

社会服务

2024年03月25日

清明出行热度回升，精神生产力业绩兑现

——行业点评报告

投资评级：看好（维持）

初敏（分析师）

李睿娴（联系人）

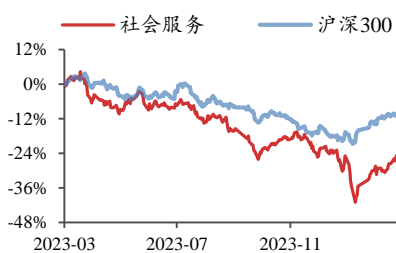
chumin@kysec.cn

liruixian@kysec.cn

证书编号：S0790522080008

证书编号：S0790122120005

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《“精神生产力”持续景气，天水麻辣烫和 CRYBABY 走红—行业周报》

-2024.3.17

《省考报名人数双位数增长，3.8 美妆节头部国货品牌表现仍亮眼—行业周报》

-2024.3.10

《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—行业周报》

-2024.3.3

● 旅游/免税：清明出行热度回升，同程 2023 年业绩创新高

清明假期：清明假期临近，国内出行预订热度上升。OTA 平台数据显示，清明假期国内酒店搜索热度全面超越 2019 及 2023 年同期，同比上涨 67%，天水、淄博、景德镇等小众目的地订单延续高增态势。出入境方面，2024 年以来国内入境游整体订单同比增长超 3 倍，比 2019 年同期增长约五成；清明假期新免签国家入境订单增长超 300%。**访港数据追踪：**本周（3.16-3.22）内地访客总入境人次达 610031 人，环比+17.1%；全球访客总入境人次（除内地外）207002 人，环比-4.8%。**同程旅行：**2023Q4 延续景气，实现收入 31.44 亿元/yoy+109.6%；毛利率 69.2%/yoy-0.91pct，经调整净利润 4.83 亿元/yoy+1188.3%，经调整净利率 15.3%/yoy+12.8pct，较 2019 年同期-1.6pct，主要因并表影响使得毛利率下降、及加大营销投放以抢占市场份额。2023 年同程深化下沉战略，完善供应链布局，推进全渠道获客和用户付费转化，年付费用户及交易规模均创新高。

● 餐饮/酒店：九毛九、华住发布业绩，经营大幅向好

餐饮：九毛九营收增长近五成，全球门店数达 726 家，净利润从 2022 年的约 5561 万元增长至 2023 年的约 4.8 亿元。宣布派息股息每股 0.15 港元，派息率为 43.1%。**酒店：**2023 年，华住集团实现收入 219 亿元，归母净利润 40.85 亿元，归母净利润率 18.7%。在高入住率的带动下，华住中国 RevPAR 全年恢复至 2019 年的 122%。

● 美丽：多公司发布 2023 年业绩，美丽板块景气度持续

爱美客：2023 年实现营收 28.7 亿元/yoy+48%，归母净利润 18.6 亿元/yoy+47.1%，溶液类/凝胶类产品营收 16.7/11.6 亿元，yoy+29.2%/+81.4%。以“嗨体”为核心的溶液类注射产品稳步增长，濡白天使延续良好增长势头。**锦波生物：**2023 年营收 7.8 亿元/yoy+99.96%，归母净利 3.0 亿元/yoy+174.60%。薇旖美快速放量，在研管线丰富。**福瑞达：**2023 年营收 45.79 亿元/yoy-64.6%，归母净利 3.03 亿元/yoy+567%，超出此前预告，剥离地产投资收益 1.42 亿元。公司化妆品业务 2023Q4 加速增长，Q4yoy+41.3%，全年收入 24.16 亿元/yoy+22.7%，毛利率 62.13%/yoy+1.16pct。主品牌颐莲和瓊尔博士产品梳理清晰，品牌升级。胶原蛋白医美品牌“珂谧 KeyC”将品牌战略升级为“5+N”，打造“双美”新发展基础。

● 本周社服板块跑赢大盘，旅游教育类领涨

本周（3.18-3.22）社会服务指数+2.24%，跑赢沪深 300 指数 2.94pct，在 31 个一级行业中排名第 5；2024 年初至今社会服务行业指数-4.7%，弱于沪深 300 指数的+3.32%，在 31 个一级行业中排名第 21。本周旅游教育类上涨排名靠前。

推荐标的：科德教育、大丰实业、倍加洁、长白山、银都股份、水羊股份、科思股份、康冠科技、米奥会展。

受益标的：新东方、好未来、学大教育、华图山鼎、粉笔、罗曼股份、福瑞达、华熙生物、爱美客、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：清明出行热度回升，同程 2023 年业绩创新高.....	4
1.1、清明假期出行热度回升，出入境订单高增.....	4
1.2、同程旅行：2023 年用户/交易规模创新高，下沉市场潜力持续变现.....	4
1.3、航空：国内航班平稳运行，国际航班恢复态势良好.....	7
1.4、访港数据追踪：内地访港节后回落，全球访港环比回升.....	7
2、餐饮：九毛九宣布派息，全球餐厅达 726 家.....	9
3、酒店：华住多项指标超 2019 年同期，重视出海及下沉.....	9
4、美丽：爱美客、锦波生物、福瑞达等多家医美美护公司发布年度报告，美丽赛道业绩景气度持续.....	10
4.1、爱美客：溶液类&再生类产品齐放量，多管线布局稳步推进.....	10
4.2、锦波生物：薇旖美放量公司业绩高增，与欧莱雅合作逐渐加深.....	11
4.3、福瑞达：2023Q4 颐莲和瓊尔博士销售表现显著提升，剥离地产聚焦大健康.....	11
5、行业行情回顾：本周社服板块跑赢大盘.....	12
5.1、行业跟踪：本周社服板块上涨.....	12
5.2、社服标的表现：本周（3.18-3.22）旅游教育类上涨排名靠前.....	14
6、风险提示.....	16

图表目录

图 1：2023Q4 营收 31 亿元，较 2019 年同期+61%.....	5
图 2：2023Q4 经调净利润 5 亿元，较 2019 年同期+46%.....	5
图 3：2023 年销售费率维持较高水平.....	5
图 4：2023Q4 其他业务营收 7.9 亿元/同比+236%.....	5
图 5：2023 年其他业务收入占比 16.5%/yoy+4.5pct.....	6
图 6：2023 年微信端三线城市及以下新付费用户占比 72.7%/yoy+12.4pct.....	6
图 7：2023 年平台实现 GMV2415 亿元/yoy+96.8%.....	7
图 8：本周国内客运日均执行航班量较 2019 年同期增长 12%（单位：架次）.....	7
图 9：本周国际客运日均执行航班量恢复至 2019 年同期 69%（单位：架次）.....	7
图 10：近一周内地/全球访港人数环比+17.1%/-4.8%（单位：人次）.....	8
图 11：近一周内地/全球访港人数恢复至 2019 年的 60.3%/66.3%（单位：人次）.....	8
图 12：近一周内地/全球访港人数单日峰值环比+24.3%/-3.1%（单位：人次）.....	8
图 13：2023 年九毛九实现收入 59.86 亿元，同比增长 49.4%.....	9
图 14：2023 年实现归母净利润 4.53 亿元，归母净利率 7.6%.....	9
图 15：2023 年华住实现收入 219 亿元，同比增长 57.9%.....	10
图 16：2023 年华住实现归母净利润 40.85 亿元，归母净利率 18.7%.....	10
图 17：华住 2023 年 12 月 RevPAR 恢复到 2019 年同期的 123%.....	10
图 18：本周（3.18-3.22）社服板块跑赢沪深 300（%）.....	13
图 19：2024 年初至今社服板块走势弱于沪深 300（%）.....	13
图 20：本周（3.18--3.22）社会服务在一级行业排名第 5（%）.....	13
图 21：2024 年初至今社会服务在一级行业排名第 21（%）.....	13
图 22：本周（3.18-3.22）锦江酒店、科锐国际、豆神教育领涨（%）.....	14
图 23：本周（3.18-3.22）大连圣亚、学大教育、国新文化跌幅较大（%）.....	14
图 24：本周（3.18-3.22）东方时尚、中公教育、美吉姆净流入额较大（万元）.....	15
图 25：本周（3.18-3.22）长白山、锦江酒店、丽江股份净流出额较大（万元）.....	15

表 1: OTA 平台清明假期国内旅游预订情况一览.....	4
表 2: 盈利预测与估值 (未公布 2023 年业绩)	15
表 3: 盈利预测与估值 (已公布 2023 年业绩)	16

1、出行/旅游：清明出行热度回升，同程 2023 年业绩创新高

1.1、清明假期出行热度回升，出入境订单高增

清明假期临近，国内出行预订热度上升。根据携程《2024 年清明节旅游预测洞察》，清明假期国内酒店搜索热度全面超越 2019 及 2023 年同期，同比上涨 67%，机票搜索热度同比增长 80%，返乡机票、火车票订单同比上涨 243%，相较 2019 年上涨 21%，假日赏花游的景区门票预订量同比上涨超 6 倍。同时平台租车自驾订单同比增长 240%，其中 35% 为亲子出行。分目的地看，近期出圈的天水市热度较高，旅游订单量比去年同期增长超 21 倍，80 后、90 后、00 后游客占比分别为 28%、18%、50%，客源来自西安、兰州、咸阳和北京等城市。同时 2023 年走红的一批小众目的地旅游热度延续，同程平台数据显示，清明假期景德镇、延边、淄博热度同比增长 331%、200%+、200%+。

免签国家入境订单高增。携程数据显示，清明小长假入境游订单量同比增长 153%，其中香格里拉和张家界入境订单同比增长超 10 倍，瑞士、匈牙利、奥地利等新增免签六国入境游订单同比增长 359%。央广总台中国之声《新闻和报纸摘要》显示，2024 年以来国内入境游整体订单同比增长超 3 倍，比 2019 年同期增长约五成，其中亚洲占比在 55%，其次是欧洲、北美洲和大洋洲，分别占比 30% 和 15%。出境方面，基于 2023 年清明假期较短且出境恢复基数较低，OTA 平台预订增速整体较亮眼，根据飞猪，出境游酒店预订量同比 2023 年增长近 3 倍，出境游线路商品预订量同比 2023 年增长超 4 倍。

表1: OTA 平台清明假期国内旅游预订情况一览

OTA	2024 年清明节假期预订情况
携程	1、国内酒店搜索热度全面超越 2019 及 2023 年同期，同比 2023 年上涨 67%；机票搜索热度同比增长 80%；假日赏花游的景区门票预订量同比上涨超 6 倍。
	2、清明节国内返乡的机票、火车票订单同比上涨 243%，相较 2019 年上涨 21%。
	3、小长假入境游订单量同比增长 153%，瑞士、匈牙利、奥地利等新免签六国入境游订单同比增长 359%。
	4、国内租车自驾订单量同比增长 240%，海外租车自驾订单量同比增长 65%；从租车自驾人群分类来看，清明节期间 35% 的订单为亲子出行；消费情况来看，2024 年清明节每单平均花费 819 元，较去年单均花费节约超四成。
同程	小众城市延续热度，景德镇、延边、淄博热度同比增长 331%、200%+、200%+。
途牛	1、途牛“3·16”会员日单日 GMV 突破 5400 万，其中度假产品 GMV 超 4800 万，同比增长 251%，清明团期及 4 月的预订订单占比接近 25%。
	2、亲子游主题出游人次在清明假期出游用户中的占比达到了 49%。
去哪儿	假期国内热门城市酒店价格与 2023 年淡季(3 月)持平，18-23 岁群体旅客占比超过 15%，创下今年新高。
飞猪	截至 3 月 24 日，出境游酒店预订量同比增长近 3 倍，出境游线路商品预订量同比增长超 4 倍。

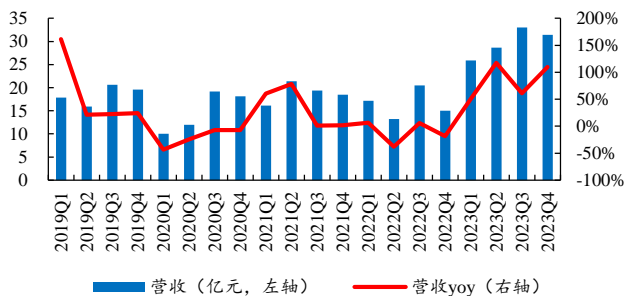
资料来源：携程黑板报公众号、同程旅行发言人公众号、中国旅游协会公众号、去哪儿官宣公众号、上观、开源证券研究所

1.2、同程旅行：2023 年用户/交易规模创新高，下沉市场潜力持续变现

2023Q4 延续强劲增长，收购同程旅业加码供应链布局。2023 年公司收入 118.96 亿元/较 2019 年+60.9%，毛利率 73.5%/yoy+0.89pct，经调整净利润 21.99 亿元/yoy+240.3%；经调整净利润率 18.5%/yoy+9.2pct。其中 2023Q4 收入 31.44 亿元/yoy+109.6%；毛利率 69.2%/yoy-0.91pct，环比-5.4pct，经调整净利润 4.83 亿元/yoy+1188.3%，经调整净利率 15.3%/yoy+12.8pct，较 2019 年同期-1.6pct。2023 年公司下沉市场扩张核心战略显效，营收增速领先行业表现，同时 2023 年 12 月完成北京同程旅业(100%

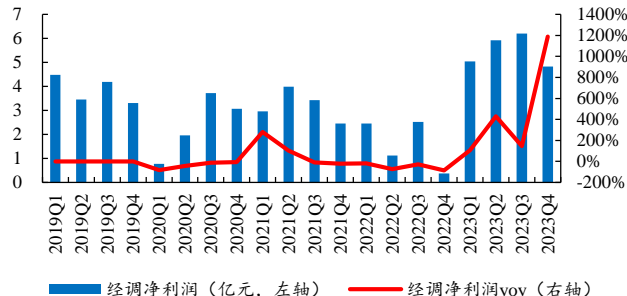
股权,原集团持有,)和海南呀诺达(57%股权,三亚热带森林公园营运)收购并表,进一步完善上游供应链布局并增厚收入。费用端看,2023年公司加快下沉市场拓展,Q1-Q4营销费用率37.4%/38.7%/38.5%/35.8%,市场营销投放维持高位以持续抢占下沉市场份额,叠加新业务一定程度拉低毛利表现,导致2023Q4调整净利率环比下滑3.5%,较2019年同期降低1.6pct。

图1: 2023Q4 营收 31 亿元, 较 2019 年同期+61%



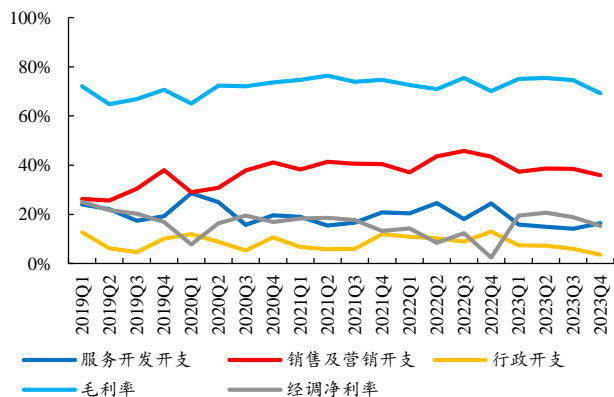
数据来源: Wind、公司公告、开源证券研究所

图2: 2023Q4 经调净利润 5 亿元, 较 2019 年同期+46%



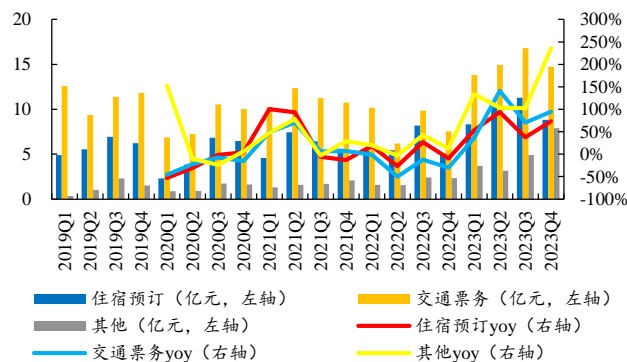
数据来源: Wind、公司公告、开源证券研究所

图3: 2023 年销售费率维持较高水平



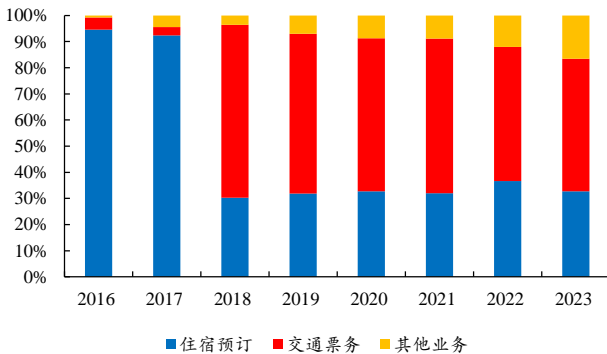
数据来源: Wind、公司公告、开源证券研究所

图4: 2023Q4 其他业务营收 7.9 亿元/同比+236%

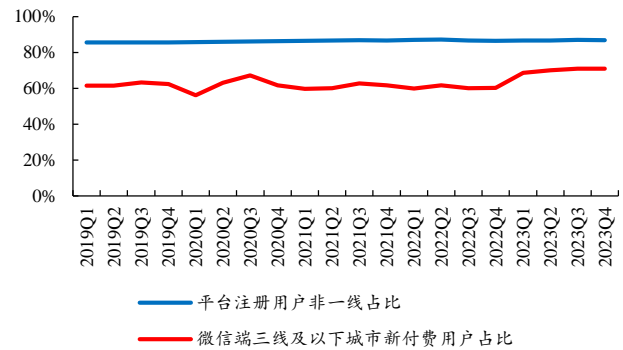


数据来源: Wind、公司公告、开源证券研究所

交通/住宿核心业务保持快增, 深化供应链服务构筑第二曲线。受益于下沉市场拓展和平台用户规模扩张, 2023 全年交通票务收入 60.3 亿元/yoy+78.5%, 住宿预订 38.99 亿元/yoy+61.5%, 分别较 2019 年增长 65.4%/33.5%。2023 年 Q1-Q4 国内机票预订量、酒店间夜量分别较 2019 年增长 35%/40%/30%/16%、130%/130%/100%/70%, 表现优于行业整体水平。其他业务上, 公司凭借数字技术优势和供应链资源积累, 持续赋能交通/住宿领域合作伙伴数字化转型提升, 其中截至 2024 年 2 月底, 艺龙酒店科技已开业酒店数超 1500 家, 签约酒店数近 2500 家。2023 年其他收入(旅游服务、酒店管理、广告服务、商旅服务)实现收入 19.67 亿元/yoy+148.6%, 较 2019 年同期增长 280.3%, 收入占比提升至 16.5%/yoy+ 4.5pct。

图5：2023年其他业务收入占比 16.5%/yoy+4.5pct


数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图6：2023年微信端三线城市及以下新付费用户占比 72.7%/yoy+12.4pct


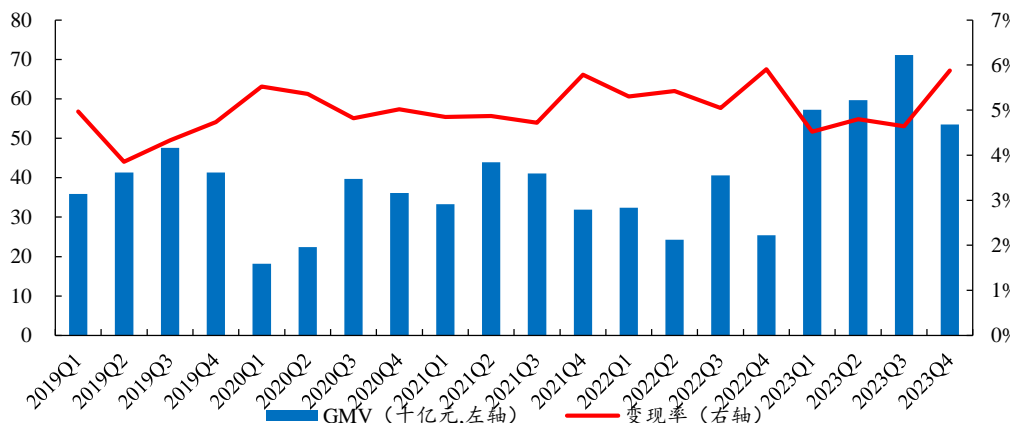
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

线上线下协同强化获客，年度付费用户数创历史新高。2023年公司不断推进线上线下服务场景拓展，一方面持续加强微信小程序、QQ浏览器等腾讯应用生态深度合作，2023年平台80%月活用户来自微信小程序；同时11月启动鸿蒙原生版App开发，并加强支付宝小程序运营，全面覆盖各类线上场景。同时坚持开发下沉市场线下获客渠道，基于地铁、市内公交等细分出行需求，2023年同程“城市通”小程序的服务已覆盖全国28个省份100多个城市及区县，平台注册用户中非一线城市占比87%/yoy+0.4pct，微信端三线城市及以下新付费用户占比72.7%/yoy+12.4pct，进一步夯实下沉市场基本盘。多渠道提升获客下，2023年平台APU达2.35亿人/yoy+25.2%，创历史新高，MPU达41.3百万人/yoy+39.1%。

用户规模助力GMV快增，精细化运营提升存量付费转化。平台用户规模基数不断进阶同时，公司加速兴趣电商、线下服务、私域生态、厂商生态、工具生态的消费场景覆盖，通过“旅行+”模式创新打造一系列契合新消费群体偏好的潮流消费需求，叠加收购线下旅行社的协同效应进一步提升产品交叉销售，2023年平台实现GMV2415亿元/yoy+96.8%。随交通票务增值服务及休闲度假产品渗透，2023年整体变现率（营业收入/GMV）4.93%，较2019年增长0.48pct。

进军海外，再开征程。出于对未来海外旅游市场的看好，同程旅行已成立海外总部新加坡办公室，旗下艺龙酒店科技相关业务覆盖日本、柬埔寨、印度尼西亚等5个国家。3月15日，同程首家海外实体店在洛杉矶正式开业，旨在强化北美市场的线下服务，以“线上+线下”的方式为用户提供全球目的地的机票预订、酒店预订、旅游度假预订及签证办理等一站式旅行服务，未来仍将继续加码英国、泰国、印度尼西亚、菲律宾、加拿大等国际市场供应链布局。

图7：2023年平台实现GMV2415亿元/yoy+96.8%

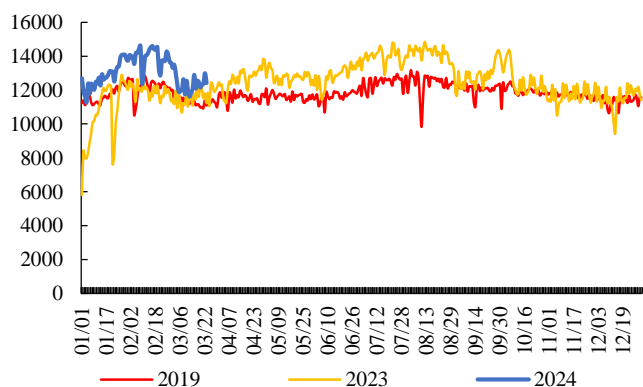


资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

1.3、航空：国内航班平稳运行，国际航班恢复态势良好

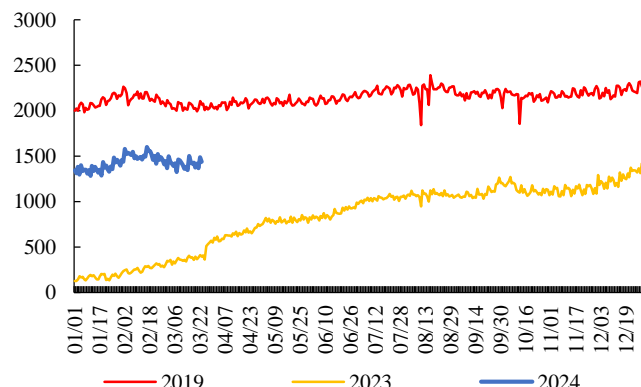
根据航班管家，本周（3.17-3.23）全国日均客运执行航班量14210架次，较2019年同期增长4%。其中，本周国内客运日均执行航班量12468架次，较2019年同期增长12%，3月国内航班较2019年同期增长5%；本周国际客运日均执行航班量1419次，恢复至2019年同期69%，3月国际航班恢复至2019年同期70%。

图8：本周国内客运日均执行航班量较2019年同期增长12%（单位：架次）



数据来源：航班管家、开源证券研究所

图9：本周国际客运日均执行航班量恢复至2019年同期69%（单位：架次）



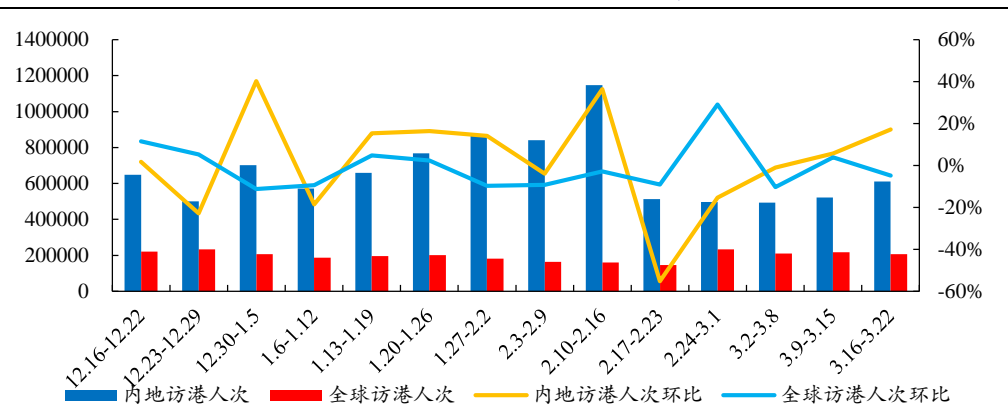
数据来源：航班管家、开源证券研究所

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（3.16-3.22）内地访客总入境人次达610031人，环比+17.1%；全球访客总入境人次（除内地外）207002人，环比-4.8%。内地访客日均人数恢复至2019年月度（3月）日均60.3%，全球访客日均人数（除内地外）恢复至2019年月度（3月）日均的66.3%。内地访港整周单日峰值12.98万人次，全球访客整周单日峰值（除内

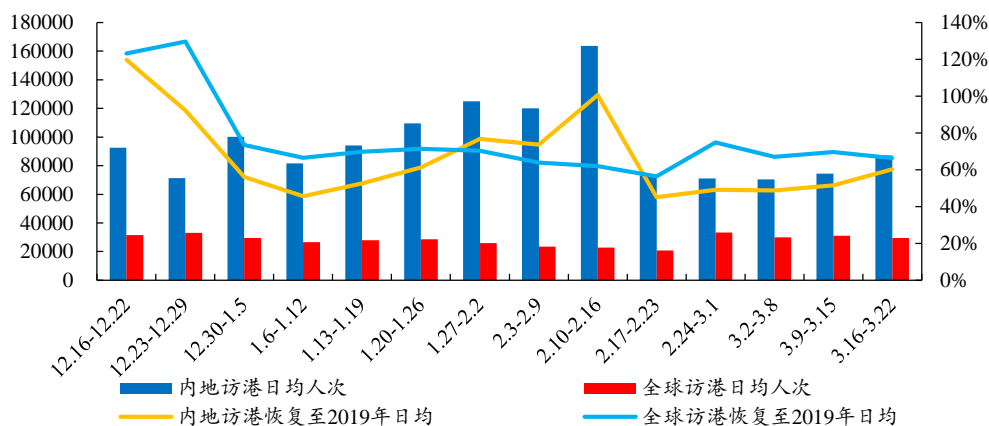
地外) 达 3.47 万人次。

图10: 近一周内地/全球访港人数环比+17.1%/-4.8% (单位: 人次)



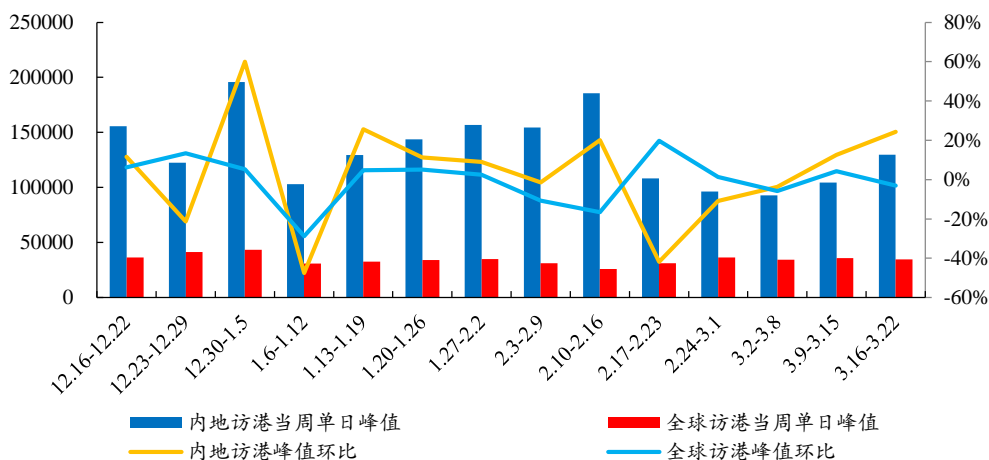
数据来源: 中国香港特别行政区政府入境事务处、开源证券研究所

图11: 近一周内地/全球访港人数恢复至2019年的60.3%/66.3% (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12: 近一周内地/全球访港人数单日峰值环比+24.3%/-3.1% (单位: 人次)



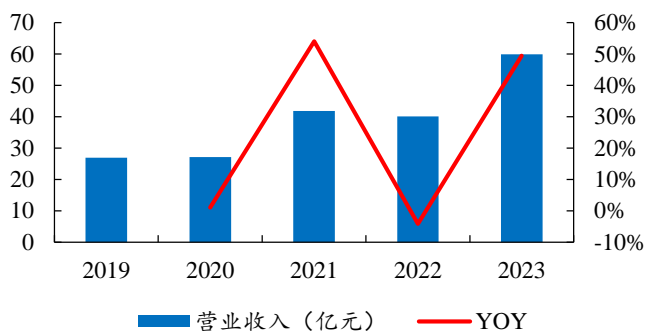
数据来源: 中国香港特别行政区政府入境事务处、开源证券研究所

2、餐饮：九毛九宣布派息，全球餐厅达 726 家

九毛九营收增长近五成，全球门店数达 726 家。2023 年公司年度收入约为 59.86 亿元，同比增长 49.4%。溢利方面，从 2022 年的约 5561 万元增长至 2023 年的约 4.8 亿元，增幅达到 763.3%。餐厅数量方面，九毛九在全球范围内共经营 726 家餐厅，覆盖中国 142 个城市以及新加坡、加拿大、马来西亚、泰国和美国。去年新开设 180 家餐厅，同时关闭了 10 家表现不佳的门店。品牌表现方面，太二、怂火锅及赖美丽烤鱼的收入贡献分别增长 44.3%、210.4%及 272.3%。翻台率普遍上升，得益于客流量的增加。太二和怂火锅在中国内地的顾客人均消费略有下降，原因是公司针对市场状况和行业竞争进行了菜单和价格调整。

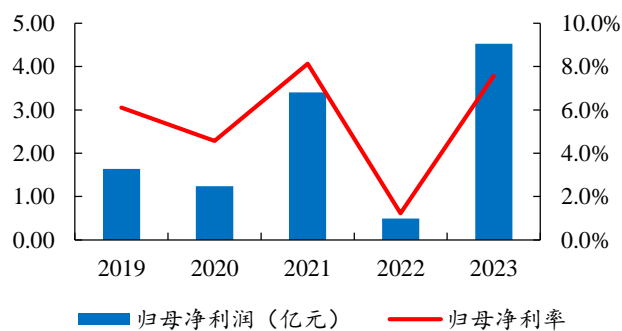
董事会致力为公司股东增加回报。截至 2023 年 12 月 31 日止年度，除动约 150.0 百万港元于市场上购回股份外，董事会亦建议派发末期股息每股普通股 0.15 港元，派息率约为权益股东应占年度溢利的 43.1%。展望未来，经全面重新评估集团的财务表现、财务状况及未来战略发展计划后，董事会拟维持不少于权益股东应占年度溢利 40% 的派息率。

图13：2023 年九毛九实现收入 59.86 亿元，同比增长 49.4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2023 年实现归母净利润 4.53 亿元，归母净利率 7.6%



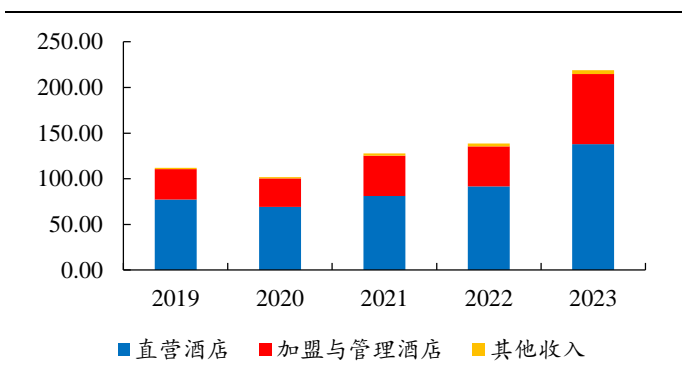
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、酒店：华住多项指标超 2019 年同期，重视出海及下沉

华住集团发布 2023 年四季度及全年财务业绩。2023 年，华住集团实现收入 219 亿元，同比增长 57.9%；营业额达到 804 亿元，同比增长 62.1%。从收入构成来看，其业绩增量主要来自于国内业务。2023 年全年，华住中国分部的收入约 174.38 亿元，同比增长 63.7%；华住国际（原：德意志酒店集团）分部的收入约 44.44 亿元，同比增长 38.6%。

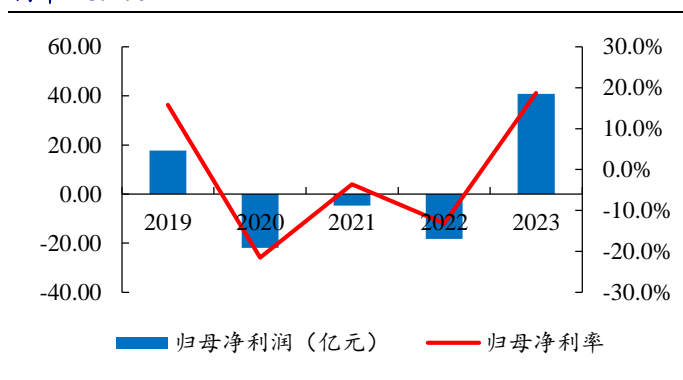
华住酒店的入住率和客单价进一步走高。财报显示，2023 年华住中国日均房价 299 元，与 2019 年同期相比增长 27.4%。在高入住率的带动下，华住中国 RevPAR（每间可用客房收入）也明显走强，全年恢复至 2019 年的 122%。

图15: 2023年华住实现收入219亿元, 同比增长57.9%



数据来源: Wind、开源证券研究所

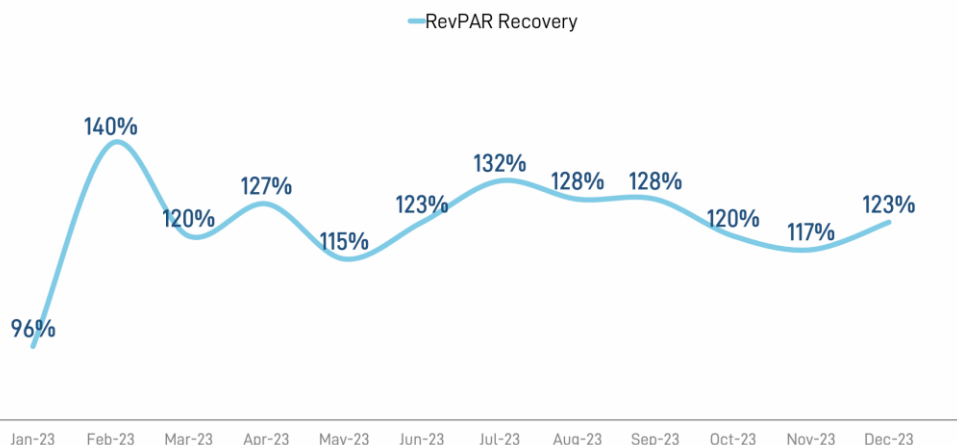
图16: 2023年华住实现归母净利润40.85亿元, 归母净利率18.7%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 华住2023年12月 RevPAR 恢复到2019年同期的123%

Blended RevPAR in 2023 Compared to 2019



资料来源: 华住业绩会 PPT

4、美丽: 爱美客、锦波生物、福瑞达等多家医美美护公司发布年度报告, 美丽赛道业绩景气度持续

4.1、爱美客: 溶液类&再生类产品齐放量, 多管线布局稳步推进

公司公告爱美客 2023 年实现营收 28.7 亿元/yoy+48%, 归母净利润 18.6 亿元/yoy+47.1%, 扣非归母净利润 18.3 亿元/yoy+53%。其中 2023Q4 实现营收 7 亿元/yoy+55.6%, 归母净利润 4.4 亿元/yoy+59%。

分业务: 2023 年溶液类注射产品营收 16.7 亿元/yoy+29.2%, 占比 58.2%, 凝胶类产品营收 11.6 亿元/yoy+81.4%, 占比 40.35%, 面部埋线实现收入 0.06 亿元/yoy+9.3%, 占比 0.21%。嗨体持续获下游机构和消费者认可, 凝胶类产品濡白天使延续良好增长势头。**量:** 2023 年溶液类注射产品销量 514.1 万支/yoy+48.9%, 凝胶类产品销量 100.68 万支/yoy+36.13%。**价:** 2023 年溶液类注射产品单价 324.9 元

/yoy-13.2%，凝胶类产品单价 1149.9 元/yoy+33.3%。

盈利能力方面，2023 年公司毛利率为 95.1%/yoy+0.2pct，在濡白天使等高毛利产品推动下维持较高水平；净利率为 64.6%/yoy-0.7pct。溶液类注射产品、凝胶类注射产品的毛利率分别为 94.48%与 97.49%，yoy+0.25pct/+0.97 pct。

费用率方面，2023 年公司销售/管理/研发/财务费用分别为 2.6/1.4/2.5/-0.5 亿元，yoy+60.03%/15.02%/44.49%/-19.84%，销售/管理/研发/财务费用率分别为 9.07%/5.03%/8.72%/-1.89%，yoy+0.68pct/-1.44pct/-0.21pct/+0.44pct。

产品端：以“嗨体”为核心的溶液类注射产品稳步增长，濡白天使延续良好增长势头，成为公司构筑现象级产品矩阵的有力支撑点。

研发端：宝尼达 2.0（额下）、肉毒素均处于注册申报阶段，第二代面部埋植线处于临床试验阶段，利拉鲁肽注射液完成 I 期临床试验，利多卡因丁卡因乳膏处于 III 期临床试验阶段，去氧胆酸注射液、透明质酸酶、司美格鲁肽注射液处于临床前在研阶段，产品矩阵有望持续丰富。公司为进一步强化未来在体重管理与减脂领域的战略布局，在与北京质肽生物医药科技有限公司（以下简称“质肽生物”）合作引入司美格鲁肽产品的基础上，以总金额 5,000 万元投资持有质肽生物 4.89%股权。为扩充公司医美方向的产品管线，丰富医美皮肤科产品品类，公司与韩国 Jeisys Medical Inc.（以下简称“Jeisys”）签署了《经销协议》，Jeisys 授权爱美客负责其旗下 Density 和 LinearZ 医疗美容治疗设备及配套耗材在中国内地（不含香港、澳门、台湾）的推广、分销、销售和相关服务。

渠道端：截至 2023 年底销售团队已超 400 人，覆盖约 7000 家医美机构。

4.2、锦波生物：薇旖美放量公司业绩高增，与欧莱雅合作逐渐加深

2023 年实现营收 7.8 亿元/yoy+99.96%，归母净利润 3.0 亿元/yoy+174.60%，扣非归母净利润 2.9 亿元/ yoy+181.02%；2023Q4 实现营收 2.63 亿元/yoy+89.7%，归母净利润 1.08 亿元/yoy+176.1%，扣非归母净利润 1.02 亿元/yoy+183.3%。

分业务看，2023 年公司医疗器械实现收入 6.8 亿元/yoy+122.66%，毛利率 93.18%/yoy+4.89pct，系重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维、重组 III 型人源化胶原蛋白凝胶销售收入增长较快。功能性护肤品实现收入 0.76 亿元/yoy+12%，毛利率 67.79%/yoy-5.36pct，系 2023 年 6 月推出的功能性护肤品“ProtYouth”销售表现亮眼。原料业务实现收入 0.24 亿元/yoy+42.89%，毛利率 75.9%/yoy-7.36pct。

盈利能力方面，2023 年公司毛利率 90.16%/yoy+4.72pct，净利率 38.42%/yoy+10.37pct。**费用率方面**，2023 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 21.14%/11.82%/10.89%/1.40%，同比分别-5.75/+0.40/-0.75/-0.66pct，营收高速增长摊薄费用率水平。

营销渠道端：截至 2023 年期末，公司拥有销售团队 135 人，已覆盖终端医疗机构约 2,000 家。原料业务合作修丽可，欧莱雅小蜜罐系列全新升级，添加了来自锦波生物的重组胶原蛋白，医美原材料出海更进一步。**研发端**：公司各型别重组人源化胶原蛋白为核心原料的生物材料与广谱抗冠状病毒新药研发持续推进。

4.3、福瑞达：2023Q4 颐莲和瓊尔博士销售表现显著提升，剥离地产聚焦大健康

2023 年业绩超此前预告，地产业务剥离盈利能力提升明显。2023 年福瑞达实现营业收入 45.79 亿元/yoy-64.6%，归母净利润 3.03 亿元/yoy+567%（超出此前预告 2.6-2.9 亿元），扣非归母净利润 1.39 亿元/yoy+137%；剥离地产业务收入下滑，并贡献投资收益 1.42 亿元。**剥离地产业务盈利能力提升明显**，2023 年公司毛利率 46.49%/yoy+21.84pct。净利率 8%/yoy+7.5pct。

化妆品业务 2023Q4 加速增长，品牌梳理清晰，形象升级。2023 年全年化妆品业务实现收入 24.16 亿元/yoy+22.7%，毛利率 62.13%/yoy+1.16pct。其中颐莲实现收入 8.57 亿元/yoy+20.35%，瑷尔博士实现收入 13.48 亿元/yoy+27.33%。2023Q4 公司化妆品业务收入 7.6 亿元/yoy+41.3%，颐莲实现收入 2.45 亿元/yoy+42.6%，瑷尔博士实现收入 4.55 亿元/yoy+45.2%。

颐莲：2023 年颐莲喷雾 2.0、颐莲嘭嘭霜等实现大幅增长，在第三代颐莲玻尿酸多重修护原液基础上，推出全新升级的第四代产品——颐莲玻尿酸安肌修护精华液。同时补充面霜品类。2024 年将聚焦“玻尿酸保湿修护”心智，打好“喷雾阻击战”“面霜攻击战”“心智持久战”三大战役，在稳守喷雾市场占有率基础上，提升以面霜为代表的第二梯队产品销售占比，继续聚焦“中国高保湿”话题内容破圈，以兴趣化内容夯实品牌定位。

瑷尔博士：瑷尔博士持续占位微生态科学护肤赛道，进一步完善品线，闪充、益生菌系列两大品线全面升级，摇醒系列、清肌控油系列扩充品类，新增防晒系列新品及渠道定制产品。借助“微生态+”，深耕多品线运营，益生菌系列巩固破圈，打造微晶水超级大单品，以摇醒精华触达新人群。2024 年公司将循现有路径，继续打造益生菌、闪充两大产品线，其中闪充水乳 2.0 已于 2024 年 2 月上线。

另外公司推出胶原蛋白医美品牌“珂溢 KeyC”将品牌战略升级为“5+N”，以“小而美”打好“双美”新生态发展基础。

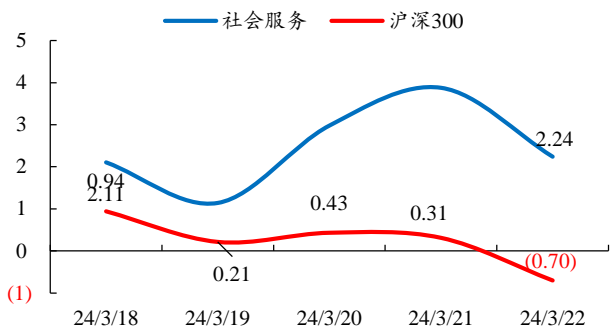
医药业务探索电商新模式，原料及添加剂板块产品线持续丰富。医药业务：2023 年医药业务实现收入 5.2 亿元/yoy+1.61%。毛利率 53.39%/yoy+0.39pct。公司持续拓展医院、基层医疗机构、连锁药店等销售渠道，并通过线上渠道拓展医药新零售业务模式，扩大功能性食品布局，完成 18 款新品上市，搭建药品 CDMO（中试及生产转化）平台，引进合作项目 8 项。**原料及添加剂业务：**2023 年原料及衍生产品、添加剂业务实现营业收入 3.51 亿元/yoy+ 23.16%，毛利率 32.31%/yoy-1.76pct。公司继续推进国内外原料药注册，积极拓展原料应用场景。

5、行业行情回顾：本周社服板块跑赢大盘

5.1、行业跟踪：本周社服板块上涨

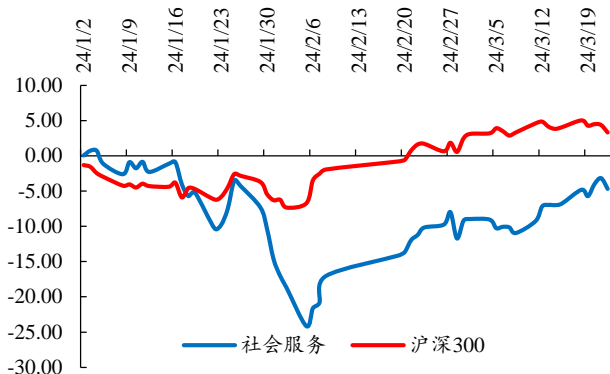
本周（3.18-3.22）社会服务指数+2.24%，跑赢沪深 300 指数 2.94pct，在 31 个一级行业中排名第 5；2024 年初至今社会服务行业指数-4.7%，弱于沪深 300 指数的 +3.32%，在 31 个一级行业中排名第 21。

图18: 本周 (3.18-3.22) 社服板块跑赢沪深300 (%)



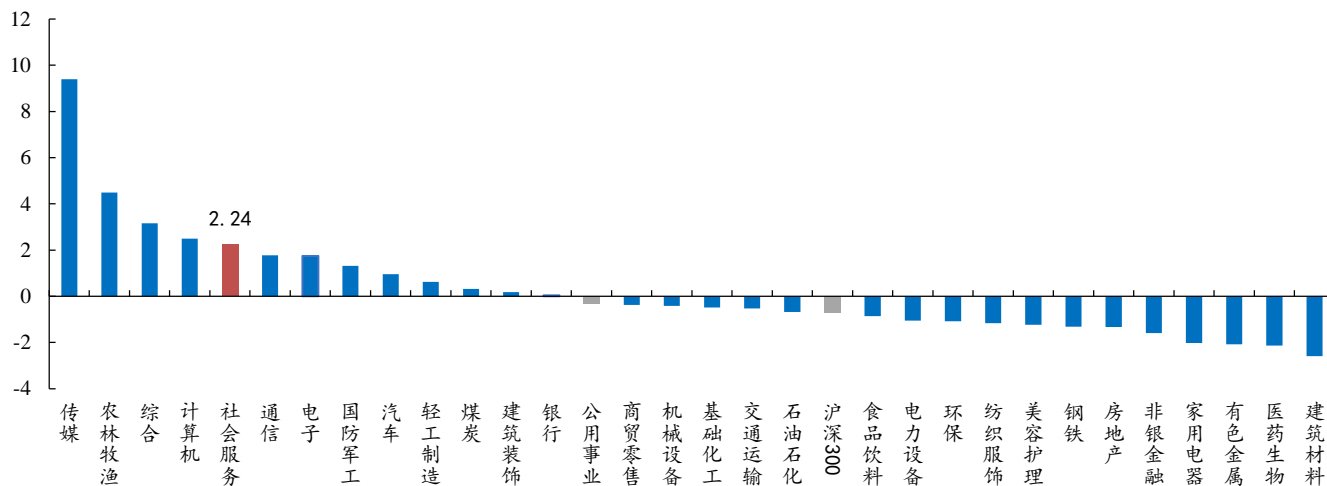
数据来源: Wind、开源证券研究所

图19: 2024年初至今社服板块走势弱于沪深300 (%)



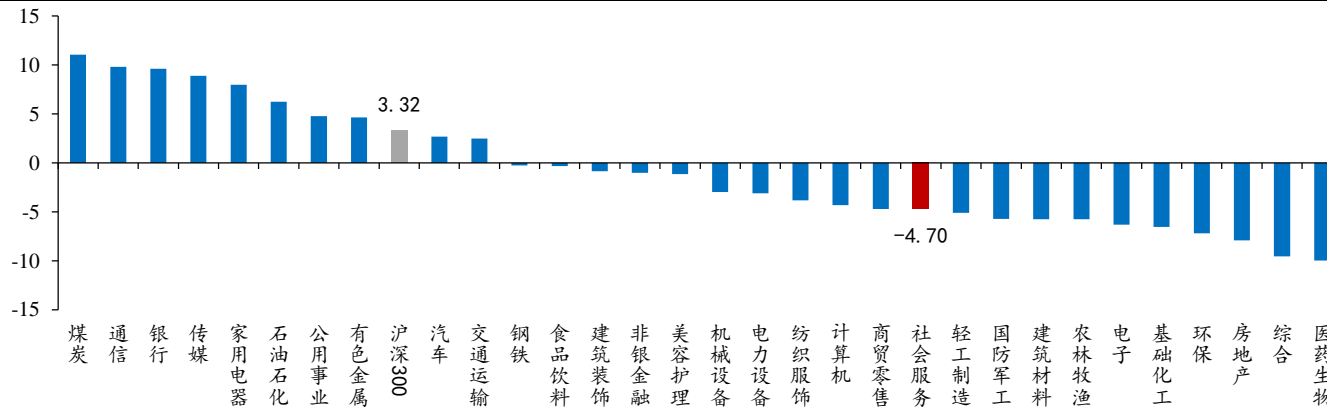
数据来源: Wind、开源证券研究所

图20: 本周 (3.18-3.22) 社会服务在一级行业排名第5 (%)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图21: 2024年初至今社会服务在一级行业排名第21 (%)

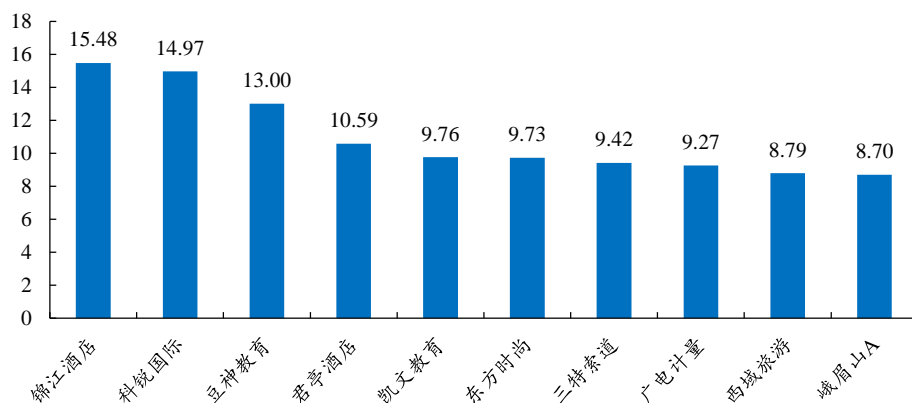


数据来源: Wind、开源证券研究所

5.2、社服标的表现：本周（3.18-3.22）旅游教育类上涨排名靠前

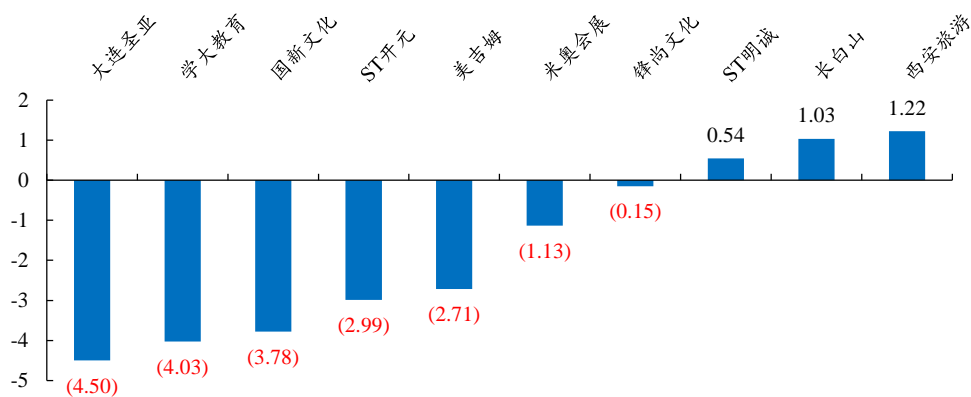
本周（3.18-3.22）涨幅前十名以旅游教育类为主，涨幅前三名分别为锦江酒店、科锐国际、豆神教育，跌幅前三名分别为大连圣亚、学大教育、国新文化。净流入额前三名分别为东方时尚、中公教育、美吉姆，净流入额后三名为长白山、锦江酒店、丽江股份。

图22：本周（3.18-3.22）锦江酒店、科锐国际、豆神教育领涨（%）

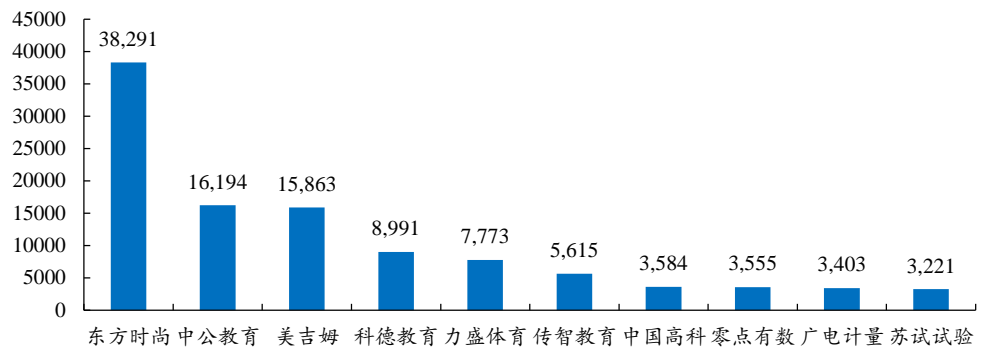


数据来源：Wind、开源证券研究所

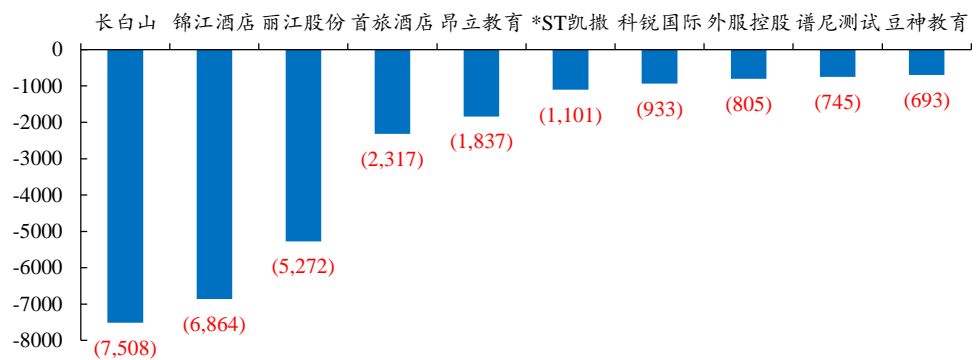
图23：本周（3.18-3.22）大连圣亚、学大教育、国新文化跌幅较大（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：本周（3.18-3.22）东方时尚、中公教育、美吉姆净流入额较大（万元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：本周（3.18-3.22）长白山、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2：盈利预测与估值（未公布2023年业绩）

代码	公司名称	2024/3/22	EPS			PE			评级
		收盘价	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
601888.SH	中国中免	84.31	3.25	4.13	5.08	25.94	20.43	16.59	未评级
688363.SH	华熙生物	57.85	2.59	3.32	4.11	22.35	17.43	14.06	买入
300856.SZ	科思股份	77.92	3.89	5.02	6.58	20.03	15.52	11.84	买入
300740.SZ	水羊股份	18.24	0.80	1.08	1.29	22.80	16.89	14.14	买入
688366.SH	昊海生科	106.56	2.60	3.19	3.93	40.98	33.43	27.09	买入
001308.SZ	康冠科技	26.60	1.99	2.50	3.10	13.37	10.64	8.58	买入
603277.SH	银都股份	28.47	1.28	1.57	1.93	22.20	18.11	14.73	买入
0K75.L	新东方	92.38	-	2.60	3.54	-	32.24	23.71	未评级
0A2X.L	好未来	11.83	-	0.07	0.24	-	150.33	45.05	未评级
300192.SZ	科德教育	11.41	0.43	0.56	0.70	24.09	18.50	14.80	买入
000526.SZ	学大教育	60.05	1.21	1.78	2.37	45.25	30.71	22.99	未评级
300795.SZ	米奥会展	39.96	1.69	2.37	3.18	23.64	16.86	12.57	买入
603081.SH	大丰实业	11.74	1.13	1.49	1.80	10.39	7.88	6.52	买入

605289.SH	罗曼股份	38.82	1.26	1.63	1.95	30.72	23.86	19.86	未评级
600916.SH	中国黄金	11.19	0.59	0.71	0.83	18.82	15.68	13.55	买入
300662.SZ	科锐国际	21.39	1.09	1.47	1.88	19.70	14.53	11.38	未评级
600861.SH	北京人力	19.20	1.07	1.72	2.01	17.86	11.15	9.54	未评级
600662.SH	外服控股	4.72	0.27	0.32	0.37	17.52	14.82	12.79	未评级
603059.SH	倍加洁	21.28	1.25	1.7	2.16	17.02	12.52	9.85	买入
9961.HK	携程集团-S	354.80	-	13.16	15.37	-	26.96	23.08	未评级
300492.SZ	华图山鼎	98.33	-0.31	0.26	0.76	-320.92	373.59	129.77	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：新东方、好未来统计口径为财年。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 22 日港币兑人民币收盘价为 0.90792）

表3：盈利预测与估值（已公布 2023 年业绩）

代码	公司名称	2024/3/22		EPS			PE			评级
		收盘价	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E		
600223.SH	福瑞达	9.47	0.37	0.47	0.58	25.55	20.27	16.31	买入	
300896.SZ	爱美客	338.60	11.29	14.51	18.26	29.98	23.34	18.54	买入	
832982.BJ	锦波生物	220.70	6.76	9.30	13.00	32.66	23.73	16.97	未评级	
0780.HK	同程旅行	19.84	0.87	1.12	1.36	20.63	16.10	13.29	未评级	
603099.SH	长白山	25.06	0.70	0.81	0.94	35.89	30.85	26.67	买入	

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：除福瑞达、爱美客、长白山外，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 22 日港币兑人民币收盘价为 0.90792）

6、风险提示

项目落地不及预期，社会零售不及预期，行业竞争加剧等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年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R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

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

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

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

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