

社会服务

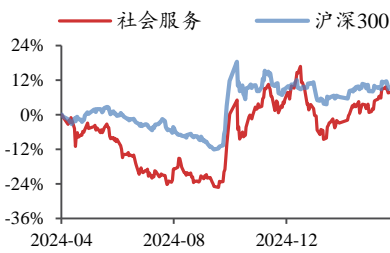
2025 年 03 月 30 日

布鲁可 BFC 生态驱动品牌建设，关注中国功效护肤和
高端彩妆龙头

投资评级：看好（维持）

——行业周报

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）

liruxian@kysec.cn

证书编号：S0790525020004

程婧雅（联系人）

chengjingya@kysec.cn

证书编号：S0790123070033

● 旅游/潮玩：首张低空 OC 证获颁，布鲁可 BFC 生态驱动品牌建设

低空旅游：3 月 28 日亿航智能获批全球首张民用无人驾驶载人航空器（eVTOL）运营合格证，有望成为国内低空经济从试点迈向商业化运营阶段里程碑。在落地场景上，旅游观光或是率先实现商业化落地场景，此前亿航智能已与西域旅游、祥源文旅合作探索空中旅游新业态。**清明假期：**民航出行预订同比增势良好，短途游主导市场，赏花、登山等踏春项目受青睐。**潮玩：**布鲁可召开全球合作伙伴大会，升级“产品生态”战略，BFC 用户生态趋向繁荣，进一步输出品牌价值。

● 茶饮/社交：“东方茶文化”输出全球，赤子城科技专注中东业绩高增

蜜雪冰城：供应链规模+自产驱动利润率提升，全球化与品牌 IP 化并进。2024 年，蜜雪集团全年实现营业收入 248.3 亿元，同比增长 22.3%；实现净利润 44.5 亿元，同比增长 39.8%。**霸王茶姬：**2022-2024 年，霸王茶姬营收从 4.9 亿元跃升至 124.1 亿元，年复合增长率达 402%；净利润从亏损 0.9 亿元逆转为盈利 25.1 亿元，净利率 20.3%。截至 2024 年底门店数量为 6440 家，同比增长 83.4%。**赤子城科技：**社交产品矩阵+AI 技术引擎”双轮驱动，积极把握中东市场稀缺红利赛道，公司全年收入达 50.9 亿元，经调整 EBITDA 达 9.6 亿元，均实现大幅提升。

● 美丽：毛戈平各项经营指标稳步向上，巨子生物双品牌稳步推进

毛戈平：2024 年实现收入 38.85 亿元/yoy+34.6%，经调整净利润 9.24 亿元/yoy+39.1%。2024H2 护肤业务增速放缓系公司发现彩妆机会（国风美学），将线上重心放于彩妆，夯实彩妆品牌心智。据久谦数据，2025 年 1-2 月三平台鱼子酱面膜和黑霜 GMV1.3/0.5 亿元，yoy+133%/+33%，预计护肤 25 年将重回高增态势。2024 年专柜数量新增 25 个，其中一线/新一线/二线/三线及以下分别新增 12/4/5/4 个。2024 年新入驻武汉 SKP/成都 SKP/杭州大厦等百货商场，2025 年新入驻北京 SKP 商场，会继续专注进高端商场。整体复购率 30.9%，yoy+4.1pct。**巨子生物：**2024 年营收 55.4 亿元，yoy+57.2%；经调净利润 21.5 亿/yoy+46.5%。双品牌表现均优异，渠道端入驻更多线下渠道，增单品&扩品类&拓渠道稳步推进。

● 本周 A 股社服板块跑输大盘，港股消费者服务板块跑输大盘

本周（3.24-3.28）社会服务指数-1.96%，跑输沪深 300 指数 1.97pct，在 31 个一级行业中排名第 20，旅游、检测类领涨；本周（3.24-3.28）港股消费者服务指数-2.90%，跑输恒生指数 1.79pct，在 30 个一级行业中排名第 25，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、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

《清明出游预订增势良好，关注中国服务消费平台出海——行业周报》-2025.3.23

《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

目 录

1、出行旅游：首张低空 OC 证获颁，清明假期预订同比增势良好	4
1.1、全球首张 eVTOL 运营合格证获批，关注低空文旅场景商业化落地	4
1.2、清明假期：预订同比增势良好，踏青主题周边游主导	5
2、潮玩：布鲁可全球合作伙伴大会召开，BFC 生态文化驱动品牌建设	5
3、茶饮：蜜雪、霸王茶姬业绩高增，关注“东方茶文化”输出	7
3.1、蜜雪集团：供应链规模+自产驱动利润率提升，全球化与品牌 IP 化并进	7
3.2、霸王茶姬：收入利润双高增，“东方茶文化”输出全球	8
4、赤子城科技：“社交产品矩阵+AI 技术引擎”双轮驱动，积极把握中东市场稀缺红利赛道	10
5、美丽：毛戈平和巨子公布 2024 年度业绩，关注中国功效护肤龙头企业和高端彩妆龙头企业	10
5.1、毛戈平：各项经营指标向上，品牌持续破圈	10
5.2、巨子生物：业绩稳步增长，增单品&扩品类&拓渠道稳步推进	13
6、出行数据跟踪	14
6.1、航空：国内航班/国际航班环比攀升	14
6.2、访港数据追踪：内地访港/全球访港环比攀升	14
7、行业行情回顾：本周 A 股社服板块跑输大盘，港股消费者服务板块跑输大盘	16
7.1、A 股行业跟踪：本周社服板块波动下行	16
7.2、A 股社服标的表现：本周（3.24-3.28）旅游、检测类上涨排名靠前	17
7.3、港股行业跟踪：本周消费者服务板块波动下行	18
7.4、港股消费者服务标的表现：本周（3.24-3.28）教育类上涨排名靠前	20
8、风险提示	21

图表目录

图 1：亿航智能获得民航局批准颁发的民用无人驾驶载人航空器运营合格证	4
图 2：布鲁可可在全球合作伙伴大会提出产品生态概念	5
图 3：2025 年布鲁可全球合作伙伴大会设置 BFC 创作赛作品展区	7
图 4：2024 年蜜雪集团实现收入 248.29 亿元，同比增长 22.3%	8
图 5：2024 年蜜雪集团毛利率为 32.46%，净利率为 17.94%	8
图 6：2024 年公司实现收入 124.05 亿元，同比增长 167.4%，其中加盟收入 116.3 亿元	8
图 7：2024 年霸王茶姬净利润为 25.1 亿元，净利润率达到 20.3%	8
图 8：截至 2024 年底公司共有门店 6440 家，2024Q4 净增 612 家	9
图 9：2024Q4 公司平均单店月均 GMV 为 45.6 万元，同比减少 18.4%	9
图 10：2024 年公司前三大产品销售额占比 61%	9
图 11：2024 年原材料成本降至 48.4%	9
图 12：2024 年霸王茶姬上新 15 款，上新数量远低于其他品牌	9
图 13：2024 年赤子城科技实现收入 50.92 亿元，同比增长 53.8%	10
图 14：2024 年赤子城科技实现净利润 4.8 亿元	10
图 15：2024 年毛戈平收入利润稳步增长	11
图 16：2024 年毛戈平彩妆业务增速高于护肤	11
图 17：鱼子面膜 2025 年 1-2 月高增	11
图 18：抖音渠道为鱼子面膜主要放量渠道	11
图 19：毛戈平线下线上渠道单店收入均增长（单位：万元）	12
图 20：2024 年毛戈平线下专柜数量增长 25 个（单位：个）	12

图 21: 毛戈平 2024 年新增专柜中一线城市增加最多, 达 12 个 (单位: 个)	12
图 22: 毛戈平线上/线下渠道复购率均上升	12
图 23: 公司线下店效持续增长	12
图 24: 线上线下注册会员人数持续增长	12
图 25: 毛戈平盈利能力保持稳定	13
图 26: 毛戈平费用率保持稳定	13
图 27: 2024 财年巨子生物收入 55.39 亿元/yoy+57.2%	13
图 28: 2024 财年巨子生物净利率 37.2%/yoy-3.9pct	13
图 29: 可复美、可丽金品牌 2024 年均实现高增	14
图 30: 2024 年公司销售费用率持续增长	14
图 31: 本周国内客运日均执行航班量同比 2024 年同期+1% (单位: 架次)	14
图 32: 本周国际客运日均执行航班量恢复至 2019 年同期 86% (单位: 架次)	14
图 33: 近一周内地/全球访港人数环比+8.7%/+2.3% (单位: 人次)	15
图 34: 近一周内地/全球访港人数较 2024 年日均+7.4%/+20.5% (单位: 人次)	15
图 35: 近一周内地/全球访港人数单日峰值环比+37%/+1.4% (单位: 人次)	15
图 36: 本周 (3.24-3.28) 社服板块跑输沪深 300 (%)	16
图 37: 2025 年初至今社服板块走势强于沪深 300 (%)	16
图 38: 本周 (3.24-3.28) 社会服务板块在一级行业排名第 20 (%)	16
图 39: 2025 年初至今社会服务板块在一级行业排名第 7 (%)	17
图 40: 本周 (3.24-3.28) 连圣亚、苏试试验、ST 东时领涨 (%)	17
图 41: 本周 (3.24-3.28) 勤上股份、谱尼测试、ST 明诚涨幅排名后三位 (%)	18
图 42: 本周 (3.24-3.28) 苏试试验、峨眉山 A、张家界净流入额较大 (万元)	18
图 43: 本周 (3.24-3.28) 中公教育、博瑞传播、谱尼测试净流出额较大 (万元)	18
图 44: 本周 (3.24-3.28) 消费者服务板块跑输恒生指数 (%)	19
图 45: 2025 年初至今消费者服务板块走势弱于恒生指数 (%)	19
图 46: 本周 (3.24-3.28) 港股消费者服务板块在一级行业排名第 25 (%)	19
图 47: 2025 年初至今港股消费者服务板块在一级行业排名第 19 (%)	19
图 48: 本周 (3.24-3.28) 思考乐教育、海伦司、中国东方教育领涨 (%)	20
图 49: 本周 (3.24-3.28) 特海国际、海昌海洋公园、九毛九跌幅较大 (%)	20
表 1: 亿航智能与多家上市旅游达成低空旅游合作计划	4
表 2: 清明假期多省份旅游订单增势良好	5
表 3: 2025 年全球合作伙伴大会布鲁可集中发布后续新品/新系列/新 IP 产品企划	6
表 4: 盈利预测与估值	20

1、出行旅游：首张低空 OC 证获颁，清明假期预订同比增势良好

1.1、全球首张 eVTOL 运营合格证获批，关注低空文旅场景商业化落地

事件：3 月 28 日，亿航智能旗下全资子公司广东亿航通用航空有限公司，获得了由中国民用航空局批准的全球首张民用无人驾驶载人航空器（eVTOL）运营合格证。至此，亿航智能的 EH216-S 无人驾驶载人航空器已获得了全球首个载人 eVTOL 产品型号合格证（TC）、标准适航证（AC）、生产许可证（PC）和运营合格证（OC）。

图1：亿航智能获得民航局批准颁发的民用无人驾驶载人航空器运营合格证



资料来源：封面新闻

首张 OC 证获颁，预计后续国内运营商落地近程加速。全球首张 OC 颁发标志着民营领域运营商已具备安全、合规开展商业飞行的资质，有望成为国内低空经济从试点迈向商业化运营阶段里程碑，为未来规模化运营奠定基础。在落地场景上，旅游观光或是率先实现商业化落地场景，此前亿航智能已与西域旅游、祥源文旅合作探索空中旅游新业态，在政企合作模式以及消费补贴等政策支持下，预计文旅场景+ eVTOL 商业化运营有望加速落地。

表1：亿航智能与多家上市旅游达成低空旅游合作计划

上市公司	合作时间	项目进展
祥源文旅	2024 年 11 月	与亿航智能签订合作框架协议，将视市场发展需求向亿航智能或其指定主体采购 50 台 EH216-S 电动垂直起降航空器（eVTOL）或同类载人级自动驾驶飞行器用于布局文旅项目，其中第一批交付 5 台，以推动景区旅游业态的创新升级，其中首批载人无人机在丹霞山试飞成功
西域旅游	2023 年 3 月	与亿航智能合作成立合资公司西域青鸟，西域旅游持股 70%。截至 2024 年 11 月，西域青鸟到位 5 架无人驾驶载人飞行器，并已进行商业运营前的飞行训练和人员培训

资料来源：祥源文旅公众号、西域旅游公司公告、开源证券研究所

1.2、清明假期：预订同比增势良好，踏青主题周边游主导

清明假期清明假期“短途游”主导。根据航旅纵横，截至3月25日，清明假期国内航线机票预订量超175万张，同比增长约12%。清明假期短途游主导市场，赏花、登山等踏春项目受青睐，携程数据显示，清明假期周边游订单量环比前一周增长136%，赏花游预订量环比增长55%，林芝、黄山、无锡等赏花踏青热门目的地整体订单量同比增长50%、35%、20%。分省份看，河南、贵州、湖北、山西等省份旅游订单量增长表现较好。

表2：清明假期多省份旅游订单增势良好

省份	旅游预订情况
河南	预订量同比增长超100%，截至3月26日洛阳旅游整体订单量同比增长22%，酒店订单同比增长20%；开封旅游订单量同比增长15%，酒店订单同比增长20%。
贵州	截至3月25日，贵州旅游酒店订单量同比增长10%，机票订单量增长14%。
湖北	截至3月26日，旅游机票订单量同比增长17%。
山西	截至3月25日，山西旅游机票订单量同比增长13%，门票订单量同比增长超40%。

资料来源：携程、河南省政府官网、天眼新闻、湖北日报、山西晚报、开源证券研究所

根据途家民宿，假期热门城市的民宿预订量同比增长两成；木鸟民宿平台上北京、南京、洛阳、西安、苏州、成都等历史悠久的文化名城清明节民宿订单显著增长，其中北京民宿订单同比增长170%。出境游方面，韩国济州岛、日本京都旅游预订量分别同比增长65%、75%。大阪和东京的酒店预订量同比上涨78%、44%。

2、潮玩：布鲁可全球合作伙伴大会召开，BFC 生态文化驱动

品牌建设

布鲁可全球合作伙伴大会提出以“产品生态”重构产业价值链。3月25日，布鲁可举办以“新起点、新征程”为主题的全球合作伙伴大会，基于“全人群、全价位、全球化”积木人“三全”战略基础上，通过系统性布局多元化用户圈层与全球市场，管理层升级提出产品生态概念，以创新研发设计体系为根基，多元化IP和产品矩阵为枝干，全球用户和BFC为树叶繁荣品牌生态，持续扩大品牌增长势能。

图2：布鲁可可在全球合作伙伴大会提出产品生态概念



资料来源：中外玩具网公众号

新品预告密集发布，打造体系化产品矩阵。近期公司召开 2025 年全球合作伙伴大会，期间多款新品/新系列新 IP 集中亮相，持续推进“经典焕新、增量破圈”的产品创新策略：（1）**经典焕新**：对头部 IP 经典系列进行素体迭代、发布新角色、弹数更新等产品升级；（2）**新系列探索**：深入挖掘叶罗丽、火影忍者、宝可梦、新世纪福音战士、小黄人等 IP 内核和潜力，开发更多元产品形态，实现从儿童向青少年、成人收藏群体、女性玩家的跨代际、跨性别渗透，覆盖全人群。（3）**全新 IP**：披露名侦探柯南、DC、王者荣耀、机动奥特曼、星球大战、三丽鸥、侏罗纪世界、飞天小女警、哈利波特等高潜力 IP 合作企划，进一步扩大全球化 IP 布局。

表3：2025 年全球合作伙伴大会布鲁可集中发布后续新品/新系列/新 IP 产品企划

推新计划	IP	亮相时间
经典焕新	变形金刚群星版、星辰版、传奇版	近期
	英雄无限法相、装备	
	圣斗士群星版、超越版	
	超级战队群星版	
	火影忍者群星版	
新系列探索	奥特曼群星版、神奇版、传奇版	2025 年 6 月
	漫威群星版、超越版	
	小黄人新系列	
	布朗熊×变形金刚	
	火影忍者超越版、传奇版	
	新世纪福音战士奇迹版	
全新 IP	叶罗丽新系列	2025 年夏
	初音未来新系列	2025 年秋
	三丽鸥	2025 年夏
	王者荣耀	2025 年夏
	星球大战	2025 年秋
	DC	2025 年秋
	蝙蝠侠	2025 年冬
	机动奥特曼	2025 年冬
	名侦探柯南	2026 年
	飞天小女警	2026 年
	哈利波特	2026 年

资料来源：布鲁可小红书号、开源证券研究所

BFC 生态初具规模，用户共创驱动品牌建设。BFC（Blokees Figures Creator），即布鲁可积木人创作者，起源于积木人品类特有的二创属性，布鲁可敏锐捕捉其背后潜藏的用户生态开发价值，通过社群运营汇聚流量、赛事鼓励创新、展览回馈情感模式加强用户交流，反哺品牌价值。BFC 赛事涵盖了线上创作赛、线下的速拼赛、全球作品展等多元化活动形式，其中 BFC 创作赛每年举办 4 季，本次合作伙伴大会 BFC 作为创作赛年度总决赛。根据公司公开业绩会交流，BFC 创作赛投稿量从首届 300+件激增至第三届第一季 30000+件，百倍数量增长反映出用户对共生共创共进的机制的高度认可，同时作品以展览形式参与新加坡、纽约等国际展会以及品牌活动，实现文化符号输出。

图3：2025 年布鲁可全球合作伙伴大会设置 BFC 创作赛作品展区


资料来源：中外玩具网公众号

3、茶饮：蜜雪、霸王茶姬业绩高增，关注“东方茶文化”输出

3.1、蜜雪集团：供应链规模+自产驱动利润率提升，全球化与品牌 IP 化并进

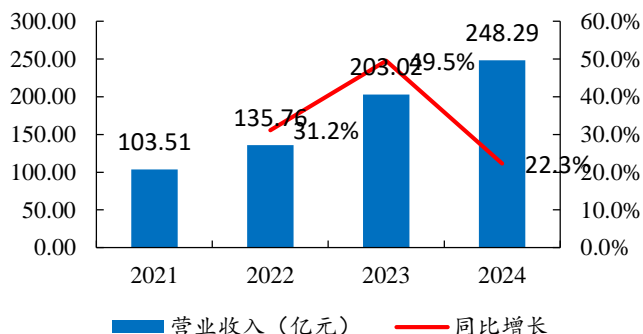
2024 年，蜜雪集团全年实现营业收入 248.3 亿元，同比增长 22.3%；实现净利润 44.5 亿元，同比增长 39.8%；毛利达到 80.6 亿元，同比增长 34.4%；毛利率为 32.5%。其中，收入的增长主要是因为商品和设备销售产生的收入增加。具体而言，2024 年蜜雪集团商品和设备销售的收入为 242.1 亿元，同比增长 21.7%；加盟和相关服务的收入为 6.2 亿元，同比增长 52.8%，占总收入比例为 2.5%。

布局全球门店网络加速扩张。截至 2024 年 12 月 31 日，蜜雪集团全球门店总数达到 46479 家，相比 2023 年同期增加了 8914 家，并在年内超越星巴克居于全球现制饮品门店规模第一。

蜜雪集团持续提升供应链能力。2024 年底，蜜雪集团与君乐宝达成战略合作关系，合资建设“雪王牧场”，主要是为了保障奶源供应的稳定性和质量，同时提升原材料的自给率。

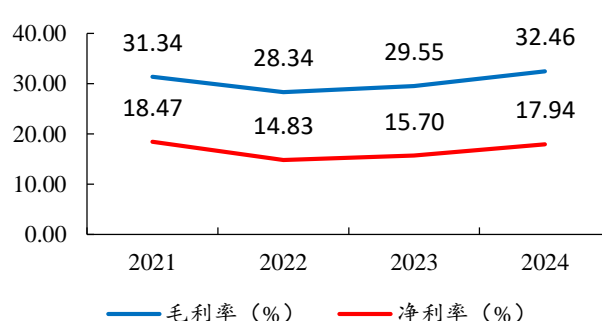
蜜雪集团围绕“雪王 IP”深化内容开发，进一步提升“雪王”IP 在消费者心中的认知度、好感度。继 2023 年推出动画《雪王驾到》后，2024 年 12 月，蜜雪集团又上线了《雪王之奇幻沙州》。

图4：2024 年蜜雪集团实现收入 248.29 亿元，同比增长 22.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2024 年蜜雪集团毛利率为 32.46%，净利率为 17.94%



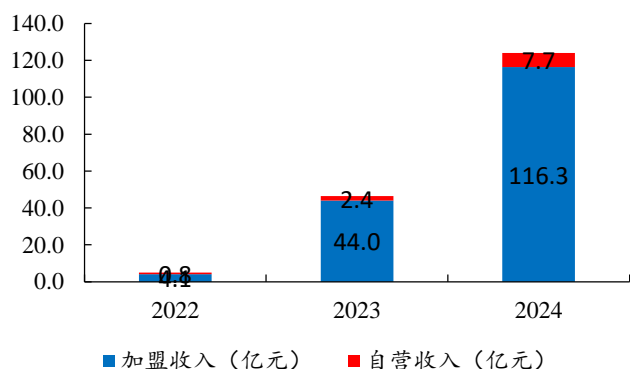
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、霸王茶姬：收入利润双高增，“东方茶文化”输出全球

霸王茶姬于 2025 年 3 月 26 日向美国 SEC 提交招股书，承销商包括花旗、摩根士丹利、德意志银行、中金公司等。霸王茶姬创立于中国云南，以“原叶鲜奶茶”为核心产品，主打健康茶饮理念，通过茶汤与优质牛乳的融合形成差异化竞争力。

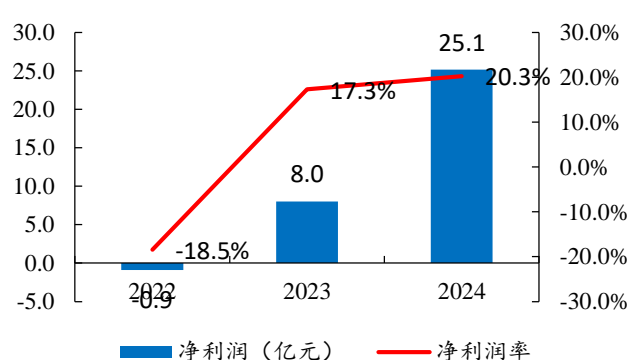
营收与利润的突破式增长。2022-2024 年，霸王茶姬营收从 4.9 亿元跃升至 124.1 亿元，年复合增长率达 402%；净利润从亏损 0.9 亿元逆转为盈利 25.1 亿元，净利率 20.3%，显著高于蜜雪冰城（17.9%）和古茗（17.0%）。这一增长源于门店扩张（截至 2024 年底门店数量为 6440 家，同比增长 83.4%）与单店效率提升（月均 GMV 51.2 万元，月均销售 2.5 万杯）的双重驱动。

图6：2024 年公司实现收入 124.05 亿元，同比增长 167.4%，其中加盟收入 116.3 亿元



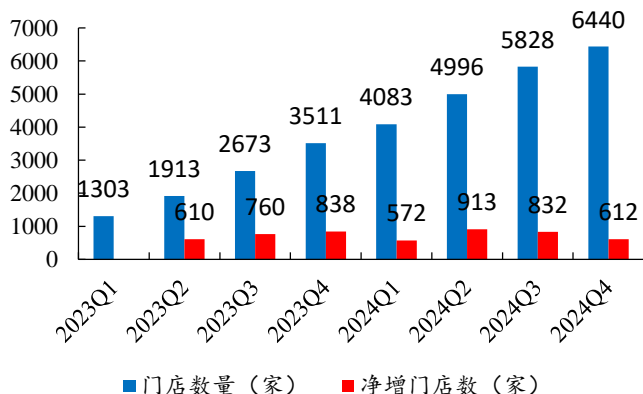
数据来源：茶姬招股书、开源证券研究所

图7：2024 年霸王茶姬净利润为 25.1 亿元，净利润率达到 20.3%



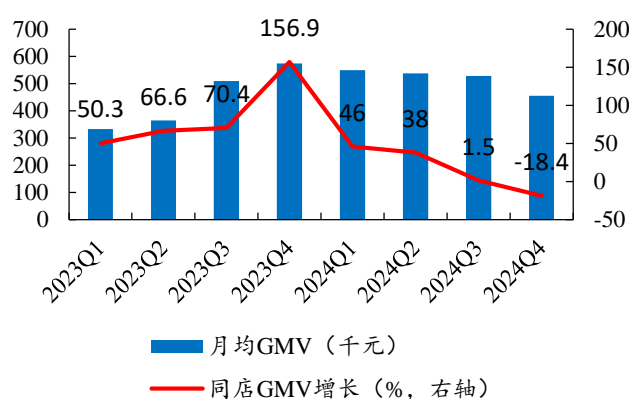
数据来源：茶姬招股书、开源证券研究所

图8：截至 2024 年底公司共有门店 6440 家，2024Q4 净增 612 家



数据来源：茶姬招股书、开源证券研究所

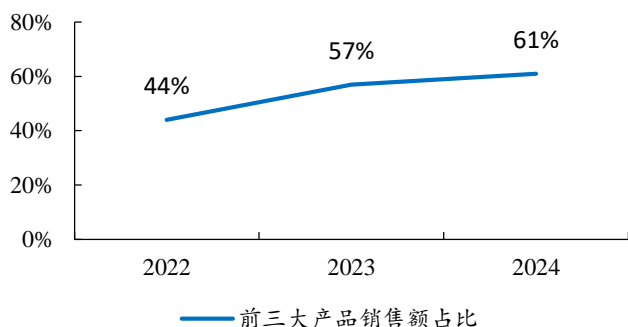
图9：2024Q4 公司平均单店月均 GMV 为 45.6 万元，同比减少 18.4%



数据来源：茶姬招股书、开源证券研究所

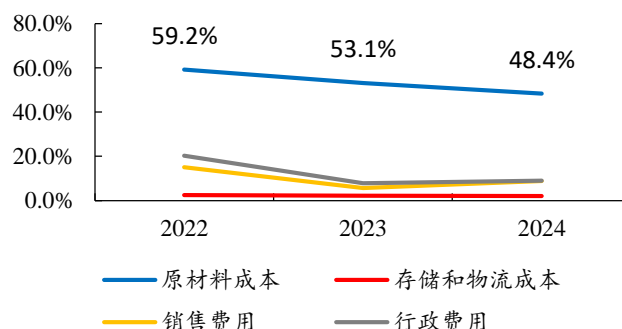
供应链效率与成本控制优异。通过“超级单品”策略（2024 年销售额前三的大单品占比 61%）和极简 SKU，2024 年其库存周转天数压缩至 5.3 天（蜜雪冰城为 48.4 天、古茗 2024 年前三季度为 51.8 天），物流成本占 GMV 不足 1%，远低于行业平均水平。标准化制茶流程（8 秒出杯）和自动化设备降低人力成本，支撑了高利润率。

图10：2024 年公司前三大产品销售额占比 61%



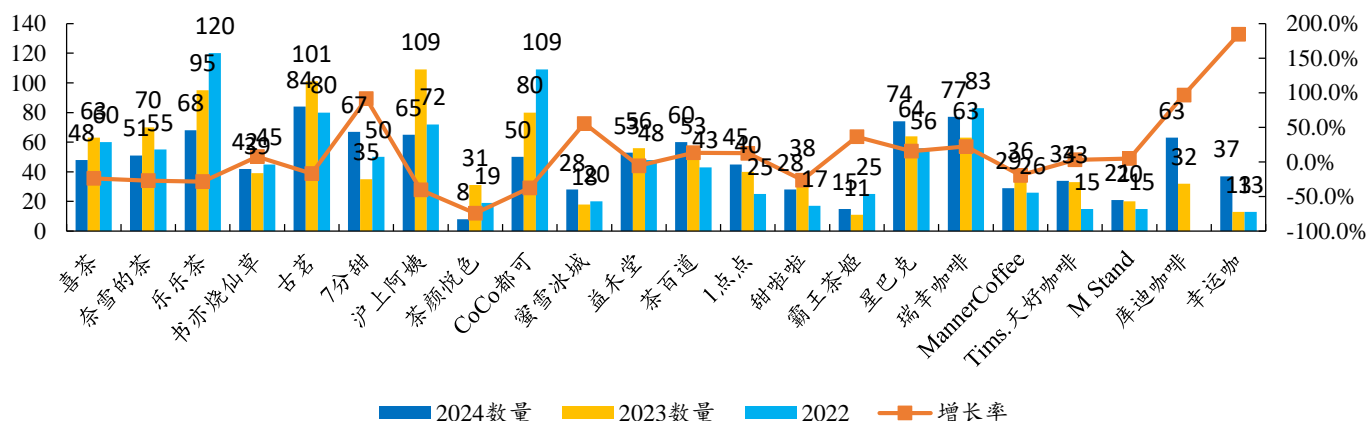
数据来源：茶姬招股书、开源证券研究所

图11：2024 年原材料成本降至 48.4%



数据来源：茶姬招股书、开源证券研究所

图12：2024 年霸王茶姬上新 15 款，上新数量远低于其他品牌



数据来源：咖门微信公众号、开源证券研究所

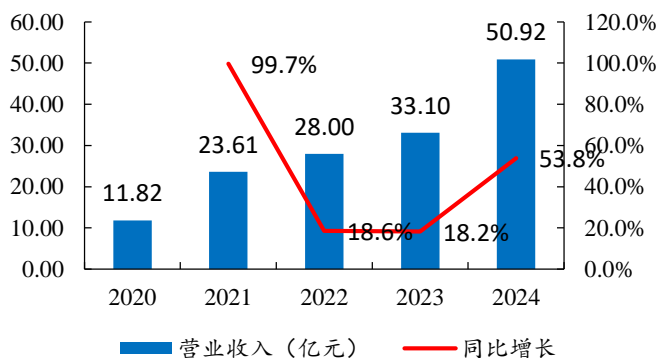
战略布局从本土深耕到全球扩张。2019年8月，霸王茶姬马来西亚首店开业，迈出了海外战略的第一步。此后加速布局，截至2024年底，在海外共有156家门店，覆盖地区包括马来西亚、新加坡、泰国。2025年，霸王茶姬计划在中国和全球范围内新开1000至1500家门店。近期将在美国洛杉矶落地北美市场的第一家门店，印尼首店也将于近期开业。

4、赤子城科技：“社交产品矩阵+AI技术引擎”双轮驱动，积极把握中东市场稀缺红利赛道

赤子城科技发布2024年业绩。得益于AI赋能业务发展，公司全年收入达50.9亿元，经调整EBITDA达9.6亿元，均实现大幅提升。业绩会披露了公司社交业务收入的分产品占比及分市场占比，显示公司营收结构进一步多元化，“灌木丛”增长战略显效。

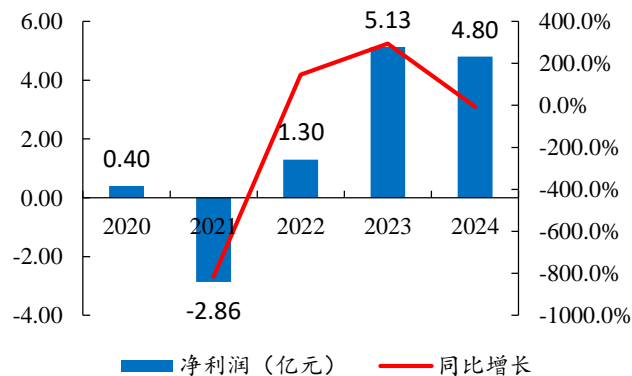
赤子城科技已打造出包括MICO、YoHo、TopTop、SUGO等在内的社交产品矩阵。2024年，SUGO收入同比增长超200%，平均月流水突破1000万美元；TopTop UGC社区生态进一步繁荣，全年收入同比增长超100%。基于后发产品的持续增长，公司核心业务收入结构相较2023年更加多元健康。中东北非作为赤子城科技的战略市场，在2024年继续释放商业潜能。2024年，公司核心社交产品在MENA市场收入同比增长超60%，增速远超2023年。

图13：2024年赤子城科技实现收入50.92亿元，同比增长53.8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2024年赤子城科技实现净利润4.8亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

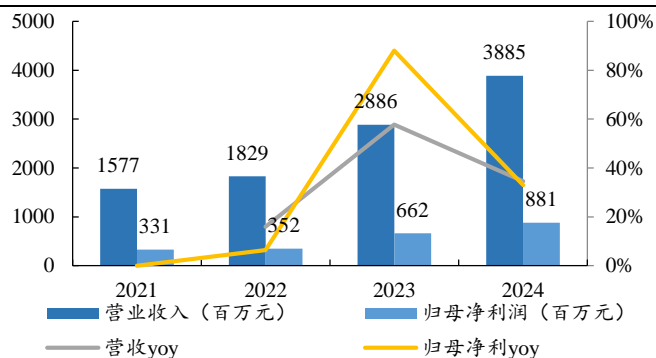
5、美丽：毛戈平和巨子公布2024年度业绩，关注中国功效护肤龙头企业和高端彩妆龙头企业

5.1、毛戈平：各项经营指标向上，品牌持续破圈

2024年：收入38.85亿元/yoy+34.6%；归母净利润8.81亿元/yoy+33%，经调整净利润9.24亿元/yoy+39.1%。**2024H2：**收入19.13亿元/yoy+28.6%。归母净利润3.89

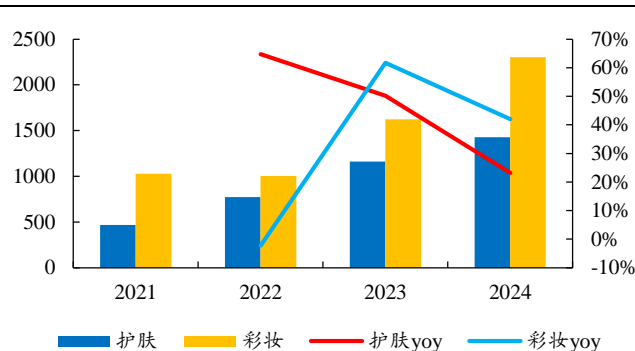
亿元/yoy+24.1%。

图15：2024年毛戈平收入利润稳步增长



数据来源：毛戈平公司公告、开源证券研究所

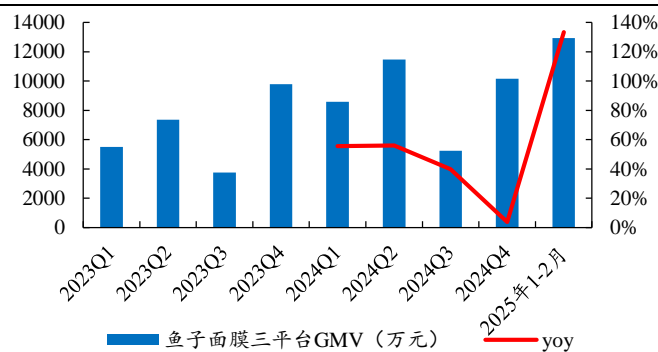
图16：2024年毛戈平彩妆业务增速高于护肤



数据来源：毛戈平公司公告、开源证券研究所

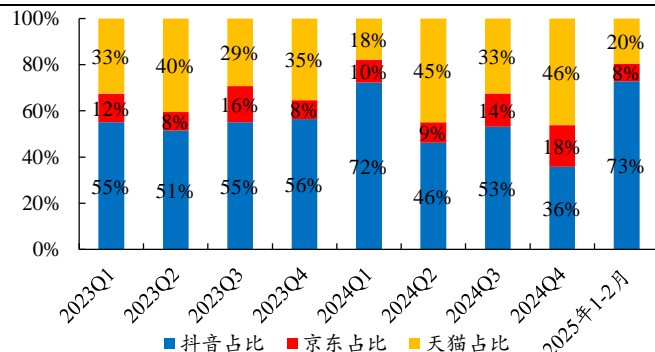
分品类：彩妆业务持续高增，2024H2 护肤业务增速放缓系公司抖音渠道未重点投入。2024年：彩妆 23.04 亿元/yoy+42%，占比 59.3%；护肤 14.29 亿元，yoy+23.2%，占比 36.8%；化妆艺术培训及相关销售收入 1.52 亿元，yoy+45.8%，占比 3.9%。**2024H2：**彩妆 12.19 亿元/yoy+40.6%，占比 63.7%；护肤 6.14 亿元/yoy+10.3%，占比 32%；化妆艺术培训及相关销售收入 0.80 亿元，yoy+23.76%，占比 4.2%。2024H2 护肤业务增速放缓系公司线下重点布局区域华东华南受炎热天气影响化妆需求；同时公司发现彩妆机会（国风美学），将线上重心放于彩妆，夯实彩妆品牌心智，2024 年彩妆大单品矩阵进一步成熟（无痕粉膏、鱼子/羽翼气垫等），并成功打造凝颜粉饼、腮红、水奶油粉底液等大单品验证公司彩妆业务的进一步突破。同时，据久谦数据，2025 年 1-2 月三平台鱼子酱面膜和黑霜 GMV1.3/0.5 亿元，yoy+133%/+33%，增速恢复。

图17：鱼子面膜 2025 年 1-2 月高增



数据来源：久谦中台、开源证券研究所

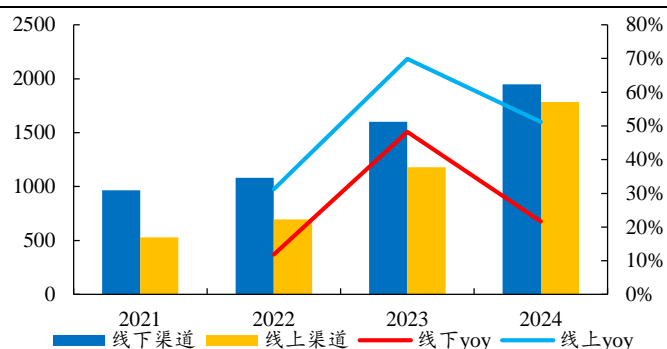
图18：抖音渠道为鱼子面膜主要放量渠道



数据来源：久谦中台、开源证券研究所

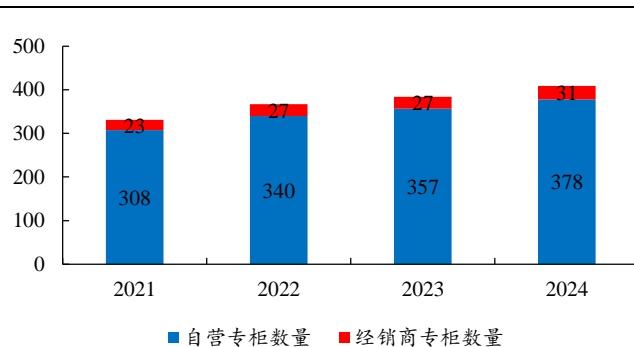
线下专柜布局加密&店效增长，全渠道会员数量增长&复购率提升。2024 年专柜数量新增 25 个，其中一线/新一线/二线/三线及以下分别新增 12/4/5/4 个。2024 年新入驻武汉 SKP/成都 SKP/杭州大厦等百货商场，2025 年新入驻北京 SKP 商场，会继续专注进高端商场。2024 年直营/经销专柜店均收入 465/282 万元/年，yoy+15%/+9%。2024 年线下复购率 34.9%，yoy+2.1pct，线上复购率 27.5%，yoy+5.5pct，整体复购率 30.9%，yoy+4.1pct。**会员数量增长：**2024 年注册会员数量 15.1 百万/yoy+46.6%。

图19：毛戈平线下线上渠道单店收入均增长（单位：万元）



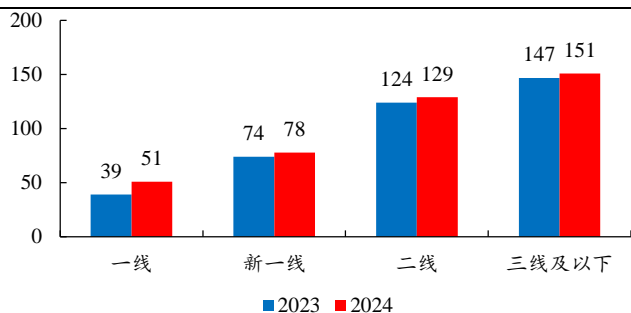
数据来源：毛戈平公司公告、开源证券研究所

图20：2024 年毛戈平线下专柜数量增长 25 个（单位：个）



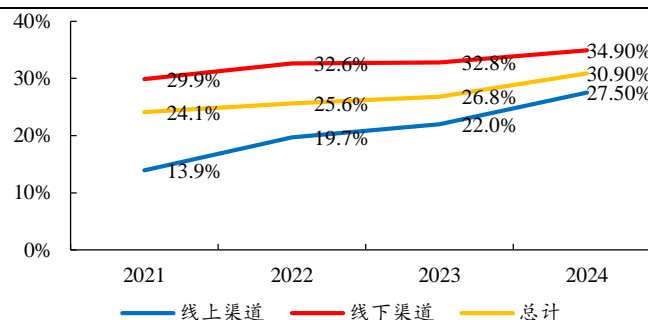
数据来源：毛戈平公司公告、开源证券研究所

图21：毛戈平 2024 年新增专柜中一线城市增加最多，达 12 个（单位：个）



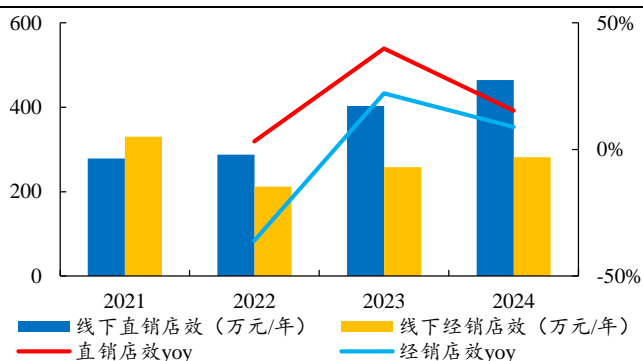
数据来源：毛戈平公司公告、开源证券研究所

图22：毛戈平线上/线下渠道复购率均上升



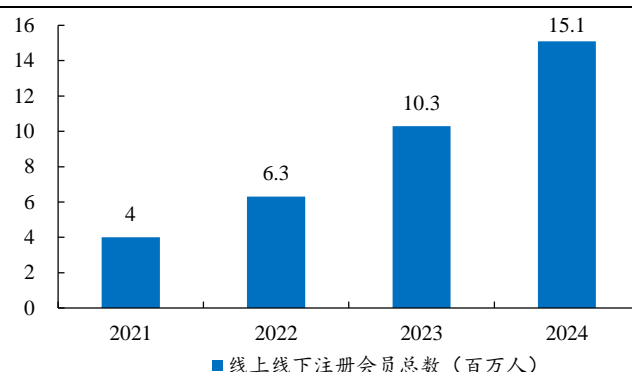
数据来源：毛戈平公司公告、开源证券研究所

图23：公司线下店效持续增长



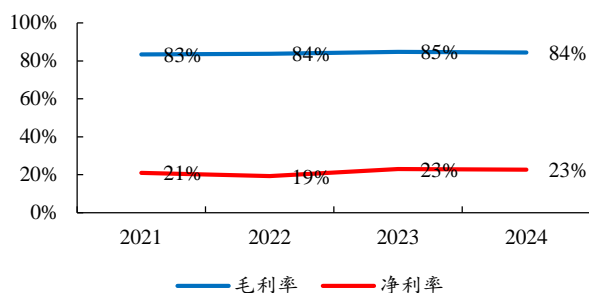
数据来源：毛戈平公司公告、开源证券研究所

图24：线上线下注册会员人数持续增长

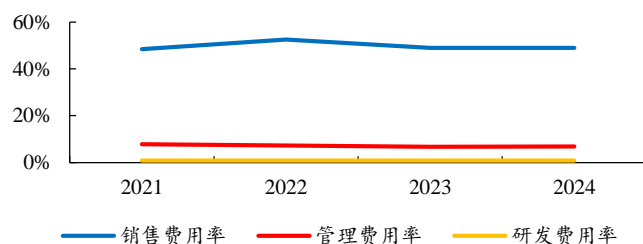


数据来源：毛戈平公司公告、开源证券研究所

盈利能力和费用率保持稳定。2024 年公司毛利率 84.37%/yoy-0.46pct，净利率 22.7%/yoy-0.3pct。**费用率：**2024 年销售费用率 49%/yoy+0.08pct，费用管控较好；管理费用率 6.9%/yoy+0.24pct；研发费用率 0.8%，持平。

图25：毛戈平盈利能力保持稳定


数据来源：毛戈平公司公告、开源证券研究所

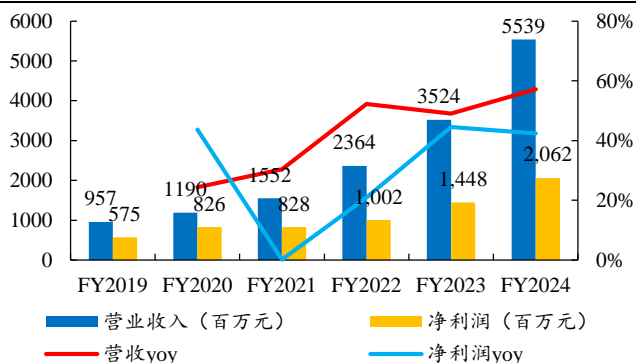
图26：毛戈平费用率保持稳定


数据来源：毛戈平公司公告、开源证券研究所

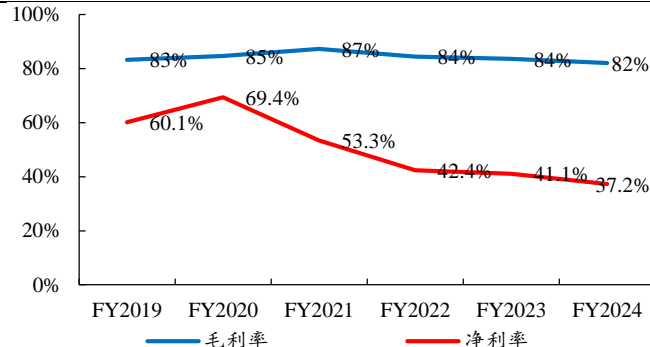
5.2、巨子生物：业绩稳步增长，增单品&扩品类&拓渠道稳步推进

营收利润双增，销售费用率有所增长。2024 年营收 55.4 亿元，yoy+57.2%；归母净利润 20.6 亿元，yoy+42.1%；经调净利润 21.5 亿/yoy+46.5%；2024H2 营收 29.98 亿/yoy+56.3%，净利润 10.81 亿/yoy+38.2%，经调净利润 11.25 亿/yoy+42.0%。

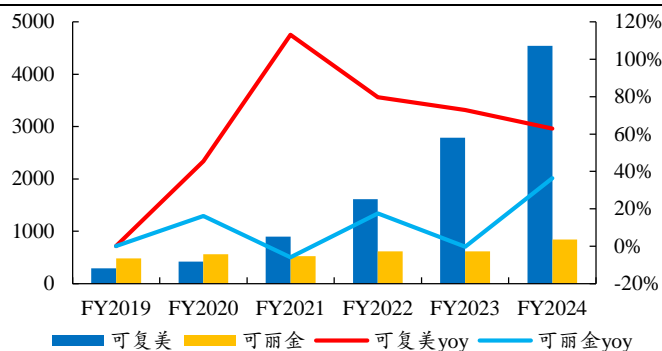
双品牌表现均优异，渠道端入驻更多线下渠道。2024 年可复美实现营收 45.4 亿元/yoy+62.9%，占比 82.0%，可丽金实现营收 8.4 亿/yoy+ 36.3%，占比 15.2%。胶原蛋白新客占比 6 成且复购率较高，械类新品表现良好，焦点面霜预计 2025 年将继续高增贡献更大体量收入。渠道端 2024 年直销渠道 41.3 亿元/yoy+70.8%，DTC 线上直销 35.9 亿/yoy+66.5%，电商平台直销 3.8 亿/yoy+112.5%。线下直销 1.7 亿/yoy+92%，经销 14.0 亿/+27.3%，公司已布局 1700 (+200) 家公立医院、3000 (+500) 家私立医院及诊所，650 家连锁药房以及 6000 家 CS&KA 门店，并已在西安，重庆，成都，三亚等重点城市购物中心开设约 18 家门店，并入驻三亚免税城和香港万宁。

图27：2024 财年巨子生物收入 55.39 亿元/yoy+57.2%


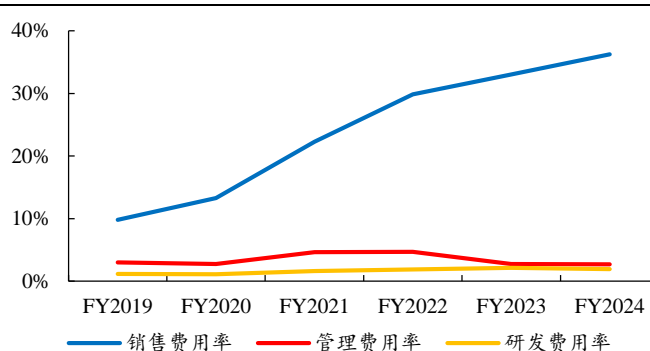
数据来源：巨子生物公司公告、开源证券研究所

图28：2024 财年巨子生物净利率 37.2%/yoy-3.9pct


数据来源：巨子生物公司公告、开源证券研究所

图29：可复美、可丽金品牌 2024 年均实现高增


数据来源：巨子生物公司公告、开源证券研究所

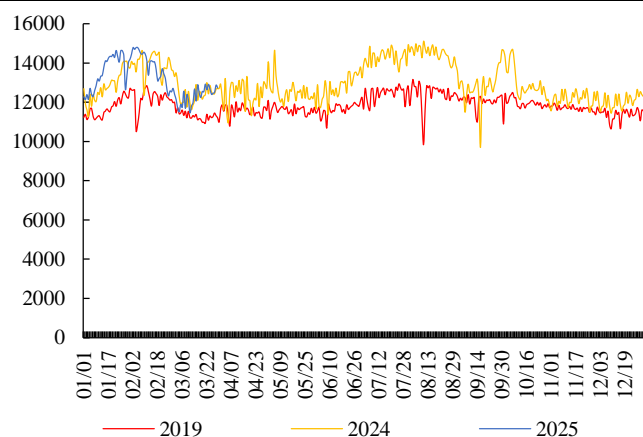
图30：2024 年公司销售费用率持续增长


数据来源：巨子生物公司公告、开源证券研究所

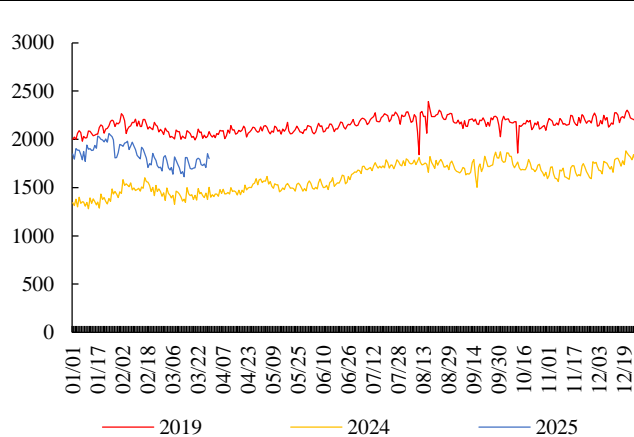
6、出行数据跟踪

6.1、航空：国内航班/国际航班环比攀升

根据航班管家，本周（3.23-3.29）全国日均客运执行航班量 14768 架次，较 2024 年同期+3%，环比+0.6%。其中，本周国内客运日均执行航班量 12654 架次，较 2024 年同期+1%，环比+0.4%，3 月国内航班同比下滑 1%；本周国际客运日均执行航班量 1766 次，环比+1.8%，恢复至 2019 年同期 86%，3 月国际航班恢复至 2019 年同期 85%。

图31：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

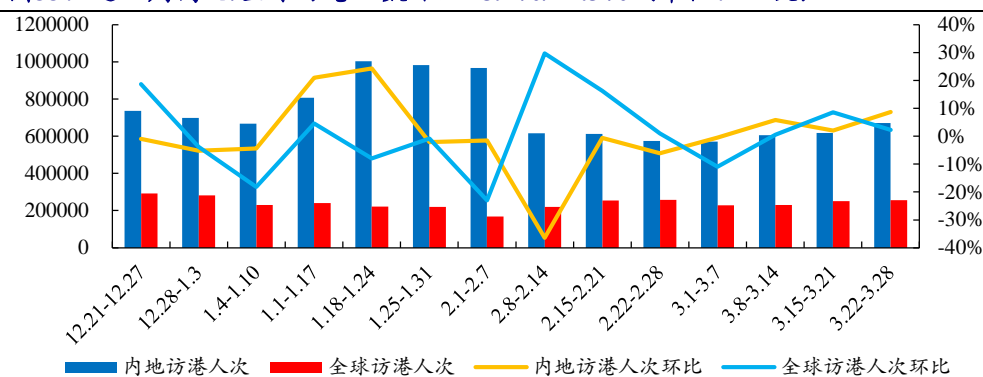
图32：本周国际客运日均执行航班量恢复至 2019 年同期 86%（单位：架次）


数据来源：航班管家、开源证券研究所

6.2、访港数据追踪：内地访港/全球访港环比攀升

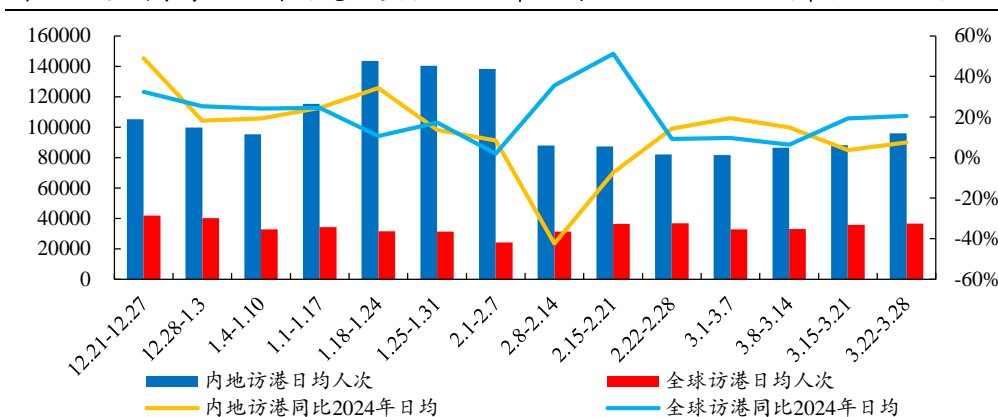
本周（3.22-3.28）内地访客总入境人次达 67.12 万人，环比+8.7%；全球访客总入境人次(除内地外)25.6 万人，环比+2.3%。内地访客日均人数较 2024 年日均+7.4%，全球访客日均人数(除内地外)较 2024 年日均+20.5%。内地访港整周单日峰值 14.51 万人次，全球访客整周单日峰值（除内地外）达 4.13 万人次。

图33：近一周内地/全球访港人数环比+8.7%/+2.3%（单位：人次）



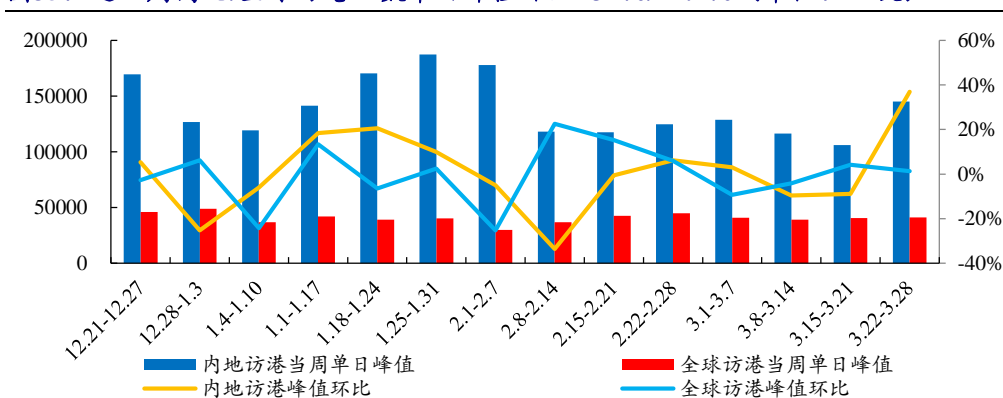
数据来源：中国香港特别行政区政府入境事务处、开源证券研究所

图34：近一周内地/全球访港人数较2024年日均+7.4%/+20.5%（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35：近一周内地/全球访港人数单日峰值环比+37%/+1.4%（单位：人次）



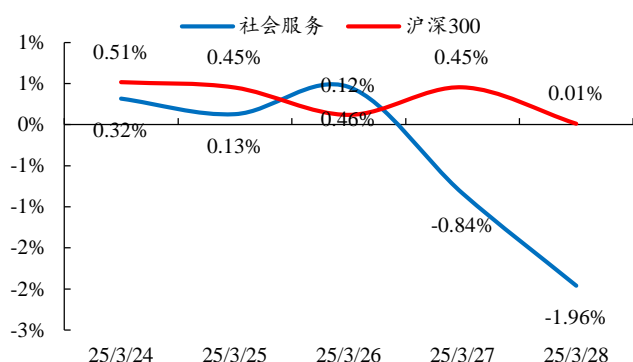
数据来源：中国香港特别行政区政府入境事务处、开源证券研究所

7、行业行情回顾：本周 A 股社服板块跑输大盘，港股消费者服务板块跑输大盘

7.1、A 股行业跟踪：本周社服板块波动下行

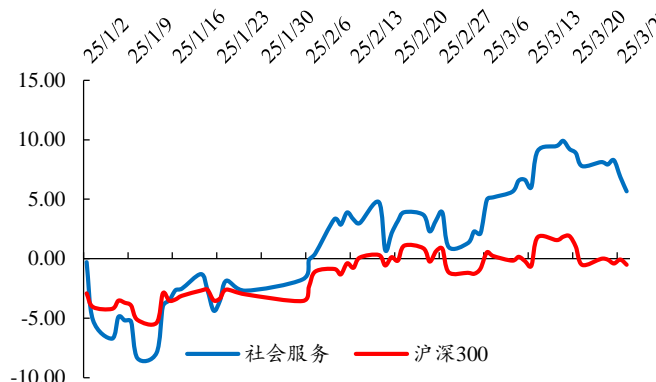
本周（3.24-3.28）社会服务指数-1.96%，跑输沪深 300 指数 1.97pct，在 31 个一级行业中排名第 20；2025 年初至今社会服务行业指数+5.66%，强于沪深 300 指数的 -0.50%，在 31 个一级行业中排名第 7。

图36：本周（3.24-3.28）社服板块跑输沪深 300（%）



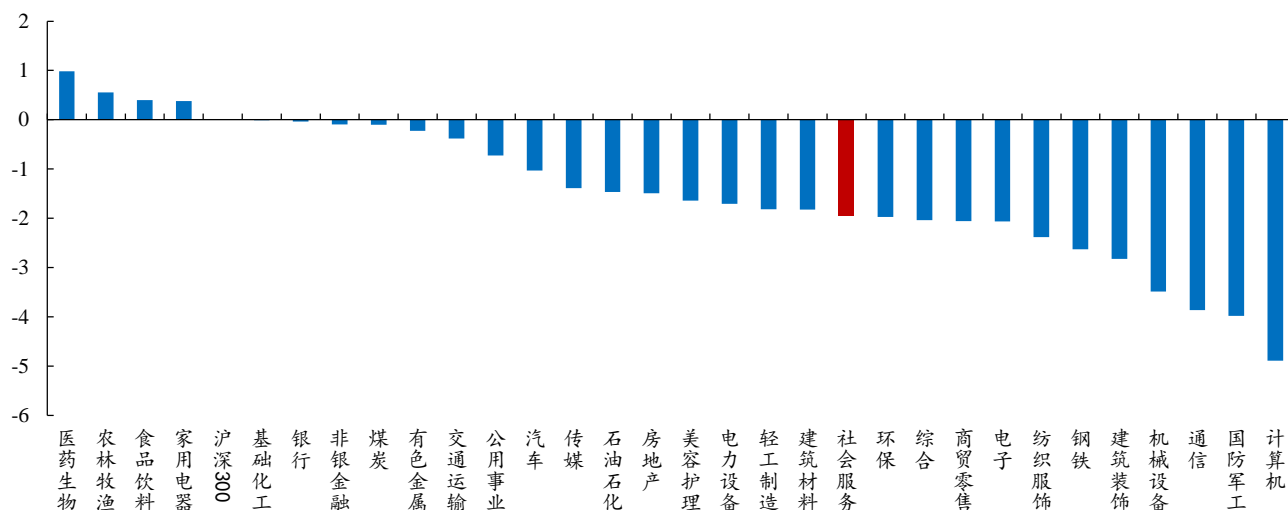
数据来源：Wind、开源证券研究所

图37：2025 年初至今社服板块走势强于沪深 300（%）

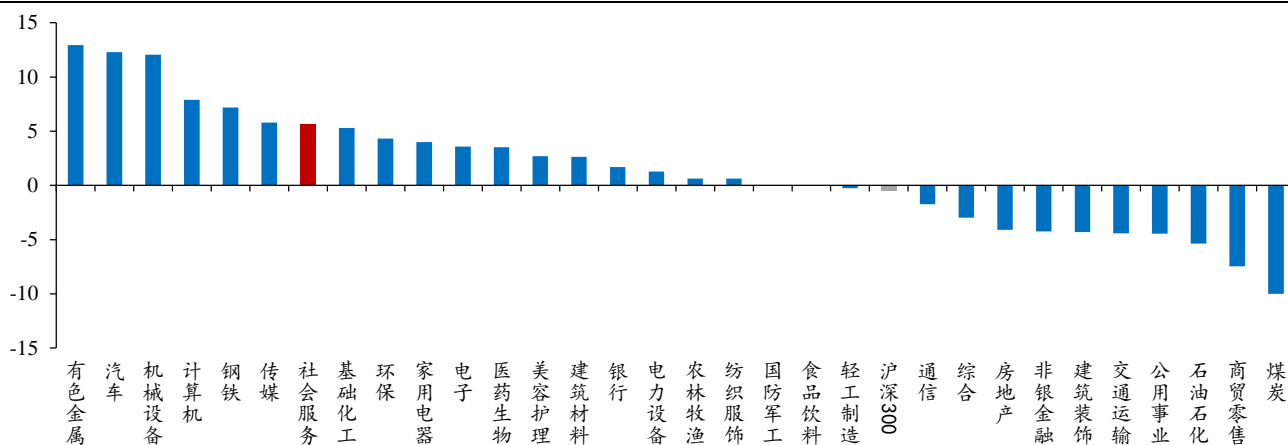


数据来源：Wind、开源证券研究所

图38：本周（3.24-3.28）社会服务板块在一级行业排名第 20（%）



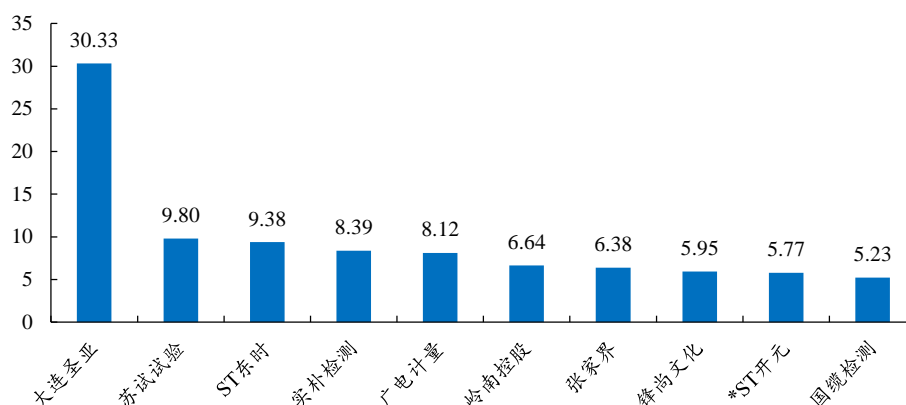
数据来源：Wind、开源证券研究所

图39：2025年初至今社会服务板块在一级行业排名第7（%）


数据来源：Wind、开源证券研究所

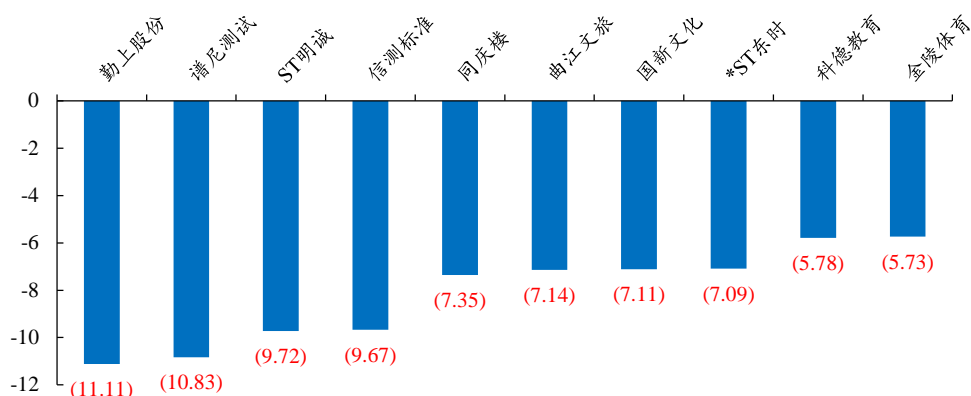
7.2、A股社服标的表现：本周（3.24-3.28）旅游、检测类上涨排名靠前

本周（3.24-3.28）A股涨幅前十名以旅游、检测类为主，涨幅前三名分别为大连圣亚、苏试试验、ST东时，涨幅后三名分别为勤上股份、谱尼测试、ST明诚。净流入额前三名分别为苏试试验、峨眉山A、张家界，净流入额后三名为中公教育、博瑞传播、谱尼测试。

图40：本周（3.24-3.28）连圣亚、苏试试验、ST东时领涨（%）


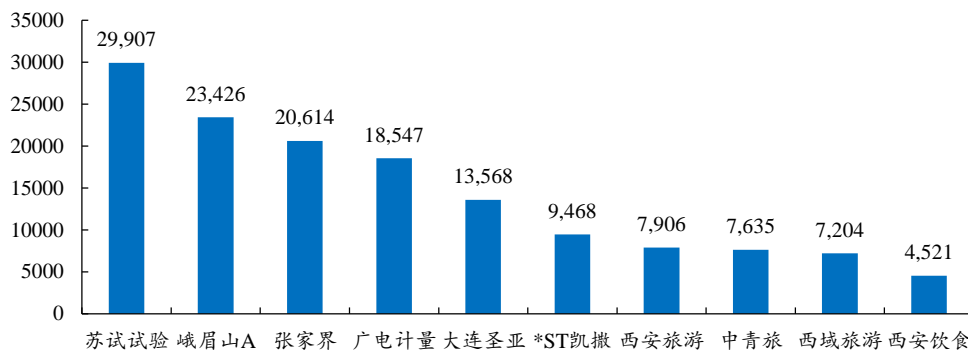
数据来源：Wind、开源证券研究所

图41：本周（3.24-3.28）勤上股份、谱尼测试、ST明诚涨幅排名后三位（%）



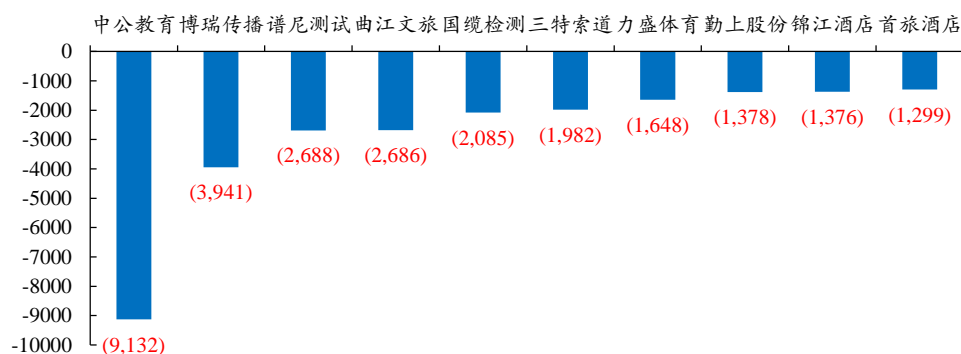
数据来源：Wind、开源证券研究所

图42：本周（3.24-3.28）苏轼试验、峨眉山A、张家界净流入额较大（万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图43：本周（3.24-3.28）中公教育、博瑞传播、谱尼测试净流出额较大（万元）

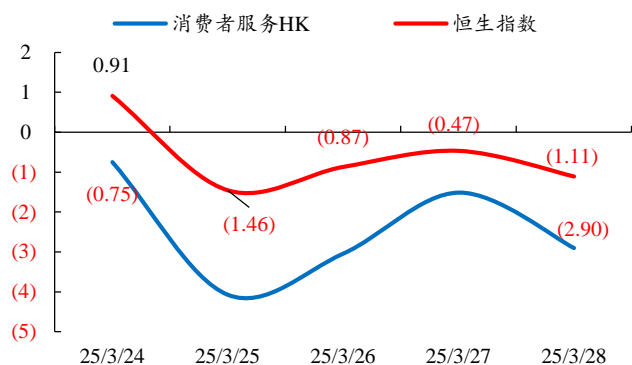


数据来源：Wind、开源证券研究所

7.3、港股行业跟踪：本周消费者服务板块波动下行

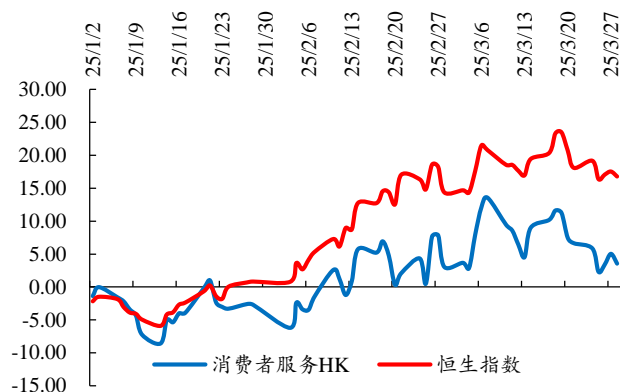
本周（3.24-3.28）港股消费者服务指数-2.90%，跑输恒生指数 1.79pct，在 30 个一级行业中排名第 25；2025 年初至今消费者服务行业指数+3.54%，弱于恒生指数的 +16.78%，在 30 个一级行业中排名第 19。

图44：本周（3.24-3.28）消费者服务板块跑输恒生指数（%）



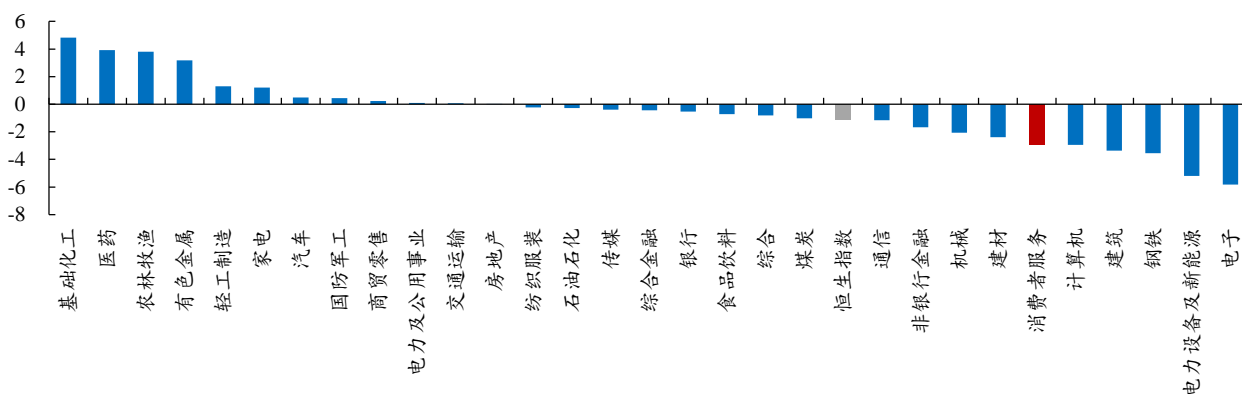
数据来源：Wind、开源证券研究所

图45：2025年初至今消费者服务板块走势弱于恒生指数（%）



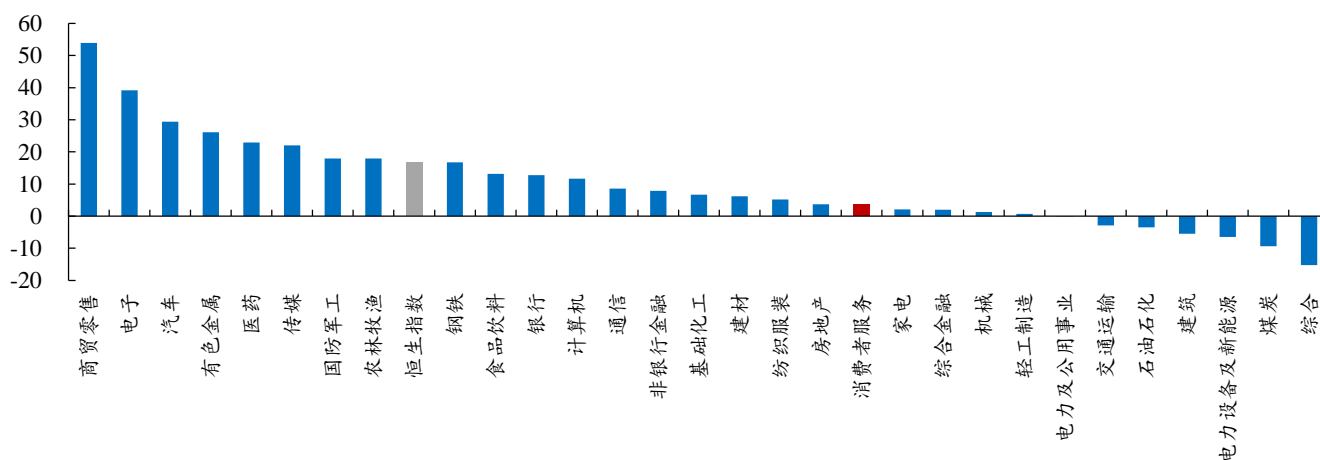
数据来源：Wind、开源证券研究所

图46：本周（3.24-3.28）港股消费者服务板块在一级行业排名第25（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图47：2025年初至今港股消费者服务板块在一级行业排名第19（%）

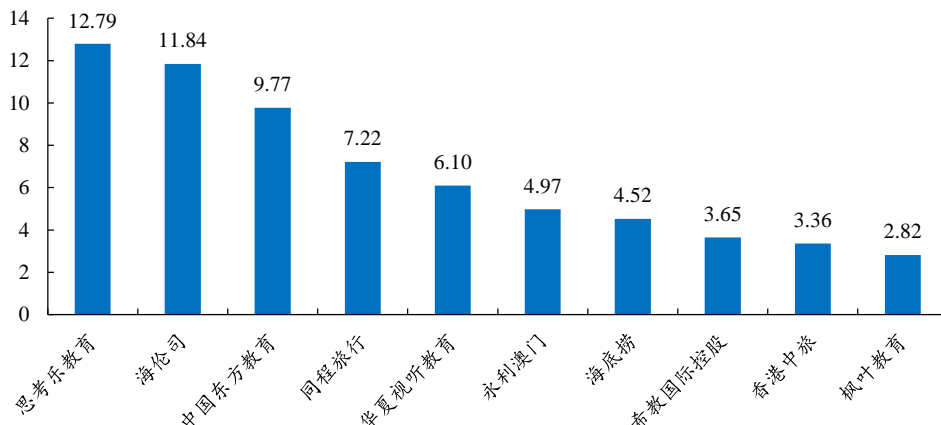


数据来源：Wind、开源证券研究所

7.4、港股消费者服务标的表现：本周（3.24-3.28）教育类上涨排名靠前

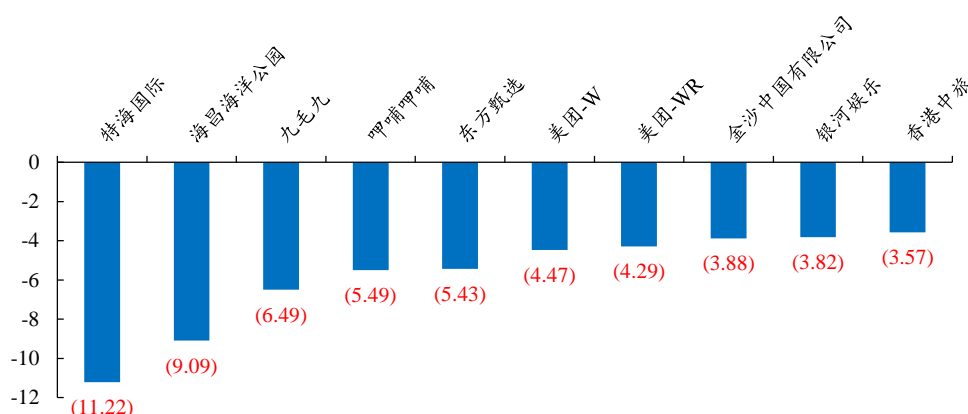
本周（3.24-3.28）港股教育类涨幅靠前，涨幅前三名分别为思考乐教育、海伦司、中国东方教育，跌幅前三名分别为特海国际、海昌海洋公园、九毛九。

图48：本周（3.24-3.28）思考乐教育、海伦司、中国东方教育领涨（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图49：本周（3.24-3.28）特海国际、海昌海洋公园、九毛九跌幅较大（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

表4：盈利预测与估值

代码	公司名称	2025/3/28		EPS		PE			评级
		收盘价	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
600223.SH	福瑞达	7.93	0.37	0.47	0.58	21.39	16.97	13.66	买入
300896.SZ	爱美客	180.26	7.60	9.84	12.10	23.72	18.33	14.90	买入
832982.BJ	锦波生物	296.20	6.15	8.43	10.07	48.15	35.15	29.42	买入
601888.SH	中国中免	61.61	2.64	2.93	3.38	23.30	21.03	18.20	未评级
0780.HK	同程旅行	20.50	0.87	1.12	1.36	23.56	18.32	13.91	未评级
603099.SH	长白山	34.21	0.65	0.84	0.95	52.35	40.96	36.06	买入
300795.SZ	米奥会展	20.51	1.01	1.35	1.69	20.31	15.19	12.14	买入
001308.SZ	康冠科技	22.86	1.53	1.92	2.26	14.98	11.89	10.12	买入
300856.SZ	科思股份	24.77	2.48	2.95	3.42	10.00	8.40	7.24	买入
603277.SH	银都股份	26.45	1.44	1.62	1.83	18.39	16.35	14.47	买入
688363.SH	华熙生物	49.60	1.77	2.24	2.82	28.09	22.17	17.62	买入

300740.SZ	水羊股份	11.94	0.88	1.06	1.28	13.56	11.30	9.31	买入
688366.SH	昊海生科	59.61	2.02	2.24	2.68	29.49	26.57	22.21	买入
300192.SZ	科德教育	16.45	0.49	0.58	0.68	33.72	28.15	24.11	买入
000526.SZ	学大教育	47.40	1.74	2.32	2.98	27.26	20.43	15.90	未评级
603081.SH	大丰实业	12.20	0.45	0.58	0.73	26.88	21.08	16.70	买入
605289.SH	罗曼股份	23.95	1.26	1.47	1.90	19.02	16.31	12.61	未评级
600916.SH	中国黄金	8.77	0.66	0.77	0.89	13.20	11.35	9.84	买入
300662.SZ	科锐国际	34.20	1.02	1.31	1.59	33.42	26.05	21.52	未评级
600861.SH	北京人力	20.34	1.51	1.69	1.87	13.51	12.05	10.86	未评级
600662.SH	外服控股	5.36	0.28	0.29	0.31	19.44	18.27	17.34	未评级
603059.SH	倍加洁	24.17	1.10	1.71	1.97	21.97	14.16	12.24	买入
9961.HK	携程集团-S	507.00	26.10	25.05	28.74	19.43	20.24	17.64	未评级
300492.SZ	华图山鼎	86.30	1.12	2.15	2.85	76.76	40.05	30.33	未评级
0839.HK	中教控股	2.48	0.16	0.75	0.82	15.38	3.29	3.02	未评级
1773.HK	天立国际 控股	3.91	0.28	0.36	0.47	14.21	10.89	8.24	未评级
002659.SZ	凯文教育	4.52	-0.02	0.04	0.08	-232.99	116.49	56.86	未评级
0382.HK	中汇集团	2.00	0.63	0.64	0.73	3.18	3.10	2.74	未评级
301011.SZ	华立科技	28.69	0.58	0.78	0.97	49.23	36.78	29.49	未评级
301110.SZ	青木科技	49.28	1.31	1.80	2.32	37.53	27.32	21.23	未评级
300859.SZ	西域旅游	38.96	0.76	0.94	1.12	50.96	41.65	34.71	未评级
9699.HK	顺丰同城	8.99	0.14	0.27	0.47	62.78	33.21	19.18	未评级
3690.HK	美团	160.10	5.85	8.13	10.25	27.37	19.70	15.62	买入
EDU.N	新东方	46.96	1.51	2.60	0.35	28.70	16.67	123.14	未评级
TAL.N	好未来	13.36	0.13	0.15	0.32	92.00	81.91	37.97	买入
1364.HK	古茗	17.36	0.71	0.74	0.92	22.56	21.52	17.49	未评级
2097.HK	蜜雪集团	432.00	12.32	13.65	15.55	32.36	29.21	25.63	未评级

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、爱美客、锦波生物、美团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28日港币兑人民币收盘价0.92273；美股上市公司收盘价和EPS计价货币为美元，2025年3月28日美元兑人民币收盘价7.1572。）

8、风险提示

项目落地不及预期，社会零售不及预期，行业竞争加剧等。

特别声明

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

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

分析师承诺

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

股票投资评级说明

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

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

分析、估值方法的局限性说明

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

法律声明

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

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

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

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

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

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

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn