

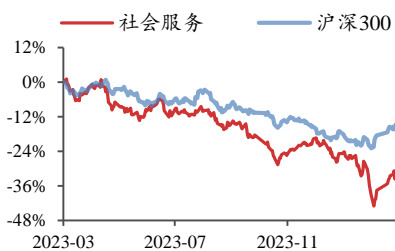
## 社会服务

2024年03月03日

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

《元宵出行旅游热度延续，新东方归巢计划彰显行业信心——行业周报》-2024.2.25

《春节假期社会服务专题：超额储蓄+高感知需求支撑体验式消费，交通供给助力低线居民释放旅游潜力——行业点评报告》-2024.2.21

《关注景区交通改善，多省省考延续扩招——行业周报》-2024.2.4

## 教育港美股发布业绩高景气再验证，节后长线出行需求维持较高水平

初敏（分析师）

李睿娴（联系人）

chumin@kysec.cn

liruixian@kysec.cn

证书编号：S0790522080008

证书编号：S0790122120005

### ● 旅游/免税：中泰互免签政策落地，1月韩免销售环比回暖

**出行/旅游：**3月1日中泰互免签政策落地，东南亚预订游热度有望推动淡季出境游热度；春运后程全社会人员流动量回落幅度较大，民航/机场长途出行景气较好，关注淡季出行旅游需求韧性。**访港数据追踪：**本周（2.24-2.31）内地访客总入境人次达497315人，环比-15.3%；全球访客总入境人次（除内地外）233578人，环比+29.1%。**免税：**1月韩免销售额11.09亿美元，环比+20%，边际回升，恢复至2019年同期79%；韩国2月实施免税新政恢复携带件数和货运限制，后续或推动代购市场进一步整治。横琴封关：3月1号实施分线管理封关，二线通关免税额度上调至8000元。

### ● 教育/餐饮：教育港美股发布业绩高景气再验证，特海国际翻台上行带动扭亏

**教育：**高途2023Q4营收7.61亿元，同比增长20.9%，其中非学科培训业务的现金收入实现同比三位数的增长；进一步拓展和布局线下业务，素质教育方面，高途体育业务开设线下运动店。思考乐业绩预喜，2023年经调整利润超1亿元，供需缺口下教育公司盈利能力提升逻辑再获验证。**受益标的：**新东方、好未来、学大教育、昂立教育、卓越教育集团、思考乐教育。**餐饮：**特海国际预期2023年收入不低于6.8亿美元，同比增加不低于21.9%，净利润不低于2400万美元。奈雪降低加盟门槛，放开58万元起的小店加盟，店型灵活开拓下沉市场。

### ● 美丽：锦波生物业绩接近预告上限，薇诺娜重磅推出升级版舒缓保湿特护霜

**(1) 锦波生物：**2023年营收7.8亿元/yoy+99.96%，归母净利3亿元/yoy+174.61%，实际业绩接近预告上限。2024年预计极纯4mg作为主推产品将通过增加机构覆盖数及深挖单机构需求等方式贡献主要增量。**(2) 普门科技：**2023年实现营收11.46亿元/yoy+16.55%，归母净利润3.27亿元/yoy+30.21%。公司医美业务持续发力，2023年11月公司推出了具有特色快闪功能的“MM光”，与公司原有抗衰产品形成“冷拉提+超声V拉美+MM光”抗衰嫩肤“三杰”，为终端客户提供了多样化的产品组合方案。**(3) 贝泰妮：**重磅推出升级版第二代薇诺娜舒缓保湿特护霜，成分配方升级，同时下一步将布局“出海”，第一步是东南亚市场，紧接着会在欧美市场陆续布局。

### ● 本周社服板块跑输大盘，教育类领涨

本周（2.26-3.1）社会服务指数+1.34%，跑输沪深300指数0.03pct，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-8.97%，弱于沪深300指数的+3.11%，在31个一级行业中排名第25，本周教育类上涨排名靠前。

**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、携程集团-S、同程旅行。

**● 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。

## 目 录

1、 出行/旅游：中泰互免签政策落地，春运后程民航景气维持.....	4
1.1、 中泰互免签证正式生效，东南亚出境订单高增.....	4
1.2、 春运后程客流回落幅度较大，民航/铁路出行维持景气.....	4
1.3、 航空：国内航班平稳运行，国际航班恢复态势良好.....	5
1.4、 访港数据追踪：内地访港节后回落，全球访港环比回升.....	5
2、 免税：1月韩免销售环比回暖，横琴封关正式落地.....	7
2.1、 韩国免税：1月韩免销售额环比+19.5%，恢复至2019年同期78.6%.....	7
2.2、 横琴封关：一线放开、二线管住，口岸通关免税额度上调.....	8
3、 教育：港美股发布业绩，供需缺口下的高景气再度验证.....	9
3.1、 高途：聚焦非学科培训，开启线下拓张.....	9
3.2、 思考乐：业绩预喜，2023年经调整利润超一亿.....	10
4、 餐饮：特海国际业绩预喜，奈雪的茶放开小店加盟.....	10
4.1、 特海国际：翻台上行带动收入提升，利润大幅改善.....	10
4.2、 奈雪的茶：放开58万元小店加盟，下沉至县城.....	11
5、 美丽：锦波生物业绩接近预告上限，薇诺娜重磅推出升级版舒缓保湿特护霜.....	11
5.1、 锦波生物：业绩接近预告上限，重组胶原蛋白景气度持续兑现.....	11
5.2、 普门科技：2023年归母净利润同增30.21%，产品结构持续优化.....	12
5.3、 贝泰妮：从专注到专研，薇诺娜进入2.0时代.....	12
6、 行业行情回顾：本周社服板块跑输大盘.....	13
6.1、 行业跟踪：本周社服板块上涨.....	13
6.2、 社服标的表现：本周（2.26-3.1）教育类上涨排名靠前.....	14
7、 风险提示.....	17

## 图表目录

图 1： 2024年春运期间全社会跨区域人员流动量 yoy+9.9%（单位：万人次）.....	4
图 2： 2024年春运期间全国公路人员流动量 yoy+9.4%（单位：万人次）.....	4
图 3： 2024年春运期间全国铁路客流量 yoy+42.3%（单位：万人次）.....	5
图 4： 2024年春运期间全国民航客运量 yoy+54.1%（单位：万人次）.....	5
图 5： 本周国内客运日均执行航班量恢复至2019年同期114%（单位：架次）.....	5
图 6： 本周国际客运日均执行航班量恢复至2019年同期70%（单位：架次）.....	5
图 7： 近一周内地/全球访港人数环比-15.3%/+29.1%（单位：人次）.....	6
图 8： 近一周内地/全球访港人数恢复至2019年的49.2%/74.9%（单位：人次）.....	6
图 9： 近一周内地/全球访港人数单日峰值环比-10.9%/+1.4%（单位：人次）.....	6
图 10： 1月韩国免税销售额环比+19.52%.....	7
图 11： 1月国外游客销售额占比83.48%.....	7
图 12： 1月国外游客购物人次恢复至2019年同期43.3%.....	8
图 13： 1月国外游客人均免税消费金额环比+26.06%.....	8
图 14： 横琴粤澳合作区分线管理区域示意图.....	9
图 15： 横琴粤澳合作区免税额度规定.....	9
图 16： 2023Q2起高途营业收入同比增速转正.....	9
图 17： 因开启线下拓张利润率下行.....	9
图 18： 2023H1思考乐收入同比增加31.6%.....	10

图 19: 2023H1 思考乐净利润率为 16.7%.....	10
图 20: 特海国际预期 2023 年收入不低于 6.8 亿美元, 同比增加不低于 21.9%.....	11
图 21: 特海国际预期 2023 年净利润不低于 2400 万美元, 净利润率约为 3.5%.....	11
图 22: 奈雪的茶发布加盟新政, 门槛降至 58 万元.....	11
图 23: 本周 (2.26-3.1) 社服板块跑输沪深 300 (%) .....	13
图 24: 2024 年初至今社服板块走势弱于沪深 300 (%) .....	13
图 25: 本周 (2.26-3.1) 社会服务在一级行业排名第 15 (%) .....	14
图 26: 2024 年初至今社会服务在一级行业排名第 25 (%) .....	14
图 27: 本周 (2.26-3.1) 昂立教育、学大教育、科德教育领涨 (%) .....	15
图 28: 本周 (2.26-3.1) 长白山、安车检测、ST 三盛跌幅较大 (%) .....	15
图 29: 本周 (2.26-3.1) 国新文化、学大教育、昂立教育净流入额较大 (万元) .....	15
图 30: 本周 (2.26 -3.1) 首旅酒店、锦江酒店、丽江股份净流出额较大 (万元) .....	15
表 1: 盈利预测与估值.....	16

## 1、出行/旅游：中泰互免签政策落地，春运后程民航景气维持

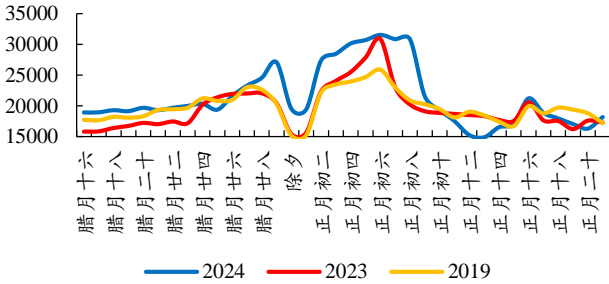
### 1.1、中泰互免签证正式生效，东南亚出境订单高增

3月1日中国与泰国互免签协定生效，新马泰均与我国实现签证互免，有望驱动淡季出境游热度延续。根据非常准民航看板统计，2月中泰实际执行往返航班量7746班次，恢复至2019年同期64%。根据“去哪儿”平台数据，得益于免签政策，近一周赴泰机票搜索量较前一周增长近7成，新马泰在华机票预订量均位列前五，目前机票价格整体回落至淡季水平，但出境热度维持导致平均支付价格仍略高于年前水平。同程平台数据显示，中泰互免签证政策落地正值泰国夏季旅游旺季启动，近一周内同程旅行平台泰国游产品咨询量环比增长超200%，泰国相关旅游产品的预订量同比增长近5倍，互免签证政策生效后，自由行及私家团产品的预订比例预计将有所提升。

### 1.2、春运后程客流回落幅度较大，民航/铁路出行维持景气

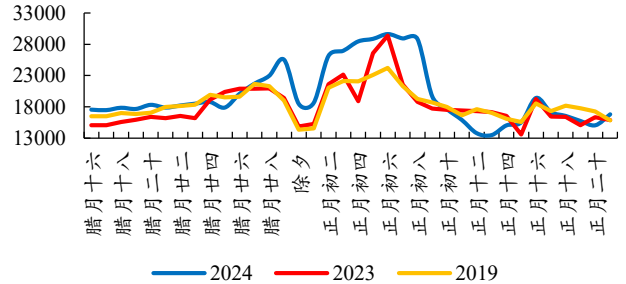
节后铁路、民航运输维持景气，关注后续淡季出行需求释放。2024年春运步入尾声，据交通运输部，1月16日至3月1日，春运三十六日累计全社会跨区域人员流动量77亿人次/yoy+9.9%，较2019年同期增长7.9%，其中春节假期出行热度较高，春节后错峰客流回落幅度较大。分出行方式看，正月初九-正月廿一铁路日均发送旅客1269万人次/yoy+25.59%，较2019年同期增长12.49%；民航日均发送旅客209万人次/yoy+36.98%，较2019年同期增长9.82%，节后长线出行需求维持较高水平，关注后续淡季错峰、周末短途出行需求释放。

图1：2024年春运期间全社会跨区域人员流动量 yoy+9.9% (单位：万人次)



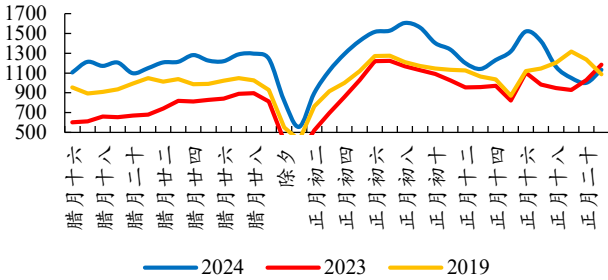
数据来源：交通运输部公众号、开源证券研究所

图2：2024年春运期间全国公路人员流动量 yoy+9.4% (单位：万人次)



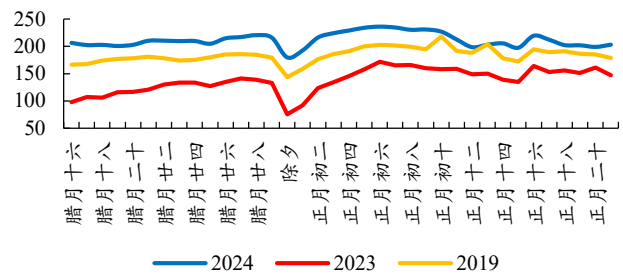
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图3：2024 年春运期间全国铁路客流量 yoy+42.3%（单位：万人次）**



数据来源：交通运输部公众号、开源证券研究所

**图4：2024 年春运期间全国民航客运量 yoy+54.1%（单位：万人次）**

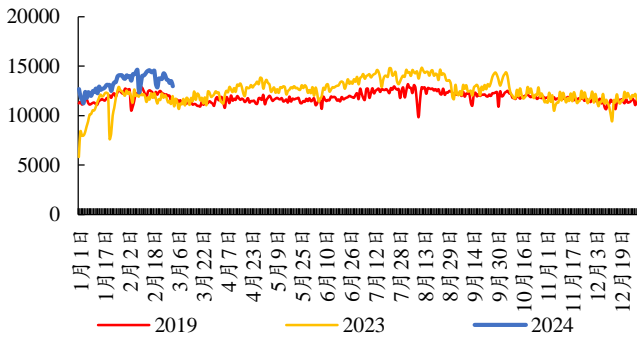


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.3、航空：国内航班平稳运行，国际航班恢复态势良好

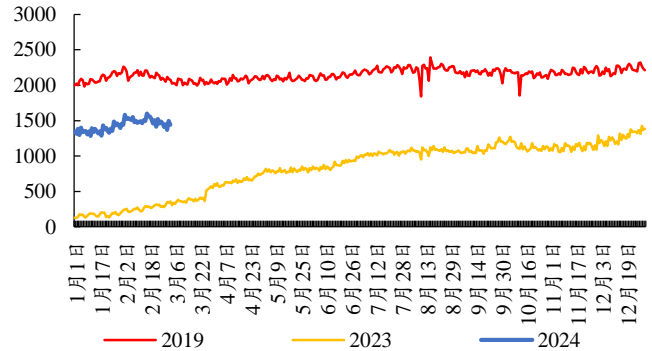
根据航班管家，本周（2.25-3.2）全国日均客运执行航班量 15373 架次，恢复至 2019 年同期 106%。其中，本周国内客运日均执行航班量 13628 架次，恢复至 2019 年同期 114%，2 月国内航班恢复至 2019 年同期 114%；本周国际客运日均执行航班量 1444 次，恢复至 2019 年同期 69%，2 月国际航班恢复至 2019 年同期 70%。

**图5：本周国内客运日均执行航班量恢复至 2019 年同期 114%（单位：架次）**



数据来源：航班管家、开源证券研究所

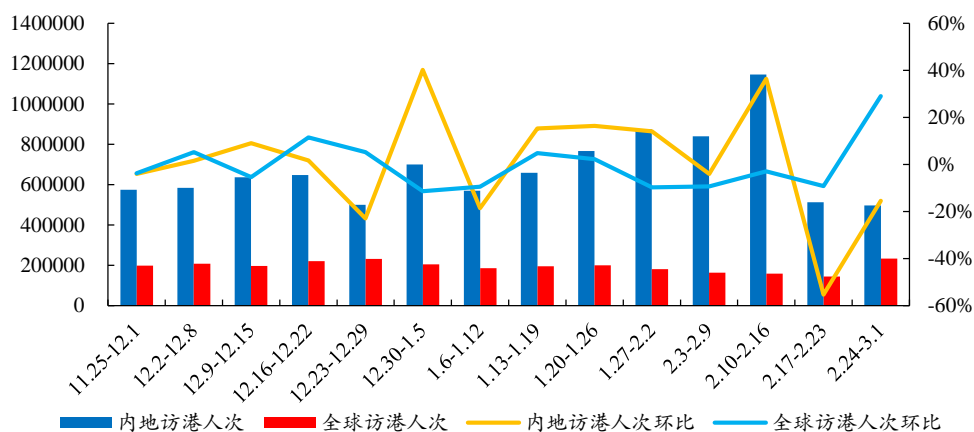
**图6：本周国际客运日均执行航班量恢复至 2019 年同期 70%（单位：架次）**



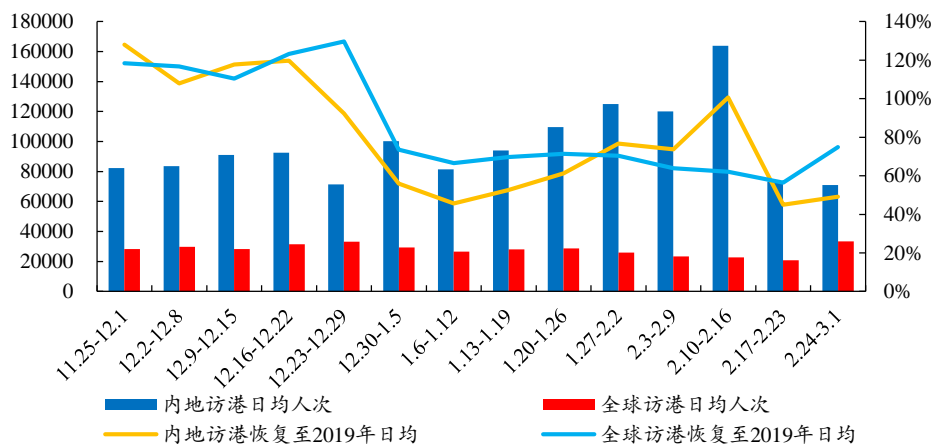
数据来源：航班管家、开源证券研究所

### 1.4、访港数据追踪：内地访港节后回落，全球访港环比回升

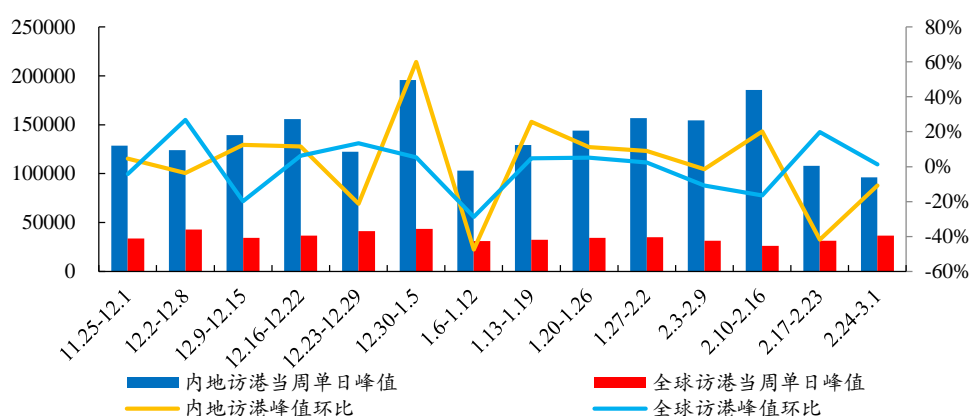
本周（2.24-3.1）内地访客总入境人次达 497315 人，环比-15.3%；全球访客总入境人次（除内地外）233578 人，环比+29.1%。内地访客日均人数恢复至 2019 年月度（2 月）日均 49.2%（2019 年 2 月游客基数较高），全球访客日均人数（除内地外）恢复至 2019 年月度（2 月）日均的 74.9%。内地访港整周单日峰值 9.63 万人次，全球访港整周单日峰值（除内地外）达 3.64 万人次。

**图7：近一周内地/全球访港人数环比-15.3%/+29.1%（单位：人次）**


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49.2%/74.9%（单位：人次）**


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-10.9%/+1.4%（单位：人次）**


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：1月韩免销售环比回暖，横琴封关正式落地

### 2.1、韩国免税：1月韩免销售额环比+19.5%，恢复至2019年同期78.6%

根据 KDFA 公布数据，2024 年 1 月韩国免税店销售情况：

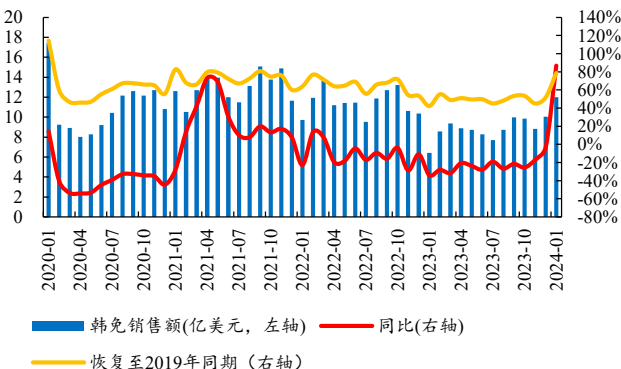
**销售额：**2024 年 1 月，韩国免税总销售额 11.09 亿美元，同比+86.66%，环比+19.52% 边际回升，恢复至 2019 年同期 78.64%。分客源看，国内游客销售额 1.98 亿美元，同比+22.79%，恢复至 2019 年同期 62.77%，环比+1.78%。国外游客销售 10.01 亿美元，同比+108.08%，恢复至 2019 年同期 82.78%，环比 23.78%，占比 83.48%，环比提升 2.88pct；外国人销售额回暖主要系中国赴韩旅游逐渐恢复，且 2023 年基数较低。

**购物人次：**2024 年 1 月，韩国免税购物人次 225.41 万人，同比+57.15%，自 2021 年 9 月以来持续同比提升，环比 3.11%，恢复至 2019 年同期 55.91%。分客源看，国内游客购物人次 162.38 万人，同比+36.57%，环比+5.16%，占比 72.04%，恢复至 2019 年同期 63.02%。国外游客购物人次 63.03 万人，同比+156.93%，环比-1.8%，占比 27.96%，恢复至 2019 年同期 43.33%，主要系国际航线恢复，根据韩国交通部，1 月国际航线游客数量达 728 万，恢复至 2019 年同期 91%。

**人均消费：**2024 年 1 月，韩国免税人均消费 532.11 美元，同比+18.77%，环比+15.91%，恢复至 2019 年同期 140.65%。分客源看，国内游客人均消费 122.03 美元，同比-10.09%，环比-3.21%，恢复至 2019 年同期 99.61%。国外游客人均消费 1588.61 美元，同比-19.02%，环比+26.06%。国外人均消费力持续同比下滑主要系 2023 年韩国调整取消 SMG 模式，限制大贸易商模式，下调代购返点率；同时海外游客消费力复苏仍不及预期。

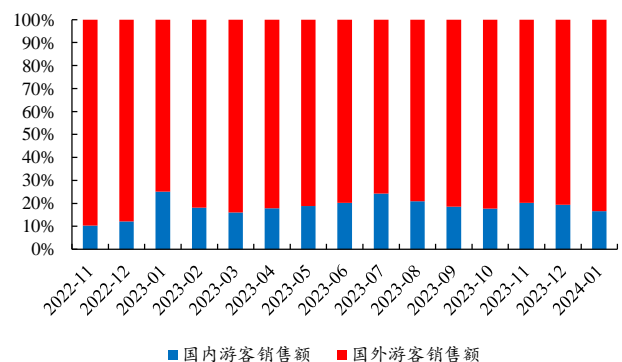
**新政策调整预计将进一步整治韩免代购市场。**根据韩国海关总署免税监管新规，自 2 月 1 日起恢复外国人免税购买数量限制，个人购物者市区免税店提货数量不得超过 50 件，且禁止个人 B2C 客户通过货运出国，同时为让利运营商，韩国政府决定延长免税店专利手续费减免措施，以应对韩免销售额恢复缓慢困境。

图10：1月韩国免税销售额环比+19.52%

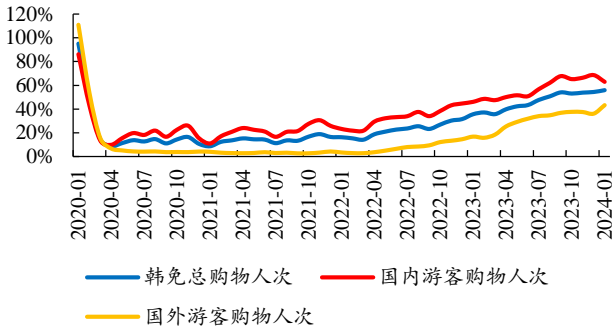


数据来源：KDFA、开源证券研究所

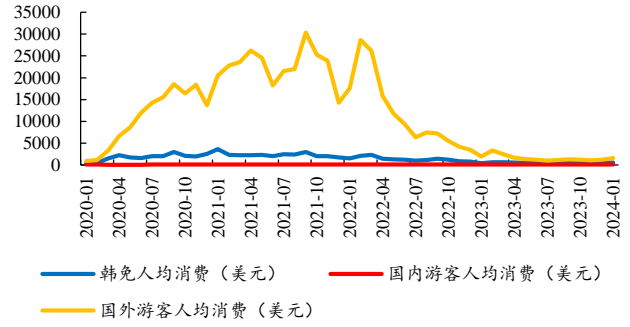
图11：1月国外游客销售额占比 83.48%



数据来源：KDFA、开源证券研究所

**图12：1月国外游客购物人次恢复至2019年同期43.3%**


数据来源：KDFA、开源证券研究所

**图13：1月国外游客人均免税消费金额环比+26.06%**


数据来源：KDFA、开源证券研究所

## 2.2、横琴封关：一线放开、二线管住，口岸通关免税额度上调

3月1日横琴粤澳深度合作区（下称“合作区”）正式封关运行。自2021年9月《横琴粤澳深度合作区建设总体方案》正式出台，明确横琴合作区将实行一线放开、二线管住的分线管理政策。具体来看，“一线”指横琴口岸与澳门之间区域；“二线”是指横琴合作区与内地之间区域，“二线”通道包括横琴大桥、横琴隧道、深井通道、横琴码头、广珠城轨延长线横琴站及珠海长隆站、十字隧道等。横琴粤澳深度合作区实施封关运行后，货物方面，符合条件的货物经“一线”进入合作区免税，其他情形予以保税；经“二线”进入内地按规定征收进口税收，符合条件的可享受加工增值免关税。物品方面，个人行李和寄递物品经“一线”进入合作区，以自用、合理数量为限且符合有关规定予以免税，“二线”进入内地参照自澳门进入内地的进境物品适用的有关规定监管、征税。横琴封关将便捷物流、人流、资金流、信息流的高效流动，旨在建立琴澳一体化发展格局，促进澳门经济适度多元发展，为合作区长远发展注入动力。

**口岸免税通关额度上调，静待出入境&全岛免税政策催化。**封关后，内地及港澳居民旅客经横琴口岸进入合作区不再设置免税商品携带限额；15天内首次进出区居民旅客从“二线”进入内地时，免税商品携带限额由5000元上调至8000元。但目前，合作区内符合条件的主体将进口的免税或保税货物及其加工制成品销售给个人的，仍需缴国内环节增值税和消费税，并补缴进口关税、进口环节增值税和消费税，因此合作区内暂无免税商品供给。2023年12月横琴合作区首家出境免税店已在横琴口岸正式营业，后续进境免税或离岛免税店仍需根据合作区自身发展情况进一步制定。

图14: 横琴粤澳合作区分线管理区域示意图



资料来源: 中国经济网

图15: 横琴粤澳合作区免税额度规定

身份	频次	免税额度
旅客 (例如, 在内地常住的内地居民、港澳居民)	15 天内首次进出区	8000 元
	15 天内多次进出区	仅旅途必需物品
非居民旅客 (例如, 在境外常住的港澳居民)	15 天内首次进出区	2000 元
	15 天内多次进出区	仅旅途必需物品

资料来源: 中国经济网

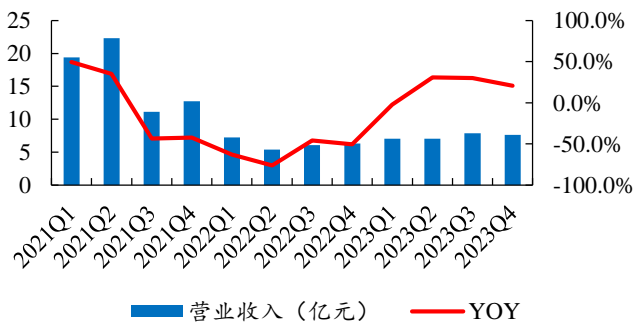
### 3、教育：港美股发布业绩，供需缺口下的高景气再度验证

#### 3.1、高途：聚焦非学科培训，开启线下拓张

高途发布截至 2023 年 12 月 31 日的 2023 财年 Q4 及全年财报。2023Q4，高途营收 7.61 亿元，同比增长 20.9%；净亏损 1.196 亿元，上年同期净利润 7061 万元。2023 全年，高途营收 29.608 亿元，同比增长 18.5%；净亏损 730 万元，上年同期为净利润 1317 万元。

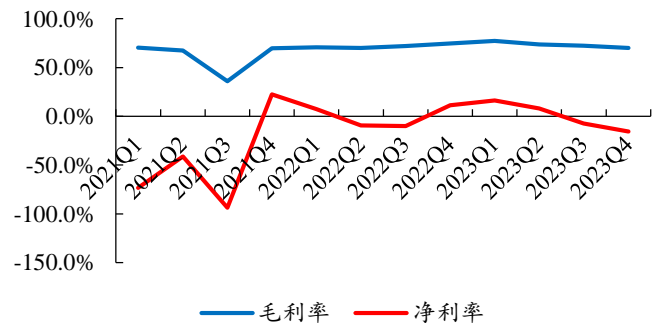
非学科业务高速增长，进一步拓展和布局线下业务。学习服务在 2023Q4 营收占比超过 95%。细分来看，在学习服务里，非学科培训业务和传统学习服务贡献了超过 70% 的总收入，同比增长超过 35%。非学科培训业务的现金收入实现同比三位数的增长。传统学习服务现金收入继续保持增长。面向大学生和成人的职业教育业务贡献了本季度总收入的 25% 左右，现金收入同比增长超过 10%。2023 年，高途进一步拓展和布局线下业务，构建线上线下业务的学习和服务闭环。以大学生和成人业务为例，目前高途考研在北京、郑州、沈阳、武汉等地设立校区，高途留学落地北京、武汉、长沙等城市。以素养业务为例，高途体育业务开设线下运动店。

图16: 2023Q2 起高途营业收入同比增速转正



数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 因开启线下拓张利润率下行

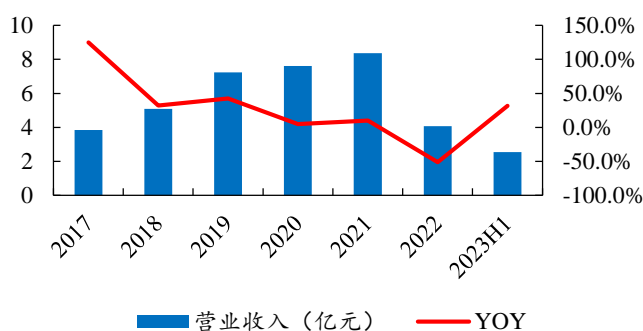


数据来源: Wind、开源证券研究所

### 3.2、思考乐：业绩预喜，2023 年经调整利润超一亿

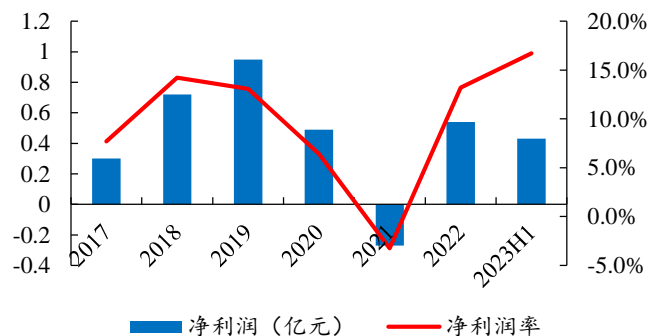
政策明晰叠加格局优化，利润大幅提升。思考乐预期 2023 年将录得净利润不少于人民币 8000 万元，较 2022 年的净利润人民币 5440 万元增加不少于 47.0%。董事会也强调，截至 2023 年的预期净利润已计入约 800 万元的购股权福利费用（2023 年为 0），及直播电商业务所产生的净亏损约人民币 1200 万元（2023 年为 0），而直播电商业务已于 2023 年年底前终止，预期不会于 2024 年产生重大费用。除购股权福利费用及直播电商业务所产生的净亏损外，本集团预期将录得经调整净利润不少于 1 亿元，同比增加约 83.8%。

图18：2023H1 思考乐收入同比增加 31.6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：2023H1 思考乐净利率为 16.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

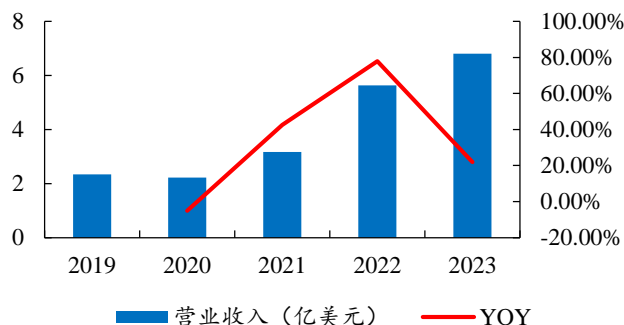
## 4、餐饮：特海国际业绩预喜，奈雪的茶放开小店加盟

### 4.1、特海国际：翻台上行带动收入提升，利润大幅改善

特海国际预期于 2023 年将录得不低于 6.8 亿美元的收入，同比增加不低于 21.9%，主要由于客流量及平均翻台率增加。公司预期 2023 年将录得不低于 2400 万美元的利润净额，较 2022 年的亏损净额约 41 百万美元显著增加。预期利润净额主要归因于：

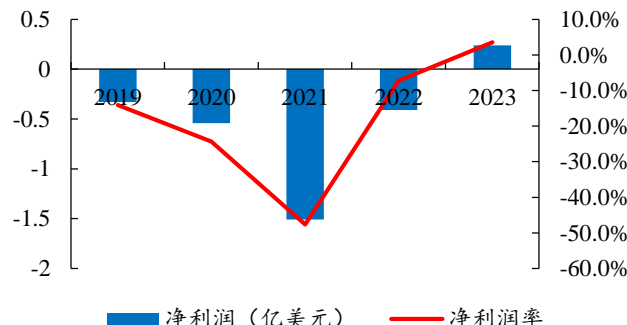
- (1) 平均翻台率由 2022 年的 3.3 次/天提升至 2023 年的 3.5 次/天；
- (2) 餐厅层面的经营利润率增加，全年餐厅层面的经营利润率预期将高于 2023 年上半年餐厅层面的经营利润率；
- (3) 于 2023 年拨回减值亏损。

图20: 特海国际预期 2023 年收入不低于 6.8 亿美元, 同比增加不低于 21.9%



数据来源: Wind、特海国际公司公告、开源证券研究所

图21: 特海国际预期 2023 年净利润不低于 2400 万美元, 净利润率约为 3.5%



数据来源: Wind、特海国际公司公告、开源证券研究所

## 4.2、奈雪的茶：放开 58 万元小店加盟，下沉至县城

奈雪降低加盟门槛，店型灵活开拓下沉市场。奈雪公布 2024 年加盟新政：单个加盟店投资金额调整至 58 万元起，2024 年 6 月 30 日前完成签约的门店，还可享受单店 6 万元营销补贴。这是继去年 7 月开放加盟后，奈雪对加盟政策的首次重大调整，并对前期资金投入涉及的设备及道具、装修费、首次配货的投资成本进行了调整，降低了加盟商的投资门槛。

图22: 奈雪的茶发布加盟新政，门槛降至 58 万元

前期投入 INITIAL INVESTMENT		58 万起 (不含租金及转让费)
品牌合作费	60000	
开业综合服务费	40000	选址服务费, 设计费, 开业辅导费
培训费	30000	5 名员工
保证金	30000	合作期满后无违约情况, 无息退款
设备及道具	250000 起	含操作设备, 室内外家具, 招牌等, 根据门店实际情况而定
装修费	120000 起	自行装修, 具体根据门店实际情况而定
首次配货	50000 起	以门店实际情况为准
营运管理费	营业额满 6 万实收抽取 1%	次月 10 号前扣取

资料来源: 咖门微信公众号

## 5、美丽：锦波生物业绩接近预告上限，薇诺娜重磅推出升级版舒缓保湿特护霜

### 5.1、锦波生物：业绩接近预告上限，重组胶原蛋白景气度持续兑现

2 月 26 日公司公告，2023 年全年公司营收 7.8 亿元/yoy+99.96%，归母净利润 3 亿元/yoy+174.61%，扣非归母净利 2.86 亿元/yoy+181.42%，实际业绩接近预告上限。2023Q4 公司实现营收 2.6 亿元/yoy+89.7%，归母净利润 1.1 亿元/yoy+176.2%，扣非

归母净利润 1 亿元/yoy+184.4%。公司持续加大研发投入、积极研发新产品及产品升级、并努力加大品牌宣传和市场开拓，实现了收入的可持续增长。

**薇旖美不断放量，重组胶原蛋白景气度持续。**作为药监局批准的第一款三类医疗器械证的三型人源化胶原蛋白产品，薇旖美自上市以来，销量已经突破 75 万只。2024 年，预计极纯 4mg 作为主推产品将通过增加机构覆盖数及深挖单机构需求等方式贡献主要增量，III 型+XVII 型胶原蛋白联合治疗方案主打“维稳+修复+重塑+倍护”功效，有望贡献业绩增量。

**业务条线+管线搭建丰富，有望打开成长空间。**2023 年锦波生物与欧莱雅达成合作，向其供应重组人源化胶原蛋白原料，以其为核心成分的小蜜罐面霜二代已于 2023 年 12 月上市落地，后续有望加大合作提升收入贡献。据公司公告，妇科用重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维项目已于 2023 年中向国家药监局进行产品申报，压力性尿失禁项目、面中部增容项目已接近临床尾声，有望在 2024 年获批。

**营销宣传加码布局。**2024 年 2 月 24 日薇旖美联合分众传媒在上海、北京、深圳、广州等 8 城开启“元计划”：(1) 布局电梯间广告；(2) 联合 40+ 医美机构做薇旖美的品宣以及重组胶原蛋白的市场教育。本次“元计划”的 SLOGAN 为“想变美打薇旖美”，产品卖点为“可以注射的 A 型人源化胶原蛋白”，利于提升消费者认知，推动销量增长。

## 5.2、普门科技：2023 年归母净利润同增 30.21%，产品结构持续优化

公司发布 2023 年度业绩快报：2023 年公司实现营业收入 11.46 亿元/yoy+16.55%，实现归母净利润 3.27 亿元/yoy+30.21%，实现扣非归母净利润 3.15 亿元/yoy+34.88%。2023Q4 实现营收 3.37 亿元/yoy+8.71%，归母净利润 1.22 亿元/yoy+24.49%，扣非归母净利润 1.27 亿元/yoy+40.96%。

**公司业绩增长系：**(1) 公司治疗与康复和体外诊断两大主营业务线收入持续增长。治疗与康复业务通过销售团队、渠道优化和推出新产品等措施有效带动了该业务的增长；体外诊断业务前期在国内外装机的检测设备配套试剂大幅上量，从而带动了体外诊断业务的增长。(2) 公司产品结构不断优化，2023 年单位销售成本有所下降，高毛利率产品销售占比提升，进而提升综合毛利率至 65.81%/yoy+7.29pct，规模效应提升了公司整体利润水平。

**医美业务业绩贡献有望进一步提升。**公司普门美学的业务涵盖公立医院、民营医美机构和 To C 端的业务等，是公司未来在营销和研发端重点投入的方向之一，也是公司除公立医院业务之外的新的增长点。在品牌推广和新产品推出方面：2023 年 11 月公司召开了“普门美学”的品牌发布会，推出了具有特色快闪功能的强脉冲光治疗仪(俗称“MM 光”)，“MM 光”产品推出后，与公司原有的抗衰产品形成“冷拉提+超声 V 拉美+MM 光”抗衰嫩肤“三杰”，为终端客户提供了多样化的产品组合方案。

## 5.3、贝泰妮：从专注到专研，薇诺娜进入 2.0 时代

3 月 1 日，薇诺娜品牌 2.0 战略升级发布会在上海中心举行，薇诺娜重磅推出升级版第二代薇诺娜舒缓保湿特护霜，与第一代差异体现在：

(1) 第一代薇诺娜特护霜关注砖墙结构下角化套膜及细胞间脂质的神经酰胺，第二代薇诺娜特护霜更聚焦敏感核心基因 CLDN-5 与神经肽 P 物质。

(2) 第二代薇诺娜特护霜还将原本的青刺果油成分升级为了青刺果多糖，升级

后的成分不仅具有更强的稳定性，还具有更强的舒缓和修复功效，可以直达敏感基因源头，从源头阻断敏感，增强 CLDN-5 基因表达，从而减少敏感反复。

(3) 为了满足放大成分优势，薇诺娜还进行了定制化配方制剂升级，搭载专为敏感肌定制的渗留技术，无促渗剂、更加温和，并能持久停留释放。

实验结果显示，该产品持续使用 28 天后，血红素数值减少 13.26%、红区面积占比减少 11.48%、真皮密度提升 28.41%，具有明确的稳固皮肤防御力和褪红功效。

**在产品线延伸方面：**薇诺娜 2.0 时代还将继续立足皮肤学，放大医研基因、构建整合解决方案，包括主打医美后治疗的械字号透明质酸和重组胶原蛋白系列、专研敏感干痒红的第二代薇诺娜特护霜系列、专研屏障受损的屏障霜系列、专研色素沉着的修白瓶 2.0、专注日晒光损的防晒系列。

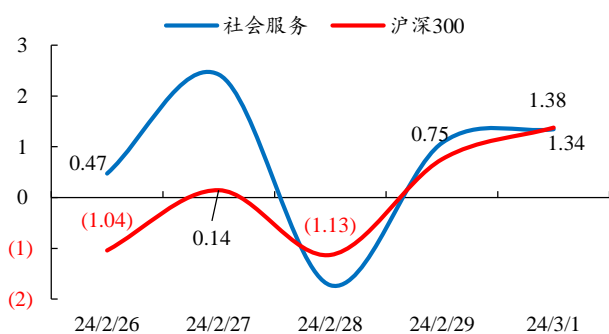
**“出海”也将是薇诺娜 2.0 时代的重要跨越。**薇诺娜 2024 年出海的第一步是东南亚市场，紧接着会在欧美市场做陆续布局。薇诺娜品牌创始人郭振宇有信心薇诺娜实现 50 亿至 150 亿的突破，最终成为全球第一的功效护肤品牌。

## 6、行业行情回顾：本周社服板块跑输大盘

### 6.1、行业跟踪：本周社服板块上涨

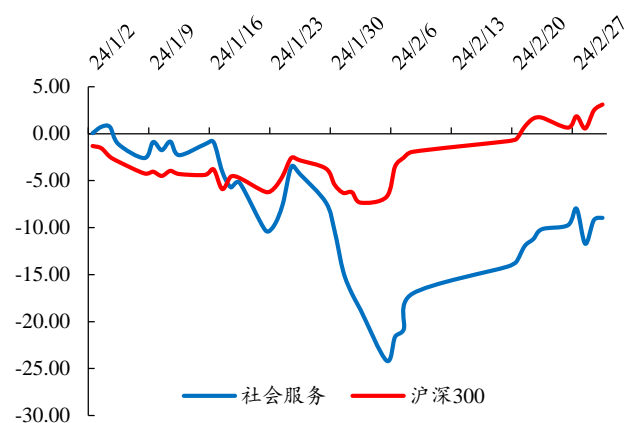
本周（2.26-3.1）社会服务指数+1.34%，跑输沪深 300 指数 0.03pct，在 31 个一级行业中排名第 15；2024 年初至今社会服务行业指数-8.97%，弱于沪深 300 指数的 +3.11%，在 31 个一级行业中排名第 25。

图23：本周（2.26-3.1）社服板块跑输沪深300（%）

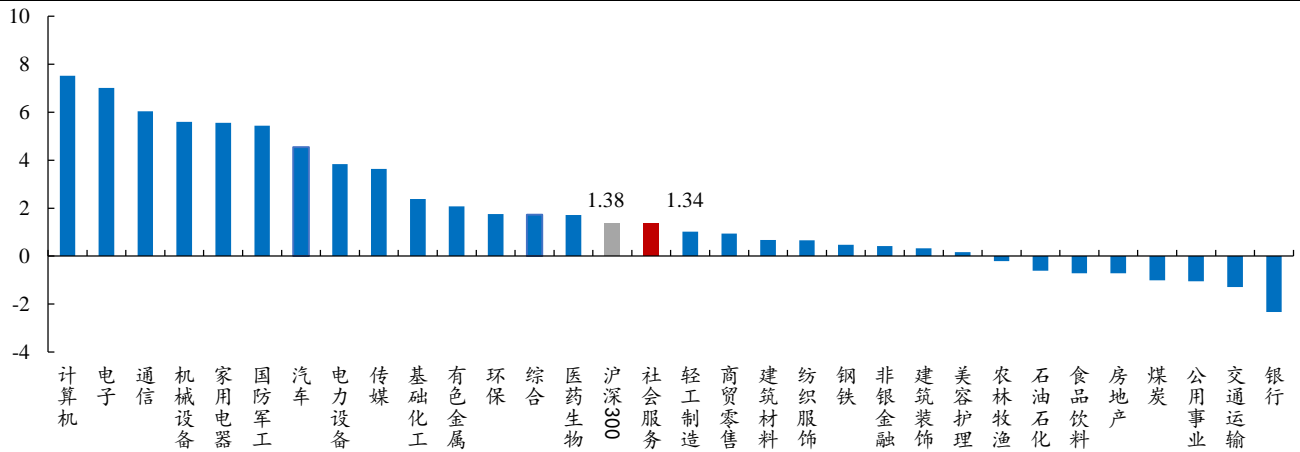


数据来源：Wind、开源证券研究所

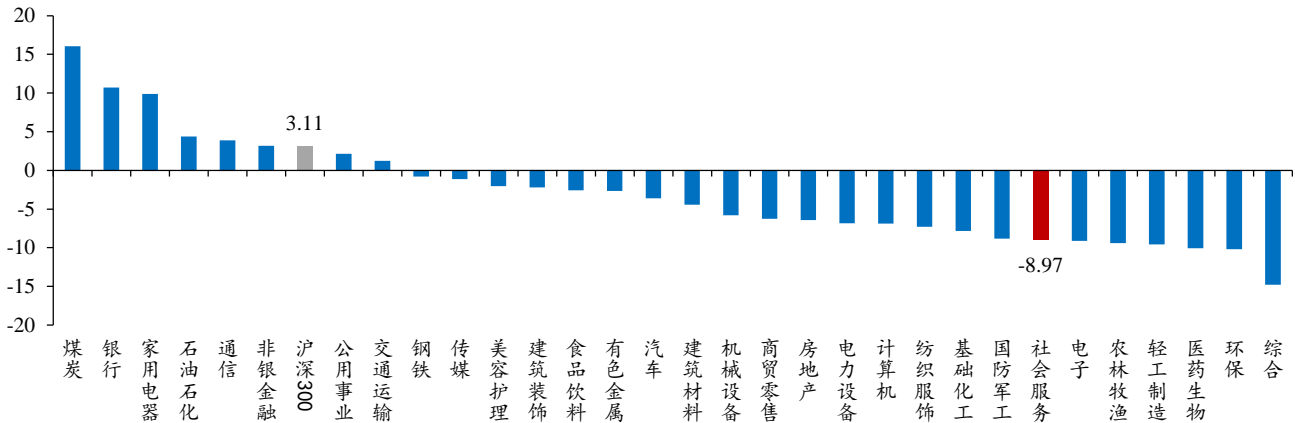
图24：2024年初至今社服板块走势弱于沪深300（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

**图25：本周（2.26-3.1）社会服务在一级行业排名第15（%）**


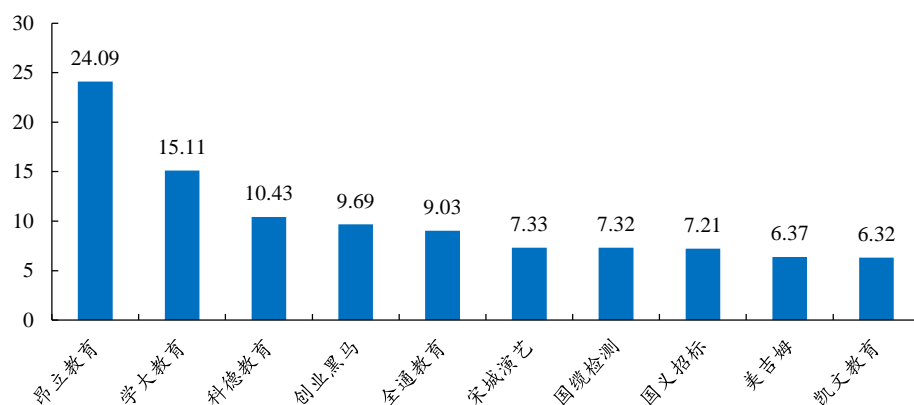
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图26：2024年初至今社会服务在一级行业排名第25（%）**


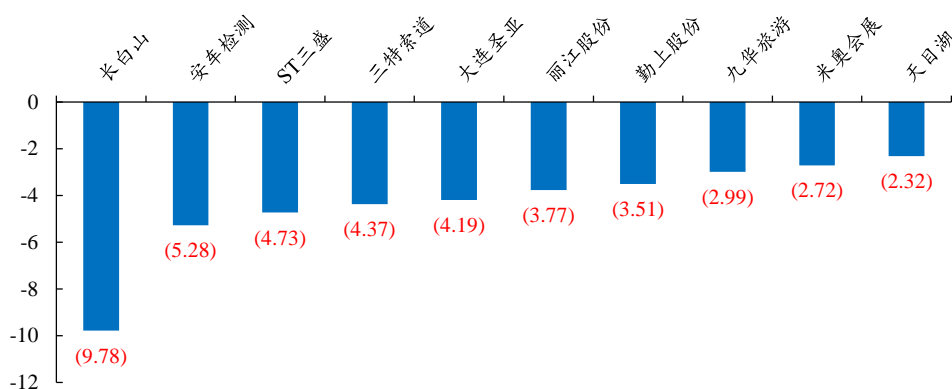
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 6.2、社服标的表现：本周（2.26-3.1）教育类上涨排名靠前

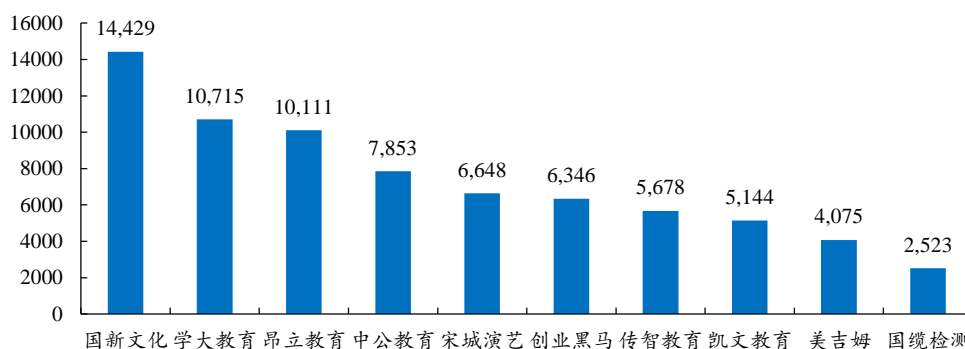
本周（2.26-3.1）涨幅前十名以教育类为主，涨幅前三名分别为昂立教育、学大教育、科德教育，跌幅前三名分别为长白山、安车检测、ST三盛。净流入额前三名分别为国新文化、学大教育、昂立教育，净流入额后三名为首旅酒店、锦江酒店、丽江股份。

**图27：本周（2.26-3.1）昂立教育、学大教育、科德教育领涨（%）**


数据来源：Wind、开源证券研究所

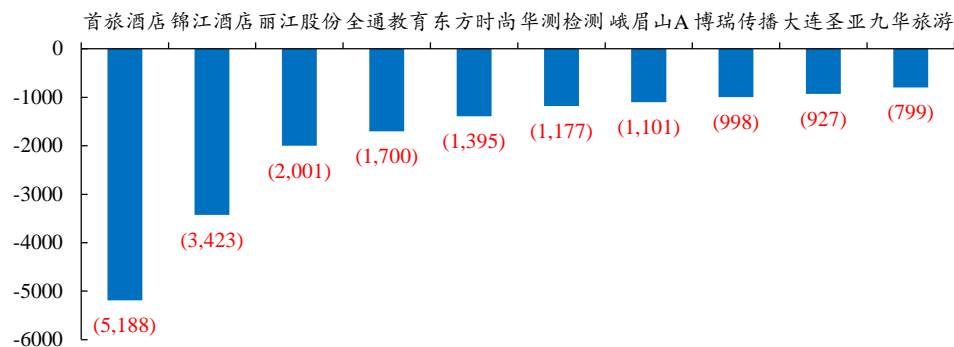
**图28：本周（2.26-3.1）长白山、安车检测、ST三盛跌幅较大（%）**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图29：本周（2.26-3.1）国新文化、学大教育、昂立教育净流入额较大（万元）**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图30：本周（2.26-3.1）首旅酒店、锦江酒店、丽江股份净流出额较大（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	2024/3/1	EPS			PE			评级
		收盘价	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
601888.SH	中国中免	86.65	3.25	4.13	5.08	26.66	21.00	17.05	未评级
688363.SH	华熙生物	63.51	2.59	3.32	4.11	24.53	19.13	15.43	买入
300856.SZ	科思股份	67.22	3.89	5.02	6.58	17.28	13.39	10.22	买入
300740.SZ	水羊股份	16.05	0.80	1.08	1.29	20.06	14.86	12.44	买入
600223.SH	福瑞达	9.02	0.32	0.42	0.52	25.82	19.61	15.81	未评级
688366.SH	昊海生科	104.18	2.60	3.22	3.95	40.06	32.37	26.38	买入
001308.SZ	康冠科技	28.52	1.99	2.50	3.10	14.33	11.41	9.20	买入
603277.SH	银都股份	26.62	1.29	1.58	1.92	20.62	16.88	13.85	买入
603059.SH	倍加洁	18.85	1.23	1.59	1.91	15.33	11.89	9.88	买入
9992.HK	泡泡玛特	21.15	0.76	1.00	1.29	25.14	19.16	14.92	买入
0K75.L	新东方	96.27	-	2.60	3.54	-	33.59	24.70	未评级
0A2X.L	好未来	14.78	-	0.07	0.24	-	187.84	56.30	未评级
300192.SZ	科德教育	9.85	0.43	0.56	0.70	20.79	15.97	12.77	买入
000526.SZ	学大教育	60.32	1.19	1.70	2.28	46.13	32.21	23.98	未评级
300795.SZ	米奥会展	38.63	1.69	2.37	3.18	22.86	16.30	12.15	买入
603081.SH	大丰实业	9.97	1.13	1.49	1.80	8.82	6.69	5.54	买入
605289.SH	罗曼股份	33.97	1.26	1.63	1.95	26.88	20.88	17.38	未评级
603099.SH	长白山	23.05	0.61	0.70	0.81	37.79	32.93	28.46	买入
600916.SH	中国黄金	10.29	0.59	0.71	0.83	17.31	14.42	12.46	买入
300662.SZ	科锐国际	22.00	1.09	1.49	1.91	20.26	14.74	11.51	未评级
600861.SH	北京人力	18.52	1.08	1.73	2.02	17.10	10.73	9.19	未评级
600662.SH	外服控股	4.69	0.27	0.32	0.37	17.41	14.73	12.71	未评级
603059.SH	倍加洁	18.85	1.25	1.7	2.16	15.08	11.09	8.73	买入
0780.HK	同程旅行	19.58	0.68	0.83	1.02	28.96	23.58	19.12	未评级
9961.HK	携程集团-S	355.20	14.51	13.18	15.37	24.48	26.96	23.11	未评级
300492.SZ	华图山鼎	101.46	-0.31	0.26	0.76	-331.14	385.49	133.91	未评级

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 3 月 1 日港币兑人民币收盘价为 0.90772）

## 7、风险提示

项目落地不及预期，社会零售不及预期，行业竞争加剧等。

## 特别声明

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

### 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