价 0.92303；美股上市公司收盘价和 EPS 计价货币为美元，2025 年 3 月 14 日美元兑人民币收盘价 7.1738）

6、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。

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