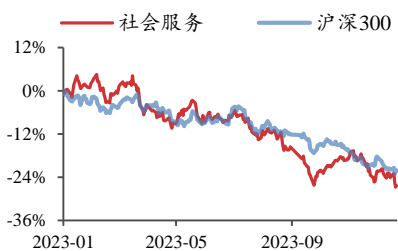


## 社会服务

2024年01月21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

《春节银发族出境游领先，国考分数线公布关注考公赛道—行业周报》

-2024.1.14

《深入剖析潮玩行业两大趋势，“出海”+“多元”—行业深度报告》

-2024.1.10

《冰雪主题旅游热度持续，教育部作双减三年部署—行业周报》

-2024.1.7

## Vision Pro 预售催化 XR 内容生态开发，关注春节假期度假型酒店集团表现

——行业周报

初敏（分析师）

chumin@kysec.cn

证书编号：S0790522080008

李睿娴（联系人）

liruixian@kysec.cn

证书编号：S0790122120005

### ● 出行/旅行：Vision Pro 预售催化 XR 内容生态，长白山发布业绩预告

**出行/旅游：**苹果 Vision Pro 开启预售，XR 设备硬件迭代升级有望催化内容生态开发迎来繁荣期，受益标的：**罗曼股份**。**景区业绩预告：**（1）长白山 2023 年预计实现营收 6.29 亿元，较 2019 年同期+34.7%；归母净利润 1.36-1.46 亿元，较 2019 年同期+81%-95%，成本刚性下利润弹性释放。1 月冰雪游客流高增，预计春节假期景区客流有望延续景气度。（2）**天目湖：**2023 年预计实现归母净利润 1.4-1.55 亿元，同比+589.42%-663.29%，较 2019 年同期增长 12.9%-25%。**携程：**与快手达成战略合作，依托快手平台本地生活用户和流量生态，有望激发酒旅行业新客群增长引擎。**访港数据追踪：**本周（1.13-1.19）内地访客总入境人次达 658621 人，环比+15.4%；内地访客日均人数恢复至 2019 年月度（1 月）日均 52.6%。**免税：**近期国内一线机场公布 12 月经营数据，下半年整体保持环比攀升态势。

### ● 教育/餐饮/酒店：少儿编程空间广阔，关注度假型酒店春节表现

**教育：**多鲸教育研究院预测 2027 年中国少儿编程市场规模有望达到 686 亿元，参培率有望达到 5%，英国、日韩等多个发达国家将编程列为必修课程，少儿编程有望从兴趣课转向基础学科，受益标的：**新东方、好未来**。**餐饮：**奈雪 2023 年净增 506 家直营店，据餐宝典数据，叠加加盟门店全年新开约 590 家；奈雪连续两日回购，回购金额约 444 万港元。性价比餐厅小菜园冲刺 IPO，三年直营门店数量接近翻倍，2023 年前 9 个月小菜园实现净利润 4.3 亿元，净利率 12.5%。**酒店：**春节旅游消费可期，关注度假占比高的酒店集团，受益标的：**君亭酒店**。

### ● 美丽：东南亚地区美妆市场崛起，国货美妆品牌布局出海

全球美妆护肤市场规模稳步增长，预计未来几年东南亚地区美妆护肤市场增速较快，2022 年达 3080 亿美元/yoy+8%，其中东南亚地区市场规模较小，但具备较大发展潜力，预计 2021-2026 年 CAGR 达 10.1%。中国美妆护肤出海逐渐转向亚洲市场，东南亚国家位列中国美妆护肤出海前列。同时，东南亚地区线上美妆市场崛起，处于 20-30%线上化率水平，有较大拓展空间。中国美妆护肤产业链完善，规模效应突出，较海外品牌自行开发加速 6-10 个月，为出海提供技术条件。

### ● 本周社服板块跑输大盘，旅游、酒店类领涨

本周（1.15-1.19）社会服务指数-2.99%，跑输沪深 300 指数 2.56pct，在 31 个一级行业中排名第 15；2024 年初至今社会服务行业指数-5.23%，弱于沪深 300 指数的-4.7%，在 31 个一级行业中排名第 14，本周旅游、酒店类上涨排名靠前。**受益标的：**新东方、好未来、学大教育、华图山鼎、中公教育、泡泡玛特、罗曼股份、大丰实业、倍加洁、长白山、银都股份、水羊股份、科思股份、福瑞达、康冠科技、华熙生物、爱美客、米奥会展。

● **风险提示：**项目落地不及预期，出行不及预期，行业竞争加剧等。

## 内容目录

1、出行/旅游：Vision Pro 预售有望催化 XR 内容生态开发，长白山、天目湖发布业绩预告.....	4
1.1、苹果 Vision Pro 于 19 日开启预定，关注 XR 内容生态开发标的.....	4
1.2、景区：长白山、天目湖发布业绩预告，2023 年经营表现不俗.....	5
1.3、携程：与快手达成战略合作，有望拓宽酒旅行业流量边界.....	6
1.4、航空：国内航班环比回升，国际航班恢复趋势良好.....	6
1.5、访港数据追踪：内地访港环比回升，全球访港保持稳定.....	7
2、12 月一线机场国际运力持续恢复，11 月韩免销售环比下滑.....	8
2.1、12 月一线机场国际运力持续恢复，关注机场免税爬坡进度.....	8
2.2、韩国免税：11 月韩免销售额环比-10.38%，恢复至 2019 年同期 45%.....	10
3、教育：由兴趣课转向基础学科，少儿编程市场空间广阔.....	11
4、餐饮：奈雪净增 506 家直营店，性价比餐厅小菜园冲刺 IPO.....	11
4.1、奈雪 2023 年净增 506 家直营店，开启回购计划.....	11
4.2、性价比餐厅小菜园冲刺 IPO，三年直营门店数量接近翻倍.....	12
5、酒店：春节旅游消费可期，关注度度假型酒店.....	13
6、美丽：东南亚地区美妆市场崛起，国货美妆品牌布局出海.....	13
7、行业行情回顾：本周社服板块跑输大盘.....	16
7.1、行业跟踪：本周社服板块波动下跌.....	16
7.2、社服标的表现：本周（1.15-1.19）旅游、酒店类上涨排名靠前.....	18
8、风险提示.....	20

## 图表目录

图 1：苹果 Vision Pro 于 1 月 19 日开启预售.....	4
图 2：2022 年 11 月 Holovis 合作美国 FARBOUND.....	5
图 3：FARBOUND 体验产品介绍.....	5
图 4：2023Q4 长白山接待游客 50.1 万人次/较 2019 年同期+19.3%.....	5
图 5：预计 2023Q4 实现收入 1.31 亿元.....	5
图 6：携程旅游与快手平台达成战略合作.....	6
图 7：本周国内客运日均执行航班量恢复至 2019 年同期 111%.....	7
图 8：本周国际客运日均执行航班量恢复至 2019 年同期 65%.....	7
图 9：近一周内地/全球访港人数环比+15.4%/+4.9%.....	7
图 10：近一周内地/全球访港人数恢复至 2019 年的 52.6%/69.8%.....	8
图 11：近一周内地/全球访港人数单日峰值环比+25.7%/+4.8%.....	8
图 12：12 月上海浦东机场境外旅客吞吐量恢复至 2019 年 66.07%.....	9
图 13：12 月上海浦东机场境外航线起降架次恢复至 2019 年 76.85%.....	9
图 14：12 月北京首都机场国际航线旅客吞吐量恢复至 2019 年 71.12%.....	9
图 15：12 月北京首都机场国际航线航班恢复至 2019 年 93.76%.....	9
图 16：12 月广东白云机场境外旅客吞吐量恢复至 2019 年 61.6%.....	10
图 17：12 月广州白云机场境外航线起降架次恢复至 2019 年 73.49%.....	10
图 18：11 月韩国免税销售额环比-10.38%.....	10
图 19：11 月国外游客销售额占比 79.77%.....	10
图 20：11 月国外游客购物人次恢复至 2019 年同期 38%.....	11
图 21：11 月国外游客人均免税消费金额环比-8.45%.....	11

图 22: 预计 2027 年中国少儿编程市场将达到 686 亿元.....	11
图 23: 发达国家不断推广编程教育 .....	11
图 24: 截至 2024/1/11 小菜园门店数量为 548 家.....	12
图 25: 2023 年前 9 个月小菜园实现净利润 4.3 亿元, 净利率 12.5%.....	12
图 26: 截至 2023H1, 君亭酒店集团中君澜、景澜酒店数量占比分别为 62%和 16% (单位: 家) .....	13
图 27: 预计到 2026 年, 全球护肤美妆市场规模有望超过 4000 亿美元.....	14
图 28: 大中华区已成为全球美妆护肤最大市场, 东南亚地区增速最快.....	14
图 29: 亚洲已成为重要的出海目的地 .....	15
图 30: 中国美妆护肤品牌出海尚集中于彩妆类目, 东南亚位主要目的地, 美日次之 .....	15
图 31: 东南亚地区各国线上化都取得较大发展.....	16
图 32: 东南亚头部社媒渗透率较高 .....	16
表 1: 盈利预测与估值 .....	19

## 1、出行/旅游：Vision Pro 预售有望催化 XR 内容生态开发，长白山、天目湖发布业绩预告

### 1.1、苹果 Vision Pro 于 19 日开启预定，关注 XR 内容生态开发标的

1月19日，苹果 Vision Pro 开启预订，并将于2月2日在美国苹果零售店和在线商店上市，起售价为3499美元（约合人民币2.5万元）。根据苹果官方介绍，Vision Pro 作为公司首款革命性的空间计算设备，**硬件层面**在芯片、显示屏、光学透镜和传感器实现 XR 设备的全方面升级：M2+R1 双芯片架构提供算力支撑、高分辨率&高刷新率 OLED 显示屏缓解眩晕感、折叠光路设计系统优化成像效果和视野范围、12+摄像头&传感器提升环境感知和沉浸感。**人机交互方面**，支持“手+眼+口”协同加持，操作体验更加直观，削弱虚拟内容与现实交融的“突兀感”。**内容层面**，在硬件顶配、底层交互逻辑自成体系的基础之上，Vision Pro 仍需高质量、高丰富度的原生应用生态以支撑硬件平台价值，而根据苹果介绍，Vision Pro 的 visionOS 系统脱胎于 MacOS、iOS 和 iPadOS，具备生态兼容的天然优势，目前已公布包括 Disney+、ESPN、MLB、TikTok 等各种流媒体、视频和体育应用。

图1：苹果 Vision Pro 于 1 月 19 日开启预售



资料来源：苹果官网

**XR 硬件设备迭代升级，有望带动 XR 内容生态开发热潮。**继苹果 Vision Pro 官宣预售上市，后续 Meta、三星、索尼等头部厂商的 XR 硬件设备上市亦将提上日程，算力、光学显示等技术持续迭代有望进一步推广 XR 设备受众和升级用户体验，同时也将促进内容开发者积极入局，利好 XR 底层技术储备领先、IP 合作资源丰富、软硬件布局完善的数字化场景服务商。

**受益标的：罗曼股份。**公司拟收购英国 Holovis，后者为全球领先的感官体验（AR/VR）创新方案提供商，拥有 Deep Smart、Holotrak 等领先虚拟实现技术，曾服务环球影城、乐高乐园等全球知名主题乐园客户。2022年11月 holovis 携手北美 VR 游戏工作室 FARBOUND，进一步拓展米高梅、华纳兄弟探索、公主邮轮等合作品牌。根据 Holovis 官网信息，FARBOUND 旗下产品既可满足线下场馆互动冒险体验，同时其 FARBOUND ROAM、FARBOUND SOCIAL 两类产品可突破场地和设备限制，网络用户可使用移动设备作为进入 FARBOUND 扩展体验门户，持续参与交互，从



家庭娱乐中心向社交娱乐中心转变，有望助力 Holovis 向 C 端应用拓展。同时公司自身亦与姚记、上海电影、Bilibili、游族等优质影视、游戏厂商拥有良好合作关系，可形成资源协同效应。

图2：2022 年 11 月 Holovis 合作美国 FARBOUND



资料来源：Holovis 官网

图3：FARBOUND 体验产品介绍

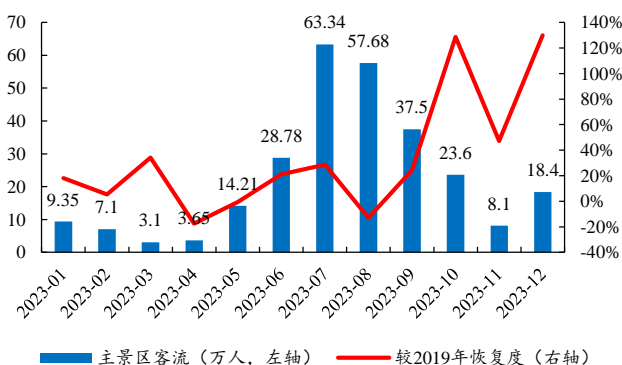
体验项目	项目介绍
FARBOUND Park or Center	90-120 分钟的室内外互动冒险，餐饮（包括沉浸式餐饮）可以集成或作为独立体验提供
Farbound Zone	6-8 个房间的漫游互动体验，内部环境和游戏玩法不断演变，从而实现沉浸式游戏玩法
Farbound Room	室内单故事情节玩法的进一步进化，允许单一房间多种不同场景切换
Farbound ROAM	用户可在家中使用其移动设备作为进入 FARBOUND 扩展体验的门户，与本地建筑环境无缝交互，以实现持续交互
FARBOUND SOCIAL	世界各地的用户可加入开放或受邀的远程用户社区，在选定的 HoloTrac 地点参与“现实生活体验”

资料来源：Holovis 官网、开源证券研究所

## 1.2、景区：长白山、天目湖发布业绩预告，2023 年经营表现不俗

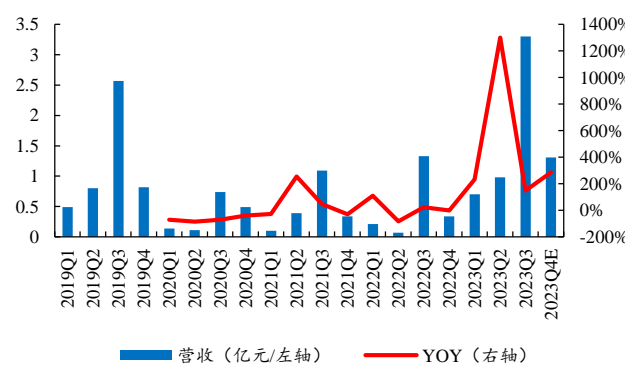
**长白山业绩预告:**2023 年公司预计实现营收 6.29 亿元，较 2019 年同期+34.7%，主要系 2023 年主景区客流较快增长，同时酒店业务培育成熟提升客单显著增厚收入；归母净利润 1.36-1.46 亿元，较 2019 年同期+81%-95%，成本刚性下利润弹性释放。其中单 Q4 实现营收 1.31 亿元，较 2019 年同期+60%，实现归母净利润-1565 至-565 亿万元，预告利润中枢较 2019 年同期（-688 万元）增亏 377 万元，或系年末计提激励成本较高、加大基础设施维护投入所致。

图4：2023Q4 长白山接待游客 50.1 万人次/较 2019 年同期+19.3%



数据来源：长白山管委会、开源证券研究所

图5：预计 2023Q4 实现收入 1.31 亿元



数据来源：Wind、长白山公司公告、开源证券研究所

**冰雪游景气度上行，寒暑双旺季打造具雏形。**新雪季国内冰雪游需求释放，叠加东北冰雪产业政策催化、社交媒体放大传播声量，自 2023 年 11 月起东北冰雪旅游景气度持续上行，根据中国旅游研究院预测，2023-2024 冰雪季我国冰雪游人次有望首次超过 4 亿/yoy+28.21%。2023 年冰雪季公司营销端发力全平台社媒矩阵营销，抖音官号粉丝量较 9 月（36.5 万）增长 45%，并借势《盗墓笔记》IP 话题实现高效引流；产品端，公司较早筹备高可玩性的冰雪娱乐项目，类型丰富且凸显差异性，

12月雪地摩托、野雪公园项目顺利落地强化资源变现。1月1-9日景区接待游客5.74万人次/yoy+157.4%，增速更快于元旦假期，预计寒假、春节假期客流有望延续高景气。

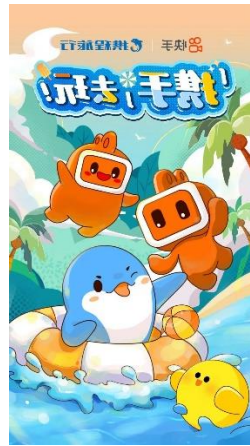
**亚冬会延续冰雪游热潮长尾效应，定增预案有望贡献新增长极。**展望中长期，较强的外部交通优化预期+内部扩容升级预期有望为其高成长性奠基：(1) **外部流量**：2025年2月亚冬会将于哈尔滨召开，东北地区有望借助体育盛会辐射客流和话题流量进一步拉动冰雪旅游消费。(2) **交通改善**：2025年沈白高铁有望竣工通车，进一步解除交通约束，支撑周末游及长线游客流。(3) **定增项目**：内部扩容稳步推进，交通运力提升有效匹配2025年高铁开通增量，温泉部落二期完善中低端酒店生态，有望成为业绩新增长点。

**天目湖业绩预告**：2023年实现归母净利润1.4-1.55亿元，同比+589.42%-663.29%，较2019年同期增长12.9%-25%。公司是国内优质一站式休闲目的地，把握机遇，积极开展营销策划活动，充分发挥一站式旅游模式的优势，拉动多项业务板块的业绩，整体经营管理成效明显。

### 1.3、携程：与快手达成战略合作，有望拓宽酒旅行业流量边界

1月17日，携程和快手共同宣布达成战略合作。依据合作内容，携程将首次进入快手本地生活生态，将把景点门票、度假线路等优选产品供应链陆续接入快手平台，为用户提供高品质、多元化的旅行产品和服务，快手也将为此提供流量助推、商品补贴、达人合作等一揽子权益。快手拥有超2.2亿的旅游互动用户和超35万的酒旅创作者，且平台用户与携程中高端客群基本盘不重叠，具备较强的新客优势和信任生态，携程有望凭借酒旅供应链和服务能力，通过快手的POI入口进一步优化“种草+拔草”的消费闭环，拓宽酒旅行业流量边界，探索旅游消费发展新潜能。

图6：携程旅游与快手平台达成战略合作

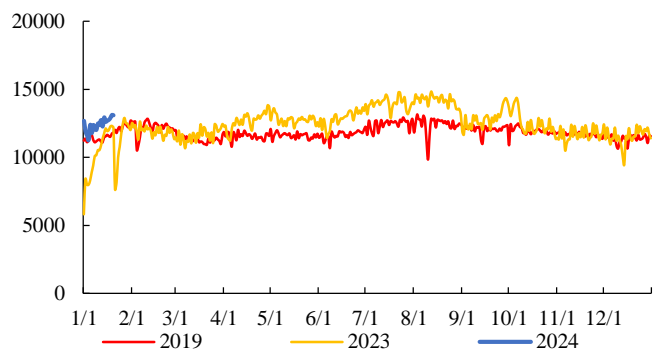


资料来源：携程黑板报公众号

### 1.4、航空：国内航班环比回升，国际航班恢复趋势良好

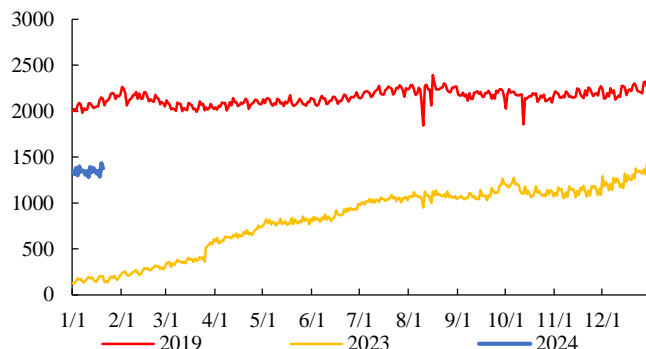
根据航班管家，本周(1.14-1.20)全国日均客运执行航班量14548架次，恢复至2019年同期103%。其中，本周国内客运日均执行航班量12875架次，恢复至2019年同期111%，1月国内航班与2019年同期持平；本周国际客运日均执行航班量1358次，恢复至2019年同期65%，1月国际航班恢复至2019年同期66%。

图7：本周国内客运日均执行航班量恢复至 2019 年同期 111%



数据来源：航班管家、开源证券研究所

图8：本周国际客运日均执行航班量恢复至 2019 年同期 65%

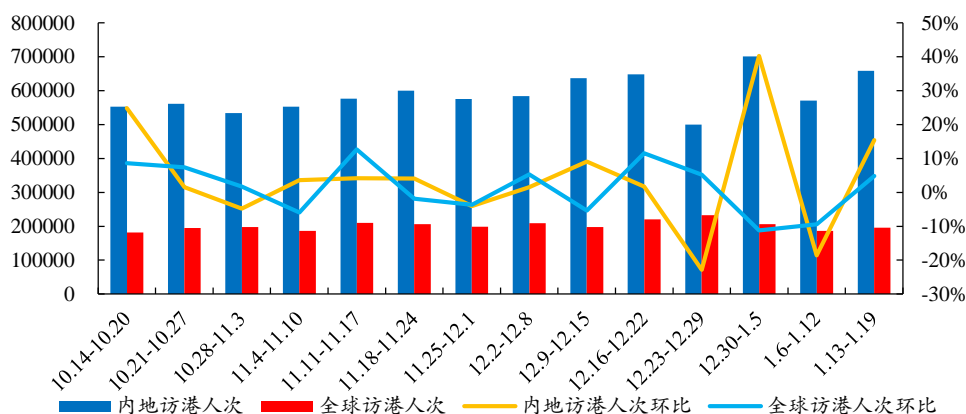


数据来源：航班管家、开源证券研究所

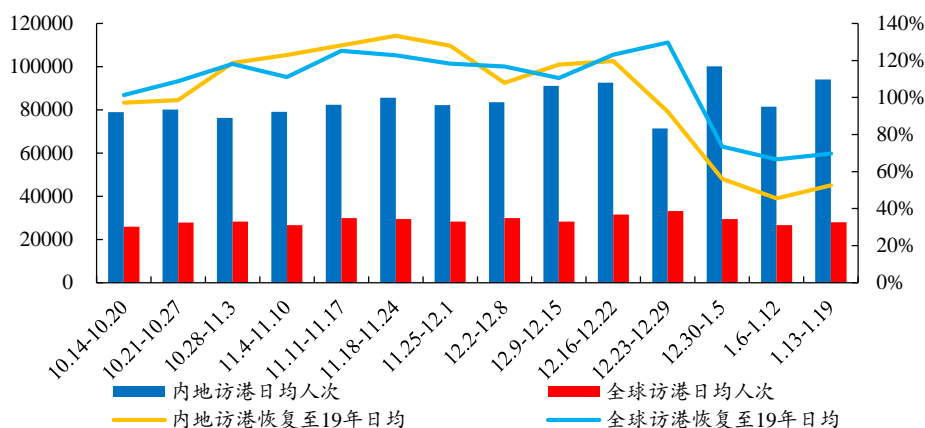
## 1.5、访港数据追踪：内地访港环比回升，全球访港保持稳定

本周（1.13-1.19）内地访客总入境人次达 658621 人，环比+15.4%；全球访客总入境人次（除内地外）195688 人，环比+4.9%。内地访客日均人数恢复至 2019 年月度（1 月）日均 52.6%（2019 年 1 月游客基数较高），全球访客日均人数（除内地外）恢复至 2019 年月度（1 月）日均的 69.8%。内地访港整周单日峰值 12.94 万人次，全球访客整周单日峰值（除内地外）达 3.25 万人次。

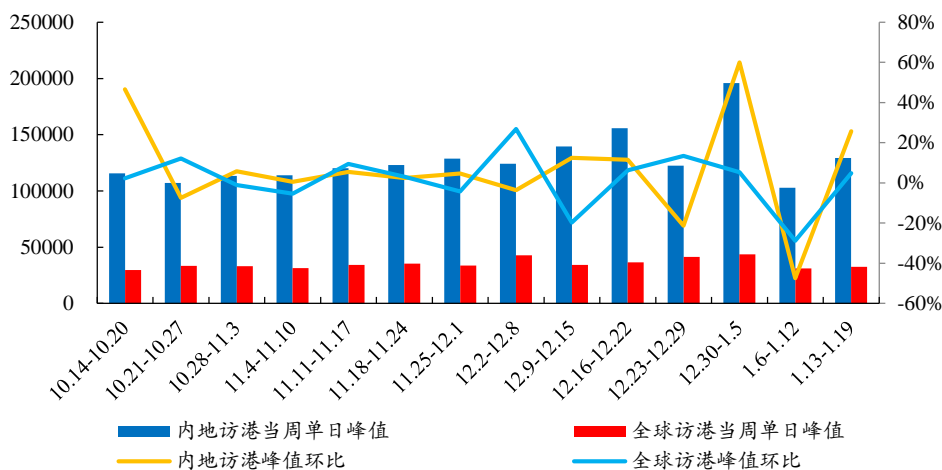
图9：近一周内地/全球访港人数环比+15.4%/+4.9%



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10：近一周内地/全球访港人数恢复至2019年的52.6%/69.8%**


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11：近一周内地/全球访港人数单日峰值环比+25.7%/+4.8%**


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、12月一线机场国际运力持续恢复，11月韩免销售环比下滑

### 2.1、12月一线机场国际运力持续恢复，关注机场免税爬坡进度

近期国内一线机场公布12月经营数据，国际旅客吞吐量和航班起落架次整体已恢复至2019年同期60%和70%以上，全年整体保持回升态势，预计随国际运力恢复和出入境政策不断释放，国际客流恢复将推动各枢纽机场商业发展重回正轨。

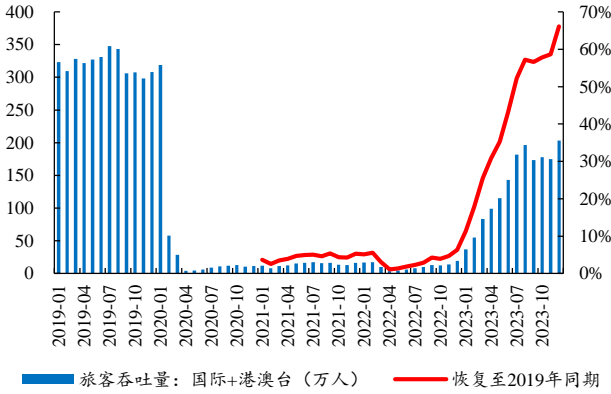
根据上海机场公司公告，2023年12月，上海浦东国际机场境外航线（国际+港澳台）旅客吞吐量203.46万人，同比+943.38%，环比+16.44%，恢复至2019年同期66.07%；境外航线飞机起降架次15494架次，同比+149.86%，环比+8.67%，恢复至2019年同76.85%。

根据北京首都机场股份公司公告，2023年12月，北京首都机场国际旅客吞吐量80.28万人，同比+2127.38%，环比+18.17%，恢复至2019年同期71.12%；国际航线航班数5127班次，同比+427.47%，环比+15.58%，恢复至2019年93.76%。



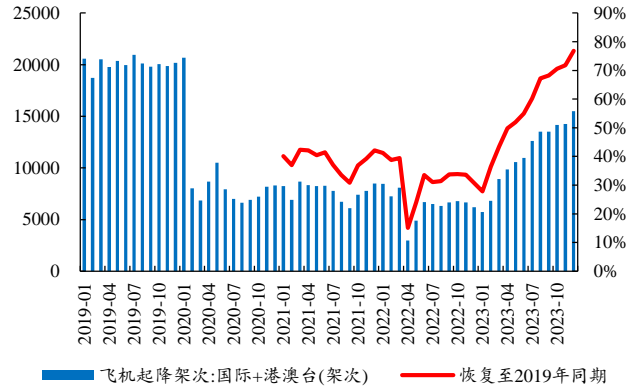
根据白云机场公司公告,2023年12月,广州白云机场境外航线旅客吞吐量99.18万人,同比+803.58%,环比+15.4%,恢复至2019年同期61.6%;境外航线飞机起降7986架次,同比+152.56%,环比+8.99%,恢复至2019年同期73.49%。

**图12: 12月上海浦东机场境外旅客吞吐量恢复至2019年66.07%**



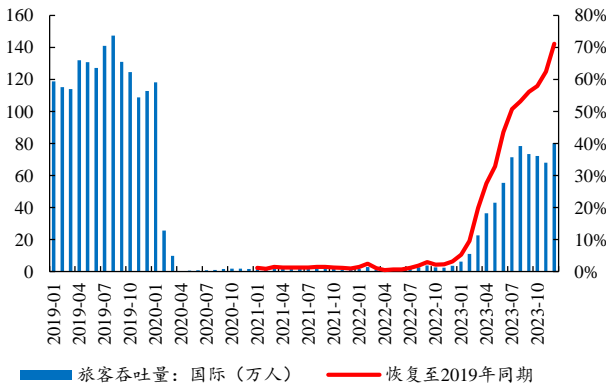
数据来源: 上海机场公司公告、开源证券研究所

**图13: 12月上海浦东机场境外航线起降架次恢复至2019年76.85%**



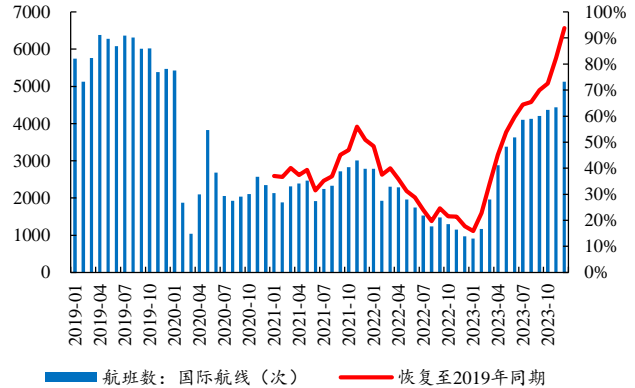
数据来源: 上海机场公司公告、开源证券研究所

**图14: 12月北京首都机场国际航线旅客吞吐量恢复至2019年71.12%**



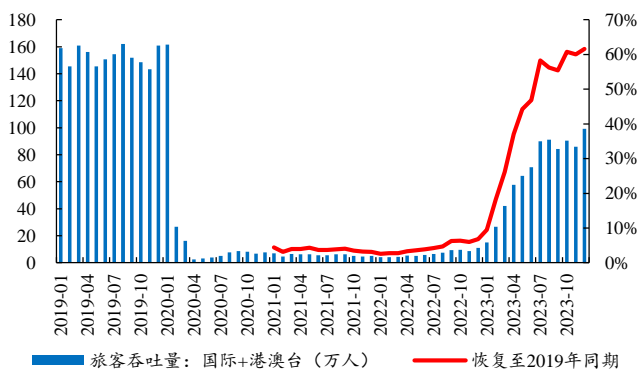
数据来源: 北京首都机场股份公司公告、开源证券研究所

**图15: 12月北京首都机场国际航线航班恢复至2019年93.76%**



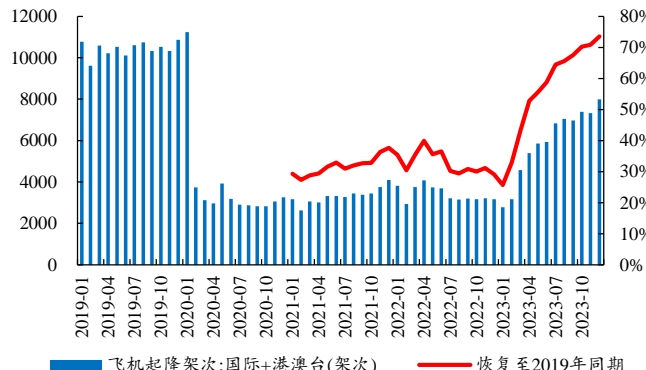
数据来源: 北京首都机场股份公司公告、开源证券研究所

图16: 12月广东白云机场境外旅客吞吐量恢复至2019年61.6%



数据来源: 白云机场公司公告、开源证券研究所

图17: 12月广州白云机场境外航线起降架次恢复至2019年73.49%



数据来源: 白云机场公司公告、开源证券研究所

## 2.2、韩国免税: 11月韩免销售额环比-10.38%，恢复至2019年同期45%

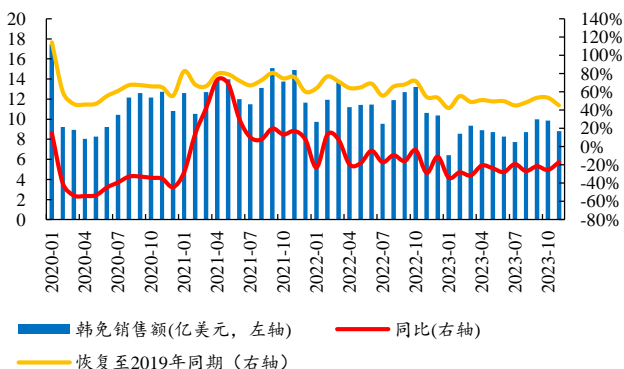
根据 KDFA 公布数据，2023 年 11 月韩国免税店销售情况：

**销售额:**2023 年 11 月，韩国免税总销售额 8.82 亿美元，同比-17.01%，环比-10.38% 边际下滑，恢复至 2019 年同期 45.01%。分客源看，国内游客销售额 1.79 亿美元，同比+63.14%，恢复至 2019 年同期 64.19%，环比+2.34%。国外游客销售 7.04 亿美元，恢复至 2019 年同期 41.84%，环比-13.12%，降幅环比走阔，占比 79.77%，环比下降 2.51pct。

**购物人次:**2023 年 11 月，韩国免税购物人次 212.14 万人，同比+78.4%，自 2021 年 9 月以来持续同比提升，环比-1.66%，恢复至 2019 年同期 53.84%。分客源看，国内游客购物人次 147.52 万人，同比+53.9%，环比-0.08%，占比 69.54%，恢复至 2019 年同期 66.47%。国外游客购物人次 64.62 万人，同比+180.21%，环比-5.09%，占比 30.46%，恢复至 2019 年同期 37.56%。

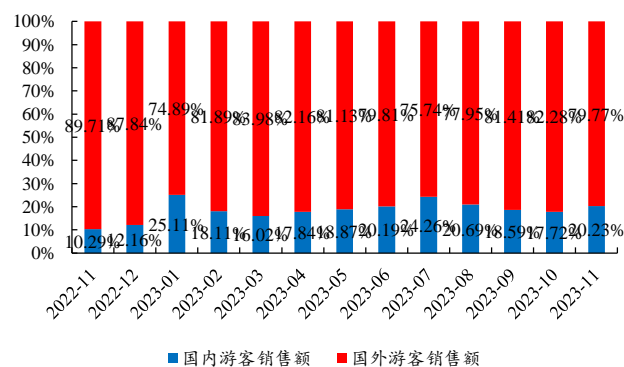
**人均消费:**2023 年 11 月，韩国免税人均消费 415.93 美元，同比-53.48%，环比 -8.86%，恢复至 2019 年同期 83.59%。分客源看，国内游客人均消费 121.02 美元，同比+6%，环比+2.42%，恢复至 2019 年同期 96.58%。国外游客人均消费 1089.12 美元，同比-73.66%，环比-8.45%。

图18: 11月韩国免税销售额环比-10.38%



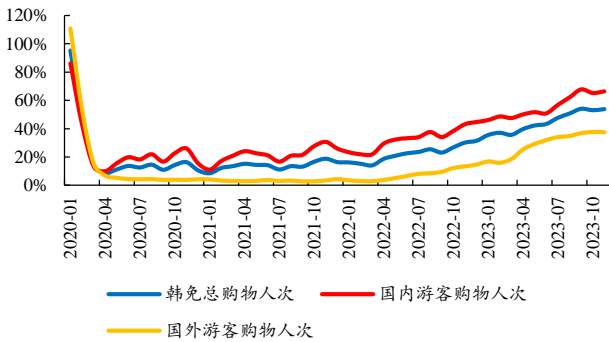
数据来源: KDFA、开源证券研究所

图19: 11月国外游客销售额占比79.77%



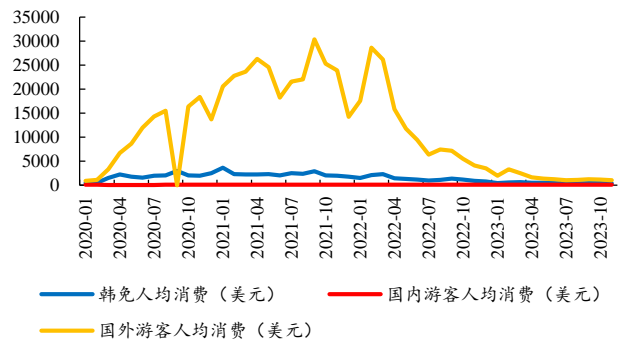
数据来源: KDFA、开源证券研究所

图20: 11月国外游客购物人次恢复至2019年同期38%



数据来源: KDFA、开源证券研究所

图21: 11月国外游客人均免税消费金额环比-8.45%



数据来源: KDFA、开源证券研究所

### 3、教育：由兴趣课转向基础学科，少儿编程市场空间广阔

多鲸教育研究院发布《2024 少儿编程教育行业发展趋势报告》。随着如人工智能国家战略等多项政策出台，少儿编程教育将经历「试点——推广（规范）——普及」三个阶段，逐步由兴趣课向基础学科课程转变。与此同时，经济、社会、技术多维因素正在全面推动编程教育普及化，少儿编程教育市场规模发展空间广阔。

2024 年少儿编程市场规模约为 488 亿元，2027 年有望达到 686 亿元。以「市场规模 = 在校生人数 \* 渗透率 \* 客单价(每年)」进行估算，2023 年少儿编程市场规模约为 420 亿元，预计 2023-2027 年保持 13% 的增速，到 2027 年，市场规模有望达到 686 亿元。考虑政策鼓励和社会需求提升，结合专家访谈，假设 2023 年少儿编程教育渗透率为 3.0%，保守预计 2027 年将达到 5.0%，乐观估计渗透率可提升至 10%。

图22: 预计 2027 年中国少儿编程市场将达到 686 亿元



资料来源: 多鲸教育研究院公众号

图23: 发达国家不断推广编程教育



资料来源: 多鲸教育研究院公众号

### 4、餐饮：奈雪净增 506 家直营店，性价比餐厅小菜园冲刺 IPO

#### 4.1、奈雪 2023 年净增 506 家直营店，开启回购计划

奈雪的茶公布 2023 年第四季度运营情况。公告显示，2023 年第四季度，奈雪的

茶净新增 214 家直营店,截至 2023 年 12 月 31 日拥有 1574 家直营店。2023 年全年,则净新增 506 家奈雪的茶直营店。公告并未披露加盟店的数量,据餐宝典数据,叠加加盟店,奈雪 2023 年新开门店 590 家。

**逐步关停子品牌“台盖”的门店。**2023 年上半年,台盖录得门店经营亏损约 470 万元。截至 2023 年 12 月 31 日,台盖还剩 7 家店,预计 2024 年这些门店将陆续关停。关停的原因,则是“主要考虑到台盖品牌于过往并未给本集团创造可观盈利,且本集团希望将业务聚焦于主营品牌奈雪的茶”。

奈雪连续两日回购,回购金额约 444 万港元,回购价格为每股 2.97 港元。

## 4.2、性价比餐厅小菜园冲刺 IPO, 三年直营门店数量接近翻倍

徽菜餐厅小菜园于 2024 年 1 月 16 日正式向港交所递交招股说明书。截至 2024 年 1 月 11 日,小菜园在中国 12 个省级行政区内的 119 座城市拥有 548 家直营门店,较 2021 年 1 月 1 日的 278 家几乎实现翻倍。其中包括 542 家“小菜园”门店及 6 家其他子品牌门店。根据弗若斯特沙利文的资料,按 2023 年前三季度的门店收入计算,“小菜园”在客单价介乎 50 元至 100 元的中国大众便民中式餐饮市场的所有品牌中排名第一。根据小菜园的规划,其将在 2024 年至 2026 年分别开设约 160 家、190 家以及 230 家“小菜园”门店,至 2026 年底,“小菜园”门店数预计将超过 1100 家。

**运营数据方面,小菜园高于行业平均水平。**2021 年和 2022 年,小菜园的营收分别为 26.46 亿元和 32.13 亿元,净利润分别为 2.27 亿元和 2.38 亿元。2023 年前三季度,小菜园的营收从 2022 年同期的 24.22 亿元增加 41.6%至 34.29 亿元,净利润则从 2022 年同期的 2.07 亿元增加 107.6%至 4.30 亿元,2023 年前三季度的净利润率为 12.5%。2021 年、2022 年以及 2023 年前三季度,“小菜园”门店的初始收支平衡期通常约为一至两个月。2021 年和 2022 年,小菜园的门店层面经营利润率分别为 15.9%和 14.2%,并由 2022 年前三季度的 15.6%提升至 2023 年同期的 20.9%。

**开拓客单价更低的副牌,迎合大众需求。**在“小菜园”品牌已立足 50-100 元客单价大众便民中式餐饮市场的基础上,小菜园接下来还计划稳步拓展至 0-50 元客单价大众便民中式餐饮市场。2023 年 10 月,小菜园已开设了首家“菜手”品牌社区餐饮门店,正式涉足社区餐饮领域。

图24: 截至 2024/1/11 小菜园门店数量为 548 家

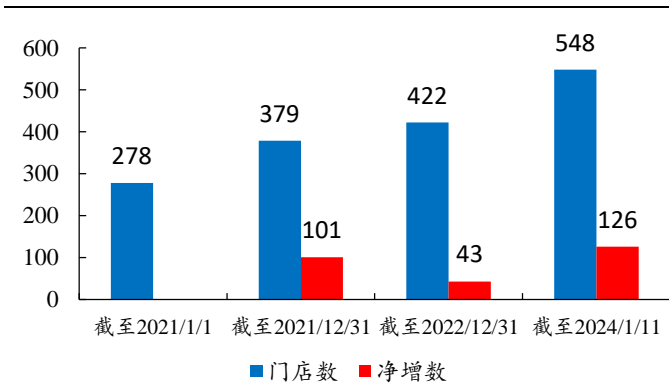
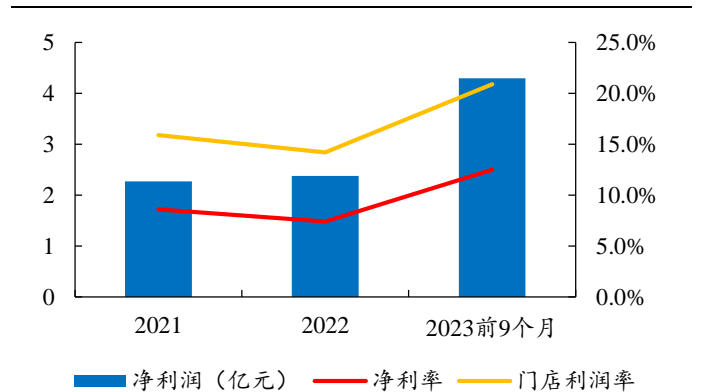


图25: 2023 年前 9 个月小菜园实现净利润 4.3 亿元, 净利率 12.5%



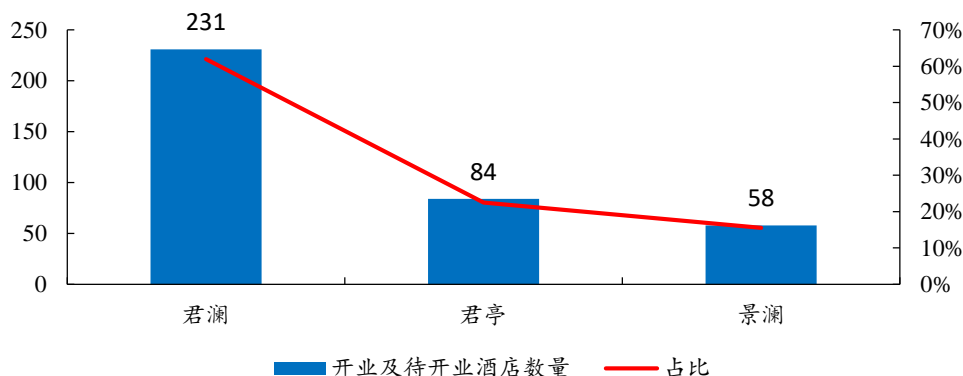
数据来源: 小菜园招股说明书、开源证券研究所

数据来源: 小菜园招股说明书、开源证券研究所

## 5、酒店：春节旅游消费可期，关注度假型酒店

1月16日，飞猪发布的《2024春节假期出游风向标》显示，截至目前春节假期国内游预订量同比去年激增，假期旅游搜索热度已全面超越2019年同期。截至目前包括酒店、租车、游轮、跟团游等多个类目均已远超2019年同期，其中酒店预订量同比2019年增长1.6倍，跟团游同比2019年增长34%。关注度假占比高的酒店集团，受益标的：君亭酒店。

图26：截至2023H1，君亭酒店集团中君澜、景澜酒店数量占比分别为62%和16%（单位：家）



数据来源：君亭酒店公司公告、开源证券研究所

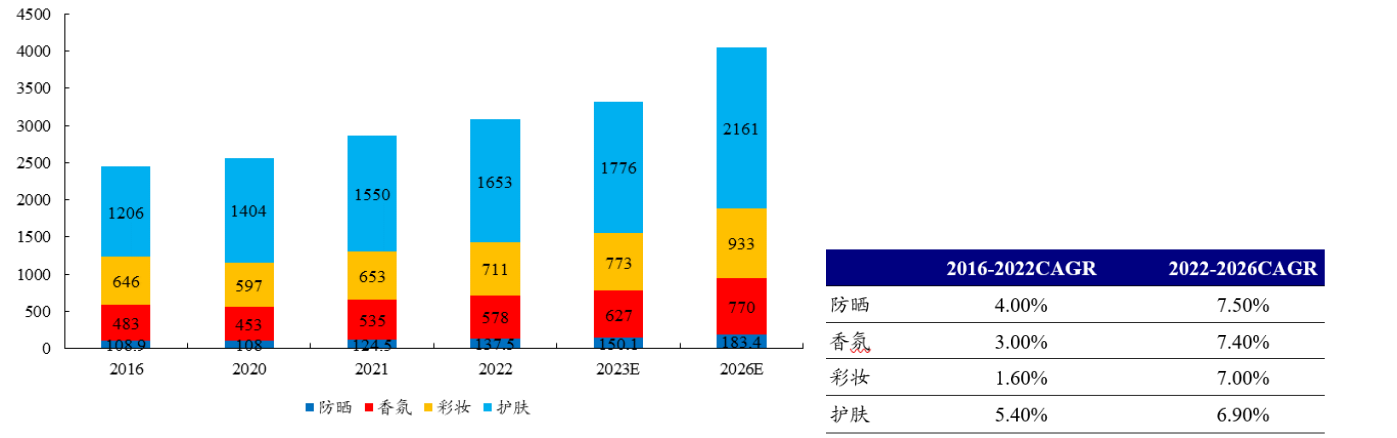
## 6、美丽：东南亚地区美妆市场崛起，国货美妆品牌布局出海

**全球美妆护肤市场规模持续增长。**2022年全球美妆护肤市场规模达3080亿美元/yoy+8%，疫后增长迅猛，随着出行需求的增加，防晒在2022年增长10%，为增长最快子行业。预计到2026年，整体市场规模有望超过4000亿美元。护肤品类是最大，增速最稳定的细分赛道。

**大中华区体量最大，预计未来五年东南亚地区美妆护肤市场增速最快。**2020年开始大中华区超越北美地区成为全球最大的美妆护肤市场，也是在疫情影响下全球唯一能够保持正增长的地区。北美地区是发展最为成熟的美妆护肤市场，2021年市场规模达到了约600亿美元。东南亚市场规模较小，2021年市场规模为119亿美元，但随着区域经济发展、电商链路不断推进，预计2021-2026年东南亚美妆护肤市场规模CAGR达10.1%，东南亚地区有望成为未来5年全球美妆护肤发展最快的市场。

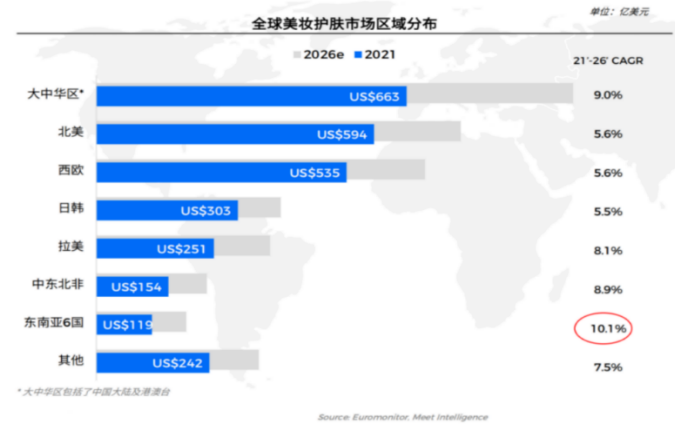


图27：预计到2026年，全球护肤美妆市场规模有望超过4000亿美元



数据来源：飞书深诺《2023 美妆护肤行业出海白皮书》、开源证券研究所

图28：大中华区已成为全球美妆护肤最大市场，预计东南亚地区增速最快

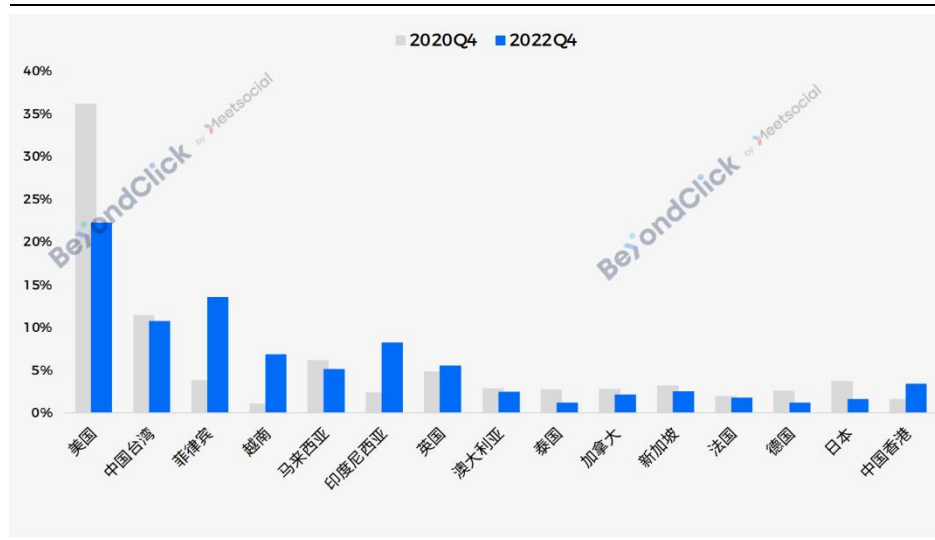


资料来源：飞书深诺《2023 美妆护肤行业出海白皮书》

**中国美妆护肤出海具备产业链优势。**国内头部美妆代工厂与原料供应商在沉淀了多年的海外配方供应经验后，对产品设计与生产工业流程积累丰富。对新锐品牌而言，完整的国内产业链能够在产品设计和生产初期节省很多时间，包括配方调试送检流程、试产方案设计等。国内做新品开发与审核时间较海外品牌自行开发加速6-10个月。此外，不少终端代工厂拥有明显的规模效应，汇聚海内外各类品牌的订单能够进一步压低生产成本。国内美妆工厂会为许多大牌提供委托的研发生产，在生产的技术水平上完全不输海外一线工厂与实验室。

**美妆护肤出海目的地逐渐转向亚洲市场。**早期，中国的美妆出海企业更多关注消费力强、美妆理念成熟且线上线下渠道发达的欧美国家。近两年越来越多新锐美妆品牌注意到亚洲市场，尤其是东南亚市场发展潜力。随着东南亚电商迅速发展，大量中国品牌充分利用了国内丰富的产品线结构与性价比优势，在东南亚的美妆市场形成一定的主导能力。

图29：亚洲已成为重要的出海目的地



资料来源：飞书深诺《2023 美妆护肤行业出海白皮书》

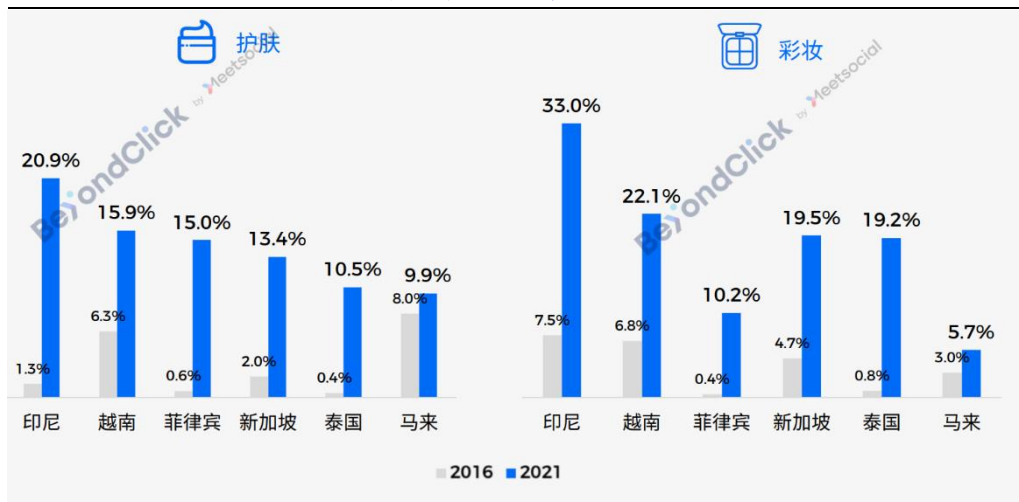
图30：中国美妆护肤品牌出海尚集中于彩妆类目，东南亚位主要目的地，美日次之

品牌名	母公司	出海时间	主要目的地	核心产品	品牌名	母公司	出海时间	主要目的地	核心产品
完美日记/Perfect Diary	逸仙电商	2020	东南亚	口红	美康粉黛/MEI KING	南京粉黛	2019	美国	粉底
稚优泉/CHLOTURE	上海丰邑	2020	东南亚	唇釉	火烈鸟/FLAMINGO	杭州火烈鸟	2019	美国	睫毛膏
橘朵/JudyJoll	上海橘宜	2019	东南亚	腮红	Girlicult	上海诺点	2020	中国台湾	腮红
Hedone	上海赫奈	2020	东南亚	眼影	玛丽黛佳/MSRIE DAIGAR	上海菲扬	2017	全球	气垫
珂拉琪/Colorkey	广州美尚	2020	东南亚	唇釉	卡婷/CATKIN	广州卡婷	2019	全球	唇釉
她素	杭州她素	/	东南亚	眼影	毛戈平/MAOGEPING	杭州毛戈平	2020	全球	粉膏
侯爱/HoldLive	苏州苏缇卡	2020	东南亚	眼影	卡姿兰/Carslan	广州卡姿兰	2019	全球	眉粉
诗佩妮/Spenny	上海葶时	2020	东南亚	腮红	养生堂	上海养生堂	2017	日本	天然护肤
VNK	上海亦儒	2020	东南亚	口红	植物医生	北京植物医生	2019	日本	植物护肤
菲鹿儿/Focallure	广州菲鹿儿	2016	东南亚	眼影	纽西之谜	上海优萃	2019	东南亚	自然护肤
苏西苏/Susisu	杭州丽茵迪	/	东南亚	眼影	百植萃	杭州百植萃	2021	东南亚	敏感护理
花西子/Florasis	杭州花凝香	2019	日本	散粉	佰草集	上海家化	2008	法国	草本护肤
滋色/ZEESA	杭州姿色海	2019	日本	粉饼	自然堂	上海伽蓝	2018	澳洲	面膜
花知晓/Flowerknows	杭州花知晓	2019	日本	口红	御泥坊	湖南御泥坊	2013	全球	清洁面膜
Yes! IC	上海菲扬	2018	日本	眼影	麦吉丽	武汉麦吉丽	2019	全球	高端护肤
Venus MARBLE	上海威蔓	2019	日本	眼影	一叶子	上海一叶子	2019	全球	面膜
戈戈舞/GoGoTales	广州奥希尼	/	美国	唇釉	相宜本草	上海相宜本草	2019	全球	草本护肤

资料来源：飞书深诺《2023 美妆护肤行业出海白皮书》

东南亚线上美妆市场崛起，线上化拓展仍有较大空间。过去 5 年间，随着东南亚各国电商渗透率的逐年提升，美妆护肤品类也呈现快速线上化趋势。以美妆线上化程度最高的印尼来看，2016 年护肤品电商销售占比仅为 1.3%，而 2021 年已经提升至 20.9%，彩妆品类线上化率突破了 30%。Shopee 与 Lazada 是东南亚电商的两大巨头，也是众多美妆品牌的集合地，基本上覆盖了从平价到大牌的各类目标人群。后续有望逐步经历经济增长带来的消费升级，以及电商渗透带来的渠道红利期，看好国货品牌未来在东南亚、日韩等市场进行品牌拓展及文化输出。

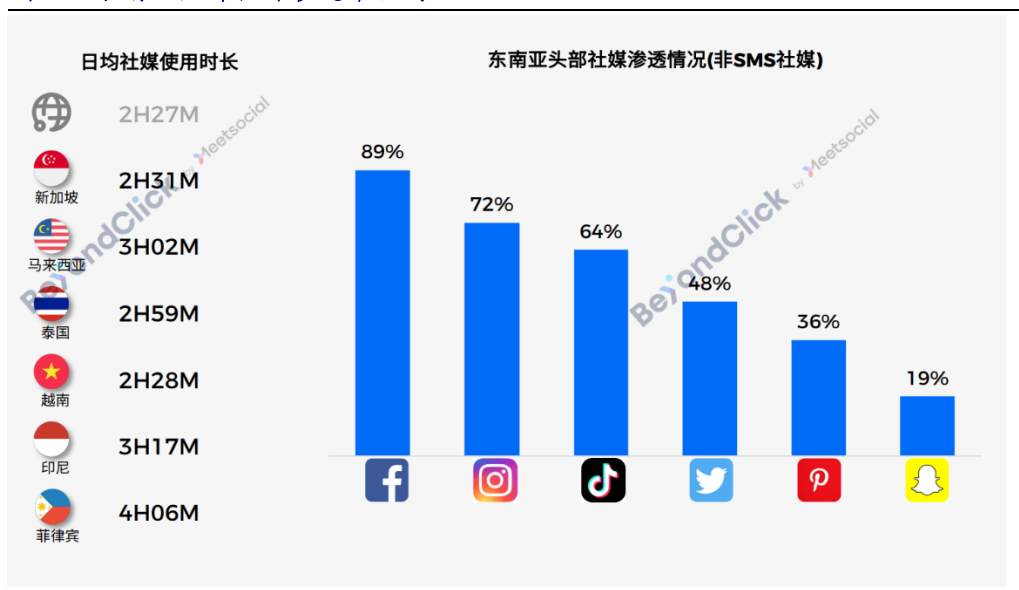
图31：东南亚地区各国线上化都取得较大发展



资料来源：飞书深诺《2023 美妆护肤行业出海白皮书》

循中国美妆线上化路径，直播购物与 KOL 营销带来护肤美妆出海机遇。深度社交媒体使用也直接催生了东南亚发达的红人经济，孕育了大量东南亚本土的 KOL/KOC，也成为了当地消费者在消费决策时重点关注和信任的信息源头。

图32：东南亚头部社媒渗透率较高



资料来源：飞书深诺《2023 美妆护肤行业出海白皮书》

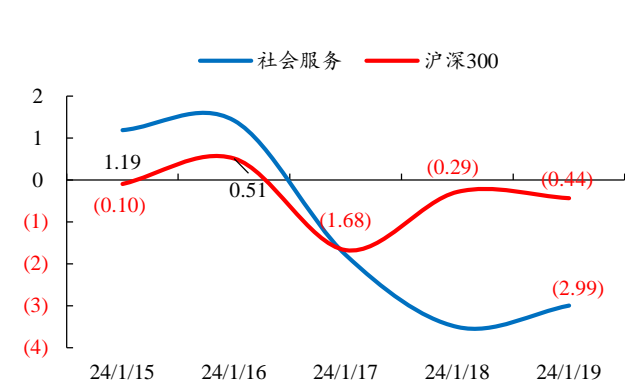
## 7、行业行情回顾：本周社服板块跑输大盘

### 7.1、行业跟踪：本周社服板块波动下跌

本周（1.15-1.19）社会服务指数-2.99%，跑输沪深 300 指数 2.56pct，在 31 个一级行业中排名第 15；2024 年初至今社会服务行业指数-5.23%，弱于沪深 300 指数的

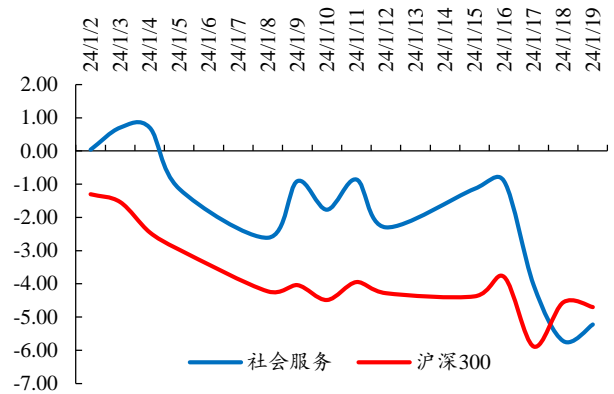
-4.7%，在 31 个一级行业中排名第 14。

图33: 本周 (1.15-1.19) 社服板块跑输沪深 300 (%)



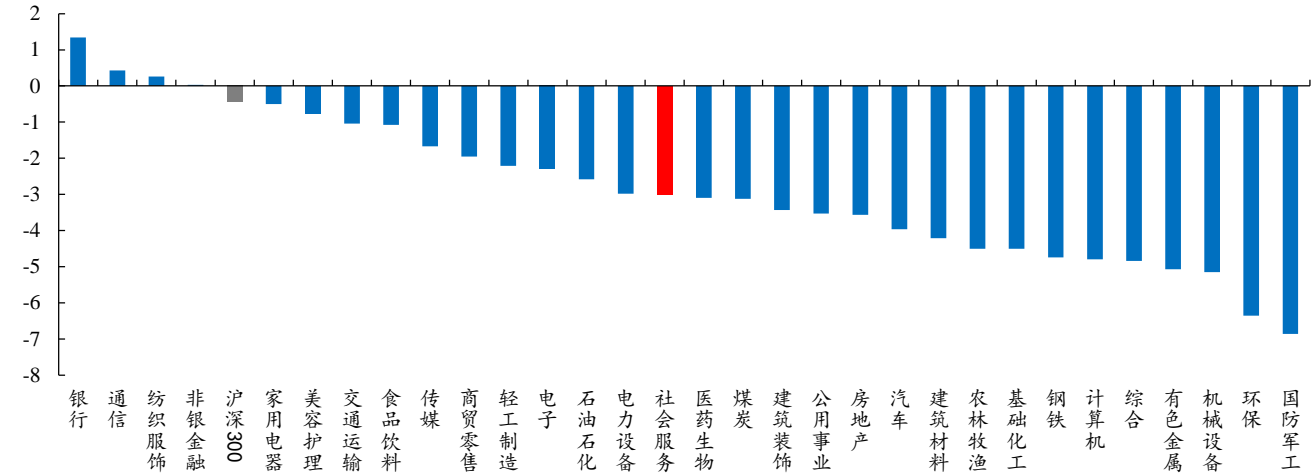
数据来源: Wind、开源证券研究所

图34: 2024 年初至今社服板块走势弱于沪深 300 (%)



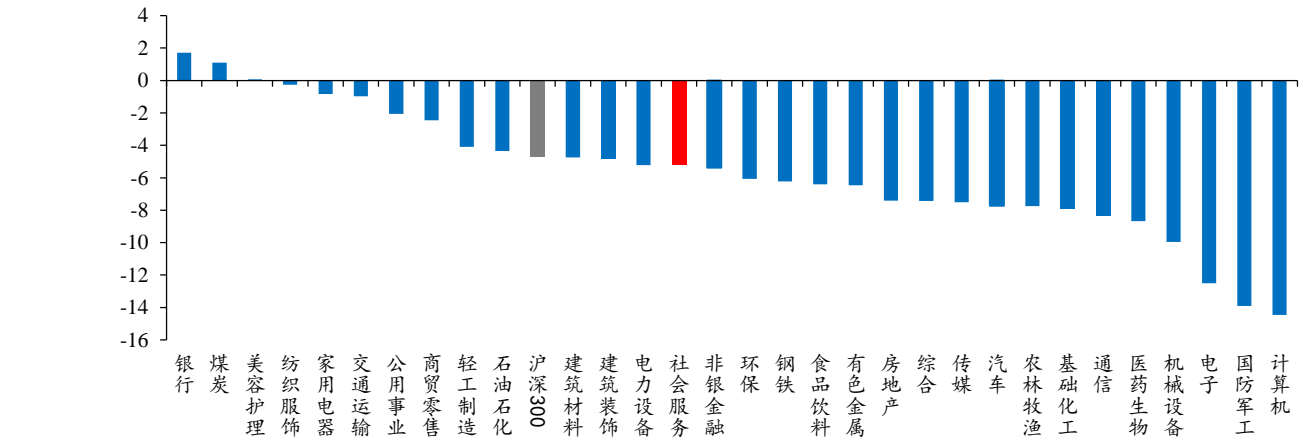
数据来源: Wind、开源证券研究所

图35: 本周 (1.15-1.19) 社会服务在一级行业排名第 15



数据来源: Wind、开源证券研究所

图36: 2024 年初至今社会服务在一级行业排名第 14 (%)

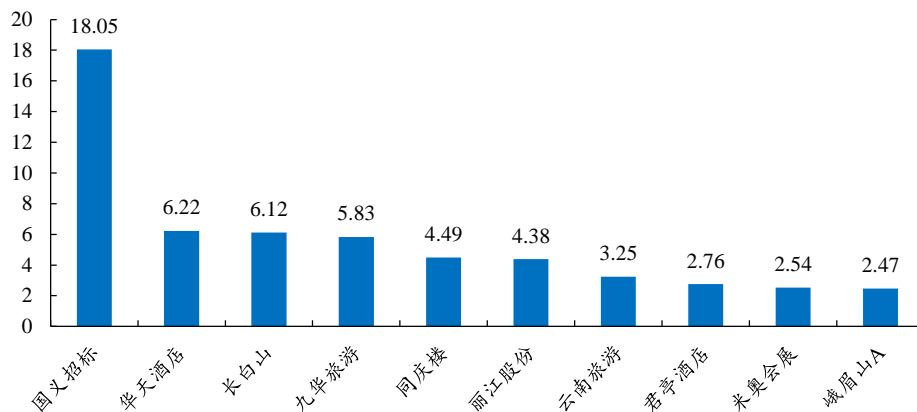


数据来源: Wind、开源证券研究所

## 7.2、社服标的表现：本周（1.15-1.19）旅游、酒店类上涨排名靠前

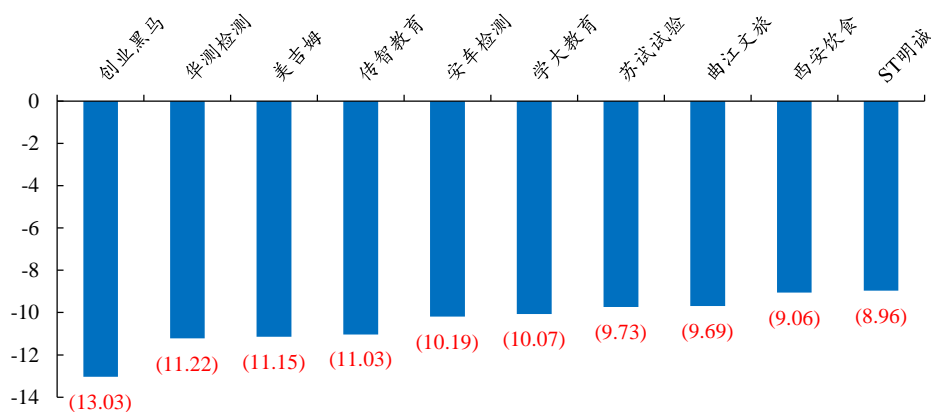
本周(1.15-1.19)涨幅前十名以旅游、餐饮类为主,涨幅前三名分别为国义招标、华天酒店、长白山,跌幅前三名分别为创业黑马、华测检测、美吉姆。净流入额前三名分别为九华旅游、西安旅游、大连圣亚,净流入额后三名为中公教育、创业黑马、长白山。

图37：本周（1.15-1.19）国义招标、华天酒店、长白山领涨（%）



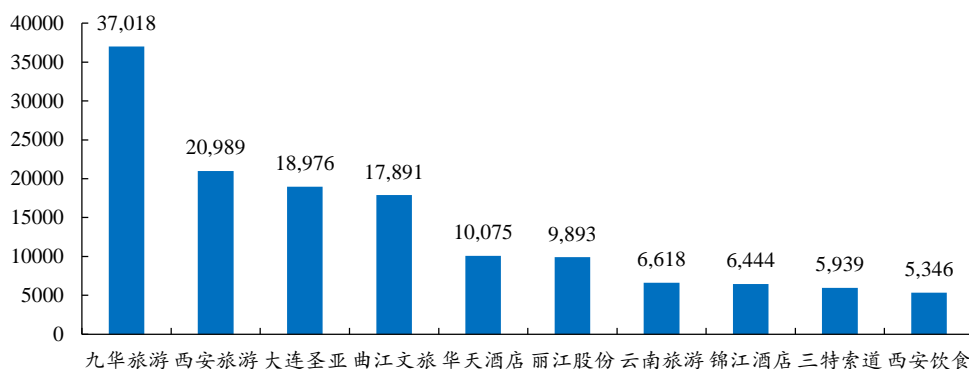
数据来源：Wind、开源证券研究所

图38：本周（1.15-1.19）创业黑马、华测检测、美吉姆跌幅较大（%）

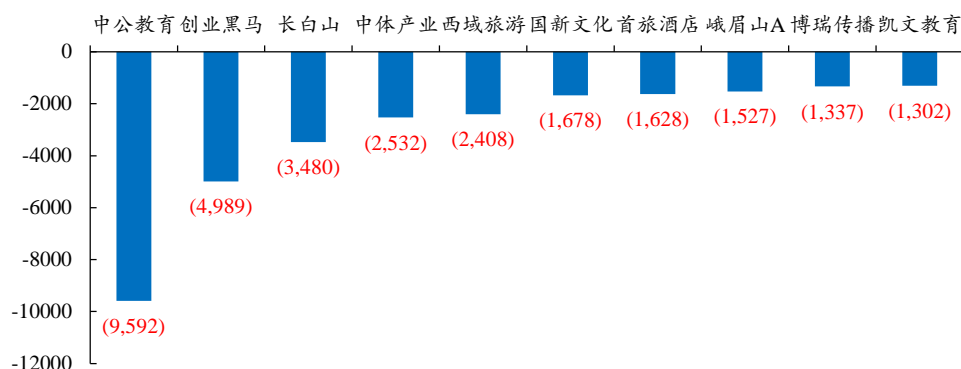


数据来源：Wind、开源证券研究所



**图39：本周（1.15-1.19）九华旅游、西安旅游、大连圣亚净流入额较大（万元）**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图40：本周（1.15-1.19）中公教育、创业黑马、长白山净流出额较大（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	2024/1/21			EPS			PE			评级
		收盘价	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E			
601888.SH	中国中免	84.01	3.25	4.19	5.18	25.84	20.05	16.21	未评级		
688363.SH	华熙生物	67.39	2.59	3.32	4.11	26.03	20.30	16.38	买入		
300856.SZ	科思股份	65.54	3.89	5.02	6.58	16.85	13.06	9.96	买入		
300740.SZ	水羊股份	17.01	0.80	1.08	1.29	21.26	15.75	13.19	买入		
600223.SH	福瑞达	8.94	0.37	0.47	0.58	22.05	17.28	14.05	未评级		
688366.SH	昊海生科	97.55	2.63	3.27	3.95	37.12	29.83	24.67	买入		
001308.SZ	康冠科技	27.99	1.99	2.50	3.10	14.07	11.20	9.03	买入		
603277.SH	银都股份	23.89	1.29	1.58	1.92	18.51	15.16	12.43	买入		
603059.SH	倍加洁	24.73	1.23	1.56	1.86	20.03	15.88	13.29	买入		
9992.HK	泡泡玛特	18.74	0.75	0.99	1.26	22.64	17.18	13.54	买入		
0K75.L	新东方	71.79	-	0.21	0.30	-	308.63	217.14	未评级		
0A2X.L	好未来	11.10	-	-0.34	0.05	-	-30.05	184.69	未评级		

300192.SZ	科德教育	9.00	0.39	0.49	0.61	20.90	16.85	13.41	未评级
000526.SZ	学大教育	43.92	1.15	1.57	2.01	34.68	25.38	19.92	未评级
300795.SZ	米奥会展	36.33	1.69	2.37	3.18	21.50	15.33	11.42	买入
603081.SH	大丰实业	12.71	1.13	1.49	1.80	11.25	8.53	7.06	买入
605289.SH	罗曼股份	46.12	1.26	1.63	1.95	36.50	28.34	23.60	未评级
603099.SH	长白山	36.78	0.61	0.70	0.81	60.30	52.54	45.41	买入
600916.SH	中国黄金	9.23	0.59	0.71	0.83	15.52	12.94	11.17	买入
300662.SZ	科锐国际	23.95	1.14	1.58	2.02	20.93	15.18	11.86	未评级
600861.SH	北京人力	17.77	1.21	1.78	2.10	14.67	10.01	8.47	未评级
600662.SH	外服控股	4.66	0.27	0.32	0.37	17.37	14.70	12.70	未评级
603059.SH	倍加洁	24.73	1.25	1.7	2.16	19.78	14.55	11.45	买入

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：除康冠科技、华熙生物、中国黄金、米奥会展、昊海生科、大丰实业、科思股份、水羊股份、倍加洁、银都股份、长白山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（2024 年 1 月 19 日港币兑人民币收盘价为 0.91006）

## 8、风险提示

项目落地不及预期，社会零售不及预期，行业竞争加剧等。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为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，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

### 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