

社会服务

锅圈开启“四店齐发”布局，茶饮龙头强者恒强

2026年01月25日

——行业周报

投资评级：看好（维持）

初敏（分析师）

程婧雅（分析师）

李睿娴（分析师）

chumin@kysec.cn

chengjingya@kysec.cn

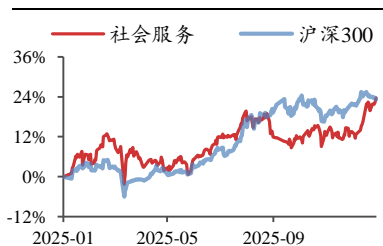
liruixian@kysec.cn

证书编号：S0790522080008

证书编号：S0790525070010

证书编号：S0790525020004

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《赤子城科技 Dramabite 成短剧黑马，关注 AKK 菌布局企业——行业周报》-2026.1.18

《节后离岛免税销售延续景气，表演机器人预计2026年租赁市场超百亿元——行业周报》-2026.1.11

《元旦海南旅游消费活力释放，美团拟内设千万风投转型 AI Agent——行业周报》-2026.1.4

● 潮玩/免税：12月潮玩线下店效稳增，进境免税店新政扩容

潮玩：根据久谦，截至2025年12月，国内线下潮玩类目门店数量达到9689家/环比净开184家。2025年12月潮玩品牌线下平均店效同比+13%，线下店效稳健增长；重点品牌中，12月泡泡玛特/TOPTOY店效同比+47%/-1%，头部品牌表现突出。**免税：**口岸进境免税新政一次性新设41家二三线城市机场及水路口岸进境免税店，旨在配合出入境开放政策，进一步发挥免税店支持提振消费作用。新政明确可参与招标持牌主体包括中免、深免、珠免、中出服、港中旅、王府井，预计全国化布局行业龙头及重点枢纽区域经营商有望受益。

● 餐饮：茶饮强者恒强、幸运咖加速，锅圈烤鱼爆品断货、2026开启“四店齐发”

餐饮：2025年餐饮行业呈现分化增长态势，茶咖赛道中，茶饮供给收缩而咖啡加速扩张，1-12月瑞幸净增门店7922家、幸运咖净增4926家，店效均保持正向增长；中餐品牌持续扩张，小菜园、绿茶、老乡鸡门店数分别达784、570、1679家，外卖成为重要增量，海底捞外卖销售额同比激增134.5%。**锅圈：**凭借“社区央厨”系统持续兑现爆品能力，2026年开年“重庆万州烤鱼锅”套餐热销断货，相关抖音话题曝光超6336.8万次。其核心逻辑是“美食平权”战略下的“三重自由”：供应链优势实现价格自由，超万家门店构建场景自由，6000万会员数据支撑口味自由。2026年锅圈启动“四店齐发”布局，覆盖社区、乡镇、露营、小炒场景，进一步深化家庭餐饮解决方案，迈步下一个万店目标。

● 美丽：半亩花田为“以花护肤”领导品牌，花物堂成就个护细分赛道龙头

美丽：半亩花田向港交所递交招股书。2010年公司成立半亩花田品牌，确立了“以花护肤”品牌理念，早期推出“身体乳”和“身体磨砂膏”等身体护理产品。近年公司产品线延展至头发洗护、面部洗护等领域。目前身体护理和发部护理为核心收入增长驱动，以2024年零售额计，半亩花田是身体乳、身体磨砂膏、洁面慕斯的国货第一品牌。以2024年线上渠道零售额计，半亩花田位列中国第四大身体护理品牌，是前五大品牌中唯一的国货品牌。2025Q1-Q3身体护理/发部护理/面部洗护/其他收入分别实现收入7.9/4.8/4.6/1.6亿元，yoy+60.7%/+496.1%/+3.5%/+206.9%，占比41.8%/25.5%/24.4%/8.4%。

● 本周行情：港股零售/消费者服务板块跑赢恒生指数，传媒跑输恒生指数

本周（1.19-1.23）港股消费者服务/传媒/商贸零售指数0.28%/-2.29%/+2.3%，较恒生指数涨跌幅+0.64/-1.94/+2.65pct，在30个一级行业中排名第22/27/11；本周潮玩、黄金类上涨排名靠前。

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：**蜜雪集团、古茗、小菜园、锅圈；（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、四环医药；（4）**新消费：**美团、赤子城科技；（5）**即时零售：**美团-W、顺丰同城；（6）**旅游：**长白山、同程旅行、携程集团-S、大麦娱乐；（7）**教育：**中国东方教育。

● **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。

内容目录

1、潮玩：12月潮玩门店净开店，品牌店效表现分化.....	4
2、免税：进境免税店扩容，吸引高端消费回流.....	5
3、餐饮：茶饮强者恒强、幸运咖加速，中西餐延续分化.....	5
3.1、茶咖：茶饮行业供给收缩集中度提升，咖啡进入加速发展期.....	5
3.2、中西餐：中餐品牌同店稳步回升，海底捞重视外卖增量.....	7
4、锅圈：“烤鱼自由”断货爆品逻辑再验证，四店齐发定义社区央厨新生态.....	10
5、花物堂：“以花护肤”领导品牌，成就个护细分赛道龙头.....	11
6、行业行情回顾：港股零售/消费者服务板块跑赢恒生指数，传媒跑输恒生指数.....	15
6.1、港股行业跟踪：本周消费者服务/商贸零售板块上涨，传媒板块下跌.....	15
6.2、港股消费标的表现：本周（1.19-1.23）潮玩、黄金类上涨排名靠前.....	16
7、风险提示.....	18

图表目录

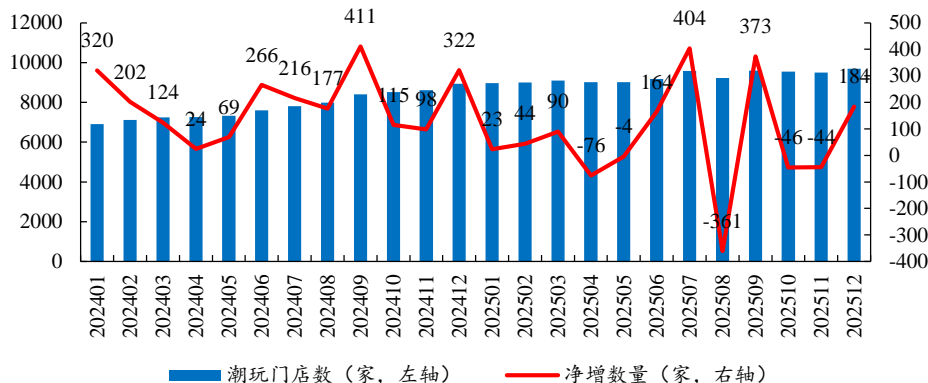
图 1：2025 年 12 月潮玩线下门店数量 9689 家/环比净开 184 家.....	4
图 2：2025 年 12 月潮玩线下门店平均店效同比+13%.....	4
图 3：截至 2025 年 12 月共有 50.9 万家门店，12 月净减少 0.39 万家.....	6
图 4：2025 年 12 月茶饮行业平均月店效为 20.9 万元，同比增长 2.0%.....	6
图 5：截至 2025 年 12 月共有 20.7 万家门店，12 月净增 0.25 万家.....	6
图 6：2025 年 12 月咖啡行业平均月店效为 28.6 万元，同比增长 2.4%.....	6
图 7：2025 年 1-12 月蜜雪冰城净增门店 7771 家，古茗净增 3485 家，瑞幸净增 7922 家，幸运咖净增 4926 家.....	7
图 8：2025 年 12 月蜜雪冰城店效同比增长 27.8%，古茗同比增长 19.8%，幸运咖同比增长 42.4%.....	7
图 9：2025 年 12 月，小菜园、绿茶、老乡鸡等中式正餐品牌保持扩张态势，门店数分别达到 784、570、1679 家.....	8
图 10：2025 年 12 月，小菜园、绿茶、海底捞单店月均同店店效分别同比-12.1%、+7.2%、-6.9%.....	9
图 11：2025 年 12 月，绿茶、肯德基、达美乐美团外卖销售额保持双位数同比增长，海底捞同比+134.5%.....	10
图 12：锅圈烤鱼销售断货.....	11
图 13：2024 年锅圈推出毛肚自由、2025 年推出龙虾自由.....	11
图 14：半亩花田涵盖身体护理、头发护理、面部护理等多品类.....	12
图 15：中国皮肤及个人护理行业市场规模稳健增长（单位：十亿元）.....	12
图 16：半亩花田身体护理类目增速在前十大品牌中位居国货前列.....	12
图 17：半亩花田在身体磨砂膏和洁面慕斯类目中份额均为国货第一.....	13
图 18：近年公司收入加速增长.....	13
图 19：近年公司经调净利润高增（单位：百万元）.....	13
图 20：公司 2025Q1-Q3 发部洗护类目实现将近 5 倍增长（单位：百万元）.....	13
图 21：2025Q1-Q3 公司发部洗护在整体收入中占比提升较多.....	13
图 22：身体洗护规模最大，毛利率也是所有品类中最高.....	14
图 23：公司盈利能力稳步向上.....	14
图 24：公司线上渠道和线下渠道齐发力（单位：百万元）.....	14
图 25：公司销售费用率持续走高.....	14
图 26：本周（1.19-1.23）港股商贸零售/消费者服务跑赢恒生指数，传媒板块跑输恒生指数（%）.....	15
图 27：2026 年初至今商贸零售板块走势强于恒生指数（%）.....	15
图 28：本周（1.19-1.23）港股建材、钢铁、基础化工板块表现强劲（%）.....	15
图 29：2026 年初至今港股商贸零售/有色金属/计算机板块涨幅靠前（%）.....	16

图 30: 本周 (1.19-1.23) 泡泡玛特、老铺黄金、六福集团领涨 (%)	16
图 31: 本周 (1.19-1.23) 汇量科技、EDA 集团控股、友宝在线跌幅较大 (%)	16
表 1: 2025 年 12 月泡泡玛特/TOPTOY 店效同比+47%/-1%.....	4
表 2: 盈利预测与估值	17

1、潮玩：12月潮玩门店净开店，品牌店效表现分化

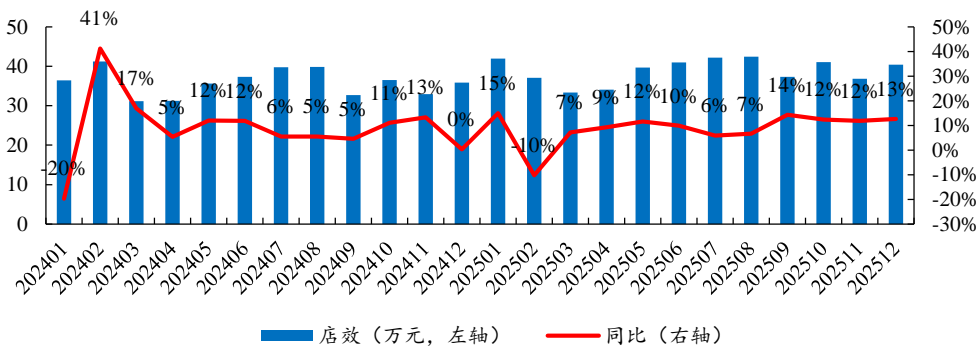
2025年12月国内潮玩门店环比增加，线下店效稳健增长。根据久谦，截至2025年12月，国内线下潮玩类目门店数量达到9689家/环比净开184家。久谦样本数据显示，2025年12月潮玩品牌线下平均店效同比+13%。重点品牌中，12月泡泡玛特/TOPTOY店效同比+47%/-1%，2025全年泡泡玛特/TOPTOY平均店效同比+51%/+10%，头部品牌表现突出。

图1：2025年12月潮玩线下门店数量9689家/环比净开184家



数据来源：久谦中台、开源证券研究所

图2：2025年12月潮玩线下门店平均店效同比+13%



数据来源：久谦中台、开源证券研究所

表1：2025年12月泡泡玛特/TOPTOY店效同比+47%/-1%

品牌	2025Q1		2025Q2		2025Q3		2025M10		2025M11		2025M12	
	店效	YOY	店效	YOY	店效	YOY	店效	YOY	店效	YOY	店效	YOY
泡泡玛特	75.6	24%	100.9	61%	113.1	60%	118.1	67%	103.1	54%	116.9	47%
潮玩社	13.2	6%	16.8	24%	17.2	17%	20.9	55%	17.9	49%	16.9	25%
泡泡玛特机器人	3.1	-5%	3.8	44%	3.7	35%	3.9	38%	3.6	22%	3.7	25%
卡游	11.6	-55%	11.7	-65%	11.2	-43%	11.6	-29%	10.5	-2%	10.7	9%
九木杂物社	23.7	-3%	23.2	1%	24.0	-2%	23.1	-1%	21.1	-1%	23.2	0%
Toptoy	54.8	8%	56.2	24%	59.4	2%	58.7	1%	49.4	11%	55.9	-1%

品牌	2025Q1		2025Q2		2025Q3		2025M10		2025M11		2025M12	
X11	43.8	-23%	44.9	-9%	44.3	-6%	44.8	0%	35.4	11%	37.9	-4%
3d-jp	9.0	-21%	7.6	-24%	9.7	-12%	9.5	1%	9.1	17%	9.0	-7%
乐高	60.4	-1%	50.7	-2%	55.1	-5%	51.5	-11%	47.4	-8%	51.8	-10%
酷乐潮玩	33.3	1%	28.4	-13%	28.1	-14%	27.8	-14%	26.3	-11%	27.9	-13%
万代	20.9	208%	9.1	-28%	8.6	8%	6.8	-8%	10.3	-75%	8.2	-15%
IP 小站	5.5	-9%	5.3	32%	5.4	43%	4.9	44%	3.7	15%	4.4	-29%

数据来源：久谦数据中台，开源证券研究所（单位：万元）

2、免税：进境免税店扩容，吸引高端消费回流

事件：2025 年 1 月 21 日财政部等五部门印发《关于口岸进境免税店有关事宜的通知》设立调整一批口岸进境免税店。

新政优化包含两个方向：（1）**进境免税店覆盖面扩容**，其中一次性新设 41 家二三线城市机场及水路口岸进境免税店，同时海口美兰国际机场、蛇口邮轮中心等 11 个口岸设立的口岸进境免税店延续运营，仅对 3 个客运功能变化的口岸（如青岛流亭国际机场）停止设立，入境免税服务从全国核心枢纽向重点区域口岸延伸。

（2）**横琴免税额度与港澳同步**。横琴口岸进境免税店设立后，允许自中国澳门进境居民旅客在该口岸进境免税店购买一定数量（15000 元以内）的免税商品，“港澳航线 15000 元优惠”平移到横琴通道。

新政旨在配合出入境开放政策，进一步发挥免税店支持提振消费作用。新政明确可参与招标持牌主体包括中免、深免、珠免、中出服、港中旅、王府井，预计全国化布局行业龙头及重点枢纽区域经营商有望受益。

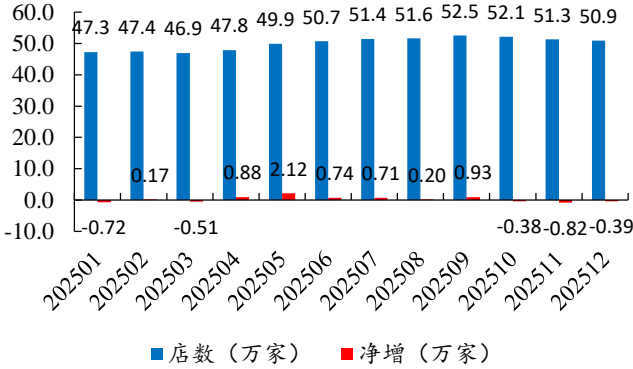
3、餐饮：茶饮强者恒强、幸运咖加速，中西餐延续分化

3.1、茶咖：茶饮行业供给收缩集中度提升，咖啡进入加速发展期

2025 年 12 月茶饮行业门店受淡季影响供给持续收缩，咖啡行业持续加速。

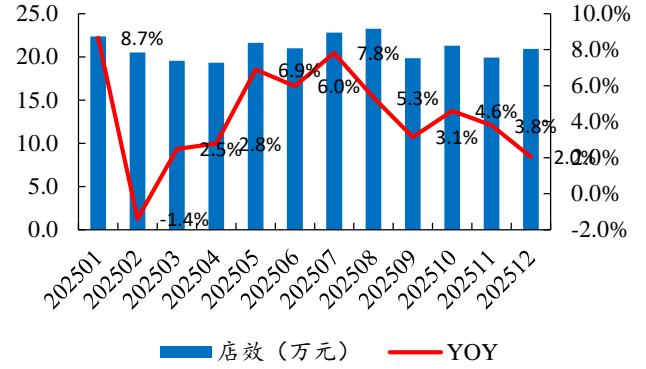
- （1）**茶饮**：根据久谦数据，截至 2025 年 12 月全国共有 50.9 万家门店，12 月净减少 0.39 万家。2025 年 12 月茶饮行业平均月店效为 20.9 万元，同比增长 2.0%（样本店数据）。
- （2）**咖啡**：根据久谦数据，截至 2025 年 12 月共有 20.7 万家门店，12 月净增 0.25 万家。2025 年 12 月咖啡行业平均月店效为 28.6 万元，同比增长 2.4%（样本店数据）。

图3: 截至 2025 年 12 月共有 50.9 万家门店, 12 月净减少 0.39 万家



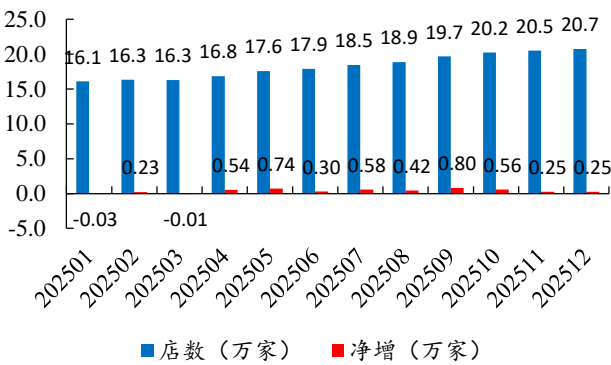
数据来源: 久谦数据、开源证券研究所

图4: 2025 年 12 月茶饮行业平均月店效为 20.9 万元, 同比增长 2.0%



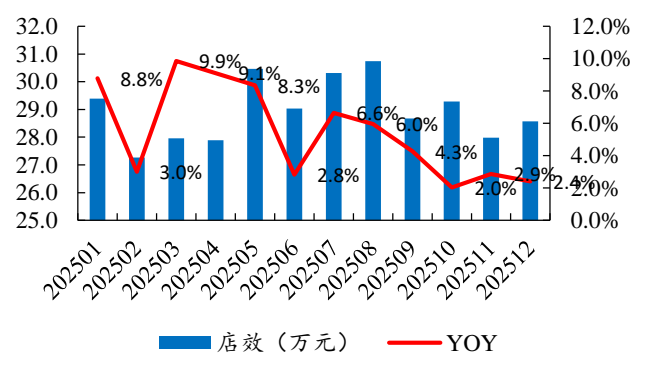
数据来源: 久谦数据、开源证券研究所

图5: 截至 2025 年 12 月共有 20.7 万家门店, 12 月净增 0.25 万家



数据来源: 久谦数据、开源证券研究所

图6: 2025 年 12 月咖啡行业平均月店效为 28.6 万元, 同比增长 2.4%



数据来源: 久谦数据、开源证券研究所

店数方面, 12 月蜜雪冰城重新放开加盟, 古茗、沪上阿姨开店数量较多, 本土咖啡品牌开店速度快于茶饮。店效方面, 蜜雪、古茗、喜茶、沪上阿姨增速领先, 幸运咖表现亮眼。

- (1) **店数:** 根据久谦数据, 截至 2025 年 12 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 41395、13335、7783、10155、7028 家, 头部咖啡品牌幸运咖、库迪、瑞幸分别拥有门店数量 8251、16217、30053 家。1-12 月蜜雪冰城净增门店 7771 家, 古茗净增 3485 家, 瑞幸净增 7922 家, 幸运咖净增 4926 家。新锐茶饮品牌茉莉奶白、爷爷不泡茶开店增速明显放缓, 12 月蜜雪冰城重新放开加盟, 净增 867 家。
- (2) **店效:** 外卖补贴逐步退坡, 但头部品牌蜜雪冰城、古茗 12 月店效增速却持续上行, 中腰部的喜茶和沪上阿姨表现较好。咖啡品牌中, 幸运咖表现格外亮眼。根据久谦数据, 2025 年 12 月蜜雪冰城店效同比增长 27.8%, 古茗同比增长 19.8%, 幸运咖同比增长 42.4%。

图7：2025年1-12月蜜雪冰城净增门店7771家，古茗净增3485家，瑞幸净增7922家，幸运咖净增4926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
202412	33624	5179	9850	7905	8495	4390	1806	6188	1011	1318	3325	9297	22131	6781	815
202501	33387	5217	9901	7598	8545	4381	1776	6410	1146	1529	3047	9846	21063	6819	815
202502	34674	5171	9842	7692	8469	4337	1748	6418	1150	1559	3312	9903	22159	6820	817
202503	35706	5019	9859	7509	8423	4300	1697	6428	1129	1607	3571	9731	23137	6906	818
202504	38367	5105	10203	7630	8533	4280	1668	6603	1297	1791	3846	10165	24083	6962	820
202505	38793	5281	10596	7697	8646	4267	1659	6717	1442	1917	4175	10918	24760	6987	825
202506	40076	5395	11080	7585	8590	4186	1617	6772	1515	2011	4406	12232	25266	6997	825
202507	41253	5450	11444	7513	8712	4109	1615	6855	1615	2104	4497	13421	25107	7006	826
202508	41253	5532	11824	7516	8829	4035	1597	6856	1743	2181	4907	14427	25836	7020	828
202509	41120	5597	12413	7697	9266	3937	1583	6921	1870	2287	6019	15528	27948	7103	833
202510	41187	5649	12863	7816	9601	3893	1595	6999	2020	2415	6726	16346	28957	7173	836
202511	40528	5501	13117	7748	9950	3827	1591	7001	2067	2469	7792	16214	29595	7179	835
202512	41395	5462	13335	7783	10155	3796	1598	7028	2135	2542	8251	16217	30053	7187	837

	净增门店数量 (单位: 家)										净增门店数量 (单位: 家)				
	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	-237	38	51	-307	50	-9	-30	222	135	211	-278	549	-1068	38	0
202502	1287	-46	-59	94	-76	-44	-28	8	4	30	265	57	1096	1	2
202503	1032	-152	17	-183	-46	-37	-51	10	-21	48	259	-172	978	86	1
202504	2661	86	344	121	110	-20	-29	175	168	184	275	434	946	56	2
202505	426	176	393	67	113	-13	-9	114	145	126	329	753	677	25	5
202506	1283	114	484	-112	-56	-81	-42	55	73	94	231	1314	506	10	0
202507	1177	55	364	-72	122	-77	-2	83	100	93	91	1189	-249	9	1
202508	0	82	380	3	117	-74	-18	1	128	77	410	1006	819	14	2
202509	-133	65	589	181	437	-98	-14	65	127	106	1112	1101	2112	83	5
202510	67	52	450	119	335	-44	12	78	150	128	707	818	1009	70	3
202511	-659	-148	254	-68	349	-66	-4	2	47	54	1066	-132	638	6	-1
202512	867	-39	218	35	205	-31	7	27	68	73	459	3	458	8	2
2025年1-12月合计	7771	283	3485	-122	1660	-594	-208	840	1124	1224	4926	6920	7922	406	22

数据来源：久谦数据、开源证券研究所

图8：2025年12月蜜雪冰城店效同比增长27.8%，古茗同比增长19.8%，幸运咖同比增长42.4%

	单个门店月均店效 (单位: 万元)										单个门店月均店效 (单位: 万元)				
	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	14.5	5.4	19.3	15.9	15.8	32.2	35.9	39.9	21.4	16.1	8.3	12.7	24.0	39.8	46.6
202502	13.9	6.1	18.0	14.8	14.9	28.5	33.0	36.0	21.1	14.6	8.0	11.4	23.0	36.0	43.9
202503	12.4	4.6	16.2	13.6	13.2	29.6	31.7	34.5	20.5	12.9	7.6	12.3	24.0	36.4	45.4
202504	13.4	3.7	17.2	13.5	13.5	28.7	33.9	34.3	19.2	12.4	6.1	12.7	24.2	36.0	45.3
202505	15.9	5.0	20.9	15.3	15.8	29.9	40.6	37.6	22.9	14.3	7.5	15.3	26.1	39.1	48.6
202506	17.2	5.2	19.3	15.2	15.7	30.0	36.4	35.7	22.2	14.8	8.0	14.2	26.3	37.1	46.2
202507	18.9	6.4	20.6	17.4	17.3	31.6	39.0	37.2	25.5	17.1	10.4	15.4	27.0	38.5	50.2
202508	19.1	6.3	22.0	16.9	17.1	36.4	39.3	38.2	24.5	17.1	9.6	14.8	27.5	39.9	49.9
202509	16.4	5.0	19.8	13.5	13.6	32.5	33.2	32.4	20.6	13.6	8.4	13.3	24.8	37.6	47.4
202510	15.7	7.0	21.4	14.9	14.7	34.5	35.3	35.9	22.6	14.2	9.5	13.6	25.2	37.1	51.5
202511	13.6	6.3	19.0	13.8	13.5	33.2	33.7	33.6	21.9	13.3	8.7	12.8	23.4	36.2	47.0
202512	14.3	7.1	20.1	14.7	14.1	35.8	35.6	34.6	22.8	14.8	9.5	13.2	22.9	37.3	50.4
2025年1-12月	185.2	68.2	233.9	179.4	179.3	383.0	427.4	429.9	265.1	175.3	101.8	161.8	298.3	451.0	572.4

	单个门店月均店效同比增长数据										单个门店月均店效同比增长数据				
	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	21.5%	-16.2%	12.8%	5.8%	12.9%	-9.5%	-1.1%	-15.9%	-12.2%	10.8%	17.1%	32.9%	6.1%	8.4%	-11.4%
202502	1.7%	-29.2%	0.5%	-2.9%	0.8%	-15.2%	-3.8%	-24.7%	0.0%	-9.0%	7.7%	19.4%	8.7%	-2.4%	-12.7%
202503	-0.1%	-28.4%	18.2%	9.9%	10.6%	-8.9%	0.4%	-23.0%	-13.2%	-5.0%	6.6%	32.2%	13.8%	5.7%	-2.6%
202504	7.7%	-41.9%	28.7%	11.0%	20.2%	-4.5%	10.4%	-21.6%	-16.2%	-8.1%	-22.8%	36.0%	12.1%	6.8%	-2.4%
202505	27.7%	-19.7%	30.9%	12.0%	19.5%	-4.9%	16.1%	-18.1%	-0.4%	5.3%	-7.0%	45.5%	11.9%	3.7%	0.1%
202506	26.5%	-4.2%	22.7%	5.1%	19.5%	3.6%	14.1%	-18.9%	-0.1%	15.8%	-9.2%	29.6%	10.3%	-0.3%	-0.6%
202507	25.3%	27.8%	19.1%	11.4%	23.8%	4.7%	17.2%	-18.5%	15.1%	11.6%	3.2%	33.2%	10.1%	2.9%	6.9%
202508	21.9%	-1.5%	23.5%	5.2%	21.4%	12.0%	7.3%	-19.6%	20.8%	-1.0%	0.6%	26.1%	9.0%	4.3%	4.2%
202509	40.2%	10.5%	37.2%	1.8%	9.8%	10.4%	4.7%	-21.7%	1.8%	-11.3%	1.6%	17.0%	7.4%	2.5%	3.8%
202510	29.0%	49.3%	39.6%	7.4%	11.0%	13.5%	8.7%	-14.1%	10.8%	-20.5%	11.0%	9.5%	3.9%	-0.3%	5.2%
202511	26.5%	63.1%	28.2%	7.5%	16.1%	12.3%	10.0%	-12.6%	6.0%	-15.1%	5.4%	10.1%	6.1%	1.3%	1.9%
202512	27.8%	68.2%	19.8%	4.1%	6.2%	17.6%	2.2%	-14.3%	13.3%	-0.9%	42.4%	10.3%	0.0%	0.2%	9.2%
2025年1-12月	21.1%	-0.1%	22.9%	6.4%	14.2%	2.2%	7.1%	-18.7%	1.6%	-2.9%	3.9%	24.5%	8.2%	2.7%	-0.1%

数据来源：久谦数据、开源证券研究所

3.2、中西餐：中餐品牌同店稳步回升，海底捞重视外卖增量

下半年餐饮门店加速扩张，精细化管理同店坪效表现整体优于店效。

从门店数量来看，根据久谦数据，截至2025年12月，小菜园、绿茶、

老乡鸡等中式正餐品牌保持扩张态势，门店数分别达到 784、570、1679 家，1-12 月净增 124、109、226 家；太二则延续收缩，门店数降至 441 家，累计减少 173 家。西式快餐扩张力度更强，肯德基、必胜客、达美乐门店数分别达到 12294、4094、1332 家，年内净增 1121、446、318 家，规模效应进一步凸显。

图9：2025 年 12 月，小菜园、绿茶、老乡鸡等中式正餐品牌保持扩张态势，门店数分别达到 784、570、1679 家

门店数量 (单位: 家)									
	小菜园	绿茶	太二	老乡鸡	肯德基	必胜客	达美乐	海底捞	锅圈
202412	660	461	614	1453	11173	3648	1014	1316	9727
202501	668	472	602	1485	11286	3739	1088	1329	9928
202502	666	474	595	1481	11400	3758	1105	1317	9974
202503	660	476	582	1504	11514	3741	1106	1318	9989
202504	659	484	577	1529	11705	3766	1157	1322	10078
202505	658	486	567	1560	11710	3793	1178	1323	10169
202506	667	490	539	1577	11754	3807	1187	1331	10191
202507	675	497	529	1610	11762	3855	1246	1346	10326
202508	694	505	521	1620	11839	3864	1266	1350	10257
202509	712	512	474	1620	11907	3934	1281	1357	10376
202510	744	525	486	1653	11970	4010	1307	1357	10632
202511	754	544	450	1672	12276	4019	1311	1362	10770
202512	784	570	441	1679	12294	4094	1332	1364	10987
净增门店数量 (单位: 家)									
	小菜园	绿茶	太二	老乡鸡	肯德基	必胜客	达美乐	海底捞	锅圈
202501	8	11	-12	32	113	91	74	13	201
202502	-2	2	-7	-4	114	19	17	-12	46
202503	-6	2	-13	23	114	-17	1	1	15
202504	-1	8	-5	25	191	25	51	4	89
202505	-1	2	-10	31	5	27	21	1	91
202506	9	4	-28	17	44	14	9	8	22
202507	8	7	-10	33	8	48	59	15	135
202508	19	8	-8	10	77	9	20	4	-69
202509	18	7	-47	0	68	70	15	7	119
202510	32	13	12	33	63	76	26	0	256
202511	10	19	-36	19	306	9	4	5	138
202512	30	26	-9	7	18	75	21	2	217
2025年1-12月	124	109	-173	226	1121	446	318	48	1260

数据来源：久谦数据、开源证券研究所

在店效方面，正餐品牌小菜园、老乡鸡店效稳步向好。根据久谦数据，2025 年 12 月，小菜园、绿茶同店月均店效分别为 76.4、82.3 万元，同比-12.1%、+7.2%；老乡鸡同店店效 46.5 万元，同比下滑 4.8%。12 月西式快餐龙头韧性较强，肯德基、必胜客店效分别为 64.2 万、50.7 万元，同比分别-2.9%、-7.2%；达美乐则下滑至 32.3 万元，同比-10.6%。

图10：2025年12月，小菜园、绿茶、海底捞单店月均同店店效分别同比-12.1%、+7.2%、-6.9%

单个门店月均店效（单位：万元）								
	小菜园	绿茶	太二	老乡鸡	肯德基	必胜客	达美乐	海底捞
202501	100.1	88.3	79.2	47.1	75.6	64.4	36.5	282.8
202502	88.6	80.6	72.3	43.2	67.1	55.6	32.6	257.7
202503	84.4	79.1	72.7	47.6	64.5	52.8	31.0	240.9
202504	80.2	81.1	66.7	44.9	60.1	50.2	30.5	224.9
202505	94.0	89.5	69.1	47.5	67.7	56.0	30.2	251.7
202506	90.6	84.7	65.0	47.7	67.7	55.4	32.1	247.2
202507	96.6	90.8	64.5	53.0	73.8	60.8	33.4	255.9
202508	98.6	92.1	66.3	51.6	72.5	61.7	33.2	267.5
202509	81.5	79.7	59.1	49.1	60.7	49.9	28.6	226.0
202510	87.6	85.8	63.9	47.5	67.9	53.3	32.1	253.2
202511	74.9	78.2	62.5	46.0	61.7	50.6	29.7	229.7
202512	76.4	82.3	65.1	46.5	64.2	50.7	32.3	241.8
同店月均店效同比数据								
	小菜园	绿茶	太二	老乡鸡	肯德基	必胜客	达美乐	海底捞
202501	2.0%	-9.8%	-3.4%	-10.2%	4.1%	3.4%	-5.7%	0.2%
202502	-15.7%	-23.7%	-13.9%	-2.0%	-10.7%	-11.8%	-22.6%	-13.3%
202503	-6.2%	-13.8%	-15.6%	4.2%	0.8%	-3.8%	-25.2%	-6.5%
202504	-6.3%	-0.8%	-17.1%	5.2%	1.1%	4.1%	-37.8%	-6.7%
202505	1.3%	-4.1%	-18.4%	14.7%	0.6%	-3.5%	-24.1%	-4.9%
202506	-1.6%	-10.9%	-17.8%	17.6%	-0.2%	-6.5%	-12.6%	-3.9%
202507	0.4%	-9.6%	-25.8%	14.2%	4.9%	0.5%	-7.6%	-3.7%
202508	0.2%	-7.6%	-17.9%	9.3%	1.1%	-0.9%	-11.6%	2.0%
202509	-2.2%	-5.6%	-19.4%	18.8%	0.1%	-3.6%	-8.6%	-3.0%
202510	-1.9%	2.2%	-19.6%	14.1%	5.5%	-1.5%	0.5%	-1.8%
202511	-7.4%	15.7%	-13.1%	10.0%	4.5%	-0.1%	-0.5%	-6.1%
202512	-12.1%	7.2%	-10.7%	-4.8%	-2.9%	-7.2%	-10.6%	-6.9%
2025年1-12月	-4.1%	-6.1%	-16.1%	7.0%	0.6%	-2.7%	-15.2%	-4.6%
同店月均坪效同比数据								
	小菜园	绿茶	太二	老乡鸡	肯德基	必胜客	达美乐	海底捞
202501	3.1%	-2.1%	-2.1%	-12.5%	6.3%	5.9%	-24.1%	1.4%
202502	-15.2%	-17.2%	-12.8%	-4.4%	-8.1%	-8.8%	-35.6%	-12.6%
202503	-6.1%	-6.8%	-14.5%	1.5%	2.3%	-0.5%	-35.2%	-5.5%
202504	-6.1%	7.7%	-16.1%	-3.0%	2.6%	6.7%	-43.5%	-5.7%
202505	1.6%	4.2%	-17.4%	2.7%	2.6%	-1.5%	-30.0%	-3.9%
202506	-1.6%	-3.3%	-16.9%	9.6%	0.6%	-3.8%	-20.2%	-3.4%
202507	0.2%	-3.6%	-25.0%	6.5%	5.5%	3.4%	-15.0%	-3.1%
202508	0.1%	-1.5%	-17.3%	1.9%	2.0%	1.1%	-11.5%	2.6%
202509	-1.8%	1.4%	-18.8%	8.4%	0.7%	-1.3%	-8.6%	-2.4%
202510	-1.5%	6.5%	-19.1%	7.6%	5.2%	0.7%	0.5%	-2.1%
202511	-7.0%	15.2%	-13.3%	10.8%	4.2%	2.1%	-0.5%	-6.4%
202512	-11.9%	6.8%	-10.8%	-4.1%	-3.2%	-5.1%	-10.7%	-7.2%
2025年1-12月	-3.8%	-0.1%	-15.4%	1.8%	1.7%	-0.2%	-22.0%	-4.1%

数据来源：久谦数据、开源证券研究所

从外卖销售额来看，外卖渠道贡献度显著提升，成为行业主要增量。根据久谦数据，2025年12月，老乡鸡、肯德基、必胜客美团外卖销售额分别达到1.74亿、10.96亿、2.03亿元，同比分别+8%、+11.8%、+0.4%；绿茶外卖高增至5273万元，同比+20.6%，达美乐亦保持两位数增速；海底捞新开海底捞冒菜、海底捞拌饭等外卖店，外卖销售额同比增长134.5%。

图11：2025年12月，绿茶、肯德基、达美乐美团外卖销售额保持双位数同比增长，海底捞同比+134.5%

品牌美团平台外卖销售额（单位：万元）								
	小菜园	绿茶	太二	老乡鸡	肯德基	必胜客	达美乐	海底捞
202501	8507	4842	2824	16964	108225	22935	5005	72905
202502	7409	4299	2763	14850	109891	21475	4723	71882
202503	7344	4305	2693	15886	99622	19350	4433	80707
202504	7169	4947	2691	15905	91452	18667	4473	103999
202505	6994	5380	2749	16578	100435	19039	4716	109474
202506	6977	5818	2982	17964	108839	19321	5024	91466
202507	8264	6670	2977	19698	121486	22200	5485	100135
202508	8092	5740	2604	20508	128060	22284	5973	132326
202509	7659	5448	2319	19530	109856	19232	5674	133123
202510	7813	5654	2725	19366	107980	20664	6253	143601
202511	7409	5670	2446	19418	114150	21838	6525	147414
202512	6457	5273	2250	17414	109646	20272	5558	162114
美团平台外卖销售额同比数据								
	小菜园	绿茶	太二	老乡鸡	肯德基	必胜客	达美乐	海底捞
202501	22.2%	53.6%	39.0%	29.9%	12.6%	20.3%	37.3%	73.1%
202502	11.9%	44.2%	29.8%	24.8%	6.3%	13.5%	29.3%	77.6%
202503	13.9%	43.5%	13.7%	31.8%	7.7%	12.2%	19.1%	113.8%
202504	4.1%	67.7%	3.8%	26.7%	5.1%	5.0%	19.1%	156.9%
202505	-2.7%	76.2%	-0.7%	35.9%	6.6%	4.1%	28.0%	153.1%
202506	-8.9%	74.9%	-6.1%	30.3%	22.1%	2.5%	36.3%	78.1%
202507	1.2%	73.5%	-11.3%	29.9%	20.0%	2.1%	46.0%	82.3%
202508	-4.1%	28.8%	-25.3%	25.8%	10.6%	-3.5%	50.6%	117.3%
202509	-8.5%	22.0%	-32.2%	23.6%	8.3%	-10.7%	50.5%	114.2%
202510	-3.9%	30.8%	-12.7%	15.7%	11.7%	2.4%	61.4%	126.5%
202511	-9.9%	34.2%	-15.3%	20.8%	27.3%	16.0%	67.3%	127.3%
202512	-25.5%	20.6%	-19.1%	8.0%	11.8%	0.4%	32.6%	134.5%
2025年1-12月	16.4%	45.1%	-6.2%	24.6%	12.4%	4.9%	40.0%	113.9%

数据来源：久谦数据、开源证券研究所

4、锅圈：“烤鱼自由”断货爆品逻辑再验证，四店齐发定义社区央厨新生态

2026年1月，锅圈“重庆万州烤鱼锅”套餐开年即卖断货，消费者自发评价其“在家完美复刻烤鱼店风味”“比餐厅更值”。此前2024年毛肚爆火、2025年小龙虾与牛肉“自由”，均是社区央厨硬实力的反复落地，印证了锅圈爆品制造的“可复制性”。此次断货的“重庆万州烤鱼锅”（2-3人餐），精准击中家庭餐饮需求，上线后近两周，抖音相关话题#论实现烤鱼和火锅双重自由是种什么体验，就突破了6336.8万。这一现象级热销并非偶然，而是锅圈长期沉淀的系统能力与“美食平权”战略的集中体现：

(1) 总成本领先下的价格自由：垂直整合供应链与单品单厂模式，实现从源头到餐桌的总成本领先，让毛肚、牛肉、烤鱼从餐厅奢侈选项变成家庭日常选择。

(2) 万店网络下的场景自由：超万家社区门店与即时履约网络，构建了“线上买、马上得”的地域/场景自由，搭配24小时智慧零售，让加班的打工人，顺路下单5分钟在家就能煮好一顿热气腾腾的饭。将渠道网络转化为用户的生活基础设施。

(3) 精准会员运营下的口味自由：锅圈超6000万的庞大会员基数，构成了其爆品能力的核心数据引擎，它驱动了从产品研发到全域营销的完整闭环。

图12: 锅圈烤鱼销售断货


资料来源: 锅圈微信公众号

图13: 2024年锅圈推出毛肚自由、2025年推出龙虾自由


资料来源: 锅圈微信公众号

2026年四店齐发, 锅圈正从社区、乡镇、露营、小炒四大场景深度重构“在家吃饭”解决方案。锅圈大店将SKU扩容至约500个, 分为烘焙区、水果区、饮品区、蔬菜区等, 共同构成一场以“场景化”与“解决方案化”为核心的深度变革, 让门店商品与社区的饮食节奏同频, 迈步下一个万店目标。

5、花物堂：“以花护肤”领导品牌，成就个护细分赛道龙头

2010年公司成立半亩花田品牌, 致力于花植研究, 并确立了“以花护肤”的品牌理念, 将玫瑰花水、牡丹籽油等天然花植成分融入核心配方, 并持续推动配方技术升级, 打造了具有鲜明特色的身体洗护产品系列。2012/2015年分别推出“身体乳”和“身体磨砂膏”产品。截至2025年9月30日, 公司身体乳/磨砂膏产品累计销售5690/3770万瓶。近年公司运用东方植萃配方理念, 品线延展至头发洗护、面部洗护等领域。2024年, 其清洁类产品在抖音618购物节中位列身体洗护行业榜首。

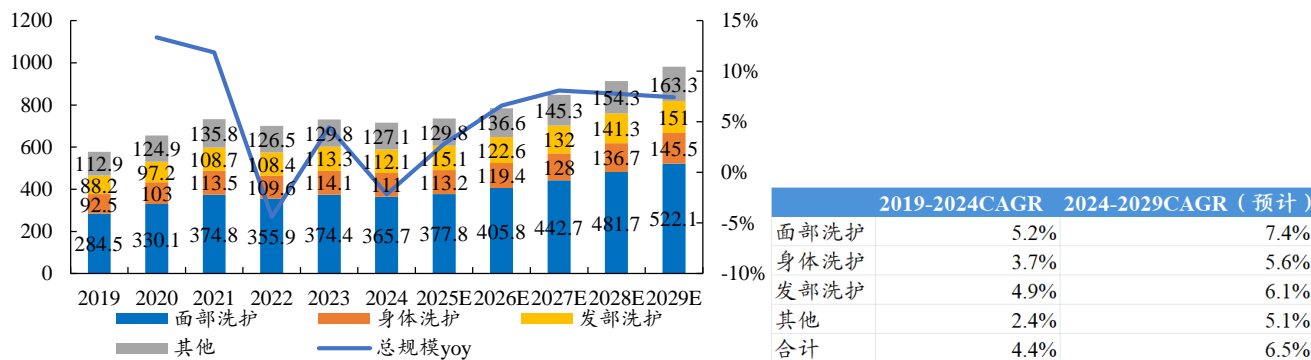
中国皮肤及个人护理行业市场规模稳健增长, 半亩花田在细分赛道市占率领先。从整体个护护肤行业看, 中国皮肤及个人护理行业市场规模从2019年5781亿元增长至2024年7159亿元, CAGR达4.4%, 其中发部洗护/面部洗护规模增速高于整体, 预计未来几年仍将以稳健增速增长。2024年面部护理/发部护理/身体护理规模占比分别为51%/16%/16%。从市场格局看, 身体护理类目市场分散度较低, 公司在前十大品牌中增速位居前列, 有望持续提升份额。身体磨砂膏和洁面慕斯赛道公司均占据较高份额, 且保持高增速。以2024年零售额计, 半亩花田是身体乳、身体磨砂膏、洁面慕斯的国货第一品牌。以2024年线上渠道零售额计, 半亩花田位列中国第四大身体护理品牌, 是前五大品牌中唯一的国货品牌。

图14：半亩花田涵盖身体护理、头发护理、面部护理等多品类



资料来源：花物堂招股说明书

图15：中国皮肤及个人护理行业市场规模稳健增长（单位：十亿元）



数据来源：弗若斯特沙利文、花物堂招股书、开源证券研究所

图16：半亩花田身体护理类目增速在前十大品牌中位居国货前列

2024年中国身体护理品牌竞争格局（以零售额计）				2024年中国身体乳品牌竞争格局（以零售额计）				2024年中国身体乳品牌竞争格局（以线上零售额计）					
排名	品牌	集团所在地	2022-2024年CAGR	排名	品牌	集团所在地	2022-2024年CAGR	排名	品牌	区域	2022-2024年CAGR	市场份额	2022-2024年CAGR
1	品牌A	法国	12.3%	1	品牌B	美国	3.4%	1	品牌B	美国	6.7%	4.4%	6.7%
2	品牌B	美国	-6.8%	2	品牌C	法国	3.0%	2	品牌C	法国	2.9%	3.6%	2.9%
3	品牌C	法国	4.4%	3	品牌A	法国	2.3%	3	品牌A	法国	8.0%	2.1%	8.0%
4	品牌D	英国	-2.4%	4	品牌D	英国	1.8%	4	半亩花田	中国	10.2%	1.9%	10.2%
5	品牌E	法国	-1.4%	5	品牌E	法国	1.5%	5	品牌F	英国	0.2%	1.6%	0.2%
6	品牌F	美国	-1.3%	6	品牌F	美国	1.5%	6	品牌F	英国	0.2%	1.6%	0.2%
7	品牌G	德国	8.1%	7	品牌G	德国	1.3%	7	品牌F	英国	0.2%	1.6%	0.2%
8	品牌H	中国	-2.7%	8	半亩花田	中国	1.1%	8	品牌H	中国	3.0%	1.1%	3.0%
9	半亩花田	中国	13.7%	9	品牌H	中国	1.1%	9	品牌H	中国	3.0%	1.1%	3.0%
10	品牌I	中国	2.6%	10	品牌I	中国	1.0%	10	品牌I	中国	3.8%	1.0%	3.8%
前10	/	/	15.3%	前10	/	/	18.0%	前5	/	/	13.6%	/	/

数据来源：弗若斯特沙利文、花物堂招股说明书、开源证券研究所

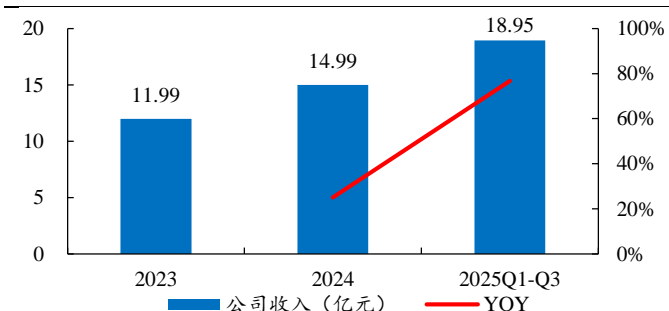
图17: 半亩花田在身体磨砂膏和洁面慕斯类目中份额均为国货第一

2024年中国身体磨砂膏品牌竞争格局 (以零售额计)					2024年中国洁面慕斯品牌竞争格局 (以零售额计)				
排名	品牌	区域	市场份额	2022-2024年CAGR	排名	品牌	区域	市场份额	2022-2024年CAGR
1	品牌J	英国	8.6%	7.4%	1	品牌O	美国	7.3%	23.0%
2	半亩花田	中国	8.4%	49.9%	2	半亩花田	中国	4.3%	55.5%
3	品牌K	英国	4.8%	1.4%	3	品牌P	中国	3.0%	-6.6%
4	品牌L	以色列	4.5%	12.6%	4	品牌Q	日本	2.4%	-16.0%
5	品牌B	美国	3.5%	0.7%	5	品牌R	中国	2.4%	39.2%
前5			29.8%		前5			19.4%	

数据来源: 弗若斯特沙利文、花物堂招股说明书、开源证券研究所

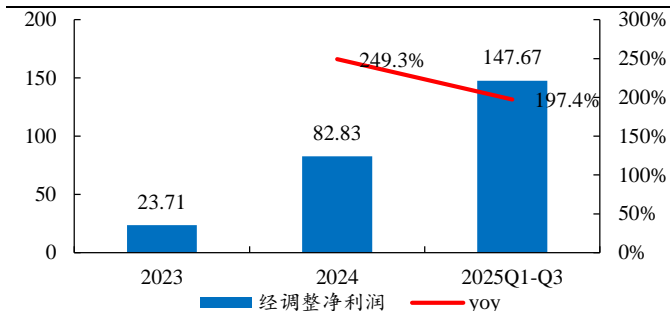
公司业绩高增, 身体护理和面部护理为核心驱动品类。2024/2025Q1-Q3 公司收入分别为 15/19 亿元, yoy+25.1%/+76.7%, 经调净利润 0.8/1.5 亿元, yoy+249.3%/+197.4%。分业务: 身体护理和发部护理是两大驱动品类, 2024 年身体护理 / 发部护理 / 面部洗护 / 其他收入 7/1.1/6.1/0.8 亿元, yoy+34.2%/163.5%/+1.39%/+129%, 2025Q1-Q3 分别实现收入 7.9/4.8/4.6/1.6 亿元, yoy+60.7%/+496.1%/+3.5%/+206.9%, 占比 41.8%/25.5%/24.4%/8.4%。身体护理品类涵盖身体磨砂膏、身体乳、沐浴产品等核心产品, 是花物堂最早布局、销售规模最大的业务板块, 发部护理是公司收入增长最快的类别, 在整体收入中占比由 2024 年 7.6%提升至 2025Q1-Q3 的 25.5%, 面部洗护中洁面慕斯为核心品类。

图18: 近年公司收入加速增长



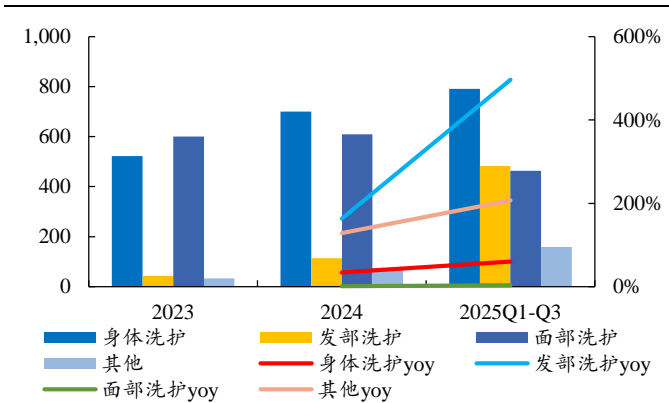
数据来源: Wind、开源证券研究所

图19: 近年公司经调净利润高增 (单位: 百万元)



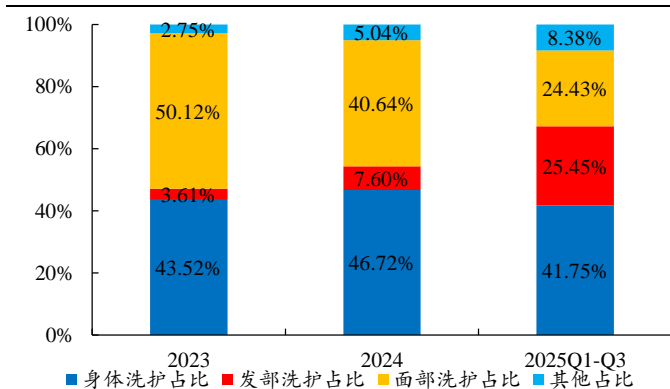
数据来源: Wind、开源证券研究所

图20: 公司 2025Q1-Q3 发部洗护类目实现将近 5 倍增长 (单位: 百万元)



数据来源: 花物堂招股说明书、开源证券研究所

图21: 2025Q1-Q3 公司发部洗护在整体收入中占比提升较多

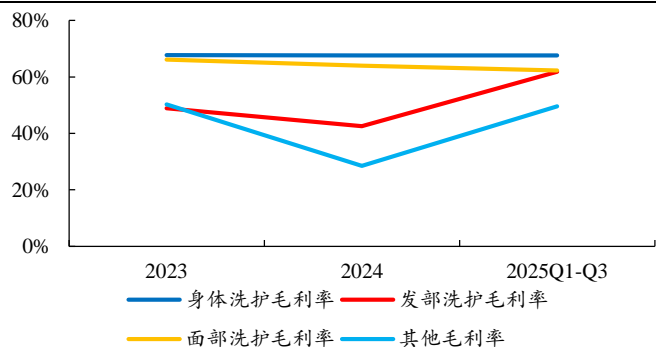


数据来源: 花物堂招股说明书、开源证券研究所

公司线上线下渠道齐发力。花物堂旗下品牌半亩花田早期以线上渠道销售为主，核心产品多通过电商平台完成规模化放量，尤其是在内容电商及平台大促节点中，身体护理与清洁类产品具备较强的转化优势。同时，公司积极开展线下渠道网络建设，目前公司线下网络已全面覆盖商超、化妆品专营店、新零售店及 OTC 药房等多种终端，销售网点遍布全国 31 个省、自治区和直辖市。2025Q1-Q3 公司线上直接销售/线上电商销售/线上经销/线下渠道收入占比为 61.6%/7.5%/7.1%/23.6%。

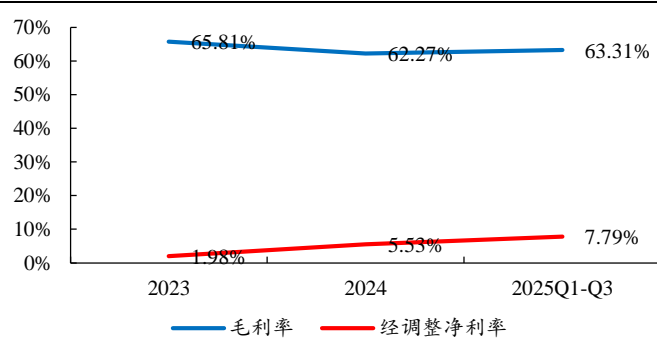
公司销售费用率持续走高，盈利能力持续向好。公司处于快速成长期，加大销售费用投放助力持续增长。据青眼情报数据，2025 年，半亩花田在抖音平台 GMV 一直稳定在 5000-7500 万元以上，其中有 6 个月 GMV 超过 1 亿元。带货方式以品牌自营和达人推广为主，其中品牌自营占比超过半数。2025 年，半亩花田官宣知名运动员孙颖莎为品牌代言人，显著提升了品牌声誉。据半亩花田 2025 年 1 月发布的战报，孙颖莎代言的洗护发系列新品，在官宣仅 1 小时内，新品 GMV 即突破 3000 万元，强势登顶三大电商平台榜单 TOP1。**从盈利能力看**，毛利率整体保持稳定，经调整净利率稳步向上。

图22：身体洗护规模最大，毛利率也是所有品类中最高



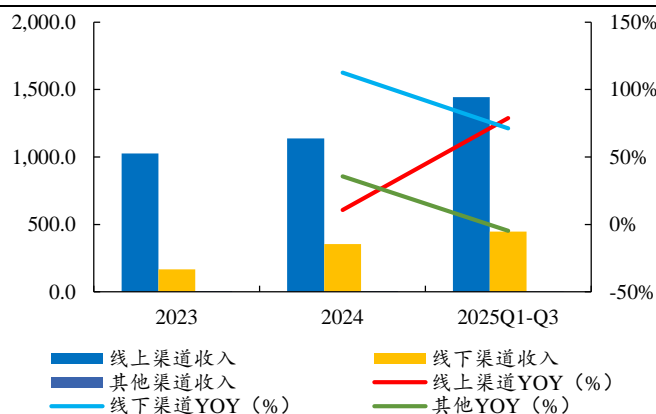
数据来源：花物堂招股说明书、开源证券研究所

图23：公司盈利能力稳步向上



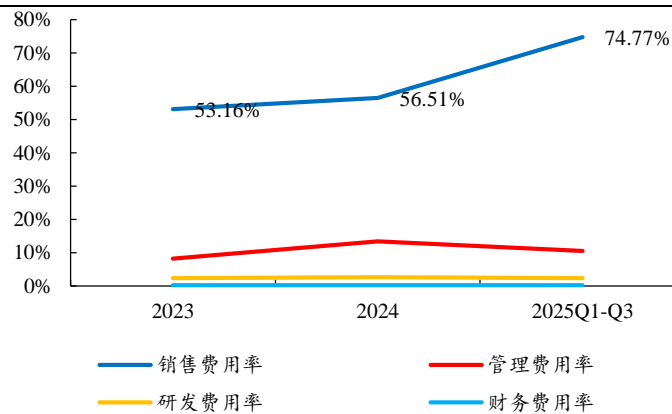
数据来源：花物堂招股说明书、开源证券研究所

图24：公司线上渠道和线下渠道齐发力（单位：百万元）



数据来源：花物堂招股说明书、开源证券研究所

图25：公司销售费用率持续走高



数据来源：Wind、开源证券研究所

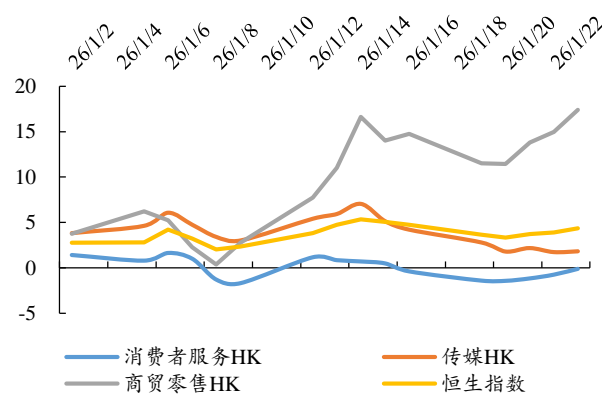
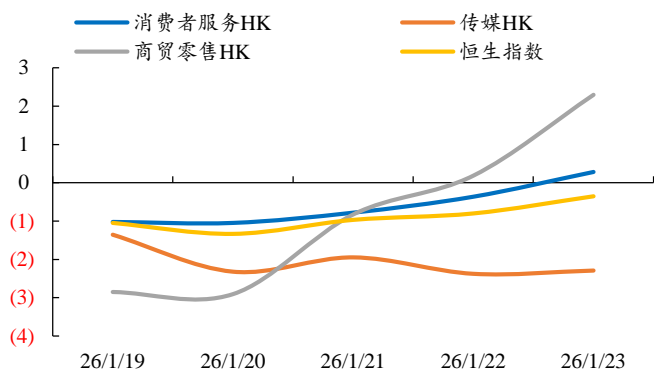
6、行业行情回顾：港股零售/消费者服务板块跑赢恒生指数，传媒跑输恒生指数

6.1、港股行业跟踪：本周消费者服务/商贸零售板块上涨，传媒板块下跌

本周（1.19-1.23）港股消费者服务/传媒/商贸零售指数 0.28%/-2.29%/+2.3%，较恒生指数涨跌幅+0.64/-1.94/+2.65pct，在 30 个一级行业中排名第 22/27/11；2026 年初至今消费者服务/传媒/商贸零售行业指数-0.11%/+1.82%/+17.41%，消费者服务、传媒板块走势弱于恒生指数，商贸零售板块走势强于恒生指数，消费者服务/传媒/商贸零售在 30 个一级行业中排名第 29/25/2。

图26：本周（1.19-1.23）港股商贸零售/消费者服务跑赢恒生指数，传媒板块跑输恒生指数（%）

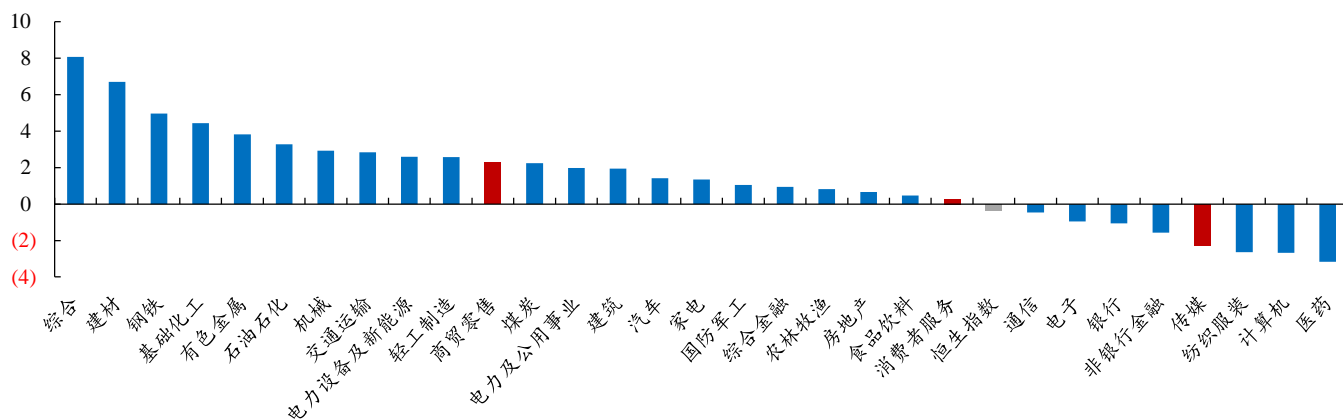
图27：2026 年初至今商贸零售板块走势强于恒生指数（%）



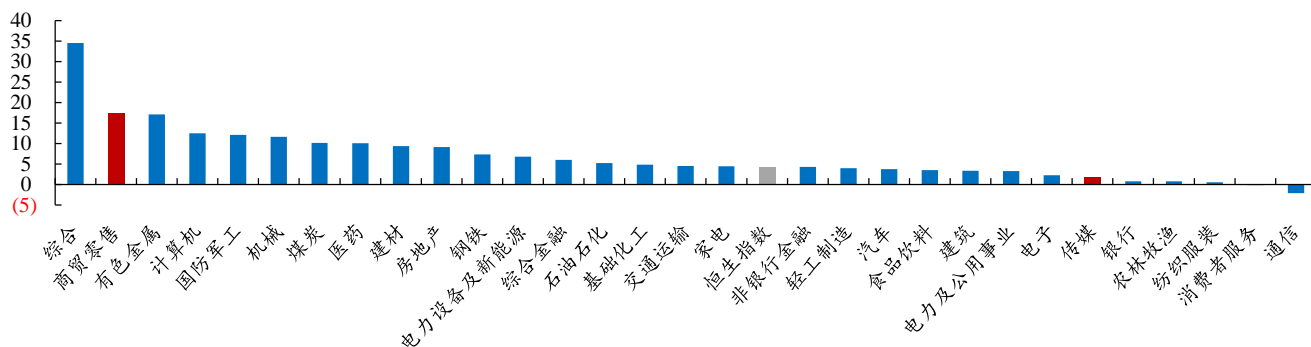
数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：本周（1.19-1.23）港股建材、钢铁、基础化工板块表现强劲（%）



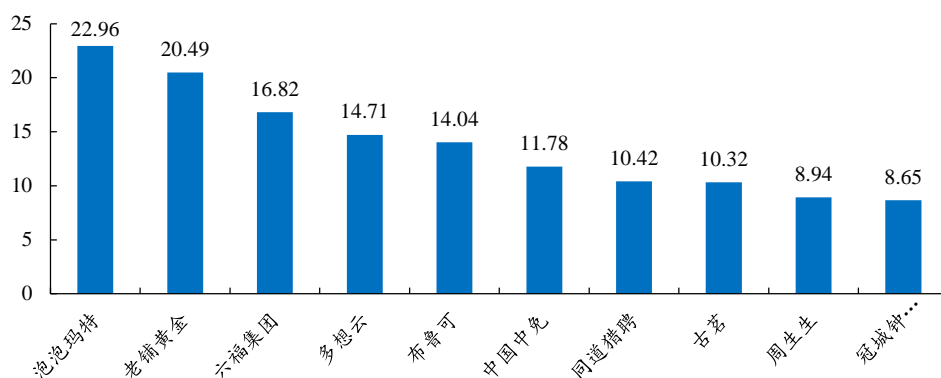
数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：2026 初至今港股商贸零售/有色金属/计算机板块涨幅靠前（%）


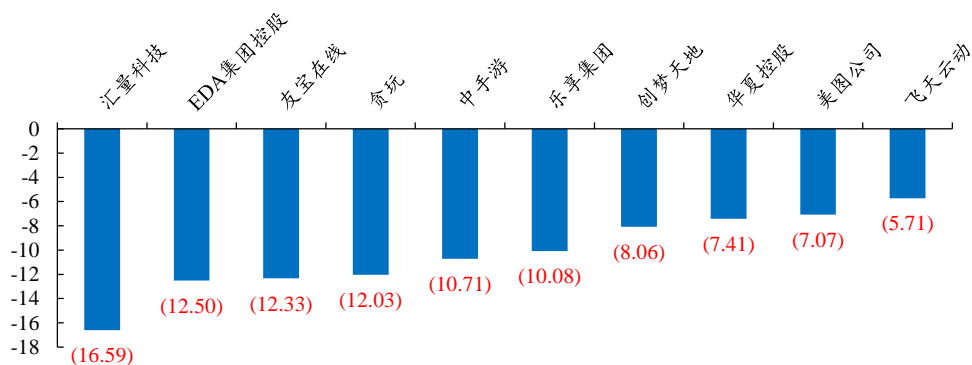
数据来源：Wind、开源证券研究所

6.2、港股消费标的表现：本周（1.19-1.23）潮玩、黄金类上涨排名靠前

本周（1.19-1.23）港股消费板块潮玩、黄金类涨幅靠前，涨幅前三名分别为泡泡玛特、老铺黄金、六福集团，跌幅前三名分别为汇量科技、EDA 集团控股、友宝在线。

图30：本周（1.19-1.23）泡泡玛特、老铺黄金、六福集团领涨（%）


数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：本周（1.19-1.23）汇量科技、EDA 集团控股、友宝在线跌幅较大（%）


数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：盈利预测与估值

代码	公司名称	2026/1/23		EPS			PE			评级
		收盘价	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E		
1318.HK	毛戈平	89.60	2.40	3.10	4.00	33.48	25.92	20.09	买入	
2367.HK	巨子生物	34.04	2.5	3.1	3.7	12.18	9.93	8.25	买入	
2145.HK	上美股份	73.80	2.53	3.16	3.85	26.19	20.94	17.19	买入	
2097.HK	蜜雪集团	430.40	15.57	19.46	23.67	24.79	19.84	16.30	增持	
1364.HK	古茗	29.92	1.10	1.14	1.37	24.43	23.50	19.54	未评级	
0325.HK	布鲁可	79.60	4.12	6.09	7.99	17.31	11.72	8.94	买入	
300896.SZ	爱美客	142.93	4.89	5.93	6.94	29.23	24.09	20.59	买入	
920982.BJ	锦波生物	229.45	7.83	10.02	12.58	29.32	22.91	18.24	买入	
601888.SH	中国中免	93.32	1.92	2.42	2.83	48.51	38.52	33.02	未评级	
0780.HK	同程旅行	23.26	1.19	1.39	1.63	17.53	14.96	12.80	未评级	
603099.SH	长白山	46.00	0.66	0.80	0.95	69.50	57.41	48.41	买入	
300795.SZ	米奥会展	14.40	1.15	1.44	1.74	12.57	10.01	8.28	买入	
001308.SZ	康冠科技	22.30	1.00	1.43	1.74	22.40	15.65	12.78	买入	
300856.SZ	科思股份	14.30	0.51	0.75	0.99	28.23	19.19	14.51	买入	
603277.SH	银都股份	16.62	1.43	1.59	1.71	11.58	10.47	9.71	买入	
688363.SH	华熙生物	46.70	0.77	1.02	1.31	60.37	45.61	35.75	买入	
300740.SZ	水羊股份	24.60	0.50	0.72	0.97	49.37	34.02	25.26	买入	
300192.SZ	科德教育	22.78	0.50	0.56	0.62	45.29	40.70	36.68	买入	
000526.SZ	学大教育	40.52	2.07	2.58	3.11	19.56	15.71	13.01	未评级	
603081.SH	大丰实业	14.39	0.36	0.50	0.65	40.08	28.76	22.18	买入	
300662.SZ	科锐国际	31.42	1.47	1.74	2.08	21.43	18.02	15.07	未评级	
600861.SH	北京人力	18.99	2.03	1.83	1.99	9.37	10.38	9.52	未评级	
600662.SH	外服控股	6.24	0.31	0.34	0.35	20.21	18.56	17.59	未评级	
603059.SH	倍加洁	37.25	1.47	1.91		25.26	19.53		买入	
9961.HK	携程集团-S	485.40	42.25	27.29	31.28	10.30	15.95	13.91	未评级	
300492.SZ	华图山鼎	77.99	1.65	2.17	2.78	47.35	35.98	28.02	未评级	
0667.HK	中国东方教育	6.23	0.36	0.45	0.55	15.54	12.34	10.20	未评级	
1773.HK	天立国际控股	2.73		0.34	0.39		7.23	6.34	未评级	
002659.SZ	凯文教育	6.56	0.03	0.09	0.15	217.22	72.25	43.33	未评级	
301011.SZ	华立科技	28.15	0.76	1.16	1.51	37.02	24.29	18.63	未评级	
300859.SZ	西域旅游	39.12	0.61	0.77	0.92	63.83	50.53	42.70	未评级	
9699.HK	顺丰同城	15.71	0.32	0.60	0.93	43.68	23.65	15.21	未评级	
3690.HK	美团	97.55	-3.20	5.17	8.70	-27.34	16.93	10.05	未评级	
EDU.N	新东方	57.67	2.75	3.41	4.04	20.97	16.91	14.27	未评级	
TAL.N	好未来	11.19	0.25	0.40	0.55	45.52	28.31	20.43	买入	
0999.HK	小菜园	8.97	0.63	0.75	0.90	12.84	10.74	8.89	未评级	
9992.HK	泡泡玛特	219.60	8.04	11.20	15.05	24.50	17.59	13.08	买入	
6831.HK	绿茶集团	7.17	0.73	0.92	1.15	8.81	7.02	5.57	未评级	

2517.HK	锅圈	4.41	0.16	0.19	0.23	25.25	20.60	17.13	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，2026 年 1 月 23 日港币兑人民币收盘价 0.89676；美股上市公司收盘价和 EPS 计价货币为美元）

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8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

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