

社会服务

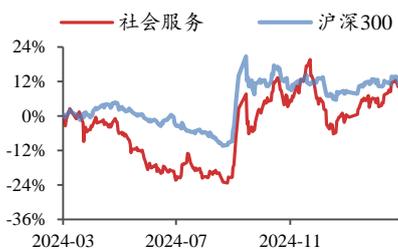
清明出游预订增势良好，关注中国服务消费平台出海

2025年03月23日

——行业周报

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

初敏（分析师）

chumin@kysec.cn

证书编号：S0790522080008

李睿娴（分析师）

liruixian@kysec.cn

证书编号：S0790525020004

程婧雅（联系人）

chengjingya@kysec.cn

证书编号：S0790123070033

● 出行旅游：2024Q4 同程业绩超预期，清明假期预订同比增势良好

同程：2024Q4 集团收入 42.38 亿元/同比+34.8%，增速高于彭博一致预期 2.4pct；Q4 经调整净利 6.6 亿元/同比+36.8%，略超彭博一致预期 1.6pct，对应经调整净利率 15.6%/同比+0.3pct，主要系度假业务盈利改善&OTA 业务 take rate 提升、自有 APP 和国际业务营销投放收窄。运营端，2024 年 APP 活跃用户量同比翻倍，平台付费用户规模和单用户价值提升逻辑持续兑现，会员绑定能力显著增强。根据公司公开交流，随前端用户补贴灵活调整和后端运营侧 AI 降本推进，预计 2025 年盈利能力仍有提升空间。**清明假期：**民航出行预订同比增势良好，非一线旅游中高端消费增势良好，大众旅游主题多元化趋势显著。

● 教育/服务消费：教培公司 2024 年业绩亮眼，中国服务消费平台迈步出海

教育：卓越教育集团和思考乐教育发布 2024 年业绩，收入和利润增速亮眼，均宣布派发股息。2025 年 2 月中国学习平板线上销量为 31 万台，同比增长 86%，作业帮（31.3%）与学而思（27.8%）占据近六成线上销额。**服务消费：**中国服务消费处在发展快车道，2024 年，中国居民人均服务性消费支出达到 13016 元，占居民人均消费支出的比重为 46.1%，2030 年占比有望超过 50%。美团加速国际化布局，以中东市场为核心战场，长期将通过“外卖+即时零售+到店”生态复制中国 SuperApp 模式，结合无人机、AI 技术建立全球本地生活服务网络。

● 美丽：上美 2024 年净利润 yoy+74%，多品类、多品牌矩阵式发展

上美 2024 年营收 67.92 亿元/yoy+62.1%，净利润 8.03 亿元/yoy+74%，为此前业绩预告上限。主品牌韩束 2024 年推出单品 X 肽面霜，销售额表现亮眼，同时推出男士精华，韩束闪充棒及新品类韩束彩妆系列覆盖更广阔客群，全年营收 55.9 亿元/yoy+80.9%。Newpage（一页）已布局护肤、洗沐、清洁三大方向，在集团占比由 2023 年 3.6%提升至 2024 年 5.5%。此外，集团在安敏优/TAZU/面包超人/极方/Nan Beauty 等多品牌布局孕育新机遇。

● 本周 A 股社服板块跑赢大盘，港股消费者服务板块跑输大盘

本周（3.17-3.21）社会服务指数-1.18%，跑赢沪深 300 指数 1.12pct，在 31 个一级行业中排名第 15，旅游、检测类领涨；本周（3.17-3.21）港股消费者服务指数-2.16%，跑输恒生指数 1.03pct，在 30 个一级行业中排名第 22，教育类领涨。

推荐标的：（1）**旅游：**长白山；（2）**教育：**好未来、科德教育；（3）**餐饮/会展：**特海国际、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：**西域旅游、九华旅游、三特索道、丽江股份、同程旅行、携程集团-S；（2）**教育：**凯文教育、有道；（3）**美护：**若羽臣、巨子生物、爱美客、青木科技、毛戈平、上美股份；（4）**运动：**力盛体育；（5）**IP：**泡泡玛特、布鲁可、华立科技、青木科技；（6）**新兴消费：**赤子城科技；（7）**即时零售：**美团-W、顺丰同城；（8）**眼镜：**博士眼镜、佳禾智能、亿道信息；（9）**餐饮：**百胜中国、蜜雪集团。

● **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。

相关研究报告

《优质供给推动拼搭玩具全龄化渗透，创作者经济蓬勃拉动 AI+美丽——行业周报》-2025.3.16

《关注茶咖品牌出海进程，全球在线旅游巨头加码 AI——行业周报》-2025.3.9

《潮玩龙头解锁“IP+服饰”大赛道，蜜雪集团加速全球化新征程——行业周报》-2025.3.2

目录

| | |
|---|----|
| 1、出行旅游：2024Q4 同程业绩超预期，清明假期预订同比增势良好 | 4 |
| 1.1、同程旅行：2024Q4 核心 OTA 业务稳健成长，盈利能力持续提升 | 4 |
| 1.2、清明假期：预订同比增势良好，传统节俗搜索热度大增 | 5 |
| 2、教育：卓越、思考乐业绩亮眼，AI+教育硬件持续火热 | 6 |
| 2.1、卓越、思考乐发布 2024 年业绩，盈利能力大幅超越双减前 | 6 |
| 2.2、学习机：作业帮以 39.2% 份额领跑，实现线上销量销额双第一 | 8 |
| 3、服务消费：国内仍处发展快车道，优秀服务平台企业迈步出海 | 9 |
| 4、美丽：上美 2024 年净利润 yoy+74%，多品类、多品牌矩阵式发展 | 10 |
| 5、出行数据跟踪 | 13 |
| 5.1、航空：国内航班/国际航班环比回升 | 13 |
| 5.2、访港数据追踪：内地访港环比/全球访港环比提升 | 13 |
| 6、行业行情回顾：本周 A 股社服板块跑赢大盘，港股消费者服务板块跑输大盘 | 15 |
| 6.1、A 股行业跟踪：本周社服板块波动下行 | 15 |
| 6.2、A 股社服标的表现：本周（3.17-3.21）旅游、检测类上涨排名靠前 | 16 |
| 6.3、港股行业跟踪：本周消费者服务板块波动下行 | 17 |
| 6.4、港股消费者服务标的表现：本周（3.17-3.21）教育类上涨排名靠前 | 18 |
| 7、风险提示 | 20 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1：2024Q4 同程旅行营收同比+34.8% | 4 |
| 图 2：2024Q4 同程旅行经调整净利润同比+36.8% | 4 |
| 图 3：2024Q4 同程旅行交通票务/住宿预订/其他业务分别同比+17%/+28.6%/+14.8% | 4 |
| 图 4：2024Q4 同程旅行 OTA 业务综合变现率为 6.4% | 4 |
| 图 5：2024Q4 同程旅行 MPU 达 4100 万人/同比+9.3% | 5 |
| 图 6：2024Q4 同程旅行平台人均 GMV 贡献同比-6.5% | 5 |
| 图 7：2024Q4 服务开发/销售/行政费用率 12.1%/30.3%/8%，同比-4.2/-5.6/+4.4pct | 5 |
| 图 8：清明假期研学游产品销售火热 | 6 |
| 图 9：清明假期文化节俗搜索热度高 | 6 |
| 图 10：2024 年卓越教育营业（合约）收入为 11.02 亿元，同比增长 118% | 7 |
| 图 11：2024 年卓越教育归母净利润为 1.92 亿元，同比增长 110.9% | 7 |
| 图 12：2024 年卓越教育素质教育业务收入为 7.13 亿元，同比增长 412% | 7 |
| 图 13：2024 年思考乐教育营业总收入为 8.52 亿元，同比增长 47.2% | 8 |
| 图 14：2024 年思考乐教育归母净利润为 1.46 亿元，同比增长 69.4% | 8 |
| 图 15：2025 年 2 月中国学习平板线上销量为 31 万台，同比增长 86% | 8 |
| 图 16：2025 年 2 月作业帮（31.3%）与学而思（27.8%）占据近六成线上销额 | 9 |
| 图 17：2025 年前 2 月中国服务零售额同比增长 4.9%，快于社零的 4.0%（单位：%） | 9 |
| 图 18：Keeta 2023 年 7 月进入香港，2024 年 3 月市场份额达到 44% | 10 |
| 图 19：预计 2024 年沙特外卖用户渗透率为 44.2%，低于中国 | 10 |
| 图 20：预计 2030 年单沙特的外卖平台规模将达到 370 亿里亚尔 | 10 |
| 图 21：上美股份 2024 年实现 67.9 亿元/yoy+62.1% | 11 |
| 图 22：上美股份 2024 年净利润 8.03 亿元/yoy+74% | 11 |

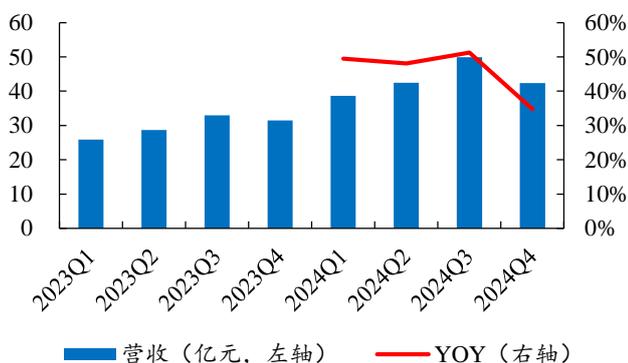
| | |
|---|----|
| 图 23: 韩束 2024 年收入 55.9 亿元/yoy+80.9%..... | 11 |
| 图 24: 韩束和一页 2024 年收入占比提升明显..... | 11 |
| 图 25: 集团具备多品牌储备 | 12 |
| 图 26: 上美股份 2024 年毛利率和净利率稳步提升..... | 12 |
| 图 27: 上美股份 2024 年销售费用率提升明显..... | 12 |
| 图 28: 本周国内客运日均执行航班量同比 2024 年同期+1% (单位: 架次) | 13 |
| 图 29: 本周国际客运日均执行航班量恢复至 2019 年同期 85% (单位: 架次) | 13 |
| 图 30: 近一周内地/全球访港人数环比+2.1%/+8.5% (单位: 人次) | 13 |
| 图 31: 近一周内地/全球访港人数较 2024 年日均+3.6%/+19.3% (单位: 人次) | 14 |
| 图 32: 近一周内地/全球访港人数单日峰值环比-8.9%/+4.2% (单位: 人次) | 14 |
| 图 33: 本周 (3.17-3.21) 社服板块跑赢沪深 300 (%) | 15 |
| 图 34: 2025 年初至今社服板块走势强于沪深 300 (%) | 15 |
| 图 35: 本周 (3.17-3.21) 社会服务板块在一级行业排名第 15 (%) | 15 |
| 图 36: 2025 年初至今社会服务板块在一级行业排名第 6 (%) | 16 |
| 图 37: 本周 (3.17-3.21) 峨眉山 A、长白山、张家界领涨 (%) | 16 |
| 图 38: 本周 (3.17-3.21) 国义招标、信测标准、米奥会展涨幅排名后三位 (%) | 16 |
| 图 39: 本周 (3.17-3.21) 豆神教育、丽江股份、苏轼试验净流入额较大 (万元) | 17 |
| 图 40: 本周 (3.17-3.21) 华测检测、西安饮食、首旅酒店净流出额较大 (万元) | 17 |
| 图 41: 本周 (3.17-3.21) 消费者服务板块跑输恒生指数 (%) | 17 |
| 图 42: 2025 年初至今消费者服务板块走势弱于恒生指数 (%) | 17 |
| 图 43: 本周 (3.17-3.21) 港股消费者服务板块在一级行业排名第 22 (%) | 18 |
| 图 44: 2025 年初至今港股消费者服务板块在一级行业排名第 16 (%) | 18 |
| 图 45: 本周 (3.17-3.21) 中国东方教育、华夏视听教育、BOSS 直聘-W 领涨 (%) | 18 |
| 图 46: 本周 (3.17-3.21) 海伦司、福寿园、同道猎聘跌幅较大 (%) | 19 |
| | |
| 表 1: 盈利预测与估值 (未披露 2024 年业绩) | 19 |
| 表 2: 盈利预测与估值 (已披露 2024 年业绩) | 20 |

1、出行旅游：2024Q4 同程业绩超预期，清明假期预订同比增势良好

1.1、同程旅行：2024Q4 核心 OTA 业务稳健成长，盈利能力持续提升

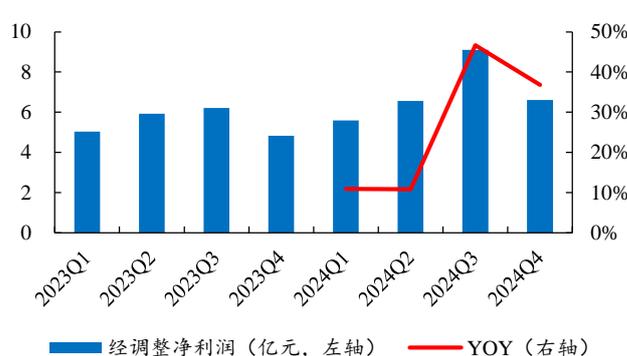
2024Q4 同程业绩保持强劲增长势头。2024Q4 集团收入 42.38 亿元/同比+34.8%，增速高于彭博一致预期 2.4pct；Q4 经调整净利 6.6 亿元/同比+36.8%，略超彭博一致预期 1.6pct，对应经调整净利率 15.6%/同比+0.2pct，主要系度假业务盈利改善&OTA 业务 take rate 提升、自有 APP 和国际业务营销投放收窄。

图1：2024Q4 同程旅行营收同比+34.8%



数据来源：同程旅行公司公告、开源证券研究所

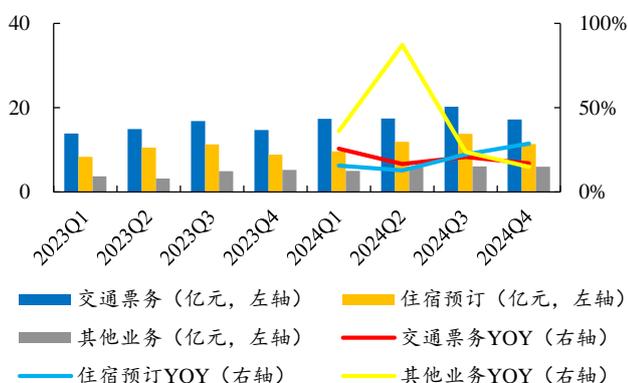
图2：2024Q4 同程旅行经调整净利润同比+36.8%



数据来源：同程旅行公司公告、开源证券研究所

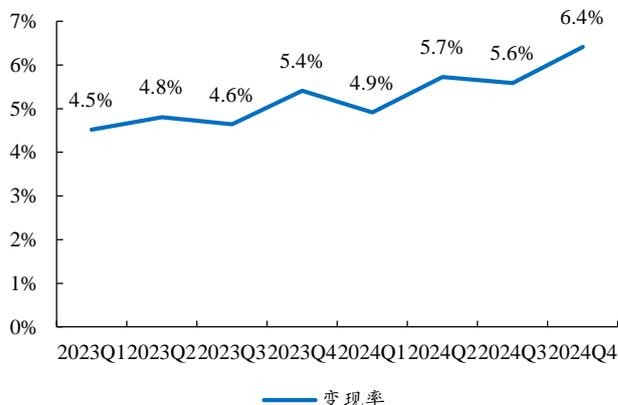
分业务看：(1) 核心 OTA 板块收入同比+20.2%，交通票务/住宿预订/其他业务收入分别为 17.23/11.35/5.99 亿元，同比+17%/+28.6%/+14.8%。其中，交通票务出境票务收入比例超过 5%，内部交叉销售加强；住宿业务全年国际间夜量同比+110%，收入贡献显著提升；酒店管理：2024 年底运营酒店近 2300 家，储备酒店 1400 家。(2) 度假业务收入 7.80 亿元。

图3：2024Q4 同程旅行交通票务/住宿预订/其他业务分别同比+17%/+28.6%/+14.8%



数据来源：同程旅行公司公告、开源证券研究所

图4：2024Q4 同程旅行 OTA 业务综合变现率为 6.4%



数据来源：同程旅行公司公告、开源证券研究所

付费用户规模稳步增长，单客价值提升持续验证。平台运营策略专注于提升用户粘性和客单，截至 2024 年底，黑钻会员数量接近 9000 万/同比增长 186%。流量

端公司重点培育用户消费更高频、高客单的 APP 渠道，App 全年日活用户同比增超 1 倍。单 Q4 MPU 4100 万人，同比+9.3%；年度付费用户 2.38 亿人，同比+1.5%；年累计服务人次 19.3 亿人/同比+9.3%；隐含人均付费次数 8.2 次/同比+7.7%。单 Q4 GMV 547 亿元，同比+2.2%，人均交易贡献同比-6.5%（主要系机酒价格下滑拖累），测算 OTA 分部综合佣金率 6.4%，同比提升 1pct。

图5：2024Q4 同程旅行 MPU 达 4100 万人/同比+9.3%

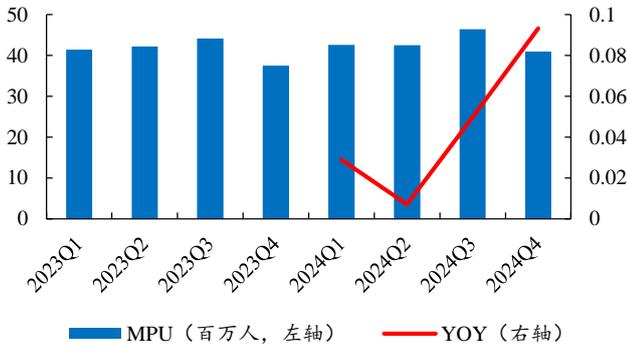
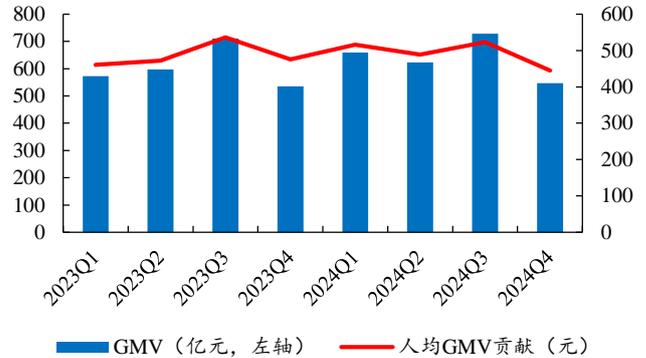


图6：2024Q4 同程旅行平台人均 GMV 贡献同比-6.5%

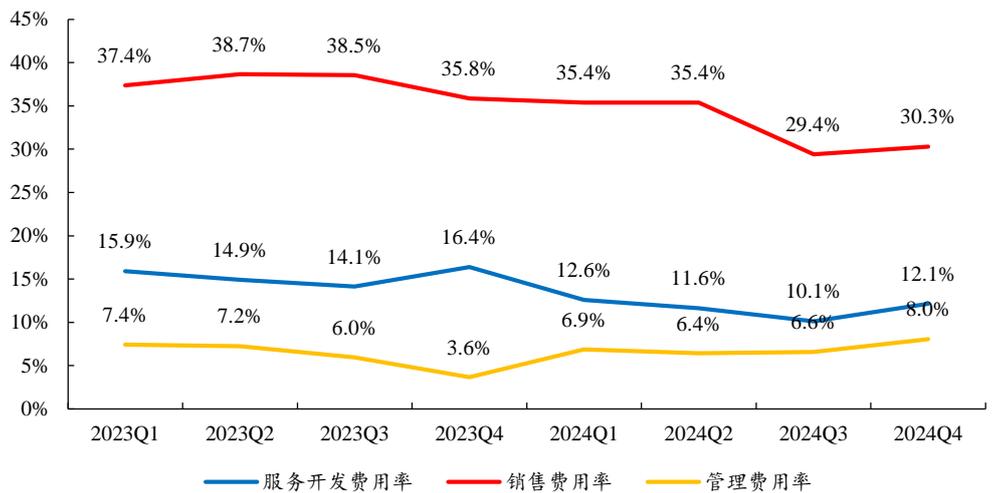


数据来源：同程旅行公司公告、开源证券研究所

数据来源：同程旅行公司公告、开源证券研究所

公司预计盈利能力持续改善。综合毛利率 63.5%/同比+2.8pct，服务开发/销售/行政费用率 12.1%/30.3%/8%，同比-4.2/-5.6/+4.4pct，营销端投入保持合理扩张。3 月公司自研旅游大模型程心 AI 接入 DeepSeek，提供“AI+预订+客服”全链路服务，持续优化用户使用体验和订单转化效率，并推动中长期运营端降本。根据公司公开交流，2024 年 APP 和国际业务已跨过加速布局期，国内业务精准营销投资策略推进，预计全年国际业务全年将实现盈利，将进一步支持核心 OTA 整体利润率扩张。

图7：2024Q4 服务开发/销售/行政费用率 12.1%/30.3%/8%，同比-4.2/-5.6/+4.4pct



数据来源：同程旅行公司公告、开源证券研究所

1.2、清明假期：预订同比增势良好，传统节俗搜索热度大增

清明假期出游预订火热，大众人群旅游需求多元化。旅游根据航旅纵横，截至 3 月 18 日，国内航线机票预订量超 105 万张，同比增长约 12%；出入境航线机票预订量超 48 万张，同比增长约 24%。根据同程旅行，游客更愿意为多元化的旅行体验

买单，沉浸式的景区游览、参与感更强的研学产品等受到游客关注。踏青、采茶、春日游园等清明节相关的传统文化节俗体验搜索热度同比激增 75%，“踏青赏花”相关主题词的搜索热度同比上涨 46%，国内体育赛事、音乐演出相关旅游搜索热度同比激增 48%。同时，下沉市场中高端酒旅消费保持快速增长，非一线城市中高星级酒店预订占比同比提升 6 个百分点。

图8：清明假期研学游产品销售火热



资料来源：同程旅行发言人公众号

图9：清明假期文化节俗搜索热度高



资料来源：同程旅行发言人公众号

2、教育：卓越、思考乐业绩亮眼，AI+教育硬件持续火热

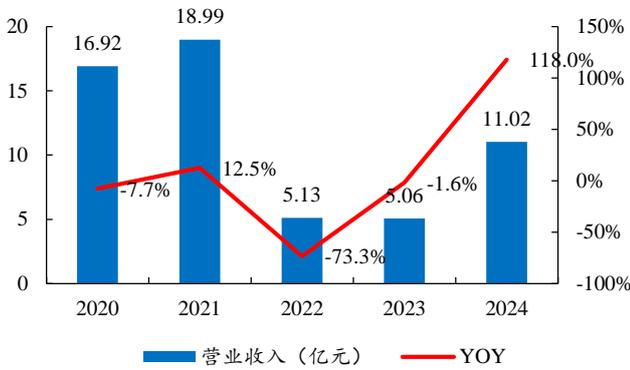
2.1、卓越、思考乐发布 2024 年业绩，盈利能力大幅超越双减前

卓越教育 2024 年业绩表现亮眼，展现出强劲的增长动能和战略转型成效。卓越教育 2024 年营收达 11.02 亿元，同比增长 118%，归母净利润 1.923 亿元，同比增长 110.9%，主要得益于其“素质教育+AI 赋能”的双轮驱动战略。

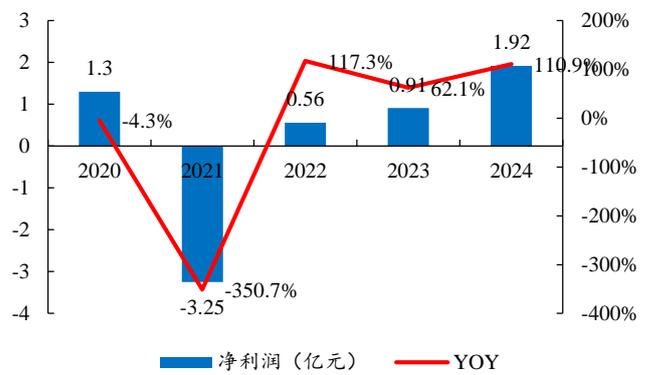
(1) 素质教育成增长引擎：素质教育业务收入从 2023 年 1.39 亿元跃升至 7.13 亿元，增幅达 412%，占总营收比重达 65%，成功实现业务重心转型。其推出的编程、文学美育等九大素质课程体系，以及即将推出的 AI 绘本课程，精准契合新课标对综合素养的要求。

(2) AI 技术深度赋能：公司提出“All in AI”战略，自主研发的鲸准教系统已迭代五年，覆盖作文智能批改、青椒 AI 助教等场景，并构建内部智能体生态系统，开发 AI 工具提升教学和管理效率。未来计划推出基于大模型的个性化推题系统和 AI 学伴，进一步深化技术与教育的融合。

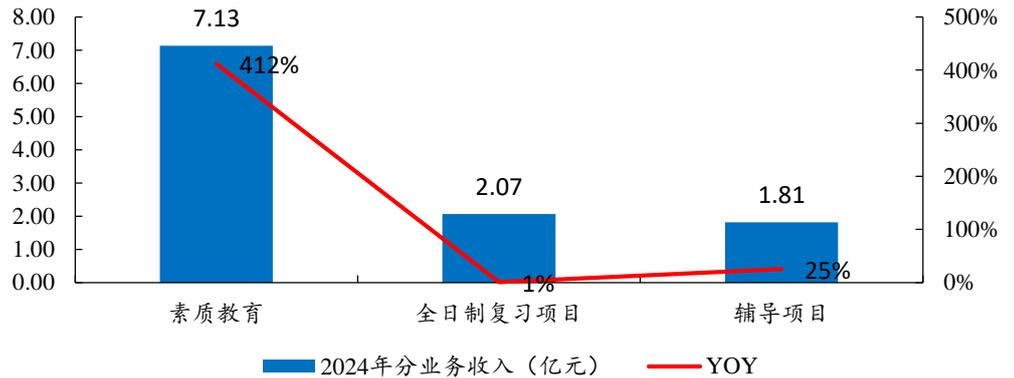
(3) 财务健康与市场信心：合约负债同比增长 184%至 6.02 亿元，管理层计划通过股份回购和阶梯式分红政策(2024 年分红比例 50%，2025 年 60%，2026 年 70%) 强化股东回报。

图10: 2024年卓越教育营业(合约)收入为11.02亿元, 同比增长118%


数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 2024年卓越教育归母净利润为1.92亿元, 同比增长110.9%


数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 2024年卓越教育素质教育业务收入为7.13亿元, 同比增长412%


数据来源: 卓越教育集团公司公告、开源证券研究所

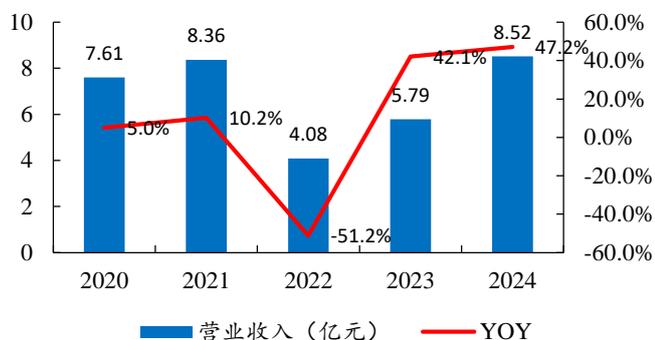
思考乐教育2024年业绩表现亮眼, 营收与净利润双双创历史新高, 展现出其在“双减”后转型非学科素养赛道的成功。思考乐教育全年实现营收8.52亿元, 同比增长47.2%; 归母净利润1.46亿元, 同比增长69.4% (若剔除股份薪酬等非经营性因素, 经调整归母净利润达1.76亿元, 同比增62.7%), 核心业务增长动能强劲。

(1) 非学科素养课程成增长引擎: 公司通过科学素养、乐学国学、逻辑思维训练等多样化课程体系, 精准契合素质教育需求。2024年素养课程收入达7.67亿元, 占总营收比重超90%, 同比增幅达47.8%, 辅导课时增长45.5%至869.3万个, 续读率与市场认可度显著提升。

(2) 区域深耕与效率优化: 广东省内市场持续巩固, 尤其是重启广州市场后取得初步成效, 新开课程需求旺盛。同时, 公司通过精细化运营降低成本, 2024年毛利率维持在39.1%, 净利率提升至17.1%, 反映出成本控制与运营效率的持续改善。

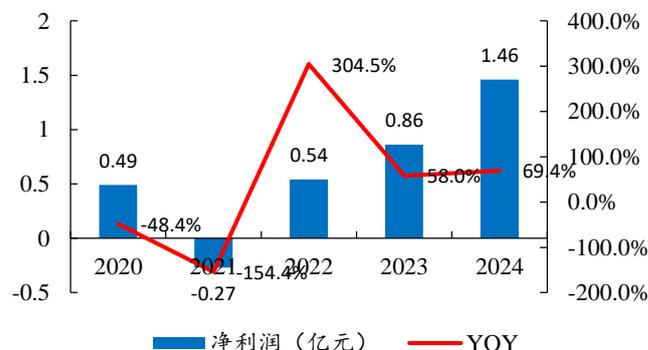
(3) 财务健康与股东回报: 经营性现金流显著改善, 全年派发每股0.07港元末期股息, 并通过股份回购增强投资者信心。

图13: 2024年思考乐教育营业总收入为8.52亿元, 同比增长47.2%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 2024年思考乐教育归母净利润为1.46亿元, 同比增长69.4%

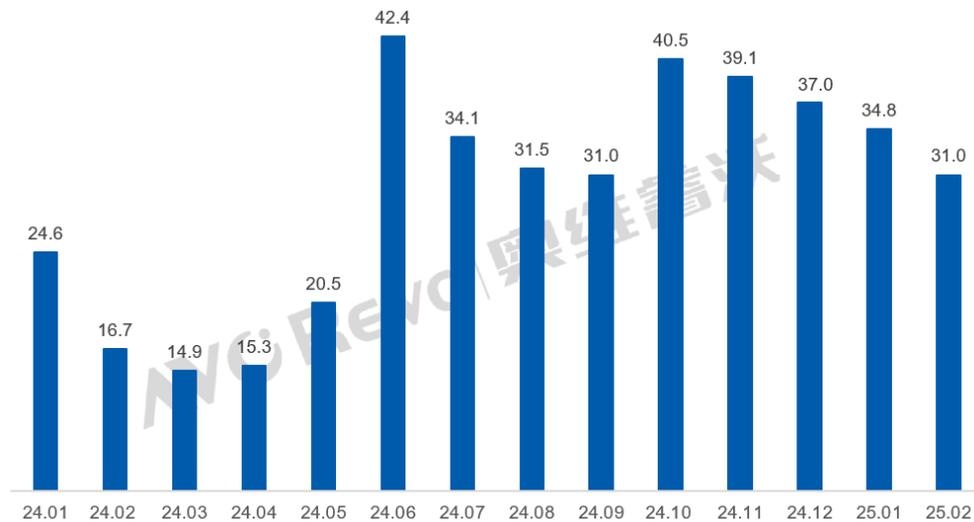


数据来源: Wind、开源证券研究所

2.2、学习机：作业帮以39.2%份额领跑，实现线上销量销额双第一

伴随“国补”常态化政策落地及消费结构升级，2025年2月中国学习平板市场呈现高速增长态势。奥维睿沃（AVC Revo）监测数据显示，2月全渠道（专业电商/平台电商/内容电商）零售量达31.0万台，同比增长86.0%；销售额突破9.8亿元大关，同比增速达62.7%。

图15: 2025年2月中国学习平板线上销量为31万台, 同比增长86%



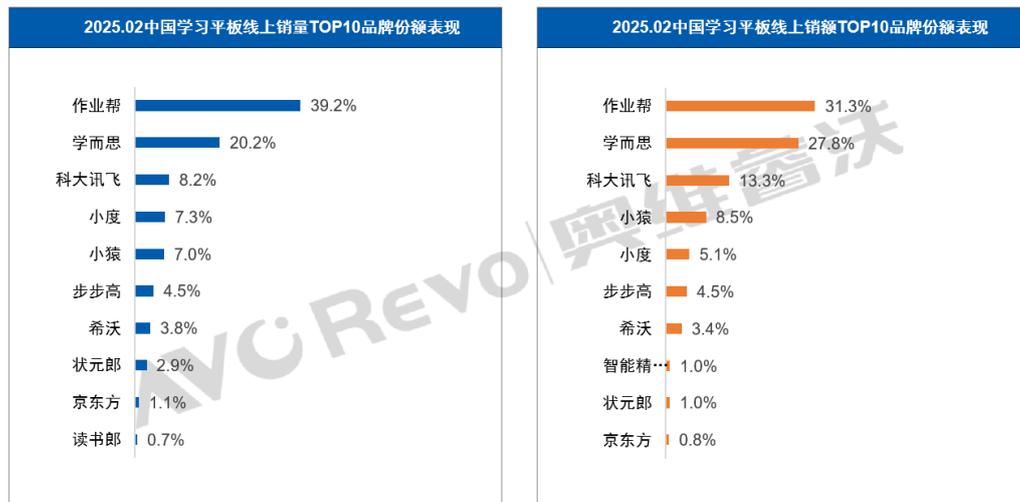
资料来源: 奥维睿沃公众号

销量: 作业帮份额最高达39.2%，新兴内容电商领域的兴起是带动其销量迅速增长的重要因素，同时，作业帮较高的质价比，通过“内容-硬件-服务”闭环强化用户粘性，也是其较大优势；学而思以20.2%的份额位居第二；科大讯飞、小度分别以8.2%、7.3%排在第三、四位。销量份额分布较为集中在头部品牌，呈现出强者恒强的态势。

销额: 销额格局呈现三级分化态势：作业帮（31.3%）与学而思（27.8%）占据近六成销额，其品牌溢价能力形成双寡头垄断；科大讯飞（13.3%）凭借高端智能定

位实现销额突围，与小猿（8.5%）、小度（5.1%）拉开明显差距。

图16: 2025年2月作业帮（31.3%）与学而思（27.8%）占据近六成线上销额

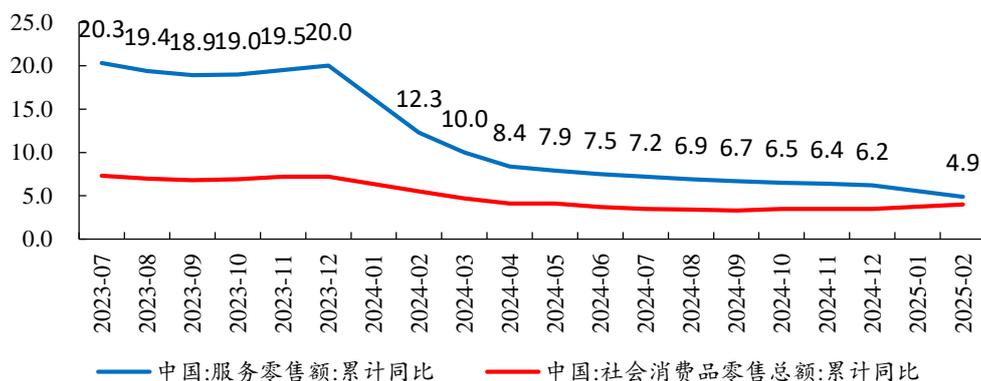


资料来源：奥维睿沃公众号

3、服务消费：国内仍处发展快车道，优秀服务平台企业迈步出海

中国服务消费处在发展快车道，2030年占比有望超过50%。2024年，中国居民人均服务性消费支出达到13016元，占居民人均消费支出的比重为46.1%，较2013年的不足40%显著提升。服务消费已成为中国消费结构转型的核心驱动力，逐步接近商品消费与服务消费并重的阶段。从国际比较看，我国服务消费占比仍低于发达国家水平（2023年美国服务消费占比为67%），增长潜力较大。消费结构加速向服务消费主导转变，预计到2030年服务消费占比将超过50%。

图17: 2025年前2月中国服务零售额同比增长4.9%，快于社零的4.0%（单位：%）



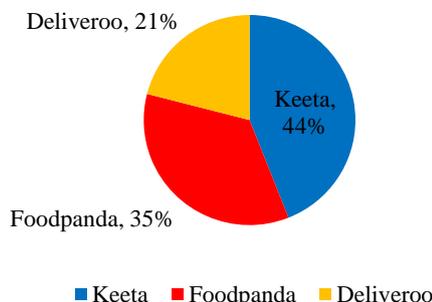
数据来源：Wind、开源证券研究所

美团加速国际化布局，以中东市场为核心战场，通过“外卖先行+本地化运营+技术赋能”策略逐步打开海外市场。长期将通过“外卖+即时零售+到店”生态复制中国 SuperApp 模式，结合无人机、AI 技术建立全球本地生活服务网络

香港试验田：Keeta（美团海外品牌）于2023年进入香港，2024年3月订单量

份额达 44%，超过 Foodpanda（35%）和 Deliveroo（21%）。随着 Deliveroo 退出，香港形成双寡头格局，为中东拓展积累经验。

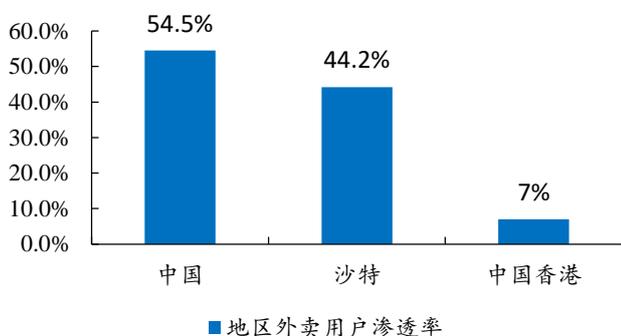
图18: Keeta 2023 年 7 月进入香港, 2024 年 3 月市场份额达到 44%



数据来源: 纽英伦资本公众号、开源证券研究所

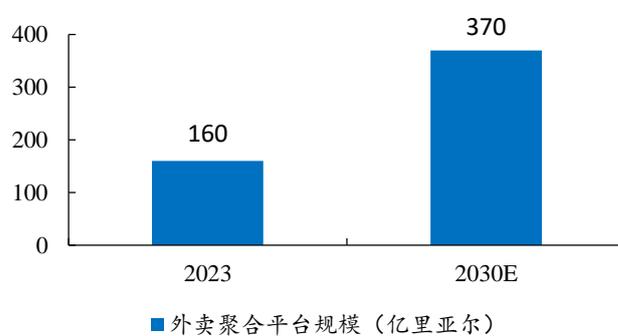
中东为主战场: 沙特阿拉伯是美团出海的“第一站”，Keeta 已覆盖沙特所有主要城市，并计划未来三年扩展至阿联酋、科威特等海湾六国。中东市场客单价高（平均订单价远高于中国）、用户付费意愿强，据 statista 估算，2024 年沙特外卖用户渗透率为 44.2%，增长空间较大。根据 Redseer 报告，2023 年沙特外卖聚合平台的规模为 160 亿里亚尔，同比增速为 14%。预计到 2030 年，这一数字将扩大至 370 亿里亚尔，约合 98.7 亿美元，复合增速为 12%。

图19: 预计 2024 年沙特外卖用户渗透率为 44.2%，低于中国



数据来源: 纽英伦资本公众号、开源证券研究所

图20: 预计 2030 年单沙特的外卖平台规模将达到 370 亿里亚尔

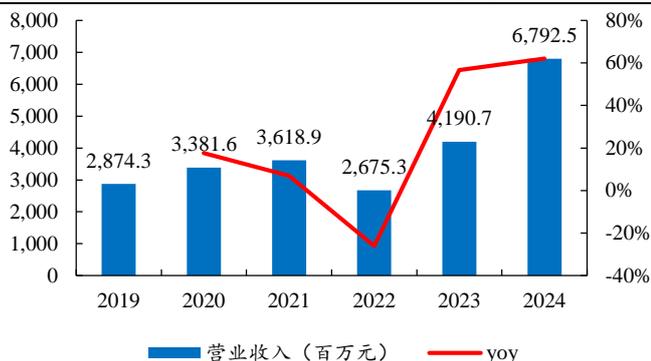


数据来源: Redseer、开源证券研究所

4、美丽: 上美 2024 年净利润 yoy+74%，多品类、多品牌矩阵式发展

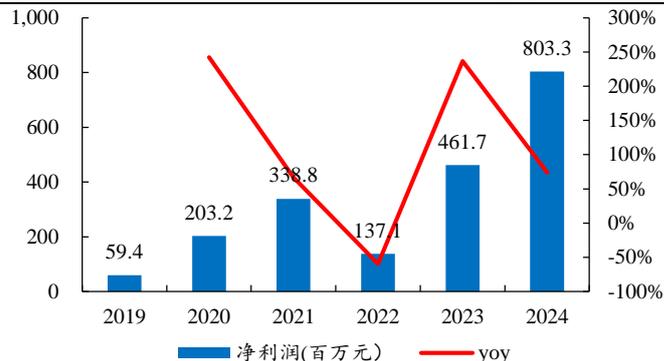
上美集团 2024 年营收净利双增助力业绩高增，韩束品牌势能增强助力线上自营高增。2019-2024 年公司营收由 28.7 亿元增长至 67.9 亿元，CAGR 达 18.8%，归母净利由 0.6 亿元增长至 8 亿元，CAGR 达 68.4%，其中 2024 年营收 67.92 亿元/yoy+62.1%，净利润 8.03 亿元/yoy+74%，为此前业绩预告上限。其中，2024 年线上自营/线上零售商/线上分销商/线下零售商/线下分销商营收 53.12/5.4/2.98/3.29/2.5 亿元，yoy+82.6%/+48%/-4.8%/-15.2%/+63.9%。线上自营增长系韩束品牌势能强、线上自营能力提升。线上零售商增长系京东/天猫超市等收入增长。线下分销收入增长系公司加强与线下分销商合作以拓展线下市场。

图21: 上美股份 2024 年实现 67.9 亿元/yoy+62.1%



数据来源: Wind、开源证券研究所

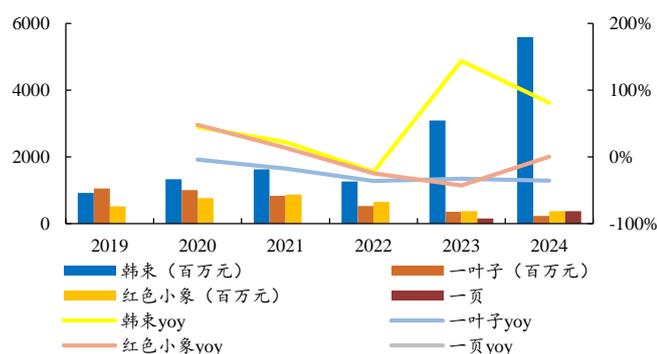
图22: 上美股份 2024 年净利润 8.03 亿元/yoy+74%



数据来源: Wind、开源证券研究所

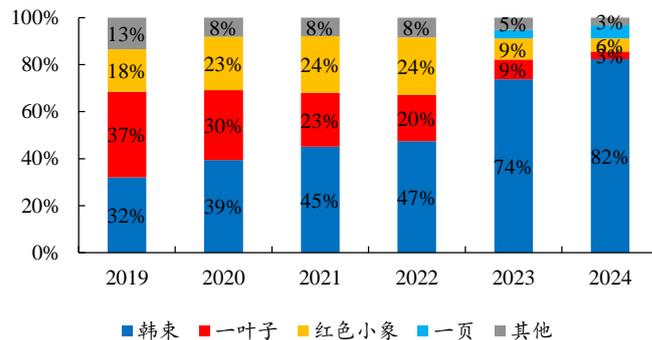
分品牌看，主品牌韩束贡献主要业绩，Newpage 增速迅猛，多品牌储备长期增长动能十足。韩束 2024 年实现营收 55.9 亿元/yoy+80.9%，仍然是集团增长的主要动力。2024 年，红蛮腰系列添加备案新原料环六肽-9 升级 2.0 版本，增强抗皱、紧致效果，同时推出单品 X 肽面霜，一经推出，双十一期间即取得超过 4000 万的销售额，还推出韩束男士精华，韩束闪充棒及新品类韩束彩妆系列覆盖更广阔客群。据行业媒体发布，2024 年韩束线上渠道 GMV 位列美妆国货品牌第二；增速位列头部美妆品牌增速第一。Newpage(一页)实现营收 3.76 亿元/yoy+146.3%，在集团占比由 2023 年 3.6%提升至 2024 年 5.5%，已布局护肤、洗沐、清洁三大方向，发展潜力较大。一叶子营收 2.29 亿元/yoy-35.7%，仍处调整阶段。红色小象营收 3.76 亿元/yoy+0.1%，增长企稳。此外，集团在多个品类进行多品牌布局孕育新机遇。护肤品类已推出与昆药集团合作，以青油 AN+为核心成分的敏感肌护肤品牌安敏优，计划推出：与科学家山田耕作合作研发的高端抗衰护肤品牌 TAZU；获授权使用知名知识产权的同名母婴护理品牌面包超人；致力于固韧及头皮减压的洗护品牌极方；与化妆师春楠共同设立的彩妆品牌 NAN beauty。

图23: 韩束 2024 年收入 55.9 亿元/yoy+80.9%



数据来源: 上美股份公司公告、开源证券研究所

图24: 韩束和一页 2024 年收入占比提升明显



数据来源: 上美股份公司公告、开源证券研究所

图25：集团具备多品牌储备

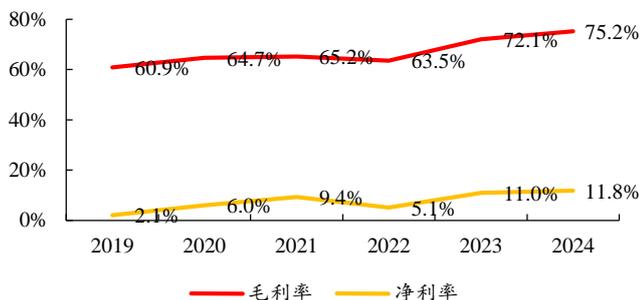
| | skin care 护肤 | maternity and childcare 母婴护理 | toiletries 洗护 | makeup 彩妆 |
|--------------------|-------------------------|--|------------------|--------------|
| luxury 高端 | TAZU ▲ | | | |
| mid-to-high 中高端 | 安敏优 ARMYUO | NEW PAPE 一页 | KYOLA 2032 | NAN beauty ▲ |
| mass 大众 | KANS 韩束 ONE LEAF 一叶子 | Baby Elephant 红色小象 OU AMERICAN 自然堂 ▲ | 韩束洗护 一叶子洗护 | 韩束彩妆 |

▲ 待推出品牌

资料来源：上美股份公司公告

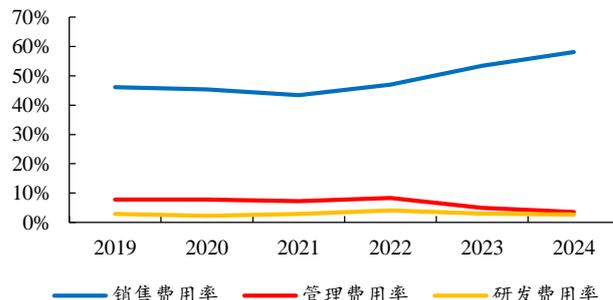
毛利率优化，销售费用率提升显著。2024 年上美股份毛利率 75.2%/yoy+3.1pct，系韩束品牌规模效应继续释放带来毛利率优化；销售费用率 58.1%/yoy+4.6pct，系加大品牌曝光度及渠道建设投入；研发费用为 1.8 亿元/yoy+43%，研发费用率为 3%/yoy-0.4pct，公司研发投入打造环六肽等自主研发原料为公司持续发展奠基。

图26：上美股份 2024 年毛利率和净利率稳步提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：上美股份 2024 年销售费用率提升明显



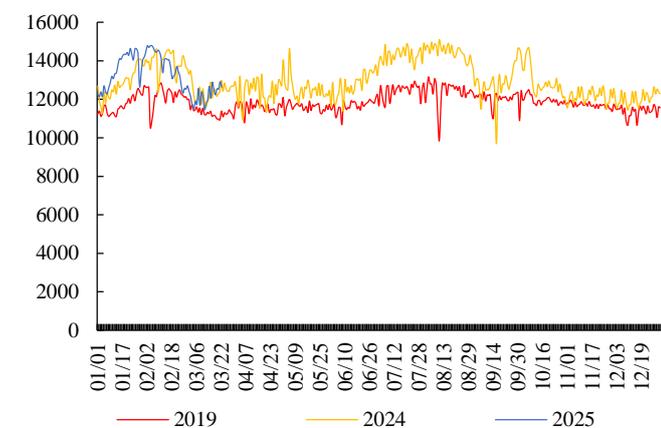
数据来源：Wind、开源证券研究所

5、出行数据跟踪

5.1、航空：国内航班/国际航班环比回升

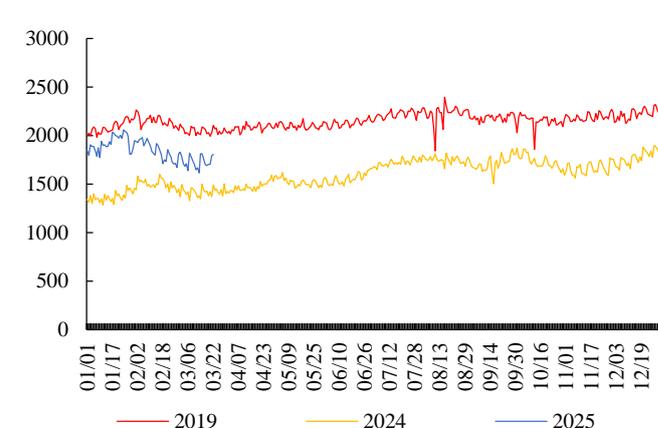
根据航班管家，本周（3.16-3.23）全国日均客运执行航班量 14678 架次，较 2024 年同期+4%，环比+4%。其中，本周国内客运日均执行航班量 12607 架次，较 2024 年同期+1%，环比+4.4%，3 月国内航班同比下滑 1%；本周国际客运日均执行航班量 1736 次，环比+1.3%，恢复至 2019 年同期 85%，3 月国际航班恢复至 2019 年同期 84%。

图28：本周国内客运日均执行航班量同比 2024 年同期 +1%（单位：架次）



数据来源：航班管家、开源证券研究所

图29：本周国际客运日均执行航班量恢复至 2019 年同期 85%（单位：架次）

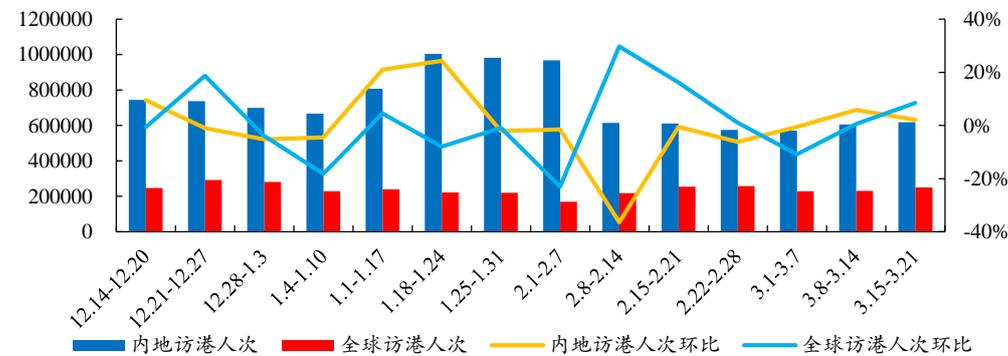


数据来源：航班管家、开源证券研究所

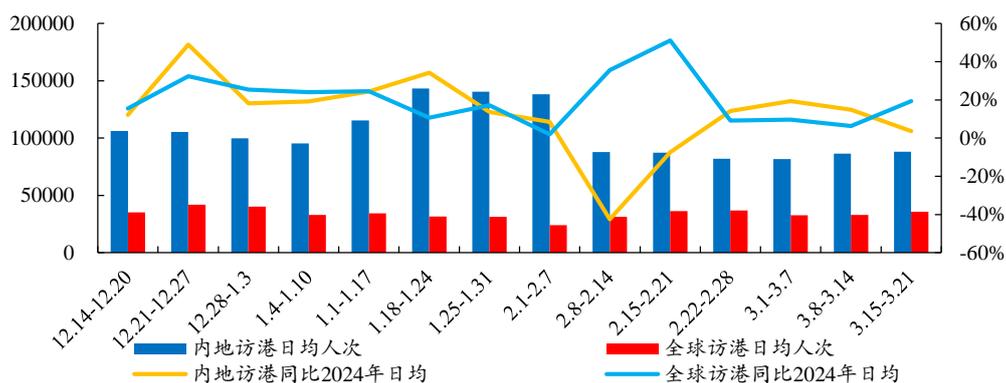
5.2、访港数据追踪：内地访港环比/全球访港环比提升

本周（3.15-3.21）内地访客总入境人次达 61.73 万人，环比+2.1%；全球访客总入境人次(除内地外)25 万人，环比+8.5%。内地访客日均人数较 2024 年日均+3.6%，全球访客日均人数(除内地外)较 2024 年日均+19.3%。内地访港整周单日峰值 10.59 万人次，全球访客整周单日峰值(除内地外)达 4.07 万人次。

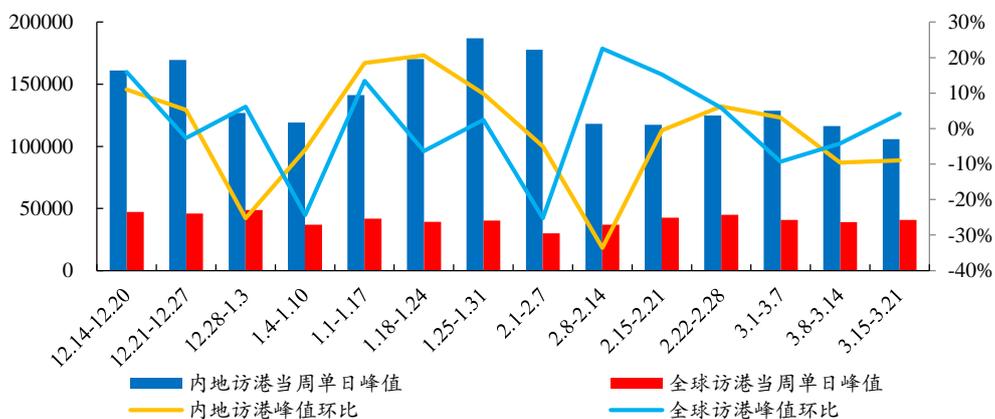
图30：近一周内地/全球访港人数环比+2.1%/+8.5%（单位：人次）



数据来源：中国香港特别行政区政府入境事务处、开源证券研究所

图31：近一周内地/全球访港人数较 2024 年日均+3.6%/+19.3%（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32：近一周内地/全球访港人数单日峰值环比-8.9%/+4.2%（单位：人次）


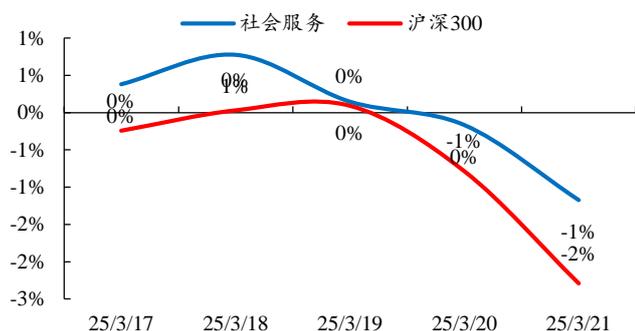
数据来源：中国香港特别行政区政府入境事务处、开源证券研究所

6、行业行情回顾：本周 A 股社服板块跑赢大盘，港股消费者服务板块跑输大盘

6.1、A 股行业跟踪：本周社服板块波动下行

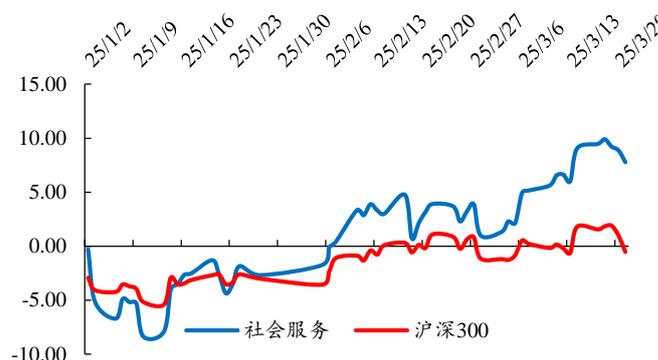
本周（3.17-3.21）社会服务指数-1.18%，跑赢沪深 300 指数 1.12pct，在 31 个一级行业中排名第 15；2025 年初至今社会服务行业指数+7.78%，强于沪深 300 指数的 -0.51%，在 31 个一级行业中排名第 6。

图33：本周（3.17-3.21）社服板块跑赢沪深 300（%）



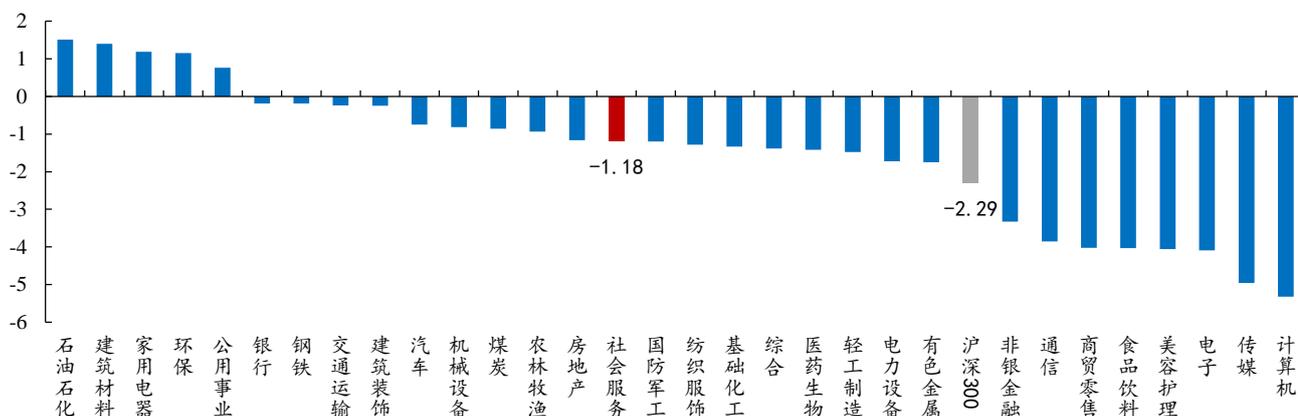
数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：2025 年初至今社服板块走势强于沪深 300（%）



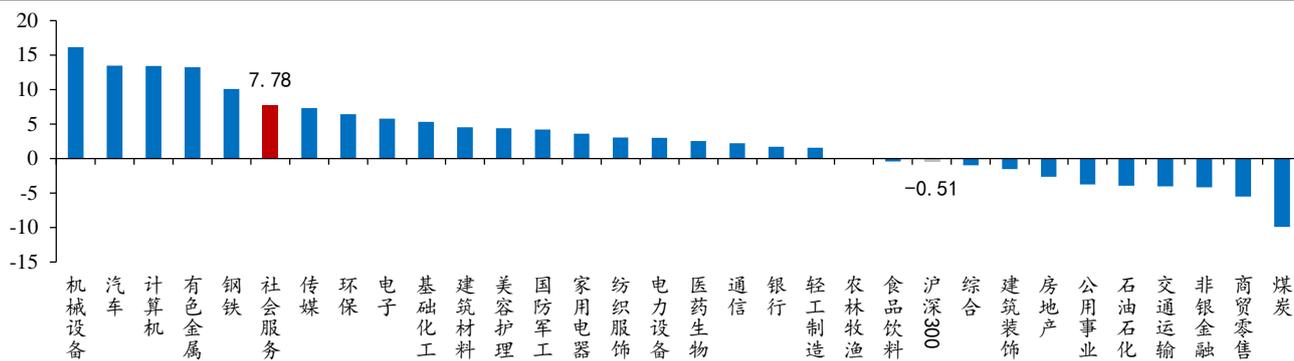
数据来源：Wind、开源证券研究所

图35：本周（3.17-3.21）社会服务板块在一级行业排名第 15（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图36: 2025年初至今社会服务板块在一级行业排名第6(%)

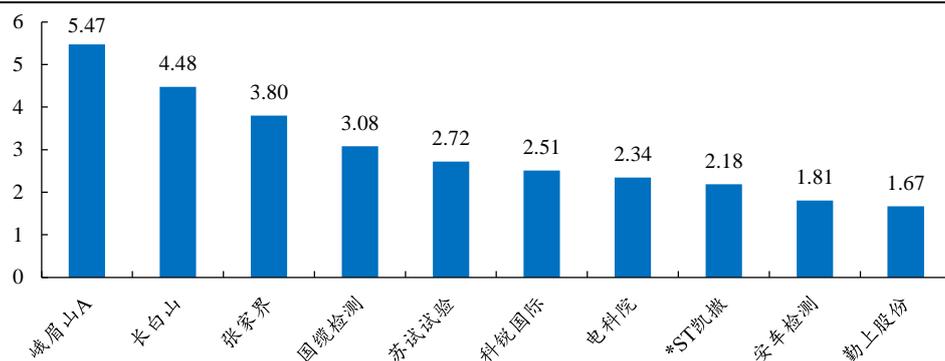


数据来源: Wind、开源证券研究所

6.2、A股社服标的表现: 本周(3.17-3.21)旅游、检测类上涨排名靠前

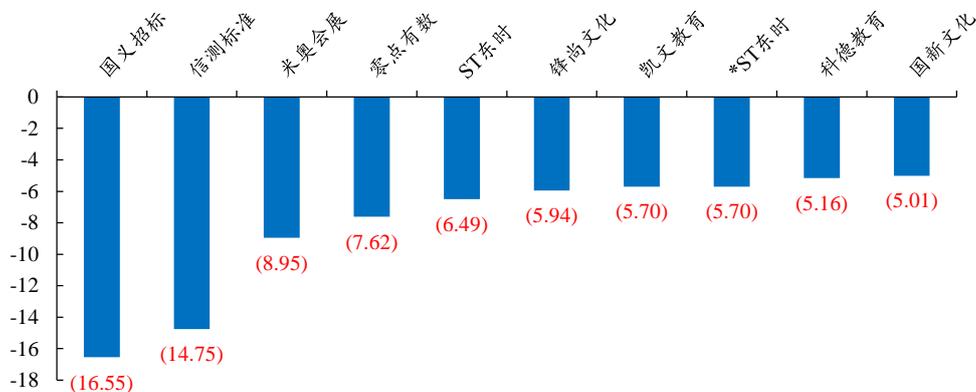
本周(3.17-3.21) A股涨幅前十名以旅游、检测类为主, 涨幅前三名分别为峨眉山A、长白山、张家界, 涨幅后三名分别为国义招标、信测标准、米奥会展。净流入额前三名分别为豆神教育、丽江股份、苏轼试验, 净流入额后三名为华测检测、西安饮食、首旅酒店。

图37: 本周(3.17-3.21)峨眉山A、长白山、张家界领涨(%)



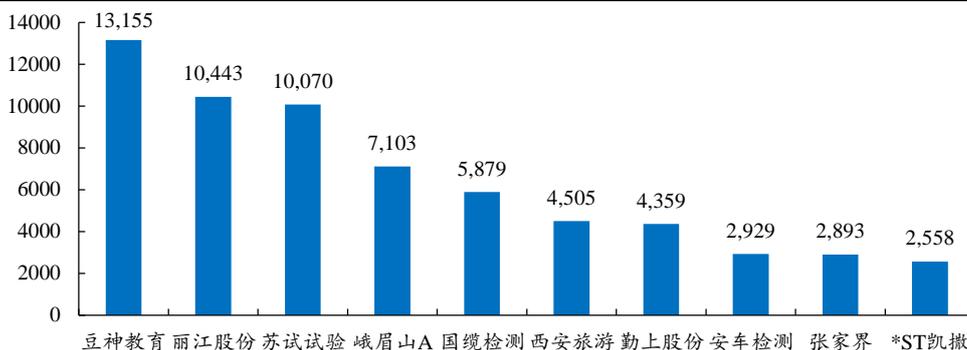
数据来源: Wind、开源证券研究所

图38: 本周(3.17-3.21)国义招标、信测标准、米奥会展涨幅排名后三位(%)



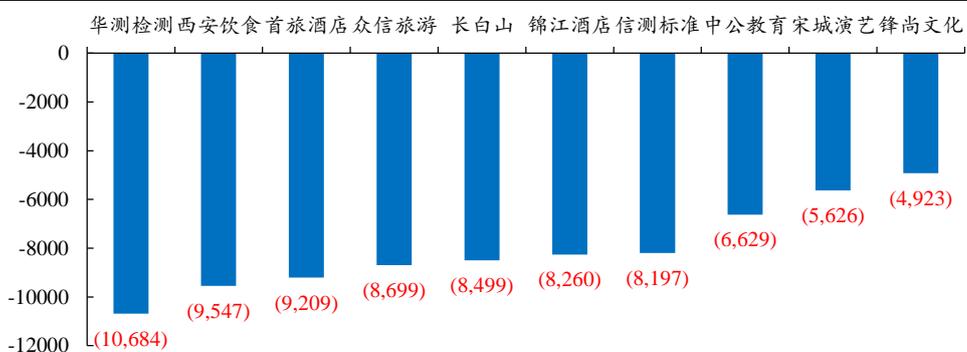
数据来源: Wind、开源证券研究所

图39：本周（3.17-3.21）豆神教育、丽江股份、苏试试验净流入额较大（万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图40：本周（3.17-3.21）华测检测、西安饮食、首旅酒店净流出额较大（万元）

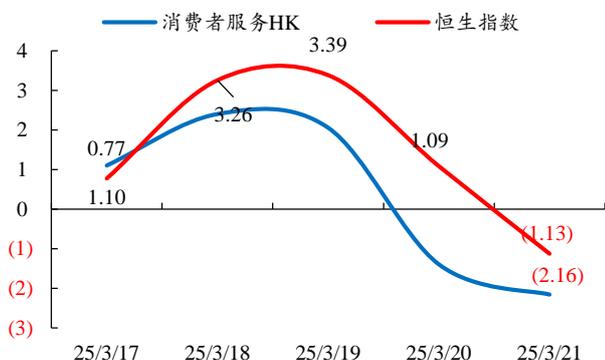


数据来源：Wind、开源证券研究所

6.3、港股行业跟踪：本周消费者服务板块波动下行

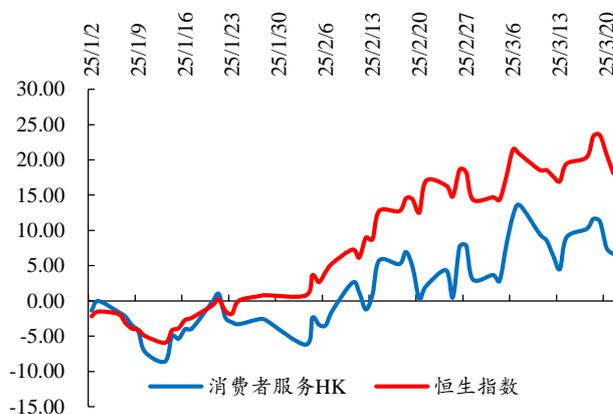
本周（3.17-3.21）港股消费者服务指数-2.16%，跑输恒生指数 1.03pct，在 30 个一级行业中排名第 22；2025 年初至今消费者服务行业指数+6.64%，弱于恒生指数的 +18.09%，在 30 个一级行业中排名第 16。

图41：本周（3.17-3.21）消费者服务板块跑输恒生指数（%）

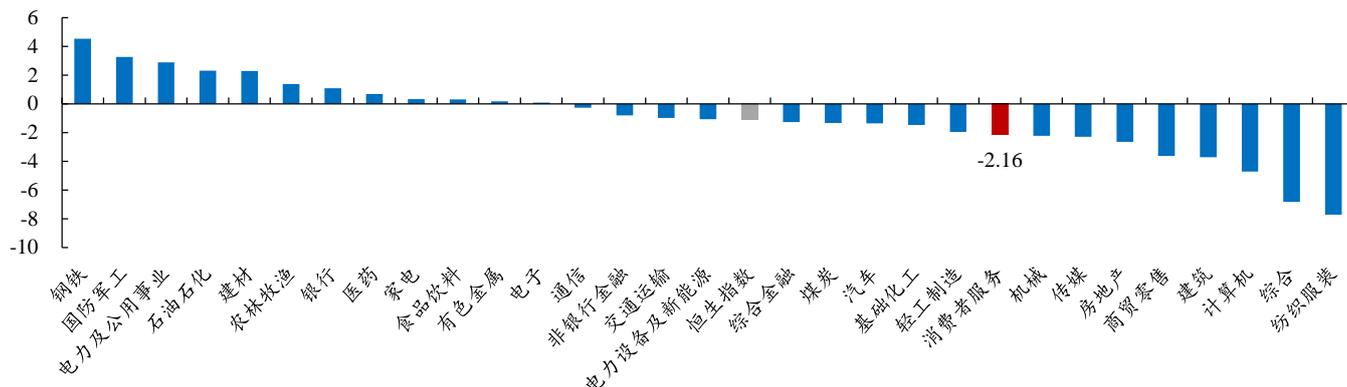


数据来源：Wind、开源证券研究所

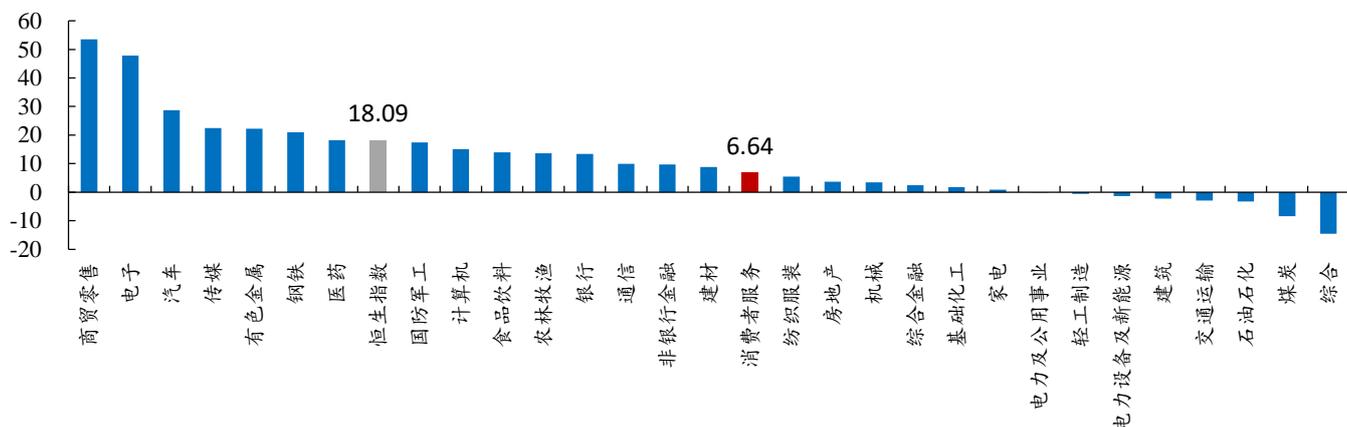
图42：2025年初至今消费者服务板块走势弱于恒生指数（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图43：本周（3.17-3.21）港股消费者服务板块在一级行业排名第 22（%）


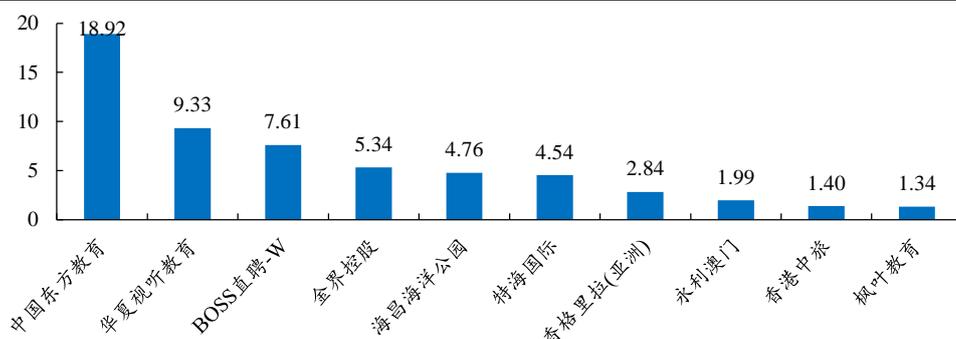
数据来源：Wind、开源证券研究所

图44：2025 初至今港股消费者服务板块在一级行业排名第 16（%）


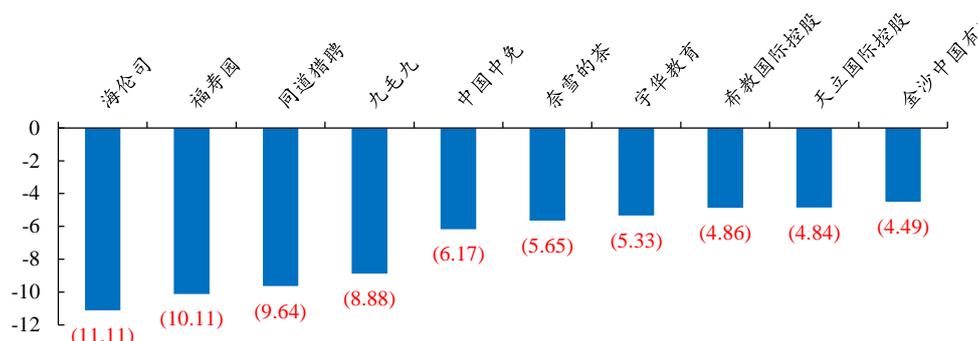
数据来源：Wind、开源证券研究所

6.4、港股消费者服务标的表现：本周（3.17-3.21）教育类上涨排名靠前

本周（3.17-3.21）港股教育类涨幅靠前，涨幅前三名分别为中国东方教育、华夏视听教育、BOSS 直聘-W，跌幅前三名分别为海伦司、福寿园、同道猎聘。

图45：本周（3.17-3.21）中国东方教育、华夏视听教育、BOSS 直聘-W 领涨（%）


数据来源：Wind、开源证券研究所

图46：本周（3.17-3.21）海伦司、福寿园、同道猎聘跌幅较大（%）


数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：盈利预测与估值（未披露 2024 年业绩）

| 代码 | 公司名称 | 2025/3/21 | | EPS | | | PE | | | 评级 |
|-----------|------|-----------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|-----|----|
| | | 收盘价 | 2024E | 2025E | 2026E | 2024E | 2025E | 2026E | | |
| 600223.SH | 福瑞达 | 7.39 | 0.37 | 0.47 | 0.58 | 19.94 | 15.81 | 12.73 | 买入 | |
| 601888.SH | 中国中免 | 61.82 | 2.64 | 2.93 | 3.38 | 23.38 | 21.10 | 18.27 | 未评级 | |
| 603099.SH | 长白山 | 33.38 | 0.65 | 0.84 | 0.95 | 51.08 | 39.97 | 35.18 | 买入 | |
| 300795.SZ | 米奥会展 | 21.26 | 1.01 | 1.35 | 1.69 | 21.05 | 15.75 | 12.58 | 买入 | |
| 001308.SZ | 康冠科技 | 23.67 | 1.53 | 1.92 | 2.26 | 15.51 | 12.31 | 10.48 | 买入 | |
| 300856.SZ | 科思股份 | 24.96 | 2.48 | 2.95 | 3.42 | 10.07 | 8.47 | 7.30 | 买入 | |
| 603277.SH | 银都股份 | 26.85 | 1.44 | 1.62 | 1.83 | 18.67 | 16.60 | 14.69 | 买入 | |
| 688363.SH | 华熙生物 | 50.18 | 1.77 | 2.24 | 2.82 | 28.42 | 22.43 | 17.83 | 买入 | |
| 300740.SZ | 水羊股份 | 12.47 | 0.88 | 1.06 | 1.28 | 14.16 | 11.81 | 9.73 | 买入 | |
| 688366.SH | 昊海生科 | 59.89 | 2.02 | 2.35 | 2.85 | 29.63 | 25.52 | 21.04 | 买入 | |
| 300192.SZ | 科德教育 | 17.46 | 0.49 | 0.58 | 0.68 | 35.79 | 29.88 | 25.59 | 买入 | |
| 000526.SZ | 学大教育 | 48.25 | 1.72 | 2.30 | 2.95 | 28.02 | 21.00 | 16.35 | 未评级 | |
| 603081.SH | 大丰实业 | 14.59 | 0.45 | 0.58 | 0.73 | 32.14 | 25.21 | 19.97 | 买入 | |
| 605289.SH | 罗曼股份 | 25.19 | 1.26 | 1.47 | 1.90 | 20.01 | 17.15 | 13.26 | 未评级 | |
| 600916.SH | 中国黄金 | 8.70 | 0.66 | 0.77 | 0.89 | 13.09 | 11.26 | 9.76 | 买入 | |
| 300662.SZ | 科锐国际 | 35.16 | 1.02 | 1.31 | 1.58 | 34.36 | 26.82 | 22.22 | 未评级 | |
| 600861.SH | 北京人力 | 21.02 | 1.51 | 1.69 | 1.87 | 13.95 | 12.45 | 11.22 | 未评级 | |
| 600662.SH | 外服控股 | 5.33 | 0.28 | 0.29 | 0.31 | 19.33 | 18.17 | 17.24 | 未评级 | |
| 603059.SH | 倍加洁 | 25.17 | 1.10 | 1.71 | 1.97 | 22.88 | 14.75 | 12.75 | 买入 | |
| 300492.SZ | 华图山鼎 | 85.96 | 1.12 | 2.15 | 2.85 | 76.46 | 39.89 | 30.21 | 未评级 | |
| 002659.SZ | 凯文教育 | 4.63 | -0.02 | 0.04 | 0.08 | | 119.33 | 58.24 | 未评级 | |
| 301011.SZ | 华立科技 | 27.26 | 0.58 | 0.78 | 0.97 | 46.77 | 34.95 | 28.02 | 未评级 | |
| 301110.SZ | 青木科技 | 50.53 | 1.31 | 1.80 | 2.32 | 38.48 | 28.02 | 21.77 | 未评级 | |
| 300859.SZ | 西域旅游 | 37.33 | 0.76 | 0.94 | 1.12 | 48.83 | 39.90 | 33.25 | 未评级 | |
| 9699.HK | 顺丰同城 | 9.10 | 0.14 | 0.27 | 0.47 | 63.55 | 33.62 | 19.42 | 未评级 | |
| EDU.N | 新东方 | 50.20 | 1.51 | 2.60 | 0.35 | 30.69 | 17.83 | 130.97 | 未评级 | |
| TAL.N | 好未来 | 13.15 | 0.13 | 0.15 | 0.32 | 90.61 | 80.67 | 37.39 | 买入 | |

数据来源：Wind、Bloomberg、开源证券研究所（除福瑞达、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，2025 年 3 月 21 日港币兑人民币收盘价 0.92328；美股上市公司收盘价和 EPS 计价货币为美元，2025 年 3 月 21 日美元兑人民币收盘价 7.176。）

表2：盈利预测与估值（已披露 2024 年业绩）

| 代码 | 公司名称 | 2025/3/21 | | EPS | | | PE | | | 评级 |
|-----------|------------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----|----|
| | | 收盘价 | 2025E | 2026E | 2027E | 2025E | 2026E | 2027E | | |
| 300896.SZ | 爱美客 | 190.10 | 8.25 | 9.77 | — | 23.04 | 19.45 | — | 买入 | |
| 832982.BJ | 锦波生物 | 264.80 | 10.47 | 12.71 | — | 25.29 | 20.83 | — | 买入 | |
| 3690.HK | 美团 | 167.60 | 8.94 | 11.34 | — | 18.76 | 14.77 | — | 买入 | |
| 0839.HK | 中教控股 | 2.55 | 0.78 | 0.85 | 0.92 | 3.28 | 3.01 | 2.77 | 未评级 | |
| 1773.HK | 天立国际 控股 | 3.93 | 0.36 | 0.47 | 0.61 | 10.98 | 8.28 | 6.49 | 未评级 | |
| 0382.HK | 中汇集团 | 2.08 | 0.64 | 0.73 | 0.68 | 3.23 | 2.85 | 3.04 | 未评级 | |
| 9961.HK | 携程集团 -S | 498.00 | 25.05 | 28.74 | 33.18 | 19.88 | 17.33 | 15.01 | 未评级 | |
| 0780.HK | 同程旅行 | 19.12 | 1.10 | 1.32 | 1.48 | 17.45 | 14.43 | 12.92 | 未评级 | |

数据来源：Wind、开源证券研究所（除爱美客、锦波生物、美团为开源证券研究所预测，其余公司盈利预测及估值数据均使用 Wind 一致预期。以上港股上市公司计价货币为港元，EPS 为人民币，2025 年 3 月 21 日港币兑人民币收盘价 0.92328；美股上市公司收盘价和 EPS 计价货币为美元，2025 年 3 月 7 日美元兑人民币收盘价 7.176。）

7、风险提示

项目落地不及预期，社会零售不及预期，行业竞争加剧等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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

股票投资评级说明

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

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

分析、估值方法的局限性说明

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

法律声明

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

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

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

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼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