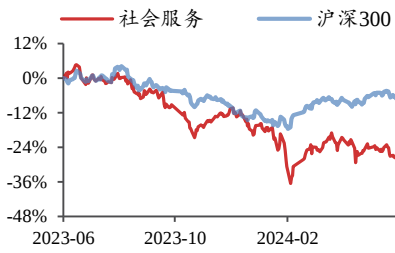


社会服务

2024 年 06 月 02 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

- 《IP 卡牌乘风起，国际业务贡献 OTA 增量—行业周报》-2024.5.26
- 《IP 卡牌打开潮玩空间，多维度显示高教拐点已至—行业周报》-2024.5.19
- 《关注职教、高教板块，伊菲丹官宣全球代言人 —行业周报》-2024.5.12

IP 积木+卡牌接棒潮玩新力量，端午旅游预订平稳增长

——行业周报

初敏（分析师）

chumin@kysec.cn

证书编号：S0790522080008

李睿娴（联系人）

liruixian@kysec.cn

证书编号：S0790122120005

程婧雅（联系人）

chengjingya@kysec.cn

证书编号：S0790123070033

● 出行/旅游：端午假期预订平稳增长，同程加速跨境业务布局

出行/旅游：根据航班管家预测，2024 年端午假期民航计划执行航班量/旅客运输量分别同比提升 4.2%/6.0%，预计假期出行旅游人次在 2023 年高基数下仍有望实现平稳增长。供给提升&理性消费&下沉渗透趋势下，预计假期机酒“量增价减”趋势仍将延续。出行结构上，短途周边游为主，自由行提升、目的地分散多元、民俗体验热情较高的个性化特征仍然突出。**同程旅行：**2024 年港澳居民北上出游热持续升温，同程洞察港澳入境旅游提升趋势，推出全新海外预订平台 HopeGoo，交通预订接入 AlipayHK 引流，加速拓宽海外版图。**访港：**本周（5.25-5.31）内地访客总入境人次达 504681 人，环比-2.8%；全球访客总入境人次（除内地外）176410 人，环比+2.5%。

● IP/教育：百亿积木接棒潮玩新力量，关注中老年兴趣教育

IP：2022 年中国积木市场规模为 217 亿元，IP 类拼搭玩具是全球玩具行业增速最快、极具发展前景的细分品类，弗若斯特沙利文预计中国 IP 类拼搭玩具 2023 年至 2028 年的年均复合增长率为 41.3%。积木消费受众，成年人占比 76%。竞争格局方面，乐高一家独大，国产积木靠 IP 和性价比取胜。利润率方面，乐高和布鲁可盈利能力优异，均超过 25%。**教育：**深圳龙华加快非学科办证，利好龙头合规教培机构。老年经济兴起，关注中老年兴趣教育。

● 美丽/运动：美护企业发力洗护赛道，Keep 数据功能升级

美丽：广东调整医美外科项目：美容外科可打玻尿酸等注射类项目。利于医美市场进一步合规化。**锦波生物：**锦波生物正与山西省人民医院联合开展注射用 XVII 型重组人源化胶原蛋白用于毛发增量的临床试验。拓展不同型号胶原蛋白有望打开胶原蛋白成长空间，助力行业持续发展。**洗发护发：**青眼情报预计 2025 年中国洗发护发市场规模将破 700 亿元，消费者对洗护产品的关注度逐渐由头发向头皮发展。2024 年以来，众多美妆企业推出洗护新品牌聚焦头皮健康、微生态方面，如珀莱雅惊时和福瑞达即沐，国产品牌有望以新概念破局。

● 本周 A 股社服板块跑赢大盘，港股消费者服务板块跑输大盘

本周（5.27-5.31）A 股社会服务指数-0.25%，跑赢沪深 300 指数 0.35pct，在 31 个一级行业中排名第 13，检测、旅游类领涨；本周港股消费者服务指数-7.01%，跑输恒生指数 4.16pct，在 30 个一级行业中排名第 30，教育类领涨。

推荐标的：（1）旅游：长白山；（2）教育：好未来、科德教育；（3）餐饮/酒店/会展：银都股份、米奥会展；（4）美护：科思股份、水羊股份、康冠科技、倍加洁。

受益标的：（1）旅游：九华旅游、三特索道、丽江股份、同程旅行、携程集团-S；（2）教育：新东方、学大教育、凯文教育、华图山鼎、中教控股、中国科培、中汇集团、天立国际控股；（3）美护：巨子生物、爱美客；（4）运动：Keep；（5）IP：华立科技。

● **风险提示：**项目落地不及预期，出行不及预期，行业竞争加剧等。

内容目录

1、出行/旅游：端午假期预订平稳增长，同程加速跨境业务布局.....	4
1.1、端午假期前瞻：本地、周边短途出行为主，预计整体平稳增长.....	4
1.2、同程旅行：港澳北上出游热，加码跨境旅行业务.....	5
1.3、航空：国内航班环比回落，国际航班保持稳定.....	6
1.4、访港数据追踪：内地访港环比回落，全球访港保持稳定.....	6
2、IP：品牌+IP，积木接棒潮玩新力量.....	8
2.1、市场规模：百亿市场，IP 积木正崛起.....	8
2.2、消费受众：成年受众占比 76%，解压和送礼为主要目的.....	9
2.3、品牌对比：乐高一家独大，国产积木靠 IP 和性价比取胜.....	9
2.4、利润率：乐高和布鲁可盈利能力优异.....	11
3、教育：深圳龙华加快非学科办证，关注中老年兴趣教育.....	11
3.1、深圳龙华区加快非学科办证，已成功办理 60 起.....	11
3.2、老年经济兴起，关注中老年兴趣教育.....	12
4、美丽：医美赛道热度持续，美妆企业发力洗护赛道.....	12
4.1、广东调整医美外科项目：美容外科可打玻尿酸等注射类项目.....	12
4.2、锦波生物启动重组 XVII 型人源化胶原蛋白新适应症临床试验.....	13
4.3、洗护：国产美妆企业发力洗护赛道，护肤式洗护为新发展趋势.....	13
5、运动：Keep 线上服务将承接咪咕善跑用户数据导入，自有品牌业务天猫开门红位列健身鞋服第三名.....	16
6、行业行情回顾：本周 A 股社服板块跑赢大盘，港股消费者服务板块跑输大盘.....	16
6.1、A 股行业跟踪：本周社服板块波动下行.....	16
6.2、A 股社服标的表现：本周（5.27-5.31）检测、旅游类上涨排名靠前.....	18
6.3、港股行业跟踪：本周消费者服务板块整体下行.....	19
6.4、港股消费者服务标的表现：本周（5.27-5.31）教育类上涨排名靠前.....	20
7、风险提示.....	21

图表目录

图 1：端午假期国内民航预计执行航班同比+4.2%.....	4
图 2：端午假期国内民航预计发送旅客量同比+6%.....	4
图 3：2024 年至今经济舱平均票价整体低于往年同期.....	4
图 4：端午假期民航经济舱平均票价预计同比-25%.....	4
图 5：HopeGoo 机票预订界面.....	6
图 6：本周国内客运日均执行航班量较 2023 年同期-4%（单位：架次）.....	6
图 7：本周国际客运日均执行航班量恢复至 2019 年同期 72%（单位：架次）.....	6
图 8：近一周内地/全球访港人数环比-2.8%/+2.5%（单位：人次）.....	7
图 9：近一周内地/全球访港人数恢复至 2019 年的 47.4%/65.2%（单位：人次）.....	7
图 10：近一周内地/全球访港人数单日峰值环比-9.8%/+6.3%（单位：人次）.....	7
图 11：2022 年中国积木市场规模为 217 亿元，预计 2022-2027 年的 CAGR 为 13.4%.....	8
图 12：预计中国 IP 类拼搭玩具 2023 年至 2028 年的年均复合增长率为 41.3%.....	8
图 13：预计全球 IP 类拼搭玩具 2023 年至 2028 年的年均复合增长率为 29%.....	8
图 14：30%的积木消费者认为 IP 是购买决策中最重要的因素.....	9
图 15：89%的 IP 授权产品价格高于同类无授权产品（2022）.....	9
图 16：积木受众性别占比较均匀.....	9

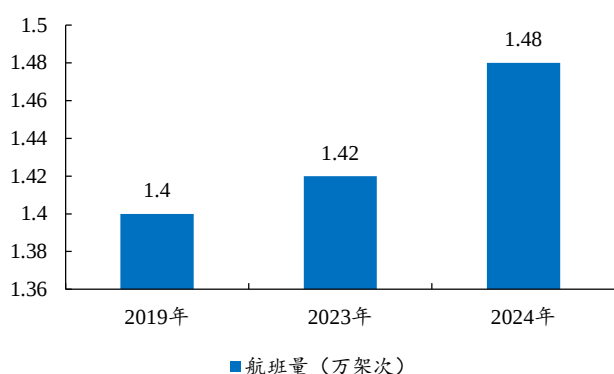
图 17: 积木品类成年受众占比 76%.....	9
图 18: 2023 年 3 月-2024 年 2 月乐高线上销售额为 33.7 亿元, 市场份额为 37.6%	10
图 19: 2023 年乐高 OPM 为 25.9%	11
图 20: 2024Q1 布鲁可经调整净利润率为 26.1%	11
图 21: 80.2%的中老年女性有过或正在进行兴趣学习行为	12
图 22: 91.6%的中年人群有过或正在进行兴趣学习行为	12
图 23: 一二线城市中老年人群报课学习的平均年度支出为 1660.3 元.....	12
图 24: 锦波生物与山西省人民医院皮肤科开展相关临床试验	13
图 25: 预计 2025 年中国洗发护发市场规模将突破 700 亿元.....	14
图 26: 2023 年洗发水市场份额达 67.1%.....	14
图 27: 去屑止痒、控油/去油、滋养/滋润为消费者关注的主要功效.....	14
图 28: 功效是消费者购买洗发水的首要关注因素	14
图 29: 2024 年化妆品新品牌中有较多洗护品牌.....	15
图 30: 本周 (5.27-5.31) 社服板块跑赢沪深 300 (%)	17
图 31: 2024 年初至今社服板块走势弱于沪深 300 (%)	17
图 32: 本周 (5.27-5.31) 社会服务板块在一级行业排名第 13 (%)	17
图 33: 2024 年初至今社会服务板块在一级行业排名第 26 (%)	17
图 34: 本周 (5.27-5.31) 国缆检测、电科院、张家界领涨 (%)	18
图 35: 本周 (5.27-5.31) 东方时尚、美吉姆、开元教育跌幅较大 (%)	18
图 36: 本周 (5.27-5.31) 电科院、峨眉山 A、中体产业净流入额较大 (万元)	18
图 37: 本周 (5.27-5.31) 锦江酒店、东方时尚、*ST 豆神净流出额较大 (万元)	19
图 38: 本周 (5.27-5.31) 消费者服务板块跑输恒生指数 (%)	19
图 39: 2024 年初至今消费者服务板块走势强于恒生指数 (%)	19
图 40: 本周 (5.27-5.31) 港股消费者服务板块在一级行业排名第 30 (%)	19
图 41: 2024 年初至今港股消费者服务板块在一级行业排名第 11 (%)	20
图 42: 本周 (5.27-5.31) 天立国际控股、粉笔、中国儒意领涨 (%)	20
图 43: 本周 (5.27-5.31) 中国科陪、美团-WR、同道猎聘跌幅较大 (%)	20
表 1: OTA 平台数据显示端午假期短途游为主流.....	5
表 2: 国产积木通过授权 IP 及自创国潮 IP 打造热门款.....	10
表 3: 40cm 左右尺寸的产品, 乐高平均售价约为 1300 元, 国产品牌约为 350 元	10
表 4: 惊时目前注册备案四款产品, 主打蓬松、控油.....	15
表 5: Keep 旗舰店位列天猫开门红健身鞋服第三名	16
表 6: 盈利预测与估值	21

1、出行/旅游：端午假期预订平稳增长，同程加速跨境业务布局

1.1、端午假期前瞻：本地、周边短途出行为主，预计整体平稳增长

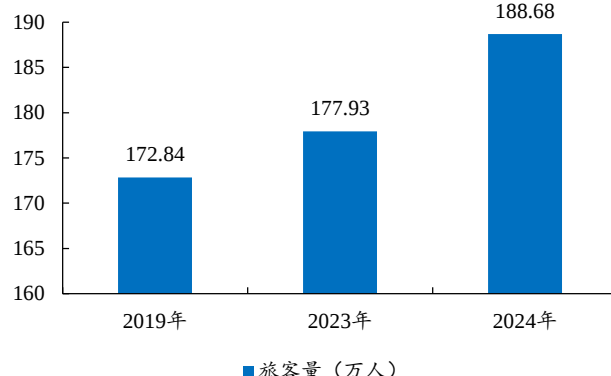
2024 年端午假期出行高基数下仍有望实现平稳增长。2023 年上半年假期补偿性出游需求旺盛，出行旅游人数基数整体不低，其中端午假期国内旅游人次与收入分别恢复至 2019 年同期的 113%/95%。根据航班管家预测，假期民航计划执行航班量/旅客运输量分别同比提升 4.2%/6.0%；广铁集团预计假期旅客运输量同比增长约 2.2%，结合 OTA 平台预订数据，假期国内出行旅行数据整体有望维持平稳增长。

图1：端午假期国内民航预计执行航班同比+4.2%



数据来源：航班管家、开源证券研究所

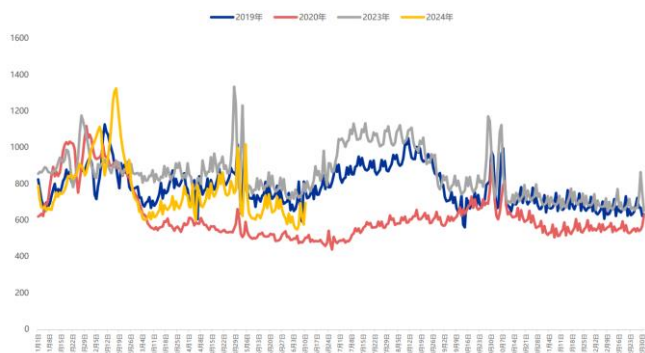
图2：端午假期国内民航预计发送旅客量同比+6%



数据来源：航班管家、开源证券研究所

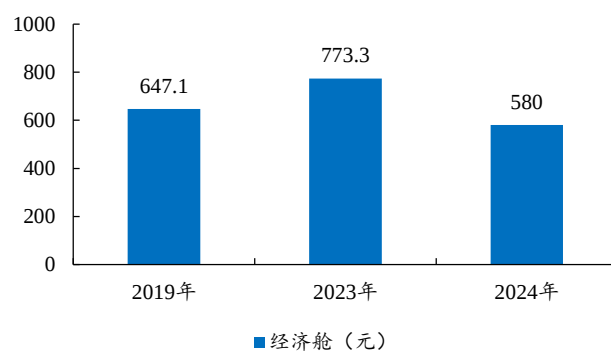
假期机酒“量增价减”趋势预计延续。截至 5 月 29 日，航班管家预计 2024 年五一假期经济舱平均票价（含油）同比 2019 年下降 10.4%，同比 2023 年下降 25%。机票票价同比滑落预计受到多因素综合影响：（1）国内民航运力供给充分；（2）高铁中短途出行分流；（3）航司定价策略注重效率指标（客座率）。我们分析硬件设施供给缺口修复、大众旅游渗透叠加下沉区域消费提升，预计机酒预订仍将延续“量增价减”趋势，但结合当前体验性服务供需提升，预计假期市场整体客单价同比保持稳定。

图3：2024 年至今经济舱平均票价整体低于往年同期



资料来源：航班管家

图4：端午假期民航经济舱平均票价预计同比-25%



数据来源：航班管家、开源证券研究所

短途周边游为主，出行结构性特征突出：自由行提升、目的地分散多元、民俗

体验热情较高。根据携程,周边游预订量同比增长 20%,酒店本省客源占比超过 50%,租车自驾订单同比增长 260%,其中 92%为短途周边自驾游。从目的地看,旅游供需相对分散,更趋个性化、多元化,市场偏好下沉趋势持续显现,小众目的地出游热度较高,近期社媒热点区域(如新疆阿泰勒)订单表现亮眼。从主题看,游客消费需求聚焦于目的地生活文化的深度体验与探索,融合节庆活动和民俗文化的旅游产品热度较高。

表1: OTA 平台数据显示端午假期短途游为主流

OTA	假期出行预订情况	出境游
携程	1、周边游预订量同比增长 20%,租车自驾订单同比增长 260%,92%为短途周边自驾游。	携程平台上出境游酒店的搜索热度相较 2019 年同期已经上涨 50%,且处于就近原则、货币汇率变化等因素,日本成为端午包车旅游最热门出境目的地,同比增长超 1 倍
	2、平台酒店数据显示,预期端午期间本省客源超过 50%,单日订单占比超过 80%。	
	3、90 后、00 后出行订单同比增长 15%,租车自驾订单分别同比增长超 3 倍和 40%。	
	4、新疆包车游预订量增长显著,同比 2023 年增长 136%。	
同程	1、新疆阿勒泰旅行热度同比上涨超过 2 倍。 2、各地历史博物馆的 2-4 小时精讲小团和研学团咨询热度同比上涨超过 2 倍	-
去哪儿	1、酒店预订量比 2023 年上升两成左右。	-
途牛	1、2 日和 3 日行程短途周边游出游人次占比 29%和 33%。	-
	2、出游用户中,26-35 岁单身青年、情侣、年轻夫妻等客群占据了更高的比例	

资料来源:携程黑板报公众号、同程旅行发言人公众号、去哪儿官宣公众号、途牛小喇叭公众号、开源证券研究所

假期出境游稳步复苏,暑期出境热度升温。根据携程,端午假期平台出境游酒店的搜索热度相较 2019 年同期上涨 50%,二季度办签量同比 2023 年增长翻倍,较 2019 年实现 20%增长,呈现显著复苏增长态势。暑假期间,海外长线游目的地迎来办签热潮,与 2023 年同期相比,办理美国、英国、澳大利亚、加拿大、法国等长线国家暑期签证的占比从 30%跃升至 50%,预计出境在五一假期预热之后有望持续升温,暑期出境游有望回到或超过历史最高水平。

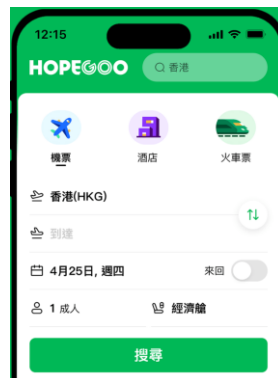
核心观点:近期文旅政策频出,顶层设计提升旅游产业地位,推动各地创造优质旅游供给,居民旅游消费呈现高韧性,预计国内出行保持良性内生增长;跨境旅游受益于供应链逐步修复&签证政策优化,预计至暑期保持较高景气度, **受益标的:携程集团-S、同程旅行**。国民出行转向平价高频趋势下,中短途交通(高铁、高速)边际改善的自然景区或更受益, **受益标的:长白山、九华旅游**。

1.2、同程旅行:港澳北上出游热,加码跨境旅行业务

2024 年港澳居民北上出游热持续升温。根据同程旅行《2024 一季度粤港澳大湾区旅游消费趋势报告》,一季度中国香港、中国澳门居民对广东主要城市旅游产品的搜索量同比增长近 300 倍,中国香港跻身广州、深圳、珠海等广东主要旅游城市的前五大客源地之一,清明假期期间,广东重点景区来自港澳地区的预订量同比增长 158%,而港澳地区景点来自广东的预订量同比增长 322%。“复活节”期间,同程旅行平台广东主要景区来自中国香港的客流量同比增长了 553%。游客结构方面,2024 年一季度广东主要城市接待的港澳游客中 30 岁以下的年轻群体占比近 40%,23 岁以下学生群体占比超 12%。

瞄准港澳入境旅游，同程加速拓宽海外版图。同程旅行旗下全新旅游预订平台 HopeGoo 宣布与 AlipayHK 达成合作，并已将交通预订服务接入 AlipayHK, AlipayHK 用户可直接购买通往全国各地的火车票，无需注册 12306 和填写大陆电话号码，免去了繁琐的登陆和认证步骤，预订过程更简单易用，大幅便利中国香港市民内地出行需求。5 月 28 日，同程旅行中国香港办公室正式开业，进一步加速海外市场布局。

图5: HopeGoo 机票预订界面

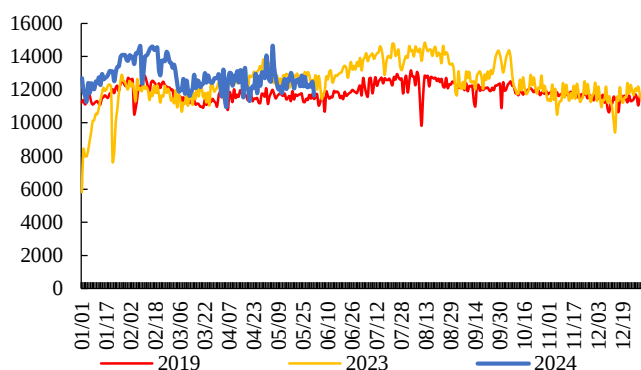


资料来源: HOPEGOO 官网

1.3、航空：国内航班环比回落，国际航班保持稳定

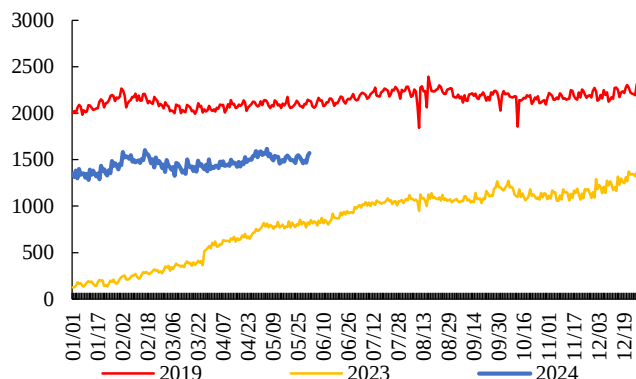
根据航班管家，本周（5.26-6.1）全国日均客运执行航班量 14072 架次，较 2023 年同期增长 2%，环比-1.3%。其中，本周国内客运日均执行航班量 12242 架次，较 2023 年同期-4%，环比-1.5%，5 月国内航班较 2023 年同期-2%；本周国际客运日均执行航班量 1507 次，环比+0.1%，恢复至 2019 年同期 72%，5 月国际航班恢复至 2019 年同期 72%。

图6: 本周国内客运日均执行航班量较 2023 年同期-4%
(单位: 架次)



数据来源: 航班管家、开源证券研究所

图7: 本周国际客运日均执行航班量恢复至 2019 年同期 72% (单位: 架次)



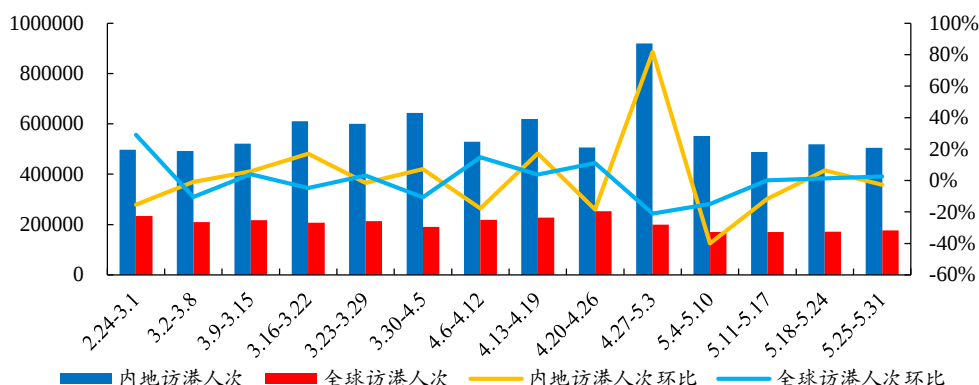
数据来源: 航班管家、开源证券研究所

1.4、访港数据追踪：内地访港环比回落，全球访港保持稳定

本周（5.25-5.31）内地访客总入境人次达 504681 人，环比-2.8%；全球访客总入境人次（除内地外）176410 人，环比+2.5%。内地访客日均人数恢复至 2019 年月度（5 月）日均 47.4%，全球访客日均人数（除内地外）恢复至 2019 年月度（5 月）

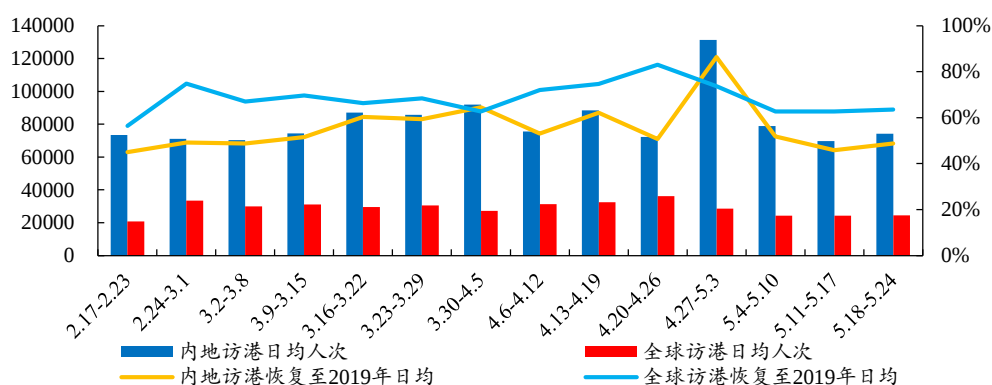
日均的 65.2%。内地访港整周单日峰值 10.9 万人次，全球访客整周单日峰值（除内地外）达 3.07 万人次。

图8：近一周内地/全球访港人数环比-2.8%/+2.5%（单位：人次）



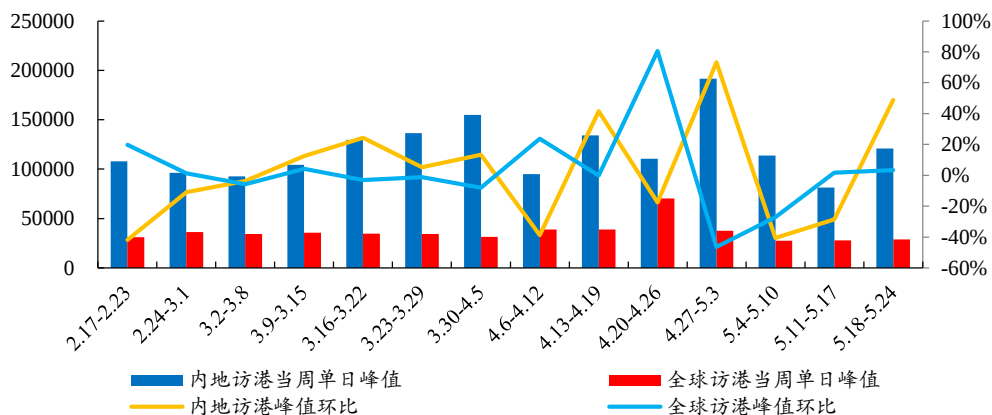
数据来源：中国香港特别行政区政府入境事务处、开源证券研究所

图9：近一周内地/全球访港人数恢复至 2019 年的 47.4%/65.2%（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10：近一周内地/全球访港人数单日峰值环比-9.8%/+6.3%（单位：人次）



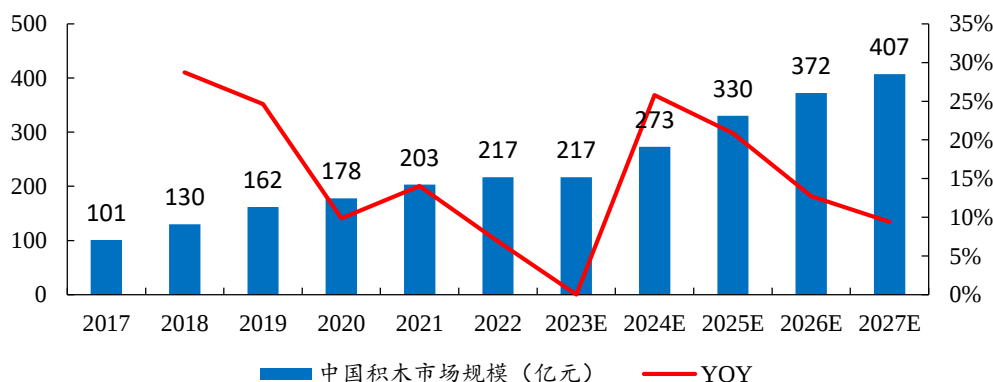
数据来源：中国香港特别行政区政府入境事务处、开源证券研究所

2、IP：品牌+IP，积木接棒潮玩新力量

2.1、市场规模：百亿市场，IP 积木正崛起

由于中国塑料积木玩具产品受众群体不断扩大，从以往的儿童和青少年为受众群体逐渐延伸至全年龄段受众群体，行业市场渗透率不断提高。2017-2022 年中国积木玩具行业市场规模由 101 亿元增长至 217 亿元，年复合增长率为 16.7%。预计 2027 年中国积木市场规模将达到 407 亿元，2022-2027 年的年复合增长率为 13.4%。

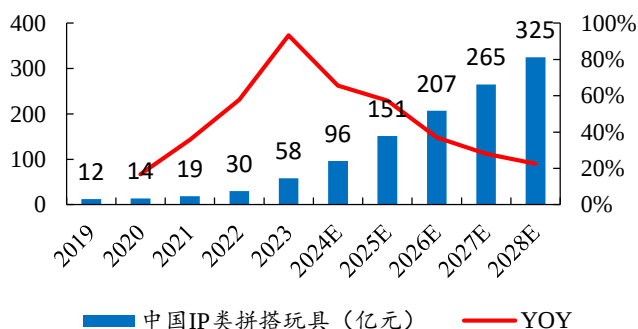
图11：2022 年中国积木市场规模为 217 亿元，预计 2022-2027 年的 CAGR 为 13.4%



数据来源：卡游招股书、灼识咨询报告、开源证券研究所

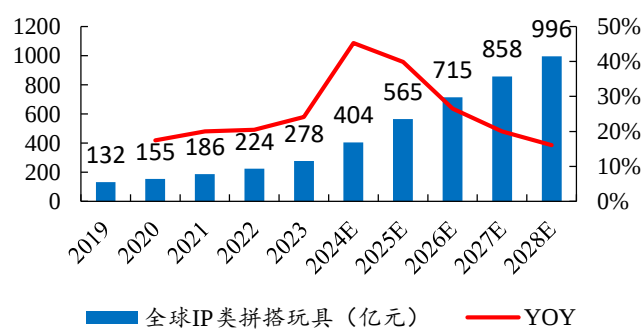
IP 类拼搭玩具是全球玩具行业增速最快、极具发展前景的细分品类。全球 IP 类拼搭玩具市场规模从 2019 年的 132 亿元增长至 2023 年的 278 亿元，2019 年至 2023 年的年均复合增长率达到 20.5%。预计 2023 年至 2028 年年均复合增长率为 29.0%，市场规模在 2028 年将达到 996 亿元。其中，中国 IP 类拼搭玩具的市场规模将从 2023 年的 58 亿元增长到 2028 年的 325 亿元，2023 年至 2028 年的年均复合增长率为 41.3%。

图12：预计中国 IP 类拼搭玩具 2023 年至 2028 年的年均复合增长率为 41.3%



数据来源：布鲁可招股书、弗若斯特沙利文、开源证券研究所

图13：预计全球 IP 类拼搭玩具 2023 年至 2028 年的年均复合增长率为 29%

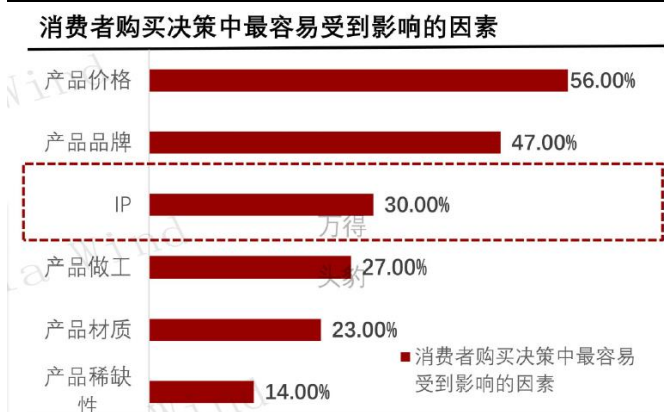


数据来源：布鲁可招股书、弗若斯特沙利文、开源证券研究所

以 IP 赋能产品，IP 授权产品价格高于同类无授权产品。中国塑料积木玩具同质化严重，IP 产品在同类产品中脱颖而出，国产积木品牌应以 IP 为核心驻点，顺应行业发展趋势，通过 IP 内容精品化、积木联名 IP 多元化变现。例如森宝借电影《流

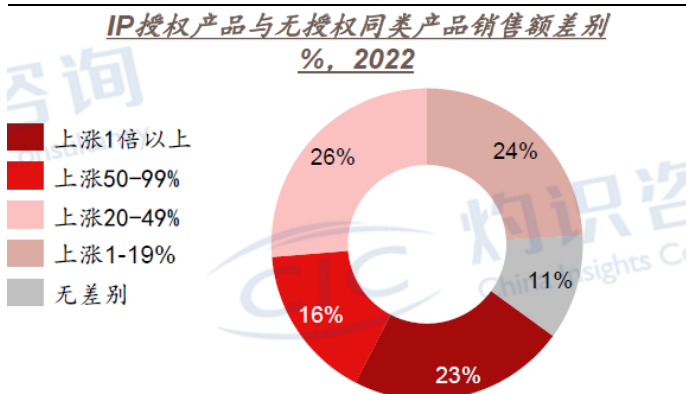
浪地球》开发出影视 IP 积木爆款并顺势最终形成影视 IP、国潮 IP、自有产品及 IP 三大支撑的业务体系。

图14：30%的积木消费者认为 IP 是购买决策中最重要的因素



资料来源：头豹研究所

图15：89%的 IP 授权产品价格高于同类无授权产品（2022）

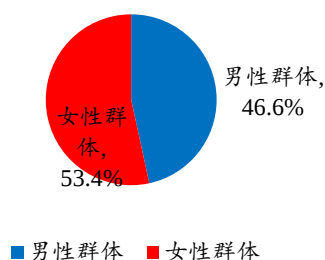


资料来源：灼识咨询

2.2、消费受众：成年受众占比 76%，解压和送礼为主要目的

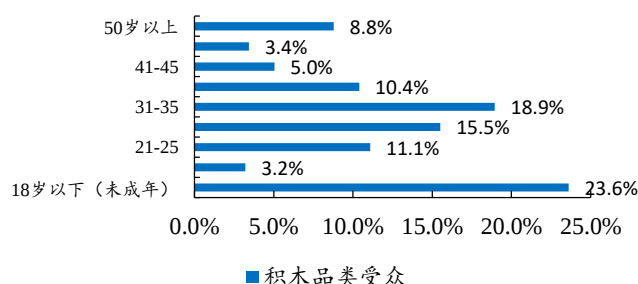
积木受众性别占比较均匀，成年受众占比 76%。根据魔镜洞察，社媒平台积木话题下，受众性别占比较均匀，男性群体占比 46.6%，女性群体占比 53.4%。积木受众年龄多元化，21-35 岁的中青年群体是主要爱好者。积木受众中 23.6% 为未成年人群，76.4%为成年人群，其中 11.3%为中老年人群。上班族购买积木的主要目的为下班解压和工位布置，情侣购买的主要目的为节日送礼和约会。

图16：积木受众性别占比较均匀



数据来源：魔镜洞察、开源证券研究所

图17：积木品类成年受众占比 76%



数据来源：魔镜洞察、开源证券研究所

2.3、品牌对比：乐高一家独大，国产积木靠 IP 和性价比取胜

乐高一家独大，占据近四成份额。根据魔镜洞察，国内线上积木市场中乐高的市场份额为 37.6%，国产品牌份额均未超过 2%。积木市场的品牌集中度及品牌数量均有所下降，CR5 由 55.7%（2022 年 3 月-2023 年 2 月）下滑至 46.2%（2023 年 3 月-2024 年 2 月），品牌数小幅下滑。高度同质化的背景下，不断内卷的积木市场增长乏力、品牌间竞争激烈，获利空间不断缩窄，差异化成为品牌破局的核心点。

图18：2023年3月-2024年2月乐高线上销售额为33.7亿元，市场份额为37.6%

2023.03-2024.02 线上积木市场TOP10品牌

品牌	销售额 (亿元)	销量 (万件)	均价	市场份额	销售额 同比
lego/乐高	33.7	1308.8	257.6	37.6%	-35.4%
布鲁可	1.3	107.7	118.9	1.4%	-19.3%
森宝积木	1.2	154.3	79.8	1.4%	+4.4%
lele brother/乐乐兄弟	1.1	359.9	29.6	1.2%	+213.7%
enlighten/启蒙	1.0	187.8	53.5	1.1%	-14.9%
keeppley	0.7	54.0	130.4	0.8%	+13.2%
feelo/费乐	0.6	68.2	91.4	0.7%	-14.3%
mideer/弥鹿	0.6	24.6	243.6	0.7%	+7.7%
dream start/梦启点	0.4	48.8	90.3	0.5%	-40.7%
联合创想	0.4	57.0	71.2	0.5%	+348.3%

资料来源：魔镜洞察

IP 方面，众多国产的头部积木品牌开始跨界营销，寻求强强联合的品牌协同效应，未来积木领域有望逐步搭建起丰富的 IP 世界。

表2：国产积木通过授权 IP 及自创国潮 IP 打造热门款

品牌	热门 IP 产品系列
森宝积木	海绵宝宝、山东舰、流浪地球、航天文创、航空文创、兵器文创、灵笼、故宫文创、中山纪念堂、北京汽车博物馆唐人街探案、紧急救援、成龙 DC 车队、鬼灭之刃、风起洛阳之神机少年、航母山东舰、工程机械联名款、家有儿女、三星堆、中船文创、花颜茶语(自创)、钢铁机甲(自创)、御龙少年(自创)
启蒙 Keepley	故宫、阴阳师、中国航天、名侦探柯南、宝可梦、哆啦 A 梦、蜡笔小新、三丽鸥家族、哪吒、新世纪福音战士、海底小纵队、王者荣耀、周同学、奥特曼、军模系列、火影忍者
布鲁可	故宫、中国航天、三体、小猪佩奇、小马宝莉、奥特曼
佳奇积木	积木音乐盒(自创)、积木花(自创)、三只松鼠、笙月楼(自创中国古建)、航天探索系列、阿狸、蜜雪冰城
俐智积木	中华街系列、国潮人偶系列
双鹰积木	航天文创、荒野行动、名车系列、MOC 签约系列
小米积木	天坛、流浪地球、变形金刚
邦宝积木	樱桃小丸子、斗罗大陆、空天文创、中船文创

资料来源：灼识咨询、开源证券研究所

价格方面，同尺寸产品国产积木约是乐高的 1/3。因乐高不涉及军事类产品，启蒙、森宝等品牌抓住机遇，推出坦克、航母等造型的积木，制造差异化。

表3：40cm 左右尺寸的产品，乐高平均售价约为 1300 元，国产品牌约为 350 元

品牌	产品	尺寸	售价(元)
乐高	地球仪积木	40*30cm	1340.2

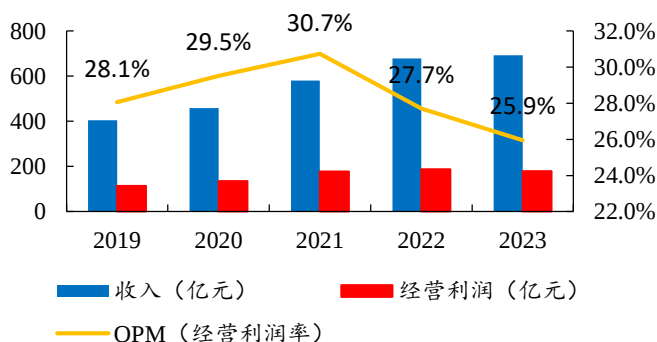
品牌	产品	尺寸	售价（元）
乐高	树屋积木	37*27cm	1419
乐高	悟空小侠积木	43*38cm	1054
布鲁可	三体水滴积木	30*13cm	376
启蒙	坦克积木	49*17*16cm	354.19
森宝	坦克积木	55.9*18.1*20.5cm	318
Keeppley	洱海月积木	46*35*25cm	366.2
若来 Rolife（潮玩品牌）	超级世界积木（九宫格）	16*16*15cm*9	1355

资料来源：各品牌天猫旗舰店、开源证券研究所

2.4、利润率：乐高和布鲁可盈利能力优异

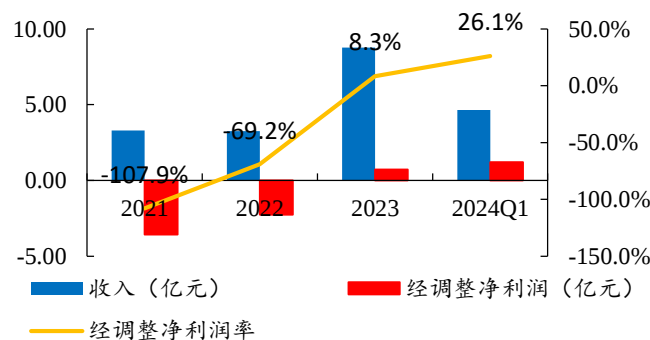
- (1) **乐高**：2023 年乐高收入为 692 亿元，近 4 年的年复合增长率达到 14%，经营利润 180 亿元，经营利润率为 25.9%。
- (2) **布鲁可**：2024Q1 布鲁可实现收入 4.66 亿元，同比增长 224%，经调整净利润 1.22 亿元，经调整净利润率达到了 26.1%。

图19：2023 年乐高 OPM 为 25.9%



数据来源：乐高 2023 年财报、开源证券研究所（1DKK=1.05CNY）

图20：2024Q1 布鲁可经调整净利润率为 26.1%



数据来源：布鲁可招股说明书、开源证券研究所

3、教育：深圳龙华加快非学科办证，关注中老年兴趣教育

3.1、深圳龙华区加快非学科办证，已成功办理 60 起

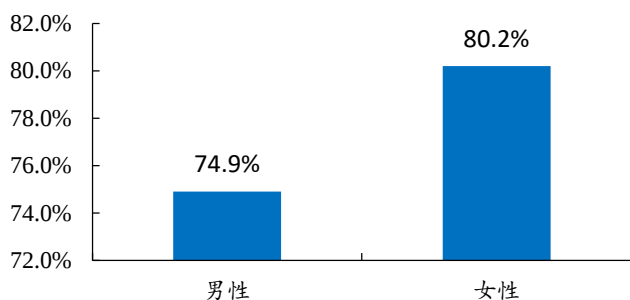
为着力提升教培类企业开办便利度，自 5 月 15 日起，龙华区政务服务中心推出一站式“开办非学科类校外培训”“证照联办”服务。相关企业只需携带完整材料，即可在中心二楼专窗快速办理，实现一次申请、并联审批、限时办结。新服务实施五天内已成功办理“开办非学科类校外培训”主题事项 60 起，显著提升了政务效率和市场效益，助力打造高质量的营商环境。

近期回头看及巡视督查均为打击非法、无证办学，利好龙头合规教培机构，推荐标的：好未来，受益标的：新东方、学大教育、凯文教育、卓越教育集团、思考乐教育。

3.2、老年经济兴起，关注中老年兴趣教育

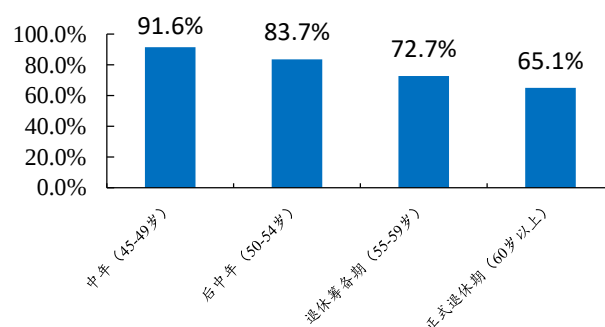
“新中老年”人群偏好通过兴趣学习丰富自身的精神世界，77.2%的人群有过或正在进行兴趣学习行为。兴趣学习帮助他们探索无限生活可能，64.8%的中老年兴趣学习人群是为了满足自我的求知兴趣，55.1%选择通过兴趣学习提高生命质量，54.3%通过兴趣学习拓展新社交圈。

图21：80.2%的中老年女性有过或正在进行兴趣学习行为



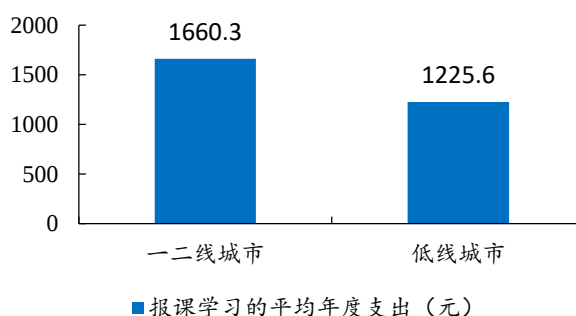
数据来源：腾讯营销洞察、开源证券研究所

图22：91.6%的中年人群有过或正在进行兴趣学习行为



数据来源：腾讯营销洞察、开源证券研究所

图23：一二线城市中老年人群报课学习的平均年度支出为 1660.3 元



数据来源：腾讯营销洞察、开源证券研究所

4、美丽：医美赛道热度持续，美妆企业发力洗护赛道

4.1、广东调整医美外科项目：美容外科可打玻尿酸等注射类项目

5月21日，广东省卫健委发布医疗美容外科项目调整通知。通知显示，在美容外科一级项目“(4)其他”新增物理治疗和注射治疗。其中，物理治疗包括，激光治疗、强脉冲光(IPL)治疗、射频治疗、光动力疗法、超声治疗、微针治疗、以及用于组织提升、缩紧的线技术等；注射治疗包括，玻尿酸酶注射、瘢痕注射、美塑注射、硬化剂注射、皮损内药物注射，以及透明质酸、胶原蛋白、聚左旋乳酸、聚己内酯、羟基磷灰石、聚双旋乳酸等填充剂的注射。

此前，北京、上海美容外科项目也已经包含注射类项目。据《北京医疗美容服务管理办法细则（2012年版）》，美容外科项目调整增加注射类项目，包括皮损内药

物注射、硬化剂注射、肉毒素注射、填充物注射和玻尿酸注射等。据《上海医疗美容服务想怒分级管理目录》，美容外科项目也调整增加注射类项目，包括肉毒素注射、填充剂注射、激光、光电类治疗等。

4.2、锦波生物启动重组 XVII 型人源化胶原蛋白新适应症临床试验

近日，锦波生物与山西省人民医院皮肤科开展一项“评价注射用重组 XVII 型人源化胶原蛋白冻干纤维用于毛发增量的安全性和有效性的前瞻性、多中心、随机、空白对照、有效性临床试验。

公司多款重组人源化胶原蛋白项目在有序进行中，用于治疗女性阴道松弛的重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维项目已于 2023 年年中向 NMPA 提交注册申请；重组 I 型人源化胶原蛋白冻干纤维治疗女性压力性尿失禁项目、面中部增容项目已接近尾声；重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维治疗间质性膀胱炎项目进展顺利。同时，锦波生物的重组 XVII 型人源化胶原蛋白完成了国家药监局医疗器械分类鉴定，重组 XVII 型人源化胶原蛋白相关产品已完成临床前研究，动物实验未见免疫原性和任何不良反应，目前正在开展多中心临床。胶原蛋白型号种类丰富，天然胶原有 29 种，拓展不同型号胶原蛋白有望打开胶原蛋白成长空间，助力行业持续发展。

我们认为广东调整医美外科项目后，广东省激光治疗、注射及填充等轻医美项目可注射科室及医生范围扩大，扩大医美合规服务供给，有利于医美市场进一步规范化。同时众多医美企业发力新材料，新产品有序推进中，新材料、新卖点的产品有望为行业持续贡献增量。受益标的：巨子生物、华熙生物、爱美客、锦波生物、江苏吴中。

图24：锦波生物与山西省人民医院皮肤科开展相关临床试验

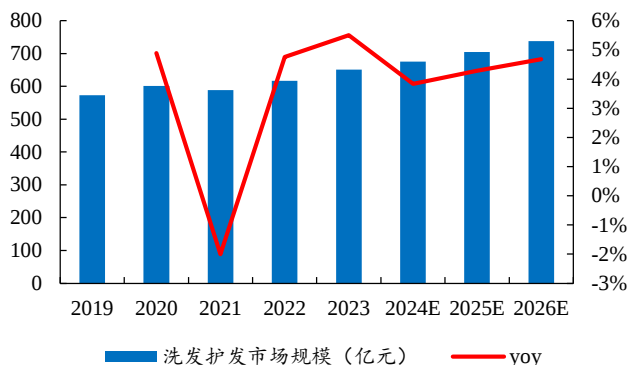


资料来源：Medactive 公众号

4.3、洗护：国产美妆企业发力洗护赛道，护肤式洗护为新发展趋势

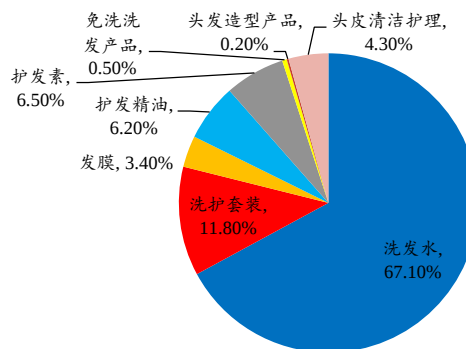
洗护市场规模大且持续稳步增长。2019-2023 年中国洗发护发市场规模由 573 亿元增长至 651 亿元，CAGR 达 3.24%，预计 2025 年洗发护发市场规模将突破 700 亿元。洗发水为洗发护发市场主要品类，预计 2025 年市场规模将突破 500 亿元。

图25：预计 2025 年中国洗发护发市场规模将突破 700 亿元



数据来源：亲眼情报公众号、开源证券研究所

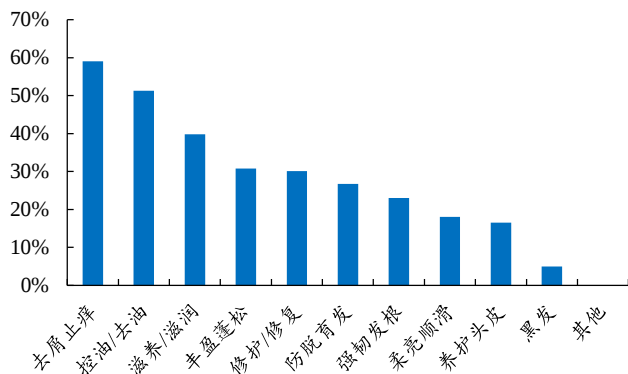
图26：2023 年洗发水市场份额达 67.1%



数据来源：青眼情报公众号、开源证券研究所

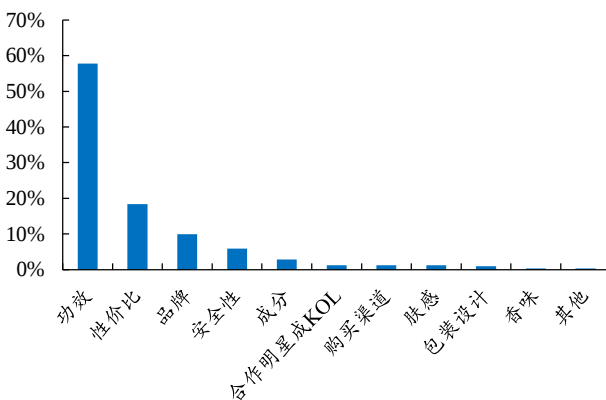
消费者对功效的关注度提升，去屑/止痒、控油/去油功效的洗发水更受消费者青睐。据青眼情报数据，有 57.76% 的消费者购买洗发水首要关注功效，仅有 18.32% 的人群优先考虑性价比。消费者对功效的考虑方面，去屑止痒为最主要的关注因素，然后是控油/去油，滋养/滋润、丰盈蓬松的关注度提升，消费者对洗护产品的关注度逐渐由头发向头皮发展，从最初的简单清洁功能到关注更为精细化的功效品类进阶。

图27：去屑止痒、控油/去油、滋养/滋润为消费者关注的主要功效



数据来源：青眼情报公众号、开源证券研究所

图28：功效是消费者购买洗发水的首要关注因素



数据来源：青眼情报公众号、开源证券研究所

2024 年以来，众多美妆企业推出洗护新品牌聚焦头皮健康、微生态方面，国产新品牌有望以新概念破局。据青眼号外不完全梳理，2024 年 14 个化妆品新品牌中，有 6 个为洗护品牌，占比近一半，且定位几乎都聚焦在头皮健康、微生态方面。福瑞达等企业在微生态护肤领域已深耕多年，已建立起深厚的消费者认知，珀莱雅新推出的惊时和福瑞达即将推出的即沐均定位为专研头皮微生态的洗护品牌。而膜法和上海缙嘉即将推出的 3odice 三蒂丝则聚焦在头皮健康方面。

图29：2024年化妆品新品牌中有较多洗护品牌

2024年至今新出的化妆品品牌					
品牌名	官宣/上市时间	类型	品牌定位	姊妹品牌	所属公司
玫弗工坊Mafe	2024年5月	个护品牌	天然精油个护品牌	Roye若也	苏州猛尔科技
IORE瓊亦	2024年5月	底妆品牌	生活底妆新美学	AKF	山东飞华品牌管理有限公司
姜谷	2024年5月	防晒洗护品牌	寻找更适合亚洲人的固发方式	阿道夫、海瑟薇	澳谷集团
膜法	2024年6月	护发品牌	以油养发	膜法世家、元气更新	上海悦目化妆品有限公司
元气更新	2024年5月	护肤品牌	为中国青少年提供温和、安全且高效的护肤方案	膜法世家、膜法	上海悦目化妆品有限公司
哈三联	2024年5月	美妆/大健康品牌	让美丽更安心	/	哈尔滨三联药业股份有限公司
Canopee律境	2024年5月	功效护肤品牌	KEEP CHILL	青蛙王子、Calibio	上海伊黎洛国际贸易有限公司
BECOMING	2024年4月	底妆品牌	原生系质感底妆	Colorkey	美尚集团
Vpro珀希妍	2024年3月	功效护肤品牌	你的胶原蛋白护肤专家	可复美、可丽金	巨子生物
即沐	2024年5月	洗护品牌	专研头皮微生态	瑗尔博士、颐莲	福瑞达生物
惊时	2024年4月	洗护品牌	专研头皮微生态	珀莱雅、彩棠	珀莱雅化妆品股份有限公司
632	暂未官宣	洗护品牌	中高端洗护品牌	韩束、一叶子	上美集团
TAZU	暂未官宣	护肤品牌	高端抗衰护肤品牌	韩束、一叶子	上美集团
3odice三蒂丝	预计今年下半年上市	功效洗护品牌	专注头皮健康的功效品牌	且初、安修泽	上海曙嘉科技有限公司

资料来源：青眼号外公众号

(1) 惊时（珀莱雅）：品牌名源自中国传统二十四节气的“惊蛰之时”，定位为“专研头皮微生态的功效洗护品牌”。品牌 logo 及产品包装以植物气息的苔藓绿色为主色调。惊时首发控油蓬松系列，专为年轻油头打造，包括控油蓬松洗发水、轻润蓬松护发乳、平衡控油头皮精华喷雾、头皮净澈凝露 4 款单品，蓬松系列还有打造蓬松高颅顶效果。核心成分有：（1）专研琥珀酸：调节头皮菌群平衡；（2）葡萄愈伤组织提取物：减缓皮脂合成降低出油速度。

表4：惊时目前注册备案四款产品，主打蓬松、控油

产品名称	备案编号	备案人企业名称
惊时轻润蓬松护发乳	宁波惊蛰化妆品有限公司	2024 年 4 月 18 日
惊时平衡控油头皮精华喷雾	宁波惊蛰化妆品有限公司	2024 年 4 月 3 日
惊时头皮净澈凝露	宁波惊蛰化妆品有限公司	2024 年 3 月 25 日
惊时控油蓬松洗发水	宁波惊蛰化妆品有限公司	2024 年 3 月 20 日

资料来源：青眼号外公众号、开源证券研究所

(2) 即沐（福瑞达）：5 月 24 日即沐品牌启动仪式在福瑞达上海科创中心顺利举办，标志着公司正式进军洗护赛道。品牌定位于“专研头皮微生态科学洗护”，规划 5 条产品线：微生态清洁、微生态修护、微生态平衡、微生态屏障和微生态全态。通过不同线产品，为头皮屏障受损的消费者，提供头发修护和头皮问题的微生态解决方案。

(3) 花王集团：花王集团也在 2024 年 4 月推出了新的护发品牌 MELT，同时，花王集团还在公告中表示，现有护发品牌 Merit、Essential 和 Segreta 将进行品牌重塑，以增强其品牌影响力，并重组整个护发业务的品牌，通过这些改革，花王将把护发业务发展壮大为增长动力业务。

受益标的：珀莱雅、福瑞达。

科思股份在化妆品活性成分及其原料重点布局 PO 去屑剂，具备较高的单价和利润率水平。在洗护消费精细化升级的背景下，PO 对传统水杨酸等低端洗护原料具

备较强替代效应，目前已投产，预计生产磨合和新客户认证完成后，Q2 将进入快速放量期。推荐标的：科思股份。

5、运动：Keep 线上服务将承接咪咕善跑用户数据导入，自有品牌业务天猫开门红位列健身鞋服第三名

Keep 数据功能再升级，将承接咪咕善跑用户数据导入。5 月 31 日，咪咕互娱旗下产品咪咕善跑发布转型升级(停服)公告，公告显示，由于业务调整，咪咕善跑将于 2024 年 8 月 31 日全面停止运营与服务，上线 9 年，咪咕善跑服务了大量热爱跑步用户，并积累了海量用户数据。8 月 31 日正式停运后，咪咕善跑将无法登录，出于对平台内用户重要数据资源的保护，咕善跑支持用户将数据导出备份或迁移至 Keep 等其他运动 App。将数据迁入头部运动 App Keep，成为了大量用户的首选。

Keep 提供跑步 APP 数据导入服务，统一数据管理为平台重要竞争优势。Keep 已具备了丰富的经验。早在 2022 年，就有用户反馈希望在 Keep 中统一管理他们在各个平台的跑步数据。当时，Keep 在新版本更新中加入数据导入功能，支持所有用户从其他跑步 App 中导出的历史跑步记录数据包。数据导入后用户可以在 Keep 内整理和查看在不同 App 中的跑步历史记录。跑步 APP 记录和留存运动数据对消费者具备重要价值，也是用户和平台的粘性所在，此次 Keep 承接咪咕善跑用户数据导入，将有效承接咪咕已有数据资源扩大流量池并提高会员渗透率。此外，Keep 天猫旗舰店 GMV 在天猫年中开门红期间位列健身鞋服品类第三名，受益标的：Keep。

表5：Keep 旗舰店位列天猫开门红健身鞋服第三名

健身鞋服销售榜	
1	lululemon 官方旗舰店
2	NIKE 官方旗舰店
3	keep 旗舰店
4	迪卡侬旗舰店
5	安踏官方网店
6	maiaactive
7	FILA 官方旗舰店
8	lornajane 旗舰店
9	UNDER ARMOUR 官方旗舰店
10	VFU 运动旗舰店

资料来源：天下网商公众号、开源证券研究所

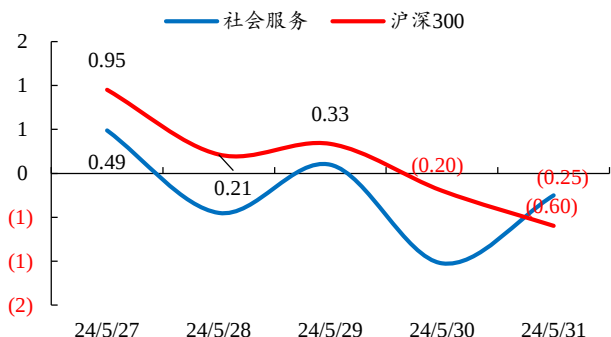
6、行业行情回顾：本周 A 股社服板块跑赢大盘，港股消费者服务板块跑输大盘

6.1、A 股行业跟踪：本周社服板块波动下行

本周（5.27-5.31）社会服务指数-0.25%，跑赢沪深 300 指数 0.35pct，在 31 个一

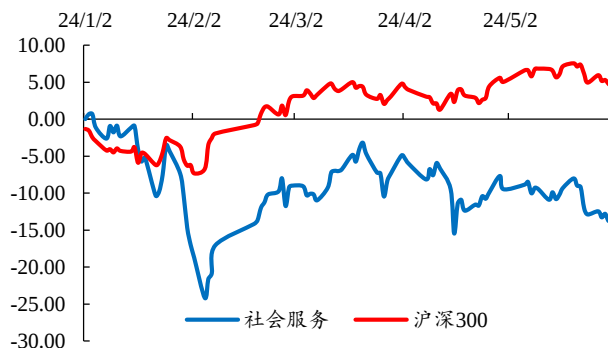
级行业中排名第 13；2024 年初至今社会服务行业指数-13.09%，弱于沪深 300 指数的+4.34%，在 31 个一级行业中排名第 26。

图30：本周（5.27-5.31）社服板块跑赢沪深 300（%）



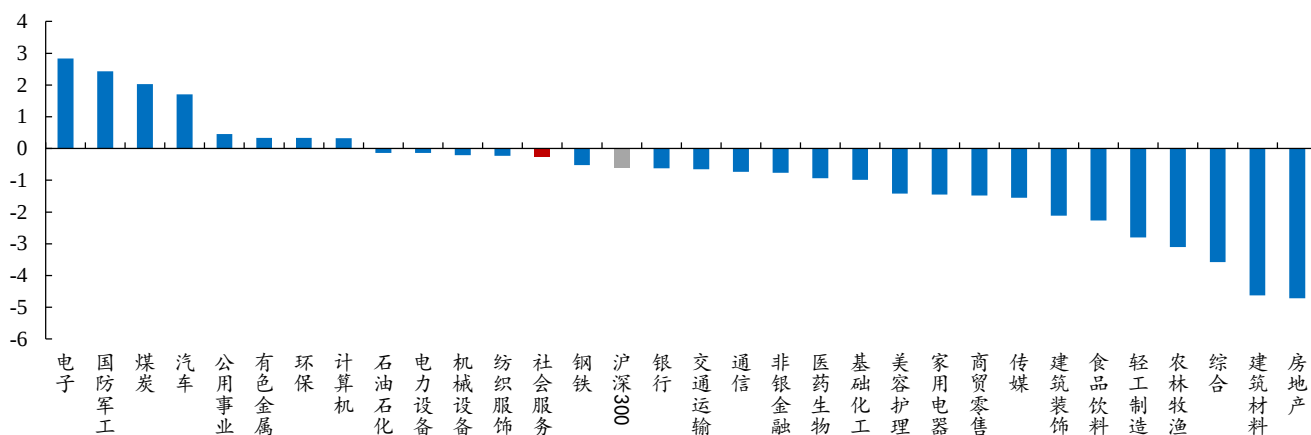
数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：2024 年初至今社服板块走势弱于沪深 300（%）



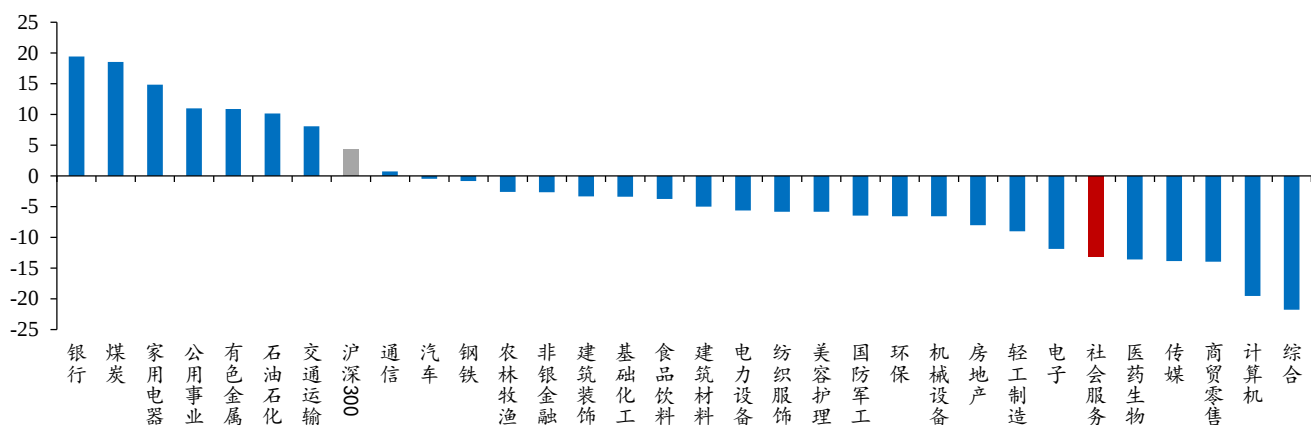
数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：本周（5.27-5.31）社会服务板块在一级行业排名第 13（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图33：2024 年初至今社会服务板块在一级行业排名第 26（%）

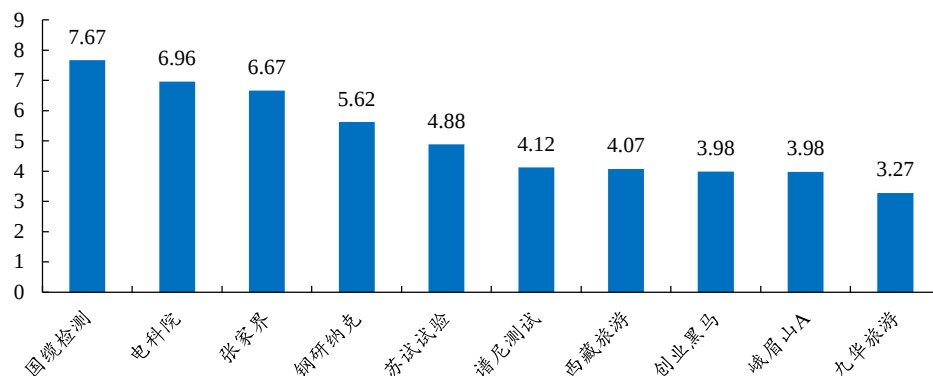


数据来源：Wind、开源证券研究所

6.2、A 股社服标的表现：本周（5.27-5.31）检测、旅游类上涨排名靠前

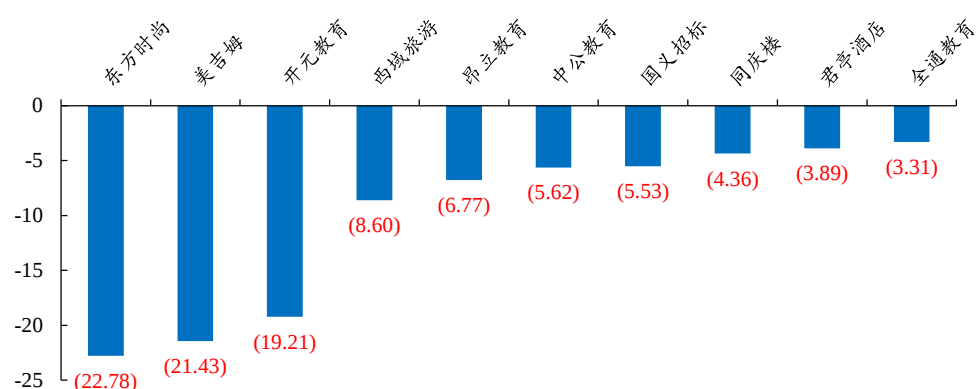
本周（5.27-5.31）A 股涨幅前十名以检测、旅游类为主，涨幅前三名分别为国缆检测、电科院、张家界，跌幅前三名分别为东方时尚、美吉姆、开元教育。净流入额前三名分别为电科院、峨眉山 A、中体产业，净流入额后三名为锦江酒店、东方时尚、*ST 豆神。

图34：本周（5.27-5.31）国缆检测、电科院、张家界领涨（%）



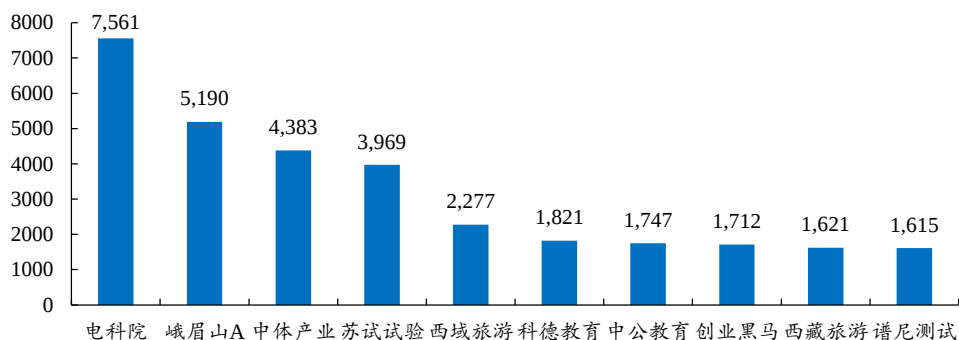
数据来源：Wind、开源证券研究所

图35：本周（5.27-5.31）东方时尚、美吉姆、开元教育跌幅较大（%）



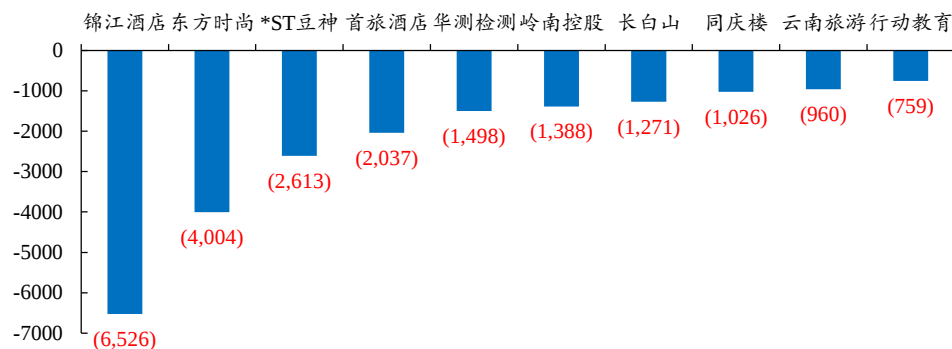
数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：本周（5.27-5.31）电科院、峨眉山 A、中体产业净流入额较大（万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图37：本周（5.27-5.31）锦江酒店、东方时尚、*ST豆神净流出额较大（万元）

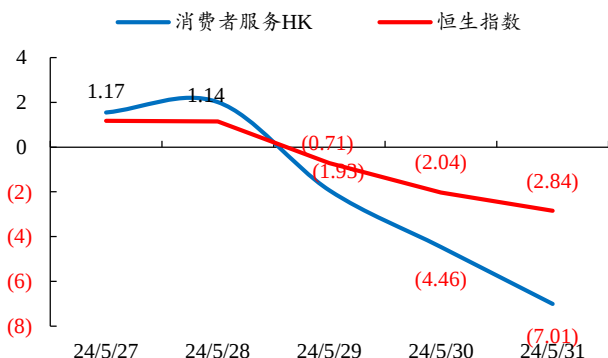


数据来源：Wind、开源证券研究所

6.3、港股行业跟踪：本周消费者服务板块整体下行

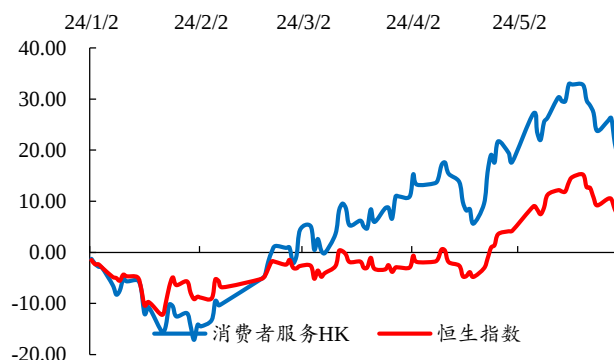
本周（5.27-5.31）港股消费者服务指数-7.01%，跑输恒生指数 4.16pct，在 30 个一级行业中排名第 30；2024 年初至今消费者服务行业指数+15.07%，强于恒生指数的 +6.06%，在 30 个一级行业中排名第 11。

图38：本周（5.27-5.31）消费者服务板块跑输恒生指数（%）



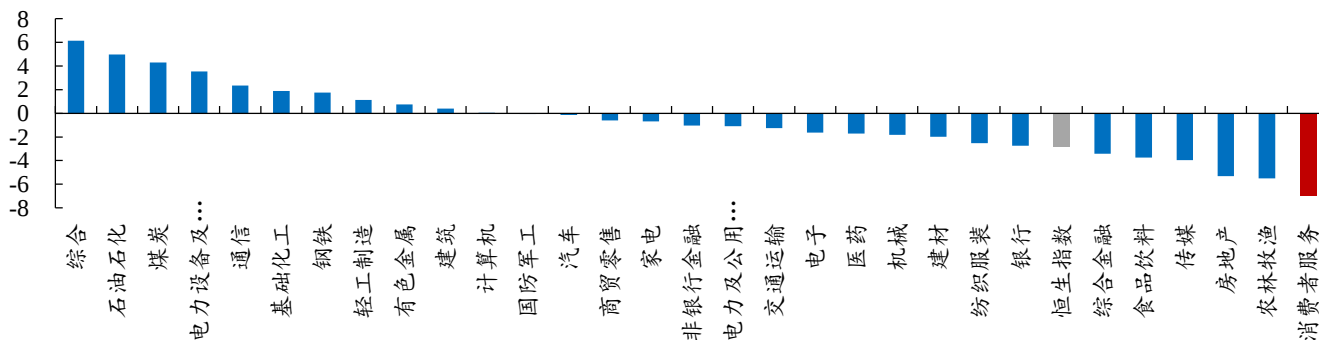
数据来源：Wind、开源证券研究所

图39：2024 年初至今消费者服务板块走势强于恒生指数（%）



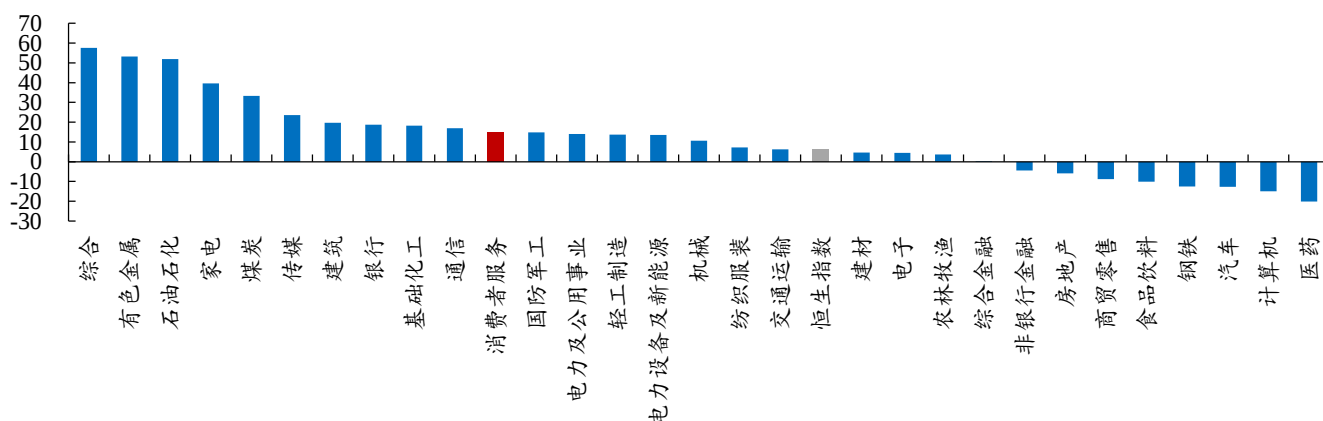
数据来源：Wind、开源证券研究所

图40：本周（5.27-5.31）港股消费者服务板块在一级行业排名第 30（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图41：2024年初至今港股消费者服务板块在一级行业排名第11（%）

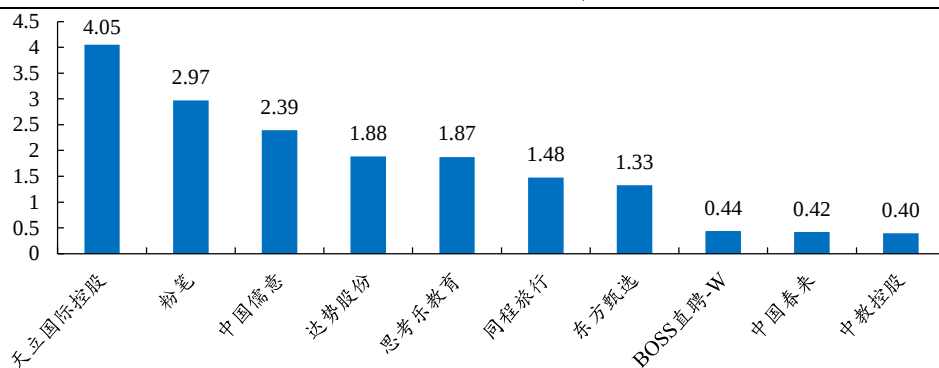


数据来源：Wind、开源证券研究所

6.4、港股消费者服务标的表现：本周（5.27-5.31）教育类上涨排名靠前

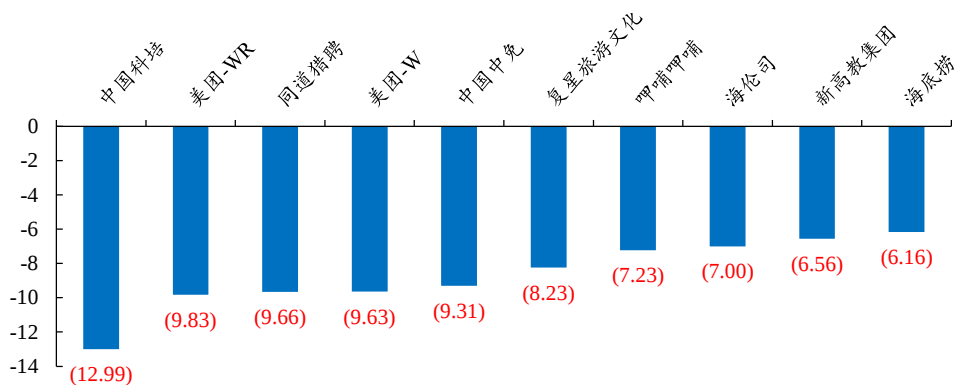
本周（5.27-5.31）港股涨幅前十名以教育类为主，涨幅前三名分别为天立国际控股、粉笔、中国儒意，跌幅前三名分别为中国科培、美团-WR、同道猎聘。

图42：本周（5.27-5.31）天立国际控股、粉笔、中国儒意领涨（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图43：本周（5.27-5.31）中国科培、美团-WR、同道猎聘跌幅较大（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

表6：盈利预测与估值

代码	公司名称	2024/5/31	EPS			PE			评级
		收盘价	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
600223.SH	福瑞达	8.04	0.37	0.47	0.58	21.69	17.21	13.85	买入
300896.SZ	爱美客	201.13	11.29	14.51	18.26	17.81	13.86	11.01	买入
832982.BJ	锦波生物	170.33	5.47	7.61	10.09	31.14	22.40	16.89	未评级
601888.SH	中国中免	71.00	3.82	4.56	5.18	18.60	15.56	13.70	未评级
0780.HK	同程旅行	17.86	0.85	1.08	1.31	21.08	16.61	12.36	未评级
603099.SH	长白山	23.35	0.70	0.81	0.94	33.44	28.75	24.85	买入
300795.SZ	米奥会展	20.20	1.22	1.66	2.03	16.56	12.18	9.95	买入
001308.SZ	康冠科技	23.77	2.16	2.49	2.82	10.99	9.55	8.44	买入
300856.SZ	科思股份	35.85	5.68	7.10	8.76	6.31	5.05	4.09	买入
603277.SH	银都股份	32.10	1.44	1.62	1.83	22.32	19.84	17.57	买入
688363.SH	华熙生物	58.64	1.7658	2.2372	2.8151	33.21	26.21	20.83	买入
300740.SZ	水羊股份	17.28	1.0299	1.2389	1.4575	16.78	13.95	11.86	买入
300192.SZ	科德教育	10.83	0.5118	0.6104	0.7144	21.16	17.74	15.16	买入
000526.SZ	学大教育	61.00	2.01	2.73	3.59	30.30	22.37	17.01	未评级
603081.SH	大丰实业	10.28	0.4539	0.5788	0.7305	22.65	17.76	14.07	买入
605289.SH	罗曼股份	29.25	1.27	1.58	1.91	23.10	18.49	15.32	未评级
300662.SZ	科锐国际	21.89	1.35	1.72	2.12	16.22	12.73	10.31	未评级
600861.SH	北京人力	19.80	1.63	1.84	2.04	12.14	10.78	9.72	未评级
600662.SH	外服控股	4.50	0.28	0.31	0.34	15.88	14.46	13.21	未评级
603059.SH	倍加洁	23.44	1.4395	1.7068	1.9746	16.28	13.73	11.87	买入
9961.HK	携程集团	391.60	15.57	17.64	19.22	25.15	22.21	20.38	未评级
-S									
300492.SZ	华图山鼎	107.85	2.73	3.53	5.82	39.55	30.54	18.54	未评级
1890.HK	中国科培	1.54	0.39	0.41	0.44	3.91	3.72	3.49	未评级
0839.HK	中教控股	5.07	0.81	0.91	1.02	6.25	5.55	4.96	未评级
1773.HK	天立国际	5.14	0.26	0.38	0.57	19.66	13.52	9.03	未评级
控股									
002659.SZ	凯文教育	3.73	0.02	0.07	0.13	236.08	53.59	28.94	未评级
0382.HK	中汇集团	2.35	0.62	0.66	0.72	3.78	3.56	3.25	未评级
301011.SZ	华立科技	16.48	0.57	0.76	0.91	28.90	21.66	18.21	未评级
EDU.N	新东方	79.93	1.51	2.60	0.44	48.13	27.95	165.82	未评级
TAL.N	好未来	11.36	0.13	0.23	0.32	77.08	45.22	32.13	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、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，其余公司盈利预测及估值数据均使用 Wind 一致预期

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境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内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

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