



精神至上、向“新”而行，圈层经济全球繁花开满枝  
社服行业2024年中期投资策略

姓名 初敏（分析师）

证书编号：S0790522080008

邮箱：chumin@kysec.cn

# 投资建议

## 1. 精神消费：新场景激活新消费，关注IP、小众运动和圈层效应

参考发达国家历史经验，居民消费重心由“物质满足”逐步向“自我实现”的精神高级诉求演变，我国服务消费渗透空间广阔。围绕泛青年消费群体复杂化的精神需求，我们研判体验经济、圈层效应、下沉渗透是维持服务类消费景气度的长期底层驱动，进而甄选三大细分赛道：（1）IP：复盘三丽鸥国际化IP有望帮助中国IP出海打开全球空间，带动利润和估值上行。回顾日本，经济泡沫破灭期带有热血、向上积极力量的虚拟IP获追捧，关注IP除盲盒外积木、毛绒等新品类。（2）小众运动：兴趣驱动更多热门运动产生，小众运动尤其是户外运动逐渐兴起。运动社交出现大融合趋势，小众运动圈层化明显。运动装备消费爆发，圈层经济价值释放。通过合作潮流IP，引入盲盒等玩法进阶，颜值经济+社交体验+情绪价值打开新流量入口。受益标的：**KEEP**。

## 2. 旅游产业：精神共鸣引领供需变革，新周期顺势而为者方执牛耳

2024年假期出行链景气度验证内生增长阶段居民消费结构调整，精神消费崛起驱动旅游需求从可选转化为必选，旅游代际更迭&线上社媒渗透驱动行业回归流量经济本质，碎片化、多元化的供需匹配旅游产业在时间和空间上持续延展，下沉市场居民旅游需求释放和县域旅游崛起为新阶段国内旅游经济长期繁荣奠定基础。从供给侧看，旅游产品向精神层面升维，决定了线上线下联动的高效运营和精准营销能力成为资源方未来制胜关键。（1）景区：α来自淡旺季平衡&细分热点催化，关注积极打磨供给能力、关联IP丰富、内容可营销性较强的个股公司，受益标的：**九华旅游、三特索道、丽江股份**；推荐标的：**长白山**。（2）OTA：优先享受旅游大盘β，聚焦下沉市场增量，受益标的：**同程旅行**。

## 3. 教育新生：教培迎“双减”后新纪元，把握高考逆周期增长机遇

（1）教培：2024为“双减”三周年，监管迈入常态化，“双减”前K12教培市场规模超6000亿元，广阔但分散，“双减”后门槛提高且融资减少，集中度有望大幅提升。同时重视历史性供需缺口下，竞争格局远优于“双减”前，教培公司利润具备高弹性，受益标的：**新东方、好未来、学大教育、卓越教育、思科乐教育、科德教育、昂立教育、高途**。（2）高考：供给端，高考和事业单位招聘人数稳步增长，需求端国考报考人数增速高于招录人数增速。国考招录比上升。高考供需两旺，逆经济周期迎增长机遇，受益标的：**华图山鼎、粉笔**。

## 4. 美丽重塑：国货进化引领发展，复杂环境焕发新生

化妆品内需β弱化，新晋品牌参与竞争的门槛攀升，行业加速出清，格局优化，头部国产品牌天花板有望进一步提升。功效型护肤品对标美国，仍有较大提升潜力，重组胶原蛋白有望成为功效领域新的“明星成分”。受益标的：**巨子生物、上美股份、华熙生物**；推荐标的：**科思股份、水羊股份**。

## 5. 关注结构性机会：餐饮、酒店

（1）餐饮：行业整体繁荣，2023年2月以来餐饮收入增速始终快于社零增速。但2023年迎大幅开店，同时消费者趋于理性，导致价格战持续，2024有望迎供给出清，利好龙头餐企。受益标的：**海底捞**；推荐标的：**特海国际**。（2）酒店：受旅游景气、商旅萎缩的影响，酒店节假日效应增强，2024Q1商务活动和RevPAR恢复度略有回升。消费降级经济型酒店好于中高端，一季度呈现“价稳量降”。

**风险提示：**国内及全球宏观经济波动；项目落地不及预期；零售不及预期；新进入者或已有竞争者带来的行业竞争加剧等。

### （一）国内及全球宏观经济波动

世界不确定性处于高位，外部环境的进一步复杂化冲击国内国际双循环，加大国内经济下行压力，引发政策变动、市场需求减弱、产业结构调整、出口贸易受阻、原材料成本上升等不利因素，影响上市公司后续经营表现。

### （二）项目落地不及预期，影响后续新产品的推出从而影响公司竞争力

新建设或研发项目进展不及预期，导致新产品推迟上市或新产能面临不足，使公司在关键市场的竞争地位下降，降低公司信誉和客户信任，财务状况恶化影响其他业务进展，进而对未来营收、业绩产生较大影响。

### （三）零售不及预期，或导致存货周转、减值等相关问题

下游需求不足导致产品销售不及预期，使公司面临存货积压，产生流动资金占用、仓储成本增加、存货资产减值等风险。

### （四）新进入者或已有竞争者带来的行业竞争加剧等

新进入者或现有竞争者可能通过价格战、营销推广等手段争夺市场份额，若公司不能持续在技术创新、市场开拓等方面有所突破并保持一定的竞争优势，将会面临市场份额不断被挤压的风险。

# 目录

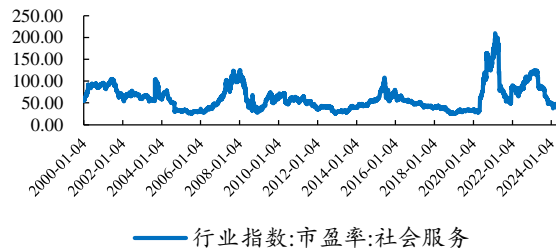
## CONTENTS

- 1 板块复盘：整体偏弱但不乏亮点，公募持仓仍处低位
- 2 精神消费：新场景激活新消费，关注IP全球化、小众运动和圈层效应
- 3 旅游产业：精神共鸣引领供需变革，新周期顺势而为者方执牛耳
- 4 教育新生：教培迎“双减”后新纪元，把握公考逆周期增长机遇
- 5 美丽重塑：国货进化引领发展，复杂环境焕发新生
- 6 关注结构性机会：餐饮、酒店
- 7 受益标的盈利预测与估值
- 8 风险提示

# 1.1 股价表现：社服、美护板块跑输综指

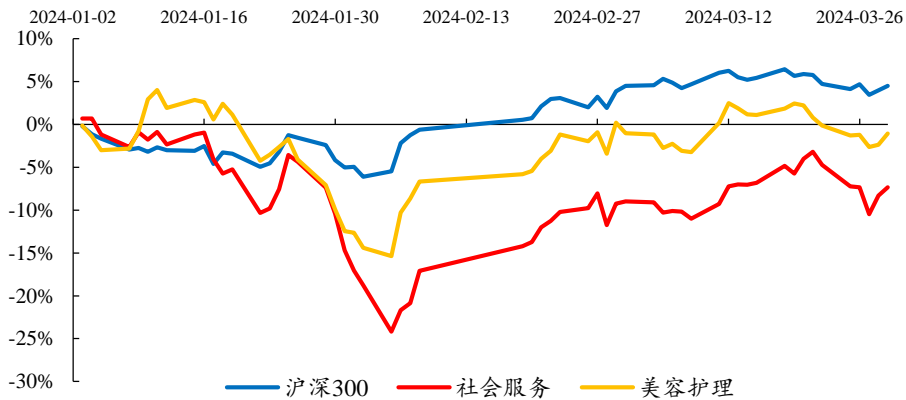
- **社会服务**：社服板块跑输沪深300，基本面催化股价反弹。截至2024年4月30日，A股社服板块累计下跌9.49%，跑输沪深300指数15.93pct。**基本面**：板块整体下行，其中，部分餐饮、酒店权重股，受商务差旅费用下行等影响，经营承压，但教育行业、旅游行业，受到供给出清及较高出行情绪的作用，整体涨幅相对明显。**估值面**：部分旅游、教育个股业绩向好，板块整体估值普遍低于历史中枢。
- **美容护理**：截至2024年4月30日，2024年A股美护板块累计下跌1.26%，跑输沪深300 7.70pct。行业龙头在消费降级环境下仍延续较高增长，产业链中国货龙头品牌商彰显更强韧性。

图：现估值低于历史中枢



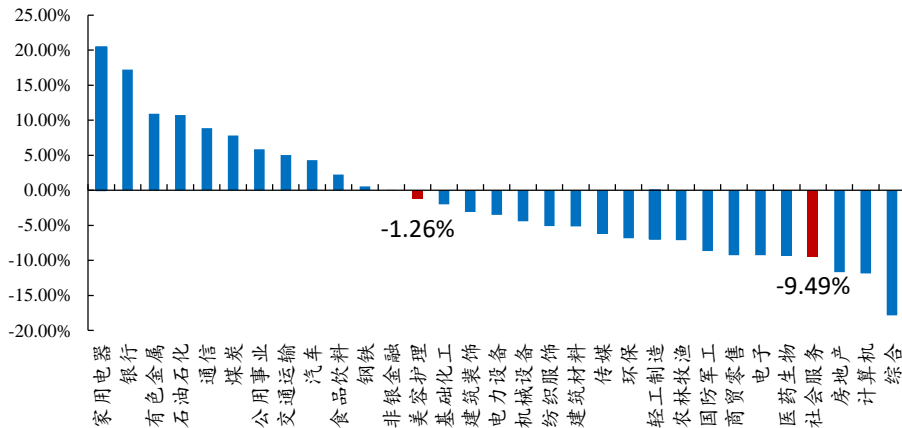
数据来源：Wind、开源证券研究所

图1：2024年至今社服、美护板块跑输综指



数据来源：Wind、开源证券研究所

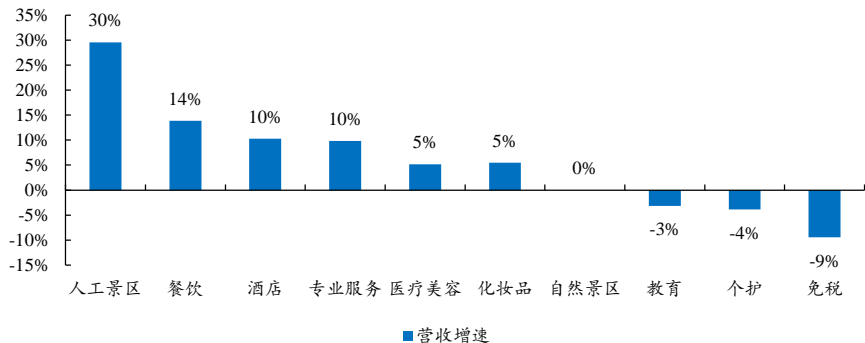
图2：2024年至今社服、美护板块在一级行业中排名28、13



数据来源：Wind、开源证券研究所

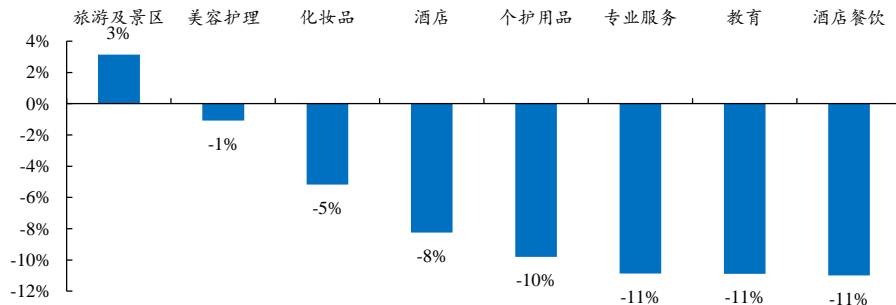
- 社会服务**：2024Q1社服子板块同比2023Q1扣非净利润增速：人工景区（446%）>教育（235%）>酒店（53%）>医疗美容（50%）>餐饮（39%）>化妆品（27%），假期的火热出行需求驱动旅游及景区业绩增长，教育基本面改善则系头部积极转型和政策变动相关，**其中业绩兑现预期强的个股涨幅明显**；免税受制于消费降级，业绩兑现低于预期。
- 美容护理**：2024Q1美护子板块同比业绩表现医疗美容（50%）>化妆品（27%）>个护（-9%）。

图4：2024Q1人工景区、餐饮区板块营收同比增速相对领先



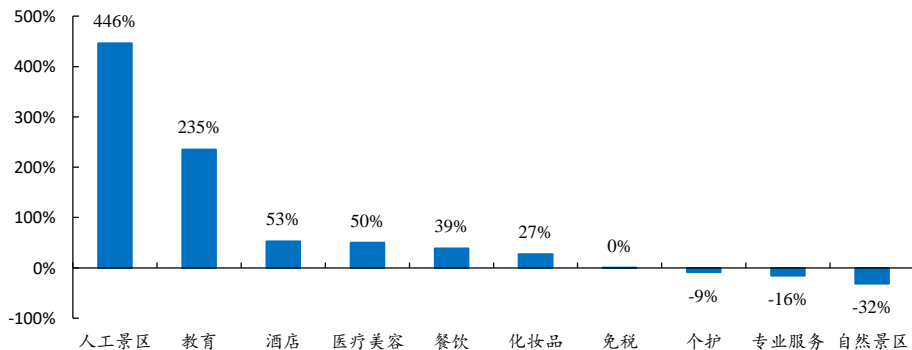
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2024开年以来子板块中旅游景区略涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2024Q1人工景区、教育板块扣非净利润同比增速高于预期

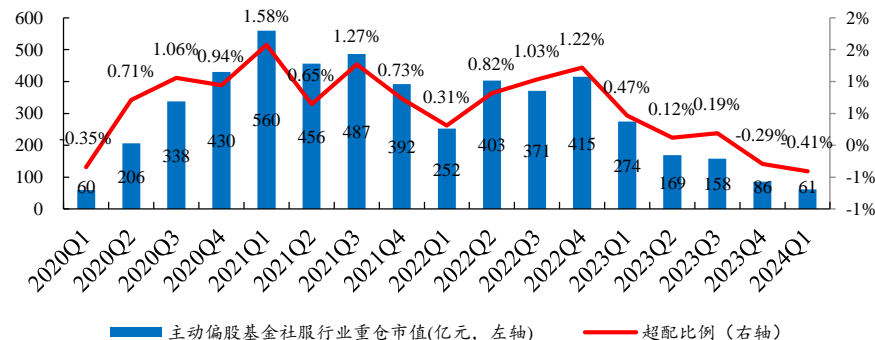


数据来源：Wind、开源证券研究所

# 1.1 持仓分析：2024Q1社服超配比例小幅下调，美护小幅上调

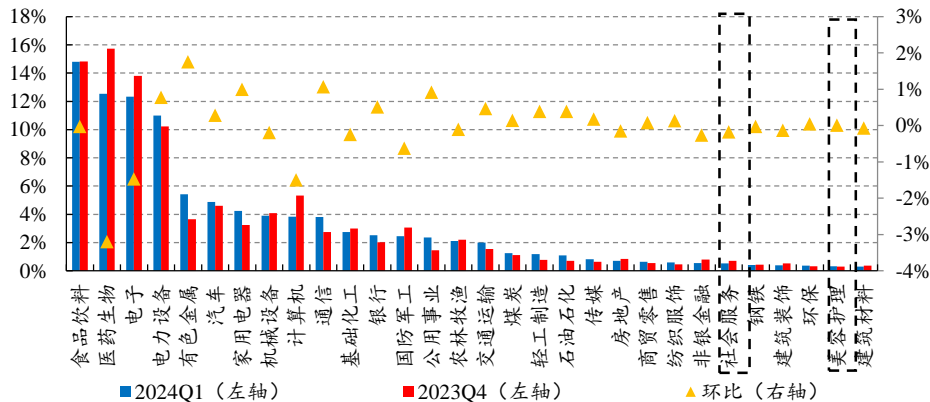
- 我们选取Wind开放式基金分类下的普通股票型基金和偏股混合型基金，作为主动偏股型公募基金样本，对社服、美护行业（仅覆盖A股）进行持仓分析：截至2024Q1，（1）**社会服务**：公募基金重仓市值为61亿元（调整包含中国中免）/环比下滑28.6%，占基金重仓市值比例0.5%/环比下降0.2pct，超配比例为-0.4%/环比下降0.1pct，当前仍处于十年以来历史低位。（2）**美容护理**：美护板块公募基金重仓市值为36亿元/环比下滑0.6%，占基金重仓市值比例0.3%/环比持平，超配比例为-0.2%/环比+0.1pct。

图6：2024Q1社服行业超配比例环比-0.1pct



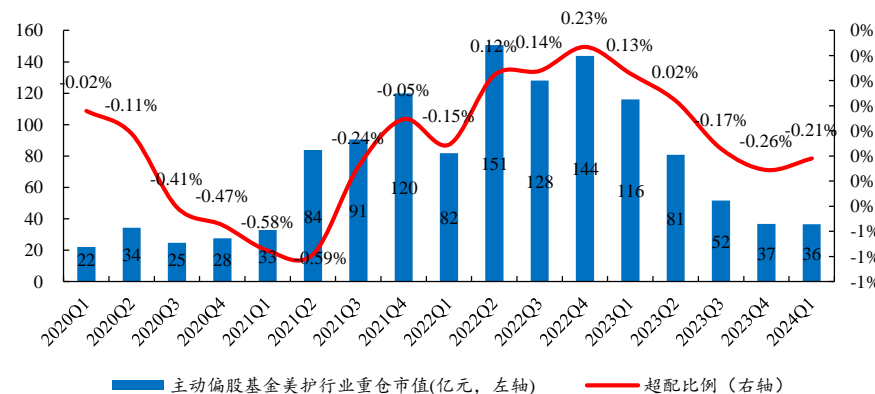
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2024Q1主动偏股型基金重仓中，社服、美护行业配置比例排名第25、29



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2024Q1美护行业超配比例环比+0.1pct



数据来源：Wind、开源证券研究所

# 1.1 个股持仓：权重股配置回暖，部分小市值个股获增持

- **社会服务**：2024Q1主动偏股型基金社服行业重仓市值前十核心标的中国中免、学大教育持仓占比40.79%/15.38%，环比2023Q4 +10.11/+9.26pct。景区龙头宋城演艺Q1同比经营改善、且未来扩张性犹存，Q1获基金增持。
- **美容护理**：2024Q1主动偏股型基金美护行业重仓市值前十核心标的爱美客、科思股份、百亚股份持仓占比44.57%/15.94%/11.83%，分别较年初+5.16/+4.28/+1.90pct。

表1：截至2024Q1，社服板块中国中免、学大教育持仓上升

公司简称	重仓基金数	较2023Q4变动	重仓个股市值(亿元)	较2023Q4变动	重仓市值占社服行业比例	较2023Q4变动
中国中免	46	20	42.266	4.26	40.79%	10.11
学大教育	41	30	9.439	4.18	15.38%	9.26
锦江酒店	39	17	3.916	(2.36)	6.38%	(0.92)
行动教育	24	18	0.885	0.35	1.44%	0.82
宋城演艺	19	7	13.189	(1.04)	21.50%	4.93
米奥会展	17	9	1.365	0.47	2.22%	1.18
同庆楼	16	7	5.212	1.05	8.49%	3.65
九华旅游	15	12	1.236	0.88	2.02%	1.60
科锐国际	11	(3)	2.598	(1.34)	4.23%	(0.36)
首旅酒店	11	(3)	1.322	(2.37)	2.15%	(2.14)

数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：截至2024Q1，美护板块爱美客、科思股份获较多增持

公司简称	重仓基金数	较2023Q4变动	重仓个股市值(亿元)	较2023Q4变动	重仓市值占美护行业比例	较2023Q4变动
爱美客	30	4	16.253	1.80	44.57%	5.16
科思股份	26	10	5.814	1.54	15.94%	4.28
百亚股份	19	3	4.316	0.67	11.83%	1.90
珀莱雅	14	(6)	5.645	(4.14)	15.48%	(11.20)
锦波生物	7	2	1.522	(0.18)	4.17%	(0.46)
水羊股份	6	0	0.929	0.26	2.55%	0.73
贝泰妮	5	0	0.836	0.05	2.29%	0.16
福瑞达	4	-	0.190	-	0.52%	-
润本股份	3	-	0.028	-	0.08%	-
洁雅股份	3	(1)	0.577	0.06	1.58%	0.18

数据来源：Wind、开源证券研究所



# 目录

## CONTENTS

1

板块复盘：整体偏弱但不乏亮点，公募持仓仍处低位

2

精神消费：新场景激活新消费，关注IP全球化、小众运动和圈层效应

3

旅游产业：精神共鸣引领供需变革，新周期顺势而为者方执牛耳

4

教育新生：教培迎“双减”后新纪元，把握公考逆周期增长机遇

5

美丽重塑：国货进化引领发展，复杂环境焕发新生

6

关注结构性机会：餐饮、酒店

7

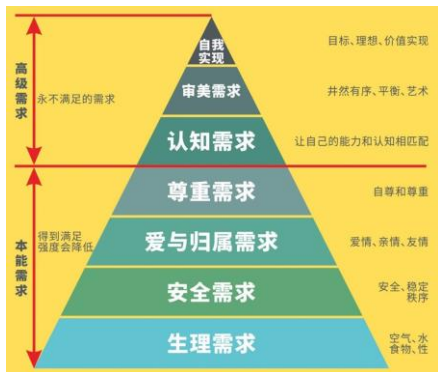
受益标的盈利预测与估值

8

风险提示

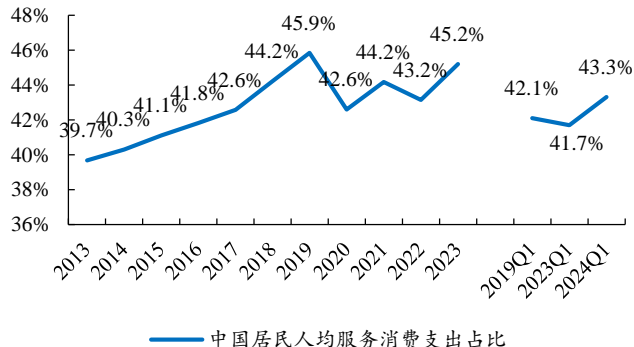
- 消费者需求开始从“物质富足”走向“精神富足”。从发达国家经验来看，在人均收入水平达到一定水平、经济增速有所放缓后，基础的生理和安全功能性供需缺口逐步消解，居民的消费重心开始向追求“精神富足”倾斜，表现为实物消费（尤其是耐用品）增速放缓，服务消费占比提升，并逐渐超过商品消费，反映了马洛斯需求层次理论中审美和认知等更高层次的精神追求。
- 2023年全国居民人均服务性消费支出12114元，同比增长14.4%；占居民消费支出比重为45.2%，同比上升2pct，服务消费支撑作用显著。2024Q1服务消费保持快速增长、占比提升，一季度服务零售额同比增长10.0%，居民人均服务性消费支出同比增长12.7%，占比（43.3%）较2023Q1提升1.6pct。但对比美日韩2021年55%以上水平，我国居民服务消费仍有长期向上空间。

图9：马洛斯需求层次揭示消费者需求向“自我实现”价值演变趋势



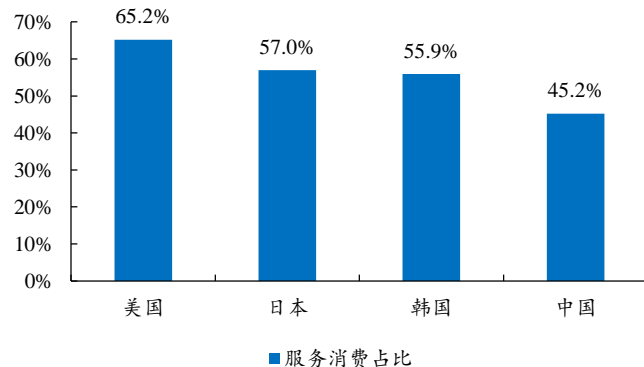
资料来源：开源证券研究所

图10：2024Q1中国居民平均服务消费支出同比提升1.6pct



资料来源：Wind、开源证券研究所

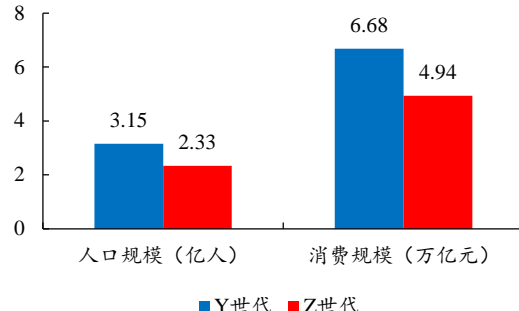
图11：对比美日，中国居民服务消费占消费支出比例较低



数据来源：各国统计局、开源证券研究所（注：美国、日本、韩国为2021年数据，中国为2023年）

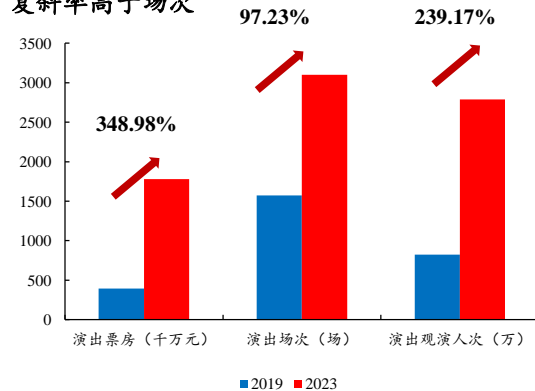
- 主力消费群体强调个性表达，体验式消费崛起。**国内Z世代群体经济独立且消费能力较强。目前人口比重不到20%，但却贡献40%的消费规模，已逐步成为生产和消费领域的主导力量。泛青年消费者整体消费观念更偏理性，更加追求“小确幸”的美好生活，愿意为能够创造情绪价值、引发情感共鸣的产品及服务，付费。根据DT商业研究院《2023青年消费调研》，2023年青年新品尝试品类中，旅游、演出、医美体验等服务性产品排名第一（选择比例48%），且近半人群认为提供情绪价值是最重要原因。2023年类似多巴胺穿搭、电子木鱼、寺庙经济、演唱会热潮、Citywalk等热点现象均围绕精神价值展开，消费者从主动参与、沉浸其中的体验里构建悦己的精神世界。
- 中年人精神消费亦有扩张之势。**以演唱会经济为例，根据中国演出协会，2023年国内大型演唱会、音乐会演出场次达0.31万场，同比2019年增长97.23%；观演人次2789万人，同比2019年增长239.17%，人次恢复远超供给场次，反映旺盛文娱体验需求。客群结构上，年轻群体为主力，但高年龄段观众占比明显提升，大型音乐节25岁以上人群占比同比2019年增长9%。

图12：Y/Z世代消费能力整体趋同



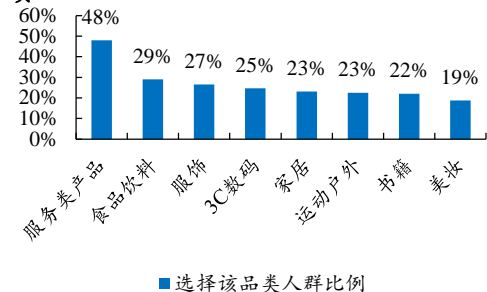
数据来源：TalkingDate、简立方、开源证券研究所（2021年数据）

图14：2023年国内大型营业性演出人次恢复斜率高于场次



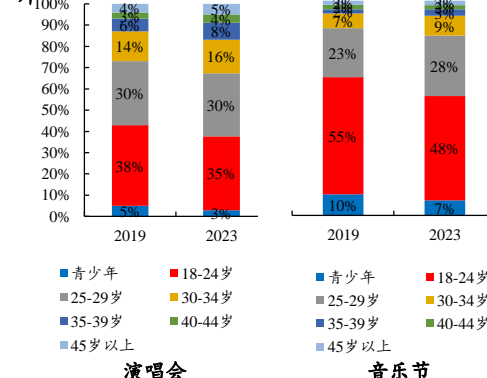
数据来源：中国演出协会、开源证券研究所

图13：青年群体更愿尝试服务类体验性消费



数据来源：DT商业研究院、开源证券研究所

图15：2023年大型演出高年龄段人群占比提升

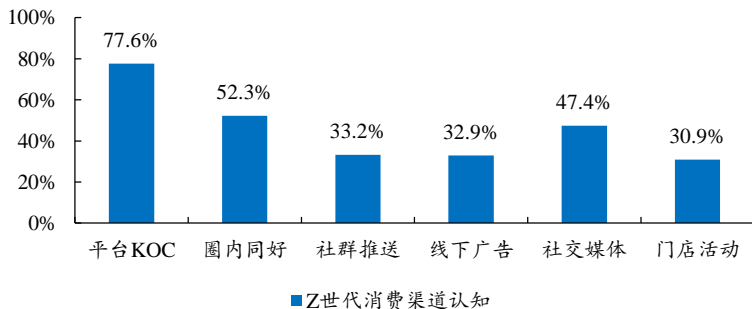


数据来源：中国演出协会、开源证券研究所

## 2.1 驱动要素二：聚焦细分小众圈层，精细化运营提升获客

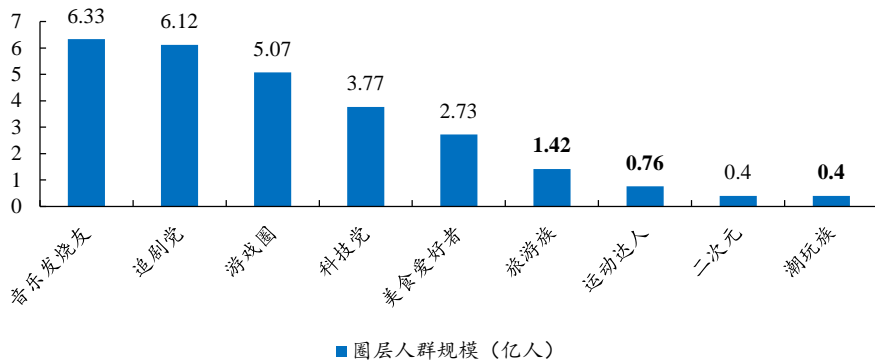
- “兴趣圈层”撬动消费，关注小众场景商业潜力。
- 泛青年群体基于价值观、兴趣同好可形成高度细分的社交圈层，可以满足青年群体精神寻求慰藉的情感价值诉求。
- 中国庞大的消费者基数使得小众细分消费圈层用户规模同样可观，且由于圈层间相似的价值取向、话语逻辑和行动准则，更高的购买力和更强的消费粘性，其撬动消费潜力不可小觑。
- 2023年各地以音乐为抓手，演唱会、音乐节等集聚大量人流场景成为撬动文旅行业的消费“黑马”。

图17：Z世代更易受到KOC、圈层同好种草



数据来源：简立方、开源证券研究所

图16：国内主流兴趣圈层已积累庞大用户规模



数据来源：Questmobile、中国社会科学院财经战略研究院、开源证券研究所

表3：2023年“音乐+文旅”模式消费拉动效应突出

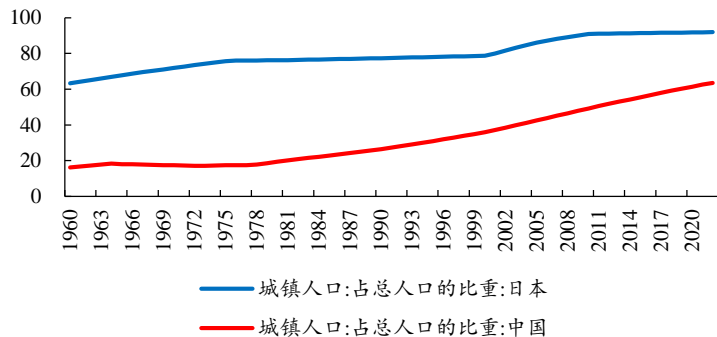
演出	吸引游客人次 (万人)	外地游客比例	带动旅游收入 (亿元)
薛之谦衢州演唱会	5.6	85%	1.24 (拉动6.9亿元间接消费)
周杰伦海口演唱会	15.46	61.5%	9.76
常州太湖湾音乐节	10	69%	2.8
周杰伦天津演唱会	18.5	62%	30
Tfboys西安演唱会	11.8	81%	4.16

数据来源：极目新闻、封面新闻、开源证券研究所

## 2.1 驱动要素三：下沉市场供需升级，贡献服务消费增量

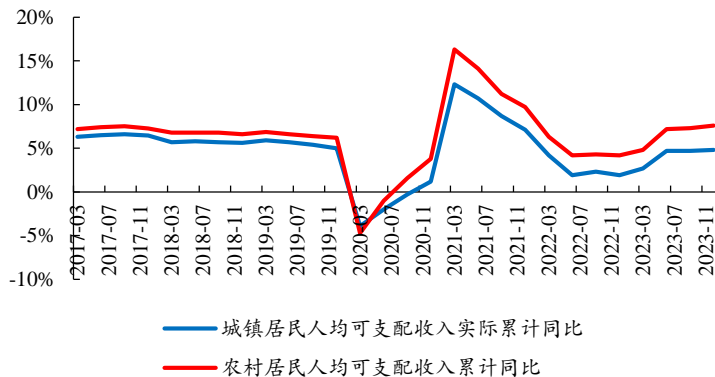
- 中国特有的城乡二元结构孕育庞大的下沉市场，未来或是国内服务消费提升的核心动力之一。下沉市场同样遵循“先物质、后精神”的消费升级逻辑，在商品和传统服务消费基本满足条件下，后续居民对文娱、教育、旅游等服务消费的升级需求将被进一步激发。
- (1) 消费能力显著增强，且支配收入弹性大。下沉市场特别是乡村居民收入基数较低，疫后资产负债表修复明显较快，可支配收入差距持续收敛。同时下沉市场居民在工作、住房、教育方面的成本和压力更低。
- (2) 休闲娱乐时间充裕。根据《中国职场人平衡指数调研报告》，31-40小时是三线以下城市居民一周工作时间占比最高的时间长度（占比35%），低于一线城市（56%）和二线城市（47%）。
- (3) 人口回流&互联网渗透加快消费升级。互联网应用渗透、交通物流网络完善、高线城市人口回流等因素综合作用下，线上、线下触达成本的降低以及服务效率的提升加快了各类消费品牌下沉，一二线城市与下沉市场的“消费信息差”不断拉平。

图18：中国城镇人口比例相对日本更低（单位：%）



数据来源：Wind、世界银行、开源证券研究所

图19：农村居民人均可支配收入增速快于城镇居民



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2.2 IP：国际化IP打开全球空间，新品类拓展新群体

### 欧美市场为全球主阵地，东南亚仍存空间

欧美市场是全球玩具市场的重要主阵地。根据弗若斯特沙利文，预计2024年全球潮玩市场规模有望达到418亿美金，2019至2024年的年均复合增速为16.1%。其中，北美、亚洲和欧洲为最大的三个区域市场。欧美与亚洲文化差异较大，现阶段潮玩出海东南亚更为成功，欧美面临挑战。

东南亚市场仍存较大空间，印尼等人口大国待开拓。东南亚现在是中国IP出海发展最快的一个地区，2024年，潮玩头部公司计划进驻印尼、越南、菲律宾等国家，持续扩张东南亚版图。

图20：预计2024年全球潮玩市场规模为418亿美金



图21：2019年全球玩具市场北美和欧洲的份额分别为33.7%、25.4%

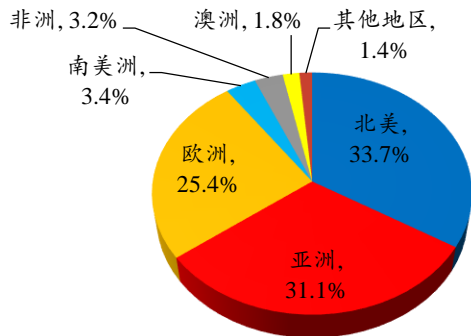
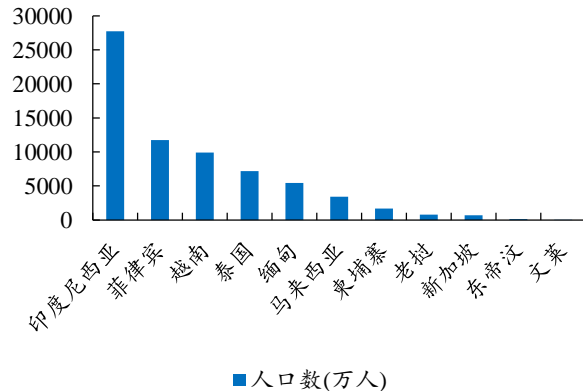


图22：2023年印尼人口为2.78亿人



## 2.2 IP：国际化IP打开全球空间，新品类拓展新群体

### 回看三丽鸥，国际化IP打开全球空间

三丽鸥迈入焕新时期，凭借授权和多角色策略打通中国和北美两大市场。2018年三丽鸥提出四项基本战略，其中包括“海外授权市场分区域”战略。2021年，海外逐步走出疫情，营收重回增长轨道。2022年，中国和美国授权分区域战略，叠加多角色策略初见成效，助力营收和利润高增。FY2023三丽鸥营业收入同比增加37.64%，超过疫情前（FY2020），其中海外亚洲地区收入占比提升至18%，北美收入占比提升至9%，疫情前（FY2020）分别为16%和5%。

中美业务增长加速，且以高利润率的授权业务为主，带动利润和估值上行。

图23：FY2023三丽鸥日本以外其他地区的收入占比大幅提升

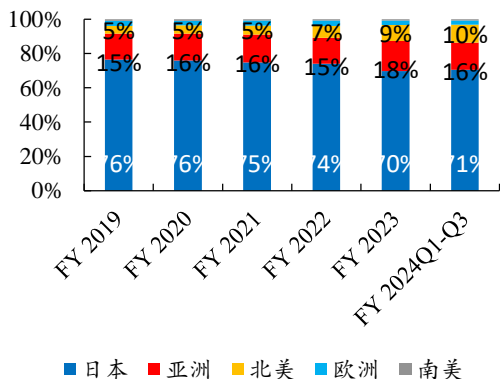


图24：FY2024前三季度三丽鸥营业利润为214亿日元，OPM达到29.5%，为近10年最高水平

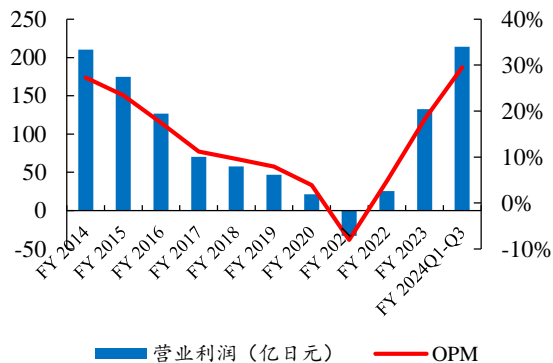
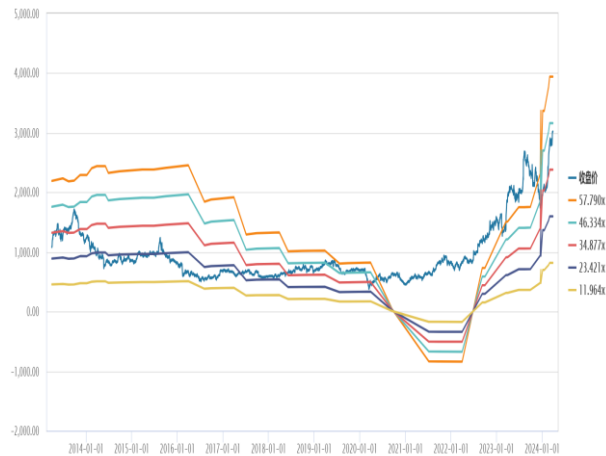


图25：2022年开始，三丽鸥多角色、全球化战略取得成功，股价持续走高、估值中枢上移



## 2.2 IP：国际化IP打开全球空间，新品类拓展新群体

### 以日为鉴，看虚拟IP的“精神生产力”

**1990-2005年日本经济增速换挡，从“物质消费”到“精神消费”** 消费降级&注重精神需求（1990-2005）：1990年代初，日本经济泡沫破裂，陷入不景气和缓慢复苏时期。使得消费者对高档消费品的追求骤降，转而开始寻求更实用、更经济的消费方式，消费降级成为趋势。同时，随着社会发展，人们更加注重精神和情感上的满足，对精神消费的需求日益增强。

**日本经济低迷期，涌现大批热血、奋斗、充满正能量优秀IP作品。**1990-2005年，日本涌现了如《灌篮高手》、《热血高校》、《海贼王》等的众多经典动漫IP。这些作品的主人公通常以“废柴”形象出现，主要讲述其经历重重磨难不断成长的故事。主人公的经历映射日本年轻人的心境，同时作品IP通过热血、奋斗的正能量鼓励受众努力前行，以向上的精气神凝聚消费者、鼓舞人心。

图26：1990-2005年为日本动漫发展的辉煌期

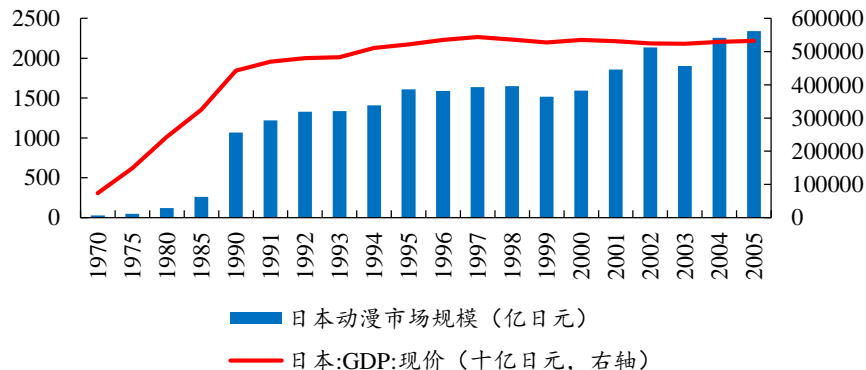
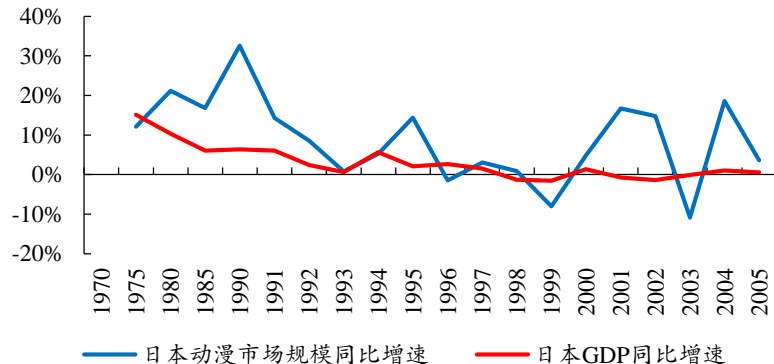


图27：1990-2005年日本GDP增速换挡，但动漫产业仍保持较快增长





## 2.2 IP：国际化IP打开全球空间，新品类拓展新群体

**新品类：增加积木等品类，拓展男性和少儿群体**

中国IP积木市场快速增长，除乐高外市场格局分散。根据灼识咨询，2022年中国IP积木市场规模约为217亿元，较2018年增长67%，年均复合增速为14%。中国积木市场一家独大，2021年乐高积木市场占有率大于43%，单个国产积木市场占有率小于5%，相对分散，国产积木发展空间广阔。

动手属性拓展男性用户，益智属性拓展少儿用户。根据巨量算数的人群画像，各品牌男性用户的比例，泡泡玛特<TOP TOY<乐高<Keeppley，积木品类占比高的品牌男性用户占比更高。积木消费者中约52%年龄为16岁以下的儿童及青少年。积木具备益智、教育属性，培养孩子动手能力，潮玩公司拓展积木新品类有望拓宽至少儿用户群体。

图28：2022年中国IP积木市场规模约为217亿元，较2018年增长67%

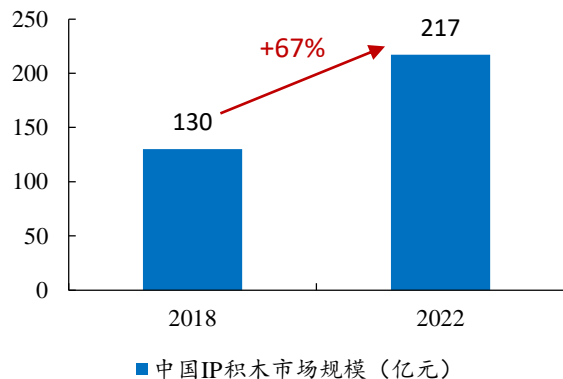


图29：2021年乐高在中国积木市场的市占率超过43%

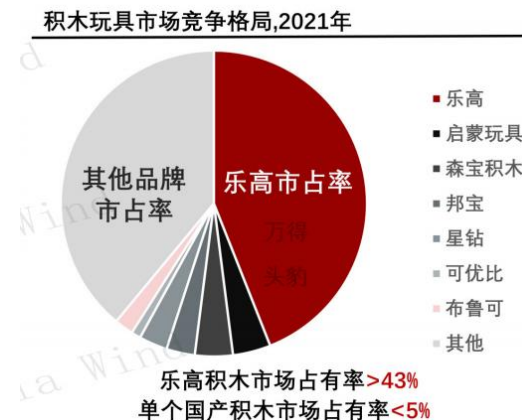
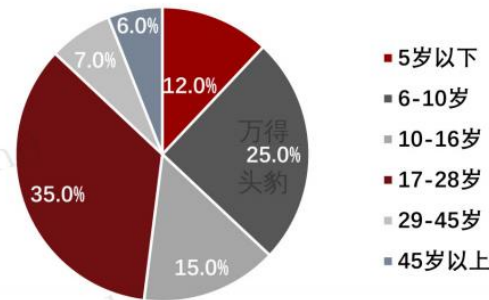


图30：2021年中国积木消费者中约52%年龄为16岁及以下

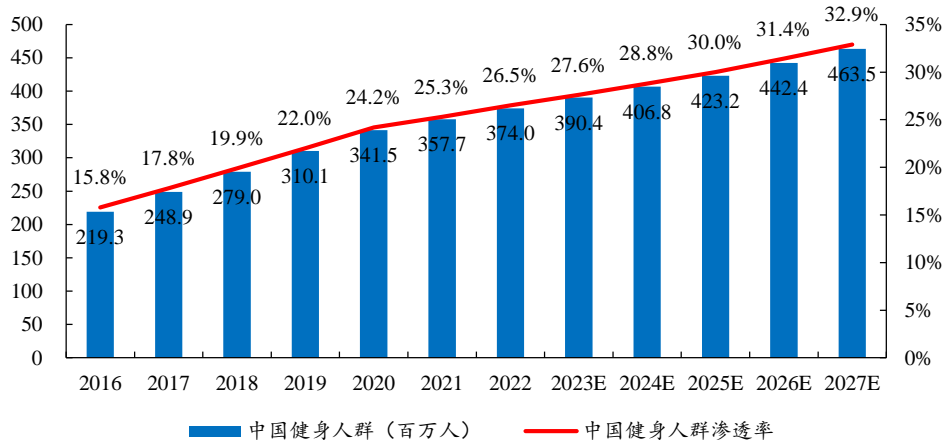
2021年塑料积木玩具消费者年龄分布



## 2.3 运动：潮流运动与社群经济相结合，圈层经济价值释放

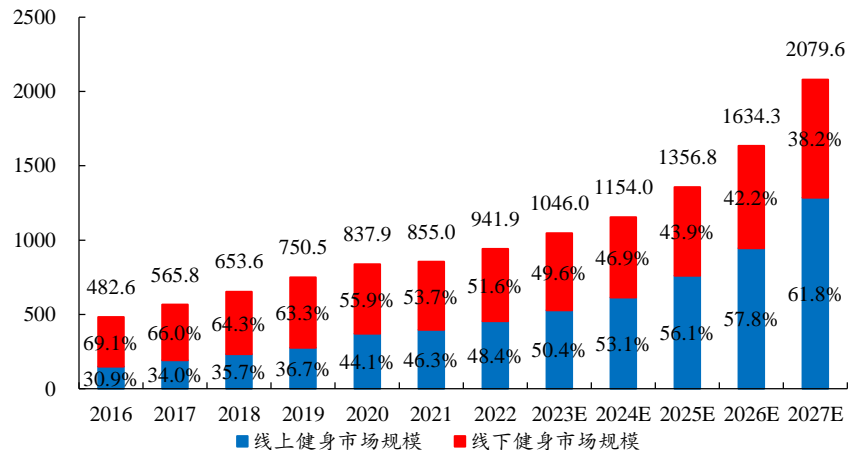
- 中国健身人群渗透率由2016年的15.8%升至2022年的26.5%，持续增长，截至2022年，我国有3.74亿人参与健身。同海外市场相比仍存在差距，发展潜力较大。渗透率持续提升将为健身服务及产品创造增量需求。
- 万亿市场大有可为。根据灼识咨询报告及预测，我国健身规模将达到20796亿元，2022-2027年CAGR为17.2%。其中，线上健身市场占比不断扩大，从2016年的30.9%提升至2022年的48.4%。预计2027年线上健身市场规模将占中国健身市场规模的61.8%。

图31：2016-2027中国健身人群渗透率持续提升



数据来源：Keep公司公告、开源证券研究所

图32：2016-2027中国健身市场规模保持较快增长（单位：十亿元）



数据来源：Keep公司公告、开源证券研究所

## 2.3 运动：潮流运动与社群经济相结合，圈层经济价值释放

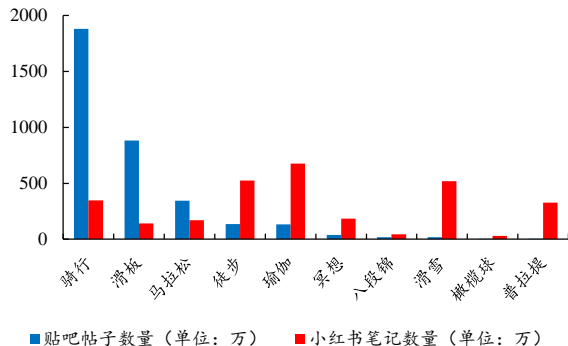
兴趣驱动更多热门运动产生，小众运动尤其是户外运动逐渐兴起。

社交媒体及运动社区提供了从入门教学到装备购买相关的丰富内容，降低了运动爱好者们接触、了解新运动的门槛。

惊蛰研究所联合Keep的问卷结果显示，2023年有18.64%的用户尝试徒步，17.93%的人尝试了骑行。此外，尝试瑜伽、冥想、八段锦/太极拳、马拉松的人群占比也达到了10%左右。同时，跑步、骑行等户外运动人群激增。

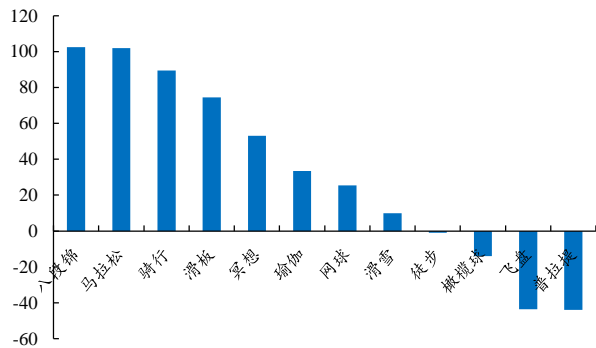
据中国田径协会统计，2021-2023年全国共举办路跑赛事348/58/699场，参与人次为123/39/605.19万人次。据某本地生活平台数据显示，2024年以来，“骑行公园”“骑行俱乐部”“露营烧烤”等成为热门搜索词。其中，“徒步”相关搜索量同比增幅近100%，笔记攻略数增幅超190%；“徒步一日游”“爬山徒步”等关键词增幅均超过400%。

图33：小红书、百度贴吧运动主题内容



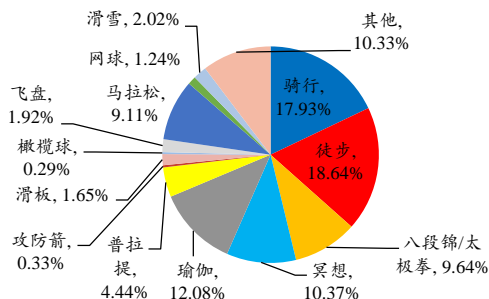
数据来源：小红书、百度贴吧（数据统计于2024年3月6日）、开源证券研究所

图34：2023年不同运动网络曝光指数



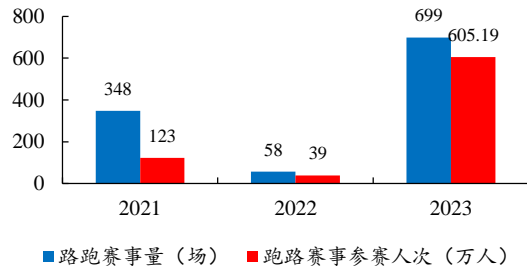
数据来源：《2024年度运动流行趋势指南》、开源证券研究所

图35：2023年人们对于运动的选择呈现多元化趋势



数据来源：《2024年度运动流行趋势指南》、开源证券研究所

图36：2023年路跑赛事量和赛事人次均高速增长



数据来源：《2024年度运动流行趋势指南》、开源证券研究所

## 2.3 运动：潮流运动与社群经济相结合，圈层经济价值释放

- **运动社交大融合，小众运动圈层化明显。**人们通过社交媒体话题了解热门资讯，以及在种草社区获取新的生活方式，各种潮流运动都能集结成相关的运动社群，社群中的成员具备对同一种运动以及运动本身所具备的精神价值高度认同感，社群具备更强的价值属性，以潮流运动为核心的小众圈层逐渐形成。
- **结伴运动代替“约饭”形成新的社交场景，运动成为“社交货币”。**社交平台上的运动达人提供丰富内容，将内容与商业实现了链接。随着运动爱好者的运动频次、时长不断增加，运动也承担起了更多的场景功能。

表4：抖音平台500万粉以上直播运动达人TOP12

	粉丝总量	直播平均场观 (万人次)	2023年场均销 售额
刘畊宏健康来了	1244.8	49.7	50w-75w
雪总有氧健身运动	1120.2	12.5	10w-25w
飞燕有氧运动健身	1088.1	19.1	10w-25w
艺美有氧形体	961.6	25.7	100w-250w
美彤形体有氧运动	884.9	19.5	10w-25w
安娜有氧健身运动	781.4	12.8	10w-25w
陶金彩体礼仪	660.1	8.1	7.5w-10w
阿鑫塑形有氧运动	618.3	21.3	10w-25w
李佳熏形体仪态美学	608.7	4.7	1w-2.5w
小健有氧健身操（形体塑形）	585.9	14.4	5w-7.5w
刘乐乐形体舞蹈直播间	524.2	13.2	10w-25w
卡路里老师健身塑形	506.4	12.6	10w-25w

数据来源：《2024年运动流行趋势指南》、开源证券研究所

表5：不同运动的豆瓣小组量（个）

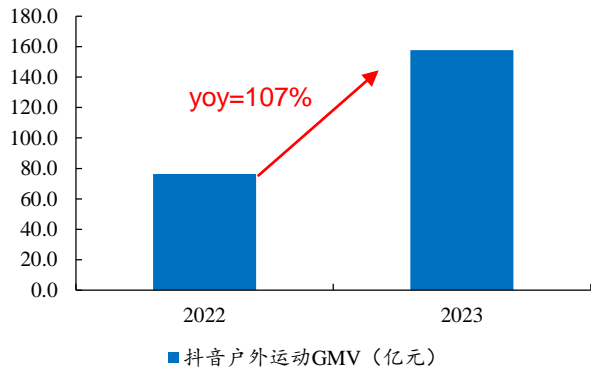
	骑行	徒步	马拉松	冥想	八段锦	飞盘	橄榄球	滑雪	网球	滑板	攻防箭	瑜伽	普拉提
豆瓣小组个数	323	249	48	59	4	33	26	140	232	122	2	421	8
成员最多的小 组名称	骑行天下	驴友结伴越野徒 步	马拉松	冥想与自 我	八段锦	中国极限飞盘爱好 者	橄榄球	滑雪	网球	滑板	攻防箭	瑜伽生 活	普拉提 PILATES
成员人数	10220	437094	6878	10678	2476	2683	3064	16285	27073	34033	7	50575	3749

数据来源：《2024年运动流行趋势指南》、开源证券研究所

## 2.3 运动：潮流运动与社群经济相结合，圈层经济价值释放

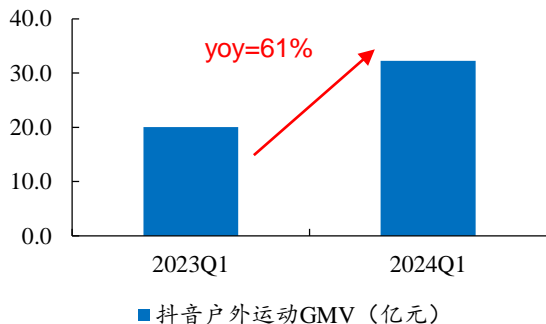
- **运动装备消费爆发，圈层经济价值释放。**在追赶运动热潮，尤其是运动人群从“爱好”转向“专业”的过程中，运动消费也随之增长。2023/2024Q1 抖音户外运动大盘整体GMV157/32 亿元，yoy+107%/+61%，自行车及相关装备GMV达30/9 亿元/yoy+536%/yoy+375%，手表等硬件装备需求也快速增长。目前抖音上销售的“运动手表”超过500款，品牌超过200个。而在产品卖点方面，GPS定位、蓝牙通话、血氧和心率检测、防水几乎是品类标配，多数产品主动与马拉松、登山、徒步、游泳等运动场景相关联。

图37：2023年抖音户外运动GMVyoy+107%



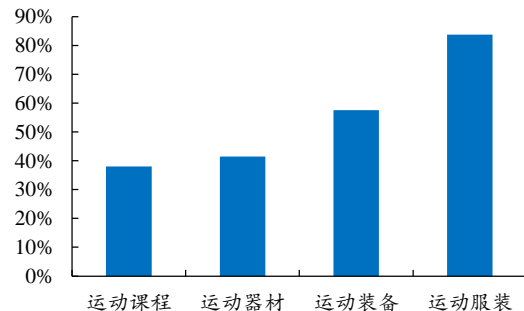
数据来源：久谦中台、开源证券研究所

图38：2024Q1抖音户外运动相关GMVyoy+61%



数据来源：久谦中台、开源证券研究所

图39：运动爱好者基于运动需求的消费偏好



数据来源：《2024年运动流行趋势指南》、开源证券研究所

- **由工具平台向社区平台转化，突破“人”、“场”边界。**（1）**扩品类**：3月27日上新KEEP 8.0版本覆盖大众运动、高端运动以及爬楼梯、遛狗等轻运动品类达60+，并能连接50多种外部设备，实现运动普惠与降低门槛。（2）**拓场景**：积极响应骑行、Citywalk、户外跑步热潮，推出覆盖全国300多个城市的户外运动路线，结合AI路线识别声场预计2024年达到500万条路线。与多家头部赛事深度合作，目前已接入全国150多场马拉松赛事。（3）**展内容**：当前在线有 5000 节官方运动课程，其中15%是AIGC生产，2024年将提高AIGC生产比例，同时推出 AI 身体评估能力，进一步升级运动数据体系，推出更精准的运动评估系统。达人方面，2024年将进一步开放合作，计划与 20 名达人联合制作独家课程。
- **合作潮流IP，引入盲盒等玩法进阶，颜值经济+社交体验+情绪价值打开新流量入口。**keep奖牌联名各大热门IP，定制打造专属奖牌，颜值在线符合年轻人主流审美。IP助力+社交平台发酵传播，越来越多人凭借keep奖牌的“社交属性”获得了快乐感、成就感等精神层面的满足，并愿意主动传播以此来建立新社交圈。通过真实、可触摸的“情绪价值”回报撩拨着用户心理。2023年KEEP平台组织的赛事活动超过了200场，奖牌参赛产生的跑步总里程达到5000万公里，虚拟赛事付费用户平均收入yoy+30%，再创新高。预计随着KEEP将圈子升级为俱乐部（已上线超140个，每周推出 200 场活动），相关的潮酷奖牌赛事将更加丰富多元。

图40: Keep平台2023年热门活动



资料来源：《2024年运动流行趋势指南》

图41: 2023年有1200万Keep平台用户完成了6500万次分享

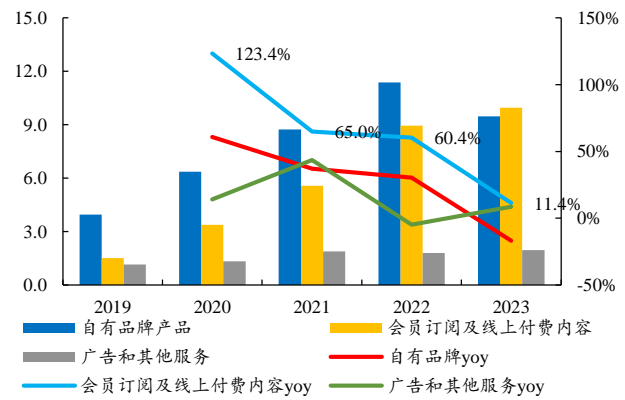


资料来源：《2024年运动流行趋势指南》

## 2.3 KEEP: 把握潮流运动趋势, 泛运动社区平台放大圈层效应

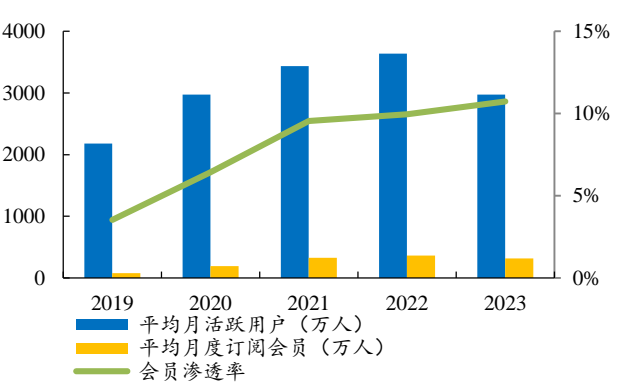
- 用户付费意愿提升, 会员渗透率及核心用户留存率提升驱动业务增长。** (1) 2023年线上会员及付费内容/自有品牌/广告及其他业务收入9.96/9.46/1.96亿元, yoy+11.4%/-16.8%/+8.6%。线上会员及付费内容收入及毛利贡献增加, 2023年毛利率为45%/+4.3Pct。(2) 2023年平均月活用户2975.6万人/-18.2%, 订阅会员319.3万人/-11.8%, 下降系2022年高基数+多项成本管控策略, 2023H2降幅收窄。Keep会员用户锻炼次数yoy+200%, 会员渗透率由2019年3.5%提升至2023年10.7%。每名月活跃用户月消费数也逐年增长, 2023年达到6元, 将近2020年2倍。

图42: 2023年度户外运动商品消费增长趋势 (亿元)



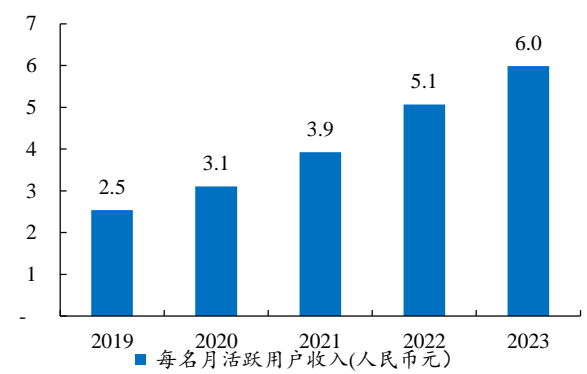
数据来源: Keep公司公告、开源证券研究所

图43: KEEP会员渗透率逐年提升



数据来源: Keep公司公告、开源证券研究所

图44: KEEP每名月活跃用户收入逐年增长



数据来源: Keep公司公告、开源证券研究所

# 目录

## CONTENTS

1

板块复盘：整体偏弱但不乏亮点，公募持仓仍处低位

2

精神消费：新场景激活新消费，关注IP全球化、小众运动和圈层效应

3

旅游产业：精神共鸣引领供需变革，新周期顺势而为者方执牛耳

4

教育新生：教培迎“双减”后新纪元，把握公考逆周期增长机遇

5

美丽重塑：国货进化引领发展，复杂环境焕发新生

6

关注结构性机会：餐饮、酒店

7

受益标的盈利预测与估值

8

风险提示



# 3.1 国内旅游大盘：迈入“理性繁荣”新周期，国民旅游热度预计长期延续

• **国内旅游：2023H2市场关注点从复苏弹性转向中长期确定性。**

(1) 元旦/春节/清明假期表现逐步扭转大众预期；

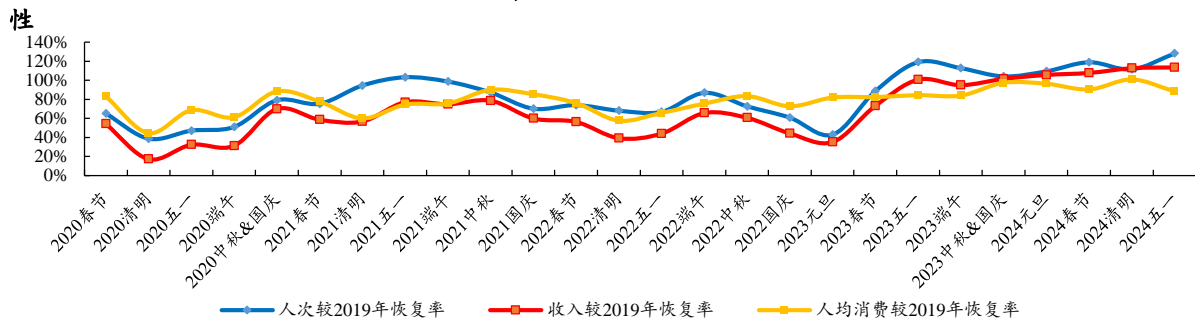
(2) 清明假期2023年后迎来旅游人次/收入恢复程度剪刀差首次转正。

(3) 根据文旅部数据，五一假期国民出游意愿维持高韧性，景气度验证有望进一步向上提振市场预期。

根据文旅部预测，2024年国内旅游人次有望突破60亿人次，同比增11%，完全恢复至2019年水平；旅游收入有望达6万亿元，同比+23%，恢复至2019年水平105%。

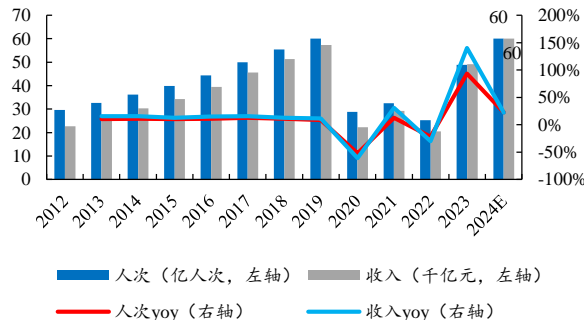
疫情前国内旅游业收入占GDP比重呈逐年上升趋势，结合2024年我国GDP5%增长目标，预计2024年旅游收入占GDP比重约为4.5%左右，较疫前5.8%水平仍有提升空间。

图45：五一假期天气扰动&2023年高基数下，国民出游意愿维持高韧性



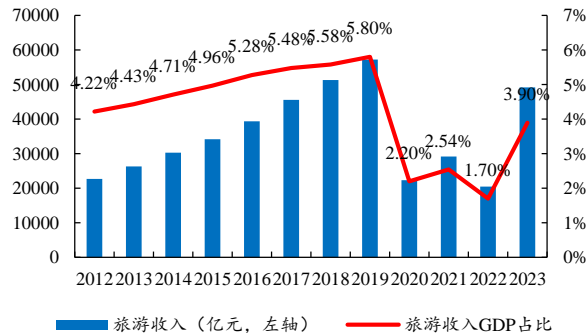
数据来源：中国旅游研究院公众号、开源证券研究所

图46：预计2024年国内旅游人次/收入分别恢复至2019年100%/91%



数据来源：国家统计局、中国旅游研究院公众号、开源证券研究所

图47：2023年国内旅游收入占GDP比重为3.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

# 3.2 旅游趋势演绎：代际更替、线上渗透，供需双侧变革加速

- **大众旅游加速渗透，需求呈多元分层趋势。**精神消费崛起驱动旅游需求从可选消费转化成必选消费，人群代际变迁带来更加多元的兴趣价值取向，叠加互联网应用渗透拉平信息差，驱动小众旅游兴趣圈层形成，各类“旅游+”细分主题层出不穷；同时数字科技应用演进、交通网络基建完善、下沉市场居民消费升级带来大众旅游时间和空间上的持续延展，大众旅游需求呈现碎片化、个性化、深度化特征，行业逻辑或由过去的高价低频模式→平价高频模式切换。
- **旅游诉求和营销方式迭代，供给侧更考验线上线下联动的综合运营能力。**（1）在线旅游渗透率显著提升，线上营销引流重要性凸显；（2）另一方面体验和情绪价值作为消费永恒主题，旅游产品品质要求由侧重硬件设施向软性服务和精神层面升维，结合特色旅游内容，线上线下联动的高效运营和精准营销能力成为资源方后续制胜关键。

图48：代际更替、线上渗透、交通优化推动旅游产业快速变革



资料来源：开源证券研究所

# 3.2 旅游趋势演绎：代际更替、线上渗透，供需双侧变革加速

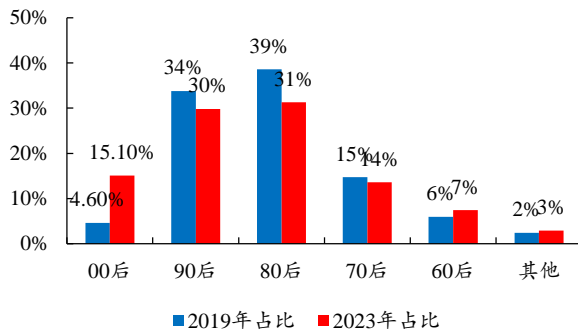
泛年轻群体引领旅游风潮，支撑长期向上需求。中旅院2023年景区预约数据显示，00后、60后群体占比分别为15.1%、7.4%，较2019年明显提升。

(1) **旅游动机**: 放松解压仍为Z世代出游首要诉求，消费者愈发偏向“从心”出发，通过旅行满足精神要求和丰富人生阅历，链接人际关系。

(2) **旅游决策**: 随着涉旅生活服务平台的旅游内容分享、交易、互动链路不断优化，其内容圈层化、热点时效性优势与年轻群体消费习惯高度匹配。

(3) **旅行方式**: 65%新一代群体偏好自由行和目的地空间深度探索，体验本地文化，发掘小众旅行内容，同时热衷于社交分享，结合平台丰富C端内容不断发掘文旅新潮流，并形成新一轮种草。从2023年假期旅行出游半径和目的地游憩半径较2019年变化相背离趋势来看，周边近程游主导下，目的地深度体验正在成为主流。

图49：2023年00后国内旅游预约人群占比提升明显



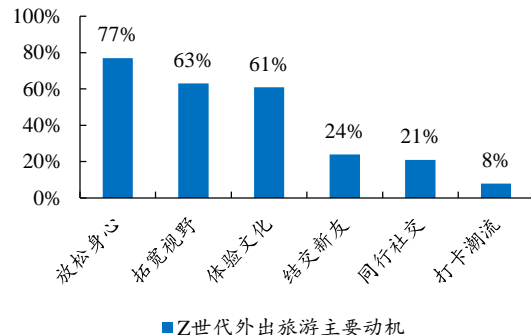
数据来源：中国旅游研究院公众号、开源证券研究所

图51：年轻群体偏好深度小众探索体验型旅游方式



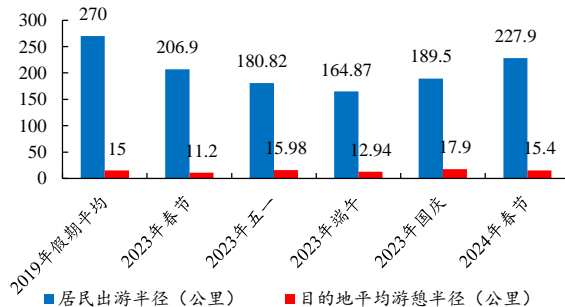
资料来源：简立方

图50：精神舒压为Z世代出游主要动机



数据来源：简立方、开源证券研究所

图52：疫后居民出游半径低于疫前

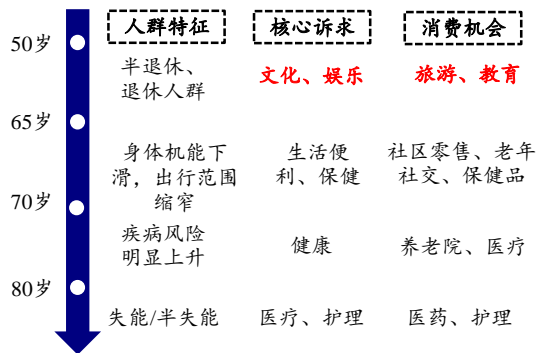


数据来源：中国旅游研究院公众号、开源证券研究所

## 3.2 旅游趋势演绎：代际更替、线上渗透，供需双侧变革加速

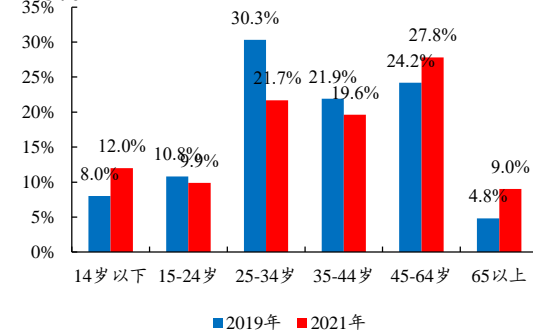
- 底层驱动二：新老年旅游群体处于增量周期。**根据文化和旅游部，2021年45-64岁/65岁以上国内旅游客源占比27.8%/9%，较2019年提升3.6/4.2pct，存量市场规模有望超过万亿。当前国内第二代婴儿潮（1962-1975年，年均出生人口超2500万）人群（对应48岁至61岁）已逐渐步入养老阶段，其中2023年国内将迎来近年最大退休潮，预计将有1488万男性（60岁）和1385万女性（55岁）进入离退休阶段，大规模的适龄退休人群旅游需求将快速释放。

图53：中老年群体消费需求按年龄分层



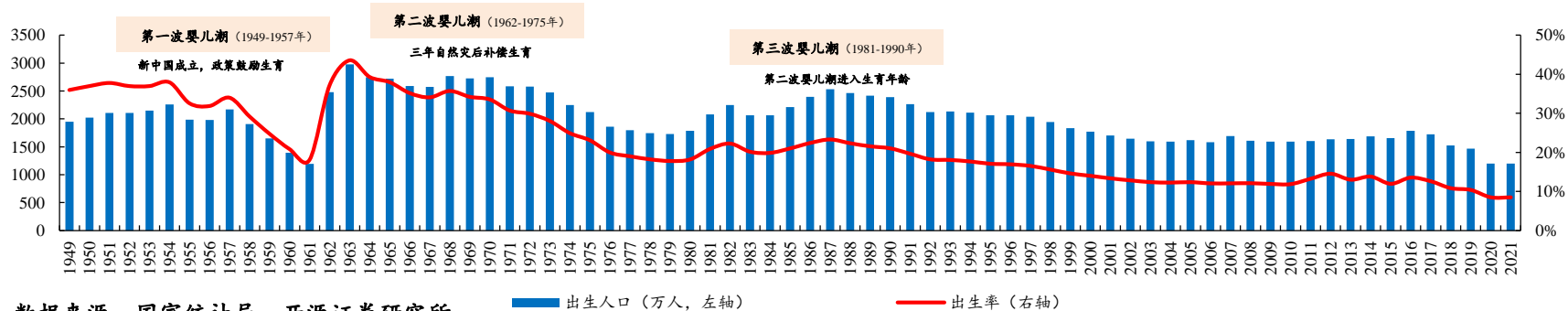
数据来源：灼识咨询、开源证券研究所

图54：2021年45-64岁人群国内旅游人次占比27.8%



数据来源：文化和旅游部、开源证券研究所

图55：第二波婴儿潮（1962-1975年）出生人口近年逐步迈入养老阶段



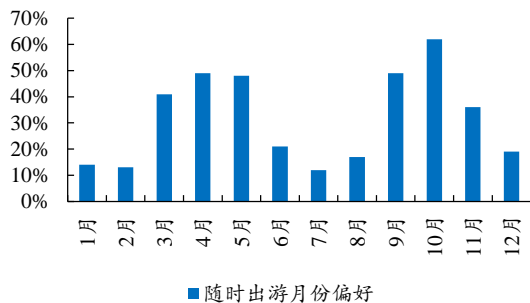
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

## 3.2 旅游趋势演绎：代际更替、线上渗透，供需双侧变革加速

- 消费红利：新老年群体有钱有闲有经历，旅游需求迫切升级。**区别于传统老年群体，新老年人群财富水平相对较高，国家积极应对老龄化的政策倾斜下，城乡基本养老保险覆盖率和人均养老退休金近年保持稳步提升态势。基于相对稳定的收入和较强的资金支配自主性带来较高的边际消费倾向，叠加当前新老年群体普遍具有一定旅行经历，需求进一步向高品质、高单价体验游过渡，市场中低价购物游产品将有望逐步出清。

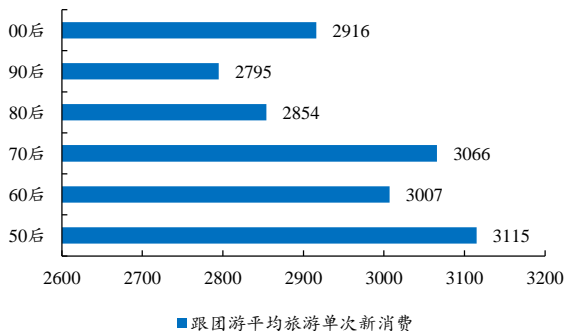
- 渠道红利：线上流量降低获客成本。**2022年抖音、快手等种草平台在老年群体渗透率已达到81%，得益于老年人消费场景向线上迁移，相对传统线下B端渠道，内容平台大幅降低用户触达难度，通过创意爆款内容可较快积累用户基础。

图56：银发族为错峰出游主力



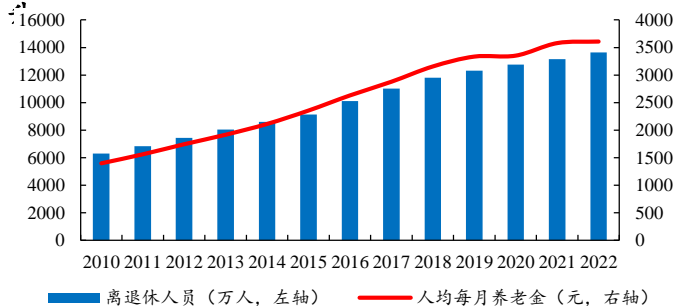
数据来源：中国老龄产业协会、开源证券研究所

图58：老年群体拥有更高的付费能力



数据来源：携程、开源证券研究所

图57：城镇职工人均月养老金持续提



数据来源：人力资源和社会保障部、开源证券研究所

图59：2022年银发人群短视频应用渗透率为81%，同比+1.2pct



数据来源：Questmobile、开源证券研究所

## 3.2 旅游趋势演绎：代际更替、线上渗透，供需双侧变革加速

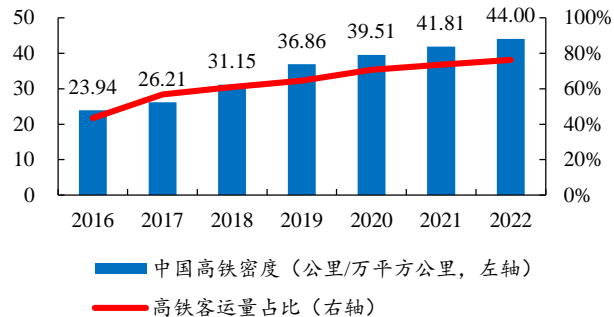
- **底层驱动三：日益完善的高铁/公路网络、小城市机场设施提供重要基础。预计低线城市的酒店/交通/景点订单表现有望超出旅游大盘增长，下沉市场旅游经济渗透红利将持续释放。**
- **公路：**2023年中国汽车保有量已达到3.36亿辆，较2019年底增长29.2%；同时全国公路里程超过535万公里，其中高速公路通车里程17.7万公里，2012年后我国新改建农村公路里程达到近270万公里。
- **铁路：**2022年国内高铁密度、高铁客运量占比较2019年提升19.4%、12pct；
- **机场：**2023年全国民用航班机场个数达253个。

图60：2023年底中国汽车保有量较2019年底增长29.2%



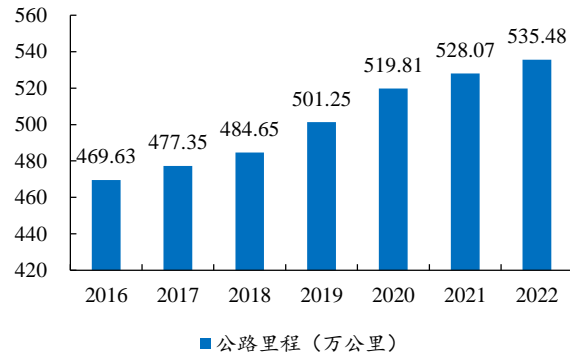
数据来源：Wind、开源证券研究所

图62：2022年中国高铁密度较2019年增长19.4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图61：2022年中国公路里程数较2019年增长6.8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图63：2022年中国高铁密度较2019年增长19.4%

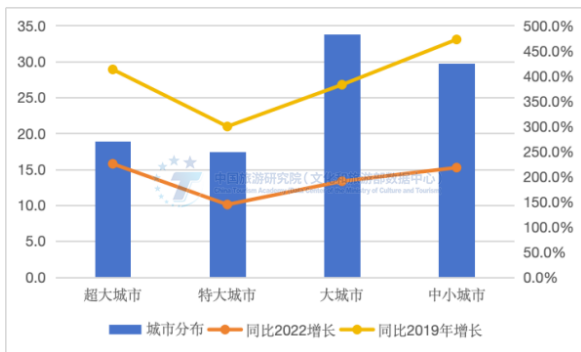


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 3.2 旅游趋势演绎：代际更替、线上渗透，供需双侧变革加速

- 低线城市旅游经济崛起，小镇青年贡献客群增量。
- 根据携程，根据携程，旅游下沉化趋势更加明显，在旅游订单同比增速上，一二线城市小于三四线城市，三四线城市小于县域市场。

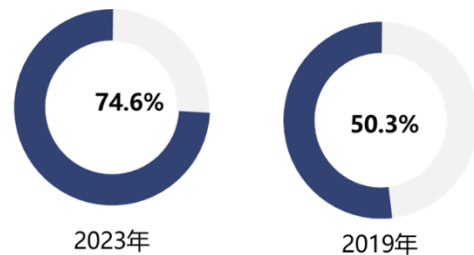
图64：2023年五一假期低线城市酒店预订量增速高图65：2023年中小城市景区预约人数规模增速领先



资料来源：携程黑板报公众号

资料来源：中国旅游研究院公众号

图66：2023年1-10月近程省内旅游客流占比远高于2019年同期

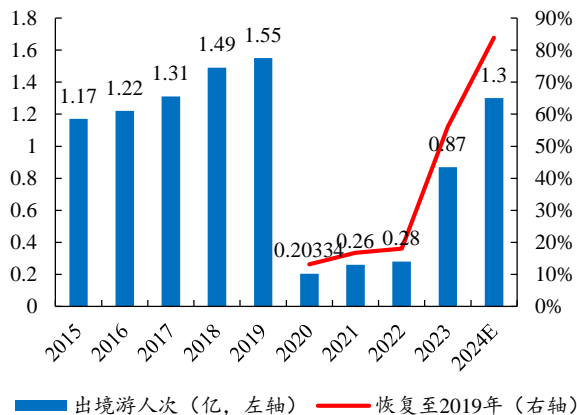


资料来源：中国旅游研究院公众号

## 出境游：短期重要边际增量，复苏渐进景气向好

- **签证便利持续释放，出境游产业链加快重构。**疫情期间出境游产业链企业和从业人员出清，疫后收到未来收入预期、旅游安全问题等因素压制，加之航班运力及签证限制，2023年出境游维持稳步复苏态势，2023年出境游人次约8700万，恢复至2019年同期的56%，整体快于国际航班恢复（港澳出境人次较大）。2024年4月国际航班量恢复至2019年同期71%，中国旅游研究院预计2024年国人出境游1.3亿人次，恢复至2019年84%水平。长期维度看国内出境游渗透率相对海外发达国家（2019年出境渗透率约11%），成长空间仍然较大。
- **亚太国家出境游恢复度领先，分区域看新加坡、阿联酋、英国航班超2019年同期。**2023年底东南亚多国互免签政策正式落地，韩国、日本、泰国航班量居前三，新加坡、阿联酋、英国、意大利、卡塔尔等国家航班恢复至2019年同期101%/110%/116%/157%/130%。

图67：2024年出境游人次预计恢复至2019年84%



数据来源：中国旅游研究院、开源证券研究所

图68：2024年4月国际航班量恢复至2019年71%

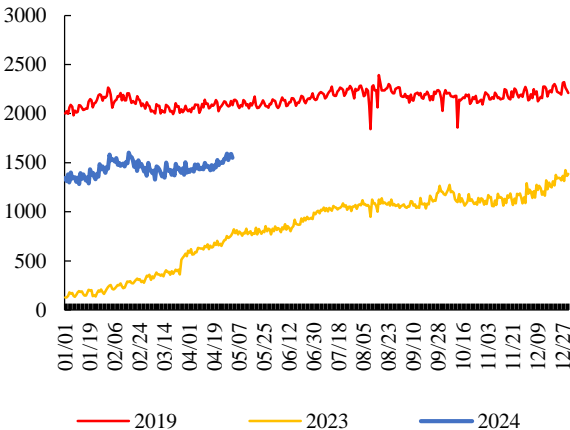
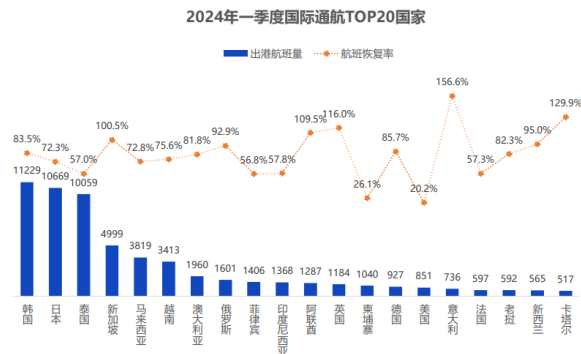


图69：2024Q1国际航班目的地亚太国家恢复度居前



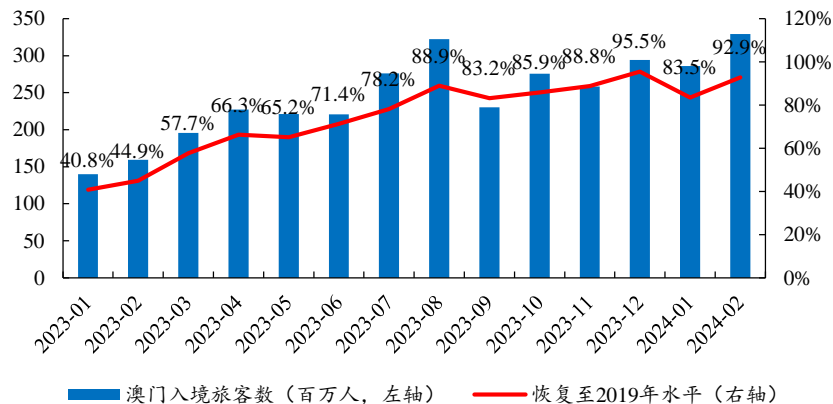
资料来源：航班管家



## 访澳：出入境新政5月推行，澳门旅游有望再上台阶

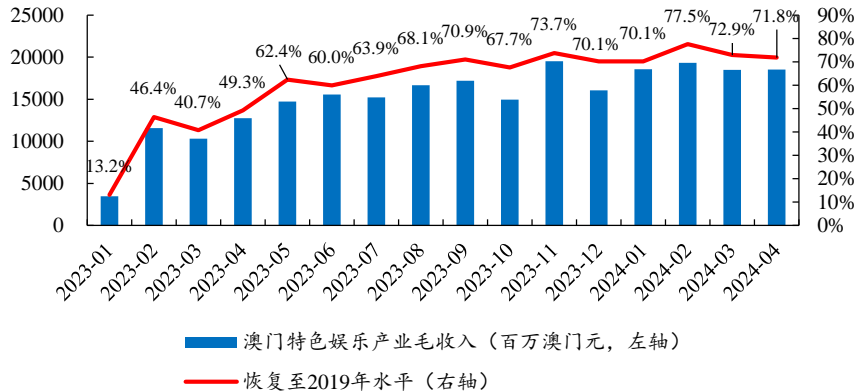
- 2024Q1访澳客流持续恢复，赴港澳签证新规落地在即，澳门旅游有望迎来客源增量。** 2024年访澳客流修复态势明显，根据澳门统计暨普查局，2024Q1全球入境旅客达888万人次，恢复至2019年同期85.6%。4月国家移民管理局出台便民利企出入境管理新规，多项措施为赴澳门进行商务、参展、就医或从事演艺等活动的内地居民提供更便利签注，并允许内地游客以“团进团出”方式，经横琴口岸多次往返澳门与横琴，该政策将于5月6日正式落地实施。结合早前横琴封关运作，新政有望推动两地旅游融合，拓展澳门旅游空间和提升游客旅行体验，为访澳游客恢复增添新动力。
- 客流复苏带动澳门特色娱乐产业收入恢复性增长。** 根据澳门统计暨普查局，4月澳门特色娱乐产业毛收入达到185.45百万澳门元，同比增长45.6%，恢复至2019年同期71.8%，恢复程度环比下降1.1pct。

图70：2024年2月访澳旅客恢复至2019年同期92.9%



数据来源：澳门统计暨普查局、开源证券研究所

图71：2024年4月澳门特色娱乐产业毛收入恢复至2019年同期71.8%



数据来源：澳门统计暨普查局、开源证券研究所

- 景区公司：基数差异、异常天气、细分主题景气度等因素综合影响下，2024Q1景区公司经营表现分化较为明显。**其中，长白山（冰雪旅游主题+区域热点催化）、宋城演艺（佛山项目开业+上海项目重开）等有结构性亮点或供给侧项目增量的景区公司业绩表现相对突出。其他景区假期旺季客流增长趋势整体仍向好，但淡季长途客流波动较为明显，考虑2023Q1报复性出游需求释放高基数因素，整体客流增速因此表现平淡，叠加营销费用投放普遍加大，利润端相对承压。
- 旅游服务：2024年伴随航班及签证逐步优化，出境游标的（岭南控股、众信旅游、ST凯撒）恢复斜率较高，预计出境在五一假期后仍将持续升温，Q2&Q3业绩弹性有望持续释放。OTA：出行大盘需求维持较高景气度，龙头平台手握交通预订流量入口，用户生态和供应链优势稳固，且受淡旺季影响较小，预计2024Q1收入增速高于大盘。**

表6：旅游板块公司2024Q1业绩分化

公司简称	营收		归母净利润		营收		归母净利润	
	2023	VS2019	2023	VS2019	2024Q1	VS2019Q1	2024Q1	VS2019Q1
<b>自然景区</b>								
西域旅游	3.05	27%	1.06	44%	0.16	44%	-0.12	减亏
三特索道	7.19	6%	1.28	1018%	1.42	-11%	0.34	18%
长白山	6.20	33%	1.38	83%	1.28	84%	0.11	大幅扭亏
峨眉山A	10.45	-6%	2.28	1%	2.53	7%	0.74	6%
九华旅游	7.24	35%	1.75	49%	1.80	-6%	0.52	-16%
丽江股份	7.99	11%	2.27	12%	1.80	0%	0.56	1%
黄山旅游	19.29	20%	4.23	24%	3.36	0%	0.25	-61%
西藏旅游	2.13	13%	0.15	-30%	0.23	-10%	-0.20	增亏
桂林旅游	4.67	-23%	0.16	-70%	0.88	3%	-0.12	减亏
张家界	4.20	-1%	-2.39	转亏	0.59	-8%	-0.46	增亏
祥源文旅	7.22	71%	1.51	-118%	1.37	4%	0.12	-51%
三峡旅游	16.00	-28%	1.30	13%	1.31	-72%	0.09	-53%
<b>人工景区</b>								
大连圣亚	4.68	47%	0.34	-18%	0.92	32%	0.01	-31%
天目湖	6.30	25%	1.47	19%	1.07	-11%	0.11	-43%
海昌海洋公园	18.47	-34%	-1.97	转亏				
复星旅游文化	172.87	0%	3.07	-50%				
宋城演艺	19.26	-26%	-1.10	-108%	5.60	139%	2.52	317%
中青旅	96.35	-31%	1.94	-66%	19.22	16%	-0.29	大幅增亏
曲江文旅	15.04	15%	-1.95	-534%	4.01	23%	0.02	-77%
云南旅游	7.19	-75%	-4.27	-551%	1.26	20%	-0.32	增亏
<b>旅游服务</b>								
同程旅行	120.26	62%	15.54	126%				
携程集团-S	204.45	-43%	99.18	41%				
岭南控股	34.04	-57%	0.69	-73%	9.01	89%	0.24	177%
众信旅游	32.98	-74%	0.32	-53%	10.25	643%	0.28	大幅扭亏
ST凯撒	5.82	-90%	6.07	383%	1.61	110%	-0.14	减亏

数据来源：Wind、开源证券研究所

- **景区具备高分红逻辑支撑，2023年业绩复苏加大股东回报。**（1）自然景区作为相对稀缺的公用事业资产，彼此间无明显竞争关系，相当于永续现金流；景区大多依赖门票、客运创收，收入稳定性较高、账期较短，现金流相对充裕；同时经营成本相对刚性，2023年客流显著回暖下，多数景区公司扭亏为盈，部分利润端创历史新高，为扩大分红提供基础。（2）新“国九条”强化上市公司分红监管，现金分红重要性提升，景区多为国资背景，盈利预期及经营现金流稳健的分红公司有望受益。2023年长白山、峨眉山、黄山、九华旅游等头部景区公司分红比例较疫前提升较为明显。

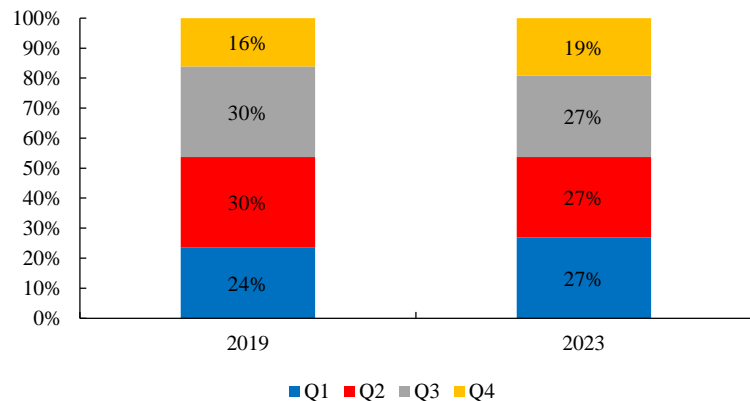
表7：2023年景区公司加大分红比例，回馈股东

分红比例	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
云南旅游	10.21%	10.05%	32.07%	10.17%			
宋城演艺	16.33%	13.54%	21.68%	现金分红1.3亿元	41.49%	现金分红1.3亿元	现金分红2.62亿元
中青旅	12.66%	16.96%	5.10%				31.72%
大连圣亚							
曲江文旅		10.62%	8.13%				
张家界							
峨眉山A	26.80%	25.18%	23.30%		174.82%		46.30%
桂林旅游	47.61%	35.83%	13.09%				
丽江股份	40.36%	43.01%	32.41%	155.91%		3728.25%	84.57%
三特索道							30.59%
*ST西域					57.51%		44.04%
黄山旅游	43.32%	16.53%	23.37%		171.14%		36.05%
祥源文旅							
西藏旅游							
长白山	10.17%	10.25%	15.24%				15.07%
天目湖	37.88%	58.13%		218.87%			67.93%
九华旅游	20.03%	20.43%	20.81%	30.43%	31.09%		50.06%

数据来源：Wind、开源证券研究所

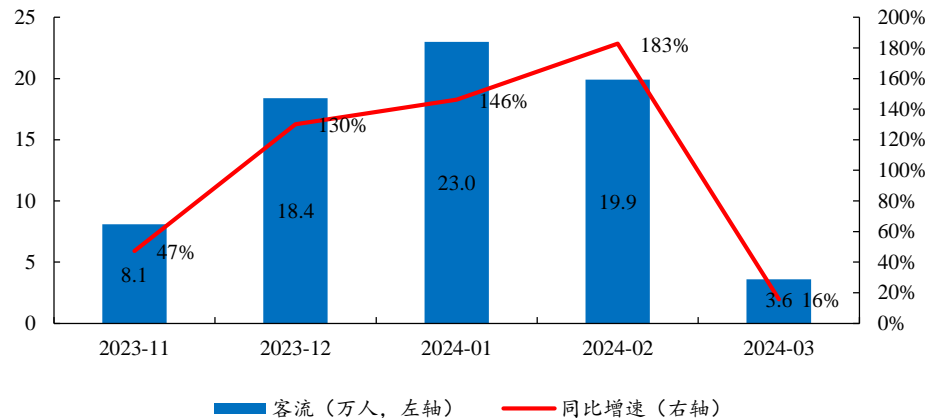
- **内生增长阶段景区个股 $\alpha$ 来自淡旺季平衡&细分热点催化。**（1）自然景区成长核心痛点在于淡旺季供需错配，疫后出游假日效应加强，旺季增量空间逐步见顶，叠加淡季目的地多元化形成分流，淡季缺口补足仍是后续主线，周边交通基础设施&内部项目改善空间大或客源稳定性较高的景区业绩兑现度预计更稳健。（2）**旅游回归流量经济本质，针对性强的细分旅游主题对于个股估值拔升作用明显**（如冰雪游→长白山，寺庙游→九华旅游，成都“迪士尼”→峨眉山），大众旅游诉求及信息获取方式迭代导致旅游热点不确定性较高，因此兼顾个股估值水平同时关注关联IP丰富、内容可营销性较强的个股公司。
- **受益标的：九华旅游**（周边游+礼佛客群强复购，短有交通改善，长有索道扩容），**长白山**（淡季客流稳步提升，2025年亚东会、盗墓笔记“十年之约”IP等潜在话题爆点），**三特索道**（全国多元布局分散风险+核心景区旺季产能提升）。

图72：九华山景区客流季节性特征相对较弱



数据来源：九华山风景区官网、开源证券研究所

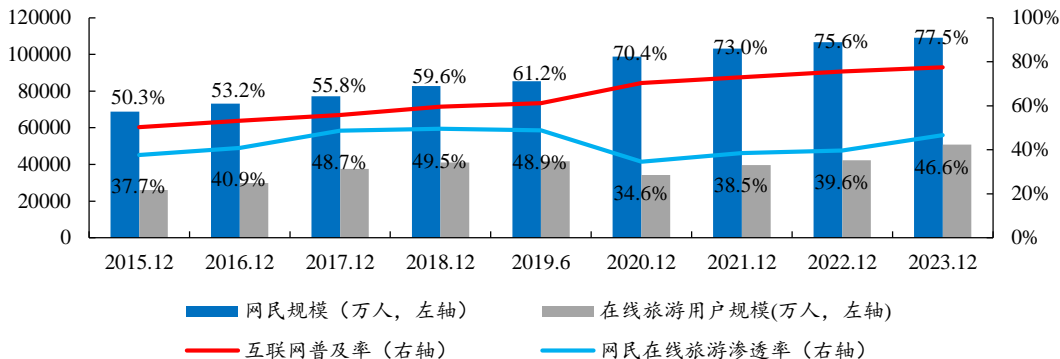
图73：2024Q1后长白山客流稳步提升



数据来源：长白山管委会、开源证券研究所（2023年11、12月增速同比2019年同期）

- 在线旅游渗透率持续提升，下沉市场仍有空间。**根据CNNIC，截至2023年12月，我国在线旅行预订的用户规模达到5.09亿人，较2019年同期增长23.2%，占网民整体的46.6%。2023H1低线城市在线旅游MAU占比远低于网民MAU占比，下沉市场在线旅游渗透空间较大。
- OTA格局思考：互联网红利见顶，流量壁垒逐步拉平，后续聚焦精细化运营和效率提升。**针对短频平台，传统OTA的核心壁垒在于（1）旅游预订偏低频高货值，OTA“交通+酒店+度假”一站式产品生态，消费者习惯优势稳固。（2）旅游非标属性强，库存和服务门槛较高。我们预计后续行业竞争格局或有边际优化：**对于抖音**，自身供应链短板补齐非一朝一夕之事，低核销率+商家ROI难题仍存，平台酒旅投入产出比或需重新平衡。**对于美团**，其流量入口、消费场景、供应链与携程/同程侧重点差异明显，且美团自身面临抖音本地生活激烈竞争，后续投入重心或不在酒旅板块。旅游预订平台出身和禀赋各有千秋，但本质是围绕用户需求打磨供给，形成供需两侧主动适配的双边网络效应仍是主线，龙头盈利能力或更能反映模式优劣。

图74：2023年12月在线旅游渗透率大46.6%



数据来源：CNNIC、开源证券研究所

图75：2023H1在线旅行月活用户中三线及以下城市占比44%，低于网民占比10pct

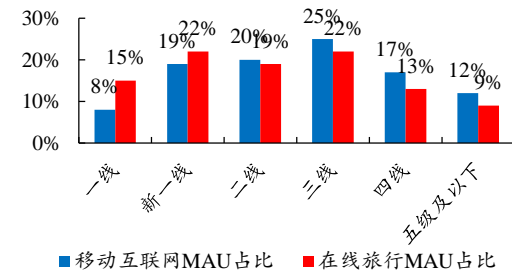
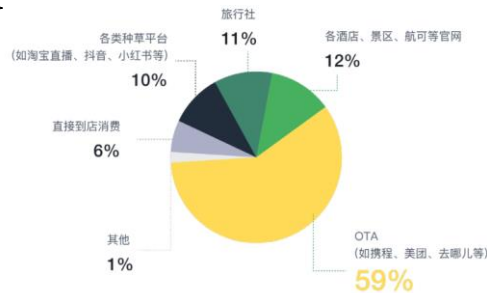
数据来源：Questmobile，开源证券研究所  
(2023年6月数据)

图76：种草平台对于Z世代预订下单影响力有限

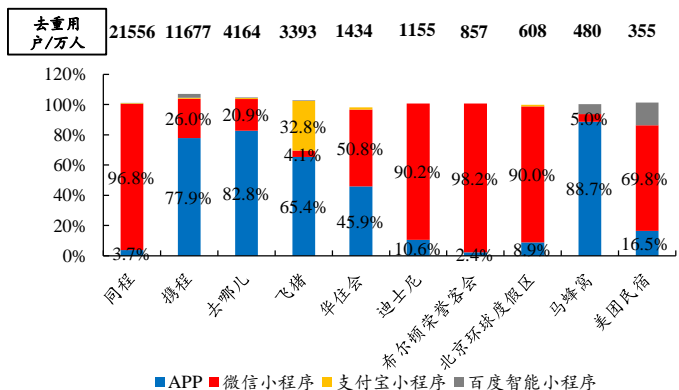


资料来源：简立方

## 同程旅行：敏锐捕捉新周期趋势，持续享受下沉市场红利

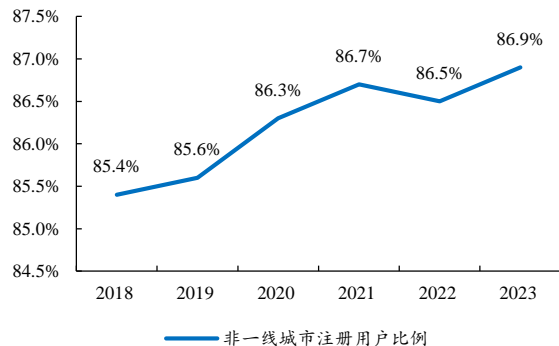
- **基于行业格局变化和未来生态位预判，同程旅行或有与拼多多相似的发展逻辑。**（1）覆盖最广泛的消费升级群体（背靠微信小程序）；（2）最广谱价格区间的产品供给能力（背靠携程供应链）；（3）高频刚需消费场景（前者为交通票务，后者为农产品）。在基建不断发力完善低线城市、乡镇消费基础设施，新零售向县域经济的渗透渠道已被后者打通，进而进一步激发下沉市场居民对文娱、教育、旅游等服务消费的升级需求，同程结合自身下沉用户生态和供应链布局，有望持续受益于下沉市场旅游潜力释放。
- **打造三维发展引擎，同程巩固护城河。**（1）**流量端：**深化腾讯挖潜+线下扫码获客，全服务场景覆盖提升非一线城市渗透。（2）**平台端：**围绕需求精耕细作，推出各类“旅游+”产品占领小众圈层心智，持续提升用户价值，2023年平台付费用户规模2.35亿人，同比增长25%，MPU达4130万，同比增长139%，付费频次增速更快（付费率提升至15%以上），用户粘性显著优化。（3）**供应链：**发力酒店、目的地数字化，将流量壁垒转化为产业效率壁垒，2023年其他收入占比16.5%，同比增加4.5pct。

图77：同程拥有行业最大用户规模



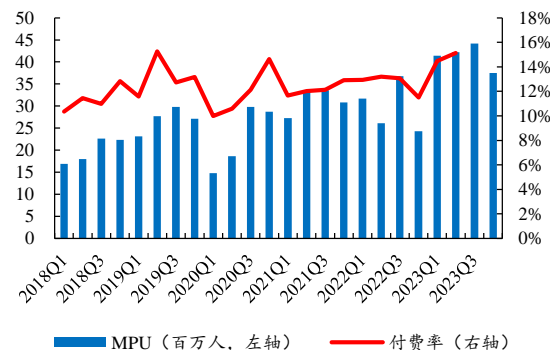
数据来源：Questmobile、开源证券研究所（各渠道流量规模占比=该渠道用户量/去重总用户量，数据取自2023年12月）

图78：公司下沉市场战略不断深化



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图79：2023Q2MPU4200万，对应付费率约15%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

# 目录

## CONTENTS

- 1 板块复盘：整体偏弱但不乏亮点，公募持仓仍处低位
- 2 精神消费：新场景激活新消费，关注IP全球化、小众运动和圈层效应
- 3 旅游产业：精神共鸣引领供需变革，新周期顺势而为者方执牛耳
- 4 教育新生：教培迎“双减”后新纪元，把握公考逆周期增长机遇
- 5 美丽重塑：国货进化引领发展，复杂环境焕发新生
- 6 关注结构性机会：餐饮、酒店
- 7 受益标的盈利预测与估值
- 8 风险提示

## 4.1 教育：监管常态化，教培迎来“双减”后新纪元

### “双减”前K12教培市场规模广阔且高度分散，政策明朗进入常态化监管

“双减”前线下参培率高达27.4%，市场规模广阔。根据弗若斯特沙利文，“双减”前（2019年）中国K12校外培训市场规模约为6191亿元，总培训人次约3.25亿。线下K12校外辅导的渗透率（按学生人数计）从2015年的26.3%增加到2019年的27.4%。

“双减”前教培行业高度分散，进入门槛低、龙头集中度低。按就读人次测算，“双减”前（2020年）新东方、好未来在K12校外培训的市场份额分别为3.11%、4.92%，两家龙头培训机构合计市场份额约为8.02%。根据弗若斯特沙利文，按收益计，2019年前五大K12校外培训公司的市场份额为8.5%，龙头集中度低。

图80：2019年中国K12校外培训市场规模约6191亿元，总培训人次约3.25亿（包括幼儿及儿童英语培训）

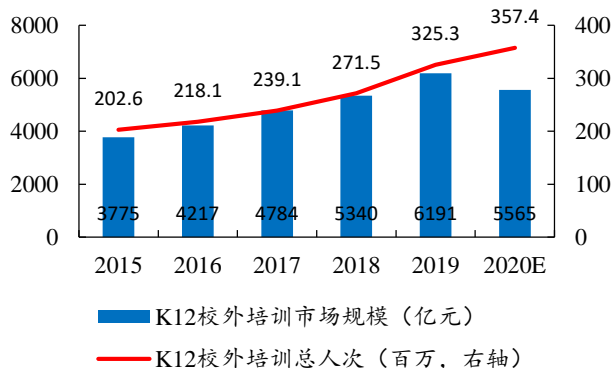


图81：2019年线下K12校外培训的渗透率为27.4%

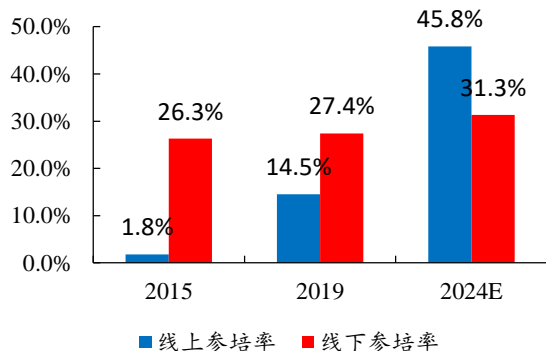
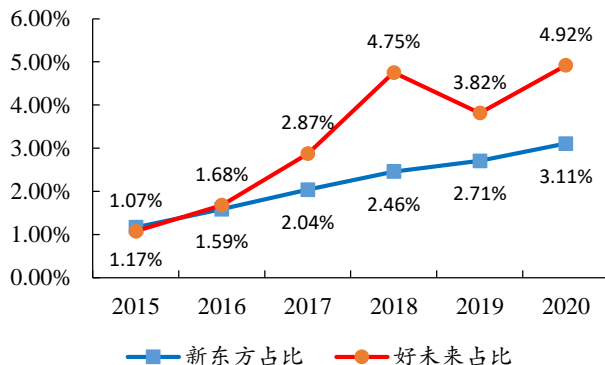


图82：按就读人次计，“双减”前新东方、好未来在K12校外培训的市场份额分别为3.11%、4.92%，合计份额为8.02%



数据来源：弗若斯特沙利文、新东方招股说明书、各公司公告、Bloomberg、开源证券研究所



# 4.1 教育：监管常态化，教培迎来“双减”后新纪元

“双减”后难有新的资本介入，龙头公司重启扩张，集中度有望超过双减前。“双减”前（FY2021）新东方、好未来各有线下网点1547和1098家，覆盖城市数量分别为108和110，低点时两家各有网点数量744（FY2022）和170家（FY2023），分别较“双减”前压减55%和85%。根据最新数据，新东方和好未来网点数量已分别增至966和312家。

我们预计到2026年，义务教育阶段素养教育市场规模有望接近2019年学科类培训规模的70%，达到2191亿元。

表8：教培龙头公司网点及覆盖城市规模较“双减”前大幅减少，但较最低点已恢复扩张

	新东方 <sup>↔</sup>	好未来 <sup>↔</sup>	学大教育 <sup>↔</sup>
学校及学习网点数量 <sup>↔</sup>			
“双减”前 <sup>↔</sup>	1547 <sup>↔</sup>	1098 <sup>↔</sup>	约 600 <sup>↔</sup>
低点 <sup>↔</sup>	744 <sup>↔</sup>	170 <sup>↔</sup>	
最新数据 <sup>↔</sup>	966 <sup>↔</sup>	312 <sup>↔</sup>	261 <sup>↔</sup>
覆盖城市数量 <sup>↔</sup>			
“双减”前 <sup>↔</sup>	108 <sup>↔</sup>	109 <sup>↔</sup>	110 <sup>↔</sup>
最新数据 <sup>↔</sup>	76 <sup>↔</sup>	37 <sup>↔</sup>	68 <sup>↔</sup>

数据来源：新东方业绩会 PPT、各公司公告、新东方 APP、学而思 APP、学大教育[微信公众号](#)等、开源证券研究所（新东方、好未来、学大教育最新数据取自小程序和[官网抓取数据](#)，截至 2024/4/10）<sup>↔</sup>

表9：预计2026年中小学生素养教育市场规模有望接近2019年学科类培训的70%

	2019 <sup>↔</sup>	2026E <sup>↔</sup>
在校生人数（万） <sup>↔</sup>		
小学 <sup>↔</sup>	9652 <sup>↔</sup>	9839 <sup>↔</sup>
初中 <sup>↔</sup>	4794 <sup>↔</sup>	4879 <sup>↔</sup>
学科类培训渗透率（CIEFR 数据） <sup>↔</sup>		
小学 <sup>↔</sup>	25.3% <sup>↔</sup>	
初中 <sup>↔</sup>	27.8% <sup>↔</sup>	
兴趣类培训渗透率（CIEFR 数据） <sup>↔</sup>		
小学 <sup>↔</sup>	22.3% <sup>↔</sup>	
初中 <sup>↔</sup>	9.6% <sup>↔</sup>	
*假设到 2026 年，小学素养教育渗透率能达到双减前学科类培训渗透率的 2/3，初中以学业和中考为主，渗透率为双减前的 1/3 <sup>↔</sup>		
素养教育渗透率 <sup>↔</sup>		
小学 <sup>↔</sup>		16.9% <sup>↔</sup>
初中 <sup>↔</sup>		9.3% <sup>↔</sup>
人均支出（CIEFR 数据） <sup>↔</sup>	8438 <sup>↔</sup>	10378 <sup>↔</sup>
*以 2019 年学科类人均支出为基数，假设以 3%的年均复合增速增长 <sup>↔</sup>		
K9 学科培训市场规模（亿元） <sup>↔</sup>	3185 <sup>↔</sup>	<sup>↔</sup>
素养教育市场规模（亿元） <sup>↔</sup>	<sup>↔</sup>	2191 <sup>↔</sup>

数据来源：Wind、STR、各公司公告、开源证券研究所

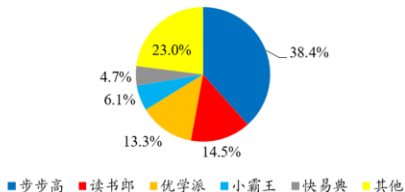
# 4.1 教育：监管常态化，教培迎来“双减”后新纪元

**“升学教育”转向“素质教育”，重点发展科学素养。**根据多鲸教育研究院，预计2024年科学素养市场规模约为315亿元，2021E-2024E复合增速为15%。2023年少儿编程市场规模或已突破400亿元，千亿市场可期。

**内容为核、硬件为载，学习机构筑增长第二曲线。**根据IDC数据，以出货量计，2023Q2学习平板前五大厂商以变为小度、科大讯飞、步步高、学而思和读书郎。根据洛图线上监测数据，2023年学习平板线上均价为3075元，较2022年上涨689元，同比增长28.8%。

图84：2020Q3学习平板前五大厂商均为传统玩家，2023Q2“AI+内容”驱动新玩家份额领先（以出货量计）

2020Q3中国学习平板前5大厂商出货市场份额



2023Q2中国学习平板前5大厂商出货市场份额

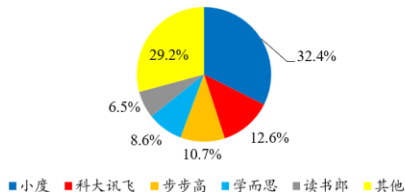


图83：预计2024年科学素养市场规模约为315亿元，2021E-2024E复合增速为15%

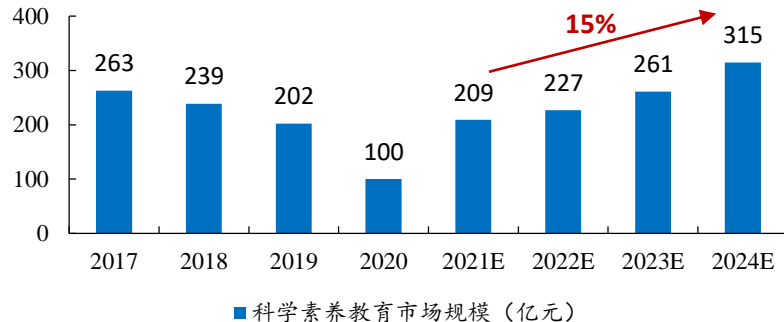
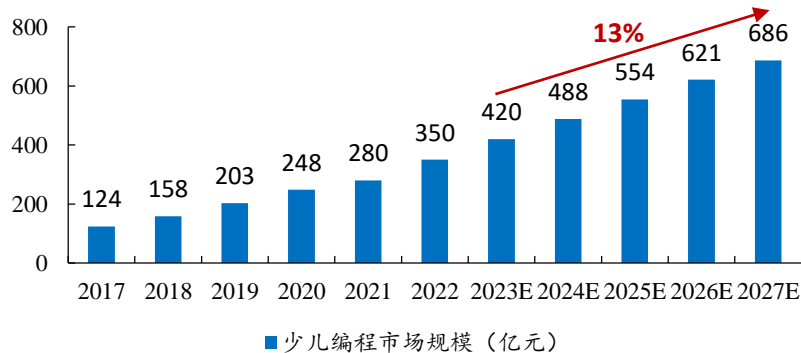


图85：预计2027年少儿市场规模将达686亿元，2023E-2027E复合增速为13%



## 4.1 教育：监管常态化，教培迎来“双减”后新纪元

重视历史性供需缺口下，竞争格局远优于“双减”前，教培公司利润具备高弹性。

来源一：续班率增加、销售费用减少、折扣促销减少，从老师找学生，到学生找老师

来源二：单个老师产能接近翻倍提升，带动固定摊销费率减少

图86：2023年新东方的营收规模创下新高（单位：亿元）

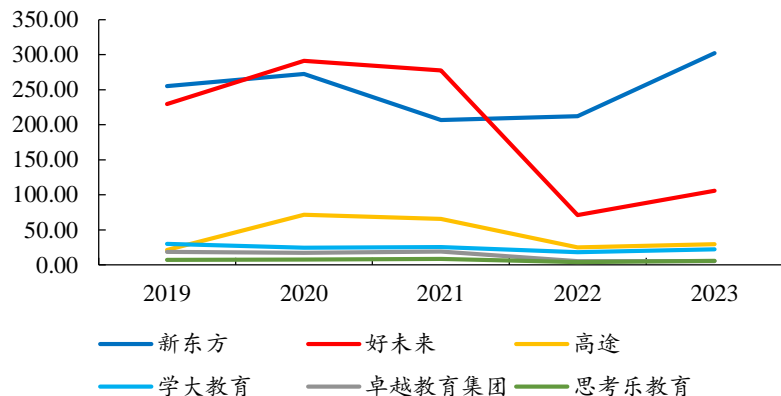
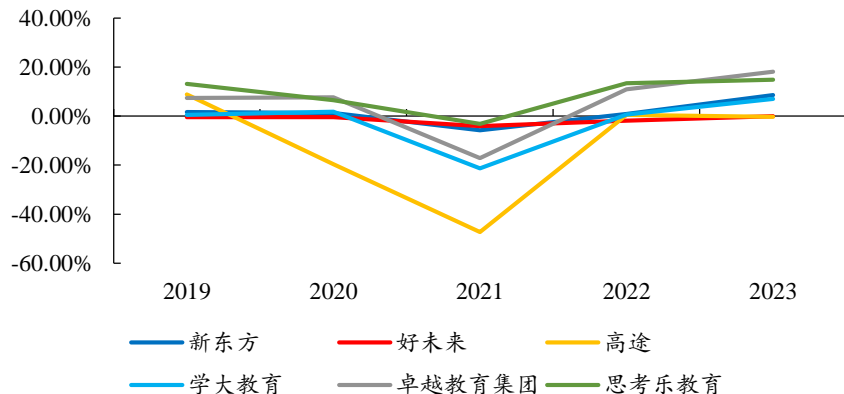


图87：2023年新东方、好未来、学大教育、卓越教育、思考乐教育的归母净利率均高于2019年



## 4.2 教育：国考供需两旺，逆经济周期迎增长机遇

**供给端：国考和事业单位招聘人数稳步增长。**2024年国家公务员招录人数达39561人，同比增长6.6%。2024年省考招录人数20.2万人，同比增长3.9%。2020年以来事业单位招聘人数持续增长，2020/2021/2022年事业单位招聘人数yoy+0.2%/+14.2%/+6.9%。

**需求端：国考报考人数增速高于招录人数增速。**国考报录比上升2024年国考过审人数303.3万人，同比增长16.6%，增速远高于国考招录人数增速6.6%，推动报录比达到77:1。省考报考人数2020年增长一倍多至513.2万人，近几年稳定在500万人以上，2023年报录比为在27:1。

图88：2024年国考招录人数为39561人，同比增长6.6%

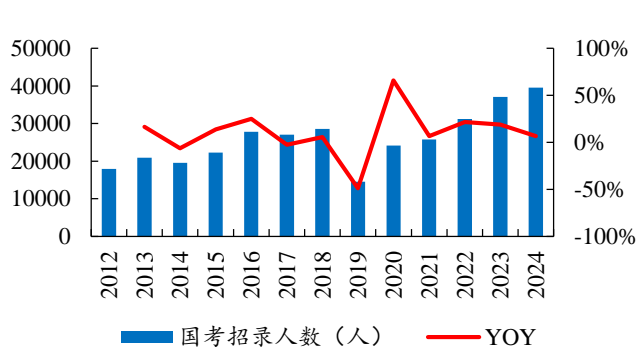


图89：2023年全国省考招录人数20.2万人，同比增长3.9%

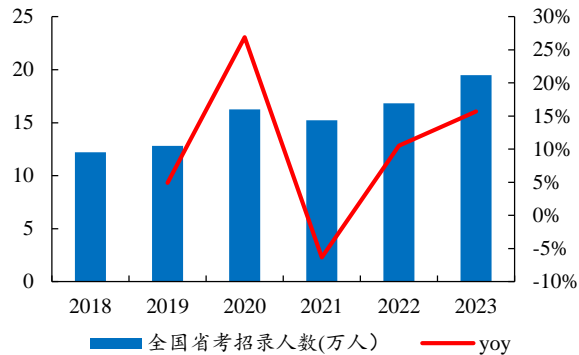
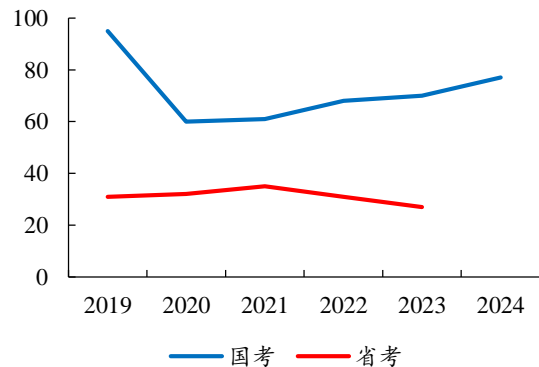


图90：2019-2024年国考报录比持续上升



## 4.2 教育：公考供需两旺，逆经济周期迎增长机遇

华图收入增长提速，偿债能力优异；粉笔AI提效下净利润率大幅优化；中公逐步从退费风波中好转。

图91：华图教育2023年前三季度营收已超过2022年（单位：亿元）

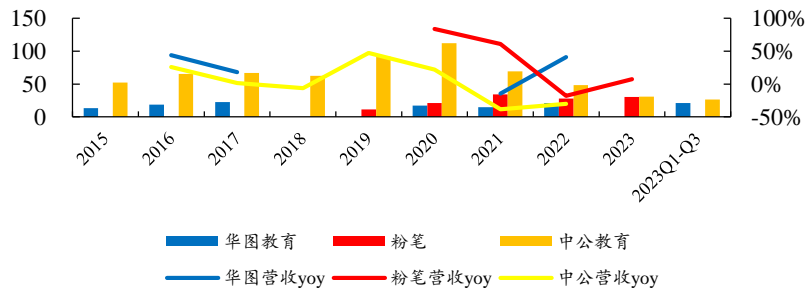


图92：2023年粉笔实现经调整净利润4.45亿元（单位：亿元）

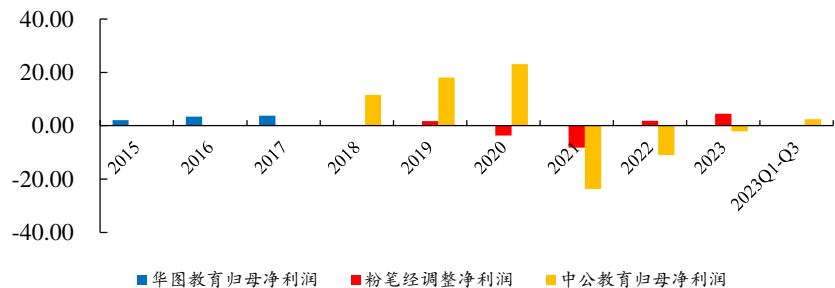


图93：华图教育2023前三季度毛利率为58.9%，高于中公、粉笔

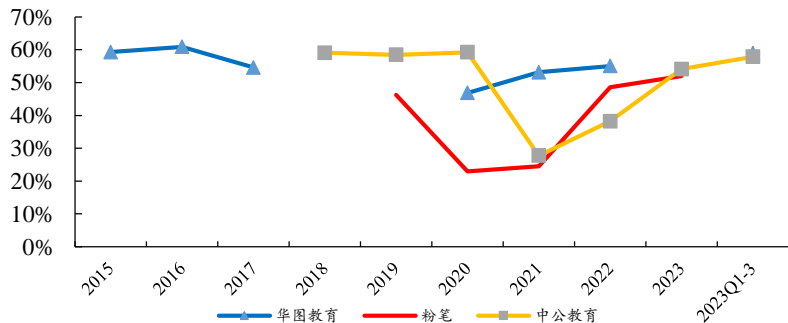
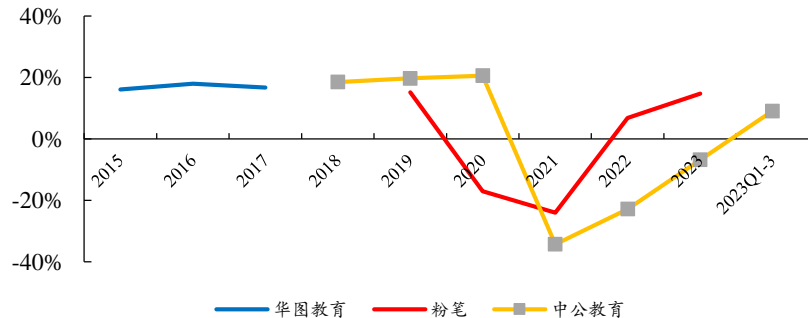


图94：2023年粉笔实现经调整净利润率为14.7%



# 目录

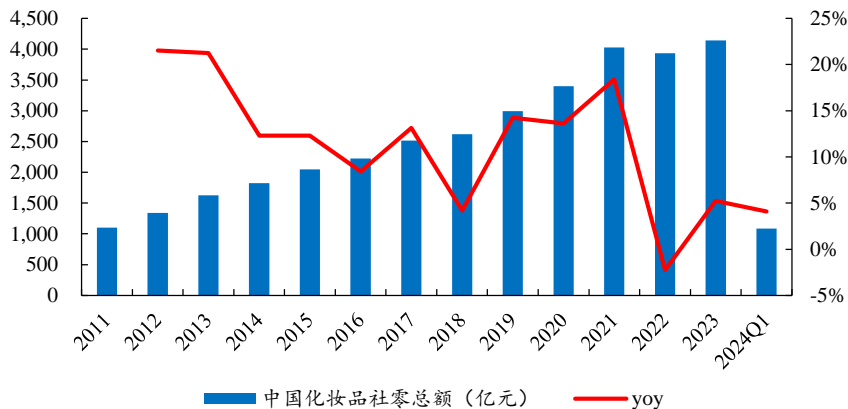
## CONTENTS

- 1 板块复盘：整体偏弱但不乏亮点，公募持仓仍处低位
- 2 精神消费：新场景激活新消费，关注IP全球化、小众运动和圈层效应
- 3 旅游产业：精神共鸣引领供需变革，新周期顺势而为者方执牛耳
- 4 教育新生：教培迎“双减”后新纪元，把握公考逆周期增长机遇
- 5 美丽重塑：国货进化引领发展，复杂环境焕发新生
- 6 关注结构性机会：餐饮、酒店
- 7 受益标的盈利预测与估值
- 8 风险提示

## 5.1 美丽：化妆品内需步入稳态期，行业β弱化

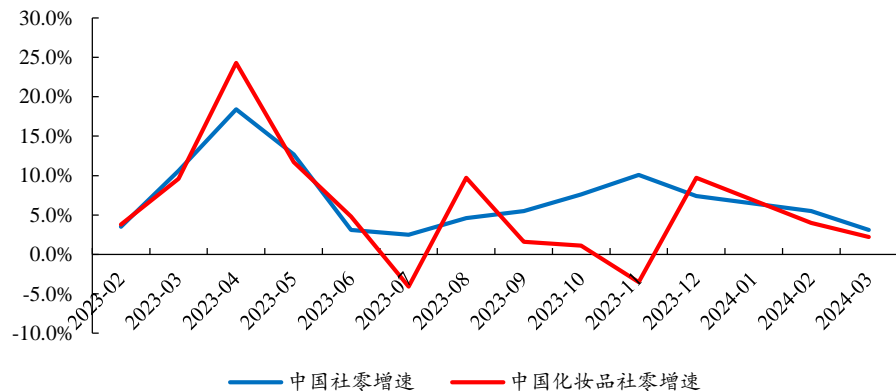
据国家统计局，2017-2021年限额以上化妆品零售额CAGR达11.4%，高于同期限额以上商品零售总额5.2%的复合增速。2022年/2023年化妆品零售额yoy-4.5%/+5.2%、低于同期限额以上商品零售总额Yoy+1.9%/5.5%的增速。2023年上半年行业复苏明显，7月化妆品零售额增速转负系618大促后居民消费力透支。双11表现略弱。2024年以来整体行业维持平稳增长态势。在社会消费力整体偏弱大背景下，我们认为化妆品内需步入稳态期。

图95：2022年开始中国化妆品社零总额增速放缓



数据来源：Wind，开源证券研究所

图96：2023年中国化妆品社零增速阶段性承压，整体保持稳定增长



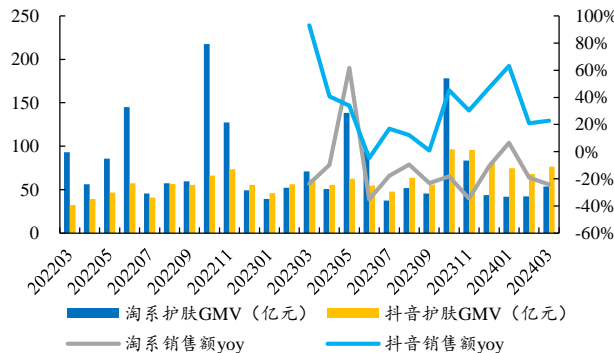
数据来源：Wind，开源证券研究所

# 5.1 美丽：新晋品牌参与门槛攀升，龙头品牌份额有望进一步提升

- **新晋品牌参与门槛攀升，行业加速出清。** (1) **线上流量见顶：**内容电商时代下存量流量的盘活及深度运营更为重要，成熟头部企业的发展更良性。(2) **融资遇冷：**新兴企业缺乏足够的资金参与营销渠道竞争，加之化妆品新规对化妆品产品及原材料成分、安全性、功效的评估和宣传等方面都提出了新的要求，缺乏资金、研发、平台优势的长尾企业在逐步被淘汰。

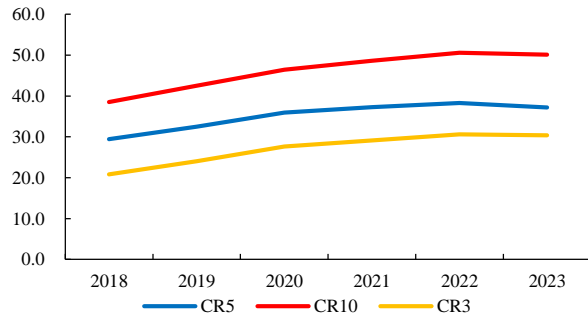
- **行业格局优化，单一品牌天花板有望进一步提升。**根据欧睿数据，2018年中国护肤品市场品牌CR3/CR5/CR10分别为13.2%/19.5%/26.8%，2023年增长至16.2%/22.5%/35.1%，行业集中度逐年提升。护肤品企业TOP70以外的企业市占率由2018年23.6%下降至2023年19.7%，长尾企业市占率呈收缩趋势，而头部品牌加速攫取市场份额，**存量品牌天花板有望进一步打开。**

图97：2023年以来抖音渠道销售额持续高增，已超过淘系平台



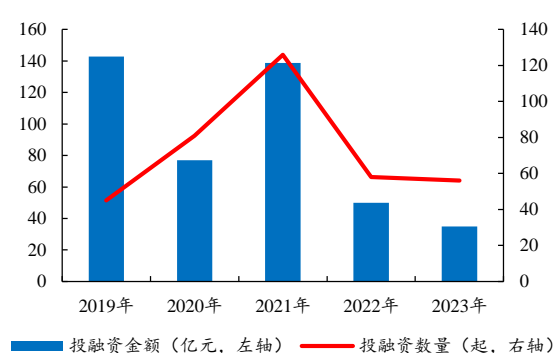
数据来源：久谦中台、开源证券研究所

图99：中国护肤品市场集中度逐年提升



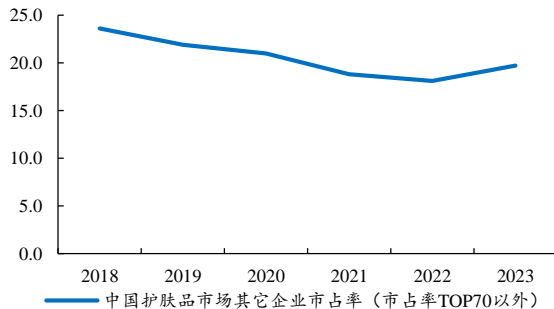
数据来源：Euromonitor，开源证券研究所

图98：2022年和2023年化妆品行业投融资遇冷



数据来源：青眼公众号、艾媒咨询、开源证券研究所

图100：中国护肤品市场TOP70以外的企业市占率逐年下滑



数据来源：Euromonitor，开源证券研究所



# 5.1 美丽：新晋品牌参与门槛攀升，龙头品牌份额有望进一步提升

- 2023年和2024Q1国货美妆龙头企业业绩均呈现亮眼表现。同时，行业结构优化带动盈利能力提升，头部企业毛利率、净利率均呈现上行趋势。

图101：国货美妆龙头企业2023年营收创新高，增速明显（单位：亿元）

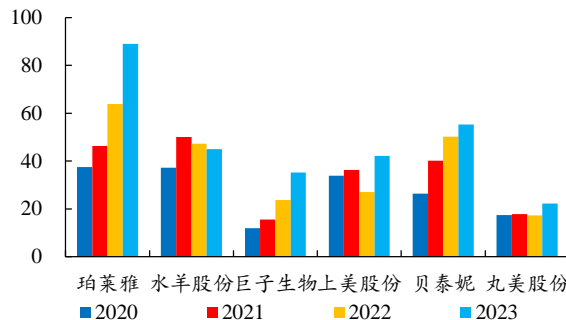
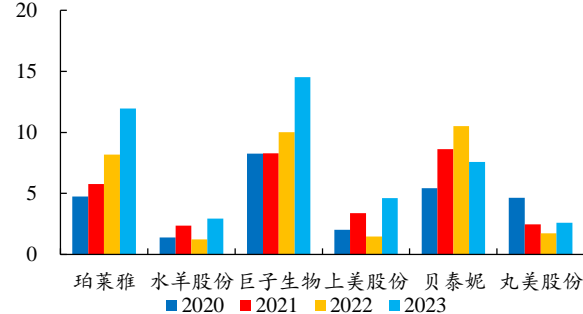


图102：国货美妆龙头2023年归母净利润呈现显著增长态势（单位：亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

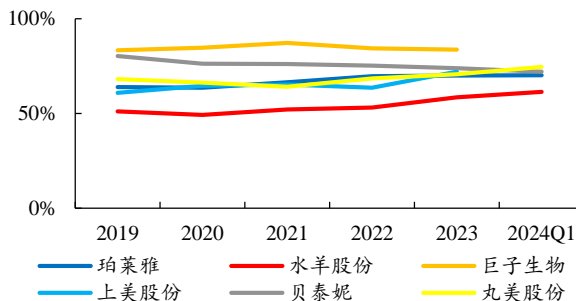
数据来源：Wind、开源证券研究所

表10：2024Q1国货美妆龙头企业业绩延续亮眼表现

	2024Q1营收yoy	2024Q1归母净利润yoy	2023年营收yoy	2023年归母净利润yoy
珀莱雅	35%	46%	39%	46%
水羊股份	-1%	-23%	-5%	136%
巨子生物			48%	45%
上美股份			56%	213%
贝泰妮	27%	12%	10%	-28%
丸美股份	39%	41%	29%	49%

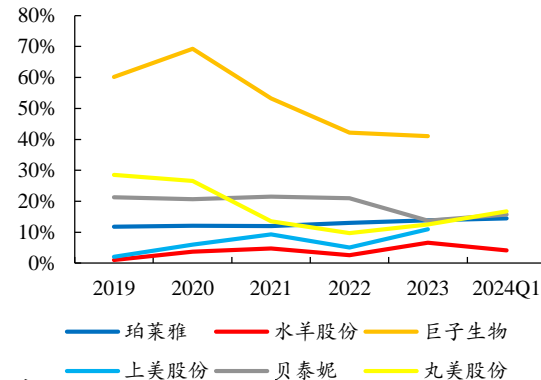
数据来源：Wind、开源证券研究所

图103：国货美妆龙头企业毛利率整体呈现缓慢上升趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图104：国货美妆龙头企业净利率整体稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 5.2 美丽：重组胶原蛋白有望成为功效领域新的明星成分

重组胶原蛋白有望成为“玻尿酸神话”后下一个明星成分。重组胶原蛋白是合成生物学产物，本身代表着前沿的科技手段，具备保湿、修护、抗衰和美白等多重功效，相较玻尿酸具备更优异的理化特性和生物学活性，类型多样且与其他成分结合的广阔应用空间有待开发。此外，重组胶原蛋白具有“中国成分的光环”，在核心原料长期归属国际品牌的美妆行业，具备独特的价值体系，重组胶原蛋白是美妆行业较为完美的功效新故事载体。

众多企业布局，护肤品种添加胶原蛋白成为主流趋势。（1）医美、化妆品原料商如乘玻尿酸概念而起的华熙生物、福瑞达，均已宣布布局重组胶原蛋白领域，希望将其打造为新增长曲线。2023年底福瑞达发布其最新重组人源化胶原蛋白技术研发成果，并推出医美新品牌珂谧及多款重组胶原蛋白产品。（2）下游美妆品牌通过投资、合作等方式布局重组胶原蛋白。目前已有珀莱雅、自然堂、百植萃等十余个品牌借重组胶原蛋白讲出功效新故事。国际品牌中资生堂、LVMH旗下基金先后投资了重组胶原蛋白原料商创建医疗，欧莱雅旗下巴黎欧莱雅第二代小蜜罐面霜在其王牌成分玻色因PRO的基础上，添加了重组胶原蛋白，以“直补胶原”为卖点，修丽可品牌也于近期推出重组胶原注射类产品。

图105：胶原蛋白成分还处于概念普及期

表11：胶原蛋白功效丰富

功效	起效机制
保湿	胶原蛋白外侧的羟基作为亲水基因能够结合水分子，形成水合骨架结构，起到锁水、补水的作用。
修护	胶原蛋白能够促进细胞再生和增殖，使得受损肌肤屏障得到修护。
抗衰	通过注射胶原蛋白到皮肤真皮层，能够起到填充支撑和刺激组织新生等作用，从而消除较深皱纹褶皱，实现局部抗衰。
美白	胶原蛋白通过和酪氨酸残基竞争，结合皮肤中酪氨酸酶，从而减少多巴生成，进一步抑制黑色素形成。

数据来源：创尔生物招股书，美丽修行大数据、开源证券研究所

图：重组胶原成分热度提升

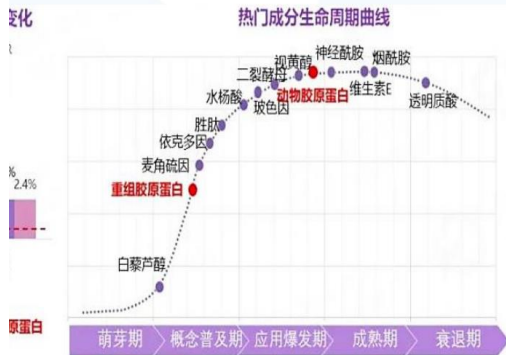


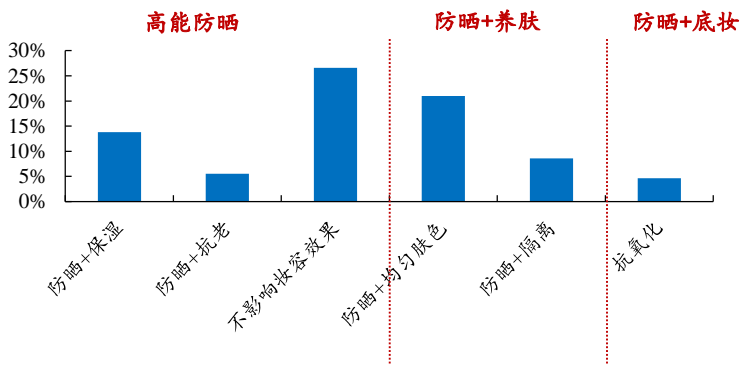
表12：各企业纷纷布局重组胶原蛋白产品

企业	产品	推出时间	定价	核心成分	核心卖点
欧莱雅	欧莱雅小蜜罐面霜2.0	2023年12月	400元/60ml	重组胶原蛋白、玻色因PRO、麦卢卡花蜜复 合精粹、四大胜肽	“新增重组胶原蛋白”，直接补充I型胶原 蛋白并将原有的成分再升级，高能焕新5大 胶原，复配王牌专研成分「玻色因 PRO」弹 润紧致，修护肌肤，质地更轻盈，肤感更舒 服，香味更清新。
珀莱雅	珀莱雅源力面霜2.0	2024年2月	259元/50g	XVI型重组胶原蛋白、神经酰胺 AC60、卡 瓦胡椒精粹、神经二肽	胶原速修、4h 弹嫩、4 周重建耐受力
巨子生物	可丽金胶原眼霜	2024年1月	349元/20g	四种多重胶原蛋白(I型、III型、类人、Mini)、 三重胜肽、双 重A醇	3D 精修眼廓、2 周抚纹亮眸
	可复美胶原棒	2021年12月	419元/45ml	四种重组胶原蛋白(I型、III型、类人、Mini)	强修护、高保湿、筑屏障
丸美股份	丸美双胶原小金针次抛精 华	2022年4月	596元/64.5ml	重组I型胶原、重组III型胶原	I型胶原撑起轮廓、III型胶原饱满淡纹
鸿星尔克子公司多映生物	多映次抛精华液	2023年12月	358元/45ml	重组I型人源化胶原蛋 白	7倍促胶原、8周轮廓稳固； PR护肤日夜兼修，日防护、夜修护
	珂溢修护贴	2023年12月	318元/10片	重组I型人源化胶原蛋白、重组XVII型人源 化胶原蛋白、专利重组I型人源化胶原蛋白、 重组类人胶原、小分子酵母胶原肽	5 重胶原蛋白，多靶点智修系统:8重透明质 酸，多重立体保湿科技
福瑞达	珂溢精华液	2023年10月	349元/20支	重组I型人源化胶原蛋 白、重组XVII型人源化胶原蛋白、重组I型 人源化胶原蛋白、重组类人胶原、水解胶原	强韧肌底膜、促生肌底蛋白
	珂溢面霜	2024年1月	469元/50g	重组I型人源化胶原蛋白、重组 XVII型人源 化胶原蛋白、专利重组II型人源化胶原蛋白、 重组类人胶原、水解胶原	5重胶原蛋白智修系统，胶原赋能修护肌肤； 15min 改善干红，14天修护屏障
爱美客	爱芙源重组III型人源化胶 原蛋白贴敷料	2023年11月召开新品 发布会		重组III型人源化胶原蛋白	III型胶原无菌直补，主打医美术后分级修复， 品牌产品涵盖术后全周期护理，可缩短术后 恢复期
	嗨体熊猫医用重组III型人 源化胶原蛋白修复贴	2023年11月召开新品 发布会		重组III型人源化胶原蛋白	覆盖上眼睑、眼尾、下眼睑三区，加快创面 愈合，品牌定位眼部护理专家0
	医用重组III型人嗨体护肤 源化胶原蛋白修复贴	2023年11月召开新品 发布会		重组III型人源化胶原蛋白	二类械颈膜，II型胶原无菌直补，品牌定位 颈部护理专家

## 5.3 美丽：旅游、户外运动掀起防晒“热浪”，消费者防晒需求进阶

- **旅游市场回暖与小众户外运动兴起，多品牌争夺防晒市场。**据QuestMobile数据。2023年4月，小红书站内防晒笔记中旅游出行、海边踏浪场景为“防晒”相关内容前二大场景。
- **消费者防晒需求进阶，高能+舒适已是主流。**消费者对户外的渴望对防晒产品需求由基础的防晒到舒适、高效防晒过渡。防晒Plus概念也迅速在用户中“出圈”，带有此类功能的产品表现出色。

图107：2023年4月高能防晒为小红书&抖音平台主要提及的卖点



数据来源：QuestMobile、开源证券研究所

图106：典型旅游APP及户外活动APP活跃用户规模不断增长

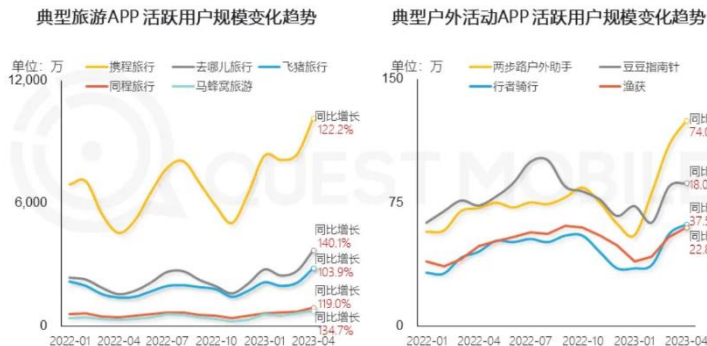
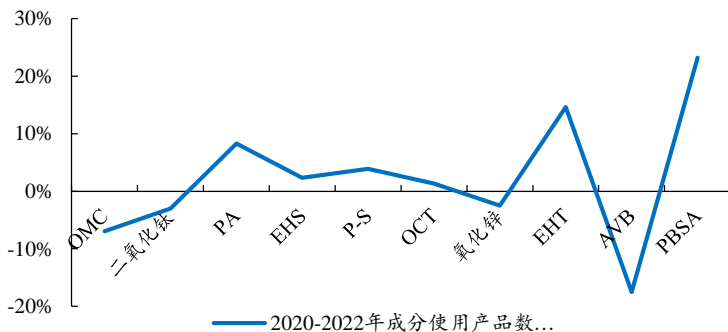


图108：2020-2022年TOP10国内防晒剂成分应用产品数CAGR

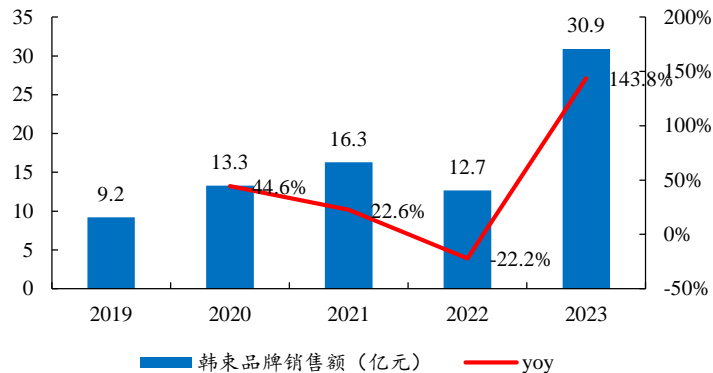


数据来源：QuestMobile、开源证券研究所

## 5.4 上美股份：把握尾部企业出清窗口期，补位平价市场

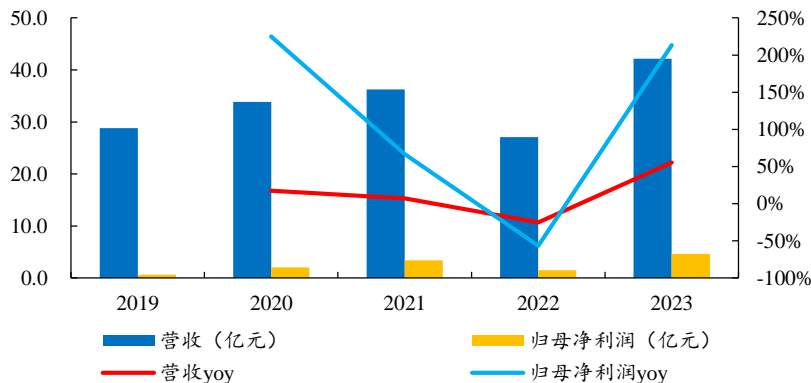
- 公司旗下韩束品牌起家于三四线城市，对下沉市场消费者偏好认知深刻。锚定抖音月收入5000-7000元用户，推出高性价比护肤套装抢占用户心智，承接尾部企业出清后的部分价格敏感的三四线城市用户需求，通过布局短剧和精细化抖音渠道运营成功破圈，2023年收入和市占率明显上升。2023年韩束品牌收入达30.9亿元/yoy+143.8%，其中2023H1/2023H2分别实现收入10.3/20.6亿元，yoy+70%/+211%，抖音平台实现GMV33.4亿元/yoy+374%。此外，公司一叶子和红色小象不断进行优化和升级，有望持续增长。2023年公司营收利润双增，营收42.1亿元/yoy+55.5%，归母净利润4.6亿元/yoy+213.5%。

图109：2023年韩束凭借性价比优势销售额同比增长143.8%至30.9亿元



数据来源：上美股份公司公告，开源证券研究所

图110：2023年公司营收/归母净利润yoy+55%/+213%

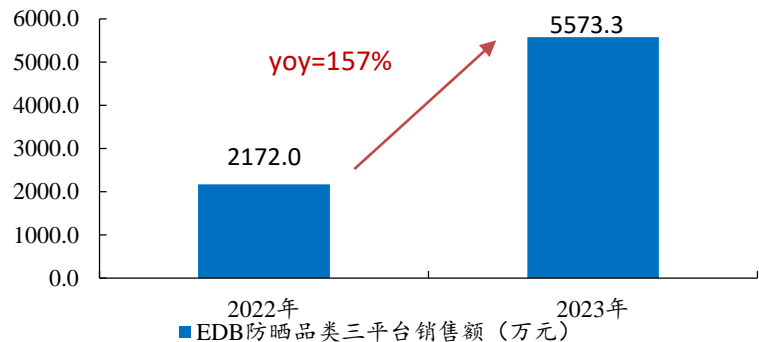


数据来源：Wind，开源证券研究所

## 5.4 水羊股份：小众圈层符号渐形成，把握其从小众至广为人知最佳投资阶段

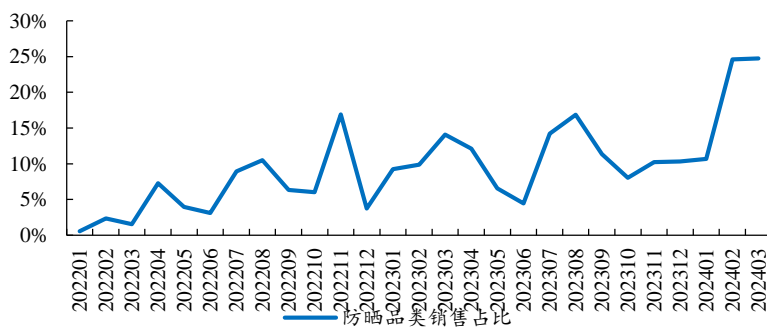
- **横向拓圈，纵向拓SKU，伊菲丹乘数效应显现，且增长较健康。天时+地利：**海外高奢品牌年多折扣、直播降价等手段导致品牌调性不同程度受损，同时已有一定程度审美疲劳，伊菲丹有效承接小众高奢定位人群需求。**人合：**三八活动与品牌契合度高的优质主播合作，3月6日曼小小曼抖音直播销量1000-2500万，单日EDB官方粉丝数增长7000人+，大促期间单日增量超过海蓝之谜、赫莲娜、科兰黎等高端定位品牌。大促期间（2.28-3.8）抖音旗舰店销售额2500万-5000万，粉丝数从23年12月底21万增加至3月26万。**CP组合延续增长，小样引流，防晒等SKU接力：**2024年2月公司隔离防晒产品线上三平台销售额730万元/yoy+171%，占比由2023年1月5.8%提升至2024年2月的26.8%，已成为超级CP组合外第二大单品。近日代言人吴磊的加持，加大品牌声量。
- 我们认为品牌或已进入最佳成长阶段。无关于消费降级，lululemon/celine/miumiu/赫莲娜/始祖鸟等多品牌均在经济增速换挡的大背景下因社交符号或个性显现等因素出圈。自有品牌大水滴，1-2月线上GMV3270万元/yoy+31%，PA亦精准匹配伊能静和李湘等艺人，有望复制EDB成功经验。代理业务有效强化适应市场变化能力：预计公司2024-2025年归母净利润为4/4.8亿元，yoy +36%/+20.3%，同时随着高端品牌占比的提升，预计全年盈利能力延续去年增长态势。

图111：EDB防晒品类2023年线上三平台销售额yoy+157%



数据来源：久谦中台、开源证券研究所

图112：2024年3月EDB防晒品类在品牌总GMV中占比达24.8%

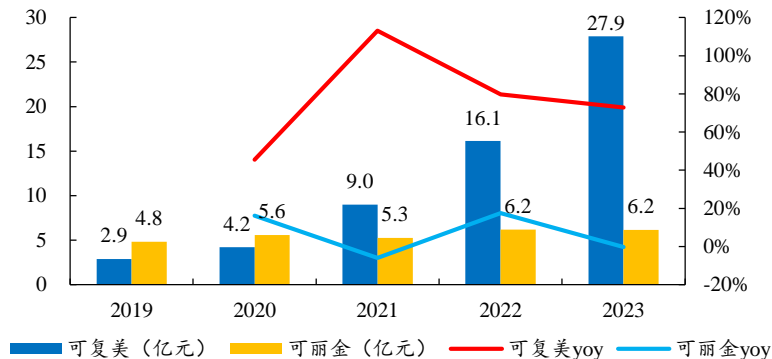


数据来源：久谦中台、开源证券研究所

## 5.4 巨子生物：重组胶原蛋白领航者，护肤品和医美产业化进程加速

- 公司为重组胶原龙头，借力成分红利可复美“胶原棒”次抛、可丽金“大膜王”涂抹面膜等单品放量带动线上快速增长。据巨子生物公众号，2023年双十一期间可复美、可丽金线上全渠道GMV同比增长100%+、50%+，品牌势能向好，可复美焦点面霜、可丽金胶卷眼霜等产品相继推出，后续控油、补水、抗衰等产品储备丰富，以胶原蛋白为核心的品类拓张打法成功跑通。
- **医美管线储备中，后续有望贡献第二增长曲线。**公司依托原料优势持续拓展管线，目前在研4款医美产品，其中针对面部水光及眉间纹产品有望于24年H1上市。重组胶原具备抗衰、修复等功效，成分认知基础好，我们看好其在多厂商教育下成为下一热点产品，公司具备医美渠道基础，产品上市后有望贡献第二增长曲线。

图113：可复美和可丽金品牌2023年均维持较高增速



数据来源：巨子生物公司公告、开源证券研究所

表13：巨子生物医美管线储备丰富

公司	在研产品	适应症	预计获批时间
巨子生物	重组胶原蛋白液体制剂	用于抗衰老的皮内及皮下恢复肌肤活力的产品（主要针对面部皮肤）	2024
	重组胶原蛋白固体制剂	用于抗衰老的皮内及皮下恢复肌肤活力的产品（主要针对面部皱纹，如抬头纹、鱼尾纹）	2024
	重组胶原蛋白凝胶	用于抗衰老的皮内及皮下恢复肌肤活力的产品（主要针对中度至重度的颈纹）	2025H1
	交联重组胶原蛋白凝胶	用于抗衰老的皮内及皮下恢复肌肤活力的产品（主要针对中度至重度法令纹）	2025H1

数据来源：巨子生物公司公告、开源证券研究所

## 5.4 科思股份：新型防晒剂前景广阔，新品类、新产能助力高成长性延续

- **短期出货节奏影响增速略放缓，但盈利能力依旧亮眼。** 2023Q4/2024Q1公司收入yoy+21.3%/21.1%，相对放缓系2023Q3产线改建对出货有一定影响，但2023Q4/2024Q1归母净利润yoy+47.3%/37.2%仍然维持较高增速。公司持续多季度营收、归母净利润维持在较高水平。
- **新品爬坡+新建产能带动防晒仍处快速成长期，去屑剂等丰富品类且贡献弹性。** **产品体系丰富：**2023H2顺利完成AVB、PA、EHT、PS扩产线，2024年产能将快速爬坡；PO、氨基酸表活已投产出货。防晒随户外运动全民兴起叠加防晒意识提升，全球渗透率仍在快速提升，公司有效扩充产能把握红利提升行业份额和龙头地位。去屑剂等更替需求迫切，放量在即，再次验证公司市场地位和个护领域强大实力。 **产能充足：**2023年化妆品活性成分及其原料设计产能33180吨/年/yoy+22.6%，产能利用率75.05%，另有5600吨产能在建，马来西亚1万吨产能在建预计2025年投产放量。

图114：2022年以来公司营收持续保持较高增速（亿元）

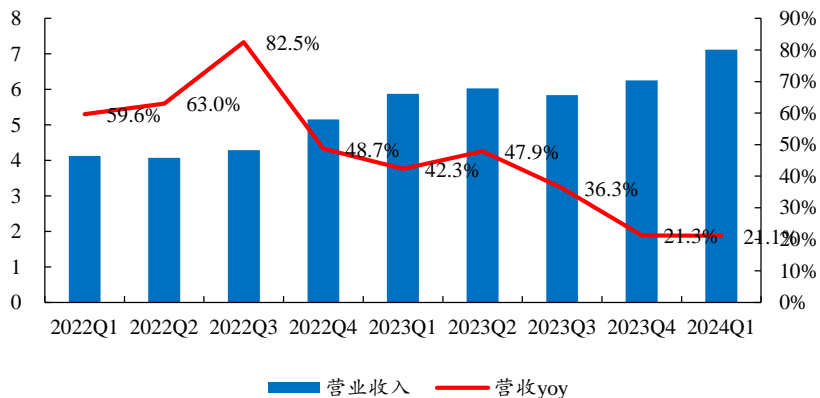
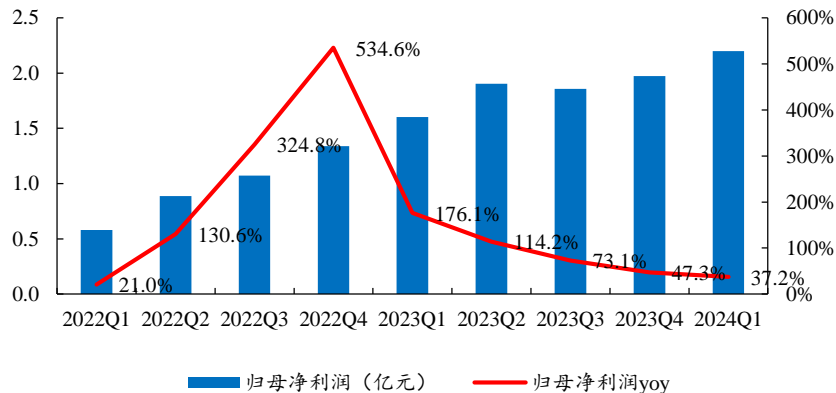


图115：2022年以来公司归母净利润逐季表现均亮眼



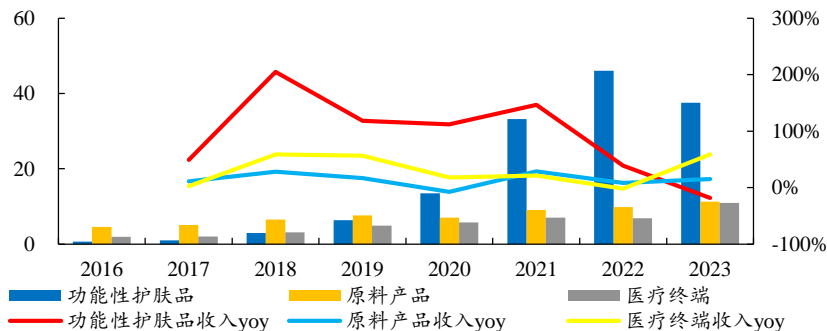


## 5.4

## 华熙生物：2024Q1业绩改善，期待化妆品业务经营调整后重回增长

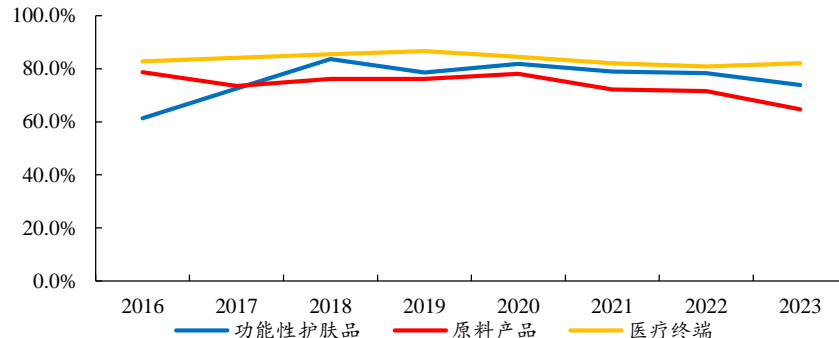
- 原料业务+医疗终端业务增长加速，医美降本增效费率优化。**（1）**原料领域：**2023年公司原料板块实现收入11.3亿元/yoy+15.22%，毛利率64.7%/yoy-6.8pct，毛利率降低系生产成本上升。**结构方面：**高毛利医药级透明质酸原料收入增至4.01亿元/yoy+19%。**研发方面：**医药级原料研发，公司无菌级HA生产线已完成试产，新增Hyatru透明质酸钠，巩固HA高端市场地位；化妆品级原料方面完成1项新原料备案；食品级原料方面，推出速溶HA；研发其他生物活性物，如Bioyouth-EGTPure超纯麦角硫因、BloomcollaCOL3-MD人源化胶原蛋白，进一步形成生物活性物平台型企业。（2）**医疗终端领域：**2023年实现营收10.9亿元/yoy+59%，毛利率82.1%/yoy+1.2pct。其中皮肤类医疗产品实现收入7.5亿元/yoy+60.3%。公司差异化优势品类微交联润致娃娃针收入yoy+200%+，润致填充剂收入yoy+250%+，收入高增。同时，公司储备玻尿酸复合溶液、动能素等多个产品，管线丰富。
- 功能性护肤品长期优化渠道结构+开拓新品类，有望迎来业绩增长拐点。**2023年营收37.6亿元/yoy-18.5%，毛利率73.9%/yoy-4.4pct。业绩承压主要系公司对各大护肤品牌进行了阶段性调整，包括品牌升级和组织管理的变革；（2）**产品策略：**持续打造大单品系列，润百颜大单品屏障修护系列占比超润百颜整体销售收入40%；扩展品牌外延，夸迪臻金蕴活轻龄眼霜进一步聚焦抗老赛道差异化；积极推新，2024Q1推出润百颜胶原元气弹、肌活糙米水2.0和米蓓尔蓝绷带精华等新品。

图116：2023年公司原料和医疗终端业务增速显著（单位：亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图117：公司医美业务盈利能力优化



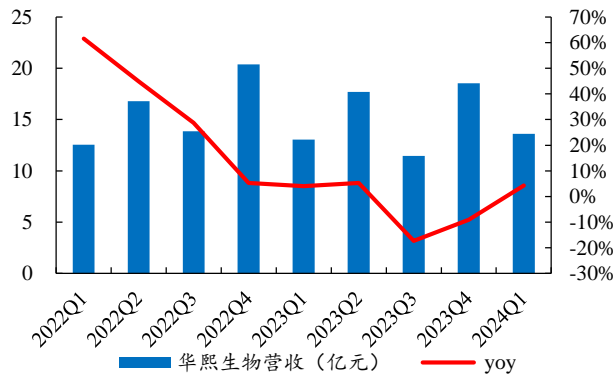
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 5.4

## 华熙生物：2024Q1业绩改善，期待化妆品业务经营调整后重回增长

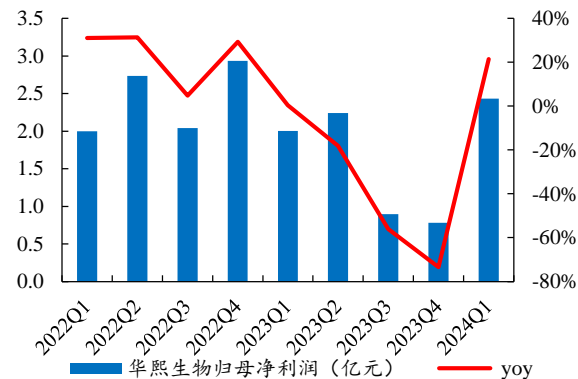
**主动调整经营战略2023业绩承压，2024Q1盈利拐点初现。**2023年公司实现营收60.8亿元/yoy-4.45%，归母净利5.9亿元/yoy-39%，2023Q4实现营收18.5亿元/yoy-9%，归母净利0.8亿元/yoy-73.4%。2024Q1公司营收13.61亿/yoy+4.24%，归母净利润2.43亿/yoy+21.39%，扣非归母净利2.31亿/yoy+53.30%，营收和归母净利连续三个季度下滑后首次同比转正。2024Q1毛利率75.73%/+1.95pct，净利率17.89%/+2.49pct，盈利能力有所改善。2024Q1销售/管理/研发/财务费用率36%/9%/7%/-0.3%，yoy-10.35pct/+1.95pct/+0.67pct/+0.12pct，销售费用率明显优化。

图118：2024Q1公司营收同比转正



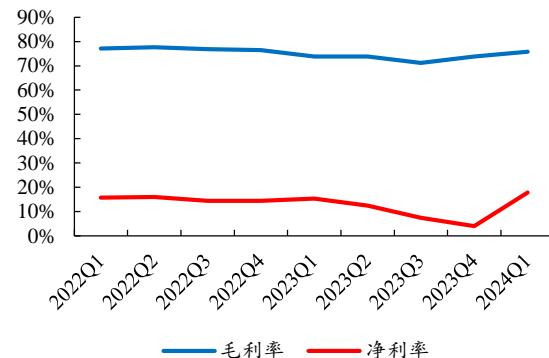
数据来源：Wind、开源证券研究所

图119：2024Q1公司归母净利同比转正



数据来源：Wind、开源证券研究所

图120：2024Q1公司盈利能力略有上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

# 目录

## CONTENTS

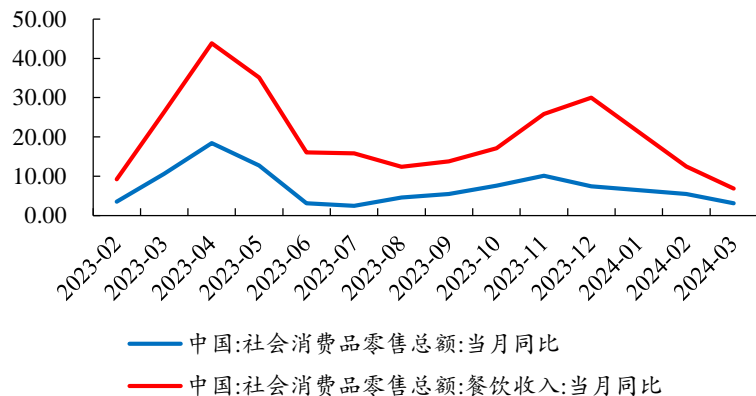
- 1 板块复盘：整体偏弱但不乏亮点，公募持仓仍处低位
- 2 精神消费：新场景激活新消费，关注IP全球化、小众运动和圈层效应
- 3 旅游产业：精神共鸣引领供需变革，新周期顺势而为者方执牛耳
- 4 教育新生：教培迎“双减”后新纪元，把握公考逆周期增长机遇
- 5 美丽重塑：国货进化引领发展，复杂环境焕发新生
- 6 关注结构性机会：餐饮、酒店
- 7 受益标的盈利预测与估值
- 8 风险提示

## 5.1 餐饮：比价持续，2024有望成为供给出清年

**整体繁荣：**根据国家统计局最新数据显示，2024年一季度餐饮收入达到13445亿元，增长10.8%，其中限额以上餐饮收入3551亿元，同比增长9.2%，**2023年2月以来餐饮收入增速始终快于社零增速。**

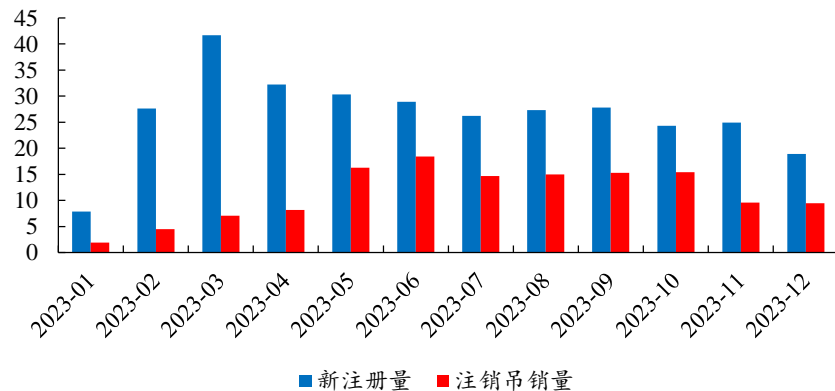
**买方市场，供需失衡：**2023年疫情放开迎来餐饮创业潮，企查查数据显示，2023年国内餐饮企业新增注册量为318.69万家，同比增长24.24%，是近几年中增速最快的一年。与此同时，2023年吊销、注销的数据是135.9万，是2022年全年餐饮企业注吊销量的2倍多，创下2020年以来餐企注吊销量新高。

图121：餐饮收入增速始终快于社零增速（单位：%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图122：2023年新增餐企319万家，吊销、注销餐企136万家



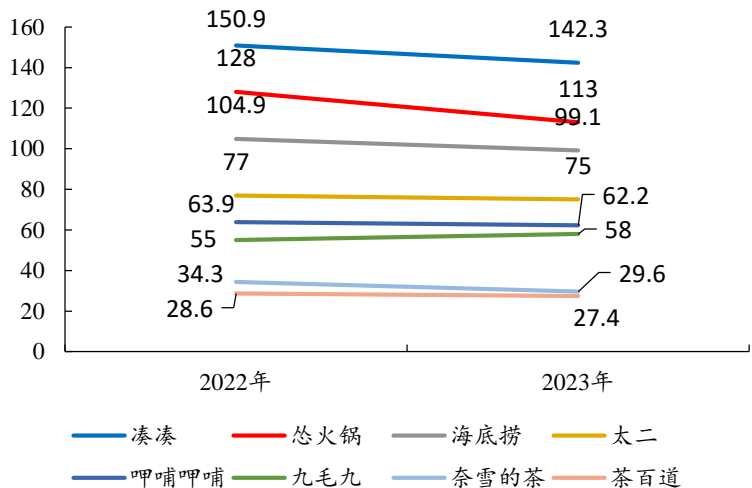
数据来源：餐企老板内参公众号、开源证券研究所

## 6.1 餐饮：比价持续，2024有望成为供给出清年

**价格战持续：**一方面餐饮创业者、加盟商看好疫后复苏，奔跑入场，一方面消费者趋于理性，减少不必要开销，供给增加、需求缩减，供需不平下商家“降价保量”，比价持续。

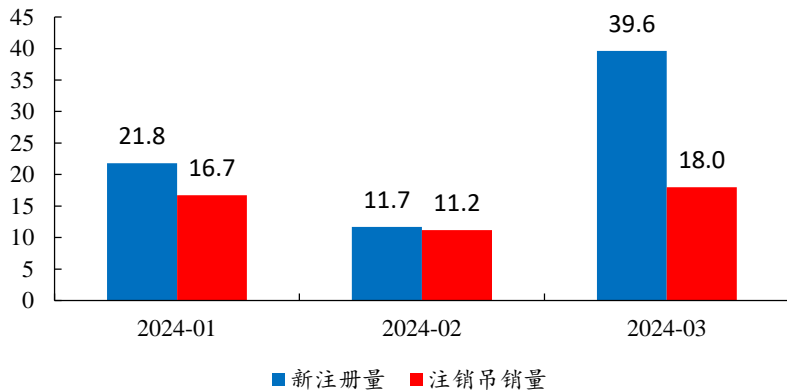
**2024有望迎供给出清年：**2024Q1，新增方面，国内餐饮相关企业新注册数量达到73.1万家，注销吊销量达到45.9万家，同比2023Q1，新增缩减23.4%，吊注销扩大232.6%。新增创业者、加盟商减少，同时质差、不被消费者认可的尾部餐企有望逐步出清，利好优质龙头餐企。

图123：除九毛九外，其他餐饮品牌2023年客单价都呈现下行趋势（单位：元）



数据来源：餐企老板内参公众号、开源证券研究所

图124：2024Q1新增餐企同比减少23.4%，吊注销同比增加232.6%（单位：万家）



数据来源：餐企老板内参公众号、开源证券研究所

## 6.1 海底捞：从快速扩张向麦当劳式行稳致远过渡（股东回报+加盟）

**高分红：**因扩张降速自有资金充足，公司转向重视股东回报，2023年股息率提升至5.67%，占净利润的92.7%。成熟的国际性餐企通常都采取高分红+回购策略，麦当劳TTM股息率为2.38%，星巴克TTM股息率为3.03%，迈入成熟期后重视股东回报。

**加盟：**美国成熟的大型餐企如麦当劳等都以加盟形式为主，轻资产，赚输出“管理”的钱。2024年3月海底捞放开加盟，打开县域市场空间，申请通道开放1个月不到收到“数以千计”的申请。从中国县域城市来看，全国共有2844个县级行政区，三线及以下城市人口加起来9亿多人，这部分人仍处于消费升级。

**节假日高景气：**根据久谦咨询，海底捞5月1日翻台率为6.8，同比+7.9%。

图125：2023年海底捞净利率超过疫情前水平

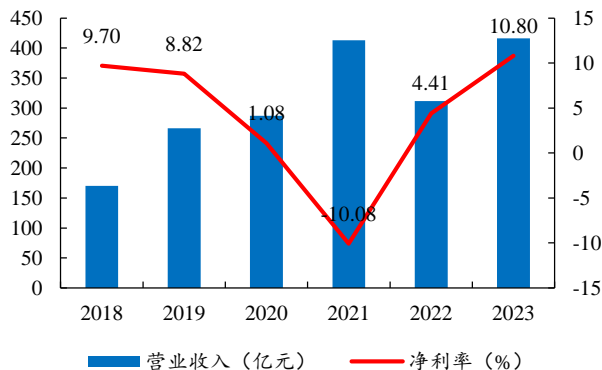


图126：2023年海底捞股息率达到5.67%（单位：%）

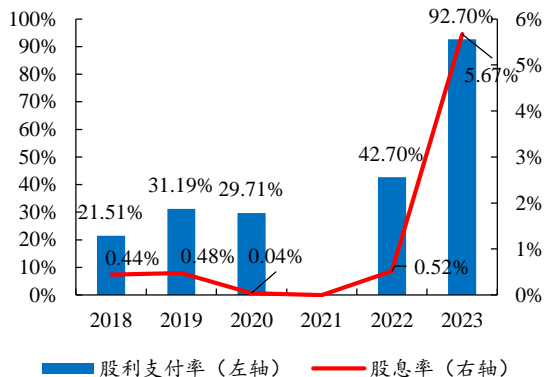
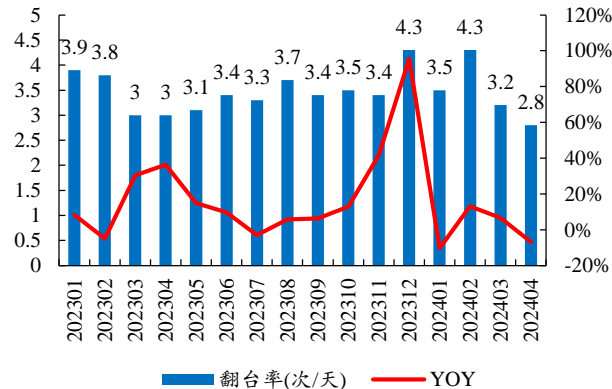


图127：海底捞翻台率维持高位



## 6.1 特海国际：中餐出海最纯标的，美股再上市利于扩张加速

**加速开店：**公司1-3月已新开3家门店，截至3月末共运营119家门店。1-3月翻台率同比提升明显，公司在海外的品牌势能和翻台率都处于上升通道。2023年储备较多签约门店，预计2024年新开店数量较去年将有高个位数的增长。

**双重上市：**赴美双重上市，加速海底捞海外拓店。预计最多发行约1.23亿股（现价15.28HKD），募得资金的70%将用于提升品牌并扩大全球餐厅网络。

图128：截至2023年特海国际已在12个国家布局115家餐厅，海外运营经营超10年

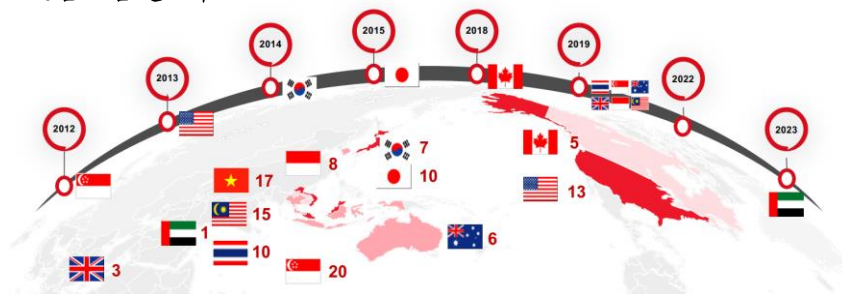


图129：2023年特海国际餐厅利润率达到9%，净利率达到3.7%

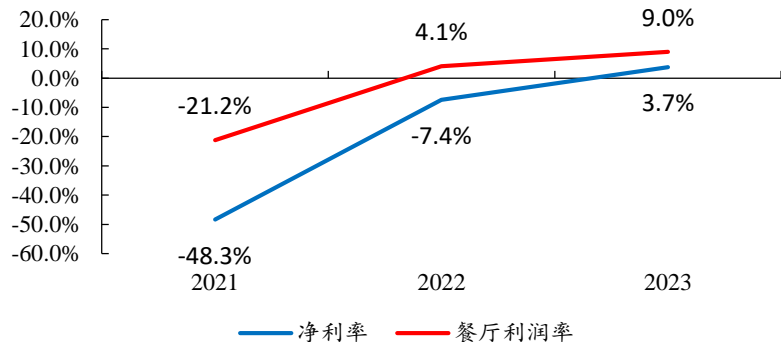
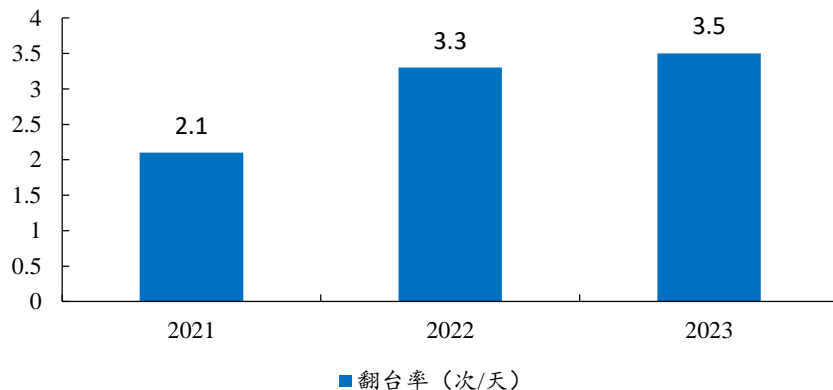


图130：2023年特海国际翻台率提升至3.5



## 6.2 酒店：消费降级经济型酒店好于中高端，一季度呈现“价稳量降”

**节假日效应增强，旺季特别旺，淡季特别淡：**截至4月6日的STR日度数据显示，中国内地酒店平均房价和入住率仅在周日有小幅增长，其余时间段均不及2019年同期。由此可见商务市场需求增长仍显乏力，未能给酒店溢价带来信心。受企业控费影响，商旅需求受到抑制，2023Q4华住、锦江、首旅、亚朵的RevPAR恢复度（vs.2019）分别-环比9%/-12%/-14%/-9%。

**2024Q1商务活动和RevPAR恢复度略有回升：**2024年3月商务活动PMI回到53，2024Q1锦江、首旅RevPAR恢复度分别环比+1/4%，逐步企稳回升。

图132：商务需求乏力，2024Q1周末房价恢复度优于周中

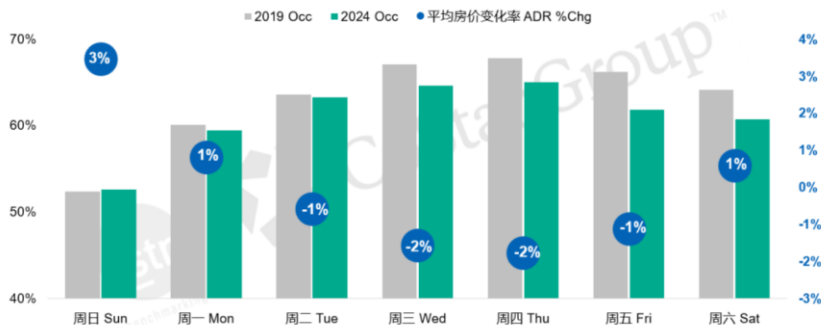


图131：2024年3月商务活动PMI重回扩张区间（53）

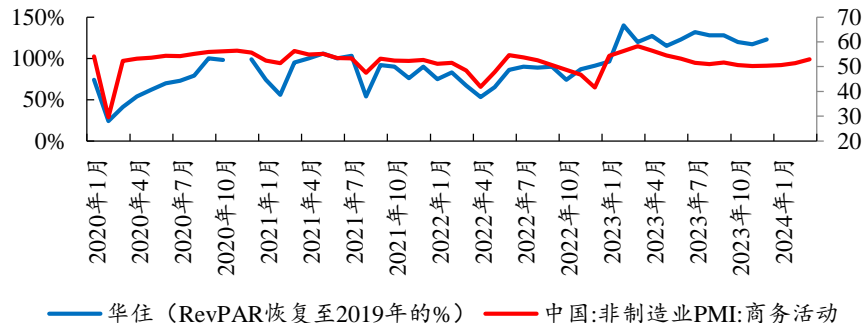
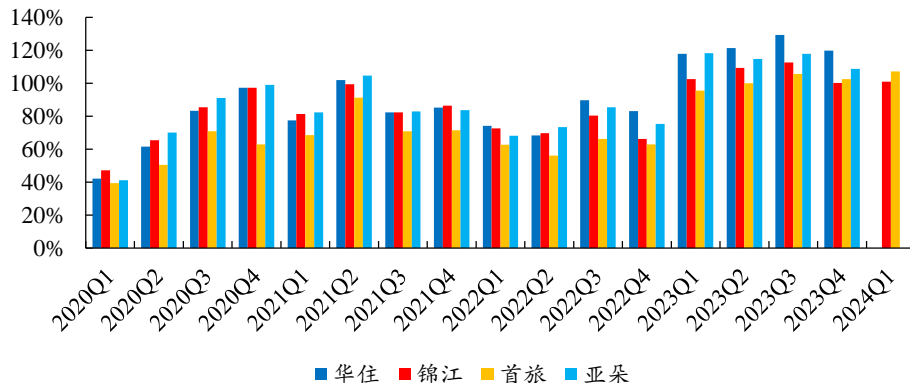


图133：RevPAR较2019年同期的恢复度，2024Q1企稳

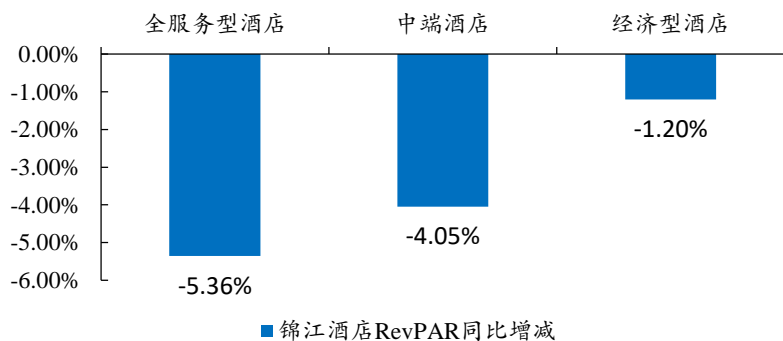




## 6.2 酒店：消费降级经济型酒店好于中高端，一季度呈现“价稳量降”

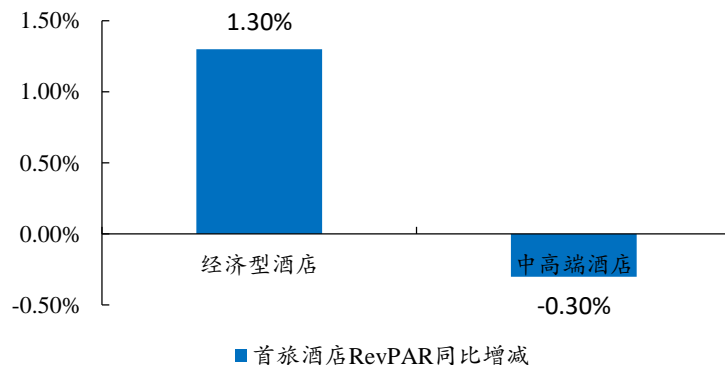
从首旅、锦江一季报来看，经济型酒店表现好于中高端：同比来看，2024Q1锦江酒店全服务、中端、经济型酒店的RevPAR分别同比-5.36%/-4.05%/-1.2%；2024Q1首旅酒店经济型、中高端酒店的RevPAR分别同比+1.3%/-0.3%。或主要受消费降级，以及差旅降差标的影响，低价的经济型酒店相对更受青睐，更具韧性。

图134：锦江酒店RevPAR同比：经济型>中端>全服务



数据来源：锦江酒店公司公告、开源证券研究所

图135：首旅酒店RevPAR同比：经济型>中高端



数据来源：首旅酒店公司公告、开源证券研究所

## 6.2 酒店：消费降级经济型酒店好于中高端，一季度呈现“价稳量降”

**2024Q1酒店业呈现“价稳量降”**：根据STR数据，2024年3月国内整体入住率较2019年同期的恢复度为97%，房价为100%。锦江和首旅一季度报表来看，房价同比为正增长，入住率同比为负增长。

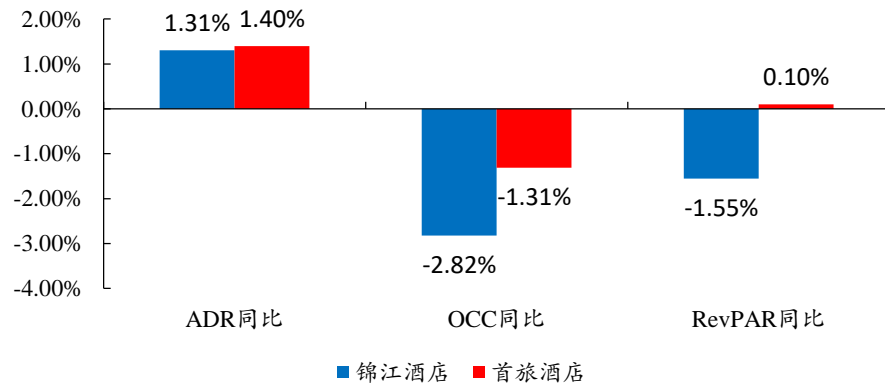
**或逐步进入滞胀周期**：根据美林时钟，酒店业周期可分为4个阶段：复苏、繁荣、滞涨和衰退。滞胀周期特征：随着行业过热，入局的投资者增多，导致供给增加，OCC开始加速下降，ADR增速趋缓，同时RevPAR开始同比转负。

图136：2024年3月国内整体房价表现优于入住率



资料来源：STR

图137：RevPAR较2019年同期的恢复度，2024Q1企稳



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

# 目录

## CONTENTS

- 1 板块复盘：整体偏弱但不乏亮点，公募持仓仍处低位
- 2 精神消费：新场景激活新消费，关注IP全球化、小众运动和圈层效应
- 3 旅游产业：精神共鸣引领供需变革，新周期顺势而为者方执牛耳
- 4 教育新生：教培迎“双减”后新纪元，把握公考逆周期增长机遇
- 5 美丽重塑：国货进化引领发展，复杂环境焕发新生
- 6 关注结构性机会：餐饮、酒店
- 7 受益标的盈利预测与估值
- 8 风险提示

表14：受益标的盈利预测与估值

公司名称	2024/5/8	EPS			PE			评级	
	收盘价	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E		
600223.SH	福瑞达	215.92	11.29	14.51	18.26	19.12	14.88	11.82	买入
300896.SZ	爱美客	180.00	5.45	7.57	10.09	33.05	23.77	17.85	买入
832982.BJ	锦波生物	73.36	3.82	4.56	5.18	19.21	16.08	14.17	未评级
601888.SH	中国中免	21.25	0.87	1.11	1.34	22.20	17.43	14.36	未评级
0780.HK	同程旅行	20.33	0.70	0.81	0.94	29.12	25.03	21.64	未评级
603099.SH	长白山	23.51	1.22	1.66	2.03	19.27	14.18	11.58	买入
300795.SZ	米奥会展	25.20	2.16	2.49	2.82	11.65	10.13	8.95	买入
001308.SZ	康冠科技	83.59	5.68	7.10	8.76	14.72	11.78	9.55	买入
300856.SZ	科思股份	32.92	1.44	1.62	1.83	22.89	20.35	18.02	买入
603277.SH	银都股份	63.13	1.7658	2.2372	2.8151	35.75	28.22	22.43	买入
688363.SH	华熙生物	19.24	1.0299	1.2389	1.4575	18.68	15.53	13.20	买入
300740.SZ	水羊股份	96.20	3.07	3.83	4.66	31.37	25.14	20.66	买入
688366.SH	昊海生科	10.84	0.5118	0.6104	0.7144	21.18	17.76	15.17	买入
300192.SZ	科德教育	64.30	2.04	2.75	3.62	31.60	23.38	17.78	买入
000526.SZ	学大教育	10.50	0.4539	0.5788	0.7305	23.13	18.14	14.37	未评级
603081.SH	大丰实业	30.65	1.27	1.58	1.91	24.21	19.38	16.05	买入
605289.SH	罗曼股份	11.27	0.7135	0.8262	0.95	15.80	13.64	11.86	未评级
600916.SH	中国黄金	23.01	1.37	1.74	2.13	16.80	13.19	10.81	买入
300662.SZ	科锐国际	21.30	1.63	1.84	2.04	13.08	11.60	10.46	未评级
600861.SH	北京人力	4.77	0.28	0.31	0.34	16.84	15.33	14.00	未评级
600662.SH	外服控股	24.22	1.4395	1.7068	1.9746	16.83	14.19	12.27	未评级
603059.SH	倍加洁	412.20	13.19	15.45	16.53	31.25	26.67	24.93	买入
9961.HK	携程集团-S	109.22	2.73	3.53	5.82	40.05	30.93	18.78	未评级
300492.SZ	华图山鼎	215.92	11.29	14.51	18.26	19.12	14.88	11.82	未评级
EDU.N	新东方	82.32	1.51	2.60	3.54	49.54	28.77	21.13	未评级
TAL.N	好未来	12.94	0.13	0.23	0.32	87.76	51.49	36.58	买入

数据来源: Wind、Bloomberg、开源证券研究所, 除福瑞达、爱美客、长白山、米奥会展、康冠科技、科思股份、银都股份、康冠科技、华熙生物、中国黄金、昊海生科、大丰实业、水羊股份、倍加洁、好未来为开源证券研究所预测, 新东方为Bloomberg一致预期, 其全公司盈利预测及估值数据均使用Wind一致预期

# 目录

## CONTENTS

- 1 板块复盘：整体偏弱但不乏亮点，公募持仓仍处低位
- 2 精神消费：新场景激活新消费，关注IP全球化、小众运动和圈层效应
- 3 旅游产业：精神共鸣引领供需变革，新周期顺势而为者方执牛耳
- 4 教育新生：教培迎“双减”后新纪元，把握公考逆周期增长机遇
- 5 美丽重塑：国货进化引领发展，复杂环境焕发新生
- 6 关注结构性机会：餐饮、酒店
- 7 受益标的盈利预测与估值
- 8 风险提示

### （一）国内及全球宏观经济波动

世界不确定性处于高位，外部环境的进一步复杂化冲击国内国际双循环，加大国内经济下行压力，引发政策变动、市场需求减弱、产业结构调整、出口贸易受阻、原材料成本上升等不利因素，影响上市公司后续经营表现。

### （二）项目落地不及预期，影响后续新产品的推出从而影响公司竞争力

新建设或研发项目进展不及预期，导致新产品推迟上市或新产能面临不足，使公司在关键市场的竞争地位下降，降低公司信誉和客户信任，财务状况恶化影响其他业务进展，进而对未来营收、业绩产生较大影响。

### （三）零售不及预期，或导致存货周转、减值等相关问题

下游需求不足导致产品销售不及预期，使公司面临存货积压，产生流动资金占用、仓储成本增加、存货资产减值等风险。

### （四）新进入者或已有竞争者带来的行业竞争加剧等

新进入者或现有竞争者可能通过价格战、营销推广等手段争夺市场份额，若公司不能持续在技术创新、市场开拓等方面有所突破并保持一定的竞争优势，将会面临市场份额不断被挤压的风险。

## 分析师声明

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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 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。

## 股票投资评级说明

	评级	说明	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。
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。	

## 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，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：**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

邮箱：research@kysec.cn

**深圳：**深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮箱：research@kysec.cn

**北京：**北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层

邮箱：research@kysec.cn

**西安：**西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮箱：research@kysec.cn



THANKS

感 谢 聆 听



开源证券