

社会服务行业 2023 年度策略报告

坚定疫后复苏，积极寻找困境反转或边际改善个股

强于大市（维持）

行情走势图



证券分析师

易永坚 投资咨询资格编号
S1060520050001
YIYONGJIAN176@pingan.com.cn

徐熠雯 投资咨询资格编号
S1060522070002
xuyiwen393@pingan.com.cn

研究助理

付丹婷 一般证券从业资格编号
S1060121070088
FUDANTING380@pingan.com.cn

李华熠 一般证券从业资格编号
S1060122070022
LIHUAYI1330@pingan.com.cn



平安观点：

- **酒旅餐饮：**疫情反复贯穿全年，酒旅餐饮基本面复苏疲软，但在复苏预期下，板块股价走势跑赢大盘；伴随病毒毒性逐步趋弱及防疫政策的逐步优化，我们继续坚定看好疫后复苏大逻辑，并看好咖啡赛道，建议关注以下几条主线：1) 免税：随着防疫政策的优化，离岛&出入境客流有望恢复，中长期看国家高度重视海南自贸港建设及国际旅游消费中心定位，免税肩负海外高端消费回流重任，行业成长空间大。2) 机场/口岸信息化：政策支持推动口岸信息化建设需求增加，但疫情下建设需求短期受压制，疫后递延需求有望加速释放。3) OTA：商业模式与跨区域客流高度相关，经营短期承压，但行业格局清晰，看好龙头携程，出入境领域优势领先。4) 酒店：疫情下中小单体酒店出清，龙头格局进一步巩固；但主要酒店估值差异大，推荐关注经营恢复优异估值合理的酒店龙头。5) 咖啡：市场大&增速高，消费粘性强且生命周期长，是餐饮行业中的极佳赛道，目前已经出现规模化企业，大店模式下星巴克优势明显，瑞幸领衔小店自提模式。
- **美容护理：**1) 今年以来消费整体承压，化妆品大盘表现疲软，但仍有结构性机会，大众护肤出于高性价比展现较快增速，功效护肤景气度持续。2) 跨国美妆集团在华增速受国内疫情冲击、国际物流受阻、竞争加剧等影响普遍放缓，看好本土企业基于消费者洞察&供应链快反&渠道资源&研发能力增强的市占率提升。3) 美妆上市公司分化有所加剧，一方面，头部企业珀莱雅、贝泰妮等保持中高速增长，强产品力&渠道力&品牌力提供增长动能，持续看好；另一方面，部分处于转型期、业绩短期承压的美妆企业存在边际改善机会，积极关注逸仙电商、丸美股份、水羊股份；同时关注受益功效护肤、重组胶原蛋白赛道红利的华熙生物、鲁商发展、巨子生物。
- **教育人服：**1) K12 教育：行业政策持续高压，暂无政策反转迹象，头部教培公司收入受到较大冲击，目前仍在积极探寻转型方向，基于各头部公司现金流相对充足，且新东方在线旗下东方甄选爆火的成功案例，建议积极关注个股转型及边际好转带来的机会，如有道、高途等。2) 职教：非学历职教依然是教育行业主旋律，一方面是就业压力下需求刚性，另一方面是考公考研需求旺盛，招录比持续扩大，竞争压力下致参培率持续提高。3) 人服方面：招聘行业与宏观环境息息相关，B 端企业出于对宏观经济的不确定性，招聘较为谨慎，C 端人才开始谨慎跳槽，人才流动性降低，企业人才短缺率上升到历史最高，行业内结构性失业现象加剧。随着防疫政策的不断优化和国内宏观环境的不断变化，招聘平台业务量有望跟随复苏，建议关注中高端平台同道猎聘和大众招聘平台 boss 直聘。

- 投资建议：**1) 酒旅餐饮行业疫后复苏逻辑推荐免税龙头中国中免、具备估值性价比的携程集团-S 以及华住集团-S，同时积极关注咖啡赛道瑞幸咖啡，以及机场/口岸信息化龙头盛视科技、中国民航信息网络。2) 美护行业推荐功效护肤龙头&估值回调较多的贝泰妮、国产大众护肤龙头&多品牌矩阵逐渐成型的珀莱雅，积极关注受益功效护肤、重组胶原蛋白赛道红利的华熙生物、鲁商发展、巨子生物，同时关注处于转型期/存在边际改善预期的逸仙电商、丸美股份、水羊股份。3) 教育行业转型逻辑建议关注新东方在线；人服领域超跌反弹及宏观经济转暖逻辑建议关注同道猎聘。4) 其他行业中，推荐关注宏观预期转暖受益个股分众传媒，塑料餐饮具快速成长型供应商家联科技，国产益生菌龙头科拓生物，包装饮用水+饮料产品双翼发展的农夫山泉，国内教育信息化巨头鸿合科技。
- 风险提示：**1) 疫情反复、防疫政策收紧，消费复苏不及预期；2) 行业政策收紧；3) 中概股政策风险；4) 行业竞争加剧；5) 新产品/新渠道/新品牌拓展不及预期。

股票名称	股票代码	股票价格		EPS					P/E			评级
		2022-12-06	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E		
中国中免	601888.SH	210.00	4.67	3.92	6.36	8.59	45.0	53.6	33.0	24.4	推荐	
携程集团-S	9961.HK	234.68	-0.87	-0.04	5.14	8.45	-269.8	-6110.3	45.6	27.8	推荐	
华住集团-S	1179.HK	30.30	-0.15	-0.38	0.71	1.02	-202.0	-80.6	42.9	29.6	推荐	
锦江酒店	600754.SH	55.50	0.09	0.27	1.44	1.97	616.7	207.6	38.5	28.1	推荐	
同程旅行	0780.HK	15.10	0.32	-0.10	0.30	0.49	47.2	-146.2	50.7	30.9	推荐	
海底捞	6862.HK	19.53	-0.78	0.06	0.41	0.64	-25.0	302.1	47.3	30.7	推荐	
九毛九	9922.HK	18.49	0.23	0.19	0.47	0.69	80.4	99.7	39.6	26.7	推荐	
瑞幸咖啡	LKNCY.OO	149.40	0.32	0.16	0.62	0.92	62.0	127.9	32.1	21.6	-	
贝泰妮	300957.SZ	136.72	2.04	2.83	3.80	4.99	67.0	48.3	36.0	27.4	推荐	
珀莱雅	603605.SH	168.19	2.03	2.63	3.33	4.16	82.9	64.0	50.5	40.4	推荐	
巨子生物	2367.HK	28.28	0.83	1.02	1.35	1.77	34.1	27.7	20.9	16.0	-	
同道猎聘	6100.HK	8.01	0.26	0.28	0.44	0.61	30.8	28.6	18.2	13.1	强烈推荐	
鸿合科技	002955.SZ	26.62	0.72	1.75	2.14	2.50	37.0	15.2	12.4	10.7	强烈推荐	
分众传媒	002027.SZ	6.42	0.42	0.21	0.33	0.42	15.3	30.6	19.5	15.3	强烈推荐	
家联科技	301193.SZ	33.44	0.59	1.74	2.35	3.17	56.7	19.2	14.2	10.5	强烈推荐	
科拓生物	300858.SZ	29.75	0.74	0.89	1.17	1.46	40.2	33.4	25.4	20.4	推荐	
农夫山泉	9633.HK	39.10	0.64	0.65	0.82	0.98	61.1	60.2	47.7	39.9	推荐	

资料来源：wind，平安证券研究所

备注：

*收盘价单位统一人民币，取2022年12月6日收盘。其中港币兑人民币汇率1HKD=0.8978CNY，美元兑人民币汇率1USD=6.9746CNY。

*瑞幸咖啡、巨子生物盈利预测采用Wind一致预期，评级暂无；携程、华住、同程、海底捞、九毛九、同道猎聘盈利预测采用wind一致预期；其余均为平安预测。

*瑞幸咖啡股价为ADS价格，代表8股普通股。

正文目录

一、 酒旅餐饮：坚定疫后复苏，看好咖啡赛道	8
1.1 酒旅餐饮行业回顾：复苏预期主导市场走势，行业基本面仍受疫情拖累	8
1.2 新冠病毒逐步趋弱，防疫政策持续优化	17
1.3 坚定疫后复苏大逻辑，看好咖啡赛道	18
二、 美容护理：分化加剧，期待中国的百亿化妆品集团	27
2.1 行情及业绩回顾：跌多涨少，业绩分化较大	27
2.2 化妆品大盘承压，格局优化，部分国货增长势头佳	29
2.3 细分赛道：高性价比大众护肤受青睐，功效护肤景气持续	32
三、 教育人服：关注 K12 教培转型进展，人服行业超跌反弹机会	37
3.1 教育市场回顾：中国教育指数微涨 4.15%，总体优于大盘	37
3.2 K12 教培：政策持续高压，转型依然是最明确的路径	38
3.3 职教：非学历职教依然是主旋律，就业压力下需求刚性	42
3.4 人服：招聘行业受宏观预期影响较大，关注在线招聘平台超跌反弹机会	44
四、 投资建议	46
五、 风险提示	47

图表目录

图表 1	2022 年酒店餐饮(申万)/旅游及景区(申万)/消费者服务 HK(中信)指数涨跌幅	8
图表 2	2022 各细分版块主要公司年初至今涨跌幅	8
图表 3	2022 年全国新增确诊病例及无症状感染者情况 (单位: 例)	8
图表 4	国内交通客运量 vs2019 年同期(%)	9
图表 5	国内季度旅游人次及较 2019 年恢复率	9
图表 6	节假日旅游人次及旅游收入较 2019 年恢复率	9
图表 7	2019Q1-2022Q3 携程及同程业绩	10
图表 8	国内酒店三大龙头及行业综合 revpar 较 2019 年恢复情况	10
图表 9	19Q1-22Q3 酒店龙头国内综合 OCC 及恢复率	11
图表 10	19Q1-22Q3 酒店龙头国内综合 ADR 及恢复率	11
图表 11	2019Q1-2022Q3 酒店三大龙头业绩情况	11
图表 12	三大酒店集团开/关/净增店数 (家)	11
图表 13	19Q1-22Q3 三大酒店集团季度储备店数 (家)	11
图表 14	2018-2022M10 社零餐饮收入当月同比	12
图表 15	头部餐饮公司主品牌新开门店情况 (单位: 家)	12
图表 16	2019-2022H1 主要餐饮公司业绩	12
图表 17	2019-2022H1 主要餐饮公司或品牌翻台率/翻座率	13
图表 18	主要餐饮公司上市进程梳理	13
图表 19	2022 年 1-9 月咖啡品牌融资情况	14
图表 20	其他品牌纷纷跨界咖啡赛道	14
图表 21	主要品牌纷纷进入高速开店期 (单位: 家)	14
图表 22	20Q3-22Q3 瑞幸及星巴克 (中国) 经营及财务情况	15
图表 23	2022 年 1-9 月离岛免税购物金额	15
图表 24	2022 年 1-10 月海南接待旅客总人数	15
图表 25	2022 年 1-10 月海口美兰机场国内客运民航趋势 (单位: 架次)	16
图表 26	2022 年 1-10 月三亚凤凰机场国内客运民航趋势 (单位: 架次)	16
图表 27	2017-2021 年我国口岸/离岛免税市场规模 (单位: 亿元)	16
图表 28	2010-2022H1 我国出入境总人次	16
图表 29	2022 年全国国际客运民航日趋势 (单位: 架次)	17
图表 30	21Q1-22Q3 中国中免财务情况	17
图表 31	优化疫情防控工作的二十条措施 VS 新型冠状病毒肺炎防控方案 (第九版)	18
图表 32	国家层面海南省建设规划	19
图表 33	中国消费者奢侈品消费地区细分 (亿欧元)	19

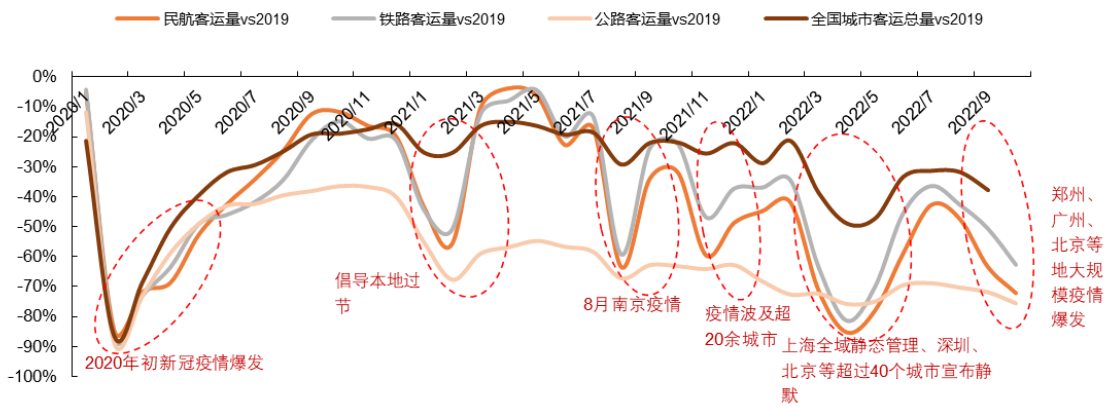
图表 34	中国境内奢侈品市场中海南免税店销售额占比	19
图表 35	2018 年中国消费者免税消费占全球的 41%	20
图表 36	2019 年中国消费者免税品消费地域分布	20
图表 37	中免及国内其他免税商零售门店数量 (间)	20
图表 38	2019-2022.3 中免合作品牌数量 (个)	20
图表 39	国家持续出台智慧口岸相关支持政策	21
图表 40	2011-21 年检查出入境人员数量及增速	21
图表 41	2010-21 年民航旅客周转量及增速	21
图表 42	盛视科技主要产品	22
图表 43	盛视科技海南项目中标情况	22
图表 44	中国民航信息网络主营业务与机票客运量高度相关	23
图表 45	2016-21 年中国民航信息网络收入结构	23
图表 46	中国民航信息网络营收增速与民航客运增速高度相关	23
图表 47	2015-2020 中国在线旅游市场细分结构	24
图表 48	2020-21 年在线旅游(OTA)市场份额(GMV 口径)	24
图表 49	携程国际化布局-并购公司一览	24
图表 50	中国在线旅游平台竞争力评估	24
图表 51	2019-2021 年期间非连锁酒店出清明显	25
图表 52	2019-2021 国内三大酒店集团国内市占率	25
图表 53	主要酒店公司估值各异	25
图表 54	2021 年主要国家人均咖啡消费量(单位: 杯/年)	25
图表 55	咖啡行业高增长, 预计 2024 年达到 1917 亿元	25
图表 56	饮用咖啡的本质是对咖啡因的获取	26
图表 57	咖啡饮用时间越久, 消费频次越高	26
图表 58	大店模式及小店模式下均已出现规模化企业 (单位: 家)	26
图表 59	瑞幸、星巴克、Tims 品牌对比	27
图表 60	2022 年申万美容护理指数涨跌幅	27
图表 61	2022 年申万一级行业指数涨跌幅	27
图表 62	2022 年申万美容护理板块个股涨跌幅	28
图表 63	2022 年前三季度美容护理业绩表现-品牌化妆品	28
图表 64	2022 年前三季度美容护理业绩表现-化妆品中上游及医美耗材	29
图表 65	2022 年 1-10 月限额以上企业商品零售总额分品类累计同比增速 (%)	29
图表 66	2022 年以来限额以上企业化妆品类商品零售额同比增速持续弱于大盘 (%)	29
图表 67	2007-2021 年中国化妆品市场规模	30
图表 68	全球化妆品人均消费规模与人均 GDP 的关系	30
图表 69	2022Q1-3 跨国美妆集团中国地区营收及增速	30

图表 70	2022 年 1-10 月化妆品进口金额及增速	30
图表 71	2018-2022 年天猫美妆双十一 TOP10	31
图表 72	2021 年全球主要化妆品市场外资企业市占率	31
图表 73	2022 年 1-9 月淘系护肤前 10 品牌市占率	31
图表 74	2022 年 1-10 月化妆品提交备案数量累计下降 23%	31
图表 75	2017-2021 年化妆品主要渠道增速	32
图表 76	2017-2021 年化妆品渠道结构	32
图表 77	2022 年 1-8 月化妆品线上主要平台 GMV	32
图表 78	2022 年 1-8 月化妆品线上主要平台份额	32
图表 79	2022 年天猫护肤行业 TOP50 品牌分类型平均增速	33
图表 80	2022 年 1-9 月天猫护肤增速 TOP15 品牌	33
图表 81	2017-2021 年中国大众护肤 TOP10 品牌外资/本土市占率	33
图表 82	中国大众护肤行业 TOP10 品牌及市占率变化	33
图表 83	2022 年双十一天猫护肤类目大众护肤 TOP15 品牌增速	34
图表 84	2017-2021 年中国功能性护肤品市场规模	34
图表 85	2021 年全球主要化妆品市场功能性护肤渗透率	34
图表 86	2021 年中国功能性护肤品市场竞争格局	35
图表 87	我国功能性护肤市场不同国家品牌份额变化	35
图表 88	2022 年代表性的功能性护肤品牌	35
图表 89	2017-2027E 我国重组胶原蛋白市场规模	36
图表 90	重组胶原蛋白各细分领域应用市场规模	36
图表 91	2021 年巨子生物零售额及市场份额	36
图表 92	2019 年~2022 年 1-5 月巨子生物收入规模	36
图表 93	国内重组胶原蛋白领域主要玩家	37
图表 94	2022 年中国教育指数涨幅	37
图表 95	2022 年教育行业涨跌幅 TOP5	37
图表 96	行业指数总体优于大盘的原因	38
图表 97	2022 年教育部关于校外培训的政策及整治活动依旧严苛	38
图表 98	国务院关于“双减”情况报告中学科类培训大幅压减	39
图表 99	2018-2022 财年新东方在线营收及净利润	39
图表 100	新东方在线 FY2021-FY2022 收入结构变化	39
图表 101	新东方在线直播业务及股票市场表现复盘	40
图表 102	好未来、高途、有道 2022 年三季度业绩及同比、环比情况	40
图表 103	有道 2022Q3 业绩拆分	41
图表 104	高途 2022Q3 业绩拆分	41
图表 105	好未来 2022Q3 业绩拆分	41

图表 106	K12 教培公司目前主要转型方向及头部教培公司动作	42
图表 107	2012-2023E 高校毕业生数量及增长率	42
图表 108	2018 年 1 月-2022 年 10 月城镇调查失业率	42
图表 109	2016-2022E 非学历职教培训市场规模	43
图表 110	非学历职教培训分类	43
图表 111	2012-2022 年国考每年招录人数	43
图表 112	2000-2021 年研究生招生人数	43
图表 113	2012-2022 年国考每年报名人数	43
图表 114	2005-2022 年研究生考试报名人数	43
图表 115	2017 年 2 月-22 年 10 月服务业商务活动指数	44
图表 116	2005-2022 年研究生考试报名人数	44
图表 117	2019-2022 年汽修需招工门店比例	44
图表 118	2022 年分企业规模招聘计划变动	44
图表 119	2022 年 1-4 月整体职位量同比增长率	45
图表 120	2022 年 Q2、Q3 招聘雇佣前景	45
图表 121	2021 VS 2022 年春节后首周求职竞争指数	45
图表 122	2006-2022 年面临人才短缺的雇主比例	45
图表 123	22 年年初-11 月末猎聘及 Boss 直聘股价变化	46
图表 124	20Q1-22Q3 猎聘和 Boss 直聘季度收入变化率	46

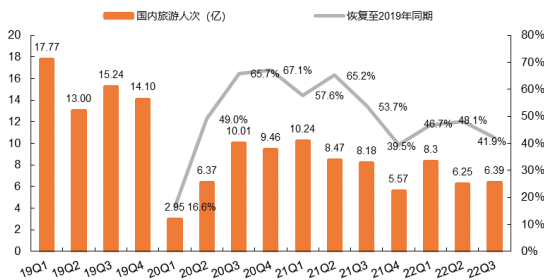
防疫管控导致交通运输及旅游市场复苏乏力。在国内疫情反复下，防疫管控导致交通客运及旅游市场恢复疲软，在疫情最为严重的4月，国内民航/铁路/公路客运量较2019年同期分别下降85%/81%/76%；伴随10月以来全国多地聚集性疫情的爆发，交通客运再度受创，10月民航/铁路/公路客运量较2019年同期分别下降72%/63%/76%，2022全年旅客运输复苏依旧乏力。旅游市场来看，2022Q1-Q3国内旅游人次仅分别恢复至2019年同期的46.7%/48.1%/41.9%，节假日旅游市场在新增确诊较少的春节、端午及中秋旅游恢复相对较好，其他节假日旅游人次仅恢复至2019年同期的6成左右，旅游收入仅恢复至2019年同期的4成左右，旅游收入的恢复速度不及出游人次。

图表4 国内交通客运量 vs2019年同期(%)



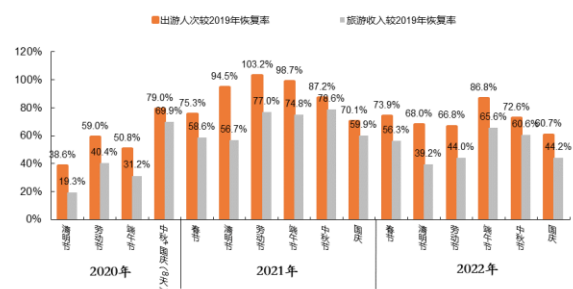
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 国内季度旅游人次及较2019年恢复率



资料来源: 文化和旅游部, 平安证券研究所

图表6 节假日旅游人次及旅游收入较2019年恢复率



资料来源: 文化和旅游部, 平安证券研究所

细分行业基本面近况:

➤ **OTA——在旅游需求锐减大环境中，龙头韧性彰显。** 1) 尽管国内疫情形势相对不乐观导致旅游需求锐减，但在跨省旅游管控之下，本地游、周边游、短途旅游逐步成为主流，为OTA公司业绩形成支撑，同时龙头普遍韧性强，营收恢复率整体优于市场水平；2) 二三线城市的疫情爆发频率较一线城市较低，出行政策更为宽松，同时下沉市场OTA的渗透仍处于上升期，同程旅行相对表现出更好的营收恢复率。

图表7 2019Q1-2022Q3 携程及同程业绩

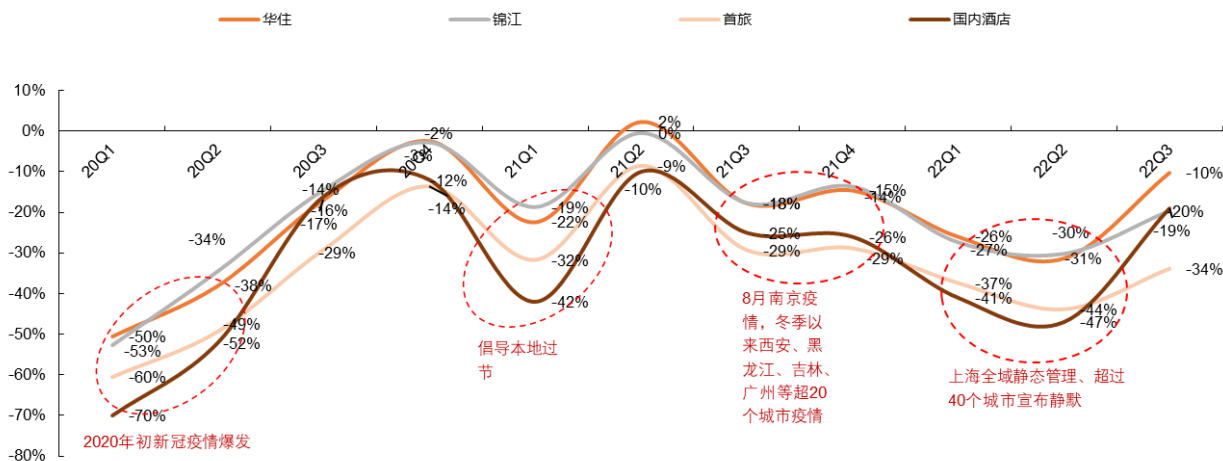
公司	业绩指标	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
携程集团	营收(亿元)	81.64	86.91	104.76	83.35	47.31	31.59	54.62	49.64	41.08	58.90	53.44	46.81	41.09	40.11	-
	较 2019 恢复率(%)	-	-	-	-	58%	36%	52%	60%	50%	68%	51%	56%	50%	46%	-
	归母净利润(亿元)	46.13	-4.03	7.93	20.08	-53.53	-4.76	15.78	10.04	17.80	-6.47	-8.49	-8.34	-9.89	0.69	-
同程旅行	营收(亿元)	17.83	15.91	20.62	19.57	10.05	12.00	19.15	18.13	16.14	21.38	19.39	18.46	17.18	13.19	20.48
	较 2019 恢复率(%)	-	-	-	-	56%	75%	93%	93%	91%	134%	94%	94%	96%	83%	99%
	归母净利润(亿元)	0.97	1.99	2.94	0.97	-0.56	0.55	2.48	0.81	1.70	2.91	2.31	0.31	1.01	-1.32	-0.90

资料来源：公司公告，平安证券研究所

酒店——疫情下波动复苏，龙头拓店压力增加

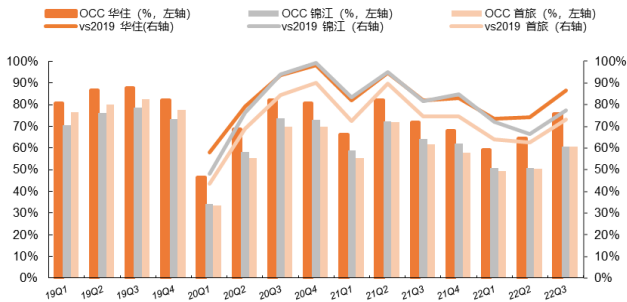
1) 酒店经营端：从 Revpar vs2019 恢复度来看，龙头表现整体优于行业平均水平，22Q3 华住/锦江/首旅已经恢复至 2019 年同期的 90%/80%/66%。入住率波动复苏，22Q3 华住/锦江/首旅的国内综合 OCC 分别为 76%/60.6%/60.5%，较 2019 年恢复率分别为 87%/77%/73%，综合 ADR 分别为 254/224/192 元，分别是 2019 年的 104%/104%/91%。华住的综合 OCC 及恢复率均领先于行业及竞对，且 ADR 在疫情下依旧坚挺，主要系公司产品韧性强，同时在今年二季度公司宣布未来加速退出经济型软品牌酒店，预计未来将对 OCC 进一步形成拉动。锦江受益于中高端酒店占比持续提升，国内 ADR 较疫情前明显提高。

图表8 国内酒店三大龙头及行业综合 revpar 较 2019 年恢复情况



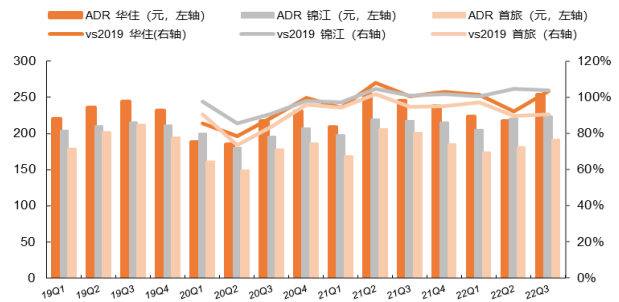
资料来源：公司公告，STR，平安证券研究所（注：首旅包含管理输出及轻管理酒店。）

图表9 19Q1-22Q3 酒店龙头国内综合 OCC 及恢复率



资料来源：公司公告，平安证券研究所（注：首旅包含管理输出及管理酒店。）

图表10 19Q1-22Q3 酒店龙头国内综合 ADR 及恢复率



资料来源：公司公告，平安证券研究所（注：首旅包含管理输出及管理酒店。）

2) 酒店业绩端：各公司酒店规模均有增长下，华住/锦江/首旅 Q1-Q3 营收合计分别恢复至 2019 年同期的 115.6%/71.8%/61.6%，2022 年以来海外市场的恢复对锦江、华住的业绩形成了一定的对冲，同时 2020 年对 DH 的收购也为华住提供收入增量。在疫情反复且部分成本刚性的背景下，酒店龙头利润显著承压。

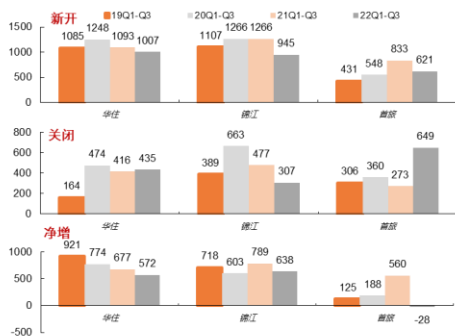
图表11 2019Q1-2022Q3 酒店三大龙头业绩情况

公司	业绩指标	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
锦江酒店	营收(亿元)	33.37	38.06	41.39	38.17	21.89	19.01	29.12	28.95	23.00	29.63	30.87	29.90	23.22	27.21	30.52
	较 2019 恢复率(%)	-	-	-	-	66%	50%	70%	76%	69%	78%	75%	78%	70%	72%	74%
	归母净利润(亿元)	2.95	2.72	3.06	2.19	1.71	1.15	0.16	-1.91	-1.83	1.87	0.92	0.04	-1.20	0.02	1.60
华住集团	营收(亿元)	23.87	28.59	30.55	29.10	20.13	19.53	31.58	30.71	23.27	35.87	35.23	33.50	26.81	33.82	40.93
	较 2019 恢复率(%)	-	-	-	-	84%	68%	103%	106%	98%	126%	115%	115%	112%	118%	116%
	归母净利润(亿元)	1.06	6.13	4.31	6.19	-21.35	-5.48	-2.12	7.03	-2.48	3.78	-1.37	-4.59	-6.30	-3.50	-7.10
首旅酒店	营收(亿元)	19.44	20.47	22.40	20.80	8.01	11.04	16.72	17.06	12.71	18.73	15.82	14.27	12.12	11.18	15.07
	较 2019 恢复率(%)	-	-	-	-	41%	54%	75%	82%	65%	92%	71%	69%	62%	55%	67%
	归母净利润(亿元)	0.74	2.94	3.52	1.66	-5.26	-1.69	1.40	0.59	-1.82	2.47	0.60	-0.69	-2.32	-1.52	0.53

资料来源：公司公告，平安证券研究所（注：华住收入较 2019 年恢复率显著高于竞对，纳入了 2020 年收购 DH 的收入增量部分。）

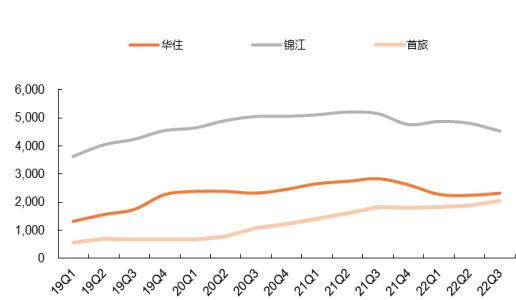
3) 酒店拓店：龙头开店速度有所放缓，酒店投资人投资意愿相对谨慎。22Q1-Q3 华住/锦江/首旅新开店数分别为 1007/945/621 家（同比-86/-321/-212 家），关店 435/307/649 家（同比 19/-170/376 家），净增 572/638/-28 家（同比-105/-151/-588 家），疫情反复下酒店需求疲软且酒店工期受到影响，龙头开店速度小幅趋缓，酒店净增同比下降。华住、锦江储备店数量较上年同期有所下滑，反映了新签约酒店数的放缓，及酒店投资人投资意愿相对谨慎。

图表12 三大酒店集团开/关/净增店数（家）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表13 19Q1-22Q3 三大酒店集团季度储备店数（家）



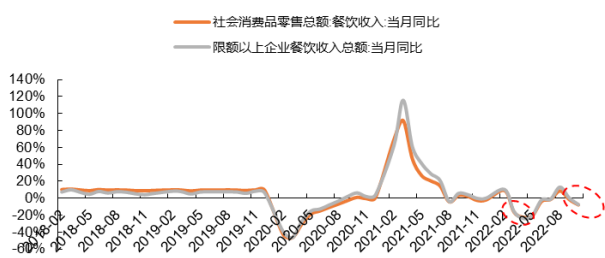
资料来源：公司公告，平安证券研究所（注：华住储备店为待开业酒店，锦江为已签约未营业酒店数，首旅为披露储备店数。）

➤ 餐饮——上半年复苏乏力，头部品牌下半年开店提速，行业进入IPO 热潮期

餐饮复苏依旧乏力：2018-19 年社零餐饮同比增速维持在 9.4% 的平均水平，而 2020-2021 年整体复苏缓慢，2022 年截至目前，餐饮社零仅有 1-2 月及 8 月同比实现正增长，且 8 月增幅较大主要系去年低基数影响，3/4/5 月同比增速分别为 -16.38%/-22.70%/-21.10%，节假日餐饮复苏依旧不佳，10 月餐饮社零同比-8.10%，也远未恢复至疫情前水平。

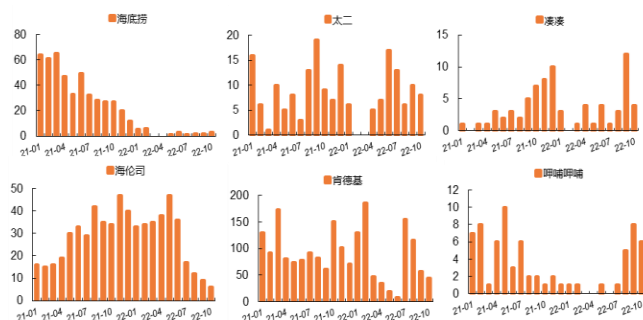
头部品牌上半年拓店受阻，但下半年以来开店提速：2022 年除海底捞处于经营调整阶段新开门店数量较少，太二、凑凑、肯德基整体维持稳健的拓店节奏，尽管上半年受疫情影响拓店受阻，但下半年开店整体提速。

图表 14 2018-2022M10 社零餐饮收入当月同比



资料来源：国家统计局，平安证券研究所

图表 15 头部餐饮公司主品牌新开门店情况（单位：家）



资料来源：窄门餐眼，平安证券研究所

主要餐饮公司上半年营收承压，利润端更受疫情拖累明显：从餐饮公司业绩恢复情况来看，2020 年餐饮行业受到重创；2021 年随着国内疫情逐步好转及门店扩张，收入端迎来较大幅度恢复，但利润仍承压明显；2022 年上半年大规模的疫情以及消费需求乏力，主要餐饮公司营收呈现负增长，而利润端更是受到严重冲击。

图表 16 2019-2022H1 主要餐饮公司业绩

公司	业绩指标	2019	2020	2021	2022H1
海底捞	营收(亿元)	265.56	286.14	411.12	167.64
	同比增速(%)	56.49%	7.75%	43.68%	-16.57%
	归母净利润(亿元)	23.45	3.09	-41.63	-2.66
九毛九	营收(亿元)	26.87	27.15	41.80	18.99
	同比增速(%)	41.97%	1.02%	53.96%	-6.06%
	归母净利润(亿元)	1.64	1.24	3.40	0.58
百胜中国	营收(亿元)	612.23	539.15	628.20	321.88
	同比增速(%)	4.29%	-5.85%	19.24%	-4.23%
	归母净利润(亿元)	49.74	51.16	63.12	12.28
呷哺呷哺	营收(亿元)	60.30	54.55	61.47	21.56
	同比增速(%)	27.38%	-9.53%	12.69%	-29.22%
	归母净利润(亿元)	2.88	0.02	-2.93	-2.80
海伦司	营收(亿元)	5.65	8.18	18.36	8.74
	同比增速(%)	391.95%	44.82%	124.42%	0.64%
	归母净利润(亿元)	0.79	0.70	-2.30	-3.04
奈雪的茶	营收(亿元)	25.02	30.57	42.97	20.45
	同比增速(%)	130.17%	22.21%	40.54%	-3.81%
	归母净利润(亿元)	-0.39	-2.02	-45.25	-2.54
同庆楼	营收(亿元)	14.63	12.96	16.08	7.45
	同比增速(%)	-1.73%	-11.34%	24.01%	-5.90%
	归母净利润(亿元)	1.98	1.85	1.44	0.21

资料来源：公司公告，平安证券研究所

餐饮经营指标受显著冲击：主要餐饮品牌翻台率指标自 2019 年以来呈现出逐年下滑趋势，上半年城市管控导致餐饮聚集消费场景受冲击，海底捞/太二/凑凑翻台率为历史低值，分别为 2.9/2.9/1.9 次/天，九毛九在经营调整下翻台率维持稳定。

图表 17 2019-2022H1 主要餐饮公司或品牌翻台率/翻座率

品牌	业绩指标	2019H1	2019	2020H1	2020	2021H1	2021	2022H1
海底捞	翻台率(次/天)	4.8	4.8	3.3	3.5	3.0	3.0	2.9
	较 2019 恢复率(%)	—	—	68.75%	72.92%	62.50%	62.50%	60.42%
	客单价(元)	104.4	105.2	112.8	110.1	107.3	104.7	109.1
太二	翻座率(次/天)	4.9	4.8	3.4	3.8	3.7	3.4	2.9
	较 2019 恢复率(%)	—	—	69.39%	79.17%	75.51%	70.83%	59.18%
	客单价(元)	75	75	77	79	79	80	78
九毛九	翻座率(次/天)	2.3	2.3	1.3	1.7	1.8	1.9	1.8
	同比 2019 恢复率(%)	—	—	56.52%	73.91%	78.26%	80.61%	78.26%
	客单价(元)	56	58	61	60	59	59	58
呷哺呷哺	翻座率(次/天)	2.4	2.6	1.8	2.3	2.3	2.3	1.9
	较 2019 恢复率(%)	—	—	75.00%	88.46%	95.83%	88.46%	79.17%
	客单价(元)	57.4	55.8	63.3	62.3	62.2	62.5	63.1
凑凑	翻台率(次/天)	3.0	2.9	1.9	2.5	2.6	2.5	1.9
	较 2019 恢复率(%)	—	—	63.33%	86.21%	86.67%	86.21%	63.33%
	客单价(元)	—	131.5	141.0	126.6	136.2	140.6	147.1

资料来源：公司公告，平安证券研究所（注：海底捞、凑凑为翻台率，太二、九毛九、呷哺呷哺为翻座率；凑凑翻台率数据口径自 2020 年报做出修改，客单价口径 2021 年报有调整。）

2022 年迎来餐饮 IPO 热潮：餐饮连锁化率逐步提升，部分连锁餐饮品牌发展至上市阶段，2022 年迎来餐饮企业冲刺 IPO 热潮，年初至今有 10 家餐饮公司披露（递交）或更新招股书，但绿茶、七欣天、杨国福、捞王等多家 IPO 呈失效状态，进展相对缓慢。

图表 18 主要餐饮公司上市进程梳理

企业	主要品牌成立时间	上市（递交）时间	（拟）上市地	细分赛道
呷哺呷哺	1998年	2014年	港交所	火锅
百胜中国	1952年	2016年	2016年纽交所上市/2020年港交所二次上市，并于2022年10月完成双重主要上市	西式快餐
广州酒家	1935年	2017年	上交所	正餐
海底捞	1994年	2018年	港交所	火锅
瑞幸咖啡	2018年	2019年（2020年退市进入粉单市场）	纳斯达克（2020年退市进入粉单市场）	咖啡
九毛九	1995年	2020年	港交所	正餐
同庆楼	2005年	2020年	上交所	正餐
奈雪的茶	2015年	2021年	港交所	茶饮
海伦司	2009年	2021年	港交所	酒馆
Tims中国	2018年	2022年	纳斯达克	咖啡
达势股份（达美乐中国）	1960年	2022年11月通过港交所上市聆讯	港交所	披萨
七欣天	2006年	2022年1月首次递交	港交所	火锅
杨国福	2003年	2022年2月首次递交	港交所	麻辣烫
捞王	2009年	2022年3月二次递交	港交所	火锅
绿茶	2008年	2022年4月三次递交	港交所	正餐
特海国际（海底捞海外餐厅的运营主体）	1994年	2022年7月首次递交	港交所	火锅
乡村基	1996年	2022年7月二次递交	港交所	中式快餐
老娘舅	2000年	2022年7月披露招股书	上交所	中式快餐
老乡鸡	2003年	2022年10月更新招股书	上交所	中式快餐
蜜雪冰城	1999年	2022年9月披露招股书	深交所	茶饮

资料来源：Wind，平安证券研究所

➤ **咖啡——融资热，开店快，跨界玩家涌现**

咖啡热度高，跨界玩家涌现：据天眼查数据，六成以上“咖啡”相关企业成立于 5 年内，咖啡热度从近年才有所增加。2021 年，我国新增注册咖啡企业数量近 2.6 万家，年度注册增速为 9.49%，咖啡行业投融资事件近 30 起，整体融资额超过 170 亿元。2022 年 1-9 月新增咖啡相关注册企业 2.2 万余家，新增注册企业月平均增速为 36.4%，据不完全统计，发生 22 起咖啡

啡融资事件。同时，其他行业也纷纷跨界咖啡赛道，除了茶饮品牌和餐饮品牌之外，2月中国邮政首家邮局咖啡在厦门落地、李宁、特步等运动鞋服品牌入局咖啡赛道，科技公司华为和新能源汽车制造商蔚来也申请注册咖啡商标。

图19 2022年1-9月咖啡品牌融资情况

品牌	时间	融资轮次	融资金额	投资方	主营产品
seesaw	2月	A++轮	数亿元人民币	黑蚁资本、基石资本	精品连锁咖啡品牌
Tims咖啡	3月	PIPE轮	9450万 14亿	笛卡尔资本、RBI、Silver Crest等 某金融机构	综合连锁咖啡品牌
%Arabica	2月	战略投资	未披露	太盟投资集团(PAG)	精品连锁咖啡品牌
FELICITY ORIGIN	4月	A轮	1000万	福沃基金	地域性咖啡品牌
DOC当刻咖啡	4月	战略投资	未披露	书亦烧仙草	咖啡品牌
花田萃	4月	天使轮	数百万美元	青山资本	中式风味咖啡品牌
BUFF COFFEE	5月	战略投资	千万级	香港九龙玖餐饮集团	咖啡品牌
乐饮创新	5月	A轮	近5000万人民币	盛景嘉成、窄宽创投	咖啡冷萃液生产商
小洋桥	5月	天使轮	千万人民币	宝旭资本、个人投资者	地域性咖啡品牌
RUU	5月	并购	未披露	柠季	咖啡品牌
Coco.Julie	6月	A轮	未披露	博明基金	地域性咖啡品牌
歪COFFEE	6月	Pre-A轮	未披露	林澄资本	地域性咖啡品牌
少数派咖啡	6月	战略投资	未披露	雷空饮料(喜茶关联公司)	焙炒咖啡服务商
咖啡之翼	6月	战略投资	约1亿元人民币	中金资本旗下基金	咖啡厅连锁品牌
.jpg咖啡	7月	战略投资	未披露	凯辉基金	地域性咖啡品牌
一块小宇宙UNIONE	7月	天使轮	未透露	蓝驰创投	冻干咖啡块
比星咖啡	7月	天使轮	未披露	顺为资本	地域性咖啡品牌
熊爪咖啡	7月	天使轮	未披露	未披露	网红盲入咖啡店
AOKKA	9月	天使轮	未披露	奈雪的茶	户外+咖啡潮牌
Two Sense	9月	天使轮	数百万元	个人投资者	烘焙咖啡“买手店”品牌
漫咖座	9月	天使轮	未披露	多雅基金管理有限公司	第三空间咖啡品牌运营商
咖之家	9月	天使轮	未披露	权威启程基金	连锁咖啡店

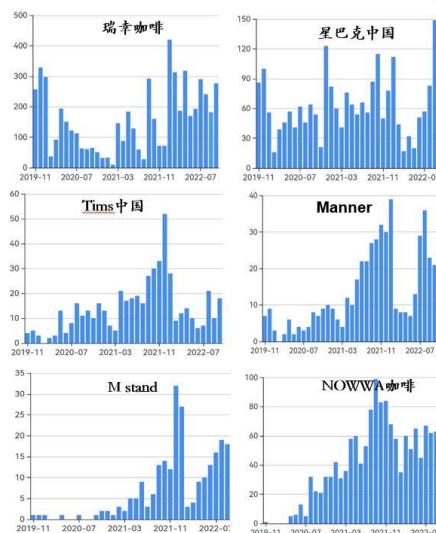
资料来源：天眼查，陀螺新消费，平安证券研究所

图20 其他品牌纷纷跨界咖啡赛道

品牌	时间	跨界方式
喜茶	2020年9月	联手%ARABICA开首家全球快闪店
	2021年7月	投资seesaw coffee
	2022年6月	投资少数派咖啡
奈雪的茶	2020年11月	新车型“奈雪PRO”推出精品咖啡
KOI	2021年5月	成立新品牌KOI café
乐乐茶	2021年2月	成立新品牌乐乐豆咖啡
书亦烧仙草	2022年4月	投资DOC咖啡
柠季	2022年5月	并购RUU COFFEE
甜啦啦	2022年6月	成立果咖品牌卡小逗
茶颜悦色	2022年8月	成立新品牌鸳鸯咖啡
中国邮政局	2022年2月	首家邮政咖啡
李宁	2022年4月	NING COFFEE开业
华为	2022年5月	注册咖啡商标
特步	2022年9月	注册咖啡商标
蔚来	2022年10月	注册咖啡商标
猿辅导	2022年9月	Grid Coffee首家门店正式落地北京
脑白金	2022年11月	“脑白金+ Café”咖啡馆已经正式开业
和府捞面	2022年10月	孵化旗下新品牌Pick ME 咖啡&热食，在上海开出首店

资料来源：天眼查，平安证券研究所（不完全统计）

图21 主要品牌纷纷进入高速开店期（单位：家）



资料来源：窄门餐眼，平安证券研究所

主要连锁咖啡品牌进入高速拓店期：主流咖啡品牌纷纷进入高速拓店的发展阶段，例如瑞幸自2022年以来保持着季度新增500-600家的水平；星巴克计划到2025年，门店数较2022年增长50%，且覆盖300个城市；Tims中国发布了高速发展的战略愿景，预计到2026年门店数达2753家；Manner以及其他品牌也纷纷保持着不低开店速度。

头部品牌表现来看，星巴克大店模式在当前环境下受冲击明显，瑞幸成长重启。星巴克的大店模式“第三空间”在当前疫情反复、需求疲软的环境下经营压力较大，22Q1-Q3营收同比分别为-13.6%/-39.8%/-19.5%，可比店增速分别为-23%/-44%/-16%。瑞幸在经历破产重组及经营整合后，在2021年4月，推出生椰拿铁大爆品，此后凭借饮料化产品+合适的

价格,叠加公司较强的运营管理能力实现成长重启,经营数据稳步向上,22Q1-Q3 营收同比增速分别为 89.5%/72.4%/65.7%,可比店增速分别为 41.6%/41.2%/19.4% (Q3 可比店增速下降主要系上年 Q3 是公司爆品后第一个高峰,基数高)。

图表 22 20Q3-22Q3 瑞幸及星巴克(中国)经营及财务情况

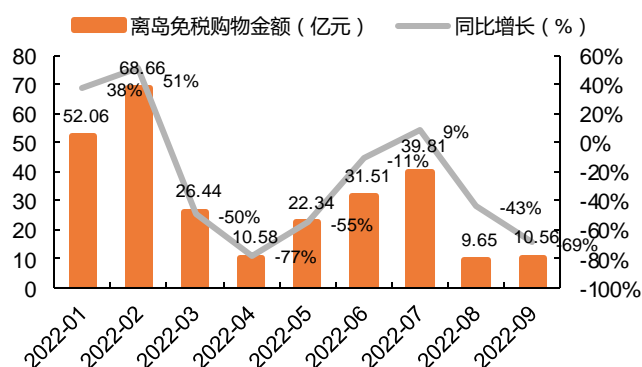
公司	业绩指标	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
瑞幸咖啡	营收(百万元)	1,143.02	1,345.88	1,268.70	1,913.75	2,350.21	2,432.66	2,404.60	3,298.73	3,894.64
	同比(%)	-	-	-	-	105.6%	80.7%	89.5%	72.4%	65.7%
	经调整归母净利润(百万元)	-614.29	201.27	-176.11	92.04	54.61	27.31	99.09	267.52	514.91
星巴克(中国)	可比店增速	0.3%	9.2%	94.5%	71.8%	75.8%	43.6%	41.6%	41.2%	19.4%
	营收(百万美元)	814.5	911.1	860.6	905.2	964.0	897.2	743.7	544.5	775.6
	同比(%)	6.7%	22.3%	124.1%	45.0%	18.4%	-1.5%	-13.6%	-39.8%	-19.5%
	可比店增速	-3%	5%	91%	19%	-7%	-14%	-23%	-44%	-16%

资料来源:公司公告,平安证券研究所(注:星巴克财年为10月至次年9月,已与可比公司调整至同期。)

免税——离岛免税受疫情反复压制,口岸免税静待恢复

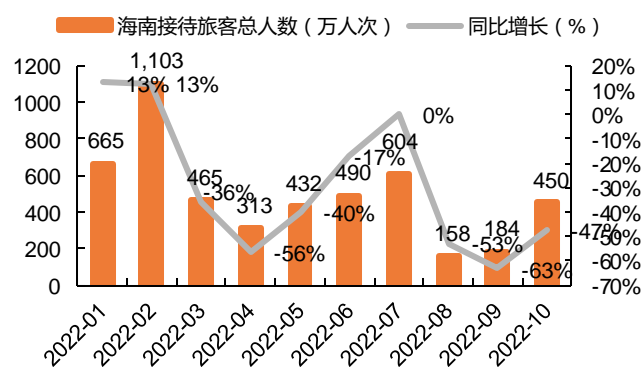
国内多地及海南本土疫情反复导致离岛免税销售承压。据海南旅游文化局,2022年1-9月海南接待旅客总人数为4415万人次,同比下降23.3%,受到主要客源地上海等疫情反复及海南本土疫情影响,今年海南旅客量整体下滑。据海口海关统计,1-9月离岛免税购物金额272亿元,同比下降23.6%,与海南旅客量降幅接近。从民航趋势来看,10月份海南两大机场国内客运航班执行量环比抬升,但仍未恢复到21年同期水平,且远低于19年月均水平。随着国内疫情防控措施优化,海南客流有望恢复,带动离岛免税销售回到增长轨道。

图表 23 2022年1-9月离岛免税购物金额



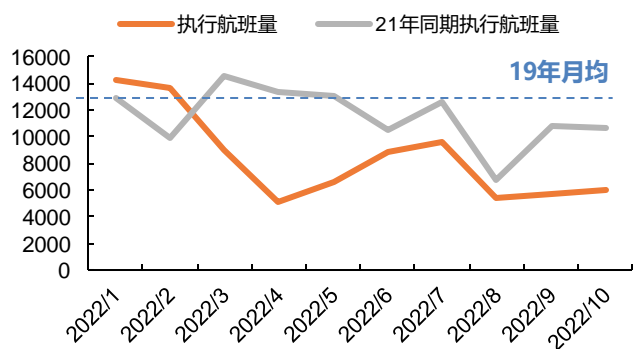
资料来源:海口海关,平安证券研究所

图表 24 2022年1-10月海南接待旅客总人数



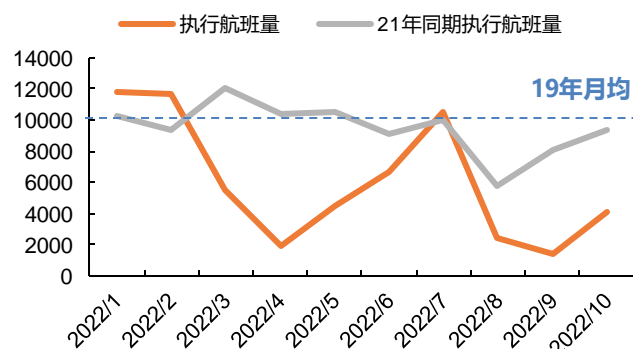
资料来源:海南省文化旅游局,平安证券研究所

图表25 2022年1-10月海口美兰机场国内客运民航趋势 (单位:架次)



资料来源: 飞常准, 平安证券研究所

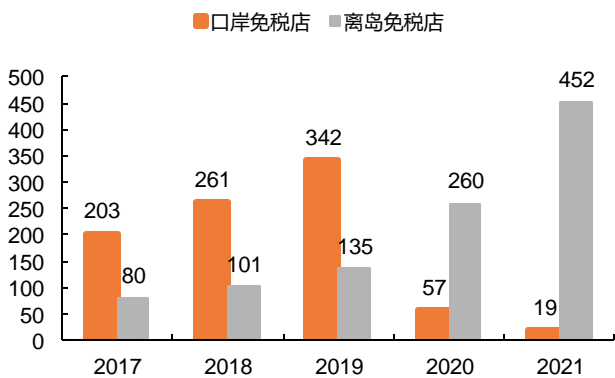
图表26 2022年1-10月三亚凤凰机场国内客运民航趋势 (单位:架次)



资料来源: 飞常准, 平安证券研究所

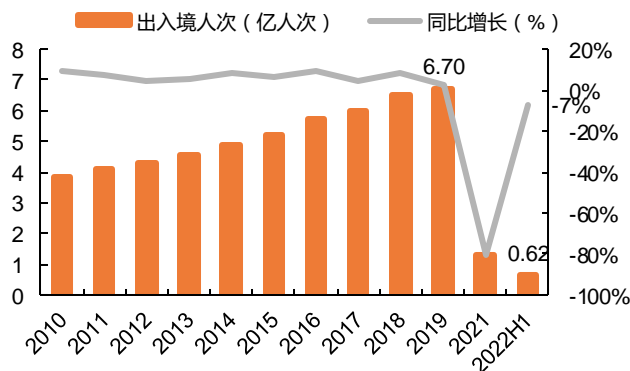
出入境政策有所放宽, 静待口岸免税恢复。疫情前, 据弗若斯特沙利文数据, 2019年我国口岸免税市场规模约为342亿元, 是国内最大的免税细分市场。新冠疫情爆发后出入境游接近停摆, 据国家移民局, 2022年上半年我国出入境人次仅为6239万人次, 同比下降7%, 是19年同期的18%。11月11日, 国家卫健委发布进一步优化防控工作的二十条措施, 其中4条措施涉及入境, 包括取消入境航班熔断、入境隔离时间缩短2天等。从近期全国民航趋势来看, 国际客运航班量已呈现明显抬头, 11月25日单日最高执行航班量达到197架次, 为今年以来最高。

图表27 2017-2021年我国口岸/离岛免税市场规模 (单位:亿元)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 平安证券研究所

图表28 2010-2022H1我国出入境总人次



资料来源: 国家移民局, 平安证券研究所

图表29 2022年全国国际客运民航日趋势（单位：架次）



资料来源：飞常准，平安证券研究所

中免业绩今年受疫情反复持续承压，线上业务一定程度抵御了线下下滑。2022年春节前后公司整体表现良好，1-2月份收入增速保持在20%+，3月份海南突发本地疫情，三亚国际免税城3月3日-7日闭店近5天，4月2日-11日再次闭店近10天，叠加3月下旬开始上海等主要客源地区疫情扩散、防控措施升级，线上物流也受到一定影响，公司营收持续承压。随着国内上海等地疫情得到控制+海南优化防疫政策+海南等多个省市消费券刺激，5月下旬开始整体收入有所回升。8月底海南本土新一轮疫情爆发，海口、三亚免税店闭店10-40天，线下压力较大，但通过线上加大品类范围、强化精准营销，整体3Q收入降幅控制在16%。利润端，因线下门店收入下滑，经营杠杆恶化，外加毛利率相对较低的线上业务占比有所上升，利润降幅更大，但一定程度上也被白云机场租金减免落地、降本控费力度提升所抵消。

图表30 21Q1-22Q3 中国中免财务情况

财务指标	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
营业总收入（亿元）	181	174	140	182	168	109	117
YOY（%）	127%	53%	-12%	4%	-7%	-38%	-16%
归母（亿元）	28	25	31	12	26	14	7
YOY（%）	13129%	164%	40%	-61%	-10%	-45%	-78%
扣非归母（亿元）	28	24	31	11	26	14	7
YOY（%）	2460%	171%	41%	-62%	-10%	-44%	-79%

资料来源：wind，平安证券研究所

1.2 新冠病毒重症率、致死率逐步趋弱，防疫政策持续优化

新冠病毒趋于稳定、毒力趋弱的概率大，防疫政策持续优化。奥密克戎和德尔塔等初始病毒有了很大变化，重症率、致死率显著降低，同时，通过提高全民疫苗接种率，人们对病毒侵害的抵御能力得到大大增强。在病毒毒性趋弱的背景下，国内防疫政策也迎来不断优化，6月28日《新型冠状病毒肺炎防控方案（第九版）》正式公布，11月11日国家卫健委发布《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施 科学精准做好防控工作的通知》，公布进一步优化防控工作的二十条措施。“二十条”之后，文旅部也发布《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施 科学精准做好文化和旅游行业防控工作的通知》，明确要求跨省旅游取消“熔断机制”，经营活动不再与风险区实施联动管理；跨省游客凭48小时内核酸检测阴性证明乘坐跨省交通工具等。

图表31 优化疫情防控工作的二十条措施 VS 新型冠状病毒肺炎防控方案（第九版）

方案对比	第九版防控方案	优化防控二十条
密接管控	7天集中隔离+3天居家健康监测	5天集中隔离+3天居家隔离。
次密接	7天居家隔离	不再判定密接的密接
高风险外溢人员	7天集中隔离	7天居家隔离
风险区	“高、中、低”三类	“高、低”两类，最大限度减少管控人员
风险区解除标准	高风险区：连续7天无新增感染者，且第7天风险区域内所有人员完成一轮核酸筛查均为阴性，降为中风险区； 连续3天无新增感染者降为低风险区 中风险区连续7天无新增感染者，且第7天风险区域内所有人员完成一轮核酸筛查均为阴性，降为低风险区	高风险区连续5天未发现新增感染者，降为低风险区。符合解封条件的高风险区要及时解封。
结束闭环作业的高风险岗位从业人员	7天集中隔离或7天居家隔离	5天居家健康监测
常态化管理		没有发生疫情的地区，不得扩大核酸检测范围，一般不按行政区域开展全员核酸检测 对风险岗位、重点人员开展核酸检测，不得扩大核酸检测范围 纠正“一天两检”、“一天三检”等不科学做法
入境航班	登机前48小时内2次核酸检测阴性证明	取消入境航班熔断机制，登机前48小时内1次核酸检测阴性证明
入境重要商务人员 体育团组		“点对点”转运至集中隔离闭环管理区，期间赋码管理，不可离开管理区
入境人员		明确阳性判定标准为核酸检测Ct值<35，解除集中隔离时核酸检测Ct值35—40的人员进行风险评估，如为既往感染，居家隔离期间“三天两检”、赋码管理、不得外出。
	7天集中隔离+3天居家健康监测	5天集中隔离+3天居家隔离，入境人员在第一入境点完成隔离后，目的地不得重复隔离。
加大“一刀切”层层加码问题政治力度		严禁擅自封校停课、停工停产停诊、“静默”管理长时间不解封整治、逐一排查不合理封校行为 不得擅自要求事关产业链全局和涉及民生保供的重点企业停工停产避免因疫情滞留，不得拒绝接受滞留人员返回
能力建设		加快提高疫苗加强免疫接种覆盖率，特别是老年人群 做好新冠药物储备、急救药品和医疗设备储备
坚持动态清零方针		坚持动态清零，决不能造成放松疫情防控，甚至放开“躺平”的误解坚决打赢常态化疫情防控攻坚战

资料来源：国家卫健委，平安证券研究所

海外大多数国家防疫管控已经放开，各国入境政策逐步放宽。西方主要经济体防疫管控措施逐步从严格到放松，目前多数国家已放松线下聚集和入境限制，今年2月起丹麦、瑞士、瑞典、英国、爱尔兰、法国和德国等多个欧洲国家陆续宣布全面取消防疫管控措施；美国于今年3月放开国内防疫限制，并于6月开始放开入境。亚洲主要国家来看，日本今年3月放开国内防疫限制，10月取消入境人数上限；4月韩国、新加坡选择与疫情“共存”，此后面面对疫情反弹政府不再实施防疫管控；泰国也于7月起取消口罩令，10月开始全面放开入境。伴随着防疫政策的放开，各国也陆续放宽入境政策，根据旅游网站 Travel Off Path 的统计，截止2022年10月30日，全球已经有122个国家和地区完全取消了新冠入境限制。

1.3 坚定疫后复苏大逻辑，看好咖啡赛道

我们坚定看好疫后复苏大逻辑，推荐免税、机场/口岸信息化、OTA及酒店、咖啡几条主线。

- **免税：海南自贸港建设为重要国家战略，计划将海南打造为“国际旅游消费中心”。**2009年国务院《关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》中首次提出建设海南国际旅游岛，打造有国际竞争力的旅游胜地。2018年4月中共中央、国务院《关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》中提出海南将分阶段建设自由贸易试验区及中国特色自由贸易港，定位“三区一中心”，中心即指国际旅游消费中心。2020年6月1日中共中央、国务院正式发布《海南自由贸易港建设总体方案》，再次强调大力发展旅游、现代服务业、高新技术产业，体现国家对海南建成国际旅游消费中心的高度重视。

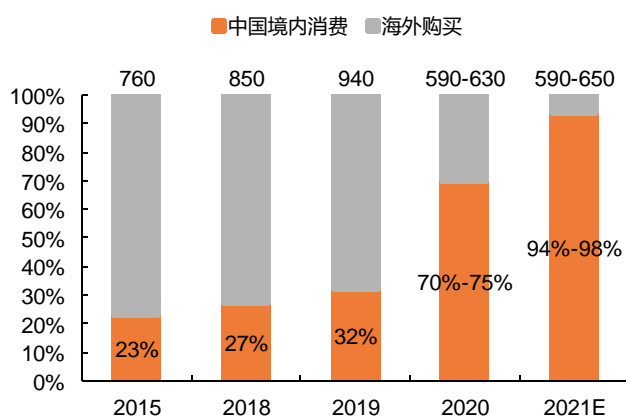
图表32 国家层面海南省建设规划

时间	部门	政策	具体内容
2009年12月31日	国务院	《关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》	充分发挥海南的区位和资源优势，建设海南国际旅游岛，打造有国际竞争力的旅游胜地；战略定位世界一流的海岛休闲度假旅游目的地。
2018年4月14日	中共中央、国务院	《关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》	赋予海南经济特区改革开放新使命，建设自由贸易试验区和中国特色自由贸易港；战略定位“三区一中心”，打造海南为国际旅游消费中心，大力推进旅游消费领域对外开放，积极培育旅游消费新热点，下大气力提升服务质量和国际化水平，打造业态丰富、品牌集聚、环境舒适、特色鲜明的国际旅游消费胜地。 ✓ 紧紧围绕国家赋予海南建设全面深化改革开放试验区、国家生态文明试验区、国际旅游消费中心和国家重大战略服务保障区的战略定位，充分发挥海南自然资源丰富、地理区位独特以及背靠超大规模国内市场和腹地经济等优势，抢抓全球新一轮科技革命和产业变革重要机遇，聚焦发展旅游业、现代服务业和高新技术产业，加快培育具有海南特色的合作竞争新优势。
2020年6月1日	中共中央、国务院	《海南自由贸易港建设总体方案》	✓ 坚持生态优先、绿色发展，围绕国际旅游消费中心建设，推动旅游与文化体育、健康医疗、养老养生等深度融合，提升博鳌乐城国际医疗旅游先行区发展水平，支持建设文化旅游产业园，发展特色旅游产业集群，培育旅游新业态新模式，创建全域旅游示范省。加快三亚向国际邮轮母港发展，支持建设邮轮旅游试验区，吸引国际邮轮注册。设立游艇产业改革发展创新试验区。支持创建国家级旅游度假区和5A级景区。

资料来源：政府网站，平安证券研究所

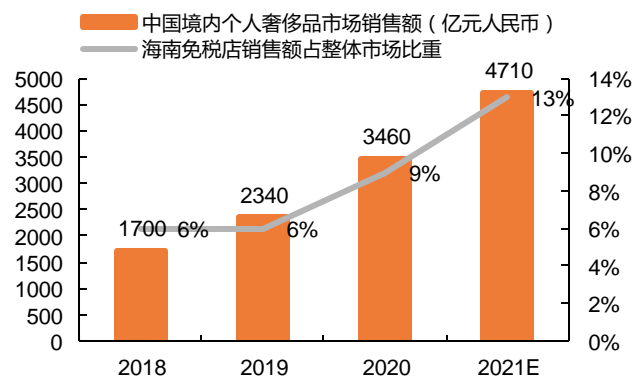
免税肩负海外高端消费回流重任，疫情前中国人近 2/3 奢侈品消费发生在境外，近 8 成免税消费流向海外。据贝恩，2019 年中国消费者奢侈品消费约为 940 亿欧元（约合人民币 6500 亿元），其中接近境外消费规模约达 640 亿欧元（约合人民币 4500 亿元）。疫情以来，海南离岛免税成为越来越重要的奢侈品消费渠道，21 年预计渠道份额达到 13%，较 19 年翻倍。免税市场来看，据世界免税业协会口径数据，2019 年我国居民境外购买免税商品总体规模超过 1800 亿元，其中超过 1000 亿元发生在韩国，约 800 亿元发生在境外其他国家或地区，整体回流空间巨大。

图表33 中国消费者奢侈品消费地区细分（亿欧元）



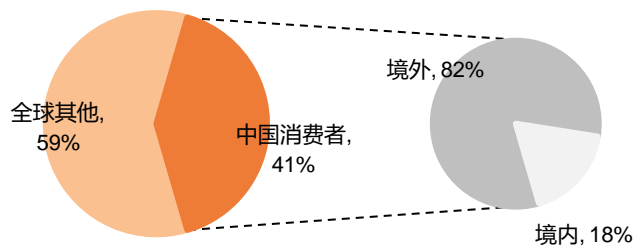
资料来源：贝恩，平安证券研究所

图表34 中国境内奢侈品市场中海南免税店销售额占比



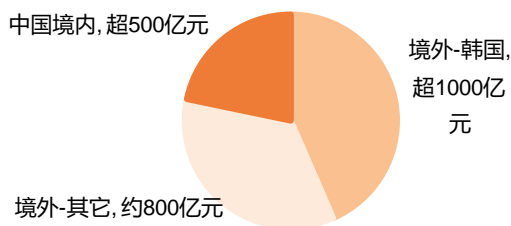
资料来源：贝恩，平安证券研究所

图表35 2018年中国消费者免税消费占全球的41%



资料来源：世界免税协会，商务部，平安证券研究所

图表36 2019年中国消费者免税品消费地域分布

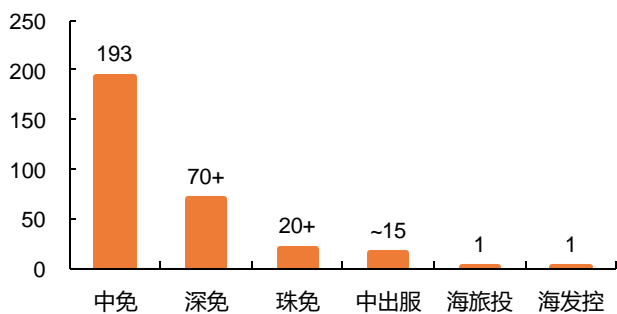


2019年我国居民境外购买免税商品总体规模超过1800亿

资料来源：世界免税协会，平安证券研究所

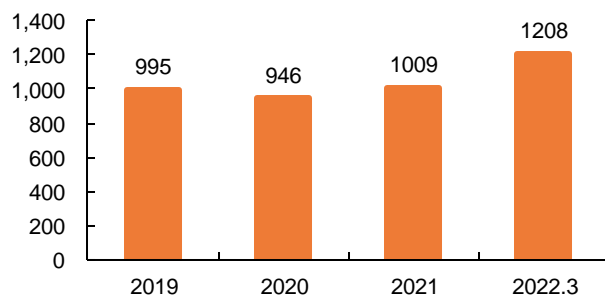
持续看好龙头中国中免，区位优势&货品资源遥遥领先。中免是国内最早获得免税经营牌照的企业之一，也是国内唯一具有免税品全渠道经营资质的主体。据弗若斯特沙利文，经过多年内生+外延的发展&国家有利政策支持，2021年公司在国内免税市场份额达到86%，在离岛免税市场份额达到90%，在全球旅游零售市场份额达到25%，位居世界第一。公司免税商店总计共193家，超过其他竞争对手店铺数量总和，区位占据海南主要旅客集散地，覆盖90%+离岛客流，在口岸免税方面占据国内主要的出入境机场，北上广三地即覆盖50%+出入境客流。货品端看，公司采购渠道为品牌直采，拥有规模&价格优势，截止2022年上半年共与1200+品牌达成合作，品牌合作数量处于世界一流水平。目前公司海口免税城新项目已开业运营，开局表现良好。近期公司也与具备强大奢侈品资源的太古地产在三亚国际免税城三期项目达成合作，有望进一步巩固海南市场优势。另外，出入境游如若恢复，中免作为龙头有望率先受益。

图表37 中免及国内其他免税商零售门店数量（间）



资料来源：中国中免招股书，平安证券研究所（注：口岸店境内122家、境外2家，市内店境内6家、境外5家）

图表38 2019-2022.3 中免合作品牌数量（个）



资料来源：中国中免招股书，平安证券研究所

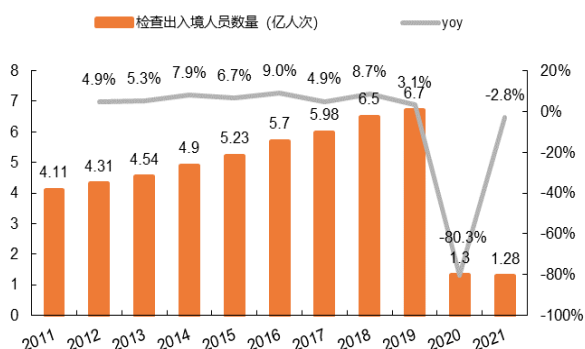
➢ **机场/口岸信息化：疫情下智慧口岸/航空信息化等需求短期受压制，预计复苏后积压需求将加速释放。**1) **智慧口岸：**近年来国家持续颁布政策文件加强智慧口岸建设，随着“十四五”口岸发展规划的实施，将推动口岸信息化建设需求增加；但受近两年疫情影响，出入境条件尚未放开，边防检查出入境人员数量骤降（2020、2021年人数不足2019年20%），口岸信息化建设需求短期受到压制；伴随防疫政策逐步优化，未来出入境放开将成为必然，口岸防疫相关筹备工作，及疫情下积压的智慧口岸建设需求将在疫后加速释放。2) **航空信息化服务：**航空信息技术服务需求与我国民航客运量高度相关，疫情下国内航班数量及旅客周转量承压，2020-21年仅恢复至2019年五成左右，航空信息服务需求也受到短期压制，疫后航空客运恢复将带动航空信息化需求回暖。

图39 国家持续出台智慧口岸相关支持政策

政策名称	颁布部门	颁布时间	相关内容
《关于加快推进交通电子口岸建设的指导意见》	交通运输部	2010年11月	建设统一的交通电子口岸信息平台,对具备条件的地方,以港口(港航)EDI中心为基础,与海事、海关、质检、边检等口岸查验部门和单位的信息系统连接和互联互通,实现出入境旅客信息、货物信息、交通运输工具信息和出入境监管信息的共享。
《落实“三互”推进大通关建设改革方案》	国务院	2014年12月	提出推进“单一窗口”建设、推进“一站式作业”、建立健全信息共享机制,在此基础上整合监管设施资源,推动一体化通关管理,打造更加高效的口岸通关模式。推动内陆同沿海沿边通关协作,实现口岸管理相关部门信息互换、监管互认、执法互助。
《国务院关于改进口岸工作支持外贸发展的若干意见》	国务院	2015年4月	加强口岸执法政务公开的系统性、及时性,进一步规范和公布通关作业时限。推进口岸监管方式创新,通过属地管理、前置服务、后续核查等方式将口岸通关现场非必要的执法作业前推后移,把口岸通关现场执法减到最低限度。
《国务院关于同意建立国务院口岸工作部际联席会议制度的批复》	国务院	2015年6月	主要职能是研究确定并推进实施口岸重大改革方案和政策措施、协调解决全国口岸改革发展中的重大问题、推进口岸通关中各部门的协作配合、指导和协调全国及地方电子口岸建设等事项。
《公安部十六项出入境新规》	公安部	2016年8月	增加了进一步扩大了出入境旅客自助通关使用人群的范围(1)办证时已采集指纹信息的电子普通护照出境的内地居民;(2)持一年多次有效出入境通行证且向边检机关备案指纹面像信息的中国公民;(3)持外国电子护照及6个月以上居留许可且向边检机关备案指纹面像信息的外国人等3类人员纳入自助通关范围。
《国家口岸发展“十三五”规划》	海关总署	2016年11月	优化口岸布局,打造口岸集群和枢纽口岸;深入推进“三互”大通关建设,促进口岸通行安全与便利;坚持共享,加强口岸基础设施建设;深化电子口岸建设,建设智慧口岸;加强口岸国际合作,深化口岸港澳台合作;简政放权,优化口岸开放审理制度。
《民航科技发展“十三五”规划》	中国民用航空局	2016年12月	民航信息化水平快速提升。面向民航行业巨大的信息化需求,力争在民航公共服务、新一代空管基础设施、智慧机场、民航互联网+行动计划、网络安全等领域取得重点提升。
《中华人民共和国公安部公告》	公安部	2017年1月	2017年,中国边检机关将分期分批在全国对外开放口岸对入境我国的14(含)至70(含)周岁外国人留存指纹,部分特殊情况的人员可免留指纹。
《关于加快推进移民和出入境领域“放管服”改革的实施意见》	国家移民管理局	2018年6-8月	2018年6月14日,国家移民管理局发布会上通报,大力提升科技信息化运用水平,推进边检自助通关,提高自助通关人员比例,在全国陆海空口岸实现中国公民出入境通关排队不超过30分钟。2018年8月28日,国家移民管理局研究制定了《关于加快推进移民和出入境领域“放管服”改革的实施意见》,提出6方面22条具体政策措施,包括创新往来港澳查验方式,加快推进边检自助通道建设。
《粤港澳大湾区发展规划纲要》	国务院	2019年2月	推进莲塘/香园围口岸、粤澳新通道(青茂口岸)、横琴口岸(探索澳门莲花口岸搬迁)、广深港高速铁路西九龙站等新口岸项目的规划建设。提升粤港澳口岸通关能力和通关便利化水平,促进人员、物资高效便捷流动。
《国家“十四五”口岸发展规划》	海关总署	2021年9月	推进部门信息化升级和口岸数字化转型。充分利用云计算、大数据、人工智能、区块链、物联网、北斗、智能审图、第五代移动通信(5G)及超痕量检测等先进技术进一步优化口岸服务、提升口岸效能。全面推进口岸相关部门单位信息化、无纸化、智能化建设。支持长三角、粤港澳大湾区、西部陆海新通道等区域跨境贸易和口岸信息化平台建设,推进区域一体化通关管理。

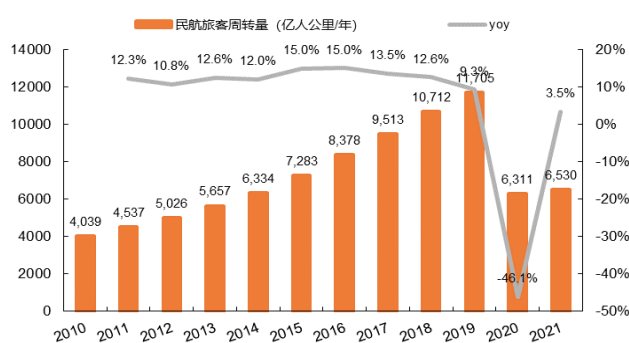
资料来源:中国政府网,交通运输部,海关总署,平安证券研究所

图40 2011-21年检查出入境人员数量及增速



资料来源:国家移民管理局,平安证券研究所

图41 2010-21年民航旅客周转量及增速



资料来源:国家统计局,平安证券研究所

机场/口岸信息化标的具有稀缺性，关注龙头盛视科技、中国民航信息网络，有望享受疫后复苏红利：

盛视科技：公司是智慧口岸整体解决方案专业供应商，国内口岸信息化龙头企业，也是国内该领域的稀缺上市标的，我们认为：1) 为未来出入境逐步放开及口岸常态化通关的相关筹备工作将带动口岸防疫整体解决方案需求增长，同时前期因疫情积压的智慧口岸需求也将在疫后加速释放，公司有望享受复苏红利。2) 同时，公司在 2022 年 7-8 月持续中标海南自由贸易港相关建设工程，并有望进一步巩固在海南口岸建设市场的竞争地位，把握海南封关重大利好机遇。3) 公司与华为合作开发海外业务，海外市场打开新增长空间。

图表42 盛视科技主要产品



资料来源：公司官网，平安证券研究所

图表43 盛视科技海南项目中标情况

标段名称	招标人	第一中标候选人	投标报价	港口名称
三亚港南山港区对外开放口岸、二线口岸现场查验能力建设项目设计、采购及施工总承包（EPC）项目	三亚崖州湾科技城开发有限公司	盛视科技股份有限公司	9715.18 万元	三亚港南山港港口
海口秀英港对外开放口岸升级改造和“二线口岸”查验设施设备改造项目设计、采购、施工总承包招标	海口市城建集团有限公司	盛视科技股份有限公司+中交第四航务工程局有限公司+中国中元国际工程有限公司组成的	1.4682 亿元	海口秀英港
海口新海港和南港“二线口岸”（客运）客运查验设施、设备项目设计、采购、施工总承包招标	海口市城建集团有限公司	盛视科技股份有限公司（牵头人）+中交第四航务工程局有限公司+中国中元国际工程组成的联合体	3.5345 亿元	海口新海港和南港

资料来源：公司公告，平安证券研究所

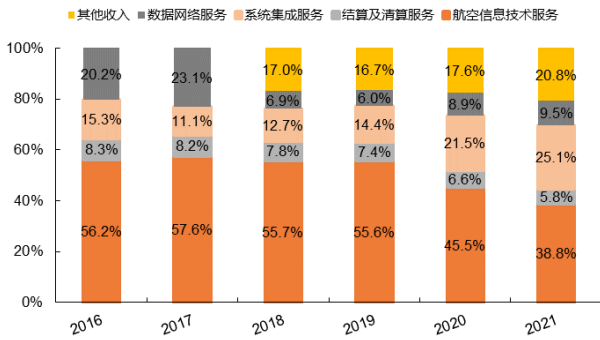
中国民航信息网络：公司是国内航空信息化服务领域稀缺上市标的，业务以航空信息技术服务为核心，是我国唯一注册民航 GDS（全球分销系统）的企业，其旗下中航信（TravelSky）是全球四大 GDS 巨头之一，国内市占率约为 95%，具有垄断地位；公司业务与机场旅客运输量高度相关，疫情之下航空客运需求低迷并传导至公司，我们认为公司有望享受疫后客运回暖及信息化需求带来的业绩修复。

图表44 中国民航信息网络主营业务与机票客运量高度相关

公司业务	业务介绍	驱动指标	
航空信息技术服务(AIT)	航班控制系统服务(ICS)	以航空公司订座系统为核心的综合服务,包括航班班期、座位控制、运价及收益管理、航空联盟、销售控制参数等信息。	
	电子旅游分销服务(ETD)	向航司提供航班可利用情况查询、航段销售、订座记录、电子客票预订,旅游产品等服务。	
	计算机分销系统服务(CRS)	向航司提供旅客值机、航班数据控制、配载平衡、登机控制联程值机等信息服务。	
系统集成服务	向机场、商营航空公司以及其他机构客户提供的硬件集成,软件集成及数据信息集成服务。	签约项目数	
结算及清算服务	向商营航空公司、机场、代理人及政府机构等第三方提供的结算及清算服务、信息系统开发及支持服务。	BSP 客票处理量、结算清算业务量	
数据网络服务及其他	分销信息技术服务	与旅游分销代理商、旅行社、OTA 等建立合作关系,建立以机票销售为核心、覆盖询价、预订、出票、退改签、行程服务的机票分销全流程	机票分销数量
	机场信息技术服务	为机场提供协同决策系统 A-CDM 产品、安检“人证合一”产品、人工/自助可切换的行李托运服务,以及通过新一代 APP 离港前端系统协助商营航空公司为旅客提供办理登机手续、中转、联程等服务等	旅客离港量
	航空货运物流技术服务	为机场、航司、货运代理商提供运单信息处理、数据跟踪等,研发智能货运安检信息系统、承运人营销系统等。	航空货运单量
	公共信息技术服务	为政府部门、企业提供云计算解决方案	签约项目数
安全运营(基础设施)	为公司其他业务的可持续发展服务		

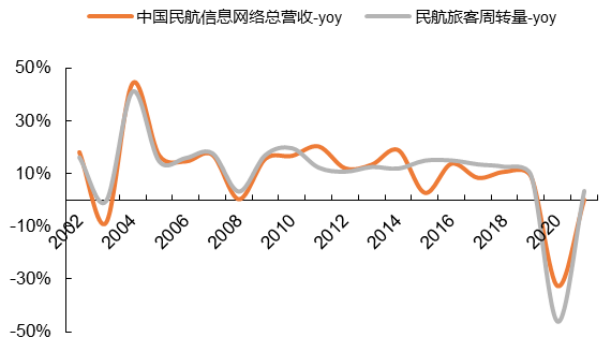
资料来源:公司公告,平安证券研究所

图表45 2016-21 年中国民航信息网络收入结构



资料来源:公司公告,平安证券研究所

图表46 中国民航信息网络营收增速与民航客运增速高度相关

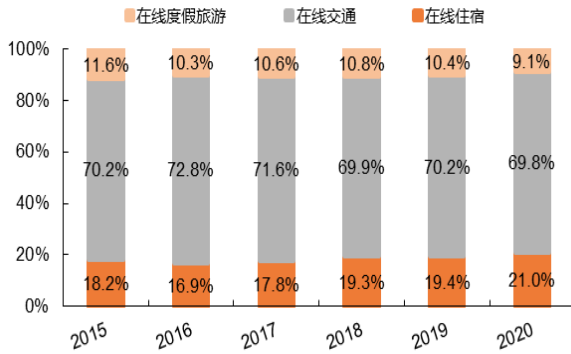


资料来源:Wind,平安证券研究所

➤ **OTA:** 经营与跨区域客流高度相关,疫情导致短期承压,但行业格局清晰,看好龙头携程,出入境领域优势领先。OTA 主要核心业务分别是在线住宿(酒店预订)、在线交通(机票、火车票及汽车票预订)、及在线度假旅游(自由行、跟团游和商旅),占比分别在 20%、70%和 10%左右。OTA 商业模式与跨区域客流高度相关,2022 年疫情反复贯穿全年,各地防疫管控政策不一,频繁广泛的出行限制令 OTA 经营压力大。但 OTA 行业呈“一超多强”格局,据 Fastdata 数据,携程系(携程+去哪儿)市场份额稳居榜首,2021 年市占率达 50.2%,同时携程在出境游领域优势领先,先后收

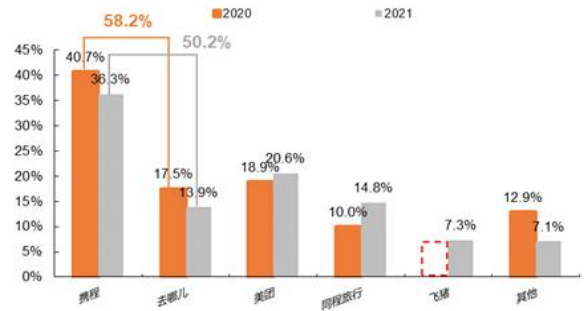
购北美三大地接社和中国香港永安旅行社，战略投资印度最大旅游企业 MakeMyTrip，收购 Skyscanner(服务全球 190 个国家的用户)掌握国际机票的入口增强出入境领域话语权，并在 2020 年收购 Travix (荷兰小型在线旅社，本土化品牌优势显著)。据 Fastdata 评估，携程在国内 OTA 平台中综合竞争力位列第一。

图表 47 2015-2020 中国在线旅游市场细分结构



资料来源：易观，平安证券研究所

图表 48 2020-21 年在线旅游(OTA)市场份额(GMV 口径)



资料来源：Fastdata，平安证券研究所（飞猪 2020 年末单独披露包含在其他中）

图表 49 携程国际化布局-并购公司一览



资料来源：公司官网，平安证券研究所

图表 50 中国在线旅游平台竞争力评估



资料来源：Fastdata，平安证券研究所

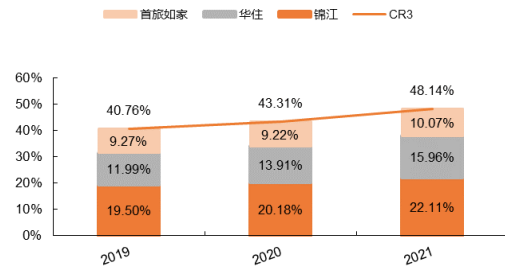
➤ **酒店：疫情单体酒店出清，行业格局进一步巩固，但主要酒店估值差异大，推荐关注经营恢复优异估值处于合理水平的港股酒店龙头。**酒店消费场景中约有 60%-70%为商旅出差，而剩余 30%-40%主要来源于休闲旅游、散客出行等其他消费场景，商旅出行及休闲旅游往往与跨区域客流相关度高，疫情下酒店经营压力大，中小单体酒店出清，据盈蝶咨询数据，2019-21 年我国非连锁酒店数/客房数分别减少 31.8%/33.2%，而连锁酒店数/客房数却分别增长了 9.6%/4.3%；龙头在疫情之下逆势扩张，行业集中度进一步提升，2021 年 CR3 为 48.14%（客房量口径，不含单体酒店，下同），较 2019 年提升 7.38pct。三大龙头规模壁垒已经形成，锦江、华住、首旅 2021 年市占率分别达 22.11%、15.96%、10.07%。我们假设各个酒店公司业绩恢复至 2018-2019 年的水平（以扣非净利润作为利润参考指标），计算当前股价（11 月 30 日）对应的 PE 水平，主要酒店公司估值出现分化，华住/锦江/首旅/君亭分别平均维持在 56X/73X/36X/158X。

图表51 2019-2021年期间非连锁酒店出清明显



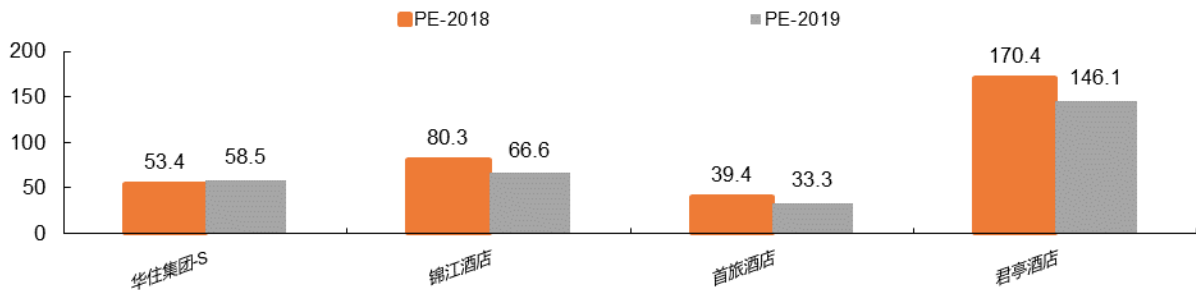
资料来源: 盈蝶咨询, 平安证券研究所

图表52 2019-2021国内三大酒店集团国内市占率



资料来源: 盈蝶咨云, 平安证券研究所 (客房量口径, 不含单体酒店)

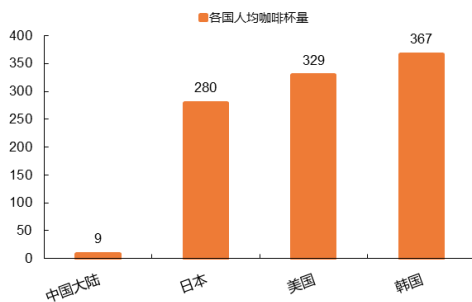
图表53 主要酒店公司估值各异



资料来源: Wind, 平安证券研究所 (注: 股价取2022年11月30日, 以2018-2019扣非净利润作为利润参考指标。)

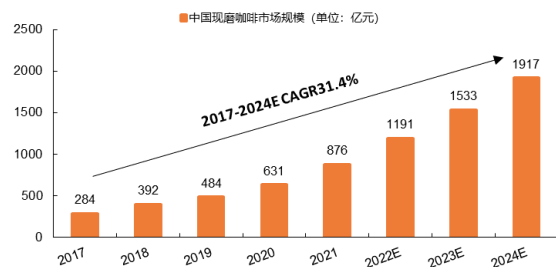
➤ **咖啡: 坚定看好, 市场大增速高, 渗透率提升潜力大。**据德勤《2021 中国现磨咖啡行业白皮书》数据, 2021 年我国大陆地区人均年咖啡消费量为 9 杯, 仅为日本的 3.21%, 美国的 2.74%及韩国的 2.45%, 提升空间大。同时, 咖啡行业处于高速发展期, 据艾瑞咨询数据, 预计至 2024 年, 咖啡市场规模将达 1917 亿元, 2017-2024E 年 CAGR 将达到 31.4%, 中国巨大的人口规模为咖啡行业带来无穷的想象。

图表54 2021年主要国家人均咖啡消费量(单位: 杯/年)



资料来源: 德勤, 平安证券研究所

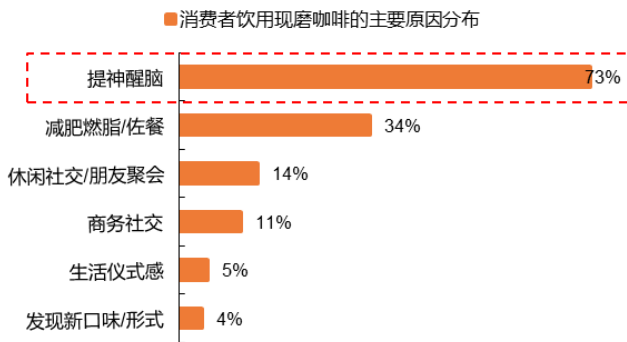
图表55 咖啡行业高速增长, 预计2024年达到1917亿元



资料来源: 艾瑞咨询, 平安证券研究所

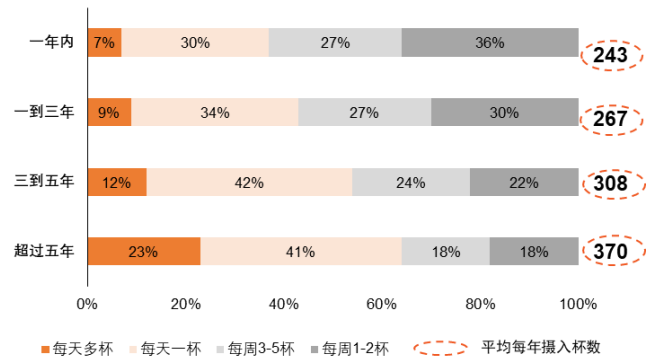
城镇化发展带动咖啡因摄入需求增加+咖啡消费粘性强且产品生命周期长, 是现制饮品内的极佳赛道。饮用咖啡的本质是对咖啡因的获取, 伴随城镇化率的提升, 工作生活快节奏加快成为趋势, 咖啡因摄入的需求将有所增加。咖啡消费往往具备功能属性, 具有职场办公室、商务会谈稳定的消费场景, 叠加咖啡因具备成瘾性, 使得咖啡容易建立稳定的饮用习惯, 且咖啡饮用时间越久, 消费频次往往越高, 据德勤数据, 超过五年咖啡饮用习惯人群平均每年摄入量达 370 杯, 远超饮用习惯一年的 243 杯。

图表56 饮用咖啡的本质是对咖啡因的获取



资料来源：易观，平安证券研究所

图表57 咖啡饮用时间越久，消费频次越高



资料来源：德勤，平安证券研究所

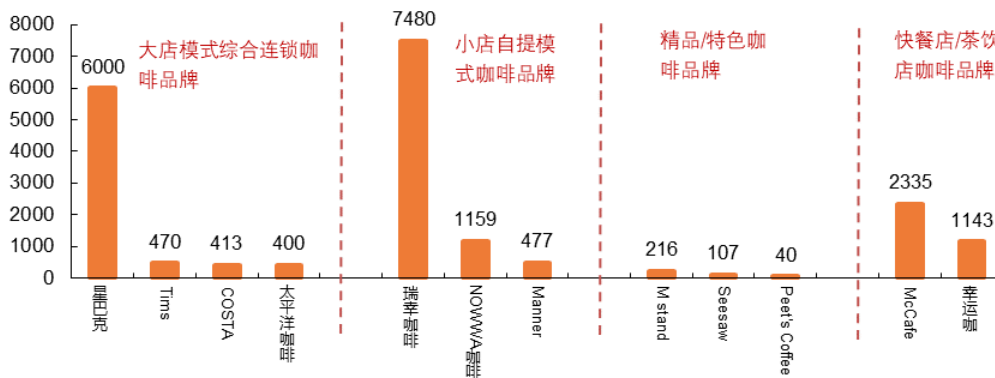
目前咖啡行业已经出现规模化企业，在大店模式下星巴克优势明显，瑞幸领衔小店自提模式，主打“咖啡+暖食”Tims 也具备看点：

瑞幸：公司门店规模领先且率先渗透下沉市场，“饮料化产品+合适价格”带来强产品穿透力，叠加公司较强的运营能力，目前已成为平价咖啡头部品牌，经营数据稳步向上，财务造假带来的系列问题得以基本解决，并已进入高质量发展阶段。

星巴克：尽管上半年疫情下，星巴克经营表现承压，但其 1999 年进入中国以来持续积淀，已经形成极强的品牌力、高度成熟的管理及完善的供应链，在中国咖啡市场形成独有的优势；叠加较早进入中国市场先占占领核心用户及优势点位，至今已实现 6000 家门店的规模，在大店模式下优势明显。

Tims 中国：公司主打“咖啡+暖食”的大店模型且有市场需求；管理团队背景优异，且半数来自汉堡王；笛卡尔资本、RBI&3G 资本、红杉、腾讯等蓝筹股东为其发展提供长期支持；目前处于高速拓店成长期。

图表58 大店模式及小店模式下均已出现规模化企业（单位：家）



资料来源：窄门餐眼，平安证券研究所（门店数截至 2022 年 11 月 27 日）

图表59 瑞幸、星巴克、Tims 品牌对比

星巴克	瑞幸咖啡	Tims 中国
<p>定位</p> <p>消费场景：主打“第三空间”，商务洽谈，休闲娱乐。 目标客群：中高端商务群体，休闲人士。 价格带：35-45元。 品牌特点：高消费能力群体的工作及社交场所。</p>	<p>定位</p> <p>消费场景：无限场景（办公室为主）。 目标客群：上班族为主，也包括学生等大众化群体。 价格带：10-20元。 品牌特点：回归咖啡饮品需求，年轻化，高性价比的现磨咖啡品牌。</p>	<p>定位</p> <p>消费场景：办公室/早餐/午餐/下午茶等场景，提供空间。 目标客群：主要为高线城市白领。 价格带：30+元（往往含餐咖啡+餐食）。 品牌特点：现烤现制的暖食咖啡馆。</p>
<p>门店</p> <p>门店大小：大店模式为主，往往在100-200㎡，满足空间需求。 门店选址：购物中心（42%）、办公场所（34%）、住宅（18%）、交通枢纽（4%）、其他（2%）。 门店类型：标准店、臻选店、烘焙工坊、啡快概念店等。 门店布局：一二线城市为主（合计占86.7%），强品牌下有下沉能力。</p>	<p>门店</p> <p>门店大小：小店快取模式为主，往往在20-50㎡。 门店选址：办公场所（46%）、购物场所（24%）、住宅（16%）、学校（13%）、其他（2%）。 门店类型：自取店、悠享店。 门店布局：先布局一二线城市有咖啡需求的市場（合计占77%），再凭借普适性高的价格及口味逐步下沉至三四线城市。</p>	<p>门店</p> <p>门店大小：大店模式为主，往往在130-150㎡。 门店选址：办公场所（49%）、购物场所（32%）、住宅（14%）、交通枢纽（3%）、其他（1%）。 门店类型：旗舰店、标准店、Tims Go、Tims Express。 门店布局：目前近92%门店在一线及新一线城市，随着规模扩张，未来会覆盖更多城市。</p>
<p>产品策略</p> <p>模式：直营 产品：门店含咖啡、简餐、及周边零售产品。咖啡SKU整体更偏向基础，主要在于满足顾客空间需求，以及品牌带来的顾客消费粘性。</p>	<p>产品策略</p> <p>模式：直营+加盟 产品：门店以咖啡为主，辅以烘焙产品。咖啡产品丰富多元（主打饮料化咖啡，也包含SOE咖啡系列）；高频迭代，持续推新，口味价格普及适性高，渗透力强。</p>	<p>产品策略</p> <p>模式：直营为主 产品：主打“咖啡+暖食”，鲜萃咖啡为其特色产品，餐食（三明治、贝果、卷等）选择更多且价格带合适，目前早餐组合表现优异，贝果产品成为爆品。</p>

资料来源：极海品牌监测，平安证券研究所

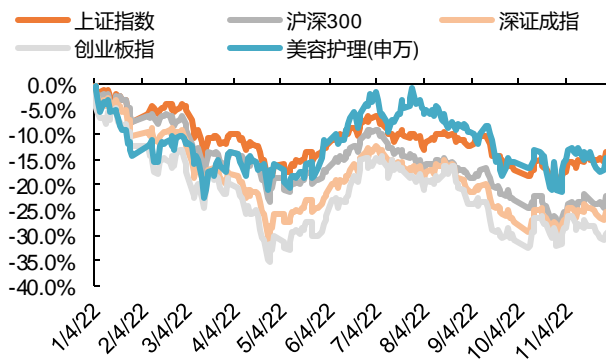
二、美容护理：分化加剧，期待中国的百亿化妆品集团

2.1 行情及业绩回顾：跌多涨少，业绩分化较大

板块行情：年初至今下跌15%，排名申万一级行业16/31。年初至2022年11月30日，美容护理（申万）指数下跌15.47%，跑输上证指数（-13.42%），跑赢沪深300（-22.01%）、深证成指（-25.23%）、创业板指（-29.41%），在申万31个一级行业中排名第16位。

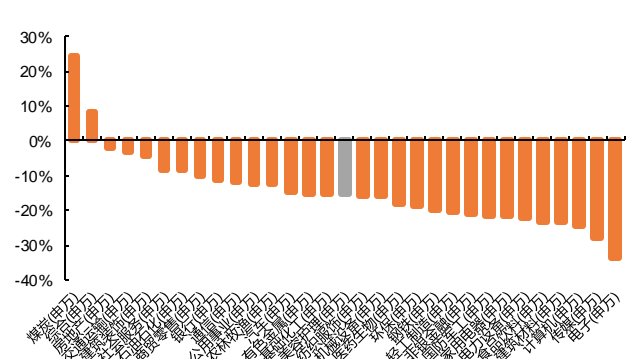
个股来看：跌多涨少，权重较高的珀莱雅、爱美客、贝泰妮分别+14.38%、-14.23%、-32.46%。板块涨幅前五为科思股份（+24.31%）、名臣健康（+16.82%）、丸美股份（+15.46%）、珀莱雅（+14.38%）、广州浪奇（+2.99%），跌幅前五为奥园美谷（-44.99%）、洁雅股份（-41.56%）、可靠股份（-40.26%）、青松股份（-34.99%）、中顺洁柔（-33.98%）。

图表60 2022年申万美容护理指数涨跌幅



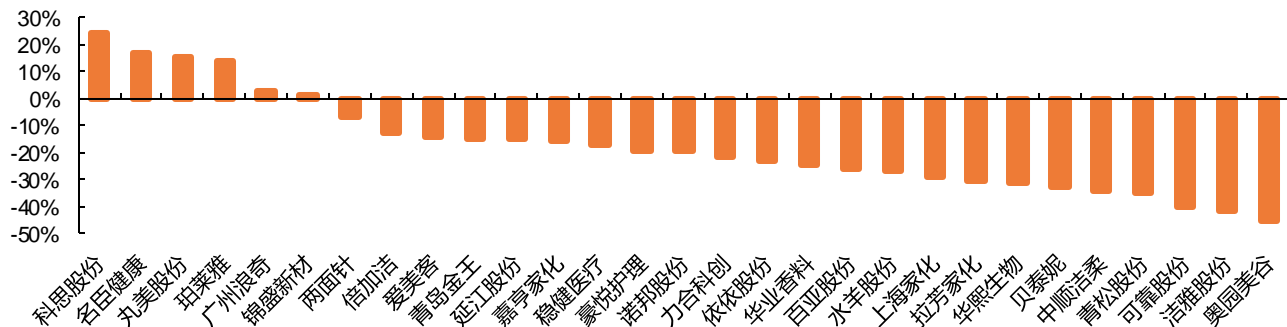
资料来源：Wind，平安证券研究所（注：截止2022/11/30）

图表61 2022年申万一级行业指数涨跌幅



资料来源：Wind，平安证券研究所（注：截止2022/11/30）

图表62 2022年申万美容护理板块个股涨跌幅



资料来源: Wind, 平安证券研究所

板块业绩: 品牌端业绩分化较大, 头部珀莱雅、贝泰妮业绩保持中高速增长。1) 2022年前三季度珀莱雅、贝泰妮、华熙生物收入及扣非归母增速均超过30%, 头部企业在外部疫情冲击、渠道变化之下品牌力、产品力、运营力凸显, 保持较快增长。丸美股份、水羊股份、上海家化自主品牌仍处于调整转型期, 叠加上半年疫情防控措施升级对供应链及物流等造成不利影响, 前三季度收入与去年同期基本持平/高个位数下降, 利润端降幅达到20%左右。2) 前三季度板块毛利率平均有所提升, 其中珀莱雅、丸美股份毛利率提升接近5pcts, 主要受到产品及渠道结构优化推动, 贝泰妮、华熙生物、水羊股份毛利率与上年同期基本持平, 上海家化毛利率有所下降, 若剔除新收入准则影响, 毛利率降幅约为2pcts, 主要受到高毛利护肤品类占比降低、部分原材料价格上涨影响。3) 费用端, 前三季度板块平均销售费用率有所提升, 其中丸美股份因开拓线上&品牌建设致销售费用率上升较多; 平均管理费用率基本稳定; 平均研发费用率有所提升, 研发投入进一步加大。

图表63 2022年前三季度美容护理业绩表现-品牌化妆品

上市公司	收入及利润			关键比率				
	收入(亿元)	归母(亿元)	扣非归母(亿元)	毛利率	销售费用率	管理费用率	研发费用率	归母净利率
珀莱雅	39.62	4.95	4.77	69.43%	42.93%	5.95%	2.41%	12.50%
增速/同比变动	31.53%	35.96%	33.84%	4.84%	1.03%	0.46%	0.67%	0.41%
贝泰妮	28.95	5.17	4.51	76.79%	46.20%	7.00%	4.37%	17.87%
增速/同比变动	37.05%	45.62%	35.48%	-0.12%	-0.08%	0.20%	1.13%	1.05%
上海家化	53.54	3.13	3.68	58.19%	39.66%	9.52%	1.97%	5.85%
增速/同比变动	-8.17%	-25.51%	-22.34%	-4.59%	-4.84%	-0.49%	0.14%	-1.36%
丸美股份	11.44	1.2	0.89	67.98%	46.75%	6.92%	3.26%	10.49%
增速/同比变动	0.53%	-15.49%	-19.81%	5.49%	4.25%	0.85%	-0.11%	-1.99%
水羊股份	33.43	1.19	1.1	55.21%	43.54%	4.60%	2.16%	3.56%
增速/同比变动	0.91%	-18.88%	-18.37%	0.46%	1.49%	-0.43%	0.70%	-0.87%
华熙生物	43.2	6.77	6.01	77.23%	46.98%	6.31%	6.42%	15.68%
增速/同比变动	43.43%	21.99%	34.51%	-0.56%	0.59%	-0.38%	0.04%	-2.75%
平均	35.03	3.74	3.49	67.47%	44.34%	6.72%	3.43%	10.99%
增速/同比变动	17.54%	7.28%	7.22%	0.92%	0.41%	0.04%	0.43%	-0.92%

资料来源: Wind, 平安证券研究所

中游制造仍有承压, 原料端科思股份表现亮眼。1) 嘉亨家化前三季度收入及利润均出现下滑, 主因上海地区防疫措施升级影响上海工厂产能。Q3开始疫情好转, 收入端逐渐恢复, 毛利率、净利率随之回升, 但受到新工厂折旧摊销及前置费用影响, 尚未恢复到去年同期水平。2) 青松股份前三季度收入降幅较大并且持续亏损, 主要受到化妆品消费需求降低订单下降、

海外出口湿巾需求减弱、原料成本上涨及松节油行业竞争加剧影响。3) 科思股份表现亮眼, 前三季度收入及利润高增, 主要系疫后需求修复、格局优化、产品提价调整落地、新产能逐步释放以及美元升值等多重因素影响。

医美耗材端, 疫情压力下爱美客仍维持中高速增长。公司作为医美耗材龙头持续受益于需求渗透以及监管趋严带来的格局优化, 受疫情冲击公司 Q2 业绩增速放缓, Q3 疫后快速反弹, 展现较强韧性。

图表64 2022年前三季度美容护理业绩表现-化妆品中上游及医美耗材

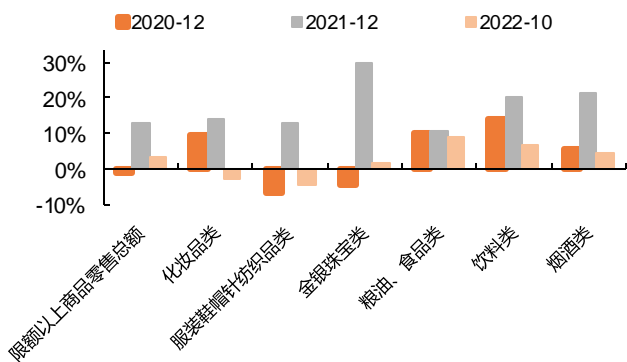
上市公司	收入及利润			关键比率				
	收入(亿元)	归母(亿元)	扣非归母(亿元)	毛利率	销售费用率	管理费用率	研发费用率	归母净利率
化妆品制造及其他								
嘉亨家化	7.63	0.48	0.47	23.11%	0.66%	12.74%	2.10%	6.33%
增速/同比变动	-8.29%	-25.07%	-25.98%	-0.11%	0.18%	2.60%	0.14%	-1.42%
青松股份	21.42	-6.57	-6.63	4.94%	1.57%	6.73%	4.26%	-30.67%
增速/同比变动	-19.61%	-653.82%	-680.83%	-11.86%	-0.09%	1.93%	0.88%	-35.12%
科思股份	12.49	2.54	2.46	33.23%	0.93%	6.03%	4.30%	20.35%
增速/同比变动	68.00%	127.42%	151.55%	3.41%	-0.28%	-1.90%	-0.03%	5.32%
平均	13.85	-1.18	-1.24	20.42%	1.05%	8.50%	3.55%	-1.33%
增速/同比变动	13.37%	-183.82%	-185.09%	-2.85%	-0.06%	0.88%	0.33%	-10.41%
医美耗材								
爱美客	14.89	9.92	9.65	94.61%	8.98%	4.16%	7.73%	66.61%
增速/同比变动	45.58%	39.96%	44.06%	1.07%	-0.83%	0.07%	1.70%	-2.68%

资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.2 化妆品大盘承压, 格局优化, 部分国货增长势头佳

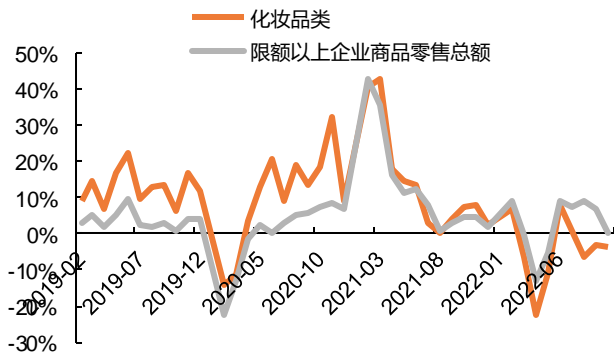
2022年化妆品消费整体承压, 随着宏观环境企稳+疫情影响减弱, 大盘有望回暖。从社零数据看, 化妆品行业在2020年、2021年经历了两年高增速之后, 2022年整体表现较弱。今年1-10月我国限额以上商品零售总额同比增长3.1%, 受宏观环境不确定+疫情反复等因素影响, 可选消费表现整体不及必选消费, 其中化妆品类同比下降2.8%, 排名11/15。化妆品作为线上化程度相对较高的品类, 在疫情限制物流、线上红利消退、流量格局变化, 叠加化妆品新规磨合之下, 整体增速承压。展望后续, 宏观环境逐渐企稳, 疫情影响逐渐减弱, 社交场景增多, 化妆品消费有望回暖。

图表65 2022年1-10月限额以上企业商品零售总额分品类累计同比增速(%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

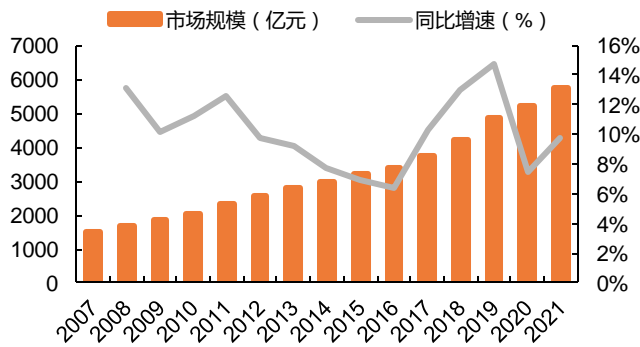
图表66 2022年以来限额以上企业化妆品类商品零售额同比增速持续弱于大盘(%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

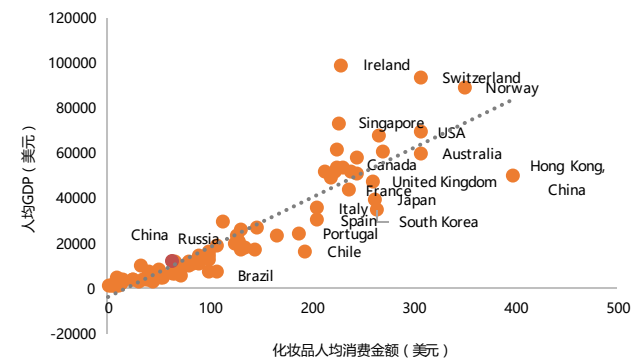
我国化妆品市场规模超过 5000 亿元，预计 2026 年超过 8000 亿，成长空间大。据欧睿，中国是全球第二大化妆品消费市场，2021 年占到全球市场份额的 17%（美国为全球第一大化妆品消费市场，市场份额 20%）。2021 年，中国化妆品市场规模约达 5726 亿元人民币，2016-2021 年复合增速 11%，欧睿预计到 2026 年可达 8177 亿元，2021-2026 年复合增速 7%。从人均消费额来看，2021 年中国化妆品人均消费约为 62.9 美元，在全球 99 个主要市场中排名第 58。一国的化妆品消费与其经济发展水平基本呈正比，2021 年人均 GDP 超过 3 万美元的 20+ 个国家化妆品人均消费额均在 200 美元以上。中长期看，中国化妆品人均消费至少存在翻倍空间。

图表 67 2007-2021 年中国化妆品市场规模



资料来源：欧睿，平安证券研究所

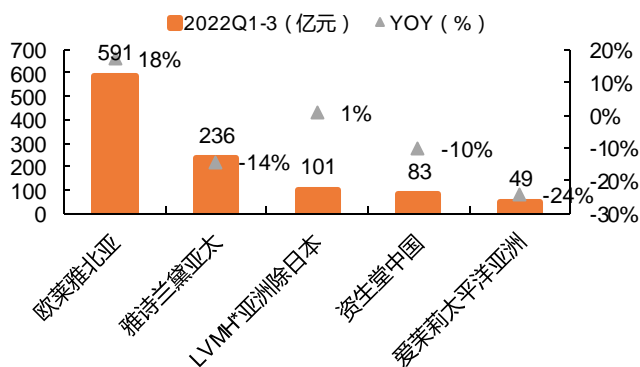
图表 68 全球化妆品人均消费规模与人均 GDP 的关系



资料来源：欧睿，世界银行，平安证券研究所

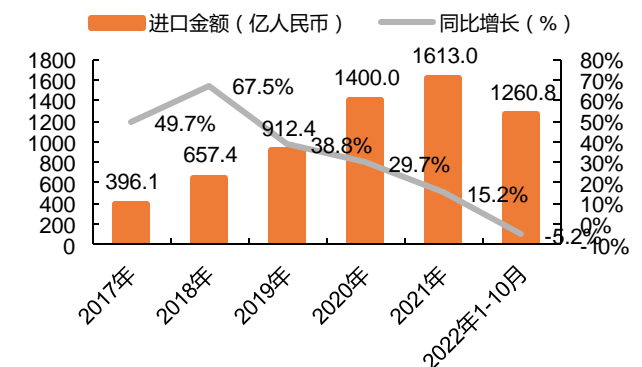
受疫情冲击、国际物流、市场竞争等因素影响，今年跨国集团在华增速普遍放缓。国内疫情防控对跨国集团供应链和物流造成较大影响，叠加线下渠道占比相对较高、线上多平台发力偏晚，以及部分集团受到了汇率的负面影响，导致整体营收增速放缓，其中雅诗兰黛亚太区、资生堂中国、爱茉莉太平洋中国营收不同程度下滑。从海关统计的化妆品进口数据看，今年以来化妆品进口数据持续承压，2022 年 1-10 月美容化妆品及洗护用品类累计进口吨数 35.4 万吨，同比下降 10.9%，累计进口金额 1260.8 亿人民币，同比下降 5.2%，是近六年首次下滑，降幅略高于社零。

图表 69 2022Q1-3 跨国美妆集团中国地区营收及增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所（爱茉莉太平洋亚洲不包括韩国本国）

图表 70 2022 年 1-10 月化妆品进口金额及增速



资料来源：海关总署，平安证券研究所

外资仍占主要份额，但本土品牌增速更快。据生意参谋，今年双十一期间，欧莱雅、兰蔻、雅诗兰黛、OLAY、海蓝之谜等国际大牌均稳居前列，国货品牌中珀莱雅、薇诺娜、夸迪、自然堂进入前二十，珀莱雅排名提升至第五，薇诺娜保持第六，夸迪登上国货第三、排名第十六，增速分别达到 120%+、20%+、60%+、20%+。中长期看，中国化妆品行业较早对外资开放，截止目前外资品牌仍占主导地位。据欧睿，2021 年中国前十大化妆品集团中八个为跨国集团，外资企业合计市占率达到 52.7%，高于发达市场平均水平，本土企业有待赶超。对比全球其他化妆品大国，本土企业往往能够通过发挥对当地消费

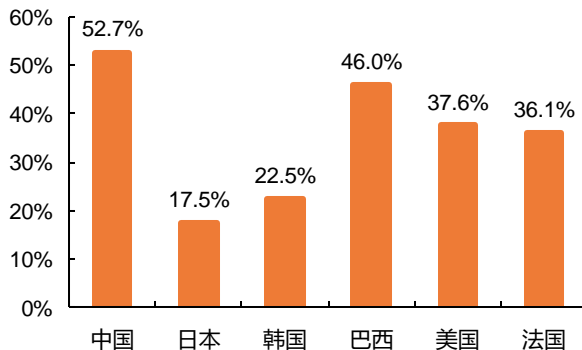
者更为前瞻的洞察以及渠道资源优势，占据更多市场份额。随着国内美妆企业在研发、产品、渠道能力上的不断提升，有望赢得更多市场份额。

图表 71 2018-2022 年天猫美妆双十一 TOP10

	2018	2019	2020	2021	2022
1	兰蔻	欧莱雅	雅诗兰黛	雅诗兰黛	欧莱雅
2	玉兰油	兰蔻	欧莱雅	欧莱雅	雅诗兰黛
3	欧莱雅	雅诗兰黛	兰蔻	兰蔻	兰蔻
4	雅诗兰黛	玉兰油	后	后	玉兰油
5	SKII	SKII	玉兰油	资生堂	珀莱雅
6	百雀羚	自然堂	SKII	薇诺娜	薇诺娜
7	自然堂	百雀羚	雪花秀	玉兰油	海蓝之谜
8	HFP	后	资生堂	SKII	SKII
9	薇诺娜	完美日记	薇诺娜	海蓝之谜	赫莲娜
10	悦诗风吟	薇诺娜	海蓝之谜	赫莲娜	资生堂

资料来源：CBNdata，平安证券研究所

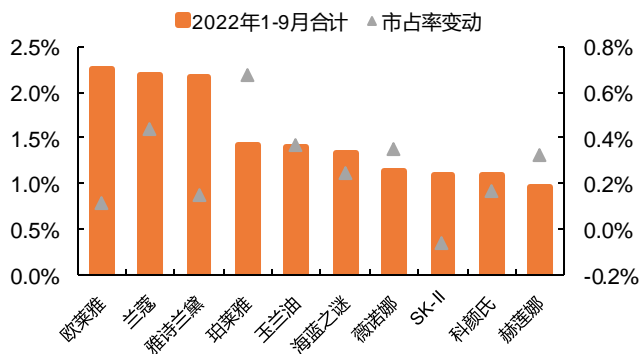
图表 72 2021 年全球主要化妆品市场外资企业市占率



资料来源：wind，平安证券研究所

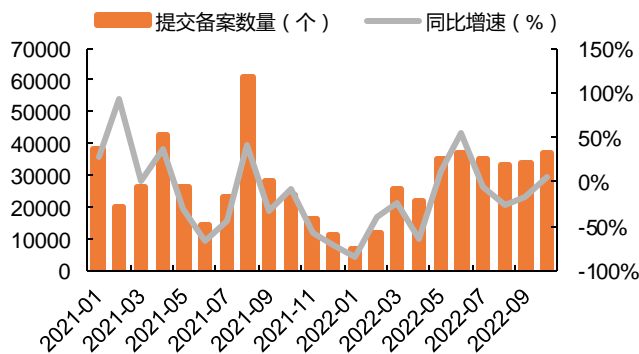
疫情冲击、新规落地、新品牌融资熄火，头部企业综合能力凸显，行业集中度提升。据生意参谋，2022 年 1-9 月淘系护肤前十品牌市占率 15.03%，同比提升 2.78pcts，前五品牌市占率 9.41%，同比提升 1.75pcts。今年受疫情冲击，部分品牌供应链及物流受到影响，叠加新规落地后部分品牌产品需重新备案、新品上线的时间及资金成本提升，新锐品牌融资降低营销预算缩减，头部企业依托较好的现金流、较强的渠道&营销&产品开发能力，市场份额有所提升。

图表 73 2022 年 1-9 月淘系护肤前 10 品牌市占率



资料来源：生意参谋，平安证券研究所

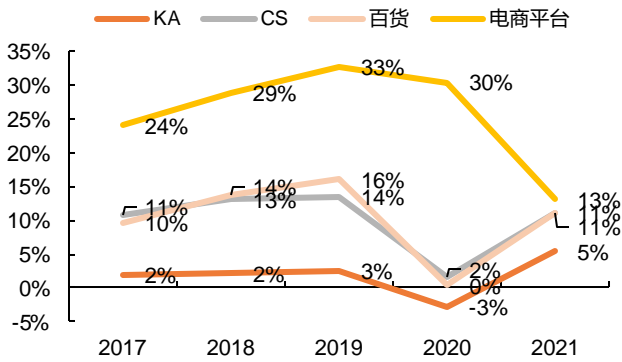
图表 74 2022 年 1-10 月化妆品提交备案数量累计下降 23%



资料来源：美丽修行大数据，平安证券研究所

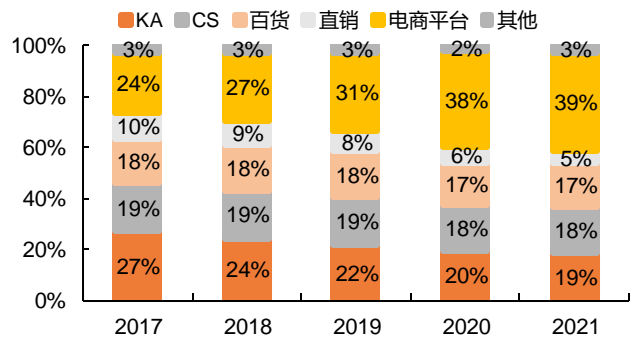
线上渠道大红利逐渐消退，抖音为少数的增量平台之一。据欧睿，尽管电商仍然是化妆品行业增长最快的渠道，但增速已呈现一定放缓，从之前的 20%+ 回落至 2021 年的 13%，电商渠道大红利逐渐消退。结构上看，2021 年电商/KA/CS/百货渠道份额分别为 39%/19%/18%/17%。线上方面，近年来随着短视频、直播电商兴起以及互联网反垄断的落地，线上格局趋于分散，淘系下滑未见明显拐点，抖音美妆份额持续提升，并成为国货“出圈”的重要阵地。根据爬虫数据，2022 年 1-8 月淘系+抖音+京东美妆 GMV 超过 2290 亿元，同比增长 5%，其中淘系/抖音/京东同比-10%/+87%/+20%，占比分别为 66%/23%/11%，较 2021 年-9/+7/+2pcts。目前抖音电商已开始加强货架场景布局，有望打开增长空间。

图表75 2017-2021年化妆品主要渠道增速



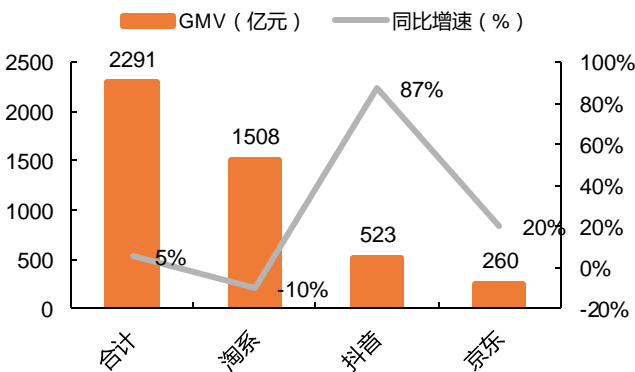
资料来源：欧睿，平安证券研究所

图表76 2017-2021年化妆品渠道结构



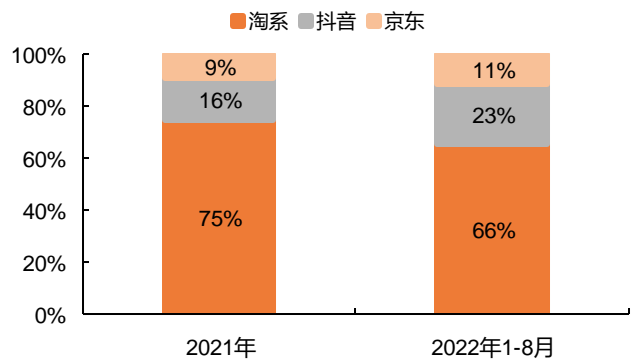
资料来源：欧睿，平安证券研究所

图表77 2022年1-8月化妆品线上主要平台GMV



资料来源：生意参谋，飞瓜数据，京东商智，平安证券研究所

图表78 2022年1-8月化妆品线上主要平台份额

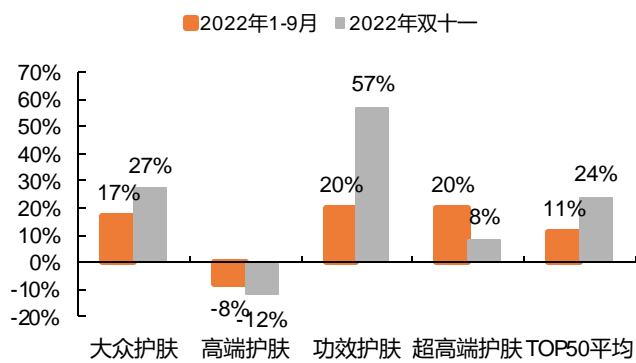


资料来源：生意参谋，飞瓜数据，京东商智，平安证券研究所

2.3 细分赛道：高性价比大众护肤受青睐，功效护肤景气持续

需求两极分化，重视性价比以及功效。从今年天猫大盘数据看，整体大众护肤、超高端护肤增长相对较好，高端品牌略显疲软，功效护肤持续高景气。据生意参谋，今年1-9月护肤行业成交额TOP50品牌同比增速平均约为11%，其中大众、高端、超高端、功效护肤品牌平均增速分别为17%、-8%、20%、20%，大众护肤、超高端护肤、功效护肤增速快于平均，高端品牌则平均出现下滑。双十一期间，天猫TOP50护肤品牌平均增速24%，其中大众、高端、超高端、功效护肤品牌平均增速分别为27%、-12%、8%、57%，大众护肤、功效护肤展现更好的成长性，高端品牌平均跌幅进一步扩大，超高端品牌相对平稳。

图表 79 2022 年天猫护肤行业 TOP50 品牌分类型平均增速



资料来源：生意参谋，平安证券研究所

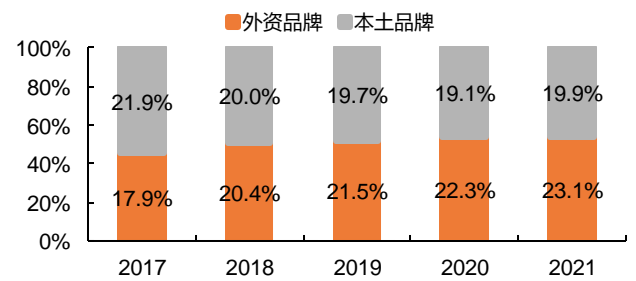
图表 80 2022 年 1-9 月天猫护肤增速 TOP15 品牌

排名	店铺	增速	排名	店铺	增速	排名	店铺	增速
1	城野医生	165%	6	谷雨	114%	11	瓊尔博士	49%
2	优时颜	141%	7	丝塔芙	93%	12	欧诗漫	48%
3	HBN	132%	8	相宜本草	91%	13	玉兰油	43%
4	米蓓尔	124%	9	夸迪	62%	14	修丽可	32%
5	珀莱雅	123%	10	至本	59%	15	羽西	29%

资料来源：生意参谋，平安证券研究所

大众护肤存在结构性机会，看好国货升级带来的市占率抬升。据欧睿，2021 年我国大众护肤市场规模约为 1566 亿元，2017-2021 年复合增速 4.8%，增速较为平稳。格局上看，受益于产品升级、渠道更新，本土品牌市占率从 2020 年开始止跌企稳，据欧睿，2021 年 TOP10 大众护肤品牌中本土品牌市占率同比提升 0.8pcts 至 19.9%。重点品牌中，珀莱雅作为转型最为成功的传统品牌之一，近年来市占率快速提升，从 2017 年的 1.6%，提升到 2021 年的 3.1%；自然堂 2018 年、2019 年市场份额有所提升后保持稳定；韩束 2017-2019 年市场份额有所丢失，但自 2020 年开始快速回升。

图表 81 2017-2021 年中国大众护肤 TOP10 品牌外资/本土市占率



资料来源：欧睿，平安证券研究所

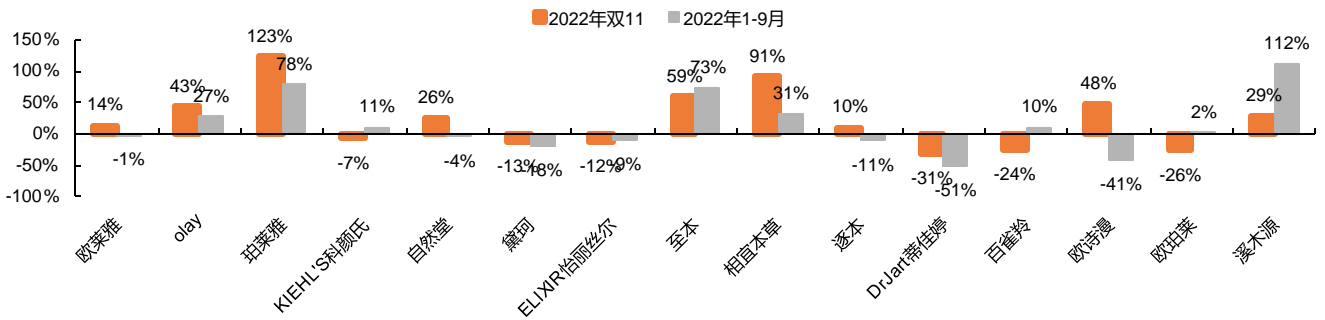
图表 82 中国大众护肤行业 TOP10 品牌及市占率变化

品牌	2017	2018	2019	2020	2021	市占率变化
巴黎欧莱雅	6.0%	6.3%	7.4%	8.9%	10.0%	↑
百雀羚	6.4%	6.9%	7.3%	7.2%	7.2%	↑
OLAY	4.2%	4.7%	5.4%	5.7%	5.6%	↑
自然堂	4.9%	5.1%	5.5%	5.5%	5.5%	↑
珀莱雅	1.6%	1.8%	2.2%	2.5%	3.1%	↑
欧珀莱	2.5%	2.6%	2.6%	2.8%	2.8%	↑
玫瑰琳凯	5.2%	4.5%	3.7%	3.0%	2.7%	↓
御泥坊	1.4%	2.0%	1.5%	2.2%	2.0%	↑
韩束	1.8%	1.6%	1.3%	1.6%	2.0%	↑
科颜氏	1.0%	1.1%	1.4%	1.7%	2.0%	↑
佰草集	2.7%	2.6%	2.6%	1.8%	1.8%	↓

资料来源：欧睿，平安证券研究所

依托大单品策略，珀莱雅成功转型并持续破圈，期待更多传统品牌升级。珀莱雅产品过去以适合低线城市需求、功能较为基础的水乳套系为主，2019 年抓住抖音等流量红利成功孵化黑海盐泡泡面膜等爆品，吸引了一二线城市人群，但产品力有限、复购率低。2020 年以来，珀莱雅选取精华、面霜等品类打造可沉淀品牌心智的高复购、长生命周期大单品。其中红宝石精华、双抗精华是最为成功的两款大单品，得益于对年轻人的需求以及功效成分热点的精准把握+产品较好的功效与性价比，外加代言人粉丝效应、社交平台 KOL&KOC 推广、早 C 晚 A 概念营销等助力，产品持续破圈，带动品牌在天猫精华类目市占率升至第二。同时，源力精华、双抗面膜、红宝石面霜等大单品受精华连带，实现快速起量。2022 年双十一期间，珀莱雅品牌天猫、抖音、京东 GMV 增速均超过 100%，在产品升级、人群破圈、多平台经营的驱动下持续高增。与此同时，其他本土传统品牌也纷纷开启产品升级、渠道进阶。此次双十一期间，主打“本草护肤”的相宜本草崭露头角，核心单品红景天精华结合超头直播，销量超过 11 万瓶，龙丹冻干面膜销量超 319 万盒，带动天猫官旗同比增长超过 90%。

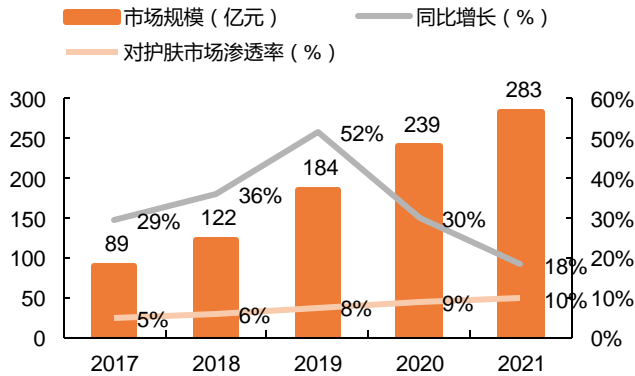
图表83 2022年双十一天猫护肤类目大众护肤 TOP15 品牌增速



资料来源：生意参谋，平安证券研究所

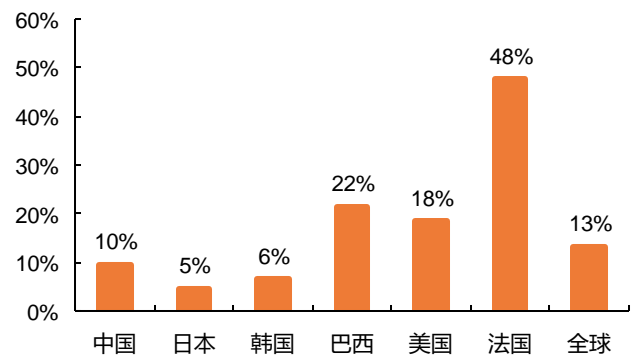
受需求人群扩容&企业研发水平提升&功效新规推动，功能性护肤市场快速增长。功能性护肤品是指专门针对问题性皮肤，具有一定辅助治疗作用的护肤品。近年来功能性护肤品市场规模快速增长，据欧睿，2021年我国功效护肤市场规模约283亿元，2017-2021年复合增速33%，对护肤市场渗透率达到10%。其增长驱动一方面来自需求扩容：①由于不恰当的护肤方式与生活方式，皮肤问题愈发普遍；②由于可针对性改善皮肤问题，功效护肤品也开始吸引一般消费者；③医美渗透率不断提升带来的术后皮肤修复需求；另一方面，国内产品研发能力提升（包括活性成分开发应用、医研联合共创等）推动产品供给逐渐丰富，可满足消费者日益细分的需求。对比全球发达化妆品市场，我国功能性护肤品对护肤市场渗透率低于全球平均（13%），远低于巴西（22%）、美国（18%）、法国（48%），但高于亚洲的日本（5%）、韩国（6%）。

图表84 2017-2021年中国功能性护肤品市场规模



资料来源：欧睿，平安证券研究所

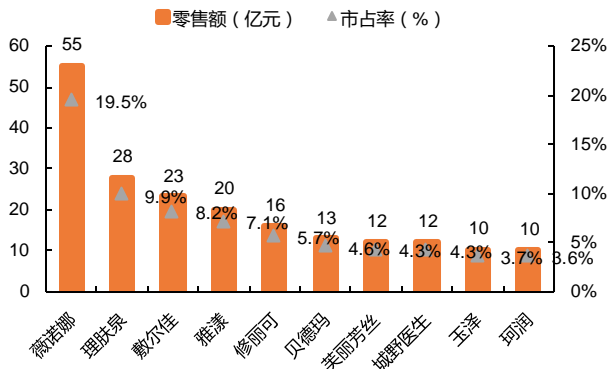
图表85 2021年全球主要化妆品市场功能性护肤渗透率



资料来源：欧睿，平安证券研究所

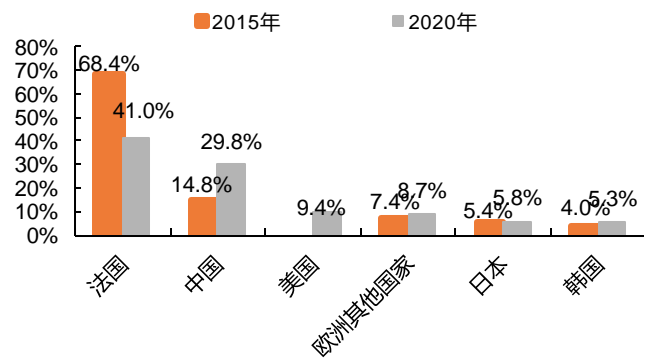
功能性护肤品市场马太效应显著，且本土化趋势明显。由于功能性护肤品有较高的产品壁垒及用户使用粘性，功能性护肤市场呈现较强的马太效应。据欧睿，2021年国内功效护肤市场CR5高达50.4%，薇诺娜以19.5%的市场份额断层领先，理肤泉、敷尔佳以9.9%、8.2%的市占率位居二、三。随着国内企业研发实力提升&消费者对国货认可度的上升，国产品牌市场份额快速提升。据艾瑞，2020年国内功效护肤品市场中，国货品牌市场份额29.8%，较2015年翻倍。

图表86 2021年中国功能性护肤品市场竞争格局



资料来源：欧睿，平安证券研究所

图表87 我国功能性护肤市场不同国家品牌份额变化



资料来源：艾瑞咨询，平安证券研究所

薇诺娜头部地位稳固，夸迪、瓊尔博士等新国货基于差异化定位+母公司研发赋能，快速成长。双十一情况看，薇诺娜龙头地位稳固，全期 GMV 超过 13 亿元，约为第二名修丽可的 1.5 倍，同比增速 20%+，保持中高速增长，稳居赛道龙头。此外，部分本土品牌基于差异化定位+研发实力快速增长。夸迪品牌依托华熙生物集团研发背书，以 5D 玻尿酸为主要成分、定位冻龄抗初老，在次抛大单品驱动下，双十一期间天猫增速超过 60%，并荣登天猫国货美妆第四；瓊尔博士专注微生态护肤，结合福瑞达生物研发赋能，近年来也实现快速增长，此次双十一期间天猫成交额超过 1.5 亿元，同比增速接近 50%。

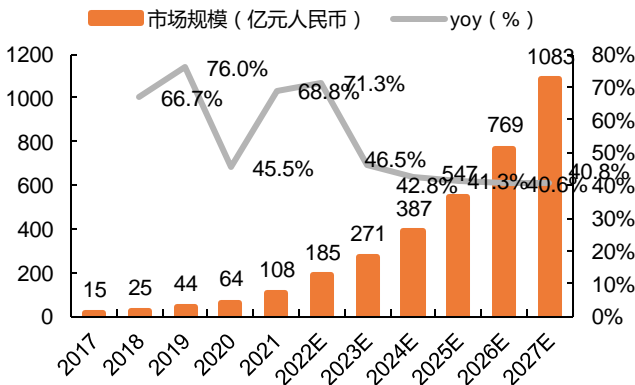
图表88 2022年代表性的功能性护肤品牌

类型	品牌	成立时间	品牌口号	品牌特色	明星产品
国货品牌	薇诺娜	2010	专注敏感肌肤	以皮肤学专业和植物科技为品牌支撑，依托云南特色植物，解决敏感肌肤问题	舒敏保湿特护霜、舒敏保湿精华
	夸迪	2014	冻龄·抗初老	提供以 5D 玻尿酸为主要成分的多种个人护理产品	5D 玻尿酸焕颜次抛精华、5D 玻尿酸动能轻龄霜
	润百颜	2012	润百颜，更先进的玻尿酸护肤	以玻尿酸为基调，采用 HA+生物活性物技术，提供精准肌肤问题解决方案	玻尿酸水润次抛精华、白纱布屏障次抛精华
	瓊尔博士	2018	专研微生态科学护肤	“产学研”全链路的微生态科学护肤品牌	益生菌修护系列、反重力酵萃系列
	HBN	2019	专研成分，对抗肌肤老化	国内 A 醇抗老开拓者，中科院博士带队自主研发	视黄醇塑颜精华乳、α-熊果苷莹亮精萃水
外资品牌	谷雨	2016	依时依令，有效护肤	功效型植萃护肤，国内光甘草定美白开拓者	光果甘草焕白系列
	修丽可	1997	以科学为基础，专业皮肤抗氧化	业界抗氧化先驱，高端院线专业品牌	维生素 CE 复合修护精华液、CF 色斑抗氧精华液
	理肤泉	1975	敏感肌肤专用医学护肤品	全球第一的皮肤科专家推荐的护肤品牌	三酸精华、B5 修复家族
	珂润	1999	专业解决干燥性敏感肌肤困扰	最早着眼于神经酰胺的品牌	神经酰胺面霜、浸润保湿泡沫洁面
	美丽芳丝	2001	近零刺激+汉植物精华，健康美肌尽现	以近零刺激的配方温和作用于各种问题肌肤	氨基酸系洗面奶、氨基酸系卸妆油

资料来源：品牌官网，平安证券研究所

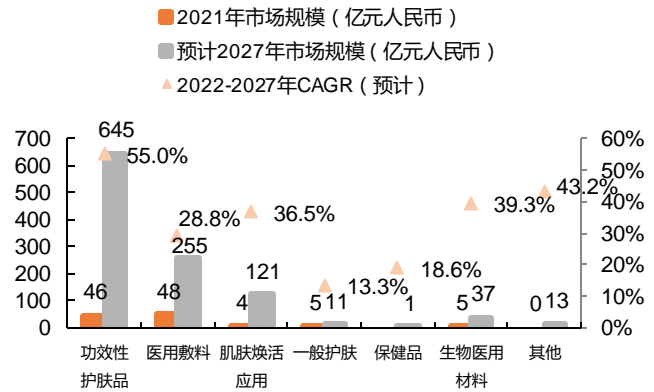
重组胶原蛋白风起，2027年市场规模有望超过千亿，2022-2027年复合增速超过 40%。胶原蛋白是一种生物活性成分，具有皮肤修护、抗衰老等功能，可用于化妆品、食品、医药等领域。重组胶原蛋白是通过合成生物技术制备的，较传统的动物提取法具有效率高、稳定性好、可加工性强、免疫及病毒风险低等优势，近年来随着量产技术的进步，在终端领域应用不断增加，是继玻尿酸之后又一极具前景的生物活性物。据弗若斯特沙利文，2021年中国重组胶原蛋白市场规模约为 108 亿元，预计 2027 有望达千亿，2022-2027 年复合增速 42.4%，其中，功效性护肤、医用敷料是其中规模最大且成长性佳的细分领域，2021 年市场规模约为 46 亿元、48 亿元，预计 2027 年达到 645 亿元、255 亿元，2022-2027 年复合增速 55.0%、28.8%。

图表89 2017-2027E 我国重组胶原蛋白市场规模



资料来源：巨子生物招股书，弗若斯特沙利文，平安证券研究所

图表90 重组胶原蛋白各细分领域应用市场规模



资料来源：巨子生物招股书，弗若斯特沙利文，平安证券研究所

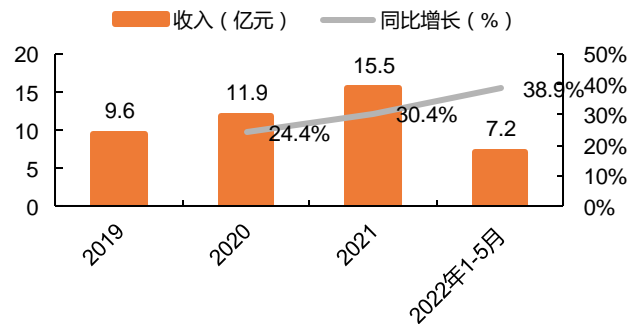
巨子生物是国内重组胶原蛋白功效护肤&医用敷料龙头，先发优势+技术&品牌优势显著。据弗若斯特沙利文，2021年巨子生物在重组胶原蛋白功效护肤/医用敷料市场份额接近80%/48%，公司两大旗舰品牌可丽金、可复美是2021年中国专业皮肤护理行业第三、第四畅销品牌，零售额分别达到29亿元、27亿元（含医用敷料产品）。2009年公司即成功实现了重组胶原蛋白护肤产品的大规模生产，为全球首家，并获得国内首个重组胶原蛋白技术发明专利授权，现已积累多项高效量产技术、可满足不同应用的丰富的重组胶原蛋白分子储备以及转化为终端产品的能力。近两年来公司在产品端、渠道端持续优化升级，一方面迭代核心成分 Humanlike 重组胶原蛋白，推出精华、面霜等品类，扩充产品矩阵。另一方面调整经销渠道，重点发力线上直销，并与美妆垂类头部代运营商杭州悠可合作，加速线上化。

图表91 2021年巨子生物零售额及市场份额

	巨子生物零售额 (亿元)	市占率 (%)	行业规模 (亿元)
重组胶原蛋白功效护肤品	37	80%	46
重组胶原蛋白医用敷料	23	48%	48
重组胶原蛋白专业皮肤护理产品	60	64%	94

资料来源：巨子生物招股书，平安证券研究所

图表92 2019年~2022年1-5月巨子生物收入规模



资料来源：巨子生物招股书，平安证券研究所

新入局者不断，行业竞争趋于激烈。国内重组胶原蛋白领域玩家主要有巨子生物、锦波生物、创建医疗等，近两年丸美股份、华熙生物、江苏吴中等纷纷入局，除创建医疗主要侧重原料产品以外，其余均在终端应用上有所布局。其中锦波生物拥有功能性护肤品牌“重源”等，前三季度营收约为3900万元，此次北交所上市募集资金中1亿元将投入于孵化功能性护肤品牌；华熙生物则通过收购益而康正式进军胶原蛋白产业，并计划对胶原蛋白全产业链进行布局，2022年底预计可实现化妆品级量产以及医药级制备；丸美股份则与暨南大学基因工程药物国家工程研究中心共创重组人源化胶原蛋白，应用于主品牌丸美中，推出小金针次抛精华等十余款SKU，目前处于新品培育期。

图表93 国内重组胶原蛋白领域主要玩家

企业	布局时间	技术水平	产品布局
巨子生物	2000	我国首家获得重组胶原蛋白产品医疗器械注册证的公司，全球最早实现量产重组胶原蛋白的企业，我国重组胶原蛋白的行业龙头	产品涵盖功效性护肤品、医用敷料和功能性食品，旗下包括可复美、可丽金、参甘等 8 大品牌、106 项 SKU，另有 4 款医美注射产品在研，其中 2 款已进入临床阶段，预计 2024 年初有望拿证
锦波生物	2008	掌握重组人源化胶原蛋白量产技术，公司的“重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维”是国内第一款也是目前唯一一款重组人源化胶原蛋白医美注射产品	拥有“重源”“肌频 164.88”等多个重组胶原蛋白功能性护肤品牌，2022 年前三季度功能性护肤品收入约为 3900 万元
华熙生物	2021	2022 年上半年，通过收购益而康生物正式进军胶原蛋白产业，8 月底正式发布胶原蛋白原料产品，对胶原蛋白全产业链进行布局	预计胶原蛋白原料项目年底可以实现化妆品级的量产，同时能实现医药级的制备，胶原蛋白敷料正在工艺验证中
创建医疗	2015	拥有 30 吨大规模稳定发酵纯化技术，已经可量产的有 I 型、II 型、III 型、XVII 型，今年针对透皮吸收痛点实现 III 型的 5KDA 小分子胶原蛋白的研发和量产化，解决了 XVII 型胶原蛋白无法生物提取、规模化生产的痛点，为再生材料型创新医疗器械提供新方向	主要聚焦原料端
丸美股份	2020	与暨南大学基因工程药物国家工程研究中心校企共创的重组人源化胶原蛋白，利用“翻译暂停”专利技术对基因序列和蛋白活性进行优化，实现更高效的活性胶原蛋白表达	2021 年 3 月，公司发布基于重组人源化胶原蛋白成分的新生物科技抗衰品牌“美丽法则”，2021 年 Q4，主品牌丸美上线重组胶原蛋白系列 10 个 SKU，包括小金针次抛精华(线上)、冻干粉护理套盒(线下)等
江苏吴中	2022	从美国湾区某新药研发公司引进具有三螺旋和三聚体结构的重组 III 型人胶原蛋白生物合成技术	即将推出自研的修复敷料，利用 III 型重组人源化胶原蛋白，可满足敏感肌修复和光电医美术后修复需求，未来将应用场景逐渐覆盖医药、组织工程、食品和化妆品等多个领域

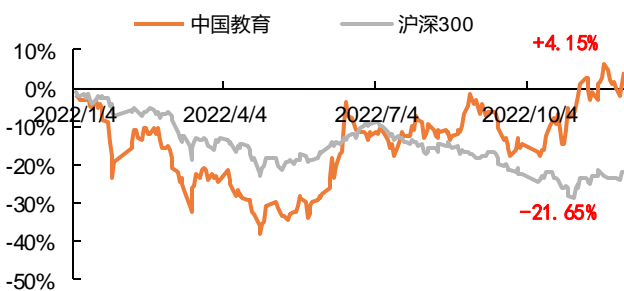
资料来源：公司公告，wind，平安证券研究所

三、教育人服：关注 K12 教培转型进展，人服行业超跌反弹机会

3.1 教育市场回顾：中国教育指数微涨 4.15%，总体优于大盘

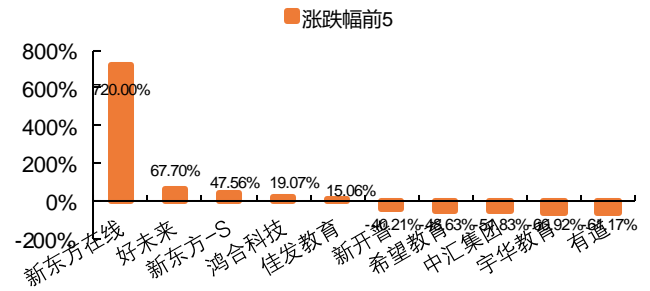
中国教育指数微涨 4.15%：截止统计日（11 月 30 日），中国教育指数（全球范围内中国教育上市公司）涨跌幅为+4.15%，高出沪深 300 指数 25.8pct。涨幅前五的公司分别为：新东方在线(+720.00%)、好未来(+67.70%)、新东方-S(+47.56%)、鸿合科技(+19.07%)、佳发教育(+15.06%)，跌幅前五的公司分别为有道(-61.17%)、宇华教育(-60.92%)、中汇集团(-51.83%)、希望教育(-48.63%)、新开普(-40.21%)。

图表94 2022 年中国教育指数涨幅



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表95 2022 年教育行业涨跌幅 TOP5



资料来源：Wind，平安证券研究所

*涨跌幅时间段为 1 月 4 日-11 月 30 日（中国教育指数含港美股，涨跌幅前 5 个股时间实际为 1.5-11 月 30 日）

行业指数总体优于大盘的原因是：1) 受 2021 年 7 月“双减”政策影响，教育行业迎来暴跌，各教育公司的股价已处于相对底部的位置；2) 当前教育行业股价已充分反应政策的不利影响，任何边际改善都将对公司股价产生积极影响，政策及 K12

教育公司的转型博弈行为使得板块波动较大；3) 非学历职教及高教仍具较高成长属性，当前“就业难”及考公热潮为行业带来较高β。

图表96 行业指数总体优于大盘的原因



资料来源：平安证券研究所

3.2 K12 教培：政策持续高压，转型依然是最明确的路径

政策依旧高压，“回头看”、暑期专项治理、巡查等行动密集。2021年7月24日“双减”政策颁布后，已上市的教培公司均在2021年年底剥离K9学科类培训业务。2022年政策并未有边际转暖迹象，持续高压严监管。2月教育部明确高中阶段学科类培训参照义务教育阶段政策要求执行，已上市的教培公司纷纷再次剥离高中阶段学科类培训业务；4月教育部开展义务教育阶段学科类校外培训治理“回头看”行动，6月开展校外培训暑期专项治理行动；同时，自“双减”后教育部多次进行针对线上培训机构和网站的巡查活动，11月初结束了第21次线上培训机构的巡查行动；11月23日，教育部就《校外培训行政处罚暂行办法（征求意见稿）》面向社会公开征求意见，明确了校外培训行政处罚的实施机关、违法行为与处罚标准等内容。

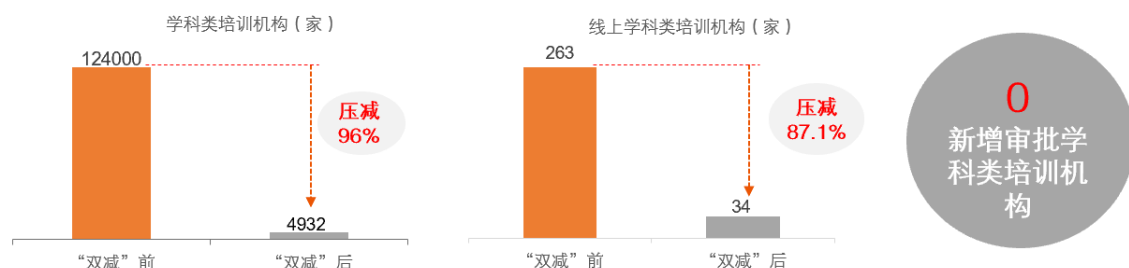
图表97 2022年教育部关于校外培训的政策及整治活动依旧严苛

时间	事项
2022年2月9日	教育部、中央编办、司法部联合印发《关于加强教育行政执法深入推进校外培训综合治理的意见》，其中要求建立校外培训行政执法与刑事司法衔接机制，健全教育与公安、检察、审判机关的信息共享、案情通报、案件移送等制度。
2022年2月	教育部发布2022年工作要点，明确落实高中阶段学科类培训严格参照义务教育阶段执行的政策要求
2022年4月1日	教育部办公厅发布《关于开展义务教育阶段学科类校外培训治理“回头看”工作的通知》
2022年6月23日	教育部办公厅发布《关于做好2022年暑期校外培训治理有关工作的通知》
2022年10-11月	教育部对线上培训机构和网站平台组织开展了第21次巡查。
2022年10月31日	教育部推进校外培训投诉举报核查处置工作有序开展
2022年11月23日	教育部就《校外培训行政处罚暂行办法（征求意见稿）》面向社会公开征求意见，其明确了校外培训行政处罚的实施机关、违法行为与处罚标准等内容。

资料来源：教育部，平安证券研究所

不再审批新的学科类培训机构，已有学科类培训机构数量大幅缩减。在国务院最新关于“双减”成果的回顾报告中显示，自“双减”后，在强化校外培训监管方面，不再审批新的学科类培训机构，所有省份出台政府指导价，大力压减学科类培训机构数量。义务教育阶段线下学科类培训机构数量由原来的12.4万个压减至4932个，压减率达96%，线上学科类培训机构由原来的263个压减至34个，压减率达87.1%，绝大多数学生校外培训时长较“双减”前减少了50%以上。

图表98 国务院关于“双减”情况报告中学科类培训大幅压减



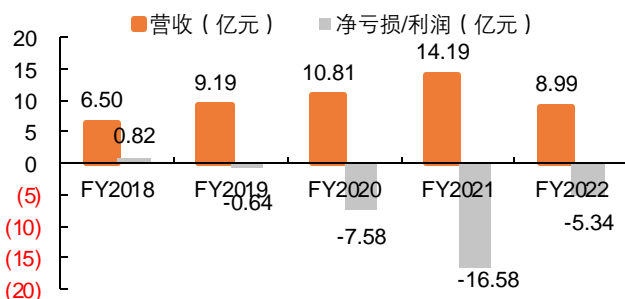
资料来源：教育部，平安证券研究所

转型依然是最明确的路径，复盘新东方在线转型成功案例：

新东方在线此前主要承接新东方在线教育业务，目前已终止 K12 教育和学前教育业务。新东方在线成立于 2005 年，是新东方集团旗下在线教育平台。在“双减”以前，业务主要分为四大板块：1) 大学教育（包括大学考试备考、海外备考等）；2) K-12 校外辅导；3) 学前教育；4) 机构业务，组织架构和业务开展均独立于集团。“双减”转型后，新东方终止了原有的 K12 校外辅导业务及学前教育，目前业务范围包括留存的大学教育、海外备考、机构业务，以及正在试水的新业务：直播电商、智能学习产品、STEAM（科学、技术、工程、艺术及数学）教育、职业教育等方向。

收入结构发生变化，未来看点主要在直播电商业务。FY2021-FY2022，新东方在线的收入由 14.19 亿元下降至 8.99 亿元，同比下滑 36.7%。收入结构发生显著变化，K12 教育业务占比由 55.5% 下降至 33.0%；大学教育部分收入基本持平，目前已成为公司收入最大来源；直播电商业务在 2022 财年贡献 0.25 亿元，随着公司直播业务的火爆及多账号运营，未来有望进一步贡献收入。

图表99 2018-2022 财年新东方在线营收及净利润



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表100 新东方在线 FY2021-FY2022 收入结构变化

	FY2021		FY2022	
	(亿元)	业务占比	(亿元)	业务占比
K12教育	7.87	55.5%	2.96	33.0%
大学教育	5.49	38.7%	5.18	57.6%
机构业务	0.75	5.3%	0.58	6.5%
学前教育	0.08	0.6%	0.02	0.2%
直播电商			0.25	2.7%

• K12教育、学前教育两项业务已全部终止；
 • FY2022业绩期为2021年6月1日-2022年5月31日，东方甄选GMV自6月开始爆发。

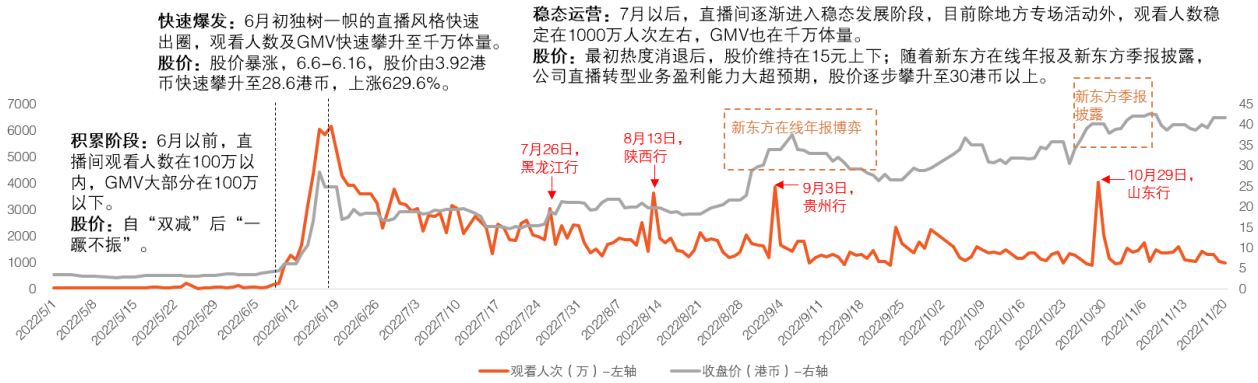
资料来源：公司公告，平安证券研究所

新东方在线旗下东方甄选转型主要分为以下三个阶段：

- ✓ **积累阶段：**2021 年 12 月，新东方在线旗下“东方甄选”开始运营，在直播前两天股价小幅上涨，部分投资者寄予厚望，但首播人气欠佳，股价快速回归 3 港币附近；直到 2022 年 6 月以前，东方甄选观看人数、粉丝量、GMV 等直播数据均表现平淡，公司股价也一直处于低位，无明显波动。
- ✓ **爆发阶段：**6 月初开始，直播切片开始在抖音传播，主播首次尝试双语直播，在卖货的同时为消费者科普日常英语，这种干净清爽且同时传授知识的风格让大众耳目一新，“东方甄选”直播间火速“出圈”，新东方在线股价也快速暴涨，从 3+ 港币暴涨至接近 30 港币。
- ✓ **稳态运营阶段：**爆发期后，东方甄选进入稳态发展，近期观看人数稳定在 1000 万左右，每日成交 GMV 在千万元以上，直播间不定期推出的地区专场活动，包括 7 月的首场黑龙江行、8 月陕西行、9 月贵州行以及 10 月山东行等，均迎来

观看人数高峰，山东行首日观看人数超 4000 万人。同时，9 月新东方在线发布年报及 10 月新东方发布一季报期间，博弈行为致公司股价有较高波动，财报中展现出的“东方甄选”盈利能力也大超预期，股价一路走高。

图表 101 新东方在线直播业务及股票市场表现复盘



资料来源：飞瓜数据，Wind，平安证券研究所

其他头部教培机构转型仍处早期，有道恢复“双减”前规模。各教培公司均已完全剥离义务教育阶段教培业务，但目前头部教培公司的转型仍处于早期阶段，收入端仍受到较大冲击，短期内无贡献明显增量的新业务出现，以前 K12 教培龙头好未来及高途为例，此前二者 K12 业务占比超过 90%，剥离相关业务后，2022 年三季度好未来及高途营收分别同比下降 79.6% 及 45.6%，但随着运营企稳，环比分别增长 31.3% 及 12.7%；而此前同样重点发展 K12 教育的有道，依靠教育硬件起家的优势，目前已恢复至“双减”前收入规模，22Q3 收入达 14 亿元，较 2021Q3 同比增长 0.9%，可持续性的业务同比增长 35%。

图表 102 好未来、高途、有道 2022 年三季度业绩及同比、环比情况

公司	货币	2021Q3 (亿)	2022Q2 (亿)	2022Q3 (亿)	YoY	QoQ
好未来	美元	14.44	2.24	2.94	-79.6%	31.3%
高途	人民币	11.15	5.38	6.06	-45.6%	12.7%
有道	人民币	13.87	9.56	14.00	0.9%*	46.4%

资料来源：公司公告，平安证券研究所（注：有道可比的可持续性业务同比增长 35.0%。好未来的财年时间为 6 月 1 号-5 月 31 日，此处 2021/2022Q3 取的是 6 月 1 日-8 月 31 日。）

具体业务拆分来看：1) 有道：目前学习业务仍是公司最主要的业务，2022Q3 收入为 8.89 亿元，占比为 63.5%；学习产品业务达 3.57 亿元，同比增长 40.1%，占比达到 25.5%，主要系公司以智能学习硬件产品起家，所以“双减”后再次加大投入迅速起量，已成为公司的第二增长曲线。2) 高途：当前学习类服务占比仍然较高，2022Q3 学习服务业务为 5.45 亿元，占比为 90%，其中成人和大学生教育的业务占 30%，其他教育内容及数字学习产品业务为 0.61 亿元，占比为 10%。3) 好未来：2022Q3 学习服务和其他收入达 2.21 亿美元，占比达 75%，这部分业务主要系各种班级规模的线上线下学习项目，包括培优小班、学而思网校、Think Academy 和其他学习服务业务；内容解决方案收入为 0.44 亿美元，占比为 15%，该业务主要提供出版印刷、数字和硬件的学习内容；学习技术解决方案占比为 10%，该部分业务主要为学习机构提供全套企业级技术产品和服务。

图表103 有道 2022Q3 业绩拆分

有道 (亿元)	2022Q3	占比
学习服务	8.89	63.5%
学习产品	3.57	25.5%
线上营销服务	1.58	11.3%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表104 高途 2022Q3 业绩拆分

高途 (亿元)	2022Q3	占比
学习服务	5.45	90%
-成人和大学生教育	1.82	30%
教育内容及数字学习产品	0.61	10%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表105 好未来 2022Q3 业绩拆分

好未来 (亿美元)	2022Q3	占比	业务范围
学习服务和其他收入	2.21	75%	各种班级规模的线上线下学习项目,包括培优小班、学而思网校、Think Academy 和其他学习服务业务
内容解决方案	0.44	15%	该业务提供出版印刷、数字和硬件的学习内容
学习技术解决方案	0.29	10%	即为学习机构提供全套企业级技术产品和服务

资料来源：公司公告，平安证券研究所

经过最开始较混乱的情况，目前市场上教培公司的转型方向主要集中在成人教育及素质教育、智能硬件、直播三大方向上：

1) 成人教育及素质教育：客户群体及业务上与此前的K12培训业务有一定交叉，理论上是最适合的转型方向，但仍面临较大挑战，一方面是成人教育中的财经、IT等培训受宏观经济及成人自律性等因素，较为难做，客单价及复购率等明显不及此前K12学科类培训，而考公培训体系较为复杂，行业内头部公考教培公司已形成完整的培训体系，新进入机构很难短期内迅速抢占市场；另一方面是素质教育等需求刚性不如此前学科类培训强，存在时段性，学生普遍在学业较忙后取消此类培训。

各教培公司均有涉足此行业，有道在素质教育方面，纵横围棋已成为其核心业务；成人教育方面，网易有道专门成立了“有道成人教育事业部”，将有道精品课成人学段、网易云课堂、中国大学MOOC等业务及团队进行了整合，集中资源进行成人学段课程的研发。高途已推出素质、素养、考研、公职、财经、语言、留学及IT等多课程，考研业务有望增长较快；好未来也将素质教育、智慧教育与科技服务业务和海外业务作为转型的重要布局，针对2岁-18岁的学生上线了多种素质教育课程，包括创新思维、科学实验、人文美育等多个方向。

2) 智能硬件：赛道非常拥挤，行业壁垒不高，教育及科技公司多有涉及此项业务，包括猿辅导、作业帮、掌门教育、字节旗下大力教育、腾讯、百度、科大讯飞、华为等均有推出相应产品。

有道在这方面有一定先发优势，是其起家业务，产品矩阵囊括词典笔、AI学习机、智能学习灯、听力宝等多个产品。高途之前也将智能硬件作为公司转型方向之一，此前推出高途单词机，但目前在淘宝已无法搜到该产品；学而思也于今年下半年推出智能教辅学习机“学拍拍”，淘宝旗舰店定价1599元，主打拍照搜题功能，月销在800多件。

3) 直播业务：“东方甄选”爆火后，高途及学而思也相继开设直播间，风格与“东方甄选”类似，但目前尚处试水阶段。

图表 106 K12 教培公司目前主要转型方向及头部教培公司动作

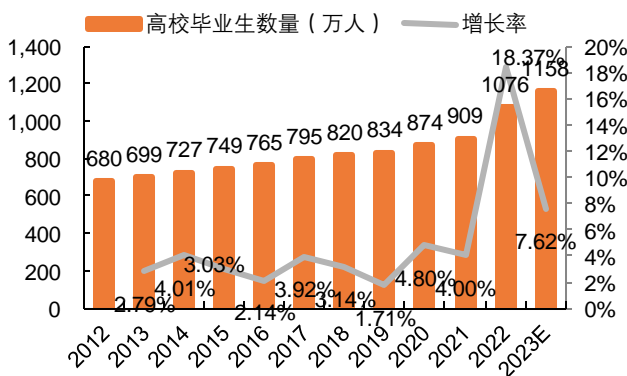
转型方向	现状描述	头部教培公司动作
成人教育、素质教育	<p>与此前 K12 培训业务有一定交叉，理论上是最适合的转型方向，但存在一些问题：</p> <p>1) 成人教育中的财经、IT 等培训受宏观经济及成人自律性等因素，较为难做；考公培训体系较为复杂，行业内头部考公教培公司已形成完整的培训体系；</p> <p>2) 素质教育等需求刚性不如此前学科类培训强，存在时段性，学生普遍在初高中毕业较忙后取消此类培训。</p>	<p>1) 有道：素质教育方面，网易有道拥有纵横围棋已成为其核心业务；成人教育方面，网易有道专门成立了“有道成人教育事业部”，将有道精品课成人学段、网易云课堂、中国大学 MOOC 等业务及团队进行了整合，集中资源进行成人学段课程的研发</p> <p>2) 高途：推出素质、素养、考研、公职、财经、语言、留学及 IT 等多课程；</p> <p>3) 好未来：素质教育、智慧教育与科技服务业务和海外业务将作为好未来转型的重要布局，针对 2 岁-18 岁的学生上线了多种素质教育课程，包括创新思维、科学实验、人文美育等多个方向。</p>
智能硬件	<p>赛道拥挤，教培、科技等公司均有涉足此赛道，包括猿辅导、作业帮、掌门教育、字节旗下大力教育、腾讯、百度、科大讯飞、华为等。</p>	<p>1) 有道：有道起家业务，是支撑网易有道营收的第二增长曲线，其智能学习硬件产品矩阵囊括词典笔、AI 学习机、智能学习灯、听力宝等多个产品；</p> <p>2) 高途：公司转型方向之一，此前推出高途单词机，但目前在淘宝及京东均无法搜到该产品；</p> <p>3) 学而思：推出智能教辅学习机“学拍拍”。</p>
直播	<p>新东方旗下“东方甄选”爆火后，众平台试水直播业务，风格与“东方甄选”类似，采用此前大班课优质讲师卖货，但目前均无明显火花。</p>	<p>1) 高途：9 月 20 日，高途好物开播；</p> <p>2) 学而思：8 月底，推出综合生活类直播间——学家优品</p>

资料来源：搜狐财经，平安证券研究所

3.3 职教：非学历职教依然是主旋律，就业压力下需求刚性

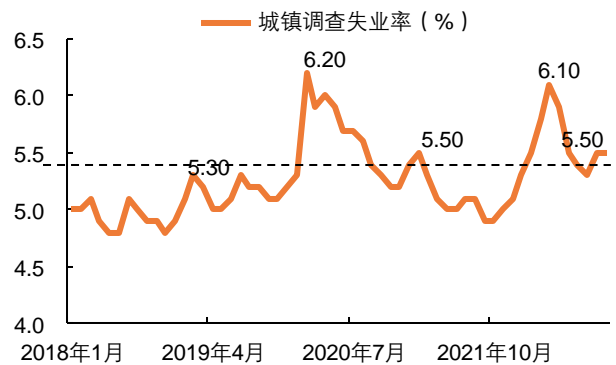
高校毕业生屡创新高，失业率总体仍高于疫情前水平。高校扩招&毕业生规模不断创新高，据教育部数据显示，2022 年我国高校毕业生达 1076 万人，同比增加 18.37%，预估 2023 年高校毕业生将达 1158 万人，将较 22 年增加 82 万人，高校毕业生的就业压力依然巨大。同时，尽管自 4 月后失业率逐步下降，但 9 月失业率有所回升，9-10 月的失业率维持在 5.5%，今年以来的失业率总体仍高于疫情前水平。

图表 107 2012-2023E 高校毕业生数量及增长率



资料来源：教育部，平安证券研究所

图表 108 2018 年 1 月-2022 年 10 月城镇调查失业率

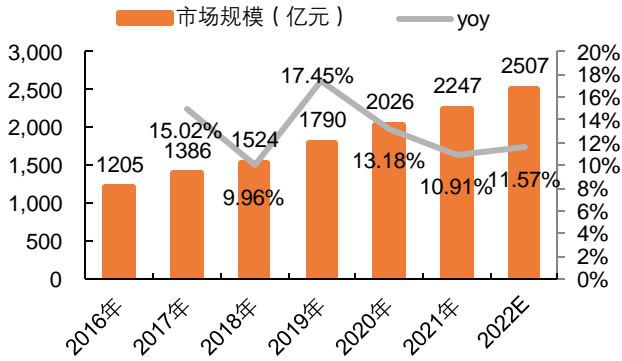


资料来源：国家统计局，平安证券研究所

就业压力下，非学历职教需求持续增加。据弗若斯特沙利文数据显示，近几年非学历职教市场仍保持 10% 以上的增速，2021 年，非学历职教市场规模达 2247 亿元，同比增长 10.91%，2022 年有望达到 2507 亿市场规模。非学历职教可分为竞争类考培（考公考研为主）、通过类考培（财经等考证）以及技能培训三大类。1) **竞争类培训**：主要为公务员、事业单位、教师、考研等培训，目前需求较为刚性，增长较快。2) **通过类培训**：主要是财经类、建筑类等考证需求，此类需求可选性较强，

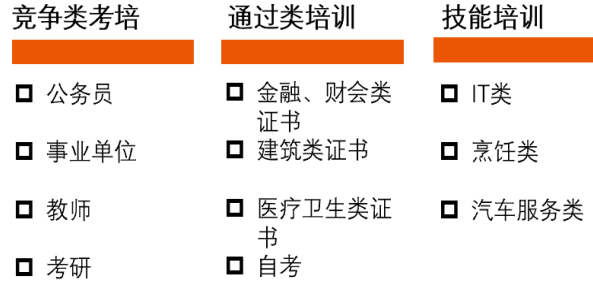
今年受疫情考试延期影响，培训需求下滑较为严重。3) 技能培训：如 IT 类、烹饪类等技能培训，细分种类较多，且各细分市场规模较小。

图表 109 2016-2022E 非学历职教培训市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文，平安证券研究所

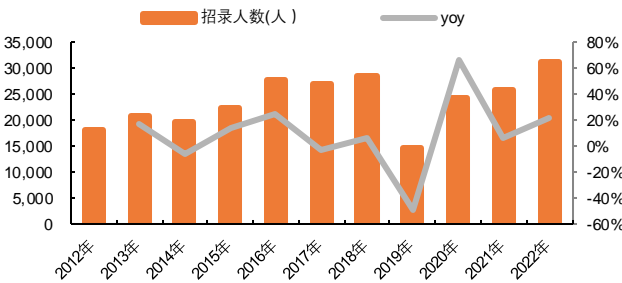
图表 110 非学历职教培训分类



资料来源：Wind，平安证券研究所

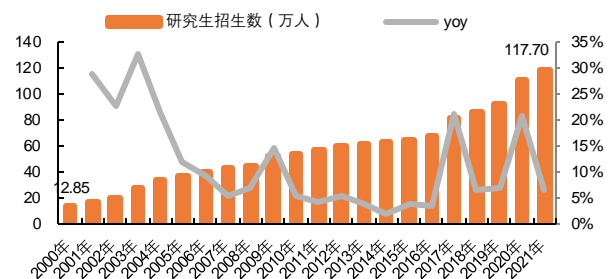
公务员以及研究生均屡屡扩招，但增速低于报名人数增速，竞争类考培需求旺盛。国家“稳就业”的大方针下，研究生、国家及省级公务员、企事业单位等均屡屡扩招，2022 年国考的招录人数达到 3.12 万人，创历史新高；2000-2021 年，研究生招生人数也从 12.85 万人增长到 117.70 万人，CAGR 达 11.12%。但在连续扩招下，考公考研的报名人数增速仍高于扩招速度，教育部数据显示，2010-2021 年，研究生报考人数/招生人数比由 2.61 增长到 3.20，2022 年研究生报名人数达 457 万人，同比增加 21.22%，招生人数预计与 21 年基本持平，招录比将进一步扩大，因此考公及考研的参培意愿显著提升，参培率将得到进一步提高。

图表 111 2012-2022 年国考每年招录人数



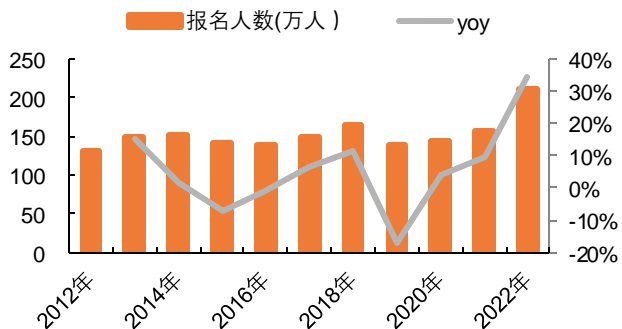
资料来源：中公教育，平安证券研究所

图表 112 2000-2021 年研究生招生人数



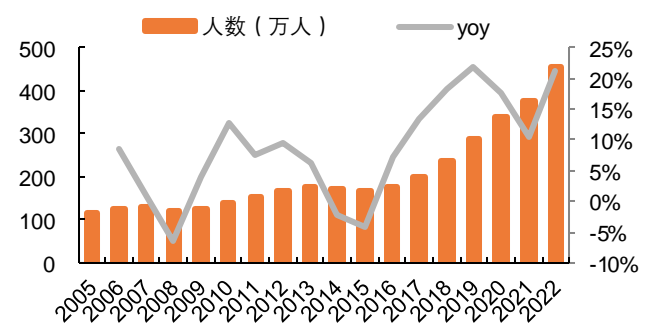
资料来源：教育部，平安证券研究所

图表 113 2012-2022 年国考每年报名人数



资料来源：中公教育，平安证券研究所

图表 114 2005-2022 年研究生考试报名人数

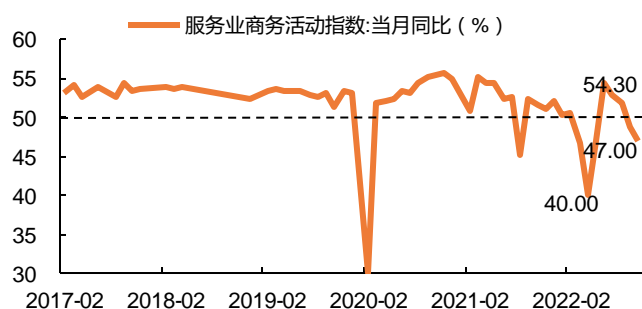


资料来源：教育部，平安证券研究所

3.4 人服：招聘行业受宏观预期影响较大，关注在线招聘平台超跌反弹机会

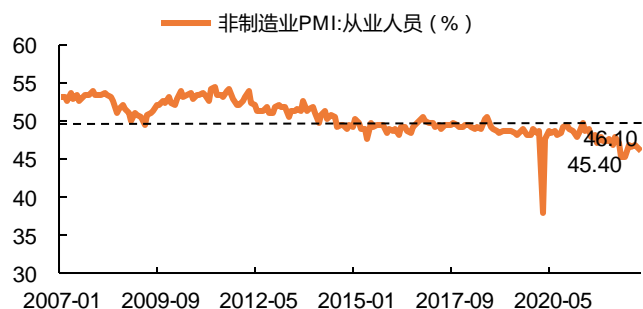
社会招聘受宏观环境影响较为低迷，服务业商务活动及从业人员指数持续低落。招聘行业受宏观环境影响较大，自今年年初以来，受疫情反复的影响，宏观经济承压，各项招聘活动持续低迷。今年4月，服务业商务活动指数下降到40.0%，达本年最低值；5月后景气水平有所改善，但从7月以后，疫情扰动逐渐加剧，服务业商务活动指数持续下跌，10月指数为47.0%。而服务业就业吸纳能力较强，服务业商务活动景气度低迷致我国就业市场面临挑战，我国非制造业PMI从业人员指数今年一直低于临界值，10月非制造业PMI从业人员指数下降为46.1%。

图表115 2017年2月-22年10月服务业商务活动指数



资料来源：中公教育，平安证券研究所

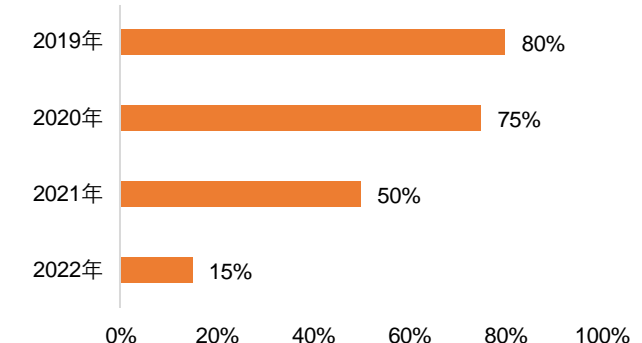
图表116 2005-22年研究生考试报名人数



资料来源：教育部，平安证券研究所

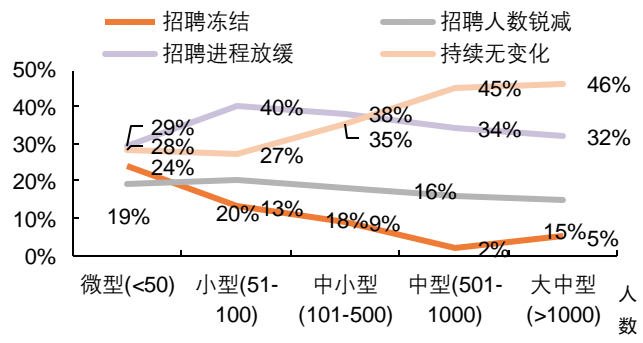
蓝领、小微企业等受冲击严重，招聘需求大幅下滑；大中型企业大部分仍正常放出招聘岗位，部分招聘进程放缓。疫情环境下，对服务业的蓝领冲击更大，据邦邦车招工平台的数据显示，2019-2021年，汽修行业需招工比例分别为80%、75%以及50%，到2022年需招工的门店比例仅为15%，同比下降35pct。小微企业（100人以下）招聘收缩显著，据前程无忧的数据显示，微型企业招聘冻结的比例达24%，小型及微型企业招聘人数锐减的比例均在20%左右。大中型企业相对韧性较强，中型及大中型企业的招聘计划整体仍较为正常，45%以上招聘进程持续没有变化，部分出现招聘进程放缓现象，比例在30%左右，仅有5%以下的中大型企业完全冻结招聘计划。

图表117 2019-2022年汽修需招工门店比例



资料来源：邦邦车招工平台，平安证券研究所

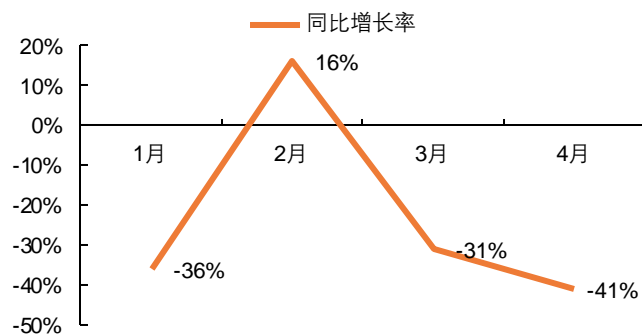
图表118 2022年分企业规模招聘计划变动



资料来源：前程无忧，平安证券研究所

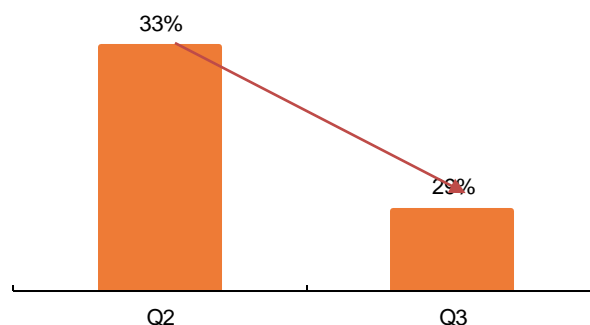
上半年疫情致中高端人才招聘放缓，三季度恢复速度仍较为缓慢。上半年全国主要城市疫情爆发，致3-4月整体招聘市场疲软，尤其受行业政策影响，互联网等此前吸纳中高端人才较多的行业景气度下滑，据拉勾网(以互联网招聘为主)数据显示，3-4月平台整体职位量同比分别下滑31%、41%。由于三季度疫情仍多点爆发，当前宏观环境不确定性较大，B端招聘仍处于谨慎态度，三季度招聘恢复仍较为缓慢，据万宝盛华数据，Q3经调整后的雇佣前景指数为29%，较Q2下滑4pct。

图表119 2022年1-4月整体职位量同比增长率



资料来源：拉勾网，平安证券研究所

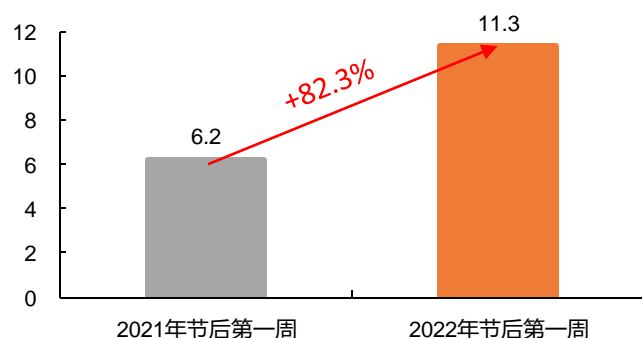
图表120 2022年Q2、Q3招聘雇佣前景



资料来源：万宝盛华，平安证券研究所

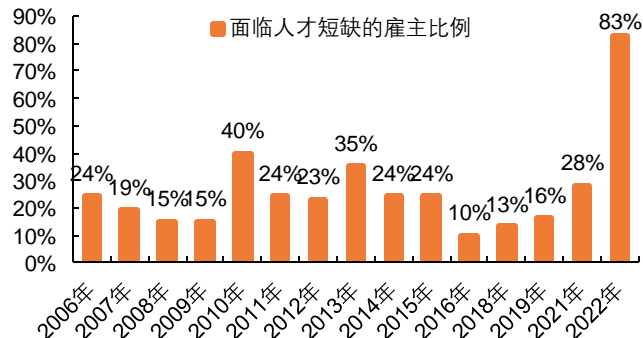
C端中高端人才跳槽意愿降低，同时存在结构性供需冲突。上半年B端招聘职位缩减，但C端投递简历大幅增加，应聘职位激烈度显著提升，智联招聘的数据显示，2022年春节后首周的简历投递量/招聘职位数由去年的6.2上升为11.3，同比增加82.3%；下半年后，出于对稳定性的追求，C端人才跳槽也变得谨慎，B端仍在增加职位招聘的主要为半导体、医疗健康、高端制造等行业，对人才的要求更高，供需不匹配导致目前结构性失业现象较为严重，据万宝盛华的数据显示，2022年面临人才短缺的雇主比例已达到83%，是此前最高比例的2倍。

图表121 2021 VS 2022年春节后首周求职竞争指数



资料来源：智联招聘，平安证券研究所（注：竞争指数=简历投递量/招聘职位数）

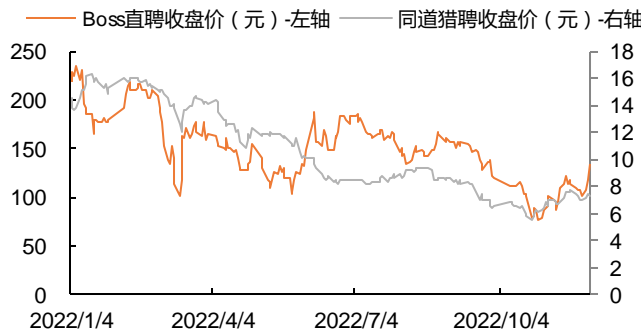
图表122 2006-2022年面临人才短缺的雇主比例



资料来源：万宝盛华，平安证券研究所

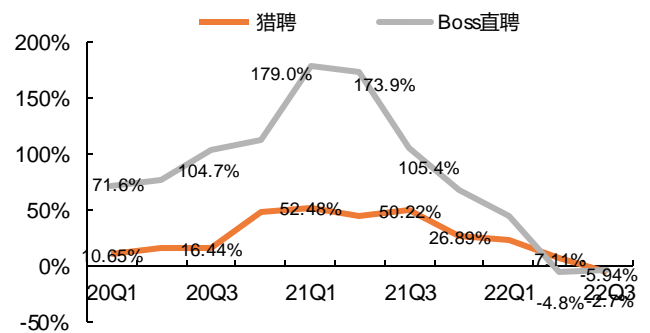
在线招聘平台受宏观环境影响股价低迷，二者总体业绩保持稳定，猎聘中高端定位韧性较强。受宏观环境预期走弱，在线招聘平台Boss直聘和同道猎聘连续走弱，Boss直聘股价由1月4日的34.38美元下跌到11月30日的18.82美元，下跌45.26%，同道猎聘股价由1月4日的17.86港币下跌至11月25日的7.90港币，下跌55.77%。但二者业绩并未受宏观环境影响大幅下滑，尽管宏观环境致企业招聘意愿降低，但在线招聘服务仍为部分企业必需开支，尤其是猎聘B端客户主要为中高端企业，近年来公司又大力拓展国企等实力雄厚且较为稳定的客户，所以猎聘总体业绩较为稳定，Q3以前均维持正增速，Q3收入微降5.94%，主要系C端培训类业务影响。

图表123 22年年初-11月末猎聘及Boss直聘股价变化



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表124 20Q1-22Q3 猎聘和Boss直聘季度收入变化率



资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

*股价换算为人民币的汇率为 Wind 每日当期汇率直接导出

四、投资建议

酒旅餐饮: 疫情反复贯穿全年, 酒旅餐饮基本面复苏疲软, 但在复苏预期下, 板块股价走势跑赢大盘; 伴随病毒毒性逐步趋弱及防疫政策的逐步优化, 我们继续坚定看好疫后复苏大逻辑, 并看好咖啡赛道, 建议关注以下几条主线: 1) 免税: 随着防疫政策的优化, 离岛&出入境客流有望恢复, 中长期看国家高度重视海南自贸港建设及国际旅游消费中心定位, 免税肩负海外高端消费回流重任, 行业成长空间大。2) 机场/口岸信息化: 政策支持推动口岸信息化建设需求增加, 但疫情下建设需求短期受压制, 疫后递延需求有望加速释放。3) OTA: 商业模式与跨区域客流高度相关, 经营短期承压, 但行业格局清晰, 看好龙头携程, 出入境领域优势领先。4) 酒店: 疫情下中小单体酒店出清, 龙头格局进一步巩固; 但主要酒店估值差异大, 推荐关注经营恢复优异估值合理的酒店龙头。5) 咖啡: 市场大&增速高, 消费粘性强且生命周期长, 是餐饮行业中的极佳赛道, 目前已经出现规模化企业, 大店模式下星巴克优势明显, 瑞幸领衔小店自提模式。

美容护理: 1) 今年以来消费整体承压, 化妆品大盘表现疲软, 但仍有结构性机会, 大众护肤出于高性价比展现较快增速, 功效护肤景气度持续。2) 跨国美妆集团在华增速受国内疫情冲击、国际物流受阻、竞争加剧等影响普遍放缓, 看好本土企业基于消费者洞察&供应链快反&渠道资源&研发能力增强的市占率提升。3) 美妆上市公司分化有所加剧, 一方面, 头部企业珀莱雅、贝泰妮等保持中高速增长, 强产品力&渠道力&品牌力提供增长动能, 持续看好; 另一方面, 部分处于转型期、业绩短期承压的美妆企业存在边际改善机会, 积极关注逸仙电商、丸美股份、水羊股份; 同时关注受益功效护肤、重组胶原蛋白赛道红利的华熙生物、鲁商发展、巨子生物。

教育人服: 1) K12 教育: 行业政策持续高压, 暂无政策反转迹象, 头部教培公司收入受到较大冲击, 目前仍在积极探寻转型方向, 基于各头部公司现金流相对充足, 且新东方在线旗下东方甄选爆火的成功案例, 建议积极关注个股转型及边际好转带来的机会, 如有道、高途等。2) 职教: 非学历职教依然是教育行业主旋律, 一方面是就业压力下需求刚性, 另一方面是考公考研需求旺盛, 招录比持续扩大, 竞争压力下致参培率持续提高。3) 人服方面: 招聘行业与宏观环境息息相关, B 端企业出于对宏观经济的不确定性, 招聘较为谨慎, C 端人才开始谨慎跳槽, 人才流动性降低, 企业人才短缺率上升到历史最高, 行业内结构性失业现象加剧。随着防疫政策的不断优化和国内宏观环境的不断变化, 招聘平台业务量有望跟随复苏, 建议关注中高端平台同道猎聘和大众招聘平台 boss 直聘。

投资建议: 1) 酒旅餐饮行业疫后复苏逻辑重点推荐免税龙头中国中免、具备估值性价比的携程集团-S 以及华住集团-S, 同时积极关注咖啡赛道瑞幸咖啡, 以及机场/口岸信息化龙头盛视科技、中国民航信息网络。2) 美护行业重点推荐功效护肤龙头&估值回调较多的贝泰妮、国产大众护肤龙头&多品牌矩阵逐渐成型的珀莱雅, 积极关注受益功效护肤、重组胶原蛋白赛道红利的华熙生物、鲁商发展、巨子生物, 同时关注处于转型期/存在边际改善预期的逸仙电商、丸美股份、水羊股份。3) 教育行业转型逻辑建议关注新东方在线; 人服领域超跌反弹及宏观经济转暖逻辑建议关注同道猎聘。4) 其他行业中, 推荐

关注宏观预期转暖受益个股分众传媒，塑料餐饮具快速成长型供应商家联科技，国产益生菌龙头科拓生物，包装饮用水+饮料产品双翼发展的农夫山泉，国内教育信息化巨头鸿合科技。

五、 风险提示

- 1) 疫情反复、防疫政策收紧，消费复苏不及预期风险：**社服消费场景主要基于线下，美妆消费也与社交活动关联度较大，若疫情反复、防疫政策有所收紧，则将对相关消费产生持续性压制。
- 2) 行业政策收紧风险：**近年来政府对教育、互联网等行业政策有较大收紧，若未来出现进一步收紧，则可能对相关行业公司的发展及股价造成影响。
- 3) 中概股政策风险：**《外国公司问责法案》及美国上市公司会计监督委员会（PCAOB）对工作底稿审计要求与国内监管还未完全达成共识，存在一定不确定性。
- 4) 行业竞争加剧风险：**餐饮、咖啡、美妆等赛道资本持续进入、新产品/新品牌不断出现，叠加外资企业进入中国市场，行业竞争或将加剧，核心竞争力较弱的企业可能面临收入不及预期、盈利下降。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033