

社会服务

2023年05月07日

一季度景区业绩开门红，医美行业强复苏

——行业周报

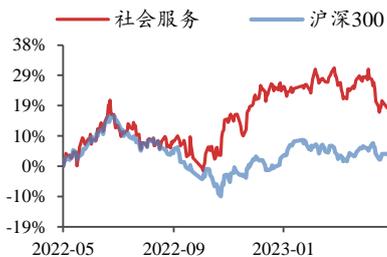
投资评级：看好（维持）

初敏（分析师）

chumin@kysec.cn

证书编号：S0790522080008

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《五一数据有望超预期前，关注下一季报密集发布——行业周报》

-2023.4.23

《政策支持五一文旅全面复苏，大丰文体旅新商业战略发布会成功举办——行业周报》

-2023.4.16

《清明假期旅游持续复苏，消博会在即提振免税信心——行业周报》

-2023.4.9

● 出行/免税：2023Q1 景区业绩开门红，离岛免税即购即提政策效果初显

出行/旅游：五一节后热门城市机票降幅近半，错峰出游有望延续旅游热度；中国夜间文旅市场空间广阔，多地刺激政策落地有望持续释放消费潜力；2023Q1 景区上市公司业绩实现开门红，有望持续受益于旅游市场高景气。**访港数据追踪：**本周（4.30-5.6）内地访客总入境人次达 650040 人，环比+6.4%，日均 9.3 万人，恢复至 2019 年同期 61.0%。**免税：**2023Q1 中免收入 207.7 亿元，同比+23.8%，收入端符合预期，利润端承压。1-3 月离岛免税购物金额 169 亿元/+14.6%，购物旅客人次 224 万人次/+27.2%。均价方面，2023 年 1-3 月离岛免税客单价 7513 元，较上年同期 8174 元略有下滑。4 月“即购即提”免税购物金额 3.48 亿元，购物件数 36.28 万件，政策效果初显。

● 餐饮/酒店：美国快餐增长强劲股价创新高，酒店景气度持续上行

(1) 餐饮：麦当劳、墨式烧烤一季度业绩强劲，利润增长均超营收增长，同店在通胀提价背景下，客单量仍保持增长，快餐业态于经济疲软期受益，建议重点关注海伦司、奈雪的茶等平价、高频次消费。**(2) 酒店：**酒店一季度迎开门红 2023Q1 华住/锦江/首旅/亚朵 RevPAR 分别恢复至 2019Q1 的 118/103/96/115+%，华住/锦江/首旅分别新开 262/195/210 家酒店，开店节奏符合预期，二、三季度旺季有望保持高景气。**(3) 人力资源：**一季度服务外包合同额同比增长 18.2%，发展态势向好，国务院出台政策，加大对吸纳就业能力强的行业企业扩岗支持。

● 医美：2023Q1 医美业务复苏持续，十一部门联合发文推动医美合规加强

2023Q1 医美行业强复苏：爱美客 2023Q1 营收 yoy+46.3%，华东医药医美营收 yoy+11%，2023Q2 在 2022 同期低基数以及五一黄金周和暑期催化下，业绩有望持续修复。十一部门联合印发指导意见，医疗美容服务属于医疗活动，必须遵守卫生健康有关行业准入的法律法规，并将监管延伸到上下游和相邻行业，体现了医美行业的监管再次升级。

● 本周社服板块整体略有波动，旅游类领涨

本周（5.1-5.5）社会服务指数+1.35%，跑输沪深 300 指数 0.01pct，在 31 个一级行业中排名第 16；2023 年初至今社会服务行业指数-2.81%，低于沪深 300 指数的+3.63%，在 31 个一级行业中排名第 24。

受益标的：大丰实业、佳禾食品、倍加洁、医思健康、复星旅游文化、科锐国际、北京城乡、外服控股、中国中免、海伦司、九毛九、康冠科技、科思股份、华熙生物、爱美客、珀莱雅、贝泰妮、锦江酒店、首旅酒店、中国黄金、米奥会展

● **风险提示：**疫情反复，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：节后错峰游延续热度，2023Q1 景区业绩开门红.....	4
1.1、 出行：五一假期后迎错峰游启动，夜间经济点亮文旅市场	4
1.2、 景区客流复苏强劲，2023Q1 行业绩表现亮眼.....	5
1.3、 航空：五一民航全面复苏，国际航班持续恢复	6
1.4、 访港数据追踪：内地访港持续恢复，全球访港环比回落	6
2、 免税：23Q1 中免收入端符合预期，即购即提政策效果初显.....	8
2.1、 中国中免一季度收入增速符合预期，利润端承压.....	8
2.2、 离岛免税一季度表现良好，即购即提政策效果初现.....	8
3、 餐饮：麦当劳、墨式烧烤增长强劲，经济疲软下低价快餐获益.....	9
4、 酒店一季度迎开门红，二、三季度有望延续.....	10
5、 人服：服务外包高景气，国务院出台政策稳就业.....	11
6、 美丽/医美：2023Q1 医美行业复苏持续，十一部门联合印发指导文件推动医美合规化加强.....	11
6.1、 财报总结：2023Q1 医美行业强复苏，美妆行业弱复苏.....	11
6.1.1、 爱美客:2023Q1 业绩增长超预期，全年有望持续性高增.....	12
6.1.2、 贝泰妮 :2023Q1 业绩小幅增长，多品牌矩阵布局推进.....	13
6.1.3、 华熙生物：利润短期承压，Q2 有望边际改善.....	14
6.1.4、 科思股份：持续受益价差效应，2023Q1 高盈利能力持续.....	15
6.2、 监管：十一部门联合印发指导意见，系统化监管趋于常态.....	16
7、 2023Q1 社服行业主动偏股型公募基金持仓分析.....	17
8、 行业行情回顾：本周服板块跑赢大盘.....	20
8.1、 行业跟踪：本周社服板块持续波动	20
8.2、 社服标的表现：本周（5.1-5.5）教育类上涨排名靠前	21
9、 风险提示.....	23

图表目录

图 1： 中国夜间经济空间广阔.....	4
图 2： 2019-2022 年各景区数据净利润大幅下修（亿元）.....	6
图 3： 2023Q1 各景区公司业绩恢复态势强劲.....	6
图 4： 国内客运执行航班量恢复至 2019 年同期 105.3%.....	6
图 5： 国际客运执行航班量恢复至 2019 年 37.0%.....	6
图 6： 近一周内地/全球访港人数环比 6.4%/-15.5%.....	7
图 7： 近一周内地/全球访港人数恢复至 2019 年的 61%/47.1%.....	7
图 8： 近一周内地/全球访港人数单日峰值环比-5.6%/-18.5%.....	7
图 9： 中国中免营业收入及同比.....	8
图 10： 中国中免归母净利润及同比.....	8
图 11： 海南离岛免税购物金额及同比.....	9
图 12： 海南离岛免税购物人次及同比.....	9
图 13： 2023Q1 麦当劳收入同比增长 4.1%，净利润同比增长 63.2%.....	10
图 14： 2023Q1 墨式烧烤收入同比增长 17.2%，净利润同比增长 84.2%.....	10
图 15： 2023Q1 华住/锦江/首旅/亚朵 RevPAR 分别恢复至 2019Q1 的 118/103/96/115+%.....	10
图 16： 1-3 月新增服务外包合同额同比+18.2%，执行额同比+24.4%.....	11
图 17： 1-3 月新增服务外包人员 17.7 万人，同比减少 31.9%，其中新增大学及以上 13.9 万人.....	11

图 18: 2023Q1 各龙头公司营收增速持续恢复.....	12
图 19: 公司近年业绩增速较快.....	13
图 20: 溶液类注射产品占比最高.....	13
图 21: 公司毛利率净利率逐年上涨.....	13
图 22: 费用率持续优化.....	13
图 23: 公司近年业绩持续增长.....	14
图 24: 护肤品类占比最高.....	14
图 25: 公司毛利率净利率轻微下降.....	14
图 26: 公司销售费用率及研发费用率稳步上升.....	14
图 27: 2023Q1 公司营收 yoy+4%.....	15
图 28: 2023Q1 实现毛利率 73.8%.....	15
图 29: 科思股份业绩持续断层式增长.....	15
图 30: 科思股份盈利能力持续上升.....	15
图 31: 2003Q1-2023Q1 社会服务行业主动偏股型公募基金超配情况.....	17
图 32: 2022Q4-2023Q1 主动偏股型基金对各行业标的重仓占比.....	17
图 33: 主动偏股型基金对各行业标的超配/低配情况.....	18
图 34: 本周 (5.1-5.5) 社服板块跑赢沪深 300 (%).....	20
图 35: 2023 年初至今社服板块走势弱于沪深 300 (%).....	20
图 36: 本周 (5.1-5.5) 社会服务在一级行业排名 26 (%).....	20
图 37: 2023 年初至今社会服务在一级行业排名第 26 (%).....	21
图 38: 本周 (5.1-5.5) 科德教育、创业黑马、三特索道领涨 (%).....	21
图 39: 本周 (5.1-5.5) ST 三盛、西安旅游、丽江股份跌幅较大 (%).....	22
图 40: 本周 (5.1-5.5) 中公教育、学大教育、国新文化净流入额较大 (万元).....	22
图 41: 本周 (5.1-5.5) 宋城演艺、中青旅、众信旅游净流出额较大 (万元).....	22
表 1: 近年国家及各省市夜间经济支持政策一览.....	5
表 2: 2023Q1 华住/锦江/首旅分别新开 262/195/210 家酒店.....	10
表 3: 2023Q1 主动偏股型基金社服行业重仓前 10.....	18
表 4: 2023Q1 社服行业北向资金持股市值前 20.....	18
表 5: 2023Q1 社服行业南向资金持股市值前 20.....	19
表 1: 盈利预测与估值.....	23

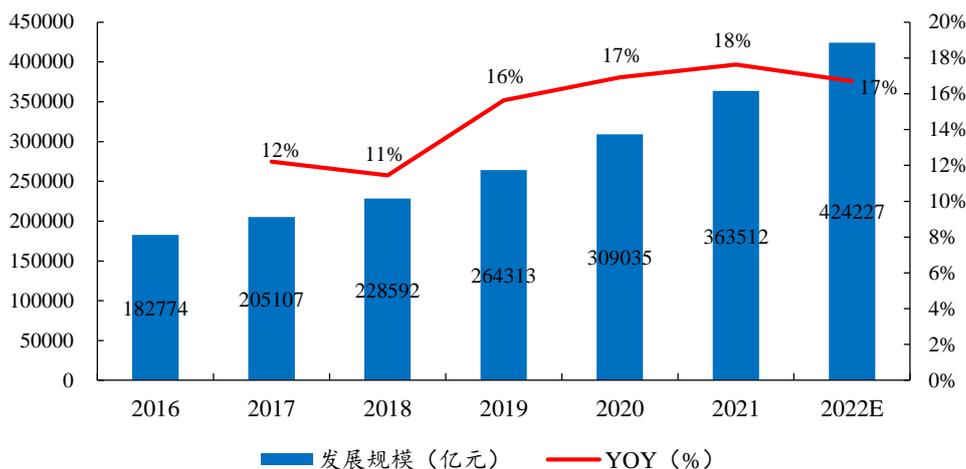
1、出行/旅游：节后错峰游延续热度，2023Q1 景区业绩开门红

1.1、出行：五一假期后迎错峰游启动，夜间经济点亮文旅市场

错峰出游有望延续“五一”假期文旅需求。根据文旅部，“五一”期间全国国内旅游出游合计 2.74 亿人次，同比增长 70.83%，按可比口径恢复至 2019 年同期的 119.09%，国内旅游需求集中爆发。根据携程，“五一”假期后两周国内单程含税均价较假期内降幅三成左右至 760 元，其中旅游更强的目的地降幅更明显，敦煌、三亚、海口等人们城市机票价格接近腰斩。节后出游淡季有望开启错峰游热潮，吸引时间相对充裕的城市白领群体，出游旅客中 90 后、80 后旅行用户占比达 62%。

五一夜间文旅消费需求旺盛。数据显示，我国有 60% 的消费发生在夜间，进一步扩大内需，夜间经济是备受关注的发力点。夜间文化和旅游消费涉及面较广，且空间形态多样，具备文化和旅游特色的社区、街区、景区、度假区等都是夜间文化和旅游消费的具体单元，可承接日趋丰富的消费需求。4 月 28 日 18 时至 5 月 3 日 6 时，243 个国家级夜间文化和旅游消费集聚区夜间客流量 7768.6 万人次，平均每个集聚区每夜 6.39 万人次，较 2022 年同期增长 114.5%。

图1：中国夜间经济空间广阔



数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

政策先行叠加供给升级，夜间文旅消费潜力持续释放。此前印发的《关于进一步激发文化和旅游消费潜力的意见》，提出发展夜间文化和旅游消费，并提出建设国家级夜间文化和旅游消费集聚区；《深圳经济特区市容和环境卫生管理条例》5 月 4 日修订通过，优化摆卖、设摊经营管理方式，“摆地摊”不再被全面禁止，刺激城市夜间消费。消费升级和千禧一代逐渐成为主力消费群体的大背景下，夜间经济已体现出两大特点：(1) **业态多元**，夜景、夜游、夜购、夜饮、夜娱等新业态新场景亮点频频，满足民众个性化、多元化、便利化的消费需求；(2) **场景融合**，各地夜游景区以本地文化特色为内容，依托 AR、VR 虚拟现实及光影装备打造沉浸式项目，拉升体验性和互动性。

表1：近年国家及各省市夜间经济支持政策一览

	发布时间	发布部门	政策名称	主要内容
全国	2019.08	国务院办公厅	《国务院办公厅关于进一步激发文化和旅游消费潜力的意见》	发展假日和夜间经济。大力发展夜间文旅经济。鼓励有条件的旅游景区在保证安全、避免扰民的情况下开展夜间游览服务。丰富夜间文化演出市场，优化文化和旅游场所的夜间餐饮、购物、演艺等服务，鼓励建设24小时书店
	2021.07	中华人民共和国文化和旅游部	《文化和旅游部办公厅关于开展第一批国家级夜间文化和旅游消费集聚区建设工作的通知》	加强对集聚区建设的统筹规划，推动集聚区提质升级增效，不断提升集聚区的带动引领作用，促进夜间文化和旅游经济发展
	2021.09	中华人民共和国文化和旅游部	《文化和旅游部办公厅关于进一步加强政策宣传落实支持文化和旅游企业发展的通知》	进一步释放文化和旅游消费潜力，策划推出一批文化和旅游消费惠民措施和消费促进活动，发展夜间文化和旅游经济，打造沉浸式文化和旅游体验新场景，助力企业激活消费市场
北京	2022.04	-	《北京市大兴区国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》	加强电商新业态布局，探索建立电商直播基地。扩大文化旅游新消费，鼓励云旅游、云演艺、云博物馆等新业态发展。发展夜间经济，打造“深夜食堂特色餐饮街区”
山西	2022.07	-	《山西省人民政府办公厅关于印发加快促进服务业恢复稳定增长若干措施的通知》	发展“夜经济”。引导主要商圈和特色商业街与文化、旅游休闲等紧密结合，适当延长营业时间，开设深夜营业专区、24小时便利店和“深夜食堂”等特色餐饮街区，培育一批夜间演艺精品，打造夜间消费场景和文旅消费集聚区，活跃夜间商业和市场
黑龙江	2022.08	-	《黑龙江省人民政府办公厅关于进一步激发文化和旅游消费潜力的实施意见》	繁荣假日经济夜间经济。支持各地开展各类文化旅游节庆活动，持续开展“周末游龙江”活动。
深圳	2023.05	-	《深圳经济特区市容和环境卫生管理条例》	增加“街道办事处可以根据方便群众、布局合理、监管有序的原则划定摊贩经营场所”的例外规定，以兼顾居民日常生活需求和城市整体市容美观有序，留住城市“烟火气”

资料来源：观研天下、深圳政府官网、开源证券研究所

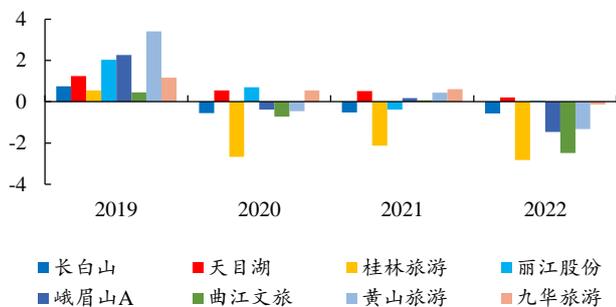
国内夜间经济市场空间广阔。中研普华数据显示，2016年以来，中国夜间经济规模快速增长。截至2020年底，中国夜间经济规模突破30万亿元，较去年同期增长了5.0%，2021年达到34.8亿元，预计2022年将突破40万亿元。

1.2、景区客流复苏强劲，2023Q1行业业绩表现亮眼

2023Q1景区业绩开门红提振全年复苏信心。旅游板块上市公司收入主要来源于门票+交通+配套食宿业态，疫情期间客流严控致营收端普遍承压，叠加刚性成本拖累利润，2022年板块整体景气筑底。疫情期间景区勤修内功，优化存量业务同时拓

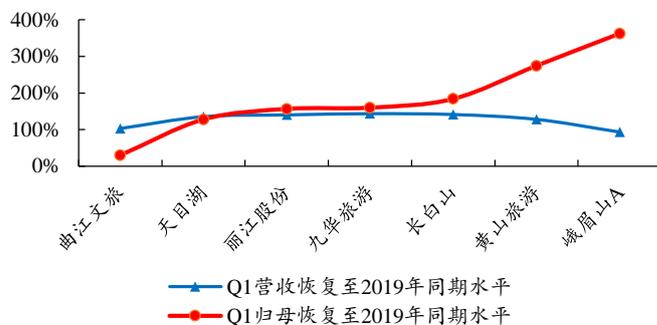
展多元化新业态贡献增量，随 2023Q1 随客流迅速复苏，多景区实现超额修复。其中山岳型自然景区索道运营、景区维护刚性成本较高，客流快速复苏释放规模效应，一季度业绩恢复速度相对较快。五一中长途出游数据全面恢复提振，看好暑期、中秋景区景气度持续上行，行业强复苏β催化板块全年业绩弹性释放。

图2：2019-2022 年各景区数据净利润大幅下修（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2023Q1 各景区公司业绩恢复态势强劲

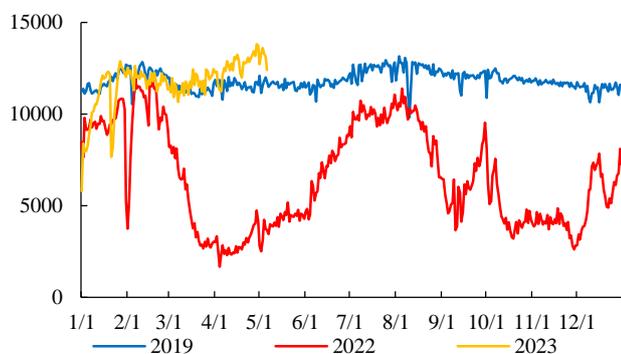


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、航空：五一民航全面复苏，国际航班持续恢复

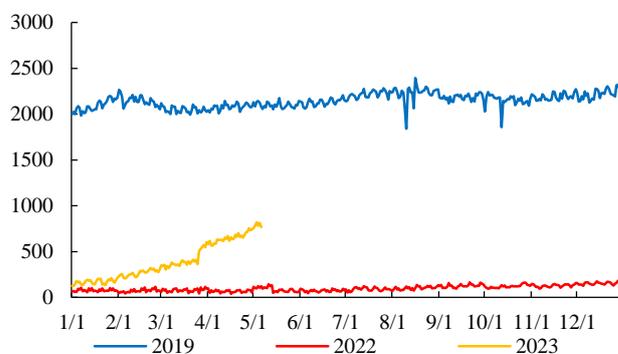
根据航班管家，2023年5月6日全国客运执行航班量 13404 架次，恢复至 2019 年同期 93.2%，其中，国内客运执行航班量 12406 架次，恢复至 2019 年同期 105.3%。5 月整体恢复程度趋近 100%，五一假期出行催化全国民航运输已恢复至疫情前水平。

图4：国内客运执行航班量恢复至 2019 年同期 105.3%



数据来源：航班管家、开源证券研究所

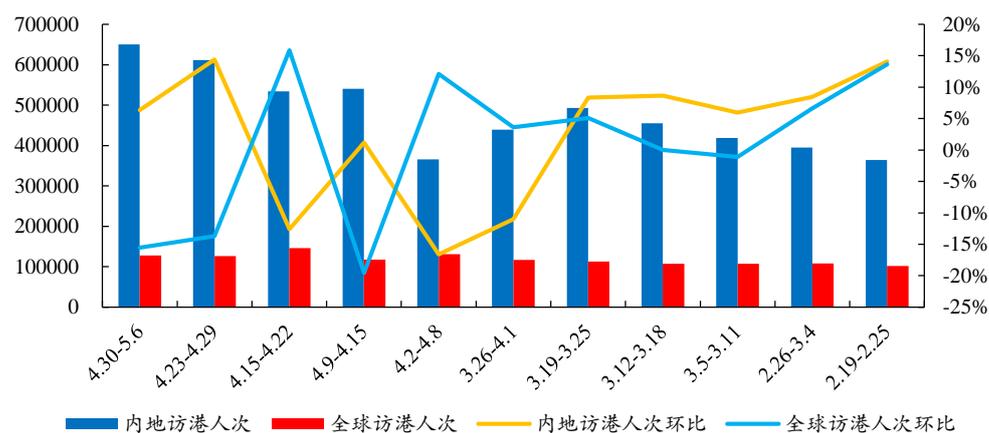
图5：国际客运执行航班量恢复至 2019 年 37.0%



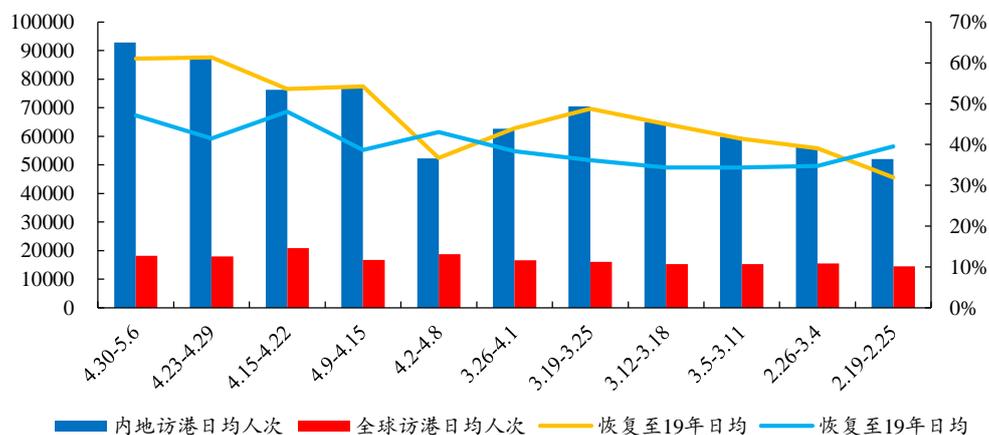
数据来源：航班管家、开源证券研究所

1.4、访港数据追踪：内地访港持续恢复，全球访港环比回落

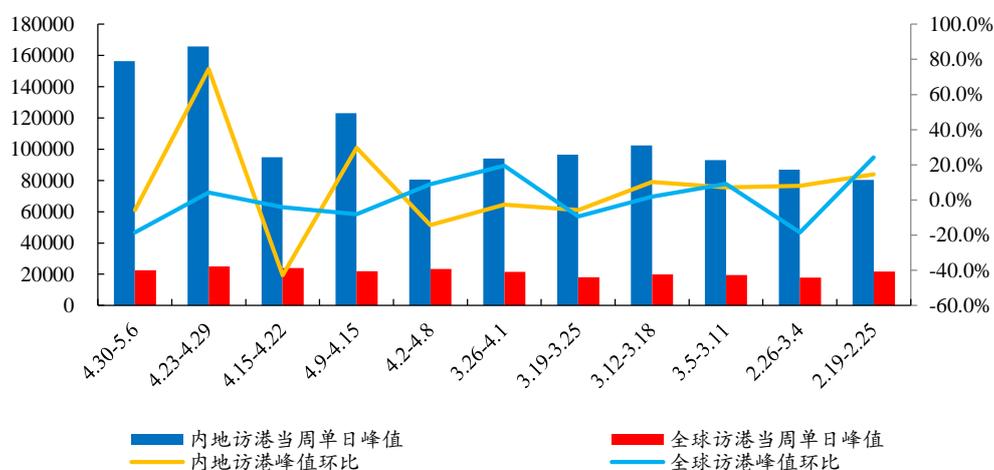
本周（4.30-5.30）内地访客总入境人次达 650040 人，环比 6.4%；全球访客总入境人次（除内地外）达 127599 人，环比-15.5%。内地访客日均人数恢复至 2019 年月度（5 月）日均的 61%，全球访客日均人数（除内地外）恢复至 2019 年月度（5 月）日均的 47.1%。内地访港整周单日峰值 15.63 万人次，全球访客整周单日峰值（除内地外）达 2.25 万人次。

图6：近一周内地/全球访港人数环比 6.4%/-15.5%


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7：近一周内地/全球访港人数恢复至2019年的 61%/47.1%


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8：近一周内地/全球访港人数单日峰值环比-5.6%/-18.5%


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

2、免税：23Q1 中免收入端符合预期，即购即提政策效果初显

2.1、中国中免一季度收入增速符合预期，利润端承压

2023Q1 中国中免营收 207.7 亿元，同比+23.8%，归母净利润 23.0 亿元，同比-10.3%，毛利率 29.00%，环比+8.02pct，同比-5.00pct，净利率 11.87%，环比+0.50pct，同比-5.51pct。整体来看，中免收入随海南旅游复苏表现良好，利润端在多因素影响下承压。

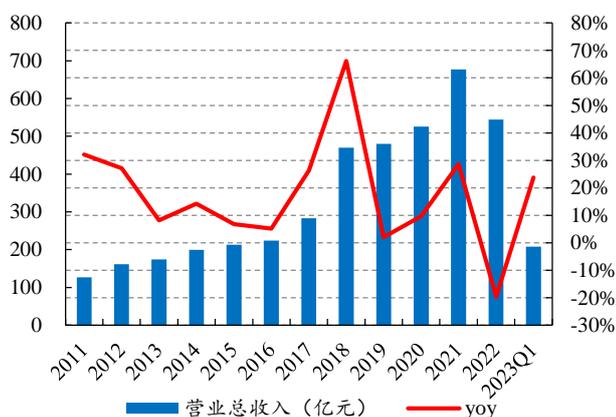
因素 1：2023Q1 销售商品主要为 2022Q3-Q4 美元兑人民币汇率高位时采购，商品采购成本提升，毛利率承压。

因素 2：由于 2023Q1 机场客流恢复，机场租金计提费用提升，导致销售费用率同比提升 1.15pct。

因素 3：根据折扣跟踪，2023Q1 中免折扣持续收窄，体现为毛利率环比大幅提升，但由于 2022Q1 高基数，同比仍有下降。

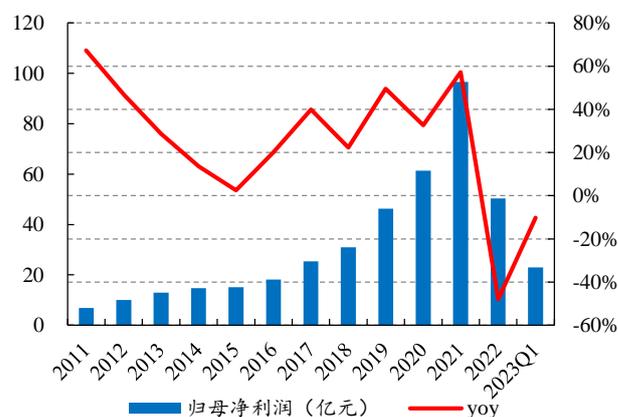
我们认为，收入端，预计海棠湾一期 2 号地于今年 9 月开业，与太古合作建设的海棠湾三期正有序进行，重奢品牌有望在今年率先落地中免海棠湾，中免海南布局进一步扩容，有望带动收入持续向好。利润端，年初部分精品品类断货，需求增长强劲，中免 Q1 整体精品销售收入同比+51%，腕表、珠宝同比+40%，商品结构持续优化，高毛利货品需求持续提升，目前精品品类备货充足，随着消费旺季到来，中免利润端有望获得改善。

图9：中国中免 2023Q1 收入增速符合预期



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图10：中国中免 2023Q1 归母净利润承压



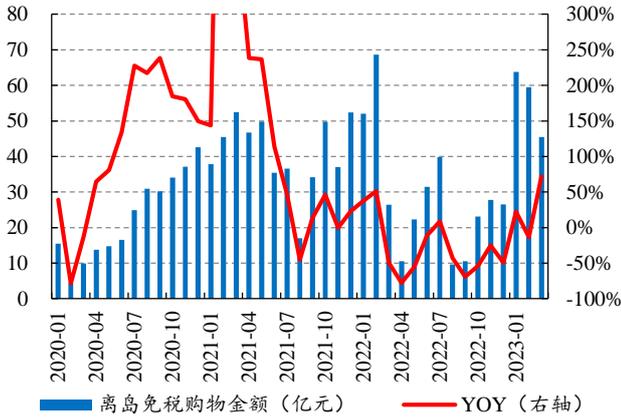
数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.2、离岛免税一季度表现良好，即购即提政策效果初现

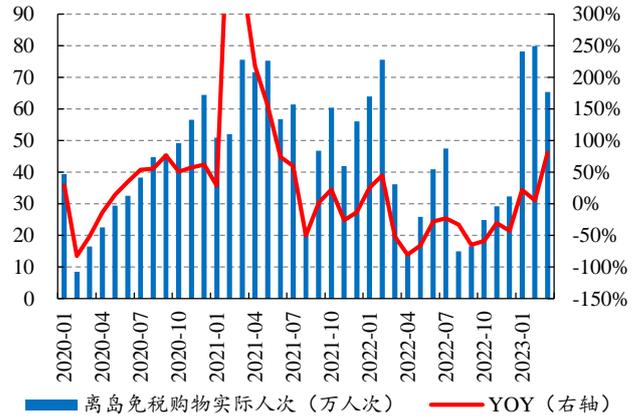
收入方面，2023 年 1-3 月海南离岛免税购物金额 169 亿元，同比+14.6%，购物旅客人次 224 万人次，同比+27.2%。均价方面，2023 年 1-3 月离岛免税客单价 7513 元，较上年同期 8174 元略有下滑，单件购物均价 855 元，同比+21.3%。整体收入增速表现良好。

即购即提政策效果初显。4 月 1 日起，离岛免税实施“担保即提”和“即购即提”

两种提货方式。据海口海关统计，“即购即提”新提货方式落地实施两周，15类商品中已有14类被旅客选择，销售金额达1.88亿元，占到全岛同期销售金额的8.69%；41名旅客“担保即提”免税商品41件，价值318万元。4月整月，海口海关共监管“即购即提”免税购物金额3.48亿元，购物件数36.28万件，购物人数16.36万人次。旅客采用“担保即提”方式购买免税品75件，免税购物金额599万元。

图11：海南离岛免税购物金额恢复良好


数据来源：海口海关、开源证券研究所

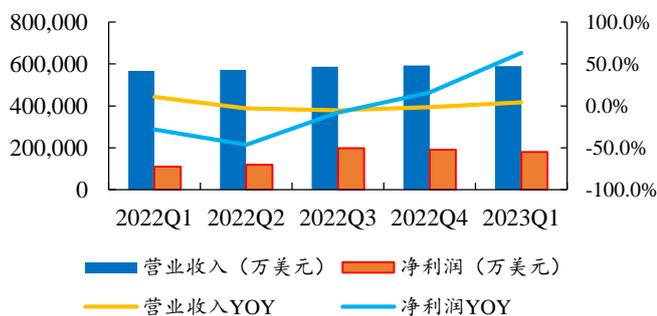
图12：海南离岛免税购物人次恢复良好


数据来源：海口海关、开源证券研究所

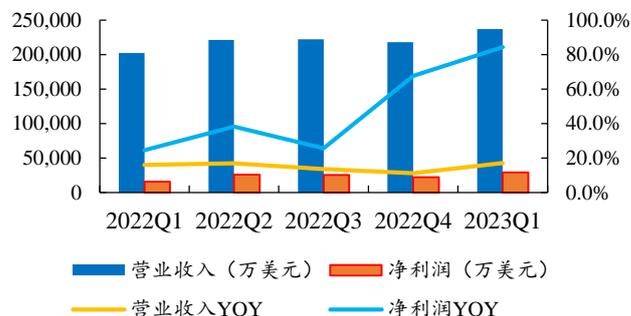
3、餐饮：麦当劳、墨式烧烤增长强劲，经济疲软下低价快餐获益

麦当劳营收、利润均超市场预期，通胀客单上涨情况下顾客数量仍在增加。财报显示，麦当劳2023Q1营收为59亿美元，超出分析师预期的55.9亿美元。2023Q1营收较去年同期增长了4%，考虑到汇率波动的影响后，则较去年增长了8%。净利润为18亿美元，较去年同期的11亿美元增长63%；经一次性调整后的每股收益为2.45美元，高于分析师预期的每股2.33美元。麦当劳的同店销售额稳步增长，美国市场较去年同期增长12.6%，日本、德国、法国和英国等市场的业绩也增长强劲。麦当劳预计2023在全球开拓新门店1900家，其中约有900家开设在中国市场。

墨式烧烤延续成长性，收入快增的同时净利润率提升至12.3%，同店增长超预期。墨式烧烤2023Q1营收为23.6亿美元，同比增长17.2%，净利润为2.9亿美元，同比增长84.2%，净利润率同比提升4.5pct。同店增长10.9%，主要是由于客单价的提升，同时客单量也增长强劲。

图13：2023Q1 麦当劳收入同比增长 4.1%，净利润同比增长 63.2%


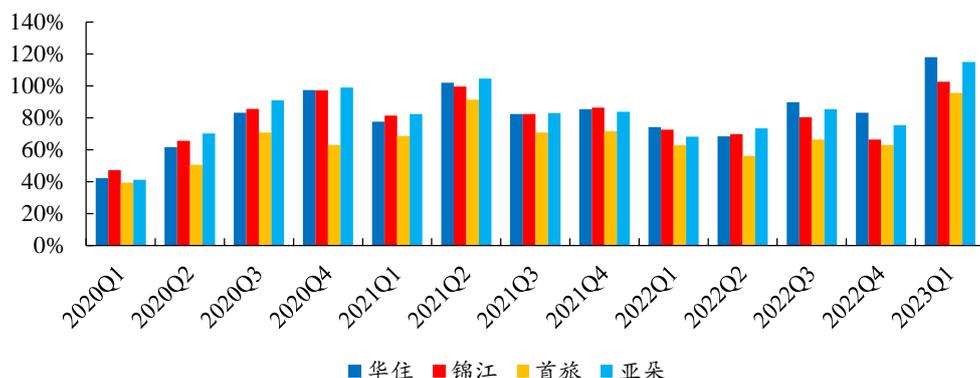
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图14：2023Q1 墨式烧烤收入同比增长 17.2%，净利润同比增长 84.2%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、酒店一季度迎开门红，二、三季度有望延续

各酒店集团一季度已基本恢复至 2019 年同期水平，二、三季度为传统旺季，商旅、休闲游需求释放下景气度有望环比上行。华住、亚朵因结构升级，RevPAR 恢复较锦江、首旅更为明显，首旅剔除轻管理后一季度 RevPAR 恢复至 2019 年同期的 99%。本轮复苏受价格大涨带动，华住/锦江/首旅 ADR 分别恢复至 2019Q1 的 125/117/120%，OCC 恢复至 93/87/79%，入住率仍未恢复至疫情前水平。酒店周期正由复苏期向繁荣期过度，下半年行业景气度有望延续。

图15：2023Q1 华住/锦江/首旅/亚朵 RevPAR 分别恢复至 2019Q1 的 118/103/96/115+%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

表2：2023Q1 华住/锦江/首旅分别新开 262/195/210 家酒店

	2023Q1				
	新开	关闭	净开	全年新开目标	Q1 完成进度
华住	262	209	53	1400	19%
锦江	195	84	111	1200	16%
首旅	210	192	18	1500-1600	14%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

5、人服：服务外包高景气，国务院出台政策稳就业

2023年1-3月国内服务外包数据同比向好，1-3月新增企业承接服务外包合同额5768亿元，同比+18.2%，执行额3961亿元，同比+24.4%；其中，信息技术解决方案服务、电子商务平台服务、工业设计服务等离岸服务外包业务增速较快，同比分别增长80.5%、73.6%和30.8%；1-3月新增服务外包人员17.7万人，其中大学及以上人员13.9万人，占比78.7%，截至3月底服务外包累计吸纳从业人员1515万人。

图16：1-3月新增服务外包合同额同比+18.2%，执行额同比+24.4%

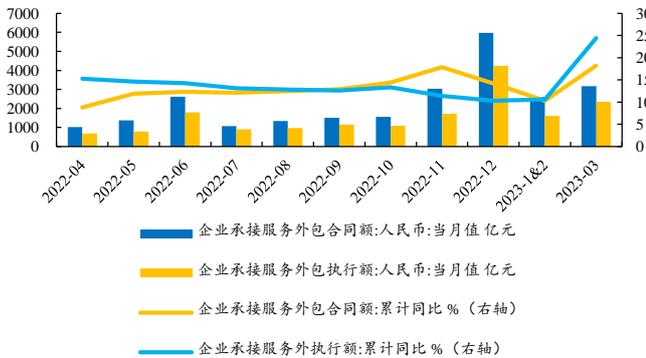


图17：1-3月新增服务外包人员17.7万人，同比减少31.9%，其中新增大学及以上13.9万人



数据来源：国务院、开源证券研究所

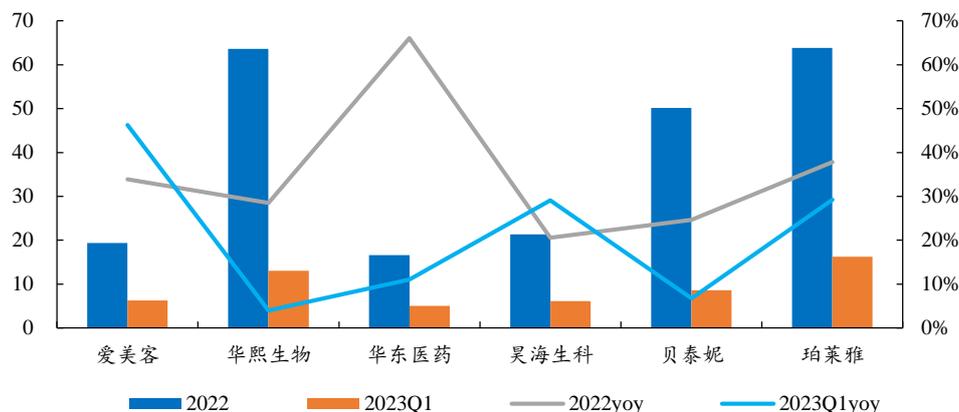
数据来源：国务院、开源证券研究所

国务院出台政策，加大对吸纳就业能力强的行业企业扩岗支持。(1) 梳理企业清单，及时梳理本地区带动就业能力强、涉及国计民生和生产保供的企业清单，配备就业服务专员，建立岗位收集、技能培训、送工上岗联动机制。(2) 重点抓高校毕业生就业，符合吸纳高校毕业生等重点就业群体的，运用“直补快办”等模式，一揽子兑现社会保险补贴、吸纳就业补贴、职业培训补贴等。

6、美丽/医美：2023Q1 医美行业复苏持续，十一部门联合印发指导文件推动医美合规化加强

6.1、财报总结：2023Q1 医美行业强复苏，美妆行业弱复苏

2023Q1 爱美客营收 yoy+46.3%，华东医药医美板块营收合计 yoy+11%（国内医美子公司欣可丽美学 2023Q1 营收 yoy+33.83%），吴海生科 2023Q1 营收 yoy+29.1%。2023Q2 在 2022 同期低基数以及五一黄金周和暑期催化下，业绩有望持续修复。华熙生物、贝泰妮 2022 年线上美妆渠道复苏较缓慢，华熙生物 2023Q1 营收 yoy+4%，贝泰妮营收 yoy+6.8%，珀莱雅业绩兑现较为稳健，2023Q1 营收 yoy+29.3%。2023 年随着线下持续复苏，以及经济稳态恢复，全年复苏可期。

图18：2023Q1 各龙头公司营收增速持续恢复


数据来源：Wind、开源证券研究所

6.1.1、爱美客:2023Q1 业绩增长超预期，全年有望持续性高增

爱美客发布 2023Q1，2023Q1 公司实现营收 6.30 亿元/yoy+46.30%，归母净利润 4.14 亿元/yoy+51.17%，扣非归母净利润 3.87 亿元/yoy+49.26%。

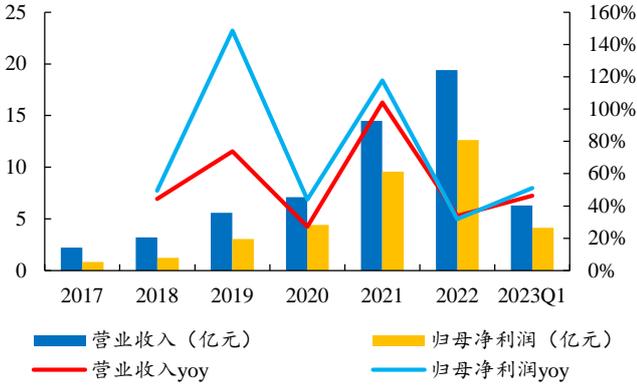
盈利能力表现优异，费用率持续优化。2023Q1 毛利率/净利率分别为 95.29%/65.71%，同比+0.84%/+0.68%，其中毛利率上涨主要系嗨体熊猫针、濡白天使等高毛利产品占比提高，产品结构得到优化。2023Q1 公司整体费用率 22.83%/yoy+1.43%，其中销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 10.41%/7.99%/-2.49%，同比分别为 yoy-2.10%/+2.91%/+0.46%。管理费用率提升主要由于港股上市服务费增加所致。

布局胶原+减肥热门赛道，持续夯实产品研发能力。

2023Q1 研发费用率 6.92%/yoy+0.17%。公司在研产品进度包括：通过收购沛奇隆公司 100% 股权布局胶原蛋白产品的提取及应用；减肥塑形包括公司与北京质肽生物医药科技签订了司美格鲁肽的独家合作协议，目前已处于临床前研究阶段；纠正颈部后缩注射产品处于临床试验阶段，肉毒毒素处于 III 期临床试验阶段，面部埋植线处于临床试验阶段等。

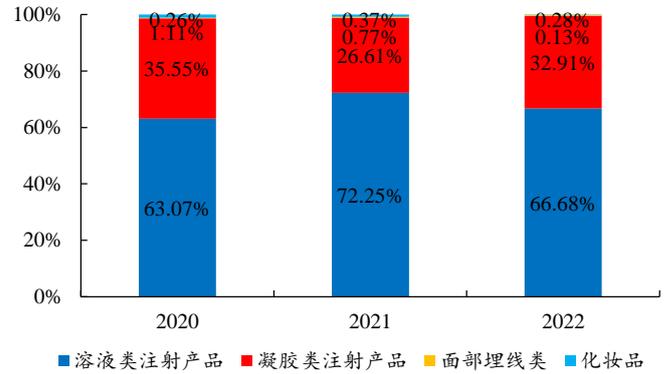
从 2023 年来看，由于终端消费持续复苏，嗨体持续放量，新品濡白天使步入成长加速期，同时企业持续注重产品研发，研发费用率上行，我们预计全年业绩有望持续性高增，看好公司后续业绩表现。

图19：公司近年业绩增速较快



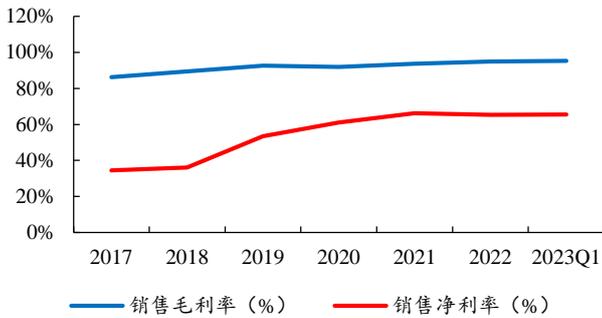
数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：溶液类注射产品占比最高



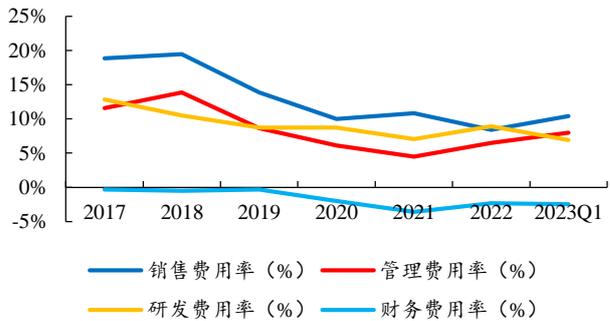
数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：公司毛利率净利率逐年上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：费用率持续优化



数据来源：Wind、开源证券研究所

6.1.2、贝泰妮：2023Q1 业绩小幅增长，多品牌矩阵布局推进

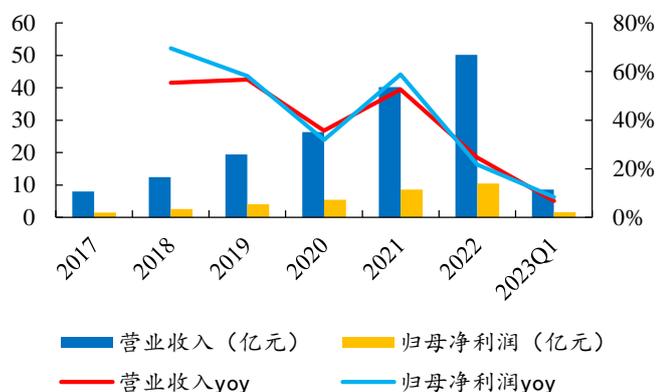
贝泰妮发布 2023Q1 业绩，贝泰妮 2023Q1 公司营收 8.63 亿元/yoy+6.78%，归母净利润 1.58 亿元/yoy+8.41%，扣非归母净利润 1.27 亿元/yoy+1.72%。

毛利率轻微下降，规模效应下综合费用率降低。2023Q1 毛利率 76.11%/yoy-1.71%，净利率 18.33%/yoy+0.27%，毛利率下降推测主要系产品结构变化，毛利率较低的面膜占比有所提升。2023Q 期间费用率 58.46%/yoy-0.53%，其中销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 47.60%/7.72%/3.93%/-0.79%，同比分别为 -0.42%/+0.14%/+0.10%/-0.35%。销售费用率下降主要是因为品牌的消费者粘性增强，所需要的品牌宣传推广费用下降；研发费用率上升主要系建设云南植物研究院等需要加大研发投入。

搭建多品牌矩阵，品牌定位逐步深化。2022 年护肤品类实现营收 45.57 亿元/yoy25.58%，彩妆类营收 0.53 亿元/+0.14%，医疗器械营收 3.87 亿元/+yoy18.91%。公司搭建起包括薇诺娜（敏感肌）、薇诺娜宝贝（儿童敏感肌）、瑗科缙（专业抗老科技）和贝芙汀（专业祛痘）为主的**品牌矩阵**。（1）主品牌薇诺娜：敏感肌头部地位稳固，从敏感肌拓展到“敏感肌 plus”，特护霜、冻干面膜、清透防晒乳分别荣获 2023 年度天猫金妆奖的年度乳液面霜奖、年度面膜奖和年度防晒奖，2023 年将贡献

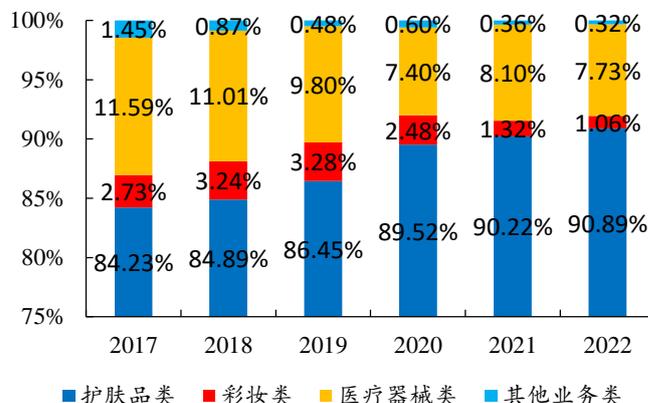
稳健增量；(2) 薇诺娜 baby：斩获 2023 年度新锐品牌奖以及 2023 年 4 月天猫金婴奖，2023 年有望进一步扩大；(3) 瑷科缦：定位抗衰、皮肤年轻化的专家，以专研线和美颜线进行推广；(4) 贝芙汀：引入 AI 人工智能技术精准治痘，创新模式或将引领行业新潮流。

图23：公司近年业绩持续增长



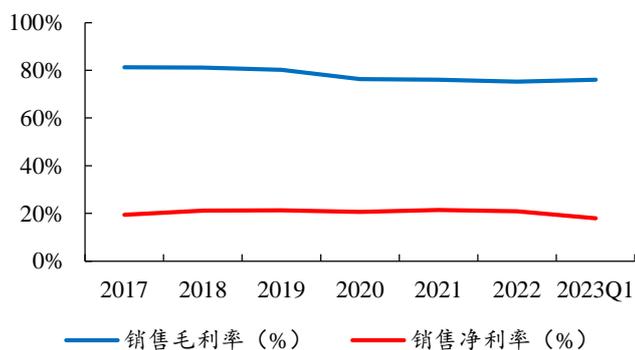
数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：护肤品类占比最高



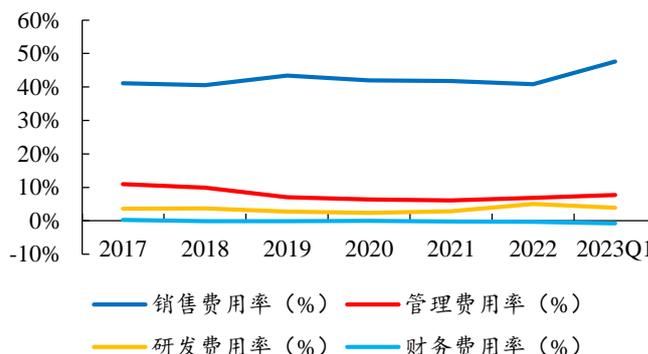
数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：公司毛利率净利率轻微下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：公司销售费用率及研发费用率稳步上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

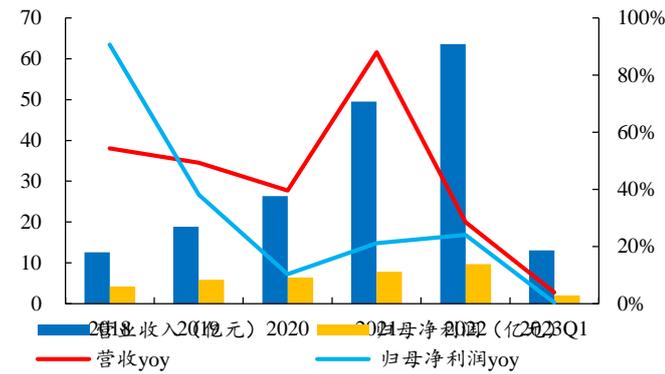
6.1.3、华熙生物：利润短期承压，Q2 有望边际改善

公司公告 2023Q1 实现营收 13.1 亿/yoy+4.0%，归母净利润 2.0 亿/yoy+0.4%，扣非净利润 1.5 亿/yoy-17.4%。非经常性损益 4949 万，其中政府补助贡献 5691 万 2022Q1 政府补助 1601 万，我们预计同比增幅较大主要系 2022Q4 部分补助延迟支付。

2023Q1 实现毛利率 73.8%/yoy-3.4pct，净利率 5.4%/yoy-0.4pct，销售/管理/研发费用率为 46.4%/6.6%/6.4%，yoy+1.3pct/0.3pct/-0.1pct。

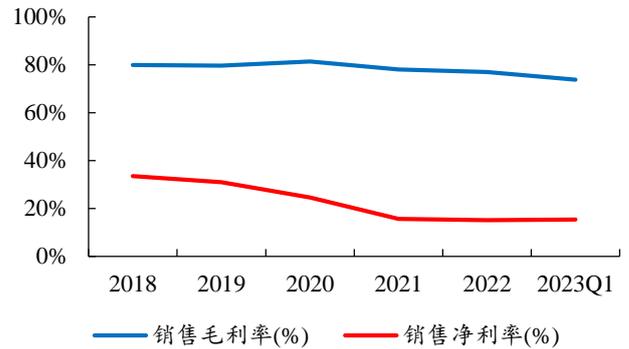
原料端：随着海外疫后修复，2023Q1 维持增长态势。**医疗终端：**整体稳健增长，医美业务增速高于医疗终端整体增速。**功能性护肤品：**受到美妆行业影响，业绩同比有所下降。

图27：2023Q1 公司营收 yoy+4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：2023Q1 实现毛利率 73.8%



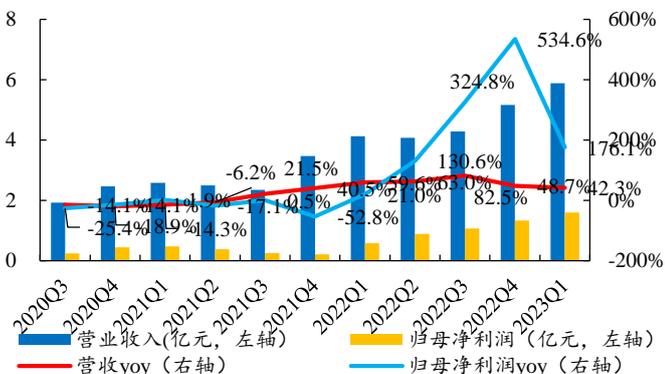
数据来源：Wind、开源证券研究所

6.1.4、科思股份：持续受益价差效应，2023Q1 高盈利能力持续

2023Q1 实现营收 5.88 亿元/yoy+42.33%，归母净利润 1.6 亿元/yoy+176.13%，扣非净利润 1.57 亿元/yoy+198.1%。利润率方面，2023Q1 毛利率 49.04%/yoy+22.78pct/环比+4.08pct；净利率 27.26%/yoy+13.21pct/环比+1.28pct。费用率方面，2023Q1 销售 / 管理 / 研发 / 财务费用率 2%/7.3%/5.3%/1.1%，yoy+1.08pct/+1.68pct/+1.71pct/+0.54pct。业绩持续兑现原因系：(1) 2022 年涨价订单落地，同时 2022H2 以来原料和运费成本下降但价格短期刚性，价差效应显著；(2) 竞争对手巴斯夫产能危机仍需时间消化，公司加大供给，抢占市场；(3) 产能爬坡，二氧化钛已有小批量产能投放+产能利用率持续爬坡。

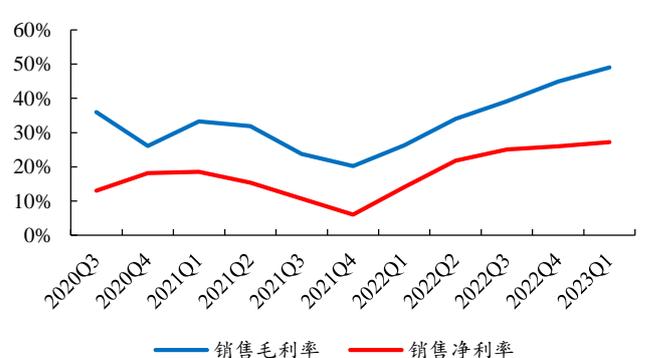
展望未来：产品结构持续改善，横向拓展业务单元，高利润单品助力周期转向成长。(1) 新增投产项目 2000 吨阿伏苯宗、1000 吨 P-S、500 吨 P-A、1000 吨 EHT 等；P-S、P-A、EHT 等新型防晒单价及盈利能力均远超传统防晒；(2) 进军个护领域：3000 吨去屑剂 PO、200 吨 VC 乙基醚（可用于化妆品美白祛斑）、1.28 万吨氨基酸表面活性剂、2000 吨增稠剂卡波姆（预计毛利率 70%+）也有望陆续上市；(3) 并且与国际美妆龙头合作持续深化，与联合利华、宝洁等进一步拓展合作空间，并将重点推进与环亚、阿道夫等合作的可能性。

图29：科思股份业绩持续断层式增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：科思股份盈利能力持续上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

6.2、监管：十一部门联合印发指导意见，系统化监管趋于常态

5月4日，国家市场监管总局等十一部门联合印发了《关于进一步加强医疗美容行业监管工作的指导意见》（简称《指导意见》，[点击查看](#)），其中明确规定：**医疗美容服务属于医疗活动，必须遵守卫生健康有关行业准入的法律法规，体现了医美行业的监管再次升级。**

新的监管措施主要包括三个方面：

一是要对医疗美容行业实施严格的准入管理，严禁无资质机构和无资质人员提供医美服务；二是规范“导购”行为，严禁为“黑医美”导购；三是加强医美培训并区分生活美容和医疗美容的边界。

对导购的监管是此次文件的亮点。传递的重要信息是除了要对医疗美容的诊疗活动进行监管，还要对医疗美容的经营活动进行了监管，**也就是要监管上下游，通过规范医疗美容的上下游和相邻行业市场秩序来规范医美行业。**

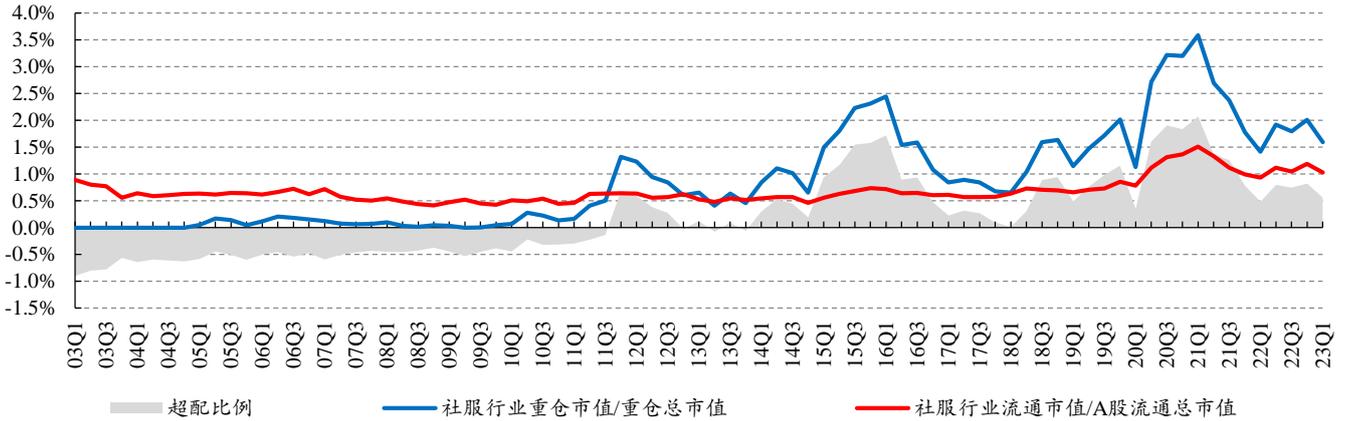
至此，针对上游制造商/中游医美机构/下游宣传平台，立法执法机关已逐步从由被动治理转为主动出击，从以往的治理乱象净化行业环境，到建立健全相关标准体系，**全产业链、系统化、多部门协作监管已趋于常态。**

7、2023Q1 社服行业主动偏股型公募基金持仓分析

我们选取 Wind 开放式基金分类下的普通股票型基金和偏股混合型基金，作为主动偏股型公募基金样本，对社服行业进行基金持仓分析：

复盘历史：2014 年来，主动偏股型基金对社服行业持续处于超配状态。2023Q1，社服行业重仓占比为 1.6%，环比-0.4pct，超配比例为 0.6%，环比-0.2pct。

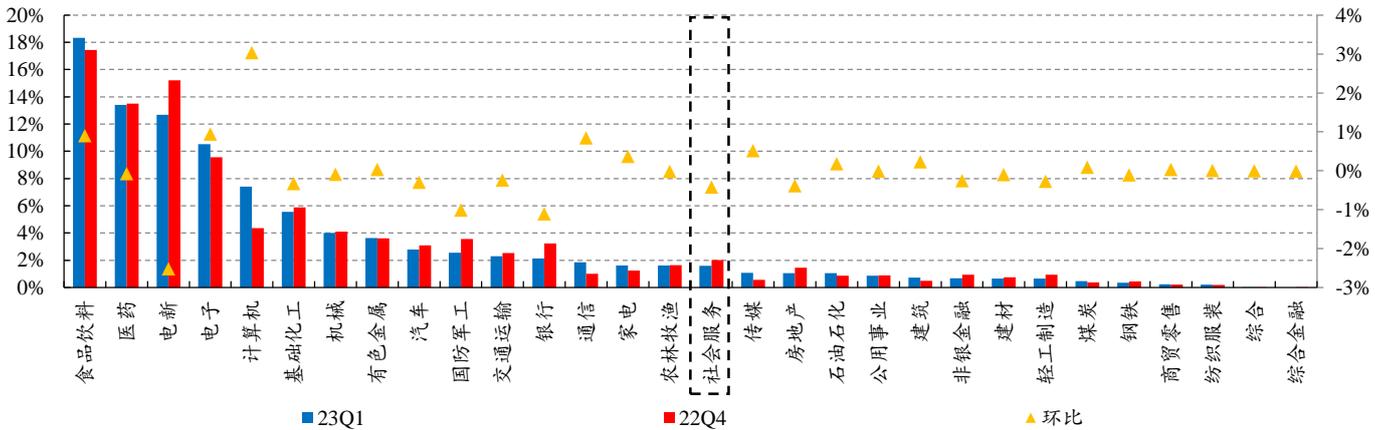
图31：2014Q1 之后主动偏股型公募基金持续超配社服行业



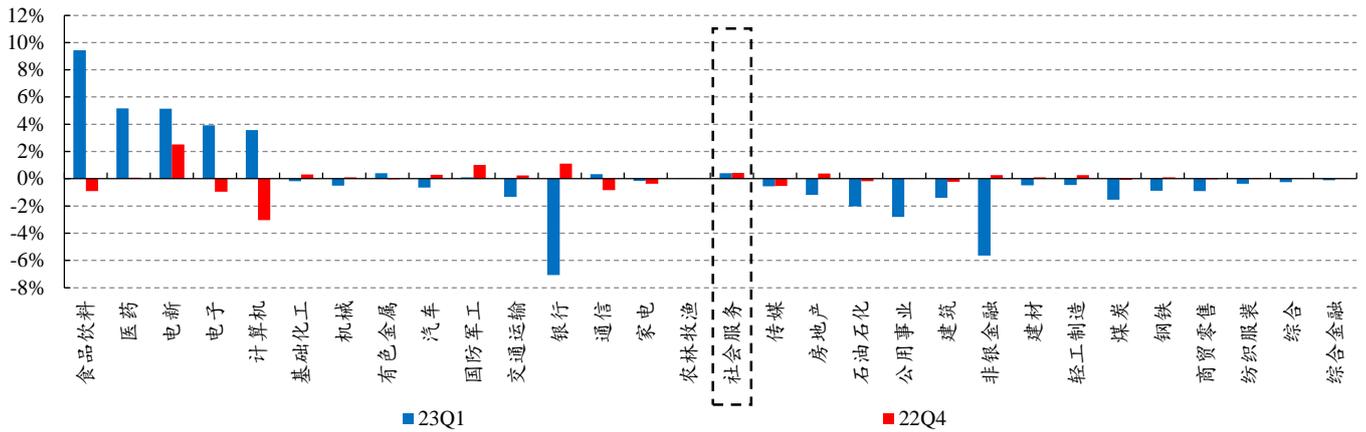
数据来源：Wind、开源证券研究所

行业比较：2023Q1，主动偏股型公募基金重仓中，社服行业排名第 16，重仓前五的行业分别为食品饮料、医药、电新、电子、计算机，重仓比例变化较大的包括电新（环比-2.5pct）、计算机（环比+3.0pct），国防军工（环比-1.0pct）、银行（环比-1.1pct）。

图32：2022Q4-2023Q1 主动偏股型公募基金对各行业标的的重仓占比，社服行业环比下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图33: 2022Q4-2023Q1 主动偏股型基金对各行业标的超配/低配情况, 社服行业保持超配


数据来源: Wind、开源证券研究所

重仓前十: 2023Q1, 主动偏股型基金社服行业重仓前十, 核心标的中国中免持仓占比 47.13%, 环比-11.81pct。酒店行业中, 锦江酒店、首旅酒店持仓市值环比下降, 旅游景区行业中, 宋城演艺、中青旅持仓市值及持仓占比环比提升。

表3: 2023Q1 主动偏股型基金社服行业重仓前 10, 核心标的中国中免持仓占比环比下降

公司简称	持有基金数 (个)	持有基金数环比 (个)	持仓个股市值 (亿元)	持仓市值环比 (亿元)	持仓市值占社服行业比例	占比环比 (pct)
中国中免	105	(111)	117.41	(66.47)	47.13%	(11.81)
锦江酒店	84	15	53.20	(2.75)	21.36%	3.42
视源股份	20	10	23.64	4.99	9.49%	3.51
宋城演艺	23	3	22.22	6.84	8.92%	3.99
首旅酒店	23	(18)	17.02	(8.87)	6.83%	(1.47)
科锐国际	18	(1)	8.46	1.46	3.40%	1.15
同庆楼	8	(3)	1.48	0.05	0.59%	0.14
中青旅	8	3	1.21	0.66	0.48%	0.31
米奥会展	4	1	1.09	0.64	0.44%	0.29
中公教育	2	-	0.99	-	0.40%	-

数据来源: Wind、开源证券研究所

北向资金: 2023Q1, 北向资金持有社服行业总市值为 501.6 亿元, 其中, 中国中免持股市值 413.16 亿元, 占比 82.36%。北向资金持股市值前 5 分别为中国中免、锦江酒店、宋城演艺、视源股份、首旅酒店。

表4: 2023Q1 社服行业北向资金持股市值前 20, 中国中免市值占比最大

证券代码	证券简称	陆股通持股数量 (亿股)	持股市值(亿元)	持股占流通 A 股 比例占比	占陆股通社服行业持 股数量比例	占陆股通社服行业持 股市值比例
601888.SH	中国中免	2.25	413.16	11.54%	35.90%	82.36%
600754.SH	锦江酒店	0.44	27.60	4.79%	6.98%	5.50%
300144.SZ	宋城演艺	1.42	23.14	6.22%	22.64%	4.61%
002841.SZ	视源股份	0.22	16.23	4.56%	3.45%	3.24%
600258.SH	首旅酒店	0.27	6.25	2.50%	4.27%	1.25%
002607.SZ	中公教育	1.00	4.89	1.83%	15.89%	0.97%

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

300662.SZ	科锐国际	0.10	4.27	4.89%	1.53%	0.85%
600662.SH	外服控股	0.18	1.14	1.75%	2.94%	0.23%
605108.SH	同庆楼	0.02	0.66	2.27%	0.30%	0.13%
600054.SH	黄山旅游	0.05	0.65	0.89%	0.73%	0.13%
002033.SZ	丽江股份	0.06	0.62	1.02%	0.89%	0.12%
600880.SH	博瑞传播	0.10	0.59	0.88%	1.54%	0.12%
003032.SZ	传智教育	0.03	0.58	1.84%	0.51%	0.12%
600138.SH	中青旅	0.04	0.56	0.50%	0.58%	0.11%
002707.SZ	众信旅游	0.03	0.28	0.37%	0.48%	0.06%
000721.SZ	西安饮食	0.02	0.26	0.38%	0.26%	0.05%
301073.SZ	君亭酒店	0.00	0.17	0.55%	0.04%	0.03%
603136.SH	天目湖	0.01	0.17	0.29%	0.09%	0.03%
002059.SZ	云南旅游	0.02	0.16	0.23%	0.34%	0.03%
000524.SZ	岭南控股	0.01	0.12	0.15%	0.16%	0.02%

数据来源：Wind、开源证券研究所

南向资金：2023Q1，社服行业中南向资金主要布局餐饮、教育、本地生活、博彩类标的，持股市值前5分别为美团、东方甄选、九毛九、海底捞、中国儒意。多数标的持股市值环比下降，其中，美团、东方甄选、九毛九减持较多。

表5：2023Q1 社服行业南向资金持股市值前20，多数标的持股市值环比下降

证券代码	证券简称	港股通持股数量(亿股)	持股市值(亿港元)	持股占比	持股数量环比变化(亿股)	持股市值环比变化(亿港元)	持股占比环比变化(pct)
3690.HK	美团-W	6.90	990.01	12.28%	1.02	(36.60)	1.69
1797.HK	东方甄选	2.53	85.81	25.01%	0.15	(39.59)	1.27
9922.HK	九毛九	2.94	54.91	20.21%	(0.36)	(13.99)	(2.51)
6862.HK	海底捞	2.51	53.32	4.50%	0.09	(0.87)	0.16
0136.HK	中国儒意	20.21	41.43	20.20%	2.38	6.66	2.38
9987.HK	百胜中国	0.06	27.55	1.33%	0.03	18.37	0.83
0880.HK	澳博控股	5.08	19.92	7.16%	0.11	(2.56)	0.16
0780.HK	同程旅行	1.13	19.30	5.05%	(0.01)	(2.16)	(0.07)
1928.HK	金沙中国有限公司	0.70	19.07	0.86%	(0.19)	(3.90)	(0.24)
1448.HK	福寿园	2.83	18.01	12.21%	(0.21)	(2.34)	(0.88)
9869.HK	海伦司	1.30	17.46	10.29%	0.15	0.30	1.15
1765.HK	希望教育	27.69	17.17	34.50%	(0.10)	(2.29)	(0.13)
0839.HK	中教控股	2.15	16.28	8.44%	0.10	(4.41)	(0.15)
0520.HK	呷哺呷哺	2.24	16.06	20.65%	0.30	(1.16)	2.80
0027.HK	银河娱乐	0.26	13.64	0.60%	(0.04)	(1.80)	(0.09)
2150.HK	奈雪的茶	1.45	12.29	8.44%	0.23	3.15	1.36
6169.HK	宇华教育	8.85	11.68	24.54%	0.68	2.61	1.80
1128.HK	永利澳门	1.51	11.65	2.87%	0.04	(1.07)	0.08
0667.HK	中国东方教育	2.14	9.92	9.81%	(0.15)	(4.32)	(0.69)
6100.HK	同道猎聘	0.84	8.68	16.02%	0.77	8.05	14.72

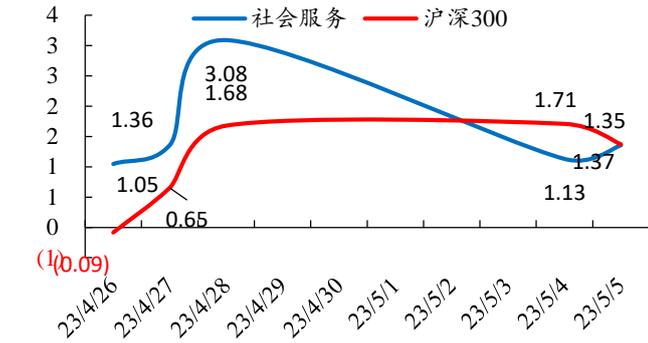
数据来源：Wind、开源证券研究所

8、行业行情回顾：本周服板块跑赢大盘

8.1、行业跟踪：本周社服板块持续波动

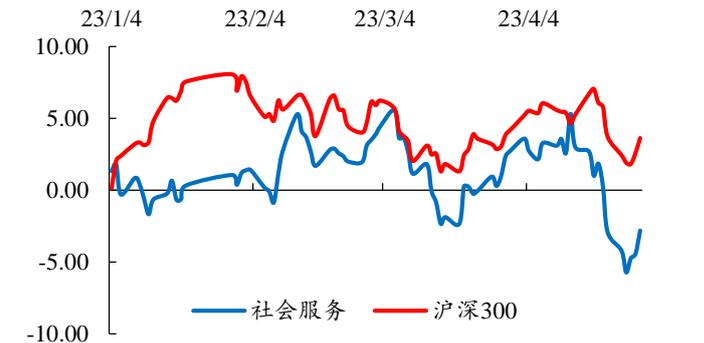
本周（5.1-5.5）社会服务指数-1.68%，跑输沪深300指数0.01pct，在31个一级行业中排名第26；2023年初至今社会服务行业指数-4.65%，低于沪深300指数的+3.66%，在31个一级行业中排名第26。

图34：本周（5.1-5.5）社服板块跑输沪深300（%）



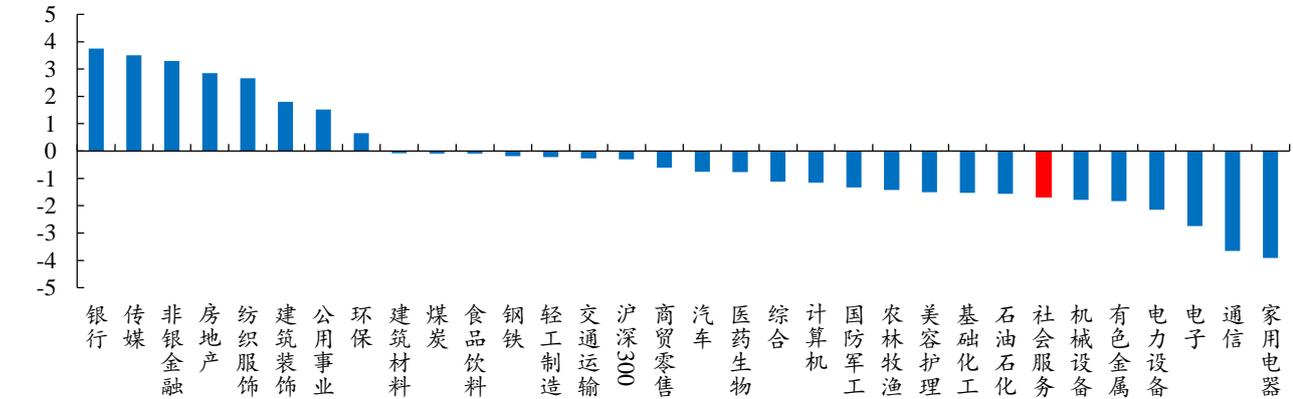
数据来源：Wind、开源证券研究所

图35：2023年初至今社服板块走势弱于沪深300（%）



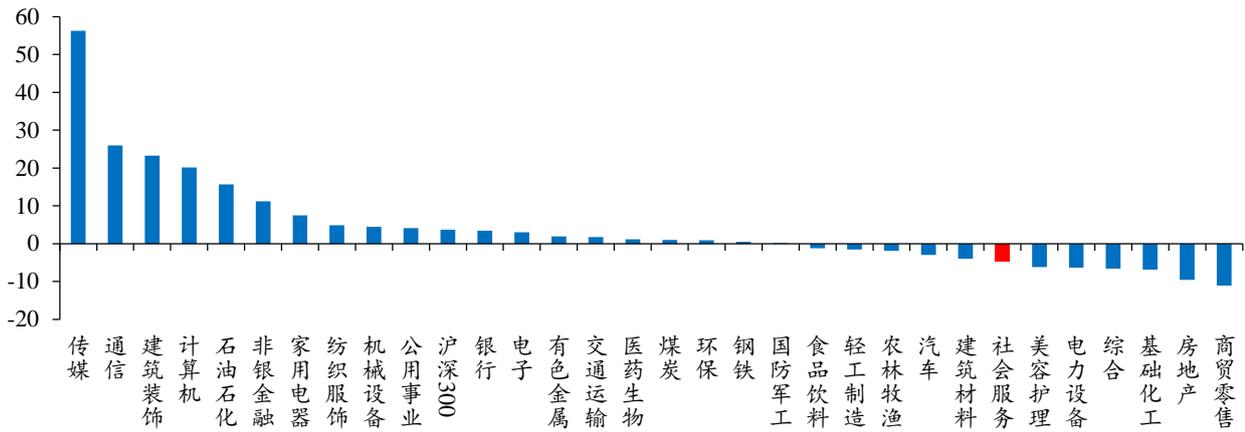
数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：本周（5.1-5.5）社会服务在一级行业排名26（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图37：2023年初至今社会服务在一级行业排名第26（%）

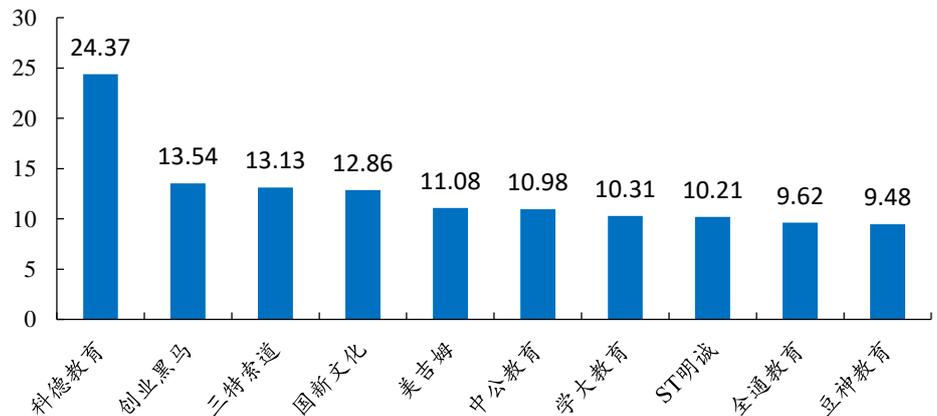


数据来源：Wind、开源证券研究所

8.2、社服标的表现：本周（5.1-5.5）教育类上涨排名靠前

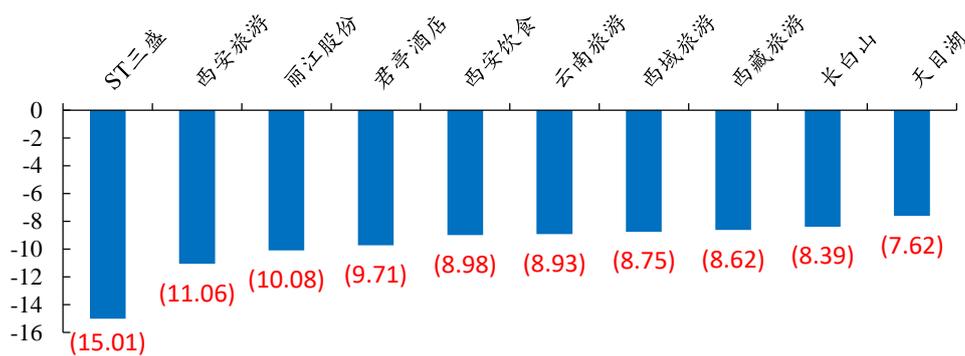
本周（5.1-5.5）涨幅前十名以教育类为主，涨幅前三名分别为科德教育、创业黑马、三特索道，跌幅前三名分别为ST三盛、西安旅游、丽江股份。净流入额前三名分别为中公教育、学大教育、国新文化，净流入额后三名为宋城演艺、中青旅、众信旅游。

图38：本周（5.1-5.5）科德教育、创业黑马、三特索道领涨（%）



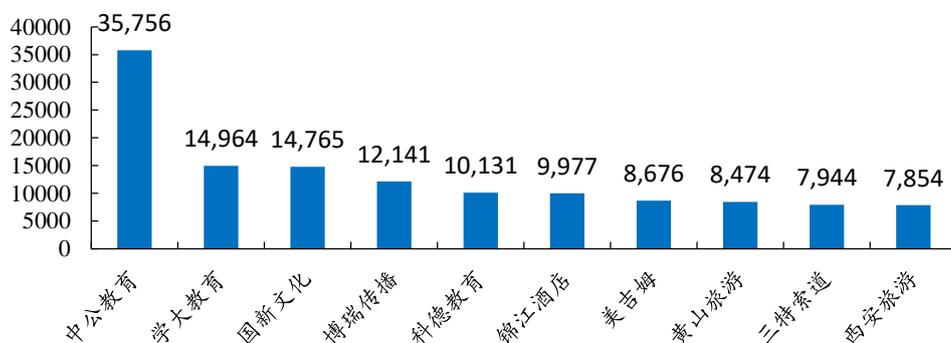
数据来源：Wind、开源证券研究所

图39：本周（5.1-5.5）ST三盛、西安旅游、丽江股份跌幅较大（%）



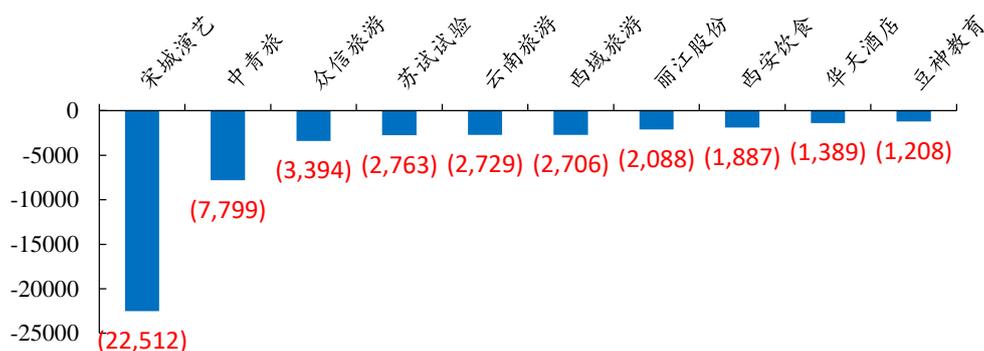
数据来源：Wind、开源证券研究所

图40：本周（5.1-5.5）中公教育、学大教育、国新文化净流入额较大（万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图41：本周（5.1-5.5）宋城演艺、中青旅、众信旅游净流出额较大（万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

表 1：盈利预测与估值

代码	公司名称	2023 年 5 月 5 日			EPS			PE			评级
		收盘价	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E			
601888.SH	中国中免	152.88	5.04	6.94	8.55	30.31	22.04	17.88	未评级		
9869.HK	海伦司	11.22	0.18	0.29	0.37	64.11	38.22	30.32	买入		
9922.HK	九毛九	16.44	0.36	0.57	0.92	45.08	29.09	17.88	买入		
001308.SZ	康冠科技	25.87	3.11	4.02	5.12	8.32	6.44	5.05	买入		
688028.SH	沃尔德	28.54	1.01	1.29	1.51	28.39	22.07	18.88	未评级		
688363.SH	华熙生物	95.53	2.59	3.32	4.11	36.90	28.78	23.22	买入		
300896.SZ	爱美客	522.20	8.21	11.12	14.68	63.61	46.95	35.56	买入		
603605.SH	珀莱雅	163.40	3.43	4.29	5.73	47.66	38.09	28.51	买入		
300957.SZ	贝泰妮	111.88	3.21	4.13	5.39	34.88	27.09	20.77	买入		
600754.SH	锦江酒店	51.78	1.46	2.12	2.58	35.52	24.45	20.07	买入		
600258.SH	首旅酒店	20.85	0.74	1.05	1.26	28.15	19.81	16.54	未评级		
300662.SZ	科锐国际	38.35	1.82	2.38	3.02	21.07	16.14	12.72	未评级		
600861.SH	北京城乡	25.40	0.63	0.80	0.96	40.50	31.91	26.35	未评级		
300856.SZ	科思股份	67.00	3.01	3.82	4.86	22.27	17.56	13.80	未评级		
600916.SH	中国黄金	12.62	0.67	0.82		18.28	14.88		买入		
300795.SZ	米奥会展	67.25	1.69	2.37	3.18	39.91	28.47	21.27	买入		
600662.SH	外服控股	6.46	0.28	0.32	0.37	23.30	20.25	17.47	未评级		
603059.SH	倍加洁	21.49	1.32	1.64	1.92	16.27	13.11	11.19	未评级		
605300.SH	佳禾食品	20.93	0.63	0.89	1.13	33.22	23.52	18.52	买入		
603081.SH	大丰实业	14.43	1.21	1.53		11.96	9.41		未评级		

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：除海伦司、九毛九、康冠科技、华熙生物、爱美客、珀莱雅、贝泰妮、锦江酒店、中国黄金、米奥会展、佳禾食品为开源证券研究所预测，其余公司盈利预测及估值数据均使用 Wind 一致预期

9、风险提示

疫情反复、项目落地不及预期，零售不及预期，行业竞争加剧等。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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

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

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

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10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