

## 社会服务

2024年07月07日

## 抖音、淘宝布局即时零售，餐饮市场供给仍在增加

——行业周报

投资评级：看好（维持）

初敏（分析师）

李睿娴（联系人）

程婧雅（联系人）

chumin@kysec.cn

liruixian@kysec.cn

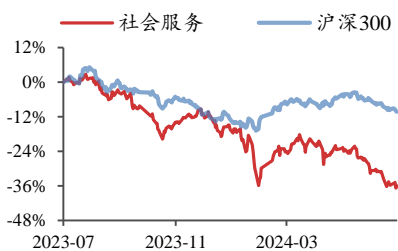
chengjingya@kysec.cn

证书编号：S0790522080008

证书编号：S0790122120005

证书编号：S0790123070033

### 行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《IP 毛绒治愈需求全球升温，即时零售服务持续繁荣——行业周报》

-2024.6.30

《618 潮玩多品类高增，关注低渗透、高增速即时零售——行业周报》

-2024.6.23

《IP 积木、卡牌多品类全球开花，复盘日本空间广阔——行业周报》

-2024.6.16

### ● 旅游/免税：2024H1 全国出入境同比+71%，消费税改或利于免税行业发展

**出入境：**2024H1 全国出入境人次恢复至 2019 年同期 83%，国内公民及外国人出入境人次分别恢复至 2019 年同期 87%和 61%，随 72/144 小时过境免签政策恢复实施和免签国家范围持续扩大基础上，海外社媒平台“China Travel”UGC 内容放大中国入境游宣传声量，有望进一步驱动下半年入境外国旅客总量稳步复苏。**免税：**国务院谋划新一轮财税体制改革，完善中央与地方财政事权和支出责任划分，其中以后移征收环节、中央地方税收分配、扩大征收范围为未来消费税改革的三大看点。征税环节后移、奢侈品征税范围扩大或将加大免税渠道商品价差优势，推动国内免税行业发展。

### ● 教育/餐饮：“双减”后非学科培训支出占比提升，上半年餐饮供给仍在增加

**教育：**中国教育财政科学研究所发布《减负政策的短期效果评估》，“双减”成效显著，校内学科培训参与率大幅下降，非学科培训支出占比提升，“双减”主要作用中等偏上的收入群体。世界人工智能大会好未来、猿辅导、有道等多款教育科技亮相再升级。**餐饮：**天眼查数据显示，2024H1 新增餐饮企业 134.7 万家，同比-20%；注销吊销 105.5 万家，同比+87%。但新增餐企数量仍大于注销吊销数量，市场供给仍在持续增加。

### ● 本地生活/美丽：抖音正式推出自选快递服务，淘宝“小时达”业务全面升级

**本地生活：抖音：**抖音电商推出自选快递服务，支持消费者自主选择快递品牌进行发货，顺丰已率先接入。**医药电商：**美团买药数据显示，“618”期间，来自三线及以下地区消费者占比过半，下沉市场健康消费潜力正在显现，预估 2023 年我国医药电商行业市场规模约 2852 亿元，yoy+13.2%。**淘宝：**7 月 3 日，淘宝 App 首页新增“小时达”作为一级流量入口。目前，盒马、大润发等在多家商超便利门店均已开设旗舰店。淘宝“小时达”还与饿了么合作提供 24 小时的本地生活服务。**美丽：**据青眼情报数据，2024H1 抖音化妆品类目 GMV 达 1090.13 亿元，yoy+34.57%。韩束 2024H1 在抖音平台 GMV 达 34.49 亿元，月度销售额均为第一。**聚源生物：**近期产业化规模生产的重组 V 型胶原蛋白（JYC5011）正式面世，率先搭建出“III-I-V”真皮基质新生态。

### ● 本周 A 股社服板块跑赢大盘，港股消费者服务板块跑赢大盘

本周（7.1-7.5）社会服务指数-0.11%，跑赢沪深 300 指数 0.78pct，在 31 个一级行业中排名第 11，教育、旅游类领涨；本周（7.1-7.5）港股消费者服务指数+4.3%，跑赢恒生指数 3.85pct，在 30 个一级行业中排名第 4，旅游类领涨。

**推荐标的：**(1) **旅游：**长白山；(2) **教育：**好未来、科德教育；(3) **餐饮/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) **即时零售：**美团-W、顺丰同城。

● **风险提示：**项目落地不及预期，出行不及预期，行业竞争加剧等。

## 目 录

1、 出行/旅游：2024H1 全国出入境同比+71%，7 月国际航班稳步攀高 .....	4
1.1、 出入境：免签政策红利充分释放，2024H1 全国出入境同比+71% .....	4
1.2、 航空：国内航班环比提升，国际航班稳步攀高 .....	5
1.3、 访港数据追踪：内地访港环比回升，全球访港环比下滑 .....	6
2、 免税：消费税改或利于免税行业发展 .....	7
3、 教育：“双减”后非学科培训支出占比提升，AI 大会教育应用再升级 .....	9
3.1、“双减”成效显著，非学科培训支出占比提升 .....	9
3.2、 世界人工智能大会多款教育科技再升级 .....	10
4、 餐饮：上半年现倒闭潮，供给仍在持续增加 .....	11
5、 本地生活：抖音支持消费者自选快递，淘宝“小时达”业务全面升级 .....	12
5.1、 抖音支持消费者自选快递，顺丰已率先接入 .....	12
5.2、 医药电商：美团买药“618”期间三线及以下地区消费者占比过半，关注即时零售在医药电商领域的布局机会 .....	13
5.3、 淘宝“小时达”业务全面升级：与饿了么合作提供 24 小时的本地生活服务 .....	14
6、 美丽：2024H1 抖音化妆品大盘持续高增，聚源生物重组V型胶原蛋白正式面世 .....	15
6.1、 抖音大盘：2024H1 抖音化妆品大盘持续高增，韩束单月销售额均为第一 .....	15
6.2、 聚源生物产业化规模生产的重组V型胶原蛋白（JYC5011）正式面世，重组胶原蛋白市场再升温 .....	16
7、 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赢大盘 .....	17
7.1、 A 股行业跟踪：本周社服板块维持震荡 .....	17
7.2、 A 股社服标的表现：本周（7.1-7.5）教育、旅游类上涨排名靠前 .....	18
7.3、 港股行业跟踪：本周消费者服务板块波动上行 .....	20
7.4、 港股消费者服务标的表现：本周（7.1-7.5）旅游类上涨排名靠前 .....	21
8、 风险提示 .....	23

## 图表目录

图 1： Tiktok 旅行博主“China Travel”标签内容关注度较高 .....	5
图 2： 本周国内客运日均执行航班量较 2023 年同期增长 2%（单位：架次） .....	6
图 3： 本周国际客运日均执行航班量恢复至 2019 年同期 77%（单位：架次） .....	6
图 4： 近一周内地/全球访港人数环比+3%/-5.3%（单位：人次） .....	6
图 5： 近一周内地/全球访港人数恢复至 2019 年的 61%/75.4%（单位：人次） .....	7
图 6： 近一周内地/全球访港人数单日峰值环比-2.4%/-2.2%（单位：人次） .....	7
图 7： 校外学科培训参与率由 2017 年的 38%下降到 2023 年的 12.7% .....	9
图 8： 校外非学科平均支出从 2017 年的 807 元增加到 2023 年的 1027 元（单位：元） .....	9
图 9： 校外非学科类培训的支出占比从 2017 年的 4.9%增加到 2023 年的 8.1% .....	9
图 10：“双减”政策主要影响的是人均收入在 60%—80%的中上收入家庭 .....	10
图 11： 2024 年 1-6 月餐饮企业新注册量为 134.7 万家，注销吊销量 105.5 万家（单位：万家） .....	11
图 12： 2024 年 1-6 月餐饮企业新注册量同比-20%，注销吊销量同比+87% .....	11
图 13： 抖音“自选快递”目前已接入顺丰速运 .....	12
图 14： 自选快递对消费具有明显优势 .....	13
图 15： 预估 2023 年我国医药电商行业市场规模约 2852 亿元/yoy+13.2% .....	13
图 16： 按用户类型 B2B 和 B2C 占据主要市场份额 .....	13
图 17： 平台式医药电商平台主要以交易佣金盈利模式为主 .....	14
图 18： 阿里健康和美团是使用率最高的医药电商平台 .....	14

图 19: 2024 年 1-6 月韩束品牌在抖音美妆类目中品牌 GMV 排名均为第一 .....	16
图 20: 2024H1 韩束在抖音销售持续保持高增 .....	16
图 21: V型胶原蛋白是胶原纤维的“调节者”，真皮基质与基底膜的“连接者” .....	17
图 22: 本周 (7.1-7.5) 社服板块跑赢沪深 300 (%) .....	17
图 23: 2024 年初至今社服板块走势弱于沪深 300 (%) .....	17
图 24: 本周 (7.1-7.5) 社会服务板块在一级行业排名第 11 (%) .....	18
图 25: 2024 年初至今社会服务板块在一级行业排名第 29 (%) .....	18
图 26: 本周 (7.1-7.5) 开元教育、东方时尚、零点有数领涨 (%) .....	19
图 27: 本周 (7.1-7.5) *ST 三盛、行动教育、苏试试验跌幅较大 (%) .....	19
图 28: 本周 (7.1-7.5) 华测检测、中公教育、西安饮食净流入额较大 (万元) .....	19
图 29: 本周 (7.1-7.5) 传智教育、西藏旅游、长白山净流出额较大 (万元) .....	20
图 30: 本周 (7.1-7.5) 消费者服务板块跑赢恒生指数 (%) .....	20
图 31: 2024 年初至今消费者服务板块走势强于恒生指数 (%) .....	20
图 32: 本周 (7.1-7.5) 港股消费者服务板块在一级行业排名第 4 (%) .....	20
图 33: 2024 年初至今港股消费者服务板块在一级行业排名第 13 (%) .....	21
图 34: 本周 (7.1-7.5) 中国中免、复兴旅游文化、美团-WR 领涨 (%) .....	21
图 35: 本周 (7.1-7.5) 九毛九、粉笔、思考乐教育跌幅较大 (%) .....	21
表 1: 2024H1 外国人出入境人次恢复至 2019 年同期 61% .....	4
表 2: 目前消费税收入完全归属中央 .....	8
表 3: 中国奢侈品消费税征收政策情况 .....	8
表 4: 2024H1 各品类在抖音 GMV 同比均上涨 .....	15
表 5: 2024H1 韩束品牌在抖音销售额 yoy+263.3% .....	15
表 6: 盈利预测与估值 .....	22

## 1、出行/旅游：2024H1 全国出入境同比+71%，7 月国际航班稳步攀高

### 1.1、出入境：免签政策红利充分释放，2024H1 全国出入境同比+71%

2024H1 全国出入境人次恢复至 2019 年同期 83%，入境旅客保持稳步复苏。根据国家移民管理局数据，2024 年上半年共查验出入境人员 2.87 亿人次，同比增长 70.9%，恢复至 2019 年同期 83%。其中，上半年内地居民和港澳台居民累计出入境 2.58 亿人次，恢复至 2019 年 87%；全国各口岸外国人出入境 2922 万人次，入境外国人 1463.5 万人次，同比增长 152.7%。其中通过免签入境 854.2 万人次，占比 52%，同比增长 190.1%。

表1：2024H1 外国人出入境人次恢复至 2019 年同期 61%

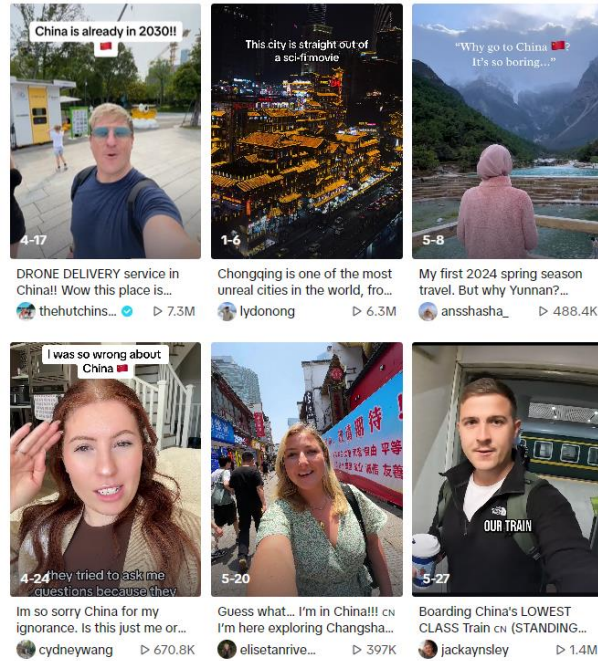
出入境人次	2024 年 1-6 月	2019 年 1-6 月	恢复度
全国	2.87	3.44	83%
国内公民（包含港澳台）	2.58	2.96	87%
外国人	0.29	0.48	61%

数据来源：国家移民管理局、开源证券研究所（单位：亿人次）

以 72/144 小时过境免签为代表的免签政策适用范围不断扩大。2023 年 1 月中国恢复自 2013 年 1 月起实施的 72/144 小时过境免签政策，目前国内北京、长沙、天津、上海等 23 个城市已实际执行以上政策。截至目前，中国 72/144 小时过境免签政策适用国家已达 54 国，政策覆盖面仍在持续扩大。在 2024 年 5 月延长对法国、德国等 12 个国家单方面免签有效期的基础上，从 7 月 1 日起，中国正式对新西兰、澳大利亚、波兰等三国实施单方面免签，2024 年 7 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日期间，上述国家持普通护照人员来华经商、旅游观光、探亲访友和过境不超过 15 天，可免签入境。携程数据显示，上半年平台国内入境游订单同比增长超 160%，2024Q2 享受上述过境免签政策的 54 国游客入境中国旅游订单环比增长 28%。

“China Travel”标签拉动海外社媒流量，助推来华游客增长。得益于我国目前实施的一系列的免签政策，“China Travel”（中国游）正成为网络热词，“打卡中国”火爆社交媒体。2024 年 6 月，TikTok “China Travel” 标签单个视频浏览量超过几百万，此类 UGC 视频内容放大中国入境游海外网络声量，有助于吸引更多海外游客来华亲身体验，预计 2024 年下半年外国人来华热度将持续升温。

国内旅企加快挖掘入境游商机，签证、支付、酒旅业务持续优化。OTA 平台方面，携程专车 2024 年 4 月份入驻携程国际版 Trip.com，直面境外游客提供接送机服务，目前携程专车服务已落地全国 26 个热门入境游城市。此外针对外游客购买门票需求，Trip.com 联合国内 2000 多家景区开通在线购票服务后，还在八达岭长城、秦始皇陵兵马俑等近 30 家景区落地国际版售票机，支持境外游客多种语言、多种支付方式购票，目前已上线超过 8000 条日游产品。去哪儿平台上，上海舒适型（三星）以上的酒店中，97% 可以接待外国旅客；北京、广州等兼具公商务的城市，这一数据可达到 80%；杭州、武汉、西安新一线城市在 40%-60%，预计可基本满足暑期入境游客住宿需求。

**图1: Tiktok 旅行博主“China Travel”标签内容关注度较高**


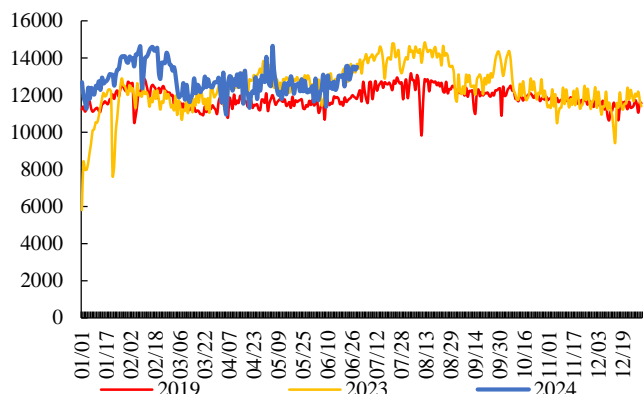
资料来源: Tiktok

**核心观点:** 2024 年文旅政策频出, 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。从 OTA 同业竞争看, 近期抖音上调住宿业佣金率, 表明跨界玩家对酒旅业务盈利效率的平衡, 传统 OTA 平台供应链统筹、消费者洞察、交通预订导流等先发优势仍相对突出, 预计国内 OTA 行业竞争格局进一步优化。**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, 产品高性价比的名山大川型景区预计维持稳定增长。**受益标的: 九华旅游、丽江股份; 推荐标的: 长白山。**

## 1.2、航空: 国内航班环比提升, 国际航班稳步攀高

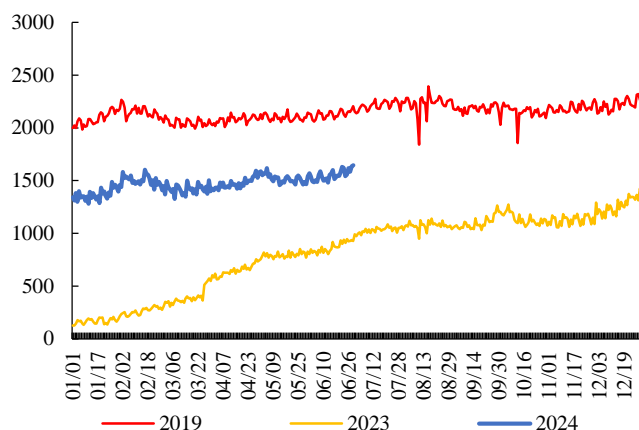
根据航班管家, 本周(6.30-7.6)全国日均客运执行航班量 15997 架次, 较 2023 年同期增长 7%, 环比+4.8%。其中, 本周国内客运日均执行航班量 13972 架次, 较 2023 年同期增长 2%, 环比+4.7%, 7 月国内航班较 2023 年同期 2%; 本周国际客运日均执行航班量 1681 次, 环比+5%, 恢复至 2019 年同期 77%, 7 月国际航班恢复至 2019 年同期 77%。

图2：本周国内客运日均执行航班量较 2023 年同期增长 2%（单位：架次）



数据来源：航班管家、开源证券研究所

图3：本周国际客运日均执行航班量恢复至 2019 年同期 77%（单位：架次）

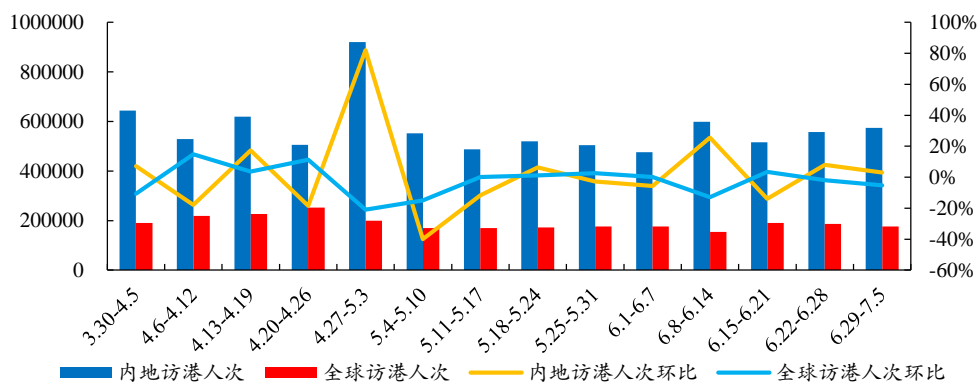


数据来源：航班管家、开源证券研究所

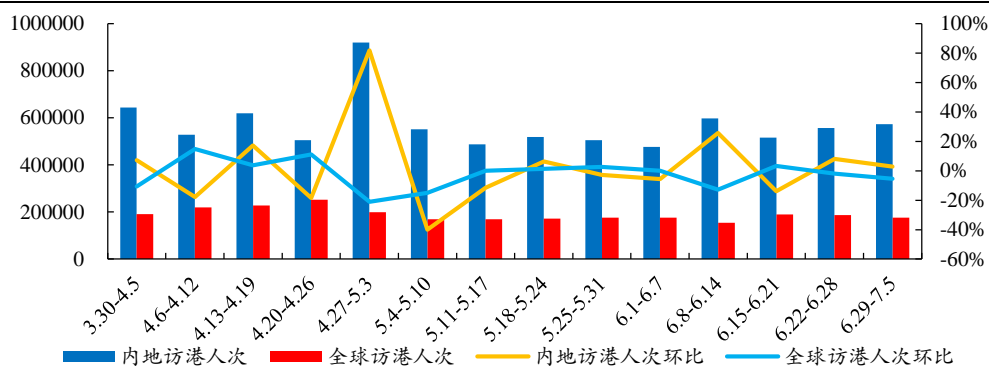
### 1.3、访港数据追踪：内地访港环比回升，全球访港环比下滑

本周（6.29-7.5）内地访客总入境人次达 573531 人，环比+3%；全球访客总入境人次（除内地外）176479 人，环比-5.3%。内地访客日均人数恢复至 2019 年月度（7 月）日均 61%，全球访客日均人数（除内地外）恢复至 2019 年月度（7 月）日均的 75.4%。内地访港整周单日峰值 10.75 万人次，全球访客整周单日峰值（除内地外）达 3.01 万人次。

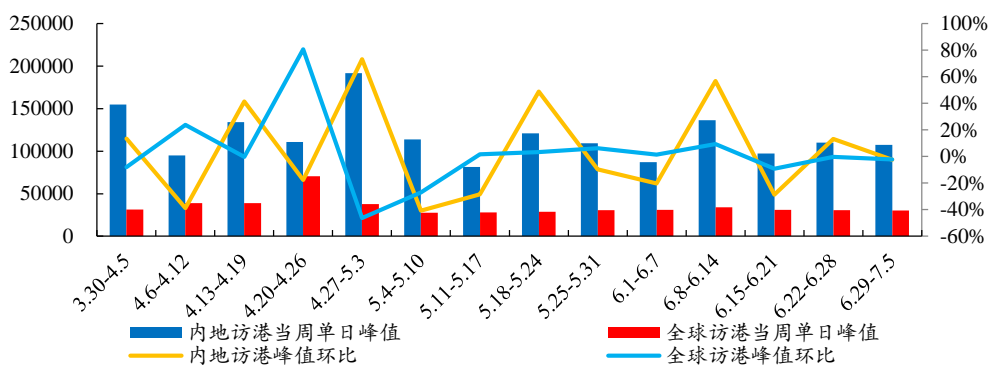
图4：近一周内地/全球访港人数环比+3%/-5.3%（单位：人次）



数据来源：中国香港特别行政区政府入境事务处、开源证券研究所

**图5：近一周内地/全球访港人数恢复至2019年的61%/75.4%（单位：人次）**


数据来源：中国香港特别行政区政府入境事务处、开源证券研究所

**图6：近一周内地/全球访港人数单日峰值环比-2.4%/-2.2%（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

## 2、免税：消费税改或利于免税行业发展

**事件：**6月25日，审计署受国务院委托，向十四届全国人大常委会第十次会议作了《国务院关于2023年度中央预算执行和其他财政收支的审计工作报告》，在深化重点领域改革方面，报告提出谋划新一轮财税体制改革，完善中央与地方财政事权和支出责任划分，其中以后移征收环节、中央地方税收分配、扩大征收范围为未来消费税改革的三大看点：

**后移消费者征收环节，补充地方政财政收入。**财政部数据显示，2023年消费税收入规模达1.61万亿元，占整体税收比重的8.9%，规模和占比仅次于增值税（38.3%）和企业所得税（22.7%）。当前我国消费税主要在生产环节由生产方所在地主管税务机关缴纳，收入完全归属于中央政府。后移消费税征收环节并稳步下划地方。按照健全地方税体系改革要求，在征管可控的前提下，将部分在生产（进口）环节征收的现行消费税品目逐步后移至批发或零售环节征收，拓展地方收入来源，引导地方改善消费环境。

**表2：目前消费税收入完全归属中央**

税种	细分	中央	地方
增值税	海关代征增值税	100%	
	非海关代征增值税	50%	50%
企业所得税	中央企业、地方银行和 外资银行及非银行金融 企业、援四道部门、各 银行总行、各保险总公 司等缴纳的部分	100%	
	其他企业缴纳的部分	60%	40%
消费税		100%	
个人所得税		60%	40%

资料来源：界面新闻、财政部官网、开源证券研究所

**消费税征收改革或在高档奢侈品率先试点。**我国现行的消费税征税范围包括 15 大类，其中涉及奢侈品的主要有高档化妆品、贵重首饰及珠宝玉石、超豪华小汽车、高尔夫球及球具、高档手表、游艇等，名牌鞋服、箱包、电器、保健食品以及私人飞机、马术、高档会所等高档奢侈消费品和消费行为均未被纳入我国消费税的征收范围，整体课税范围较窄。同时征税税率集中在 10-15% 区间内，税率较低且集中在生产（进口）环节。

**表3：中国奢侈品消费税征收政策情况**

税目	税率		
	生产（进口）环节	批发环节	零售环节
高档化妆品	15%		
贵重首饰及珠宝玉石			
1、金银首饰、铂金首饰和钻石及钻石饰品			5%
2、其他贵重首饰和珠宝玉石	10%		
超豪华小汽车	按小汽车税目 1 和子税目 2 车辆类型和 气缸容量差异决定		10%
高尔夫球及球具	10%		
高档手表	20%		
游艇	10%		

资料来源：界面新闻、财政部官网、开源证券研究所

**调整奢侈品消费税的征收将影响免税行业。**目前，我国免税商品主要为免征关税、进口环节税的进口商品和实行退(免)税(增值税、消费税)。免税商品主要以高端商品为主，调整奢侈品消费税的征收将影响正常价格和免税价格的价差，假设免税政策未进行针对性调整下，将影响免税行业发展：

- (1) 消费税征收环节由生产端转移至批发或零售环节，将引起计税税基增加（由出厂价或进口价提高至零售价），理论上在不调降税率的基础上，将会提高一般零售渠道商品的终端价格。
- (2) 消费税对奢侈品的课税范围增加、税率提升，此举也将扩大免税/零售价差，利好免税行业发展。

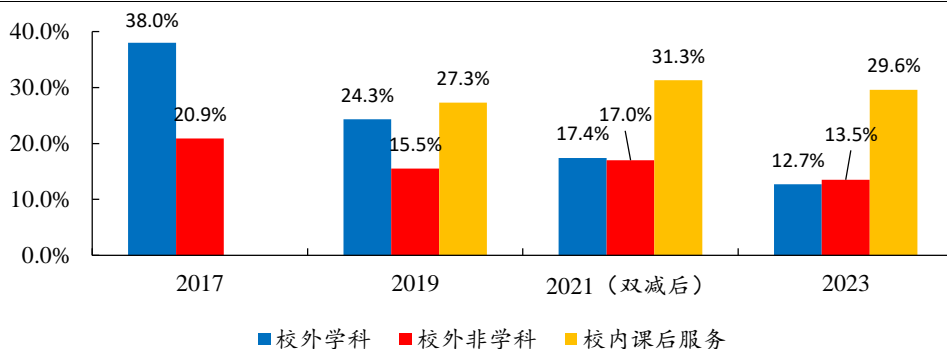


## 3、教育：“双减”后非学科培训支出占比提升，AI 大会教育应用再升级

### 3.1、“双减”成效显著，非学科培训支出占比提升

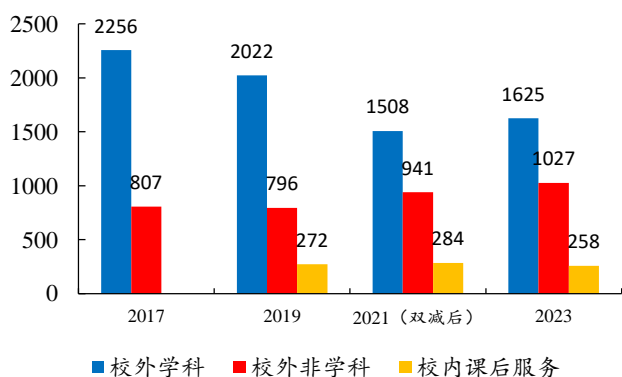
校内学科培训参与率大幅下降，非学科培训支出占比提升。北京大学中国教育财政科学研究所发布《减负政策的短期效果评估》，其样本调查显示，从校外培训和校内课后服务的参与情况来看，校外学科培训的参与率从 2017 年的 38% 不断下降，“双减”之后下降至 17.4% 和 12.7%。校外非学科培训的下降幅度相对较小，到 2023 年降至 13.5%。校内课后服务总体则呈略有上升的趋势，从 2019 年的 27.3% 增至 2021 年的 31.3% 和 2023 年的 29.6%。从校外培训和校内课后服务的家庭支出情况来看，校外学科类培训的支出在“双减”之后回落，从 2017 年的 2256 元下降到 2023 年的 1625 元；占该生家庭教育支出的比例从 2017 年的 11.5% 下降到 2023 年的 9.0%。校外非学科类培训的支出整体略有增长，从 2017 年的 807 元增加到 2023 年的 1027 元；占该生家庭教育支出的比例从 2017 年的 4.9% 增加到 2023 年的 8.1%，与学科类的差异迅速缩小。校内课后服务的支出变化不大，仅略有增加，其占比从 2019 年的 3.4% 增加到 2023 年的 7.3%。

图7：校外学科培训参与率由 2017 年的 38% 下降到 2023 年的 12.7%



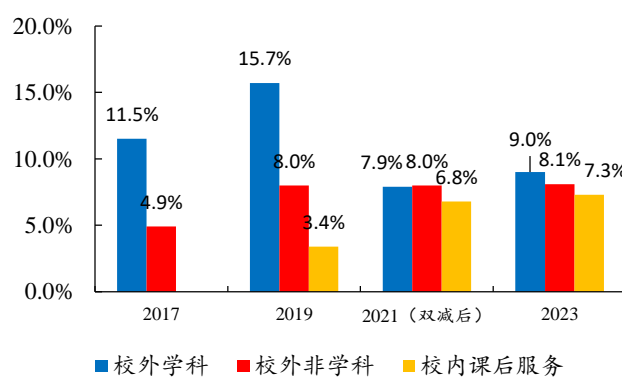
数据来源：北京大学中国教育财政科学研究所《减负政策的短期效果评估》、开源证券研究所

图8：校外非学科平均支出从 2017 年的 807 元增加到 2023 年的 1027 元（单位：元）



数据来源：北京大学中国教育财政科学研究所《减负政策的短期效果评估》、开源证券研究所

图9：校外非学科类培训的支出占比从 2017 年的 4.9% 增加到 2023 年的 8.1%



数据来源：北京大学中国教育财政科学研究所《减负政策的短期效果评估》、开源证券研究所

“双减”主要作用的是中等偏上的收入群体。估计结果显示，“双减”政策主要影响的是人均收入在 60%—80%的中上收入家庭，且主要集中在校外学科类培训的参与和支出方面，而对人均收入在 0—60%和 80%以上的家庭则没有显著影响。尽管校外培训的供给在短期之内大幅下降，但对于高收入家庭来说，仍旧有足够的资源和渠道获得需要的培训服务。此前也有研究指出校外培训供给锐减导致了培训需求部分转向地下。收入较高的家庭不仅更有经济实力购买校外培训服务，其子女所在学校也能提供更多基础性和拓展性的课后服务，而低收入家庭所在学校则面临着更大的压力。

图10：“双减”政策主要影响的是人均收入在 60%—80%的中上收入家庭

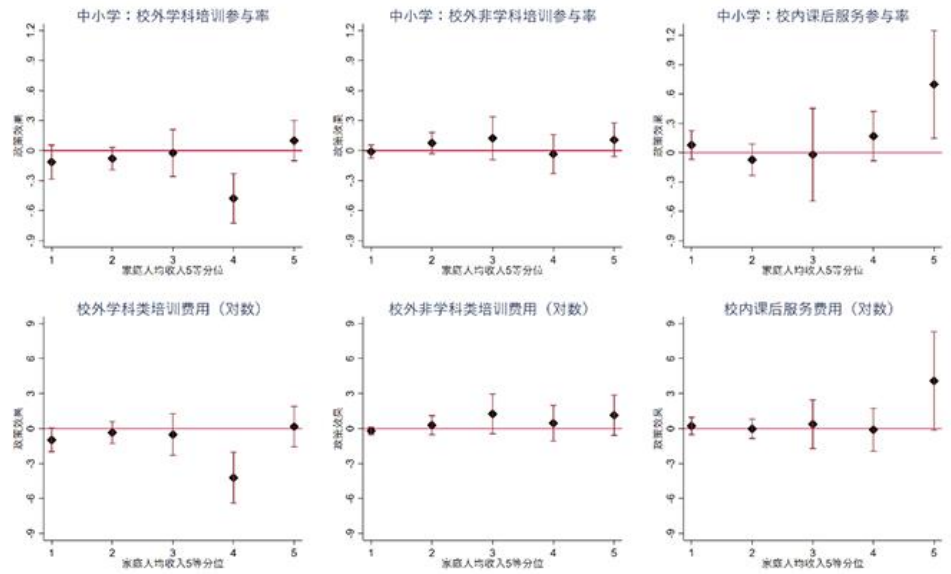


图 3 不同收入水平的家庭受到“双减”政策的影响（DID 估计）

资料来源：北京大学中国教育财政科学研究所《减负政策的短期效果评估》

### 3.2、世界人工智能大会多款教育科技再升级

- (1) **好未来：**学而思展出了智能硬件学而思学习机、九章大模型、AI 应用九章随时间。其中，学而思学习机小思对话、小思圈圈学、AI 口语分级练、中英文作文批改等 AI 能力吸引了众多观众体验。面对学而思学习机呼唤“小思小思”，就能调用学而思学习机里的智能助手，可以语音进入作业模式，调用不同的 APP，或者直接与小思进行连续式的话题交流。
- (2) **猿辅导：**猿力科技在会上展示了其自研大模型支撑的教育产品“全家桶”，包括：飞象星球、猿编程、小猿学练机、海豚 AI 学等国内教育服务产品，及旗下两款 AI 教育出海产品 CheckMath、LeapMath。猿力科技大模型技术已覆盖对话辅导、口语陪练、阅读理解等面向家庭教育端的应用场景，以及作业批改、学情分析、答疑辅导等服务于政府和学校端的教育应用场景。
- (3) **有道：**有道携 AI 大模型学习硬件有道词典笔 X7 亮相，这也是该产品的

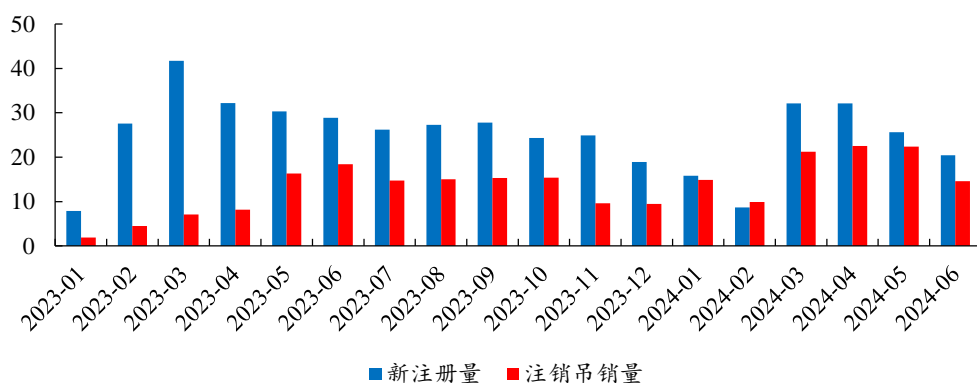
首次发布。工作人员向多知介绍：“有道词典笔 X7 内置了教育大模型‘子曰’的两款原生应用：AI 全科家庭教师有道小 P、虚拟口语私教 Hi Echo。”

## 4、餐饮：上半年现倒闭潮，供给仍在持续增加

天眼查数据显示，2024H1 新增餐饮企业 134.7 万家，同比-20%；注销吊销 105.5 万家，同比+87%。虽然倒闭的餐厅大幅增加，但新增餐企数量仍大于注销吊销数量，意味着市场供给仍在持续增加。预计竞争激烈下，餐饮价格战仍将持续，“主动降价”使得餐饮企业大多进入微利时代。

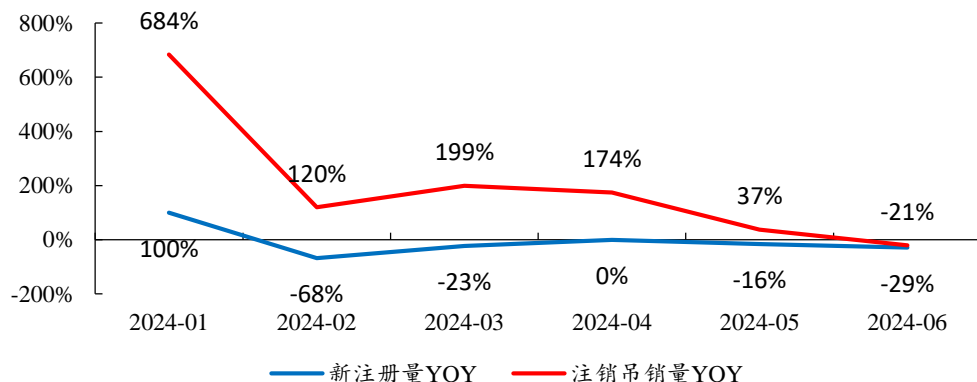
在存量市场有限的情况下，快餐主要赛道还是聚焦在 25-35 元之间，25 元是一个非常重要的价格线。然而，快餐正餐化，正餐快餐化，快餐呈现的特点是快餐小份菜化（正餐化）。很显然，快餐慢慢形成对正餐消费的“杀伤力”。

图11：2024年1-6月餐饮企业新注册量为134.7万家，注销吊销量105.5万家(单位：万家)



数据来源：餐饮老板内参公众号、开源证券研究所

图12：2024年1-6月餐饮企业新注册量同比-20%，注销吊销量同比+87%



数据来源：餐饮老板内参公众号、开源证券研究所

## 5、本地生活：抖音支持消费者自选快递，淘宝“小时达”业务全面升级

### 5.1、抖音支持消费者自选快递，顺丰已率先接入

抖音电商 6 月 30 日正式推出自选快递服务。“自选快递”就是消费者在平台下单时，可以自主选择某一家快递公司（品牌）来承运所购买的商品，以此满足消费者的个性需求与快递偏好。抖音电商推出的“自选快递”服务特点：1.支持消费者自主选择快递品牌进行发货；2.在商品页面展示“可选择的快递品牌”，同时配套支持设置加价策略；3.“自选快递”发货的订单确保优先发货（建议当日发）；4.发货后因消费者个人原因退款时，商家无需退还运费加价部分；发货前仅退款或因修改地址无法履约的，自选快递运费要全额退还消费者。

目前顺丰速运已经接入，其余快递在陆续接入中。顺丰代表着配送端的高质量物流服务，“顺丰包邮”也成为商家无形的背书，是商品的“加分项”。对平台来说，选择和顺丰合作可以提升自选快递的物流履约能力，可以验证消费者对高质量物流服务的接受度，更容易培养消费者的使用习惯。对商家来说，支持消费者自主选择快递品牌进行发货，能提升消费者订单转化。商家商品页面展示“可选择顺丰发货”，也可以提升订单转化率。在电商洗牌加速的背景下，“仅退款”几乎成为电商平台标配。自选快递能遏制消费者赚取“快递差价”的情况，避免因快递问题退货。

图13：抖音“自选快递”目前已接入顺丰速运

### 一、自选快递简介及优势

#### 产品介绍

1. 商家配置运费模版新增“自选快递”，配套支持设置加价策略，满足消费者个性需求/快递偏好。
2. 支持消费者自主选择快递品牌进行发货，提升消费者订单转化。
3. 可选快递范围目前已接入顺丰速运，其余快递在陆续接入中。

#### 产品优势

1. 商家商品页面展示【可选择顺丰发货】，提升订单转化率；
2. 消费者在商家飞鸽对话框，输入“指定顺丰、自选快递”意向，飞鸽自动推送消息引导；
3. 消费者加价指定快递发货的订单，发货后因消费者个人原因退款时，商家无需退还运费加价部分；发货前仅退款及因修改地址无法履约自选快递的运费全额退还消费者。具体规则以商家签订的自选快递服务协议为准。

#### 服务规范

1. 商家需要按照消费者指定快递发货并确保优先发货（建议当日发）。如商家未按消费者指定快递发货，系统会阻断商家发货；

资料来源：抖音电商学习中心官网

**图14：自选快递对消费具有明显优势**

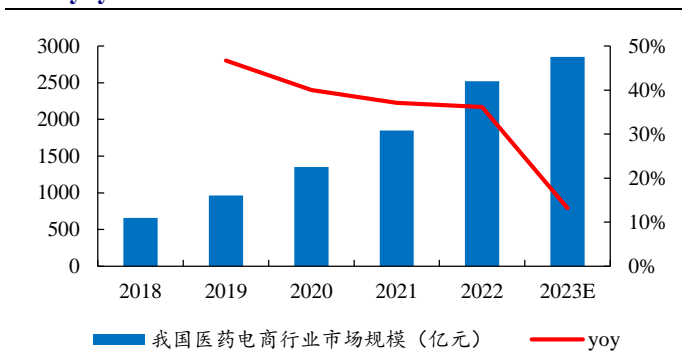
消费者浏览服务效果		商家可在抖店后台和ISV后台查看已生效订单
<b>产品优势1：</b> 商家商品页面展示【可选择顺丰发货】，提升订单转化率	<b>产品优势2：</b> 消费者在商家飞鸽对话框，输入“指定顺丰、自选快递”意向，飞鸽自动推送消息引导	支持商家在订单管理和发货中心， ①通过筛选项：订单标记，选择【自选快递】标签，快捷筛选订单并发货。 ②通过筛选项：指定快递公司，选择【顺丰速运】，快捷筛选订单并发货。

资料来源：抖音电商学习中心官网

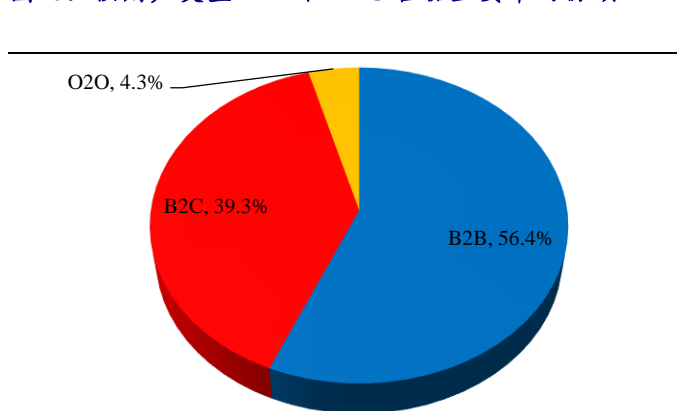
## 5.2、医药电商：美团买药“618”期间三线及以下地区消费者占比过半，关注即时零售在医药电商领域的布局机会

“健康管理”下沉化，县域消费者占比提升。美团买药数据显示，“618”期间，来自三线及以下地区消费者占比过半，小镇青年、银发族的购买力逐步释放。下沉市场健康消费潜力正在显现，快递电商、即时零售等方式推动高性价比医疗资源扩容下沉。

2018-2022年我国医药电商行业市场规模由657.4亿元增长至2520亿元，CAGR达39.9%，预估2023年我国医药电商行业市场规模约2852亿元，yoy+13.2%。按用户类型，医药电商主要分为B2B、B2C以及O2O三类。B2B模式主要为企业服务，分为政府主导的B2B采购平台和药企B2B。B2C主要为个人提供药品服务，按照是否为自营可分为自营式和平台式。此外，C端用户还可以在O2O平台线上下单买药，线下享受服务。目前我国医药电商以B2B业务为主，占比达56.4%。B2C及O2O分别占比39.3%、4.3%。

**图15：预估2023年我国医药电商行业市场规模约2852亿元/yoy+13.2%**


数据来源：观研天下公众号、开源证券研究所

**图16：按用户类型B2B和B2C占据主要市场份额**


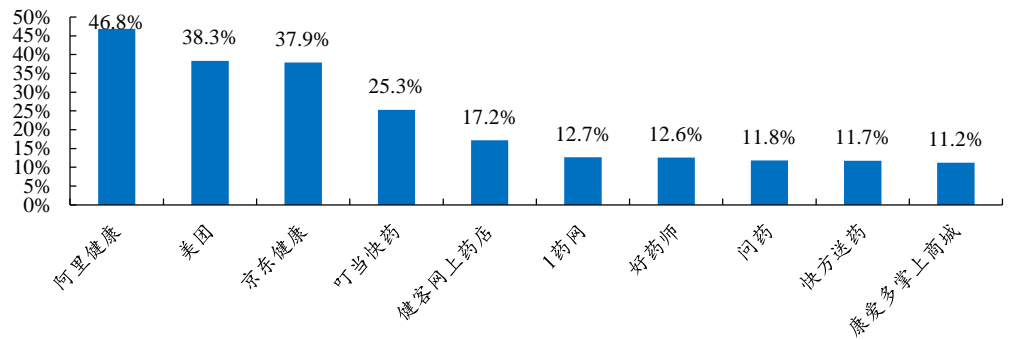
数据来源：观研天下公众号、开源证券研究所

**图17：平台式医药电商平台主要以交易佣金盈利模式为主**

类型		运营模式	盈利模式
B2B	政府主导的B2B	非营利性的药品集中招标采购平台	非盈利
	自营式B2B	药品生产企业通过自营官网向药品批发或零售商销售本企业生产的药品、药品批发企业通过自营官网向药品零售企业销售本企业经营的药品	销售差价
	平台式B2B	第三方平台提供原材料供应商与药厂之间、药厂与医药批发商之间、医药批发商与零售商之间的交易服务	交易佣金
B2C	自营式B2C	医药连锁企业自建官网实现与消费者之间的线上交易	销售差价
	平台式B2C	第三方B2C平台为药品零售商与消费者之间提供撮合交易服务	交易佣金
O2O	自营式O2O	药品零售商自建渠道解决同城销售端到端的交易服务	销售差价
	平台式O2O	第三方平台企业解决药品零售商同城端到端的交易及配送服务	交易佣金

资料来源：观研天下公众号

阿里健康、美团和京东健康为使用率前三平台。B2B 模式下竞争激烈，以药师帮、小药药、药京采为代表；B2C 模式以京东健康和阿里健康等自营平台为主；O2O 模式中自营式 O2O 以叮当快药为代表，平台式 O2O 以美团、饿了么为代表。其中阿里健康、美团和京东健康使用率排名靠前，均超 30%。

**图18：阿里健康和美团是使用率最高的医药电商平台**


数据来源：观研天下公众号、开源证券研究所

### 5.3、淘宝“小时达”业务全面升级：与饿了么合作提供 24 小时的本地生活服务

淘宝“小时达”业务已完成全面升级，提升了入口显著性并丰富了商品供给。7月3日，淘宝 App 首页进行了改版更新，新增了“小时达”作为一级流量入口，将为“小时达”频道内的商家带来显著的公域流量增长。目前，包括盒马、大润发、十足等在内的多家商超便利门店，以及农夫山泉、喜力啤酒、自然堂等品牌均已在“小时达”频道开设了旗舰店。淘宝“小时达”还与饿了么建立了深度合作关系，共同覆盖了超市便利、药店、蔬菜水果、酒水饮料、鲜花绿植等多个品类，为用户提供 24 小时的本地生活服务。此外，淘宝“小时达”面向所有淘宝天猫商家开放入驻，商家只需具备本地仓储和即时配送能力即可申请加入。商家可以通过开设“小时达”旗舰店或在现有淘宝天猫店铺中增加“小时达”服务的方式参与其中。

## 6、美丽：2024H1 抖音化妆品大盘持续高增，聚源生物重组 V 型胶原蛋白正式面世

### 6.1、抖音大盘：2024H1 抖音化妆品大盘持续高增，韩束单月销售额均为第一

抖音上半年化妆品类目持续实现高增，国产品牌占据主导地位。据青眼情报数据，2024 年 1-6 月，抖音化妆品类目（护肤、彩妆/香水、洗发护发、身体护理清洁）GMV 达 1090.13 亿元，yoy+34.57%。从主要品类看，护肤、彩妆香水、身体护理清洁、洗发护发上半年均实现同比双位数增长。从品牌端看，2024H1 抖音美妆 TOP20 品牌中国产品牌占据主导地位，总 GMV 占 TOP20 品牌 GMV 的 61.18%。温博士以 788% 同比增速，强势跻身 TOP20 行列，成为增速最快的品牌。娇润泉则以 626.0% 的增速紧随其后，实现跨越式增长。此外，韩束、自然堂、DCEXPORT、毛戈平等国产品牌也均实现了超倍速增长。韩束 2024H1 在抖音平台 GMV 达 34.49 亿元，月度销售额均为第一。

表4：2024H1 各品类在抖音 GMV 同比均上涨

	护肤	彩妆香水	身体护理清洁	洗发护发
GMV 同比	33.1%	40.3%	27.8%	33.7%
市场份额	61.20%	25.70%	6%	7.10%

数据来源：青眼情报公众号、开源证券研究所

表5：2024H1 韩束品牌在抖音销售额 yoy+263.3%

排名	品牌	GMV (亿元)	同比
1	韩束	34.49	263.3%
2	珀莱雅	16.09	75.1%
3	欧莱雅	16.09	25.3%
4	雅诗兰黛	12.26	38.8%
5	赫莲娜	11.19	42.8%
6	兰蔻	10.8	32.2%
7	娇润泉	10.75	626.0%
8	谷雨	10.07	78.8%
9	海蓝之谜	9.34	20.4%
10	自然堂	8.82	125.5%
11	欧诗漫	8.5	49.0%
12	后	8.21	66.7%
13	花西子	7.1	-11.7%
14	蜜丝婷	7.07	46.4%
15	可复美	7	92.3%
16	温博士	6.67	788.0%
17	DCEXPORT	6.58	200.0%
18	Olay	6.33	11.5%
19	毛戈平	6.25	101.8%
20	HBN	5.79	18.5%

资料来源：青眼情报公众号、开源证券研究所

图19：2024年1-6月韩束品牌在抖音美妆类目中品牌GMV排名均为第一

抖音上半年各月美妆类目品牌榜						
看美数数据 用青眼情报						
排名	1月	2月	3月	4月	5月	6月
1	韩束	韩束	韩束	韩束	韩束	韩束
2	娇润泉	珀莱雅	雅诗兰黛	后	珀莱雅	赫莲娜
3	珀莱雅	谷雨	珀莱雅	娇润泉	欧莱雅	珀莱雅
4	欧莱雅	欧莱雅	欧莱雅	欧莱雅	赫莲娜	后
5	雅诗兰黛	温博士	兰蔻	蜜丝婷	兰蔻	雅诗兰黛
6	谷雨	雅诗兰黛	蜜丝婷	欧诗漫	雅诗兰黛	欧莱雅
7	后	娇润泉	海蓝之谜	谷雨	海蓝之谜	兰蔻
8	兰蔻	后	娇润泉	珀莱雅	自然堂	花西子
9	AKF	兰蔻	自然堂	自然堂	可复美	谷雨
10	海蓝之谜	海蓝之谜	谷雨	雅诗兰黛	娇润泉	自然堂
11	欧诗漫	毛戈平	欧诗漫	兰蔻	DCEXPORT	海蓝之谜
12	毛戈平	赫莲娜	花西子	VC	娇韵诗	DCEXPORT
13	VC	DCEXPORT	温博士	温博士	欧诗漫	欧诗漫
14	赫莲娜	圣罗兰	后	赫莲娜	SK-II	Olay
15	DCEXPORT	HBN	赫莲娜	毛戈平	谷雨	娇润泉
16	温博士	欧诗漫	修丽可	海蓝之谜	花西子	可复美
17	花西子	自然堂	伊菲丹	花西子	HBN	肌肤之钥
18	左颜右色	可复美	可复美	柳丝木	澳容	SK-II
19	圣罗兰	蜜丝婷	Olay	可复美	圣罗兰	HBN
20	柏瑞美	后	柏瑞美	柏瑞美	Olay	圣罗兰

青眼情报出品  
备注：  
1.数据来源：青眼情报  
2.取数时间：2024年1月-6月  
3.按总GMV高位排序  
4.更多数据访问青眼情报会员查询

资料来源：青眼情报公众号

图20：2024H1 韩束在抖音销售持续保持高增



资料来源：青眼情报公众号

## 6.2、聚源生物产业化规模生产的重组V型胶原蛋白（JYC5011）正式面世，重组胶原蛋白市场再升温

近期，聚源生物从不同重组胶原蛋白的协同作用出发，推出全新重组V型胶原蛋白(JYC501)，打通I型胶原蛋白和III型胶原蛋白的应用边界，率先搭建出了“III-I-V”真皮基质新生态。

在活性方面，JYC501 采用毕赤酵母发酵体系，100%与人V型胶原蛋白同源，可直补流失V型胶原，高效调控炎症反应、高效结合整合素介导细胞代谢，还可作为皮肤V型胶原合成原料，促进更多V型胶原蛋白合成。为确保活性稳定，JYC501 优选了无不利蛋白酶切位点序列。加热稳定性试验结果显示，JYC501 溶液在 40°C -120°C 的高温条件下也无沉淀产生，证明 JYC501 耐超高温的高稳定结构特性。



图21: V型胶原蛋白是胶原纤维的“调节者”，真皮基质与基底膜的“连接者”

不同类型胶原蛋白的区别	
类型	特点
I型	I型胶原结构粗大，沿原纤维表面存在，负责撑起皮肤结构，决定着皮肤的轮廓和硬度，占成人皮肤胶原总含量约70%
III型	III型胶原结构细小，具有优异的弹性和修护功能，决定皮肤的弹性和柔软占婴儿皮肤胶原总含量约60%
V型	V型胶原属于调节性原纤维形成胶原蛋白，组成真皮胶原纤维基底-真皮胶原之间分子桥梁。通过与I型、III型相互作用组成胶原纤维，可为皮肤提供轮廓支撑力、为细胞提供代谢空间。 <b>可调节真皮胶原纤维形成</b> ：作为胶原纤维生长支架，可促进胶原纤维合成；启动新原纤维生长、增加真皮胶原含量；调控胶原纤维直径，改变纤维横向生长。 <b>可维持表皮-真皮结构稳定</b> ：作为表皮基底膜和真皮胶原纤维之间的分子桥梁，维持表皮-真皮界面的稳定；结合ECM大分子，维持组织支架完整；调控生长因子，促进毛发数量增加。

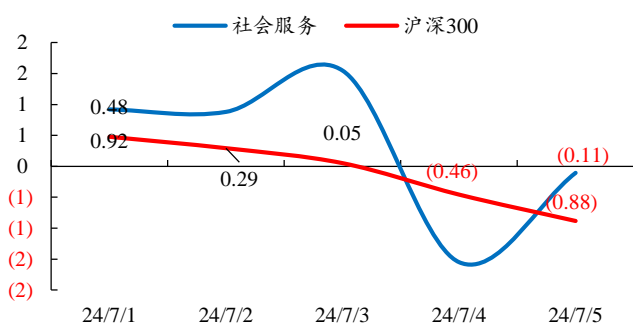
资料来源：青眼公众号

## 7、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赢大盘

### 7.1、A 股行业跟踪：本周社服板块维持震荡

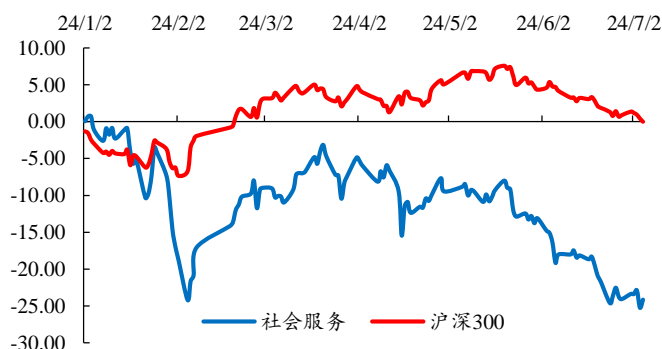
本周（7.1-7.5）社会服务指数-0.11%，跑赢沪深 300 指数 0.78pct，在 31 个一级行业中排名第 11；2024 年初至今社会服务行业指数-24.13%，弱于沪深 300 指数的 +0.00%，在 31 个一级行业中排名第 29。

图22: 本周（7.1-7.5）社服板块跑赢沪深 300 (%)



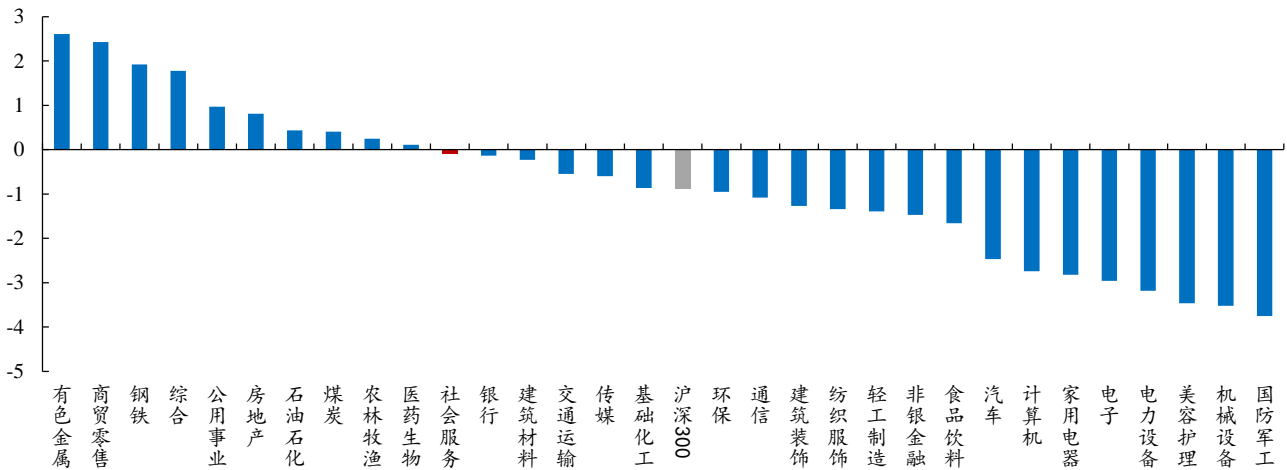
数据来源：Wind、开源证券研究所

图23: 2024 年初至今社服板块走势弱于沪深 300 (%)



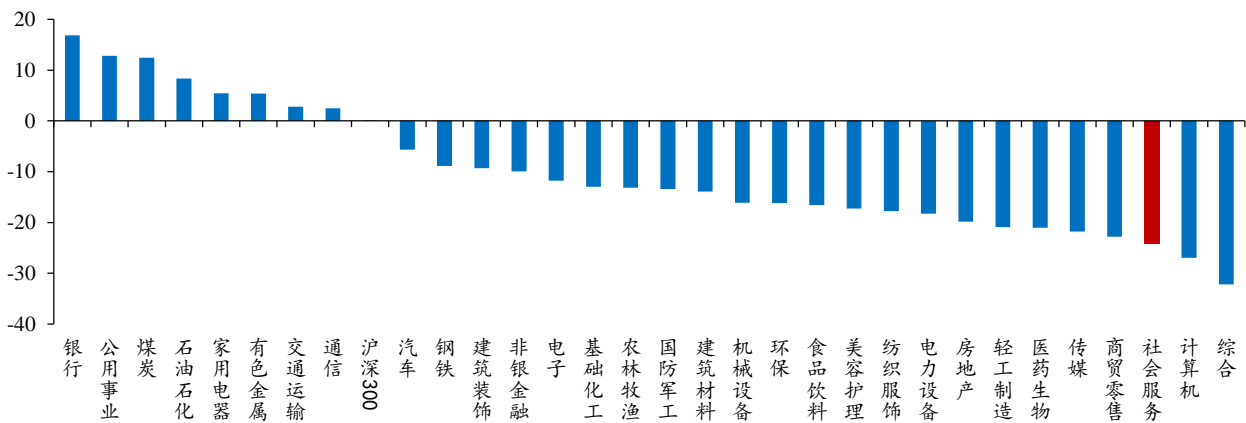
数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：本周（7.1-7.5）社会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

图25：2024年初至今社会服务板块在一级行业排名第 29（%）

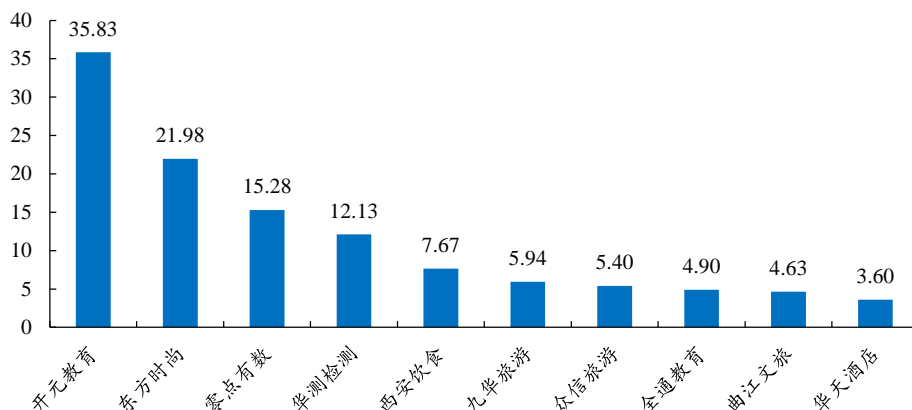


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 7.2、A股社服标的表现：本周（7.1-7.5）教育、旅游类上涨排名靠前

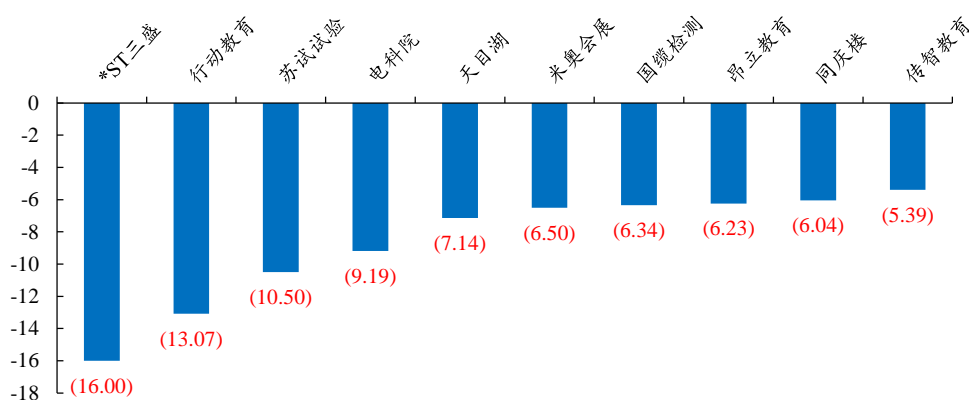
本周（7.1-7.5）A股涨幅前十名以教育、旅游类为主，涨幅前三名分别为开元教育、东方时尚、零点有数，跌幅前三名分别为\*ST三盛、行动教育、苏试试验。净流入额前三名分别为华测检测、中公教育、西安饮食，净流入额后三名分别为传智教育、西藏旅游、长白山。

图26: 本周(7.1-7.5)开元教育、东方时尚、零点有数领涨(%)



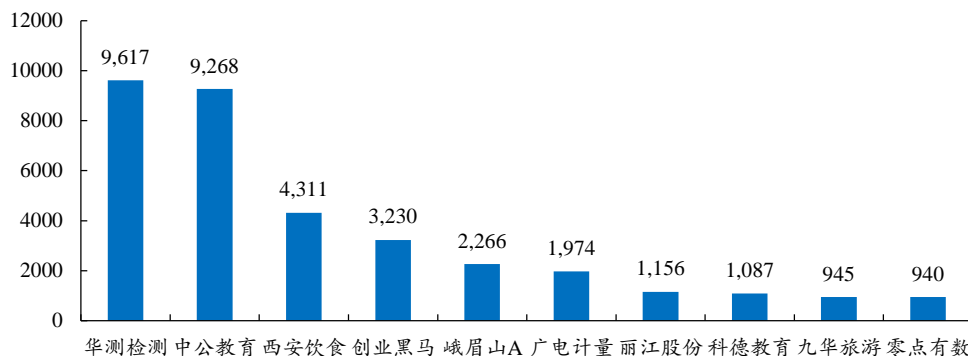
数据来源: Wind、开源证券研究所

图27: 本周(7.1-7.5)\*ST三盛、行动教育、苏试试验跌幅较大(%)



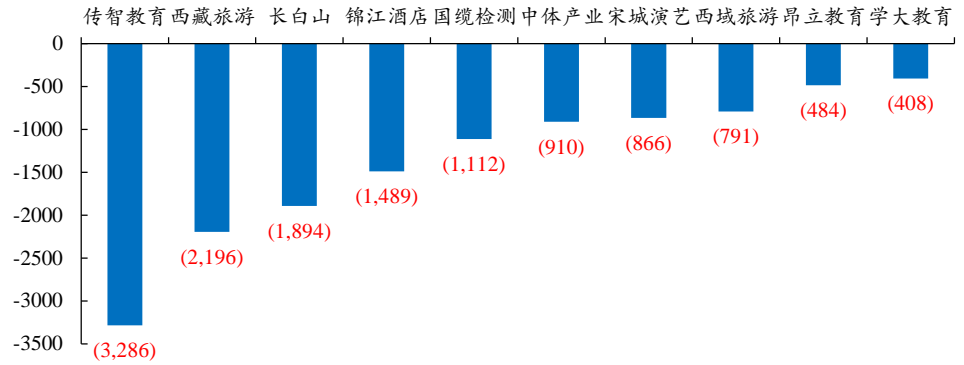
数据来源: Wind、开源证券研究所

图28: 本周(7.1-7.5)华测检测、中公教育、西安饮食净流入额较大(万元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图29：本周（7.1-7.5）传智教育、西藏旅游、长白山净流出额较大（万元）

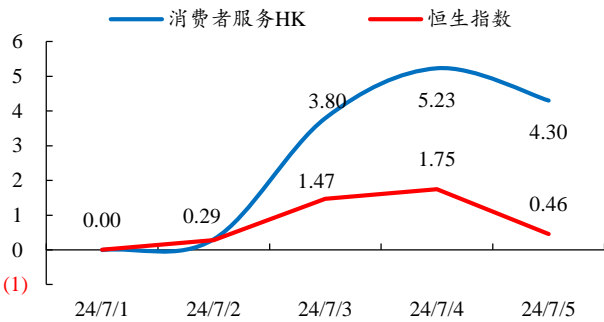


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 7.3、港股行业跟踪：本周消费者服务板块波动上行

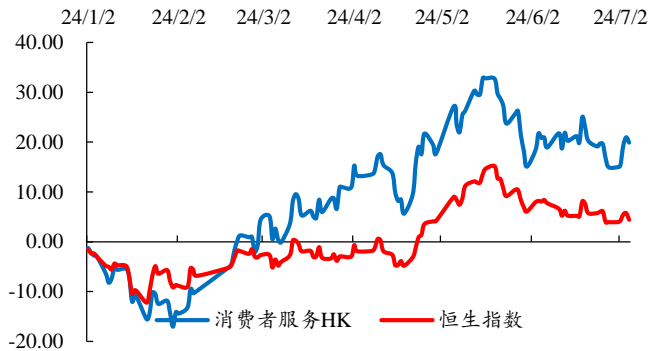
本周（7.1-7.5）港股消费者服务指数+4.3%，跑赢恒生指数 3.85pct，在 30 个一级行业中排名第 4；2024 年初至今消费者服务行业指数+19.9%，强于恒生指数的 +4.41%，在 30 个一级行业中排名第 13。

图30：本周（7.1-7.5）消费者服务板块跑赢恒生指数（%）



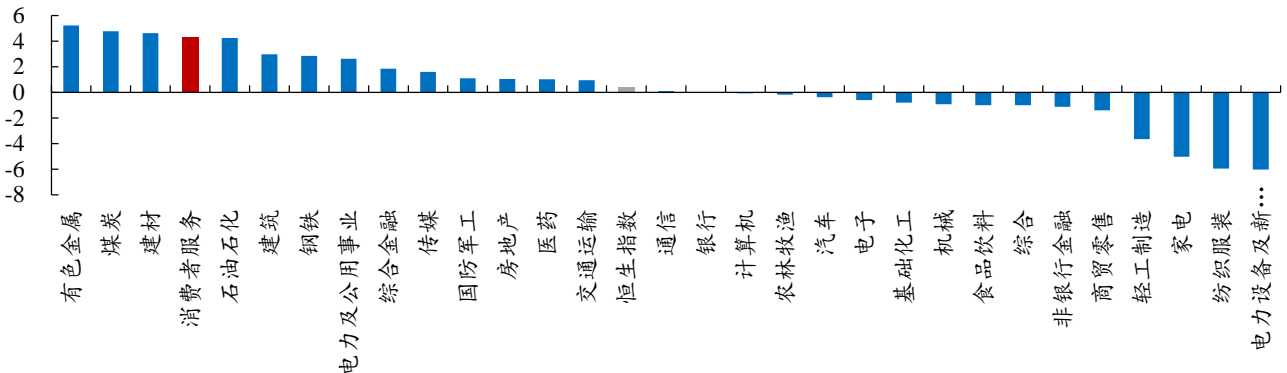
数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：2024年初至今消费者服务板块走势强于恒生指数（%）



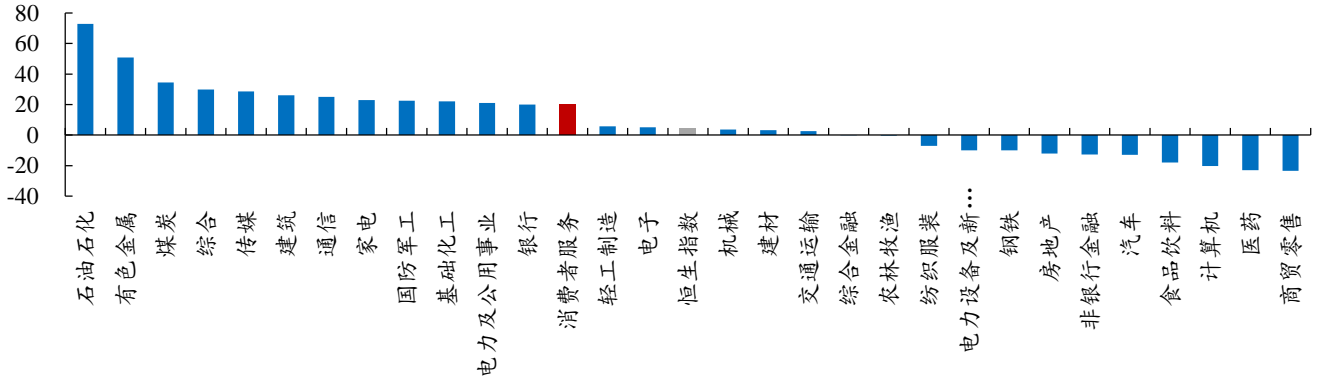
数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：本周（7.1-7.5）港股消费者服务板块在一级行业排名第 4（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图33：2024年初至今港股消费者服务板块在一级行业排名第13（%）

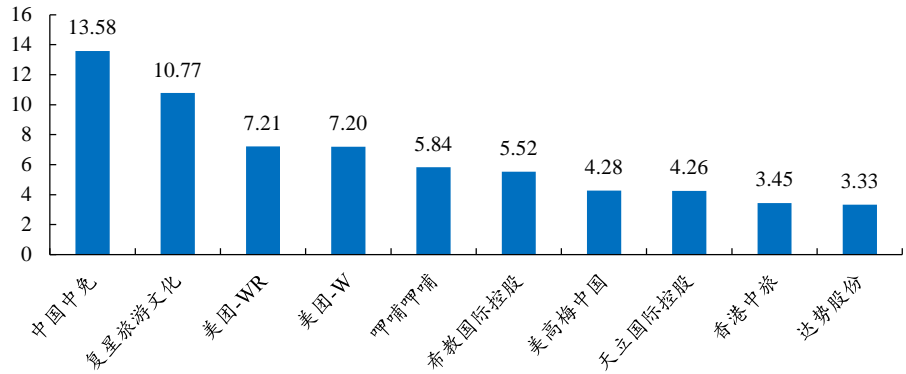


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 7.4、港股消费者服务标的表现：本周（7.1-7.5）旅游类上涨排名靠前

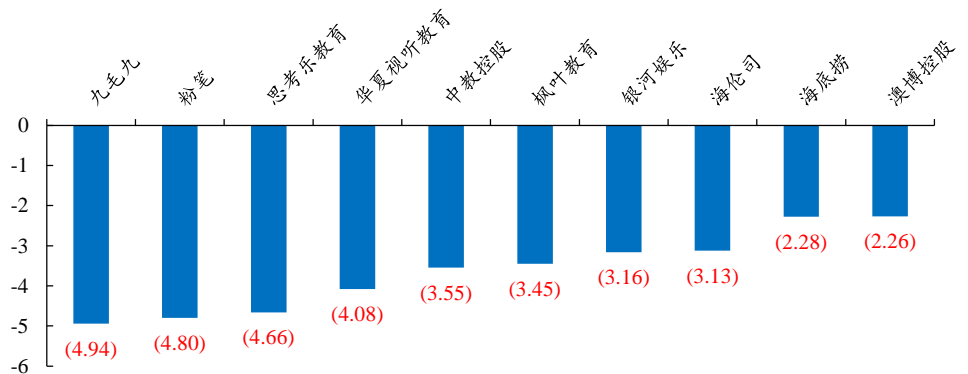
本周（7.1-7.5）港股旅游类涨幅靠前，涨幅前三名分别为中国中免、复兴旅游文化、美团-WR，跌幅前三名分别为九毛九、粉笔、思考乐教育。

图34：本周（7.1-7.5）中国中免、复兴旅游文化、美团-WR领涨（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图35：本周（7.1-7.5）九毛九、粉笔、思考乐教育跌幅较大（%）



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	2024/7/5	EPS				PE			评级
		收盘价	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E		
600223.SH	福瑞达	6.64	0.37	0.47	0.58	17.91	14.21	11.44	买入	
300896.SZ	爱美客	160.62	11.29	14.51	18.26	14.22	11.07	8.80	买入	
832982.BJ	锦波生物	163.80	6.04	8.34	11.12	27.10	19.63	14.74	未评级	
601888.SH	中国中免	65.73	3.81	4.54	5.18	17.26	14.46	12.69	未评级	
0780.HK	同程旅行	15.42	0.83	1.05	1.28	18.61	14.70	11.01	未评级	
603099.SH	长白山	22.32	0.70	0.81	0.94	31.97	27.48	23.75	买入	
300795.SZ	米奥会展	16.39	1.22	1.66	2.03	13.43	9.88	8.07	买入	
001308.SZ	康冠科技	21.84	2.16	2.49	2.82	10.10	8.78	7.76	买入	
300856.SZ	科思股份	32.12	5.68	7.10	8.76	5.66	4.53	3.67	买入	
603277.SH	银都股份	29.10	1.44	1.62	1.83	20.23	17.99	15.93	买入	
688363.SH	华熙生物	59.18	1.7658	2.2372	2.8151	33.51	26.45	21.02	买入	
300740.SZ	水羊股份	13.94	1.0299	1.2389	1.4575	13.54	11.25	9.56	买入	
688366.SH	昊海生科	59.68	2.20	2.73	3.30	27.08	21.82	18.10	买入	
300192.SZ	科德教育	9.30	0.5118	0.6104	0.7144	18.17	15.24	13.02	买入	
000526.SZ	学大教育	58.93	2.01	2.72	3.55	29.38	21.70	16.58	未评级	
603081.SH	大丰实业	9.44	0.4539	0.5788	0.7305	20.80	16.31	12.92	买入	
605289.SH	罗曼股份	22.74	1.27	1.58	1.91	17.96	14.38	11.91	未评级	
600916.SH	中国黄金	9.70	0.7135	0.8262	0.95	13.59	11.74	10.21	买入	
300662.SZ	科锐国际	15.27	1.34	1.70	2.13	11.36	8.96	7.18	未评级	
600861.SH	北京人力	16.95	1.63	1.84	2.04	10.39	9.23	8.32	未评级	
600662.SH	外服控股	3.95	0.28	0.31	0.34	13.94	12.69	11.60	未评级	
603059.SH	倍加洁	19.84	1.4395	1.7068	1.9746	13.78	11.62	10.05	买入	
9961.HK	携程集团	385.20	15.96	18.10	19.89	24.13	21.29	19.37	未评级	
-S										
300492.SZ	华图山鼎	90.18	2.73	3.53	5.82	33.07	25.54	15.50	未评级	
1890.HK	中国科培	1.50	0.40	0.42	0.44	3.79	3.60	3.43	未评级	
0839.HK	中教控股	4.35	0.81	0.92	1.03	5.35	4.73	4.21	未评级	
1773.HK	天立国际 控股	4.65	0.26	0.38	0.55	17.71	12.23	8.48	未评级	
002659.SZ	凯文教育	3.32	0.02	0.07	0.13	210.13	47.70	25.76	未评级	
0382.HK	中汇集团	2.29	0.62	0.65	0.73	3.71	3.52	3.16	未评级	
301011.SZ	华立科技	15.67	0.57	0.76	0.91	27.48	20.59	17.31	未评级	
9699.HK	顺丰同城	11.22	0.16	0.33	0.49	68.12	34.28	22.80	未评级	
3690.HK	美团	119.10	4.43	6.40	8.08	26.90	18.60	14.74	未评级	
EDU.N	新东方	79.56	1.51	2.60	0.44	48.10	27.94	166.21	未评级	
TAL.N	好未来	10.74	0.13	0.23	0.32	73.17	42.93	30.50	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 (以上港股上市公司计价货币为港元, EPS 为人民币, 2024 年 7 月 5 日港币兑人民币收盘价 0.91292; 美股上市公司收盘价和 EPS 计价货币为美元, 2024 年 7 月 5 日美元兑人民币收盘价 7.1289)

## 8、风险提示

项目落地不及预期，社会零售不及预期，行业竞争加剧等。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为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3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