

商贸零售&社会服务行业2023年度投资策略：把握确定性，关注复苏弹性

2022年12月1日

看好/维持

商社行业	行业报告
------	------

分析师	刘田田	电话：010-66554038	邮箱：liutt@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480521010001
分析师	魏宇萌	电话：010-66555446	邮箱：weiyym@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480522090004
分析师	刘雪晴	电话：010-66554026	邮箱：liuxq@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480522090005

投资摘要：

复盘 2022 年，全国疫情多次反弹，可选消费持续受到疫情扰动。一方面经济增速放缓，对居民消费能力和消费信心均造成较大影响，影响消费需求的释放；另一方面多省市不同程度的封城行为使得线下消费无法触达，对线下消费场景依赖度较高的板块受冲击严重。**出行方面**，旅游业仅恢复不足疫情前五成，环比去年同期恢复程度下降，旅游收入和人均旅游消费同比均有所下降；**消费方面**，截止 10 月，2022 年社零售总额累计同比增长 0.6%，相较于 2019 年同期增长 7.7%，其中商品零售同比增长 1.2%，较 2019 年增长 9.2%，餐饮收入同比下降 5%，较 2019 年下降 4.3%。在疫情反复扰动的背景下，必选消费相对较为坚挺，可选消费复整体承压，餐饮等接触性消费意愿有所压制。限额以上单位社零增速高于行业整体，体现出行业马太效应。

展望 2023 年虽然仍有一定的不确定性，但是疫情管控的放开、经济的复苏是确定的。在此背景下，消费的复苏、出行的恢复和从消费结构看国货的崛起将持续进行。从复苏节奏上看，服务消费的复苏弹性好于商品消费，可选消费的复苏弹性将好于必需消费品。另一方面，如在化妆品&医美、人力资源服务等具备长期增长逻辑的赛道，其增长的韧性则受到疫情和经济复苏节奏的影响较小。同时在 Z 时代成为消费主流，国货精进产品与品牌创新的背景下，国货的崛起持续发力，带来了优秀国货品牌的良好收入、业绩。**基于以上展望，我们认为 2023 年的投资策略可以关注两个方面：**

1、确定性：化妆品里优质国货品牌，医美领域具备牌照和渠道优势的生产商，人力资源服务领域受益于产业变革和自身数字化能力的服务商，我们认为以上企业具备业绩增长的确定性。相关标的：珀莱雅、贝泰妮、爱美客、华熙生物、科锐国际、同道猎聘。**2、弹性：**酒店、免税涉及到出行甚至跨境出行的领域，2023 年有望出现较大的边际变化，从而带来较好的业绩弹性。相关标的：中国中免、锦江酒店、首旅酒店、华住集团。

分板块来看：

- ① 化妆品行业：行业持续扩容，关注高品质品牌。**疫情短期压制消费需求释放，但不改美妆行业中长期高景气预期，Z 世代逐渐成为消费主力，为国货崛起提供良好机遇。2023 年重点关注三大行业变化趋势：1) 疫情防控政策放松带来的行业需求复苏；2) 国货美妆品牌的分化持续加重，关注产品力和品牌力以及品牌背后的研发实力；3) 多平台分散化趋势日益凸显，新兴渠道的重要性进一步提高，关注具有多平台运营能力尤其是新兴渠道拓展能力的公司。聚焦到投资标的，我们将目前上市的美妆公司分为两大类：国货美妆龙头重点关注大单品的培育和放量，以及子品牌的孵化效果；其他国货美妆品牌重点关注升级换代带来的边际改善。
- ② 免税行业：离岛引消费回流，口岸望迎边际改善。**长期看，免税行业引导消费回流、国内免税市场增量扩容的长期逻辑不变，免税行业基本面仍将维持保持高景气。短期看，离岛免税仍是吸引消费回流的重要窗口，2022 年受疫情反复影响明显，疫情边际改善以及防控政策放开后弹性空间巨大。离岛免税经营主体增多经营面积扩大，市场活力进一步增强，一超多强局面下相关标的均有望受益。随着出入境疫情管控的放开，机场免税渠道有望迎来边际改善，中国中免将成为渠道复苏的最大受益者。
- ③ 医美行业：医美行业兼具长期高景气和短期疫后恢复，2023 年关注以下投资机会：**(1) 轻医美驱动医美市场渗透率持续提升，填充剂作为轻医美重要分支，新材料获批放量是目前高景气细分赛道，关注轻医美新材料、新产品获批进展和放量情况。(2) 政策端严监管常态化，但从各地支持性政策来看，鼓励合规有序发展的基调不变，中长期有望加速行业供给端出清，推动市场良性扩容。关注政策端情绪影响带来的超跌机会。(3) 短期关注疫情恢复和防疫政策边际宽松下，医美作为线下可选服务消费的复苏机会，其中下游服务机构弹性更大，中游产品生产区域集中风险低，叠加产品放量，业绩韧性更强。

- ④ **酒店行业：酒店业整体经营仍受疫情及防疫政策影响，但中长期行业恢复和集中度提升趋势不变。**2023 年主要关注以下投资机会：（1）疫情后行业供给端持续出清，龙头保持逆势快速拓店，看好市场集中度加速提升，关注头部酒店集团拓店速度。（2）中高端结构性机会仍存，龙头公司产品结构持续升级，有望带动 RevPAR 提升，关注头部酒店集团中高端门店占比及高端品牌孵化进展。（3）短期看，酒店行业经营表现整体仍受疫情影响，当前虽然散点疫情有所反复，但防疫政策边际宽松趋势得到持续验证，关注出行恢复和供需差下的经营反弹。
- ⑤ **人服行业：人口红利消退，劳动力市场结构性矛盾长期存在，人服市场重要性提升，渗透率提升空间大。**疫情强化企业对降本增效和组织灵活性的要求，叠加稳增长保就业政策支持，未来 2-3 年人服市场有望延续快速扩容趋势，重点关注灵活用工与中高端人才结构性机会。2023 年关注：（1）疫情及政策催化下，关注行业渗透率提升，头部公司收入保持快速增长。（2）疫情缓解和防疫政策边际宽松下，关注劳动力市场复苏、头部公司经营修复。（3）关注头部人服企业行业轮动、岗位结构升级进展，有望带动收入和利润提升。

风险提示：疫情发展超预期，超预期政策，宏观经济发展不及预期。

行业重点公司盈利预测与评级

子行业	股票简称	股票代码	EPS				PE				评级
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
化妆品 &医美	珀莱雅*	603605.SH	2.87	2.62	3.49	4.53	59.09	64.82	48.63	37.44	推荐
	贝泰妮*	300957.SZ	2.12	2.82	3.77	4.94	59.78	44.94	33.61	25.65	强烈推荐
	水羊股份*	300740.SZ	0.62	0.71	1.12	1.64	19.69	17.19	10.86	7.43	推荐
	爱美客	300896.SZ	4.43	6.75	9.81	13.48	108.3	71.0	48.9	35.6	-
	华熙生物	688363.SH	1.63	2.18	2.86	3.67	66.5	49.8	37.9	29.6	-
免税	巨子生物	2367.HK	0.83	1.00	1.34	1.76	31.7	26.2	19.7	14.9	-
	中国中免*	601888.SH	4.94	4.45	7.18	9.47	39.94	44.34	27.51	20.86	推荐
酒店	王府井	600859.SH	1.18	0.67	1.03	1.20	22.82	37.96	24.82	21.25	-
	锦江酒店*	600754.SH	0.10	0.21	1.57	2.22	555.0	264.3	35.4	25.0	推荐
	首旅酒店*	600258.SH	0.06	(0.03)	0.69	1.10	405.0	-810.0	35.2	22.1	推荐
	华住集团*	1179.HK	(0.15)	(0.05)	0.57	0.86	-206.3	-619.0	54.3	36.0	推荐
人服	科锐国际*	300662.SZ	1.35	1.62	2.09	2.53	30.7	25.6	19.8	16.4	推荐
	同道猎聘*	6100.HK	0.26	0.48	0.64	0.87	30.4	16.5	12.3	9.1	推荐

资料来源：标星号为覆盖公司，盈利预测来源于外发报告，非覆盖标的来源于 iFinD 一致预期；东兴证券研究所

目 录

1. 复盘 2022：疫情扰动下，消费和出行均受阻	5
1.1 行情复盘	5
1.2 基本面回顾	5
2. 展望 2023 年关注确定性和弹性	9
3. 重点细分领域关注	9
3.1 化妆品：行业持续扩容，关注高品质品牌	9
3.2 医美：关注轻医美扩容及新产品放量，常态化严监管下集中度有望提升	13
3.3 免税：离岛引消费回流，口岸望迎边际改善	17
3.4 酒店：供给持续出清下龙头集中度提升，疫后供需差带动经营反弹	20
3.5 人服：疫情缓解带动交付端修复，关注灵活用工与中高端人才结构性机会	22
4. 风险提示	26

插图目录

图 1： 商社各板块 A 股股价走势(算术平均)	5
图 2： 商社各板块港股股价走势(算术平均)	5
图 3： A 股子板块年初至今（2022.01.01-2022.11.18）涨跌幅	5
图 4： 港股子板块年初至今（2022.01.01-2022.11.18）涨跌幅	5
图 5： 过去 10 年国内旅游总人次及同比	6
图 6： 近三年旅游人次的恢复程度对比	6
图 7： 过去 10 年国内旅游总收入及同比	6
图 8： 过去 10 年国内旅游人均每次消费及同比	6
图 9： 社会消费品零售总额累计增长率	7
图 10： 社零-餐饮收入累计增长率	7
图 11： 分品类社零累计同比	7
图 12： 限额以上企业社零增速高于行业总体	7
图 13： 实物商品网上零售额累计增长率	7
图 14： 网上消费占社会消费品零售总额的比重	7
图 15： 全国居民人均可支配收入累计值及同比	8
图 16： 全国各收入区间居民人均可支配收入名义同比	8
图 17： 城镇调查失业率	8
图 18： 就业人员调查失业率	8
图 19： 居民人均可支配收入变化	10
图 20： 社零化妆品增速略低于整体水平	10
图 21： 社零分品类表现	11
图 22： 美妆上市公司渠道占比	11
图 23： 国货美妆品牌的进阶路线	12
图 24： 淘系和抖音的销售表现	12

图 25: 我国医美市场快速扩容 (按服务收入计)	13
图 26: 我国非手术医美占比提高	13
图 27: 海南旅客吞吐量	17
图 28: 海南接待过夜人次	17
图 29: 离岛免税销售情况	18
图 30: 离岛免税客单价	18
图 31: 国际航线旅客运输量	19
图 32: 机场渠道曾是公司最核心的收入来源 (2019 年)	19
图 33: 全国酒店 RevPAR 较 2019 年恢复率	20
图 34: 2022 年头部酒店 RevPAR 恢复率优于全国	20
图 35: 酒店业总客房数同比转负	21
图 36: 酒店业连锁化率持续提升	21
图 37: 华住、锦江、首旅酒店门店数量快速增加	21
图 38: 华住、锦江、首旅酒店中高端酒店占比	21
图 39: 我国人口出生率下降, 老龄人口占比提升	22
图 40: 疫情后我国城镇调查失业率保持高位	22
图 41: 劳动力市场求人倍率走高, 区域结构失衡	23
图 42: 劳动力市场求人倍率走高, 区域结构失衡	23
图 43: 发达国家灵活用工渗透率	23
图 44: 中国灵活用工率不断提升	23
图 45: 政策推动合规用工成本增加, 带动灵活用工发展	24
图 46: 疫情后我国企业灵活用工使用度增加	25
图 47: 灵活用工市场规模不断扩大	25

表格目录

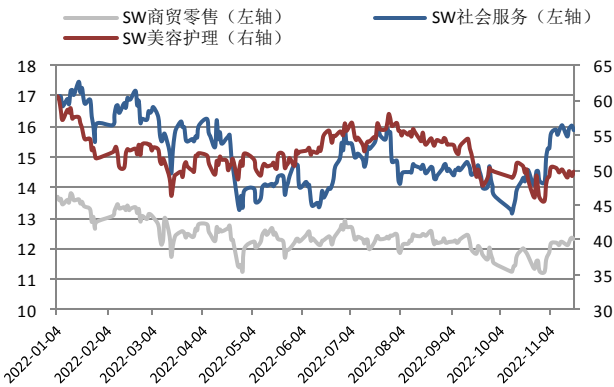
表 1: 各省市美妆支持政策	10
表 2: 化妆品板块 2022 年前三季度和 Q3 业绩 (亿元)	11
表 3: 国内主要医美产品生产商在填充剂市场的产品布局	14
表 4: 医美市场相关监管政策	14
表 5: 医美市场相关支持政策	16
表 6: 离岛免税竞争格局	18
表 7: 疫情以来稳增长保就业政策密集出台, 加速灵活用工渗透率和集中度提升	24

1. 复盘 2022：疫情扰动下，消费和出行均受阻

1.1 行情复盘

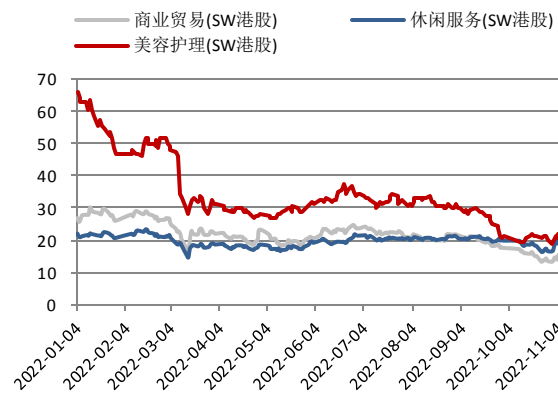
从市场表现来看，根据申万新行业划分，A 股商贸零售、社会服务和美容护理今年整体股价表现较为疲软，三大板块均呈现震荡下行态势。其中美容护理和社会服务板块的震荡幅度相对较大，商贸零售板块震荡幅度较小。港股方面，商业贸易和休闲服务板块今年股价整体呈小幅震荡下降态势，美容护理板块跌幅较大，截至 2022 年 11 月 18 日板块股价下跌了超 60%。

图1：商社各板块 A 股股价走势(算术平均)



资料来源：Wind，东兴证券研究所

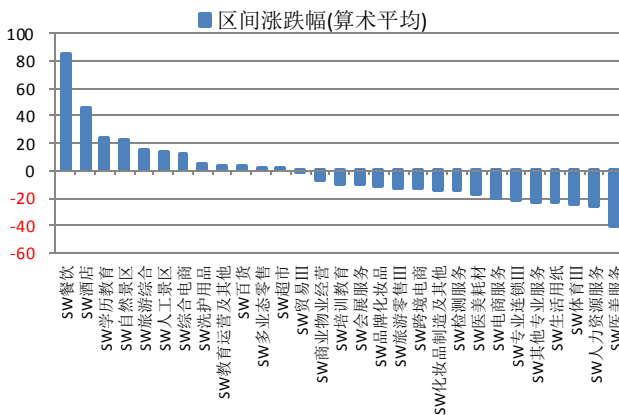
图2：商社各板块港股股价走势(算术平均)



资料来源：Wind，东兴证券研究所

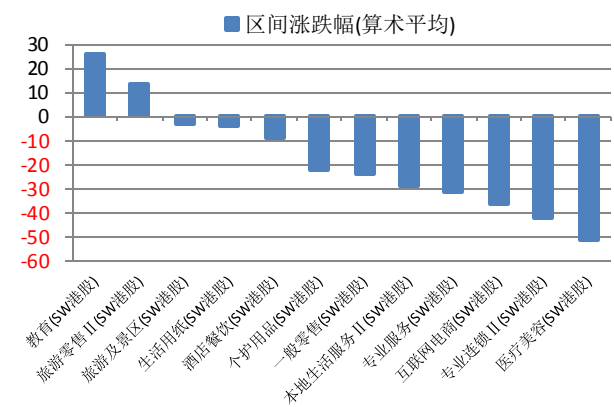
从子行业来看，截至 2022 年 11 月 18 日，A 股涨幅前三的子板块分别为餐饮（84.8%）、酒店（45.6%）和学历教育（23.13%）；跌幅前三的子板块分别为医美服务（-41.09%）、人力资源服务（-26.1%）和体育（-24.39%）。港股各大子板块中教育板块的增长幅度最高，达 26%，其次为旅游零售板块，涨幅达到 13.16%。医疗美容、专业连锁和互联网电商板块表现相对较差，跌幅分别达到-51%、-41.8%、-36.1%。

图3：A 股子板块年初至今（2022.01.01-2022.11.18）涨跌幅



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图4：港股子板块年初至今（2022.01.01-2022.11.18）涨跌幅



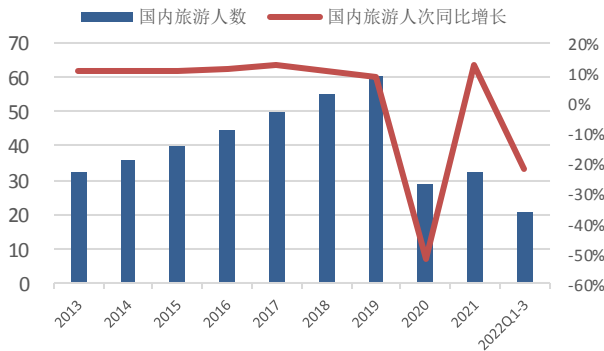
资料来源：Wind，东兴证券研究所

1.2 基本面回顾

2022 年全国疫情多次反弹，可选消费持续受到疫情扰动。一方面经济增速放缓，对居民消费能力和消费信心均造成较大影响，影响消费需求的释放；另一方面多省市不同程度的封城行为使得线下消费无法触达，对线下消费场景依赖度较高的板块受冲击严重。在此背景下，2022 年可选消费整体表现较为疲软。

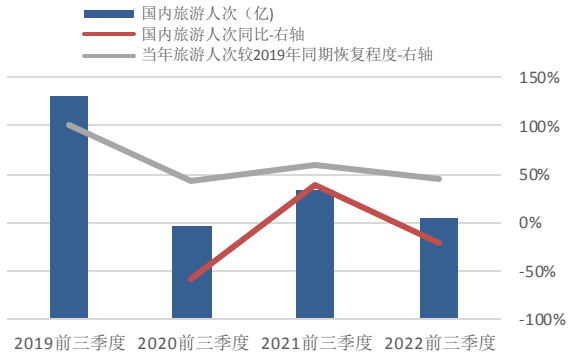
出行方面，多次疫情反弹对出行产生严重压制，旅游业仅恢复不足疫情前五成，环比去年同期恢复程度下降。具体数据来看，根据文旅部对前三季度国内旅游抽样调查结果，2022 年前三季度，国内旅游总人次 20.94 亿，比上年同期下降 22.1%，恢复到 2019 年同期的 45.6%，近不足五成，且恢复程度环比 2021 年同期的 58.5%下降了 12.94pct。分季度看，Q1 至 Q3 国内旅游人次分别同比-19%、-26.2%、-21.9%，总体变化与今年局部疫情反复有较大关系。

图5：过去 10 年国内旅游总人次及同比



资料来源：国家文旅部，东兴证券研究所

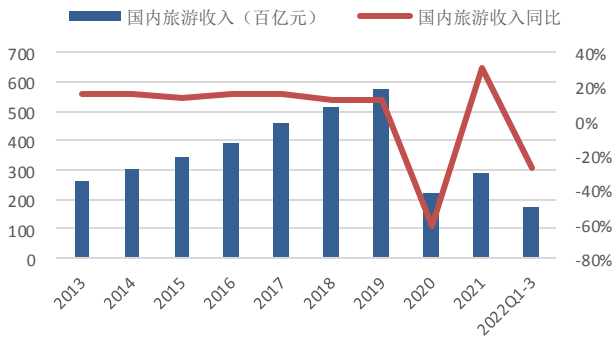
图6：近三年旅游人次的恢复程度对比



资料来源：国家文旅部，东兴证券研究所

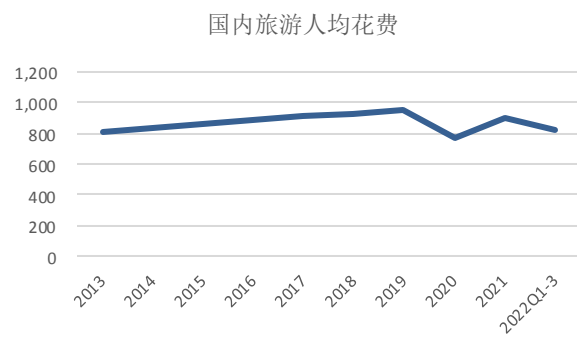
旅游收入同比下降，人均旅游消费略有降低。2022 年前三季度国内旅游收入（旅游总消费）1.72 万亿元，比上年同期下降 27.2%，恢复到 2019 年同期的 39.48%，恢复程度环比 2021 年下降了 19.42pct。其中，城镇居民旅游消费 1.42 万亿元，同比下降 25.8%；农村居民旅游消费 0.3 万亿元，同比下降 33.5%。从人均每次旅游消费金额来看，前三季度人均每次旅游消费 821.4 元，较疫情前水平仍有一定差距。整体来看，当前全国多地疫情反弹和对流动的管控仍旧是影响国内旅游业复苏的主要因素。

图7：过去 10 年国内旅游总收入及同比



资料来源：国家文旅部，东兴证券研究所

图8：过去 10 年国内旅游人均每次消费及同比

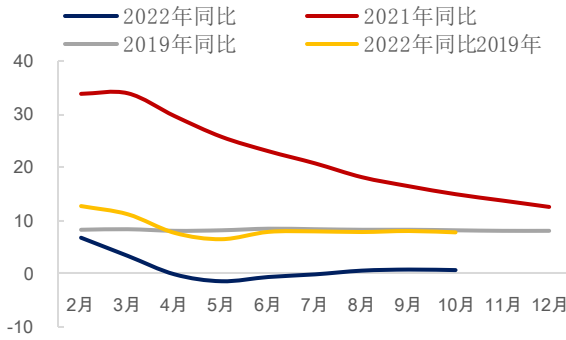


资料来源：国家文旅部，东兴证券研究所

消费方面，限额以上单位社零增速高于行业整体，行业马太效应加强。截止 10 月，2022 年社会消费品零售总额同比增长 0.6%，相较于 2019 年同期累计增长 7.7%，其中商品零售同比增长 1.2%，较 2019 年同比增

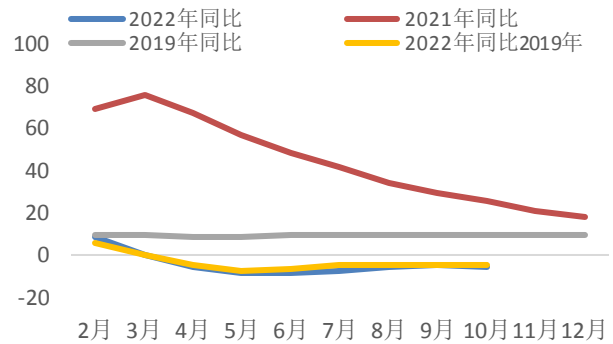
长 9.2%，餐饮收入同比下降 5%，较 2019 年同比下降 4.3%。我们认为，与出行类似，总体居民消费仍持续受到疫情扰动影响，消费能力和消费信心的下降影响了消费需求的释放，餐饮等接触性消费受影响更为严重。限额以上单位社零增速普遍高于行业整体，疫情背景下小企业现金流承压，行业马太效应加强。

图9：社会消费品零售总额累计增长率



资料来源：Wind，东兴证券研究所

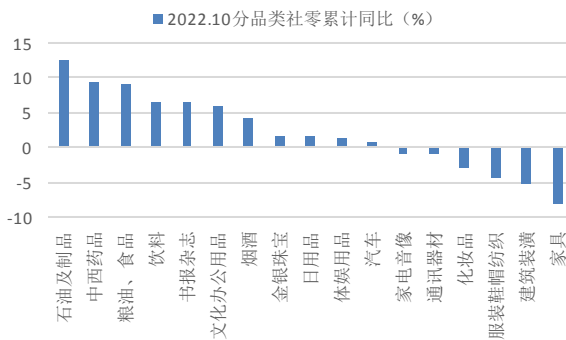
图10：社零-餐饮收入累计增长率



资料来源：Wind，东兴证券研究所

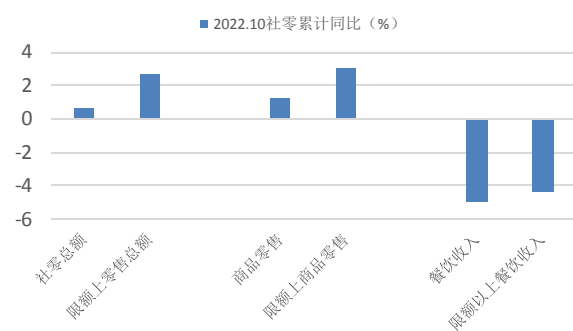
必选消费相对较为坚挺，可选消费整体承压，消费线上化趋势仍在延续。分品类来看，在 2022 年多地疫情反复的背景下，必选消费相对较为坚挺，可选消费整体承压，大部分可选消费板块均为负增长，金银珠宝、化妆品累计分别同比+1.7%和-2.8%，增速明显放缓。分渠道来看，线上化趋势仍在，网上消费占比延续小幅走高态势，截至 2022 年 10 月，累计网上商品和服务零售额占社会消费品零售总额的比重达到 30.38%，为历史以来的最高值。

图11：分品类社零累计同比



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

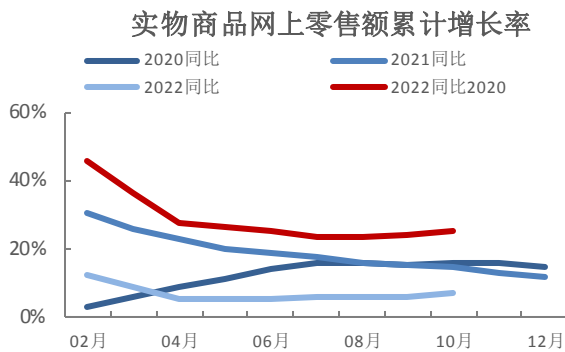
图12：限额以上企业社零增速高于行业总体



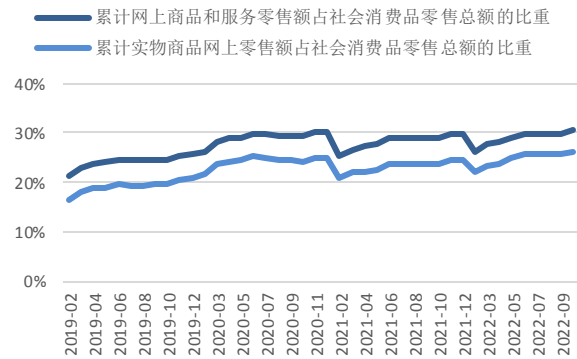
资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

图13：实物商品网上零售额累计增长率

图14：网上消费占社会消费品零售总额的比重



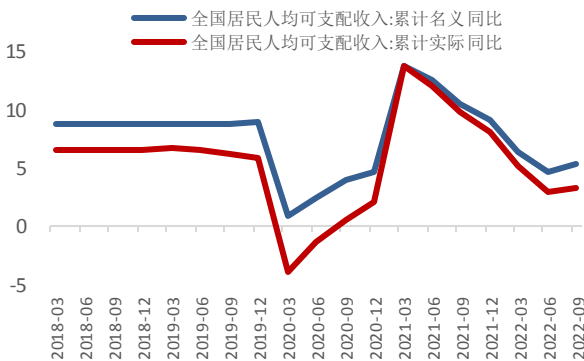
资料来源：Wind，东兴证券研究所



资料来源：Wind，东兴证券研究所

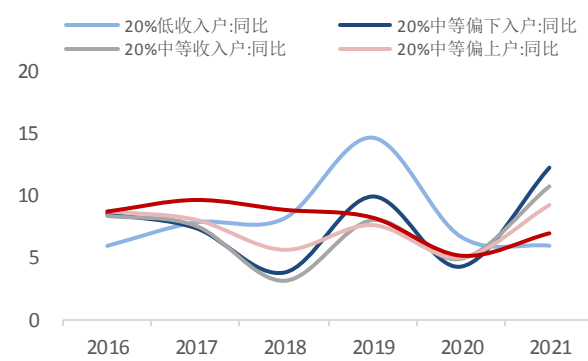
可支配收入增速下降，中高端收入群体受疫情影响相对较小，中低收入群体疫情缓解下收入反弹最快。从居民收入端来看，2022 前三季度，全国居民人均可支配收入累计值同比增长 5.3%，扣除价格因素实际同比增长 3.2%，增速呈现放缓趋势。三年平均增长 6.53%，扣除价格因素三年平均实际增长 4.5%，较 2019 年增速（9%/6%）进一步放缓。疫情对居民可支配收入增长存在不同程度的影响，按收入从低到高五等分，2020 年受到疫情影响，居民可支配收入名义同比增幅分别下降 8.0、5.6、3.1、2.6、3.1 个百分点，可见中低收入群体可支配收入增幅波动更大，中高收入群体可支配收入增长受影响较小。2021 年居民可支配收入名义同比增幅分别为-0.72、+7.96、+5.83、+4.22 和+1.8pct.，在疫情有所缓解的情况下，中等以及偏上偏下收入人群收入反弹最快。因此我们认为，随着疫情缓解大众消费具有较大复苏弹性，而中高收入人群收入影响较小，中高端消费相对坚挺，如珠宝、免税、中高端酒店。

图15：全国居民人均可支配收入累计值及同比



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图16：全国各收入区间居民人均可支配收入名义同比

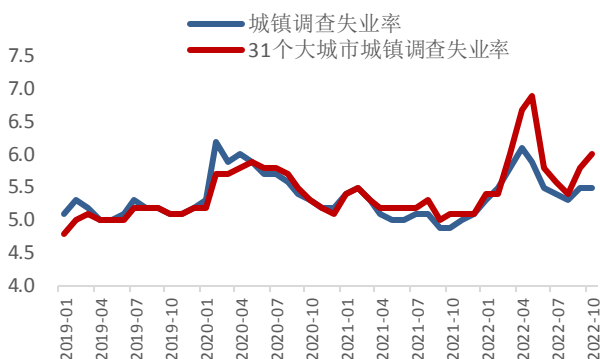


资料来源：Wind，东兴证券研究所

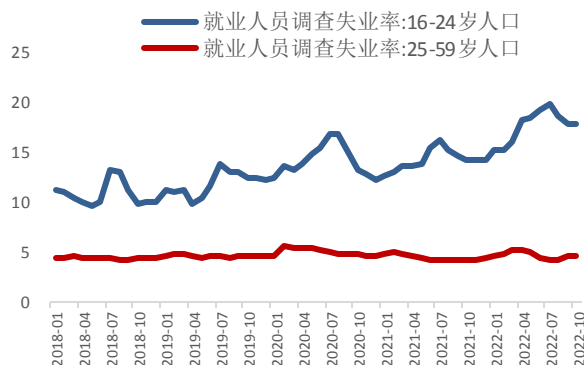
受疫情影响总体失业率水平有所抬头，应届毕业生群体仍为解决就业问题重点。从失业率来看，城镇调查失业率自年初开始上行，受 3-5 月份全国疫情爆发以及多地封城的影响达到峰值，随着多地解封恢复常态化之后有所缓解，但仍处于较高水平，且近期又有所抬头。从就业年龄划分，以应届毕业生为代表的 16-24 岁人口失业率高企且呈现持续走高态势，每年 6-7 月毕业季迎来失业率高点，2022 年峰值 19.9%较 2021 年的 16.2%和 2019 年的 13.9%分别高出 3.7pct.和 6pct.。随着重点就业人群应届生规模的持续新高，保就业稳就业仍为当前以及未来几年一大重点。

图17：城镇调查失业率

图18：就业人员调查失业率



资料来源：Wind，东兴证券研究所



资料来源：Wind，东兴证券研究所

2. 展望 2023 年关注确定性和弹性

展望 2023 年虽然仍有一定的不确定性，但是疫情管控的放开、经济的复苏是确定的。在此背景下，消费的复苏、出行的恢复和从消费结构看国货的崛起将持续进行。从复苏节奏上看，服务消费的复苏弹性好于商品消费，可选消费的复苏弹性将好于必需消费品。另一方面，如在化妆品&医美、人力资源服务等具备长期增长逻辑的赛道，其增长的韧性则受到疫情和经济复苏节奏的影响较小。同时在 Z 时代成为消费主流，国货精进产品与品牌创新的背景下，国货的崛起持续发力，带来了优秀国货品牌的良好收入、业绩。**基于以上展望，我们认为 2023 年的投资策略可以关注两个方面：**

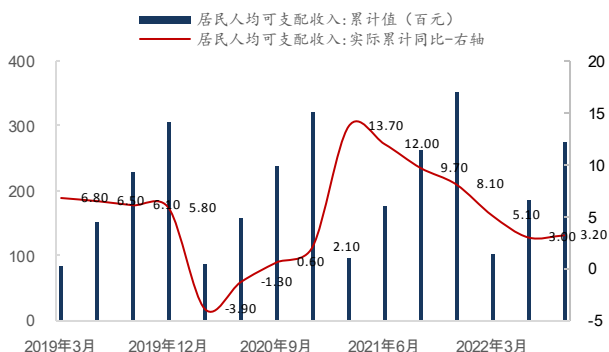
- 1、确定性：**化妆品里优质国货品牌，医美领域具备牌照和渠道优势的生产商，人力资源服务领域受益于产业变革和自身数字化能力的服务商，我们认为以上企业具备业绩增长的确定性。相关标的：珀莱雅、贝泰妮、爱美客、华熙生物、科锐国际、同道猎聘。
- 2、弹性：**酒店、免税涉及到出行甚至跨境出行的领域，2023 年有望出现较大的边际变化，从而带来较好的业绩弹性。相关标的：中国中免、锦江酒店、首旅酒店、华住集团。

3. 重点细分领域关注

3.1 化妆品：行业持续扩容，关注高品质品牌

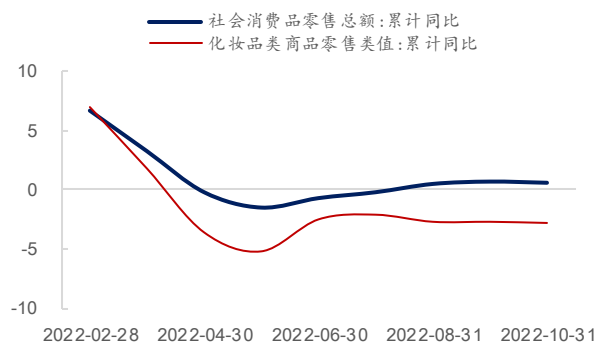
疫情短期压制消费需求释放，但不改美妆行业中长期高景气态势。受疫情反弹、经济增长趋缓等因素影响，2022 年以来我国居民累计人均可支配收入同比增速显著走低，美容护肤作为可选消费受影响相对较大；疫情影响下居民出行需求大幅降低带来美妆消费需求减弱，叠加市场信心不足等因素影响，美妆行业全年整体表现较为疲软。2022 年 1-10 月社零化妆品销售额同比-2.8%，略低于社零同比+0.6%的整体水平。但我们仍维持美妆赛道中长期高景气预期，一方面来源于中长期共同富裕目标下中等收入群体比重扩大，核心美妆人口持续扩容，同时居民可支配收入水平的提高为消费升级提供了最基础的土壤；另一方面，新媒介传播下大众的爱美意识将进一步培养，国内美妆的渗透率和人均消费水平均有望进一步提升。短期看，若 2023 年国内防疫管控明显放开，则美妆消费需求有较大边际改善空间。

图19：居民人均可支配收入变化



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

图20：社零化妆品增速略低于整体水平



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

消费结构年轻化趋势叠加消费理念转变，为国货美妆品牌带来全新发展机遇。95后、00后消费能力日益增强，消费结构年轻化趋势日益凸显。作为新生代美妆消费群体，95后和00后的信息来源渠道更为多样，更加注重自主个性化消费，且对国货的认可度相对更高。易观分析根据人民网和环球舆情调查中心数据统计发现，消费者对中国品牌的关注度从2016年的45%，提升至2020年的75%，已不再盲目追求国际品牌，对国货的接受度日益提高。消费理念的转变为国货美妆品牌带来了全新发展机遇。

政策支持美妆产业发展。十四五规划和2035年远景目标的第四篇“形成国内强大市场 构建新发展格局”中明确指出：开展中国品牌创建行动，保护发展中华老字号，提升自主品牌影响力和竞争力，率先在化妆品、服装、家纺、电子产品等消费品领域培育一批高端品牌。在此背景下，全国多省市制定了一些列配套政策，促进美妆相关行业发展。政策支持为美妆产业发展提供了良好环境，有利于增强我国美妆产业的技术水平和研发生产能力。中高端美妆赛道作为国家重点支持方向，有望获得更多政策倾斜，更具增长潜力。

表1：各省市美妆支持政策

省市	政策内容
重庆	强化检验检测、审评认证、风险监测等药品安全技术支撑，打造3—5个国家级药品、医疗器械、化妆品重点实验室，建成全国一流的药品、医疗器械检验检测机构
浙江	实施药品、医疗器械、化妆品质量品牌提升工程
云南	依托云南高品质道地药材和中医药特色优势，以治疗、康复、保健、美容、康养等为重点，加大功效性化妆品、功效性食品等研发和市场推广力度
青海	发展保健品和化妆品，创新发展生物提纯技术，提高生物保健品产业技术水平
江苏	突出药品、医疗器械、化妆品、特殊食品等监管，加强食品药品进口监管
湖南	培育药品流通、医疗器械、中药材和化妆品市场，加快湖南健康产业园建设
贵州	鼓励发展化妆品、香精、香料等附加值高的产业

资料来源：各省十四五规划和2035远景目标纲要文件，东兴证券研究所

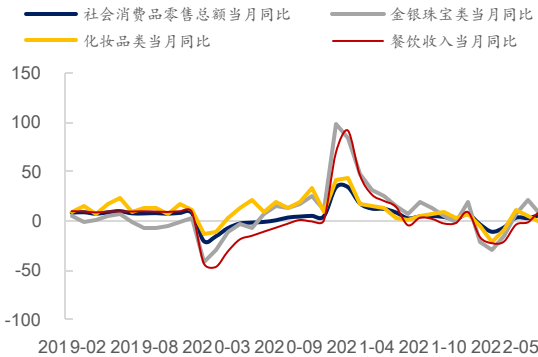
从美妆行业的最新变化趋势寻找2023年的新关注点：

1. 疫情防控政策放松带来的行业需求复苏。

美妆作为可选消费受疫情影响相对较大，若2023年全国疫情防控政策有所放宽，将带来居民消费能力和消

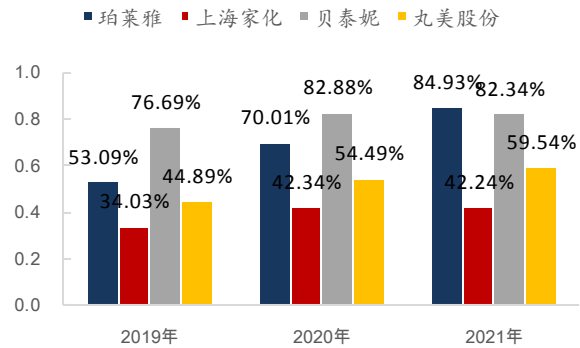
费信心的恢复，有望拉动美妆消费需求的释放。根据 2020 年和 2021 年的数据来看，2020 年 4 月化妆品类先于黄金珠宝、餐饮等可选消费品类实现正增长，美妆是疫后复苏最快的可选消费类。**分品类来看**，受益于美妆消费理念的普及，护肤品类已具有一定的必选属性，疫后增长的确性相对较强；彩妆品类的可选属性更强，在疫情防控放宽带来出行需求增多的情况下，该品类具有更大的增长弹性。**分渠道来看**，线下渠道受疫情管控的影响较大，若疫情好转线下渠道复苏空间大，有望拉动销售增加，关注具有较多线下渠道布局的公司，如布局了 OTC 渠道的贝泰妮、线下渠道占比较高的上海家化等。

图21：社零分品类表现



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

图22：美妆上市公司渠道占比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2. 国货美妆品牌的分化持续加重，关注产品力和品牌力以及品牌背后的研发实力。

在行业渠道红利消退，疫情影响下行业增速放缓及市场竞争有所加剧的背景下，国货美妆品牌的分化程度持续加重。从上市公司业绩表现来看，中游品牌商 2022 年前三季度营收同比+14.12%，归母净利润同比+13%，收入和利润的增速基本持平，远高于社零化妆品同比-2.7%的平均水平。其中珀莱雅、贝泰妮等龙头公司均实现了超 20% 的业绩增长，呈现出超强韧性，领跑行业。上海家化、水羊股份等公司受疫情反复以及品牌调整的影响业绩承压，前三季度利润均有不同程度的下滑。整体来看，中游品牌商的分化情况持续加重，龙头美妆公司的销售表现明显优于大盘，由技术研发、品牌建设和渠道运营等优势搭建的护城河持续加深。

表2：化妆品板块 2022 年前三季度和 Q3 业绩（亿元）

	2022 Q1-Q3 收入	同比	2022Q1-Q3 归母净利润	同比	2022Q3 收入	同比	2022Q3 归母净利润	同比
化妆品品牌商	210.18	14.12%	22.42	13.0%	66.74	12.18%	7.2	26.59%
上海家化	53.54	-8.17%	3.13	-25.51%	16.39	1.17%	1.56	15.55%
华熙生物	43.20	43.43%	6.77	21.99%	13.85	28.76%	2.04	4.86%
珀莱雅	39.62	31.53%	4.95	35.96%	13.36	22.07%	1.98	43.55%
水羊股份	33.43	0.91%	1.19	-18.88%	11.41	-4.38%	0.36	-37.37%
贝泰妮	28.95	37.05%	5.17	45.62%	8.46	20.65%	1.22	35.49%
丸美股份	11.44	0.53%	1.20	-15.49%	3.27	23.72%	0.03	扭亏

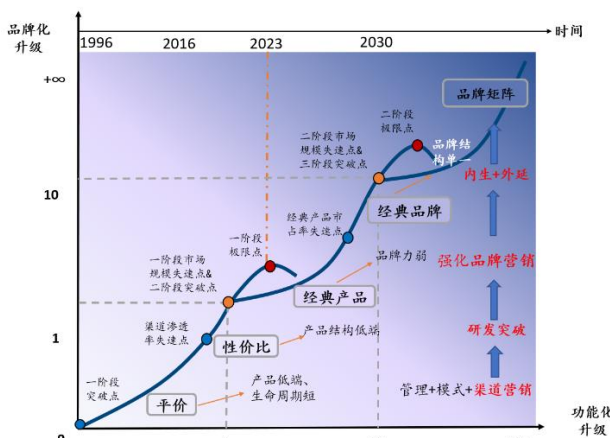
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

产品力和品牌力已逐渐成为品牌竞争的核心，而背后的研发实力是根基。线上渠道红利消退及行业竞争加剧，国货美妆品牌面临转型升级需求，即从依赖渠道红利升级为通过打造经典产品，并培育经典品牌获得长远发展。与此同时，随着消费者对成分和功效认知的不断加强，消费诉求也在不断转变，消费者对产品力和功效提出了更高的要求。在此背景下，传统依赖线上渠道红利和重营销推广的模式已不能支撑品牌发展，依靠研发来提高产品力和品牌力已成为国货美妆品牌一大破局之路。近期国货美妆品牌纷纷加码研发，贝泰妮、珀莱雅等美妆公司均于 2022 年重构研发体系，搭建专业优质的研发团队，自建研发实验室，拓展技术领域，力求通过研发能力的提升为产品的推出和品牌的打造赋能。我们认为，在品牌分化加剧、研发重要性显著提高的背景下，研发体系搭建完善、底层技术支持充分，具有较强研发实力的美妆公司的竞争力进一步凸显。

3. 多平台分散化趋势日益凸显，新兴渠道的重要性进一步提高，关注具有多平台运营能力尤其是新兴渠道拓展能力的公司。

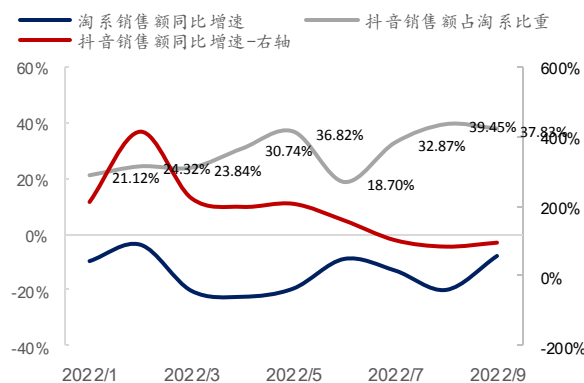
根据魔镜数据，2022 年淘系美妆销售额持续负增长，而抖音平台美妆销售额增长迅猛，抖音销售额占淘系的比重也从年初的 21% 快速提升至 9 月份的近 40%。多平台分散化趋势日益凸显，淘系仍是美妆线上消费的主场，但重要性被削弱，抖音、快手等新兴渠道重要性持续提高，同时微信、微博、小红书等平台以及直播、测评、短视频等新营销模式的影响力也在不断扩大。多平台的崛起有望带动美妆消费需求的释放，另一方面也对国货美妆品牌提出了更高的渠道运营要求，重点关注具有多平台运营能力尤其是新兴渠道拓展能力的国货美妆公司。

图 23：国货美妆品牌的进阶路线



资料来源：东兴证券研究所

图 24：淘系和抖音的销售表现



资料来源：魔镜数据，东兴证券研究所

聚焦到投资标的，我们将目前上市的美妆公司分为两大类，探寻不同的投资机会：

国货美妆龙头重点关注大单品的培育和放量，以及子品牌的孵化效果。目前，国货美妆龙头品牌已成功培育经典大单品，且前期培育期已过，正处于放量期，在疫情管控边际改善消费回暖的背景下，2023 年有望实现加速放量。品牌在完善经典单品的同时也在培育新品，如珀莱雅近期主推源力修护系列，薇诺娜拓展“敏感+”赛道，华熙生物重点发力重组胶原蛋白等，经典大单品矩阵不断丰富。子品牌孵化方面，贝泰妮旗下的 WINONA Baby 已进入快速放量阶段，高端抗衰新品牌 AOXMED 于 7 月正式推出，品牌已经与多家医美机构达成合作。珀莱雅旗下的彩棠 2022 年快速放量，Q1-Q3 营收同比增长超 110%，核心子品牌彩棠、悦芙媞、OR 等均已经实现盈利，公司子品牌运营逐渐成熟，有望持续拉动营收和利润增长。我们认为，国货美妆龙头品牌的经典大单品已成为公司的基本盘，未来将持续带来较快速且确定性的增长。而新单品的培育以

及子品牌孵化将打开新的增长天花板，尤其是子品牌的运营成熟将为业绩增长带来较大的边际改善。

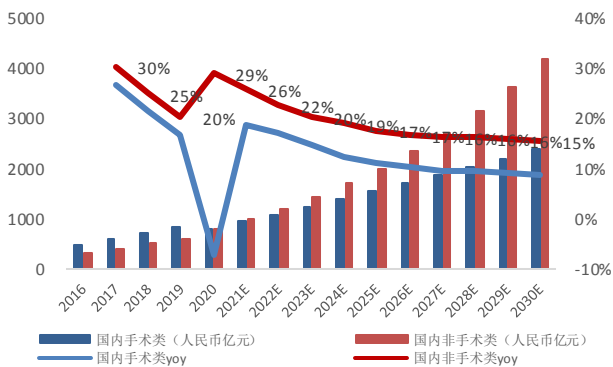
其他国货美妆品牌重点关注升级换代带来的边际改善。水羊股份在持续推进主品牌御泥坊，以及子品牌小迷糊、御 MEN 等品牌的升级迭代，疫情扰动以及主品牌体量较大等多方面因素影响升级进展较慢，不及预期，若疫情影响减小叠加公司理顺升级思路，品牌升级成果有望显现，公司的营收和利润将恢复正常轨道。丸美股份加大推新力度，强化研发实力，尤其是在重组胶原蛋白抗衰领域的技术突破，2022 年上半年已实现扭亏为盈，公司近期新聘任电商板块负责人，有望弥补公司此前在线上渠道运营较弱的不足，助力公司线上渠道拓展和抢占。

整体来看，我们认为国货美妆品牌将极大受益于消费升级和新生代消费群体的崛起，获得长足发展空间。中高端美妆品牌有望在政策指引下获得加速成长，具有技术研发优势、具有经典产品开发能力以及能够塑造较强品牌形象的行业参与者将会更具竞争优势。

3.2 医美：关注轻医美扩容及新产品放量，常态化严监管下集中度有望提升

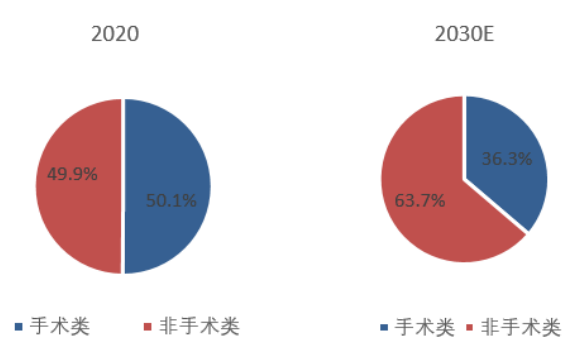
长期看，医美市场渗透率快速扩容，轻医美是主要驱动力，填充剂作为轻医美重要分支，是高景气细分赛道。2019 年韩国/美国/日本/中国大陆医美渗透率分别为 20.5%/ 16.6%/ 11%/ 3.6%，我国医美渗透率有较大提升空间，医美市场将持续快速扩容。其中非手术类医美价格低、安全性高、恢复快，其商业模式具有标准化复制性强、产品外延性广、审批壁垒高、消费黏性和现金流稳定性强等优点，未来有望获得更高的市场空间和增速。填充剂作为非手术类医美的重要分支，较设备类的初始投资更低，且产品国产化率较高，本土厂商的管线布局丰富、研发推新更活跃，叠加消费者对年轻饱满的审美追求、审批端的放开和新材料的差异化功效，未来增长动能强劲，是高景气细分赛道。

图25：我国医美市场快速扩容（按服务收入计）



资料来源：Frost & Sullivan，东兴证券研究所

图26：我国非手术医美占比提高



资料来源：Frost & Sullivan，东兴证券研究所

新型填充材料不断面世，为医美市场及相关产品厂商打开新增长点，2023 年关注新材料、新产品的审批和销售进展。其中玻尿酸为主流材料，2023 年关注差异化产品如嗨体的放量持续性，关注水光针 III 类医疗器械监管下，合规产品如太活泡泡针、娃娃针的放量情况；再生针剂正处渗透率提升放量窗口期，市场将继续快速扩容，2023 年关注获批产品如伊妍仕、濡白天使、艾维岚在不同产品力及销售策略下的销量分化，以及江苏吴中代理的韩国爱塑美有望于明年获批；重组胶原蛋白正处于技术突破和产品研发期，入局厂商增多，2023 年关注已获批重组胶原产品如薇旖美的市场认可度和销售表现，关注相关厂商如巨子生物、锦波生物、鲁商发展等在空间结构等关键领域的技术突破及在研产品的审批进展。

表3：国内主要医美产品生产厂商在填充剂市场的产品布局

	玻尿酸填充剂	再生针剂填充剂	重组胶原蛋白填充剂	动物源胶原蛋白填充剂
美国 Allergan	乔雅登（雅致、极致、丰颜等）			
法国 Galderma	瑞蓝（铂金、丽瑛、唯瑛、瑞瑛等）	临床 Sculptra (PLLA)		
韩国 LG	伊婉（C、C plus、V、V plus）			
韩国 Humedix	艾莉薇			
爱美客	逸美、爱芙莱、宝尼达、嗨体等	濡白天使（PLLA）		
昊海生科	海薇、姣兰、海魅			
华熙生物	润百颜、润致			
华东医药	MaiLi（2024E、代理）	伊妍仕（PCL）		
四环医药	铂安润（中国独家代理）	临床阶段（PLLA、PCL）		
江苏吴中	HARA（2025E、代理）	爱塑美（PDLLA、2023E、代理）		
长春圣博玛		艾维岚（PLLA）		
锦波生物			薇旖美	
巨子生物			开发/临床阶段	
鲁商发展			申报前	
双美生物				肤丽美、肤柔美
长春博泰				弗缦

资料来源：NMPA，新氧，公司公告，东兴证券研究所（注：本表只列示医美填充剂产品布局，不包括相关厂商在其他业务板块的布局）

中长期看，医美市场预计保持严监管常态化，有望将加速行业供给端出清，推动市场良性扩容。2022 年国家从水光针分类管理、医美服务机构抽查、渠道返佣、不公平格式条款、虚假宣传、价格规范等方面对医美市场进行监管；同时，从深圳等地支持性政策可见，对于合规经营的下游服务机构，以及技术实力强，取得正规资质的中游厂商，仍采取鼓励支持态度。我们认为，医美市场整体或将保持严监管常态化趋势，但政策核心思路是打击医美乱象、保护消费者权益，营造良好社会风气，引导医美行业健康合规发展，而非彻底抑制消费者的医美需求。同时，相关监管举措将主要影响非合规中小机构，有利于非正规产品向正规产品转移，行业供给端集中度有望加速提升。长期来看，监管规范化的过程，也是对消费者进行合规产品教育的过程，合规市场将激发群众的消费信心，有望推动行业实现长期良性扩容。头部医美厂商产品直销占比高，销售对象也均为有资质的合规医美机构，因此打击医美乱象对中游大型合规厂商的影响相对有限，中长期还有望受益于行业集中度提升和规模良性扩容。

表4：医美市场相关监管政策

政策文件	发布单位	时间	主要内容
《美容医疗机构、医疗美容科（室）基本标准》	卫生部	2002.04	对美容医疗机构（美容医院，医疗美容门诊部、医疗美容诊所）、医疗美容科（室）的床位、科目设置、人员、医疗用房、设备规章制度、资金进行规定。
《医疗美容服务管理办法》（2016年修订版）	卫生部	2002.05	对开展医疗美容服务的机构和个人在机构设置和登记、执业人员资格、执业规则、监督管理等方面做出规定。

政策文件	发布单位	时间	主要内容
《医疗美容项目分级管理目录》	卫生部办公厅	2009.12	对美容外科项目进行分级。美容牙科项目、美容皮肤科项目、美容中医科项目暂不分级。
美容院服务规范 (SB/T 10991-2013)	商务部	2013 年	对从事生活美容服务、美容院、面部美容护理、美体塑身、SPA、化妆等美容机构的经营服务场所要求、服务用品和设施设备、服务内容流程及主要环节要求、服务人员要求、服务管理要求做出规定。
《国家卫生计生委关于加强医疗美容主诊医师管理有关问题的通知》	国家卫计委	2017.03	对医疗美容主诊医师的专业实行备案管理；加强信息公开和社会监督；规范开展医疗美容主诊医师定期考核；加大监督检查力度，保障医疗安全。
《关于开展严厉打击非法医疗美容专项行动的通知》	卫计委、网信办、公安部、人社部、海关总署、工商总局、食药监局	2017.05	7 部门联合发布,要求严厉打击无证行医、规范医疗美容服务行为、严厉打击非法制售药品医疗器械、严肃整治违规医疗美容培训, 严肃查处违法广告和互联网信息。
《关于开展医疗乱象专项整治行动的通知》	卫计委、网信办、发改委、公安厅、市场监管局、医保局、中医药局、药监局	2019.03	8 部门联合发布,打击违法违规执业；医疗骗保；虚假宣传；不规范收费、乱收费、诱导消费和过度诊疗等。
《关于进一步加强医疗美容综合监管执法工作的通知》	国家卫健委	2020.04	8 部门联合发布,要求(一) 严厉打击非法开展医疗美容相关活动的行为；(二) 严格规范医疗美容服务行为；(三) 严厉打击非法制售药品医疗器械行为；(四) 严肃查处违法广告和互联网信息。
《国家发展改革委、商务部关于支持海南自由贸易港建设, 放宽市场准入若干特别措施的意见》	国家发改委、商务部	2021.04	支持海南高端美容产业发展, (一) 鼓励知名美容医疗机构落户乐城先行区；(二) 协助乐城相关企业开展相关产品注册, 国家药品监督管理部门予以支持；(三) 支持国外高水平医疗美容医生依法依规在海南短期行医, 规范医疗美容机构审批和监管。
《打击非法医疗美容服务专项整治工作方案》	卫健委、网信办、公安部、海关总署、市场监管总局、国家邮政局	2021.06	严厉打击非法开展医疗美容相关活动的行为、严格规范医疗美容服务行为、严厉打击非法制售药品医疗器械行为, 严肃查处违法广告和互联网信息。
医美贷监管	上交所、深交所	2021.08	要求在其交易所挂牌的部分消费金融资产证券化产品, 入池基础资产中不得有“医美贷”。
《医疗美容广告执法指南》	市场监管总局	2021.11	一是明确医疗美容广告相关概念；二是明确医疗美容广告监管重点；三是强化行政机关协同监管；四是加强广告代言监管；五是加强刑行衔接；六是强调平台经营者责任。 较之前的征求意见稿, 正式稿主要修改一处: 将“利用行业协会以及其他社会团体或组织的名义、形象作证明”, 增补列入重点打击情形第五条。
《医疗器械分类目录》针对水光针条目更新	国家药监局	2022.04	国家药监局调整了《医疗器械分类目录》的部分内容, 其中将包括水光针在内的多种医美产品归为三类医疗器械监管, 而在市场上, 取得三类医疗器械资质的水光针产品只有寥寥几款。
《国家卫生健康委办公厅关于印发 2022 年国家随机监督抽查计划的通知》	国家卫健委	2022.06	除基本抽查外, 加大开展对医疗美容服务机构的抽查力度, 重点巩固打击非法医疗美容服务和违法违规行为。
国家广播电视总局电视剧创作座谈会	国家广播电视总局	2022.07	会议提出“要坚持清新、质朴、向上的健康审美情趣, 坚决抵制病态整容、“娘炮”审美、过度化妆、过度使用滤镜等不良倾向。”的要求

政策文件	发布单位	时间	主要内容
清查渠道医美返佣费用相关会议	相关监管部门	2022.09	将针对医美机构财务问题进行核查，返佣行为可能被定性为商务贿赂，一经查实可能会涉及刑事责任。此外，相关部门还将对医美行业进行清查，涉及 B 端机构和上游，清查方向涉及税务、工商、卫生监督等。
关于《医疗美容领域不公平格式条款点评》	中国消费者协会	2022.09	中国消费者协会发文对消费者反映强烈的医疗美容领域不公平格式条款进行点评，其中单方面约定预付卡（充值卡）有效期、单方面约定医美手术费、医疗费一律不退、通过设置严苛附加条件推卸自身责任等行为均被视为是医美机构的“霸王条约”。
《医疗美容行业虚假宣传和价格违法行为治理工作指引》	国家市场监督管理总局	2022.10	1. 虚假宣传方面，明确禁止通过线下线上等各类途径，利用展示推介、虚假交易、炮制文案、包装虚假标注等各种手段，参与或协助虚假宣传的任何环节，对传播的信息源、媒介、受众、反馈机制的全链条进行了规范，并明确违者将依据《反不正当竞争法》有关规定予以查处。 2. 价格规范方面，1) 明码标价；2) 网络价格与经营场所价格一致；3) 不得在标价之外额外加价；4) 网络交易平台标价模板也应明码标价；5) 不得采用划线价、低标高结、虚构原价、虚假打折等方式实施价格欺；6) 不得采用低价耗材冒充高价耗材、多计耗材使用数量等方式违规收取费用，不得采用分散收费项目、重复收费、扩大范围收费、低价医药项目套用高价医药项目等方式变相提高收费标准。

资料来源：政府官网，东兴证券研究所

表5：医美市场相关支持政策

政策文件	发布单位	时间	主要内容
《关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见》	国务院	2017.05	鼓励医疗美容机构向集团化、连锁化方向发展，扩大服务有效供给。
《成都市加快医疗美容产业发展支持政策》	成都市政府办公厅	2018.04	支持医美人才加快聚集、支持医美产业创新发展、支持医美项目引进建设、支持医美企业发展壮大、支持医美产业环境优化 鼓励知名美容医疗机构落户先行区，在先行区的美容医疗机构可批量使用其他国家或地区上市的医美产品，其中属于需在境内注册或备案的相关产品，应依法注册或备案，先行区可制定鼓励措施。
《关于支持海南自由贸易港建设放宽市场准入若干特别措施的意见》	国家发展改革委、商务部、海南省政府	2021.04	海南省有关部门研究提出先行区医美产业发展需要的进口药品、医疗器械、化妆品企业及产品清单，协助相关企业开展注册，国家药品监督管理部门予以支持。 支持国外高水平医疗美容医生依法依规在海南短期行医，发展医疗美容旅游产业，支持引进、组织国际性、专业化的医美产业展会、峰会、论坛，规范医疗美容机构审批和监管。
《深圳市促进大健康产业集群高质量发展的若干措施》	深圳发改委	2022.07	鼓励发展医疗美容产业，其中包括支持电子类医美产品，积极发展用于皮肤美容、口腔美容、中医美容的医用激光、光子、射频及超声设备，水光仪、内窥镜等医疗器械。对新取得 II 类、III 类医疗器械注册证的，单个品种分别给予最高 300 万元、500 万元一次性奖励。

资料来源：政府官网，东兴证券研究所

短期看，疫情恢复叠加防疫政策边际宽松，医美作为线下消费有望复苏，其中下游机构端弹性更大，中游生产端韧性更强。医美产品需经由下游线下服务机构触达消费者，疫情期间受到一定影响，随着防疫管控的边际宽松，积压的医美需求有望得到释放并带动市场反弹，尤其轻医美具有疗程性，有望呈现更大弹性。从产业链视角看，下游服务机构在疫情期间受损最严重，进入复苏通道后向上弹性更大；中游产品生产厂商通常为全国性销售，区域集中度较低，受单个地区疫情反复影响较小，且新产品放量可在一定程度上对冲疫情影响，业绩韧性更强。

投资建议：医美市场受益于渗透率提升将保持长期扩容，且轻医美是主要驱动力，填充剂作为轻医美重要分支，叠加新材料获批放量，是高景气细分赛道。政策端虽然整体严监管常态化，但从各地支持性政策来看，鼓励合规有序发展的基调不变，且中长期有望加速行业供给端出清和集中度提升，推动市场良性扩容。短期关注相关厂商产品放量趋势，以及疫情恢复和防疫政策边际宽松下，医美作为线下消费的复苏机会。标的层面，中游生产厂商壁垒深厚、格局清晰、区域集中风险低，叠加产品放量，兼具中长期增长确定性和短期复苏弹性，爱美客、华熙生物、鲁商发展、巨子生物等有望受益。

3.3 免税：离岛引消费回流，口岸望迎边际改善

共同富裕目标下中等收入群体比重扩大，为免税消费提供了最基础的土壤，消费回流和政策刺激共同助力行业繁荣。免税消费主要面向有出入境商务或者旅游的人群，且免税消费品主要为单价和税收都相对较高的烟酒、高档化妆品和精品产品等，因此免税消费具有相对高端化奢侈化的特点。2021 年 8 月中央财经委会议释放了关于共同富裕的重要信息，首提“三次分配”，强调“普惠公平”。共同富裕目标下中等收入群体比重进一步扩大，有望推动边际消费需求持续提升，尤其是可选消费需求的增加，免税作为中高端消费具有长期增长支撑，长期看好免税赛道的高景气。与此同时，中央和地方联动形成多层次政策支持网络，共同提振免税市场繁荣高增。我们认为引导免税行业消费回流、促进国内免税市场增量扩容的长期逻辑不变，经济内循环和行业利好政策下，免税行业基本面仍将维持保持高景气。

短期看，离岛免税仍是吸引消费回流的重要窗口，疫情边际改善以及防控政策放开后弹性空间巨大，离岛免税仍是 2023 年拉动行业增长的核心驱动力。

2022 年离岛免税受疫情多次反弹影响严重，若疫情防控放开复苏弹性巨大。2022 年全国疫情多次反复对海南旅游客流造成了较大不利影响，海南旅客吞吐量在 2022 年 3-5 月和 8-9 月均呈现大幅下滑。今年年初至 9 月份的海南旅客吞吐量月度平均值为 242.65 万人次，相较 2019 年同期仅恢复至了 51.7% 的水平，相较于 2021 年同期也仅恢复至了 62% 的水平。截至 2022 年 10 月，海南累计接待过夜人次达 3428.4 万，约为 2019 年同期的 64.9%。在此背景下，2022 年 1-9 月离岛免税销售额为 271.6 亿元，同比下降 23.59%。若疫情防控放开，被抑制的旅游购物消费需求将得到释放，且考虑到民众对于海外疫情的心理防线仍未完全消除，国内游的恢复优先于国际游，离岛免税仍会是国民免税消费的主要途径。

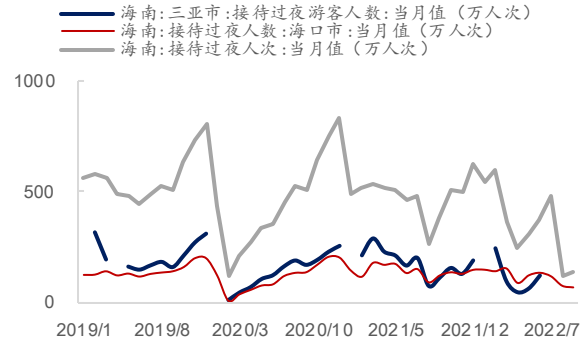
图 27：海南旅客吞吐量

图 28：海南接待过夜人次



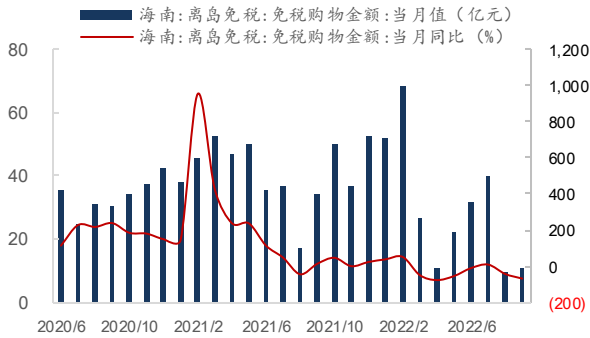
资料来源：海南省统计局，东兴证券研究所

图29：离岛免税销售情况

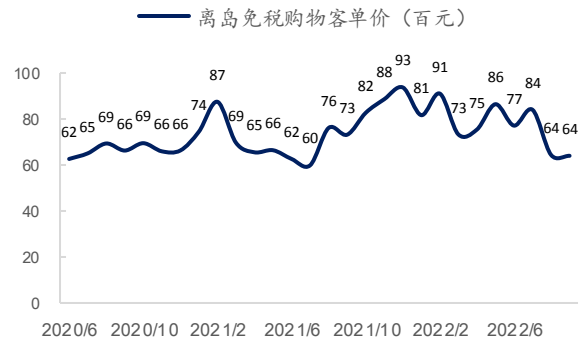


资料来源：海南省统计局，东兴证券研究所

图30：离岛免税客单价



资料来源：海口海关，东兴证券研究所



资料来源：海口海关，东兴证券研究所

离岛免税经营主体增多经营面积扩大，市场活力进一步增强，一超多强局面下相关标的均有望受益。近期海南新增两家离岛免税店，分别为10月28日开业的中免海口国际免税城和预计将于2023年1月开业的王府井国际免税港。自此离岛免税店增加从10家扩展至12家，免税店经营面积从现有的22万平将增加至超50万平。离岛免税经营主体和经营面积的扩大将进一步增强离岛免税的市场活力，通过开展适度竞争以及知名奢侈品牌的引入提高离岛免税在国际免税市场的竞争力和吸引力。我们认为，在疫情管控放开的情况下，离岛免税增长弹性巨大，相关的经营主体均有望受益。

表6：离岛免税竞争格局

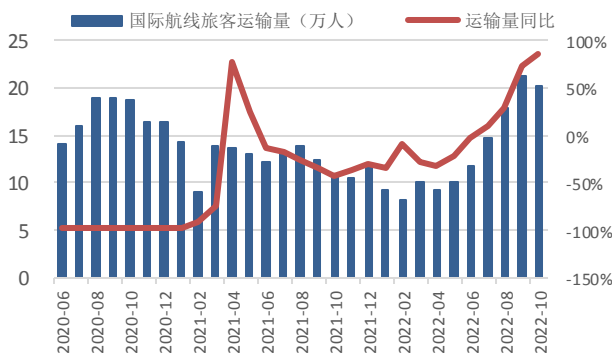
公司	名称	经营面积	开业日期	地址
中免	海口市美兰机场T1航站楼免税店	1.4万平方米	2011-12-21	海口美兰机场国内出发隔离区内
	海棠湾国际免税城（一期和二期）	7.2万平方米	2014-9-1	三亚海棠区海棠北路118号
		6.5万平方米	2020-1	
	海口日月广场西区免税店	2.2万平方米	2019-01-19	海口市CBD核心区域日月广场射手座、双子座

	博鳌免税店	4200 平方米	2019-01-19	琼海市远洋大道博鳌亚洲论坛
	三亚凤凰机场离岛免税店	一期 800 平，后期将扩容至 6000 平	2020-12-30	三亚凤凰机场 206-208 登机口
	美兰机场 T2 离岛免税店	9313 平方米	2021-12-02	美兰机场二期
	海口国际免税城	19.2 万平方米	2022-12-28	海口西海岸新海港东侧
海南旅投	三亚海旅离岛免税店	9.5 万平方米	2020-12-30	三亚市城市主干道迎宾路 303 号 (三亚市中心千古情旁)
中服	三亚国际免税购物公园	3.3 万平方米	2020-12-30	三亚城区鸿洲广场，毗邻游艇码头，凤凰岛中央商务区
海发控	海控全球精品(海口)免税城	3.89 万平方米(一期 3000 平方米)	2021-01-31	海口市琼山区的日月广场东区
深免	观澜湖离岛免税店	规划总 10 万平方米(一期 2 万平方米)	2021-01-31	海口市龙华区观澜湖新城
王府井	王府井国际免税港	10.25 万平	2023-01	海南东线高速万宁区域

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

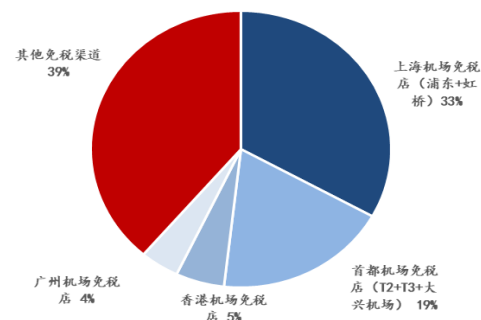
随着出入境疫情管控的放开，机场免税渠道有望迎来边际改善。疫情影响出境游，持续拖累机场免税业务。但近期跨境出行政策出现放松信号，10月25日发改委等六部门提出在做好疫情防控的前提下便利国际商务人员往来，11月11日出台的防疫二十条新政中表示，入境人员由“7天集中隔离+3天居家健康监测”变更为“5+3”，并取消了入境航班熔断机制。国际航运方面也呈现逐步好转趋势，2022年5月起国际航线旅客量快速增长且同比增速逐月提高，10月国际旅客运输量达20万人，同比增长86%。今年冬春航季航班计划于11月起执行，国内外航空公司每周安排客运国际航线航班840班，同比增长105.9%，冬春客运航班的大幅增加有望带来国际客流的修复。我们认为，出入境疫情防控政策的边际放松以及国际客流的逐步恢复，将带来机场免税渠道的边际改善，但考虑到政策放开以及民众对于海外疫情态度转变的渐进性，港澳台出游将优先于其他国家出境游恢复，机场免税渠道也将在较长的时间维度逐步恢复。

图31：国际航线旅客运输量



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图32：机场渠道曾是公司最核心的收入来源（2019年）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

从参与者维度看，中国中免将成为机场免税渠道复苏的最大受益者。港澳地区的出入境政策已经逐渐放宽，如香港自9月26日起将入境后的医学检测期由7天降至3天，同时免除强制性酒店隔离，客流量实现超6

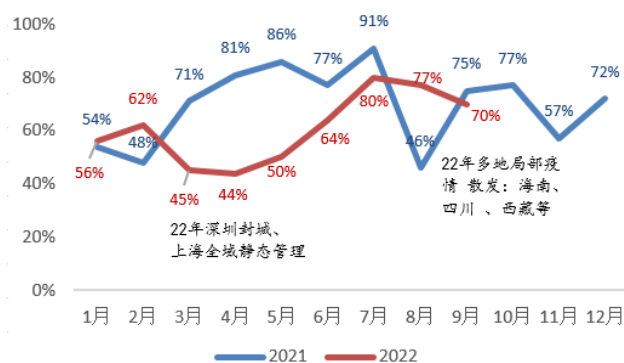
倍增长；11月1日起，中国澳门旅游电子签注恢复办理，赴港澳旅游业的恢复将拉动免税渠道复苏。中国中免在港澳地区布局了2家口岸免税店和2家市内免税店，CDF澳门上葡京店已经于2022年7月30日恢复线下营业，香港国际机场免税店将于2022年11月1日恢复线下营业。港澳地区客流的好转和免税店的陆续营业，将带来公司业绩的边际向好。与此同时，公司共经营126家口岸免税店，基本占据了国内绝大部分口岸免税资源，且掌握机场核心据点，拥有全国吞吐量前十大国际机场中的九个免税经营权。口岸免税渠道疫情前是公司最主要的收入来源，2019年收入占比超60%。机场免税渠道的边际改善将为公司带来较大业绩增量，公司将成为渠道复苏的最大受益者。

市内免税渠道方面，向国人开放政策短期仍无明显落地预期，目前仍处于前期积累阶段，有望厚积薄发。我们认为，市内免税向国人开放的政策出台预计将与出境游的恢复同步落地。但全国多省市已陆续出台支持政策，多个免税运营商已经在多省市提前布局，预计随着政策放开将有效承接海外消费回流的巨大需求。市内店政策的落地将会为在市内有多家免税店布局的王府井、中国中免、中服免税等免税运营商带来巨大增量增长空间。

3.4 酒店：供给持续出清下龙头集中度提升，疫后供需差带动经营反弹

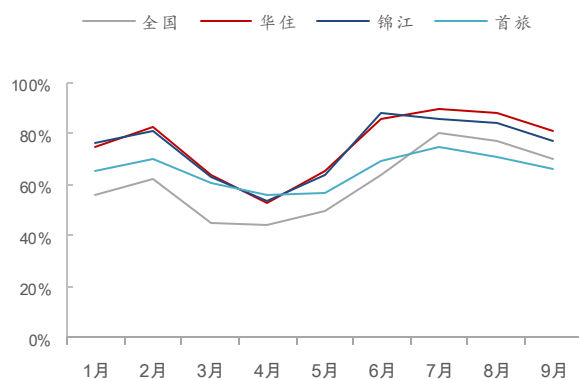
2022年酒店业经营恢复率整体随疫情波动，其中头部公司经营表现优于行业整体。22年上半年受吉林、上海、深圳等地疫情大规模反弹影响，酒店行业RevPAR恢复率处于低位；下半年大规模爆发得到控制，恢复率有所提升，但仍受海南、四川、西藏等地散点疫情反复影响。头部公司品牌效应强、防疫措施到位、市场反应灵活，经营表现优于行业平均水平。其中首旅由于经济型占比较高，恢复率高于行业平均水平约5-10pct.，锦江、华住受益于中高端占比高，门店结构升级，恢复率高于行业平均水平约10-20pct.。

图33：全国酒店 RevPAR 较 2019 年恢复率



资料来源：str，东兴证券研究所

图34：2022年头部酒店 RevPAR 恢复率优于全国



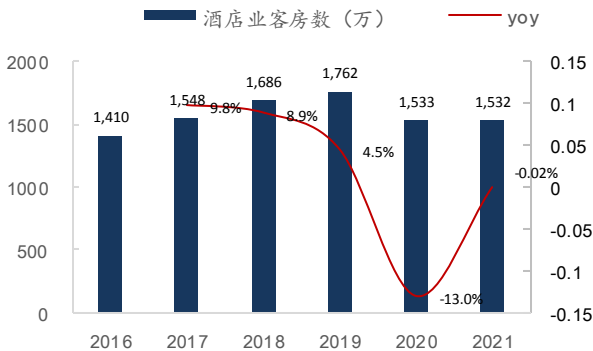
资料来源：str，公司公告，东兴证券研究所

短期看，疫情恢复大趋势不变，叠加防疫政策边际宽松，关注供需差带动经营反弹。新版二十条防疫政策进一步宽松：密接管理方面，密接管理措施由“7天集中隔离+3天居家健康监测”调整为“5天集中隔离+3天居家隔离”，并不再判定密接的密接（次密接）；区域管理方面，将区域风险等级由“高、中、低”三类调整为“高、低”两类，高风险外溢人员由“7天集中隔离”调整为“7天居家隔离”；入境管理方面，取消入境航班熔断机制，入境登机前48小时核酸调整为1次，入境人员“7天集中隔离+3天居家健康监测”调整为“5天集中隔离+3天

居家隔离管理侧重方面，推进疫苗接种及治疗药物储备，医疗资源部署更加强调开放前的准备工作和开放后的治疗措施。防疫政策边际宽松，开放方向得到进一步验证，线下消费复苏确定性进一步增强，出行相关消费弹性最大，看好酒店在供给出清、需求恢复的带动下迎来经营反弹。

中长期看，疫情后行业供给端持续出清，龙头保持逆势拓店，看好市场集中度加速提升。疫情期间单体酒店获客困难，现金流紧张，经营难以为继，盈蝶数据显示，2021 年我国酒店行业客房数约 1532 万间，同比-0.02%，延续疫情后的出清趋势。连锁酒店凭借会员规模、网络布局、品牌影响等优势，展现出更强的风险抵御能力，根据中国饭店业协会数据 2021 年我国酒店门店连锁化率提升至 22.6% (+3.6pct.)。同时，头部酒店集团保持加速扩张趋势，2022Q1-Q3 锦江/华住/首旅分别新增门店 361/430/279 家，同比增长 485/482/325 家；根据开店计划，预计全年分别新增门店 1200 家/1500 家/1300-1400 家。未来，头部酒店集团将继续推进拓店及中高端升级计划：锦江推进翻倍计划，长三角加强布局，珠三角巩固优势，发力中高端；华住推进千城万店，通过软品牌升级加强管理，主力品牌汉庭、全季、桔子开拓下沉市场；首旅推进万店计划，中高端品牌集群有序推进，坚持轻管理模式把握中小单体酒店翻牌机会。

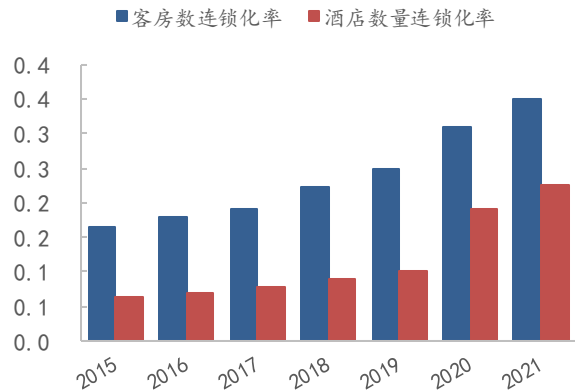
图35：酒店业总客房数同比转负



资料来源：盈蝶咨询，东兴证券研究所

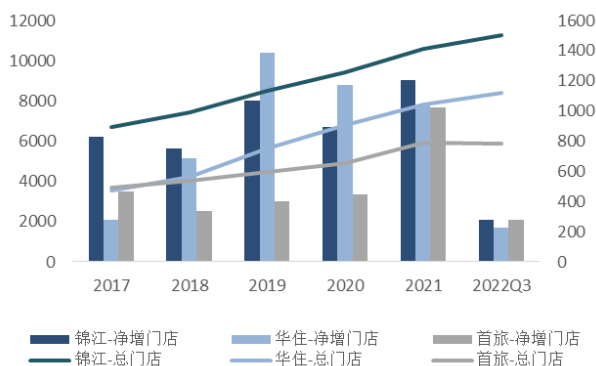
图37：华住、锦江、首旅酒店门店数量快速增加

图36：酒店业连锁化率持续提升

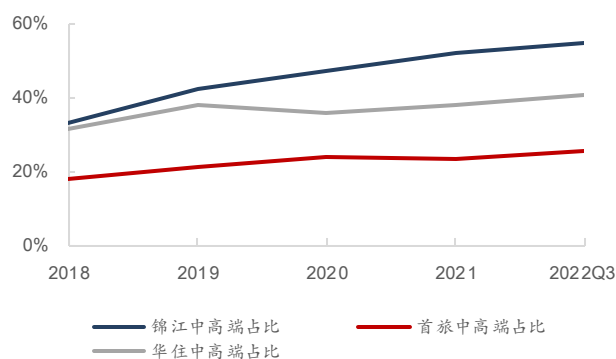


资料来源：盈蝶咨询，中国饭店业协会，东兴证券研究所

图38：华住、锦江、首旅酒店中高端酒店占比



资料来源：公司财报，东兴证券研究所



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

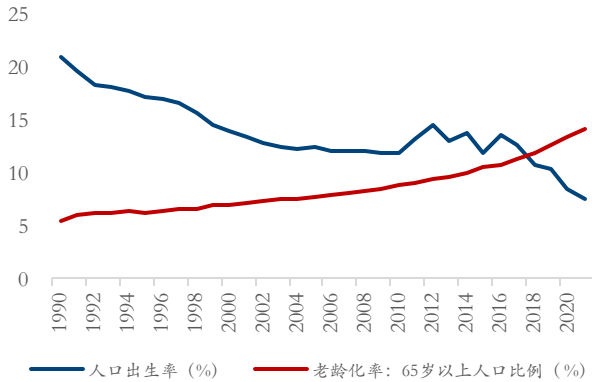
投资建议：酒店行业关注以下投资机会：（1）疫情后行业供给端持续出清，龙头保持逆势快速拓店，看好市场集中度加速提升，2023 年关注头部酒店集团拓店速度。（2）中高端结构性机会仍存，龙头公司产品结构持续升级，有望带动 RevPAR 提升，2023 年关注头部酒店集团中高端门店占比及高端品牌孵化进展。（3）短期看，酒店行业经营表现整体仍受疫情影响，当前虽然散点疫情有所反复，但防疫政策边际宽松趋势得到持续验证，2023 年关注出行恢复和供需差下经营反弹。标的方面，重点关注**锦江酒店**：门店规模和拓店速度、中高端占比行业领先，品牌矩阵完善，拟发行 GDR 推进全球化战略，整合有望提升经营效率，未来关注整合进展及利润端体现；**首旅酒店**：拓店保持高速，中高端品牌逐渐补齐，轻管理模式把握疫情期间单体酒店翻牌机会。2023 年门店端关注拓店计划落实情况，品牌端关注轻管理模式拓店进展及经营表现持续性；**华住集团**：品牌矩阵完善，坚持高质量发展保证强品牌力，数字化水平高，会员体系完善，经营效率行业领先。

3.5 人服：疫情缓解带动交付端修复，关注灵活用工与中高端人才结构性机会

长期看，我国人口红利消退、劳动力市场结构性错配背景下，人服重要性持续提升。出生率下降、人口老龄化趋势下，我国人口红利逐渐消退。产业结构持续调整、区域经济发展不同步，叠加各地疫情冲击，企业面临的经济环境、经营环境、人才环境日趋复杂，劳动力市场区域与技能结构失衡，劳动力市场供需错配，疫情以来我国劳动力市场求人倍率走高，城镇调查失业率也处于较高水平，2022 年 4 月突破 6%，接近疫情以来的最高点。求职难与求人难并存的结构性矛盾下，人力资源服务行业作为链接劳动力市场供需双方的中介，重要性持续提升。

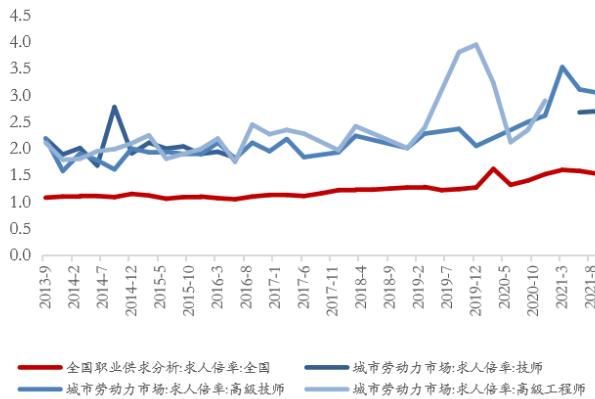
图39：我国人口出生率下降，老龄人口占比提升

图40：疫情后我国城镇调查失业率保持高位



数据来源：统计局，东兴证券研究所

图41：劳动力市场求人倍率走高，区域结构失衡

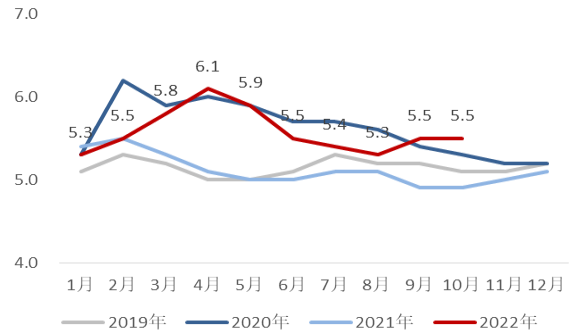


数据来源：统计局，东兴证券研究所

中长期看，疫情强化企业对降本增效和组织灵活性的要求，叠加稳增长保就业政策支持，人服市场渗透率有望加速提升，延续快速扩容趋势，重点关注灵活用工与中高端人才结构性机会。

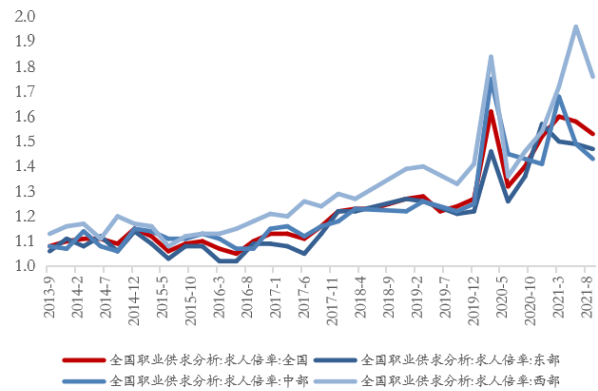
- 一方面，灵活用工渗透率提升空间大，在政策支持和疫情催化下，有望保持快速扩容。新型用工模式逐渐被更多企业认知和选择，我国灵活用工渗透率近年来持续提升，但 2020 年仍仅有 0.19%，不足欧美国家的十分之一，未来提升空间广阔。政策推动合规用工成本增加、支持灵活用工发展，疫情强化企业降本增效动机，共同催化灵活用工业务渗透率快速提升。

图43：发达国家灵活用工渗透率



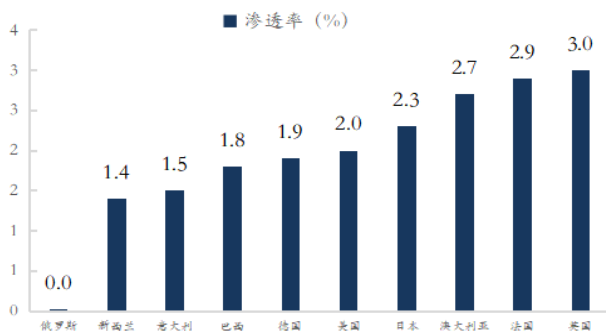
数据来源：统计局，东兴证券研究所

图42：劳动力市场求人倍率走高，区域结构失衡

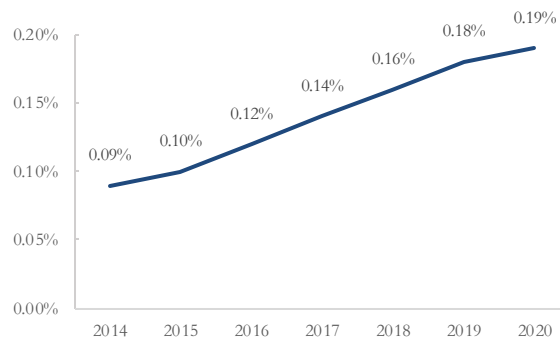


数据来源：统计局，东兴证券研究所

图44：中国灵活用工率不断提升



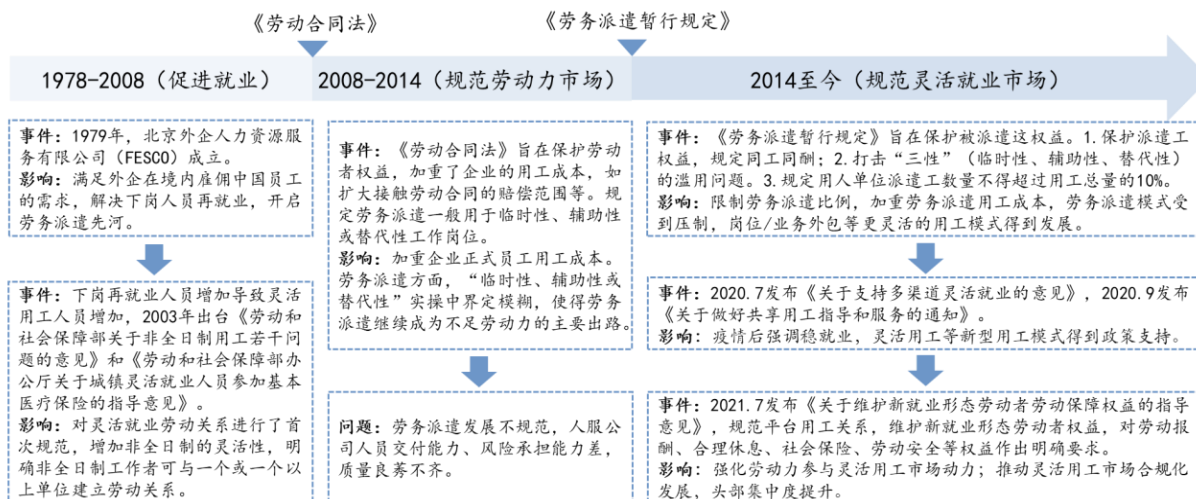
数据来源：world employment confederation、东兴证券研究所



数据来源：人瑞人才年报、东兴证券研究所

政策端看，劳动力市场法律完善推动合规用工成本增加，带动灵活用工发展，疫情后稳增长保就业政策密集出台，加速灵活用工渗透率和集中度提升。劳动力市场政策整体向保护劳动者权益、用工市场规范化方向发展，企业正式用工成本增加，劳务派遣比例受限，逐渐转向更灵活的用工模式，带动灵活用工快速发展。疫情后，劳动力市场受到冲击，国家密集出台就业支持政策，鼓励拓宽就业渠道，支持灵活用工等新型用工模式发展。同时，随着新型用工模式相关管理制度逐渐完善，劳动力参与灵活用工的信心和动力将增强，合规度较低的中小人服企业有望逐渐出清，加速灵活用工渗透率和集中度提升。

图45：政策推动合规用工成本增加，带动灵活用工发展



资料来源：中国政府网，国务院，人社部，发改委，东兴证券研究所

表7：疫情以来稳增长保就业政策密集出台，加速灵活用工渗透率和集中度提升

时间	单位	政策名称	相关内容
2020/3/20	国务院	《关于应对新冠肺炎疫情	支持多渠道灵活就业。取消灵活就业人员参加企业职工基本养老保险的省内城乡户籍

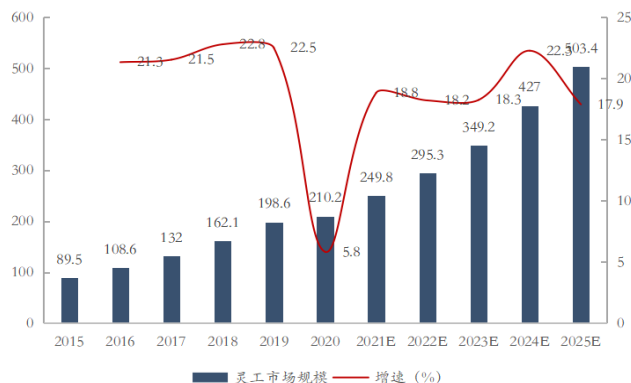
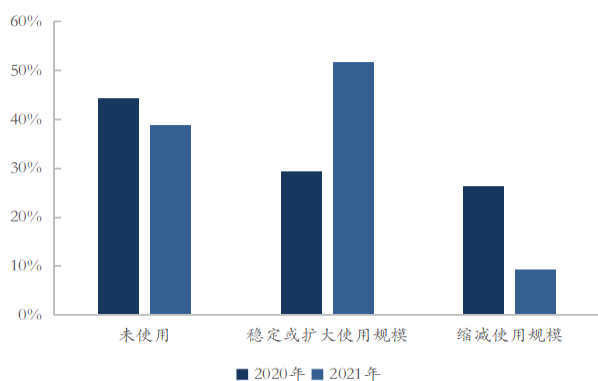
		影响强化就业举措的实施意见》	限制,对就业困难人员、离校2年内未就业高校毕业生灵活就业后缴纳社会保险费的,按规定给予一定的社会保险补贴。
2020/7/14	发改委	《关于支持新业态新模式健康发展 激活消费市场带动扩大就业的意见》	强化灵活就业劳动权益保障,探索多点执业。探索适应跨平台、多雇主间灵活就业的权益保障、社会保障等政策。支持建立灵活就业、“共享用工”服务平台,提供线上职业培训、灵活就业供需对接等就业服务。
2020/7/31	国务院	《关于支持多渠道灵活就业的意见》	拓宽灵活就业发展渠道,鼓励个体经营发展,增加非全日制就业机会,支持发展就业形态;加大对灵活就业保障支持,推动新职业发布和应用,开展针对性培训,优化人力资源服务,维护劳动保障权益,加大对困难灵活就业人员帮扶力度。
2020/9/21	国务院	《国务院办公厅关于以新业态新模式引领新型消费加快发展的意见》	鼓励发展新就业形态,支持灵活就业,加快完善相关劳动保障制度。指导企业规范开展用工余缺调剂,帮助有“共享用工”需求的企业精准、高效匹配人力资源。
2020/9/30	人社部	《关于做好共享用工指导和服务的通知》	支持企业间开展共享用工,加强对共享用工的就业服务,指导开展共享用工的企业及时签订合作协议,维护好劳动者在共享用工期间的合法权益。
2021/11/8	人社部	《关于推进新时代人力资源服务业高质量发展的意见》	提出目标:到2025年,行业营业收入突破2.5万亿元,人力资源服务机构达到5万家,从业人员数量达到110万。培育50家骨干龙头企业。国家级人力资源服务产业园达到30家左右。
2022/3/5	国务院	《政府工作报告》	完善灵活就业社会保障政策,开展新就业形态职业伤害保障试点。
2022/5/13	国务院	《关于进一步做好高校毕业生等青年就业创业工作的通知》	扩大企业就业规模,拓宽基层就业空间,支持自主创业和灵活就业,稳定公共部门岗位。

资料来源：国务院，人社部，发改委，东兴证券研究所

疫情催化灵活用工认知，加速渗透率提升。疫情对企业经营和用工造成冲击，负面经营环境将强化企业对降本增效和保持组织灵活性的要求，进而选择更灵活的用工模式。中智调研结果显示，2022年我国有56%的企业采用灵活用工形式，相比2021年四成多的比例提升明显。对比海外，美国商务部经济和统计管理局数据显示，美国灵活用工的市场份额由2010年的68%上升至2014年的81%，且在每次经济萧条后灵活用工指数都持续走高。随着国内疫情缓解，我国灵活用工市场有望逐渐走出短期冲击，受益于渗透率提升继续保持高速增长。

图46：疫情后我国企业灵活用工使用度增加

图47：灵活用工市场规模不断扩大



数据来源：《中国灵活用工发展报告（2022）》、人瑞人才，东兴证券研究所 数据来源：灼识咨询，东兴证券研究所

- 另一方面，我国人口红利向人才红利转换，关注中高端人才服务机构结构性机会。我国人口受教育程度持续提高，教育部数据显示 2022 年高校毕业生数量达 1076 万人，同比提升 18%，同时经济结构转型与产业升级，对高素质、高技能人才提出了更高要求，人才市场正由人口红利向人才红利转变，这将对聚焦中高端人才服务的机构带来更多机会。此外，企业数字化转型是我国企业发展趋势，而经济增速降档也使企业更加注重降本增效，给 HR SaaS 发展带来机遇。

短期看，防疫政策边际宽松带动人服市场复苏，关注头部人服企业岗位结构升级带动收入和利润提升。疫情导致招聘岗位无法按时入职，影响人服业务的交付，随着疫情缓解、防疫政策放松，企业经营信心将逐渐重塑，用人需求逐渐恢复，人服业务将走出需求端和交付端限制，迎来经营复苏。同时，头部人服企业积极推动行业轮动和岗位升级，如同道猎聘把握新能源、高端制造领域等新兴行业招聘需求，享受高景气行业人才扩容红利，科锐国际持续推动岗位结构升级和项目周期调整，技术研发类岗位占比过半，高技术、短周期的高附加值服务带动服务费率提升，有望释放更多利润空间。

投资建议：人口红利消退，劳动力市场结构性矛盾长期存在，人服市场重要性提升，渗透率提升空间大。疫情强化企业对降本增效和组织灵活性的要求，叠加稳增长保就业政策支持，未来 2-3 年人服市场有望延续快速扩容趋势，重点关注灵活用工与中高端人才结构性机会。2023 年关注疫情缓解和防疫政策边际宽松下人服市场复苏，以及头部人服企业岗位结构升级带动收入和利润提升。**重点推荐**在灵活用工、中高端人才服务领域深耕多年，业务布局完善，持续推动岗位、行业结构升级的头部企业：**科锐国际、同道猎聘。**

4. 风险提示

疫情发展超预期，局部疫情持续，国内、国际出行继续受限；

超预期政策或对行业发展及格局产生影响；

宏观经济发展不及预期，居民消费意愿与支付能力提升不及预期。

分析师简介

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019年1月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

魏宇萌

中国人民大学经济学学士，金融硕士。2020年7月加入东兴证券研究所，商贸零售与社会服务行业研究助理，主要负责化妆品、免税、电商、传统零售、珠宝等研究方向。

刘雪晴

中央财经大学经济学硕士。2020年8月加入东兴证券研究所，商贸零售与社会服务行业研究助理，主要负责旅游酒店、餐饮、教育人服、本地生活、医美等研究方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

单击此处输入文字。

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526