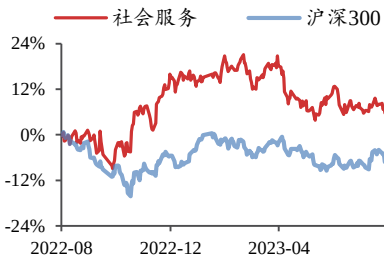


社会服务

2023 年 08 月 13 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《奥莱“品牌+折扣”具抗周期属性，瑞幸营收反超星巴克——行业周报》

-2023.8.6

《6月韩免销售额同环比下滑，欧莱雅业绩稳步增长——行业周报》-2023.7.30

《奈雪的茶开放合伙加盟，锦波生物登陆北交所——行业周报》-2023.7.23

出境团队游全面放开，海底捞加码夜经济

——行业周报

初敏（分析师）

chumin@kysec.cn

证书编号：S0790522080008

● 出行/免税：海外旅游目的地再扩容，2023H1Dufry 营收维持高增

出行/旅游：出境团队游恢复规模大幅扩大，新增目的地数达到 78 个，累计覆盖了 138 个国家和地区，中国出境游市场已全面恢复，国庆出境游热度有望飙升。
访港数据追踪：本周（8.6-8.12）内地访客总入境人次达 843427 人，环比+5%，日均 12 万人，恢复至 2019 年月度（8 月）日均的 134.2%。
免税：Dufry2023H1 加快全球餐饮+旅游零售布局扩张，实现销售额 58.236 亿瑞士法郎，核心收入 57.152 亿瑞士法郎，剔除汇率影响，较 2022 年报表同比+95.6%，有机同比（不含上半年 Autogrill 合并业务）+31.5%，整体超过中国中免位列全球免税零售商销售规模首位。

● 餐饮/酒店/影院：海底捞进军夜市，国庆多个经济型酒店价格已破千

餐饮：海底捞于多地夜市推出外摆形式，“夜经济+性价比”匹配年轻人核心需求，根据久谦咨询，截止 2023 年 4 月全国共有 3001 个夜市；多次出圈的背后，是海底捞组织效能与活力的切实提升。
酒店：携程数据显示，近一周国庆期间的酒店预订环比前一周增长了 44%，国庆假期多个经济型酒店价格已破千；万豪二季度业绩亮眼，大中华区 RevPAR 翻倍。

● 美丽/电子烟：知原药业拟深交所上市，电子烟东南亚市场具备较高增长潜力

美丽：知原药业主要从事皮肤领域药品、功效性护肤品等的研发、生产、销售，旗下拥有金纽尔、丽芙、洛芙系列药品及质润、修芙世家系列功效性护肤品。丽芙连续 3 年在痤疮（俗称“青春痘”）类用药电商平台市场份额排名第一。2022 年公司营收/归母净利润 yoy+68.3%/54.9%，化妆品业务起步虽晚但 2022 年增 196%达 1.56 亿元。
电子烟：据 Euromonitor 统计，2022 年全球雾化电子烟为 268.1 亿美元，yoy+17.8%。东南亚地区电子烟市场空间潜力较大。东南亚地区如越南、马来西亚、印尼、菲律宾等国对电子烟持开放性态度，市场规模增长潜力较大，2022 年四国电子烟市场规模约 6.1 亿美元，预计 2027 年东南亚四国电子烟市场规模将超过 11 亿美元。

● 本周社服板块整体下跌，旅游、检测类领涨

本周（8.7-8.11）社会服务指数-2.23%，跑赢沪深 300 指数 0.16 pct，在 31 个一级行业中排名第 7；2023 年初至今社会服务行业指数-7.9%，低于沪深 300 指数的-0.09%，在 31 个一级行业中排名第 23。本周（8.7-8.11）旅游、检测类标的领涨。

受益标的：长白山、银都股份、水羊股份、科思股份、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、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、 海外目的地再扩容，出境团队游全面放开.....	3
1.1、 目的地再扩容，出境团队游全面放开.....	3
1.2、 航空：国内民航全面复苏，国际航班持续恢复.....	4
1.3、 访港数据追踪：内地访港再创新高，全球访港持续恢复.....	4
2、 免税：2023H1Dufry 营收高增，7 月海南离岛免税企稳.....	6
2.1、 2023H1Dufry 收入高速增长，亚太地区战略布局加深.....	6
2.2、 7 月海南离岛免税企稳，消费优惠政策频出.....	7
3、 餐饮：海底捞加码夜经济，转换模式灵活进攻.....	8
4、 酒店：国庆酒店价格热度延续，万豪二季度业绩亮眼.....	9
4.1、 国庆假期多个经济型酒店价格已破千.....	9
4.2、 万豪二季度业绩亮眼，大中华区 RevPAR 翻倍.....	9
5、 美丽：知原药业拟深交所挂牌上市，有望成为“A 股祛痘第一股”.....	9
6、 电子烟：电子烟海外市场规模高增，东南亚市场展现强劲增势.....	11
7、 行业行情回顾：本周社服板块跑赢大盘.....	13
7.1、 行业跟踪：本周社服板块整体下行.....	13
7.2、 社服标的表现：本周（8.7-8.11）旅游、检测上涨排名靠前.....	14
8、 风险提示.....	16

图表目录

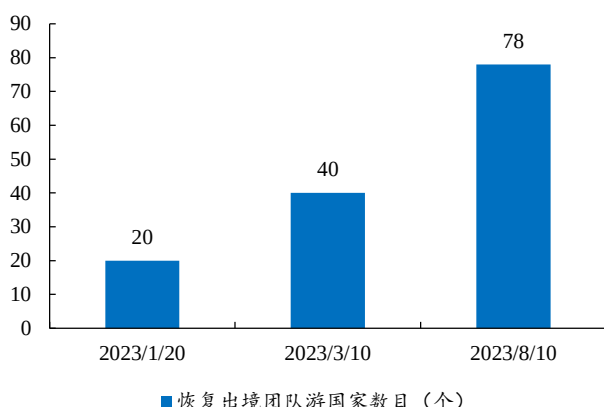
图 10： 2023H1 Dufry 机场渠道占比 82%.....	7
图 11： 2023H1 Dufry 免税收入占比 38%.....	7
图 12： 2023 年 7 月海南离岛免税环比回升.....	7
图 13： 2023 年 7 月海南离岛免税客单价维持稳定.....	7
图 14： 截止 2023 年 4 月全国共有 3001 个夜市.....	8
图 15： 中国夜间经济发展规模保持较快增速.....	8
图 16： 万豪大中华区 ADR 恢复引领 RevPAR 恢复.....	9
图 17： 2023H1 万豪国际净利率为 12.69%.....	9
图 19： 知原药业业绩增速亮眼.....	10
图 20： 皮肤类医疗产品占比较高且增速较快（单位：亿元）.....	10
图 21： 预计印尼电子烟市场 2016 年有望开始高速增长（百万美元）.....	12
图 22： 预计马来西亚电子烟市场有望稳步增长（百万美元）.....	12
图 23： 预计越南电子烟市场规模有望保持低速稳健增长（百万美元）.....	12
图 24： 预计菲律宾电子烟市场规模有望保持稳健增长（百万美元）.....	12
表 1： 2023Q2 Dufry 收入有机同比 2022Q2 增长 86%，有机同比 2019Q2 提升 4.5%.....	6
表 2： 2023H1 Dufry 分地区收入，亚太地区有机同比增长 168.3%.....	6
表 3： 功能性护肤品为增速最快品类.....	10
表 4： 盈利预测与估值.....	15

1、海外目的地再扩容，出境团队游全面放开

1.1、目的地再扩容，出境团队游全面放开

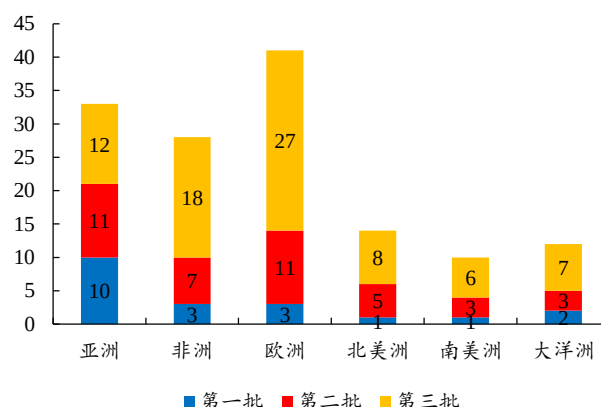
出境团队游恢复规模大幅扩大。2023年8月10日文旅部发布了恢复旅行社经营中国公民赴有关国家和地区（第三批）出境团队旅游业务的通知，新增恢复目的地数目达到78个，较2023年1月和2023年3月前两批试点名单的20个和40个大幅提升，具体包括日本、韩国、英国、美国、德国等。至此出境团队游恢复名单已经覆盖了138个国家和地区，意味着中国出境游市场已全面恢复。分区域来看，亚非欧恢复数量领跑。亚洲、非洲、欧洲累计恢复数目分别达到33/28/41个，其中亚洲恢复趋势较为平稳，欧洲和非洲第三批恢复数目较前两个批次有显著增长，欧洲恢复国家数目总和也随之跃居榜首。随着第三批目的地的放开，出境游市场产品丰富度也大大提升，欧洲、中东非、亚洲等更多组合的目的地产品将有效串联起来，更加多元的旅游产品将满足游客的需求，有利于进一步释放旅游消费潜力。

图1：2023年出境团队游限制已全面放开



数据来源：文旅部、开源证券研究所

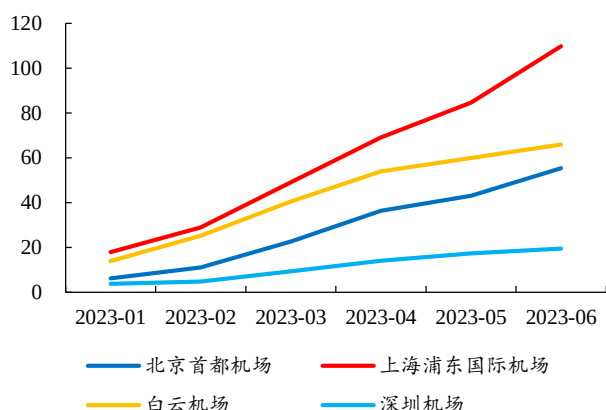
图2：第三批团队游开放国家中欧洲国家居首



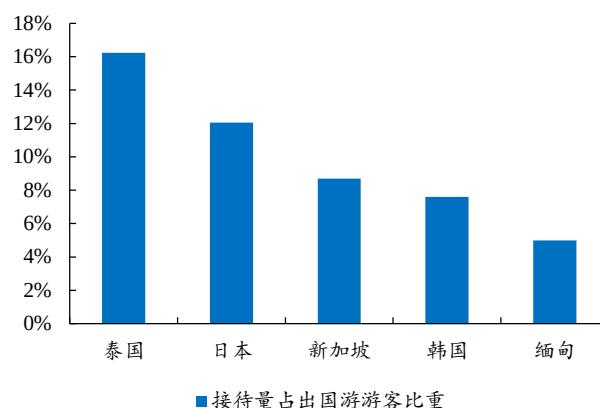
数据来源：文旅部、开源证券研究所

出境游市场热度上涨，国庆出境游热度有望飙升。自年初跨境政策放开以来，各机场国际航线旅客吞吐量持续上升，2023年6月份上海浦东国际机场国际航线吞吐量达到109.73万人次。国家民航局数据显示，上半年国际航线旅客运输量恢复至2019年的23.0%，其中6月份国际客运量已经恢复至2019年同期的41.6%。暑期的到来更是直接推旺了出境热，在此次出境团队游恢复政策的助力下，出境游市场热度进一步持续上涨。

随着跟团游国家数量扩大消息的推出，携程出境产品页面下的用户咨询量超出暑期平日10倍以上。众信旅游集团官网数据及呼叫中心电话呼入量瞬时上涨200%，其中，短线方面：日本、韩国、土耳其咨询度关注度较高；长线方面：澳大利亚、奥地利、荷兰、德国、英国、比利时以及北欧成为关注重点。马蜂窝站内相关海外目的地热度平均涨幅超过150%，日本以高达350%的瞬时访问热度高居榜首。根据中国旅游研究院数据，2023上半年日本和韩国接待量占出国游游客量位居前列，叠加位于第三批恢复目的地名单之内，内地赴日韩游客量有望再度拉高。出境旅游一般需要1-3个月的准备期，航班、游轮等供应链较难在短期内快速修复。暑期结束在即，出境旅游的政策利好更多地体现在下半年的中秋、国庆长假。

图3：机场国际航线客流量持续走高（万人次）


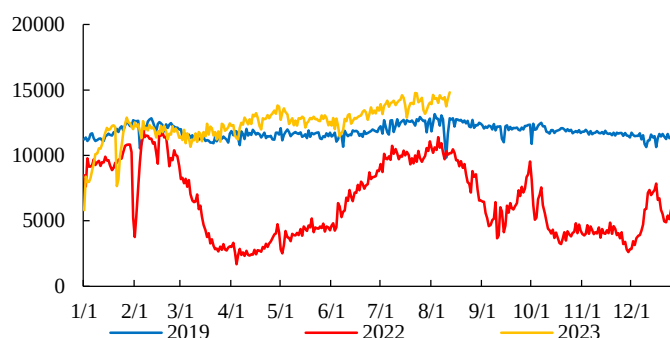
数据来源：wind、开源证券研究所

图4：2023 上半年东南亚国家为主要出境旅游目的地


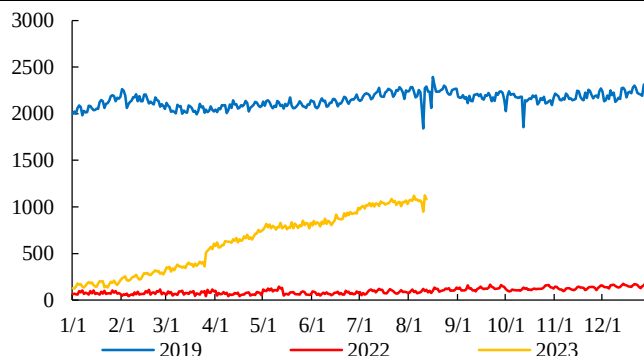
数据来源：中国旅游研究院、开源证券研究所

1.2、航空：国内民航全面复苏，国际航班持续恢复

根据航班管家，2023 年 8 月 12 日全国客运执行航班量 16188 架次，恢复至 2019 年同期 103.9%，其中，国内客运执行航班量 14833 架次，恢复至 2019 年同期 115.5%。8 月整体恢复程度趋近 100%，剔除异常天气影响，暑期旺季长途出行恢复成度有望进一步提升。

图5：国内客运执行航班量恢复至 2019 年同期 115.5%


数据来源：航班管家、开源证券研究所

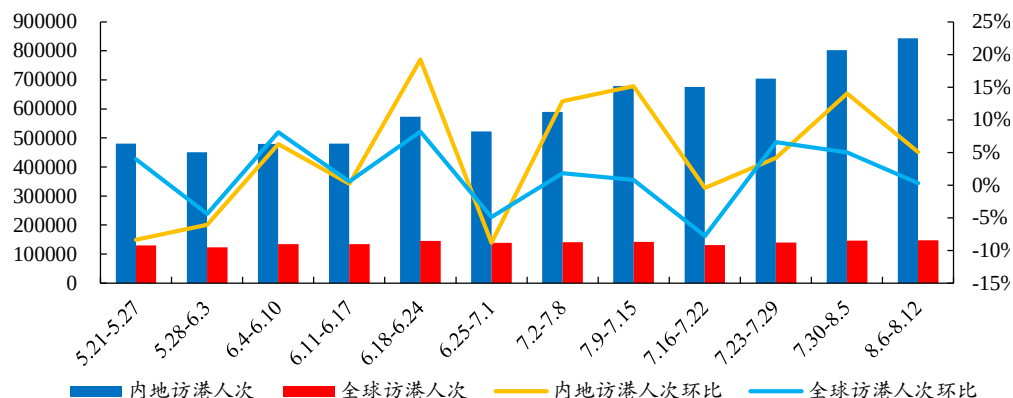
图6：国际客运执行航班量恢复至 2019 年的 47.3%


数据来源：航班管家、开源证券研究所

1.3、访港数据追踪：内地访港再创新高，全球访港持续恢复

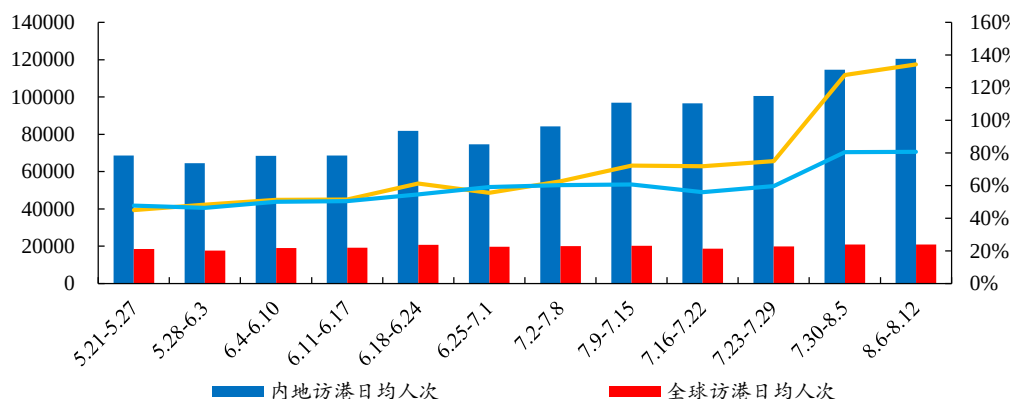
本周（8.6-8.12）内地访客总入境人次达 843427 人，环比+5%；全球访客总入境人次（除内地外）达 147185 人，环比+0.3%。内地访客日均人数恢复至 2019 年月度（8 月）日均的 134.2%，全球访客日均人数（除内地外）恢复至 2019 年月度（8 月）日均的 80.7%。内地访港整周单日峰值 16.3 万人次，全球访客整周单日峰值（除内地外）达 2.5 万人次。

图7：近一周内地/全球访港人数环比+5%/+0.3%



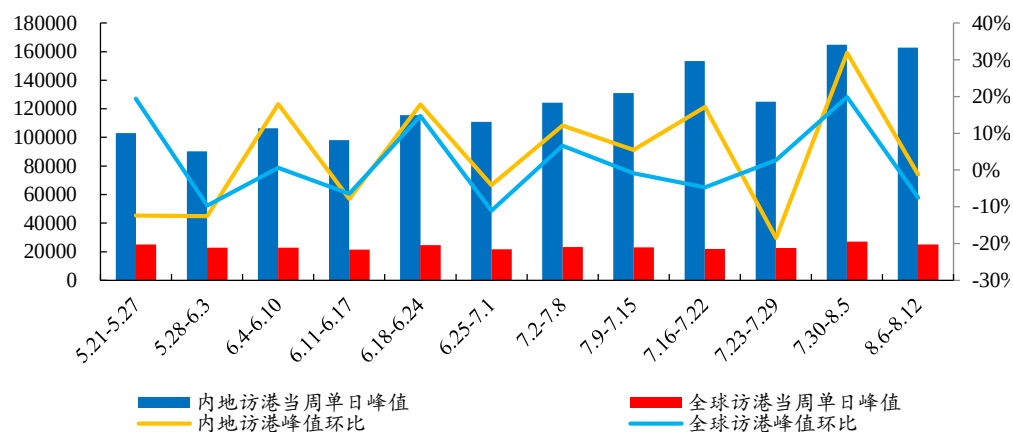
数据来源：中国香港特别行政区政府入境事务处、开源证券研究所

图8：近一周内地/全球访港人数恢复至 2019 年的 134.2%/80.7%



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9：近一周内地/全球访港人数单日峰值环比-1.3%/-7.5%



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：2023H1Dufry 营收高增，7 月海南离岛免税企稳

2.1、2023H1Dufry 收入高速增长，亚太地区战略布局加深

全球免税零售巨头 2023H1 业绩持续增长。Dufry2023H1 实现销售额 58.236 亿瑞士法郎（约合 478.4 亿人民币），核心收入 57.152 亿瑞士法郎（约合人民币 469.5 亿人民币），剔除汇率影响，较 2022 年报表同比+95.6%，有机同比（不含上半年 Autogrill 合并业务）+31.5%，整体超过中国中免位列全球免税零售商销售规模首位。上半年 EBITDA 为 4.92 亿瑞士法郎，EBITDA Margin 为 8.6%。2023H1 亚太疫情管控政策优化，全球旅游市场复苏带动免税零售加速回暖，其中二季度延续良好恢复态势，实现核心收入 34.65 亿瑞士法郎，较 2022 年有机同比+86%，同比 2019 年+4.5%，自 2021 年来首次超过 2019 年同期。

表1：2023Q2 Dufry 收入有机同比 2022Q2 增长 86%，有机同比 2019Q2 提升 4.5%

口径	收入增长率	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2
同比上年同	有机增长(不含业务合并)	-66.7%	403.3%	174.7%	179.5%	142.8%	145.6%	58.6%	34.4%	51.5%	25.5%
期	报表增长	-68.0%	390.5%	177.1%	183.0%	143.0%	148.2%	56.6%	33.5%	110.9%	86.0%
同比 2019 年	有机增长(不含业务合并)	-73.9%	-66.0%	-44.4%	-33.0%	-34.1%	-16.7%	-10.3%	-9.1%	-2.4%	4.5%
同期	报表增长	-75.5%	-68.4%	-46.1%	-36.3%	-40.6%	-21.5%	-15.5%	-15.0%	25.4%	46.0%

数据来源：Dufry 公司公告、开源证券研究所

分区域看，2023H1 EMEA、北美、拉丁美洲、亚太地区分别实现报表收入 27.45、18.65、7.77、2.85 亿瑞士法郎，占比 48%、32.6%、13.6%、5%。剔除业务合并后的有机同比增长 34.2%、21.6%、39.4%、168.3%。其中受全球休闲旅游需求驱动，欧洲、中东、北美地区客流充足，业绩贡献较大；受益于中国防疫政策放开，国内出境游人群支撑亚太地区营收 2022 年低基数下快速增长，2023H1 不断加大亚太地区战略布局，挖掘新兴奢侈品消费市场的极佳潜力，较 2019 年同期收入 9%占比有距离。如 2023 年 2 月 24 日，Dufry 在中国的首家香氛集合店“香舍”入驻重庆江北国际机场，是 Dufry 首次在江北国际机场航站楼陆侧开设店面，将客户群体从单一的航空旅客拓展到送机人群和机场职工等更丰富的非航空旅客群体。另外 2023 年 4 月第三届中国国际消费博览会上，Dufry 首席执行官 Xavier Rossinyol 曾赴海南海口考察，又前往杭州同阿里巴巴商谈深化数字化合作、引入更多全球免税商品、完善进口零售供应链条、加强消费者会员运营等方面的业务合作，标志着对亚太地区部署的逐步深入。

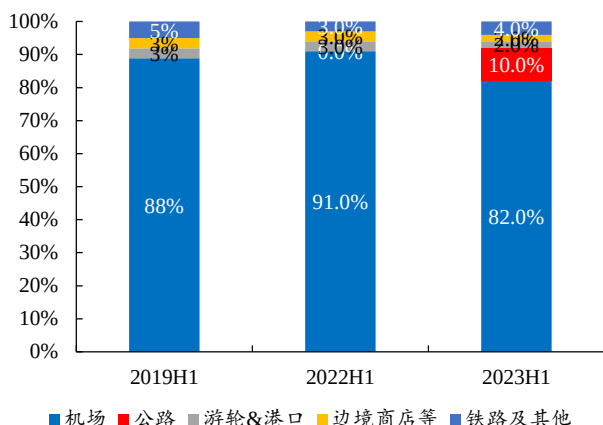
表2：2023H1 Dufry 分地区收入，亚太地区有机同比增长 168.3%

收入（百万瑞士法郎）	2023H1	2022H1	报表同比	有机同比	2023H1 报表收入占比	2022H1 报表收入占比	同比变化
EMEA	2744.9	1463.6	87.5%	34.2%	48.0%	50.1%	-2.1%
北美	1865.1	741	151.7%	21.6%	32.6%	25.4%	7.3%
拉丁美洲	776.5	579.6	34.0%	39.4%	13.6%	19.8%	-6.2%
亚太	284.8	76.6	271.8%	168.3%	5.0%	2.6%	2.4%
Distribution Centers	43.9	61.8	-29.0%	-28.8%	0.8%	2.1%	-30.9%
合计	5715.2	2922.5	95.6%	31.5%	100.0%	100.0%	-

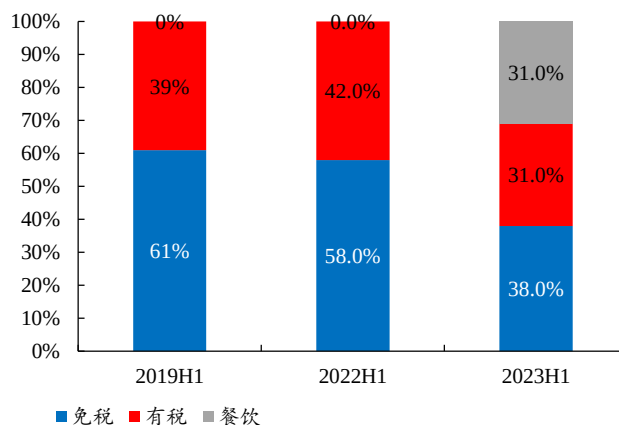
数据来源：Dufry 公司公告、开源证券研究所

分业务场景看，2023H1 Dufry 机场渠道收入占比 82%，较 2022H1 91%有所下降，

一定程度上减轻机场流量和经营条款限制风险，新增公路渠道占比 10%，较一季度上升 4%，渠道拓宽有利于公司捕捉更多消费场景下的客群需求。**分业务类型看**，2023H1 Dufry 免税、有税、餐饮业务收入占比分别为 38%、31%、31%，餐饮类份额显著上升原因为与跨国餐饮集团 Autogrill 合并，餐饮业务为其营收半壁江山。近期 Dufry 赢得 Aena 西班牙各地的所有投标，将在其旗下 21 个机场运营零售和混合餐饮零售，合同为期 12 年，占地 6 万平方米，每年为超 1.32 亿名乘客提供服务，进一步夯实旅游零售和餐饮服务的业态组合。23H1 Aena 集团总收入达 23.33 亿欧元，同比 +24%；商业收入达 7.15 亿欧元，超 2019 年水平。

图10：2023H1 Dufry 机场渠道占比 82%


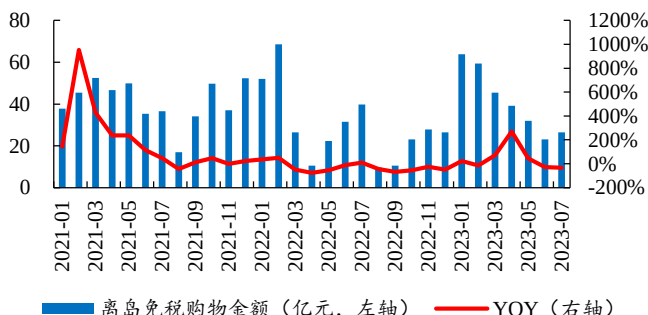
数据来源：Dufry 公司公告、开源证券研究所

图11：2023H1 Dufry 免税收入占比 38%


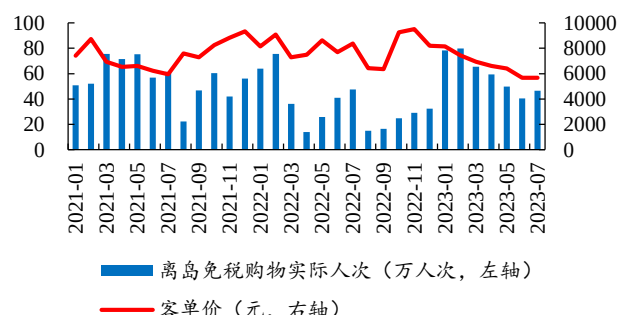
数据来源：Dufry 公司公告、开源证券研究所

2.2、7 月海南离岛免税企稳，消费优惠政策频出

暑期旺季客流刺激下，海南离岛免税经营企稳。2023 年 1 月至 7 月，海口海关共监管海南离岛免税销售金额 289.3 亿元，免税购物人数 419.9 万人次，免税购物件数 3403 万件。其中，7 月单月海南离岛免税销售额约 26.4 亿元/同比-34%/环比+14%，免税购物人次约 46.6 万人次/同比-2%/环比+15%，客单价约 5671 元/同比-32%/环比基本持平，我们认为随前期囤货效应消除、高端品类供给恢复、消费者信心逐步回暖，客流购物转化率有望回暖，后续暑期 8 月、国庆、冬季旺季海南免税市场将持续向好。

图12：2023 年 7 月海南离岛免税环比回升


数据来源：海口海关、开源证券研究所

图13：2023 年 7 月海南离岛免税客单价维持稳定


数据来源：海口海关、开源证券研究所

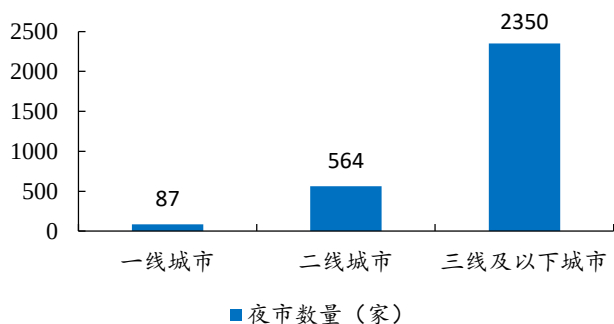
暑期促销加密、消费者信心提振。政府加大促消费力度，离岛免税消费券持续发放。6月22日-7月31日，海南省政府发放离岛免税消费券3000万；8月1日-8月31日，海南省政府发放离岛免税消费券第二期，合计526.5万；8月3日-8月15日，海口发放免税线上会员购消费券，合计数额达1000万元，将有助于持续扩大消费。

3、餐饮：海底捞加码夜经济，转换模式灵活进攻

海底捞于多地夜市推出外摆形式，“夜经济+性价比”匹配年轻人核心需求。近期海底捞于多地开展夜市摆摊活动，摊位面积和寻常摊位相仿，摊位上有2个四宫格的火锅槽位，工作人员也仅有两到三位，菜品价格迎合消费降级趋势，定价8~18元。除了在青岛开设了夜市摊位之外，在上海以及山西都有开设类似的户外摊位，但其销售模式和菜品都有所区别。如开设在上海南京路上的海底捞，以串串、钵钵鸡等为主。山西区域内的则是主打户外夜宵车的模式，以类似大排档的形式开展摆摊活动。

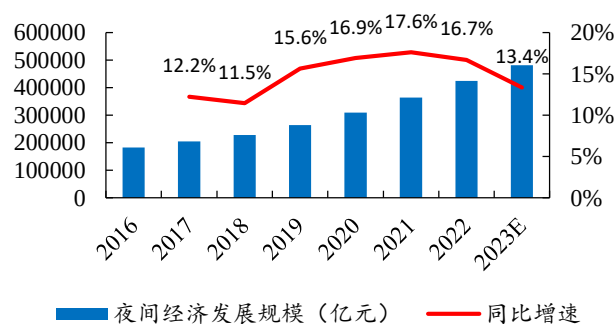
多次出圈的背后，是组织效能与活力的切实提升。从与悲伤蛙联动上新夜宵，到演唱会大巴拉人，再到夜市小摊，其本质是海底捞的组织管理机制不断地优化和调整，组织效率得到极大地提升。**(1) 产品创新方面**，从2023年年初开始，海底捞下放产品上下架的权限，店长和大区可以根据本地化需求去调整产品和服务，强化本地服务体验，助力整体运营水平提升。**(2) 激励机制方面**，调整KPI考核，推广“低底薪、高分红”的激励模式，让员工变成公司“合伙人”。

图14：截止2023年4月全国共有3001个夜市



数据来源：久谦咨询、开源证券研究所

图15：中国夜间经济发展规模保持较快增速



数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

4、酒店：国庆酒店价格热度延续，万豪二季度业绩亮眼

4.1、国庆假期多个经济型酒店价格已破千

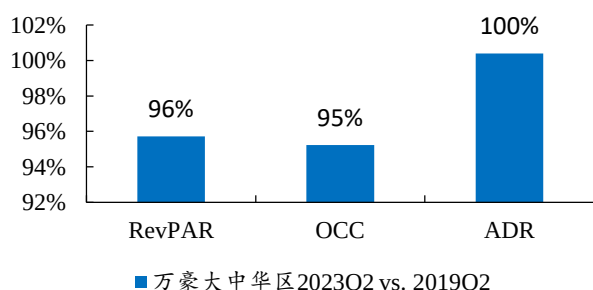
携程数据显示，截至8月9日，近一周预订国庆期间出行的订单环比前一周增长了55%；其中，近一周国庆期间的酒店预订环比前一周增长了44%。上海、北京、杭州、成都、广州、西安、重庆、长沙、南京、常州等城市，是国庆出游的热门目的地。国庆期间，热门旅游城市的经济酒店价格上涨明显，尤其是一些景点、商圈附近的酒店。原本一两百元的经济型酒店，国庆期间的价格已经上涨至五六百元，甚至突破千元。

4.2、万豪二季度业绩亮眼，大中华区 RevPAR 翻倍

万豪国际近日公布第二季度财报，23Q2 收入 60.8 亿美元，同比增长 14%，超出分析师预期。本季度净利润 7.26 亿美元，同比增长了 7%，第二季度万豪全球酒店 RevPAR 同比增长 13.5%。大中华区第二季度 RevPAR 接近 85 美元，同比增长 125%，大中华区 Q2 入住率 68.5%，同比增长超过 28 个百分点。公司表示中国市场的复苏超出预期，团队客源和休闲客源业绩表现都很好，特别是中国澳门，近几个月的入住率超过 90%。

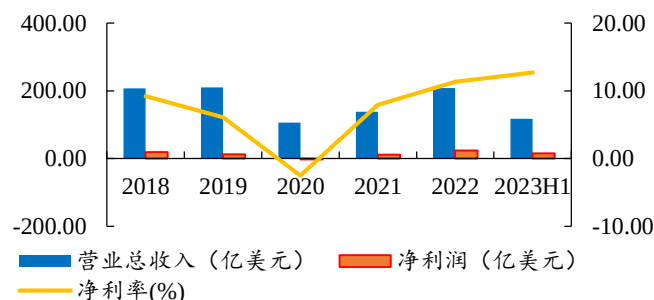
由于业绩良好，万豪上调了对 2023 年全年的预期。第三季度的 RevPAR 预计增幅为 6%-8%，全年预计增长 12%-14%。万豪原本预计 2023 年度客房净增长率 4%-4.5%，如今上调到 6.4%-6.7%。

图16：万豪大中华区 ADR 恢复引领 RevPAR 恢复



数据来源：万豪国际公告、开源证券研究所

图17：2023H1 万豪国际净利率为 12.69%



数据来源：Wind、开源证券研究所

5、美丽：知原药业拟深交所挂牌上市，有望成为“A 股祛痘第一股”

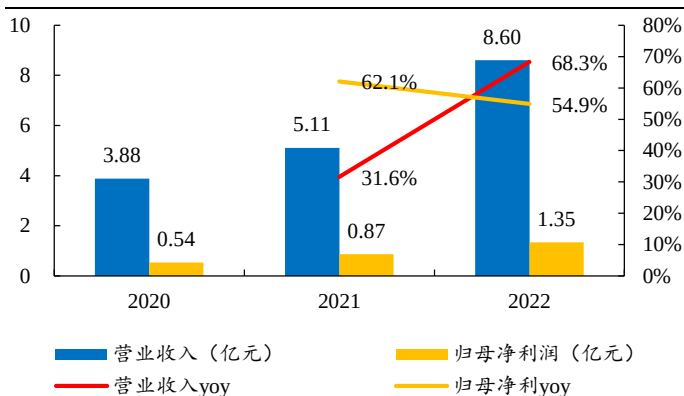
知原药业主要从事祛痘领域研发生产。知原药业主要从事皮肤领域药品、功效性护肤品等的研发、生产、销售，旗下拥有金纽尔、丽芙、洛芙系列药品及质润、修芙世家系列功效性护肤品。2020~2022 年，知原药业旗下产品甲硝唑凝胶（丽芙）在痤疮（俗称“青春痘”）类用药电商平台市场份额分别排名第一。质润天猫旗舰店在产品介绍里提及，质润全网累计销售已超 800 万支，而这个系列产品主要宣称功效为“祛痘”。

图18：2020-2022 年丽芙在痤疮类用药电商平台市场份额分别排名第一

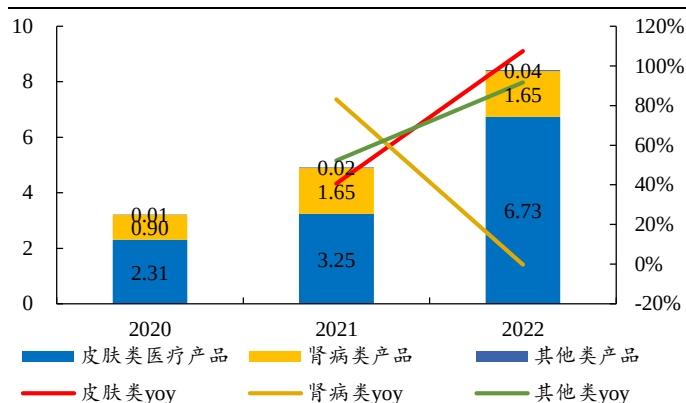
2022 年度		2021 年度		2020 年度	
药品名称	市场份额	药品名称	市场份额	药品名称	市场份额
丽芙(甲硝唑凝胶)	31.0%	丽芙(甲硝唑凝胶)	26.5%	丽芙(甲硝唑凝胶)	32.5%
泰尔丝(异维 A 酸软胶囊)	10.9%	达芙文(阿达帕林凝胶)	12.6%	达芙文(阿达帕林凝胶)	13.8%
阿达帕林凝胶(武汉诺安药业有限公司)	10.6%	泰尔丝(异维 A 酸软胶囊)	10.7%	班赛(过氧苯甲酰凝胶)	10.3%
童诺(异维 A 酸红霉素凝胶)	7.9%	班赛(过氧苯甲酰凝胶)	8.5%	泰尔丝(异维 A 酸软胶囊)	7.5%
达芙文(阿达帕)	7.4%	迪维(维 A 酸乳膏)	6.6%	维 A 酸乳膏(湖北)	6.5%

资料来源：知原药业招股说明书

皮肤类医疗产品高增驱动业绩高速增长，化妆品领域增速最快。2020-2022 年公司营收分别为 3.88/5.11/8.6 亿元，yoy+31.6%/+68.3%，归母净利润分别为 0.54/0.87/1.35 亿元，yoy+62.1%/54.9%，皮肤类医疗产品收入增长驱动营收归母净利润实现高增，公司皮肤类医疗产品由 2020 年 2.31 亿元增长至 2022 年 6.73 亿元，两年 CAGR 为 70.8%。皮肤类医疗产品中化妆品板块功能性护肤品发力较晚但增长较快，2021 年以质润（壬二酸净颜凝露等）攻入化妆品市场，2021/2022 年营收分别为 0.53/1.56 亿元，yoy+196%，同时，这一业务营收占比已达 18.38%。

图19：知原药业业绩增速亮眼


数据来源：知原药业招股说明书、开源证券研究所

图20：皮肤类医疗产品占比较高且增速较快（单位：亿元）


数据来源：知原药业招股说明书、开源证券研究所

表3：功能性护肤品为增速最快品类

	2020		2021		2022	
	金额 (万元)	占主营业务收入比例	金额 (万元)	占主营业务收入比例	金额 (万元)	占主营业务收入比例
皮肤病类药物	22,776.46	59.82%	26,959.04	53.07%	51,571.05	60.79%
联苯苄唑溶液	335.32	0.88%	5,122.77	10.08%	19,185.55	22.62%
甲硝唑凝胶	8,911.42	23.40%	8,949.64	17.62%	12,039.37	14.19%
复方丙酸氯倍他索软膏	10,493.01	27.56%	8,500.75	16.73%	10,302.24	12.14%
皮肤类药物-其他	3,036.71	7.98%	4,385.88	8.64%	10,043.89	11.84%

2020			2021		2022	
功能性护肤品			5,267.57	10.37%	15,590.19	18.38%
壬二酸净颜凝露			4,671.03	9.19%	11,501.78	13.56%
壬二酸清痘凝露			507.95	1%	2,500.22	2.95%
功能性护肤品-其他			88.59	0.18%	1,588.19	1.87%
皮肤类医疗产品-其他	299.23	0.79%	228.13	0.45%	186.25	0.22%

数据来源：知原药业招股说明书、开源证券研究所

化妆品板块生产模式为委托生产，毛利率处于较高水平。公司更为注重配方研发、销售渠道网络建设和品牌建设，功效性护肤品生产环节附加值较低，重要程度较小，知原药业采取委托生产能够将资源集中于核心配方研发等高附加值环节，最大化发挥自身优势。知原药业已拥有化妆品备案及注册 45 个，其中，普通化妆品备案 43 个，特殊化妆品注册 2 个。普通化妆品里，除了热卖的净颜、清痘凝露等产品，还有面膜、精华霜、洁面乳、护手霜、洗发水等多品类产品；特殊化妆品里，包含两款防晒乳产品。除彩妆外，几乎全品类覆盖。2021 年和 2022 年，质润畅销产品壬二酸净颜凝露的毛利率分别为 80.78%和 79.77%。

与国内大型医药经销商建立了良好的合作关系，渠道优势显著。公司终端覆盖各级医院、卫生服务中心、零售药店等，同时，打造出创新的“电商+线下”多渠道销售模式。当前，其主要客户包括阿里健康大药房医药连锁有限公司（以下简称“阿里健康”）、华润医药控股有限公司、广州白云山医药集团股份有限公司、莲藕健康药业（广州）有限公司、国药控股股份有限公司等大型医药电商平台、全国性医药商业公司。阿里健康为知原药业的第一大客户，2022 年贡献营收 2.46 亿元，占总营收的 28.61%。2022 年 618，质润系列产品位列阿里健康功效护肤类品牌第二名。质润单品在阿里健康购买页面“宝贝评价”中的“专业护肤问答”也成为了产品的加分项。质润官方旗舰店对评论进行“嫁接”，进一步形成“口碑效应”。

6、电子烟：电子烟海外市场规模高增，东南亚市场展现强劲增势

据 Euromonitor 统计，2022 年全球新型烟草产品市场规模预计达 794.7 亿美元/yoy+17.1%。其中，无烟烟草为 139.5 亿美元，yoy+4.9%；雾化电子烟为 268.1 亿美元，yoy+17.8%；加热不燃烧为 333.8 亿美元，yoy+15.8%。

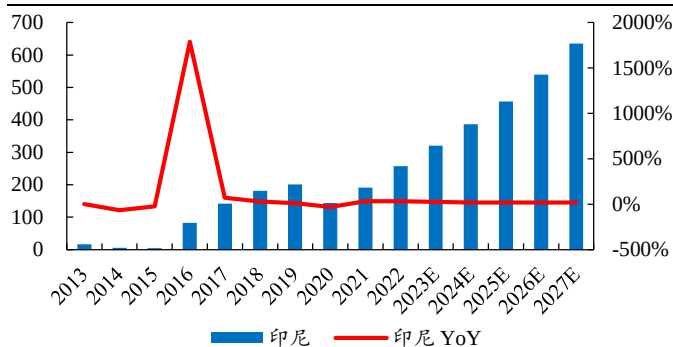
雾化电子烟方面，2022 年北美增长 15.9%；西欧增长 27.0%；亚太增长 14.5%。西欧市场增长较为突出主要系一次性电子烟销售的快速提升，亚太地区增长趋缓系中国市场 2022 年起的口味禁令影响短期市场需求。

加热不燃烧产品方面，2022 年亚太市场规模增长 12.1%；东欧增长 34.3%；西欧增长 4.8%。

新兴市场表现强劲，东南亚地区电子烟市场空间潜力较大。东南亚地区如越南、马来西亚、印尼、菲律宾等国对电子烟持开放性态度，市场规模增长潜力较大，2022 年四国电子烟市场规模约 6.1 亿美元。根据 Stasita 数据，预计 2027 年东南亚四国电子烟市场规模将超过 11 亿美元。据《2022 年电子烟产业出口蓝皮书》预计，2022

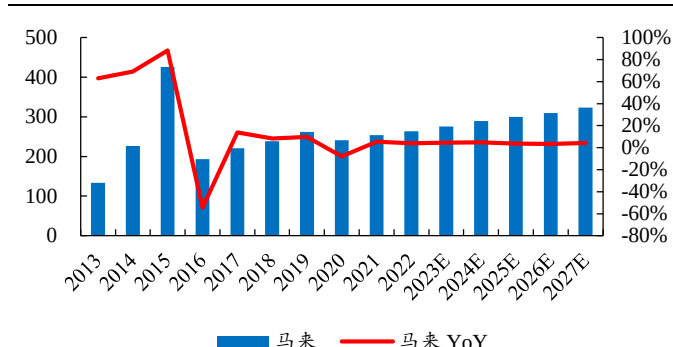
年中国在东南亚的电子烟出口额将达 69 亿，占全球出口额 5%；而印尼的电子烟消费者数量已以 6041.7 万居全球首位。据 Euromonitor 数据显示，预计 2023 年东南亚电子烟雾化总市场将达至 7.66 亿美元，相当于超过 40 亿人民币。

图21：预计印尼电子烟市场 2016 年有望开始高速增长（百万美元）



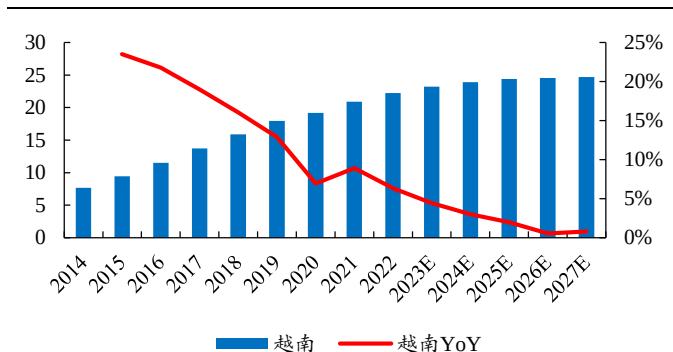
数据来源：Statista、开源证券研究所

图22：预计马来西亚电子烟市场有望稳步增长（百万美元）



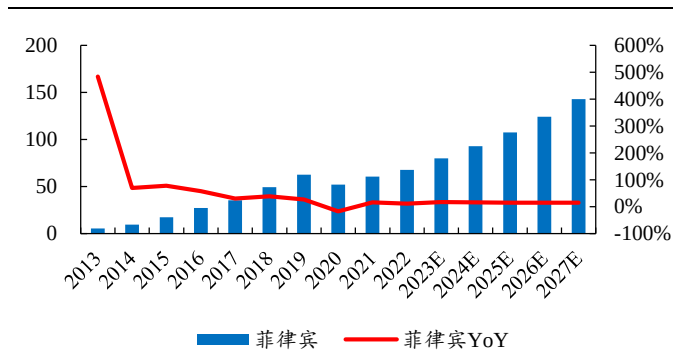
数据来源：Statista、开源证券研究所

图23：预计越南电子烟市场规模有望保持低速稳健增长（百万美元）



数据来源：Statista、开源证券研究所

图24：预计菲律宾电子烟市场规模有望保持稳健增长（百万美元）



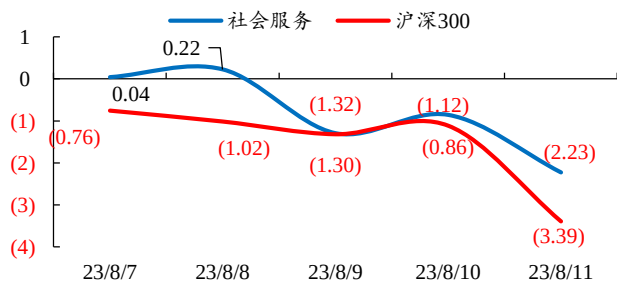
数据来源：Statista、开源证券研究所

7、行业行情回顾：本周社服板块跑赢大盘

7.1、行业跟踪：本周社服板块整体下行

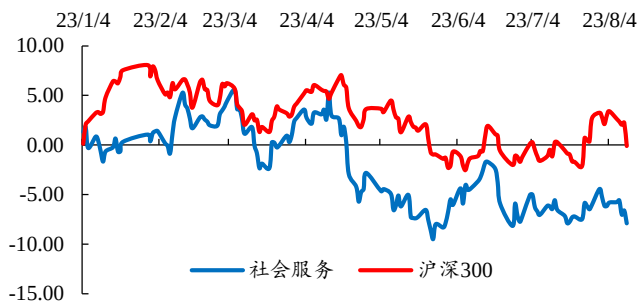
本周（8.7-8.11）社会服务指数-2.23%，跑赢沪深 300 指数 0.16pct，在 31 个一级行业中排名第 7；2023 年初至今社会服务行业指数-7.9%，低于沪深 300 指数的 -0.09%，在 31 个一级行业中排名第 23。

图25：本周（8.7-8.11）社服板块跑赢沪深 300（%）



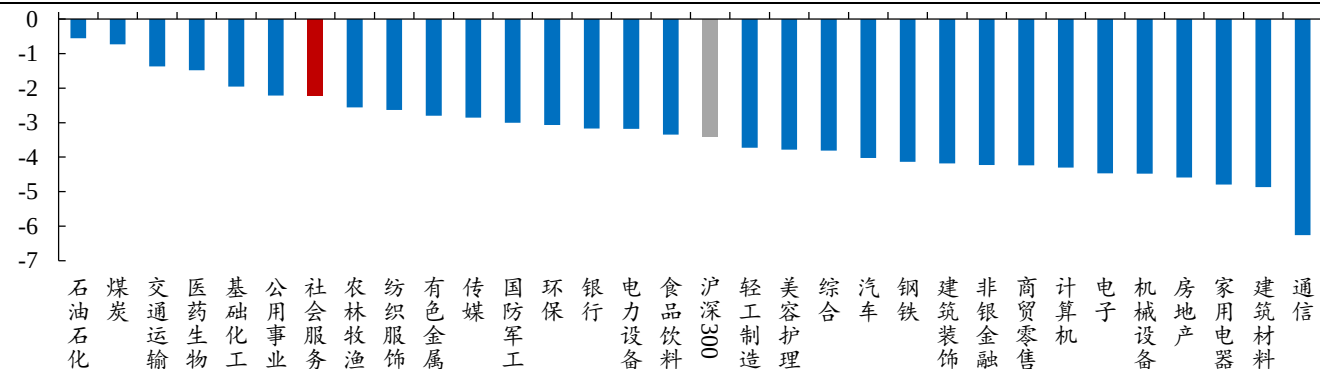
数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：2023 年初至今社服板块走势弱于沪深 300（%）



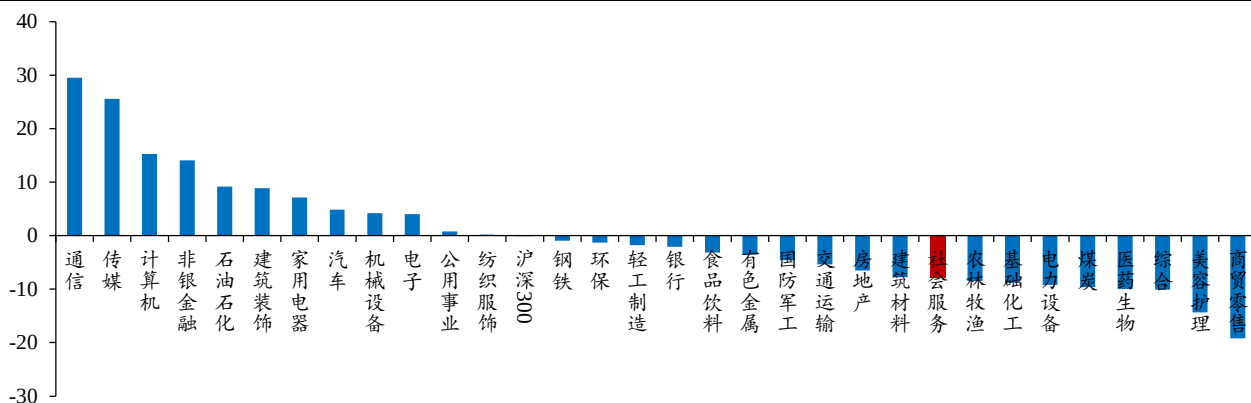
数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：本周（8.7-8.11）社会服务在一级行业排名 7（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：2023 年初至今社会服务在一级行业排名第 23（%）

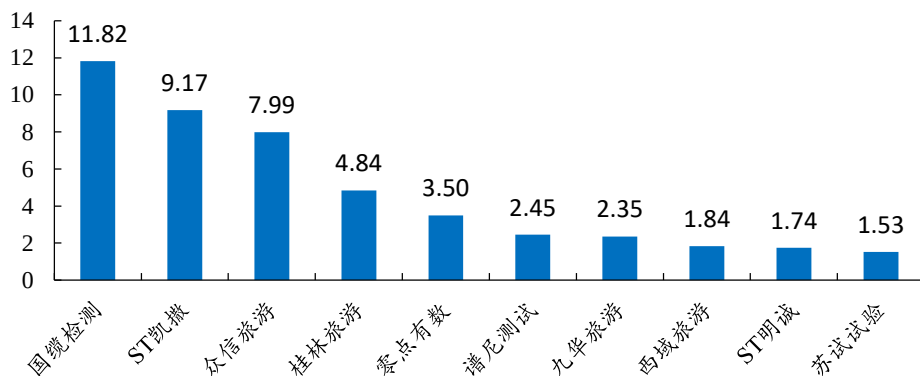


数据来源：Wind、开源证券研究所

7.2、社服标的表现：本周（8.7-8.11）旅游、检测上涨排名靠前

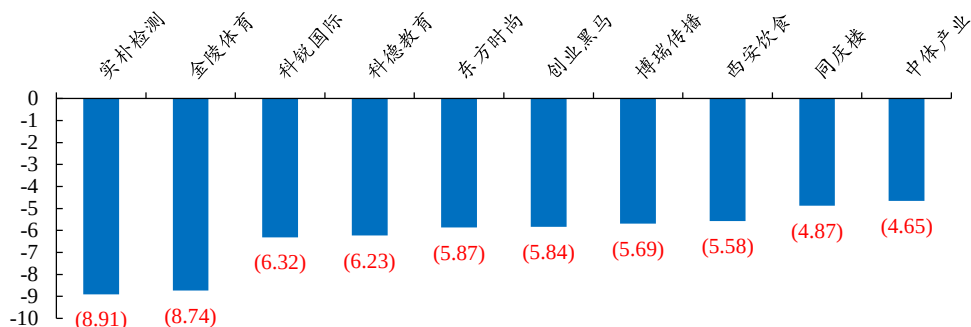
本周（8.7-8.11）涨幅前十名以旅游、检测类为主，涨幅前三名分别为国缆检测、ST凯撒、众信旅游，跌幅前三名分别为实朴检测、金陵体育、科锐国际。净流入额前三名分别为众信旅游、桂林旅游、ST凯撒，净流入额后三名为中公教育、西安饮食、宋城演艺。

图29：本周（8.7-8.11）国缆检测、众信旅游领涨（%）



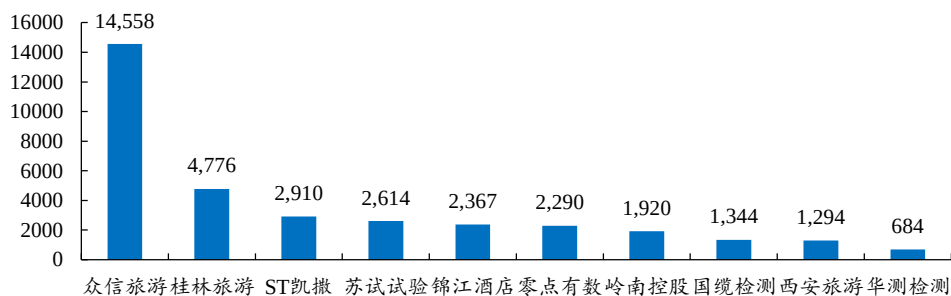
数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：本周（8.7-8.11）实朴检测、金陵体育、科锐国际跌幅较大（%）



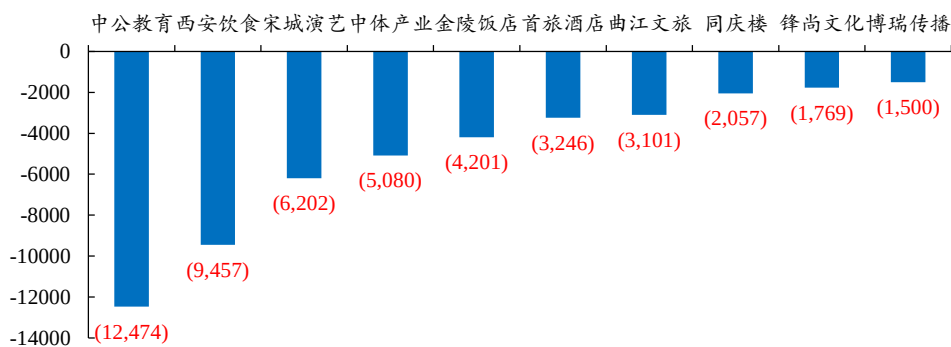
数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：本周（8.7-8.11）众信旅游、桂林旅游净流入额较大（万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：本周（8.7-8.11）中公教育、西安饮食、宋城演艺净流出额较大（万元）



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	2023年8月11日	EPS			PE			评级
		收盘价	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
601888.SH	中国中免	120.5	4.40	6.05	7.63	27.38	19.93	15.79	未评级
9869.HK	海伦司	8.73	0.18	0.29	0.37	26.64	17.01	13.32	买入
9922.HK	九毛九	15.52	0.36	0.57	0.92	33.65	20.86	15.62	买入
001308.SZ	康冠科技	25.06	3.11	4.02	5.12	11.85	9.98	8.75	买入
300856.SZ	科思股份	73.15	3.54	4.72	6.34	23.54	18.57	14.75	买入
688028.SH	沃尔德	20.15	0.72	0.92	1.08	28.04	21.79	18.64	未评级
688363.SH	华熙生物	95.91	3.32	4.11	37.40	36.55	28.53	23.12	买入
300896.SZ	爱美客	443	11.12	14.68	57.69	49.65	35.29	26.31	买入
603605.SH	珀莱雅	108.77	4.29	5.73	32.60	40.15	31.88	25.70	买入
300957.SZ	贝泰妮	97.39	4.13	5.39	31.48	31.08	24.42	19.46	买入
600754.SH	锦江酒店	47.02	2.12	2.58	33.40	34.39	23.61	18.89	买入
600258.SH	首旅酒店	20.15	0.72	1.01	1.22	28.09	19.91	16.55	未评级
600916.SH	中国黄金	11.82	0.71	0.83	20.23	19.10	15.90	13.63	未评级
300795.SZ	米奥会展	36.36	2.37	3.18	21.85	30.70	21.14	15.00	未评级
300662.SZ	科锐国际	35.41	1.81	2.37	3.01	19.55	14.97	11.77	未评级
600861.SH	北京人力	24.8	1.36	1.67	1.96	18.18	14.83	12.64	未评级
600662.SH	外服控股	6.01	0.28	0.32	0.37	21.67	18.83	16.25	未评级
603059.SH	倍加洁	22.4	1.32	1.64	1.92	16.97	13.70	11.67	未评级
605300.SH	佳禾食品	21.21	0.89	1.13	35.84	29.74	22.20	17.19	买入
603081.SH	大丰实业	15.49	1.49	1.80	14.31	13.89	10.80	8.81	买入
300740.SZ	水羊股份	20.12	1.08	1.29	27.25	25.93	19.60	16.14	买入
603277.SH	银都股份	24.66	1.30	1.61	1.92	18.93	15.35	12.84	未评级
002723.SZ	小崧股份	11.49	0.15	0.20	0.24	76.50	57.11	48.34	未评级
603099.SH	长白山	13.24	0.41	0.51	0.63	32.27	25.92	21.11	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、大丰实业、科思股份、水羊股份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（2023 年 8 月 11 日港币兑人民币收盘价为 0.92542）

8、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。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），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专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、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，由陕西开源证券经纪有限责任公司变更延续的专业证券公司，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