

社会服务

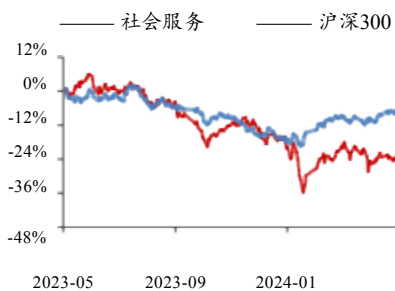
2024年05月19日

IP 卡牌打开潮玩空间，多维度显示高教拐点已至

——行业周报

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

- 《关注职教、高教板块，伊菲丹官宣全球代言人——行业周报》-2024.5.12
- 《精神至上、向“新”而行，圈层经济全球繁花开满枝——社服行业2024年中期投资策略》-2024.5.9
- 《兴趣驱动户外运动兴起，关注下周教培季报催化——行业周报》-2024.4.21

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

📌 旅游：重视旅游产业政策引领，罗曼收购公告落地

出行/旅游：5月全国旅游发展大会召开，加大培育旅游成为新兴战略性支柱产业的顶层政策引领，各地政府积极响应下，旅游产业对拉动内需的经济支撑作用有望进一步强化。智慧旅游作为产业重点升级方向，核心在于探索互联网、大数据、人工智能、虚拟现实等数字化科技与产业上中下游的有机结合，有助于提升旅游市场整体效能，进一步激发国民旅游兴趣，同时利好赛道认知、产业链协同能力强、积极赋能整合上游的OTA平台。**罗曼股份：**收购英国Holovis公告落地，预计后续将进一步夯实公司数字文旅板块竞争力。**访港：**本周（5.11-5.17）内地访客总入境人次达487930人，环比-11.6%；全球访客总入境人次（除内地外）169898人，环比+0.1%。

IP/教育/餐饮/酒店：新物种IP卡牌快速起量，高教板块迎拐点

IP卡牌：2022年中国收藏卡行业市场规模超过100亿元，同比增长42.1%；消费者规模433.3万人，同比增长37.8%。IP与卡牌深度绑定，社交属性+直播助推，天猫、抖音平台收藏卡牌销售额高增。**受益标的：**华立科技（发力卡牌，储备宝可梦、奥特曼等IP，自研产品《三国幻战》）。**教育：**多维度显示高教拐点已至，政策持续消化，内生强劲外延可期。**受益标的：**中教控股、中国科培、中汇集团（港股低估值、高股息），天立国际控股、凯文教育（政策及学校盈利模式改革已落地）。**餐饮：**特海完成赴美上市，百胜试点萨莉亚模式。**酒店：**华住一季度收入增长超预期，2023中国酒店连锁化率41%，对比欧美仍有上升空间。

美丽：行业格局优化+国产替代，关注细分赛道增量机会


美丽：2024Q1美妆大盘增速放缓下，中小品牌市占率收缩，头部美妆品牌市占率上升。细分赛道中套装、精华、乳液面霜品类2024Q1GMV yoy+8%/+30%/+17%。高端市场集中度较高，海外品牌仍占据主导地位，但小众高端品牌增速优于传统高端品牌。伊菲丹作为国内企业在高奢赛道布局品牌，处于销售额快速爬坡期，看好其在高奢市场份额进一步提升。2024年至今美妆投融资市场出现回暖，小众、特色、出海品牌受市场关注。**运动：**户外运动在全球兴起，据久谦亚马逊数据，2024年1-4月亚马逊平台户外运动GMV达98.6亿美元/yoy+17.7%。

📌 本周社服板块跑输大盘，教育、旅游类领涨

本周（5.13-5.17）社会服务指数0.22%，跑输沪深300指数0.1pct，在31个一级行业中排名第27；2024年初至今社会服务行业指数-9.27%，弱于沪深300指数的+7.19%，在31个一级行业中排名第27。

推荐标的：（1）**旅游：**长白山；（2）**教育：**好未来、科德教育；（3）**餐饮/酒店/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。

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。

 **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：重视旅游产业政策引领，罗曼收购公告落地.....	4
1.1、 重视旅游产业政策引领，智慧旅游体系加速建设.....	4
1.2、 罗曼股份：收购交易公告落地，数字文旅竞争力夯实.....	5
1.3、 航空： 国内航班环比回落，国际航班保持稳定.....	7
1.4、 访港数据追踪：内地访港节后回落， 全球访港环比下降	7
2、 IP 卡牌：卡牌市场规模过百亿， 社交属性+直播间助推.....	8
2.1、 市场规模：行业规模过百亿， 预计未来三年增速超 30%	8
2.2、 行业玩家：互联网大厂入局， 关注华立科技.....	9
2.3、 驱动因素： IP 与卡牌深度绑定，社交属性+直播助推	10
2.4、 销售高增：天猫、抖音平台收藏卡牌销售额高增.....	11
3、 高教：多维度显示高教拐点已至，政策持续消化，内生强劲外延可期.....	11
3.1、 历史复盘：明确允许关联交易，分红不确定性逐步移除	11
3.2、 政策进展：多省积极推进选营选非， 过渡节点后有望加速	13
3.3、 公司对比：关注中教控股、中国科培、中汇集团.....	14
3.3.1、 分红比例： FY2024H1，中教控股>中汇集团>中国春来>中国科培	14
3.3.2、 偿债能力： 中教控股、中国科培、中汇集团偿债能力更优.....	15
3.3.3、 学校质量及成长性： 因一二级估值倒挂收并购暂缓，各家营收增长降速	15
4、 餐饮：特海完成赴美上市，百胜试点萨莉亚模式.....	17
4.1、 特海国际赴美双重上市，一季度经营表现亮眼.....	17
4.2、 餐饮行业整体持续复苏，百胜、呷哺降价换量.....	17
5、 酒店：华住一季度收入增长超预期，中国酒店连锁化仍有上升空间.....	18
5.1、 华住集团一季度收入增长超预期，下沉策略将带来更多增量机会	18
5.2、 《2024 年中国酒店业发展报告》发布，酒店连锁化率提升至 41%.....	19
6、 美丽：格局优化+国产替代，把握增量细分赛道	20
7、 运动：全球户外运动市场火热， 关注线上健身赛道龙头企业 Keep	22
8、 行业行情回顾：本周社服板块跑输大盘	23
8.1、 行业跟踪：本周社服板块整体上行	23
8.2、 社服标的表现：本周（5.13-5.17）教育、检测类上涨排名靠前	24
9、 风险提示	27

图表目录

图 1： 2023 年国内旅游收入 GDP 贡献度 3.89%	4
图 2： 预计 2024 年出入境游客有望进一步恢复（单位： 亿人次）	4
图 3： 2023 年目标公司营收下滑， 利润端有所增亏（单位： 万英镑）	6
图 4： 本周国内客运日均执行航班量较 2023 年同期-1%（单位： 架次）	7

图 5: 本周国际客运日均执行航班量恢复至 2019 年同期 71% (单位: 架次)	7
图 6: 近一周内地/全球访港人数环比-11.6%/+0.1% (单位: 人次)	7
图 7: 近一周内地/全球访港人数恢复至 2019 年的 45.8%/62.8% (单位: 人次)	8
图 8: 近一周内地/全球访港人数单日峰值环比-28.6%/+1.7% (单位: 人次)	8
图 9: 2022 年中国收藏卡行业市场规模超过 100 亿元	9
图 10: 2022 年中国收藏卡消费者规模 433.3 万人	9
图 11: 2022 年中国 IP 卡行业市场规模达到 86.7 亿元	9

图 12:	2022 年中国 IP 卡消费者规模 360.1 万人	9
图 13:	2023 年天猫平台收藏卡牌销售额同比+64.5%	11
图 14:	自 2021 年“双减”以来, 叠加约谈传言, 高教板块公司股价已回调近 3 年时间	12
图 15:	2021 年 7 月前, 中教控股 PE (盈利预测) 稳定在 25-35 倍	13
图 16:	2023 年中教控股本科院校录取分数线较当地省控线高 16 分 (文科)	16
图 17:	2023 年中教控股本科院校录取分数线较当地省控线高 15.57 分 (理科)	16
图 18:	2024 年 4 月全国餐饮收入为 3915 亿元, 同比增长 4.4%	18
图 19:	华住 2024Q1 收入同比+17.8%	19
图 20:	华住 2024Q1 净利润同比-33.4%	19
图 21:	中国酒店业占住宿业设施数整体规模已超 50%	19
图 22:	在所有酒店档次中, 豪华型酒店连锁化率最高	19
图 23:	护肤套装、面部精华和乳液面霜为主要增量赛道	20
图 24:	高端市场集中度相对高于中端和平价市场更高	21
图 25:	高端市场中海蓝之谜、赫莲娜、修丽可、娇韵诗等品牌销售额同比增长较快	21
图 26:	中端市场中珀莱雅超过欧莱雅跻身中端市场 TOP1	21
图 27:	平价市场中韩束销售额翻倍增长整体市占率大幅提升	21
图 28:	2024 年 1-4 月美妆市场投融资金额和数量已超过 2023 年	22
图 29:	2024 年以来亚马逊平台户外运动品类销售额同比加速增长	23
图 30:	本周 (5.13-5.17) 社服板块跑输沪深 300 (%)	23
图 31:	2024 年初至今社服板块走势弱于沪深 300 (%)	23
图 32:	本周 (5.13-5.17) 社会服务在一级行业排名第 15 (%)	24
图 33:	2024 年初至今社会服务在一级行业排名第 27 (%)	24
图 34:	本周 (5.13-5.17) 电科院、昂立教育、西藏旅游领涨 (%)	25
图 35:	本周 (5.13-5.17) 美吉姆、东方时尚、米奥会展跌幅较大 (%)	25
图 36:	本周 (5.13-5.17) 中公教育、昂立教育、众信旅游净流入额较大 (万元)	25
图 37:	本周 (5.13-5.17) 东方时尚、中青旅、米奥会展净流出额较大 (万元)	26
表 1:	2023 年国家重点旅游发展政策/会议情况梳理	4
表 2:	2024-2026 年两个交易期利润目标扭亏	6
表 3:	红杉、哔哩哔哩等投资卡牌公司	10
表 4:	江西、黑龙江等多个省份积极推进选营选非	13
表 5:	中教控股、中国科培、中汇集团、中国春来支付 FY2024 中期股息	14
表 6:	FY2024H1 中教控股、中国科培的税率增加, 侧面印证逐步打通关联交易	14
表 7:	各家有息负债率均在 30% 以下	15
表 8:	中教控股、中国科培、中汇集团流动比率显著高于其他公司	15
表 9:	近年来中教控股、中汇集团的营收增速较快	15
表 10:	除民生教育、希教控股、宇华教育以外, 其他高教公司盈利能力优异	16

表 11: FY2024H1 中教控股、中国科培、中汇集团的归母净利润同比增长 9.62%、6.66%、13.23%	16
表 14: 头部美妆品牌	20
表 15: 盈利预测与估值	26

1、出行/旅游：重视旅游产业政策引领，罗曼收购公告落地

1.1、重视旅游产业政策引领，智慧旅游体系加速建设

重视旅游产业政策引领，经济支撑战略地位提升。5月全国旅游发展大会召开，这次会议是党中央首次以旅游发展为主题召开的重要会议，提出着力完善现代旅游产业体系加快建设旅游强国，推动旅游业高质量发展行稳致远。2012-2019年国内旅游收入年均保持双位数稳健增长，目前已形成全球最大国内旅游市场，国际旅游最大客源国和主要目的地。2023年后中央和地方政府将旅游作为扩大内需、提振消费的重要抓手，推动旅游消费快速复苏，围绕全域旅游、智慧旅游、乡村旅游等重点领域推动旅游产品创新升级、目的地资源整合联动、旅游服务秩序引导，促进需求和供给两端的双向发力和良性互动。旅游业贯通消费和生产领域，已逐步成为新兴战略性新兴产业，2023年国内旅游收入对GDP贡献率为3.89%，较2019年水平仍有较大空间，预计随国民体验式旅游热情升温叠加2024年出入境游复苏振兴，旅游对国内经济支撑性作用将持续增强。

图1：2023年国内旅游收入GDP贡献度3.89%

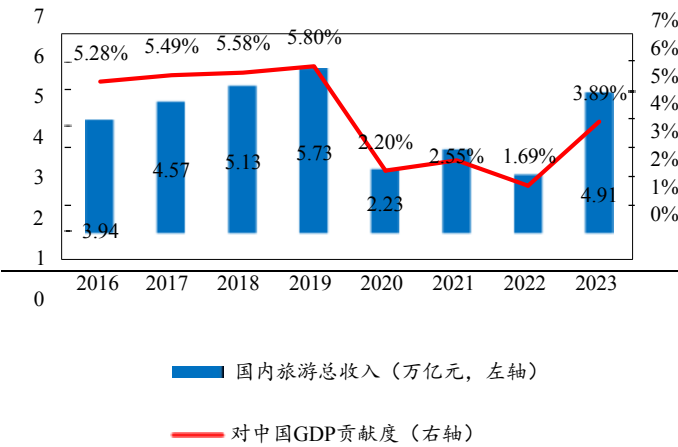
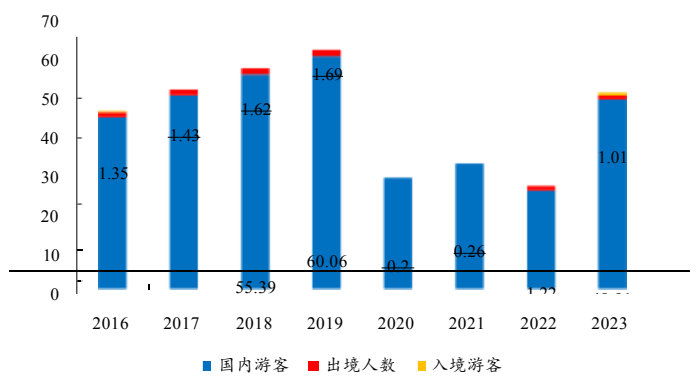


图2：预计2024年出入境游客有望进一步恢复（单位：亿人次）



数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

表1：2023年国家重点旅游发展政策/会议情况梳理

重点文件/会议	时间	部门	政策内容
《乡村文化和旅游带头人支持项目实施方案(2023-2025年)》	2023年5月	文旅部	通过加强联系服务、实施项目资助、搭建交流平台、强化教育培训、鼓励创新实践等方式，充分激发带头人发展潜力，进一步加强乡村文化和旅游带头人队伍建设。
《关于释放旅游消费潜力推动旅游业高质量发展的若干措施》	2023年9月	国务院办公厅	推进文化和旅游深度融合。引导戏剧节、音乐节、艺术节、动漫节、演唱会、艺术展览、文旅展会等业态健康发展，丰富“音乐+旅游”、“演

出+旅游”、“展览+旅游”、“赛事+旅游”等业态。

《国内旅游提升计划 (2023-2025年)》	2023年11月	文旅部	加强国内旅游宣传推广、丰富优质旅游供给、改善旅游消费体验、提升公共服务效能、支持经营主体转型升级、深化重点领域改革、提升旅游市场服务质量、加强市场综合监管。
《智慧旅游创新发展行动计划》	2024年5月	文旅部	提出一系列重点任务包括改造升级信息基础设施、加强5G+智慧旅游协同创新发展；提升服务平台运营效能、提升适老化服务水平等；挖掘利用5G技术在视频监控、实时传输、无人驾驶等方面的潜力和优势，拓展旅游领域应用场景。
全国旅游发展大会	2024年5月	-	着力完善现代旅游业体系加快建设旅游强国，推动旅游业高质量发展行稳

重点文件/会议

时间

部门

政策内容

致远，提出一三五规划：即走出一条独具特色的中国旅游发展之路；坚持守正创新、提质增效、融合发展三个发展原则、统筹政府与市场、供给与需求、保护与开发、国内与国际、发展与安全五对关系。

资料来源：Mob 研究院、文旅之声、央视新闻公众号、开源证券研究所

智慧旅游创新为产业重点升级方向。智慧旅游作为一种新兴的旅游模式，利用先进的信息技术手段，为游客提供更加个性化、便捷和智能的服务体验，同时也为旅游供给侧带来高效的管理与营销解决方案。2024年5月6日，文旅部、国家发改委、国家数据局等多部委联合出台《智慧旅游创新发展行动计划》，计划进一步推动智慧旅游基础设施、提升数字化管理效率、引导线上线下营销、丰富智慧旅游产品，旅游数据资源利用，其核心在于探索互联网、大数据、人工智能、虚拟现实等数字化科技与产业上中下游的有机结合，有助于提升旅游市场整体效能，进一步激发国民旅游兴趣，具体表现在：

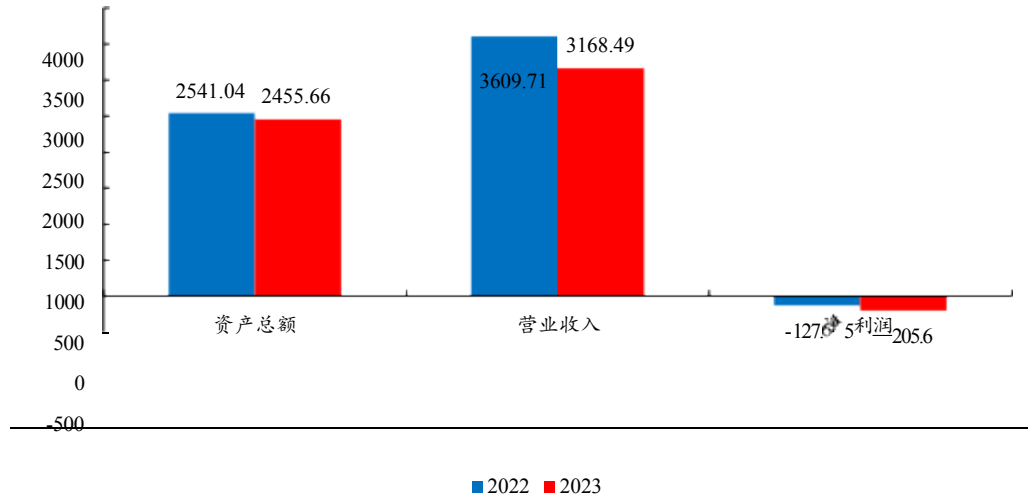
(1) 消费者角度看，国民在线旅游用户规模持续提升，覆盖客群向银发群体延伸；(2) 资源方角度看，景区、度假区、休闲街区、主题公园、博物馆等场所加快应用AR/VR/MR、元宇宙、裸眼3D等技术设备，建设智慧旅游沉浸式体验新空间，培育文旅消费新空间。(3) 平台角度看，更加注重短视频、直播等新媒体的赋能作用，强化创意策划和内容生产，统筹线上线下，实现精准营销。

核心观点：2023年以来国家层面和地方政府持续加强文旅高质量发展的政策引领，尤其在供给侧智慧化改革的指引较明确。OTA垂类平台基于产业链承上启下的关键地位，通过供应链和用户端的多年深耕积累，其资源、技术、流量和资金优势较为显著，因此智慧旅游供给侧改革加速推进为OTA平台赋能和整合上游，提供策划运营解决方案提供空间，有助于进一步筑深其在资源端绑定和产业链协同壁垒。

受益标的：同程旅行、携程旅行-S。

1.2、罗曼股份：收购交易公告落地，数字文旅竞争力夯实

收购英国 Holovis 资产公告落地。根据公司5月13日公布的《关于资产收购暨关联交易的公告》，为持续夯实公司在数字文旅、AR/VR等领域的核心竞争力，进一步提升沉浸式体验、动态捕捉、虚拟仿真、互动技术等领域的研发优势，公司拟以全资子公司罗曼香港为主体，收购目标公司POD（持有英国Holovis100%股权）85.15%股权。根据资产评估，目标公司100%股东权益价值为2688万英镑，本次总交易总金额（包含交割付款和或有付款）不超过2,282.50万英镑，不构成重大资产重组交易。2023年目标公司实现营业收入3169万英镑，同比下降12.2%，实现净利润-205.6万英镑，较上年有所增亏。

图3：2023年目标公司营收下滑，利润端有所增亏（单位：万英镑）


数据来源：公司公告、开源证券研究所

收入和利润率考核逐年提升，展现后续发展信心。根据收购公告业绩目标，第一个交易期(2024.7.1-2025.6.30)，累计收入 5215 万英镑，归母扣非净利润 122 万英镑，净利润率相当于2.3%，业绩达成支付 62 万英镑；第二个交易期(2025.7.1-2026.6.30)累计收入 6158 万英镑，归母扣非净利润 383.34 万英镑，净利润率相当于 6.2%，业绩达成支付 103.36 万英镑。从订单目标上看，2024 年-2025 年 6 月 30 年新订单（包含变更、替换和延期订单）累计金额达到 6200 万英镑（现价折合人民币约 5.7 亿），展现对目标公司业务拓展发展信心。

表2：2024-2026 年两个交易期利润目标扭亏

业绩期间	业绩目标	业绩达成对价支付金额
第一个交易期 (2024.7.1-2025.6.30)，自 2024 年 1 月 1 日起算	(1) 累计合并收入达到 5215 万英镑； (2) 累计合并净利润和扣非归母净利润达到 122 万英镑； (3) 累计合并息税折旧摊销前利润达 151 万英镑； (4) 2024.1.1-2025.6.30 有关新业务订单累计金额达6200 万英镑；	62.02 万英镑
第二个交易期 (2025.7.1-2026.6.30)	(1) 累计合并收入达到 6159 万英镑； (2) 累计合并净利润和扣非归母净利润达到 383 万英镑； (3) 累计合并息税折旧摊销前利润达 399 万英镑； (4) 累计新业务订单累计金额达 4700 万英镑；	103 万英镑

资料来源：公司公告、开源证券研究所

本次收购或为公司业务提供多维度赋能。Holovis 专注于全球主题公园、游客景点和企业客户设计和安装世界级的体验式解决方案，其业务有两个主要领域的互补性专长，分别是 AV 专家专注于系统集成和复杂的 AV 设计、安装和调试，以及创意设计 and 软件团队负责创意设计与落地执行符合市场需求的景点、体验式项目。主要客户包括环球影城、挪威游轮、乐高乐园阿布扎比海洋生物主题公园、大英博物馆、杜莎夫人蜡像馆等。收购成功后有助于为公司提供多维度业务协同：

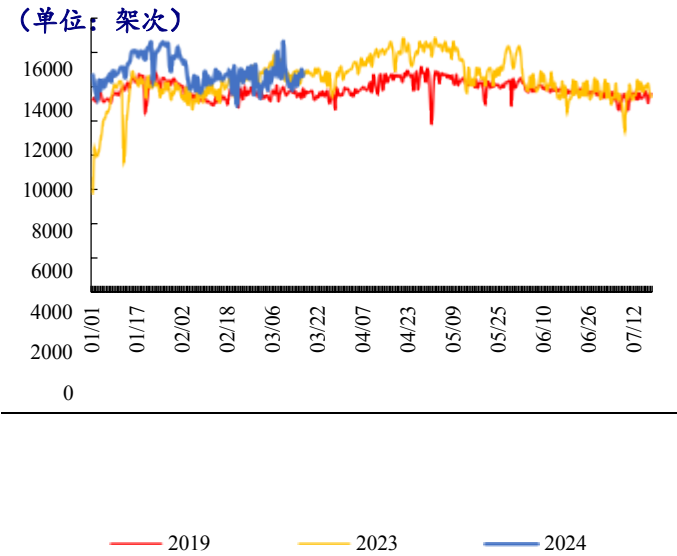
- (1) 目标公司在美国、英国、阿布扎比、日本多国实现项目交付，有助于推动罗曼数字文旅板块全球化布局，并夯实国内主题乐园市场竞争力。
- (2) 目标公司在大数据、人工智能、系统开发领域积累深厚技术能力和人才储备，后续有望向国内平台输送，有助于前沿技术开发和人才团队互补，推出符合全球市场的新平台和新产品。
- (3) 公司传统景观照明业务有望借助目标公司的全球营销服务网络，进一步

向酒店、影城、主题乐园、度假村投资领域客户导入。

1.3、航空：国内航班环比回落，国际航班保持稳定

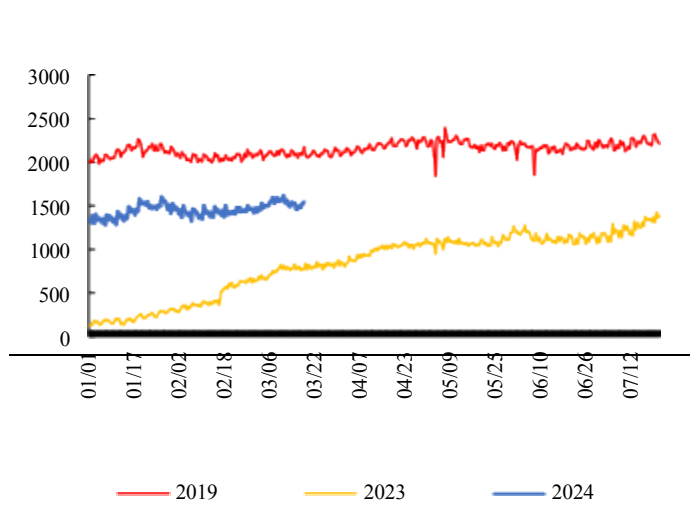
根据航班管家，本周（5.12-5.18）全国日均客运执行航班量 14371 架次，较 2023 年同期增长 5%，环比-1.5%。其中，本周国内客运日均执行航班量 12549 架次，较 2023 年同期-1%，环比-1.3%，5 月国内航班较 2023 年同期持平；本周国际客运日均执行航班量 1500 次，环比-2.7%，恢复至 2019 年同期 71%，5 月国际航班恢复至 2019 年同期 73%。

图4：本周国内客运日均执行航班量较 2023 年同期-1%



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 71% (单位：架次)



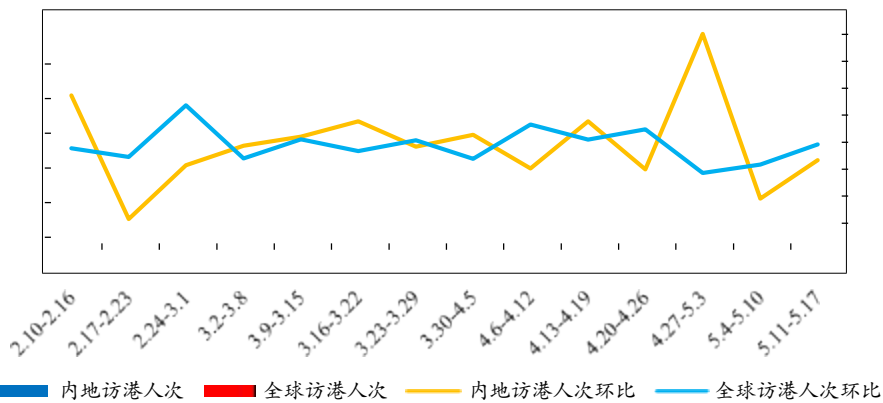
数据来源：航班管家、开源证券研究所

1.4、访港数据追踪：内地访港节后回落，全球访港环比下降

本周（5.11-5.17）内地访客总入境人次达 487930 人，环比-11.6%；全球访客总入境人次（除内地外）169898 人，环比+0.1%。内地访客日均人数恢复至 2019 年月度日均的 45.8%，全球访客日均人数（除内地外）恢复至 2019 年月度日均的 62.8%。内地访港整周单日峰值 8.13 万人次，全球访客整周单日峰值（除内地外）达 2.8 万人次。

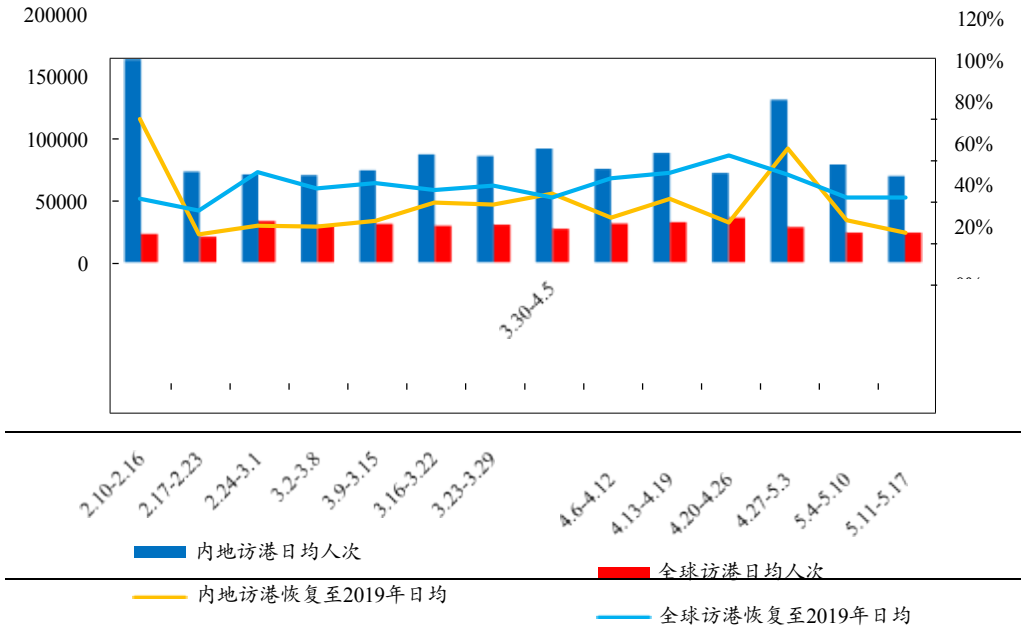
图6：近一周内地/全球访港人数环比-11.6%/+0.1% (单位：人次)





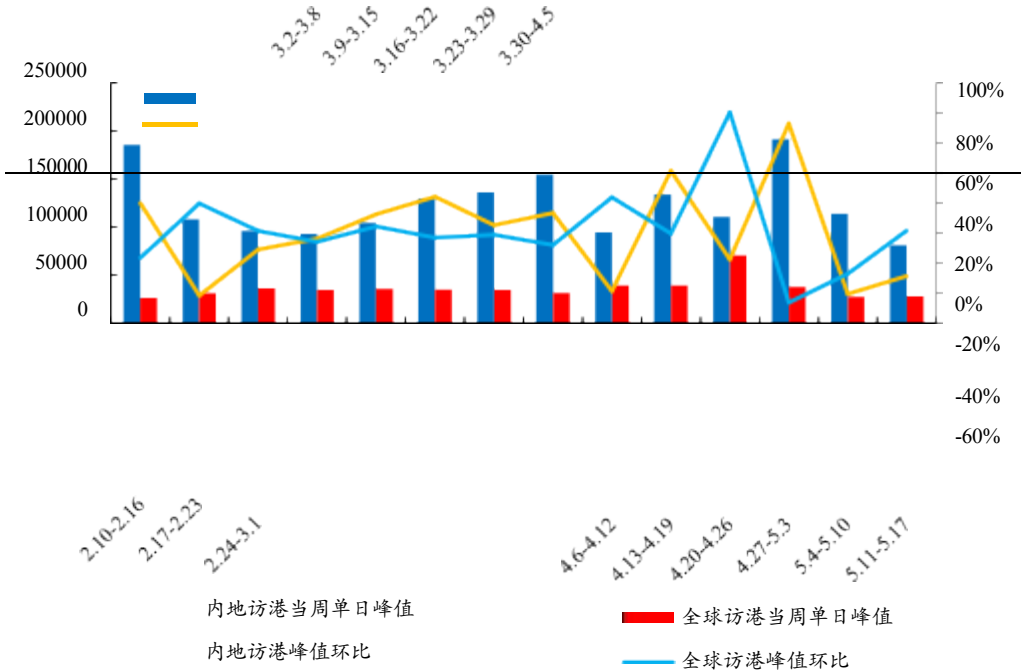
数据来源：中国香港特别行政区政府入境事务处、开源证券研究所

图7：近一周内地/全球访港人数恢复至2019年的45.8%/62.8%（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-28.6%/+1.7%（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

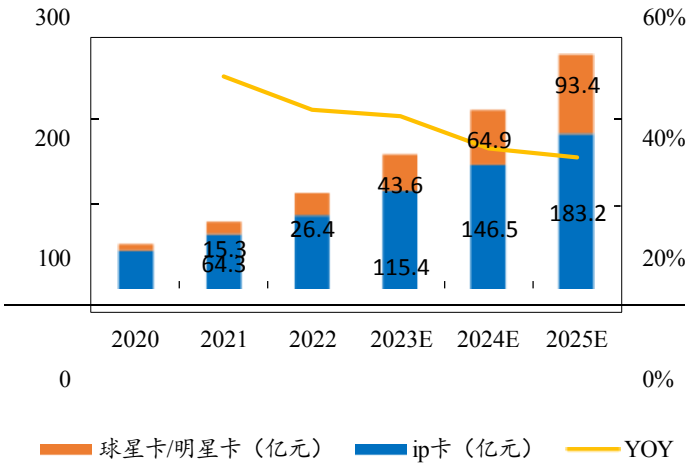
2、IP 卡牌：卡牌市场规模过百亿，社交属性+直播间助推

2.1、市场规模：行业规模过百亿， 预计未来三年增速超 30%

2022 年中国收藏卡行业市场规模超过 100 亿元， 同比增长 42.1%。预计到 2025 年， 其市场规模将来到 276.6 亿元， 保持 30%+的同比增速。抖音直播拆卡是撬动卡牌市场迅速膨胀的推手之一。据虎嗅报道， 抖音直播拆卡行业流水从 2020 年 2 亿上涨到 2023 年上半年 30 亿。

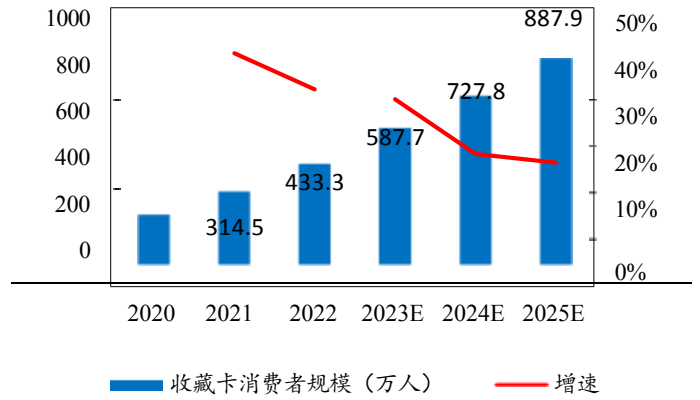
2022 年中国收藏卡消费者规模 433.3 万人， 同比增长 37.8%。基于体育、动漫、影视、音乐领域庞大的粉丝基础， 以及奥特曼、宝可梦航海王等重量级 IP 的广泛受众， 未来几年， 国内收藏卡的消费者规模仍将保持高速增长。

图9：2022年中国收藏卡行业市场规模超过100亿元



数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

图10：2022年中国收藏卡消费者规模433.3万人

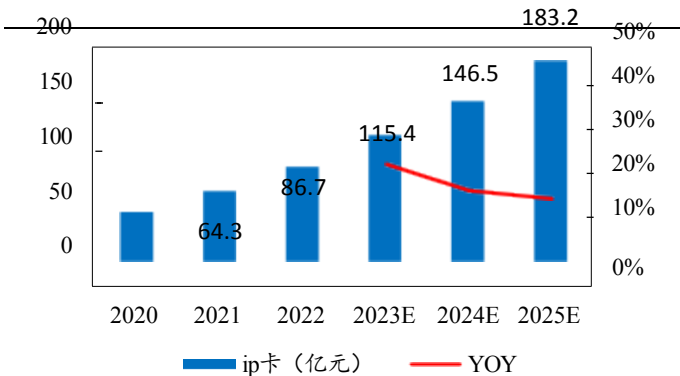


数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

2022年中国IP卡行业市场规模达到86.7亿元，同比增长34.9%，预计在2025年其市场规模将超过180亿。传统二次元作品及新IP源源不断的产出，持续为IP收藏卡市场注入活力，推动国内IP卡消费市场持续增长。

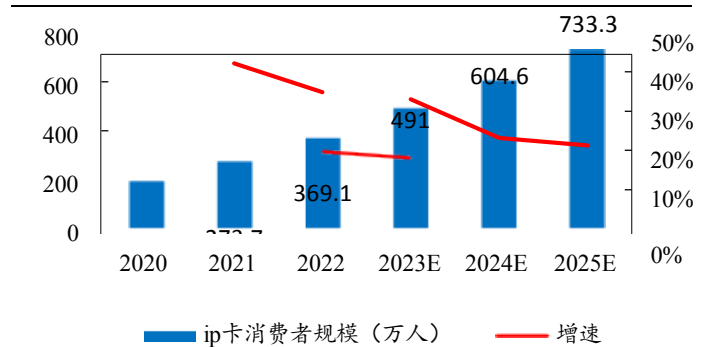
2022年中国IP卡消费者规模369.1万人，同比增长34.9%。IP卡目前的消费主力主要分为两部分，八零后九零后逐渐成为消费中坚力量，开始为儿时情怀进行消费；另外还有一部分是父母为孩子进行的相关卡牌消费，最典型的也就是奥特曼卡牌，这两部分消费群体是国内IP卡市场崛起的核心。

图11：2022年中国IP卡行业市场规模达到86.7亿元



数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

图12：2022年中国IP卡消费者规模369.1万人



数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

2.2、行业玩家：互联网大厂入局，关注华立科技

2022 年开始，卡牌公司成为资本市场的热点方向。

(1) **卡游**：IP 收藏卡牌领域的重要企业，成立于 2018 年，主打奥特曼系列卡牌，2020 年营收达到 30 亿，净利润约为 12 亿元-15 亿元。2022 年，卡游的年收入超过 40 亿，成为国内集换式卡牌领域的领头羊。

(2) **Hitcard**：创立于 2021 年，该年 12 月到 2022 年年底，一年时间 Hitcard 密集拿到四轮融资，投资方不乏泡泡玛特、红杉这样的明星公司或投资机构。

(3) **集卡社**：母公司杰森动漫，2024 年 2 月拿到 B 站独家投资。集卡社相关负责人表示：“对平台来说，投资投的是赛道”，集卡社是赛道里的头部企业。

(4) **华立科技**：热门 ip 包括《宝可梦》《奥特曼》《我的世界》，其销售的卡牌

主要是代理自日本企业，比如万代、多美、Marvelous 开发的产品。2023 下半年，华立科技推出了新品《火影忍者斗牌世界》，以及将三国 IP 元素与游艺机进行融合的自研产品《三国幻战》。

(5) **Suplay**: 成立于 2019 年，于 2021 年先后获得吉相资本数百万美元融资、米哈游约千万美元融资，此前还获得过 LITTLE JOY、源码资本的投资。Suplay 全资拥有潮玩设计制造厂牌嘿粉儿、卡牌厂牌 Kakawow，孵化合作了 kiki、水波蛋、winni 等潮玩 IP，合作 IP 包括故宫文化、三丽鸥、原神等。

表3：红杉、哔哩哔哩等投资卡牌公司

公司	投资方	IP 储备
卡游	红杉中国	奥特曼、哈利波特、变形金刚、斗罗大陆、圣斗士星矢、柯南等
集卡社	Bilibili	迪士尼、全职高手、斗破苍穹、铃芽之旅、鬼灭之刃、星球大战、霍比特人、皮克斯等
Hitcard	泡泡玛特、红杉种子基金	泡泡玛特、魔鬼猫、虹猫蓝兔七侠传、盗墓笔记、QQ 等
华立科技	A 股	宝可梦、奥特曼等，自研《三国幻战》
suplay	米哈游、源码资本、吉相资本	故宫文化、三丽鸥、迪士尼

资料来源：创业邦公众号、开源证券研究所

2.3、驱动因素：IP 与卡牌深度绑定，社交属性+直播助推

(1) **受众范围广泛**: 收藏卡牌基于体育、动漫、影视、音乐等领域庞大的粉丝基础，以及奥特曼、宝可梦、航海王等重量级 IP 的广泛受众，吸引了不同年龄层和兴趣爱好的消费者。

(2) **情绪价值**: 收藏卡牌不仅具有收藏价值，还能提供丰富的情绪价值，消费者在拆卡过程中获得满足感。

(3) **投资价值**: 收藏卡牌因其稀有性和收藏属性，提升了其投资价值。随着市场参与者的增加，特定卡牌的需求持续增加，从而催生出一定的投资价值。

(4) **直播和社交媒体的影响**: 随着直播行业的盛行，不少卡牌经销商和爱好者利用直播平台引流卖货，传播卡牌文化，吸引了更多消费者的兴趣。

(5) **IP 与卡牌的深度绑定**: 卡牌行业与 IP 内容深度绑定，卡牌成为了 IP 出圈和维持热度的新领域，而 IP 也因为收藏卡牌的强势上涨趋势提高了自身知名度。

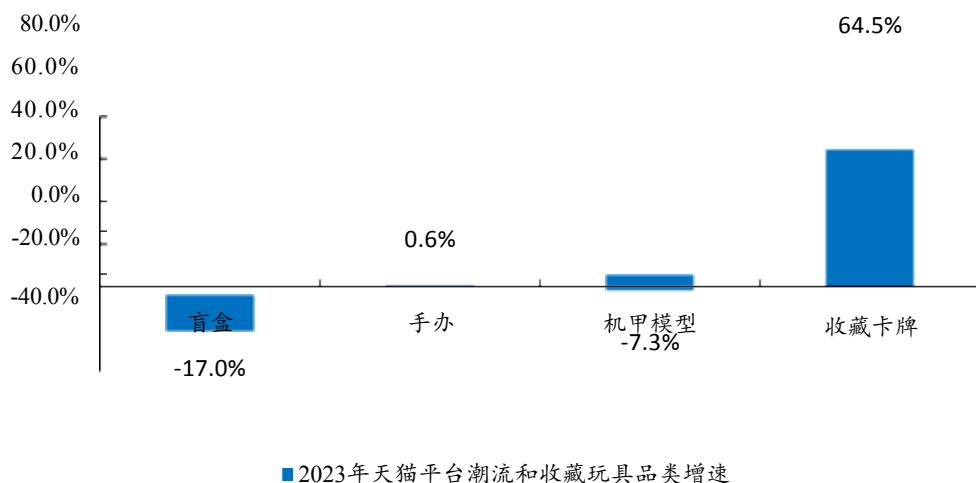
(6) **文化和生活方式的体现**: 收藏卡牌成为了一种基于热爱和珍藏的文化和生活方式，它不再仅仅是一张卡片，而是成为了一种表达收集爱好的方式，或是对情怀、回忆的记录。

(7) **社交货币和自我表达**：收藏卡牌自带盲盒属性，提供了超出预期的精神愉悦，并且与 IP 深度绑定，成为身份认同和社交桥梁的一种形式。

2.4、销售高增：天猫、抖音平台收藏卡牌销售额高增

2023 年天猫平台潮流和收藏玩具品类中，收藏卡牌销售额同比增幅最大，为 64.5%。收藏卡牌销售均价同比增幅最大，为 35.5%；盲盒 TOP5 品牌集中度为 47.6%；手办 TOP5 品牌集中度为 51.7%。

图13：2023 年天猫平台收藏卡牌销售额同比+64.5%



数据来源：《2024 中国玩具和婴童用品行业发展白皮书》、开源证券研究所

拆卡赛道诞生百亿几倍抖音直播间。直播间“九欧拆卡”目前在抖音上有 137.2 万粉丝，其抖音店铺主页显示，橱窗中的卡牌盲盒已有 11.6 万件销量。午夜时分，上万人蹲在拆卡直播间，为巴掌大的卡牌上头。灰豚数据显示，近 30 天，九欧拆卡场均观看人数超过 40 万，场均直播销量 200-500 件，直播总销售额在 100 万-250 万区间内。数据平台显示，除了九欧拆卡这样的头部主播月销售额百万以上，还有不少中腰部主播单月销售额也能达到数十万级别。

3、高教：多维度显示高教拐点已至，政策持续消化，内生强

劲外延可期

3.1、历史复盘：明确允许关联交易，分红不确定性逐步移除

（一）政策雾霾阶段：自 2017 年多家高教公司在港上市，股价持续走高。2018 年 8 月，司法部发布《中华人民共和国民办教育促进法实施条例（修订草案）（送审稿）》，市场担忧未来政策将限制外延并购、关联交易、规范 VIE 架构的资金运作，并在未来收购兼并中不得采用 VIE 架构，政策不确定性引发担忧，股价大幅受挫。

（二）磨底过渡阶段：2019 年政策影响逐渐缓解，阶段内高教收购案例较往年更多，部分公司发展重心从 K12 向高教倾斜，期间出台《高职扩招专项工作实施方案》、《中国特色高水平高职学校和专业建设计划》等 17 项教育相关政策文件，指明国家鼓励职教发展方面不变。

（三）推进转型阶段：2020 年 5 月，教育部《发布关于加快推进独立学院转设工作的实施方案》，丰富可收并购标的，并对按期完成转设的高校，在招生等方面给予倾斜支持。**2021 年 5 月，民促法正式稿发布，送审稿中关于收购兼并、协议控制的相关表述全部删除，并允许除义务教育阶段以外的民办学校，开展公平、公开、**

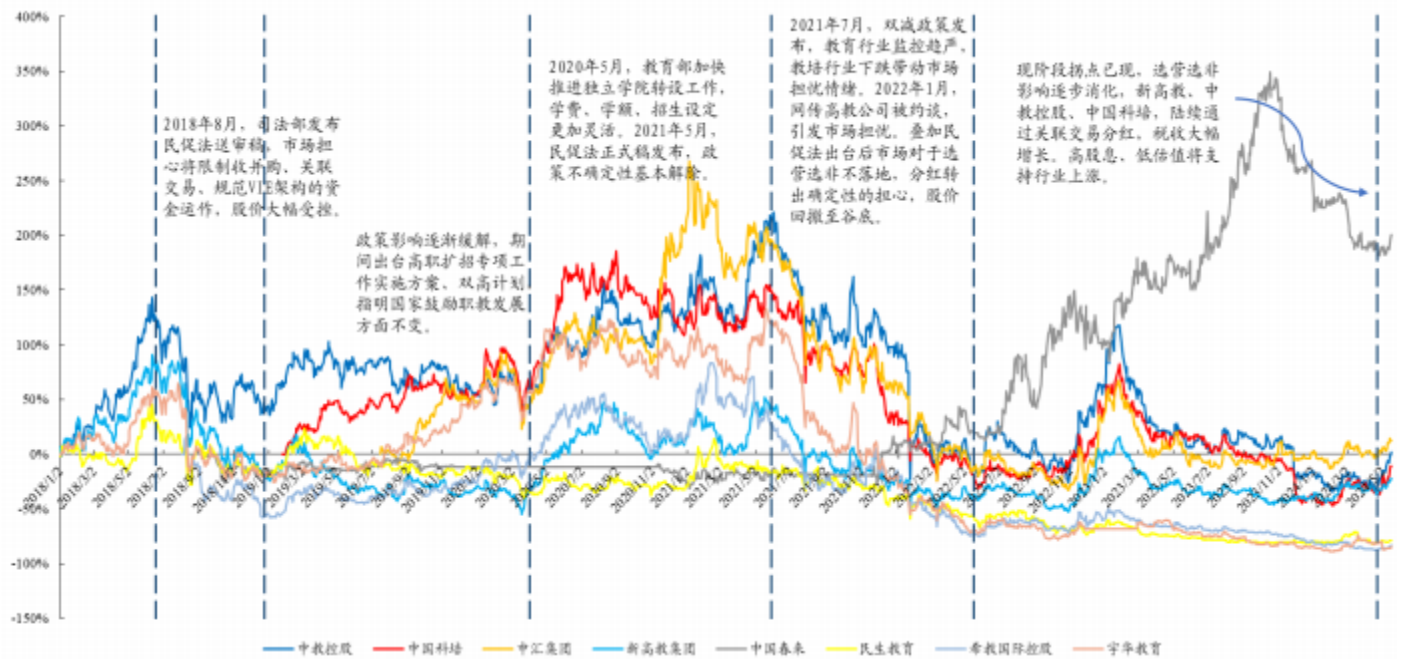
公允的关联交易，政策不确定性基本解除。

（四）行业重挫阶段：2021 年 7 月，发布《关于进一步减轻义务教育阶段学生

作业负担和校外培训负担的意见》，教育行业监管趋严，教培行业快速下跌引发市场对整个教育板块的担忧情绪。2022年1月，做空邮件引发市场对VIE架构合法性、能否进行收并购学校资产、能否扩大办学规模产生担忧。叠加民促法出台后市场对于选营选非不落地，分红转出确定性的担忧，及公司自身业绩不佳、配售融资等因素，股价回撤至谷底。

（五）板块拐点阶段：现阶段拐点已现，选营选非影响逐步消化，新高教、中教控股、中国科培，公司税收大幅增长，验证公司已陆续通过关联交易分红。上海于2018年完成选营选非，时隔5年正式收税，江西、黑龙江、四川、海南等多地加速推进。股价回调三年至今，K12公司股价已大幅回弹，投资者对政策风险及影响已消化，公司亦打通关联交易保证分红持续性。**目前一二级高教资产估值倒挂，一级高教资产的PE估值在13-15倍，更看好高教资产稳定现金流属性，高教行业高股息、低估值将支撑板块股价拐点。**

图14：自2021年“双减”以来，叠加做空邮件，高教板块公司股价已回调近3年时间



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：2021年7月前，中教控股 PE（盈利预测）稳定在 25-35 倍


数据来源：Wind

3.2、政策进展：多省积极推进选营选非，过渡节点后有望加速

2023 年为多数省份的过渡期节点，后续政策推进有望加速。根据中国高教研究对 643 所民办高校的数据分析，截至 2023 年 5 月，选择营利性的有 69 所，占比 10.7%；选择非营利性的有 110 所，占比 17.1%；尚未启动选择程序的有 464 所，占比 72.2%。多数民办高校仍尚未做出最终选营选非决策。在已经做出路径选择的民办高校中，有一部分是 2016 年 11 月 7 日之后新设立的高校。对于这些新设立的高校，由于产权清晰、章程完备、流程明确，做出路径选择相对容易。

已经完成和基本完成的省份包括黑龙江、上海、重庆等，均未完成的省份包括北京、河北、内蒙古等，部分完成、部分尚未完成的省份包括天津、山西、江西等。

表4：江西、黑龙江等多个省份积极推进选营选非

省份	高校数量	营利性	非营利性	尚未完成	过渡期节点
北京	16	—	—	16	2022 年 9 月 1 日
天津	12(2 所停止招生)	—	6	6	2020 年 9 月 1 日
河北	35	1(新设)	3(新设)	31	2022 年 9 月 1 日
山西	14	6	3	5	2023 年 7 月 23 日
内蒙古	10	—	—	10	2023 年 9 月 1 日
辽宁	31	—	—	31	未设过渡期
吉林	20	—	4	16	2022 年 9 月 1 日

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/578134137027006072>