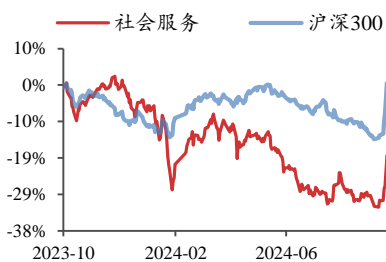


社会服务

2024年09月29日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《8月潮玩线上销售延续高景气，外卖平台多维度发力单量增长—行业周报》-2024.9.22

《国庆大城和小镇青年旅游双向奔赴，关注中国先进服务出海—行业周报》-2024.9.17

《本地生活赛道持续升温，二手电子产品开学季迎消费热潮—行业周报》-2024.9.8

政策“丘比特金箭”直击服务消费，关注高韧性+高弹性板块投资机会

——行业周报

初敏（分析师）

chumin@kysec.cn

证书编号：S0790522080008

李睿娴（联系人）

liruixian@kysec.cn

证书编号：S0790122120005

程婧雅（联系人）

chengjingya@kysec.cn

证书编号：S0790123070033

● **多项重磅政策出台从金融和财政两端入手，服务消费喜迎春风有望率先受益**
近期多项重磅政策密集出台，增量资金“进口”与“出口”端同时发力，以金融手段催生财富效应、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。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。服务消费行业增加值占整体GDP的8%，就业人数占整体的11%，显现民生属性。服务消费社零增速快于实物零售，政策刺激下具备高韧性+高弹性。

● **本地生活/旅游：平台经济供需共振“卖铲人”率先受益，期待国庆旅游数据**
本地生活：2024年8月中共中央文件提出“促进平台经济创新发展”，肯定其为新质生产力的重要代表。我们认为，服务类互联网平台作为承载现代服务业的超级航母，具备“卖铲人”的地位，近期政策在供给和需求端均对本地生活服务平台有直接促进作用，**受益标的：美团、OTA**；**旅游经济**具备持续增长潜力，中产群体财富效应有望支撑旅游消费长期升级，国庆假期旅游市场是验证经济韧性和消费力复苏的重要窗口期，同时关注港澳游热度提升趋势。**受益标的：携程集团、同程旅行。免税：关注财富效应对奢侈品市场回暖的边际催化。**

● **餐饮/酒店：消费力上行有望进入提价周期，关注强阿尔法的餐饮、酒店集团**
餐饮：历经12个月的负增长，2024年8月中国食品CPI同比增速首次转正，同比增长2.8%。同时，喜茶、杨国福等多个品牌宣布“反价格战”，餐饮行业或逐步进入提价周期。**百胜中国**凭借强管理强运营，已调整姿态适应多变的消费环境，提价周期经营弹性有望显现。**酒店**：酒店住店需求中，商旅需求约占比60%，休闲需求占比40%。国庆假期酒店预定高景气，客单降幅有望收窄，伴随财政注入实体、民营经济活跃，有望带动商旅酒店需求上行。建议关注自身公司治理优异、产品质量过硬、持续签约扩店的酒店集团，**受益标的：华住集团、亚朵。**

● **潮玩/教育/医美：板块均具备高成长性+强韧性，受益于消费潜力释放**
潮玩：2024年1-8月IP角色在全球通过串联内容、产品、线下场域、商户品牌、主站活动等撬动了IP衍生品类线上+线下多维度全域增长，同时国内品牌凭借特色IP和创新玩法持续收割市场份额，**受益标的：泡泡玛特**。**教育**：教育服务CPI增速快于整体，家长对于培养孩子方面支出意愿较强。财政端或将发行生育补贴刺激生育，消费力释放K12教培行业有望直接受益。**受益标的：学大教育、凯文教育、新东方、好未来、思考乐教育、卓越教育集团**。**医美**：消费信心及预期提升带动奢侈品关注度提升。我们认为财富效应亦有望带来医美终端消费强修复。医美上游布局胶原蛋白蓝海赛道，充分享受行业高增红利，自身具备强韧性+高成长性的龙头标的有望充分受益。**受益标的：锦波生物、巨子生物。**

● **风险提示**：政策落地不及预期，出行不及预期，行业竞争加剧等。

目 录

1、 服务消费：以股票市场为阿基米德支点，以服务消费为吸金石实现高质量经济增长	4
2、 本地生活：平台经济是新生活服务载体，供需共振“卖铲人”率先受益	8
3、 旅游：兼具成长与韧性，OTA 平台迈入收获期	9
4、 潮玩：精神快乐需求共振，IP 潮玩行业持续繁荣	15
5、 教育：生育补贴等或直接利好，付费意愿强 K12 教培有望率先受益	17
6、 医美：高成长性+强韧性，关注医美消费	18
6.1、 医美行业：消费信心及预期提升有望带来高端医美消费强修复	18
6.2、 受益标的：锦波生物、巨子生物	19
7、 餐饮：消费力回暖客单有望企稳，关注强阿尔法标的百胜中国	21
8、 酒店：旅游高弹性、商旅顺周期，关注优质酒店集团	23
9、 受益标的：盈利预测及估值	25
10、 风险提示	25

图表目录

图 1： 我国股市投资者有 2.2 亿，基金投资者超过 7 亿（单位：人次）	5
图 2： 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	5
图 3： 除疫情期间，服务业（第三产业）GDP 增速高于整体 GDP 增速	5
图 4： 发达国家美、日、德服务业增加值占 GDP 的比重远高于中国	6
图 5： 2023 年第三产业就业人数为 3.56 亿人，占总就业比重持续增加	6
图 6： 截至 2019 年，服务消费行业就业人口数量达到 8260 万人，占总就业人口的 11%（单位：万人）	6
图 7： 截至 2019 年，服务消费行业 GDP 达到 8.1 万亿，占总 GDP 的比重达到 8.2%（单位：亿元）	7
图 8： 2024 年 1-8 月商品零售、服务零售额、餐饮收入分别累计同比增长 3.0%/6.9%/6.6%（单位：%）	7
图 9： 2024 年 5 月国内消费者对未来 12 个月内教育、保健、旅行增加消费支出意愿相对突出	8
图 10： 2019 年中国人均 GDP 突破 1 万美元	8
图 11： 中国居民文化娱乐消费支出和意愿持续提升	8
图 12： 2024Q2 美团营收为 829 亿元，同比增长 19.3%	9
图 13： 2024Q2 美团净利润为 114 亿元，同比增长 142.1%	9
图 14： 2023 年国内旅游收入 GDP 贡献度 3.89%	10
图 15： 2024H1 民航旅客年龄段分布呈现“两头增加、中间下降”趋势	10
图 16： 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	10
图 17： 2024H1 及假期国内旅游客流维持稳健增长	11
图 18： 2024 年清明/中秋假期旅游人均消费超 2019 年同期	11
图 19： 2024 年头部 OTA 平台产业链地位边际提升、同业竞争边际趋缓、经营效率明显优化	12
图 20： 2024 年五一假期酒店分销渠道中直客占比下降 2.1pct	13
图 21： 2024H1 国内网民在线旅游应用使用率同比	13
图 22： 2024 年 7 月抖音酒旅商家佣金率由 4.5%调整至 8%	13
图 23： 2024Q1-Q2 携程/同程收入同比增长 13%/23%	14
图 24： 2024Q2 同程核心 OTA 业务综合变现率为 5.7%	14
图 25： 2024Q2 携程/同程利润端表现有所分化	14
图 26： 政策组合拳出台后 LV、chanel 百度搜索指数近日攀升	15
图 27： 2024 年以来潮玩动漫品类“天猫+抖音+京东”销售额维持较快增长	16
图 28： 2024 年 8 月泡泡玛特/卡游/布鲁可线上销售额同比增长 129%/714%/18%	16

图 29: 2024 年 1-8 月泡泡玛特/卡游/布鲁可线上销售额同比增长 64%/408%/42%	16
图 30: 2024 年 8 月教育服务 CPI 同比增长 1.7%，整体 CPI 同比增长 0.6%（单位：%）	17
图 31: 2024 年上半年医疗美容行业在营商家数有所回升	18
图 32: 5 月以来线下医美门店店效整体处于增长状态	18
图 33: 2024 年医美行业市场规模增速有望达到 10%	18
图 34: 2020 年中国医美渗透率相比发达国家仍有较大差距	18
图 35: 2023 年医美机构获客成本高/陷入低价竞争/客户生单难为主要挑战	19
图 36: 2024Q2 锦波生物营收 3.8 亿元/yoy+100.5%	20
图 37: 2024Q2 锦波生物归母净利润 2.1 亿元/yoy+213.4%	20
图 38: 薇旖美销量持续保持三位数增长	20
图 39: 锦波生物原料及功能性护肤品业务也呈现高速增长	20
图 40: 2024H1 巨子生物营收 25.6 亿元/yoy+56.4%	21
图 41: 2024H1 巨子生物净利润环比加速增长	21
图 42: 2024H1 可复美和可丽金收入均环比加速增长	21
图 43: 2024H1 巨子生物线上线下渠道均保持较快增速	21
图 44: 2024 年 8 月中国食品 CPI 为+2.8%，实现同比转正（单位：%）	22
图 45: 2024 年 8 月国内餐饮收入同比增长 3.3%（单位：亿元，%）	22
图 46: 截至 2024Q2，百胜中国共有 15423 家餐厅，同比增加 9.4%	22
图 47: 2024Q2 百胜中国营收为 191 亿元，同比增长 0.9%	22
图 48: 百胜中国毛利率、净利率维持稳定（单位：%）	23
图 49: 2024 年中秋节，平均单日 ADR 恢复到 2023 年的 73%，是 2019 年的 92%	23
图 50: 2024 年 8 月国内商务活动 PMI 为 50.3	24
图 51: 2024Q2 华住实现营收 61.5 亿元，同比增长 11.2%	24
图 52: 2024Q2 华住实现净利润（Non-GAAP）12.5 亿元，净利率 20.4%	24
图 53: 2024Q2 实现营收 17.8 亿元，同比增长 64.5%	24
图 54: 2024Q2 亚朵实现净利润 3.04 亿元，净利率 16.9%	24
表 1: 近期多项重磅政策密集出台，以金融手段增加居民可支配收入，同时促进服务消费潜力释放	4
表 2: 2024 年国庆假期出行旅游预订情况一览	11
表 3: 2024 年 8 月泡泡玛特线下店效同比增加 33%，明显好于其他品牌	16
表 4: 盈利预测及估值	25

1、服务消费：以股票市场为阿基米德支点，以服务消费为吸金石实现高质量经济增长

“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。

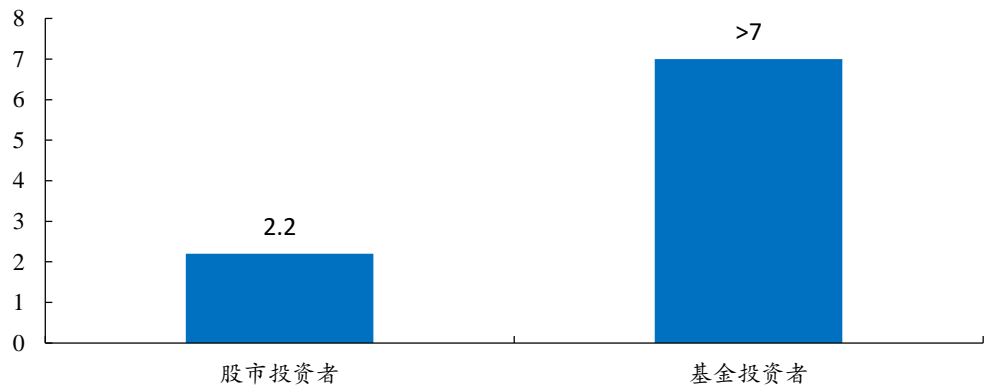
表1：近期多项重磅政策密集出台，以金融手段增加居民可支配收入，同时促进服务消费潜力释放

	日期	文件/主题	重点相关内容
央行	2024年9月24日	《金融支持经济高质量发展》，增加居民可支配收入	<ol style="list-style-type: none"> 房贷端，引导存量房贷利率降至新发放房贷利率附近，平均降幅0.5个百分点，惠及5000万家庭1.5亿人口，减少家庭利息支出平均每年约1500亿元； 股市端，首次创设专门针对股票市场的结构性货币政策工具，互换便利首期操作规模5000亿元，人民银行股市专项再贷款首期3000亿元，未来均可视情况扩大规模。
政治局会议	2024年9月26日	《分析研究当前经济形势和经济工作》 中共中央总书记习近平主持会议	<ol style="list-style-type: none"> 企业端，出台民营经济促进法，为非公有制经济发展营造良好环境； 收入端，促进中低收入群体增收； 就业端，重点做好应届高校毕业生、农民工、脱贫人口、零就业家庭等重点人群就业工作； 消费端，把促消费和惠民生结合起来，提升消费结构，要培育新型消费业态。
就业	2024年9月25日	《国务院关于实施就业优先战略促进高质量充分就业的意见》	<ol style="list-style-type: none"> 推动经济社会发展与就业促进协调联动，开辟康养就业新领域，发展银发经济，促进健康与养老、旅游、休闲、食品等产业深度融合，催生新的就业增长点； 着力解决结构性就业矛盾，加快发展现代职业教育，推进职普融通、产教融合、科教融汇； 完善重点群体就业支持体系，包括高校毕业生、自主创业灵活就业等； 提升劳动者就业权益保障水平，保障平等就业权利，促进劳动报酬合理增长。
服务消费	2024年8月20日	《国务院关于促进服务消费高质量发展的意见》	<p>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。</p> <ol style="list-style-type: none"> 挖掘基础型消费潜力：餐饮住宿消费、家政服务消费、养老托育消费。 激发改善型消费活力：文化娱乐消费、旅游消费、体育消费、教育和培训消费、居住服务消费。 培育壮大新兴消费：数字消费、绿色消费、健康消费。
服务消费	2024年9月26日	上海派发5亿元消费券	上海官方宣布，将向餐饮、住宿、电影及体育四大行业派发名为“乐·上海”的服务消费券，投入市级财政资金共计5亿元，餐饮业分配3.6亿元、住宿业9000万元、电影业3000万元、体育业2000万元。
央行	2024年9月	下调利率和存款准备金	中国央行发布公告，下调常备借贷便利利率20个基点，将隔夜、7天、1

日期	文件/主题	重点相关内容
27日		个月常备借贷便利利率（SLF）分别调整为 2.35%、2.50%、2.85%。自 2024 年 9 月 27 日起，下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为 6.6%。从 9 月 27 日起，公开市场 7 天期逆回购操作利率由此前的 1.70% 调整为 1.50%。

资料来源：新华社、国务院官网、中国人民银行公众号、开源证券研究所

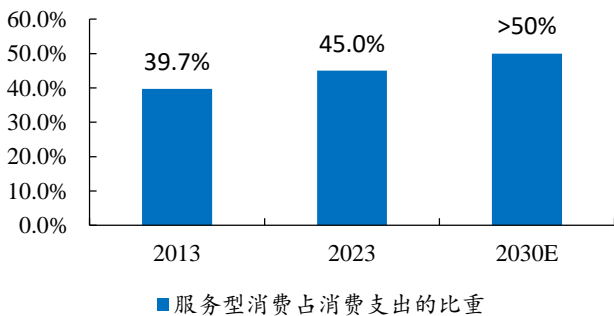
图1：我国股市投资者有 2.2 亿，基金投资者超过 7 亿（单位：人次）



数据来源：中国证监会、开源证券研究所

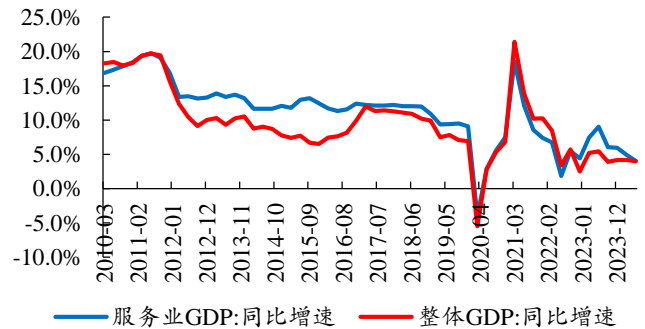
服务消费：对经济贡献弹性大，对政策更为敏感，方向性更强。2024H1 居民人均服务性消费支出占居民消费支出比重为 45.6%，同比上升 1.1 个百分点。中改院预计，到 2030 年服务型消费占消费支出的比重将提升到 50% 以上。2024H1 我国服务业增加值为 34.96 万亿元，同比增长 4.6%，服务业对国民经济增长的贡献率、服务业增加值占 GDP 的比重均在 50% 以上，吸纳就业的能力继续在增强。

图2：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

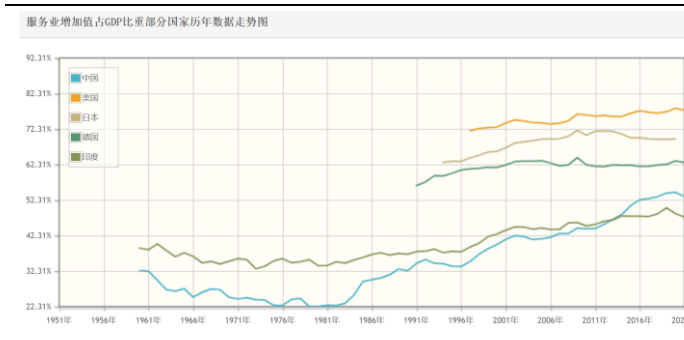
图3：除疫情期间，服务业（第三产业）GDP 增速高于整体 GDP 增速



数据来源：Wind、开源证券研究所

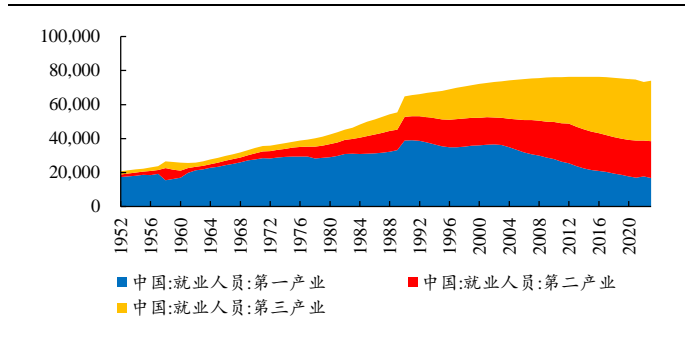
服务业对于增加 GDP、吸纳就业的重要性正不断增强。对比美、日、德等发达国家，中国服务业增加值占 GDP 的比重仍处于低位，2021 年美国服务业增加值占 GDP 的比重为 77.6%，而中国仅为 55.3%。2023 年服务业（包含生产性服务业和服务消费）就业人数达到 3.56 亿人，占我国总就业人数的比例由 2000 年的 28% 增长至 2023 年的 48%，是吸纳就业最多的产业。

图4：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

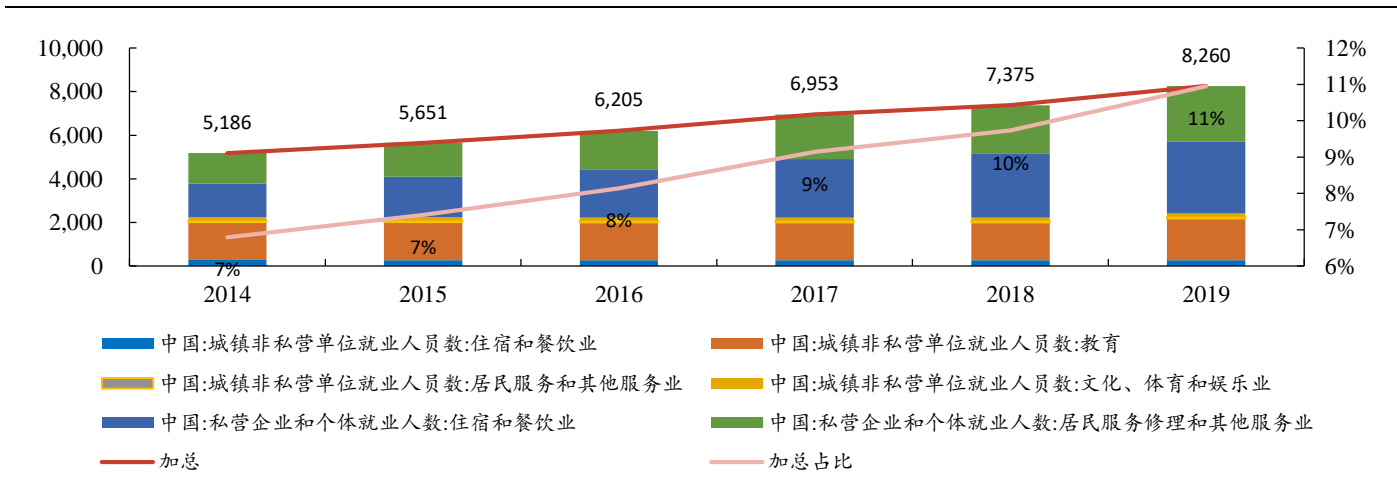
图5：2023 年第三产业就业人数为 3.56 亿人，占总就业比重持续增加



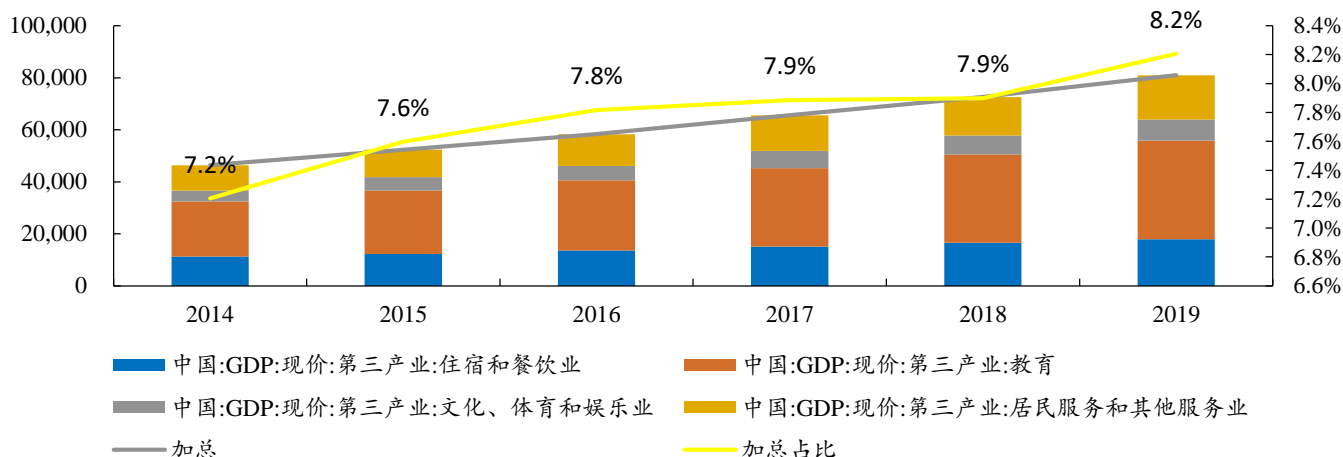
数据来源：Wind、开源证券研究所

服务消费业就业人数增速快于 GDP 增速，对于惠民生具有重要意义。截至 2019 年，服务消费行业就业人口数量达到 8260 万人，占总就业人口的比重由 2014 年的 7% 提升至 2019 年的 11%。截至 2019 年，服务消费行业 GDP 达到 8.1 万亿，占总 GDP 的比重达到 8.2%，2020-2021 年因受疫情影响，比重略有下降。2014-2019 年，服务消费行业的就业人数占比的增加快于 GDP，原因是城市化演进过程中，居民服务/住宿餐饮业不断吸纳低薪酬的农业就业人口，显示了服务消费业作为民生行业的属性。

图6：截至 2019 年，服务消费行业就业人口数量达到 8260 万人，占总就业人口的 11%（单位：万人）

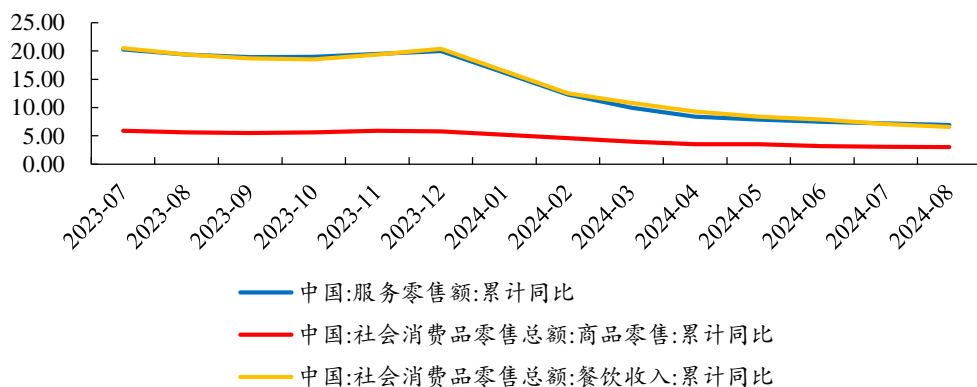


数据来源：Wind、开源证券研究所（私营企业和个体就业人数于 2019 年后不再公布）

图7：截至 2019 年，服务消费行业 GDP 达到 8.1 万亿，占总 GDP 的比重达到 8.2%（单位：亿元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

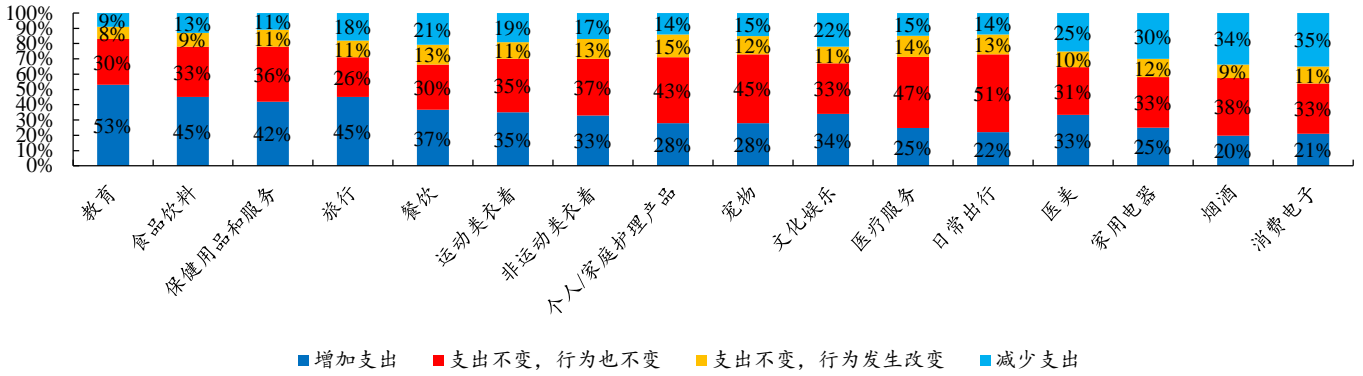
2024 年 1-8 月国内服务零售和餐饮收入同比增速大幅领先于商品零售增速。1-8 月份，服务零售额同比增长 6.9%，增速高于同期商品零售额 3.9 个百分点。暑期出游需求旺盛，带动旅行相关消费持续增长。有关部门数据显示，暑运期间，全国铁路旅客发送量 8.9 亿人次，民航旅客发送量 1.4 亿人次，均创历史同期新高。1-8 月份，餐饮收入同比增长 6.6%，交通出行服务类和旅游咨询租赁服务类零售额均增长较快。

图8：2024 年 1-8 月商品零售、服务零售额、餐饮收入分别累计同比增长 3.0%/6.9%/6.6%（单位：%）


数据来源：Wind、开源证券研究所

根据麦肯锡5月一项调研数据，未来12个月国内消费者对教育、保健、旅行增加消费支出意愿相对突出。

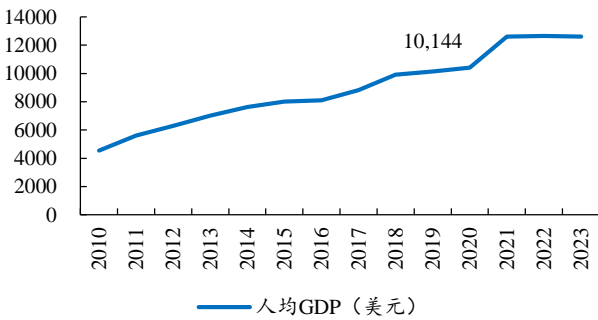
图9：2024年5月国内消费者对未来12个月内教育、保健、旅行增加消费支出意愿相对突出



数据来源：McKinsey、开源证券研究所

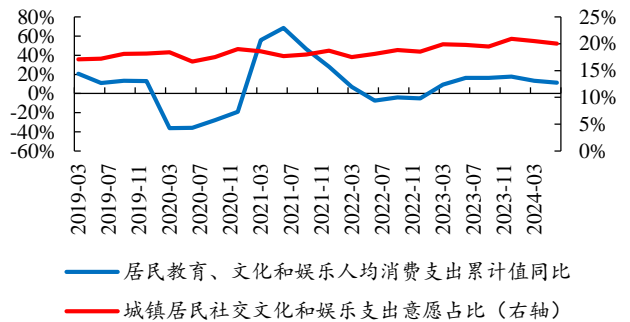
长期视角下，我们看好兼具体验及精神消费属性的服务零售成长性。参考欧美消费结构转型过程，人均收入增长驱动居民消费逐步向文娱领域迁移，特别是人均GDP迈入1万美元阈值后，大众对强社交属性、有情感共鸣、有文化价值和收藏价值的文化娱乐类可选产品和服务需求逐步由低频成为刚需，叠加城市的结构化升级红利正在逐步演绎，包括教育、旅游、体育、潮玩、演艺等各垂类服务消费业态持续融合下沉渗透。

图10：2019年中国人均GDP突破1万美元



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：中国居民文化娱乐消费支出和意愿持续提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、本地生活：平台经济是新生活服务载体，供需共振“卖铲人”率先受益

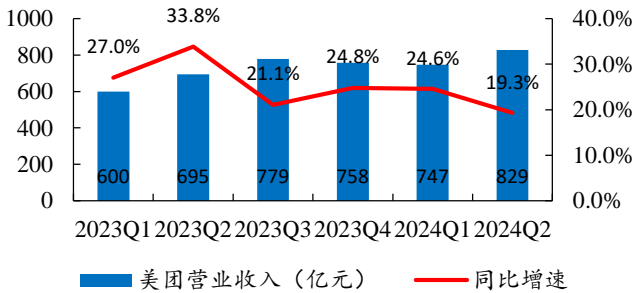
2024年8月中共中央文件提出“促进平台经济创新发展”，肯定其为新质生产力的重要代表。平台经济是以互联网为平台提供各类生产生活服务的经济活动总称。

平台经济是经济发展新动能新形态，是新质生产力的重要代表和载体，为扩大需求提供了新空间，为创新发展提供了新引擎，为就业创业提供了新渠道，为公共服务提供了新支撑。平台经济已吸纳超过2亿灵活就业人员。截至2023年6月底，市场价值超过10亿美元、超过100亿美元的平台企业分别有148家、26家，总市值规模达到1.93万亿美元。

我们认为，服务类互联网平台作为承载现代服务业的超级航母，具备“卖铲人”的地位，近期政策在供给和需求端均对本地生活服务平台有直接促进作用，受益标的：美团。

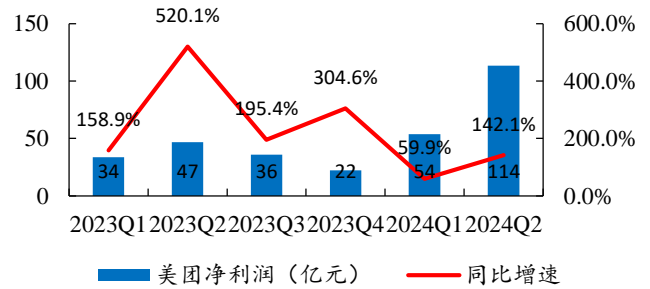
- (1) **供给端**：促进民营经济有助于服务业下游商家供给回暖。政治局会议指出，“要帮助企业渡过难关，出台民营经济促进法，为非公有制经济发展营造良好环境。”有利于服务业下游的中小商家经营、新开。
- (2) **需求端**：金融手段出台，一是通过降低首付和存量房贷利率降低居民负担，二是通过股市提高居民财富效应和消费信心，服务消费作为消费增长的重要贡献，本身较具备超额增速，容纳大量潮流性、趋势性、多样性的新兴服务消费形态。美团二季度休闲娱乐品类的交易金额及订单量同比增长超过60%，丽人和医美品类的交易金额同比增长超过50%。

图12：2024Q2 美团营收为 829 亿元，同比增长 19.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：2024Q2 美团净利润为 114 亿元，同比增长 142.1%

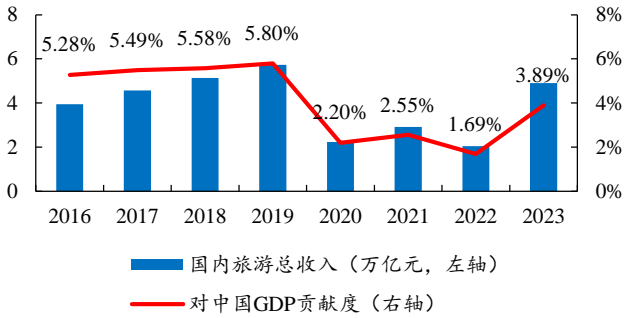


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、旅游：兼具成长与韧性，OTA 平台迈入收获期

长线来看，旅游经济具备持续增长潜力。国民旅游未来增长的底层逻辑：(1) 居民可支配收入增长，旅游消费在支出比重有望持续提升。同时结合日本经验，人均 GDP 超过 1 万美元后出境游开始提速，非一线居民出境游空间广阔。(2) 旅游业经济支撑战略地位提升，政策力度持续增强，2023 年国内旅游收入对 GDP 贡献率为 3.89%，预计有望恢复至常态化 6% 以上水平。中国入境旅游收入占 GDP 比值为 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%，提升空间较足。(3) 供给侧逐步完善，包括交运等基础设施提升以及多样化旅游产品的创新。

图14: 2023 年国内旅游收入 GDP 贡献度 3.89%



数据来源: 艾媒咨询、文旅部、开源证券研究所

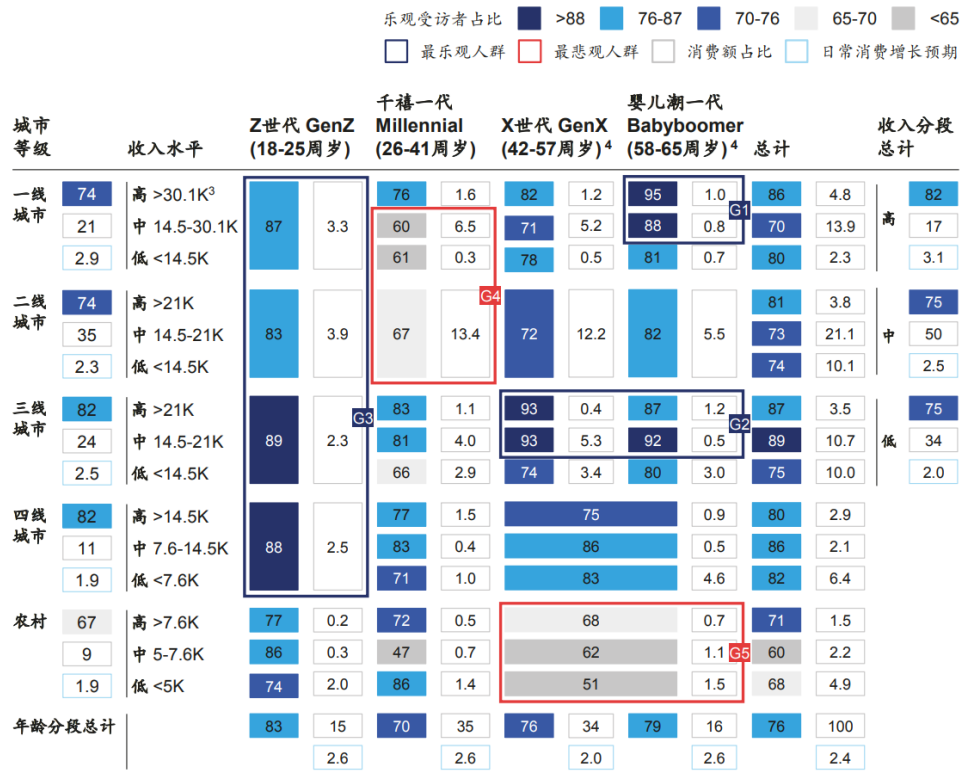
图15: 2024H1 民航旅客年龄段分布呈现“两头增加、中间下降”趋势



资料来源: 去哪儿航空

中线来看, 人口结构性红利仍在延续, 中产群体财富效应有望支撑旅游消费长期升级。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, Z世代和银发群体出行消费占比显著提升, 一方面来自代际更替的自然结构性红利, 另一方面其对消费预期明显相对乐观。对比来看, 前期资产贬值/形势多变等因素约束下, 千禧一代的城市新中产群体收入及消费预期相对谨慎。旅游作为具备升级属性的可选垂类消费, 或率先反映消费预期变化, 后续若新中产群体收入预期改善进度加快, 财富效应释放下其消费预期弹性相对较高, 有望进一步支撑相对低频高价的国内长线/出境游市场需求增长。

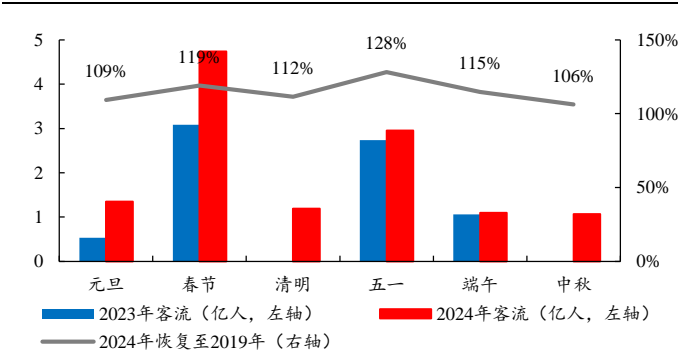
图16: 2024 年 5 月消费者调研显示中高线城市银发群体和 Z 世代消费信心相对乐观



资料来源: McKinsey

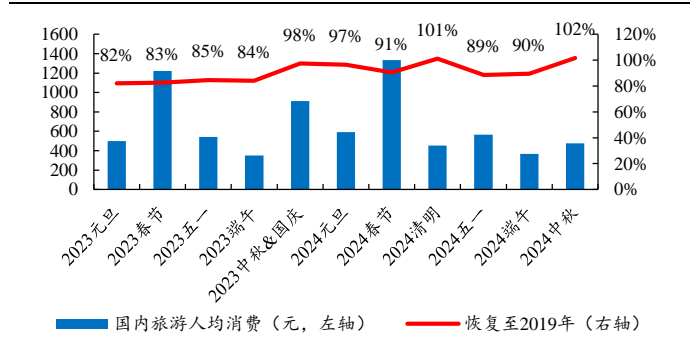
短线看，2024年国内旅游高基数下韧性凸显，客单尚有修复空间。2024年国内游迈入常态化增长阶段，消费力渐进复苏约束下，假期旅游经济总量屡创新高，高基数下客流增长动能依旧强劲，2024H1/元旦/春节/五一/端午出游人次分别同比+14.2%/+155.3%/+34.3%/+7.6%/+6.3%。2024H1及假期旅游人均消费虽有缺口，但在出游半径提升下同比仍有改善，特别是清明/中秋客单小幅超越2019年，短途出行为主流且机酒价格回归常态水平前提下，验证本地体验性消费内容的结构性增长。

图17：2024H1及假期国内旅游客流维持稳健增长



数据来源：文旅部、开源证券研究所

图18：2024年清明/中秋假期旅游人均消费超2019年同期



数据来源：文旅部、开源证券研究所

国庆假期出行景气度有望延续。结合各OTA平台预订情况，从出游量价看，随供给侧缺口修复，国庆假期国内/出境机酒价格均有明显降幅，其中国内机票降幅达20%，去哪儿平台出境机票、酒店均价分别降低15%、9%。机票酒店价格下降有望刺激长线出行需求，国庆假期出行人次或再创新高，航班管家预测假期民航日均旅客量同比增长8.3%。

从出游结构看，国内国际双循环格局确立，低线增速快于高线、出境增速快于境内，县域旅游潜力持续释放，三线以下城市贡献长线/出境客源增量。

目的地方面，香港预计内地日均旅客超16万人，同比增长约2成；澳门预计日均访问旅客逾10万人，建议关注港澳游热度提升趋势；海外方面，日本、泰国、韩国、马来西亚、越南等近程目的地排名前列。

表2：2024年国庆假期出行旅游预订情况一览

	国内游	跨境游
携程	<p>截至9月9日：1、价格上，国内机票和酒店价格双降，其中机票均价同比下降20%，浙江云和、安吉、福建武夷山、海南万宁等地酒店价格同比下降超40%；</p> <p>2、客源上，大城青年和小镇青年“身份互换”，一二线城市旅客来到县域休闲游和回乡省亲，带动乡村游订单增长超60%，县域游订单同比增长20%，县城大部分旅客来自一二线城市，异地旅客更是占比更高。</p> <p>3、目的地上，山西、天水、淄博、阿勒泰等网红城市保持热度均保持10%以上增长；</p> <p>4、亲子游占比30%，研学游订单同比上涨超四成。</p>	<p>截至9月9日：1、出境机票价格同比下降超20%，酒店价格也有一定回落，假期出境签证办理量同比增长超7成；</p> <p>2、假期入境游订单同比提升60%。</p>
去哪儿	<p>截至9月24日：1、国内机票平均支付价格同比下降近二成，</p>	<p>截至9月12日：1、去哪儿平台假期出境机票、酒店均价</p>

	国内游	跨境游
	<p>预计机票价格仍有下降空间，中高星酒店平均价格同比降低二成。</p> <p>2、异地外省游占比将超过六成，酒店两天以上连住场景占比超过一半</p>	<p>分别降低 15%、9%，订单增速高于价跌幅度，国际机票预订量较 2023 年翻倍；</p> <p>2、三线/二线/一线城市出境订单分别同比增长 250%/76%/45%。</p> <p>3、下沉市场出境游居民更年轻，33 岁以下群体占比 70%，较一线城市高出 22%。</p>
飞猪	<p>截至 9 月 26 日：1、游戏、动漫取景地打卡游搜索热度同比增长超 10 倍，预订量同比增长 25%；</p> <p>2、酒店均价同比下降约 4.5%，平均客单价仍超越约 6%；</p>	<p>1、出境机票及酒店的预订人次已大幅超越 2023 年同期；</p> <p>2、9 月 14-9 月 20 日平台上海外租车商品的预订量同比增长超 150%，邮轮商品的预订量同比大涨近 600%。</p>
同程	<p>截至 9 月 9 日：1、17 至 30 岁之间的年轻人占比有所上升，50 岁以上人群占比有所下降；</p>	<p>截至 9 月 9 日：1、长线出境游消费者中，三线及以下城市居民占比超过 40%，相关产品预订热度增长超 2 倍</p>

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

受益板块 1：OTA 平台增长主要受益于旅游大盘增长、旅游在线化渗透和产业链话语权提升，2024 年国内 OTA 行业经营生态显著优化，OTA 平台用户基本盘、供应链统筹能力、服务效率优势筑牢龙头护城河。2024 年各 OTA 平台订单增速持续跑赢行业大盘，ROI 导向下龙头经营效率整体有所分化。

图19：2024 年头部 OTA 平台产业链地位边际提升、同业竞争边际趋缓、经营效率明显优化



资料来源：开源证券研究所

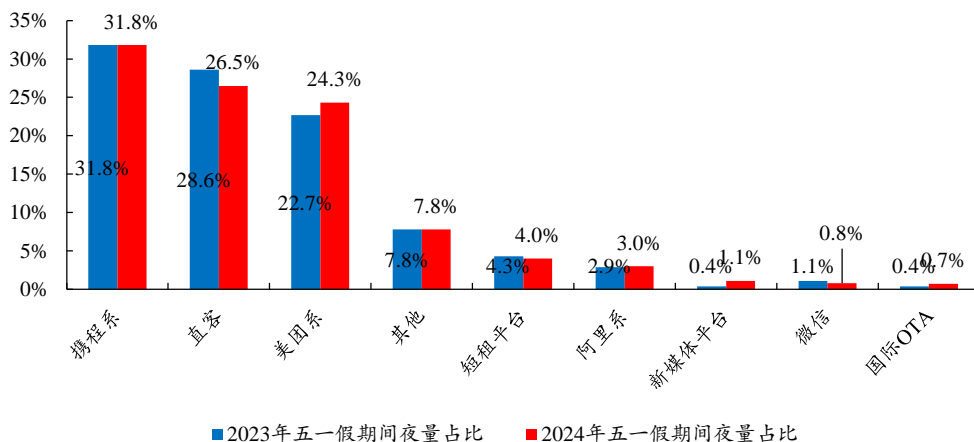
从行业规模看：(1) 政策支持+需求韧性下，旅游大盘稳步扩容。(2) 商旅复苏渐进，休闲旅游加速渗透，消费者线上化、个性化、自由行趋势强化，OTA 平台产品丰富度、履约和服务效率优势凸显，线上化渗透有望持续演绎。(3) 机酒供给缺口接近完全修复，竞争加剧后提价难度、保量意识提升，对 OTA 流量依赖性增强，叠加 OTA 加码目的地产品开发和营销建设，分销渠道地位和博弈议价能力有所提升。

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%，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重新获重视，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

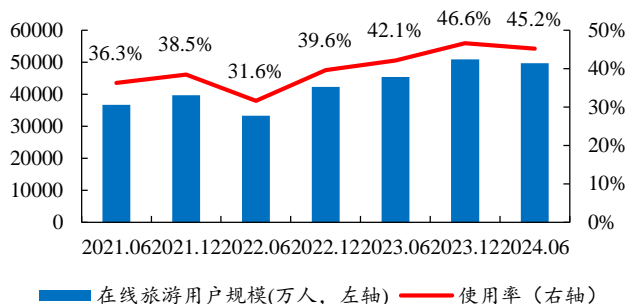
台加码出境及海外拓展寻求增量，向国际化 OTA 平台进发。

图20：2024年五一假期酒店分销渠道中直客占比下降2.1pct



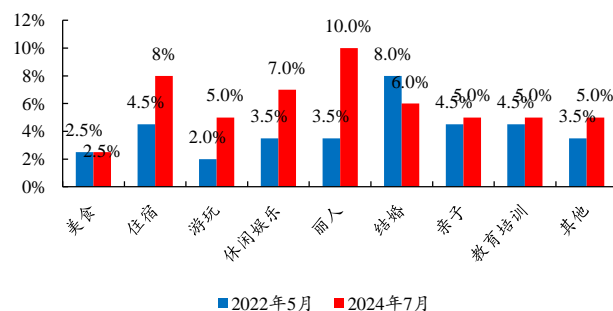
数据来源：旅智科技公众号、开源证券研究所

图21：2024H1国内网民在线旅游应用使用率同比



数据来源：CNNIV、开源证券研究所

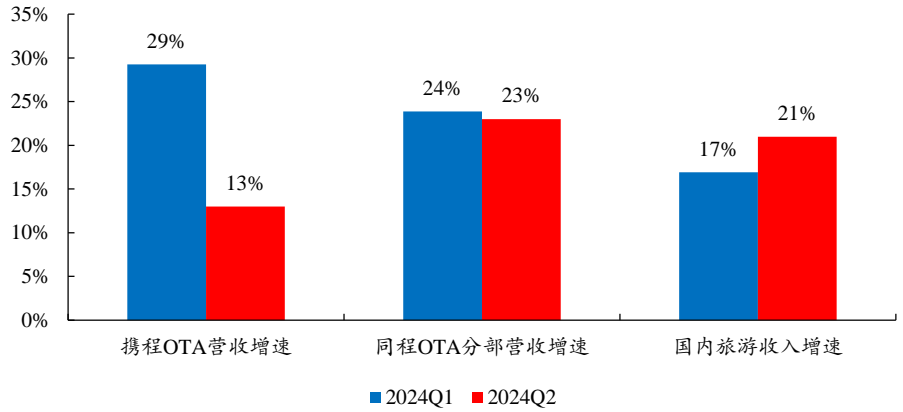
图22：2024年7月抖音酒旅商家佣金率由4.5%调整至8%



数据来源：中国旅游饭店协会公众号、开源证券研究所

OTA 平台业务增速好于大盘，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。

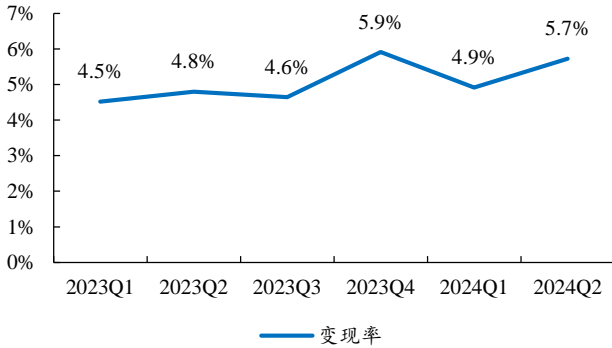
图23：2024Q1-Q2 携程/同程收入同比增长 13%/23%



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

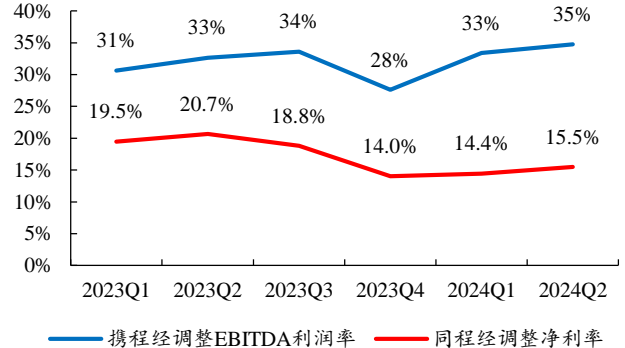
2024Q2 携程/同程盈利表现有所分化：受益于高毛利的国际板块增长及人效优化，2024Q2 携程经调整 EBITDA 利润率为 34.7%/yoy+2.1pct，创历史单季新高，且 2023 年后持续优于 2019 年同期；2024Q2 经调整净利率为 15.5%，同比-5.2pct，环比+1pct，主要系低盈利旅行社并表，且前期国际板机酒补贴力度较大，精细化控费下利润率环比有所提升。

图24：2024Q2 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25：2024Q2 携程/同程利润端表现有所分化



数据来源：携程旅行公司公告、同程旅行公司公告、开源证券研究所

受益板块 2：市内免税店政策落地，有利于进一步截流境外免税消费。9 月 29 日海关总署公布《中华人民共和国海关对市内免税商店监管办法》（下称《办法》），自 2024 年 10 月 1 日起施行，《办法》规定出境旅客在市内免税商店购买免税品不设购物限额，不允许在市内免税商店购买或预订后，寄存在口岸并于进境时提货，再次携带进境的，海关按照进境物品管理，照章征（免）税。

新市内免税店政策使得出境游客可以在国内提前完成消费，可提供更丰富的免税品类、SKU 等购物机会，有利于进一步截流境外免税消费，利好国内免税体运营商，但具体效果仍取决于市内免税店商品在价格、品类等多方面的吸引力，在提货要求、消费额度上仍有较多调整空间，同时仍需兼顾当前消费力渐进复苏进程。

关注财富效应下奢侈品市场关注度提升。根据百度搜索指数，股市接连上涨，9

月 27 日 chanel 百度搜索指数环比增长 77%，为近一个季度以来新高。消费信心及预期提升带动奢侈品的关注度提升。站在当前时点，我们认为奢侈品及免税消费是居民收入及消费预期变化的晴雨表之一，作为国内奢侈品消费的主力人群，中产家庭金融资产升值或有助于提振奢侈品相关消费，建议关注对国庆假期及 Q4 市内免税店销售的边际催化。

图26：政策组合拳出台后 LV、chanel 百度搜索指数近日攀升



资料来源：百度搜索指数

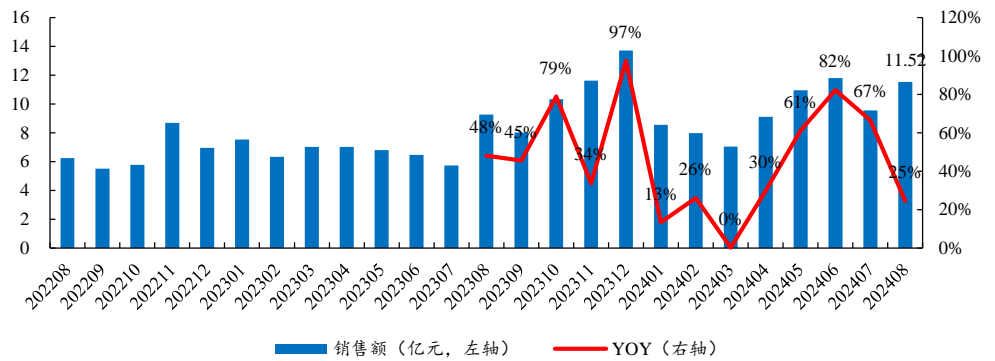
4、潮玩：精神快乐需求共振，IP 潮玩行业持续繁荣

以 Z 世代为代表的主力消费群体积极寻求各类替代性陪伴方式和减压体验来愈自我、获取情感价值，小额可选的精神类消费品市场增长奇点逐步来临。情绪价值为核心纽带，消费转型、优质客群支撑潮玩行业高景气。相较于传统玩具强调功能属性（可玩性/益智性），潮玩更多聚焦于精神属性（艺术性/情绪价值），一定程度上击中了核心客群 Z 世代表达自我、身份认同和情感投射的圈层需求。根据国际市场调查机构 Circana™发布的 2024 年 1-4 月美国市场玩具销售数据，18+消费群首次超过 3-5 岁儿童群体，成为美国玩具消费最大的群体，“松弛经济”在全球范围内迎来大繁荣，潮玩成年人市场或将加速崛起。

2024 年 IP 角色在全球通过串联内容、产品、线下场域、商户品牌、主站活动等撬动了 IP 衍生品品类线上+线下多维度全域增长，同时国内品牌凭借特色 IP 和创新玩法持续收割市场份额。

国内线上：全行业突破式增长，潮玩品类泡泡玛特稳居第一。2024 年 8 月潮玩动漫销售额达 11.52 亿元，同比增长 25%，高基数下延续高景气度；2024 年 1-8 月潮玩动漫累计销售额 76.49 亿元，同比增长 36%。

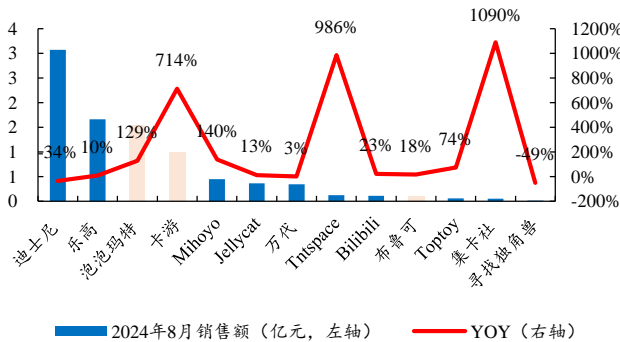
图27：2024年以来潮玩动漫品类“天猫+抖音+京东”销售额维持较快增长



数据来源：久谦中台、开源证券研究所

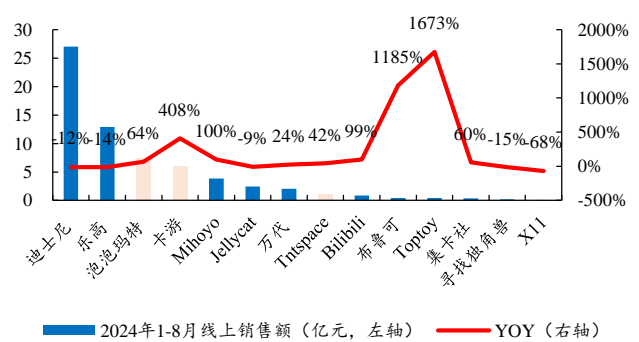
分品牌看，国内头部品牌线上表现持续好于国外巨头。2024年8月国内头部品牌泡泡玛特/卡游/布鲁可/TNTSPACE/布鲁可/TOPTOY/集卡社线上销售额同比增长129%/714%/986%/18%/74%/1090%，1-8月累计销售额同比增长64%/408%/42%/1185%/1673%/60%；对比看，海外玩具巨头迪士尼/乐高/Jellycat/万代线上销售额分别同比-34%/10%/13%/3%，1-8月累计销售额同比-12%/-14%/-9%/+24%，受国内品牌分流及自身高价格段产品销售遇冷影响，除万代维持正增长外表现相对逊色。

图28：2024年8月泡泡玛特/卡游/布鲁可线上销售额同比增长129%/714%/18%



数据来源：久谦中台、开源证券研究所

图29：2024年1-8月泡泡玛特/卡游/布鲁可线上销售额同比增长64%/408%/42%



数据来源：久谦中台、开源证券研究所

国内线下：8月多品牌线下店效有所分化，泡泡玛特店效表现亮眼。久谦样本数据显示，2024年8月乐高/泡泡玛特/卡游/Toptoy/X11的单月平均店效分别为48/67/23/44/54万元，同比分别+8%/+33%/-1%/-27%/+6%。

表3：2024年8月泡泡玛特线下店效同比增加33%，明显好于其他品牌

品牌	2024年在营门店平均店效 (万元)								8月同比
	M1	M2	M3	M4	M5	M6	M7	M8	
乐高	49	55	37	33	43	45	44	48	8%
泡泡玛特	54	62	50	48	58	60	62	67	33%
酷乐潮玩	32	41	28	28	33	37	37	34	6%
卡游	10	15	11	17	25	28	25	23	-1%
Toptoy	51	59	42	35	39	46	43	44	-27%
X11	42	67	45	35	53	54	55	54	6%
3d-jp	12	13	10	9	10	9	10	10	-11%

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

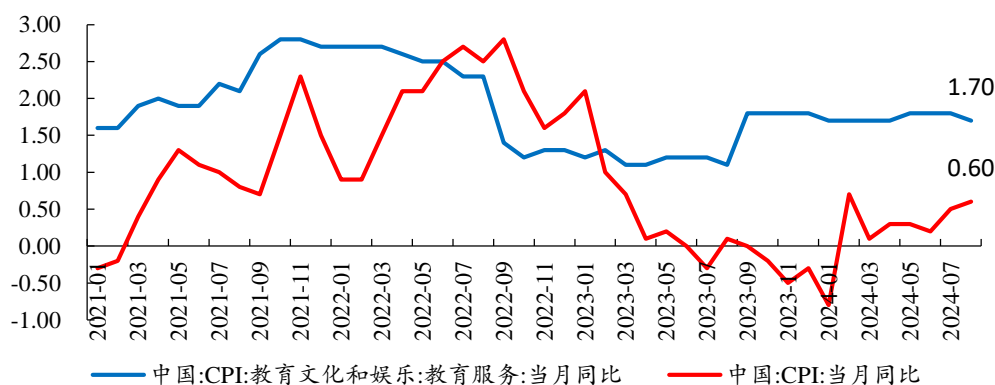
潮玩社	24	33	26	34	36	39	39	41	-37%
IP 小站	1	1	2	1	1	1	2	1	53%
万代	7	12	6	10	19	15	7	10	21%
潮玩平均店效	32	38	27	26	31	33	32	33	7%

数据来源：久谦中台、开源证券研究所

5、教育：生育补贴等或直接利好，付费意愿强 K12 教培有望率先受益

教育服务 CPI 增速快于整体增速，家长对于培养孩子方面支出意愿较强。疫情以来教育服务 CPI 保持稳定增长，2023 年 3 月以后，教育服务 CPI 增速持续快于整体 CPI 增速，未受到消费降级影响，显示出教育支出偏刚性，家长为孩子教育付费的意愿未减弱。2024 年 8 月教育服务 CPI 同比增长 1.7%，整体 CPI 同比增长 0.6%，增速快出 1.1 个百分点。

图30：2024年8月教育服务CPI同比增长1.7%，整体CPI同比增长0.6%(单位:%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

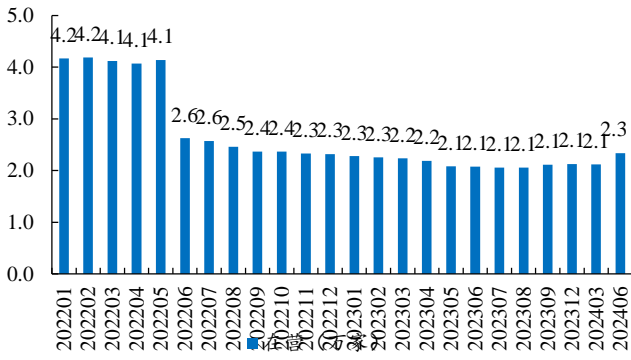
财政端或将发行生育补贴减缓居民育儿负担、刺激生育，消费力释放 K12 教培行业有望直接受益。财政发行特别国债，或有望针对二孩等进行专项补贴，直接利好教育相关消费支出。“双减”已取得阶段性显著成功，国家对于教培行业态度转向，强调合规有序发展，同时教培行业对于高校应届毕业生有较强吸纳作用，建议重点关注 K12 教培行业。受益标的：学大教育、凯文教育、新东方、好未来、思考乐教育、卓越教育集团。

6、医美：高成长性+强韧性，关注医美消费

6.1、医美行业：消费信心及预期提升有望带来高端医美消费强修复

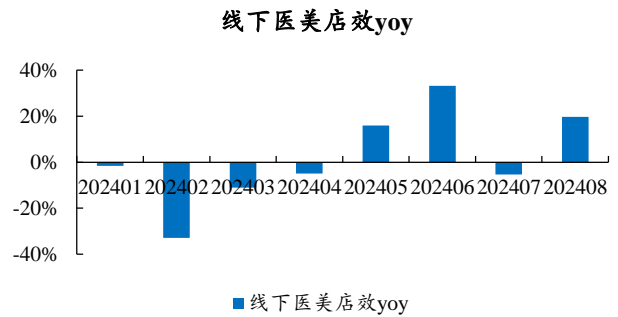
2024年医美行业复苏势头明显，长期看医美行业增长潜力十足。根据久谦中台数据，2024Q2医美线下门店数量开始回升，5月以来线下医美门店店效整体处于增长状态。据美团数据显示，近一年无创抗衰、水光补水、注射塑形的线上交易年增速超过110%。在经过短期“关闭潮”后医美门店数企稳回升，店效上涨，医美线下消费有所回暖，医美服务消费有望加速复苏。据德勤《中国医美行业2024年度洞悉报告》，预计2024年医美整体市场规模增速可达10%，超过2500亿元，2024-2027年将保持10-15%的复合增速增长。长期看，据爱美客港股招股说明书，2020年中国每千人医美治疗次数20.8次相比发达国家有较大差距。

图31：2024年上半年医疗美容行业在营商家数有所回升



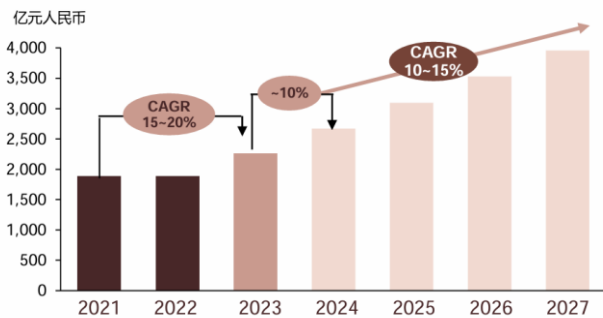
数据来源：久谦中台、开源证券研究所

图32：5月以来线下医美门店店效整体处于增长状态



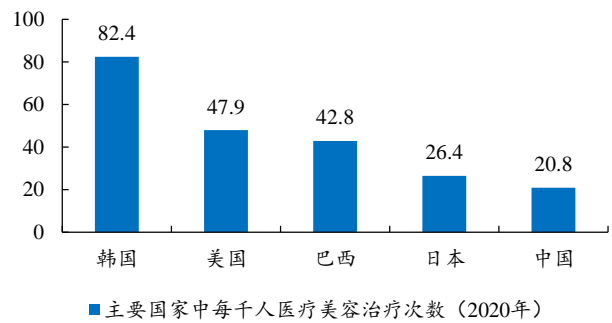
数据来源：久谦中台、开源证券研究所

图33：2024年医美行业市场规模增速有望达到10%



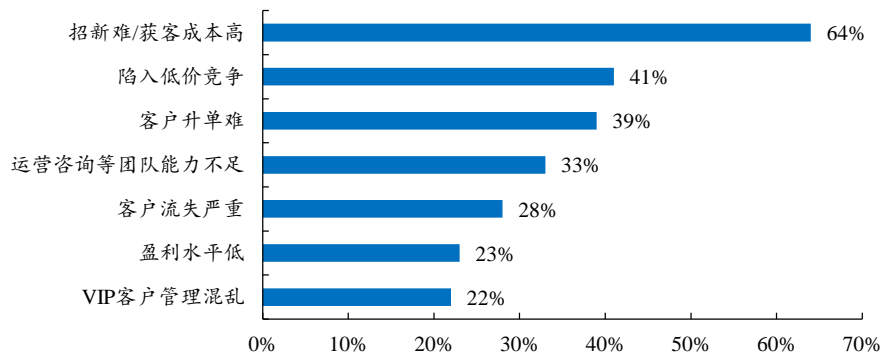
数据来源：德勤《中国医美行业2024年度洞悉报告》、开源证券研究所

图34：2020年中国医美渗透率相比发达国家仍有较大差距



数据来源：爱美客公司公告、开源证券研究所

财富效应下消费信心及预期提升有望带来医美终端消费强修复。根据德勤《中国医美行业2024年度洞悉报告》，2023年医美机构面临的挑战中，获客成本高、陷入低价竞争、客户升单难占比前三，需求端消费能力不足为医美行业面临的主要挑战。我们认为医美消费作为改善型可选消费，伴随消费信心和预期提升，终端医美拓新、消费频次和客单价将得到改善。

图35：2023年医美机构获客成本高/陷入低价竞争/客户升单难为主要挑战


数据来源：德勤《中国医美行业 2024 年度洞悉报告》、开源证券研究所

6.2、受益标的：锦波生物、巨子生物

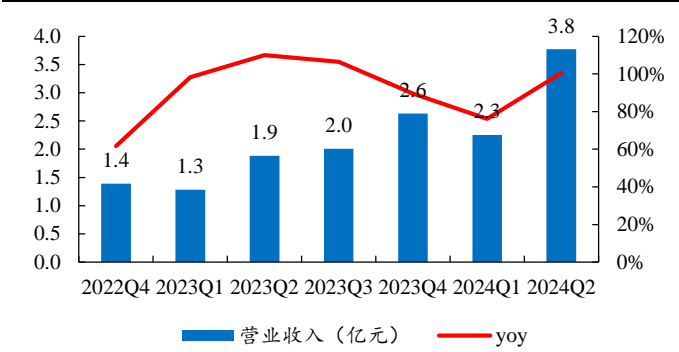
我们认为医美行业作为服务消费的重要一环，伴随终端医美机构复苏，医美上游布局胶原蛋白蓝海赛道，充分享受行业高增红利，自身具备强韧性+高成长性的龙头标的有望充分受益。受益标的：锦波生物、巨子生物。

锦波生物：渠道布局加速，薇旖美延续高增和高成长性

薇旖美持续处于快速放量通道，2024Q2 收入利润环比加速增长。2022-2023 年薇旖美重组 III 型胶原蛋白冻干纤维销量持续保持三位数增长，另外薇旖美公众号资料显示，薇旖美上市 1000 天(约对应 2024 年年中)累计销售量已破百万瓶。2024H1 已覆盖终端医疗机构 3000 家，环比 2023 年底增加 1000 家机构，同时储备有 10mg 至真产品，6 月推出“3+17”型胶原蛋白联合治疗产品，在重组胶原蛋白细分赛道布局进一步多元化。我们认为公司渠道覆盖加速推进中，伴随线下服务消费复苏，新覆盖的机构薇旖美销量有望在下半年进入快速爬坡期。股市财富效应带动下，消费者对医美价格敏感度降低也有望加速薇旖美在水光类消费中的渗透，带动全年销量持续高增。

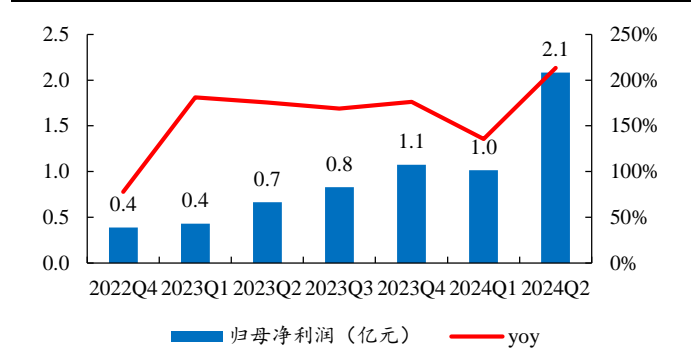
出海进程持续，多管线布局注入长期发展动能。2024 年 3 月欧莱雅旗下修丽可合作锦波生物推出重组胶原蛋白溶液（械三），2023 年 12 月欧莱雅小蜜罐系列添加了来自锦波生物的重组胶原蛋白。同时公司在重组胶原蛋白填充和私密护理方面均有产品布局，产品获批在即。我们认为公司合作优质下游品牌商有助于加速市场教育，品牌商采购量提升和合作数量增加有望带动重组胶原蛋白原料业务保持高增，同时多产品线布局卡位潜力细分赛道，注入长期发展动能。

图36: 2024Q2 锦波生物营收 3.8 亿元/yoy+100.5%



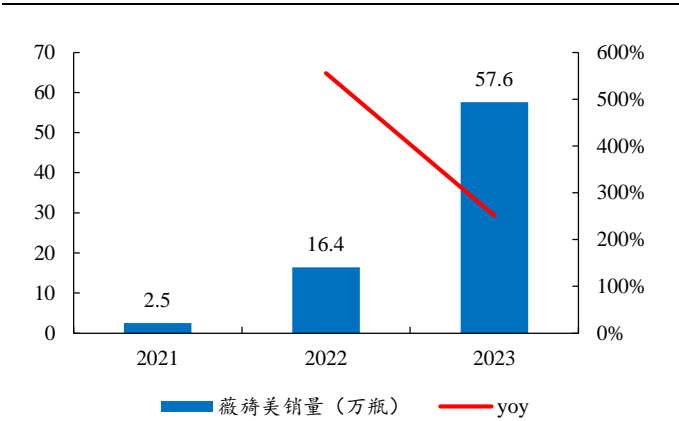
数据来源: Wind、开源证券研究所

图37: 2024Q2 锦波生物归母净利润 2.1 亿元/yoy+213.4%



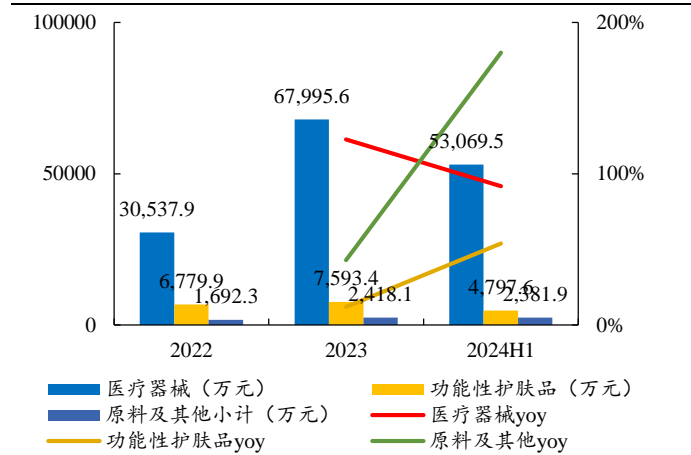
数据来源: Wind、开源证券研究所

图38: 薇旻美销量持续保持三位数增长



数据来源: 锦波生物公司公告、开源证券研究所

图39: 锦波生物原料及功能性护肤品业务也呈现高速增长

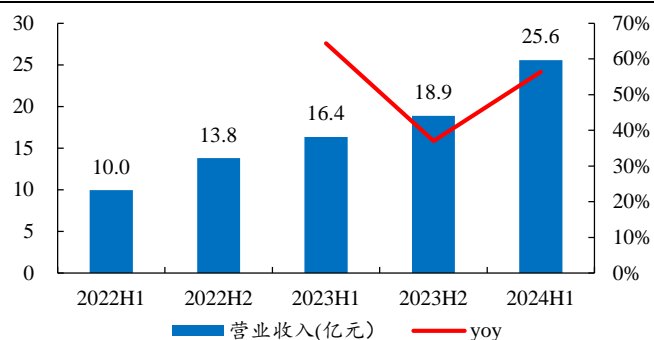


数据来源: 锦波生物公司公告、开源证券研究所

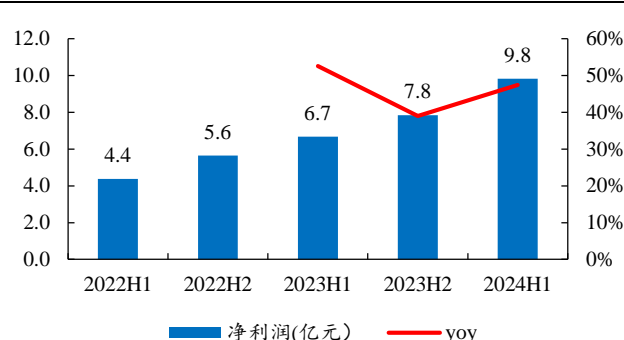
巨子生物: 化妆品品牌势能提升, 医美有望开拓第二增长曲线

可复美品牌势能提升, 可丽金业绩修复。可复美: 据久谦数据, 2024 年 1-7 月线上天猫+京东+抖音胶原棒 GMV yoy+52%, 占比 42.2%, 延续高增势头, 仍处于拓圈成长期, 焦点系列定位于皮肤亚健康人群, 上新以来迅速起量, Q2 线上三平台 GMV 占比 5%左右, 焦点面霜有望成为下一大单品。强产品矩阵打造能力进一步强化品牌势能, 带动非胶原类产品也实现高增, 据久谦数据, 2024 年 1-7 月三平台非胶原类产品 GMV 占比已超过 20%。**可丽金:** 新品胶卷面霜、胶卷眼霜增长势头迅猛, 整体业绩修复, 2024H1 可丽金实现 4 亿元收入/yoy+23.6%。

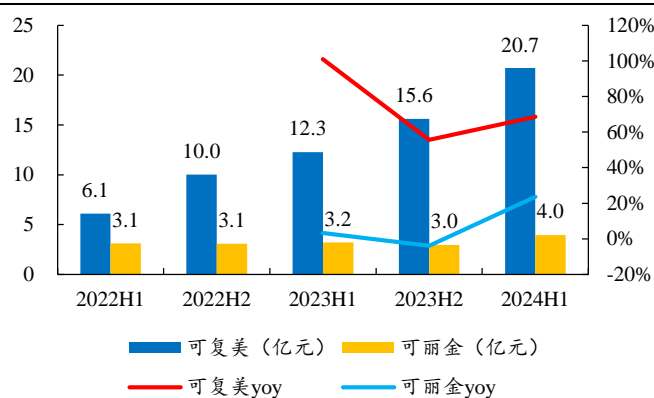
线下渠道拓店超预期, 医美管线有望获批预计开启第二增长曲线。除线上渠道延续亮眼表现外, 线下经销渠道也呈现加速增长势头。截至 2024H1 公司进入中国 1500 家公立医院, 约 2700 家私立医院和诊所, 约 650 个连锁药店品牌和 6000 家 CS/KA 门店, 专柜布局持续推进。后续重组胶原蛋白医美管线落地可复用渠道开启第二增长曲线。伴随线下场景消费复苏, 我们认为公司完善的线下渠道网络有望承接更多消费增量延续高速增长。

图40：2024H1 巨子生物营收 25.6 亿元/yoy+56.4%


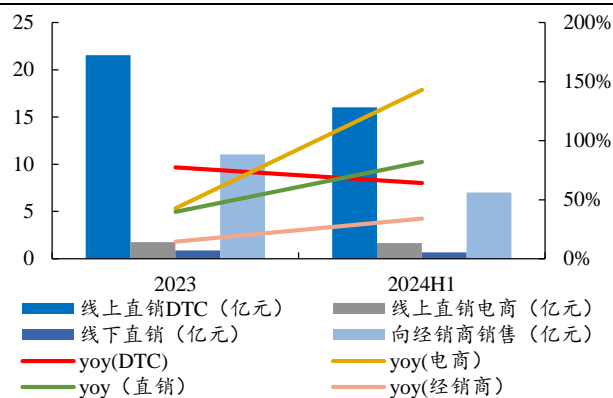
数据来源：Wind、开源证券研究所

图41：2024H1 巨子生物净利润环比加速增长


数据来源：Wind、开源证券研究所

图42：2024H1 可复美和可丽金收入均环比加速增长


数据来源：巨子生物公司公告、开源证券研究所

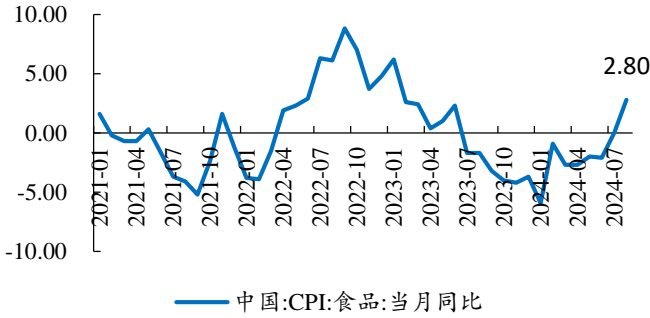
图43：2024H1 巨子生物线上线下渠道均保持较快增速


数据来源：巨子生物公司公告、开源证券研究所

7、餐饮：消费力回暖客单有望企稳，关注强阿尔法标的百胜中国

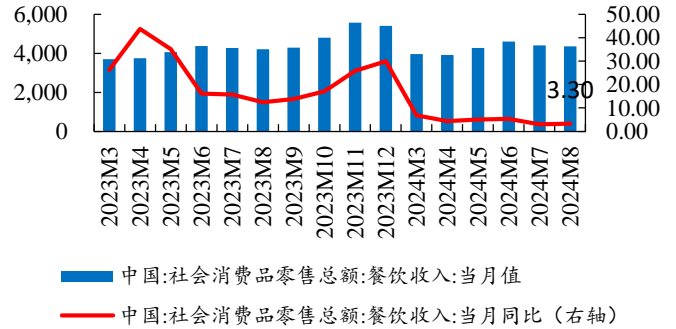
多品牌宣布“反价格战”，政策发力消费力上行餐饮行业有望进入提价周期。2023年年初开始，受消费环境变化以及餐饮企业供给过剩影响，瑞幸、麦当劳为首的多家连锁餐饮企业进入“9.9元”价格战，餐饮行业整体利润压缩严重。历经12个月的负增长，2024年8月中国食品CPI同比增速首次转正，同比增长2.8%。同时，喜茶、杨国福等多个品牌宣布“反价格战”，餐饮行业或有望企稳。

图44：2024年8月中国食品CPI为+2.8%，实现同比转正（单位：%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图45：2024年8月国内餐饮收入同比增长3.3%（单位：亿元，%）

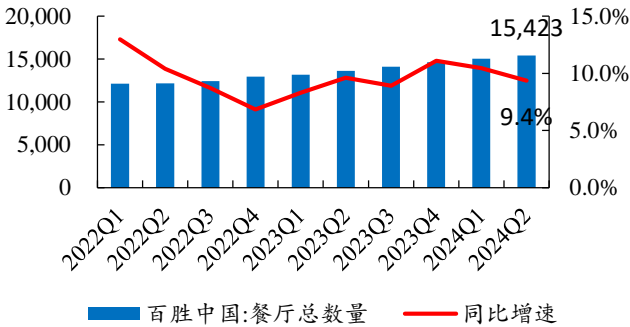


数据来源：Wind、开源证券研究所

百胜中国凭借强管理强运营，已调整姿态适应多变的消费环境，提价周期经营弹性有望显现。前一轮降价周期客单价大幅下滑，叠加下沉门店增加，导致百胜中国收入增速远低于开店增速。2024Q2 百胜中国餐厅数量同比增加 9.4%，而营收仅同比增加 0.9%。强大的管理和运营能力帮助公司在价格战期间，维持相对稳定的利润率，2024Q2 百胜中国毛利率同比下降 0.15pct，受益于运营效率的提升如租金优化等，净利率同比提升 0.45pct。

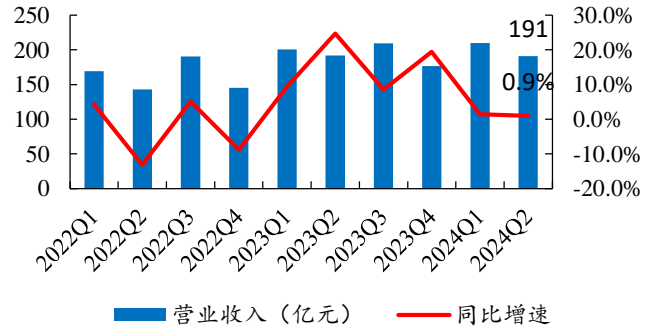
我们认为，提价周期具备强大运营管理能力、完成餐厅新开布局的优质餐企有望获得更高的经营杠杆，受益标的：百胜中国。

图46：截至 2024Q2，百胜中国共有 15423 家餐厅，同比增加 9.4%



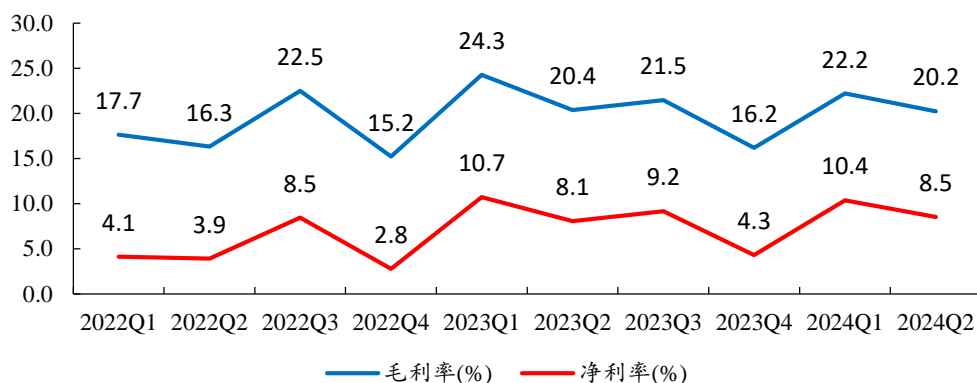
数据来源：Wind、开源证券研究所

图47：2024Q2 百胜中国营收为 191 亿元，同比增长 0.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图48：百胜中国毛利率、净利率维持稳定（单位：%）

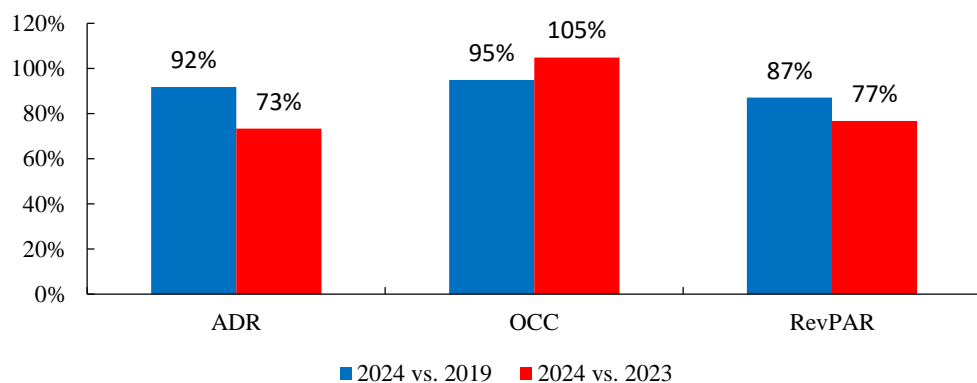


数据来源：Wind、开源证券研究所

8、酒店：旅游高弹性、商旅顺周期，关注优质酒店集团

国庆假期酒店预订高景气，对比中秋假期，客单降幅有望收窄。华住集团日前发布的数据，截至9月23日，十一假期酒店整体预订率与2023年基本持平，在10月2日和10月3日酒店迎来了预订高峰。在长线游的带动下，北方及西部的一些热门城市酒店将迎来大批客流。节假日酒店价格弹性较大，酒店入住率相对稳定说明旅游需求仍旺。后续若酒店客单价反弹，则有望带动整体RevPAR和酒店利润上行。

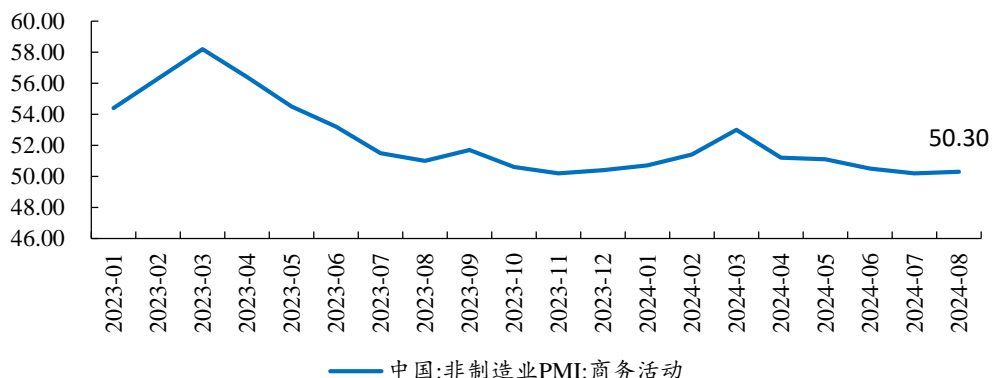
图49：2024年中秋节，平均单日ADR恢复到2023年的73%，是2019年的92%



数据来源：网易文旅、开源证券研究所

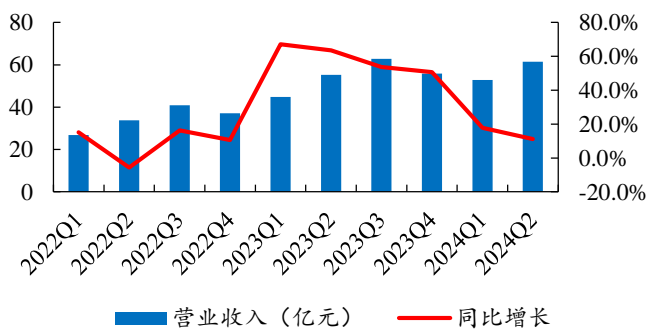
伴随财政注入实体、民营经济活跃，商务活动有望带动商旅酒店需求上行。酒店住店需求中，商旅需求约占比60%，休闲需求占比40%，连锁快捷酒店集团中，商务需求的占比更高。商旅需求属于顺周期领先指标，有望伴随实体经济活跃逐步回暖。建议关注自身公司治理优异、产品质量过硬、持续签约扩店的酒店集团，受益标的：华住集团、亚朵。

图50: 2024年8月国内商务活动PMI为50.3



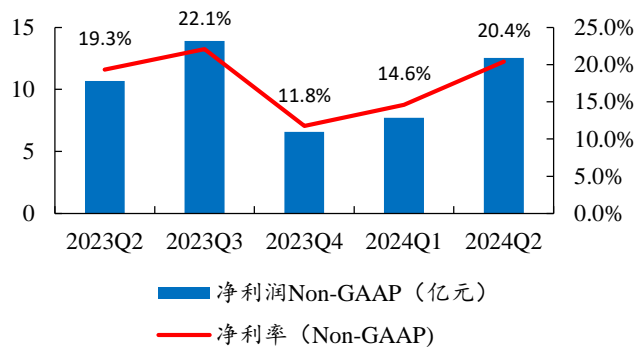
数据来源: Wind、开源证券研究所

图51: 2024Q2 华住实现营收 61.5 亿元, 同比增长 11.2%



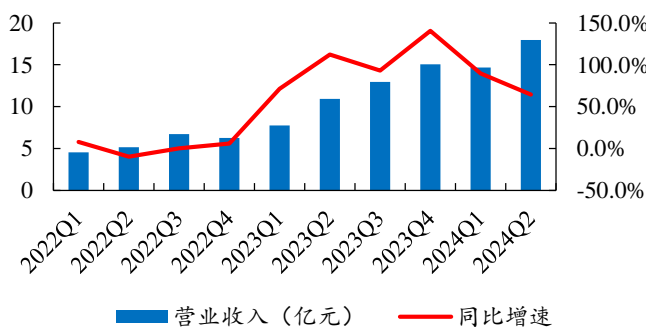
数据来源: Wind、开源证券研究所

图52: 2024Q2 华住实现净利润 (Non-GAAP) 12.5 亿元, 净利率 20.4%



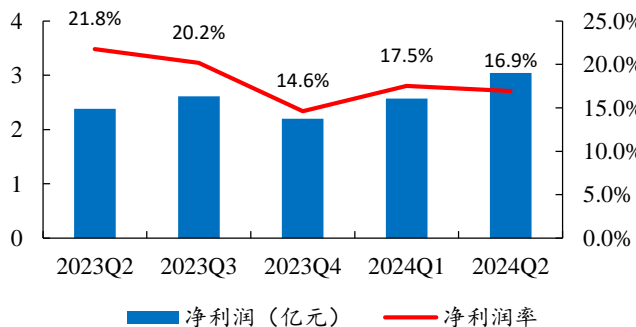
数据来源: Wind、开源证券研究所

图53: 2024Q2 实现营收 17.8 亿元, 同比增长 64.5%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图54: 2024Q2 亚朵实现净利润 3.04 亿元, 净利率 16.9%



数据来源: Wind、开源证券研究所

9、受益标的：盈利预测及估值

表4：盈利预测及估值

代码	公司名称	2024/9/27	EPS			PE			评级
		收盘价	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
3690.HK	美团	164.60	5.01	7.00	8.79	32.84	23.51	18.72	未评级
9961.HK	携程集团	474.00	21.48	24.68	28.42	22.06	19.21	16.68	未评级
0780.HK	同程旅行	19.26	0.82	1.05	1.37	23.45	18.32	14.09	未评级
9987.HK	百胜中国	361.00	2.27	2.49	2.74	158.88	145.24	131.68	未评级
1179.HK	华住集团-W	30.30	1.25	1.45	1.59	24.25	20.94	19.10	未评级
ATAT.O	亚朵	25.38	2.94	3.89	4.79	8.63	6.53	5.30	未评级
832982.BJ	锦波生物	196.00	6.15	8.43	10.07	31.86	23.26	19.46	买入
2367.HK	巨子生物	48.30	1.96	2.46	2.95	24.69	19.64	16.36	买入
9992.HK	泡泡玛特	51.80	1.58	2.06	2.61	32.80	25.21	19.82	买入
000526.SZ	学大教育	59.05	2.06	2.81	3.58	28.61	21.02	16.49	未评级
002659.SZ	凯文教育	4.74	0.02	0.07	0.12	267.80	70.75	38.57	未评级
EDU.N	新东方	73.47	1.51	2.60	3.54	43.84	25.46	18.70	未评级
TAL.N	好未来	10.80	0.13	0.23	0.32	72.63	42.61	30.27	买入
1769.HK	思考乐教育	6.49	0.31	0.43	0.56	20.85	15.27	11.62	未评级
3978.HK	卓越教育集团	3.28	0.19	0.31	0.41	17.54	10.42	8.09	未评级

数据来源：Wind、Bloomberg、开源证券研究所；除锦波生物、巨子生物、泡泡玛特、好未来为开源证券研究所预测，新东方为 Bloomberg 一致预期，其余公司盈利预测及估值数据均使用 Wind 一致预期（以上港股上市公司计价货币为港元，EPS 为人民币，2024 年 9 月 27 日港币兑人民币收盘价 0.90112；美股上市公司收盘价和 EPS 计价货币为美元，2024 年 9 月 27 日美元兑人民币收盘价 7.0101）

10、风险提示

政策落地不及预期，出行不及预期，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。

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

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

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

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