

## 社会服务

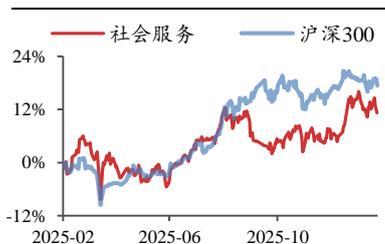
2026年02月22日

# 春节海南高端消费保持快增，iphone 17 Pro Max、黄金等品类二手交易持续升温

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

- 《Spotify2026Q1 指引乐观，海南高端酒旅消费势头强劲——行业周报》  
-2026.2.15
- 《国产 AI 应用访问量攀升，关注卡位瘦身需求产品潜力——行业周报》  
-2026.2.1
- 《锅圈开启“四店齐发”布局，茶饮龙头强者恒强——行业周报》  
-2026.1.25

初敏（分析师）

chumin@kysec.cn

证书编号：S0790522080008

李睿娴（分析师）

liruixian@kysec.cn

证书编号：S0790525020004

程婧雅（分析师）

chengjingya@kysec.cn

证书编号：S0790525070010

### ● 出行旅游：假期延长休闲旅游拉动效应释放，海南高端旅游消费保持快增

**春节出行：**2026年春节假期迎来“9天不调休”政策调整，充裕的假期时长推动出游意愿从周边探亲访友向中长线休闲旅游延伸。根据交通运输部，预计正月初一至初五国内跨区域流动量分别约同比+9.4%/+9.7%/+11.6%/+12.3%/+11.8%，连续三日取得双位数增长。春节出行供需两旺，节中机票价格整体保持增长。海南：本周（2.16-2.22）海口美兰机场/三亚凤凰机场旅客吞吐量分别较2025年同期+7.8%/+9.7%；根据海口海关，假期前五日购物金额、人次分别为13.8亿元、17.7万人次，同比分别增长19%、24.6%；按农历可比口径（除夕-初三）日均购物金额2.81亿元/同比+32%，日均购物人次3.46万人/同比+27%，隐含客单同比+3.8%。

### ● 餐饮：2026春节餐饮消费加速增长，古茗、锅圈等赛道龙头表现亮眼

2026年春节假期期间餐饮消费同比增速较2025年加速，“反向过年”推动北上广深等一线城市餐饮消费火热。根据商务部数据，全国重点零售和餐饮企业日均销售额较2025年假期前四天增长8.6%（2025年同期数据为5.4%），大众点评“必吃榜”上榜商户订单量较去年春节同期增长81%。茶饮赛道分化持续，2026年1月茶饮行业门店供给收缩、咖啡行业保持扩张，古茗、沪上阿姨、库迪保持稳健开店节奏，幸运咖店效同比增长37%，本土咖啡品牌成长动能突出。中西餐领域差异化发展，锅圈、肯德基、必胜客开店速度较快，1月单月净增门店分别达184、153、104家；锅圈、袁记云饺、老乡鸡同店坪效同比分别增长31.9%、48.2%、21%，表现亮眼。外卖渠道持续贡献增量，海底捞外卖销售额同比增长122.6%，新开外卖专属门店打开业绩增长新空间，头部品牌凭借渠道扩张与精细化运营，进一步巩固领先地位。

### ● 美丽/二手经济：国货品牌出海叙事升维，优质供给促进二手市场交易升温

**美丽：**中国化妆品出口连续5年正向增长，2025年仍然保持稳健增长，出口金额突破550亿元。品牌出海叙事发生变化，呈现组织先行、市场本土化创新、全渠道布局、营销打法结合本土与时俱进等。**二手经济：**截至2月19日，2026年消费品以旧换新惠及2888.0万人次，带动销售额1980.2亿元。iPhone 17 Pro Max在以旧换新前20榜单中占比从11月下旬5.1%升至2月初11.5%，保值优于同期iPhone 16 Pro Max，成为以旧换新“变现”动力，同时，激活了价格敏感型高端用户购买二手iPhone 17 Pro Max。金价高位带动消费者卖金热情，二手交易平台交易走高，万物新生有望直接受益。

### ● 本周行情：港股商贸零售/消费者服务/传媒跑输大盘

本周（2026.2.16-2026.2.20）港股消费者服务/传媒/商贸零售指数-1.56%/-1.97%/-4.36%，较恒生指数涨跌幅-0.98/-1.39/-3.78pct，在30个一级行业中排名第24/26/30；本周传媒、教育类上涨排名靠前。

**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：**美图、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、 春节出行：假期延长休闲旅游拉动效应释放，海南高端旅游消费保持快增 .....               | 3  |
| 2、 餐饮：春节餐饮数据同比加速，古茗、锅圈等头部品牌持续领跑 .....                   | 3  |
| 2.1、 茶咖：春节1、2月错期影响行业数据，古茗等龙头品牌延续强势增长 .....              | 5  |
| 2.2、 中西餐：锅圈开店、同店表现亮眼，中式快餐表现优于西式快餐 .....                 | 8  |
| 3、 美丽：中国化妆品出口稳健增长，国货品牌出海叙事升维 .....                      | 10 |
| 4、 二手经济：iphone 高端机型优质供给创造新需求，二手市场交易升温 .....             | 11 |
| 5、 行业行情回顾：港股商贸零售/消费者服务/传媒跑输大盘 .....                     | 13 |
| 5.1、 港股行业跟踪：本周商贸零售//消费者服务/传媒均下跌 .....                   | 13 |
| 5.2、 港股消费标的表现：本周（2026.2.16-2026.2.20）传媒、教育类上涨排名靠前 ..... | 14 |
| 6、 风险提示 .....   | 16 |

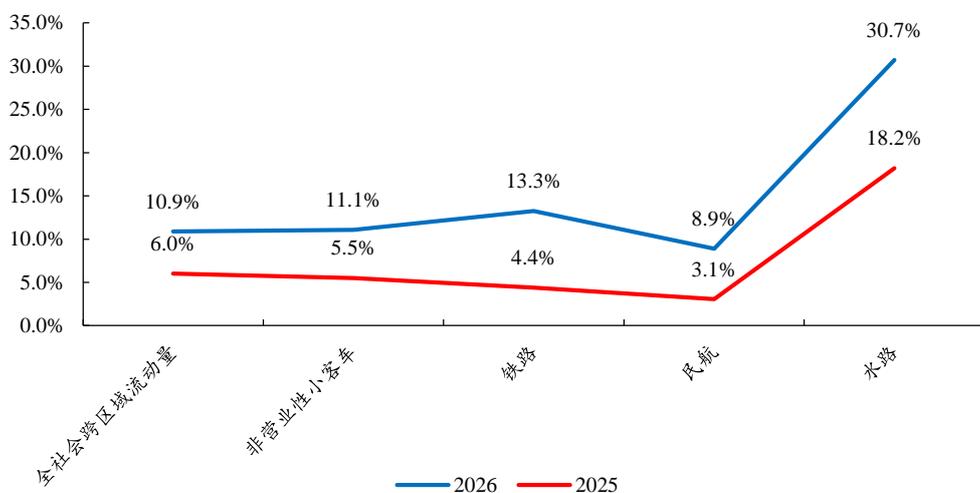
## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图 6： 茶饮：截至 2026 年 1 月共有 50.4 万家门店，1 月净减少 0.83 万家 .....                      | 6  |
| 图 7： 2026 年 1 月茶饮行业平均月店效为 21.9 万元，同比减少 1.5%（主因春节错期） .....                   | 6  |
| 图 8： 咖啡：截至 2026 年 1 月共有 20.9 万家门店，1 月净增 0.16 万家 .....                       | 6  |
| 图 9： 2026 年 1 月咖啡行业平均月店效为 28.5 万元，同比减少 0.5% .....                           | 6  |
| 图 10： 2026 年 1 月古茗净增 201 家，沪上阿姨净增 122 家，库迪净增 265 家 .....                    | 7  |
| 图 11： 2026 年 1 月蜜雪冰城店效同比增长 1.4%，古茗同比增长 15.8%，幸运咖同比增长 37% .....              | 7  |
| 图 12： 2026 年 1 月，肯德基、必胜客、锅圈保持较快开店速度，门店数分别达到 12447、4201、11171 家 .....        | 8  |
| 图 13： 2026 年 1 月，锅圈、袁记云饺、老乡鸡的单店月均同店坪效分别同比+31.9%、+48.2%、+21% .....           | 9  |
| 图 14： 2026 年 1 月，海底捞、达美乐、遇见小面美团外卖销售额保持较快增长，其中海底捞同比增长 122.6% .....           | 10 |
| 图 15： 2025 年中国化妆品出口数量稳健增长 .....   | 11 |
| 图 16： 2025 年中国化妆品出口金额稳健增长 .....   | 11 |
| 图 17： Iphone17 Pro Max 在以旧换新前 20 榜单中的占比从 11 月下旬的约 5.1% 升至 2 月初的 11.5% ..... | 12 |
| 图 18： 截至 2026 年 2 月 9 日，iPhone 17 Pro Max 排名二手交易设备量第一 .....                 | 12 |
| 图 19： 本周（2026.2.16-2026.2.20）港股本周商贸零售、消费者服务、传媒跑输恒生指数（%） .....               | 13 |
| 图 20： 2026 年初至今商贸零售板块走势强于恒生指数（%） .....                                      | 13 |
| 图 21： 本周（2026.2.16-2026.2.20）港股石油石化、综合、有色金属板块表现强劲（%） .....                  | 13 |
| 图 22： 2026 年初至今港股综合/机械/煤炭板块涨幅靠前（%） .....                                    | 14 |
| 图 23： 本周（2026.2.16-2026.2.20）多想云、天立国际控股、乐享集团领涨（%） .....                     | 14 |
| 图 24： 本周（2026.2.16-2026.2.20）阅文集团、猫眼娱乐、大麦娱乐跌幅较大（%） .....                    | 14 |
| 表 2： 多个省市春节餐饮消费火热 .....   | 5  |
| 表 3： 2025 年多品牌出海深入主流零售渠道 .....  | 11 |
| 表 4： 盈利预测与估值 .....  | 15 |

## 1、春节出行：假期延长休闲旅游拉动效应释放，海南高端旅游消费保持快增

**假期延长刺激休闲旅游，春节出行供需两旺。**2026年春节假期迎来“9天不调休”政策调整，充裕的假期时长推动出游意愿从周边探亲访友向中长线休闲旅游延伸。根据交通运输部，预计正月初一至初五国内跨区域流动量分别约同比+9.4%/+9.7%/+11.6%/+12.3%/+11.7%，连续三日取得双位数增长；其中初一至初四全社会跨区域/铁路/民航/自驾旅客运输量分别同比+10.9%/+11.1%/+13.3%/+8.9%（对比2025年为+6%/+5.5%/+4.4%/+3.1%）。

**图1：2026年春节初一至初四全社会跨区域流动量同比+10.9%**



数据来源：交通运输部、开源证券研究所

**国内游：假期机酒预订呈现量价齐升态势，各省市景区旅游人数保持稳健增长。**根据同程旅行，预计国内春运民航2次以上出行用户占比提升至13%，经济舱平均票价保持正向增长；根据同程旅行，节中期间（大年初一至初五）国内酒店均价较春节前夕高出30%以上，部分热门旅游城市高出一倍及以上。**海南：**本周（2.16-2.22）海口美兰机场/三亚凤凰机场旅客吞吐量分别较2025年同期+7.8%/+9.7%；海口出入境边防检查总站预测，春节期间出入境人员将达7.93万人次，日均约0.88万人次，较2025年同期增长24.1%，国内外赴岛客流预计保持高位运行。春节前一周（2.9-2.15）海南3/4/5星级酒店平均价格分别较2025年同期+2%/+17%/+16%，高星级酒店涨幅居前，高端旅游消费热潮势头正隆。根据海口海关，假期前五日购物金额、人次分别为13.8亿元、17.7万人次，同比分别增长19%、24.6%；按农历可比口径（除夕-初三）日均购物金额2.81亿元/同比+32%，日均购物人次3.46万人/同比+27%，隐含客单同比+3.8%。

**出入境：**国家移民管理局预测，春节假期全国口岸日均出入境旅客将达205万人次，同比+14.1%；其中假期前七日访澳客流121万人次/同比+3.4%，按农历可比口径同比+7%；内地访澳客流93万人次/同比+4.6%，按农历可比口径同比+9.3%。

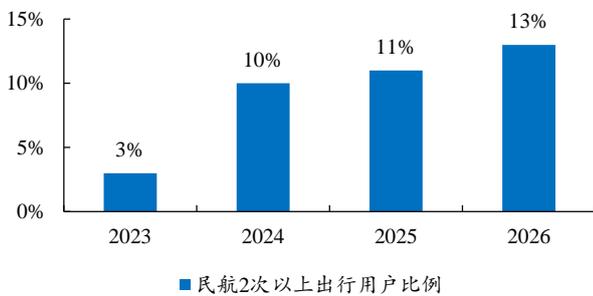
**表1：春节国内热门省市旅游客流、全国出入境客流保持稳健增长**

| 区域 | 时间 | 旅游情况                               |
|----|----|------------------------------------|
| 四川 | 除夕 | 全省纳入统计的873家A级景区接待游客人次增长13.99%、门票收入 |

| 区域 | 时间    | 旅游情况  |
|----|-------|---|
|    | 至正月初三 | 增长 3.05%  |
| 湖北 | 前四日   | 全省 A 级旅游景区共接待游客 791.68 万人次，较 2025 年同比增长 6.95%；星级饭店平均出租率 55.24%，较 2025 年同比降低 0.53 个百分点 |
| 广东 | 第四日   | 全省 4A 级及以上景区接待游客 383.1 万人次，可比口径同比增长 5.4%  |
| 全国 | 全假期   | 全国口岸日均出入境旅客将超过 205 万人次/同比增长 14.1%   |

资料来源：四川文旅厅、湖北文旅公众号、央广网、中国政府网公众号、开源证券研究所

图2：预计 2026 年春运民航 2 次以上出行用户比例提升至 13%



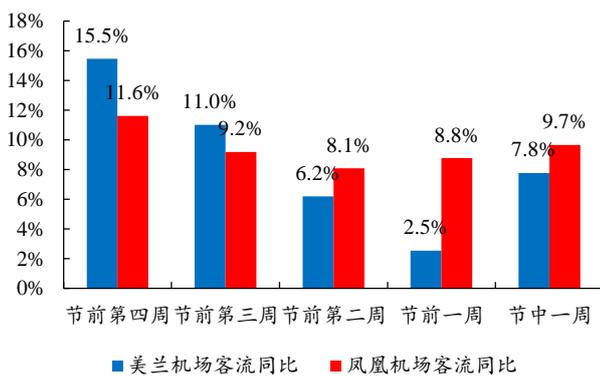
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2026 年春运民航平均票价同比+1.7%（截至 2 月 14 日）

| 指标     | 2026年  | 同比2025年 | 同比2019年 |
|--------|--------|---------|---------|
| 航班执行率  | 86.6%  | -3.4pct | -7.6pct |
| 客座率    | 84.1%  | 0.3pct  | 1.6pct  |
| 平均票价   | 948.4  | 1.7%    | 5.5%    |
| 境内航班量  | 193098 | 3.9%    | 21.4%   |
| 港澳台航班量 | 5237   | 9.3%    | -21.2%  |
| 国际航班量  | 25995  | 0.5%    | -7.2%   |

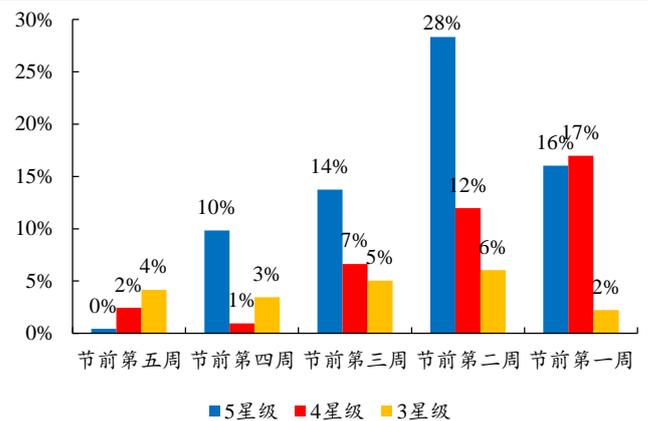
资料来源：DAST 交通数据速递公众号

图4：春节假期入岛客流稳健增长



数据来源：美兰国际机场官方微博、凤凰国际机场官方微博、开源证券研究所

图5：春节假期海南高星级酒店价格涨幅突出



数据来源：海南发改委、开源证券研究所

## 2、餐饮：春节餐饮数据同比加速，古茗、锅圈等头部品牌持续领跑

我们观察到 2026 年春节期间餐饮消费同比增速较 2025 年加速，受益于“反向过年”推动，北上广深等一线城市餐饮消费火热。

(1) **商务大数据**：假期前四天，全国重点零售和餐饮企业日均销售额 2025 年假期前四天增长 8.6%（2025 年同比增速为 5.4%）。假期前三天，商务部重点监测的 78 个步行街(商圈)客流量、营业额比去年同期分别增长 4.5%和 4.8%。

(2) **大众点评数据**：假期前四天，“必吃榜”整体流量较去年春节同期上涨接近 40%，其中异地流量涨幅接近 50%，“必吃榜”上榜商户订单量较去年春节同期增长 81%。受“反向过年”趋势推动，上海、北京、广州、深圳、成都位列“必吃榜”总体流量前五。

(3) **海底捞**：全国超 1000 家门店除夕正常营业，1200 余家门店大年初一开门迎客。数据显示，春节假期前五天，海底捞累计接待顾客超 700 万人次，其中除夕与初一两天客流同比增长超 10%。尤为亮眼的是，北京、深圳两地门店除夕及初一客流分别同比激增 18%和 17%，印证“大城市成新年目的地”的消费转向。

表2：多个省市春节餐饮消费火热

| 省份 | 春节餐饮消费相关数据   |
|----|--|
| 湖北 | 银联商务大数据显示，2月15日至21日，全省零售和餐饮业累计实现交易额305.5亿元，同比2025年春节假期前7天增长11.57%。   |
| 天津 | 市商务局重点监测的250家餐饮企业样本前五天营业额累计实现近4500万元，除夕夜当天达到峰值，较假期首日增幅达15.6%。老字号餐饮文化赋能，起士林、天津烤鸭店等品牌餐厅前五天营业额同比增长18%以上，喜茶、蜜雪冰城等饮品店外卖订单络绎不绝，喜茶14家自营店铺前五天营业额增长47.5%。 |
| 广西 | 监测数据显示，全区169家零售餐饮企业假期前3天累计销售额（营业额）同比增长15.2%。   |

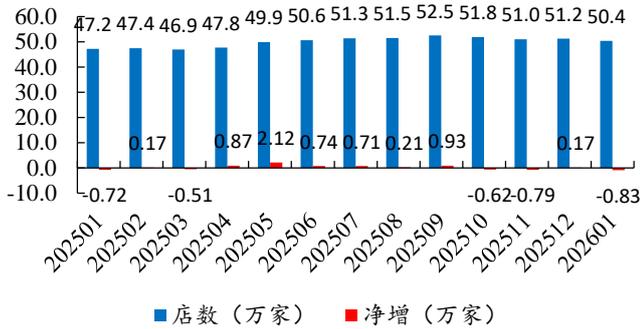
资料来源：湖北省商贸流通业联合会公众号、天津发布公众号、中国广西政府公众号、开源证券研究所

### 2.1、茶咖：春节1、2月错期影响行业数据，古茗等龙头品牌延续强势增长

2026年1月茶饮行业门店受淡季影响供给延续收缩态势，咖啡行业则保持加速扩张节奏，茶咖赛道分化特征进一步凸显。

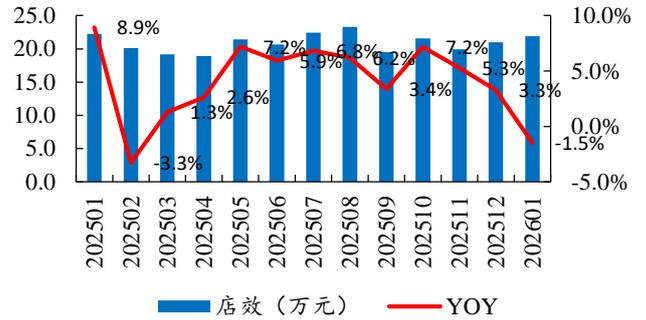
- (1) **茶饮**：根据久谦数据，截至2026年1月全国共有50.4万家门店，1月净减少0.83万家。2026年1月茶饮行业平均月店效为21.9万元，同比减少1.5%（样本店数据），春节错期导致行业店效下降，行业集中度提升带动头部品牌对整体业绩的支撑作用凸显。
- (2) **咖啡**：根据久谦数据，截至2026年1月共有20.9万家门店，1月净增0.16万家，开店节奏放慢；2026年1月咖啡行业平均月店效为28.5万元，同比减少0.5%（样本店数据），行业发展活力持续释放。

图6：茶饮：截至 2026 年 1 月共有 50.4 万家门店，1 月净减少 0.83 万家



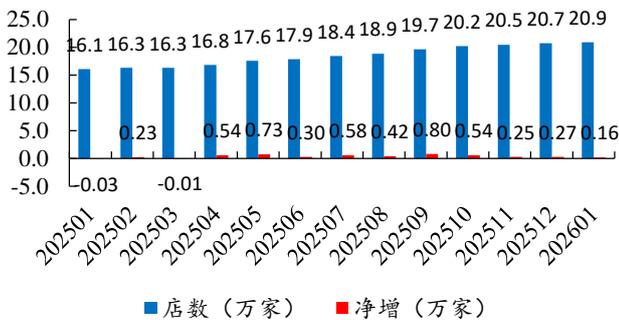
数据来源：久谦数据、开源证券研究所

图7：2026 年 1 月茶饮行业平均月店效为 21.9 万元，同比减少 1.5%（主因春节错峰）



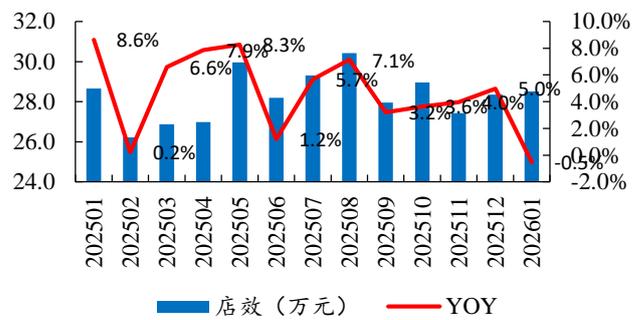
数据来源：久谦数据、开源证券研究所

图8：咖啡：截至 2026 年 1 月共有 20.9 万家门店，1 月净增 0.16 万家



数据来源：久谦数据、开源证券研究所

图9：2026 年 1 月咖啡行业平均月店效为 28.5 万元，同比减少 0.5%



数据来源：久谦数据、开源证券研究所

店数方面，2026 年 1 月古茗、沪上阿姨保持稳健开店节奏。店效方面，外卖补贴退坡背景下头部茶饮品牌店效增速逆势上行，咖啡品牌中幸运咖延续高增表现，成为赛道核心亮点。

(1) 店数：根据久谦数据，截至 2026 年 1 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 41367、13536、7780、10277、7007 家，头部咖啡品牌幸运咖、库迪、瑞幸分别拥有门店数量 8154、16475、30072 家。2026 年 1 月古茗净增 201 家，沪上阿姨净增 122 家，库迪净增 265 家，茶饮赛道马太效应加剧。

(2) 店效：2026 年 1 月头部茶饮品牌展现出强劲的经营韧性，咖啡品牌分化中高增特征显著。根据久谦数据，2026 年 1 月蜜雪冰城店效同比增长 1.4%，古茗同比增长 15.8%；咖啡品牌中幸运咖表现格外亮眼，店效同比增长 37%，本土咖啡品牌成长动能持续释放。

图10: 2026年1月古茗净增201家, 沪上阿姨净增122家, 库迪净增265家

|        | 门店数量(单位: 家) |      |       |      |       |      |      |      |      |       |      |       |       |      |       |
|--------|-------------|------|-------|------|-------|------|------|------|------|-------|------|-------|-------|------|-------|
|        | 茶饮          |      |       |      |       |      |      |      |      |       | 咖啡   |       |       |      |       |
|        | 蜜雪冰城        | 甜啦啦  | 古茗    | 茶百道  | 沪上阿姨  | 喜茶   | 奈雪的茶 | 霸王茶姬 | 茉莉奶白 | 爷爷不泡茶 | 幸运咖  | 库迪咖啡  | 瑞幸咖啡  | 星巴克  | 星巴克臻选 |
| 202412 | 33626       | 5179 | 9851  | 7905 | 8495  | 4390 | 1806 | 6189 | 1011 | 1319  | 3325 | 9296  | 22131 | 6779 | 817   |
| 202501 | 33389       | 5217 | 9902  | 7598 | 8545  | 4381 | 1776 | 6411 | 1146 | 1530  | 3047 | 9845  | 21063 | 6818 | 817   |
| 202502 | 34676       | 5171 | 9843  | 7692 | 8469  | 4337 | 1748 | 6420 | 1150 | 1560  | 3312 | 9902  | 22159 | 6819 | 819   |
| 202503 | 35708       | 5019 | 9860  | 7509 | 8423  | 4300 | 1697 | 6430 | 1129 | 1608  | 3571 | 9730  | 23137 | 6905 | 820   |
| 202504 | 38369       | 5105 | 10204 | 7630 | 8533  | 4280 | 1668 | 6605 | 1297 | 1792  | 3846 | 10164 | 24083 | 6961 | 822   |
| 202505 | 38795       | 5281 | 10597 | 7697 | 8646  | 4267 | 1659 | 6719 | 1442 | 1917  | 4175 | 10917 | 24760 | 6986 | 827   |
| 202506 | 40078       | 5395 | 11081 | 7585 | 8590  | 4187 | 1617 | 6774 | 1515 | 2011  | 4406 | 12232 | 25266 | 6996 | 827   |
| 202507 | 41255       | 5450 | 11444 | 7513 | 8712  | 4110 | 1615 | 6857 | 1615 | 2104  | 4497 | 13421 | 25017 | 7005 | 828   |
| 202508 | 41255       | 5532 | 11824 | 7516 | 8829  | 4036 | 1597 | 6858 | 1743 | 2181  | 4907 | 14426 | 25836 | 7019 | 830   |
| 202509 | 41122       | 5597 | 12414 | 7697 | 9266  | 3939 | 1583 | 6920 | 1871 | 2287  | 6020 | 15528 | 27950 | 7102 | 835   |
| 202510 | 41188       | 5649 | 12862 | 7815 | 9601  | 3895 | 1595 | 6994 | 2019 | 2415  | 6725 | 16343 | 28959 | 7172 | 838   |
| 202511 | 40529       | 5501 | 13116 | 7747 | 9950  | 3829 | 1591 | 6993 | 2066 | 2468  | 7791 | 16208 | 29596 | 7178 | 837   |
| 202512 | 41396       | 5462 | 13335 | 7785 | 10155 | 3798 | 1598 | 7019 | 2135 | 2541  | 8250 | 16210 | 30054 | 7186 | 839   |
| 202601 | 41367       | 5436 | 13536 | 7780 | 10277 | 3777 | 1611 | 7007 | 2178 | 2595  | 8154 | 16475 | 30072 | 7162 | 840   |

|              | 净增门店数量(单位: 家) |      |      |      |      |      |      |      |      |       |      |      |       |     |       |
|--------------|---------------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|------|------|-------|-----|-------|
|              | 茶饮            |      |      |      |      |      |      |      |      |       | 咖啡   |      |       |     |       |
|              | 蜜雪冰城          | 甜啦啦  | 古茗   | 茶百道  | 沪上阿姨 | 喜茶   | 奈雪的茶 | 霸王茶姬 | 茉莉奶白 | 爷爷不泡茶 | 幸运咖  | 库迪咖啡 | 瑞幸咖啡  | 星巴克 | 星巴克臻选 |
| 202501       | -237          | 38   | 51   | -307 | 50   | -9   | -30  | 222  | 135  | 211   | -278 | 549  | -1068 | 39  | 0     |
| 202502       | 1287          | -46  | -59  | 94   | -76  | -44  | -28  | 9    | 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  | 125   | 329  | 753  | 677   | 25  | 5     |
| 202506       | 1283          | 114  | 484  | -112 | -56  | -80  | -42  | 55   | 73   | 94    | 231  | 1315 | 506   | 10  | 0     |
| 202507       | 1177          | 55   | 363  | -72  | 122  | -77  | -2   | 83   | 100  | 93    | 91   | 1189 | -249  | 9   | 1     |
| 202508       | 0             | 82   | 380  | 3    | 117  | -74  | -18  | 1    | 128  | 77    | 410  | 1005 | 819   | 14  | 2     |
| 202509       | -133          | 65   | 590  | 181  | 437  | -97  | -14  | 62   | 128  | 106   | 1113 | 1102 | 2114  | 83  | 5     |
| 202510       | 66            | 52   | 448  | 118  | 335  | -44  | 12   | 74   | 148  | 128   | 705  | 815  | 1009  | 70  | 3     |
| 202511       | -659          | -148 | 254  | -68  | 349  | -66  | -4   | -1   | 47   | 53    | 1066 | -135 | 637   | 6   | -1    |
| 202512       | 867           | -39  | 219  | 38   | 205  | -31  | 7    | 26   | 69   | 73    | 459  | 2    | 458   | 8   | 2     |
| 2025年1-12月合计 | 7770          | 283  | 3484 | -120 | 1660 | -592 | -208 | 830  | 1124 | 1222  | 4925 | 6914 | 7923  | 407 | 22    |
| 202601       | -29           | -26  | 201  | -5   | 122  | -21  | 13   | -12  | 43   | 54    | -96  | 265  | 18    | -24 | 1     |

数据来源: 久谦数据、开源证券研究所

图11: 2026年1月蜜雪冰城店效同比增长1.4%, 古茗同比增长15.8%, 幸运咖同比增长37%

|            | 单个门店月均店效(单位: 万元) |      |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|------------|------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|            | 茶饮               |      |       |       |       |       |       |       |       |       | 咖啡    |       |       |       |       |
|            | 蜜雪冰城             | 甜啦啦  | 古茗    | 茶百道   | 沪上阿姨  | 喜茶    | 奈雪的茶  | 霸王茶姬  | 茉莉奶白  | 爷爷不泡茶 | 幸运咖   | 库迪咖啡  | 瑞幸咖啡  | 星巴克   | 星巴克臻选 |
| 202501     | 16.1             | 5.4  | 19.9  | 15.3  | 16.3  | 31.8  | 36.1  | 40.8  | 21.2  | 16.7  | 9.1   | 11.9  | 23.5  | 38.2  | 44.8  |
| 202502     | 14.6             | 6.1  | 18.4  | 14.1  | 15.2  | 27.7  | 32.4  | 37.1  | 20.9  | 15.1  | 8.7   | 10.4  | 22.3  | 33.6  | 41.6  |
| 202503     | 13.6             | 4.5  | 16.3  | 13.4  | 13.3  | 28.8  | 31.3  | 35.5  | 20.3  | 13.2  | 8.5   | 11.7  | 23.4  | 34.2  | 43.1  |
| 202504     | 13.7             | 4.2  | 17.3  | 13.6  | 13.7  | 28.1  | 32.8  | 35.3  | 18.2  | 13.1  | 6.3   | 12.1  | 24.0  | 34.1  | 43.0  |
| 202505     | 16.1             | 5.6  | 21.1  | 15.5  | 16.2  | 29.4  | 39.2  | 39.8  | 21.6  | 15.5  | 8.7   | 14.9  | 25.6  | 37.9  | 46.3  |
| 202506     | 17.2             | 5.3  | 19.4  | 15.0  | 16.1  | 29.2  | 35.4  | 37.1  | 22.0  | 15.8  | 9.3   | 13.6  | 26.3  | 35.1  | 43.3  |
| 202507     | 19.3             | 6.7  | 21.6  | 17.4  | 17.7  | 30.8  | 37.4  | 39.0  | 24.7  | 18.2  | 11.1  | 14.2  | 27.1  | 36.3  | 47.8  |
| 202508     | 19.3             | 6.4  | 24.4  | 17.1  | 17.5  | 35.5  | 38.7  | 40.6  | 25.2  | 18.7  | 10.6  | 14.0  | 28.2  | 38.6  | 48.2  |
| 202509     | 15.8             | 5.0  | 18.9  | 14.0  | 14.4  | 31.5  | 32.5  | 33.8  | 20.4  | 14.4  | 10.1  | 12.6  | 24.8  | 35.8  | 45.5  |
| 202510     | 17.9             | 7.1  | 22.5  | 15.9  | 16.4  | 34.6  | 33.4  | 38.5  | 23.5  | 15.9  | 11.9  | 13.2  | 25.0  | 36.6  | 50.0  |
| 202511     | 14.6             | 6.1  | 19.9  | 14.6  | 14.9  | 32.9  | 31.8  | 35.4  | 22.1  | 15.4  | 10.7  | 12.2  | 23.1  | 35.4  | 45.5  |
| 202512     | 15.8             | 6.9  | 21.4  | 15.3  | 15.0  | 35.0  | 33.8  | 37.2  | 23.4  | 17.0  | 11.9  | 12.9  | 23.1  | 36.5  | 48.5  |
| 2025年1-12月 | 194.0            | 69.4 | 241.1 | 181.2 | 186.9 | 375.4 | 414.8 | 450.1 | 263.5 | 189.0 | 116.9 | 153.6 | 296.4 | 432.4 | 547.6 |
| 202601     | 16.3             | 7.8  | 23.0  | 16.3  | 15.7  | 36.6  | 34.6  | 37.5  | 24.2  | 17.6  | 12.5  | 13.9  | 23.0  | 36.1  | 48.8  |

|            | 单个门店月均店效同比增长数据 |        |       |       |       |        |       |        |        |        |        |       |       |       |        |
|------------|----------------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|--------|
|            | 茶饮             |        |       |       |       |        |       |        |        |        | 咖啡     |       |       |       |        |
|            | 蜜雪冰城           | 甜啦啦    | 古茗    | 茶百道   | 沪上阿姨  | 喜茶     | 奈雪的茶  | 霸王茶姬   | 茉莉奶白   | 爷爷不泡茶  | 幸运咖    | 库迪咖啡  | 瑞幸咖啡  | 星巴克   | 星巴克臻选  |
| 202501     | 25.9%          | -16.2% | 13.5% | 3.9%  | 19.6% | -12.0% | -0.1% | -19.2% | -8.0%  | 11.3%  | 23.5%  | 37.2% | 4.7%  | 6.9%  | -11.5% |
| 202502     | -2.1%          | -29.2% | -0.4% | -6.7% | 2.3%  | -19.7% | -4.6% | -27.3% | 1.6%   | -8.0%  | 7.4%   | 20.5% | 5.9%  | -7.6% | -15.8% |
| 202503     | 4.1%           | -29.7% | 12.4% | 8.3%  | 12.8% | -13.1% | 1.7%  | -24.7% | -10.4% | -10.4% | 12.6%  | 37.0% | 11.6% | -0.4% | -2.9%  |
| 202504     | 1.1%           | -33.3% | 31.6% | 16.4% | 19.3% | -7.5%  | 8.4%  | -22.7% | -11.7% | -3.9%  | -26.1% | 43.7% | 10.7% | 3.0%  | 0.9%   |
| 202505     | 19.0%          | -10.6% | 28.9% | 18.3% | 22.9% | -8.1%  | 12.6% | -15.7% | -1.2%  | 18.2%  | 4.5%   | 51.4% | 10.8% | 2.4%  | 0.7%   |
| 202506     | 18.7%          | -1.4%  | 19.2% | 7.0%  | 22.4% | 0.0%   | 12.8% | -17.2% | 2.2%   | 30.9%  | 0.8%   | 32.1% | 11.9% | -5.3% | -2.4%  |
| 202507     | 12.3%          | 33.6%  | 18.4% | 11.6% | 30.1% | 1.4%   | 12.1% | -17.9% | 16.9%  | 20.9%  | 4.5%   | 31.6% | 12.3% | -1.4% | 9.8%   |
| 202508     | 8.0%           | 0.1%   | 29.8% | 5.1%  | 25.6% | 11.4%  | 4.3%  | -18.8% | 29.7%  | 14.2%  | 4.4%   | 23.7% | 12.4% | 2.3%  | 7.0%   |
| 202509     | 17.7%          | 9.9%   | 29.5% | 6.3%  | 15.9% | 9.0%   | 1.8%  | -21.0% | 8.1%   | -6.7%  | 9.4%   | 15.8% | 8.4%  | -1.7% | 6.4%   |
| 202510     | 29.0%          | 50.7%  | 44.4% | 14.6% | 21.0% | 15.0%  | 1.0%  | -9.8%  | 20.1%  | -9.0%  | 24.7%  | 12.4% | 2.9%  | 2.2%  | 6.0%   |
| 202511     | 19.3%          | 56.9%  | 32.9% | 15.8% | 26.1% | 13.4%  | 1.7%  | -10.2% | 12.0%  | -0.9%  | 19.3%  | 13.8% | 6.9%  | 1.9%  | 2.7%   |
| 202512     | 24.2%          | 63.8%  | 24.4% | 10.2% | 9.5%  | 16.8%  | -6.0% | -10.3% | 22.6%  | 10.2%  | 86.9%  | 16.5% | 3.0%  | 1.2%  | 11.2%  |
| 2025年1-12月 | 14.3%          | 1.7%   | 23.2% | 8.9%  | 18.8% | -0.1%  | 3.7%  | -18.2% | 6.2%   | 4.8%   | 12.4%  | 27.1% | 8.5%  | 0.2%  | 0.7%   |
| 202601     | 1.4%           | 46.1%  | 15.8% | 6.5%  | -4.1% | 14.8%  | -4.2% | -7.9%  | 14.3%  | 5.5%   | 37.0%  | 16.8% | -2.4% | -5.5% | 8.9%   |

数据来源: 久谦数据、开源证券研究所

## 2.2、中西餐：锅圈开店、同店表现亮眼，中式快餐表现优于西式快餐

2026年1月餐饮门店扩张节奏有所调整，中式正餐与西式快餐呈现差异化发展特征，精细化管理下坪效表现优于店效，外卖渠道成为核心增量赛道。

从门店数量来看，根据久谦数据，截至2026年1月，小菜园、绿茶、老乡鸡等中式餐饮品牌门店数分别达到811、599、1721家；太二重回开店，门店数为466家。西式快餐保持扩张节奏，肯德基、必胜客、达美乐门店数分别达到12447、4201、1419家，海底捞、锅圈门店数分别为1367、11171家。2026年1月单月，小菜园净增23家、绿茶净增30家、老乡鸡净增43家，太二净增24家；西式快餐中肯德基净增153家、必胜客净增104家、达美乐净增87家，海底捞净增3家、锅圈净增184家，头部品牌渠道扩张的规模效应进一步凸显。

图12：2026年1月，肯德基、必胜客、锅圈保持较快开店速度，门店数分别达到12447、4201、11171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    | 袁记云饺 | 遇见小面 |  |
| 202412       | 662 | 460 | 614  | 1453 | 11172 | 3650 | 1014 | 1317 | 9726  | 4012 | 361  |  |
| 202501       | 671 | 471 | 602  | 1485 | 11285 | 3741 | 1088 | 1330 | 9927  | 4019 | 373  |  |
| 202502       | 669 | 473 | 595  | 1481 | 11399 | 3761 | 1105 | 1318 | 9973  | 4029 | 369  |  |
| 202503       | 663 | 475 | 582  | 1504 | 11513 | 3744 | 1106 | 1319 | 9988  | 4012 | 370  |  |
| 202504       | 662 | 483 | 577  | 1529 | 11704 | 3769 | 1157 | 1323 | 10077 | 4026 | 384  |  |
| 202505       | 661 | 485 | 567  | 1560 | 11709 | 3795 | 1178 | 1324 | 10168 | 3966 | 393  |  |
| 202506       | 670 | 489 | 539  | 1577 | 11753 | 3809 | 1187 | 1332 | 10190 | 3954 | 406  |  |
| 202507       | 678 | 496 | 529  | 1610 | 11761 | 3857 | 1246 | 1347 | 10325 | 3990 | 419  |  |
| 202508       | 697 | 504 | 521  | 1620 | 11838 | 3866 | 1266 | 1351 | 10256 | 4049 | 426  |  |
| 202509       | 716 | 511 | 474  | 1620 | 11906 | 3936 | 1281 | 1358 | 10376 | 4139 | 434  |  |
| 202510       | 748 | 524 | 486  | 1652 | 11969 | 4012 | 1307 | 1357 | 10632 | 4202 | 439  |  |
| 202511       | 758 | 543 | 450  | 1671 | 12277 | 4021 | 1312 | 1362 | 10771 | 4291 | 454  |  |
| 202512       | 788 | 569 | 442  | 1678 | 12294 | 4097 | 1332 | 1364 | 10987 | 4329 | 474  |  |
| 202601       | 811 | 599 | 466  | 1721 | 12447 | 4201 | 1419 | 1367 | 11171 | 4335 | 494  |  |
| 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    | 袁记云饺 | 遇见小面 |  |
| 202501       | 9   | 11  | -12  | 32   | 113   | 91   | 74   | 13   | 201   | 7    | 12   |  |
| 202502       | -2  | 2   | -7   | -4   | 114   | 20   | 17   | -12  | 46    | 10   | -4   |  |
| 202503       | -6  | 2   | -13  | 23   | 114   | -17  | 1    | 1    | 15    | -17  | 1    |  |
| 202504       | -1  | 8   | -5   | 25   | 191   | 25   | 51   | 4    | 89    | 14   | 14   |  |
| 202505       | -1  | 2   | -10  | 31   | 5     | 26   | 21   | 1    | 91    | -60  | 9    |  |
| 202506       | 9   | 4   | -28  | 17   | 44    | 14   | 9    | 8    | 22    | -12  | 13   |  |
| 202507       | 8   | 7   | -10  | 33   | 8     | 48   | 59   | 15   | 135   | 36   | 13   |  |
| 202508       | 19  | 8   | -8   | 10   | 77    | 9    | 20   | 4    | -69   | 59   | 7    |  |
| 202509       | 19  | 7   | -47  | 0    | 68    | 70   | 15   | 7    | 120   | 90   | 8    |  |
| 202510       | 32  | 13  | 12   | 32   | 63    | 76   | 26   | -1   | 256   | 63   | 5    |  |
| 202511       | 10  | 19  | -36  | 19   | 308   | 9    | 5    | 5    | 139   | 89   | 15   |  |
| 202512       | 30  | 26  | -8   | 7    | 17    | 76   | 20   | 2    | 216   | 38   | 20   |  |
| 2025年1-12月   | 126 | 109 | -172 | 225  | 1122  | 447  | 318  | 47   | 1261  | 317  | 113  |  |
| 202601       | 23  | 30  | 24   | 43   | 153   | 104  | 87   | 3    | 184   | 6    | 20   |  |

数据来源：久谦数据、开源证券研究所

在店效方面，2026年1月正餐品牌店效呈现分化，中式快餐表现亮眼，西式快餐龙头展现较强经营韧性。根据久谦数据，2026年1月小菜园、绿茶单店月均同店店效同比分别-16.2%、-4.3%；袁记云饺、老乡鸡同店店效同比+48.2%、+21.4%。西式快餐中，肯德基、必胜客单店月均店效分别同比-6.9%、-10.3%。锅圈同店单店月均店效同比+31.6%。

坪效维度，2026年1月各品牌同店月均坪效表现整体优于店效，精细化运营成效显著。小菜园、绿茶同店坪效同比分别-16.6%、-3.8%，袁记云饺、老乡鸡同比+48.2%、+21%；西式快餐中肯德基、必胜客坪效同比-6.6%、-8.6%。锅圈同店单店月均坪效同比+31.9%。

**图13: 2026年1月, 锅圈、袁记云饺、老乡鸡的单店月均同店坪效分别同比+31.9%、+48.2%、+21%**

| 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    | 锅圈     | 袁记云饺   | 遇见小面   |
| 202501            | 92.9   | 87.6   | 71.2   | 43.1   | 82.0   | 61.8   | 37.9   | 259.6  | 17.4   | 12.8   | 28.5   |
| 202502            | 81.0   | 80.5   | 65.3   | 41.7   | 71.1   | 52.5   | 34.1   | 242.2  | 16.3   | 12.0   | 26.8   |
| 202503            | 75.8   | 80.1   | 66.5   | 47.8   | 68.6   | 50.1   | 33.2   | 222.3  | 16.5   | 12.2   | 26.5   |
| 202504            | 73.5   | 80.8   | 60.3   | 43.7   | 64.4   | 47.9   | 32.0   | 211.7  | 16.9   | 13.5   | 24.3   |
| 202505            | 88.8   | 90.7   | 63.7   | 46.7   | 73.2   | 54.8   | 32.4   | 242.8  | 16.0   | 16.4   | 28.1   |
| 202506            | 85.9   | 86.8   | 60.5   | 47.4   | 71.6   | 53.2   | 32.2   | 233.4  | 16.9   | 17.6   | 28.6   |
| 202507            | 92.1   | 93.3   | 60.6   | 52.3   | 78.9   | 58.5   | 33.2   | 246.1  | 16.8   | 19.5   | 34.0   |
| 202508            | 94.7   | 96.4   | 62.4   | 54.1   | 79.8   | 60.9   | 33.5   | 257.4  | 16.9   | 19.6   | 34.1   |
| 202509            | 75.3   | 77.9   | 54.1   | 48.1   | 66.4   | 48.9   | 28.8   | 209.6  | 17.7   | 17.1   | 27.3   |
| 202510            | 85.4   | 83.7   | 58.5   | 49.4   | 76.3   | 54.6   | 33.2   | 248.1  | 19.5   | 18.2   | 28.5   |
| 202511            | 69.8   | 77.4   | 55.5   | 48.8   | 67.4   | 50.5   | 29.6   | 226.3  | 20.2   | 17.5   | 26.9   |
| 202512            | 71.3   | 77.8   | 57.8   | 48.6   | 72.1   | 50.5   | 33.4   | 231.3  | 21.9   | 18.2   | 26.1   |
| 202601            | 77.9   | 83.8   | 61.7   | 52.3   | 76.3   | 55.5   | 33.8   | 240.3  | 22.9   | 19.0   | 28.1   |
| 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    | 锅圈     | 袁记云饺   | 遇见小面   |
| 202501            | 0.8%   | -14.3% | -11.2% | -18.1% | 8.9%   | 2.7%   | -7.5%  | -4.9%  | 306.0% | -36.3% | -6.8%  |
| 202502            | -20.5% | -25.8% | -20.3% | 17.0%  | -12.2% | -15.9% | -18.2% | -15.8% | 187.6% | -39.3% | -12.4% |
| 202503            | -9.4%  | -12.1% | -18.8% | 11.4%  | -1.1%  | -8.7%  | -25.4% | -9.6%  | 312.0% | -37.4% | -12.2% |
| 202504            | -4.9%  | -4.2%  | -18.4% | 6.6%   | -0.3%  | 0.3%   | -37.0% | -8.6%  | 267.7% | -14.1% | -10.7% |
| 202505            | 3.2%   | -5.4%  | -20.9% | 15.5%  | 0.7%   | -4.6%  | -21.6% | -6.2%  | 272.7% | -5.4%  | 7.9%   |
| 202506            | 2.5%   | -10.5% | -19.7% | 19.8%  | -3.9%  | -8.9%  | -18.0% | -6.8%  | 181.8% | -5.5%  | 0.6%   |
| 202507            | 3.5%   | -9.3%  | -27.7% | 18.4%  | 1.8%   | -2.9%  | -13.9% | -3.3%  | 347.9% | 25.5%  | 8.5%   |
| 202508            | 3.0%   | -6.0%  | -19.8% | 19.5%  | 0.8%   | -3.1%  | -15.3% | 4.0%   | 403.3% | 13.5%  | 9.5%   |
| 202509            | 0.0%   | -11.2% | -23.2% | 11.6%  | 1.0%   | -4.2%  | -12.5% | -4.3%  | 167.5% | -4.5%  | 4.4%   |
| 202510            | 4.8%   | -5.3%  | -23.6% | 17.0%  | 8.8%   | 3.5%   | -2.6%  | 1.1%   | 165.1% | 4.0%   | 6.5%   |
| 202511            | -5.0%  | 7.0%   | -19.3% | 18.4%  | 7.1%   | 2.6%   | -7.1%  | -1.6%  | 208.1% | 4.5%   | 11.2%  |
| 202512            | -11.5% | -2.8%  | -15.0% | 0.9%   | 1.9%   | -3.6%  | -13.4% | -5.9%  | 213.1% | 24.5%  | 1.3%   |
| 2025年1-12月        | -3.0%  | -9.0%  | -19.9% | 10.7%  | 0.9%   | -3.8%  | -17.0% | -5.3%  | 235.5% | -7.6%  | 0.4%   |
| 202601            | -16.2% | -4.3%  | -13.4% | 21.4%  | -6.9%  | -10.3% | -10.9% | -7.5%  | 31.6%  | 48.1%  | -1.6%  |
| 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    | 锅圈     | 袁记云饺   | 遇见小面   |
| 202501            | 4.1%   | -3.3%  | -10.2% | -19.0% | 11.3%  | 7.2%   | -27.8% | -2.2%  | 9.8%   | -24.9% | -4.5%  |
| 202502            | -18.3% | -16.3% | -19.4% | 11.4%  | -9.4%  | -11.5% | -34.3% | -13.5% | -22.2% | -28.2% | -10.3% |
| 202503            | -7.3%  | -2.9%  | -17.8% | 6.0%   | 0.8%   | -3.1%  | -36.4% | -7.0%  | 11.5%  | -26.1% | -10.1% |
| 202504            | -3.8%  | 6.2%   | -17.5% | -3.9%  | 1.6%   | 5.8%   | -44.0% | -6.0%  | -0.4%  | 1.8%   | -8.6%  |
| 202505            | 4.8%   | 4.9%   | -20.0% | 2.5%   | 3.2%   | 0.1%   | -27.8% | -3.5%  | 1.1%   | 11.9%  | 9.0%   |
| 202506            | 3.5%   | -0.7%  | -18.9% | 10.8%  | -2.7%  | -4.2%  | -25.0% | -4.7%  | -23.6% | 11.8%  | 3.4%   |
| 202507            | 4.3%   | -1.0%  | -27.0% | 9.5%   | 2.8%   | 2.3%   | -20.8% | -1.1%  | 21.4%  | 27.2%  | 11.5%  |
| 202508            | 3.8%   | 1.2%   | -19.3% | 10.4%  | 2.2%   | 1.3%   | -16.3% | 6.4%   | 36.5%  | 15.1%  | 9.5%   |
| 202509            | -0.3%  | -3.8%  | -22.7% | 1.9%   | 2.4%   | 0.6%   | -13.5% | -2.0%  | -27.5% | -3.1%  | 4.4%   |
| 202510            | 7.9%   | 1.2%   | -23.1% | 6.9%   | 10.3%  | 8.8%   | -3.7%  | 2.8%   | -28.1% | 8.5%   | 6.5%   |
| 202511            | -2.2%  | 10.0%  | -19.4% | 16.2%  | 8.6%   | 7.9%   | -8.2%  | 1.3%   | -16.5% | 9.0%   | 11.2%  |
| 202512            | -9.0%  | -1.3%  | -15.1% | -1.0%  | 3.2%   | 0.8%   | -14.4% | -3.2%  | -15.1% | 35.0%  | 1.3%   |
| 2025年1-12月        | -1.2%  | -0.8%  | -19.2% | 3.8%   | 2.7%   | 1.1%   | -24.7% | -2.9%  | -9.1%  | 2.3%   | 1.8%   |
| 202601            | -16.6% | -3.8%  | -13.4% | 21.0%  | -6.6%  | -8.6%  | -10.9% | -7.4%  | 31.9%  | 48.2%  | -1.6%  |

数据来源: 久谦数据、开源证券研究所

从外卖销售额来看, 各品牌外卖销售额均保持可观规模, 海底捞外卖布局成效初显。根据久谦数据, 2026年1月, 海底捞、达美乐、遇见小面美团外卖销售额保持较快增长, 其中海底捞同比增长122.6%, 新开海底捞冒菜、海底捞拌饭等外卖专属门店, 外卖成为品牌业绩增长的全新突破口。

**图14：2026年1月，海底捞、达美乐、遇见小面美团外卖销售额保持较快增长，其中海底捞同比增长122.6%**

| 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    | 遇见小面  | 袁记云饺   |
| 202501               | 8537   | 4842   | 2820   | 16893  | 108029 | 22932  | 4970  | 72620  | 1834  | 14272  |
| 202502               | 7432   | 4299   | 2759   | 14789  | 109744 | 21469  | 4688  | 71593  | 1869  | 13517  |
| 202503               | 7367   | 4304   | 2689   | 15828  | 99506  | 19340  | 4400  | 80336  | 2004  | 13491  |
| 202504               | 7190   | 4947   | 2688   | 15845  | 91330  | 18643  | 4444  | 103509 | 2164  | 13991  |
| 202505               | 7013   | 5381   | 2746   | 16508  | 100301 | 19012  | 4687  | 109049 | 2218  | 15015  |
| 202506               | 6995   | 5818   | 2979   | 17917  | 108650 | 19316  | 4998  | 91179  | 2298  | 14481  |
| 202507               | 8288   | 6671   | 2974   | 19612  | 121268 | 22178  | 5459  | 99698  | 2829  | 17335  |
| 202508               | 8116   | 5741   | 2601   | 20022  | 127868 | 22241  | 5945  | 131571 | 2892  | 16746  |
| 202509               | 7680   | 5449   | 2316   | 18285  | 109764 | 19198  | 5648  | 132347 | 2928  | 14813  |
| 202510               | 7834   | 5655   | 2722   | 17692  | 107923 | 20604  | 6216  | 142777 | 3059  | 15868  |
| 202511               | 7426   | 5671   | 2443   | 17650  | 114151 | 21780  | 6480  | 146539 | 3042  | 16338  |
| 202512               | 6144   | 4089   | 2116   | 15782  | 109632 | 20275  | 5525  | 158703 | 2670  | 15798  |
| 202601               | 5786   | 4044   | 2079   | 14815  | 109234 | 20950  | 6021  | 161639 | 2197  | 15797  |
| 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    | 遇见小面  | 袁记云饺   |
| 202501               | 22.6%  | 53.6%  | 38.9%  | 29.4%  | 12.5%  | 20.4%  | 37.5% | 73.8%  | 23.7% | 6.4%   |
| 202502               | 12.2%  | 44.2%  | 29.6%  | 24.4%  | 6.3%   | 13.6%  | 29.4% | 77.9%  | 36.1% | 6.8%   |
| 202503               | 14.2%  | 43.6%  | 13.6%  | 31.4%  | 7.7%   | 12.2%  | 19.2% | 114.0% | 40.4% | 7.8%   |
| 202504               | 4.4%   | 67.8%  | 3.7%   | 26.3%  | 5.0%   | 4.9%   | 19.3% | 157.0% | 52.2% | 7.1%   |
| 202505               | -2.4%  | 76.3%  | -0.8%  | 35.4%  | 6.6%   | 4.0%   | 28.3% | 152.8% | 55.9% | 13.0%  |
| 202506               | -8.7%  | 75.3%  | -6.1%  | 30.1%  | 21.9%  | 2.5%   | 36.7% | 78.1%  | 52.9% | -2.1%  |
| 202507               | 1.5%   | 73.9%  | -11.4% | 29.7%  | 19.8%  | 2.0%   | 46.5% | 82.5%  | 60.8% | 3.9%   |
| 202508               | -3.9%  | 29.1%  | -25.4% | 23.4%  | 10.4%  | -3.6%  | 51.1% | 116.4% | 70.9% | -5.4%  |
| 202509               | -8.3%  | 22.3%  | -32.3% | 16.3%  | 8.3%   | -10.7% | 51.0% | 113.8% | 73.2% | -16.3% |
| 202510               | -3.8%  | 31.1%  | -12.7% | 6.2%   | 11.7%  | 2.2%   | 61.7% | 126.1% | 83.5% | -8.3%  |
| 202511               | -9.9%  | 34.4%  | -15.3% | 10.4%  | 27.4%  | 15.7%  | 67.5% | 126.7% | 76.1% | -9.2%  |
| 202512               | -29.3% | -6.3%  | -23.9% | -1.7%  | 11.9%  | 0.4%   | 32.9% | 130.4% | 49.6% | -8.8%  |
| 2025年1-12月           | -2.0%  | 42.6%  | -6.6%  | 20.8%  | 12.3%  | 4.8%   | 40.3% | 113.3% | 57.3% | -1.5%  |
| 202601               | -32.2% | -16.5% | -26.3% | -12.3% | 1.1%   | -8.6%  | 21.1% | 122.6% | 19.8% | 10.7%  |

数据来源：久谦数据、开源证券研究所

### 3、美丽：中国化妆品出口稳健增长，国货品牌出海叙事升维

中国化妆品出口连续向增长，2025年仍然保持稳健增长。据聚美丽公众账号统计，2025年中国化妆品出口数量156.6万吨/yoy+18.6%，中国化妆品出口金额559.25亿元/yoy+9.8%。

品牌出海叙事发生变化，呈现组织先行、市场本土化创新、全渠道布局、营销打法结合本土与时俱进等。

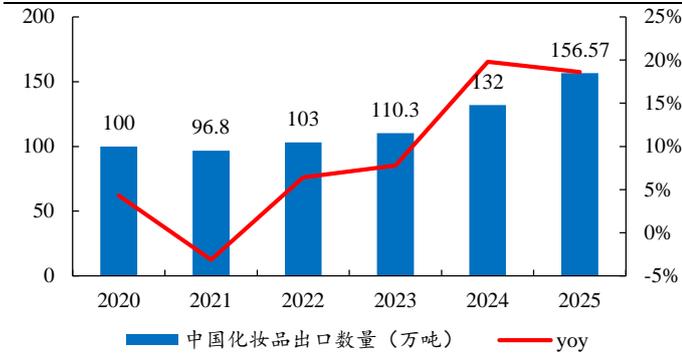
(1) 组织端：以海外本地化团队为支撑，遵循当地市场规则，在当地打造有价格带、有利润的品牌，不止于卖货，更在于通过本土化再造，在海外长期运营品牌。据品牌出海 BrandGlobal 公众号相关报道显示，2021年，橘朵正式启动出海计划，其在布局的海外市场几乎都搭建了本土化团队，涵盖电商运营、物流管理、线下业务拓展等岗位。上美股份创始人兼 CEO 吕义雄在 2025 聚美丽大会上也曾透露，会派核心关键人才去深入做出海。“东南亚市场派了胡杨，曾在上美内部立过两次‘战功’的大将，首战即决战。”

(2) 渠道端：国货美妆品牌正从早期依赖跨境电商平台的“货架式铺货”，转向深入主流零售渠道的“品牌化深耕”。如可复美、Fan Beauty Diary 通过海外屈臣氏扩大声量，花西子、花知晓入驻美国最大美妆零售 Ulta Beauty，植物医生、橘朵、酵色均在海外多国开设首店。

(3) 营销端：借势短剧、IP 流量加持破圈。以橘朵为例，借短剧热度“爆火”打开越南市场。据剧星传媒公众号显示，橘朵与其合作推出职场爱情短，邀约 TikTok 上拥有 400 万+粉丝的越南人气达人出演女主，通过剧情化植入宣传橘朵新款口红，让产品“成为故事的一部分”。短剧一上线便获得极大关注，首支视频在首日获得 49 万的自然播放量，并收获了 3.1 万赞和 479 条评论，橘朵也因此实现破圈，完成种草

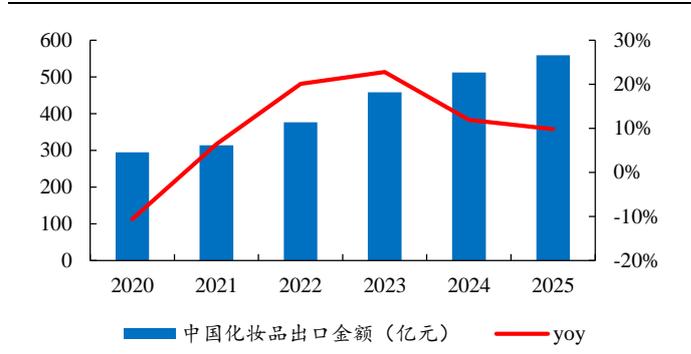
到直接销量的转化。Fan Beauty Diary 借创始人 IP 撬动海外市场。据考拉的营销笔记报道，明星单品仅 2 小时便全线售罄，仅 4 小时创下马来西亚屈臣氏门店品牌入驻首日销售最高记录，全网曝光 11 亿+。

图15: 2025 年中国化妆品出口数量稳健增长



数据来源：聚美丽公众号、开源证券研究所

图16: 2025 年中国化妆品出口金额稳健增长



数据来源：聚美丽公众号、开源证券研究所

表3: 2025 年多品牌出海深入主流零售渠道

| 品牌               | 品牌特点            | 时间 / 出海新动向  |
|------------------|-----------------|---|
| 花知晓              | 少女心彩妆品牌         | 2025 年 12 月 入驻 Ulta Beauty, 进入美国市场  |
| 植物医生             | 单品牌护肤品牌专卖店      | 2025 年 11 月 在泰国曼谷开出首家海外店  |
| INTO YOU         | 用色彩唤醒感官愉悦       | 2025 年 11 月 推萌兰联名系列, 为首个全球发售系列  |
| 橘朵               | 国民少女彩妆品牌        | 2025 年 10 月 海外首店开业, 落地新加坡; 28 日第二家海外线下专卖店在新加坡开业; 2025 年 9 月 入驻英国线下渠道 Skin Cupid |
| 花西子              | 东方彩妆, 以花养妆      | 2025 年 10 月 入驻 Ulta Beauty, 进入美国市场; 2025 年 1 月 在东京银座 Ginza Six 开设首家海外旗舰店        |
| 酵色               | “浪漫酷姐” 彩妆品牌     | 2025 年 9 月 入驻英国线下渠道 Skin Cupid; 2025 年 8 月 在新加坡开设首家海外线下专卖店                      |
| Fan Beauty Diary | 面膜及个人护理, 创始人 IP | 2025 年 8 月 进驻马来西亚屈臣氏  |
| 可复美              | 专业护理品牌          | 2025 年 7 月 进驻马来西亚屈臣氏  |
| 瑗尔博士             | 科学护肤品牌          | 2025 年 7 月 进驻马来西亚屈臣氏  |
| 韩束               | 国货护肤品牌          | 2025 年 2 月 进入越南, 实现月销售额超 30 万美元   |

资料来源：聚美丽公众号、开源证券研究所

## 4、二手经济：iphone 高端机型二手市场交易升温，黄金高位

### 催生消费者卖金热

商品消费需求旺盛，以旧换新政策效应持续显现。截至 2 月 19 日，2026 年消费品以旧换新惠及 2888.0 万人次，带动销售额 1980.2 亿元。其中，汽车以旧换新 61.2 万辆，带动新车销售额 1005.3 亿元。

消费者主动以旧换新，iPhone 17 Pro Max 成最热门以旧换新机。二手交易平台 SellCell 最新报告指出，iPhone 17 Pro Max 在以旧换新前 20 榜单中的占比从 11 月下旬的约 5.1% 升至 2 月初的 11.5%，在大约 12 周内实现翻倍（基于 SellCell 内部以旧换新数据，以及从 40 家独立 iPhone 回收商收集的二手市场价格趋势）。

86%的以旧换新设备被评定为全新或良好状态,表明不少用户在购买后不久便将其出售。

二手手机优质供给创造新需求,促进赛道升温。(1)从供给端看,iphone 17 Pro Max 保值率突出成为以旧换新“变现”动力。iPhone 17 Pro Max 自上市以来贬值约 25.4%。而在同期, iPhone 16 Pro Max 的贬值幅度约为 32.5%,换算下来,同期保值金额比上一代多出最高 95 美元。高保值率使得二级市场流转后的收入可以用来补贴下一代新机,或者转向购买性价比更高的手机,让“早买早卖”成为理性消费选择。

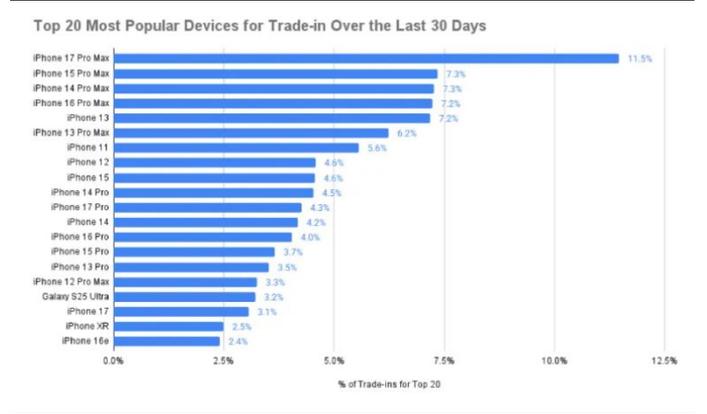
(2)从需求端看,高质量供给进入市场后,激活了价格敏感型高端用户。部分消费者消费能力尚不足以支撑购买最新款 Pro Max 旗舰机,但想要 iPhone 的顶级体验,二手机价格比新机便宜了 25%左右,是极具吸引力的“平替”选项。需求端扩大以及新机价格“坚挺”支撑 iPhone 17 Pro Max 二手价格持续高位,保值率维持较高水平。

图17: Iphone17 Pro Max 在以旧换新前 20 榜单中的占比从 11 月下旬的约 5.1% 升至 2 月初的 11.5%



资料来源: IT之家

图18: 截至 2026 年 2 月 9 日, iPhone 17 Pro Max 排名二手交易设备量第一



资料来源: IT之家

金价高位带动消费者卖金热情,二手交易平台交易走高。1 月底以来,国际金价的剧烈波动也迅速传导至国内市场——部分黄金珠宝品牌的首饰金克价在 1 月底短暂触及 1700 元后,有所回落: 2 月 12 日数据显示,目前国内品牌金首饰价格在 1550 元/克至 1562 元/克。金价的高位震荡带动消费者卖金热。据瞭望公众号,万物新生集团相关负责人对记者表示,1 月 1 日至 1 月 21 日,旗下“爱回收”的黄金回收业务累计回收额同比增长 146.9%。

企业为控制风险敞口,匹配市场价格机制,将黄金回收业务限定在交易日办理。例如,菜百股份宣布 2 月 6 日起、中国黄金宣布 2 月 7 日起,在周六、周日及法定节假日等上海黄金交易所非交易日期间,暂停办理贵金属回购业务,足以说明消费者交易诉求。

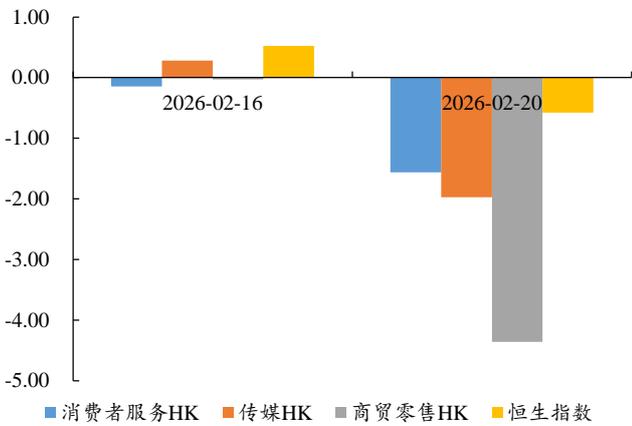
推荐标的: 万物新生。公司作为苹果官方回收商直接受益于 iPhone 17 Pro Max 的供需两旺红利。同时,基于消费者卖金需求增长及品牌方部分暂停该业务,公司作为与金交所直接合作平台且门店广泛便利,有望更为受益。基于此我们对公司 Q1 业绩呈乐观判断。

## 5、行业行情回顾：港股商贸零售/消费者服务/传媒跑输大盘

### 5.1、港股行业跟踪：本周商贸零售/消费者服务/传媒均下跌

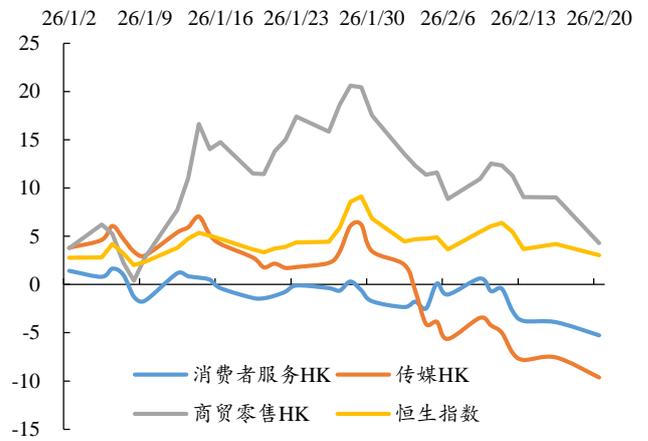
本周（2026.2.16-2026.2.20）港股消费者服务/传媒/商贸零售指数-1.56%/-1.97%/-4.36%，较恒生指数涨跌幅-0.98/-1.39/-3.78pct，在30个一级行业中排名第24/26/30；2026年初至今消费者服务/传媒/商贸零售行业指数-5.28%/-9.63%/+4.31%，消费者服务、传媒板块走势弱于恒生指数，商贸零售板块走势强于恒生指数，消费者服务/传媒/商贸零售在30个一级行业中排名第29/30/23。

图19：本周（2026.2.16-2026.2.20）港股本周商贸零售、消费者服务、传媒跑输恒生指数（%）



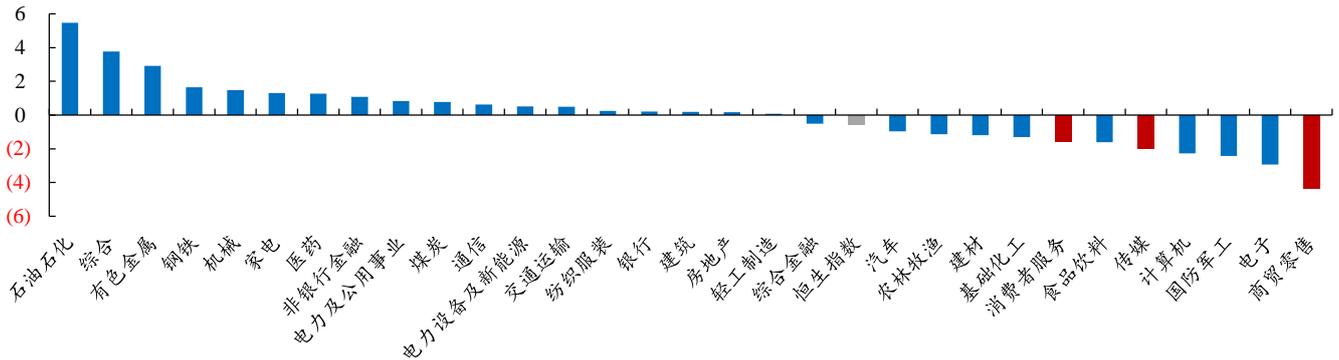
数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：2026年初至今商贸零售板块走势强于恒生指数（%）

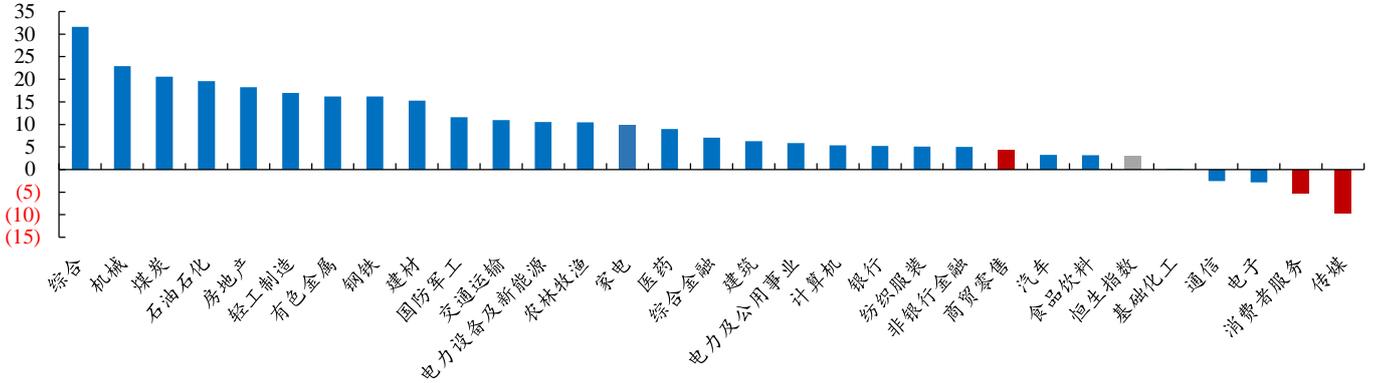


数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：本周（2026.2.16-2026.2.20）港股石油石化、综合、有色金属板块表现强劲（%）



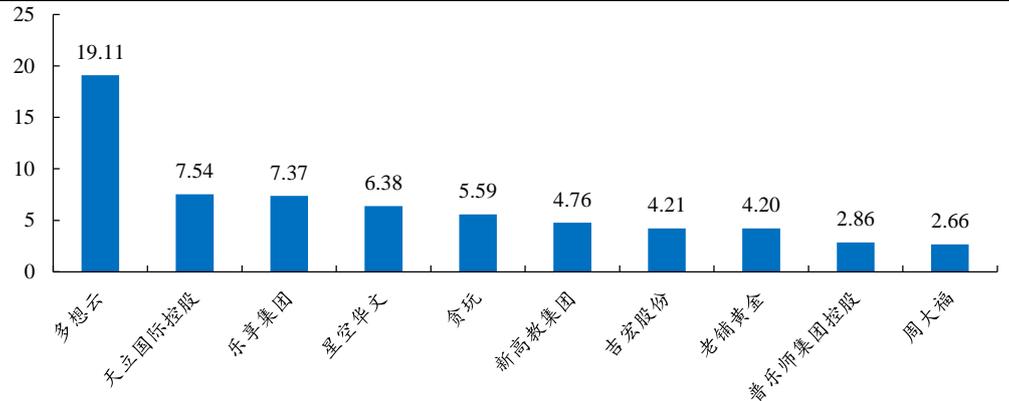
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图22：2026年初至今港股综合/机械/煤炭板块涨幅靠前（%）**


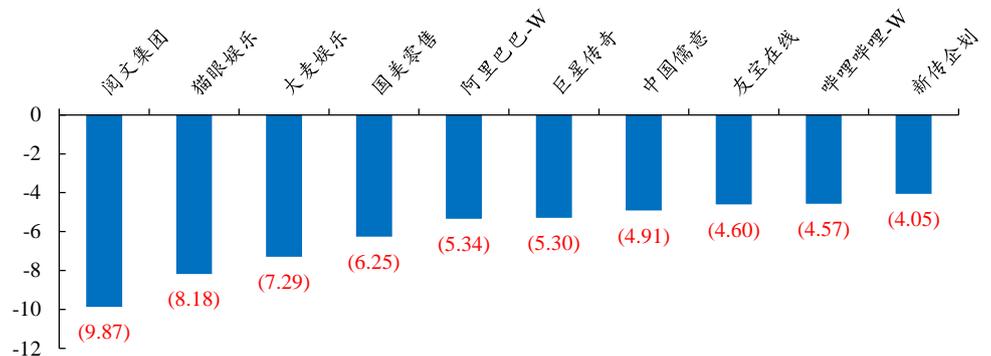
数据来源：Wind、开源证券研究所

### 5.2、港股消费标的表现：本周（2026.2.16-2026.2.20）传媒、教育类上涨排名靠前

本周（2026.2.16-2026.2.20）港股传媒、教育类涨幅靠前，涨幅前三名分别为多想云、天立国际控股、乐享集团，跌幅前三名分别为阅文集团、猫眼娱乐、大麦娱乐。

**图23：本周（2026.2.16-2026.2.20）多想云、天立国际控股、乐享集团领涨（%）**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图24：本周（2026.2.16-2026.2.20）阅文集团、猫眼娱乐、大麦娱乐跌幅较大（%）**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**表4：盈利预测与估值**

| 代码        | 公司名称   | 2026/2/20 |       | EPS   |       |        | PE    |       |     | 评级 |
|-----------|--------|-----------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-----|----|
|           |        | 收盘价       | 2025E | 2026E | 2027E | 2025E  | 2026E | 2027E |     |    |
| 1318.HK   | 毛戈平    | 85.65     | 2.40  | 3.10  | 4.00  | 31.69  | 24.53 | 19.01 | 买入  |    |
| 2367.HK   | 巨子生物   | 33.08     | 2.5   | 3.1   | 3.7   | 11.71  | 9.55  | 7.94  | 买入  |    |
| 2145.HK   | 上美股份   | 63.30     | 2.53  | 3.16  | 3.85  | 22.24  | 17.78 | 14.60 | 买入  |    |
| 2097.HK   | 蜜雪集团   | 392.60    | 15.57 | 19.46 | 23.67 | 22.39  | 17.92 | 14.72 | 增持  |    |
| 1364.HK   | 古茗     | 28.72     | 1.12  | 1.16  | 1.40  | 22.81  | 22.01 | 18.21 | 未评级 |    |
| 0325.HK   | 布鲁可    | 69.90     | 4.12  | 6.09  | 7.99  | 15.05  | 10.19 | 7.77  | 买入  |    |
| 300896.SZ | 爱美客    | 145.24    | 4.89  | 5.93  | 6.94  | 29.70  | 24.48 | 20.92 | 买入  |    |
| 920982.BJ | 锦波生物   | 217.52    | 7.83  | 10.02 | 12.58 | 27.79  | 21.72 | 17.29 | 买入  |    |
| 601888.SH | 中国中免   | 94.64     | 1.91  | 2.44  | 2.84  | 49.53  | 38.82 | 33.37 | 未评级 |    |
| 0780.HK   | 同程旅行   | 21.76     | 1.22  | 1.42  | 1.66  | 15.82  | 13.59 | 11.63 | 未评级 |    |
| 603099.SH | 长白山    | 40.75     | 0.66  | 0.80  | 0.95  | 61.57  | 50.86 | 42.88 | 买入  |    |
| 300795.SZ | 米奥会展   | 13.91     | 1.15  | 1.44  | 1.74  | 12.14  | 9.67  | 8.00  | 买入  |    |
| 001308.SZ | 康冠科技   | 21.87     | 1.00  | 1.43  | 1.74  | 21.97  | 15.35 | 12.54 | 买入  |    |
| 300856.SZ | 科思股份   | 13.70     | 0.51  | 0.75  | 0.99  | 27.04  | 18.38 | 13.90 | 买入  |    |
| 603277.SH | 银都股份   | 16.55     | 1.43  | 1.59  | 1.71  | 11.54  | 10.43 | 9.67  | 买入  |    |
| 688363.SH | 华熙生物   | 47.25     | 0.77  | 1.02  | 1.31  | 61.08  | 46.14 | 36.17 | 买入  |    |
| 300740.SZ | 水羊股份   | 23.63     | 0.50  | 0.72  | 0.97  | 47.42  | 32.67 | 24.27 | 买入  |    |
| 300192.SZ | 科德教育   | 20.60     | 0.50  | 0.56  | 0.62  | 40.95  | 36.81 | 33.17 | 买入  |    |
| 000526.SZ | 学大教育   | 37.50     | 2.07  | 2.58  | 3.11  | 18.10  | 14.54 | 12.04 | 未评级 |    |
| 603081.SH | 大丰实业   | 14.04     | 0.36  | 0.50  | 0.65  | 39.11  | 28.06 | 21.64 | 买入  |    |
| 300662.SZ | 科锐国际   | 27.91     | 1.47  | 1.76  | 2.11  | 18.93  | 15.89 | 13.25 | 未评级 |    |
| 600861.SH | 北京人力   | 18.11     | 2.03  | 1.83  | 1.99  | 8.94   | 9.90  | 9.08  | 未评级 |    |
| 600662.SH | 外服控股   | 5.85      | 0.31  | 0.34  | 0.35  | 18.76  | 17.31 | 16.49 | 未评级 |    |
| 603059.SH | 倍加洁    | 39.47     | 1.47  | 1.91  | 1.79  | 26.76  | 20.69 | 22.06 | 买入  |    |
| 9961.HK   | 携程集团-S | 415.80    | 42.37 | 27.16 | 31.12 | 8.71   | 13.59 | 11.86 | 未评级 |    |
| 300492.SZ | 华图山鼎   | 74.08     | 1.66  | 2.13  | 2.74  | 44.70  | 34.70 | 27.07 | 未评级 |    |
| 0667.HK   | 中国东方教育 | 6.00      | 0.36  | 0.45  | 0.55  | 16.88  | 13.21 | 10.86 | 未评级 |    |
| 1773.HK   | 天立国际控股 | 2.71      |       | 0.34  | 0.38  |        | 7.95  | 7.04  | 未评级 |    |
| 002659.SZ | 凯文教育   | 6.30      | 0.02  | 0.08  | 0.15  | 318.18 | 74.20 | 43.09 | 未评级 |    |
| 301011.SZ | 华立科技   | 26.53     | 0.76  | 1.16  | 1.51  | 34.88  | 22.89 | 17.56 | 未评级 |    |
| 300859.SZ | 西域旅游   | 36.75     | 0.61  | 0.77  | 0.92  | 59.96  | 47.47 | 40.12 | 未评级 |    |
| 9699.HK   | 顺丰同城   | 13.33     | 0.31  | 0.59  | 0.90  | 37.62  | 20.12 | 13.19 | 未评级 |    |
| 3690.HK   | 美团     | 80.75     | -3.20 | 0.88  | 5.16  | -22.43 | 81.32 | 13.88 | 未评级 |    |
| EDU.N     | 新东方    | 60.25     | 0.23  | 0.31  | 0.36  | 37.75  | 28.11 | 23.93 | 未评级 |    |
| TAL.N     | 好未来    | 10.95     | 0.25  | 0.40  | 0.55  | 44.55  | 27.71 | 19.99 | 买入  |    |
| 0999.HK   | 小菜园    | 8.51      | 0.62  | 0.73  | 0.88  | 12.24  | 10.29 | 8.56  | 未评级 |    |

|         |      |        |      |       |       |       |       |       |     |
|---------|------|--------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-----|
| 9992.HK | 泡泡玛特 | 244.40 | 8.04 | 11.20 | 15.05 | 27.00 | 19.38 | 14.42 | 买入  |
| 6831.HK | 绿茶集团 | 7.00   | 0.73 | 0.92  | 1.15  | 8.50  | 6.79  | 5.41  | 未评级 |
| 2517.HK | 锅圈   | 3.70   | 0.16 | 0.20  | 0.25  | 20.57 | 16.29 | 13.28 | 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 2 月 13 日港币兑人民币收盘价 0.88787；美股上市公司收盘价和 EPS 计价货币为美元，2026 年 2 月 13 日美元兑人民币收盘价 6.93980）

## 6、风险提示

项目落地不及预期，社会零售不及预期，行业竞争加剧等。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年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

### 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