



潮流时尚全球联动，新兴体验加速进击

社会服务行业2025年年度投资策略

姓名 初敏（分析师）

证书编号：S0790522080008

邮箱：chumin@kysec.cn

2024年11月13日

投资建议

1. 潮流消费：潮流文化全球联动，国内品牌出海扬帆起航

(1) IP: 经纬全球，经济增速转轨期悦己性精神需求共振，全球迈向玩具成人化、品类大众化、女性需求升级的大潮玩时代，2024年前三季度全球玩具龙头业绩多季度高增验证市场景气。背靠国内供应链优势，凭借优秀IP本土化运营+精准渠道扩张策略，2024年泡泡玛特海外业绩全渠道高增，对标乐高海外巨头，中线看海外IP势能、品牌影响力、渠道扩张仍有较大空间。聚焦国内，社会价值观迈向多元包容，二次元文化走向大众视野，国内IP工业提升叠加品类、玩法不断创新，国内泛娱乐潮玩市场中线景气度有望持续。**受益标的：泡泡玛特、华立科技。****(2) 潮流智能穿戴：** Meta和雷朋合作的二代产品Ray-Ban Meta销售超预期，美学赋能AI+眼镜普及。近期Rokid公司宣布，将于11月18日举行Rokid Jungle 2024合作伙伴及新产品发布会。从Rokid的官方海报看，BOLON预计与Rokid合作推出一款全新眼镜产品。BOLON作为法国时尚品牌，定位年轻化，时尚潮流与智能穿戴融合成为主流。**受益标的：博士眼镜、佳音智能。****(3) AI+教育：** 教育是AI浪潮下落地最直接且逻辑最通顺的应用场景之一，回看多邻国结合AI的成功经验，中国教育公司AI应用前景广阔，**受益标的：好未来、豆神教育、盛通股份、ST开元。****(3) 医美出海，国货崛起：** 从原料出海到品牌出海，布局胶原蛋白等优势赛道企业出海先行，东南亚市场有望成为中国医美品牌出海第一站。11月5日，锦波生物发布公告，旗下皮下填充剂获得越南D类医疗器械注册证，此外可复美正式在马来西亚、新加坡Tiktok上架。**受益标的：锦波生物、巨子生物。**

2. 新兴消费：超级平台重塑线下服务，新兴体验加速绽放

服务消费： 2024年1-9月国内服务零售额同比增长6.7%，增速高于同期商品零售额3.7个百分点。2024年8月国务院印发《关于促进服务消费高质量发展的意见》。政策“丘比特金箭”直击服务消费，具备高弹性+强韧性。服务行业线上化率提升空间广阔，超级平台助力中小商家有望重组线下服务业态。**即时零售：** 即时零售市场处于快速增长期。即时零售需求从“生鲜”走向“万物到家”，从“应时”走向“应景”。零售端前置仓新业态诞生，平台端巨头加码布局，履约端配送服务需求广阔。**受益标的：叮咚买菜、顺丰同城。****新兴业态：** 新兴服务行业增速较快，中小商家分散更依赖平台线上引流及运维赋能，关注足疗按摩、宠物服务、家政服务、汽后市场等线上化新物种。**受益标的：美团。****餐饮服务：** 2024年餐饮行业供给持续增加、竞争加剧，美团全方位赋能商家做增量。新开咖啡、轻食肩并肩业态，关注健康饮食先行者，**受益标的：百胜中国。**

3. 出行消费：兼具韧性与成长性，扩张周期关注强阿尔法龙头

顶层设计鼓励旅游经济发展，Z世代和银发族等增量人群持续扩容，旅游大盘具有中长线成长性；需求端休闲旅游明显占优，呈现碎片化且追求性价比，线上化渗透提速。B端底层供给进入新扩张周期，同质化困境下酒旅C端客源竞争明显加剧，龙头经营效率高基数下承压，关注后续龙头存量精细运营、增量项目爬坡、费用正常化、品牌壁垒强化等趋势。**受益标的：长白山、西域旅游、九华旅游、亚朵；** OTA渠道流量优势强化，平台端话语权显著提升，国内格局趋向稳定，经营提效连续多季度兑现，后续新业务减亏仍有望逐步提速。**受益标的：携程旅行、同程旅行。** 同时关注2025年海南封关预期上行带来主题投资机会。**受益标的：海南机场、中国中免、海汽集团。**

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。

目录

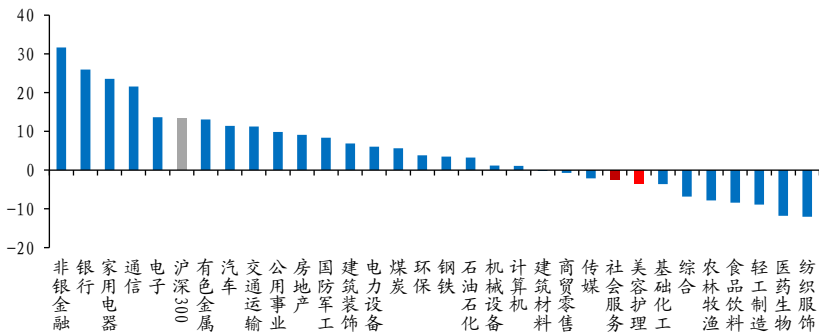
CONTENTS

- 1 板块复盘：服务消费强势反弹，公募持仓有望逐步回暖
- 2 潮流消费：潮流文化全球联动，国内品牌出海扬帆起航
- 3 新兴消费：超级平台重塑线下服务，新兴体验加速绽放
- 4 出行消费：兼具韧性与成长性，扩张周期关注强阿尔法龙头
- 5 受益标的盈利预测与估值
- 6 风险提示

1.1 行情复盘：2024年社服、美护跑输综指，Q3政策释放强势反弹

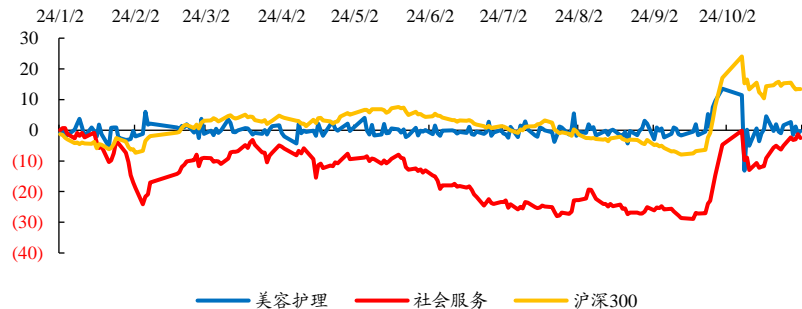
- 2024年截至11月1日，A股社服/美护板块指数-2.53%/-3.4%，2024Q3至今分别+27.16%/+12.56%。
- 社服板块：**受制于消费信心走弱和大盘资金风格切换，上半年延续2023年下行趋势；9月末央行及国务院出台一系列货币、地产、资本市场政策组合拳，投资者信心显著恢复，且市场对于服务消费托底作用和中线渗透空间认知增强，板块开启强劲底部反转走势，在一级行业反弹力度居前。
- 美容护理：**2024年1-8月化妆品社零增速跑输大盘，板块延续下行趋势；9月末伴随一系列支持服务消费政策出台，板块开启估值和基本面双修复情形，超跌反弹为主。

图2：2024年至今社服、美护板块在一级行业中排名23、24



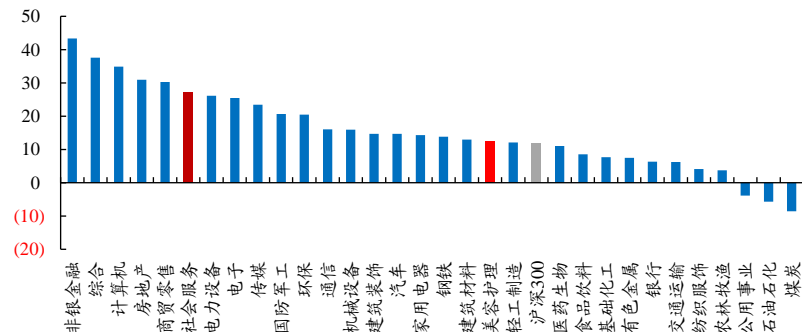
数据来源：Wind、开源证券研究所

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3：2024Q3至今社服、美护板块在一级行业中排名6、19



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1 行情复盘：港股消费者服务跑赢综指，权重股驱动板块上行

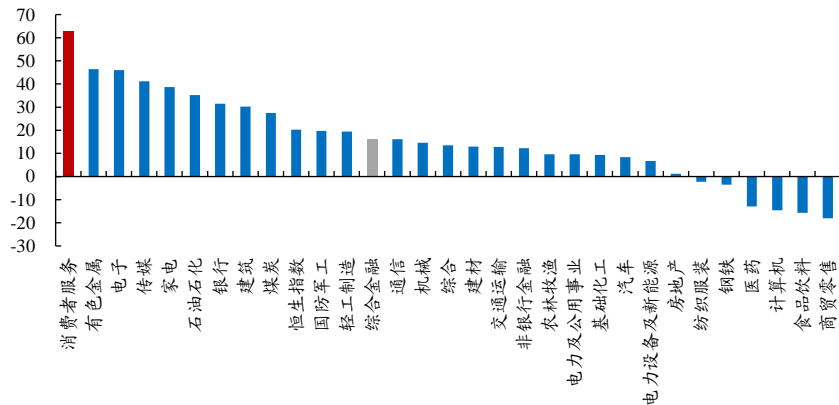
- 2024年截至11月1日，港股消费者板块指数+62.99%，2024Q3至今分别+41.78%，在港股一级行业中均位列首位。
- 2024年以来港股本地服务、教育、娱乐板块的强阿尔法龙头受益于格局边际改善和经营提效，利润端弹性较为突出，业绩获强势兑现，美团、携程等核心权重股持续获得资金青睐，同时前期估值处于超卖水平的消费个股9月底迎来大幅回调，带动消费者服务板块股价整体表现靓丽。

图4：2024年至今港股消费者服务板块跑赢综指



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2024年至今港股消费者服务板块在一级行业中排名第1



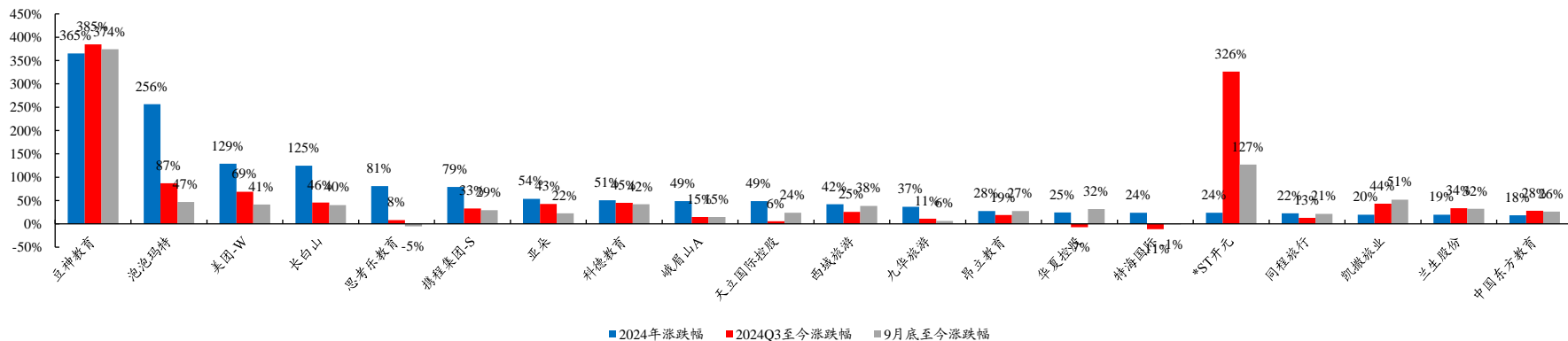
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1 行情复盘：港股消费者服务跑赢综指，绩优权重股驱动板块上行

社服板块：

- **A股**：潮玩、景区、教育头部个股表现领跑。其中，2024年国内旅游稳健增长，头部自然景区经营韧性高且不乏热点主题催化；消费力承压下，K12教育板块红利确定性相对突出，同时豆神教育、ST开元、科德教育受益于AI概念，9月底反弹周期整体领涨。
- **港股**：全球潮玩赛道高景气，国内龙头拓品类+加速出海，业绩表现持续超预期，股价表现靓丽；本地/旅游在线服务龙头平台（美团、携程、同程）强阿尔法属性凸显，业绩连续多季度强兑现，股价上行表现相对突出，作为核心消费资产在9月底反弹中幅度较高。
- **美股**：亚朵受零售业务增长和酒店规模提升推动，年内股价表现持续亮眼。

图6：2024年至今潮玩、景区、教育、OTA（本地服务）龙头股价涨幅领跑



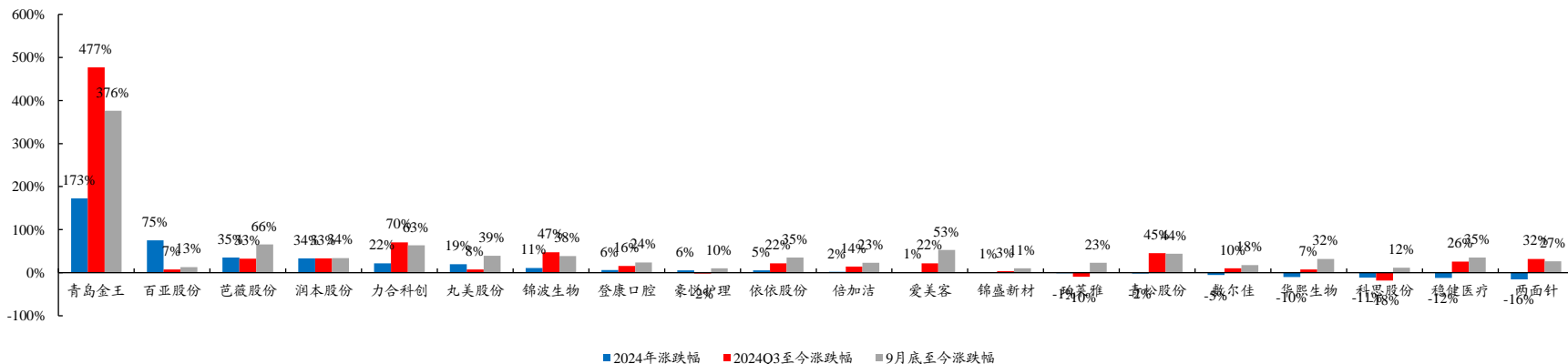
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1 行情复盘：港股消费者服务跑赢综指，绩优权重股驱动板块上行

美护板块：

A股：基本面和估值双修复为主。2024年9月底至今美护板块前五名的涨幅龙头个股依次为青岛金王（+376%）、芭薇股份（+66%）、力合科创（+63%）、爱美客（+53%）、青松股份（+44%）。

图7：2024年至今美护板块青岛金王涨幅领先

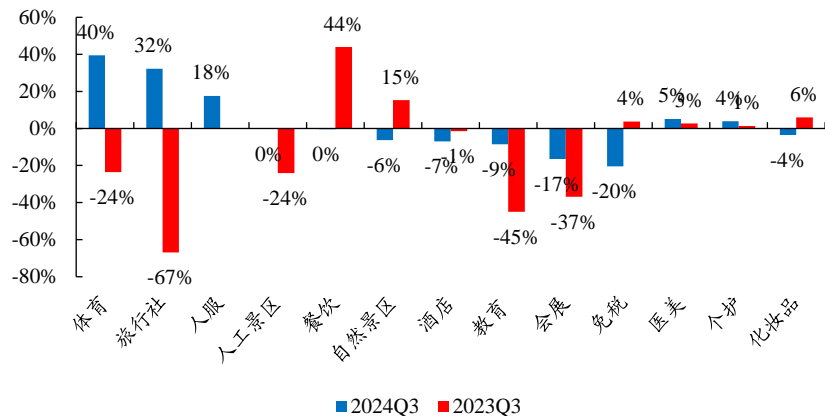


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2 Q3业绩：出行链高基数下承压，K12教育红利延续

- **社会服务**：2024年以来消费复苏压力仍存，各子板块供给增加对C端流量竞争加剧，社服板块业绩兑现整体承压，个股表现分化较为明显。2024Q3高基数效应、消费力走弱、供给缺口修复综合影响下，出行链（景区、酒店、免税）及餐饮收入端下滑较为明显，高经营杠杆下利润端下滑更为显著；教育收入端受招录类考试培训需求下滑拖累，K12子板块红利仍在延续，利润端各公司经历调整阵痛期后优化明显；人服板块灵活用工需求增长明显，国内龙头复苏边际向上。
- **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%）。

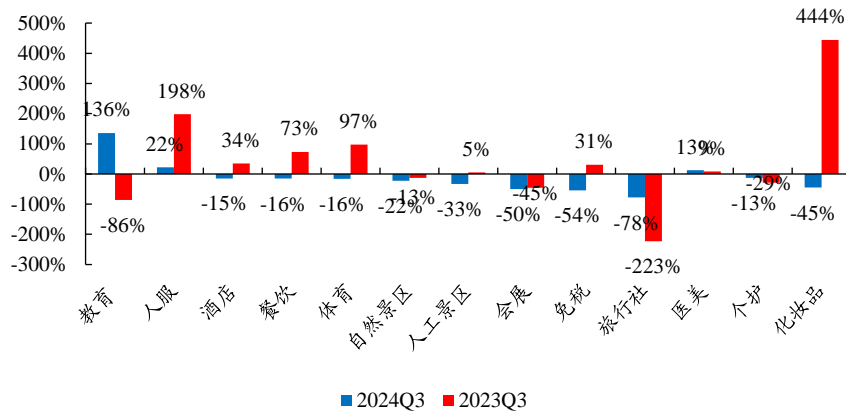
图8：2024Q3体育、旅行社、人服等社服子板块营收同比增速领先



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：社服板块2023Q3增速同比2019年，美护板块2023Q3增速同比2022年

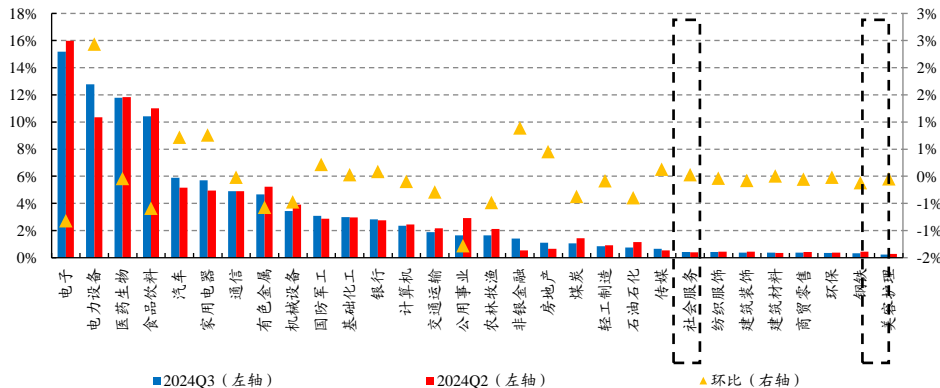
图9：2024Q3教育、人服等子板块扣非归母净利润同比增速领先



数据来源：Wind、开源证券研究所

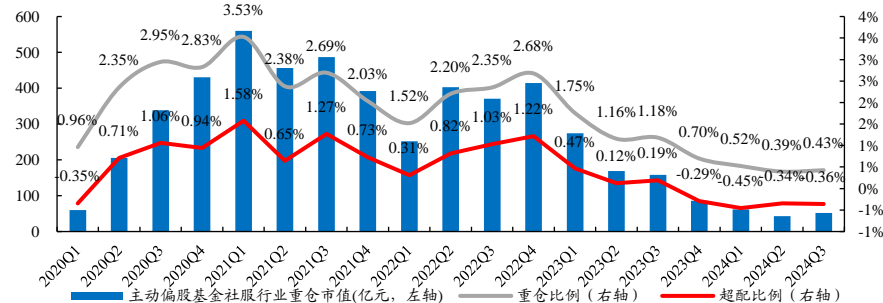
- 我们选取Wind开放式基金分类下的普通股票型基金和偏股混合型基金，作为主动偏股型公募基金样本，对社服、美护行业（仅覆盖A股）进行持仓分析：截至2024Q3，（1）**社会服务**：公募基金重仓市值为52亿元/环比提升19%，占基金重仓市值比例0.43%/环比小幅回升0.04pct，超配比例为-0.36%/环比下降0.02pct，Q3末板块大幅反弹，但反映到基金持仓上或有滞后性，后续或仍有回升预期。（2）**美容护理**：美护板块公募基金重仓市值为29亿元/环比下滑7%，占基金重仓市值比例0.24%/环比下滑0.05pct，超配比例为-0.22%/环比下降0.05pct。

图11：2024Q3主动偏股型基金重仓中，社服、美护行业配置比例排名第23、30



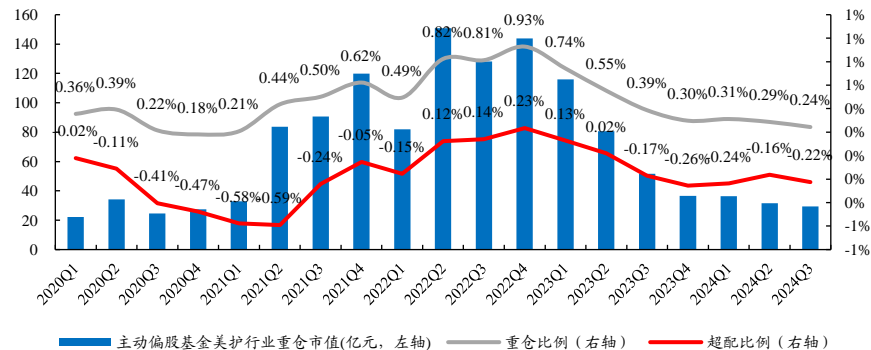
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2024Q3社服行业超配比例环比-0.02pct



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2024Q3美护行业超配比例环比-0.05pct



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3 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**：2024Q3主动偏股型基金社服行业重仓市值前十核心标的学大教育、中国中免持仓占比39.13%/7.76%，环比2024Q2+1.52/-6.39pct。政策刺激下，前期估值下调幅度较大的中国中免、首旅酒店、科锐国际持仓环比上升。
- **美容护理**：2024Q3主动偏股型基金美护行业重仓市值前十核心标的百亚股份、珀莱雅、爱美客持仓占比27.1%/46.86%/1.63%，分别较2024Q2+3.9/+6.9/-12.79pct，锦波生物、润本股份机构持股提升较大，珀莱雅、贝泰妮小幅提升。

表1：截至2024Q3，社服板块中国中免、首旅酒店、科锐国际持仓上升

公司简称	重仓基金数	较2024Q2变动	重仓个股市值(亿元)	较2024Q2变动	重仓市值占美护行业比例	较2024Q2变动
学大教育	27	(15)	6.576	(3.23)	7.76%	(6.39)
中国中免	18	0	33.166	7.09	39.13%	1.52
锦江酒店	17	4	2.341	(0.83)	2.76%	(1.82)
华测检测	15	7	16.507	5.46	19.48%	3.53
首旅酒店	10	2	3.187	1.94	3.76%	1.96
宋城演艺	7	(6)	7.277	(1.72)	8.59%	(4.39)
科锐国际	7	0	3.629	1.26	4.28%	0.86
九华旅游	7	3	0.730	0.63	0.86%	0.72
广电计量	6	-	0.496	-	0.58%	-
昂立教育	6	3	0.772	0.40	0.91%	0.37

数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：截至2024Q3，美护板块珀莱雅、锦波生物获较多增持

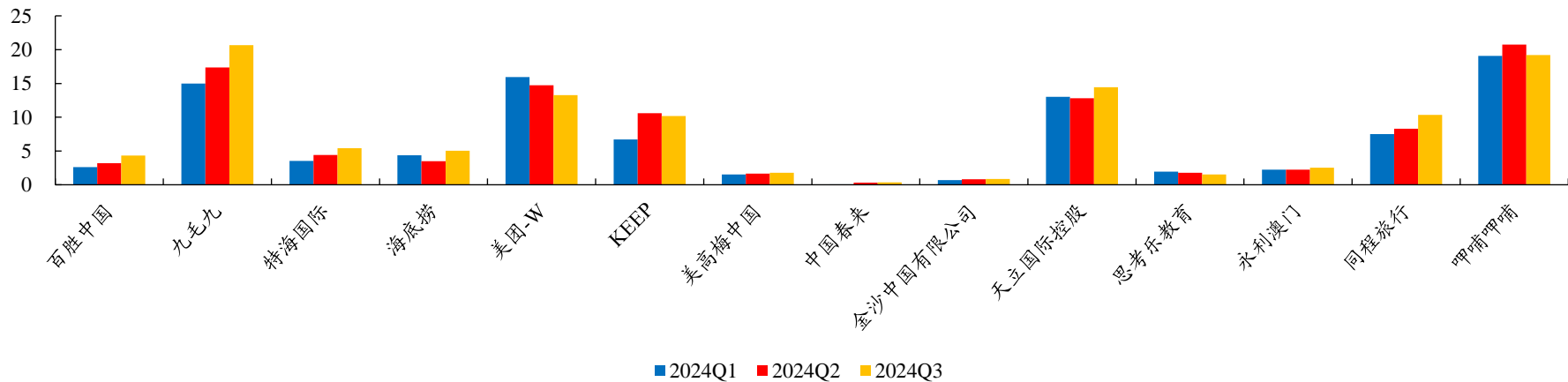
公司简称	重仓基金数	较2024Q2变动	重仓个股市值(亿元)	较2024Q2变动	重仓市值占美护行业比例	较2024Q2变动
百亚股份	35	(3)	7.97	0.65	27.10%	3.90
珀莱雅	28	(3)	13.79	1.18	46.86%	6.90
爱美客	18	6	0.48	(4.07)	1.63%	(12.79)
润本股份	16	4	1.75	0.94	5.93%	3.38
锦波生物	13	3	3.13	1.93	10.63%	6.83
科思股份	8	(11)	0.60	(1.96)	2.04%	(6.07)
登康口腔	6	1	0.69	0.10	2.36%	0.49
贝泰妮	3	2	0.03	0.02	0.09%	0.07
延江股份	2	-	0.00	-	0.01%	-
稳健医疗	2	-	0.26	-	0.90%	-

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3 个股持仓：Q3港股通持仓环比提升，子赛道龙头配置价值突出

- 同程旅行、百胜中国、九毛九、海底捞、特海国际等港股通持仓占比环比 2024Q2 有较明显提升，疫后多数子板块竞争格局和龙头分化在近两年逐步清晰，头部公司品牌优势和经营壁垒认知加强，同时9月末政策刺激对于提振出行链、餐饮板块估值情绪也有一定作用。

图13：同程旅行、百胜中国、九毛九、海底捞、特海国际等港股通持仓占比环比 24Q2 有较明显提升（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

目录

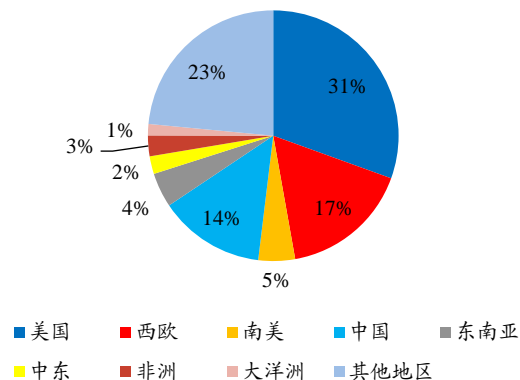
CONTENTS

- 1 板块复盘：服务消费强势反弹，公募持仓有望逐步回暖
- 2 潮流消费：潮流文化全球联动，国内品牌出海扬帆起航
- 3 新兴消费：超级平台重塑线下服务，新兴体验加速绽放
- 4 出行消费：兼具韧性与成长性，扩张周期关注强阿尔法龙头
- 5 受益标的盈利预测与估值
- 6 风险提示

2.1 潮玩：出海迈向星辰大海，国际化IP打开全球空间

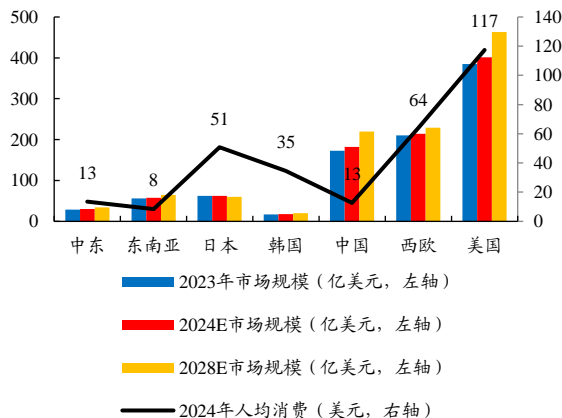
- 欧美市场领跑全球玩具市场，中国、东南亚市场增长潜力较高。根据弗若斯特沙利文，2023年全球玩具市场规模达7731亿元，预计2023-2028年CAGR达5.1%。分区域看，根据Statista，2023年美国/西欧/中国占比分别为31%/17%/14%，其中美国为全球最大市场；拆分亚洲地区结构来看，2023年中国/日韩/东南亚/中东占比分别为14%/4%/2%/6%，其中中国、东南亚人均玩具消费远低于日韩发达市场，仍有一倍以上提升空间。
- 聚焦泛潮玩品类，我们测算2023年全球潮玩类目市场约350亿美元，北美市场国内品牌出海空间广阔。

图14：2023美国/西欧/中国玩具市场占比分别为31%/17%/14%



数据来源：Statista、开源证券研究所

图15：中国市场人均销售额远低于日韩



数据来源：Statista、开源证券研究所

表3：海外潮玩市场规模测算（玩偶手办+可动人偶+建筑玩具）

亿美元	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
东南亚	4.9	4.5	4.7	5.0	5.5	6.0	6.4	6.8
日韩	17.6	17.5	17.7	16.8	17.3	17.5	17.8	18.1
印度	2.5	1.8	1.4	1.0	1.1	1.2	1.3	1.4
澳洲	3.8	4.1	4.2	4.3	4.7	4.9	5.1	5.3
东欧	15.9	17.4	18.6	17.9	18.8	19.4	20.0	20.7
西欧	63.2	66.8	71.2	74.1	80.1	84.5	88.4	92.3
拉丁美洲	24.8	23.9	25.7	30.2	34.2	37.6	41.4	45.5
北美	96.2	104.6	122.8	125.7	124.1	126.6	130.4	134.4

数据来源：欧睿、开源证券研究所

2.1 潮玩：出海迈向星辰大海，国际化IP打开全球空间

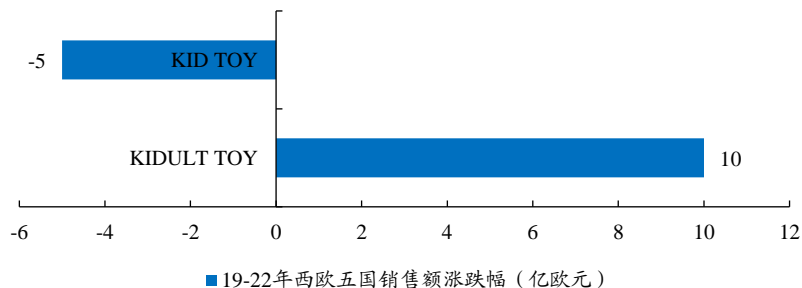
- **全球趋势：**（1）潮玩品类从艺术收藏品向泛娱乐大众品类延伸；（2）欧美成年人玩具消费额逆势增长，西欧成人玩具销售份额从2019年23.4%提升至2023年28.5%，美国玩具市场2024年1-4月18+人群首次超过3-5岁儿童群体，43%成年人一年内为自己购买社交或收藏玩具；（3）海外女性向收藏玩具市场仍有待挖掘。

表4：大众潮玩从盲盒向泛娱乐品类延伸

	传统玩具	艺术潮玩	大众潮玩
品类	儿童积木、遥控玩具	手办、模型、雕塑	盲盒、手办、BJD、毛绒、卡牌、捏捏、立牌
受众	14岁以下儿童	18+成人	14+青少年、年轻人（特别是女性群体）
需求	益智、教育	艺术鉴赏、收藏、二手升值	治愈、悦己、解压、个性表达、收藏
价格	区间广泛	高	平价居多
代表IP	芭比	KAWS	MOLLY、LABUBU、间谍过家家
代表品牌	乐高、孩之宝、美泰	多为独立艺术家	泡泡玛特、Funko、TOPTOY

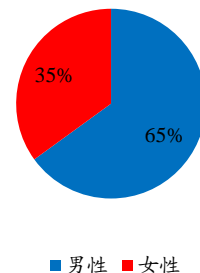
数据来源：开源证券研究所

图16：2019-2022年西欧“大小孩”（kidult）玩具销售额占比提升



数据来源：Circana（“KIDULT”定义为12+消费者）、开源证券研究所

图17：美国女性向收藏玩具占比相对较低

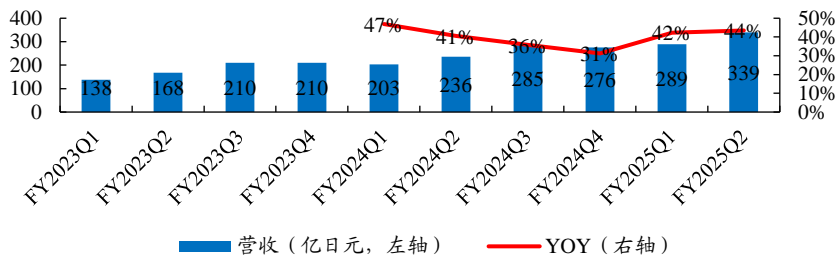


数据来源：Metastat、开源证券研究所

2.1 潮玩：出海迈向星辰大海，国际化IP打开全球空间

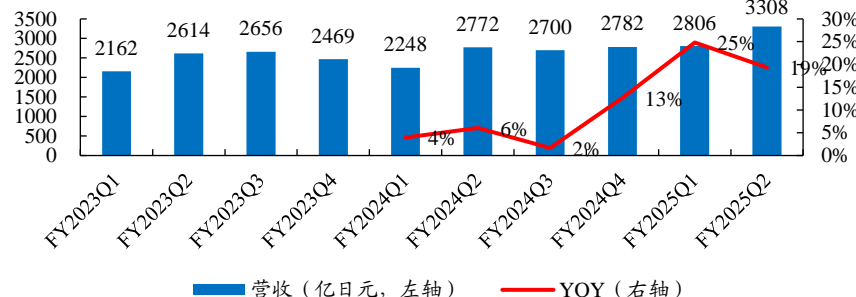
- 经济增速转轨期全球精神消费占优，龙头业绩多季度高增验证景气：（1）万代南梦宫：多品类、多区域全面开花，头部IP仍有强劲增长；（2）三丽鸥：中、美业务持续高增，多角色推广战略获成功。（3）乐高：2024H1收入稳步上行，经营效率显著优化。

图18: FY2025Q2三丽鸥实现收入339亿日元/vov+44%



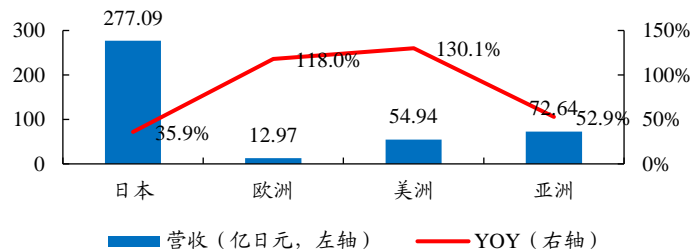
数据来源：三丽鸥公司公告、开源证券研究所

图20: FY2025Q2万代实现收入3308亿日元/yoy+19%



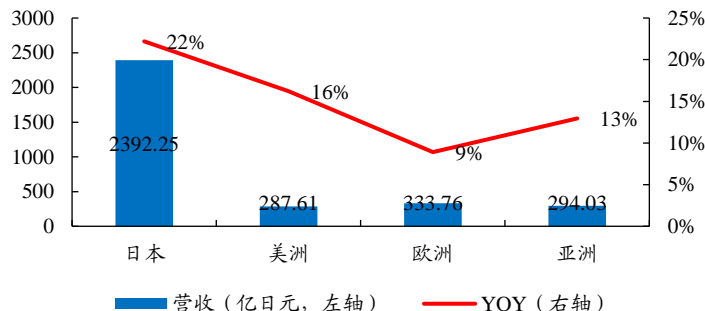
数据来源：万代公司公告、开源证券研究所

图19: FY2025Q2三丽鸥美洲和亚洲收入分别yoy+130%/52.9%



数据来源：三丽鸥公司公告、开源证券研究所

图21: FY2025Q2万代美洲和亚洲收入分别yoy+130%/52.9%

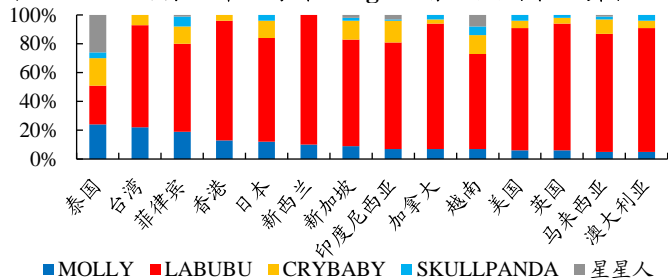


数据来源：万代公司公告、开源证券研究所

2.1 潮玩：出海迈向星辰大海，国际化IP打开全球空间

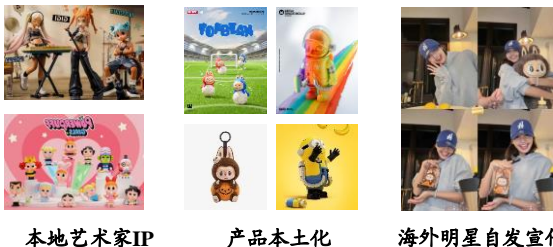
- 出海策略一：参考三丽鸥，形象IP文化障碍相对小，头部IP内涵和场景延展性强。
- IP本土化运营路径：（1）产品本土化，设计/品类贴合本土文化、受众审美、细分需求；（2）IP本土化，挖掘本土优质艺术家，输出IP商业模式；（3）品牌合作、明星曝光，借助IP联名或明星带货快速打响知名度。
- 对比国际玩具品牌，国内潮玩品牌海外社媒知名度仍有翻倍空间。

图22: 泡泡玛特头部IP海外Google搜索热度存在差异但差距较小



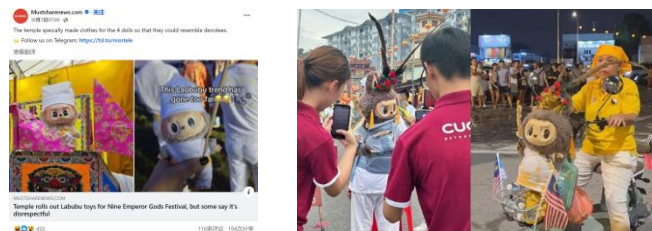
数据来源: Google、开源证券研究所

图24: 本土化运营提升IP海外影响力



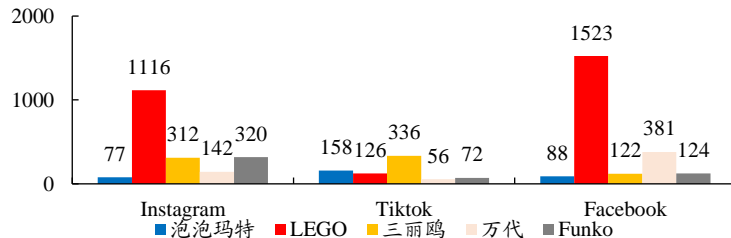
资料来源: Facebook、Instagram、泡泡玛特公众号、开源证券研究所

图23: 潮流元素融合东南亚传统民俗，LABUBU搪胶毛绒进入大众化空间



资料来源: 大马第二家园频道公众号

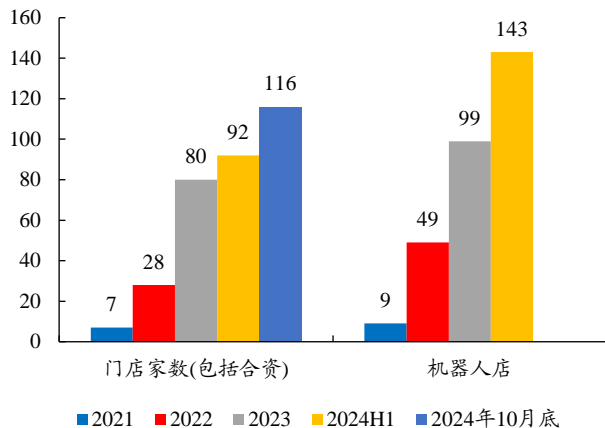
图25: 国内潮玩品牌社媒影响力较海外头部品牌仍有翻倍空间 (截至2024/10/31)



数据来源: Facebook、Instagram、Tiktok、开源证券研究所

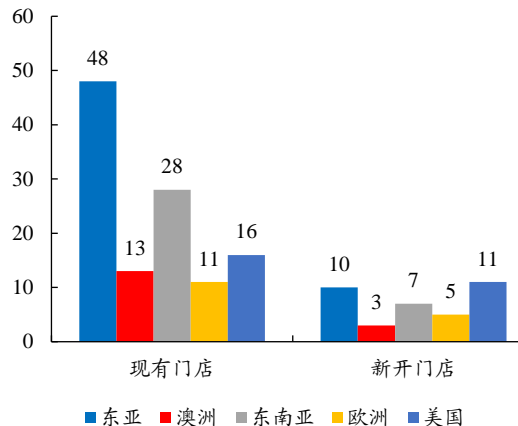
- **出海策略二：渠道稳步扩张**，（1）海外分阶段落地，轻资产试水，需求验证后合营转直营。借力当地零售商，潮玩展-机器人店-快闪店-零售店逐步渗透，模式可异地复制；（2）区域上，依据文化壁垒和市场竞争度以“东亚-东南亚-澳洲-北美/欧洲”为路径由简到难逐步扩张。
- 以泡泡玛特海外门店为例，截至10月23日，泡泡玛特东亚/澳洲/欧洲/东南亚/北美地区现有门店47/13/26/10/16家，各地区渠道铺设节奏存在差异，东南亚需求验证较快，单店营收突出，2024H1区域营收高速增长；截至目前，2024年泡泡玛特美国/欧洲新开门店11/5家，相对处于需求初步验证阶段，后续欧美市场仍为拓展重点。

图26：截至2024H1，泡泡玛特海外零售店（含合营）/机器人店数量为92/143家



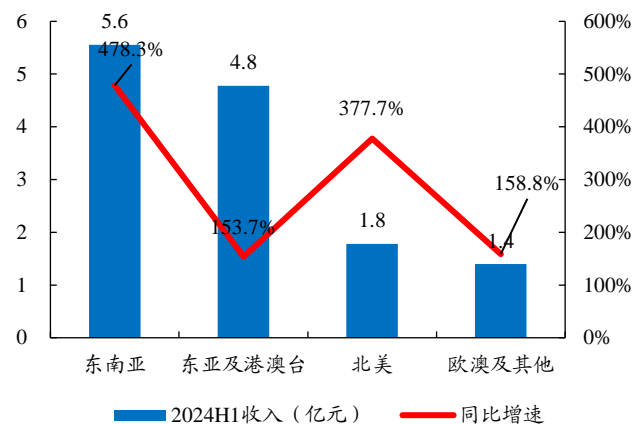
数据来源：Instagram、泡泡玛特公司公告、泡泡玛特海外官网、泡泡范儿公众号、开源证券研究所

图27：2024年美国/欧洲新开门店11/5家



数据来源：Instagram、泡泡玛特海外官网、泡泡范儿公众号、开源证券研究所

图28：2024H1泡泡玛特东南亚收入为5.6亿元，同比增长478.3%

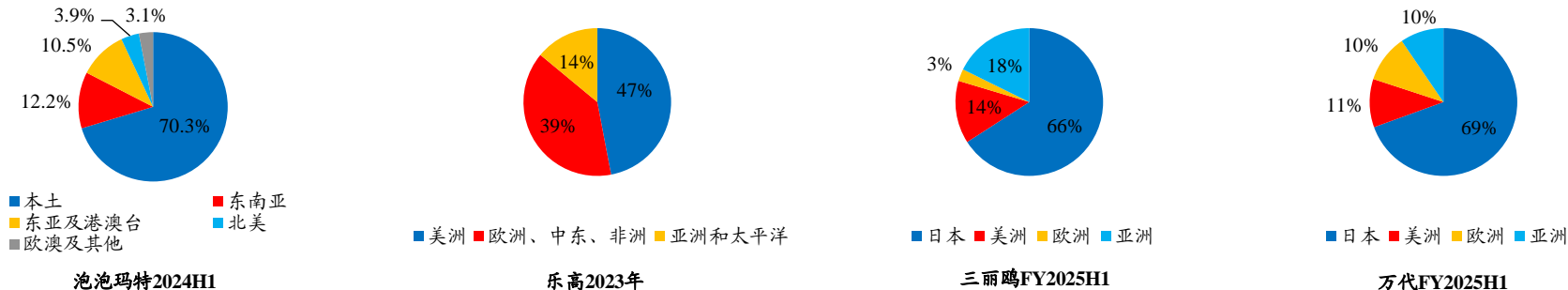


数据来源：泡泡玛特公司公告、开源证券研究所

2.1 潮玩：出海迈向星辰大海，国际化IP打开全球空间

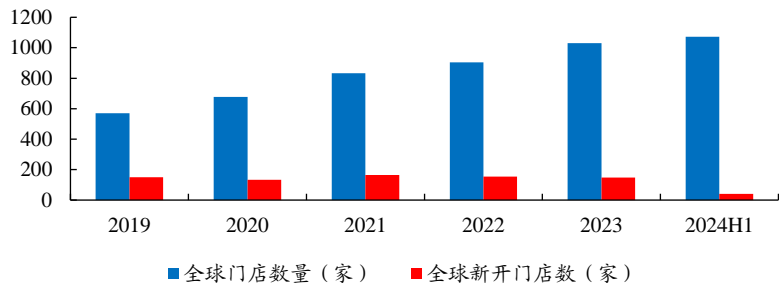
- 门店空间：对比海外潮玩巨头区域收入结构，欧美市场天花板高。2023年乐高全球拥有直营&联营品牌店1031家（乐高经销占比高），其中中国500家，中国外500+，美洲收入贡献最大（占比为47%），其次为欧洲+中东+非洲（占比39%）、亚洲和太平洋（占比14%）。

图29：全球潮玩巨头分区域收入结构，海外龙头欧美市场收入占比高



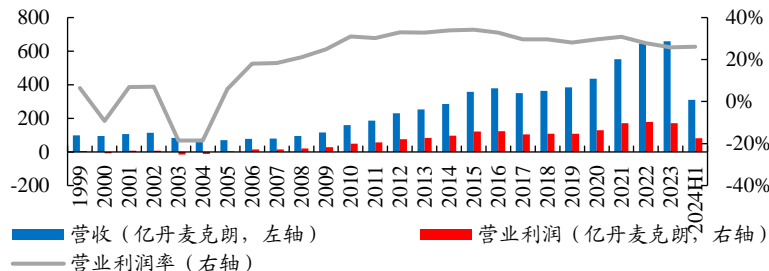
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图30：乐高全球门店保持稳健增长



数据来源：乐高公司公告、开源证券研究所

图31：2024H1乐高营收/营业利润同比增长13%/26%

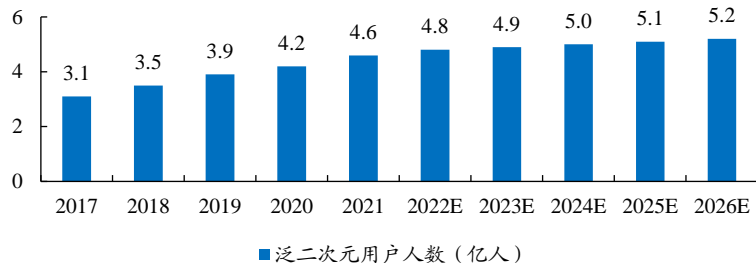


数据来源：乐高公司公告、开源证券研究所

2.1 潮玩：出海迈向星辰大海，国际化IP打开全球空间

- 国内展望：（1）社会价值观迈向多元包容，二次元文化走向大众视野，基于高知名度IP开发的二次元周边市场持续景气。年轻群体话语权提升叠加国内ACG工业水平提升，优质国产ACG作品频出，《狐妖小红娘》、《时光代理人》、《恋与深空》等女性向IP快速涌现，受众规模持续扩容，同时福赏（类似一番赏）、直播抽卡等新潮玩法进一步推动品类破圈。

图32：预计2026年中国泛二次元群体规模达5.2亿人



数据来源：灼识咨询、开源证券研究所

图34：福赏、直播抽卡等创新玩法进一步二次元品类破圈



泡泡玛特推出福赏产品线



抽卡直播火爆出圈

资料来源：抖音、泡泡玛特公众号、开源证券研究所

图33：国产优质ACG作品频出+年轻人价值观外溢推动二次元文化破圈

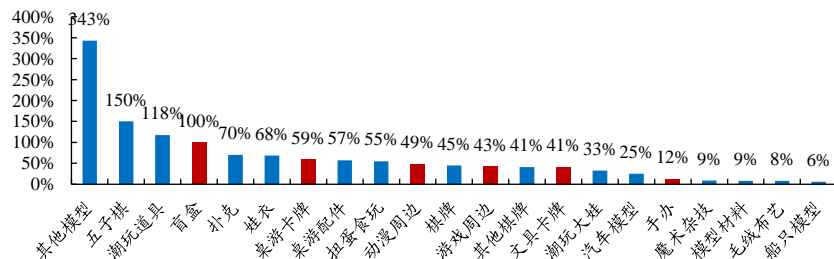


《恋与深空》《时光代理人》《黑神话悟空》

全红婵、潘展乐社媒展示二次元喜好

资料来源：微博、抖音、小红书、开源证券研究所

图35：2024年1-9月国内二次元手办/周边玩具线上销售额快速增长



数据来源：久谦数据中台、开源证券研究所

2.1 潮玩：出海迈向星辰大海，国际化IP打开全球空间

- 国内展望：（2）成年人解压玩具加速渗透。随现代社会生活节奏加快、精神降压需求提升，“松弛经济”下成人向潮玩快速增长，解压玩具作为一类可复用、互动性强、性价比高的细分品类受到广泛追捧。2024年捏捏、毛绒等强情绪价值属性类目在设计风格、适用场景、玩法属性上逐步看齐潮玩，呈现IP化、社交化、定制化趋势，进一步满足消费者的差异性需求，向大众化品类延伸。
- （3）对于品牌，对玩法、品类的独特创新和定义有助于建立细分赛道的强话语权和品牌壁垒，如泡泡玛特之于盲盒、卡游之于收藏卡牌、布鲁可之于积木人、jellycat之于毛绒玩具、华立科技之于电子卡牌；同时长视角看，IP品类、业务拓展与时俱进，带动长期增长逻辑已获初步验证，建议关注后续龙头品类创新能力和业务边界拓展。受益标的：泡泡玛特、华立科技。

图36：捏捏、毛绒在玩具社交平台快速出圈

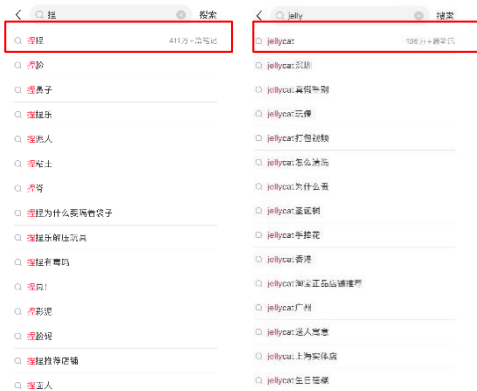


图37：2024年泡泡玛特/卡游/布鲁可/jellycat在盲盒/收藏卡牌/积木人/成人毛绒等细分潮玩赛道线上份额持续领先

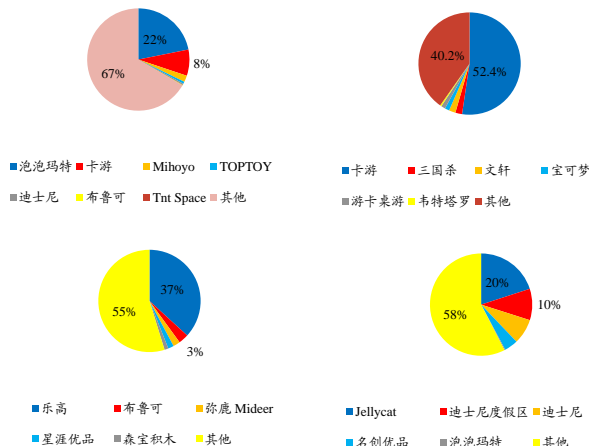


图38：围绕核心IP，泡泡玛特持续扩充设计风格、IP调性、场景呈现相匹配的新品类



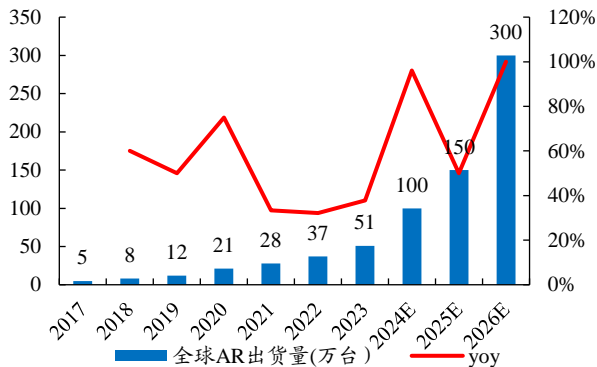
资料来源：小红书、开源证券研究所

数据来源：久谦数据中台、开源证券研究所

资料来源：泡泡玛特公众号、小红书、开源证券研究所

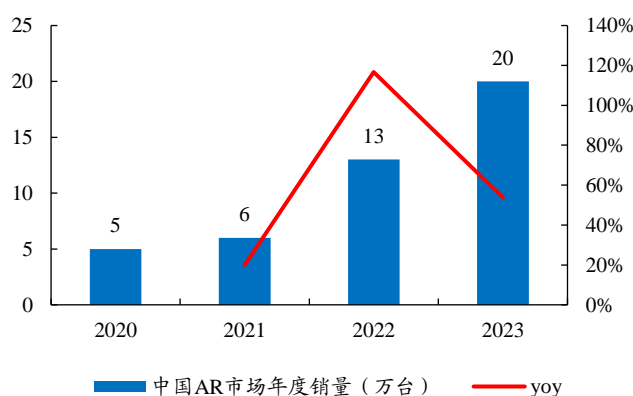
- AR是将真实世界信息和虚拟图像信息叠加处理集成的新技术，将真实世界信息利用电脑技术模拟仿真虚拟信息后再叠加至真实世界，从而达到超越现实的增强的新体验和运用。AR眼镜则是一种增强现实技术眼镜，可以将虚拟图像叠加在现实场景中，使用户可以看到虚拟现实与现实世界的混合。
- 近年来AR眼镜赛道有望迎来爆发，消费者采购占比提升。伴随华为、影目、雷鸟创新、Xreal等品牌陆续推出新品，叠加元宇宙热潮等因素影响，AR眼镜进入快速增长状态。根据Wellsenn XR数据，2023年全球及中国AR设备出货量分别为51/20万台，yoy+37.8%/+53.9%。细分应用场景来看，伴随AR眼镜形态趋近于普通眼镜，相应观影类和信息提示类眼镜持续增长，AR眼镜在C端全球销量占比逐年提升，2022年超过B端、2023年占比达78%。展望未来，伴随AR技术进一步成熟，叠加手机厂商逐渐布局AR市场，其更好的供应链管理能力和线下门店运营水平驱动AR市场进一步扩张。

图39：全球AR出货量持续稳健增长



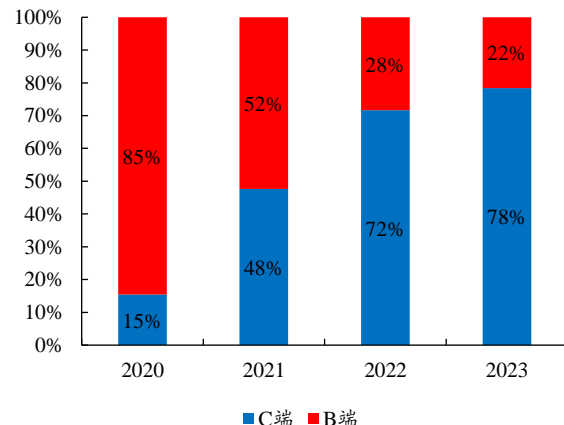
数据来源：Wellsenn XR、开源证券研究所

图40：中国AR出货量持续稳健增长



数据来源：Wellsenn XR、开源证券研究所

图41：全球AR出货C端占比不断提升

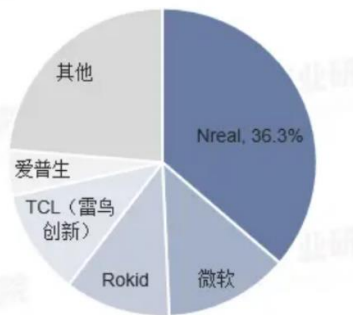


数据来源：Wellsenn XR、开源证券研究所

2.2 潮流智能穿戴：时尚潮流加持，美学赋能智能穿戴加速步入应用普及期

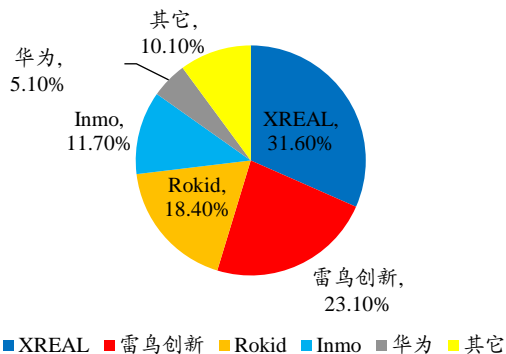
- **市场集中度高。**根据IDC数据，2022年全球AR眼镜市场CR5为76.3%，其中，Nreal以36.3%市占率排在首位；2023年中国AR眼镜市场CR5为89.9%；国产厂商XREAL销量靠前，2022年实现全球AR总销量9.8万台，同比2021年增长717%，位居全球第一。**消费级AR市场方面**，根据CINNOResearch数据，2023年国内市场CR4为90.1%，其中Rokid和雷鸟创新分别以27.9%和26.9%的市占率位居前二。

图42：2022年全球AR出货量Top5合计占比76.3%



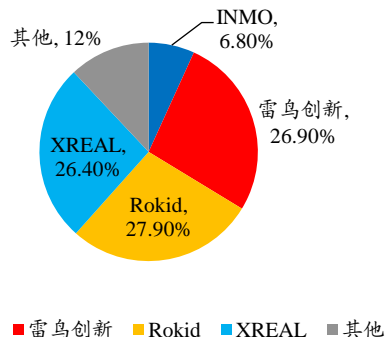
数据来源：华经情报网、开源证券研究所

图43：2023年XREAL、雷鸟创新、Rokid、Inmo占据中国AR市场主要份额



数据来源：IDC、开源证券研究所

图44：2023年XREAL、Rokid、雷鸟创新、INMO占据中国消费级AR产品主要市场份额



数据来源：亿欧智库、开源证券研究所

- **Meta和雷朋的二代产品Ray-Ban Meta**：设计大方、佩戴轻便、体验感强，AI多模态AI加持下交互能力大幅提升。继Ray-Ban Meta 2024H1销售破百万超预期后，2024H1小米、华为发布相关智能眼镜产品，苹果、腾讯、字节跳动均宣布有意愿进军AI智能眼镜，行业产品上新不断。**雷鸟**：10月28日发布新品AR眼镜雷鸟Air 3，售价1699元，其在“双十一”期间销量突破10000台，斩获京东、天猫AR&VR品类销量、销售额双第一，相比上一代首发销量同比增长330%。**百度**：将于本周推出AI智能眼镜，功能包括拍摄照片和视频，并支持基于百度文心基础模型构建的语音交互功能，预计销售低于299美元。**知名AR厂商Rokid（2023年市占率27.9%）**：将于11月18日举办Rokid Jungle 2024合作伙伴暨新品发布会，除有钉钉、支小宝、爱奇艺、bilibili、淘宝、vivo、有道、智象未来等一众互联网科技品牌共建生态，还出现了依视路旗下知名时尚眼镜品牌——BOLON（暴龙）。

图45：Ray-Ban Meta外观与普通太阳镜相似



数据来源：21财经App、开源证券研究所

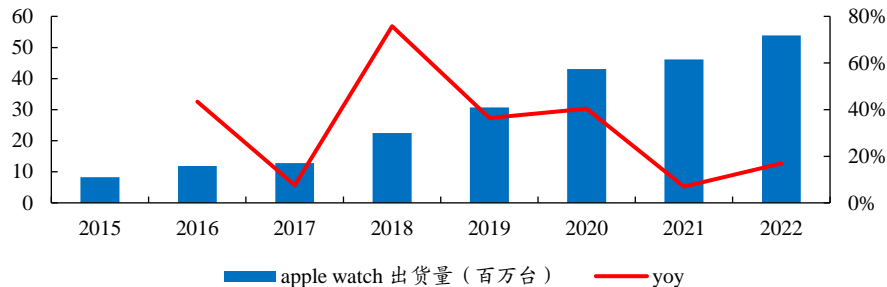
图46：Rokid于11月18日举办Rokid Jungle 2024合作伙伴暨新品发布会



数据来源：极客公园官网账号、开源证券研究所

- 奢侈品品牌加持，美学与工学相互赋能有望引领产业变革和潮流风尚。**苹果：2015年苹果手表首次与爱马仕合作，使得苹果手表外观具备独特视觉形象和时尚属性，在时尚界引起风潮，对传统手表品牌swatch及奢侈品牌带来冲击。我们认为智能AI眼镜与各大品牌的合作有望复制或超过其效果。2020年华为与时尚潮牌GENTLEMONSTER联名推出音频眼镜。Wellseenn XR预计Meta和雷朋合作的二代Ray-Ban Meta 2024年销量接近200万副超预期，将品类突破小众定义。11月9日，Meta在洛杉矶开设首家快闪店，在店内可以试戴Ray-Ban Meta，快闪活动将持续在不同城市举办以宣传产品，Meta宣布与依视路的合作将持续到2030年。**Rokid**：与全球眼镜巨头依视路旗下品牌BOLON合作（11月18日发布会官宣），表示依视路对于进军智能眼镜市场的决心，也表示其对ROKID在AI+AR相关技术积累和创新能力上的认可以及对中国市场的重视。依视路有万里路、星趣控镜片品牌，还有Ray-Ban、Oakley、bolon等知名眼镜品牌，在全球拥有1.7万家门店，2024H1成功收购SUPREME，且集团获META50亿美元投资，2024H1收入132.90亿欧元，调整后净利润17.46亿欧元。
- 博士眼镜与雷鸟合作进一步深入，加强智能眼镜布局。**雷鸟与博士眼镜合作：2024年8月29日，博士眼镜与雷鸟共同设立合资公司，计划研发拍摄眼镜、音频+AI眼镜第一代产品，新品预计年底发售。博士眼镜将利用线下500多家直营门店的能力赋能其销售，博士眼镜也是Bolon、YSL、Channel、雷鹏等奢侈品眼镜品牌销售渠道，智能眼镜方面店内已有魅族、雷鸟、李未可等品牌在售，同时为华为、Rokid智能眼镜提供配镜服务。**受益标的：博士眼镜、佳禾智能。**

图：apple watch推出以来出货量持续增长



数据来源：Watch Faces、开源证券研究所

图48：apple watch和爱马仕联名款



数据来源：华丽志公众号、开源证券研究所

2.3 AI+教育：教育是AI浪潮下落地最直接且逻辑最通顺的应用场景之一

- AI不仅可以应用在教育领域的学生学习、考试、家庭教育、亲子陪伴等方面，在教师教学、教育管理等领域同样作用显著。
- 在国际教育市场，多邻国、可汗学院、Chegg、Quizlet、Speak等厂商通过与OpenAI合作，在GPT大模型上做微调和接口调用，以增强原有的产品体验，带动AI技术商业化落地加速。
- 国内教育方面，多家教育公司加大对于AI垂类大模型和AI应用方面的训练与投入，特别是在OpenAI推理模型的带动下，AI将不止局限于英语教育的应用变现，语文、数学、物理、STEM等都有较大发展前景。受益标的：豆神教育（微软 GraphRAG 赋能豆神AI，10月30日将举行AI产品发布会）、好未来（发布MathGPT和九章随时问等多款AI应用产品）。

表5：国内多家教育培训和智能硬件公司推出AI+教育应用产品

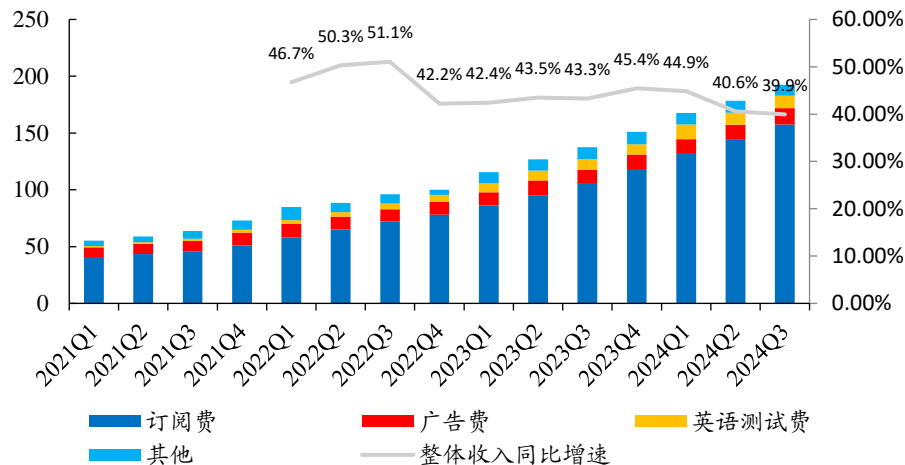
公司	2024年AI大模型事件
松鼠AI	发布国内首个教育智适应大模型
夸克APP	上线“AI学习助手”
中公教育	垂类大模型应用已在APP试运行
蚁云科技	发布以正教育大模型
光年之外	推出AI儿童绘画App DoDoboo
联想	发布天羿智慧教育解决方案及智慧教育大屏
科大讯飞	智慧教育发布三款教育新品
学而思	发布2024年学习机新机型，引入AI辅助学习功能，发布MathGPT
网易有道	发布“子曰”三大教育应用
猿辅导	旗下“飞象星球”开启AI场景测试
豆神教育	自主研发完成语言文学类端模一体教育产品——豆神AI

资料来源：澎湃新闻（英伟达直播截图）

2.3 AI+教育：从多邻国看教育公司的AI最强辅助

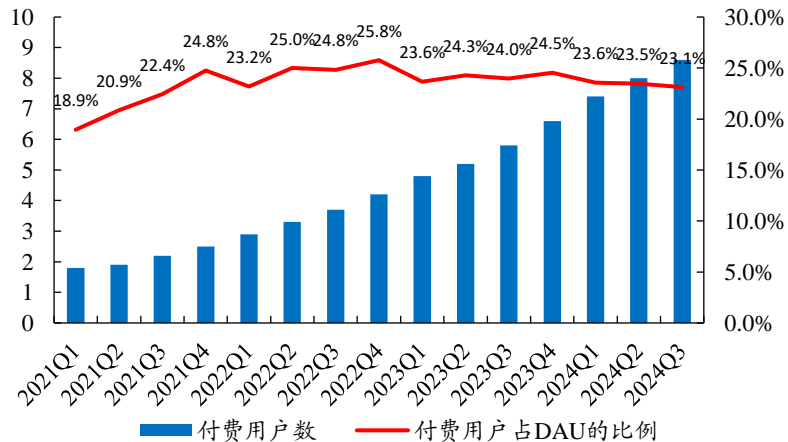
- 多邻国通过游戏化的学习方式帮助用户学习新语言，近年来逐步将人工智能（AI）技术融入其平台，以提高教学效率和个性化学习体验。
- 多邻国近两年收入增速维持在40%以上，订阅收入为主要贡献。规模效益下利润率大幅转正，付费用户数稳健提升。多邻国净利润自2023Q1转正，最新两个季度分别实现净利润24.35和23.36百万美元，净利润率分别达到13.66%和12.13%。截至2024Q3，多邻国共有3720万日活用户和860万付费用户，付费用户占DAU的23.1%

图49：近两年来多邻国收入增速始终维持在40%以上，收入结构以订阅费为主（单位：百万美元）



数据来源：多邻国公司公告、开源证券研究所

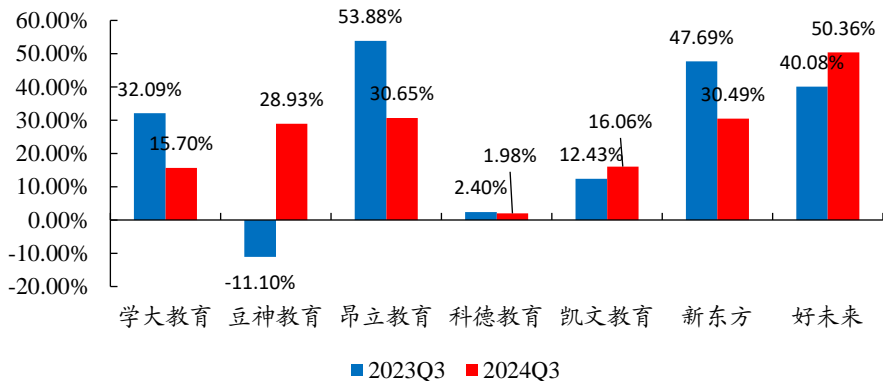
图50：截至2024Q3，多邻国共有860万付费用户，占DAU的23.1%（单位：百万人）



数据来源：多邻国公司公告、开源证券研究所

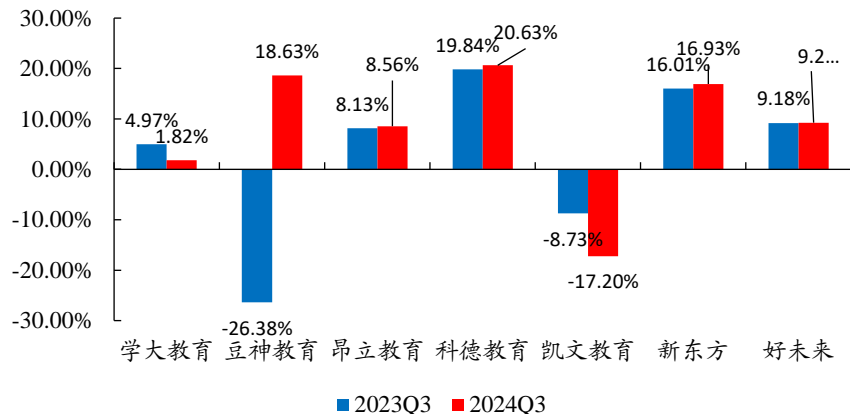
- 2024年教育板块公司三季报公布，各家营收保持较快增速。A股公司中，2024Q3豆神教育和昂立教育均保持30%左右的营收增速，学到教育和凯文教育营收增速在15%以上。美股K12板块，新东方和好未来最新财季的营收增速分别为30.49%和50.36%，行业整体仍处供需不平衡的红利期，加速开店和单店爬坡带来收入和利润的快速增长。
- 净利率方面，多数教育上市公司净利率稳步提升。其中，豆神教育作为在线教育龙头公司，经历调整阵痛期后净利润大幅转正，净利率提升至18.63%。昂立教育、科的教育、新东方、好未来的净利率同比亦有小幅提升。学大教育净利率走低主因股权激励费用摊销增加，还原股权激励后的净利率为4.75%。

图51：教育板块上市公司三季度营业收入同比增速



数据来源：Wind、开源证券研究所

图52：教育板块上市公司三季度净利率

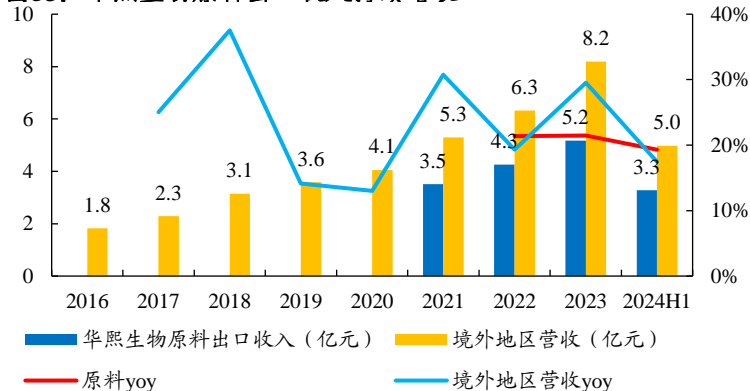


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.4 医美：从原料出海到品牌出海，中国医美出海步入新阶段

- **原料出海：从玻尿酸到重组胶原蛋白，原料出海迭代升级**
- **玻尿酸出海：**技术突破+产能增加，中国是全球最大的玻尿酸原料生产销售国，2022年中国透明质酸原料总销量占全球总销量的82.7%。玻尿酸原料产业逐渐成为“制造业”，出口到全球各个国家。以华熙生物为例，依托微生物发酵技术、酶切技术和分子量精准控制技术保证产品质量，在产能布局上领先同行，率先出海，在美国、法国、日本、香港等国家和地区布局，2024H1公司原料出口3.3亿元/yoy+19.3%。
- **胶原蛋白出海：**重组胶原蛋白解决了动物型胶原蛋白无法量产的问题，应用端加速发展。巨子生物、聚源生物、创健医疗、锦波生物等均在原料端进行布局。国内头部重组胶原蛋白企业已率先布局海外市场。**创健医疗：**引入资生堂和LVMH旗下资本，更好整合资源，开拓国际市场。旗下重组XVII型胶原蛋白在2023年初获得了国际化妆品原料（INCI）名称，并被收入INCI目录。2024年4月，创健医疗与DKSH达成战略合作协议，旨在将重组胶原蛋白产品引入美国市场。

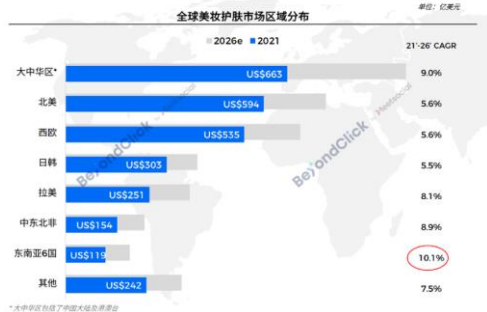
图53：华熙生物原料出口收入持续增长



数据来源：华熙生物公司公告、开源证券

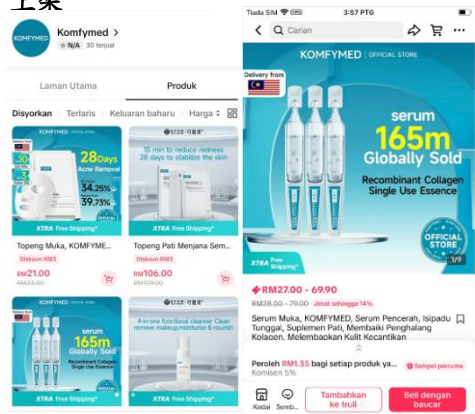
- **品牌出海：**布局胶原蛋白等优势赛道企业出海先行，东南亚市场有望成为中国医美品牌出海第一站
- **胶原蛋白产品出海：**（1）**锦波生物：**11月5日，锦波生物发布公告，旗下皮下填充剂（品牌名称：A youth）获得越南D类医疗器械注册证。此产品是公司获得的首个境外重组III型人源化胶原蛋白注射用医疗器械，也是公司拓展海外市场取得的又一重大突破。（2）**巨子生物：**可复美品牌出海东南亚地区。2024年8月30日，可复美正式在马来西亚、新加坡TikTok上架。
- **东南亚地区市场：**东南亚地区有望成为未来5年全球美妆护肤发展最快的市场。随着区域经济发展、电商链路不断推进，东南亚市场规模虽较小，2021年市场规模为119亿美元，但增速较快，预计2021-2026年东南亚美妆护肤市场规模CAGR达10.1%。
- **越南医疗器械市场：**据 research and markets 统计，2023 年越南医疗器材市场规模为 16.7 亿美元，预计 2024-2033年 CAGR 达 9.0%。且越南基础工业水平有限，90%以上医疗器械依赖进口，主要进口来源国包括美国、日本、新加坡、德国和中国等。
- **受益标的：**锦波生物、巨子生物。

图54：预计东南亚地区美妆护肤市场规模增速最快



数据来源：飞书深诺《2023美妆护肤行业出海白皮书》

图56：可复美正式在马来西亚、新加坡TikTok上架



数据来源：TikTok

图55：护理和美容为2024年10月TikTok Shop美区销售额排名第1

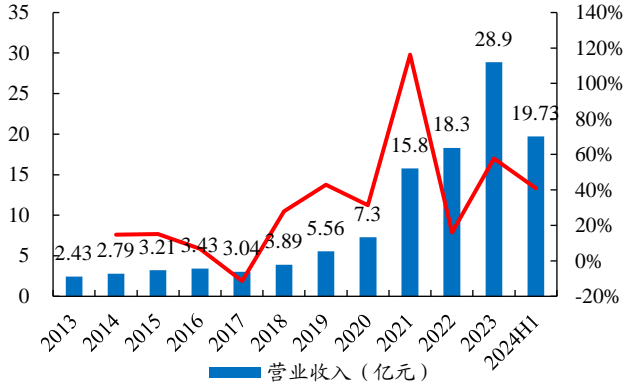
2024年10月TikTok Shop美区销售额Top20品类			
排名	品类名称	销售额概数 (\$)	品类占比
1	护理和美容	15000-16000w	19.90%
2	女士服装	10000-11000w	14.11%
3	健康	7000-8000w	9.91%
4	手机和电子产品	4000-5000w	6.01%
5	运动和户外	4000-5000w	5.99%
6	时尚配饰	3000-4000w	4.31%
7	家居用品	3000-4000w	4.14%
8	收藏	2000-3000w	3.91%
9	家用电器	2000-3000w	3.39%
10	汽车和摩托车	2000-3000w	3.20%
11	男士服装	2225-3225w	2.94%
12	食品与饮料	2000-2050w	2.67%

数据来源：EchoTik

2.4 毛戈平：融合东方美学元素，打造民族高端彩妆品牌

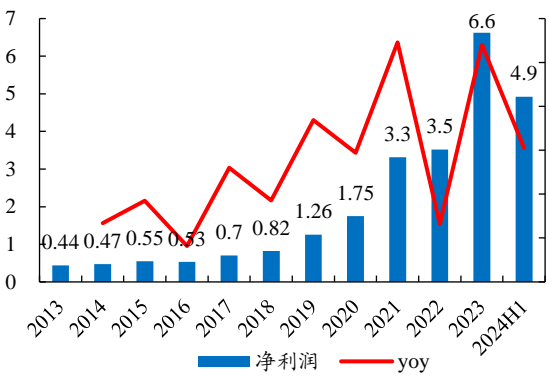
- 公司于2000年由毛戈平先生创立，是领先的高端美妆品牌，致力于提供高质和创新的美妆产品。公司旗下两大美妆品牌分别为2000年创立的旗舰品牌MAOGEPING和2008年创立的至爱终生。核心大单品包括粉霜、高光膏、鱼子酱面霜等，融合光影美学与东方美学精髓的多元化产品矩阵。毛戈平营收从2021年15.77亿元增长至2023年28.86亿元，CAGR达35.3%，净利润由2021年3.3亿元增长至2023年6.64亿元，CAGR达41.6%。2024H1公司实现营业收入19.72亿元/yoy+41.0%，净利润4.92亿元/yoy+41.0%。
- 业务端：坚持高端品牌定位，采取“彩妆+护肤”双轮驱动市场策略。彩妆产品零售价在200-500元，护肤产品零售价在400-800元。护肤产品销售额由2021年4.7亿元提升至2023年11.6亿元，CAGR达57.3%，彩妆产品销售额由2021年10.3亿元上升至2023年16.2亿元，CAGR达25.7%，对集团营收贡献由2021年29.7%提升至2023年40.2%。2024H1彩妆、护肤和化妆品技术培训收入占比55.1%、41.3%、3.6%。

图57：毛戈平近年收入持续增长



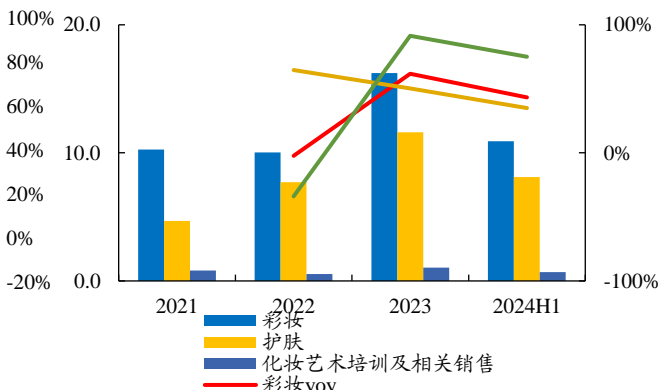
数据来源：毛戈平公司公告、开源证券研究所

图58：毛戈平净利润持续增长



数据来源：毛戈平公司公告、开源证券研究所

图59：毛戈平护肤业务占比持续提升

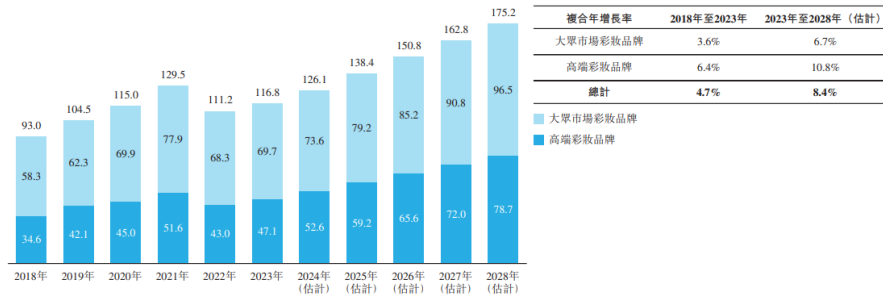


数据来源：毛戈平公司公告、开源证券研究所

2.4 毛戈平：融合东方美学元素，打造民族高端彩妆品牌

- 高端彩妆市场规模大，增速快，毛戈平为国货高端美妆稀缺标的。根据弗若斯特沙利文数据，中国高端彩妆市场规模从2018年346亿元增长至471亿元，CAGR为6.4%，预计2023-2028年高端彩妆市场将以10.8%的复合增速增长，高于大众彩妆6.7%的复合增速。高端美妆赛道集中度较高且消费韧性与粘性均较强，行业龙头竞争优势较为明显；同时国货高端美妆供给较少，伴随消费者对东方文化认同度提高、国货研发宣传能力不断提升，稀缺的高端美妆国货有望持续抢占国际大牌份额。毛戈平是中国市场十大高端美妆集团中唯一的中国公司，市场份额为1.8%，是中国高端美妆品牌的领导者。

图60：预计2023-2028年高端彩妆市场将以10.8%的复合增速增长



数据来源：毛戈平公司公告

图61：毛戈平是中国高端美妆市场唯一上榜国货企业
中国高端美妆集团零售额排名 (2023年)

排名	集团名	零售额 (2023年)	人民币百万元	集团起源	市场份额
1	集团A	39,930		国际	20.6%
2	集团B	32,312		国际	16.6%
3	集团C	15,721		国际	8.1%
4	集团D	13,001		国际	6.7%
5	集团E	6,660		国际	3.4%
6	集团F	3,854		国际	2.0%
7	本集团	3,553		国内	1.8%
8	集团G	2,424		国际	1.2%
9	集团H	2,205		国际	1.1%
10	集团I	2,001		国际	1.0%

数据来源：毛戈平公司公告

2.5 赛车：从“曲高和寡”迈向大众视野，国产车高端化孕育新潮流

- 多因素驱动赛车从小众圈层迈向大众视野：**
 - 政策环境：** 赛事经济拉动内需，打造“汽车文旅”城市品牌，契合提升城市形象，发挥“赛事+”经济乘数效应目标，近年多个二线城市车场开业、相关赛事IP蓄势待发；
 - 车企转型：** 2024年9月国内自主品牌新能源车渗透率已达74.9%，电动+智驾的新产业框架下，国内车企加速从功能车跨向性能车转型（如小米SU7 Ultra定位可街可赛，推广新能源赛车文化），将加速本土特色赛事培育，进而反哺产业进阶。
 - 群众基础：** 顶流明星+国产车手带动下，24年赛车赛事关注度和基础赛车运动的大众参与度显著提升（久谦数据显示2024Q3国内赛车相关线下业态门店&店效同比增长38%和30%）。
- 受益标的：** 力盛体育，2024H1运营赛事45场/同比+40.6%，其中海外赛事21场，填补中东/澳洲赛事空白，已具备全球竞争力；近年合作车企聚焦新能源赛车赛事培育，2024Q3实现营收1.1亿元，同比增长16.7%，归母净利润42.32万元，同比大幅扭亏，基本面稳健。

图62：政策支持+车企转型+受众扩容+多巴胺诉求推动赛车赛事转型升级



武汉国际赛道项目



成都天府国际赛道



郑州经开区国际赛道



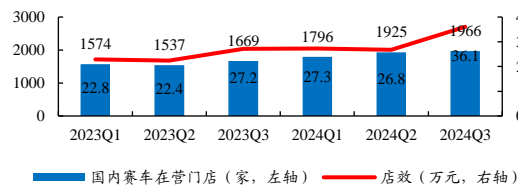
海南国际赛车场



小米SU7 Ultra定位可街可赛



雷军携小米SU7 Ultra征战北



国内赛车业态门店/店效稳步增长

数据来源：各市国际赛车项目公众号、汽车之家公众号、小米之家、久谦数据中台、开源证券

图63：力盛体育合作车企聚焦新能源赛车赛事培育



2019年合作蔚来FE车队

资料来源：力盛体育公众号、小米之家、开源证券



2024年力盛×东风奕派en007ETCR上赛道首航



旗下车场与小米汽车合作

目录

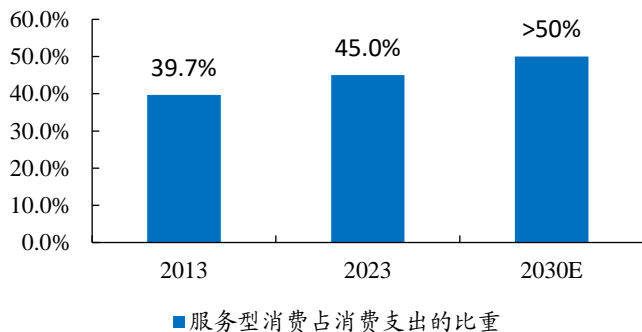
CONTENTS

- 1 板块复盘：服务消费强势反弹，公募持仓有望逐步回暖
- 2 潮流消费：潮流文化全球联动，国内品牌出海扬帆起航
- 3 **新兴消费：超级平台重塑线下服务，新兴体验加速绽放**
- 4 出行消费：兼具韧性与成长性，扩张周期关注强阿尔法龙头
- 5 受益标的盈利预测与估值
- 6 风险提示

3.1 服务消费：政策“丘比特金箭”直击服务消费，具备高弹性+强韧性

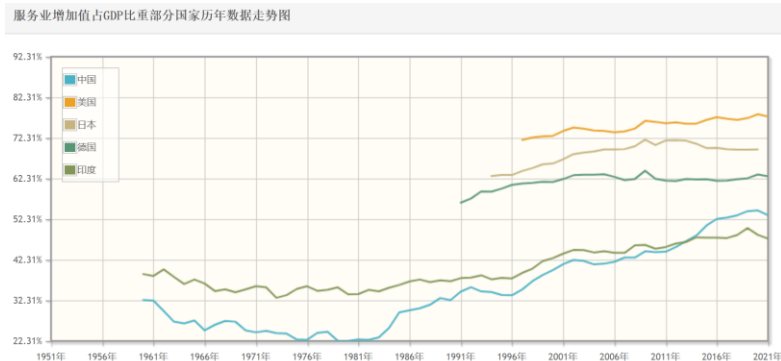
- “进口”与“出口”端同时发力，以金融手段拉动财富效应、提振消费信心，以服务消费为吸金石带动就业和经济高质量增长。2024年9月下旬，央行及国务院出台一系列货币/财政/惠民生政策。1) 金融端降低房贷利率和首付比例；2) 首次创设专门针对股票市场的结构性货币政策工具增加股市流入资金，3) 从财政端促进民营经济发展、重点解决抑制内需消费的就业矛盾，增加居民可支配收入和对未来的信心，全方位为经济兜底，惠及民生。根据中国证监会数据，截至2024年6月，我国股市投资者有2.2亿，中国基金投资者超过7亿，金融市场的财富杠杆效应有望惠及大多数中产阶级群体。

图64：预计2030年我国服务型消费占消费支出的比重将提升至50%以上



数据来源：经济日报、新华日报、开源证券研究所

图65：发达国家美、日、德服务业增加值占GDP的比重远高于中国

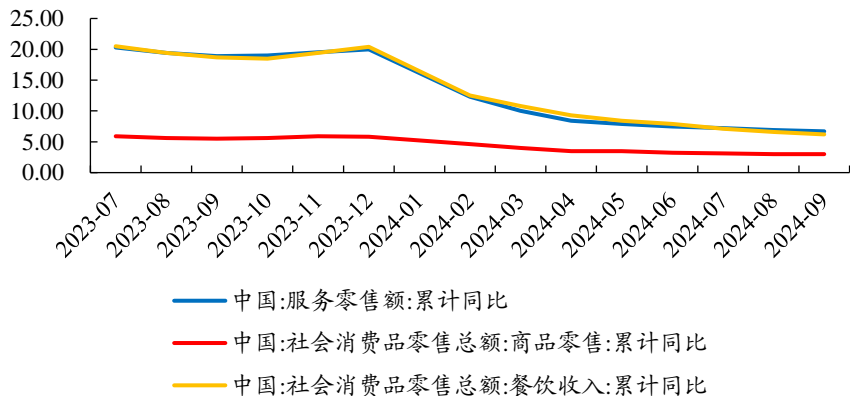


资料来源：快易数据

3.1 服务消费：政策“丘比特金箭”直击服务消费，具备高弹性+强韧性

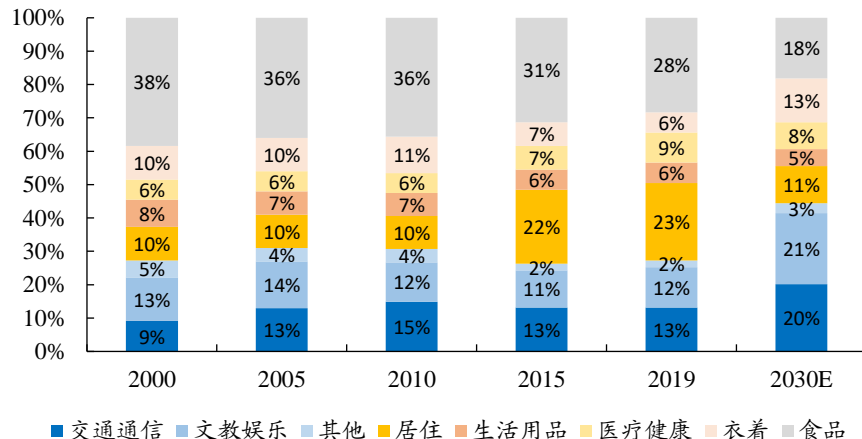
- 2024年1-9月国内服务零售和餐饮收入同比增速大幅领先于商品零售增速。1-9月份，服务零售额同比增长6.7%，增速高于同期商品零售额3.7个百分点。
- 2024年8月国务院印发《关于促进服务消费高质量发展的意见》，旨在优化和扩大服务供给，释放服务消费潜力，更好满足人民群众个性化、多样化、品质化服务消费需求，提升服务消费的战略地位。麦肯锡预计到2030年，我国家庭人均消费支出中包括交通通信、文教娱乐在内的服务消费的占比将大幅提升。

图66：2024年1-9月国内服务零售额累计同比增长6.7%，快于商品零售的3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图67：预计2023年中国家庭人均消费支出中，文教娱乐、交通通信占比都将超过五分之一



数据来源：麦肯锡、阿里研究院、开源证券研究所 (*灰色代表必需品，黄色代表次必需品，蓝色代表可选品)

3.2 本地生活：新兴服务多业态高增速、百花齐放

- 到综行业大规模、高增速，发展潜力十足。到综业务定义为以O2O模式交付、通过线上APP链接消费者和线下商家、除餐饮外的其他综合类服务消费。根据我们测算，2023年适合线上交易的到综行业市场规模约为15.47万亿元，预计到2025年，将增长至17.85万亿元，三年复合增速为8%。

图68：根据测算，我们预计到2025年适合线上化的到综行业规模合计约为17.85万亿元，3年CAGR为8%

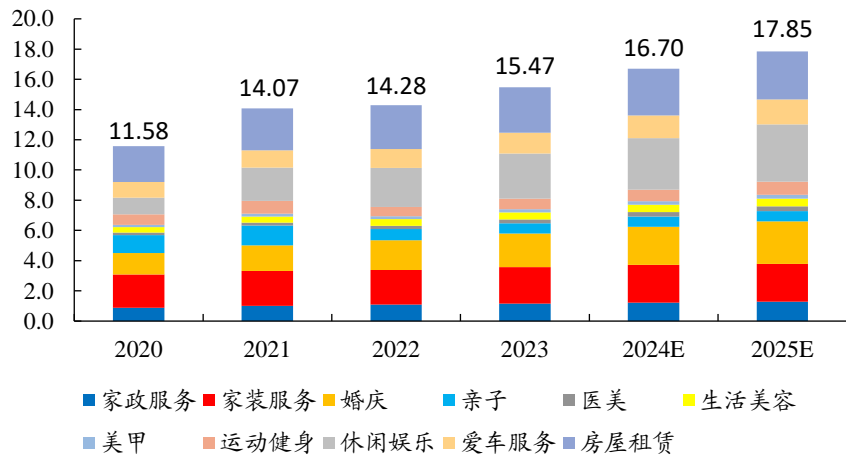


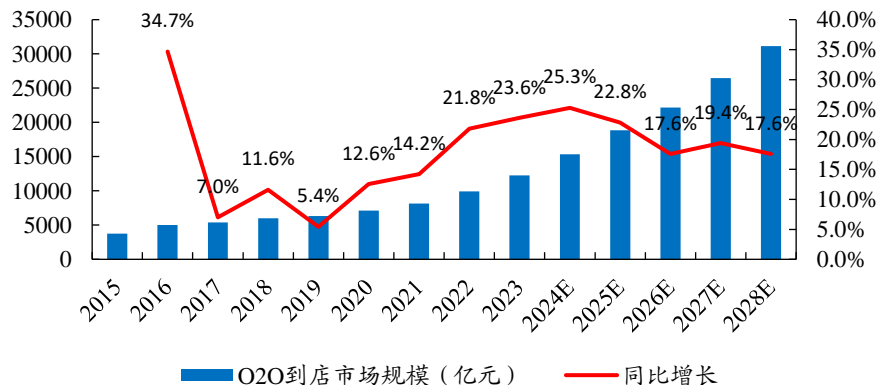
表6：到综相关各细分行业规模及增速

单位：万亿元	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
家政服务	0.9	1.0	1.1	1.2	1.2	1.3
YOY		16%	7%	7%	5%	5%
家装服务	2.2	2.3	2.3	2.4	2.5	2.5
YOY		5%	0%	4%	4%	0%
婚庆	1.4	1.7	2.0	2.2	2.5	2.8
YOY		20%	15%	14%	13%	12%
亲子	1.2	1.3	0.7	0.7	0.7	0.7
YOY		10%	-43%	-9%	0%	0%
医美	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
YOY		22%	20%	18%	8%	8%
生活美容	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
YOY		9%	8%	7%	6%	8%
美甲	0.15	0.19	0.19	0.21	0.22	0.24
YOY		25%	2%	9%	8%	8%
运动健身	0.7	0.9	0.6	0.7	0.8	0.9
YOY		22%	-29%	14%	13%	12%
休闲娱乐	1.1	2.2	2.6	3	3.4	3.8
YOY		100%	18%	15%	13%	12%
爱车服务	1.0	1.1	1.2	1.4	1.5	1.6
YOY		11%	9%	11%	10%	8%
房屋租赁	2.4	2.8	2.9	3	3.1	3.2
YOY		16%	5%	3%	3%	3%
合计	11.58	14.07	14.28	15.47	16.70	17.85
YOY		21%	2%	8%	8%	7%

3.2 本地生活：服务消费线上化率提升发展潜力十足

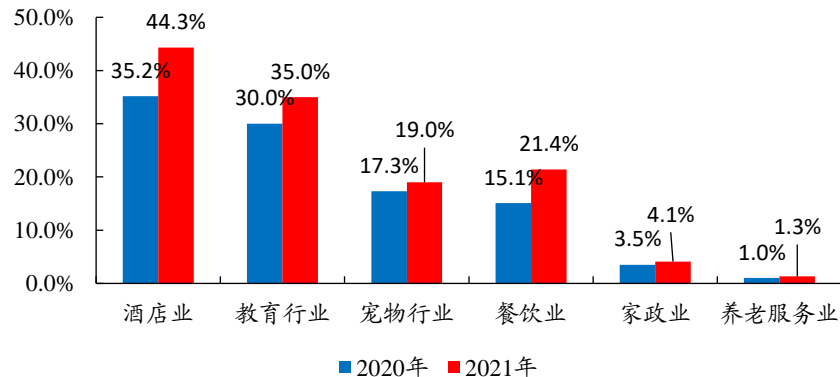
- 剔除到餐业务，到综行业线上渗透率约为3%。根据艾媒咨询，2023年国内O2O到店业务（包含到餐、到综）的市场规模约为1.23万亿元，预计2028年将突破3万亿元，5年CAGR为20.5%。美团到店业务中，到餐和到综的GTV占比约为5:3，根据此比例反推，到综板块线上化率仅约为3%。
- 对比酒店、餐饮行业的连锁化率、集中度，休闲娱乐、家政、汽车后市场等行业都处于高度分散的状态，零散的中小商家更需要超级平台的流量入口和运维赋能。**2021年酒店业、餐饮业的线上化率分别为44.3%和21.4%，而家政、养老服务业的线上化率仅为4.1%和1.3%。**

图69：预计2028年O2O到店业务市场规模将突破3万亿元，5年CAGR为20.5%



数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

图70：对比酒店、餐饮行业，家政、养老等业态的线上化率有较大提升空间

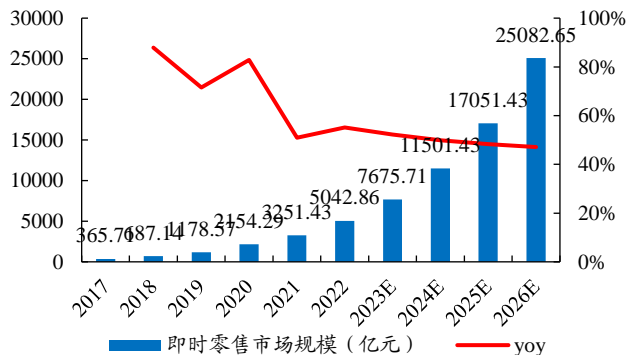


数据来源：阿里本地生活新服务研究中心、开源证券研究所

3.3 即时零售：万物到家引领趋势，即时零售增量空间广阔

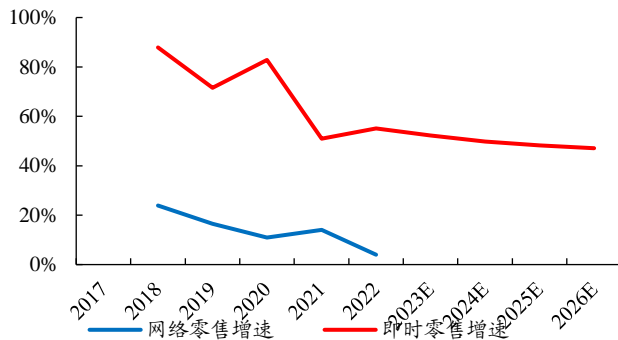
- 什么是即时零售？即时零售是以满足“便利化、即时性消费需求”为导向，以数字平台为载体，以数字服务为手段，“实体门店+即时配送”为支撑，线上线下供应链一体化的零售新形态、电商新模式，涵盖到家服务、到场服务等即时消费场景。即时零售的核心魅力——以时间换效率，以效率换价值，是一种追求确定性的消费行为。
- 即时零售市场处于快速增长期。据商务部数据，我国即时零售市场规模从2017年的365.71亿元增长到2022年的5042.86亿元，CAGR达69%，增速显著高于同期网络零售增速，预计到2026年将达到25082.65亿元，2022-2026年CAGR将达49.3%。
- 即时零售需求从“生鲜”走向“万物到家”，从“应时”走向“应景”。即时零售行业兴于外卖，盛于万物到家，即时零售早期（时间）从高频需求和应急的生鲜开始，如今，也包括水果蔬菜、粮油副食等，以及数码美妆、酒水厨具等便利日用百货类目。同时，即时零售也成为重要的品牌发售阵地。据京东到家调研（2022年）数据显示，日常补货和省事省力是用户排名前两大场景动机，居家应急已排名第四。

图71：中国即时零售市场规模持续稳步增长



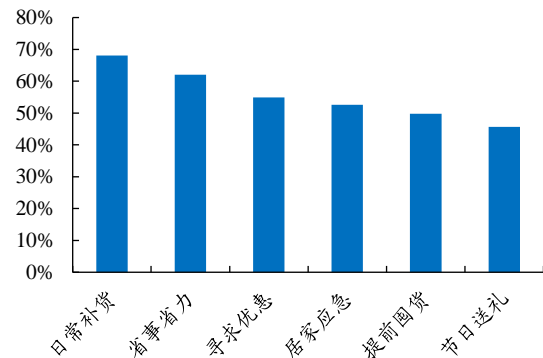
数据来源：商务部、开源证券研究所

图72：近年来即时零售增速远高于网络零售增速



数据来源：商务部、开源证券研究所

图73：2023年京东到家调研消费者选择即时零售购物的主要动机是日常补货和省事省力



数据来源：《2023即时零售发展趋势白皮书》、开源证券研究所

3.3 即时零售：零售端前置仓新业态诞生，平台端巨头加码布局

- 零售端：形成“店”和“仓”两种业态。
- 店线上化：零售品牌、便利店如名创优品、优衣库等与第三方即时零售平台或自建即时零售平台拓展线上销售渠道，实现经营增量。
- 仓：为即时零售行业的全新供给业态，即将仓库前移至离消费者更近的地方，以提高配送时效和满足个性化需求，专供线上渠道。
- (1) 有仓无店：自营前置仓不提供线下门店服务。如叮咚买菜、小象超市、朴朴超市、歪马送酒等。(2) 店仓协同：线下商超布局前置仓。如山姆、七鲜超市等在门店之外专门选址设前置仓供应线上订单。部分商超如永辉超市、沃尔玛、盒马鲜生探索出“仓店合一”模式，即在超专门开辟几百平米用于线上订单商品摆放。

图74：各零售商加码布局前置仓

前置仓形式	商家	前置仓布局现状	布局地区	店/仓面积	单店SKU个数	日单量	前置仓布局时间	具备入口的第三方即时零售平台	GMV (2023年)
有仓无店	小象超市	截至2024Q2，开设超过680个前置仓，其中约550个位于北上广深四个一线城市。	北京、上海、广州、深圳、武汉、佛山、廊坊、苏州、杭州	最初推广300-400平米仓型，2023年开始拓展至800-1000平米	之前是3000-4000个，2023年开始逐步扩充至6000-8000个	一线城市3000单左右	2019年1月	美团	近300亿
	朴朴超市	2022Q2达347个，目前超过400个。	成都、东莞、佛山、福州、广州、深圳、武汉、厦门	最初是300-400平米，后增大至800-1200平米	6000-8000个	2500-3000单	2016年6月	抖音、饿了么	260亿
	叮咚买菜	截至目前700多个，截至2024Q3末，已完成新开80个前置仓，其中Q3新开40个前置仓。	江浙沪为主	300-400平米	3000-4000个	上海单仓1700-1800单	2017年	京东、淘宝、抖音、饿了么	219.7亿
仓店分离	山姆	2023年25个城市500个仓，平均每个门店对应10个仓。		200-300平米	400多个	1000单	2018年	美团、京东、抖音、饿了么	376亿 (总的GMV800亿，线上占比47%)
	京东七鲜	2024年9月在北京正式启动首个前置仓运营。					2017年京东七鲜成立，2024年9月开设首个前置仓	京东、抖音、淘宝、饿了么	
仓店一体	盒马鲜生	目前仓店一体为主，2024年8月盒马宣布重启前置仓，2024H1门店数突破400家。	全国布局门店	2500-5000平米	4000多个	2700单		美团、淘宝、抖	550亿+
	大润发	前置仓为布局重点。						淘宝、饿了么	
	永辉超市	2018年永辉云仓开始布局，2022年开始推进仓店一体，2024H1“永辉生活”自营平台到家业务已覆盖883家门店，目前店仓一体为主。			4000多个		2018年	抖音、饿了么	83.8亿

数据来源：艾媒咨询、阿里本地生活新服务研究中心、朴朴超市、小象超市官网等、开源证券研究所

3.3 即时零售：零售端前置仓新业态诞生，平台端巨头加码布局

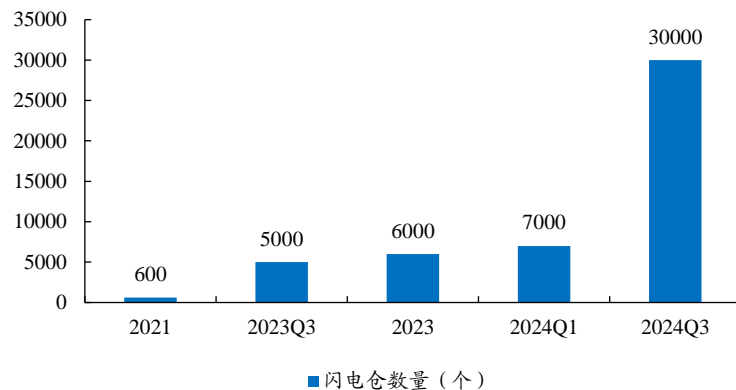
- 零售端：形成“店”和“仓”两种业态。
- (3) 闪电仓：美团针对零售即时到家业态，面向商家端推出的日常便利店、宠物前置仓模式的招商项目，由本地零售商家建仓，美团专注于帮助商家线上经营，作为美团的“线上门店”。相比传统零售商线上化，闪电仓经营时长大大拓展，节省房租装修和人力等运营成本，投入小。目前已诞生海豚购、熊本便利店、狸仔宠物等专注线上运营的实体零售商。同时，大型零售商正在加速布局闪电仓。如名创优品在美团开设的闪电仓数量已达到500家，并计划在年内超过800家，成为业内开设直营闪电仓数量最多的零售品牌；屈臣氏在美团开设的闪电仓覆盖了超过十个一二线城市。预计会有更多大型零售商布局闪电仓。

图75：目前闪电仓主要有专注线上运营的零售品牌和线下零售品牌两类

闪电仓类型	闪电仓品牌	布局区域	仓数	主营产品类	品牌目标
纯线上零售品牌	海豚购	成都、北京、杭州等	32	日用品	
	熊本便利店	北京等	36	日用品	
	狸仔宠物	北京、天津等	8	宠物日用百货	
	哆鲸选	深圳、惠州、长沙、宁波等多城市	46	食品、日用品	2022年计划5年内打造50家城市运营中心，门店数量超200家。
线下零售品牌	名创优品	超一线和一线城市	500+	日用百货	2024年超过800家。
	屈臣氏	覆盖超过10个一二线城市。		日用百货	

数据来源：美团闪购官网、久谦中台、开源证券研究所

图76：截至2024年Q3，美团闪电仓已达到3万个

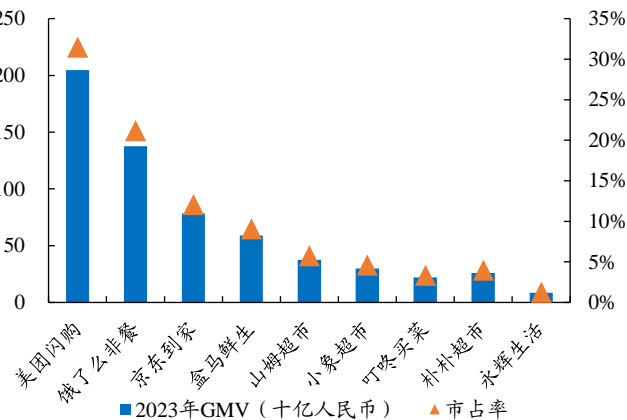


数据来源：美团闪购官网、开源证券研究所

3.3 即时零售：零售端前置仓新业态诞生，平台端巨头加码布局

平台端：平台加码布局即时零售，流量和配送网络优势突出。2023年按交易额美团闪购、饿了么非餐、京东到家（京东秒送）GMV排在前三名，参考商务部国际贸易经济合作研究院发布的《即时零售行业发展报告》数据，2023年中国即时零售行业市场规模达6500亿元，对应的美团闪购（不包含小象超市）/饿了么非餐/京东到家市占率31.5%/21.2%/12.1%。平台模式的公司经过长时间的用户数量和配送网络积累，飞轮效应凸显并持续加速，形成高速运转的正反馈，利于形成需求端规模经济。

图77：2023年美团闪购、饿了么非餐和京东到家GMV排在前三名



数据来源：Tech星球、财经网、阿里本地生活新服务研究中心、开源证券研究所

图78：巨头加码布局，并提出未来战略规划目标

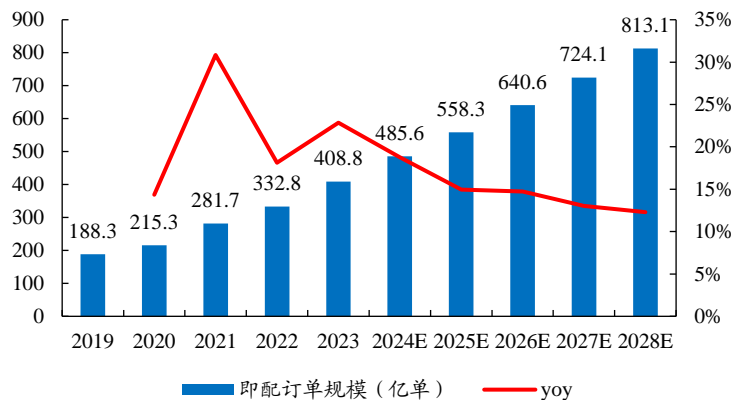
天猫	2024年7月	淘宝首页改版更新，新增“小时达”一级流量入口，除永辉超市、盒马、饿了么常见的便利超市外，频道内还有欧莱雅、屈臣氏、农夫山泉等品牌的小时达旗舰店；与饿了么达成深度合作；此外，淘宝小时达面向淘宝天猫所有的品牌和商家开放。
饿了么新零售	2023年	饿了么宣布启动“双百计划”：携手100个零售品牌，用两年时间实现100%增长。
	2024年4月	推出商家半托管服务，为商家提供代运营、包配送、官方客服等服务。
	2024年8月	饿了么推出青蓝计划，对于入驻饿了么前置仓的商家设置了激励政策，助力其进行前置仓布局。
美团闪购	2024年10月	未来三年计划：开设10万家品牌官方旗舰店，做面向市场价值延展的即时物流网络。
	2018年	美团闪购成立，主要服务生鲜食品、商超日用、服装等外卖配送需求。
	2020年	北京、上海等城市试点闪电仓。
	2022年10月	引入数码、家电等多个品牌。
	2024年10月	美团在即时零售大会上宣布其闪电仓数量达到3万家，计划未来三年闪电仓规模达到10万家，年GMV超过2000亿元。
京东秒送	2024年10月	宣布和名创优品合作，名创优品年内将在美团上线超过800家闪电仓形态的“24H超级店”。
	2023年	京东将即时零售服务统一更名为小时达，包括京东App重要入口之一的城市频道名称也改为小时达。
	2024年3月	京东将即时零售定位为与内容生态、开放生态同等重要的2024年三大战略方向。
	2024年5月16日	京东即时零售业务全面升级推出京东秒送，整合原即时零售品牌京东小时达、京东到家；首页核心位置上线“秒送专区”。
	2024年9月17日	京东完成购买沃尔玛子公司所持达达集团股份，持股比例增至63.2%。
抖音小时达	2024年10月	京东旗下生鲜业务板块“七鲜”近期在北京正式启动了首个前置仓的运营，并且第二个前置仓的建设工作也在紧锣密鼓地进行中，主打“最快30分钟送达”的服务承诺。
	2022年10月	抖音小时达上线，在深圳、北京、上海、广州四地运营，助力商家开展即时零售业务。
	2023年10月	从抖音超市独立出来，开设独立入口，直接在抖音商城界面可找到，或通过搜索“小时达”一键直达，后续开放范围拓展到国内31个城市。
	2024年4月	抖音外卖从本地生活业务线调整至抖音电商业务线。
	2024年8月	抖音外卖重新从电商回归到本地生活业务线。
	2024年9月24日	抖音小时达在全国范围开放内开放商家入驻。

数据来源：Tech星球、财经网、阿里本地生活新服务研究中心、开源证券研究所

3.3 即时零售：履约端配送服务需求广阔

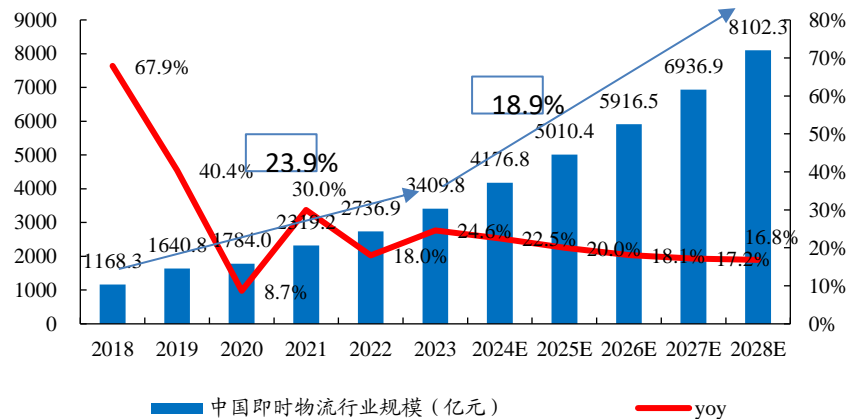
- 履约端：受即时零售行业增长拉动，即时配送服务需求广阔。2023年中国即配行业订单规模达到约408.8亿单，yoy+22.8%，2018-2023年CAGR达21.4%。预计到2028年，全国即时配送订单规模将达到813.1亿单，未来5年保持年均14.7%增长。整体即时配送市场规模2023年达3409.8亿元，2018-2023CAGR达23.9%，预计2023-2028年将保持CAGR18.9%稳步增长。

图79：2019-2028年中国即时配送服务订单规模持续稳步增长



数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

图80：2019-2028年中国即时配送服务行业规模持续稳步增长



数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

3.4 细分赛道：关注休闲娱乐新形态，足疗按摩赛道高增

- 伴随高强度、快节奏的工作生活节奏，足疗按摩已成为新时尚。2022年中国足疗保健市场规模约为4432.4亿元，消费人次31.89亿人次；预计2023年中国足疗保健市场规模将达到5065.9亿元，消费人次将达到35.18亿人次。
- “十一”国庆到店消费同比增长超40%，新形态休闲娱乐消费成为到店消费增长的主要驱动。美团10月6日发布的数据显示，“十一”假期，全国生活服务到店消费规模同比增长41.2%，除了常规的热门景区，一些本地玩乐项目如足疗养生馆、Livehouse、艺术展览、洗浴中心等，成为旅游打卡的新型目的地。数据显示，假期期间，洗浴中心搜索量同比增长230%，足疗按摩相关的消费评论和笔记相比去年同期增长88.5%。

图81：2023年中国足疗保健市场规模约为5065.9亿元，消费人次约35.18亿人次



资料来源：共研网

表7：休闲娱乐板块线下门店数量大幅增加

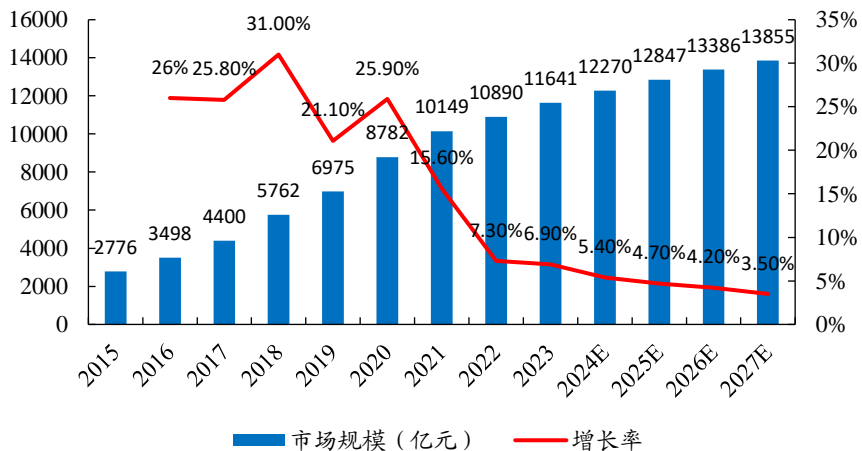
单位：千家	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q2 门店数同 比增加， %	人均消费 (元)
按摩洗浴	306	342	372	414	43	163
室内休闲	167	175	196	220	41	90
酒吧K歌	163	160	174	178	14	86
其他休闲娱乐	88	84	108	113	37	122
文化艺术	73	75	81	90	27	68
网吧游乐	39	39	44	48	27	62
电影演出赛事	35	33	34	34	11	127
桌游团建	31	24	24	25	-18	123

数据来源：久谦、开源证券研究所

3.4 细分赛道：养老+育儿需求增加，催生家政万亿赛道

- 家政市场规模已突破万亿，多项政策鼓励行业发展。iMedia Research（艾媒咨询）数据显示，2023年中国家政服务市场规模为11641亿元，中国家政服务市场规模将保持平稳的增长态势。在政策推动行业规范化发展、市场对育儿和养老服务需求明显增加等因素的共同推动下，预计到2026年中国家政服务市场规模有望突破13000亿元。

图82：2023年我国家政服务规模为1.16万亿元，同比增长6.9%



数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

表8：国家近期发布多项政策鼓励家政服务业发展

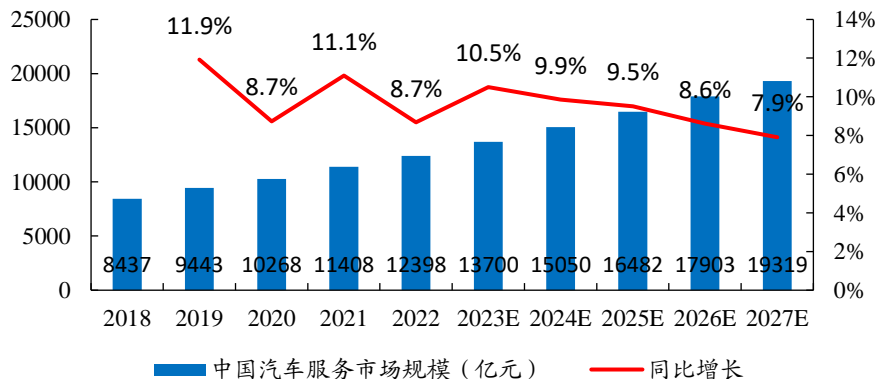
发布时间	发布单位	具体政策	政策内容
2024年4月	商务部、国家发展改革委员会等部门	《促进家政服务业提质扩容2024年工作要点》	聚焦家政服务“提质”，开展家政产教融合专项行动和从业人员职业化水平提升行动，重点推进“十项行动”，扩大优质家政服务供给。
2023年7月	商务部、国家发展改革委员会等部门	《2023年家政兴农行动方案》	鼓励运作规范、信誉良好的家政企业、家政培训机构开展校园招聘，为年轻人才提供更多就业选择。巩固拓展家政扶贫成果，更好发挥家政服务业促消费、惠民生、稳就业作用
2023年5月	商务部、国家发展改革委员会等部门	《促进家政服务业提质扩容2023年工作要点》	要求提高从业人员职业素养及保障水平，强化政府监管和行业自律，搭建供需对接平台，积极推动家政进社区，促进家政服务更好提质扩容。
2023年2月	市场监管总局（标准委）、民政部、商务部	《养老和家政服务标准专项行动方案》	全面落实党中央国务院关于养老和家政服务业发展的决策部署，对近3年养老和家政服务标准化工作提出明确要求。
2022年12月	商务部、国家发展改革委员会等部门	《关于推动家政进社区指导意见》	到2023年底，促进家政服务提质扩容“领跑者”行动重点推进城市的社区家政网点服务能力覆盖率达到90%以后，全国家政服务网点服务能力进一步提升。

数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

3.4 细分赛道：车后服务市场大赛道、高分散，线上化率有望提升

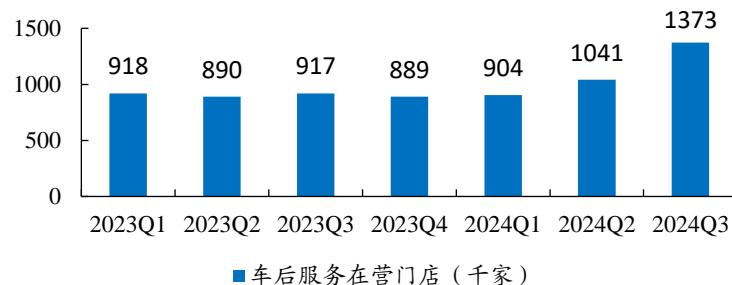
- 车后服务市场规模约1.4万亿，线上化空间广阔。根据途虎招股说明书，预计2027年中国汽车服务市场规模将达到1.93万亿元，维持较高增速。行业高度分散，前五大供应商市场份额仅为5.6%。根据久谦，截至2024Q3全国共有137.3万家车后服务在营门店，中小非连锁商家为主要构成。伴随连锁化率提升，车后服务市场的线上化率有望提升。

图83：2023年中国汽车服务市场规模（按GMV计）为1.37万亿元，同比增长10.5%



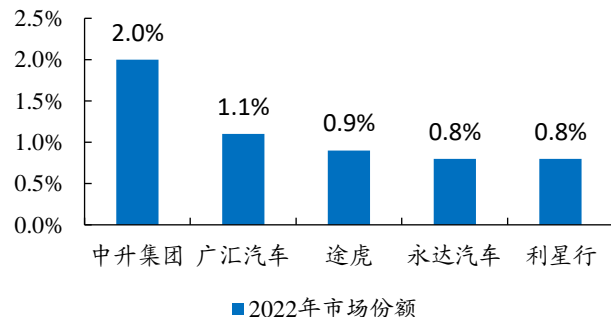
数据来源：途虎招股说明书、开源证券研究所

图84：截至2024Q3，全国共有137.3万家车后服务在营门店



数据来源：久谦、开源证券研究所

图85：车后服务市场前五大供应商的市场份额合计为5.6%，高度分散

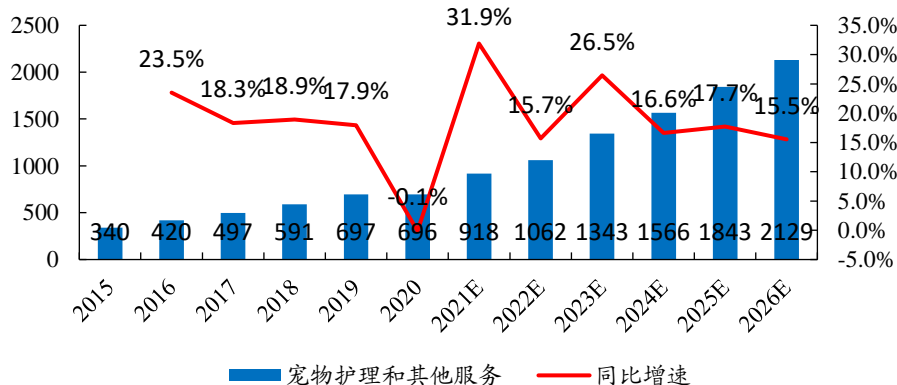


数据来源：途虎招股说明书、开源证券研究所

3.4 细分赛道：宠物服务蓬勃发展，数字化、连锁化加速行业发展

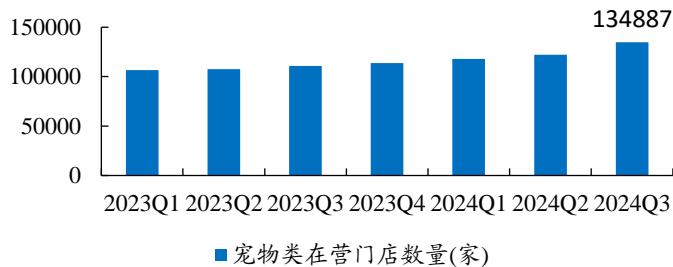
- 萌宠服务消费快速增长，O2O模式成为便利选择。2023年1-8月美团平台新增宠物门店超2.5万家，全国宠物门店的团购服务订单量同比增长超6成。美团数据显示，95后宠物主的占比最高，比例可达37%。通过美团、大众点评等线上平台选择宠物店并完成线下服务体验，已成为年轻宠物主一站式养宠的便捷选择。

图86：2023年宠物护理和其他服务市场规模约为1343亿元，同比增长26.5%



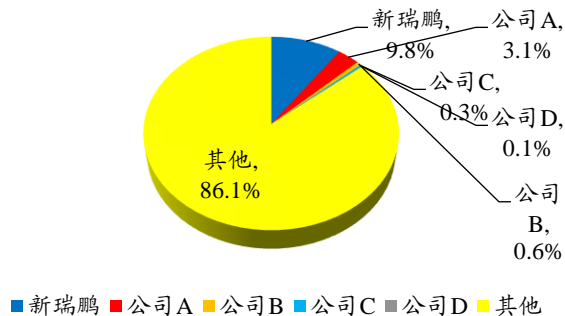
数据来源：新瑞鹏招股说明书、开源证券研究所

图87：截至2024Q3，全国共有13.5万家宠物类在营门店



数据来源：久谦、开源证券研究所

图88：2021年宠物护理市场前五大公司的合计市场份额为13.9%

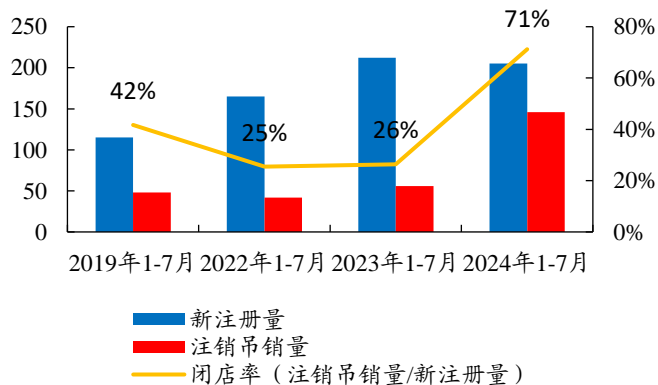


数据来源：新瑞鹏招股说明书、开源证券研究所

3.5 餐饮：供给持续增加、竞争加剧，美团全方位赋能商家做增量

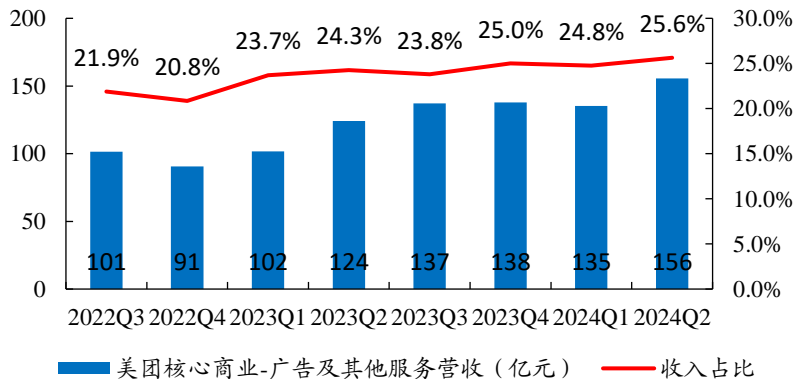
- 注册&吊销商家数大幅增加，行业换血竞争加剧，营销引流需求增加。餐饮行业特性是短生命周期、多新参与者。截至2023年底现存餐饮企业为1573万家，其中2023年新注册410万家，同比增加24%。尽管2024年1-7月倒闭餐饮企业同比增加161%，但新开热度不减，新注册数量仍高于注销吊销数量，供给仍在增加。
- 餐饮商家之间竞争激烈，受益于商家竞争，美团广告及其他服务收入占比持续提升。餐饮商家数量持续扩容，叠加消费环境变化整体客单价向下，商家单店收入增长困难。美团等平台提供数字化、一体化的营销+运营方案赋能商家，2024Q2美团核心商业板块的广告及其他服务营收达到156亿元，占核心商业板块的收入由2022Q3的21.9%提升至25.6%，增加3.7pcts。

图89：2024年1-7月全国新注册餐饮企业205万家，注销吊销146万家（单位：万家）



数据来源：企查查、开源证券研究所

图90：美团核心商业板块广告及其他服务营收占比持续增加

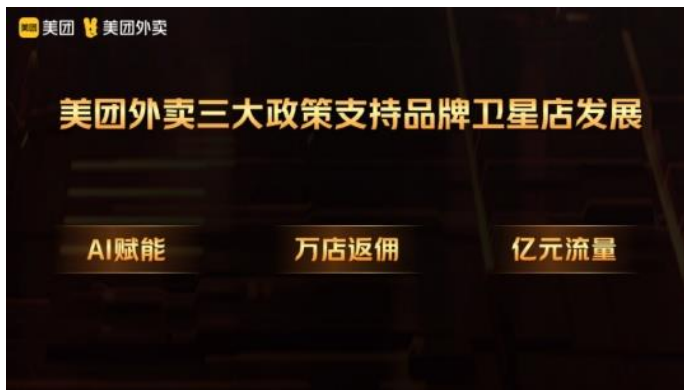


数据来源：美团公司公告、开源证券研究所

3.5 餐饮：供给持续增加、竞争加剧，美团全方位赋能商家做增量

- **供给侧：从商家资源侧深度赋能、建立生态，做重外卖供应链**
- **(1) 品牌卫星店（针对品牌连锁店）：**是指通过与肯德基、海底捞、老乡鸡等品牌连锁商家合作，开设专做外卖的卫星店，让商家可以低成本覆盖更大区域。美团卫星店自2024年4月全国推广以来，已与150个品牌达成合作，开设近1000家店。
- **(2) 美食聚合店（针对中小商户）：**以货架电商的逻辑运营外卖，是一种聚合外卖店，美团自行招募多个餐饮品牌入驻，并参与日常管理，挑选部分商品上架到聚合店铺，消费者可在该店铺购买多个商家提供的产品。美团希望解决中小商家外卖档口卫生质量差、用户不信任的问题。首个美食集合店已于6月在北京望京上线，美团计划未来几年在一二线城市开设更多美食集合店。

图91：美团外卖推出“品牌卫星店”万店返佣计划



资料来源：电商网

图92：美团推出全托管模式集合店“食宝汇”



资料来源：筷玩思维

3.5 餐饮：供给持续增加、竞争加剧，美团全方位赋能商家做增量

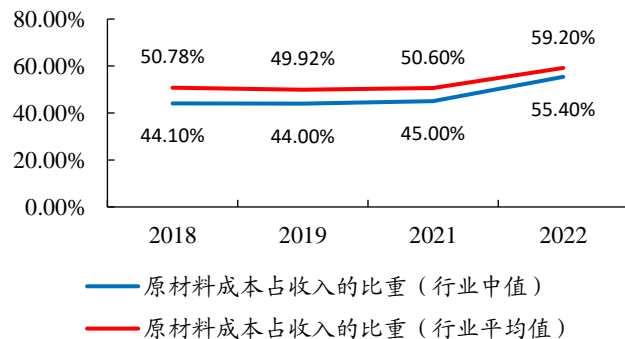
- **需求侧：满足消费者多层次需求，拓宽高低价格带**
- (1) 拼好饭（低客单价的更低价，主客单10-15元，部分降至10元以下）
- (2) 神枪手（高客单价的低价，主客单20-40元）
- 市场担忧“拼好饭”、“神枪手”等促销活动损害中小商家利益，但我们认为在餐饮市场竞争激励的当下，只要折后价格高于商家的原材料成本，单量跑出规模效应后，就能为商家带来利润增量。

图93：经抽样统计，“拼好饭”、“神枪手”折扣后的价格分别约为原价的67%和66%

神枪手				拼好饭			
商品名	原价	神枪手价格	折扣比例	商品名	原价	拼好饭价格	折扣比例
瑞幸咖啡生椰拿铁	19.9	12.9	65%	则卷家正宗龙江猪脚饭	19.8	11	56%
披萨革命欢聚多人餐	84.9	47.7	56%	华莱士随心配(4拼)	23.8	16.6	70%
麦当劳外送欢乐桶	137.5	54	39%	沪上阿姨血糯米奶茶大杯	18	11.6	64%
华莱士招牌全鸡+中可套餐	45	26.5	59%	CoCo生椰杨枝甘露中杯	16	11.7	73%
必胜客披萨在二人餐	43.5	19.9	46%	过桥米线鸡血粉丝+精品鸭血粉丝汤	19.4	14.3	74%
和合谷宫保鸡丁+鸡肉串	30.2	25.8	85%	东北手工水饺全家福水饺(24个)	17.88	12.89	72%
汉堡王狠快乐分享餐	124	64.9	52%	面七屋招牌酸笋双椒鸡+番茄鸡蛋双拼饭	17.8	13.5	76%
半斤鸡腿超值三拼	38.89	21.9	56%	凉皮先生招牌凉皮+孜然鸡肉夹馍	22.8	16.2	71%
老北京门框卤煮-门框卤煮火烧腊八蒜	34.8	23.9	69%	王宁大桶解渴鲜柠茶	19	10.2	54%
风胖子窑鸡半只窑鸡+饮料+米饭	32.9	22.5	68%	末酸奶香蕉麦片酸奶奶昔中杯	18	13.6	76%
香饕荷叶烤鸡招牌五香烤鸡+5荷叶夹	30.99	25.8	83%	贡茶相思红豆奶茶大杯	17.89	7.8	44%
幽湘谷 湖南小炒肉套餐	34.8	25.9	74%	比格披萨法式玉桂酥	16	11.3	71%
FSTOBA韩式炸鸡	24	18.4	77%	粤石磨肠粉王双蛋肠粉+豆浆+咸菜	20.9	13.4	64%
蜀香诱惑水煎麻鱼	34.8	25.9	74%	抖喜新疆炒米粉鸡肉炒米粉	19.9	14.7	74%
喜茶烤香黑糖波波真乳茶	20	18.8	94%	豫石记羊杂烩面+主食	25.88	13.6	53%
淄博烧烤单人套餐	44.8	25.9	58%	古御贡茶霸王桶奶茶	12.9	11.3	88%
乐鸭鱼薯条豪华四件套	41.8	30.9	74%	阿果炒饭广式腊肠炒饭	13.8	8.1	59%
戴粤轩粤菜馆干炒牛河套餐	33.9	19.9	59%	巧川婆猪头肉80g+素菜80g	20.9	12.9	62%
渝小鱼无骨烤鱼秘制麻辣烤鱼+米饭	28.7	21.9	76%	千潮潮汕牛肉粿条 招牌牛肉丸粿条汤	24.8	15.7	63%
万记麻辣烫活力满满麻辣烫单人套餐	44.2	24.9	56%	祁她家老番茄蛋花疙瘩汤	21.3	15.4	72%
平均折扣比例			66%	平均折扣比例			67%

数据来源：美团APP、开源证券研究所

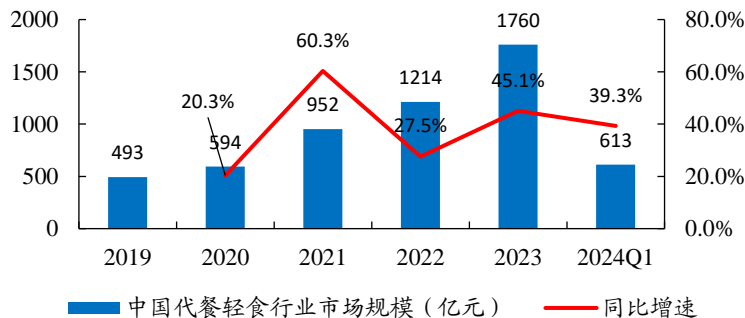
图94：2022年中国餐饮行业原材料成本占收入的比重平均值为55.4%



数据来源：中国连锁餐饮协会、开源证券研究所

- 肯德基加码轻食赛道，广深相继开出首店。KPRO门店模式依托于原本的肯德基门店，共享后厨。大众点评显示，KPRO门店的客单价是34元/人，略高于肯德基的经典门店。目前KPRO餐厅已经在全国5个城市落地，并将逐步扩大门店数量。智研瞻数据显示，2019年至今中国代餐轻食行业市场规模快速攀升，2023年整体市场规模达到了1760.46亿元，2024Q1市场规模达到613.14亿元，同比增长39.31%。
- 肯悦咖啡快速复制，销售额同比增速超过30%。根据最新数据肯悦咖啡门店数量已达到500家。2024年3月肯悦咖啡共有100家店，预计到年底将超过600家。

图95：2024Q1中国代餐轻食市场规模为613亿元，同比增长39.3%



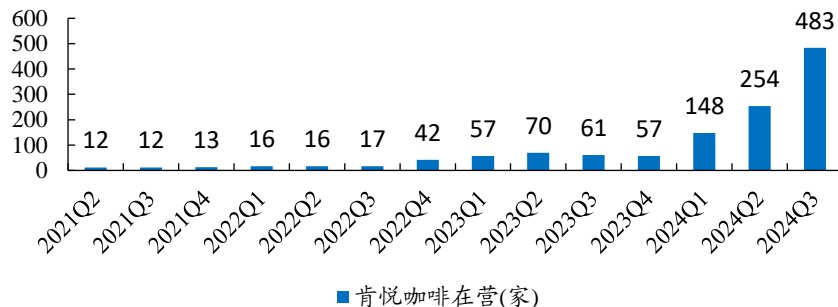
数据来源：餐企老板内参公众号、开源证券研究所

图96：肯德基推出多款能量轻食产品



资料来源：Kpro公众号

图97：“肩并肩”模式跑通后肯悦咖啡实现快速复制



数据来源：久谦、开源证券研究所

目录

CONTENTS

- 1 板块复盘：服务消费强势反弹，公募持仓有望逐步回暖
- 2 潮流消费：潮流文化全球联动，国内品牌出海扬帆起航
- 3 新兴消费：超级平台重塑线下服务，新兴体验加速绽放
- 4 **出行消费：兼具韧性与成长性，扩张周期关注强阿尔法龙头**
- 5 受益标的盈利预测与估值
- 6 风险提示

- **出行链趋势总结&展望：**顶层设计鼓励旅游经济发展，Z世代和银发族等增量人群持续扩容，旅游大盘具有中长线成长性；需求端休闲旅游明显占优，呈现碎片化且追求性价比，线上化渗透提速；B端底层供给进入新扩张周期，同质化困境下酒旅C端客源竞争明显加剧，龙头经营效率高基数下承压，**关注后续龙头存量精细运营、增量项目爬坡、费用正常化等趋势**；OTA渠道流量优势强化，平台端话语权显著提升，国内格局趋向稳定，经营提效连续多季度兑现，**后续新业务减亏仍有望逐步提速**。

图98：2024年出行链趋势总结：新扩张周期具备中长线成长性，短期龙头经营相对分化

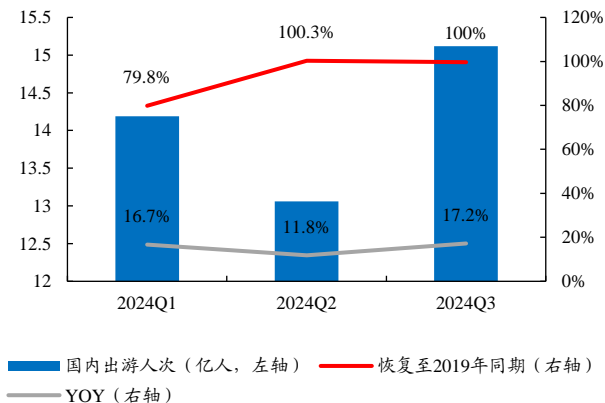


资料来源：开源证券研究所

5.1 旅游：兼具成长与韧性，关注优质龙头穿越周期潜力

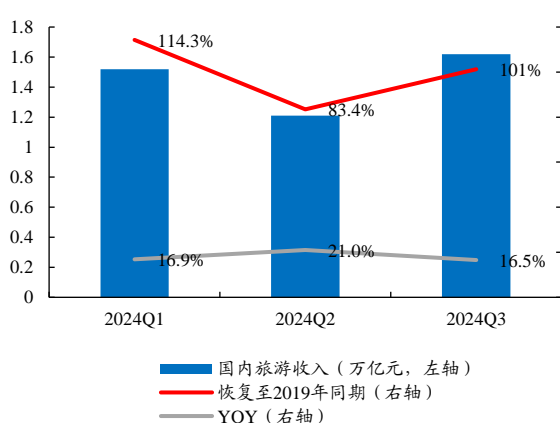
- **2024年旅游经济呈现弱周期强韧性。**根据文旅部，2024年前三季度国内出游42.37亿人次，实现旅游收入4.35万亿元，分别同比增长15.3%和17.9%，分别恢复至2019年92%/99%水平。消费力弱复苏下，考虑到年内恶劣天气扰动及出境游分流影响，前三季度量价恢复进度不及文旅部年初预期（对应人次/收入同比增速约23%），对比其他可选消费仍显韧性。
- **2024Q3量价复苏接近2019年峰值。**Q3国内旅游人次/收入/人均消费分别同比+17.2%/+16.5%/-0.6%，恢复至2019年99.7%/101.3%/101.6%，旅游消费总量恢复度环比Q2显著提速，暑期机酒价格高基数下大幅回落，客单仍较2019年完全修复，仅小幅落后于2023年同期。

图99：2024Q3国内出游人次同比增长17.2%



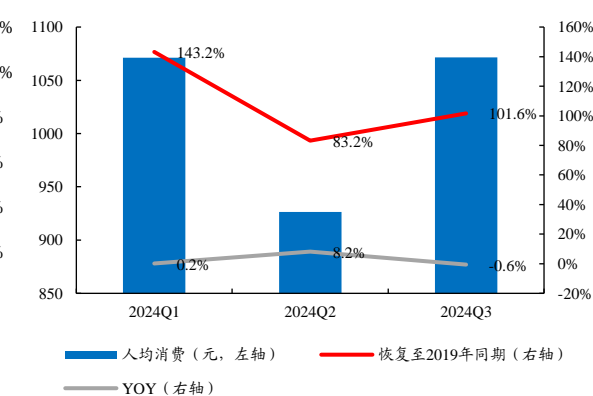
数据来源：文旅部、开源证券研究所

图100：2024Q3国内旅游收入同比增长16.5%



数据来源：文旅部、开源证券研究所

图101：2024Q3国内旅游人均消费同比下滑0.6%

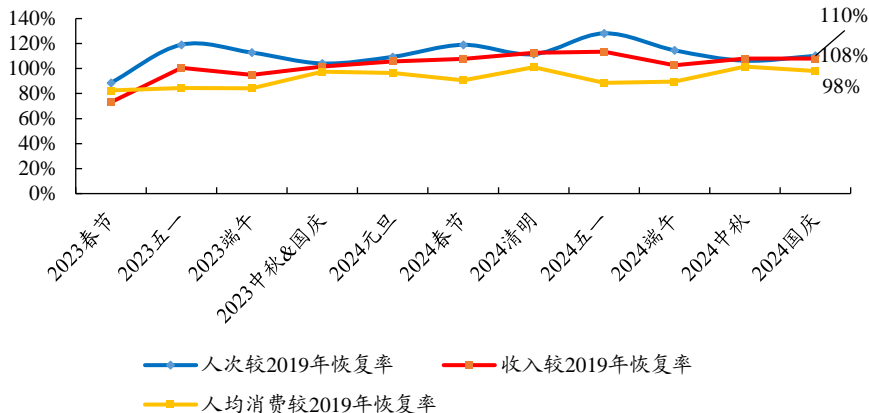


数据来源：文旅部、开源证券研究所

5.1 旅游：兼具成长与韧性，关注优质龙头穿越周期潜力

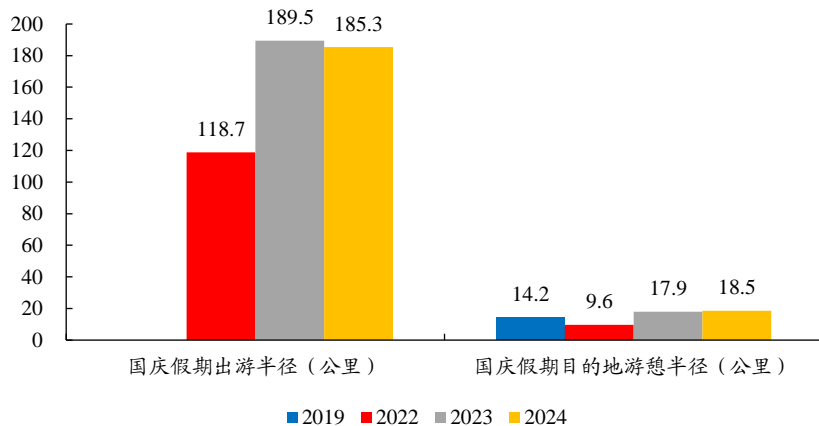
- 国庆假期高基数下国内旅游量价同比向上改善。**国庆假期国内旅游收入7008.17亿元，同比增长6.3%（按可比口径，下同），较2019年同期增长7.9%。拆分量价来看，**人次**：假期出游人次7.65亿人次，同比增长5.9%，恢复至2019年同期的110.2%，恢复度环比中秋改善，但不及五一、端午；**客单**：测算假期隐含人均消费同比增长约0.4%，恢复至2019年同期97.9%，机酒降价制约下，修复程度仍好于2023年同期，我们认为受到体验性二次消费增长的有利影响，反映旅游产品供给丰富度提升下，目的地深度游渗透的长期趋势。

图102：2024年国庆假期国内旅游人次/收入/客单恢复至2019年110%/108%/98%



数据来源：文旅部、开源证券研究所

图103：2024年国庆假期游客目的地平均游憩半径较2019年大幅增长

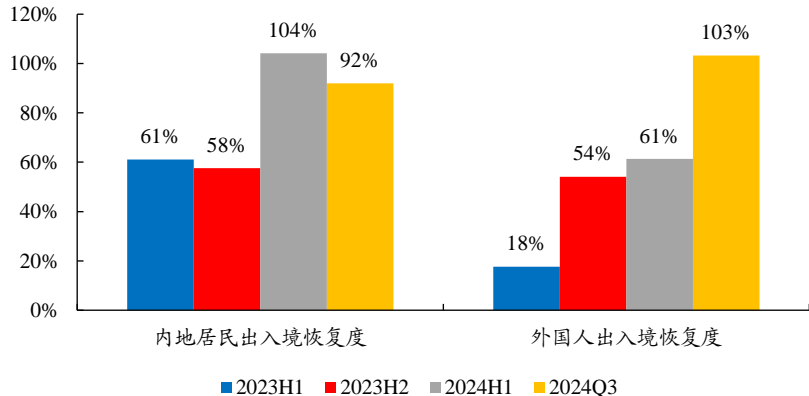


数据来源：中国旅游研究院公众号、开源证券研究所

5.1 旅游：兼具成长与韧性，关注优质龙头穿越周期潜力

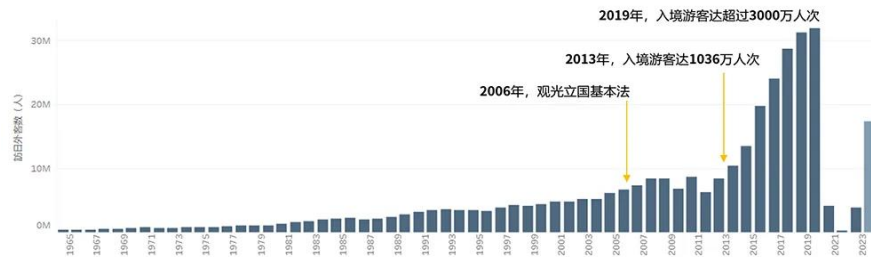
- **入境：签证便利政策红利持续释放，入境游持续复苏。**2023年随国际航线运力供给修复和多国地区免签政策接续落地，出入境保持稳步复苏态势，2024年我国大范围实施144小时过境免签政策，目前已经覆盖37个适用口岸、63个国家，Q3以来国际社交媒体上“China Travel”成为热点话题，2024Q3内地居民/外国人出入境人次分别恢复至2019年92%/103%，其中免签入境外国人同比增长约8成，政策效果显著。
- 预计2024年中国国际旅游收入1070亿美元，恢复至2019年82%。对比历史峰值水平，2019年我国外国人入境2493万人次（日本观光立国战略下2019年入境游客超过3000万人次），入境旅游收入占GDP比值仅为0.5%-1%，参考世界主要经济体的入境旅游收入占GDP比例在1%-3%，提升空间较大。

图104：2024Q3内地居民/外国人出入境人次分别恢复至2019年92%/103%



数据来源：Wind、国家移民管理局、开源证券研究所

图105：2019年日本入境游客达3188万人次

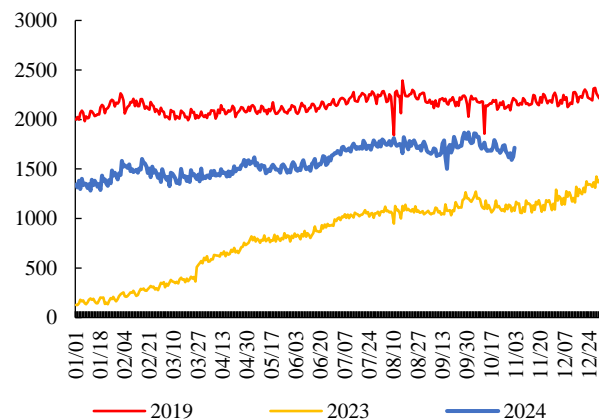


资料来源：JNTO官网

5.1 旅游：兼具成长与韧性，关注优质龙头穿越周期潜力

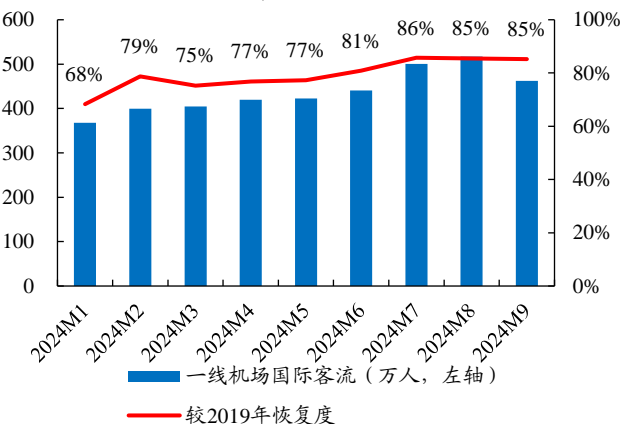
- 出境：国际民航客流仍有20%缺口，扩大入境游市场或为破局关键。根据航班管家，目前国际航班约恢复至2019年八成水平，一线城市国际客流约恢复至2019年85%水平。基于航权对等原则，国内入境游客流提升有助于国外航司调整航班额度，推动国际出入境供需进一步修复。
- 出境市场复苏由近及远，港澳游热度维持较高水平。复苏整体呈现复苏由近及远特征，港澳、东南亚等短距目的地积极推进政策优化和营销引流，客流恢复进度领先，8月内地访港/访澳人次超越2019年同期，恢复水平创疫后新高。

图106：2024年9月国际航班量约恢复至2019年80%水平



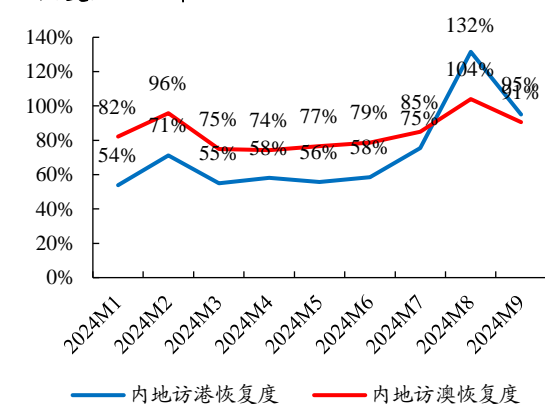
数据来源：航班管家、开源证券研究所

图107：2024年9月一线机场（浦东/首都/白云机场）国际客流恢复至2019年85%



数据来源：各机场公司公告、开源证券研究所

图108：2024年8月内地访港/访澳人次恢复至2019年132%/104%



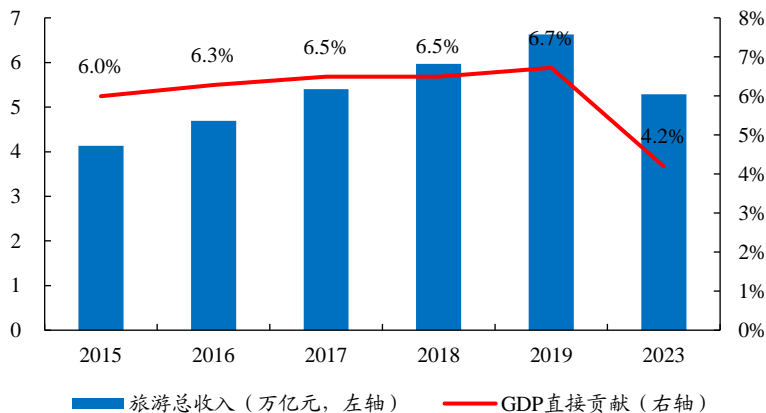
数据来源：香港出入境管理中心、开源证券研究所

5.1 旅游：兼具成长与韧性，关注优质龙头穿越周期潜力

长线来看，我国旅游经济具备持续增长潜力：

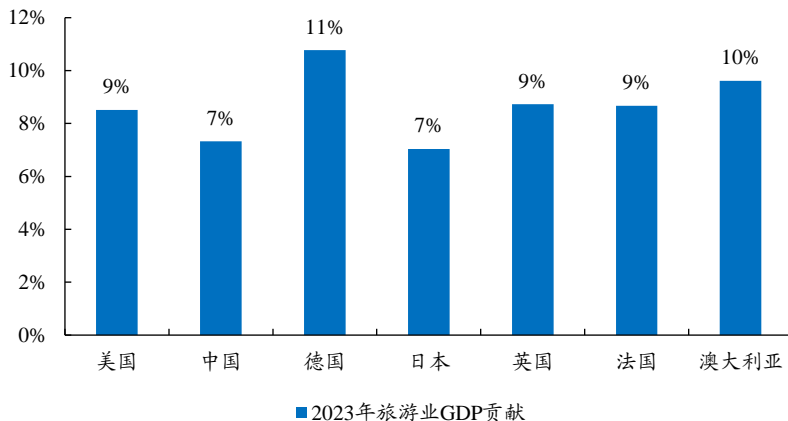
- （1）随居民可支配收入增长，在居民消费支出比重有望持续提升，2024年低线城市居民服务消费渗透贡献显著增量。
- （2）政策面助力，空间充足。5月习近平主席对旅游工作作出重要指示，明确旅游业新兴战略性支柱产业地位，顶层政策托底下旅游旅游进入新成长周期。我们测算2023年我国旅游总收入（出境+入境）对GDP直接贡献率仅为4.2%，结合2024年我国GDP 5%增长目标，预计2024年我国旅游总收入占GDP比重约为5.1%左右，较疫前6.7%水平仍有较大修复空间。

图109：2023年我国旅游收入GDP直接贡献度为4.2%



数据来源：艾媒咨询、中国统计局、Statista、开源证券研究所

图110：2023年我国旅游业综合GDP口径对比海外仍有较大缺口



数据来源：Statista、开源证券研究所

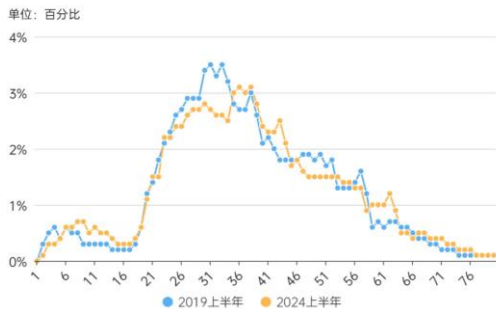
5.1 旅游：兼具成长与韧性，关注优质龙头穿越周期潜力

中线来看，代际更替、下沉市场提供结构化红利：

- （1）人口构成旅游经济底层基础流量：去哪儿数据显示，2024H1民航旅客年龄段分布呈现“两头增加、中间下降”趋势，00后学生群体和高线银发群体出行消费占比显著提升，且消费意愿相对其他客群明显更为乐观，前者驱动旺季亲子游、研学游需求扩容，后者支撑淡季错峰游市场，贡献高客单。旅行社/OTA顺应趋势快速匹配新增需求，优质供给有效助推增量人群市场的高质量发展。

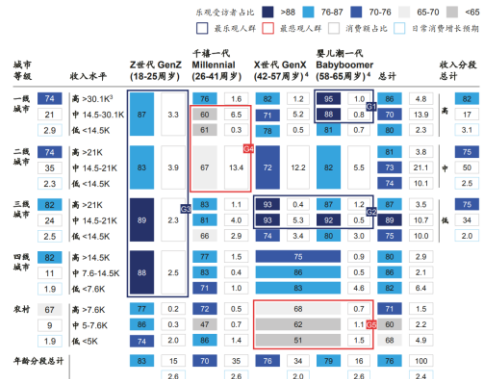
图111：2024H1出游客群年龄段分布呈现“两头增加、中间下降”趋势

2019/2024上半年旅客年龄段分布图



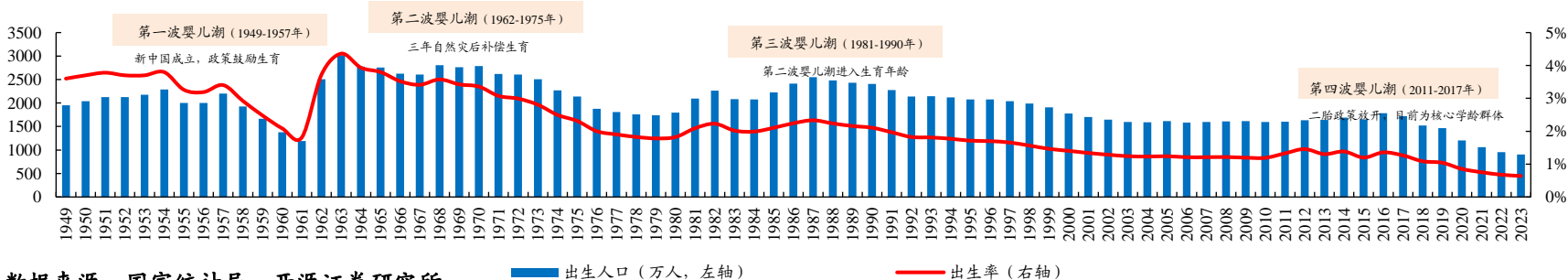
资料来源：去哪儿航旅研究院

图112：2024年5月消费者调研显示中高线城市银发群体和Z世代消费信心相对乐观



资料来源：麦肯锡

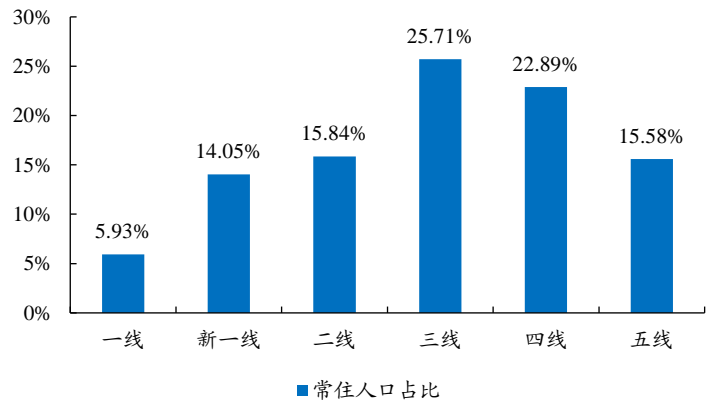
图113：旅游消费客群结构性变迁对应第二、四波婴儿潮



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

- (2) 中国特有的城乡二元结构孕育庞大的下沉市场，近年国内旅游增长的核心动力之一。一方面，低线居民对文娱、旅游等服务消费的升级需求持续释放；国内广大县域海量旅游资源亟待挖掘，地方文旅通过深耕特色产品、优化“吃住行游购娱”服务体系、线上内容营销等组合拳打法精准引导流量，持续贡献国内旅游结构性增量。
- 结合OTA数据，2024年假期旅游订单增速县域>三四线>一二线，县域旅游持续火热；同时下沉居民贡献长线/出境游增量。

图114：2020年七普数据显示三线及以下城市人口占比超过60%



数据来源：中经数据、开源证券研究所

表9：十一假期国内县域旅游及下沉市场居民旅游潜力持续释放

	县域旅游	下沉市场
携程	热门县域旅游热门目的地酒店预订量增幅均超过4倍	四五线日均出境游订单分别同比增长1倍、3倍，
去哪儿	低基数低线城市酒店预订增幅高，一二线城市成为主要客源，高星酒店预订增幅达五成	1、常住地在三线及以下市县居民首次购买机票量较2023年同期增逾五成； 2、常住地在三线及以下市县居民首次购买出国机票量增逾七成； 3、常住地在三线及以下市县居民出境游订单同比增长近3倍；
同程	县域旅游持续火热，全国近百个县城酒店预订热度同比上涨超过50%，三线及以下城市用车预订热度增长超过50%；	二三线城市居民特别是西部各省市区居民出境游需求快速增长；

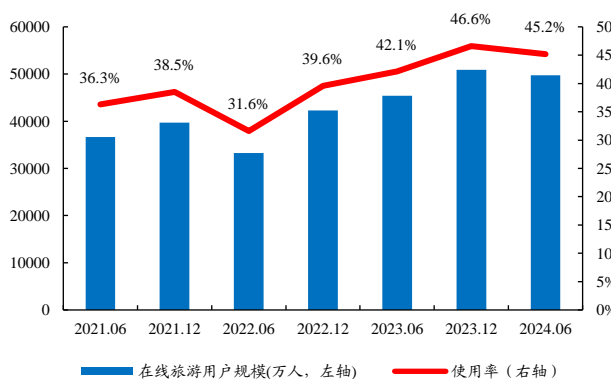
资料来源：携程黑板报公众号、同程发言人公众号、去哪儿官宣公众号、开源证券研究所

5.1 OTA：国内格局稳定向好，经营效率边际改善

• 2024年国内OTA行业经营生态显著优化。

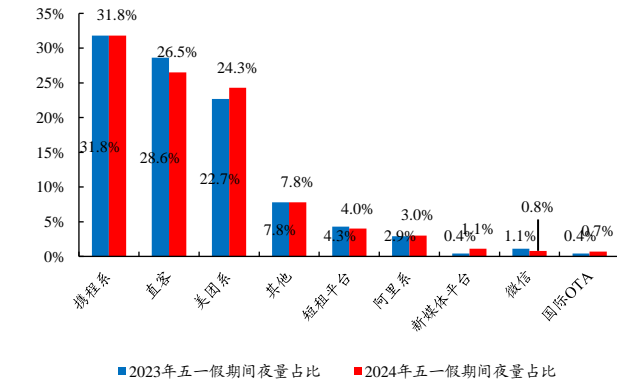
- **从行业规模看：**（1）政策支持+需求韧性下，旅游大盘稳步扩容。（2）商旅复苏渐进，休闲旅游加速渗透，消费者线上化、个性化、自由行趋势强化，OTA平台产品丰富度、履约和服务效率优势凸显，线上化渗透有望持续演绎。（3）机酒供给缺口接近完全修复，竞争加剧后提价难度、保量意识提升，对OTA流量依赖性增强，叠加OTA加码目的地产品开发和营销建设，分销渠道地位和博弈议价能力有所提升。
- **从同业竞争看：**（1）抖音等跨界玩家供应链重置难度高，ROI导向下7月上调住宿商家佣金率（原4.5%）至8%，原流量成本优势不再；（2）携程系、美团等龙头玩家作为酒旅货架电商，供应链基础、消费者洞察、履约和服务效率等先发优势突出，行业竞争边际趋缓。
- **从平台策略看：**（1）OTA平台业务增速持续跑赢行业，不同平台因自身产品和业务扩张策略盈利能力有所分化，规模效应下经营效率整体优化。（2）头部OTA平台加码出境及海外拓展寻求增量，向国际化OTA平台进发。

图115：2024H1国内网民在线旅游应用使用率同比提升3.1pct



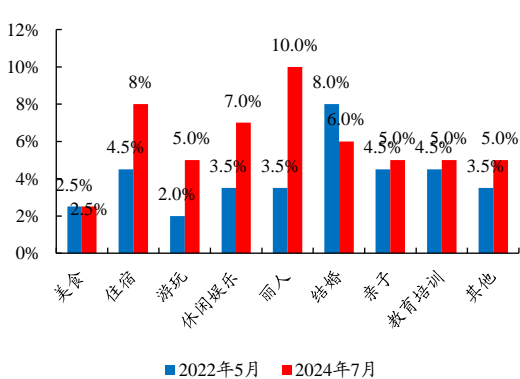
数据来源：CNNIC、开源证券研究所

图116：2024年五一假期酒店分销渠道中直客占比下降2.1pct



数据来源：旅智科技公众号、开源证券研究所

图117：2024年7月抖音酒旅商家佣金率由4.5%调整至8%

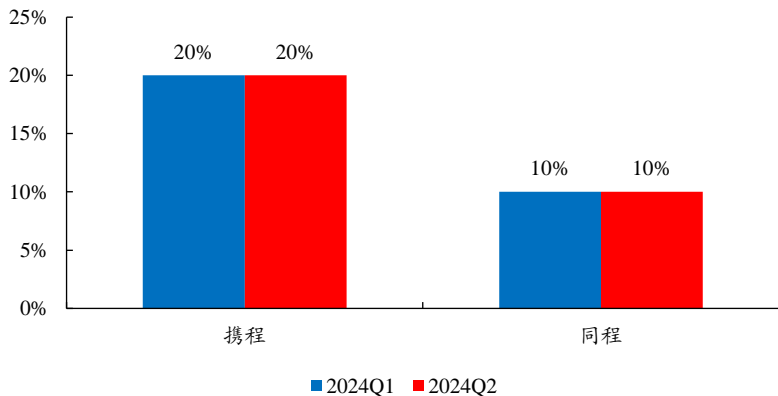


数据来源：中国饭店业协会、开源证券研究所

5.1 OTA：国内格局稳定向好，经营效率边际改善

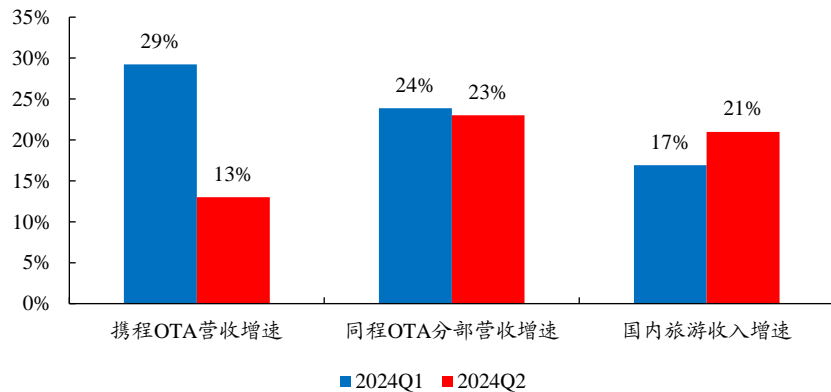
- OTA平台业务增速持续好于大盘，携程系国际业务保持较快增长。在线化渗透叠加行业变现率企稳回升，头部OTA平台均保持较高景气度携程2024Q2实现收入128亿元，高基数上仍实现13%同比增速，且根据公开交流，暑期国内酒店预订量仍保持双位数稳健增长；同程2024Q2核心OTA业务实现收入35亿元，同比增长23%，持续受益于下沉市场在线化渗透红利，同时综合变现率提升至5.7%；美团2024Q2到店酒旅业务GMV和订单量同比超越60%。
- 聚焦出海，携程2024Q2出境业务已全面恢复至2019年同期水平，海外OTA平台Trip.com收入同比增长约70%；同程2024Q2仍专注于丰富海外机酒供应和执行高性价比的定价策略，国际机票/酒店预订量（间夜量）分别同比+160%/+140%，低基数下保持高速增长。

图118：2024Q1-Q2携程/同程国内酒店间夜量维持20%/10%增速



数据来源：携程公司公告、同程公司公告、开源证券研究所

图119：2024Q1-Q2携程/同程收入同比增长13%/23%

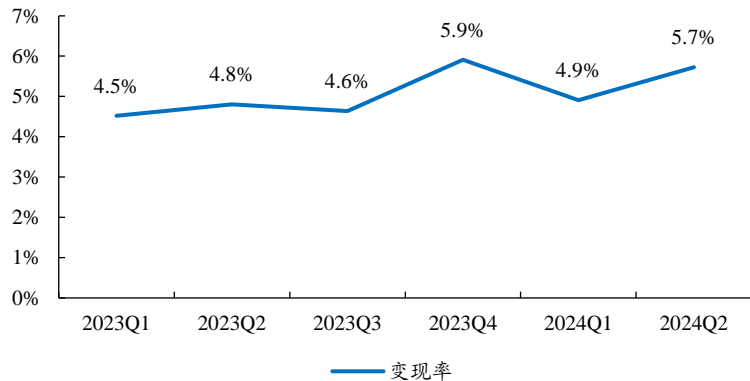


数据来源：携程公司公告、同程公司公告、文旅部、开源证券研究所

5.1 OTA：国内格局稳定向好，经营效率边际改善

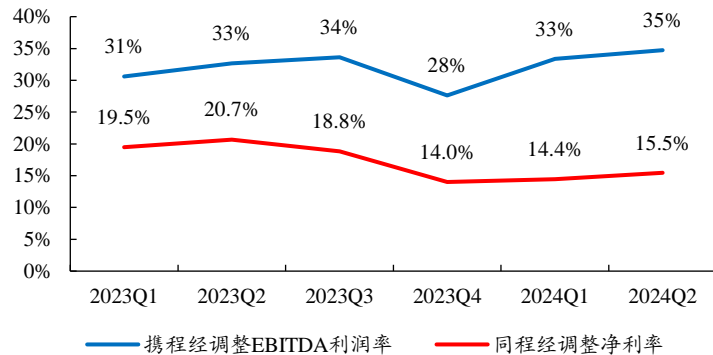
- 受益于高毛利的国际板块增长及人效优化，2024Q2 携程经调整 EBITDA 利润率为 34.7%/yoy+2.1pct，创历史单季新高，且2023年后持续优于 2019 年同期；2024Q2 经调整净利率为 15.5%，同比-5.2pct，环比+1pct，主要系低盈利旅行社并表，且前期国际版机酒补贴力度较大，精细化控费下利润率环比有所提升。

图120：2024Q2 同程核心OTA业务综合变现率为5.7%



数据来源：同程旅行公司公告、开源证券研究所

图121：2024Q2携程/同程利润端表现有所分化



数据来源：同程旅行公司公告、携程旅行公司公告、开源证券研究所

5.1 景区：Q3高基数下业绩承压，关注强阿尔法个股

- 2024Q3高基数下景区业绩整体承压，各细分板块表现分化。（1）自然景区：2024Q3上市自然景区营收同比-10%，归母净利润同比-12%，利润端受经营杠杆影响下滑更显著；（2）人工景区：2024Q3上市休闲景区营收同比-1%，归母净利润同比-14%。
- 我们研判旅游大盘与景区表现背离的原因：资源侧竞争加剧、消费力制约、极端天气影响等。
- （1）大众旅游个性化意识渗透、各地主动挖掘优质文旅资源，目的地同质化困境和流量竞争显著加剧，叠加出境游复苏分流，2023年暑期高基数下国内传统头部景区客流增长压力较大。
- （2）居民消费力渐进复苏，中高端度假项目表现不及预期，理性消费趋势下酒旅市场定价策略偏谨慎，预计景区酒店、演艺等可选消费降幅或高于客流。
- （3）部分区域极端天气制约居民出游（如暑期华东区域高温天气扰动），及增量项目培育爬坡进度较慢等对景区经营产生拖累。

表10：2024Q3景区板块业绩整体承压

公司简称	营收		归母净利润		营收		归母净利润	
	2024Q1-Q3	同比	2024Q1-Q3	同比	2024Q3	同比	2024Q3	同比
自然景区								
三峡旅游	5.56	-57%	1.12	7%	2.15	-47%	0.58	33%
西藏旅游	1.70	-3%	0.20	-18%	0.78	-8%	0.23	5%
九华旅游	5.69	1%	1.54	1%	1.74	-4%	0.39	-3%
峨眉山A	8.06	-2%	2.44	-7%	2.98	-10%	1.11	-4%
三特索道	5.53	-4%	1.55	16%	2.42	1%	0.79	-5%
西域旅游	2.70	0%	1.15	-8%	1.66	-4%	0.86	-9%
长白山	5.95	20%	1.48	-3%	3.40	3%	1.27	-9%
丽江股份	6.36	-1%	1.92	-9%	2.51	1%	0.80	-12%
桂林旅游	3.42	-7%	0.12	-66%	1.46	-14%	0.29	-20%
黄山旅游	14.12	-2%	2.85	-30%	5.78	-3%	1.53	-26%
祥源文旅	6.24	9%	1.10	-16%	2.54	-14%	0.51	-33%
张家界	3.10	-5%	-0.65	-53%	1.36	-8%	-0.04	-199%
人工景区								
云南旅游	4.48	21%	1.36	227%	1.47	16%	1.82	505%
大连圣亚	4.27	8%	1.05	-4%	2.26	6%	0.93	2%
宋城演艺	20.13	24%	10.08	28%	8.36	-5%	4.57	-6%
中青旅	70.48	5%	1.53	-26%	26.97	6%	0.80	-19%
天目湖	4.05	-15%	0.85	-29%	1.41	-26%	0.33	-43%
曲江文旅	10.64	-5%	-1.81	-390%	2.94	-32%	0.06	-87%
旅行社								
岭南控股	32.70	32%	1.35	136%	13.44	9%	0.95	219%
ST凯撒	5.08	5%	-0.18	92%	1.87	-27%	-0.01	99%
众信旅游	47.23	130%	1.23	774%	21.06	67%	0.52	6%

5.1 景区：Q3高基数下业绩承压，关注强阿尔法个股

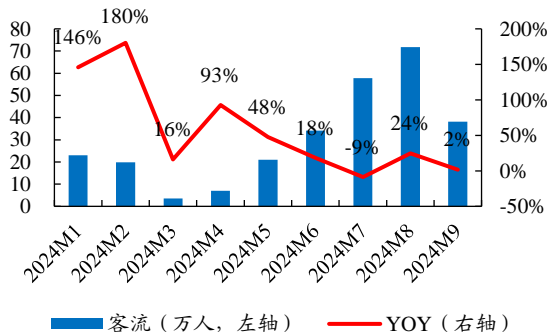
- **景区个股α来自淡旺季平衡&细分热点催化。**（1）自然景区成长核心痛点在于淡旺季供需错配，疫后出游假日效应加强，旺季增量空间逐步见顶，叠加淡季目的地多元化形成分流，淡季缺口补足仍是后续主线，周边交通基础设施&内部项目改善空间大或客源稳定性较高的景区业绩兑现度预计更稳健。（2）**旅游回归流量经济本质**，针对性强的细分旅游主题对于个股估值拔升作用明显（如冰雪游→长白山，寺庙游→九华旅游），因此兼顾个股估值水平同时关注关联IP丰富、内容可营销性较强的个股公司。（3）**证监会鼓励并购重组以提升央企国企资产质量**，关注重组整合预期强、优质文旅资源注入空间大的国资景区公司。
- **受益标的：**长白山（11月冰雪产业政策献东风，一年双旺季逻辑逐步兑现，2025年亚东会有望再度提振客流），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），西域旅游（新疆旅游热度高涨，控股权上移至区国资委，资产整合预期增强）。

图122：2025年2月哈尔滨亚冬会有望带动冰雪旅游关注度再上台阶



资料来源：哈尔滨亚冬会官网

图123：长白山客流稳健增长，一年双旺季逻辑逐步兑现



数据来源：长白山管委会、开源证券研究所

图124：新疆文旅投旗下优质旅游资源丰富



江布拉克-5A级



葡萄沟-5A级



喀纳斯-5A级



那拉提-5A级

资料来源：新疆文旅投公众号

5.1 景区：Q3高基数下业绩承压，关注强阿尔法个股

- 景区具备高分红逻辑支撑，国企改革下关注分红提振板块估值。**（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11：2023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

5.1 海南：封关落地曙光在即，关注自贸港主题投资机会

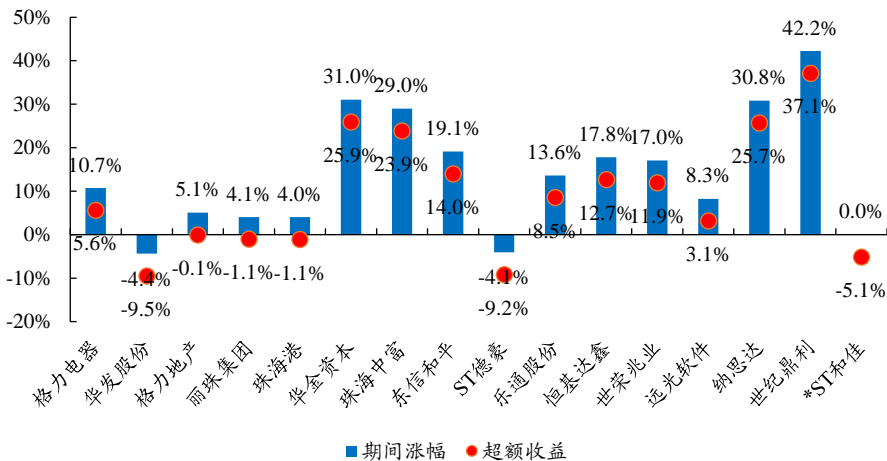
- 从纲领性政策文件→具体方案→立法保护→软硬件配套建设→全面启动封关运作，历经8年，海南自贸港建设节奏环环相扣、逐步落实，目前海南已全面启动全岛封关运作准备工作，确保2024年完成封关的各项准备，2025年底前实现全岛封关运作，围绕贸易自由便利、投资自由便利、个人及企业所得税政策等重点目标建设，海南有望进入新历史发展周期。
- 封关后海南常规零售免征关税、进口增值税、消费税（烟酒仍征关税），销售税8-12%（对比免税商4%特许经营费）。
- 我们选取横琴新区概念相关16只个股，在2月8日（公告正式封关）-3月1日（正式封关运行）交易区间内，13家公司股价录得正收益，且有10家跑赢大盘。我们认为海南自贸港在制度设计、区域定位、发展目标等方面政策定调均高于横琴粤澳深度合作区，建议把握2025年海南封关主题投资机会。受益标的：海南机场、海南高速、海汽集团、中国中免、王府井。

表12：海南自贸港建设关键文件和法案内容梳理

时间	政策文件	重要表述
2017年10月	《习近平中共十九大报告》	推动形成全面开放新格局，赋予自由贸易试验区更大改革自主权，探索建设自由贸易港
2018年4月	《关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》	发展目标： 到2020年，与全国同步实现全面建成小康社会目标；到2025年，经济增长质量和效益显著提高，自由贸易港制度初步建立，营商环境达到国内一流水平；到2035年，在社会主义现代化建设上走在全国前列；自由贸易港的制度体系和运作模式更加成熟，营商环境跻身全球前列
2020年6月	《海南自由贸易港建设总体方案》	制度设计： 以贸易投资自由化便利化为重点，贸易自由便利，“线”放开，“二线”管住，岛内自由。投资自由便利。跨境资金流动自由便利。人员进出自由便利。运输来往自由便利。数据安全有序流动等
2021年6月	《中华人民共和国海南自由贸易港法》	核心内容： 就贸易自由便利、投资自由便利、财政税收制度、生态环境保护、产业发展与人才支撑、综合措施六个层面提供了具体的法律法规保护
2021年12月	《海南自由贸易港口岸建设“十四五”规划》	2023年年底前，具备封关的硬件条件，到2025年，在满足封关运作的前提下，提升海南省口岸整体建设和监管水平

资料来源：国家发改委、海南政府官网、开源证券研究所

图125：参考横琴新区封关主题，关注封关公告至正式封关运作落地期板块走高机

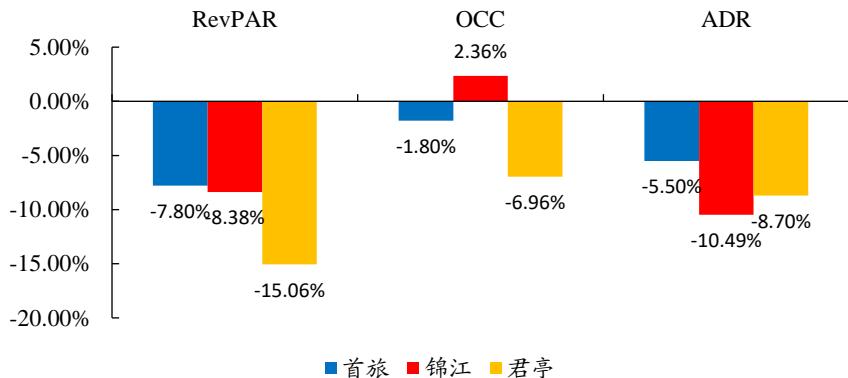


数据来源：Wind、开源证券研究所

5.2 酒店：受供给增加和需求疲软影响，行业经营业绩较弱

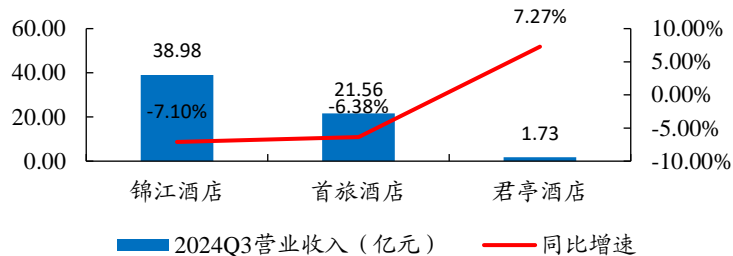
- 酒店公司三季报经营业绩短期承压，受费用刚性影响利润率略有下滑。2024Q3锦江酒店、首旅酒店、君亭酒店分别实现收入38.98、21.56、1.73亿元，同比分别增长-7.1%、-6.38%和+7.27%。净利率端三家公司均有所下滑。经营数据方面，三家公司2024Q3的RevPAR分别下滑7.8%、8.38%和15.06%，其中受2023年暑期客单价基数过高的影响，客单价的下降幅度大于入住率。

图126：2024Q3三家酒店的ADR降幅均大于OCC



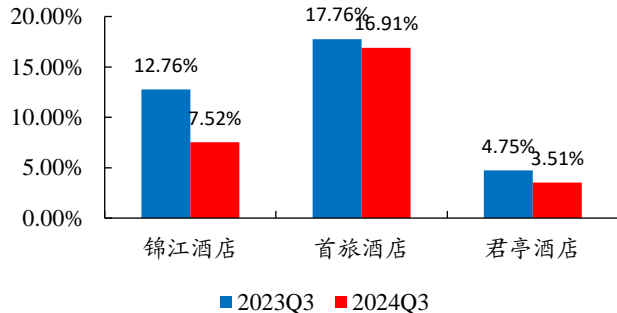
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图127：2024Q3锦江和首旅营收呈现负增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图128：净利率端均有所下滑



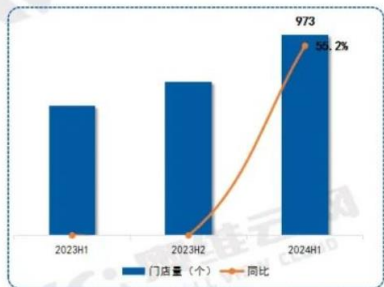
数据来源：Wind、开源证券研究所

5.2 酒店：受供给增加和需求疲软影响，行业经营业绩较弱

- 2024年上半年酒店市场供给持续增加。奥维云网（AVC）监测数据显示：2024年上半年，全国共有34万家酒店（15间及以上）为开业状态，房间规模1623万间，酒店存量市场规模庞大。市场增量方面，新开业酒店2.3万家，接近2023年全年开业门店量的59%；房间规模为100万间，达到2023年全年开业房间量的61%，酒店开业劲头十足。

图129：2024Q3三家酒店的ADR降幅均大于OCC

2024H1 一线、新一线19城新开业3-5星级连锁酒店门店量及同比



2024H1 一线、新一线19城新开业3-5星级连锁酒店房间量及同比

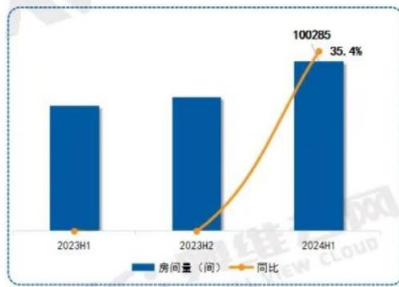
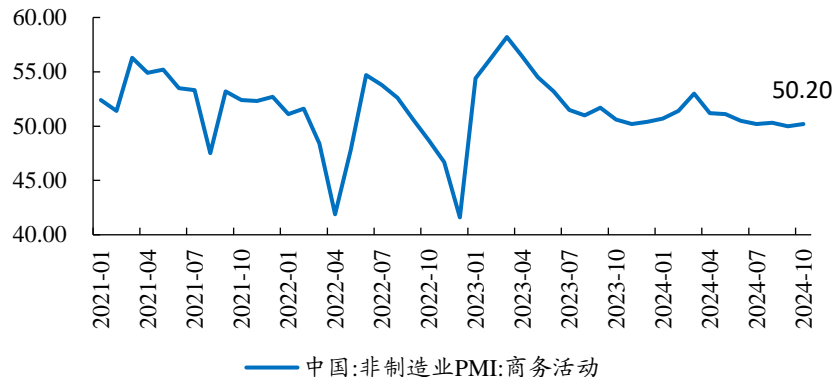


图130：净利率端均有所下滑



资料来源：奥维云网公众号

数据来源：Wind

目录

CONTENTS

- 1 板块复盘：服务消费强势反弹，公募持仓有望逐步回暖
- 2 潮流消费：潮流文化全球联动，国内品牌出海扬帆起航
- 3 新兴消费：超级平台重塑线下服务，新兴体验加速绽放
- 4 出行消费：兼具韧性与成长性，扩张周期关注强阿尔法龙头
- 5 受益标的盈利预测与估值
- 6 风险提示

表13: 受益标的盈利预测与估值

代码	公司名称	2024/11/8	EPS				PE			评级
		收盘价	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E		
600223.SH	福瑞达	7.23	0.37	0.47	0.58	19.50	15.47	12.45	买入	
300896.SZ	爱美客	237.00	7.60	9.84	12.10	31.19	24.10	19.59	买入	
832982.BJ	锦波生物	238.99	6.15	8.43	10.07	38.85	28.36	23.73	买入	
601888.SH	中国中免	75.80	2.71	3.23	3.67	27.93	23.50	20.67	未评级	
0780.HK	同程旅行	19.68	0.83	1.06	1.37	23.75	18.64	13.24	未评级	
603099.SH	长白山	43.56	0.65	0.84	0.95	66.66	52.16	45.92	买入	
300795.SZ	米奥会展	19.82	1.01	1.35	1.69	19.62	14.68	11.73	买入	
001308.SZ	康冠科技	21.51	1.53	1.92	2.26	14.09	11.19	9.52	买入	
300856.SZ	科思股份	27.73	2.48	2.95	3.42	11.19	9.41	8.11	买入	
603277.SH	银都股份	24.85	1.44	1.62	1.83	17.28	15.36	13.60	买入	
688363.SH	华熙生物	63.97	1.77	2.24	2.82	36.23	28.59	22.72	买入	
300740.SZ	水羊股份	13.89	0.88	1.06	1.28	15.77	13.15	10.83	买入	
688366.SH	昊海生科	70.13	2.06	2.51	3.01	34.12	27.97	23.30	买入	
300192.SZ	科德教育	15.57	0.49	0.58	0.68	31.91	26.64	22.82	买入	
000526.SZ	学大教育	49.99	1.83	2.43	3.14	27.29	20.58	15.91	未评级	
603081.SH	大丰实业	10.56	0.45	0.58	0.73	23.27	18.24	14.46	买入	
605289.SH	罗曼股份	25.30	1.26	1.47	1.90	20.10	17.23	13.32	未评级	
600916.SH	中国黄金	8.98	0.66	0.77	0.89	13.52	11.62	10.07	买入	
300662.SZ	科锐国际	23.17	1.04	1.30	1.57	22.36	17.80	14.74	未评级	
600861.SH	北京人力	21.56	1.51	1.69	1.88	14.26	12.74	11.46	未评级	
600662.SH	外服控股	5.48	0.27	0.30	0.32	20.02	18.41	17.17	未评级	
603059.SH	倍加洁	23.28	1.10	1.71	1.97	21.16	13.64	11.79	买入	
9961.HK	携程集团-S	527.00	21.63	24.90	28.70	24.36	21.17	18.36	未评级	
300492.SZ	华因山鼎	82.20	1.87	2.99	3.84	44.06	27.47	21.41	未评级	
1773.HK	天立国际控股	4.73	0.25	0.35	0.49	18.56	13.59	9.72	未评级	
002659.SZ	凯文教育	5.16	0.01	0.06	0.10	629.27	90.37	51.14	未评级	
301011.SZ	华立科技	20.26	0.56	0.73	0.90	36.47	27.70	22.45	未评级	
301110.SZ	青木科技	42.43	1.59	2.31	3.01	26.64	18.37	14.07	未评级	
EDU.N	新东方	75.18	1.51	2.60	0.44	45.35	26.34	156.71	未评级	
TAL.N	好未来	10.91	0.13	0.23	0.32	74.16	43.51	30.91	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：服务消费强势反弹，公募持仓有望逐步回暖
- 2 潮流消费：潮流文化全球联动，国内品牌出海扬帆起航
- 3 新兴消费：超级平台重塑线下服务，新兴体验加速绽放
- 4 出行消费：兼具韧性与成长性，扩张周期关注强阿尔法龙头
- 5 受益标的盈利预测与估值
- 6 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R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

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3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9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