

社会服务

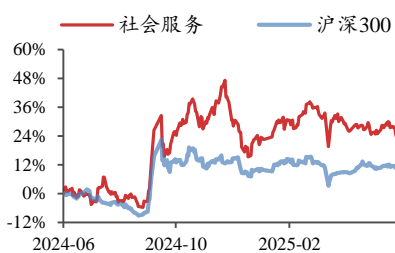
2025年06月22日

即时零售 618 大促表现亮眼，5 月茶咖头部品牌开店+店效双高增

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

- 《聚焦 Canva 看全球创意工具市场，中医美容成新潮流风尚—行业周报》-2025.6.15
- 《潮玩行业迎多起收并购，抖音大促国货高质量增长—行业周报》-2025.6.8
- 《潮牌打造“精神庇护所”疗愈年轻人，关注嗅觉经济、口服美容新风潮—行业周报》-2025.6.2

初敏（分析师）

chumin@kysec.cn

证书编号：S0790522080008

李睿娴（分析师）

liruxian@kysec.cn

证书编号：S0790525020004

程婧雅（联系人）

chengjingya@kysec.cn

证书编号：S0790123070033

● 旅游/潮玩：京东官宣加码 OTA 布局，泡泡玛特登顶淘系 618 潮玩榜首

旅游：6月18日京东宣布“酒店 PLUS 会员计划”进一步拓展本地生活板块。酒旅服务“低频高消”属性决定履约环节差异化要求，淡旺季分布及库存供给弱弹性导致高频流量转化不易，叠加酒店直连、库存分发和客服团队等较高供应链重置成本，后发者较难启动“用户体量扩张-供给规模效应-体验和粘性增强”商业飞轮。参考抖音战略收缩酒旅业务投入/提高佣金率以平衡 ROI 动作，酒旅赛道格局易守难攻。我们认为京东较难撼动行业差异化竞争格局，但需关注平台价格战边际恶化下对 OTA 平台利润兑现的短期影响。**潮玩：**据淘天数据，2025 年 618 期间平台上万个玩具潮玩商家成交额超三位数增长，以国产 IP 为代表的游戏电竞周边继续保持三位数增长。毛绒、盲盒品类保持两位数增长，泡泡玛特登顶销售 GMV 榜首。

● 茶咖：头部品牌开店+店效双高增，蜜雪冰城加码 IP 线上商城

行业：2025 年 5 月茶饮、咖啡行业数据全面向好，店数和店效重回增长快车道。根据久谦数据，5 月茶饮门店净增 2.93 万家，平均店效同比增长 7.6%。5 月咖啡门店净增 0.9 万家，平均店效同比增长 7.6%。**品牌：**2025 年 1-5 月蜜雪冰城净增门店 5203 家，古茗净增 752 家，瑞幸净增 2648 家，幸运咖净增 854 家。2025 年 5 月蜜雪冰城店效同比增长 13.7%，古茗同比增长 32.9%，瑞幸同比增长 13.4%。**蜜雪冰城：【雪王魔法铺】**在 618 淘宝潮玩榜单排名第五，线上销售额多个月连续高增，加码 IP 产品线上延伸。

● 618 大促：化妆品大促电商平稳增长，电商巨头发力即时零售

美妆：2025 年 618 期间，四大电商（淘系、京东、抖音、快手）平台 618 全周期美妆 GMV 为 659.09 亿元，同增超 10%。韩束在抖音平台靠自播实现断层领先。**即时零售：**据星图数据，2025 年 618 大促即时零售销售额达 296 亿元，yoy+18.7%。**美团闪购：**5.28 首日闪购成交额同比增长 2 倍，闪电仓业务增长近 3 倍，全周期 60 余类商品成交额增长超 1 倍，近 850 个零售品牌成交额翻倍增长。**淘宝闪购：**日订单量超 4000 万，其中非茶饮订单占比 75%。**京东：**4 月外卖带动新注册 PLUS 会员超 40 万，PLUS 会员的外卖复购率较非会员高出 2 倍。

● 本周 A 股社服板块跑输大盘，港股消费者服务板块跑输大盘

本周（6.16-6.20）社会服务指数-3.29%，跑输沪深 300 指数 2.83pct，在 31 个一级行业中排名第 27，检测、旅游类领涨；本周（6.16-6.20）港股消费者服务指数-5.15%，跑输恒生指数 3.13pct，在 30 个一级行业中排名第 26，旅游、餐饮类领涨。

推荐标的：(1) 旅游：长白山；(2) 教育：好未来、科德教育；(3) 餐饮/会展：特海国际、米奥会展；(4) 美妆：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) 美妆：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。

目 录

1、 出行旅游：京东官宣加码 OTA 布局，从品类属性看酒旅赛道壁垒.....	4
2、 潮玩：618 潮玩 IP 销售榜出炉，泡泡玛特登顶榜首.....	5
3、 茶咖：头部品牌开店+店效双高增，蜜雪加码 IP 线上商城.....	6
3.1、 5 月数据：外卖利好+口味创新行业重回增长，头部品牌优势持续凸显.....	6
3.2、 蜜雪冰城：618 淘宝潮玩榜单排名第五，加码 IP 产品线上延伸.....	8
4、 618 大促：化妆品大促电商平稳增长，电商巨头发力即时零售.....	8
4.1、 美妆：618 大促美护电商稳健增长，国货头部品牌表现稳健.....	8
4.1.1、 天猫：国货品牌展现强大稳定性，新品牌、新品类驱动天猫增长.....	8
4.1.2、 抖音：国际品牌凭借达播驱动整体市占率领先，国际品牌依靠自播展现强大产品力.....	10
4.2、 即时零售：电商巨头发力即时零售，带来大促消费新变革.....	11
5、 出行数据跟踪.....	12
5.1、 航空：国内航班/国际航班环比回升.....	12
5.2、 访港数据追踪：内地访港环比下降，全球访港环比上升.....	13
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输大盘.....	14
6.1、 A 股行业跟踪：本周社服板块波动下行.....	14
6.2、 A 股社服标的表现：本周（6.16-6.20）检测、旅游类上涨排名靠前.....	15
6.3、 港股行业跟踪：本周消费者服务板块整体下行.....	16
6.4、 港股消费者服务标的表现：本周（6.16-6.20）旅游、餐饮类上涨排名靠前.....	17
7、 风险提示.....	19

图表目录

图 1： 2024 年假期国内旅游市场贡献占比提升.....	4
图 2： 2023 年国内酒店连锁化率提升至 41%.....	4
图 3： 2024 年 7 月抖音酒旅商家佣金率由 4.5%调整至 8%.....	5
图 4： 2024 年国庆假期携程系间夜量分销占比 31.8%.....	5
图 5： 截至 2025 年 5 月全国共有茶饮 51.55 万家门店，5 月净增 2.93 万家.....	6
图 6： 2025 年 5 月茶饮行业平均月店效为 21.22 万元，同比增长 7.6%.....	6
图 7： 截至 2025 年 5 月全国共有 17.96 万家咖啡门店，5 月净增 0.9 万家.....	7
图 8： 2025 年 5 月咖啡行业平均月店效为 50.31 万元，同比增长 7.6%.....	7
图 9： 2025 年 1-5 月蜜雪冰城净增门店 5203 家，古茗净增 752 家，瑞幸净增 2648 家，幸运咖净增 854 家.....	7
图 10： 2025 年 5 月蜜雪冰城店效同比增长 13.7%，古茗同比增长 32.9%，瑞幸同比增长 13.4%.....	8
图 11： 2025 年 5 月蜜雪冰城线上销售额为 368 万元，同比增长 253%.....	8
图 12： 2025 淘宝潮玩 618 全周期成交榜【蜜雪冰城 雪王魔法铺】排名第五.....	8
图 13： 5 月 13 日开始美团、京东、淘宝开始在即时零售上展开攻势.....	12
图 14： 618 期间淘宝、美团、京东 DAU 走势上升.....	12
图 15： 本周国内客运日均执行航班量同比 2024 年同期+1%（单位：架次）.....	13
图 16： 本周国际客运日均执行航班量恢复至 2019 年同期 87%（单位：架次）.....	13
图 17： 近一周内地/全球访港人数环比-2.8%/+2.3%（单位：人次）.....	13
图 18： 近一周内地/全球访港人数较 2024 年日均+6.5%/+5.9%（单位：人次）.....	13
图 19： 近一周内地/全球访港人数单日峰值环比-25.4%/+1.5%（单位：人次）.....	14
图 20： 本周（6.16-6.20）社服板块跑输沪深 300（%）.....	14
图 21： 2025 年初至今社服板块走势强于沪深 300（%）.....	14

图 22: 本周 (6.16-6.20) 社会服务板块在一级行业排名第 27 (%)	15
图 23: 2025 年初至今社会服务板块在一级行业排名第 21 (%)	15
图 24: 本周 (6.16-6.20) 谱尼测试、君亭酒店、ST 东时领涨 (%)	15
图 25: 本周 (6.16-6.20) 金陵体育、曲江文旅、金陵饭店涨幅排名后三位 (%)	16
图 26: 本周 (6.16-6.20) 君亭酒店、创业黑马、首旅酒店净流入额较大 (万元)	16
图 27: 本周 (6.16-6.20) 金陵体育、中公教育、宋城演艺净流出额较大 (万元)	16
图 28: 本周 (6.16-6.20) 消费者服务板块跑输恒生指数 (%)	17
图 29: 2025 年初至今消费者服务板块走势弱于恒生指数 (%)	17
图 30: 本周 (6.16-6.20) 港股消费者服务板块在一级行业排名第 26 (%)	17
图 31: 2025 年初至今港股消费者服务板块在一级行业排名第 29 (%)	17
图 32: 本周 (6.16-6.20) 中国儒意、美高梅中国、中国中免领涨 (%)	18
图 33: 本周 (6.16-6.20) 同程旅行、宇华教育、海伦司跌幅较大 (%)	18
表 1: 泡泡玛特/迪士尼/三丽鸥位列淘系潮玩 IP 成交榜前三	5
表 2: 大促天猫 TOP20 榜单中排名上升的 8 个品牌中有 6 个是国际品牌	9
表 3: 618 天猫众多新品牌崛起	9
表 4: 抖音美容护肤 TOP10 品牌较为稳定, 韩束蝉联大促第一	10
表 5: 彩妆类目 GMV 前 10 品牌变化较大	10
表 6: 韩束 3 款商品链接跻身抖音美妆爆款 TOP10	11
表 7: 盈利预测与估值	18

1、出行旅游：京东官宣加码 OTA 布局，从品类属性看酒旅赛道壁垒

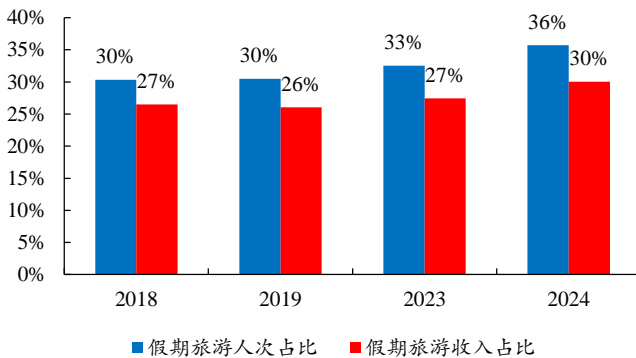
事件：6月18日京东发布“酒店 PLUS 会员计划”，参与酒店可享受最高三年佣金。 京东实际已上线酒旅预订业务多年，位于京东 APP 二级入口，目前提供酒店/机票/火车票/景区门票等预订服务，京东认为用户及合作伙伴与四星以上酒店主力客群高度重合，此举意在以降低经营成本方式补全酒旅供应链。

我们认为 OTA 生意品类属性决定了酒旅赛道相对实物消费和本地生活垂类更为易守难攻：

(1) **C 端：低频高决策成本，差异化重在履约环节，低价“货找人”模式难以长期起效。** 对比实物消费和本地生活，酒旅预订自带“低频高消”非冲动型消费属性，存在时间和服务体验不可逆的问题，同时高货值属性决定其较高的沉没成本，用户旅游决策链条长，重视供给方的履约能力和服务体验，单次履约失败的用户流失风险高。从价格粘性上看，酒旅基建扩张周期长，同时随上游供给集中度逐年提升，叠加头部玩家线下 BD 已基本完成直连预订系统的基建，动态定价模式下跨平台价格粘性较强，电商“货找人”流通模式作用明显不足。而从实际履约环节看，假期休闲需求释放集中且时效性极强，B 端酒旅库存供给弹性低，平台分销库存量和客服团队是履约服务的主要差异性来源，以携程为例，通过多年建立的客服中心专员高达 1 万人和批发制库存采购以保证履约，进而形成极强的消费者心智锁定。

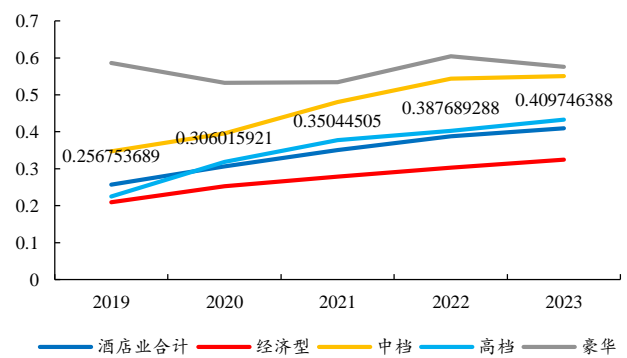
(2) **B 端：对于中高端连锁品牌，本身价格和会员体系相对健全，对保持品牌调性有一定要求，在流量结构上以需求高频均衡的商旅及度假客群为主，用户画像上价格敏感度低且对于会员权益积累诉求较足，更注重平台导流的稳定性和更优客源质量，因此具备先发优势的平台借力双边效应（更多库存分配、价格倾斜→更优质的客户服务→更高的用户粘性）可实现更强的 B 端绑定和 C 端心智。对于长尾的低端酒店，客源以 15-30 岁学生、白领及部分低线居民为主，出行频率较低且价格敏感性较高，因此天然存在旺季自然流量过剩，淡季需求不足的瓶颈，因此对提供流量倾斜、在佣金（软件服务费率）上做让步的后发平台更为匹配，但较高的边际获客成本也决定了这类商家的长期粘性较差。**

图1：2024 年假期国内旅游市场贡献占比提升



数据来源：文旅部、开源证券研究所

图2：2023 年国内酒店连锁化率提升至 41%



数据来源：中国饭店协会、开源证券研究所

OTA 格局较难撼动，抖音提供阶段性验证。 在线上流量渗透的不同时期，阶段性龙头更迭驱动主要来自于互联网流量格局演变，后发互联网巨头发挥各自比较优

势，通过聚焦新流量场景、双边补贴策略和特色产品打法捕获细分增量客群需求，但需面对较高的供应链重置和用户补贴成本压力，且较弱的供给端资源弹性下较难启动“用户体量扩张-供给规模效应-体验和粘性增强”的商业飞轮。另外先发玩家在规模优势基础上，进一步投资上游资源以实现差异化场景覆盖（比如近期同程投资万达酒管），强化资源绑定能力的核心壁垒，在酒店板块（核心利润来源）携程系仍占据稳固份额（以2024年国庆假期为例，携程系/直客/美团/飞猪/抖音间夜量份额为32%/27%/24%/3%/1.1%）。

图3：2024年7月抖音酒旅商家佣金率由4.5%调整至8%

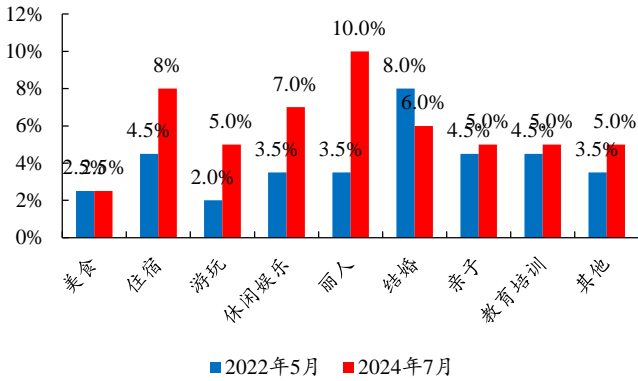
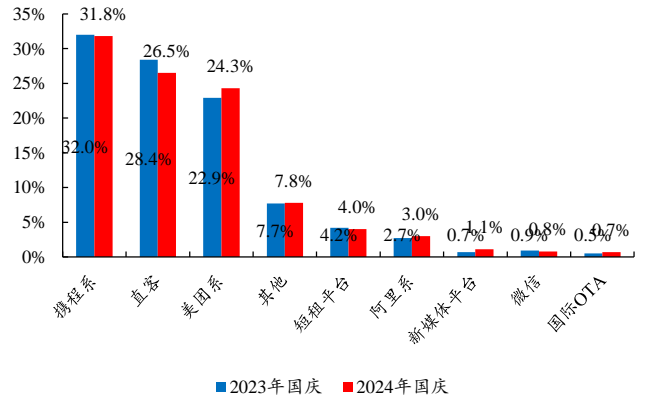


图4：2024年国庆假期携程系间夜量分销占比31.8%



数据来源：中国旅游饭店协会公众号、开源证券研究所

资料来源：旅智科技公众号、开源证券研究所

目前国内OTA行业已形成差异化竞争格局，携程中高端出行B和C端绑定程度深；同程股东流量和库存资源充分赋能，差异化深耕下沉市场；美团高频本地生活导流积累较稳固的中低端酒旅客群，核心玩家各自构建独特护城河。我们认为京东入局不排除OTA平台短期加大用户补贴以防御用户流失，从而导致利润短期承压影响，但长期来看京东撼动OTA格局难度远高于本地生活。**受益标的：携程集团-S、同程旅行。**

2、潮玩：618潮玩IP销售榜出炉，泡泡玛特登顶榜首

淘天618潮玩赛道数据亮眼。根据淘天数据，2025年618期间平台玩具潮玩行业近千个天猫商家、超20000个淘宝商家成交额超3位数增长，其中共产生破亿商家6个、千万商家超100个、千万单品超20个、百万单品超1000个，以上四个维度全线超过2024年618全周期。分品类看，以国产IP为代表的游戏电竞周边继续保持3位数增长。毛绒、盲盒品类保持两位数增长；分IP看，泡泡玛特超越迪士尼跻身淘系潮玩IP成交榜首位，机动战士高达、线条小狗、黑神话悟空、哪吒之魔童脑海等IP新晋TOP20榜单。

表1：泡泡玛特/迪士尼/三丽鸥位列淘系潮玩IP成交榜前三

排名	2024年 IP	2025年 IP	排名	2024年 IP	2025年 IP
1	泡泡玛特	泡泡玛特	11	航海王	Chiikawa
2	三丽鸥	迪士尼	12	蛋仔派对	原神
3	奥特曼	三丽鸥	13	史努比	哈利波特
4	宝可梦	恋与深空	14	恋与深空	哪吒之魔童脑海

	2024年	2025年		2024年	2025年
5	原神	宝可梦	15	变形金刚	变形金刚
6	小马宝莉	Jellycat	16	恋与制作人	明日方舟
7	假面骑士	机动战士高达	17	明日方舟	黑神话悟空
8	故宫	崩坏：星穹铁道	18	排球少年	光与夜之恋
9	崩坏：星穹铁道	线条小狗	19	海绵宝宝	假面骑士
10	哈利波特	奥特曼	20	大鱼海棠	海绵宝宝

资料来源：酷玩潮公众号、中外玩具网公众号、开源证券研究所

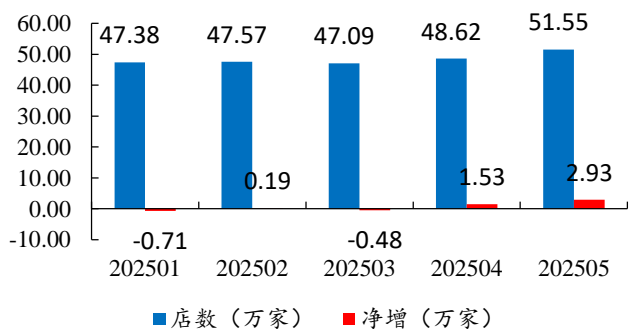
3、茶咖：头部品牌开店+店效双高增，蜜雪加码 IP 线上商城

3.1、5月数据：外卖利好+口味创新行业重回增长，头部品牌优势持续凸显

2025年5月茶饮、咖啡行业数据全面向好，店数和店效重回增长快车道。

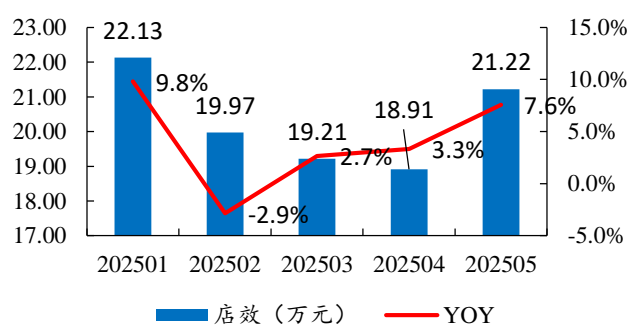
- (1) **茶饮**：根据久谦数据，截至2025年5月全国共有茶饮51.55万家门店，5月净增2.93万家。2025年5月茶饮行业平均月店效为21.22万元，同比增长7.6%（样本店数据）。
- (2) **咖啡**：根据久谦数据，截至2025年5月全国共有17.96万家咖啡门店，5月净增0.9万家。2025年5月咖啡行业平均月店效为50.31万元，同比增长7.6%（样本店数据）。

图5：截至2025年5月全国共有茶饮51.55万家门店，5月净增2.93万家



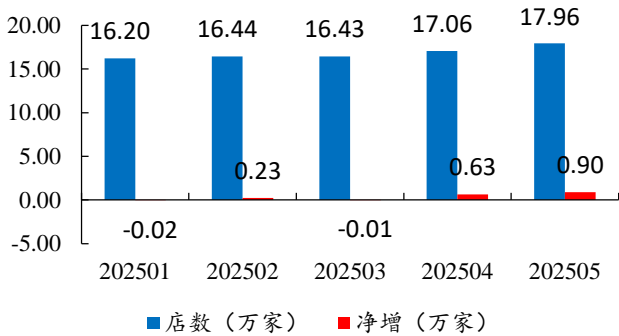
数据来源：久谦数据、开源证券研究所

图6：2025年5月茶饮行业平均月店效为21.22万元，同比增长7.6%



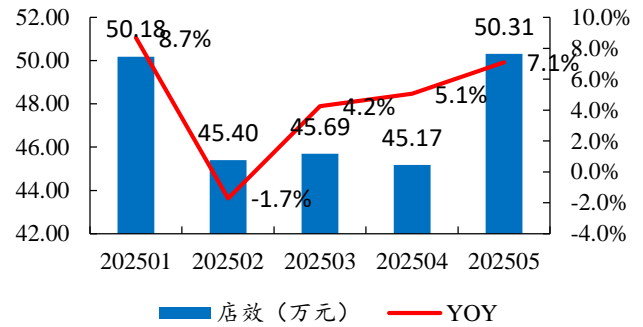
数据来源：久谦数据、开源证券研究所

图7：截至 2025 年 5 月全国共有 17.96 万家咖啡店，5 月净增 0.9 万家



数据来源：久谦数据、开源证券研究所

图8：2025 年 5 月咖啡行业平均月店效为 50.31 万元，同比增长 7.6%



数据来源：久谦数据、开源证券研究所

头部品牌持续领跑，形成“店效越好-加盟商越赚钱-开店越快”的正循环。

- (1) **店数**：根据久谦数据，截至 2025 年 5 月头部茶饮品牌蜜雪冰城、古茗、茶百道、沪上阿姨、霸王茶姬分别拥有门店数量 38814、10607、7692、8654、6713 家，头部咖啡品牌幸运咖、库迪、瑞幸分别拥有门店数量 4184、10898、24777 家。1-5 月蜜雪冰城净增门店 5203 家，古茗净增 752 家，瑞幸净增 2648 家，幸运咖净增 854 家。新锐茶饮品牌茉莉奶白、爷爷不泡茶延续快速开店。
- (2) **店效**：根据久谦数据，除喜茶、霸王茶姬等 2024 年同比基数过高切快速开店的品牌外，其余品牌店效均已实现大幅转正。2025 年 5 月蜜雪冰城店效同比增长 13.7%，古茗同比增长 32.9%，瑞幸同比增长 13.4%。

图9：2025 年 1-5 月蜜雪冰城净增门店 5203 家，古茗净增 752 家，瑞幸净增 2648 家，幸运咖净增 854 家

时间	门店数量 (单位: 家)										咖啡				
	蜜雪冰城	古茗	茶百道	沪上阿姨	喜茶	奈雪的茶	霸王茶姬	茉莉奶白	爷爷不泡茶	幸运咖	库迪咖啡	瑞幸咖啡	星巴克	星巴克臻选	
202412	33611	9855	7897	8494	4385	1806	6182	1010	1316	3330	9295	22129	6796	801	
202501	33373	9907	7589	8544	4377	1776	6404	1146	1527	3051	9845	21061	6833	801	
202502	34659	9847	7683	8468	4333	1748	6413	1150	1557	3316	9901	22156	6834	802	
202503	35689	9863	7498	8422	4296	1697	6424	1127	1605	3575	9726	23134	6918	802	
202504	38366	10212	7622	8536	4276	1668	6598	1295	1787	3853	10156	24084	6976	804	
202505	38814	10607	7692	8654	4264	1659	6713	1441	1912	4184	10898	24777	7002	810	

时间	净增门店数量 (单位: 家)										咖啡				
	蜜雪冰城	古茗	茶百道	沪上阿姨	喜茶	奈雪的茶	霸王茶姬	茉莉奶白	爷爷不泡茶	幸运咖	库迪咖啡	瑞幸咖啡	星巴克	星巴克臻选	
202501	-238	52	-308	50	-8	-30	222	136	211	-279	550	-1068	37	0	
202502	1286	-60	94	-76	-44	-28	9	4	30	265	56	1095	1	1	
202503	1030	16	-185	-46	-37	-51	11	-23	48	259	-175	978	84	0	
202504	2677	349	124	114	-20	-29	174	168	182	278	430	950	58	2	
202505	448	395	70	118	-12	-9	115	146	125	331	742	693	26	6	
2025年1-5月	5203	752	-205	160	-121	-147	531	431	596	854	1603	2648	206	9	

数据来源：久谦数据、开源证券研究所

图10：2025年5月蜜雪冰城店效同比增长13.7%，古茗同比增长32.9%，瑞幸同比增长13.4%

	单个门店月均店效 (单位: 万元)										咖啡				
	蜜雪冰城	古茗	茶百道	沪上阿姨	茶饮	喜茶	奈雪的茶	霸王茶姬	茉莉奶白	爷爷不泡茶	幸运咖	库迪咖啡	瑞幸咖啡	星巴克	星巴克臻选
202501	14.39	19.90	15.98	14.30	31.38	37.02	43.81	22.06	14.52	8.94	10.76	22.23	39.19	45.97	
202502	13.23	18.27	14.98	13.56	27.31	33.40	39.10	21.89	13.37	8.54	9.04	21.03	34.39	41.49	
202503	12.20	15.94	14.17	12.61	28.77	33.07	37.39	21.21	12.07	8.08	10.46	22.11	35.39	43.46	
202504	12.27	16.82	14.18	12.74	28.23	35.00	35.52	19.21	11.73	6.36	10.68	22.44	34.85	43.48	
202505	14.47	20.87	15.66	14.61	29.72	40.75	40.42	22.74	14.02	7.75	13.36	24.75	38.67	48.10	

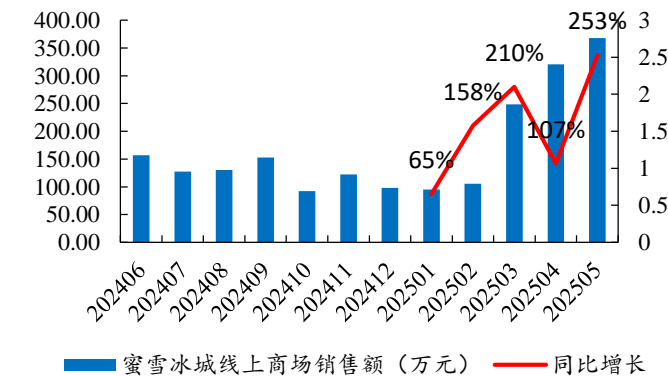
	单个门店月均店效同比数据										咖啡				
	蜜雪冰城	古茗	茶百道	沪上阿姨	茶饮	喜茶	奈雪的茶	霸王茶姬	茉莉奶白	爷爷不泡茶	幸运咖	库迪咖啡	瑞幸咖啡	星巴克	星巴克臻选
202401	-1.0%	-4.7%	-10.3%	-20.0%	-31.1%	-24.5%	107.1%	-31.4%	-37.0%	-35.2%	71.4%	5.8%	-3.7%	1.9%	
202402	30.0%	14.0%	4.0%	7.1%	-25.9%	-18.9%	64.9%	-45.9%	-23.6%	-8.2%	41.1%	0.1%	9.3%	3.4%	
202403	19.9%	-7.4%	-12.3%	-11.7%	-33.9%	-21.6%	22.4%	-45.7%	-38.1%	-18.3%	5.5%	4.3%	-1.4%	-7.7%	
202404	4.7%	-21.2%	-20.4%	-19.1%	-38.4%	-22.9%	61.9%	-21.9%	-32.6%	-11.3%	-2.5%	-1.5%	-4.0%	-10.0%	
202405	6.2%	-10.1%	-12.0%	0.6%	-39.0%	-28.0%	41.1%	-18.8%	-38.9%	-3.6%	2.5%	-3.9%	-1.6%	-10.0%	
202406	0.3%	-7.7%	-11.4%	-4.1%	-40.7%	-25.8%	24.3%	-33.2%	-16.9%	20.3%	-2.7%	-5.7%	-4.8%	-14.4%	
202407	-0.9%	-6.7%	-13.8%	-5.3%	-39.0%	-24.9%	20.0%	-29.4%	1.3%	29.1%	1.6%	-7.2%	-6.7%	-15.4%	
202408	5.6%	-5.6%	-12.0%	-5.3%	-34.5%	-11.1%	4.4%	-39.9%	-2.2%	25.8%	-5.1%	-4.9%	-9.8%	-14.6%	
202409	1.2%	-3.2%	-7.1%	7.0%	-27.1%	-16.5%	-1.8%	-21.5%	-5.6%	31.0%	-3.3%	-15.9%	-8.5%	-19.5%	
202410	3.5%	-10.1%	-6.1%	3.3%	-24.8%	-9.4%	-12.7%	-33.4%	-2.7%	26.3%	8.2%	-7.4%	-7.2%	-18.3%	
202411	10.1%	-6.6%	-6.4%	-1.2%	-20.7%	-10.1%	-19.5%	-20.9%	2.0%	39.3%	12.7%	-7.1%	-2.1%	-12.5%	
202412	3.7%	-2.9%	-7.6%	-1.8%	-23.3%	-7.3%	-15.3%	-20.2%	-10.4%	4.9%	8.8%	-5.8%	-1.5%	-13.3%	
202501	25.0%	14.6%	4.5%	10.8%	-10.8%	1.6%	-13.4%	-1.9%	11.3%	27.0%	29.8%	5.0%	6.7%	-13.7%	
202502	1.6%	1.2%	-2.8%	-2.6%	-21.5%	-4.7%	-24.5%	5.1%	-11.3%	12.0%	8.3%	9.2%	-8.8%	-18.1%	
202503	2.3%	15.8%	9.8%	9.9%	-12.8%	2.0%	-21.2%	-6.0%	-0.7%	12.4%	28.7%	9.9%	-1.2%	-7.2%	
202504	2.0%	29.0%	15.4%	14.6%	-5.3%	8.1%	-24.0%	-10.6%	3.9%	-19.2%	36.4%	9.5%	2.3%	-4.6%	
202505	13.7%	32.9%	14.1%	14.8%	-4.7%	10.2%	-17.0%	-0.5%	19.3%	-3.4%	44.3%	13.4%	2.0%	-2.2%	

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

3.2、蜜雪冰城：618 淘宝潮玩榜单排名第五，加码 IP 产品线上延伸

【雪王魔法铺】在 618 淘宝潮玩榜单排名第五，线上销售额多个月连续高增。根据久谦数据，2025 年 5 月蜜雪冰城线上销售额为 368 万元，同比增长 253%，多个月连续高增，销售产品包括咖啡冲泡液、茶包、盲盒、毛绒玩具等。2025 淘宝潮玩 618 全周期成交榜【蜜雪冰城 雪王魔法铺】排名第五，蜜雪冰城通过自有 IP 雪王战略布局潮玩领域，形成了从内容创作到产品开发、销售的完整生态链。

图11：2025年5月蜜雪冰城线上销售额为368万元，同比增长253%



数据来源：久谦数据、开源证券研究所

图12：2025 淘宝潮玩 618 全周期成交榜【蜜雪冰城 雪王魔法铺】排名第五



资料来源：淘宝 618 潮玩榜单

4、618 大促：化妆品大促电商平稳增长，电商巨头发力即时零售

4.1、美妆：618 大促美护电商稳健增长，国货头部品牌表现稳健

4.1.1、天猫：国货品牌展现强大稳定性，新品牌、新品类驱动天猫增长

国际品牌展现强劲增长韧性，国货头部品牌展现强大稳定性。近年来外资品牌积极调整策略，在淘宝天猫平台的商品优惠机制上进一步放量，同时积极融入达人直播生态，青眼数据显示，2025年618参与头部主播美妆节的外资品牌达93个，同比增长4.5%。天猫TOP20榜单中，排名上升的8个品牌中有6个是国际品牌，YSL(+8)、娇韵诗(+3)、肌肤之钥(+2)、兰蔻(+1)、修丽可(+1)、SK-II(+1)，且修丽可、肌肤之钥、圣罗兰已连续两年排名上升。整体TOP20中有5个国货品牌(珀莱雅第1，可复美第12，薇诺娜第14，毛戈平第17，彩棠第20)，毛戈平和彩棠为新上榜，毛戈平增长超70%，珀莱雅蝉联第1。

表2：大促天猫TOP20榜单中排名上升的8个品牌中有6个是国际品牌

排名	2023年	2024年	2025年
1	欧莱雅	珀莱雅	珀莱雅
2	兰蔻	欧莱雅	兰蔻
3	雅诗兰黛	兰蔻	欧莱雅
4	珀莱雅	雅诗兰黛	雅诗兰黛
5	OLAY	海蓝之谜	修丽可
6	海蓝之谜	修丽可	海蓝之谜
7	赫莲娜	赫莲娜	SK-II
8	SK-II	SK-II	赫莲娜
9	修丽可	OLAY	肌肤之钥
10	薇诺娜	薇诺娜	娇韵诗
11	资生堂	肌肤之钥	圣罗兰
12	雅萌	可复美	可复美
13	肌肤之钥	娇韵诗	OLAY
14	娇韵诗	资生堂	薇诺娜
15	娇兰	娇兰	资生堂
16	理肤泉	科颜氏	科颜氏
17	觅光	理肤泉	毛戈平(新上榜)
18	科颜氏	自然堂	娇兰
19	黛珂	圣罗兰	理肤泉
20	圣罗兰	HBN	彩棠(新上榜)

资料来源：青眼情报公众号、开源证券研究所

抖品牌加速入淘实现品牌化升级，新品牌带动实现稳健增长。美妆新产品方面：开卖首周，修丽可A.G.E.面霜、欧莱雅第四代安瓶面膜等57款新品成交破千万，经典爆款通过焕新升级亦迎来热卖高潮。李佳琦直播间FAN BEAUTY DIARY的VC大桔美白面膜8万件秒罄，完美日记水润素颜霜6万件售罄。**新品牌方面**：入驻天猫一年的同频登顶面部精华品类，开店两年的三资堂斩获眼部彩妆第一，2021年入驻的宋朝成为香薰用品冠军。以同频为例，其在今年618天猫美妆预售4小时排行榜位列第16，位列新品牌店铺榜第一。另外，上榜美妆品牌榜的还有听研、TAKAMI、一页、海龟爸爸、伊菲丹、馥郁满铺、慕拉得、绽美娅、瓊科缙。从各品牌热销单品来看，新品牌更倾向于功效型产品。

表3：618天猫众多新品牌崛起

排名	店铺	热销单品
1	同频旗舰店	多重胶原修护次抛

排名	店铺	热销单品
2	听研旗舰店	胶原精致次抛
3	TAKAMI 官方旗舰店	小蓝瓶角质养护精华
4	newpage 一页旗舰店	婴童安心霜
5	Hipapa 海龟爸爸官方旗舰店	小雪山防晒乳
6	伊菲丹官方旗舰店	超级面膜
7	AromeManpo 馥郁满铺旗舰店	洁颜蜜
8	Murad 慕拉得旗舰店	A 醇精华
9	绽媵娅旗舰店	PDRN 能量棒
10	AOXMED 瑗科缙官方旗舰店	绿安缙面霜

资料来源：青眼情报、开源证券研究所

4.1.2、抖音：国际品牌凭借达播驱动整体市占率领先，国际品牌依靠自播展现强大产品力

抖音美容护肤 TOP10 品牌较为稳定，头部效应显现。抖音美容护肤类目过亿品牌达 34 个，同增 88.9%。TOP3 品牌门槛提升至 4.5 亿元；彩妆类目过亿品牌增至 10 个，较 2024 年增加 8 个。TOP10 品牌较为稳定，韩束蝉联第 1 且体量断层领先，自然堂首进前 10，SK-II 自 2024 年跌落 TOP10 后再度进入前 10。彩妆香水类目 GMV 前 10 的品牌变动较大，连续 3 年上榜 TOP10 的仅花西子、柏瑞美、卡姿兰 3 个品牌。蒂洛薇首次取得 618 彩妆第一，毛戈平排名提升了 9 名，ELL 首次进入 TOP10。

表4：抖音美容护肤 TOP10 品牌较为稳定，韩束蝉联大促第一

排名	2023 年	2024 年	2025 年
1	赫莲娜	韩束	韩束
2	雅诗兰黛	珀莱雅	珀莱雅
3	海蓝之谜	赫莲娜	赫莲娜
4	后	后	欧莱雅
5	兰蔻	雅诗兰黛	雅诗兰黛
6	SK - II	兰蔻	海蓝之谜
7	珀莱雅	欧莱雅	兰蔻
8	韩束	可复美	自然堂（新上榜）
9	欧莱雅	海蓝之谜	SK - II（新上榜）
10	OLAY	OLAY	后

资料来源：青眼情报、开源证券研究所

表5：彩妆类目 GMV 前 10 品牌变化较大

名	2023 年	2024 年	2025 年
1	花西子	花西子	蒂洛薇
2	AKF	圣罗兰	毛戈平
3	柏瑞美	方里	圣罗兰
4	卡姿兰	柏瑞美	花西子
5	毛戈平	AKF	彩棠
6	VC	卡姿兰	魅可
7	FV	橘朵	卡姿兰
8	恋火	恋火	柏瑞美

名	2023 年	2024 年	2025 年
9	纪梵希	肌肤之钥	花知晓
10	朱莉欧	纪梵希	ELL

资料来源：青眼情报、开源证券研究所

国际品牌通过达播强强联合实现强大号召力。国际品牌在本次大促中，尤为注重与广东夫妇、贾乃亮等抖音头部达人合作，品牌大促营收亦主要由达人直播贡献。赫莲娜/海蓝之谜/SK-II 在 618 全周期抖音达播占比分别为 59.36%/46.88%/50.35%，国际品牌整体占据 TOP10 美妆品牌 70% 份额。

头部国货品牌在抖音构建起具备较高市场影响力的自播私域矩阵壁垒。韩束、珀莱雅、自然堂等国货头部品牌自播营收占比分别达 61.05%、50.09%、59.06%，达播收入占比均在 40% 以下。韩束官方店铺、珀莱雅官方店铺在大促期间几度跻身美妆护肤行业“带货达人榜”TOP10。

聚焦大促抖音爆品，韩束进一步展示硬核产品力。抖音全周期大促商品销额 TOP10 中，韩束 3 款商品链接上榜，其中“红蛮腰礼盒环六肽抗皱紧致套装送妈妈送女友”稳居销售额第一，“韩束亮白棒白蛮腰次抛精华”创下销量第二(100W+)、销额第三的辉煌战绩。韩束整体品牌在抖音也蝉联第一且体量断层领先。

抗衰老产品正构成抖音护肤市场增长极。从热销商品功效上来看，护肤（占比 80%）需求断层领先于彩妆，又以抗皱紧致（功效产品占比 70%）为抖音用户最乐意消费的护肤功效。

表6：韩束 3 款商品链接跻身抖音美妆爆款 TOP10

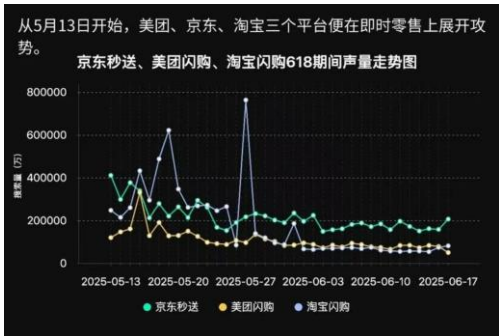
排名	品牌	商品信息	销售额
TOP 01	韩束 (KANS)	【决战 618】韩束红蛮腰礼盒 环六肽 2.0 抗皱紧致套装送妈妈送女友	1 亿 +
TOP 02	后 (THE WHOO)	【广东夫妇专属】后天气丹光耀焕活紧颜系列礼盒套组 A	1 亿 +
TOP 03	韩束 (KANS)	【618 最后一波】韩束亮白棒 白蛮腰次抛精华祛斑美白透亮面部护肤	7500 万 - 1 亿
TOP 04	素说美丽 (SU · SHUO)	素说美丽【618 开战】老粉多重重组胶原蛋白塑颜保湿紧致眼膜 - GQ	7500 万 - 1 亿
TOP 05	EIIO 奕沃	徐璐小鱼海棠同款 eiio 水光面膜 深层补水抗皱紧致保湿修养护肤	7500 万 - 1 亿
TOP 06	原生密码 (NP)	原生密码面膜微分子抗衰精华胶原炮 面膜礼盒装抗皱紧致脸部护肤品	5000 万 - 7500 万
TOP 07	资生堂 (Shiseido)	【瓜瓜专属】资生堂全新第二代 水乳套装保湿补水滋润护肤紧致套组	5000 万 - 7500 万
TOP 08	韩束 (KANS)	【决战 618】韩束红蛮腰环六肽 2.0 抗皱紧致次抛量肤护理礼盒	5000 万 - 7500 万
TOP 09	éLL	【妮你敢推荐 - 拍 1 发 5】éLL 面部素颜警察隔离霜提亮养肤妆前乳	5000 万 - 7500 万
TOP 10	蒂洛薇 (Dirovo)	【妮你敢推荐】蒂洛薇液态云雾 控油水散粉持久定妆粉不脱妆 DB	5000 万 - 7500 万

资料来源：用户说了公众号、开源证券研究所

4.2、即时零售：电商巨头发力即时零售，带来大促消费新变革

头部即时零售平台大促销售战绩亮眼，印证了品牌在新渠道增长可行性。据增长黑盒数据监测，从 5 月 13 日开始，美团、京东、淘宝三个平台便在即时零售上展开攻势。通过内容聚类分析，美团偏重代言人、优惠力度等方面，京东更加注重骑手权益保障、企业形象等话题点，淘宝则聚焦免单引流、用户体验等维度。据星图数据，2025 年 618 大促即时零售（美团闪购、京东秒送、饿了么）销售额达 296 亿元，同比增长 18.7%。即时零售不再局限于日用百货的即时配送，而是将触角延伸至数码、家电、母婴、美妆、服饰等全品类领域。

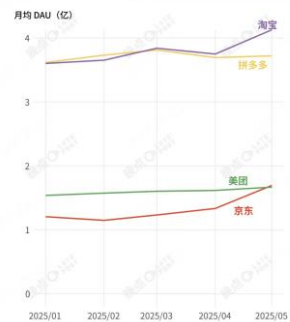
图13: 5月13日开始美团、京东、淘宝开始在即时零售上展开攻势



资料来源：增长黑盒公众号

图14: 618期间淘宝、美团、京东 DAU 走势上升

美团、京东、淘宝、拼多多 2025 年的月均 DAU 走势



资料来源：晚点 LatePost 公众号

头部即时零售平台大促销售战绩亮眼，印证了品牌在新渠道增长可行性。

1、美团（5月27日至6月18日）：2025年618主打“神价”促销，强调更快更便宜。外卖业务推出“天天必膨18元”神券，闪购业务针对数码产品推出15%国补叠加200元神券补贴、酒水品类推出1499元飞天茅台抢购引流。**(1) 成交额创新高：**5.28首日闪购成交额同比增长2倍，闪电仓业务增长近3倍，全周期60余类商品成交额增长超1倍，近850个零售品牌成交额翻倍增长。**(2) 手机、白酒、奶粉、大小家电等20余类高单价的“大件”商品整体成交额增长2倍。(3) 用户端：**美团闪购下单用户数超1亿，人均消费金额增长超40%。**(4) 活跃本地商户：**达近百万家，全国164个城市的1574个本地商圈实现成交额同比增长超1倍。

(2) 京东：外卖百亿补贴持续加码，当前京东外卖生态内已包括12万+骑手和150万+品质餐饮门店，日订单量突破2500万单。外卖与电商主业形成协同，4月外卖带动新注册PLUS会员超40万，PLUS会员的外卖复购率较非会员高出2倍。自营家电清洗、洗衣订单量分别同比增长211%、超10倍。京东七鲜线上订单同比增长超150%，京东七鲜自有品牌商品销售同比增长340%。

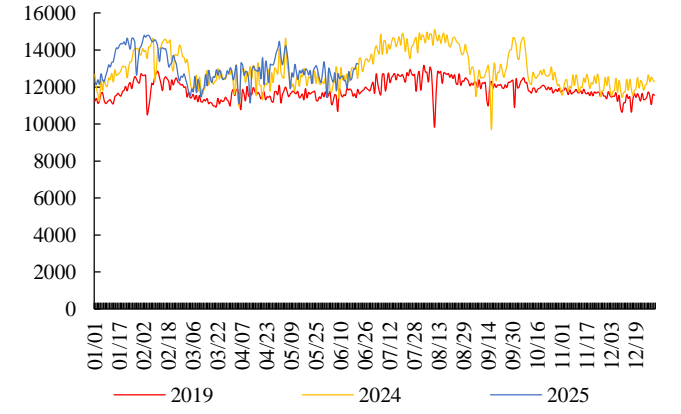
(3) 淘宝：推出“饿补超百亿”，加码奶茶免单活动。同时强化主站协同，数码、服饰快消等品牌加速入驻淘宝闪购，部分品牌日均单量翻倍增长。618期间淘宝闪购日订单量超4000万，其中非茶饮订单占比75%。苹果(Apple)、小米在淘宝闪购的日均订单同比增长均超50%。迪卡侬门店自提日均订单环比增长2.2倍，在淘宝闪购的整体日均订单环比增长2倍。快消品类中屈臣氏、名创优品、全棉时代日均订单均创历史新高。

5、出行数据跟踪

5.1、航空：国内航班/国际航班环比回升

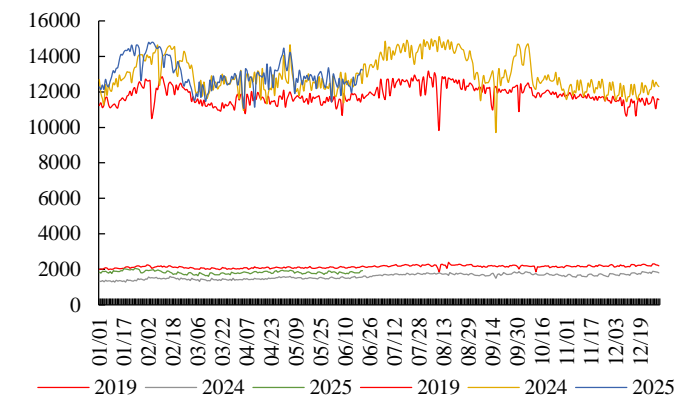
根据航班管家，本周(6.15-6.20)全国日均客运执行航班量15062架次，较2024年同期+3%，环比+3.5%。其中，本周国内客运日均执行航班量12866架次，较2024年同期+1%，环比+3.6%，6月国内航班同比+1%；本周国际客运日均执行航班量1843次，环比+2.3%，恢复至2019年同期87%，6月国际航班恢复至2019年同期86%。

图15: 本周国内客运日均执行航班量同比 2024 年同期 +1% (单位: 架次)



数据来源: 航班管家、开源证券研究所

图16: 本周国际客运日均执行航班量恢复至 2019 年同期 87% (单位: 架次)

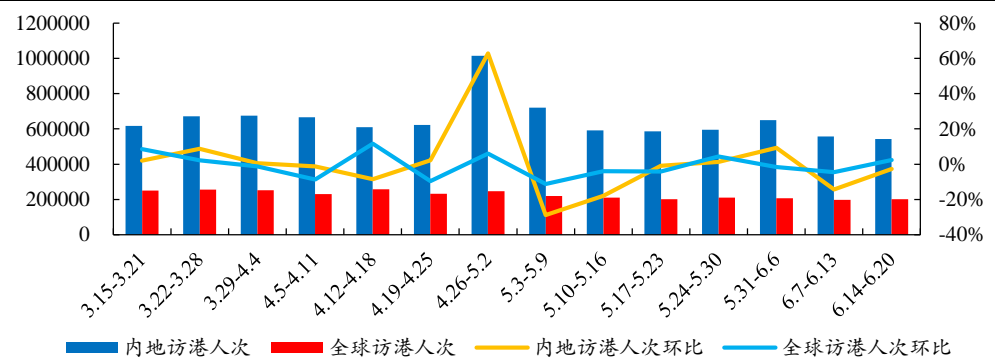


数据来源: 航班管家、开源证券研究所

5.2、访港数据追踪: 内地访港环比下降, 全球访港环比上升

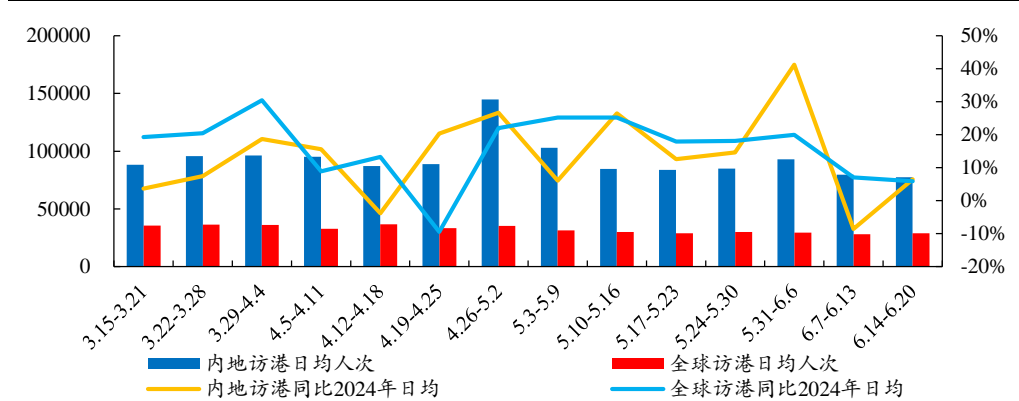
本周 (6.14-6.20) 内地访客总入境人次达 54.21 万人, 环比-2.8%; 全球访客总入境人次 (除内地外) 20.23 万人, 环比+2.3%。内地访客日均人数较 2024 年日均 +6.5%, 全球访客日均人数 (除内地外) 较 2024 年日均 +5.9%。内地访港整周单日峰值 8.62 万人次, 全球访客整周单日峰值 (除内地外) 达 3.31 万人次。

图17: 近一周内地/全球访港人数环比-2.8%/+2.3% (单位: 人次)



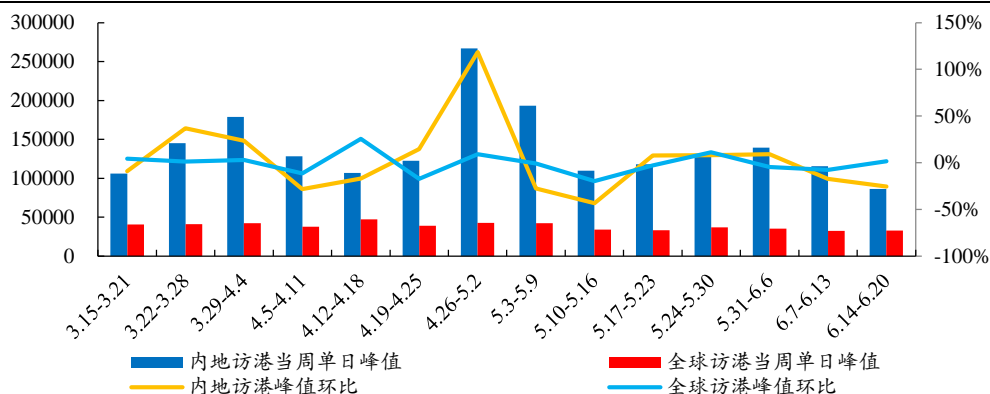
数据来源: 中国香港特别行政区政府入境事务处、开源证券研究所

图18: 近一周内地/全球访港人数较 2024 年日均+6.5%/+5.9% (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19：近一周内地/全球访港人数单日峰值环比-25.4%/+1.5%（单位：人次）



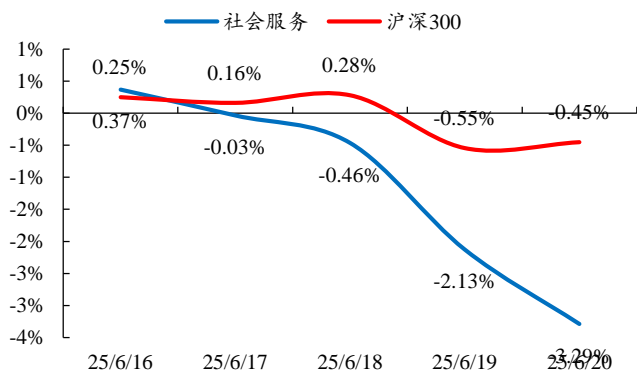
数据来源：中国香港特别行政区政府入境事务处、开源证券研究所

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输大盘

6.1、A 股行业跟踪：本周社服板块波动下行

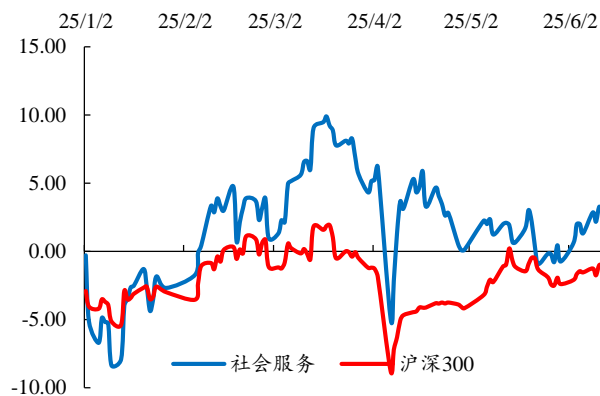
本周（6.16-6.20）社会服务指数-3.29%，跑输沪深 300 指数 2.83pct，在 31 个一级行业中排名第 27；2025 年初至今社会服务行业指数-2.02%，强于沪深 300 指数的 -2.24%，在 31 个一级行业中排名第 21。

图20：本周（6.16-6.20）社服板块跑输沪深 300（%）



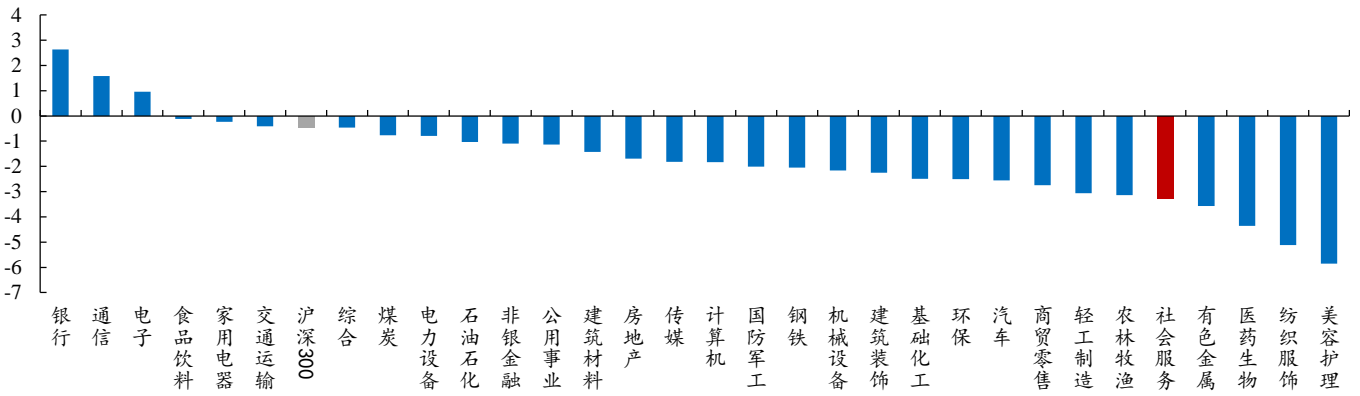
数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：2025 年初至今社服板块走势强于沪深 300（%）



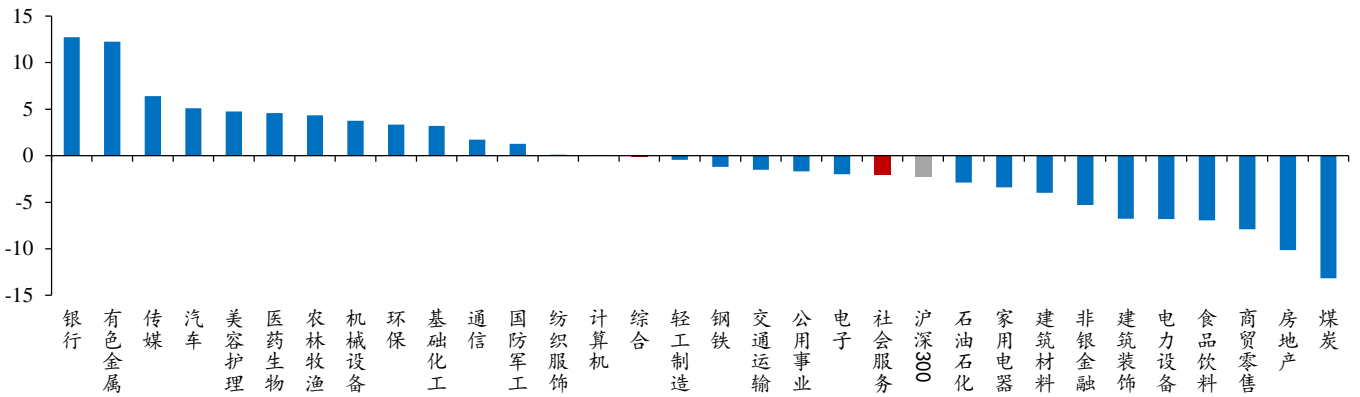
数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：本周（6.16-6.20）社会服务板块在一级行业排名第 27（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：2025年初至今社会服务板块在一级行业排名第 21（%）

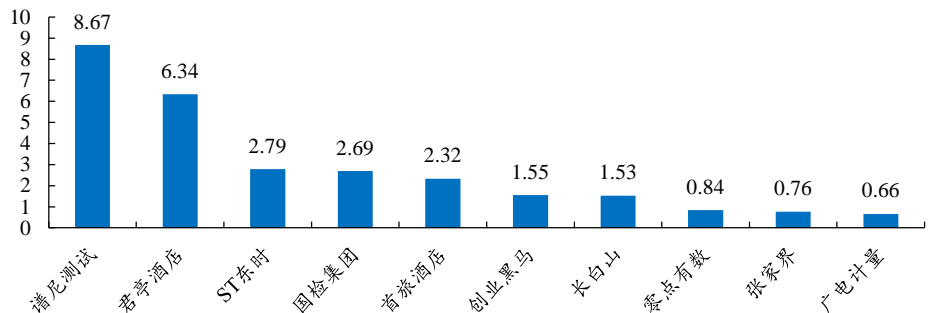


数据来源：Wind、开源证券研究所

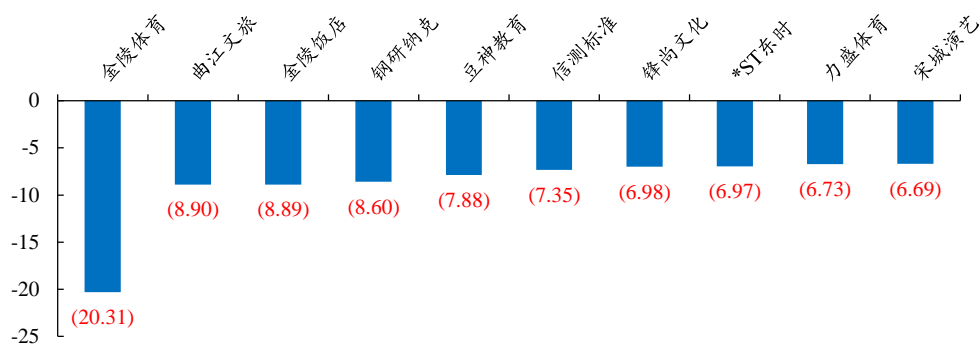
6.2、A股社服标的表现：本周（6.16-6.20）检测、旅游类上涨排名靠前

本周（6.16-6.20）A股涨幅前十名以检测、旅游类为主，涨幅前三名分别为谱尼测试、君亭酒店、ST东时，涨幅后三名分别为金陵体育、曲江文旅、金陵饭店。净流入额前三名分别为君亭酒店、创业黑马、首旅酒店，净流入额后三名为金陵体育、中公教育、宋城演艺。

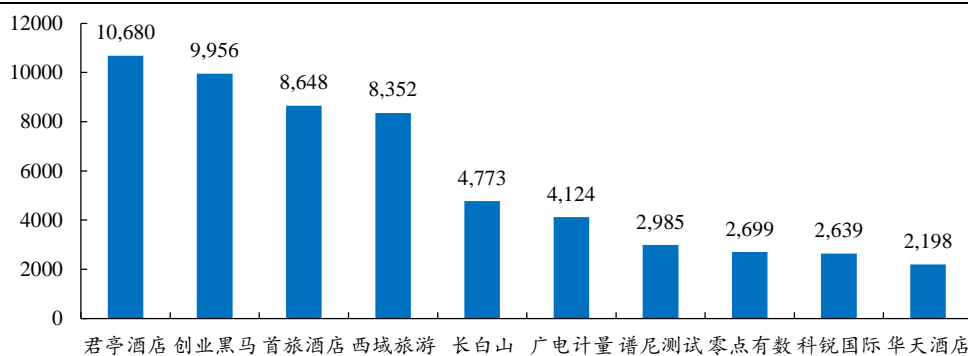
图24：本周（6.16-6.20）谱尼测试、君亭酒店、ST东时领涨（%）



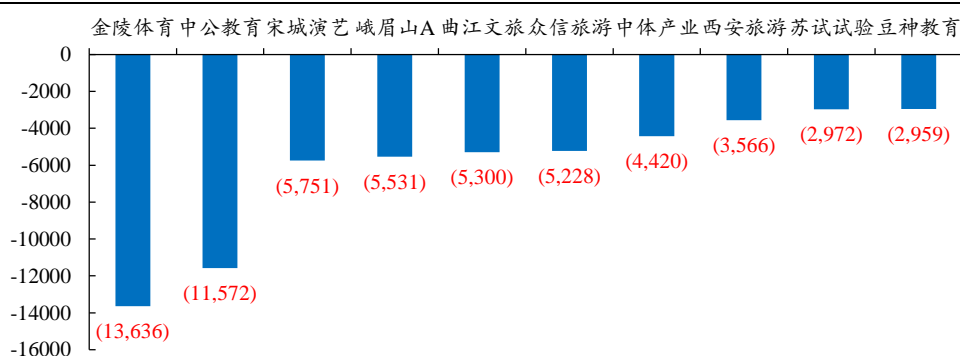
数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：本周（6.16-6.20）金陵体育、曲江文旅、金陵饭店涨幅排名后三位（%）


数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：本周（6.16-6.20）君亭酒店、创业黑马、首旅酒店净流入额较大（万元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

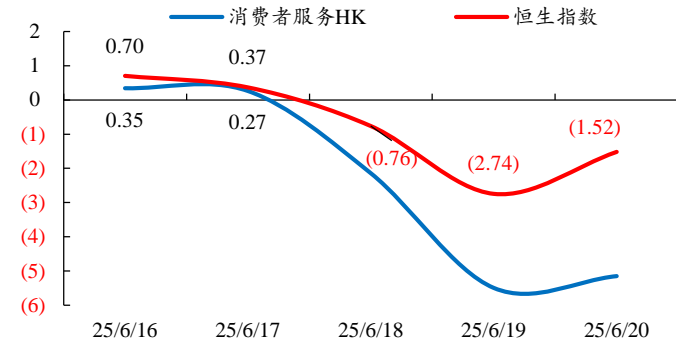
图27：本周（6.16-6.20）金陵体育、中公教育、宋城演艺净流出额较大（万元）


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下行

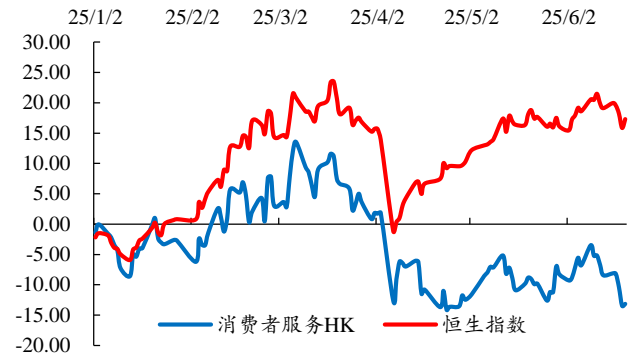
本周（6.16-6.20）港股消费者服务指数-5.15%，跑输恒生指数 3.63pct，在 30 个一级行业中排名第 26；2025 年初至今消费者服务行业指数-13.15%，弱于恒生指数的+17.3%，在 30 个一级行业中排名第 29。

图28: 本周(6.16-6.20)消费者服务板块跑输恒生指数(%)



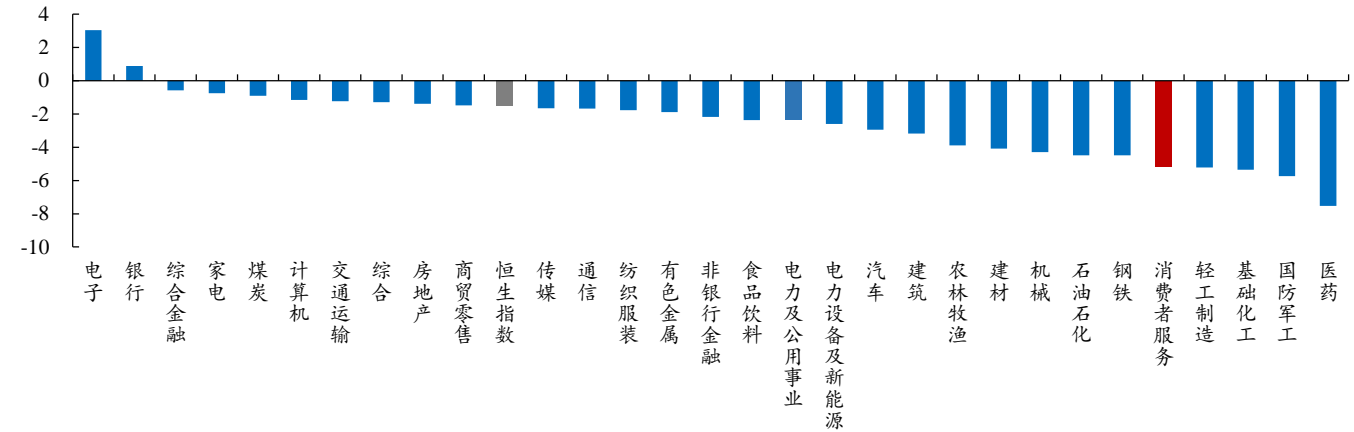
数据来源: Wind、开源证券研究所

图29: 2025年初至今消费者服务板块走势弱于恒生指数(%)



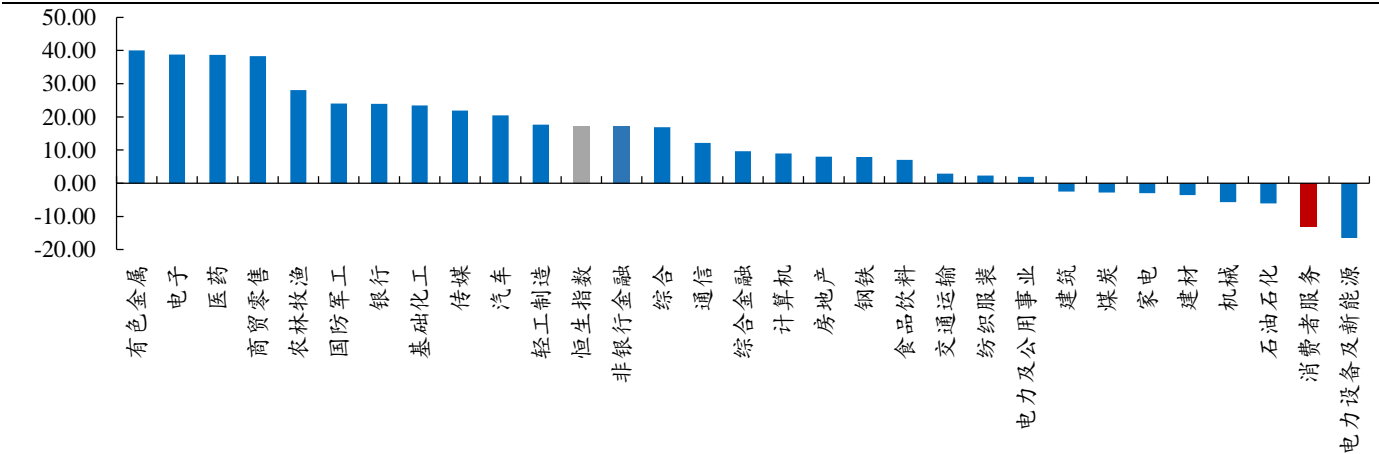
数据来源: Wind、开源证券研究所

图30: 本周(6.16-6.20)港股消费者服务板块在一级行业排名第26(%)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图31: 2025年初至今港股消费者服务板块在一级行业排名第29(%)



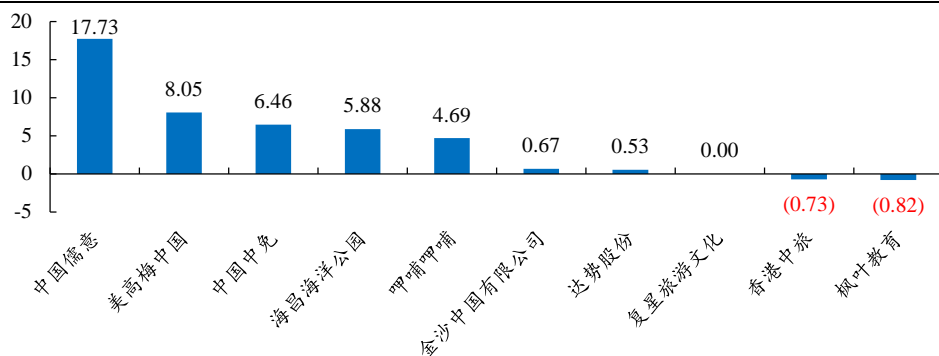
数据来源: Wind、开源证券研究所

6.4、港股消费者服务标的表现: 本周(6.16-6.20)旅游、餐饮类上涨排

名靠前

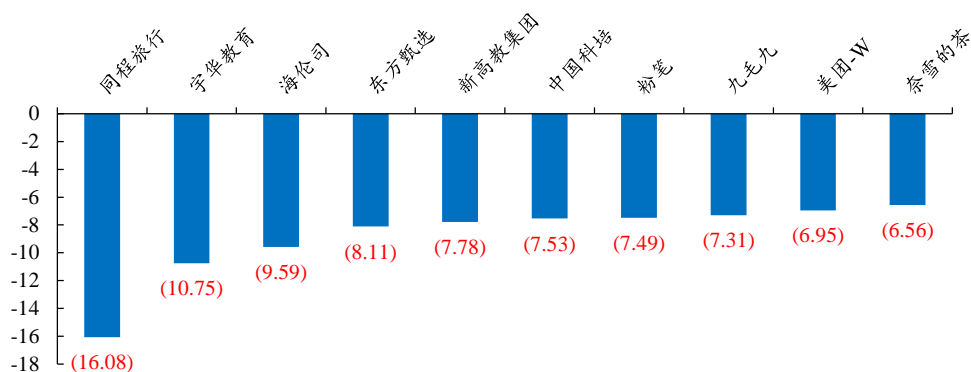
本周（6.16-6.20）港股旅游、餐饮类涨幅靠前，涨幅前三名分别为中国儒意、美高梅中国、中国中免，跌幅前三名分别为同程旅行、宇华教育、海伦司。

图32：本周（6.16-6.20）中国儒意、美高梅中国、中国中免领涨（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图33：本周（6.16-6.20）同程旅行、宇华教育、海伦司跌幅较大（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

表7：盈利预测与估值

代码	公司名称	2025/6/20			EPS			PE			评级
		收盘价	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E			
1318.HK	毛戈平	99.85	2.40	3.10	4.00	41.60	32.21	24.96	买入		
2367.HK	巨子生物	51.25	2.5072	3.0745	3.7008	20.44	16.67	13.85	买入		
2145.HK	上美股份	67.40	2.53	3.16	3.85	26.67	21.33	17.51	买入		
2097.HK	蜜雪集团	514.00	13.78	16.01	18.69	37.29	32.11	27.50	未评级		
1364.HK	古茗	23.20	0.80	0.94	1.12	29.11	24.58	20.69	未评级		
0325.HK	布鲁可	139.10	3.90	5.75	8.02	35.64	24.19	17.35	买入		
300896.SZ	爱美客	171.47	7.31	8.25	9.09	23.46	20.79	18.85	买入		
832982.BJ	锦波生物	337.51	8.29	10.47	12.71	40.71	32.24	26.55	买入		
601888.SH	中国中免	60.18	2.31	2.62	2.96	26.08	22.96	20.34	未评级		
0780.HK	同程旅行	19.68	1.14	1.36	1.60	17.29	14.44	11.23	未评级		
603099.SH	长白山	35.69	0.70	0.82	0.99	50.70	43.39	35.96	买入		
300795.SZ	米奥会展	13.75	1.15	1.44	1.74	12.00	9.56	7.91	买入		

001308.SZ	康冠科技	21.39	1.56	1.95	2.35	13.73	10.99	9.08	买入
300856.SZ	科思股份	14.68	1.21	1.55	1.88	12.17	9.49	7.83	买入
603277.SH	银都股份	15.53	1.43	1.59	1.71	10.82	9.78	9.07	买入
688363.SH	华熙生物	50.94	0.91	1.21	1.54	55.93	42.26	33.09	买入
300740.SZ	水羊股份	15.75	0.68	0.82	1.02	23.27	19.24	15.38	买入
300192.SZ	科德教育	13.79	0.50	0.56	0.62	27.42	24.64	22.20	买入
000526.SZ	学大教育	45.78	2.08	2.63	3.16	21.98	17.39	14.47	未评级
603081.SH	大丰实业	10.19	0.29	0.44	0.59	35.63	23.38	17.30	买入
300662.SZ	科锐国际	25.94	1.42	1.72	2.07	18.31	15.09	12.52	未评级
600861.SH	北京人力	19.39	1.85	1.82	2.03	10.47	10.64	9.57	未评级
600662.SH	外服控股	4.90	0.30	0.32	0.33	16.43	15.14	14.74	未评级
603059.SH	倍加洁	24.00	1.47	1.91		16.27	12.58		买入
9961.HK	携程集团-S	446.40	24.12	27.43	31.29	18.51	16.28	14.27	未评级
300492.SZ	华图山鼎	63.20	1.62	2.09	2.65	39.04	30.28	23.84	未评级
0839.HK	中教控股	2.56	0.69	0.73	0.81	3.70	3.49	3.14	未评级
1773.HK	天立国际控股	4.05	0.36	0.46	0.58	11.37	8.71	7.00	未评级
002659.SZ	凯文教育	4.74	0.05	0.10	0.13	97.93	48.42	35.27	未评级
301011.SZ	华立科技	27.65	0.73	0.88	0.94	37.94	31.40	29.53	未评级
301110.SZ	青木科技	53.60	1.34	1.76		40.07	30.40		未评级
300859.SZ	西域旅游	38.10	0.67	0.82	1.02	57.02	46.19	37.51	未评级
9699.HK	顺丰同城	17.86	0.28	0.47	0.69	64.55	38.03	25.75	未评级
3690.HK	美团	128.60	8.13	10.25	12.51	15.82	12.55	10.28	未评级
EDU.N	新东方	46.61	2.75	3.41	4.04	15.48	12.48	10.54	未评级
TAL.N	好未来	10.34	0.30	0.47	0.62	31.32	19.97	15.26	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6月20日港币兑人民币收盘价0.91333；美股上市公司收盘价和EPS计价货币为美元，2025年6月20日美元兑人民币收盘价7.1695）

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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

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

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

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