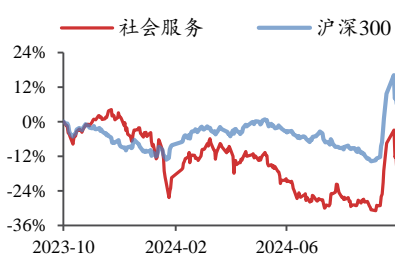


社会服务

2024年10月13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

《复盘历史三次牛市：社服板块基本跑赢大盘，回调过程中具备抗跌韧性——行业周报》-2024.10.7

《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》-2024.9.29

《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

银发族旅游、教育消费潜能释放，关注潮玩线上运营服务商

——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

● **出行/旅游：银发族订单增速高于大盘，2024Q3 全国线下演出市场热度持续旅游：**人口结构演变、顶层政策支持、供给侧适配改善，银发族在线旅游快速渗透，订单增速/人均消费均高于大盘。2024年1-9月，携程50岁及以上银发人群旅游订单同比增长26%，高于其他年龄段人群。一线/新一线用户占比一半以上，消费意愿高且偏好错峰游出行，Q4国庆节后出行旅游消费潜力有望持续释放。**演艺：**观演需求叠加出行和旅游需求，全国演出市场呈现上升态势，2024Q3全国营业性演出场次/票房收入/观演人次分别同比+16.3%/+1.1%/+17.5%。

● **本地生活/教育：美团登陆沙特首都快速抢占份额，关注银发经济教育市场**

本地生活：10月9日，美团境外版外卖 KeeTa 登陆沙特首都利雅得，配送时长由当地普遍的60分钟缩短至30分钟以内，超时赔付，配送费用由当地普遍的40-60元人民币变为免费配送，参考香港成功经营（7个月市占率第一），有望快速抢占市场份额。**教育：**预计2040年我国中老年人占比将由2020年的43%上升至55%。46-65岁中老年户主高资产、低负债、数量庞大，将成为重要的消费群体之一。**受益标的：**量子之歌（聚焦银发经济人群，主营在线教育，延伸直播带货、线下教育等业态）。

● **酒店/潮玩：青木科技顶流治愈潮流玩具代运营，业绩进入快速增长通道**

酒店：2024年入住率再创新高。各级别平均房价相较于2019年国庆同期均有提升，对比2023年则差距较大。**医美：**AMIRO 觅光和 MARY FAIRY 品牌的射频美容仪产品成功获 NMPA 批准上市，射频美容仪市场将迎来合规化发展新时期，关注射频美容仪 IDM 制造商松霖科技。**青木科技：**2024H1 公司营收 5.4 亿元/yoy+19.7%，归母净利 0.7 亿元/yoy+62.3%。其中代运营业务收入 2.8 亿元/yoy+25.5%，毛利率 48.18%/yoy+1.63pct。增长系拓展抖音渠道代运营业务，2023 年新增代运营项目泡泡玛特品牌线上增速迅猛，并积极拓展新品牌，引进 Jellycat 及博士伦等。品牌孵化与管理 2024H1 实现收入 1.25 亿元/yoy+99.03%，毛利率 79.07%/yoy+3.64pct，增长系健康消费品类 Cumlaudelab、Zuccari 品牌业绩表现亮眼。**受益标的：**青木科技。

● **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（10.8-10.11）社会服务指数-8.7%，跑输沪深300指数5.41pct，在31个一级行业中排名第31，教育类领涨；本周（10.7-10.10）港股消费者服务指数-8.44%，跑输恒生指数1.91pct，在30个一级行业中排名第21，教育、餐饮类领涨。

推荐标的：（1）旅游：长白山；**（2）教育：**好未来、科德教育；**（3）餐饮/会展：**银都股份、米奥会展；**（4）美护：**科思股份、水羊股份、康冠科技、倍加洁、青木科技。

受益标的：（1）旅游：九华旅游、三特索道、丽江股份、同程旅行、携程集团-S；**（2）教育：**新东方、学大教育、凯文教育、华图山鼎、中教控股、中国科培、中汇集团、天立国际控股；**（3）美护：**巨子生物、爱美客；**（4）运动：**Keep；**（5）IP：**华立科技、泡泡玛特；**（6）新兴消费：**赤子城科技；**（7）即时零售：**美团-W、顺丰同城。

● **风险提示：**项目落地不及预期，出行不及预期，行业竞争加剧等。

目 录

1、 出行/旅游：2024 年银发族订单增速高于大盘，2024Q3 全国线下演出市场热度持续	4
1.1、 2024 年银发族订单增速高于大盘，有望支撑 Q4 淡季错峰游景气	4
1.2、 2024Q3 全国线下演出热度不减，旅游演艺市场持续增长	4
1.3、 航空：国内航班/国际航班环比回落	5
1.4、 访港数据追踪：内地访港环比回落，全球访港环比提升	6
2、 本地生活：美团境外版登陆沙特首都，“低价+高效”双管齐下有望快速抢占份额	7
3、 教育：银发经济+养老产业，关注中老年教育市场	8
4、 酒店：国庆“黄金周”酒店入住率再创新高，房价高于 2019 年同期	10
5、 青木科技：顶流治愈潮流玩具代运营，多项景气项目带动业绩进入快速增长通道	11
6、 医美：两款“射频皮肤治疗仪”获上市，关注射频美容仪市场规范化带来的行业增量	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	15
7.1、 A 股行业跟踪：本周社服板块波动下行	15
7.2、 A 股社服标的表现：本周（10.8-10.11）教育类上涨排名靠前	16
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（10.7-10.10）教育、餐饮类上涨排名靠前	19
8、 风险提示	21

图表目录

图 1： 携程平台一线/二线银发客群占比超 50%	4
图 2： 银发群体工作日出游占比 64%	4
图 3： 2024Q3 全国营业性演出场次/收入/人次分别同比+16.3%/+1.1%/+17.5%	5
图 4： 本周国内客运日均执行航班量同比 2023 年同期+5%（单位：架次）	6
图 5： 本周国际客运日均执行航班量恢复至 2019 年同期 83%（单位：架次）	6
图 6： 近一周内地/全球访港人数环比-40.3%/+11.5%（单位：人次）	6
图 7： 近一周内地/全球访港人数较 2023 年日均+37%/+29.6%（单位：人次）	7
图 8： 近一周内地/全球访港人数单日峰值环比-27.6%/+24.9%（单位：人次）	7
图 9： KeeTa 在中东的配送时长控制在 30 分钟以内（单位：分钟）	8
图 10： 中东当地普遍的配送费用在 40-60 元人民币，KeeTa 目前配送费用全免，超时赔付	8
图 11： 经历 7 个月时间，香港 KeeTa 市占率成为第一	8
图 12： 预计 2040 年我国中老年人占比将上升至 55%	9
图 13： 46-65 岁中老年户主家庭资产较高且负债较低	9
图 14： 2023 年中老年消费市场规模已超过 14 万亿元	9
图 15： 2024Q2 量子之歌实现收入 10 亿元，同比增长 20.7%	10
图 16： 2024Q2 量子之歌实现净利润 1.97 亿元，同比增长 272.3%	10
图 17： 2024 年国庆假期国内酒店 RevPAR 对比 2019 年提升 4.5%，对比 2023 年减少 10.4%	10
图 18： 青木科技营收稳步增长	11
图 19： 2024H1 公司归母净利 0.7 亿元/yoy+62.3%	11
图 20： 公司盈利能力基本保持稳定	11
图 21： 公司销售费用率稳步增长	11
图 22： 公司各业务增长势头良好（单位：百万元）	12
图 23： 2023 年公司电商代运营服务收入占比有所提升	12

图 24: 2024H1 公司品牌孵化与管理业务高增 (单位: 百万元)	13
图 25: 2024H1 公司电商代运营服务和品牌孵化与管理业务占比均提升	13
图 26: 公司各业务毛利率水平基本稳定	13
图 27: 2024H1 公司频偏孵化与管理业务毛利率增长	13
图 28: 2023-2024 年 1-8 月 Jellycat 线上销售额高增	14
图 29: 泡泡玛特 2024 年 1-8 月线上销售额加速增长	14
图 30: Cumlaude Lab 2024Q2 线上销售额创新高	14
图 31: Zuccari2024 年 1-8 月线上销售额高增	14
图 32: 斯凯奇线上销售额稳步增长	14
图 33: 2024 年 1-8 月 ECCO 线上销售额加速增长	14
图 34: 本周 (10.8-10.11) 社服板块跑输沪深 300 (%)	15
图 35: 2024 年初至今社服板块走势弱于沪深 300 (%)	15
图 36: 本周 (10.8-10.11) 社会服务板块在一级行业排名第 31 (%)	16
图 37: 2024 年初至今社会服务板块在一级行业排名第 28 (%)	16
图 38: 本周 (10.8-10.11) *ST 凯撒、*ST 豆神、国义招标领涨 (%)	17
图 39: 本周 (10.8-10.11) 张家界、君亭酒店、曲江文旅跌幅较大 (%)	17
图 40: 本周 (10.8-10.11) 中公教育、*ST 豆神、兰生股份净流入额较大 (万元)	17
图 41: 本周 (10.8-10.11) 宋城演艺、西藏旅游、峨眉山 A 净流出额较大 (万元)	18
图 42: 本周 (10.7-10.10) 消费者服务板块跑赢恒生指数 (%)	18
图 43: 2024 年初至今消费者服务板块走势强于恒生指数 (%)	18
图 44: 本周 (10.7-10.10) 港股消费者服务板块在一级行业排名第 21 (%)	18
图 45: 2024 年初至今港股消费者服务板块在一级行业排名第 1 (%)	19
图 46: 本周 (10.7-10.10) 特海国际、华夏视听教育、光正教育领涨 (%)	19
图 47: 本周 (10.7-10.10) 东方甄选、海伦司、希教国际控股跌幅较大 (%)	20
表 1: 盈利预测与估值	20

1、出行/旅游：2024 年银发族订单增速高于大盘，2024Q3 全国线下演出市场热度持续

1.1、2024 年银发族订单增速高于大盘，有望支撑 Q4 淡季错峰游景气

银发族在线旅游快速渗透，订单增速跑赢大盘。《关于促进服务消费高质量发展的意见》等促进银发旅游、银发经济发展的政策相继出台，加上智能手机的普及，以及酒店、旅行社、OTA 等文旅企业适老化改造、创新，银发旅游发展迅猛，且线上化率不断提升。携程于 2024 年 4 月推出服务银发人群旅游的子品牌“老友会”，目前银发人群自助在线下单携程老友会产品的比例已超过七成。2024 年 1-9 月，携程 50 岁及以上银发人群旅游订单同比增长 26%，高于其他年龄段人群，其中 61-65 岁年龄段同比增速达 58%。

高线城市居民为主力人群，消费能力高、错峰游特征突出。携程平台来自一线和新一线城市的银发用户占比分别为 27%和 26%，二线及以下城市银发人群在线旅游消费可挖掘潜力较足。从消费能力看，“有钱有闲”是银发人群在线旅游的显著特征，高品质旅游付费意愿较高，人均消费金额高于大盘约三成；从出游时间看，银发人群工作日出游占比最高，约 64%，明显高于其他年龄段人群（56%左右）；节假日出游占比最低，约 12%，低于其他年龄段人群。

图1：携程平台一线/二线银发客群占比超 50%

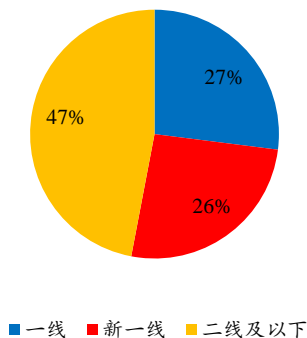
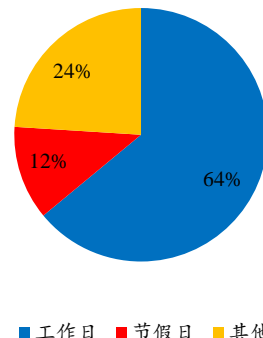


图2：银发群体工作日出游占比 64%



数据来源：携程黑板报公众号、开源证券研究所

数据来源：携程黑板报公众号、开源证券研究所

银发旅游有望支撑 Q4 旅游淡季出游景气度。相比国庆假期，携程平台上，节后酒店、机票价格均有不同程度回调，跟团、定制、包车游等度假产品价格也有平均三成以上的降幅。我们认为，随当前国内第二代婴儿潮人群逐渐步入养老阶段，银发旅游用户基础扩张×在线率渗透的中线成长红利有望持续。“十一”假期后一周重阳节，平台 50 岁及以上银发人群旅行订单预订量同比增长近两成，有望支撑 Q4 旅游淡季出游景气度。

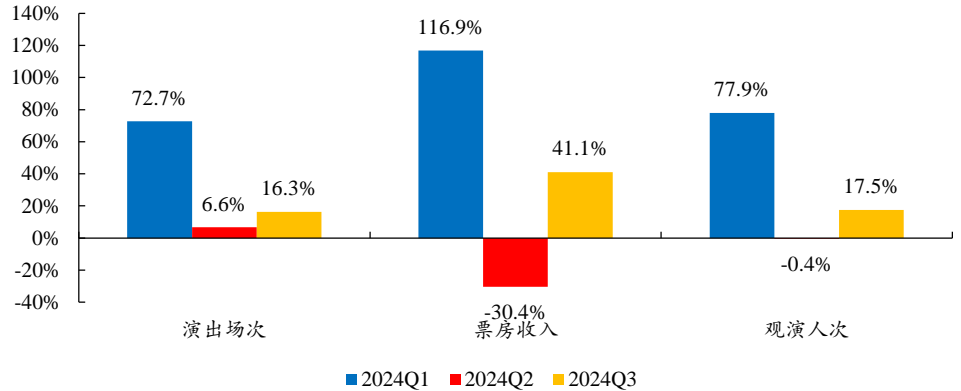
1.2、2024Q3 全国线下演出热度不减，旅游演艺市场持续增长

2024Q3/国庆假期全国演出市场呈现上升态势。2024Q3 全国营业性演出场次 17.33 万场，同比增长 16.27%；票房收入 208.10 亿元同比增长 41.10%；观众人数 5736.65 万人次，同比增长 17.51%。国庆假期全国营业性演出场次 4.43 万场，按可比口径较去年同期增长 14.57%；票房收入 22.09 亿元，增长 25.88%；观众人数 1169.97 万人次，增长 13.28%，观演需求叠加出行和旅游需求，演出消费与其他品类消费相

结合，全国演出市场呈现上升态势。

演出产品供给层次丰富，旅游演艺持续增长。City walk 等时尚休闲方式不仅增加了城市旅游的吸引力，更推动演艺内容创新，户外演艺内容愈加多样，不断扩大观演人群。国庆七天假期期间，全国 5000 人以上的大型演唱会、音乐节演出场次达到 125 场，票房收入 8.6 亿元，观众人数 127.1 万人次，均比去年同期显著增长。同时各地文旅认准“旅游+演艺”，引进演出项目赋能景区，2024Q3 全国大中型旅游演艺在演项目数量同比增长 12%。

图3：2024Q3 全国营业性演出场次/收入/人次分别同比+16.3%/+1.1%/+17.5%



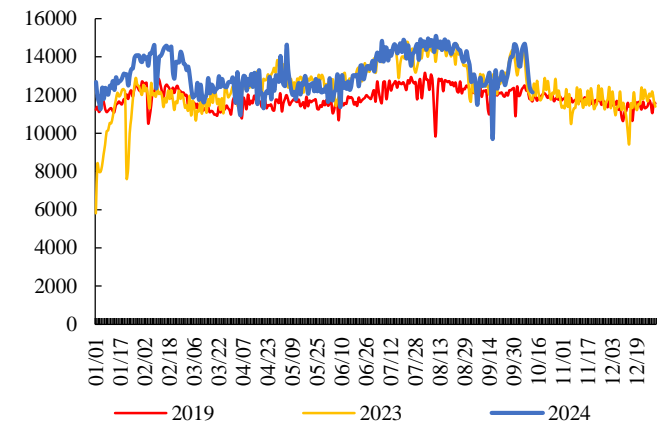
数据来源：中国演出协会公众号、开源证券研究所

核心观点：2024 年文旅政策频出，顶层设计提升旅游产业地位，出行旅游供给链条逐步完善，居民国内旅游消费呈现较强韧性，跨境旅游受益于供应链修复&签证政策优化，暑期/国庆假期数据验证旅游市场良性内生增长。展望四季度及明年，短期基数压力不高，中期服务消费渗透趋势下，预计旅游经济景气仍将保持。**OTA：**从同业竞争看，2024 年 7 月抖音上调住宿商家佣金率，表明国内跨界玩家对酒旅业务盈利效率的平衡，传统 OTA 平台供应链统筹、消费者洞察、交通预订导流等先发优势仍相对突出，预计国内 OTA 行业竞争格局进一步优化，同时平台层面经营效率优化与规模杠杆作用下盈利能力有望维持较高水平。**受益标的：携程集团-S、同程旅行。**国民出行转向平价高频趋势下，高性价比的名山大川型景区预计维持稳定增长。**受益标的：九华旅游、丽江股份；推荐标的：长白山。**

1.3、航空：国内航班/国际航班环比回落

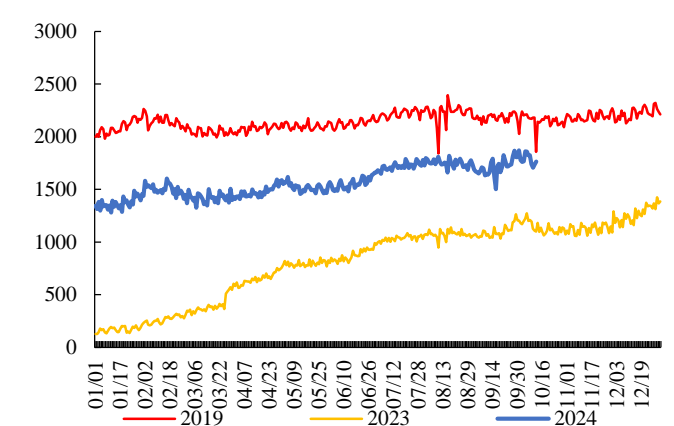
根据航班管家，本周(10.6-10.12)全国日均客运执行航班量 15465 架次，较 2023 年同期+9%，环比-5.1%。其中，本周国内客运日均执行航班量 13345 架次，较 2023 年同期+5%，环比-5.7%，10 月国内航班与较 2019 年同期增长 4%；本周国际客运日均执行航班量 1778 次，环比-1.6%，恢复至 2019 年同期 83%，10 月国际航班恢复至 2019 年同期 83%。

图4：本周国内客运日均执行航班量同比 2023 年同期 +5%（单位：架次）



数据来源：航班管家、开源证券研究所

图5：本周国际客运日均执行航班量恢复至 2019 年同期 83%（单位：架次）

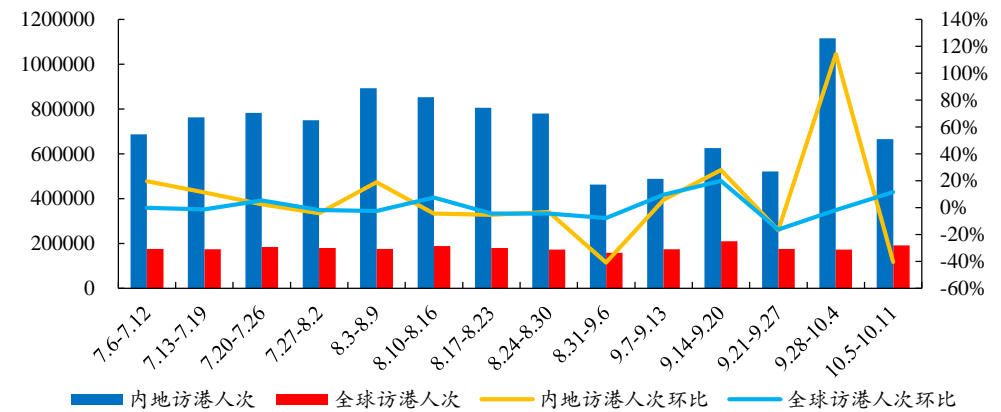


数据来源：航班管家、开源证券研究所

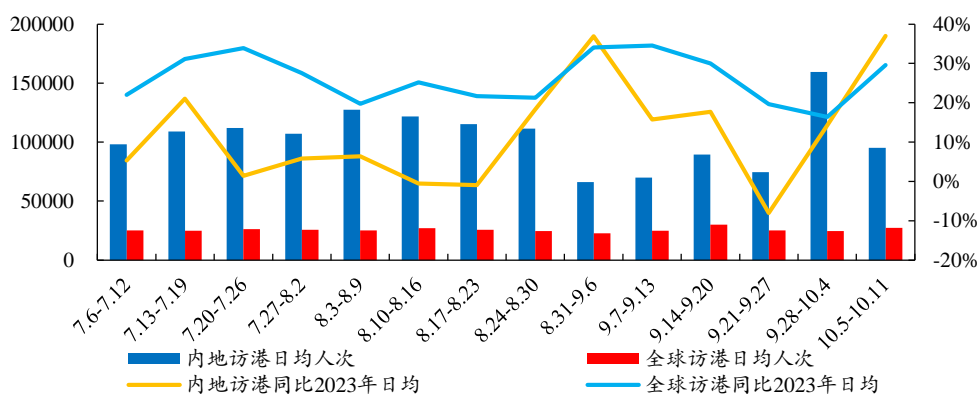
1.4、访港数据追踪：内地访港环比回落，全球访港环比提升

本周（10.5-10.11）内地访客总入境人次达 665972 人，环比-40.3%；全球访客总入境人次（除内地外）191891 人，环比+11.5%。内地访客日均人数较 2023 年日均+37%，全球访客日均人数（除内地外）较 2023 年日均+29.6%。内地访港整周单日峰值 16.04 万人次，全球访客整周单日峰值（除内地外）达 3.8 万人次。

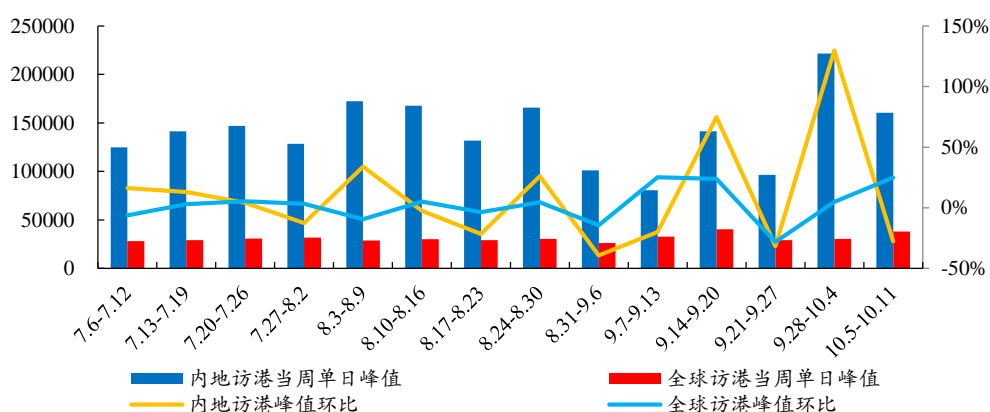
图6：近一周内地/全球访港人数环比-40.3%/+11.5%（单位：人次）



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7：近一周内地/全球访港人数较 2023 年日均+37%/+29.6%（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8：近一周内地/全球访港人数单日峰值环比-27.6%/+24.9%（单位：人次）


数据来源：中国香港特别行政区政府入境事务处、开源证券研究所

2、本地生活：美团境外版登陆沙特首都，“低价+高效”双管齐下有望快速抢占份额

美团 KeeTa 正式登陆沙特利雅得，王兴坐镇集结多位经验人才。10月9日，美团境外版 KeeTa 正式在沙特阿拉伯首都利雅得上线运营。这是 KeeTa 继中国香港和沙特阿尔卡吉之后在境外的第三城。美团境外业务负责人仇广宇已经从香港驻扎在利雅得，多位美团国内员工也通过“活水计划”转移到利雅得前线拓展当地业务。

与香港经验类似，美团在中东采取“低价+高效”策略双管齐下，快速获客。

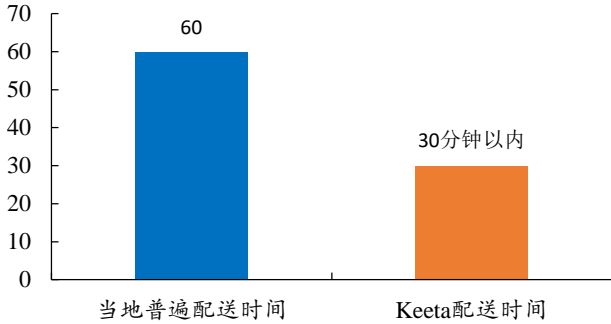
(1) **商家资源**：在阿尔卡吉地区，KeeTa 已经吸引了近 500 个商家入驻，涵盖了国际连锁品牌和当地知名餐饮品牌，包括沙特最大的三明治连锁品牌 Kudu、星巴克、汉堡王等。

(2) **配送效率**：KeeTa 在阿尔卡吉地区的送货时间已经控制在 30 分钟以内，显著优于当地普遍 1 小时左右的配送时间。

(3) **用户优惠**：阿尔卡吉地区 KeeTa 为订单金额达到 25 里亚尔（约 6.66 美元）的顾客提供免费送货服务。利雅得上线以来推出全场首单五折和免配送费的政策优

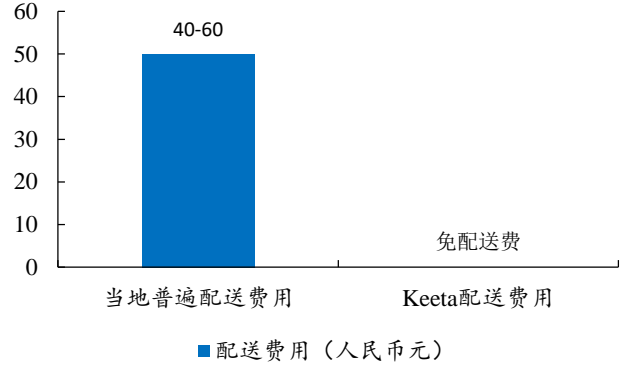
惠。沙特外卖配送费在 20-30 沙特里亚尔，约合人民币 40-60 元。除了免配送费，KeeTa 也推出了“准时送达承诺”以及相应的超时赔付政策。平台信息显示，如果超时 15 分钟到 30 分钟，送价值 10 沙的消费券；超时 30 到 45 分钟，送 20 沙消费券；超时 45 到 60 分钟，送 30 沙消费券；超时 1 小时及以上，送 50 沙消费券。

图9: KeeTa 在中东的配送时长控制在 30 分钟以内 (单位: 分钟)



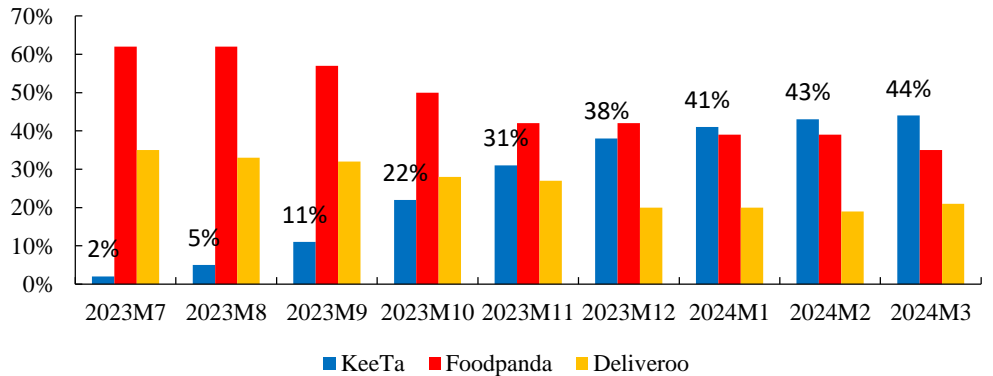
数据来源: ePanda 出海中东、开源证券研究所

图10: 中东当地普遍的配送费用在 40-60 元人民币, KeeTa 目前配送费用全免, 超时赔付



数据来源: 钛媒体出海参考、开源证券研究所

图11: 经历 7 个月时间, 香港 KeeTa 市占率成为第一

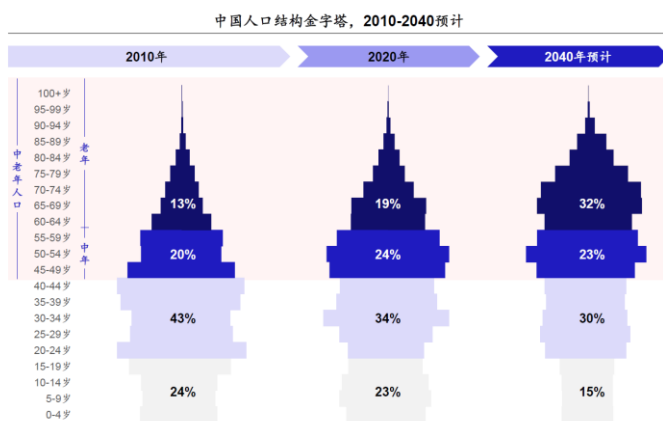


数据来源: MeasurableAI、开源证券研究所

3、教育：银发经济+养老产业，关注中老年教育市场

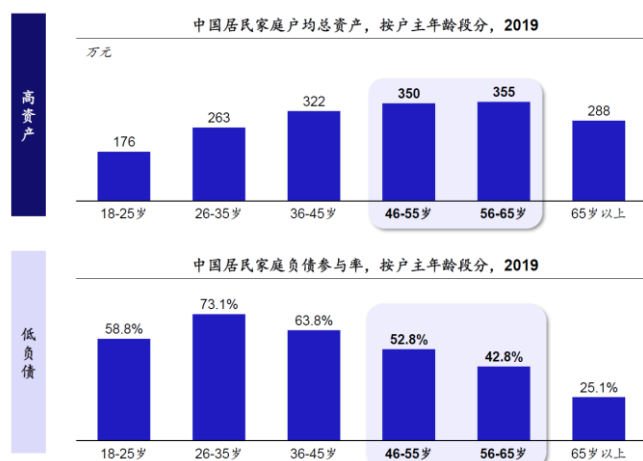
中老年人群将成为未来重要的社会资源及消费力量。随着社会经济的快速发展，人均预期寿命的提高，及生育率下降，我国逐步走向“高龄社会”，人口结构金字塔从塔状向柱状转变，预计 2040 年我国中老年人占比将由 2020 年的 43% 上升至 55%。46-65 岁中老年户主高资产、低负债、数量庞大。该年龄段人群受益于中国经济腾飞的 20 年(1990 年-2010 年)，有丰厚的养老资产储备，且正加速迈入退休和老年阶段，年龄和身份阶段的转变让他们产生许多新的需求和痛点，将成为重要的消费群体之一。

图12: 预计 2040 年我国中老年人占比将上升至 55%



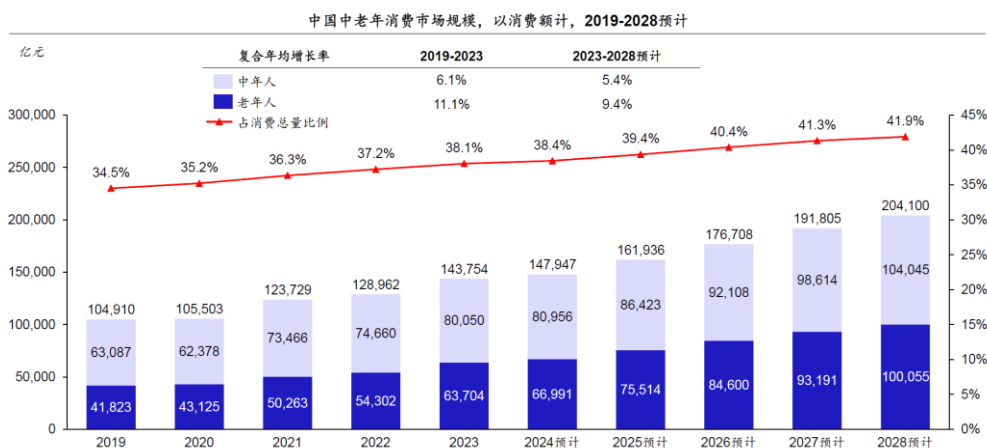
资料来源: 灼识咨询

图13: 46-65岁中老年户主家庭资产较高且负债较低



资料来源: 灼识咨询

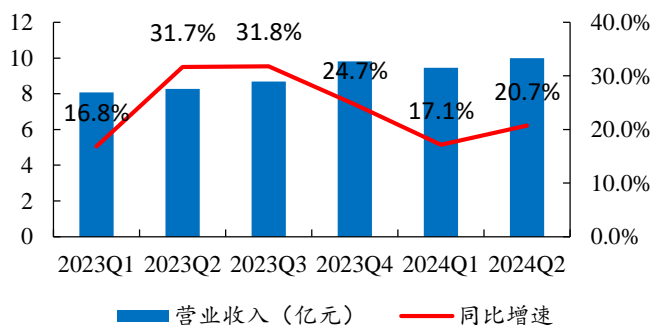
图14: 2023年中老年消费市场规模已超过14万亿元



资料来源: 灼识咨询

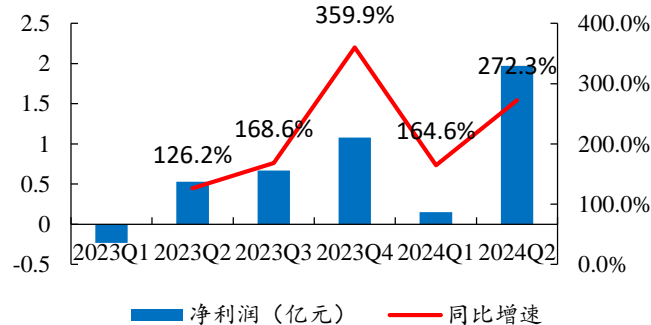
中老年人对于精神层面的消费需求日益提升。中老年群体的需求除了日常消费、医养消费和保健消费外，其对于精神层面的需求也至关重要。运动健身、兴趣爱好培训以及旅游是中老年群体最喜欢的娱乐方式；近年来，中医健身功法、线上兴趣类课程以及游学的兴起极大地满足了中老年群体多元化娱乐需求。受益标的：量子之歌（聚焦银发经济人群，主营在线教育，延伸直播带货、线下教育等业态）。

图15: 2024Q2 量子之歌实现收入 10 亿元, 同比增长 20.7%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 2024Q2 量子之歌实现净利润 1.97 亿元, 同比增长 272.3%



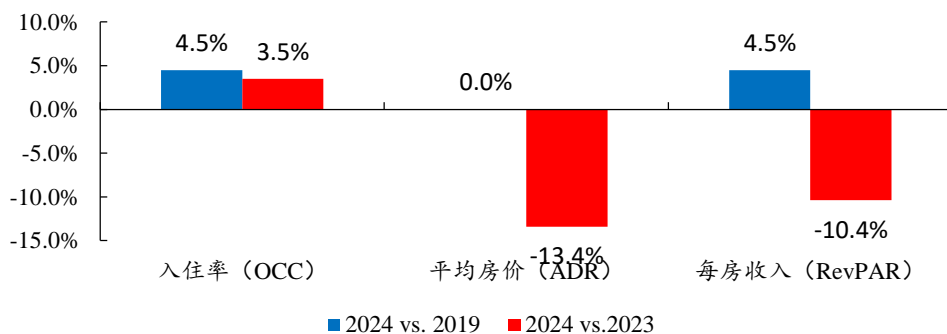
数据来源: Wind、开源证券研究所

4、酒店: 国庆“黄金周”酒店入住率再创新高, 房价高于 2019 年同期

根据 STR 数据, 纵观近几年国庆“黄金周”入住率表现, 2024 年入住率再创新高。各级别平均房价相较于 2019 年国庆同期均有提升, 对比 2023 年则差距较大。

- (1) **入住率(OCC):** 2024 年“黄金周”的入住率相比 2019 年增长了 4.5%, 相比 2023 年提升了 3.5%, 显示出中国内地市场的休闲需求依然强劲。
- (2) **平均房价(ADR):** 尽管需求增加, 房价却未能有效上涨。与 2019 年持平, 但是相比 2023 年下降 13.4%。
- (3) **每房收入(RevPAR):** 与 2023 年相比 RevPAR 下降了 10.4%, 这对酒店运营者来说意味着利润空间的缩小。

图17: 2024 年国庆假期国内酒店 RevPAR 对比 2019 年提升 4.5%, 对比 2023 年减少 10.4%



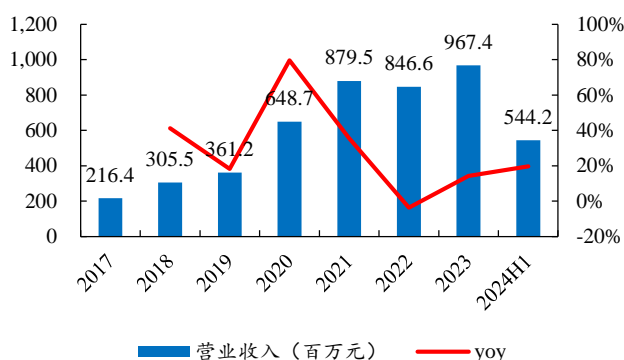
数据来源: STR、开源证券研究所

5、青木科技：顶流治愈潮流玩具代运营，多项景气项目带动业绩进入快速增长通道

公司营收整体保持增势，2024H1 受益于潮流玩具线上销售额增长，业绩表现亮眼。2017-2023 年公司营收由 2.2 亿元增长至 9.7 亿元，CAGR 达 28.4%。2022 年归母净利润下降幅度高于营收下降幅度，系电商规模效应显著，运营成本投入刚性。2023 年归母净利润 0.5 亿元/yoy-20.2%系减值影响显著，2023 年计提资产减值/信用减值损失 0.2 和 0.085 亿元。2024H1 随着合资孵化品牌 Cumlaude lab 电商业绩增长，代运营业务新增 Jellycat、博士伦等品牌业绩亮眼及已有服装品牌、泡泡玛特等线上业绩持续增长，2024H1 公司营收 5.4 亿元/yoy+19.7%，归母净利润 0.7 亿元/yoy+62.3%。

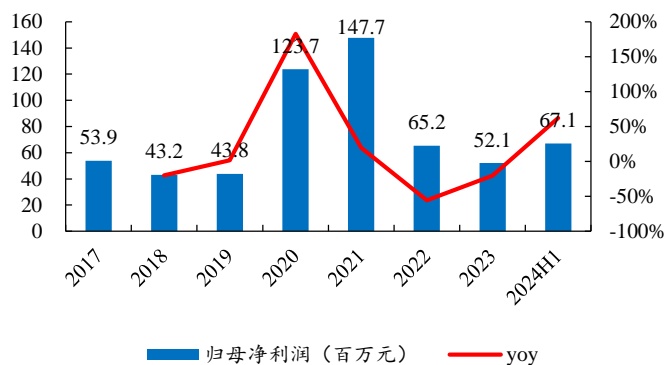
毛利率基本保持稳定，加大销售费用投放。公司加大 AI 应用层面探索，提高运营效率，整体毛利率维持稳定。2024H1 高毛利品牌孵化业务收入高增带动整体业务毛利率增长，2024H1 公司毛利率 51.6%/yoy+8.3pct。公司加大对 Cumlaude lab、Zuccari 等健康消费品品牌推广力度，2023/2024H1 销售费用率 17.8%/23%，yoy+3.3pct/+5.2pct。

图18：青木科技营收稳步增长



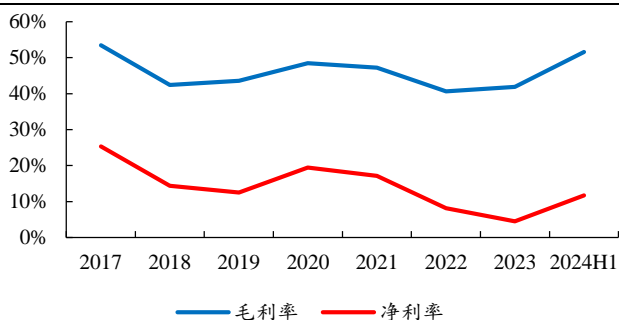
数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：2024H1 公司归母净利润 0.7 亿元/yoy+62.3%



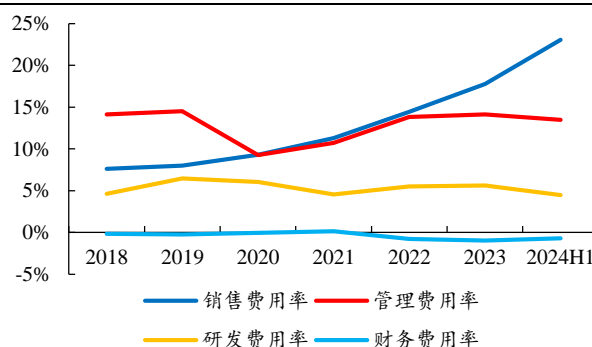
数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：公司盈利能力基本保持稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：公司销售费用率稳步增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

分业务看：公司主营业务涵盖电商代运营服务、品牌孵化业务、品牌数字营销、技术解决方案及消费者运营服务。

1、电商代运营服务：包括传统电商平台运营服务和电商直播服务。电商代运营收入由 2018 年 1.8 亿元增长至 2023 年 4.9 亿元，CAGR 达 22.5% 2024H1 电商代运

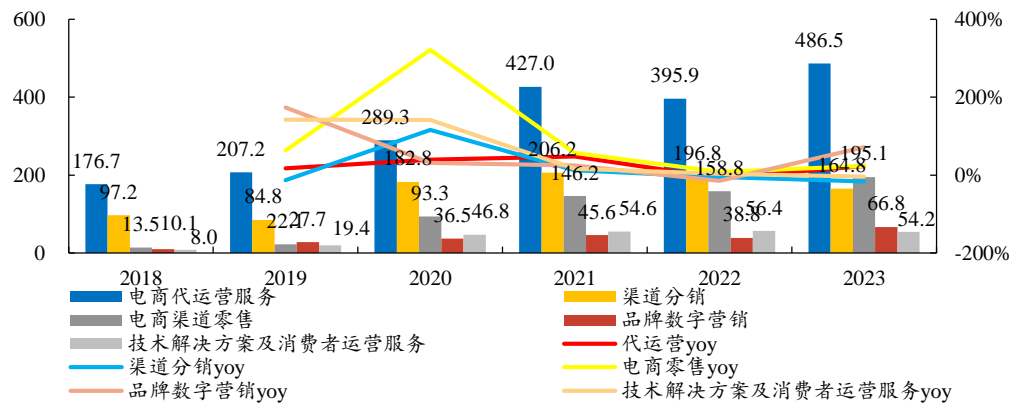
营业收入 2.8 亿元/yoy+25.5%，占比 51.44%，毛利率 48.18%/yoy+1.63pct。增长系：(1) 拓展抖音渠道代运营业务，公司设立子公司旺兔柏专注抖音运营，带动原有服装品牌持续增长。2023 年天猫平台代运营收入 3.36 亿元/yoy+7.37%，占比 34.7%。抖音电商直播收入 5021 万元/yoy+73.62%，占比 5.2%。2024H1 天猫收入占比 32.44%/yoy-2.52pct，抖音收入占比 11.49%/yoy+6.98pct。(2) 2023 年新增代运营项目泡泡玛特品牌线上增速迅猛。(3) 公司积极拓展新品牌，引进 Jellycat 及博士伦等业绩放量显著。

2、品牌孵化与管理业务：2024H1 公司将渠道分销和电商渠道零售合并为品牌孵化口径列示。针对在中国有成长潜力的海外新兴品牌，公司根据自身在电商零售行业多年的经验积累以及对消费市场的判断，筛选品类和具体品牌，将之引入中国市场，全盘负责品牌在中国区域的品牌推广、线上线下全渠道销售工作，助力品牌在中国快速成长。合作模式包括总代理和合资运营两种方式。2024H1 实现收入 1.25 亿元/yoy+99.03%，占比 22.93%，毛利率 79.07%/yoy+3.64pct。增长系健康消费品类 Cumlaude lab、Zuccari 品牌业绩表现亮眼。

3、品牌数字营销：公司为品牌商提供品牌传播策划和执行服务，收入占比稳定在 6%左右。

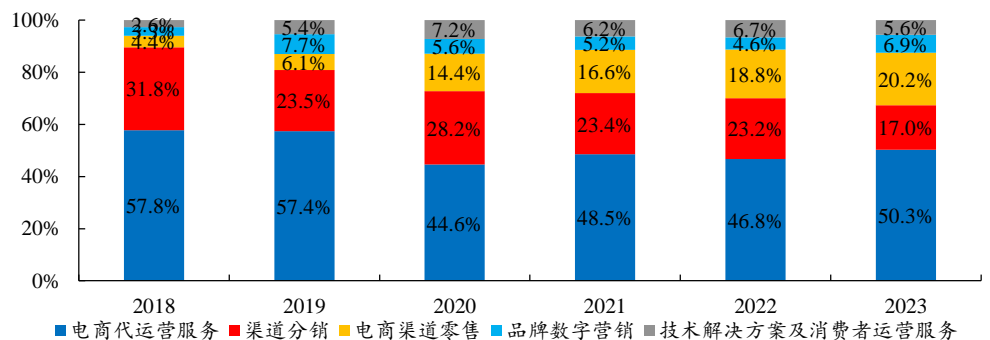
4、技术解决方案和消费者运营服务：公司为品牌商提供支持电商销售的解决方案，2024H1 实现收入 0.3 亿元/yoy+58.9%。

图22：公司各业务增长势头良好（单位：百万元）



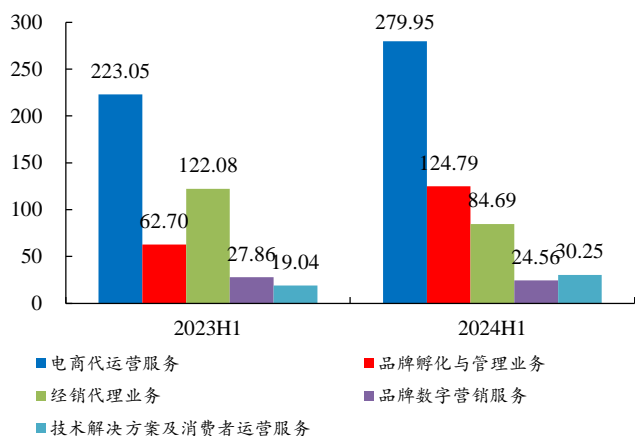
数据来源：青木科技公司公告、开源证券研究所

图23：2023 年公司电商代运营服务收入占比有所提升



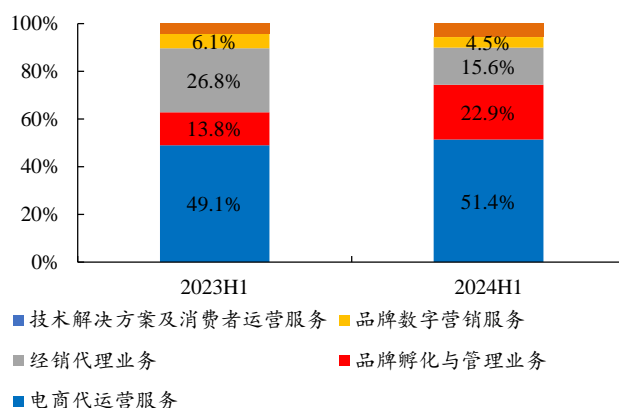
数据来源：青木科技公司公告、开源证券研究所

图24：2024H1 公司品牌孵化与管理业务高增（单位：百万元）



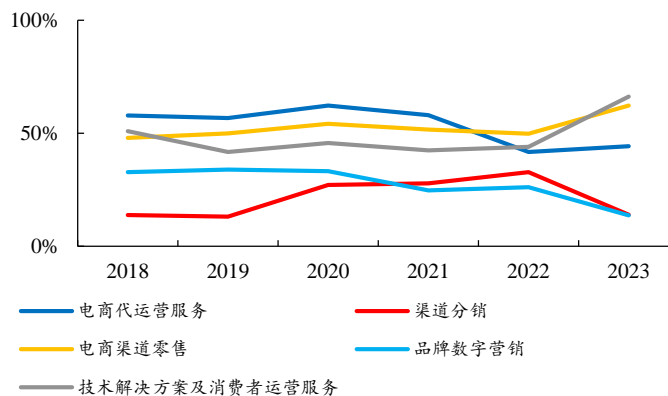
数据来源：青木科技公司公告、开源证券研究所

图25：2024H1 公司电商代运营服务和品牌孵化与管理业务占比均提升



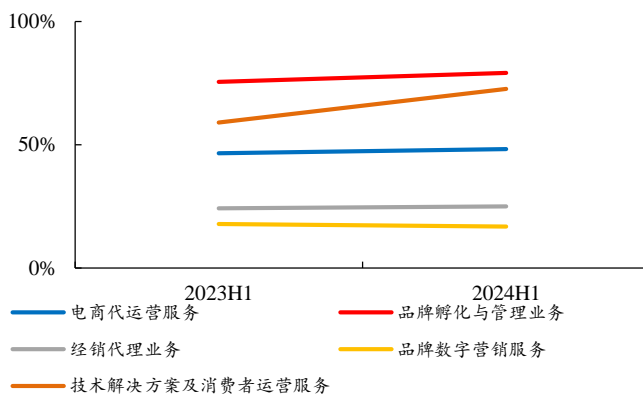
数据来源：青木科技公司公告、开源证券研究所

图26：公司各业务毛利率水平基本稳定



数据来源：青木科技公司公告、开源证券研究所

图27：2024H1 公司频偏孵化与管理业务毛利率增长

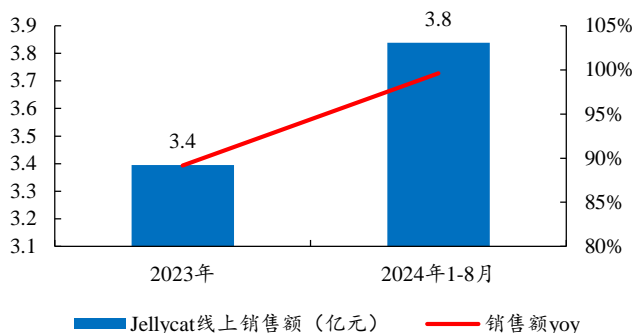


数据来源：青木科技公司公告、开源证券研究所

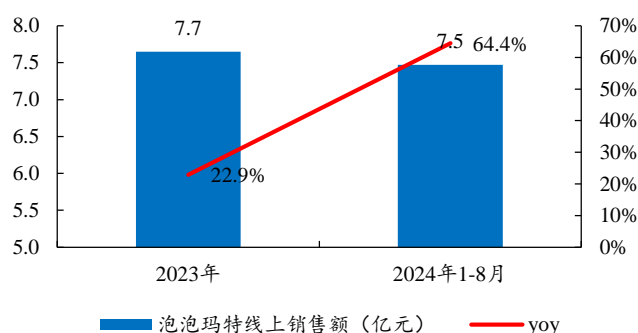
公司近年新增潮流玩具致代运营业务高增。2023 年公司新增泡泡玛特代运营项目,2024H1 新增 Jellycat 代运营项目。根据久谦数据,2023 年 Jellycat 线上实现 GMV3.4 亿元/yoy+89%, 2024 年 1-8 月 Jellycat 线上实现 GMV3.8 亿元/yoy+100%, 超过迪士尼登顶毛绒玩具销售额第一。泡泡玛特 2024 年 1-8 月国内线上实现收入 7.5 亿元/yoy+64.4%。近年来潮流毛绒玩具因深度满足消费者精神治愈需求全球火热。此外, Jellycat 因拟人形象+过家家式代入感服务方式成为成年消费者的精神寄托。

公司品牌孵化与管理已成功切入宠食和大健康品类, 合资孵化的私密护理品牌 Cumlaude lab 和护肤品牌 Zuccari 线上业务实现高增。据久谦数据, Cumlaude lab、Zuccari 当前均处于业绩快速爬坡期。

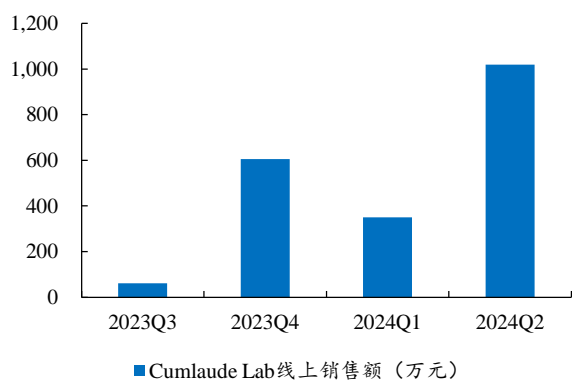
此外, 公司还服务于 APM、ECCO、探路者、斯凯奇、阿玛尼、Thom Browne 等正当红潮流品牌。如斯凯奇和 ECCO 和公司合作已超过 12 年/8 年。据久谦数据, 2023/2024 年 1-8 月斯凯奇线上销售额达 43/27 亿元, yoy+14.7%/+11.3%。2023/2024 年 1-8 月 ECCO 线上销售额达 10.2/7 亿元, yoy+12.5%/+17.9%。

图28：2023-2024年1-8月 Jellycat 线上销售额高增


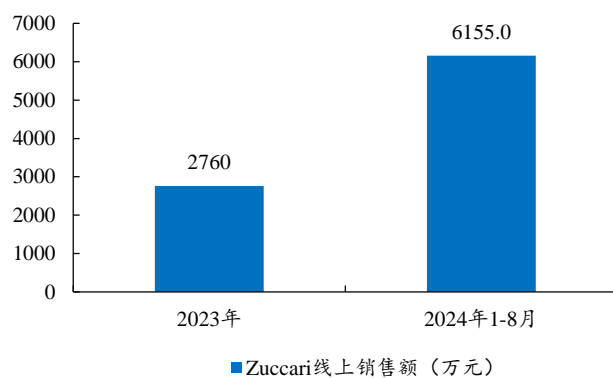
数据来源：久谦中台、开源证券研究所

图29：泡泡玛特 2024年1-8月线上销售额加速增长


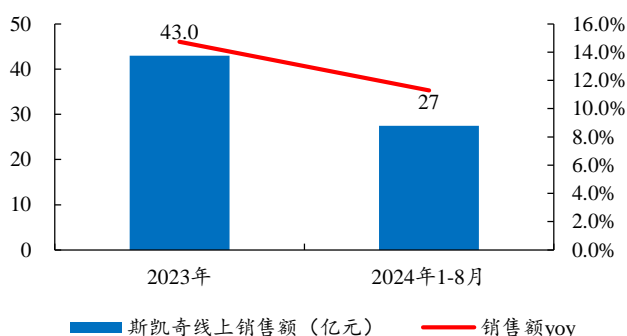
数据来源：久谦中台、开源证券研究所

图30：Cumlaude Lab 2024Q2 线上销售额创新高


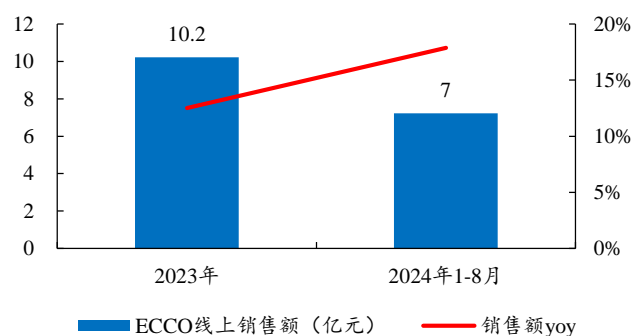
数据来源：久谦中台、开源证券研究所

图31：Zuccari2024年1-8月线上销售额高增


数据来源：久谦中台、开源证券研究所

图32：斯凯奇线上销售额稳步增长


数据来源：久谦中台、开源证券研究所

图33：2024年1-8月 ECCO 线上销售额加速增长


数据来源：久谦中台、开源证券研究所

6、医美：两款“射频皮肤治疗仪”获上市，关注射频美容仪市场规范化带来的行业增量

10月11日，深圳市宗匠科技有限公司射频皮肤治疗仪（商品名：AMIRO 觅光，型号：ABFM03）与深圳宇石科技有限公司射频皮肤治疗仪（商品名：玛丽仙，型号：RF0601 Pro+）成功获 NMPA 批准上市，2款产品的注册证编号分别为：国械注准

20243092006、国械 20243092007。

宗匠科技为家用美容仪 TOP1 品牌 AMIRO 觅光的母公司。2015 年 7 月，宗匠科技旗下品牌觅光创立。该品牌创立初期以化妆镜起家，并于 2017 年 9 月入驻天猫开设旗舰店。此后，觅光逐渐将发展重心转入至家用美容仪赛道。2023 年双 11，觅光成为全网第一的美容仪品牌；今年 618，觅光登上了天猫美容美体仪器品牌榜的第一名。

深圳宇石科技是家用美容仪品牌 MARY FAIRY 玛丽仙的母公司。企查查信息显示，宇石科技成立于 2017 年 10 月，是一家由国内技术专家、算法专家联合创办，集自主设计、研发、生产、销售于一体的企业。该公司产品战略聚焦于人工智能、大数据、医疗美容等创新技术，包括射频、光学、声学等产品的持续开发，致力于将前沿医疗美容技术引入家庭美容领域。

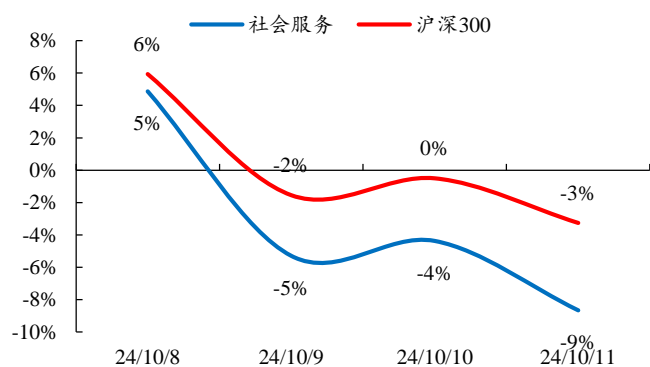
根据天猫平台 MARY FAIRY 玛丽仙旗舰店信息显示，店铺中包含了超塑版射频美容仪、玛丽仙 Pro6 超膜版高能冰射频美容仪、第二代白公主超轻面罩美容仪等 3 款美容仪产品，产品销量从几百到几千件不等。此次宇石科技获证的产品为玛丽仙品牌旗下的超聚热大能量射频皮肤治疗仪 Pro+，产品的主要功效也是改善抬头纹、法令纹等全脸皱纹。

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

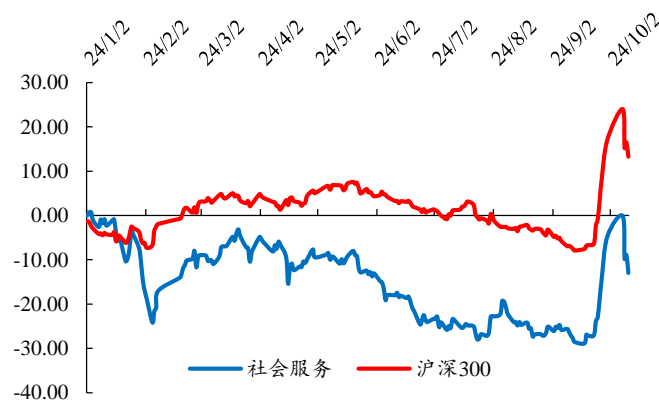
本周（10.8-10.11）社会服务指数-8.7%，跑输沪深 300 指数 5.41pct，在 31 个一级行业中排名第 31；2024 年初至今社会服务行业指数-12.99%，弱于沪深 300 指数的 13.29%，在 31 个一级行业中排名第 28。

图34：本周（10.8-10.11）社服板块跑输沪深 300（%）

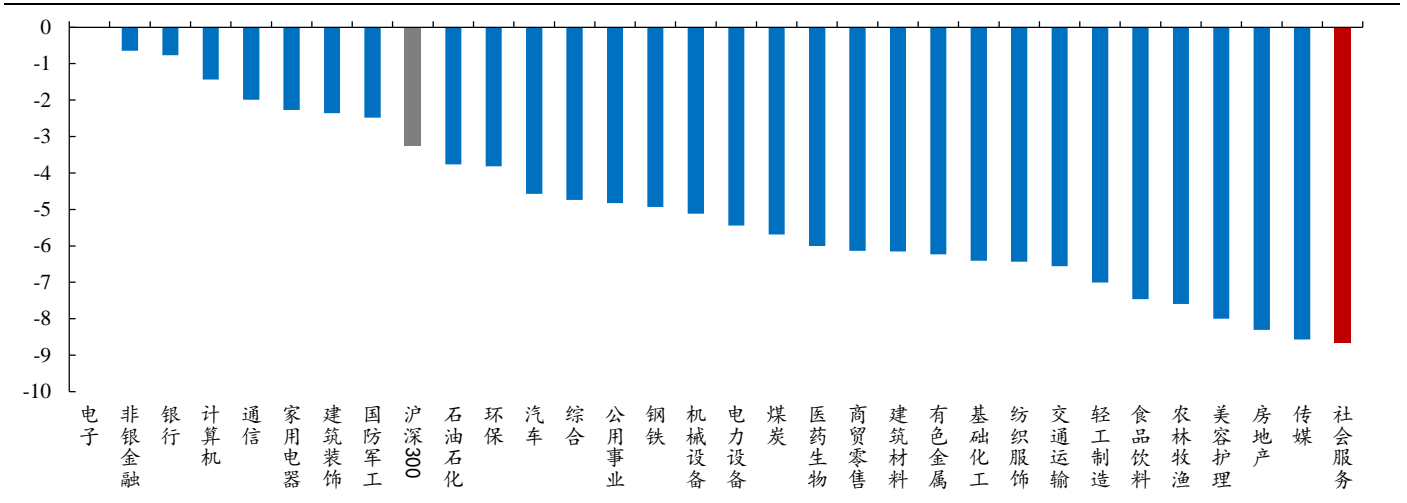


数据来源：Wind、开源证券研究所

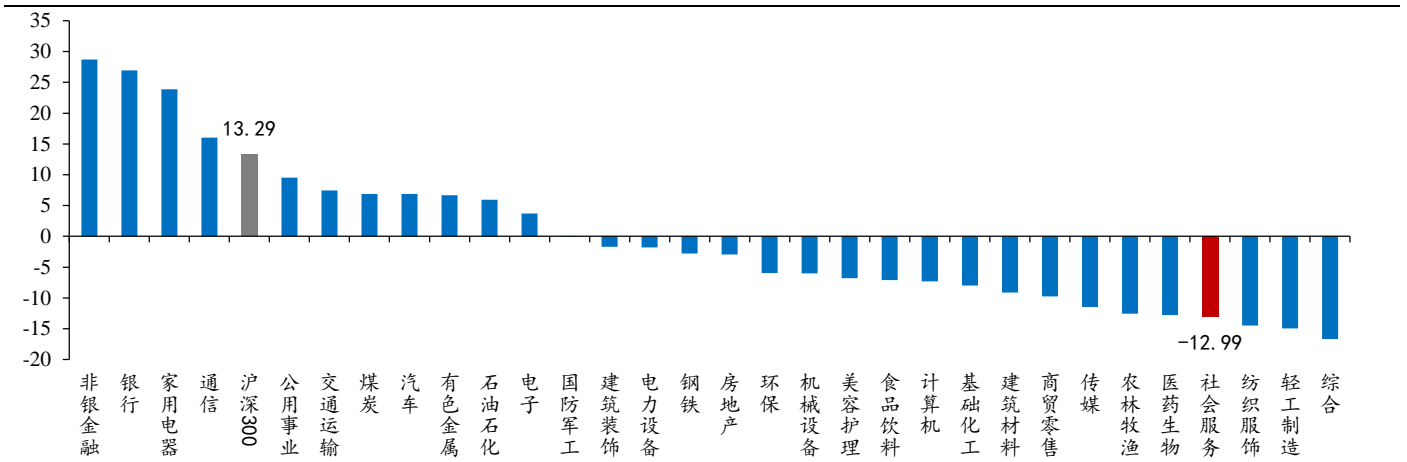
图35：2024 年初至今社服板块走势弱于沪深 300（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：本周（10.8-10.11）社会服务板块在一级行业排名第31（%）


数据来源：Wind、开源证券研究所

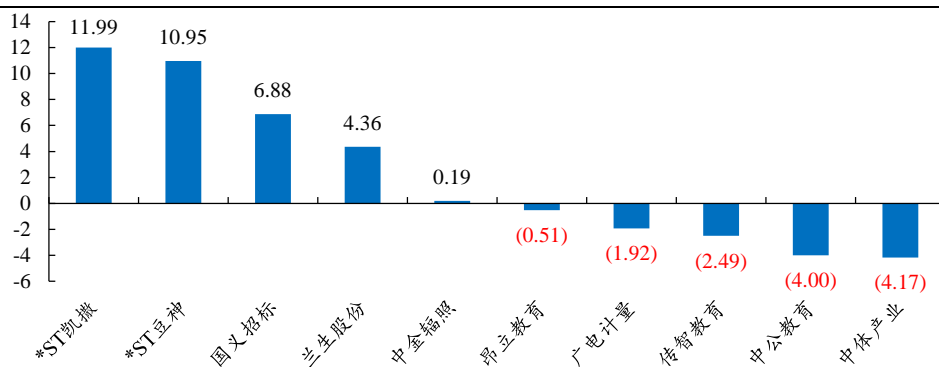
图37：2024年初至今社会服务板块在一级行业排名第28（%）


数据来源：Wind、开源证券研究所

7.2、A股社服标的表现：本周（10.8-10.11）教育类上涨排名靠前

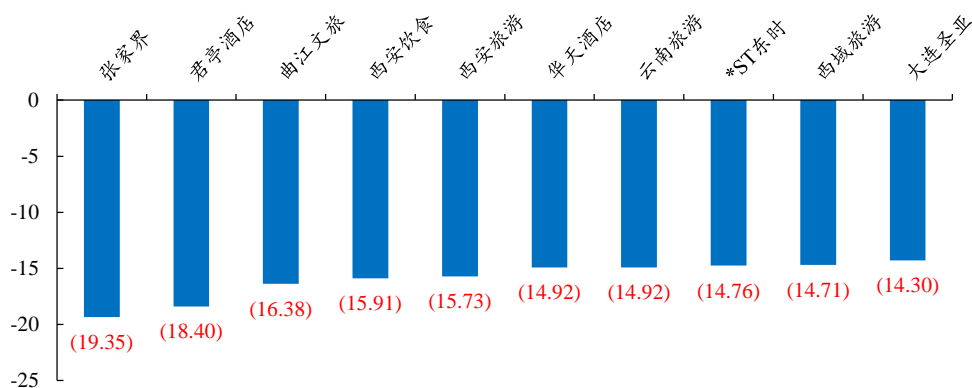
本周（10.8-10.11）A股涨幅前十名以教育类为主，涨幅前三名分别为*ST凯撒、*ST豆神、国义招标，跌幅前三名分别为张家界、君亭酒店、曲江文旅。净流入额前三名分别为中公教育、*ST豆神、兰生股份，净流入额后三名为宋城演艺、西藏旅游、峨眉山A。

图38: 本周 (10.8-10.11) *ST 凯撒、*ST 豆神、国义招标领涨 (%)



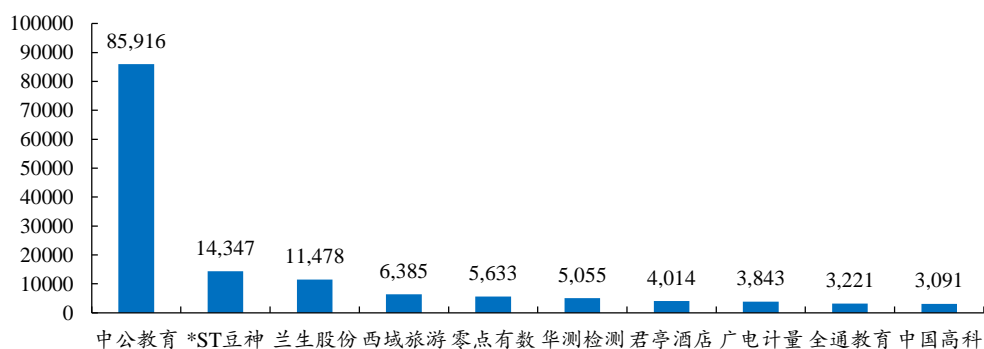
数据来源: Wind、开源证券研究所

图39: 本周 (10.8-10.11) 张家界、君亭酒店、曲江文旅跌幅较大 (%)



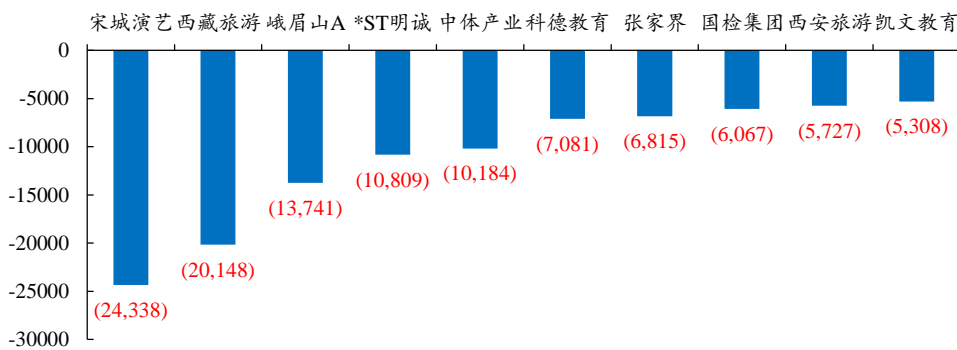
数据来源: Wind、开源证券研究所

图40: 本周 (10.8-10.11) 中公教育、*ST 豆神、兰生股份净流入额较大 (万元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图41: 本周(10.8-10.11)宋城演艺、西藏旅游、峨眉山A净流出额较大(万元)

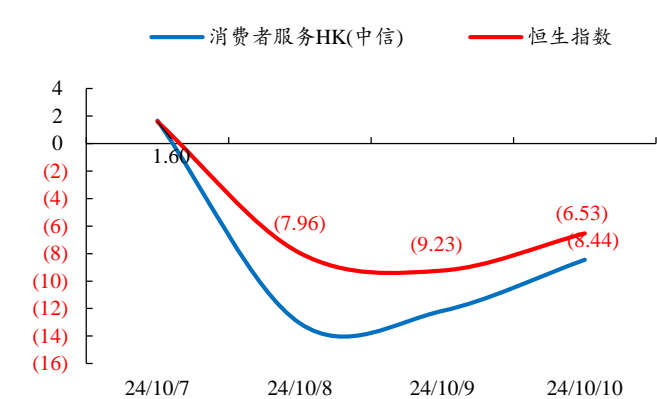


数据来源: Wind、开源证券研究所

7.3、港股行业跟踪: 本周消费者服务板块波动下行

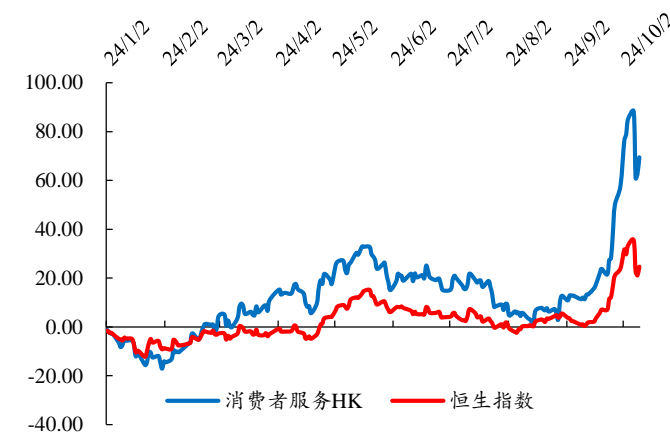
本周(10.7-10.10)港股消费者服务指数-8.44%, 跑输恒生指数 1.91pct, 在 30 个一级行业中排名第 21; 2024 年初至今消费者服务行业指数+69.42%, 强于恒生指数的+24.66%, 在 30 个一级行业中排名第 1。

图42: 本周(10.7-10.10)消费者服务板块跑赢恒生指数(%)



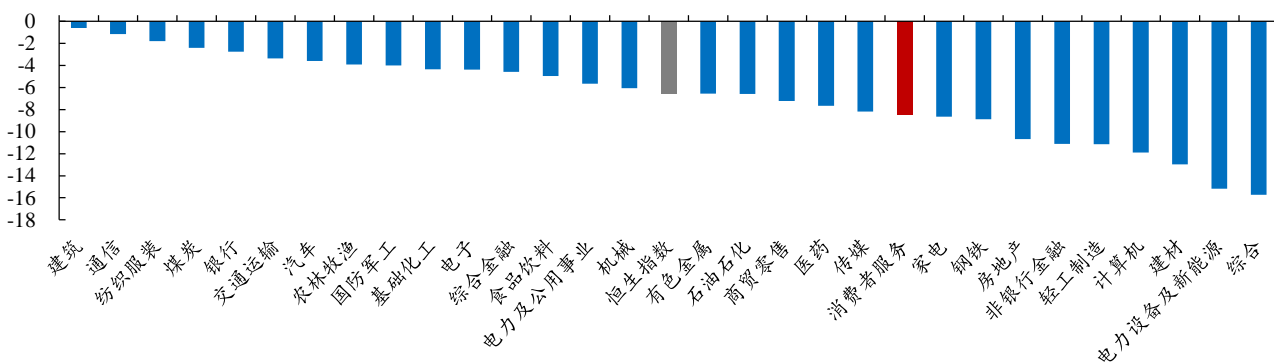
数据来源: Wind、开源证券研究所

图43: 2024年初至今消费者服务板块走势强于恒生指数(%)



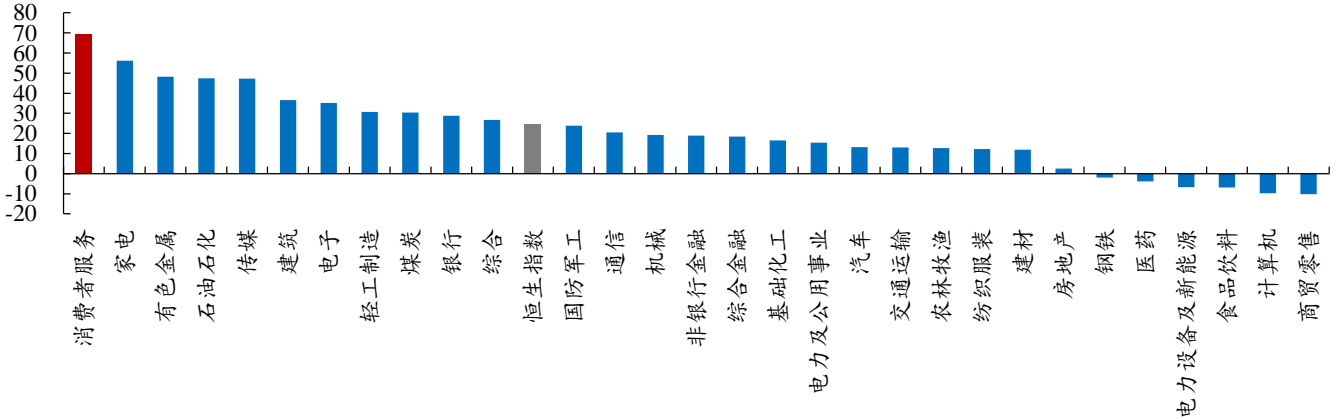
数据来源: Wind、开源证券研究所

图44: 本周(10.7-10.10)港股消费者服务板块在一级行业排名第21(%)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图45：2024年初至今港股消费者服务板块在一级行业排名第1（%）

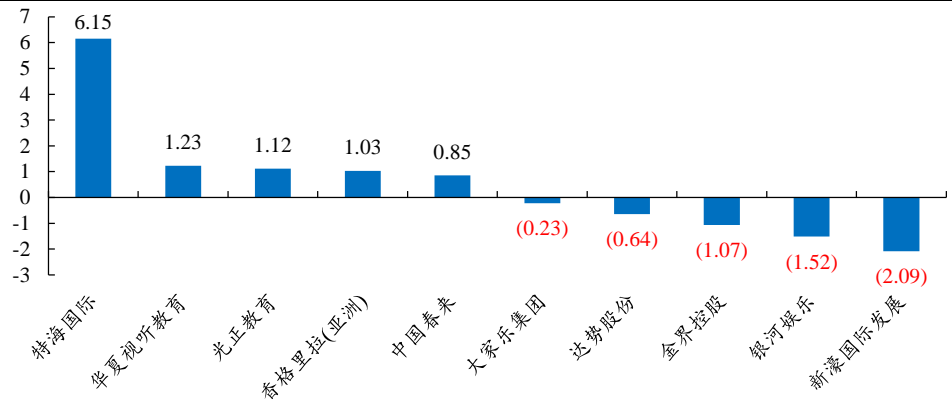


数据来源：Wind、开源证券研究所

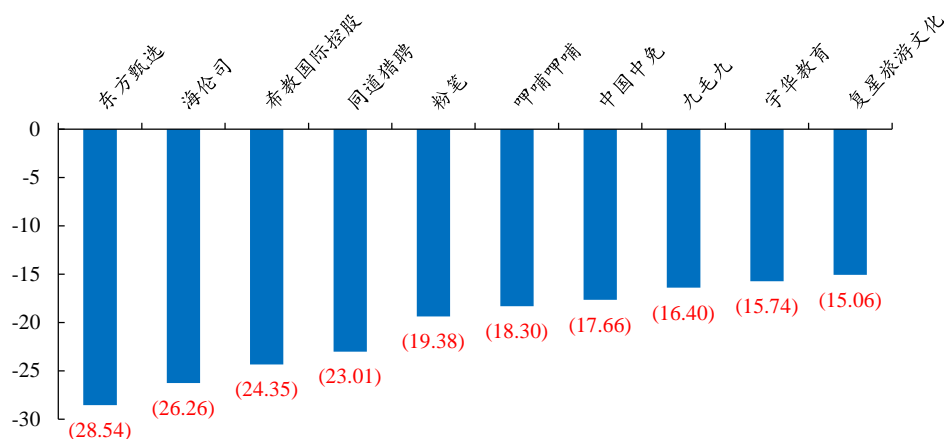
7.4、港股消费者服务标的表现：本周（10.7-10.10）教育、餐饮类上涨排名靠前

本周（10.7-10.10）港股教育、餐饮类涨幅靠前，涨幅前三名分别为特海国际、华夏视听教育、光正教育，跌幅前三名分别为东方甄选、海伦司、希教国际控股。

图46：本周（10.7-10.10）特海国际、华夏视听教育、光正教育领涨（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图47：本周（10.7-10.10）东方甄选、海伦司、希教国际控股跌幅较大（%）


数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：盈利预测与估值

代码	公司名称	2024/10/11			EPS			PE			评级
		收盘价	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E			
600223.SH	福瑞达	6.99	0.37	0.47	0.58	18.86	14.96	12.04	买入		
300896.SZ	爱美客	211.55	7.60	9.84	12.10	27.84	21.51	17.49	买入		
832982.BJ	锦波生物	211.70	6.15	8.43	10.07	34.41	25.12	21.02	买入		
601888.SH	中国中免	71.63	3.22	3.79	4.36	22.25	18.92	16.44	未评级		
0780.HK	同程旅行	17.92	0.82	1.05	1.37	21.82	17.04	11.93	未评级		
603099.SH	长白山	28.11	0.65	0.84	0.95	43.01	33.66	29.63	买入		
300795.SZ	米奥会展	15.25	1.01	1.35	1.69	15.10	11.30	9.02	买入		
001308.SZ	康冠科技	20.65	1.53	1.92	2.26	13.53	10.74	9.14	买入		
300856.SZ	科思股份	29.46	2.48	2.95	3.42	11.89	9.99	8.61	买入		
603277.SH	银都股份	25.16	1.44	1.62	1.83	17.49	15.55	13.77	买入		
688363.SH	华熙生物	61.86	1.77	2.24	2.82	35.03	27.65	21.97	买入		
300740.SZ	水羊股份	12.19	0.88	1.06	1.28	13.84	11.54	9.51	买入		
688366.SH	昊海生科	68.62	2.19	2.69	3.24	31.30	25.51	21.21	买入		
300192.SZ	科德教育	12.55	0.49	0.58	0.68	25.72	21.48	18.40	买入		
000526.SZ	学大教育	54.39	2.08	2.81	3.58	26.17	19.33	15.19	未评级		
603081.SH	大丰实业	9.26	0.45	0.58	0.73	20.40	16.00	12.68	买入		
605289.SH	罗曼股份	24.74	1.26	1.58	1.90	19.65	15.64	13.02	未评级		
600916.SH	中国黄金	8.88	0.66	0.77	0.89	13.37	11.49	9.96	买入		
300662.SZ	科锐国际	19.60	1.14	1.43	1.76	17.16	13.71	11.16	未评级		
600861.SH	北京人力	18.19	1.54	1.73	1.91	11.80	10.54	9.54	未评级		
600662.SH	外服控股	4.69	0.28	0.30	0.33	17.05	15.48	14.05	未评级		
603059.SH	倍加洁	20.57	1.10	1.71	1.97	18.70	12.05	10.42	买入		
9961.HK	携程集团-S	505.50	21.48	24.68	28.42	23.53	20.48	17.79	未评级		
300492.SZ	华图山鼎	73.08	3.07	4.27	5.42	23.77	17.11	13.47	未评级		
1890.HK	中国科培	1.36	0.40	0.42	0.44	3.44	3.27	3.11	未评级		

0839.HK	中教控股	5.12	0.78	0.89	1.00	6.52	5.77	5.14	未评级
1773.HK	天立国际 控股	4.81	0.26	0.36	0.51	18.70	13.29	9.40	未评级
002659.SZ	凯文教育	4.51	0.02	0.07	0.12	254.80	67.31	36.70	未评级
0382.HK	中汇集团	2.54	0.62	0.65	0.73	4.11	3.91	3.50	未评级
301011.SZ	华立科技	18.08	0.54	0.74	0.91	33.21	24.58	19.92	未评级
301110.SZ	青木科技	37.44	1.58	2.26	2.91	23.64	16.56	12.87	未评级
9699.HK	顺丰同城	11.02	0.15	0.31	0.50	71.51	35.23	22.25	未评级
3690.HK	美团	193.70	5.04	7.01	8.83	38.44	27.62	21.93	未评级
EDU.N	新东方	75.71	1.51	2.60	0.40	45.65	26.51	170.39	未评级
TAL.N	好未来	11.22	0.13	0.15	0.32	76.23	67.87	31.46	买入

数据来源：Wind、Bloomberg、开源证券研究所；除福瑞达、爱美客、长白山、米奥会展、康冠科技、科思股份、银都股份、康冠科技、华熙生物、大丰实业、水羊股份、倍加洁、好未来为开源证券研究所预测，新东方为 Bloomberg 一致预期，其余公司盈利预测及估值数据均使用 Wind 一致预期(以上港股上市公司计价货币为港元, EPS 为人民币, 2024 年 10 月 10 日港币兑人民币收盘价 0.91037; 美股上市公司收盘价和 EPS 计价货币为美元, 2024 年 10 月 11 日美元兑人民币收盘价 7.0731)

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