

社会服务

2025年05月25日

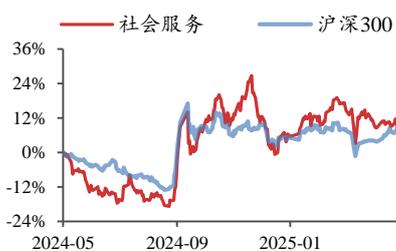
“IP+饰品”与新消费元素碰撞融合，52toys 递交港股

招股书

投资评级：看好（维持）

——行业周报

行业走势图



数据来源：聚源

初敏（分析师）

chumin@kysec.cn

证书编号：S0790522080008

李睿娴（分析师）

liruxian@kysec.cn

证书编号：S0790525020004

程婧雅（联系人）

chengjingya@kysec.cn

证书编号：S0790123070033

● 潮玩：2025Q1OTA 利润率表现分化，端午假期周边预订升温

OTA:2025Q1 携程和同程核心 OTA 业务实现稳健增长，酒店业务收入均取得 20%+ 同比增速，国际业务强劲成长势头延续，利润端因平台海外投放策略差异呈现明显分化。具体来看，携程 2025Q1 实现 NON-GAAP 经调整净利润 41.9 亿元/yoy+3.3%，国际业务投入增加拖累表现利润增速。同程实现经调整净利 7.88 亿元/同比 +41.1%，对应经调整净利率 18%/同比+3.6pct，经营效率显著优化。端午假期：携程国内本地游、周边游以 50%的比重占据主导地位，周边游预订量同比增长 23%，国内民航经济舱价位恢复正向增长。

● 潮玩/IP：52toys 递交港股招股书，泡泡玛特全国珠宝首饰店正式营业

52toys：中国领先的 IP 玩具运营商近期递交招股书，以自有/授权 IP 实现双轮驱动，旗下开发产品品类丰富，2024 年中国 IP 玩具市场 GMV 排名第三。公司下游销售渠道布局全面，经销商为核心销售渠道，未来将加码自有品牌门店建设。此外，公司较早布局海外市场，在日本和泰国市场表现突出，2024 年海外收入占比达 23%。

IP+首饰：全国首家门店即将于上海正式落地，新品银镀金演绎幸运美学（IP 星星人）。2024 年潘多拉全球实现收入 316.8 亿丹麦克朗（折合人民币约 347 亿元），同比有机增速为 13%。2025 年为潘多拉与迪士尼合作整十周年。黄金保值属性与 IP 文化的情感价值融合。“黄金谷子”碰撞茶饮、黄金等新消费元素。

● 美丽：毛戈平体验型旗舰店正式启幕，珀莱雅加强合成生物、AI 应用领域布局

毛戈平：5 月 22 日，毛戈平美妆杭州湖滨步行街首家旗舰店正式启幕。此次旗舰店进一步增强体验式服务，护肤、彩妆的试妆区多达十几个，核心位置陈列了最新上市的香水系列，并打造会员尊享空间。此前，毛戈平线下多家专柜就为 VIP 客户举办多场香薰蜡烛制作活动。5 月 22 日，毛戈平新香氛&蜡烛于杭州武林银泰百货店上市。彩妆系列搭配蜡烛香氛和冷香，构建东方美学完整体验闭环。珀莱雅：5 月 20 日，珀莱雅与恩和生物达成战略合作，双方将聚焦合成生物学与 AI 技术融合应用，加速化妆品和生物医美材料研发与多元场景落地。5 月 21 日，珀莱雅与蚂蚁集团数字妈力达成战略合作，探索 AI 在美妆产业的多元应用场景。

● 本周 A 股社服板块跑输大盘，港股消费者服务板块跑赢大盘

本周（5.19-5.23）社会服务指数-1.6%，跑输沪深 300 指数 1.42pct，在 31 个一级行业中排名第 25，教育、体育类领涨；本周（5.19-5.23）港股消费者服务指数+1.2%，跑赢恒生指数 0.1pct，在 30 个一级行业中排名第 14，博彩、教育类领涨。

推荐标的：（1）旅游：长白山；（2）教育：好未来、科德教育；（3）餐饮/会展：特海国际、米奥会展；（4）美护：科思股份、水羊股份、康冠科技、倍加洁。

受益标的：（1）餐饮：百胜中国、蜜雪集团、古茗；（2）IP：泡泡玛特、布鲁可、华立科技、青木科技；（3）美护：毛戈平、上美股份、若羽臣、巨子生物、爱美客、青木科技；（4）新消费：赤子城科技；（5）运动：力盛体育；（6）即时零售：美团-W、顺丰同城；（7）眼镜：博士眼镜、佳禾智能、亿道信息；（8）旅游：西域旅游、九华旅游、同程旅行、携程集团-S；（9）教育：凯文教育、有道；

● 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。

相关研究报告

《蜜雪冰城、古茗 4 月加速开店，618 国货品牌势能向上——行业周报》
-2025.5.18

《果茶、果咖引领健康新风尚，蜜雪集团加速副牌拓展——行业周报》
-2025.5.11

《五一假期旅游供需两旺，国货美妆加码掘金高端线——行业周报》
-2025.4.20

目 录

1、 出行旅游：2025Q1OTA 利润率表现分化，端午假期周边预订升温	4
1.1、 携程：2025Q1 营收增长符合预期，国际业务投入持续加大	4
1.2、 同程：付费用户规模稳步上行，核心 OTA 业务利润率提升显著	5
1.3、 端午假期：周边游预订热度高，国内机票呈现正向增长态势	7
2、 潮玩：52TOYS 递交招股书，海外市场增长势头迅猛	8
3、 IP+首饰：泡泡全国首店正式营业，IP 饰品与新消费元素碰撞融合	10
4、 美丽：毛戈平线下旗舰店构建多元体验，珀莱雅加强合成生物、AI 应用领域布局	13
4.1、 毛戈平：毛戈平杭州湖滨步行街体验型旗舰店正式开幕，香薰&蜡烛新品上市	13
4.2、 珀莱雅：战略合作恩和生物加速合成生物领域布局，合作数字妈力加速 AI 在美妆应用布局	14
5、 出行数据跟踪	16
5.1、 航空：国内航班/国际航班环比下降	16
5.2、 访港数据追踪：内地访港/全球访港环比下降	16
6、 行业行情回顾：本周 A 股社服板块跑输大盘，港股消费者服务板块跑赢大盘	18
6.1、 A 股行业跟踪：本周社服板块波动下行	18
6.2、 A 股社服标的表现：本周（5.19-5.23）教育、体育类上涨排名靠前	19
6.3、 港股行业跟踪：本周消费者服务板块整体上行	20
6.4、 港股消费者服务标的表现：本周（5.19-5.23）博彩、教育类上涨排名靠前	21
7、 风险提示	23

图表目录

图 1： 2025Q1 携程集团收入/NON-GAAP 净利润同比增长 16.3%/3.3%	4
图 2： 2025Q1 交通票务/住宿预订/旅游度假/商旅管理分别同比增长 8.4%/23.2%/7.2%/12.1%	4
图 3： 2025Q1 NON-GAPP 经调整利润率同比-3.8pct	5
图 4： 2025Q1 研发/销售/行政费用率同比-0.7/+2.2/-0.3pct	5
图 5： 2025Q1 同程旅行营收同比+13.2%	5
图 6： 2025Q1 同程旅行经调整净利润同比+41.1%	5
图 7： 2025Q1 同程旅行核心 OTA 业务同比+18.4%	6
图 8： 2025Q1 同程旅行度假业务同比-11.8%	6
图 9： 2025Q1 同程旅行交通票务/住宿预订/其他业务分别同比+15.2%/+23.3%/+20%	6
图 10： 2025Q1 同程旅行 MPU 达 4650 万人/同比+9.2%	7
图 11： 2025Q1 同程旅行销售费用率同比-2.2pct	7
图 12： 2025Q1 同程旅行毛利率/经调整净利率同比+3.8/+3.6pct	7
图 13： 携程平台端午假期国内周边游订单量同比+23%	7
图 14： 携程平台入境游酒店搜索热度同比增长超一倍	7
图 15： 2025 年端午假期国内民航经济舱票价（不含税）同比上涨	8
图 16： 52toys 产品品类覆盖多元品类	8
图 17： 2024 年 52toys 旗下 IP 玩具 GMV 达 9.3 亿元	8
图 18： 2024 年公司自有 IP/授权 IP/外部采购收入同比增长 18.5%/42%/10.4%（单位：亿元）	9
图 19： 2024 年公司授权 IP 收入占比达 64%	9
图 20： 52toys 自有 IP 矩阵	9
图 21： 52toys 授权 IP 矩阵	9

图 22: 2024 年公司直营/经销商渠道收入同比增长 15.4%/40.5% (单位: 亿元)	10
图 23: 2024 年公司经销商渠道收入占比达 67%	10
图 24: 2024 年公司内地/海外收入同比增长 13.9%/151.7% (单位: 亿元)	10
图 25: 2024 年公司海外收入占比达提升至 23%	10
图 26: 泡泡玛特旗下珠宝品牌 popop 全国首家正式门店开业在即	11
图 27: popop 新品幸运星产品采用 925 银镀金工艺	11
图 28: 潘多拉 2024 年收入为 318.6 亿丹麦布朗, 同比有机增速为 13%	11
图 29: 潘多拉 2025Q1 毛利率为 80.4%, 同比+1.1%; 经营利润率为 22.3%, 同比+0.3%	11
图 30: 截至 2024 年末潘多拉全球共有 2788 家门店	12
图 31: 截至 2024 年末潘多拉在美国、中国、英国分别有 484、198、222 家门店	12
图 32: Pandora 潘多拉和迪士尼合作十周年甄选系列 (下图展现的经典形象为白雪公主毒苹果、小熊维尼)	12
图 33: 蜜雪冰城联名周大生, 推 520 黄金“情侣证”	13
图 34: 曼卡龙推出黄金+中药 IP	13
图 35: 毛戈平杭州湖滨步行街首家旗舰店正式启幕	13
图 36: 小红书用户发布参加毛戈平线下香薰蜡烛手工活动	13
图 37: 毛戈平蜡烛香氛和冷香诠释东方美学	14
图 38: 近 4 年欧莱雅在生物技术领域加强布局	15
图 39: 本周国内客运日均执行航班量同比 2024 年同期+2% (单位: 架次)	16
图 40: 本周国际客运日均执行航班量恢复至 2019 年同期 86% (单位: 架次)	16
图 41: 近一周内地/全球访港人数环比-0.9%/-4.2% (单位: 人次)	17
图 42: 近一周内地/全球访港人数较 2024 年日均+12.5%/+17.9% (单位: 人次)	17
图 43: 近一周内地/全球访港人数单日峰值环比+7.6%/-2.9% (单位: 人次)	17
图 44: 本周 (5.19-5.23) 社服板块跑输沪深 300 (%)	18
图 45: 2025 年初至今社服板块走势强于沪深 300 (%)	18
图 46: 本周 (5.19-5.23) 社会服务板块在一级行业排名第 25 (%)	18
图 47: 2025 年初至今社会服务板块在一级行业排名第 20 (%)	19
图 48: 本周 (5.19-5.23) 安车检测、科德教育、ST 明诚领涨 (%)	19
图 49: 本周 (5.19-5.23) 信测标准、苏试试验、国义招标涨幅排名后三位 (%)	19
图 50: 本周 (5.19-5.23) 科德教育、创业黑马、安车检测净流入额较大 (万元)	20
图 51: 本周 (5.19-5.23) 锦江酒店、宋城演艺、中青旅净流出额较大 (万元)	20
图 52: 本周 (5.19-5.23) 消费者服务板块跑赢恒生指数 (%)	20
图 53: 2025 年初至今消费者服务板块走势弱于恒生指数 (%)	20
图 54: 本周 (5.19-5.23) 港股消费者服务板块在一级行业排名第 14 (%)	21
图 55: 2025 年初至今港股消费者服务板块在一级行业排名第 29 (%)	21
图 56: 本周 (5.19-5.23) 海昌海洋公园、希教国际控股、中国东方教育领涨 (%)	22
图 57: 本周 (5.19-5.23) 特海国际、新濠国际发展、BOSS 直聘-W 跌幅较大 (%)	22
表 1: 盈利预测与估值	22

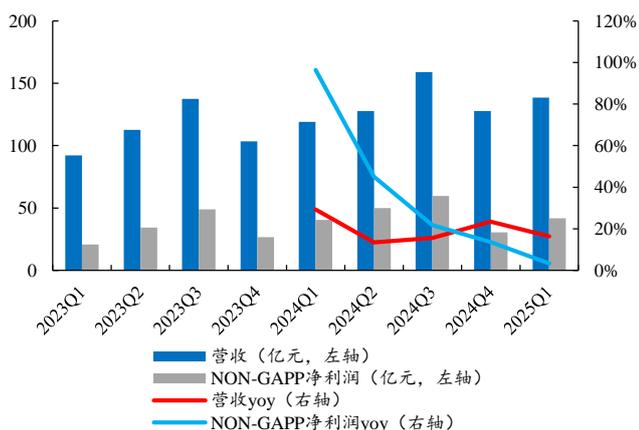
1、出行旅游：2025Q1OTA 利润率表现分化，端午假期周边预订升温

1.1、携程：2025Q1 营收增长符合预期，国际业务投入持续加大

2024Q4 携程业绩稳健增长。受益于国内旅游市场平稳增长，以及国际业务强劲表现，携程 2025Q1 实现收入 138.5 亿元/yoy+16.3%，基本符合彭博一致预期；实现 NON-GAAP 经调整净利润 41.9 亿元/yoy+3.3%，超彭博一致预期 9%。

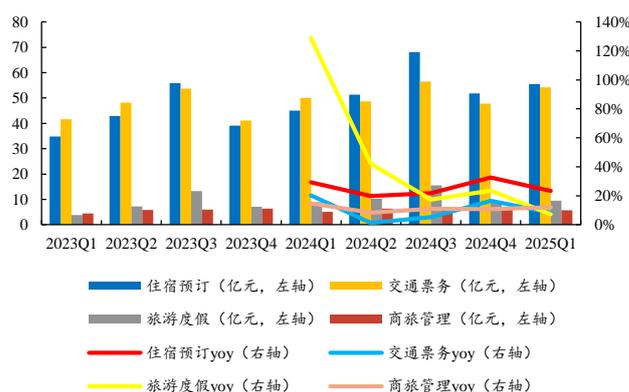
分业务看，交通票务/住宿预订/旅游度假/商旅管理分别实现营收 54.2/55.4/9.5/5.7 亿元，分别同比 8.4%/23.2%/7.2%/12.1%。2025Q1 国内旅游市场保持常态稳健增长，国际业务呈现强劲增长态势，国际 OTA 平台总预定同比增长超过 60%，其中入境旅游预订同比增长超过 100%，出境酒店和机票预订已全面超过 2019 年疫情前同期的 120%水平。根据公开业绩会披露，国际业务中移动 APP 预订量占比超过 70%。

图1：2025Q1 携程集团收入/NON-GAAP 净利润同比增长 16.3%/3.3%



数据来源：携程集团公司公告、开源证券研究所

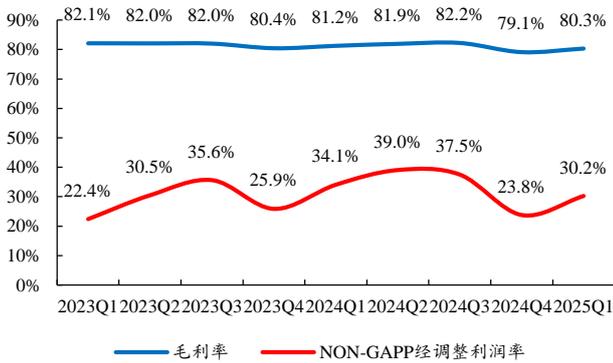
图2：2025Q1 交通票务/住宿预订/旅游度假/商旅管理分别同比增长 8.4%/23.2%/7.2%/12.1%



数据来源：携程集团公司公告、开源证券研究所

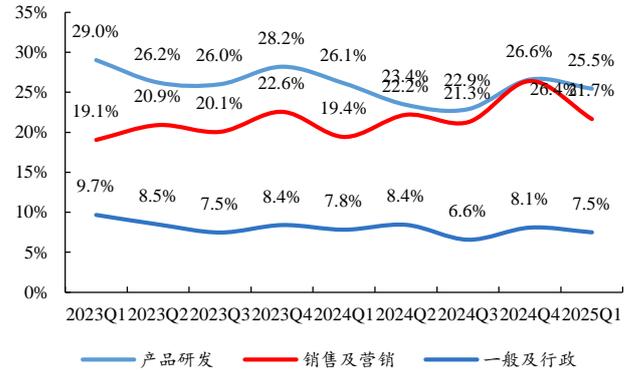
费用端投入加大，利润率短期有所承压。2025Q1 公司综合毛利率 80.3%/yoy-0.9pct；服务开发/销售营销/行政费用为 35.3/30/10.4 亿元，yoy+13.4%/+29.7%/11.5%，费用端支出整体有所扩张；对应费用率为 25.5%/21.7%/7.5%，yoy-0.7/+2.2/-0.3pct。为进一步提升提升海外平台市场份额，公司加大营销投放，营销费用率明显提升，仍处于合理水平。由于国际业务仍处于成长期，板块盈利能力相对国内成熟业务较低，目前对公司回报率有所拖累，2025Q1 公司 NON-GAAP 经调整净利率 30.2%/yoy-3.8pct。

图3: 2025Q1 NON-GAPP 经调整利润率同比-3.8pct



数据来源: 携程集团公司公告、开源证券研究所

图4: 2025Q1 研发 / 销售 / 行政费用率同比 -0.7/+2.2/-0.3pct

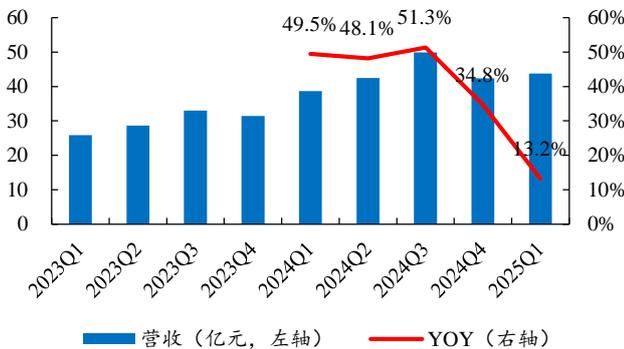


数据来源: 携程集团公司公告、开源证券研究所

1.2、同程: 付费用户规模稳步上行, 核心 OTA 业务利润率提升显著

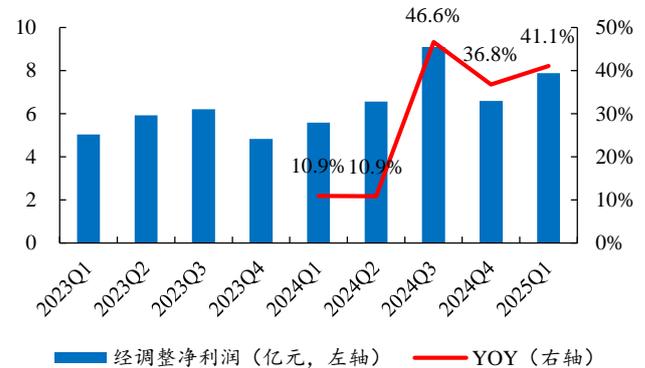
2025Q1 同程旅行收入稳步增长, 利润端表现亮眼。2025Q1 集团实现收入 43.8 亿元/同比+13.2%, 实现经调整净利 7.88 亿元/同比+41.1%, 对应经调整净利率 18%/同比+3.6pct, 主要系核心 OTA 业务变现效率提升、营销费用显著优化。

图5: 2025Q1 同程旅行营收同比+13.2%



数据来源: 同程旅行公司公告、开源证券研究所

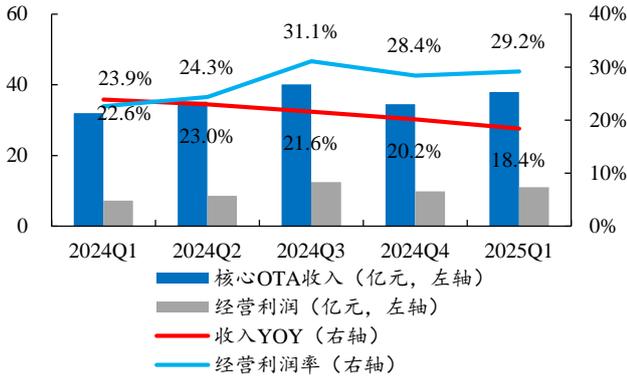
图6: 2025Q1 同程旅行经调整净利润同比+41.1%



数据来源: 同程旅行公司公告、开源证券研究所

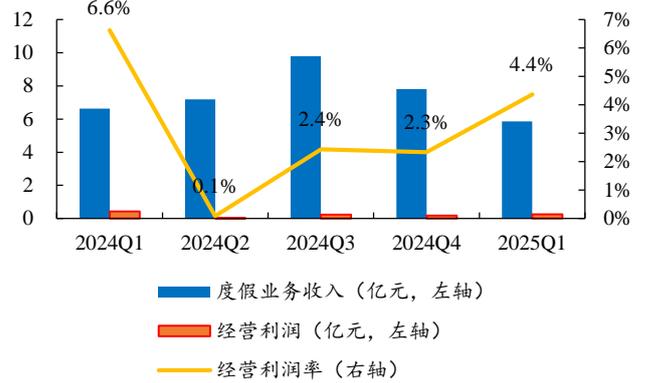
分业务看: (1) **核心 OTA 板块**: 2025Q1 收入 37.9 亿元/同比+18.4%, 交通票务/住宿预订/其他业务收入分别为 20/11.9/6 亿元, 同比+15.2%/+23.3%/+20%, 国际业务保持快速增长势头, Q1 国际机票/国际酒店间夜量分别同比增长超 40%和 50%。公司持续深耕产业链, 完善酒店品牌矩阵, 截至 2025Q1 艺龙酒店科技平台在营酒店超 2500 家。利润方面, 2025Q1 核心 OTA 业务经营利润 11.1 亿元/同比+52.9%, 对应经营利润率 29.2%/同比+6.6pct, 主要系 APP/海外营销投放收窄及酒店业务变现提升。(2) **度假板块**: 2025Q1 实现收入 5.85 亿元/同比-11.8%, 主要系东南亚低于出境游收入减少。

图7：2025Q1 同程旅行核心 OTA 业务同比+18.4%



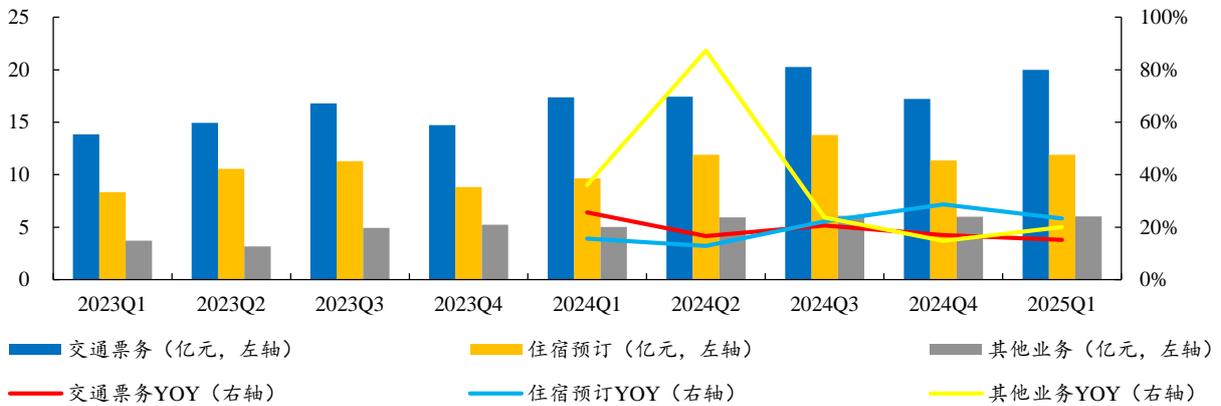
数据来源：同程旅行公司公告、开源证券研究所

图8：2025Q1 同程旅行度假业务同比-11.8%



数据来源：同程旅行公司公告、开源证券研究所

图9：2025Q1 同程旅行交通票务/住宿预订/其他业务分别同比+15.2%/+23.3%/+20%

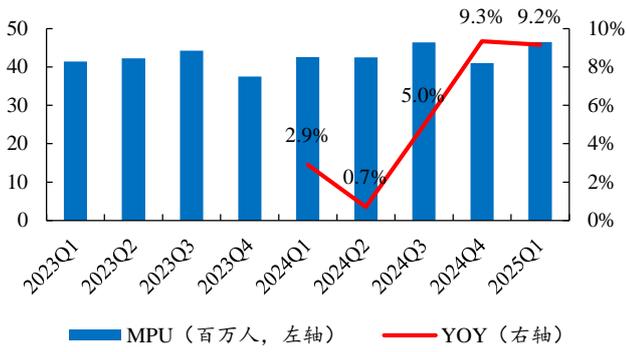


数据来源：同程旅行公司公告、开源证券研究所

付费用户规模稳步增长，APP 用户贡献提升。平台运营策略专注于提升用户粘性，流量端公司重点培育用户消费更高频、高客单的 APP 渠道，根据公司公开业绩会披露，2025Q1 独立 APP 日活同比增长超 60%，独立 APP 收入已占全年总收入约 7%。单 Q1 MPU 4650 万人/同比+9.2%；年度付费用户 2.5 亿人，同比+7.8%；年累计服务人次 19.6 亿人/同比+7.3%。

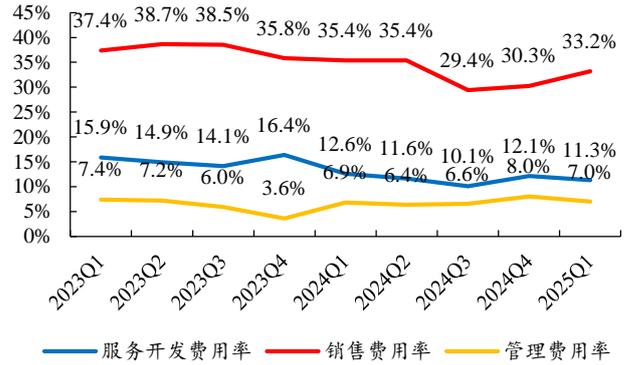
2025 年经营效率持续改善，出境游业务有望实现盈利。2025Q1 综合毛利率 68.8%/同比+3.8pct，服务开发/销售/行政费用率 11.3%/33.2%/7%，同比-1.3/-2.2/+0.2pct。3 月公司自研旅游大模型程心 AI 接入 DeepSeek，提供“AI+预订+客服”全链路服务，持续优化用户使用体验和订单转化效率，并推动中长期运营端降本。公司预计出境游业务投资的 ROI 将持续改善，2025 年出境游板块将实现盈利，进一步支持核心 OTA 整体利润率扩张。

图10: 2025Q1 同程旅行 MPU 达 4650 万人/同比+9.2%



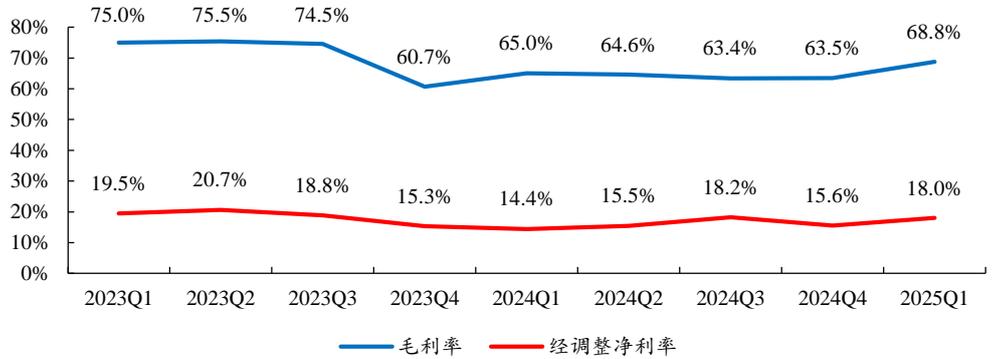
数据来源: 同程旅行公司公告、开源证券研究所

图11: 2025Q1 同程旅行销售费用率同比-2.2pct



数据来源: 同程旅行公司公告、开源证券研究所

图12: 2025Q1 同程旅行毛利率/经调整净利率同比+3.8/+3.6pct



数据来源: 同程旅行公司公告、开源证券研究所

1.3、端午假期: 周边游预订热度高, 国内机票呈现正向增长态势

端午假期周边游、入境游热度较高。根据携程, 端午假期国内本地游、周边游以 50%的比重占据主导地位, 周边游预订量同比增长 23%, 同时融合微度假、避暑以及民俗体验等多种元素, 市场整体呈现稳步增长态势。出入境方面, 端午假期入境游酒店搜索热度超 1 倍, 凸显 China Travel 对海外游客的吸引力

图13: 携程平台端午假期国内周边游订单量同比+23%



资料来源: 携程黑板报公众号

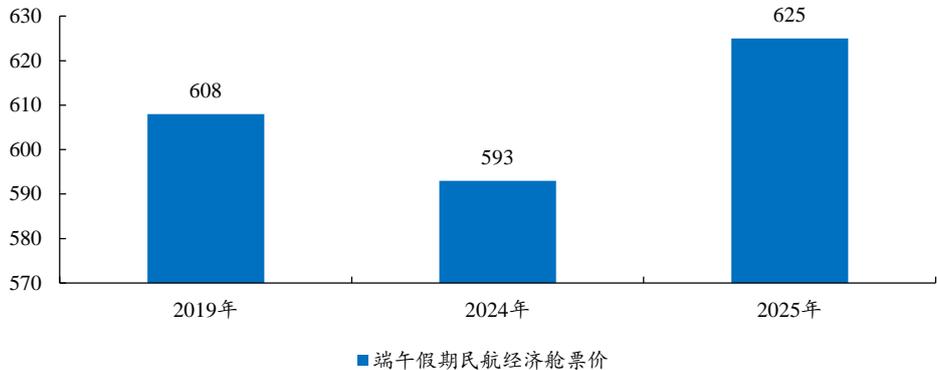
图14: 携程平台入境游酒店搜索热度同比增长超一倍



资料来源: 携程黑板报公众号

端午假期民航票价恢复正增长。航旅纵横大数据显示，截至5月20日，端午假期国内航线机票预订量超189万张，同比略有增长；出入境航线机票预订量超53万张，同比增长约19%。票价方面，根据航班管家，截至5月16日，端午假期经济舱平均票价（不含税）608元，同比2024年增长5.41%，同比2019年增长2.73%，民航价格整体呈现涨价趋势。

图15：2025年端午假期国内民航经济舱票价（不含税）同比上涨

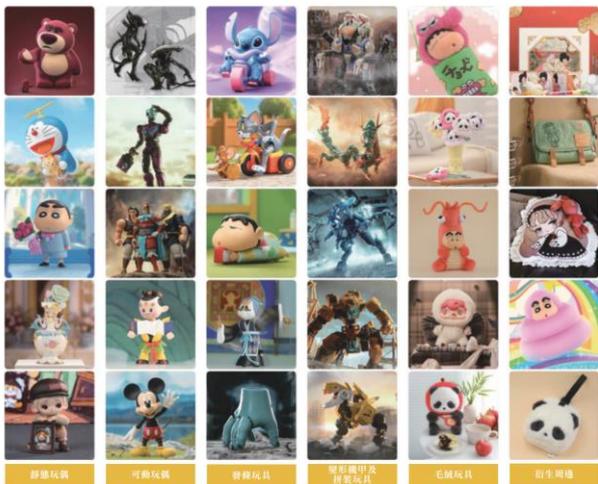


数据来源：航班管家、开源证券研究所（单位：元）

2、潮玩：52TOYS 递交招股书，海外市场增长势头迅猛

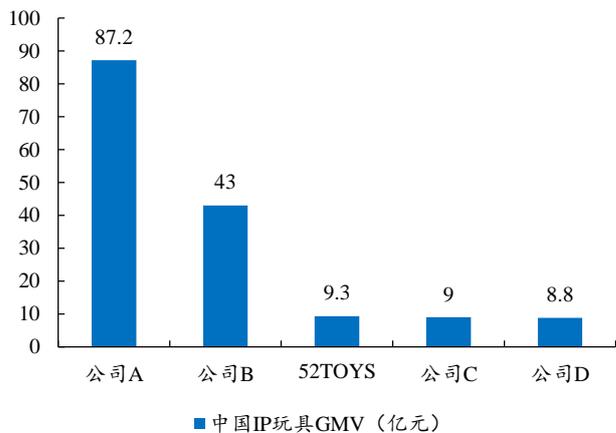
潮玩品牌 52toys 递交招股书，旗下产品品类丰富。52toys 成立于 2015 年，是中国领先的 IP 玩具公司。根据招股书，52TOYS 拥有近 2800 个 SKU，产品类型包括静态玩偶、可动玩偶、变形机甲及拼装玩具、发条玩具及毛绒玩具衍生周边，年均上新逾 500 款 SKU，截至 2024 年在售 SKU 达 2800 个。根据灼识咨询，52toys 中国市场 GMV 达 9.3 亿元，在中国 IP 玩具公司中排名第三，在多品类 IP 玩具公司中排名第二。

图16：52toys 产品品类覆盖多元品类



资料来源：乐自天成招股书

图17：2024年52toys 旗下 IP 玩具 GMV 达 9.3 亿元



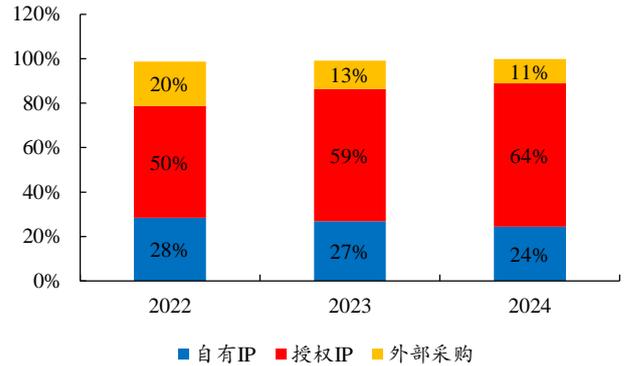
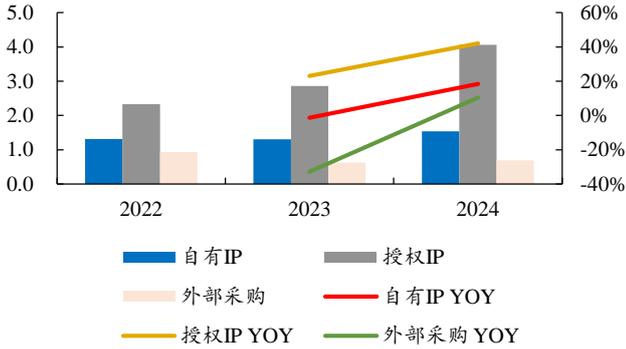
数据来源：乐自天成招股书、开源证券研究所

公司自有/授权 IP 双轮驱动，蜡笔小新收入贡献高。2024 年公司实现收入 6.3 亿元/同比+30.6%。分 IP 看，截至 2024 年 52toys 拥有 35 个自有 IP 和 80 个授权 IP，自有 IP/授权 IP/外部采购实现收入 1.54/4.06/0.69 亿元，同比增长 18.5%/42%/10.4%，

其中授权 IP 收入贡献占比达 64%。自有 IP 分为三大类别,包括潮流 IP 如 Nook、Sleep、Lilith 和 CiCiLu 等,其中 Sleep 累计 GMV 超过 2 亿元;科幻 IP 如猛兽匣,计 GMV 超过 1.9 亿元,其中海外市场贡献超过 5000 万元;文化 IP 如胖哒幼 Panda Roll、超活化系列等,累计 GMV 超过 1.8 亿元。授权 IP 覆盖动画、电影、漫画、游戏等领域,包括国际知名经典 IP 蜡笔小新、猫和老鼠、迪士尼、三丽鸥、哆啦 A 梦、飞天小女警等,蜡笔小新相关产品 2022 年至 2024 年 GMV 超 6 亿元。

图18: 2024 年 52Toys 自有 IP/授权 IP/外部采购收入同比增长 18.5%/42%/10.4% (单位: 亿元)

图19: 2024 年 52Toys 授权 IP 收入占比达 64%



数据来源: 乐自天成招股书、开源证券研究所

数据来源: 乐自天成招股书、开源证券研究所

图20: 52toys 自有 IP 矩阵

图21: 52toys 授权 IP 矩阵



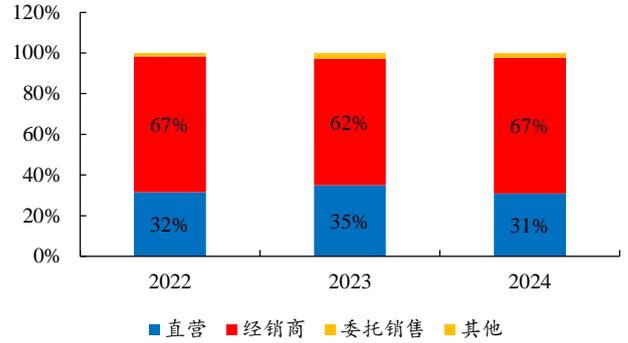
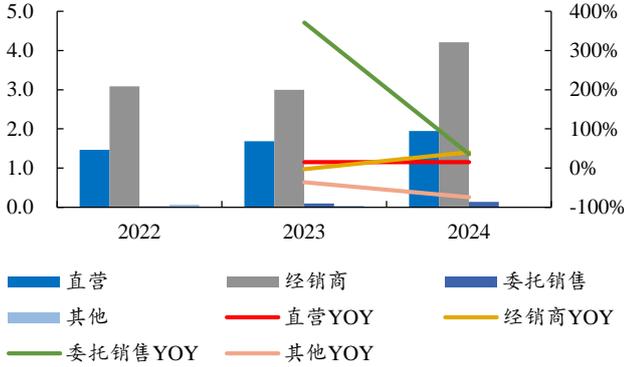
资料来源: 乐自天成招股书

资料来源: 乐自天成招股书

公司直营/经销渠道建设全面,未来预计加大自营门店建设。52TOYS 建立了包括线下品牌店、自动零售机、主流电子商务平台上的电子旗舰店、中国国内及海外经销商分销、国内博物馆/游乐场及旅游景点的委托销售网点等在内的全渠道销售网络,能够有效触达消费者。2024 年公司直营/经销收入分别为 1.95/4.21 亿元,同比增长 15.4%/40.5%,经销商销售渠道占比达 67%。受到疫情及购物区游客人口结构影响,2024 年直营品牌门店数量减少至 10 家,后续随公司销售策略调整,计划未来几年于中国市场开设逾 100 家门店。

图22：2024年52Toys 直营/经销商渠道收入同比增长15.4%/40.5%（单位：亿元）

图23：2024年52Toys 经销商渠道收入占比达67%



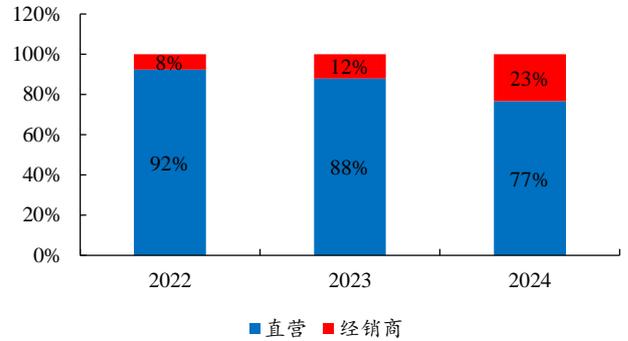
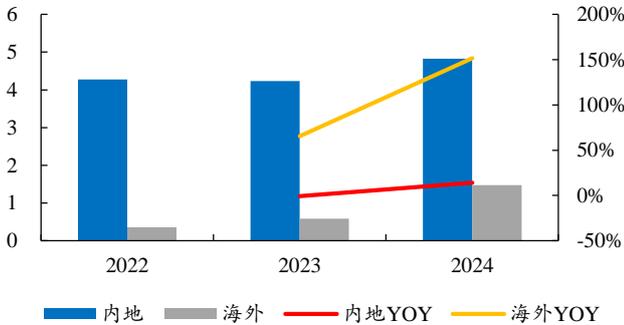
数据来源：乐自天成招股书、开源证券研究所

数据来源：乐自天成招股书、开源证券研究所

战略布局东南亚、日韩区域，海外市场收入快速增长。自2017年起，52TOYS开始战略布局海外市场，目前已成功进入东南亚、日韩和北美等关键市场，其中52TOYS在日本和泰国市场的表现较为突出：2024年日本市场GMV同比增长三倍；2023年52TOYS在泰国曼谷开设了首家授权品牌店，并迅速复制扩张，2024年泰国市场GMV同比增长四倍。其海外市场收入从2022年的3537万元增长至2024年的1.474亿元，占总收入的比例从7.6%提升至23.4%，展现出强劲的增长势头。

图24：2024年52Toys 内地/海外收入同比增长13.9%/151.7%（单位：亿元）

图25：2024年52Toys 海外收入占比达提升至23%



数据来源：乐自天成招股书、开源证券研究所

数据来源：乐自天成招股书、开源证券研究所

3、IP+首饰：泡泡全国首店正式营业，IP 饰品与新消费元素碰撞融合

泡泡玛特全国首家门店即将于上海正式落地，新品银镀金演绎幸运美学（IP 星人）。在2025年1月上海IFC首秀之后，泡泡玛特旗下珠宝品牌popop 2025年以来已在深圳OneAvenue卓悦中心、上海·前滩太古里、北京apm等项目开设快闪。全国首家正式门店将于2025年5月30日开启试运营，落地上海港汇恒隆广场。新品TWINKLE TWINKLE 幸运星将届时亮相，全系列采用925银镀金。POPOP致力于突破想象力边界，通过对IP的解构与延展，打造先锋创意与精湛工艺兼备的作品，

让每件珠宝都成为可佩戴的艺术符号。

图26: 泡泡玛特旗下珠宝品牌 popop 全国首家正式门店开业在即



资料来源: 泡泡玛特公众号

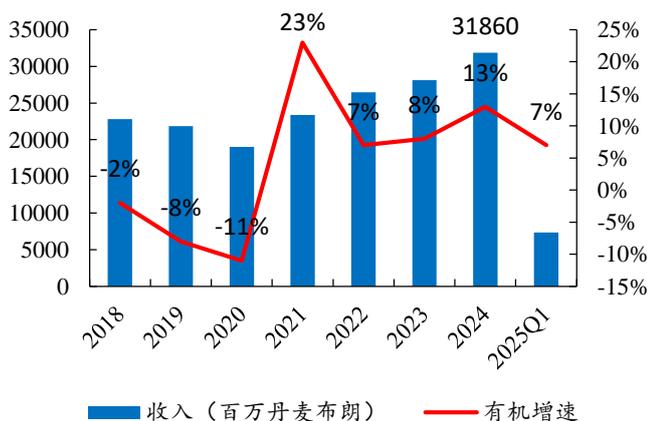
图27: popop 新品幸运星产品采用 925 银镀金工艺



资料来源: 泡泡玛特公众号

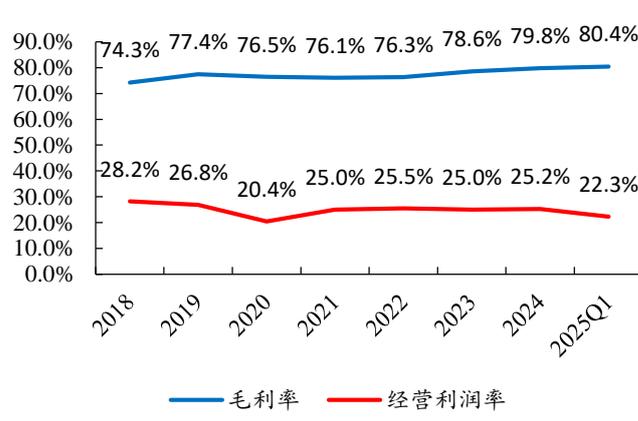
2024 年潘多拉收入、利润双高增，全球门店达 2788 家。2024 年潘多拉全球实现收入 316.8 亿丹麦布郎（折合人民币约 347 亿元），同比有机增速为 13%。2024 年经营利润为 79.74 亿丹麦布郎（折合人民币约 86.92 亿元），同比增长 13.3%，经营利润率提升至 25.2%。门店方面，截至 2024 年末潘多拉全球共有 2788 家门店，公司计划 2024-2026 年净增门店数量 400-500 家。分区域看，2024 年末潘多拉在美国、中国、英国分别拥有 484、198、222 家门店。

图28: 潘多拉 2024 年收入为 318.6 亿丹麦布郎，同比有机增速为 13%



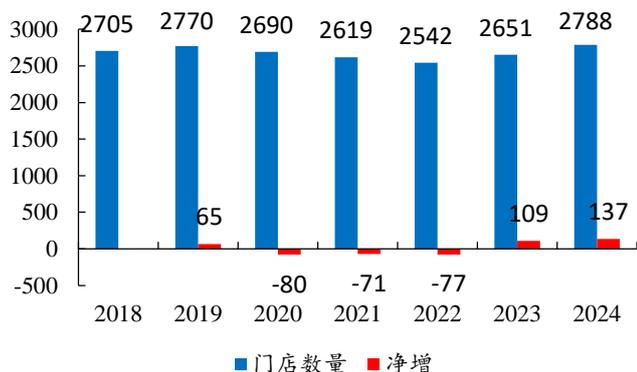
数据来源: 潘多拉公司公告、开源证券研究所

图29: 潘多拉 2025Q1 毛利率为 80.4%，同比+1.1%；经营利润率为 22.3%，同比+0.3%



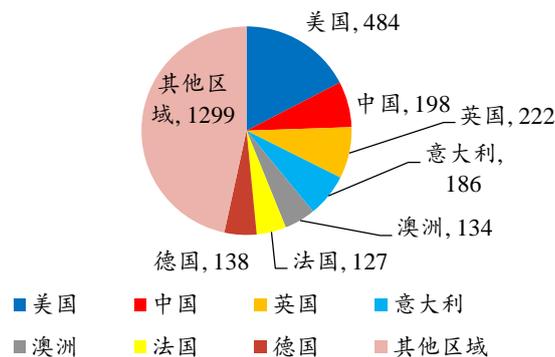
数据来源: 潘多拉公司公告、开源证券研究所

图30: 截至 2024 年末潘多拉全球共有 2788 家门店



数据来源: 潘多拉公司公告、开源证券研究所 (单位: 家)

图31: 截至 2024 年末潘多拉在美国、中国、英国分别有 484、198、222 家门店



数据来源: 潘多拉公司公告、开源证券研究所 (单位: 家)

2025 年为潘多拉与迪士尼合作整十周年，IP+首饰塑造新增长极。2015 年，Pandora 潘多拉珠宝推出 Disney and Pandora 系列，此后品牌持续拓展产品种类，并将迪士尼故事的经典魅力融入其中。庆祝 Pandora 潘多拉和迪士尼合作十周年之际，Pandora 潘多拉珠宝呈献 15 款 Disney and Pandora 系列中深受喜爱的经典设计，包括戒指、串饰及耳饰等珠宝作品。旨在鼓励迪士尼粉丝们于日常生活中点亮魔法时刻，通过对艺术与梦想的热爱，联结新老迪士尼粉丝，共同缔造珍贵回忆。

图32: Pandora 潘多拉和迪士尼合作十周年甄选系列 (下图展现的经典形象为白雪公主毒苹果、小熊维尼)



资料来源: 搜狐时尚快讯

黄金保值属性与 IP 文化的情感价值融合。金价大幅上涨抑制消费意愿，IP 联名成为破局新招。例如，周大福与 Chiikawa 联名转运珠，发售当日脱销，迪士尼系列累计销量超 200 万件；五一期间，老凤祥与《圣斗士星矢》推出联名产品，上市短短两周，系列产品已创下近亿元销售，其中最受关注的 666 克黄金手办售价 88 万元，限量 30 件被抢购一空，黄牛市场的手办单件溢价更是攀至百万级。

“黄金谷子”碰撞茶饮、黄金等新消费元素。520 期间，蜜雪冰城宣布线上点单有机会抽取黄金“情侣证”、手机金贴，均为 999 足金；周大生也推出了雪王转运珠、雪王黄金吊坠等产品。曼卡龙推出中药养生 IP，通过中药开方搭配打造年轻人的中

药“护身符”。

图33：蜜雪冰城联名周大生，推 520 黄金“情侣证”



资料来源：九派新闻

图34：曼卡龙推出黄金+中药 IP



资料来源：曼卡龙公众号

4、美丽：毛戈平线下旗舰店构建多元体验，珀莱雅加强合成生物、AI 应用领域布局

4.1、毛戈平：毛戈平杭州湖滨步行街体验型旗舰店正式开幕，香薰&蜡烛新品上市

5月22日，毛戈平美妆杭州湖滨步行街首家旗舰店正式启幕。此次旗舰店进一步增强了体验式服务，护肤、彩妆的试妆区多达十几个，核心位置陈列了最新上市的香水系列，并打造会员尊享空间提升消费者品牌体验。此前，毛戈平线下多家专柜就为VIP客户举办多场香薰蜡烛制作活动，预计未来将进一步丰富线下体验活动。毛戈平以自身“东方美学”IP为引擎，通过不定期举办妆造秀、VIP会员尊享服务以及沉浸式妆造体验等多元活动形式旨在为消费者提供更高端、更长线、更丰富的品牌体验。

图35：毛戈平杭州湖滨步行街首家旗舰店正式启幕



资料来源：潮新闻

图36：小红书用户发布参加毛戈平线下香薰蜡烛手工活动



资料来源：小红书

此前4月30日,在杭州武林银泰百货一楼,La Prairie、LA MER、Gucci、Jo Malone等国际大牌林立的黄金区位,毛戈平品牌的全新专柜正式亮相,首次真正落位高端商场一楼C位。毛戈平通过不定期举办妆造秀、VIP会员尊享服务以及沉浸式妆造体验等多元活动形式,探索文化遗产与高科技融合的消费新体验,以自身“东方美学”IP为引擎,为步行街持续注入时尚活力与创意动能,构筑城市潮流艺术策源地。

5月22日,毛戈平新香氛&蜡烛于杭州武林银泰百货店上市,分别为“文渊乌木无火香薰”、“龙吟乌木香氛蜡烛”、“凤鸣傲雪香氛蜡烛”,售价分别为880元/260ml,1280元/220g,1280元/220g。彩妆系列搭配蜡烛香氛和冷香,构建东方美学完整体验闭环。通过“以香造境”的创作哲学,毛戈平将抽象的东方哲学转化为可感知的香氛语言,形成了难以复制的产品差异化;通过多感官体验的场景营造,培养了一批具有文化认同的高黏性用户群体。最终,“以美学创价值,以文化塑品牌”。

图37: 毛戈平蜡烛香氛和冷香诠释东方美学



资料来源:青眼公众号

4.2、珀莱雅：战略合作恩和生物加速合成生物领域布局，合作数字妈力加速AI在美妆应用布局

5月20日,珀莱雅与恩和生物达成战略合作,双方将聚焦合成生物学与AI技术的融合应用,在化妆品和生物医美材料的创新开发及应用等领域展开深度合作,加速生物材料研发与多元场景落地。

恩和生物简介: 2019年成立于杭州。成立以来,聚焦全链条生物制造能力的构建——从生物计算与设计、高通量筛选,到实验室规模验证、工艺优化,再到中试放大与工业量产,公司打通了合成生物学从研发到落地的完整闭环。

业务和研发实力深厚,已覆盖食品、营养品、个人护理、动物健康四大领域。 截至目前,恩和生物已公开合成生物相关发明专利超30项,专利布局紧密围绕“多肽类功效成分、类激素活性分子、胆固醇衍生物与维生素通路、表达系统与菌株平台”等。**个护领域,**恩和生物成立了全资美妆个护原料子公司青然新护,多款生物同源蛋白类、高能植萃类个护原料已相继上市,并应用于国内头部护肤品企业的产品中。循环新生原料——璞生™云南小果咖啡肽,也有待上市。

恩和生物正在加大与美妆企业的战略合作,积极将合成生物技术转化为创新原料解决方案。2024年年底,恩和生物与百雀羚携手,共同探索如何将生物技术与东

方美学相结合，打造出既符合消费者需求又具有独特东方韵味的美妆产品。2025 年年初，与国际原料巨头 Syensqo（前索尔维个人护理业务）建立五年合作，聚焦头发和头皮护理原料开发。

创始团队学术+产业双核驱动，利于实现技术突破-商业转化的闭环。CEO 崔好博士拥有哈佛-MIT 联合生物医学工程博士学位，曾入选《福布斯》“30 Under 30”；联合创始人卢冠达是麻省理工学院电子工程与生物工程副教授，参与创办的合成生物公司 Synlogic 已于纳斯达克上市。“学界双子星”的组合，既握有突破性技术储备，又深谙产业化路径，形成“技术突破-商业转化”的黄金闭环。

公司在资本市场受到国际资本青睐。2020 年，公司入选《麻省理工科技评论》“50 家聪明公司”榜单；2021 年，登上美国化学会《C&EN》杂志“2021 年全球值得关注的 10 家初创公司”名单。成立仅 6 年，恩和生物已完成多轮融资，累计吸金 1.45 亿美元，创下亚洲合成生物领域的融资纪录。其投资方阵容堪称豪华：红杉中国、经纬创投、源码资本等一线 VC 押注其技术潜力，巴斯夫风投、美团战略投资等产业资本则为其商业化落地背书。

美妆行业在合成生物学布局上有所加速，加速从实验室到产业化突破。欧莱雅旗下风投公司 BOLD 2018 年起聚焦生物技术与绿色科学，近 4 年累计 10 次出手相关企业。核心方向主要是开发天然功效成分和合成复杂天然产物。国内美妆企业正以“技术投资+自主研发布局”双轮驱动抢占赛道。2025 年 3 月，上海家化创新中心-合成生物启动，致力于开发新型功效成分并探索中草药活性成分的合成生物学途径。

图38：近 4 年欧莱雅在生物技术领域加强布局

● 近4年欧莱雅在生物技术领域的布局

时间	公司名称	业务类型	收购/投资情况
2022. 11	法国生物技术公司 MICROPHYT	专注于海藻类天然活性成分研究	BL0D收购少数股权
2023. 03	美国可持续生物技术公司 GENOMATICA 主导的原料合资公司	开发棕榈油和化石原料的替代清洁成分	欧莱雅与联合利华花王共同投资
2023. 06	美国合成生物学初创公司 DEBUTBIOTECH	专注精密发酵和无细胞制造	BL0D领投，总额4000万美元B轮融资
2023. 09	中国创新型生物科技公司深圳杉海创新技术有限公司	以“超分子组装技术”为应用核心	少数股权投资
2023. 12	丹麦生物科技公司LACTOBIO	专注于皮肤、肠道等微生物群的研究	收购
2024. 01	瑞士生物科技公司TIMELNE	致力于为食品、美容和健康领域开发长寿领域的创新解决方案	未披露金额
2024. 04	英国植物色素公司SPARXELL	专门为化妆品、时装、包装和油漆等领域提供可持续植物色素产品	获得包括欧莱雅在内的250万英镑的投资
2024. 07	美国生物技术公司Debut Biotechnology	以无细胞生物发酵开发生物原料	2023年投资4000万美元后宣布合作
2024. 09	法国合成生物公司 AbolisBiotechnologies	以独特微生物技术和生产方法，为化妆品、医疗保健和食品等行业提供定制化工业解决方案	获得包括欧莱雅在内的3500万欧元的投资
2025. 05	中国创新生物技术公司未名拾光 (Veminsyn)	专注于生物基创新原料研发及生产	美次方对其进行少数股权投资

制表：C2CC MEDIA
时间：截至5月23日



资料来源：C2CC 新传媒公众号

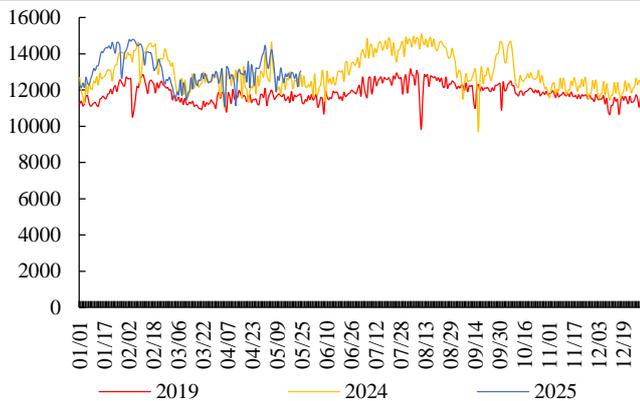
5月21日，珀莱雅与蚂蚁集团数字妈力达成战略合作，探索AI在美妆产业的多元应用场景。数字妈力将在AI智能云客服、AI智能巡检、全链用户体验等方面助力珀莱雅提升消费者体验，并通过AI技术帮助珀莱雅在企业数字化运营及节能减排、绿色环保等方面提升竞争力。通过构建分布式服务资源网络，并借助AI智能云客服，持续优化成本结构，面对电商大促等流量高峰，系统自动调配资源，储备高可用弹性，确保服务品质稳定，实现成本控制与服务效能的双赢。同时，珀莱雅还将运用AI一站式体验工具，深度挖掘用户对产品与服务的多元需求，全方位提升用户满意度。

5、出行数据跟踪

5.1、航空：国内航班/国际航班环比下降

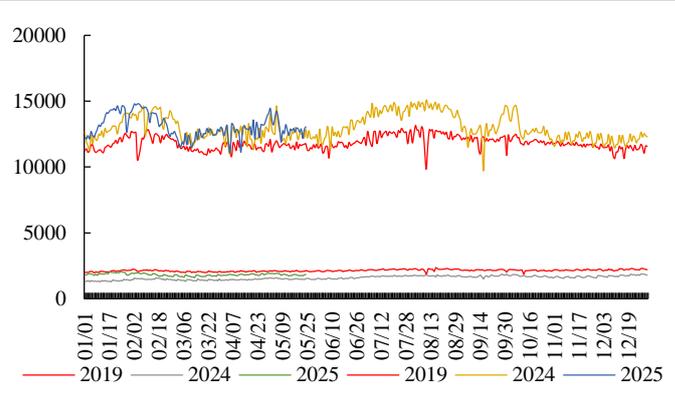
根据航班管家，本周（5.18-5.24）全国日均客运执行航班量14921架次，较2024年同期+4%，环比-0.1%。其中，本周国内客运日均执行航班量12786架次，较2024年同期+2%，环比-0.2%，5月国内航班同比+3%；本周国际客运日均执行航班量1795次，环比-0.2%，恢复至2019年同期86%，5月国际航班恢复至2019年同期87%。

图39：本周国内客运日均执行航班量同比 2024 年同期 +2%（单位：架次）



数据来源：航班管家、开源证券研究所

图40：本周国际客运日均执行航班量恢复至 2019 年同期 86%（单位：架次）

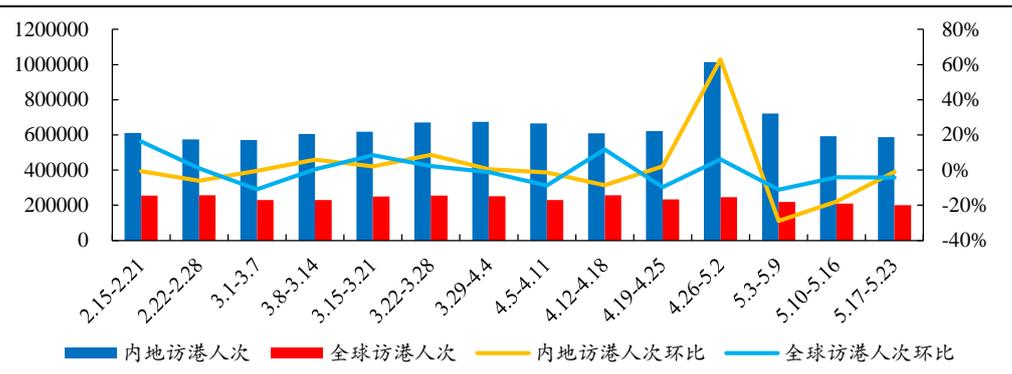


数据来源：航班管家、开源证券研究所

5.2、访港数据追踪：内地访港/全球访港环比下降

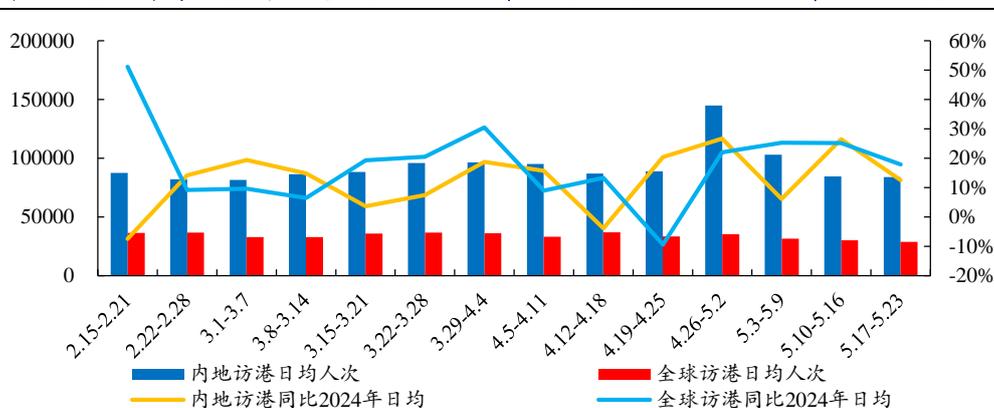
本周（5.17-5.23）内地访客总入境人次达58.68万人，环比-0.9%；全球访客总入境人次（除内地外）20.17万人，环比-4.2%。内地访客日均人数较2024年日均+12.5%，全球访客日均人数（除内地外）较2024年日均+17.9%。内地访港整周单日峰值11.8万人次，全球访客整周单日峰值（除内地外）达3.31万人次。

图41: 近一周内地/全球访港人数环比-0.9%/-4.2% (单位: 人次)



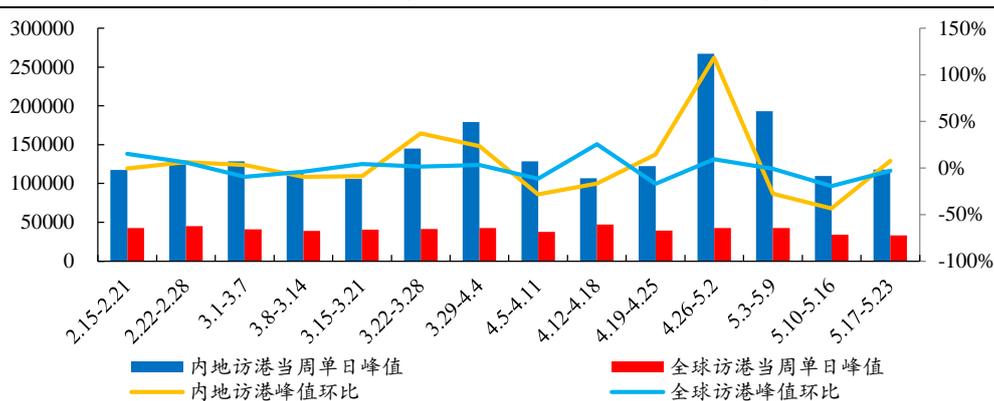
数据来源: 中国香港特别行政区政府入境事务处、开源证券研究所

图42: 近一周内地/全球访港人数较 2024 年日均+12.5%/+17.9% (单位: 人次)



数据来源: 中国香港特别行政区政府入境事务处、开源证券研究所

图43: 近一周内地/全球访港人数单日峰值环比+7.6%/-2.9% (单位: 人次)



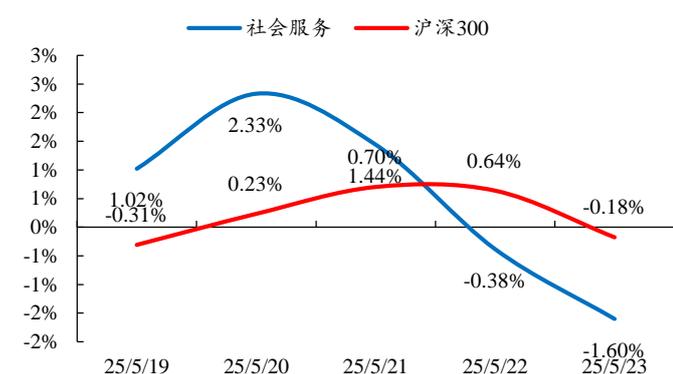
数据来源: 中国香港特别行政区政府入境事务处、开源证券研究所

6、行业行情回顾：本周 A 股社服板块跑输大盘，港股消费者服务板块跑赢大盘

6.1、A 股行业跟踪：本周社服板块波动下行

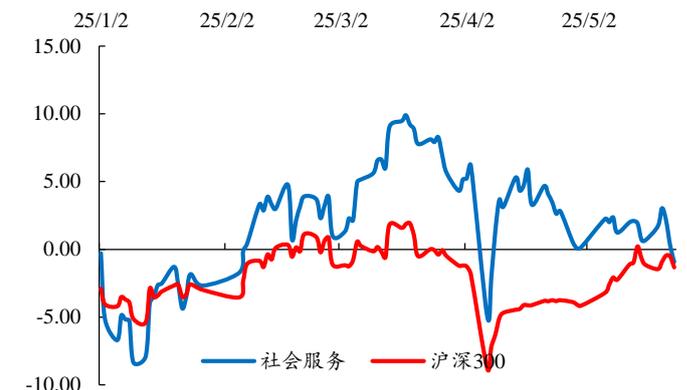
本周（5.19-5.23）社会服务指数-1.6%，跑输沪深 300 指数 1.42pct，在 31 个一级行业中排名第 25；2025 年初至今社会服务行业指数-0.93%，强于沪深 300 指数的 -1.34%，在 31 个一级行业中排名第 20。

图44：本周（5.19-5.23）社服板块跑输沪深 300（%）



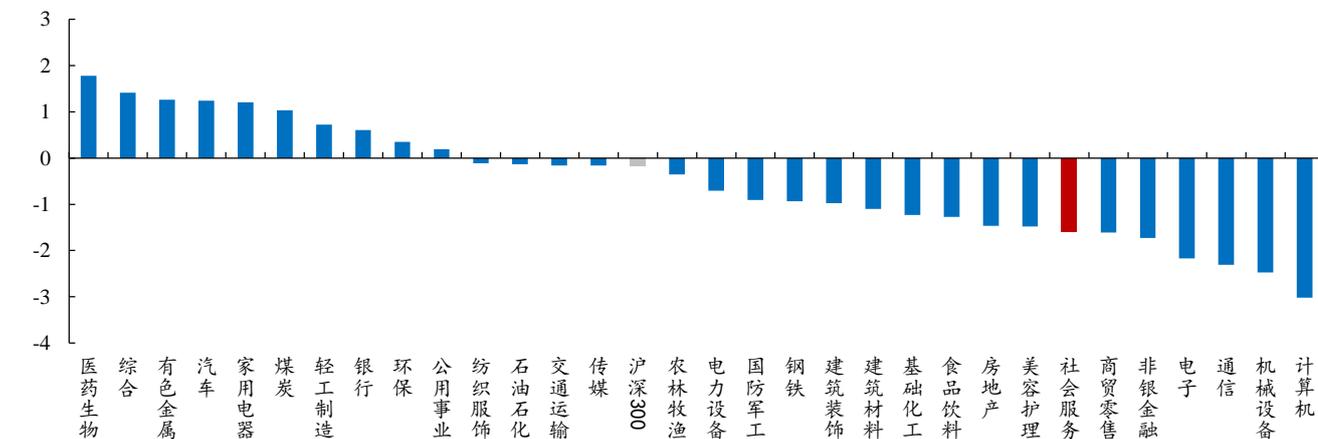
数据来源：Wind、开源证券研究所

图45：2025 年初至今社服板块走势强于沪深 300（%）

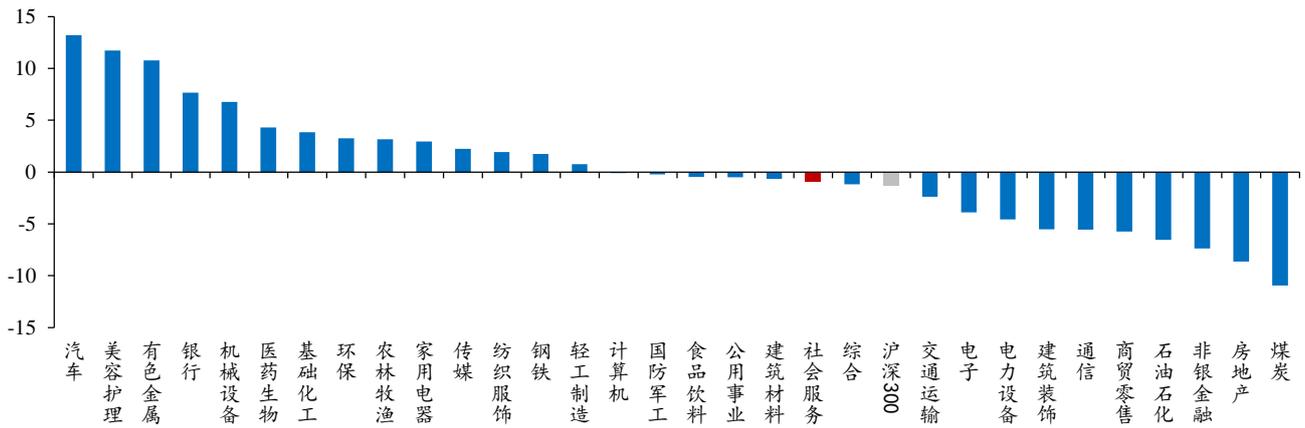


数据来源：Wind、开源证券研究所

图46：本周（5.19-5.23）社会服务板块在一级行业排名第 25（%）



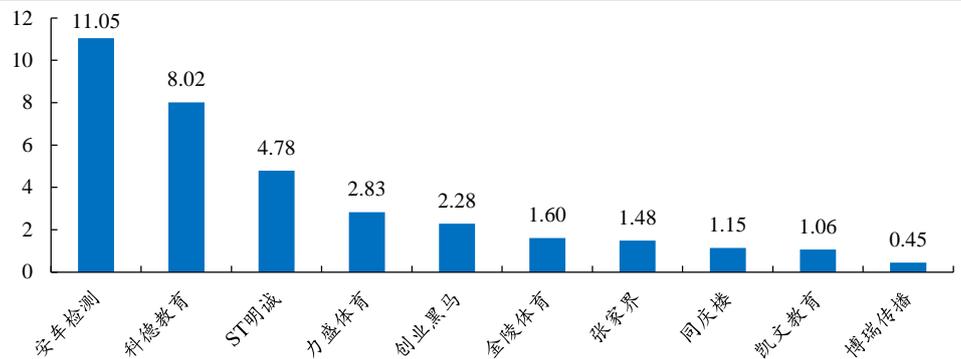
数据来源：Wind、开源证券研究所

图47：2025年初至今社会服务板块在一级行业排名第20（%）


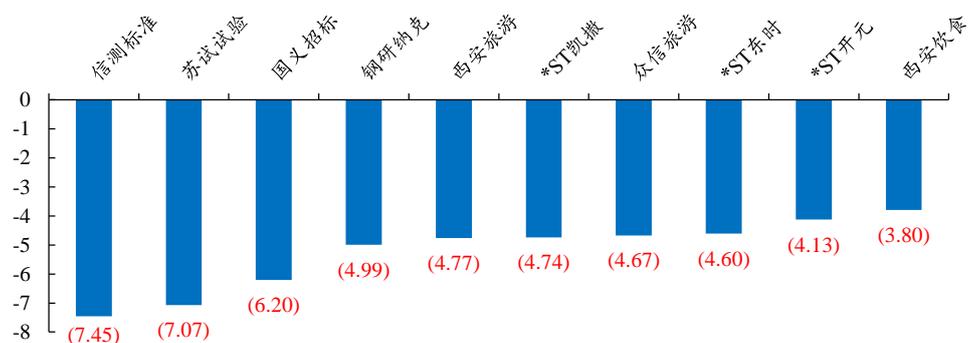
数据来源：Wind、开源证券研究所

6.2、A股社服标的表现：本周（5.19-5.23）教育、体育类上涨排名靠前

本周（5.19-5.23）A股涨幅前十名以教育、体育类为主，涨幅前三名分别为安车检测、科德教育、ST明诚，涨幅后三名分别为信测标准、苏试试验、国义招标。净流入额前三名分别为科德教育、创业黑马、安车检测，净流入额后三名为锦江酒店、宋城演艺、中青旅。

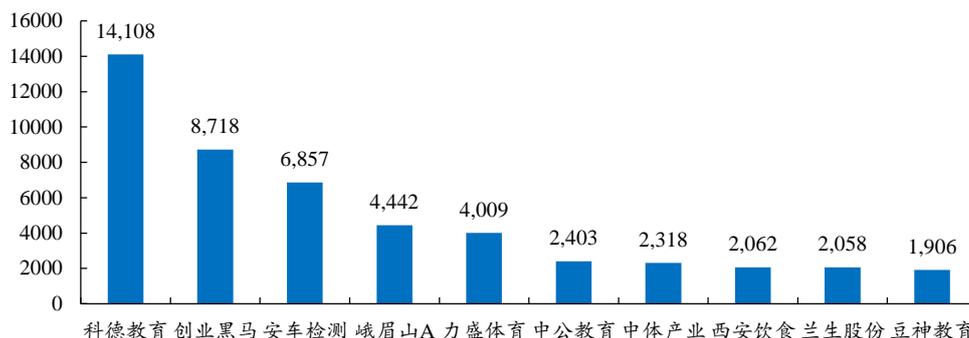
图48：本周（5.19-5.23）安车检测、科德教育、ST明诚领涨（%）


数据来源：Wind、开源证券研究所

图49：本周（5.19-5.23）信测标准、苏试试验、国义招标涨幅排名后三位（%）


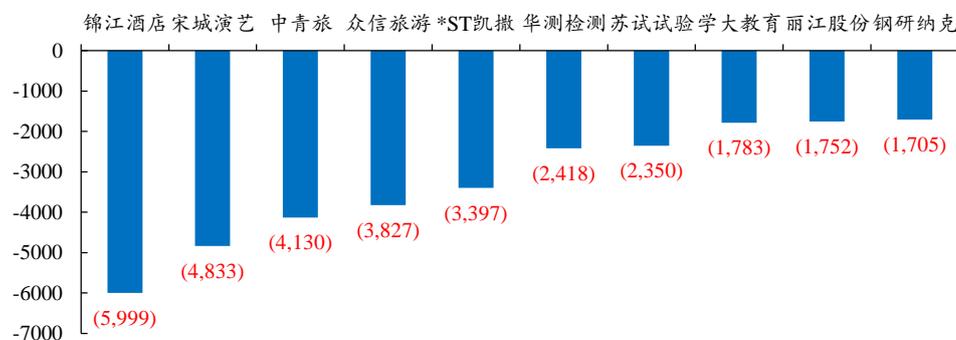
数据来源：Wind、开源证券研究所

图50：本周（5.19-5.23）科德教育、创业黑马、安车检测净流入额较大（万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图51：本周（5.19-5.23）锦江酒店、宋城演艺、中青旅净流出额较大（万元）

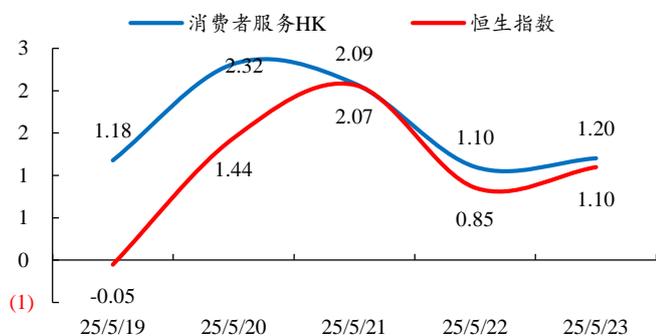


数据来源：Wind、开源证券研究所

6.3、港股行业跟踪：本周消费者服务板块整体上行

本周（5.19-5.23）港股消费者服务指数+1.2%，跑赢恒生指数0.1pct，在30个一级行业中排名第14；2025年初至今消费者服务行业指数-9.82%，弱于恒生指数的+17.65%，在30个一级行业中排名第29。

图52：本周（5.19-5.23）消费者服务板块跑赢恒生指数（%）

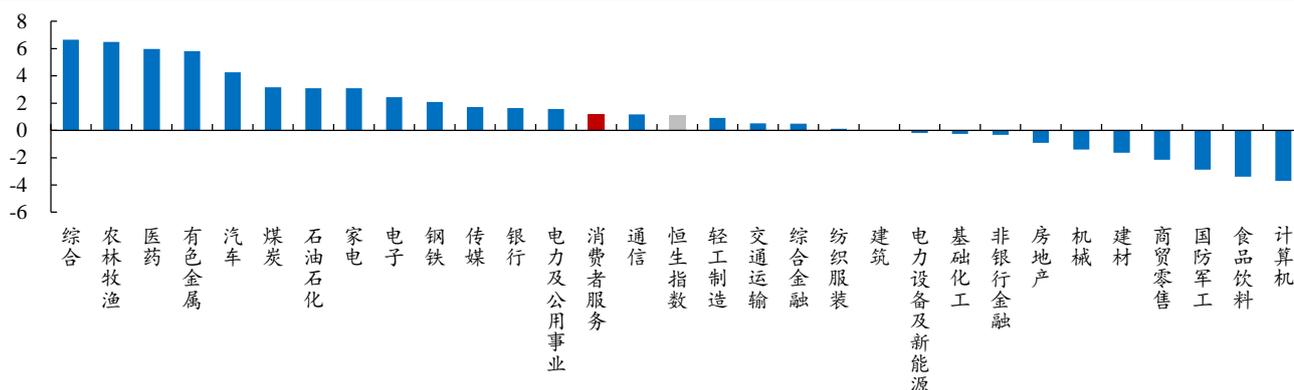


数据来源：Wind、开源证券研究所

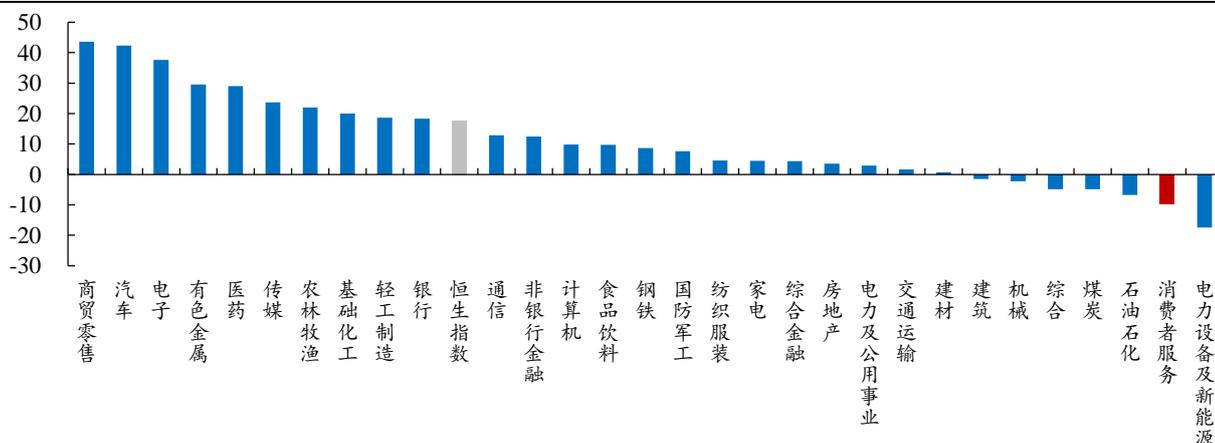
图53：2025年初至今消费者服务板块走势弱于恒生指数（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图54：本周（5.19-5.23）港股消费者服务板块在一级行业排名第14（%）


数据来源：Wind、开源证券研究所

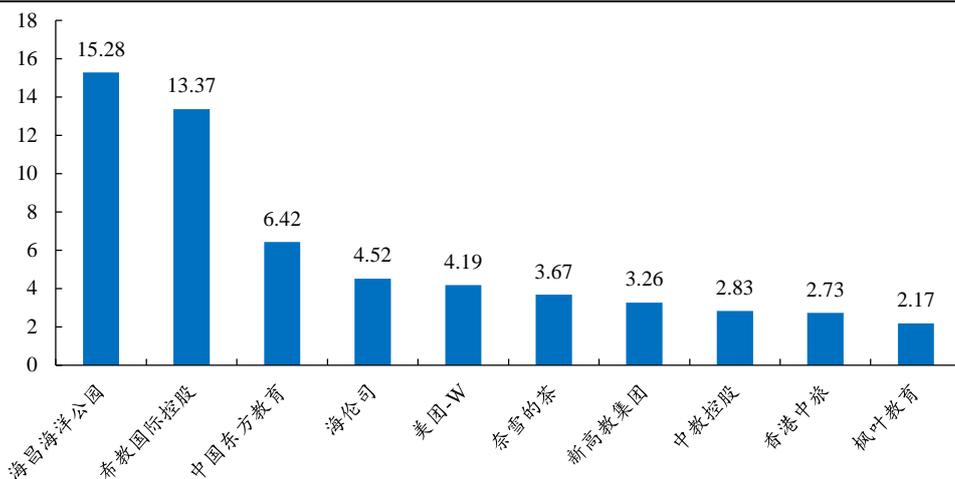
图55：2025 初至今港股消费者服务板块在一级行业排名第 29（%）


数据来源：Wind、开源证券研究所

6.4、港股消费者服务标的表现：本周（5.19-5.23）博彩、教育类上涨排名靠前

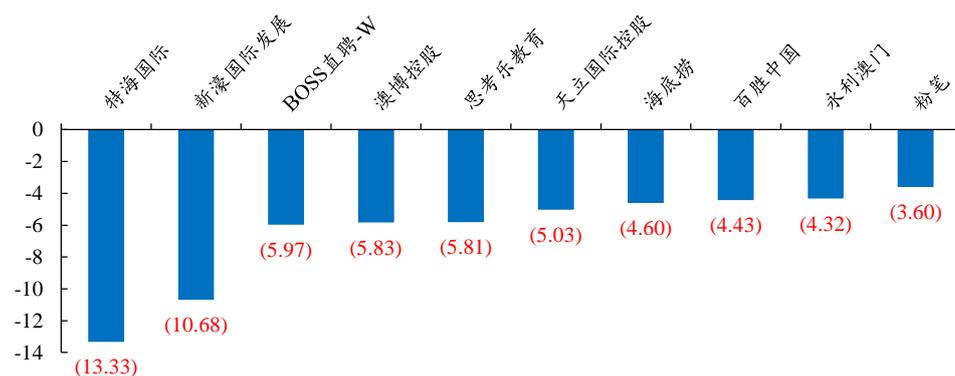
本周（5.19-5.23）港股博彩、教育类涨幅靠前，涨幅前三名分别为海昌海洋公园、希教国际控股、中国东方教育，跌幅前三名分别为特海国际、新濠国际发展、BOSS 直聘-W。

图56：本周（5.19-5.23）海昌海洋公园、希教国际控股、中国东方教育领涨（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图57：本周（5.19-5.23）特海国际、新濠国际发展、BOSS直聘-W跌幅较大（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：盈利预测与估值

代码	公司名称	2025/5/23			EPS			PE			评级
		收盘价	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E			
1318.HK	毛戈平	108.70	2.40	3.10	4.00	45.29	35.06	27.18	买入		
2367.HK	巨子生物	76.70	2.5072	3.0745	3.7008	30.59	24.95	20.73	买入		
2145.HK	上美股份	66.75	2.53	3.16	3.85	26.41	21.12	17.34	买入		
2097.HK	蜜雪集团	528.00	13.73	15.86	18.38	38.46	33.28	28.73	未评级		
1364.HK	古茗	27.45	0.79	0.93	1.11	34.86	29.52	24.69	未评级		
0325.HK	布鲁可	157.90	3.85	5.66	7.88	40.97	27.89	20.03	买入		
300896.SZ	爱美客	171.65	7.31	8.25	9.09	23.48	20.82	18.87	买入		
832982.BJ	锦波生物	497.70	8.29	10.47	12.71	60.04	47.54	39.16	买入		
601888.SH	中国中免	60.88	2.31	2.62	2.96	26.38	23.23	20.57	未评级		
0780.HK	同程旅行	20.50	1.12	1.35	1.60	18.38	15.18	11.80	未评级		
603099.SH	长白山	31.78	0.70	0.82	0.99	45.14	38.63	32.02	买入		
300795.SZ	米奥会展	19.50	1.15	1.44	1.74	17.02	13.55	11.22	买入		

001308.SZ	康冠科技	21.36	1.56	1.95	2.35	13.71	10.98	9.07	买入
300856.SZ	科思股份	20.71	1.21	1.55	1.88	17.17	13.39	11.04	买入
603277.SH	银都股份	23.38	1.43	1.59	1.71	16.30	14.73	13.66	买入
688363.SH	华熙生物	50.73	0.91	1.21	1.54	55.70	42.08	32.95	买入
300740.SZ	水羊股份	13.53	0.68	0.82	1.02	19.99	16.53	13.21	买入
300192.SZ	科德教育	16.30	0.50	0.56	0.62	32.41	29.12	26.24	买入
000526.SZ	学大教育	51.61	2.08	2.63	3.16	24.79	19.65	16.31	未评级
603081.SH	大丰实业	10.43	0.29	0.44	0.59	36.47	23.93	17.71	买入
300662.SZ	科锐国际	29.03	1.42	1.72	2.07	20.49	16.89	14.01	未评级
600861.SH	北京人力	20.29	1.85	1.82	2.03	10.96	11.13	10.02	未评级
600662.SH	外服控股	4.99	0.30	0.32	0.33	16.73	15.42	15.01	未评级
603059.SH	倍加洁	24.47	1.47	1.91		16.59	12.83		买入
9961.HK	携程集团-S	487.60	24.38	27.64	31.47	20.00	17.64	15.50	未评级
300492.SZ	华图山鼎	96.47	2.27	2.92	3.71	42.57	33.02	25.99	未评级
0839.HK	中教控股	2.54	0.75	0.82	0.89	3.37	3.09	2.84	未评级
1773.HK	天立国际控股	3.59	0.36	0.47	0.59	10.03	7.67	6.10	未评级
002659.SZ	凯文教育	4.75	0.05	0.10	0.14	95.96	47.74	35.11	未评级
301011.SZ	华立科技	27.81	0.73	0.88	0.94	38.16	31.58	29.70	未评级
301110.SZ	青木科技	46.90	1.34	1.76		35.06	26.60		未评级
300859.SZ	西域旅游	35.28	0.67	0.82	1.02	52.80	42.77	34.74	未评级
9699.HK	顺丰同城	10.82	0.27	0.45	0.63	40.25	24.16	17.26	未评级
3690.HK	美团	136.90	8.13	10.25	12.51	16.84	13.36	10.95	未评级
EDU.N	新东方	46.45	2.75	3.41	4.04	15.52	12.51	10.56	未评级
TAL.N	好未来	10.99	0.30	0.47	0.62	33.48	21.35	16.31	买入

数据来源：Wind、Bloomberg、开源证券研究所（除长白山、米奥会展、康冠科技、科思股份、银都股份、康冠科技、华熙生物、大丰实业、水羊股份、倍加洁、好未来、巨子生物、毛戈平、上美股份、布鲁可为开源证券研究所预测，新东方为Bloomberg一致预期，其余公司盈利预测及估值数据均使用Wind一致预期。以上港股上市公司计价货币为港元，EPS为人民币，2025年5月23日港币兑人民币收盘价0.91860；美股上市公司收盘价和EPS计价货币为美元，2025年5月23日美元兑人民币收盘价7.1919）

7、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