

复苏将至，逐浪前行

——2023年商社年度策略

刘文正

摘要：复苏之年，把握商社成长子板块

- **政策导向明确，消费信心修复可期。**从消费者影响因素看，当前时点利好的因素主要在于地产链的改善以及政策的刺激。地产链近期利好连连：三支箭、金融十六条、银行授信意向支持等，地产作为居民的重要资产，有利于居民消费的恢复；从政策端看，国家多次重点提出“把扩大内需放在第一位”。**政策边际改善，线下消费有望回弹。**随着国内疫情管控放开，线下消费场景回补，促进消费复苏，消费者信心逐步恢复。
- **放开后春节客流超预期，2023年迎来开门红。**2023年春节修复略超预期，恢复率为2022年后新高，仅次于21年4-6月假期：今年春节假期全国国内旅游出游3.08亿人次，同比增长23.1%，恢复至2019年同期的88.6%。实现国内旅游收入3758.43亿元，同比增长30%，恢复至2019年同期的73.1%。旅行社及相关服务业销售收入同比增长1.3倍，已恢复至2019年春节假期的80.7%。旅游饭店、经济型连锁酒店销售收入同比分别增长16.4%、30.6%，分别恢复至2019年春节假期的73.4%、79.9%。
- **推荐板块**
- **1、免税：**从春节元旦数据来看，海南客流恢复显著，春节海南客流已经超越疫情前水平，看好全年海南客流超预期。海南省长冯飞表示2023年力争离岛免税销售额突破800亿元，充分彰显海南省领导层对做大做强离岛免税的重视程度以及强大决心。今年春节海口的亮眼表现说明其海口国际免税城爬坡顺利，项目质地优异，且2023年海棠湾一期二号地的投运将引入更多高端品牌商，继续贡献内生性增长。此外出入境政策打开，国人市内店政策有望打开新成长空间，推荐龙头中国中免+王府井，关注海南机场等。
- **2、酒店：**行业景气度回升，把握结构性变化。春节期间酒店行业整体恢复表现良好，根据多家文旅酒店集团春节数据，Club Med中国区多个度假村春节入住率超90%，总营业超19年同期近3成；华住集团旗下酒店RevPAR同比+120%，平均出租率同比最高+70%；锦江集团入住率/满房酒店数/RevPAR均创三年以来同期新高。从春节假期表现来看，酒店行业所受疫情冲击已逐步化解，行业景气度有望持续上行。聚焦后续发展，连锁化/消费升级趋势下龙头具备长期的量+价空间，其本轮周期的成长性将兑现为景气期的股价高位，锦江/首旅/华住等龙头均将迎来周期反转景气改善的β机会；此外，行业洗牌/中高端升级的背景下迎来发展机遇的二线龙头君亭酒店/金陵饭店亦值得关注。
- **3、人服教育：**国内明确进入放开阶段，且渡过了第一波感染高峰，企业用工需求与商场工作人员逐步恢复，科锐国际2022年业绩预告符合预期，整体经济背景向下好，建议密切关注科锐国际月度人头净增数进行复苏验证，推荐北京城乡。职教方面，一方面受益于线下场景修复，另一方面在国内严峻的就业形势下，有望迎来政策催化。
- **4、化妆品：**景气度仍旧承压，把握优质龙头和基本面持续改善的标的。2022年限额以上化妆品零售额为3936亿元，累计同比-4.5%，自2000年来首次出现负增长；随着疫情管控放开，出行、旅游的恢复，我们认为化妆品的使用场景持续修复，有望迎来一波复苏。持续看好景气度承压下仍保持业绩增长的头部国货品牌，推荐：稳业绩+降费用的华熙生物、推新的珀莱雅、主品牌新品加码+高端线布局贝泰妮；建议关注研发持续跟进的鲁商发展、巨子生物等美妆标的；以及上游代工行业：嘉亨家化的产能释放及爬坡、青松股份在利益机制理顺+订单边际改善下的业绩反弹。
- **5、医美：**管控放松利好医美终端消费，预期消费反弹改善医美机构盈利能力。春节假期步入尾声，各地医美机构陆续开工复工，22年12月以来因疫情压制的消费需求将有望逐步回补。随着客流量的陆续恢复，利好医美行业的景气度回弹，积极推荐医美行业龙头爱美客，建议关注区域性的医美机构龙头朗姿股份。
- **风险提示：**宏观经济增速不及预期风险；新冠疫苗接种/特效药进展不及预期风险；龙头扩张/项目推进不及预期风险；政策环境改变风险；行业竞争加剧风险。



1

免税：客流快速修复驱动离岛免税成长，市内免税政策有望加速落地

2

酒店：关注RevPAR弹性及收并购带来的增量空间

3

人服教育：把握疫后用工修复及政策支持

4

医美：细分赛道持续成长，疫后复苏弹性充足

5

化妆品：景气承压、分化延续，把握美妆疫后恢复主线

6

风险提示

CONTENTS

目录



1、免税：客流快速修复驱动离 岛免税成长，市内免税政策有望 加速落地

1 海南客流 & 离岛免税情况：春节客流修复良好，海口表现亮眼

图表：2019-2023海南春节（除夕至初六）离岛免税销售数据

		免税品销售 金额 (亿元)	购物人数 (万人次)	客单价 (元)	日均销 售额(亿 元)
2019	全省	6.01	12.20	4926	0.86
		33.56%	23.23%	—	
2020	全省	2.76	5.82	4743	0.39
		-54.05%	-52.27%	-4%	
2021	全省	9.97	11.50	8670	1.42
		261.00%	97.50%	82.78%	
2022	全省	14.73	14.34	10277	2.10
		47.78%	24.67%	18.54%	
2023	全省	15.60	15.70	9936	2.23
		5.88%	9.51%	-3.31%	

数据来源：海口海关数据，民生证券研究院
注：蓝色数据为同比增速

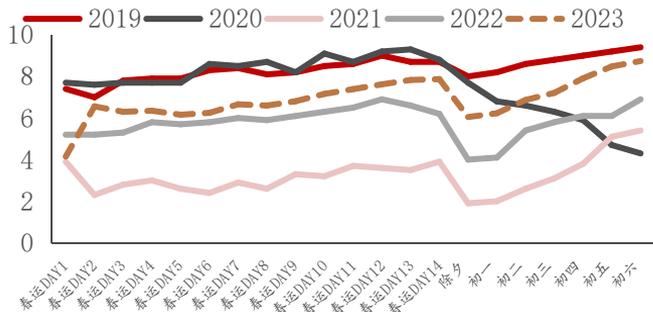
免税：三亚与去年基本持平，海口带来增量

- ▶ **海南省商务厅**：2023年春节假期全省12家离岛免税店总销售25.72亿元，日均超3.5亿元，比节前增加1.5亿元，同比2022年增长20.69%，同比2019年增长329%。**海口 & 三亚**：其中，海口6家离岛免税店总销售7.68亿元，同比2022年增长132%，同比2019年增长587%；三亚4家离岛免税店总销售17.23亿元，同比2019年增长259%。
- ▶ **海口海关**：1月21日—1月27日，春节假期，海口海关共监管离岛免税购物金额15.6亿元，购物人数15.7万人次，同比分别增长5.88%和9.51%，与2021年同期相比分别增长51.5%和64.9%。销售前三的商品品类分别为化妆品、首饰、手表。

海南客流：客流及航班数总体恢复稳健

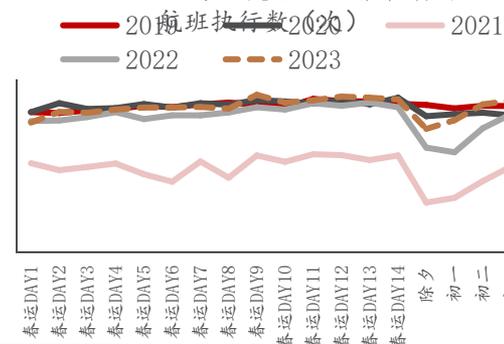
- ▶ **三亚客流**：全市共接待161.29万人次，旅游总收入48.68亿元，同比增长25.98%。
- ▶ **美兰机场客流**：23年春节假期美兰机场日均运送旅客人次7.4万人，同比+33.8%，恢复至19年春节的84%。其中1/26-1/27（大年初五-大年初六）分别达到8.5、8.7万人次，19年同期（大年初五-初六）为9.2、9.4万人次。
- ▶ **航班数据**：根据飞常准数据，23年春节假期，美兰机场和凤凰机场日均进港航班数量分别为248、206架次，同比提升10.2%、2.1%，恢复至19年同期的93%、107%。

2019-2023海口美兰机场春节期间客运人数 (万)



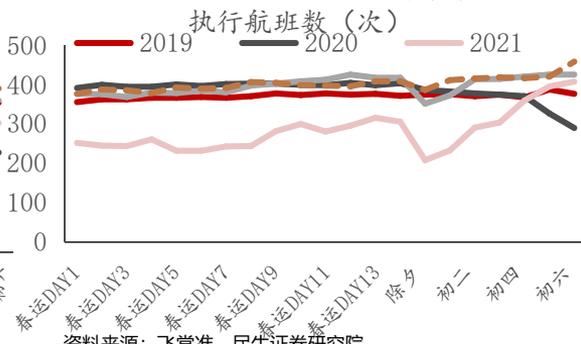
资料来源：海口美兰机场官网及官方微博，民生证券研究院

图表：三亚机场客运、航班数恢复情况良好
2019-2023海口美兰机场春节期间



资料来源：飞常准，民生证券研究院

2019-2023三亚凤凰机场春节期间



资料来源：飞常准，民生证券研究院

1 离岛免税回顾：海南客流震荡承压，渗透率&客单提升驱动离岛免税成长

- 过去两年海南客流在疫情多点散发下呈现震荡承压态势，整体客流处于历史低位。从海南月度接待游客人数来看，2020年为疫情冲击元年，海南省客流为2019年同期77.63%；2021年全年疫情较为可控，客流恢复至2019年同期97%；2022M4海南客流受多地防疫影响只恢复到2019年同期57.56%分位，后随多地解封客流逐步修复，截至7月已恢复至2019年同期92%，8月因海南省疫情散发，客流进一步承压，8/9/10月客流各为2019年同期26.64%/31.14%/48.23%。
- 销售额增长主要由渗透率&客单价提升驱动。1) 渗透率：2019年购物渗透率为7.7%，2020年离岛免税政策出台后渗透率显著提升，2020/2021年渗透率分别为15.28%/17.39%，2021年渗透率提升近10pcts；2) 客单价：22M1-M9离岛免税销售额合计271.61亿元，同比2019年增长193.16%；同期离岛免税购物人次合计为335.87万人，同比增25.33%；同期离岛免税平均客单价为7723.8元，同比增128.48%。通过测算，2022年前九月的离岛免税销售增长分约8.5成增长由客单价提升驱动。

图表：离岛免税购物金额及恢复情况（单位：百万元）



图表：离岛免税购物渗透率【实际购物人次/（三亚过夜人次+海口过夜人次）】



图表：离岛免税客单价及恢复情况（单位：元）



图表：海南省月度接待游客人数（单位：万人次）

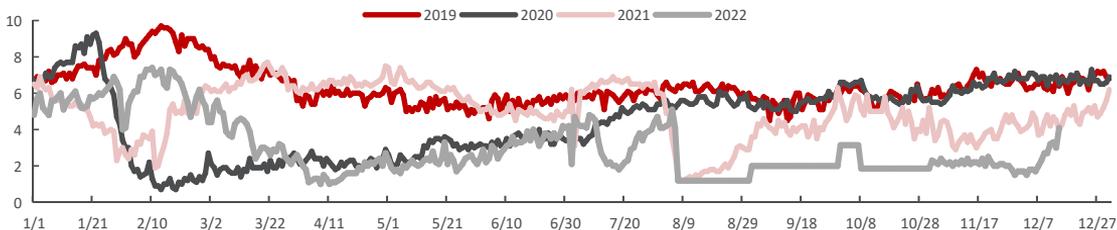


资料来源：Wind，民生证券研究院

1 离岛免税经营展望：短看客流复苏，长看扩内需下消费回流

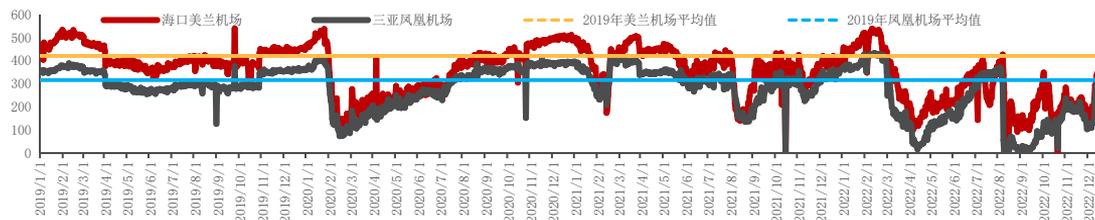
- **短看客流复苏：新十条落地+入琼政策调整下，海南客流迅速恢复，有望迎来春节旺季。**从旅客数量来看，自12月5日入琼政策调整，美兰机场日运送旅客数量明显增加，12月6日/7日/8日分别为1.7万/2万/2.3万。截至2022年12月14日，美兰机场旅客日运输量已达4.1万人次，已恢复2019年同期运输量的6.4成。从航班数量看，三亚凤凰国际机场执行航班数量有所增加。12月7日/8日/9日执行航班数量分别为133/161/234架，8日和9日航班数量环比增长21%和45%，截至2022年12月14日，三亚凤凰国际机场航班日执行数为298架，恢复至2019年同期水平的8.3成。
- 2015-2019年购物人次CAGR为23%，客流复苏下，我们假设2021-2025年购物人次CAGR为20%，以2022年前九月平均客单价7723元为不变价，则2025年离岛免税销售额有望达到1075亿元。

图表：2019-2022年海口美兰机场客流情况（单位：万人）



资料来源：海口美兰机场官网及官方微博，民生证券研究院

图表：三亚凤凰机场执行航班数量（单位：架）



资料来源：飞常准，民生证券研究院

图表：12月以来海南客流数据、美兰机场

各地至三亚机票订票增长率（2022.12.6）

机票订单较昨日增长率

长春-三亚 1050%

深圳-三亚 650%

北京-三亚 540%

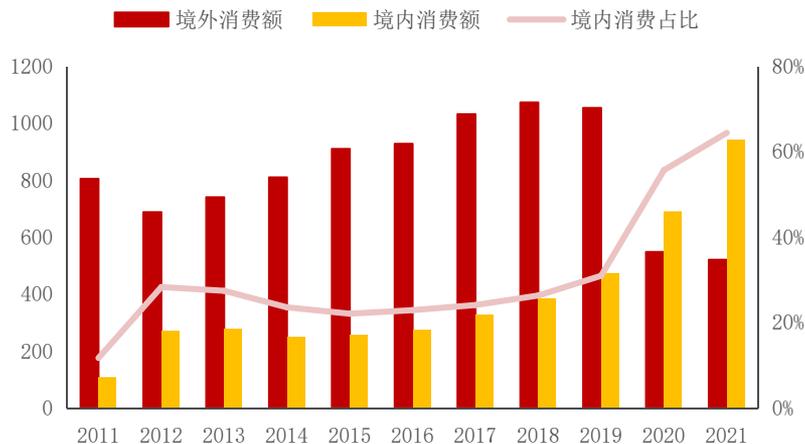
成都、武汉、昆明、南京等地到三亚机票订单量涨幅均超100%

资料来源：海广网，民生证券研究院

1 离岛免税经营展望：短看客流复苏，长看扩内需下消费回流

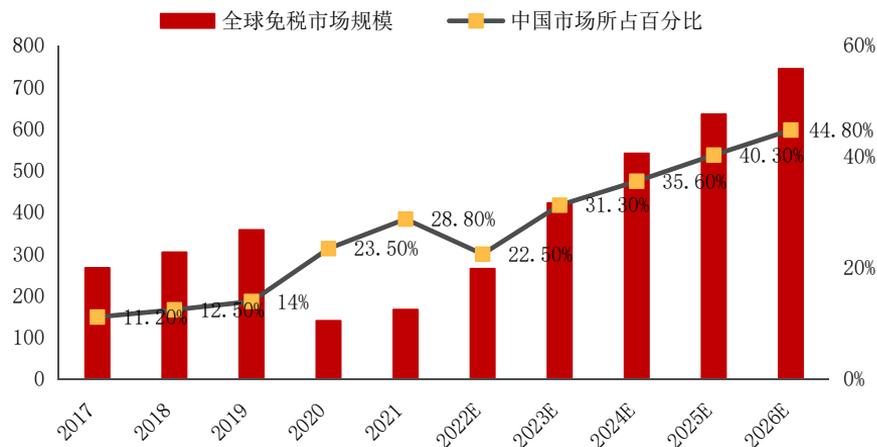
- **长看消费回流：消费回流潜在空间大，离岛免税培育消费习惯，叠加供给优化扩容进一步吸引消费回流。**
- **疫情叠加海南离岛免税政策红利加速消费回流，培育消费习惯。**从中国人境内外奢侈品消费情况来看，疫情以前，奢侈品以境外消费为主导，但境内消费占比逐步提升，从2011年的11.73%提升至30.98%。2020年全球疫情下，中国抓住机会出台离岛免税重磅政策放宽消费额度极大推动了消费回流，在离岛免税带动下，中国境内奢侈品消费占比提升至64%。
- **扩内需政策落地，将进一步深化海南国际旅游消费中心建设引导消费回流。**《扩大内需战略规划纲要（2022 - 2035年）》提出：更好满足中高端消费品消费需求，促进免税业健康有序发展，促进民族品牌加强同国际标准接轨，充分衔接国内消费需求，增加中高端消费品国内供应。培育建设国际消费中心城市，打造一批区域消费中心。深入推进海南国际旅游消费中心建设。我们认为，未来国内有望通过优化海南免税供给，吸引消费回流，进一步带动离岛免税成长。

图表：中国人境内境外奢侈品消费情况（单位：亿美元）



资料来源：要客研究院，民生证券研究院

图表：疫情期间依托离岛免税，中国免税市场快速扩容（单位：亿美元）



资料来源：中国中免港股招股说明书，民生证券研究院

1 离岛免税经营展望：短看客流复苏，长看扩内需下消费回流

- **离岛免税政策松绑，免税持牌主体由2家增加到7家。**2020年6月底《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》明确表示：具有免税品经销资格的经营主体可按规定参与海南离岛免税经营。2020年7月，海南提出按照招标等市场化竞争方式确定选择并确定新增加的海南离岛免税购物经营主体。截至2022年12月，海南离岛免税参与主体已从2019年的中免和海免两家主体扩充到“中免、海免、海旅投、深圳免税、中出服、海控免税以及王府井”等七家主体。
- **离岛免税经营面积持续扩容，品类持续扩充，进一步引导消费回流。**截至2022年离岛免税经营面积已经由2019年的10万平米增加到50万平方米，预计2023年若王府井万宁免税城以及三亚国际免税城1期2号地落成后，经营面积将增加到70万平方米，免税品类有望进一步扩充，带动客单价提升。

图表：免税持牌主体一览

运营商	背景	经营门店	离岛免税店	口岸免税店	市内免税店
中免	实控人为国务院国资委	三亚国际免税城、海口国际免税城、三亚凤凰机场等	✓	✓	✓
日上免税行	中免控股51%	上海浦东、虹桥机场、北京首都机场等		✓	
海免公司	中免控股51%	海口日月湾等	✓		
海控免税	海南国资背景，海发控股100%	海口海控全球精品免税城	✓		
海南旅投	海南省属国有独资企业	三亚海旅免税城	✓		
深圳免税	国有独资企业，深圳国资委为实控人	海口观澜湖免税店	✓	✓	
珠海免税	国企，珠海国资委为实控人	关外免税店、拱北口岸免税店等		✓	
中国出国人员服务有限公司	央企，中医药集团总公司全资子公司	中服三亚购物园店	✓	✓	✓
中侨免税	港中旅旗下单位	市内免税店位于哈尔滨			✓
王府井	北京市国资委为实控人	万宁免税城	✓	✓	✓

资料来源：投资海口网，民生证券研究院整理

图表：海南离岛免税门店持续扩容

2019年	2022年	2023年
总面积：10万平方米	总面积：50万+平方米	总面积：70万平方米
中免： 1、三亚国际免税城1期； 海免： 1、海口日月广场免税店 2、海口美兰机场免税店-T1航站楼 3、琼海博鳌免税店	中免： 1、三亚国际免税城1期、2期； 2、海口国际免税城； 3、三亚凤凰机场； 海免： 1、海口日月广场免税店 2、海口美兰机场免税店-T1、T2航站楼 3、琼海博鳌免税店 海控免税 海旅投： 三亚海旅免税城；	中免： 1、三亚国际免税城1期、2期； 2、海口国际免税城； 3、三亚凤凰机场； 4、三亚国际免税城1期2号地 海免： 1、海口日月广场免税店 2、海口美兰机场免税店-T1、T2航站楼 3、琼海博鳌免税店 海控免税 海旅投： 三亚海旅免税城； 深圳免税： 1、海口观澜湖免税店； 中出服： 1、中服三亚购物公园； 王府井： 1、万宁国际免税城

资料来源：海广网，百度百科，三亚新闻网，北国网，海口日报，民生证券研究院整理

1 离岛免税经营展望：短看客流复苏，长看扩内需下消费回流

- 根据我们测算，2025/2030/2035年单向客流分别为4200/6450/8900万人次，其中2030年航运单项客流为5200万人次，轮渡为1250万人次，假设机场渗透率为31%，客单价为9500元，轮渡渗透率为14%，客单价为3500元，则2030年离岛免税市场空间预计为1592亿元。

图表：2025年离岛免税客流情况

机场及港口	2019年吞吐量 (万人次)	2019年吞吐量 占比	扩产说明	2025年 (万人次)	2030年 (万人次)	2035年 (万人次)
海口机场	2422	40.29%	2021年底二期投入使用，预计1期+2期成熟时4500万人次，后续看三期规划	3500	4500	6000
三亚机场	2016	33.54%	凤凰机场T3航站楼以及三亚新机场，预计新机场2025年投入使用，新机场2035年运力为5600万人2700次（假设凤凰T3扩建）	2700	5600（考虑新机场）	8300
博鳌机场	56	0.93%	三期扩建预计于2024年底完成	200	300	500
海南港口	1517	25.24%	长期新海港、南港的扩建将贡献1346万人次	2000	2500	3000
合计	6011	100.00%		8400	12900	17800

资料来源：南海网，南海都市报，海南日报客户端，海南发布，民生证券研究院测算

图表：2025年离岛免税机场/轮渡市场规模

离岛机场免税规模										离岛轮渡免税规模									
转化率	客单价									转化率	客单价								
	7000	7500	8000	8500	9000	9500	10000	10500	11000		2000	2500	3000	3500	4000	4500	5000	5500	6000
25%	910	975	1,040	1,105	1,170	1,235	1,300	1,365	1,430	8%	20	25	30	35	40	45	50	55	60
28%	1,019	1,092	1,165	1,238	1,310	1,383	1,456	1,529	1,602	11%	28	34	41	48	55	62	69	76	83
31%	1,128	1,209	1,290	1,370	1,451	1,531	1,612	1,693	1,773	14%	35	44	53	61	70	79	88	96	105
34%	1,238	1,326	1,414	1,503	1,591	1,680	1,768	1,856	1,945	17%	43	53	64	74	85	96	106	117	128
37%	1,347	1,443	1,539	1,635	1,732	1,828	1,924	2,020	2,116	20%	50	63	75	88	100	113	125	138	150
40%	1,456	1,560	1,664	1,768	1,872	1,976	2,080	2,184	2,288	23%	58	72	86	101	115	129	144	158	173
43%	1,565	1,677	1,789	1,901	2,012	2,124	2,236	2,348	2,460	26%	65	81	98	114	130	146	163	179	195
46%	1,674	1,794	1,914	2,033	2,153	2,272	2,392	2,512	2,631	29%	73	91	109	127	145	163	181	199	218
49%	1,784	1,911	2,038	2,166	2,293	2,421	2,548	2,675	2,803	32%	80	100	120	140	160	180	200	220	240
52%	1,893	2,028	2,163	2,298	2,434	2,569	2,704	2,839	2,974										

资料来源：民生证券研究院测算

市内免税：2023年免税政策有望加速落地，建设一批中国特色市内免税店

- 目前，我国有两种市内免税政策：回国补购型市内免税店和出境市内免税店
- 1) 国人市内免税店：前者主要服务于180天内有出入境记录的中国公民，消费者仅有5000元免税额度，可在现场购买提货。
- 2) 离境市内免税店：后者针对离境外国游客，没有额度限制，但需在机场保税区提货。
- 从政策来看，2020年3月国家发改委发布《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》，完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店。鼓励有条件的城市对市内免税店的建设经营提供土地、融资等支持，在机场口岸免税店为市内免税店设立离境提货点。**近两年各地加快市内免税店开业筹备，在出入境政策有望持续优化的背景下，我们预期明年市内免税政策有望加速推出。**

图表：2020年以来国内离岛免税政策

日期	政策	主要内容
2020.3.13	关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见	完善市内免税店政策 ，建设一批中国特色市内免税店。鼓励有条件的城市对市内免税店的建设经营提供土地、融资等支持，在机场口岸免税店为市内免税店设立离境提货点。
2021.6.3	浙江省国内贸易发展“十四五”规划和浙江省自由贸易发展“十四五”规划	引进国外消费品牌，扩大优质消费品进口，打造进口商品世界超市；建设免税店、免税购物街区，优化退税流程；进一步集聚长三角、中西部和全球消费资源，吸引外来消费，培育具有全球影响力的国际消费中心城市，打造国内大循环战略支点。
2021.10.23	陕西省商务发展“十四五”规划	加快 西安市内免税店 开业，对标韩国、日本等国市内免税店发展经验实施高标准经营，设置国际品牌商品、陕西特色商品等多元商品陈设柜台，推动市内购买与机场提货等购物流程衔接。增加离境退税商店密度，优化离境退税流程与服务。
2021.10.27	成渝地区双城经济圈建设规划纲要	支持符合条件的地区建设 市内免税店 、口岸免税店、离境提货点。优化离境退税服务，促进国际消费便利化。
2021.12.1	山西省“十四五”“一带一路”开放型经济发展及对外开放新高地建设规划的通知	积极跟踪国家免税店政策，争取建设 山西特色市内免税店 ，提升购物退税服务水平，持续吸引国际游客赴我省旅游消费。
2022.2.28	深圳市关于加快建设国际消费中心城市的若干措施	将争取国家政策支持，推动建设具有 深圳特色 的 市内免税店 ，引导境外消费回流。

资料来源：财政部，商务海关总署，国家税务总局，民生证券研究院整理

图表：市内免税空间敏感性测算（单位：亿元）

2019年中国内地居民出入境3.5亿人次，额度为5000元		渗透率								
内地居民出境人数（万人）	客单价（元）	1%	5%	10%	15%	20%	25%	30%	35%	40%
17500	2000	35	175	350	525	700	875	1050	1225	1400
	3000	52.5	262.5	525	787.5	1050	1312.5	1575	1837.5	2100
	4000	70	350	700	1050	1400	1750	2100	2450	2800
	5000	87.5	437.5	875	1312.5	1750	2187.5	2625	3062.5	3500
	6000	105	525	1050	1575	2100	2625	3150	3675	4200
	7000	122.5	612.5	1225	1837.5	2450	3062.5	3675	4287.5	4900
	8000	140	700	1400	2100	2800	3500	4200	4900	5600
	9000	157.5	787.5	1575	2362.5	3150	3937.5	4725	5512.5	6300
	10000	175	875	1750	2625	3500	4375	5250	6125	7000
	11000	192.5	962.5	1925	2887.5	3850	4812.5	5775	6737.5	7700
	18000	2000	36	180	360	540	720	900	1080	1260
3000		54	270	540	810	1080	1350	1620	1890	2160
4000		72	360	720	1080	1440	1800	2160	2520	2880
5000		90	450	900	1350	1800	2250	2700	3150	3600
6000		108	540	1080	1620	2160	2700	3240	3780	4320
7000		126	630	1260	1890	2520	3150	3780	4410	5040
8000		144	720	1440	2160	2880	3600	4320	5040	5760
9000		162	810	1620	2430	3240	4050	4860	5670	6480
10000		180	900	1800	2700	3600	4500	5400	6300	7200
11000		198	990	1980	2970	3960	4950	5940	6930	7920
18500	2000	37	185	370	555	740	925	1110	1295	1480
	3000	55.5	277.5	555	832.5	1110	1387.5	1665	1942.5	2220
	4000	74	370	740	1110	1480	1850	2220	2590	2960
	5000	92.5	462.5	925	1387.5	1850	2312.5	2775	3237.5	3700
	6000	111	555	1110	1665	2220	2775	3330	3885	4440
	7000	129.5	647.5	1295	1942.5	2590	3237.5	3885	4532.5	5180
	8000	148	740	1480	2220	2960	3700	4440	5180	5920
	9000	166.5	832.5	1665	2497.5	3330	4162.5	4995	5827.5	6660
	10000	185	925	1850	2775	3700	4625	5550	6475	7400
	11000	203.5	1017.5	2035	3052.5	4070	5087.5	6105	7122.5	8140

资料来源：Wind，民生证券研究院测算

图表：中免业绩敏感性测算（单位：亿元）

归母净利润测算（单位：亿元）		离岛游客人次（单位：万人）								
		2,390	2,400	2,410	2,420	2,430	2,440	2,450	2,460	2,470
海棠湾毛利率	21%	116	116	117	117	118	118	118	119	119
	22%	120	121	121	122	122	123	123	124	124
	23%	125	126	126	127	127	128	128	128	129
	24%	130	130	131	131	132	132	133	133	134
	25%	134	135	135	136	136	137	138	138	139
	26%	139	140	140	141	141	142	142	143	143
	27%	144	144	145	145	146	147	147	148	148
	28%	148	149	149	150	151	151	152	152	153
	29%	153	154	154	155	155	156	157	157	158
	30%	158	158	159	160	160	161	161	162	163

对应PE-2023年		离岛游客人次（单位：万人）								
		2,390	2,400	2,410	2,420	2,430	2,440	2,450	2,460	2,470
海棠湾毛利率	21%	39.1	39.0	38.8	38.7	38.5	38.4	38.2	38.1	37.9
	22%	37.6	37.4	37.3	37.2	37.0	36.9	36.7	36.6	36.5
	23%	36.2	36.1	35.9	35.8	35.6	35.5	35.4	35.2	35.1
	24%	34.9	34.8	34.6	34.5	34.4	34.2	34.1	34.0	33.8
	25%	33.7	33.6	33.4	33.3	33.2	33.0	32.9	32.8	32.7
	26%	32.6	32.4	32.3	32.2	32.1	31.9	31.8	31.7	31.6
	27%	32.6	32.4	32.3	32.2	32.1	31.9	31.8	31.7	31.6
	28%	31.5	31.4	31.3	31.1	31.0	30.9	30.8	30.7	30.5
	29%	30.5	30.4	30.3	30.2	30.0	29.9	29.8	29.7	29.6
	30%	29.6	29.5	29.4	29.2	29.1	29.0	28.9	28.8	28.7

资料来源：Wind，民生证券研究院测算

注：其他毛利率与海棠湾毛利率维持一定对应关系

1 中国中免：新海港项目顺利落地，多个扩建项目蓄势待发

- **新海港项目如期落地：**在公司高效推进海口国际免税城的工程建设、招商落位、店铺装修及运营筹备工作下，该项目于10月28日顺利开业运营，公司在海南的免税业务布局进一步完善，未来海口国际免税城项目将全面对标三亚海棠湾项目。
- **开业当日，海南11家离岛免税店总销售额超7亿元，创下海南离岛免税店单日销售额历史新高，接近以往历史最高值的2倍。**其中海口国际免税城进店人数超4.4万人次，销售额超6000万元。
- **新项目蓄势待发：**1) **中免于2021年3月宣布开发建设三亚国际免税城一期2号地，预计明年落地。**该项目旨在建设集免税商业与高端酒店为一体的旅游零售综合体项目，通过与三亚国际免税城、三亚海棠湾河心岛项目有机结合，业态互补，打造三亚海棠湾一站式高端旅游消费目的地。2) **2022年10月联手太古里竞拍地块建设度假型零售项目，预计于2024年落成。**该项目致力打造含有税购物商场、酒店等多元化的综合体，用于引进高端有税品牌。3) **公司积极推动三亚凤凰机场免税店二期、三期相关新增免税经营面积的规划、装修及招商、相关权证办理及免税品经营资质审批等工作，预计新增机场免税面积6000平米。**

图表：海口国际免税城和三亚国际免税城一期2号地收入敏感性测算（单位：亿元）

海口/三亚游客人次	客单价（元）	渗透率							
		3%	5%	7%	10%	15%	20%	25%	30%
（海口2019年过夜人次为1717.6万人） 1700万人	7000	36	60	83	119	179	238	298	357
	7500	38	64	89	128	191	255	319	383
	8000	41	68	95	136	204	272	340	408
	8500	43	72	101	145	217	289	361	434
	9000	46	77	107	153	230	306	383	459
	9500	48	81	113	162	242	323	404	485
（三亚2019年过夜人次为2396万人） 2400万人	7000	50.4	84	117.6	168	252	336	420	504
	7500	54	90	126	180	270	360	450	540
	8000	57.6	96	134.4	192	288	384	480	576
	8500	61.2	102	142.8	204	306	408	510	612
	9000	64.8	108	151.2	216	324	432	540	648
	9500	68.4	114	159.6	228	342	456	570	684

资料来源：Wind，民生证券研究院测算

王府井：万宁独家免税项目23年元月开业，市内免税亦有想象空间

- **依托万宁首创奥莱，公司首个离岛免税项目2023年1月有望落地。**根据《万宁市第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》，2025年万宁市计划达到年接待旅游人次800万人次，我们假设2025年万宁客流达到800万人次，中性假设下客单价为5000元，转化率为14%，则2025年万宁项目收入有望达到56亿元。
- **市内、口岸免税店静待政策催化，想象空间大。**
- **1) 机场免税静待出境游业务放开政策催化。**根据《中国商报》，2022年9月公司董事长杜宝祥再次表示，正在加快北京口岸免税店的建设。我们认为，若明年出境游业务放开，公司机场免税店有望加速落地，进一步开拓公司免税渠道。
- **2) 市内免税静待国人离境市内免税店政策催化。**公司拥有较多优质的自有物业，且占据核心的商圈，此外，杜宝祥曾表示将在环球影城内开办市内免税店项目。

图表：市内免税空间测算

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E		
							保守	中性	乐观
过夜人次 (万人次)	513.68	251.9	351.84	350	455	591.5	800	800	800
YOY	-	-50.96%	39.67%	-0.52%	30.00%	30.00%	35.25%	35.25%	35.25%
转化率	-	-	-	-	8%	10%	12%	14%	16%
购买人次 (万人次)	-	-	-	-	36.4	59.15	96	112	128
客单价 (元)	-	-	-	-	4000	4500	5000	5000	5000
免税空间 (万元)	-	-	-	-	145600	266175	480000	560000	640000

资料来源：海南省文旅厅，wind，民生证券研究院

图表：公司口岸及市内免税规划相关报道

时间	新闻来源	内容
2020年9月	澎湃新闻	杜宝祥表示，目前公司正在首都国际机场和北京大兴国际机场推动机场免税店落地，具体开店位置在磋商当中。
2020年9月	国务院	支持王府井步行街在营造国际化消费环境和优质营商环境、打造国际化消费区域等方面先行先试。优化市内免税店布局，统筹协调在机场隔离区内为市内免税店设置离境提货点，落实免税店相关政策。
2021年5月	北京商报	杜宝祥表示，首都机场的口岸免税店预计会在2021年开出。
2021年9月	北京日报	杜宝祥表示，王府井计划在环球影城筹办市内免税店项目，目前正在等待政府部门审批。
2022年9月	中国商报	杜宝祥表示，王府井正加快推进北京口岸免税店建设，积极做好与机场集团的沟通，做好项目选址及落地工作；同时，积极争取市内免税店政策及项目的推进。

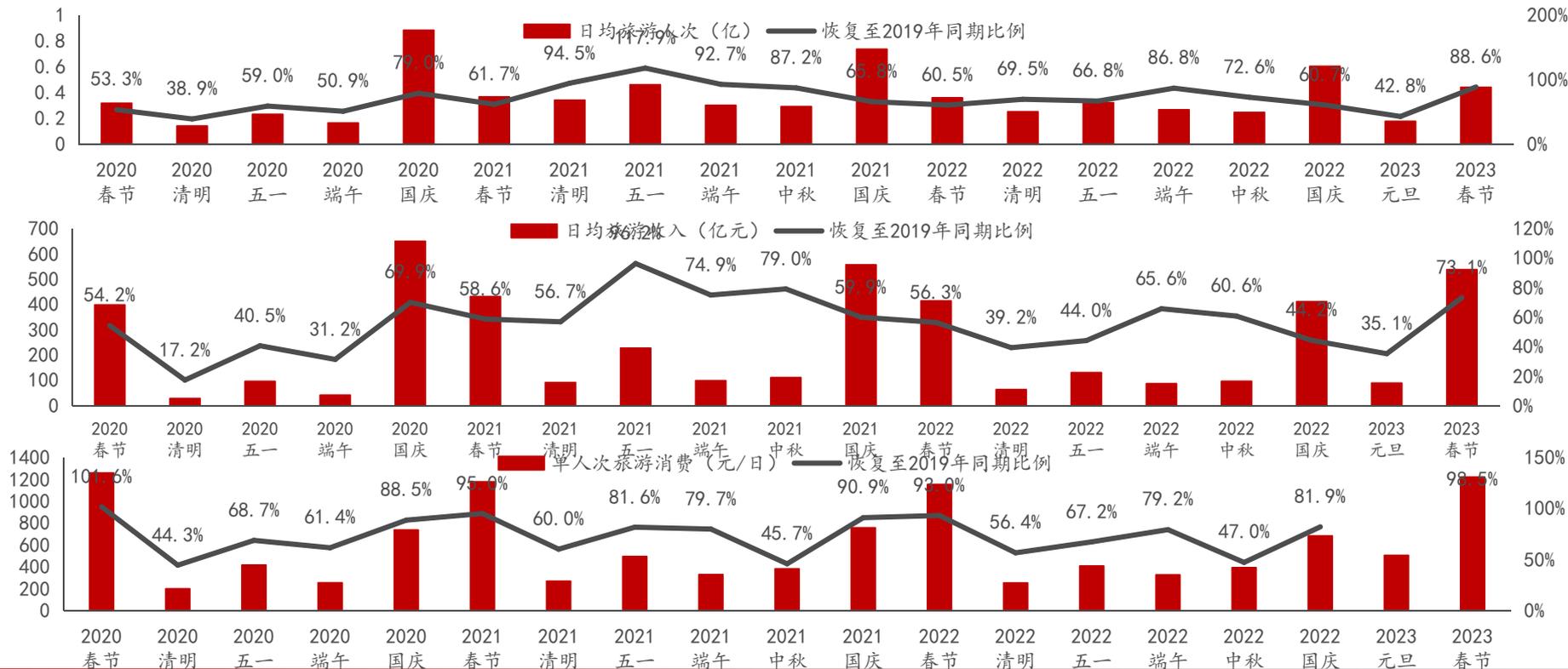
资料来源：澎湃新闻，国务院，北京商报，北京日报，中国商报，民生证券研究院测算

2、酒店：关注RevPAR弹性及 收并购带来的增量空间

酒店：全国客流春节出行人次超预期，出行必选酒店受益

➤ 2023年春节修复略超预期，恢复率为2022年后新高，仅次于21年4-6月假期：今年春节假期全国国内旅游出游3.08亿人次，同比增长23.1%，恢复至2019年同期的88.6%。实现国内旅游收入3758.43亿元，同比增长30%，恢复至2019年同期的73.1%。旅行社及相关服务业销售收入同比增长1.3倍，已恢复至2019年春节假期的80.7%。旅游饭店、经济型连锁酒店销售收入同比分别增长16.4%、30.6%，分别恢复至2019年春节假期的73.4%、79.9%。

图表：2022春节至2023春节期间节假日出行数据



资料来源：交通运输部，民生证券研究院

- **华住酒店：热门旅游目的地酒店预订数据明显提升，度假酒店备受欢迎。**以春节7天假期为例，海南万宁的预订率超过80%，西双版纳的预订率已超过75%，普洱、北海预订率都超过60%，广州沙面、上下九等热门商圈预订率超过73%，北京天安门、哈尔滨市中央大街预订率也超过65%。度假酒店备受欢迎，华住旗下的花间堂品牌新近开业的丽水云和花间堡·蔷薇酒店推出了初二到初四 3天2晚精品旅拍团活动，目前，华住会APP显示该酒店初二到初六均已订满。
- **锦江酒店：全国酒店入住率自元旦以来稳步复苏。**自元旦小长假以来，全国酒店入住率稳步提升，1月第1周入住率环比净提升9%，1月10日满房酒店为2021年同期3倍以上，复苏势头强劲，预计全国酒店入住率于春节小长假进一步提升。
- **丽芮酒店：旅游目的地酒店量价齐升。**1月23日，珠海拱北口岸丽芮酒店、昆明翠湖丽芮酒店均为满房，昆明翠湖丽芮酒店从1月4日起连续21日OCC超90%，单日最高RevPAR达1131元。
- **复星旅文：Club Med春节假期预订量增长超19年。**截至2023年1月7日，Club Med地中海俱乐部中国业务春节假期预订量与2022年春节同期相比增加近四成，较2019年春节同期有所增长。
- **海昌奥特曼酒店：特色酒店火爆上海，奥特曼主题一房难求。**上海海昌海洋公园引入奥特曼IP吸引流量，修建主题酒店打造沉浸式体验。12月21日，全国首家奥特曼主题酒店于上海海昌海洋公园开启首日预售，人气火爆，3秒售罄一房难求。正月初三、初五上海海昌海洋公园单日入园人次突破4.5万人，园区内奥特曼主题酒店满房。
- **天目湖旅游度假区：涵田度假村、御水温泉度假酒店、竹溪谷酒店、美齐山野温泉度假村等假期连续三日满房。**
- **云南：截至1月3日，西双版纳酒店单间夜价格最高为将近8万元，春节期间部分酒店单间价格较去年12月底提升10倍以上，经济型酒店价格突破千元；大理的各类民宿、客栈有7000家左右，其中中高端占10%；1月中旬到春节期间，大理的民宿房间总体预订率达到80%，中高端民宿订房率已超过90%，普通民宿预订率达到70%左右；根据木鸟民宿数据，1月4日-10日大理、丽江、西双版纳、昆明的春节假期民宿预订量环比增长243%、104%、99.8%和77%；大理州文旅局公布数据显示，春节期间大理民宿、客栈预定量提升10倍，约6000间客房被住满。**
- **君亭：1月24日，6家直营，11家委托管理满房；1月25日，3家直营，11家委托管理满房；1月26日，2家直营，8家委托管理满房。**
- **希尔顿欢朋：23年1月23日，希尔顿欢朋酒店共有97家酒店满房，28城酒店满房；其中三亚未名湖公园希尔顿欢朋酒店综合RevPAR达1559元，扬州全城RevPAR达785元，厦门全城RevPAR达780元，舟山RevPAR达742元，三亚、西昌、攀枝花、峨眉山、桐乡RevPAR过千，江苏省30家门店OCC为91.5%，ADR为520元，RevPAR为476元，云南省全省OCC为99.8%；桐乡乌镇希尔顿欢朋酒店RevPAR为1017元，西昌邛海希尔顿欢朋酒店RevPAR为1380元，深圳大梅沙希尔顿欢朋酒店RevPAR为1254元。**

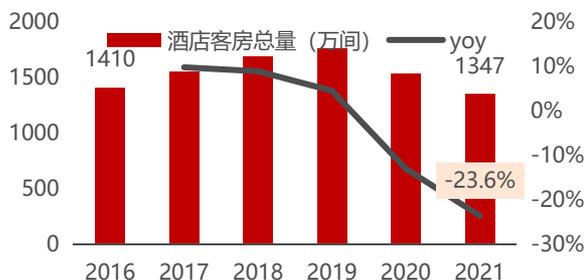
酒店：供给去化下的RevPAR弹性带来新看点

➢ 供给端：供给端历史性去化，疫情冲击下21年酒店供给较20年进一步去化，客房总数同比下滑13.0%，较19年下滑24%。供给数量低于16年；以每万人城镇人口拥有的酒店客房数计算，当前酒店业的“供给水平”亦低于上一轮周期刚开始复苏的16年，后续如需求复苏，将迎来明显的供需缺口。

图表：21年住宿业供给较19年下降25%



图表：21年酒店供给较19年下降24%



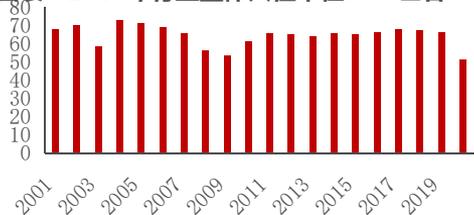
图表：21年每万城镇人口拥有酒店客房数低于16年水平 (间)



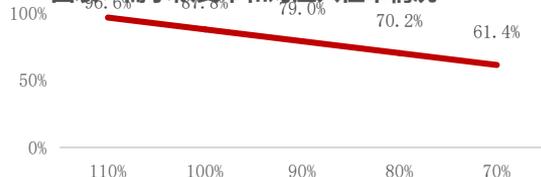
■ 经营数据预计有较大弹性：如后续需求复苏，看好龙头公司整体RevPAR提升幅度在10%以上

➢ 2019年行业整体入住率约66%，行业总供给为1892万间客房，以此计算全年有效出租的客房数在1250万间，基于21年底的供给水平，对应的出租率在87.8%，较疫情前提升幅度在20pct，如需求修复至疫情前的90%，入住率达79%，较疫情前提升幅度在13pct；考虑到龙头酒店集团持续的结构升级，预计房价提升幅度在年化3%左右，整体RevPAR较疫情前提升幅度在20%以上

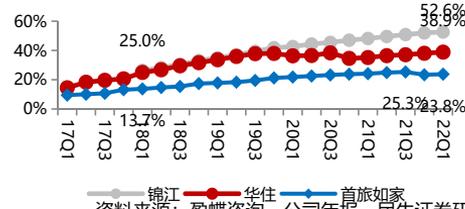
图表：2019年行业整体入住率在65%左右



图表：需求恢复率和对应该入住率情况



图表：三大酒店龙头中高端门店占比情况



资料来源：盈蝶咨询，公司年报，民生证券研究院测算

短期看疫情放开过程中的波段机会，中长期看复苏演绎后的业绩弹性

- 锦江RevPAR+ 1%，业绩+2.6%；首旅RevPAR + 1%，业绩+4%；考虑到RevPAR潜在的弹性，业绩弹性亦有望超预期。
- 看好酒店板块在国内防疫政策日趋放宽，乃至解除后，随经营数据兑现释放业绩，驱动板块股价超过2020-2022年期间的股价高点。

图表：锦江酒店业绩敏感性测试

锦江2023年业绩（亿元）

		2023年RevPAR相比2019年RevPAR同期增幅										
		-20%	-16%	-12%	-8%	-4%	0%	4%	8%	12%	16%	20%
2023年境内门店净增数量	700	7.93	10.23	12.53	14.83	17.13	19.43	21.72	24.02	26.32	28.62	30.92
	800	8.01	10.32	12.63	14.94	17.25	19.55	21.86	24.17	26.48	28.79	31.10
	900	8.10	10.41	12.73	15.05	17.37	19.68	22.00	24.32	26.64	28.95	31.27
	1000	8.18	10.51	12.83	15.16	17.49	19.81	22.14	24.47	26.79	29.12	31.45
	1100	8.26	10.60	12.94	15.27	17.61	19.94	22.28	24.61	26.95	29.29	31.62
	1200	8.35	10.69	13.04	15.38	17.73	20.07	22.42	24.76	27.11	29.45	31.80
	1300	8.43	10.79	13.14	15.49	17.85	20.20	22.56	24.91	27.26	29.62	31.97
	1400	8.52	10.88	13.24	15.60	17.97	20.33	22.69	25.06	27.42	29.78	32.15
1500	8.60	10.97	13.34	15.72	18.09	20.46	22.83	25.20	27.58	29.95	32.32	

锦江2023年PE

		2023年RevPAR相比2019年RevPAR同期增幅										
		-20%	-16%	-12%	-8%	-4%	0%	4%	8%	12%	16%	20%
2023年门店净增数量	700	78.5	60.8	49.7	42.0	36.3	32.0	28.6	25.9	23.6	21.7	20.1
	800	77.7	60.3	49.3	41.7	36.1	31.8	28.5	25.7	23.5	21.6	20.0
	900	76.9	59.7	48.9	41.3	35.8	31.6	28.3	25.6	23.4	21.5	19.9
	1000	76.1	59.2	48.5	41.0	35.6	31.4	28.1	25.4	23.2	21.4	19.8
	1100	75.3	58.7	48.1	40.7	35.3	31.2	27.9	25.3	23.1	21.2	19.7
	1200	74.5	58.2	47.7	40.5	35.1	31.0	27.8	25.1	23.0	21.1	19.6
	1300	73.8	57.7	47.4	40.2	34.9	30.8	27.6	25.0	22.8	21.0	19.5
	1400	73.1	57.2	47.0	39.9	34.6	30.6	27.4	24.8	22.7	20.9	19.4
1500	72.4	56.7	46.6	39.6	34.4	30.4	27.3	24.7	22.6	20.8	19.3	

图表：首旅酒店业绩敏感性测试

首旅2023年业绩（亿元）

		2023年RevPAR相比2019年RevPAR同期增幅										
		-20%	-16%	-12%	-8%	-4%	0%	4%	8%	12%	16%	20%
2023年门店净增数量	700	1.9	3.4	4.9	6.4	7.9	9.5	11.0	12.5	14.0	15.5	17.0
	800	2.0	3.5	5.1	6.6	8.1	9.6	11.2	12.7	14.2	15.7	17.3
	900	2.1	3.7	5.2	6.7	8.3	9.8	11.3	12.9	14.4	15.9	17.5
	1000	2.3	3.8	5.4	6.9	8.4	10.0	11.5	13.1	14.6	16.1	17.7
	1100	2.4	4.0	5.5	7.1	8.6	10.1	11.7	13.2	14.8	16.3	17.9
	1200	2.6	4.1	5.7	7.2	8.8	10.3	11.9	13.4	15.0	16.5	18.1
	1300	2.7	4.3	5.8	7.4	8.9	10.5	12.1	13.6	15.2	16.7	18.3
	1400	2.8	4.4	6.0	7.5	9.1	10.7	12.2	13.8	15.4	16.9	18.5
1500	3.0	4.6	6.1	7.7	9.3	10.8	12.4	14.0	15.6	17.1	18.7	

首旅2023年PE

		2023年RevPAR相比2019年RevPAR同期增幅										
		-20%	-16%	-12%	-8%	-4%	0%	4%	8%	12%	16%	20%
2023年门店净增数量	700	155.4	85.7	59.1	45.1	36.5	30.6	26.4	23.2	20.7	18.7	17.0
	800	144.6	82.1	57.3	44.0	35.8	30.1	26.0	22.9	20.4	18.4	16.8
	900	135.2	78.8	55.6	43.0	35.0	29.6	25.6	22.5	20.1	18.2	16.6
	1000	127.0	75.8	54.1	42.0	34.3	29.0	25.2	22.2	19.9	18.0	16.4
	1100	119.7	73.0	52.6	41.0	33.7	28.5	24.8	21.9	19.6	17.7	16.2
	1200	113.2	70.4	51.1	40.1	33.0	28.1	24.4	21.6	19.3	17.5	16.0
	1300	107.3	68.0	49.8	39.3	32.4	27.6	24.0	21.3	19.1	17.3	15.8
	1400	102.1	65.8	48.5	38.4	31.8	27.1	23.7	21.0	18.8	17.1	15.7
1500	97.3	63.7	47.3	37.6	31.2	26.7	23.3	20.7	18.6	16.9	15.5	

资料来源：Wind，民生证券研究院测算

- 短期看疫情放开过程中的波段机会，中长期看复苏演绎后的业绩弹性
- 君亭RevPAR+ 1%，业绩+1.56%；金陵RevPAR+ 1%，业绩+0.33%；考虑到RevPAR潜在的弹性，业绩弹性亦有望超预期。
- 看好酒店板块在国内防疫政策日趋放宽，乃至解除后，随经营数据兑现释放业绩，驱动板块股价超过2020-2022年期间的股价高点。

图表：君亭业绩敏感性测试

2023年君亭业绩

		2023年RevPAR相比2019年RevPAR同期增幅																
		-12%	-10%	-8%	-6%	-4%	-2%	0%	2%	4%	6%	8%	10%	12%	14%	16%	18%	20%
2023年直 营门店净 增数量	1	1.41	1.46	1.51	1.56	1.61	1.66	1.72	1.77	1.82	1.87	1.92	1.97	2.02	2.08	2.13	2.18	2.23
	2	1.45	1.50	1.55	1.61	1.66	1.72	1.77	1.82	1.88	1.93	1.98	2.04	2.09	2.15	2.20	2.25	2.31
	3	1.48	1.54	1.60	1.65	1.71	1.76	1.82	1.88	1.93	1.99	2.05	2.10	2.16	2.21	2.27	2.33	2.38
	4	1.52	1.58	1.63	1.69	1.75	1.81	1.87	1.93	1.99	2.05	2.10	2.16	2.22	2.28	2.34	2.40	2.46
	5	1.55	1.61	1.67	1.73	1.79	1.86	1.92	1.98	2.04	2.10	2.16	2.22	2.28	2.34	2.40	2.47	2.53
	6	1.58	1.64	1.71	1.77	1.83	1.90	1.96	2.02	2.09	2.15	2.21	2.28	2.34	2.40	2.47	2.53	2.59
	7	1.61	1.68	1.74	1.81	1.87	1.94	2.01	2.07	2.14	2.20	2.27	2.33	2.40	2.46	2.53	2.60	2.66
	8	1.64	1.71	1.78	1.84	1.91	1.98	2.05	2.12	2.18	2.25	2.32	2.39	2.45	2.52	2.59	2.66	2.73
	9	1.67	1.74	1.81	1.88	1.95	2.02	2.09	2.16	2.23	2.30	2.37	2.44	2.51	2.58	2.65	2.72	2.79
	10	1.70	1.77	1.84	1.91	1.98	2.06	2.13	2.20	2.27	2.35	2.42	2.49	2.56	2.64	2.71	2.78	2.85

2023年君亭业绩

		2023年RevPAR相比2019年RevPAR同期增幅																
		-12%	-10%	-8%	-6%	-4%	-2%	0%	2%	4%	6%	8%	10%	12%	14%	16%	18%	20%
2023年直 营门店净 增数量	1	62.4	60.2	58.1	56.2	54.4	52.8	51.2	49.7	48.3	47.0	45.7	44.5	43.4	42.3	41.3	40.3	39.4
	2	60.7	58.5	56.5	54.6	52.8	51.2	49.6	48.2	46.8	45.5	44.2	43.1	42.0	40.9	39.9	39.0	38.1
	3	59.2	57.1	55.0	53.2	51.4	49.8	48.2	46.8	45.4	44.1	42.9	41.8	40.7	39.7	38.7	37.7	36.9
	4	57.9	55.7	53.7	51.9	50.1	48.5	47.0	45.6	44.2	42.9	41.7	40.6	39.5	38.5	37.6	36.6	35.8
	5	56.7	54.5	52.5	50.7	48.9	47.3	45.8	44.4	43.1	41.8	40.7	39.5	38.5	37.5	36.5	35.6	34.8
	6	55.5	53.4	51.4	49.6	47.9	46.3	44.8	43.4	42.1	40.8	39.7	38.6	37.5	36.5	35.6	34.7	33.8
	7	54.5	52.4	50.4	48.6	46.9	45.3	43.8	42.4	41.1	39.9	38.7	37.6	36.6	35.6	34.7	33.8	33.0
	8	53.5	51.4	49.4	47.6	45.9	44.4	42.9	41.5	40.2	39.0	37.9	36.8	35.8	34.8	33.9	33.0	32.2
	9	52.6	50.5	48.6	46.7	45.1	43.5	42.0	40.7	39.4	38.2	37.1	36.0	35.0	34.0	33.1	32.3	31.5
	10	51.8	49.7	47.7	45.9	44.3	42.7	41.3	39.9	38.6	37.4	36.3	35.3	34.3	33.3	32.4	31.6	30.8

2023年RevPAR相比2019年RevPAR同期增幅

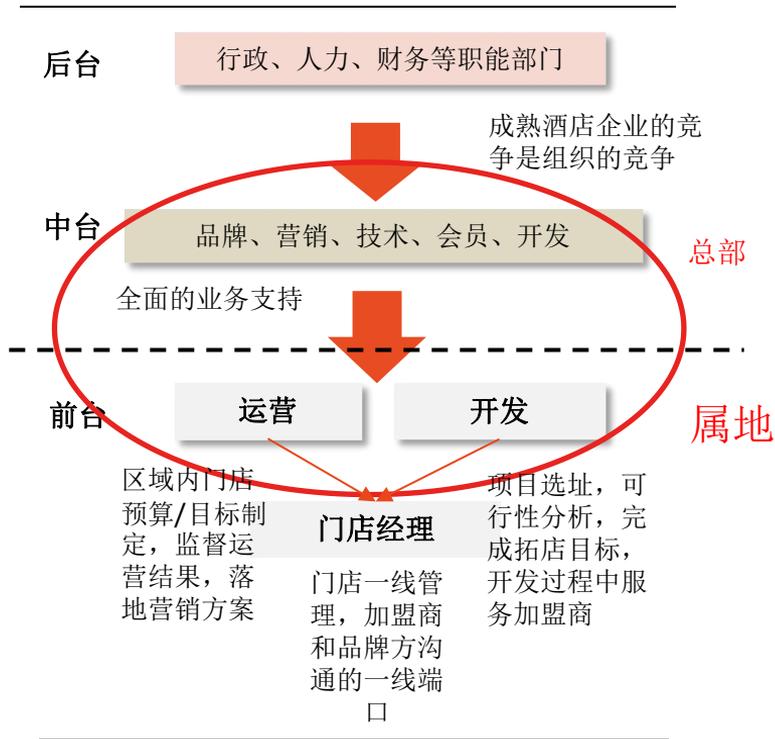
		-6%	-5%	-4%	-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%
2023 年净 开业 直营 门店 数	0	1.41	1.42	1.42	1.43	1.43	1.43	1.44	1.44	1.45	1.45	1.46	1.46	1.47	1.47	1.48	1.48	1.49
	1	1.42	1.42	1.43	1.43	1.44	1.44	1.45	1.45	1.46	1.46	1.47	1.47	1.48	1.48	1.48	1.49	1.49
	2	1.43	1.43	1.44	1.44	1.44	1.45	1.45	1.46	1.46	1.47	1.47	1.48	1.48	1.49	1.49	1.50	1.50
	3	1.43	1.44	1.44	1.45	1.45	1.46	1.46	1.47	1.47	1.48	1.48	1.49	1.49	1.50	1.50	1.51	1.51
	4	1.44	1.44	1.45	1.45	1.46	1.46	1.47	1.47	1.48	1.48	1.49	1.49	1.50	1.50	1.51	1.51	1.52
	5	1.45	1.45	1.46	1.46	1.47	1.47	1.48	1.48	1.49	1.49	1.50	1.50	1.51	1.51	1.52	1.52	1.53
	6	1.45	1.46	1.46	1.47	1.47	1.48	1.48	1.49	1.50	1.50	1.51	1.51	1.52	1.52	1.53	1.53	1.54
	7	1.46	1.47	1.47	1.48	1.48	1.49	1.49	1.50	1.50	1.51	1.51	1.52	1.52	1.53	1.53	1.54	1.54
	8	1.47	1.47	1.48	1.48	1.49	1.50	1.50	1.51	1.51	1.52	1.52	1.53	1.53	1.54	1.54	1.55	1.55
	9	1.48	1.48	1.49	1.49	1.50	1.50	1.51	1.51	1.52	1.52	1.53	1.53	1.54	1.55	1.55	1.56	1.56
10	1.48	1.49	1.49	1.50	1.50	1.51	1.52	1.52	1.53	1.53	1.54	1.54	1.55	1.55	1.56	1.56	1.57	

2023年RevPAR相比2019年RevPAR同期增幅

		-6%	-5%	-4%	-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%
2023 年净 开业 直营 门店 数	0	29.8	29.7	29.6	29.5	29.4	29.3	29.2	29.1	29.0	28.9	28.8	28.7	28.6	28.5	28.4	28.4	28.3
	1	29.6	29.5	29.4	29.3	29.2	29.1	29.0	28.9	28.8	28.7	28.7	28.6	28.5	28.4	28.3	28.2	28.1
	2	29.5	29.4	29.3	29.2	29.1	29.0	28.9	28.8	28.7	28.6	28.5	28.4	28.3	28.2	28.1	28.0	28.0
	3	29.3	29.2	29.1	29.0	28.9	28.8	28.7	28.6	28.5	28.4	28.3	28.3	28.2	28.1	28.0	27.9	27.8
	4	29.2	29.1	29.0	28.9	28.8	28.7	28.6	28.5	28.4	28.3	28.2	28.1	28.0	27.9	27.8	27.7	27.6
	5	29.0	28.9	28.8	28.7	28.6	28.5	28.4	28.3	28.2	28.1	28.0	28.0	27.9	27.8	27.7	27.6	27.5
	6	28.9	28.8	28.7	28.6	28.5	28.4	28.3	28.2	28.1	28.0	27.9	27.8	27.7	27.6	27.5	27.4	27.3
	7	28.7	28.6	28.5	28.4	28.3	28.2	28.1	28.0	27.9	27.8	27.7	27.6	27.5	27.4	27.3	27.2	27.1
	8	28.6	28.5	28.4	28.3	28.2	28.1	28.0	27.9	27.8	27.7	27.6	27.5	27.4	27.3	27.2	27.1	27.0
	9	28.5	28.4	28.3	28.2	28.1	28.0	27.9	27.8	27.7	27.6	27.5	27.4	27.3	27.2	27.1	27.0	26.9
10	28.3	28.2	28.1	28.0	27.9	27.8	27.7	27.6	27.5	27.4	27.3	27.2	27.1	27.0	26.9	26.9	26.8	

资料来源：Wind，民生证券研究院测算

图表：酒店企业组织架构



➤ **酒店企业由单品牌发展至多品牌，组织力成为竞争的关键，包括效率和赋能能力：**酒店的前台/中台组织架构为根据其本身业务形态打造的组织架构，为前端业务赋能。**前台岗位中：**1) 门店经理为对接客户/加盟商的第一线，负责单个门店的日常管理；2) 区域运营经理则对区域各家酒店进行监督管理，职能通常包括：a) 区域门店现场管理巡查、监督、保障品牌标准的落地；b) 与公司总部形成反馈，制定预算任务/分解任务，跟踪业绩完成情况；c) 店总招聘/面试/培训等；3) 开发经理主要负责门店拓展、项目选址、可行性分析、针对加盟商开业前的各种服务。

➤ **目前国内酒店企业组织架构发展方向为 整合化 & 专业化 & 属地化：**随着规模不断扩大，国内酒店企业组织架构亦在优化：1) 整合化：通常为并购标的组织架构与公司架构主体的融合过程，打造一体化的组织架构，强化规模效应/平台优势；2) 专业化：不同职能更加专业化，内部实现更加明确的分工；3) 属地化：主要因为各个大区区内已经有较多的门店数量，需要完善属地内组织架构，更好地服务业务一线和加盟商。

- **锦江：**2020年成立大中国区，整合旗下三大子公司，打造大运营中台，2022年后亦开始发力区域运营和开发组织的整合。
- **首旅：**2020年前开发实行双轨制，运营/开发等不同职能角色均能够参与酒店开发，2020年后开始更加专业化。
- **华住：**2021年发力南方市场开拓，成立华南/华西分公司，在分公司体系内部跨越原有的事业部打通多品牌，通过整合区域组织改善效率/执行力。

资料来源：Wind，民生证券研究院整理

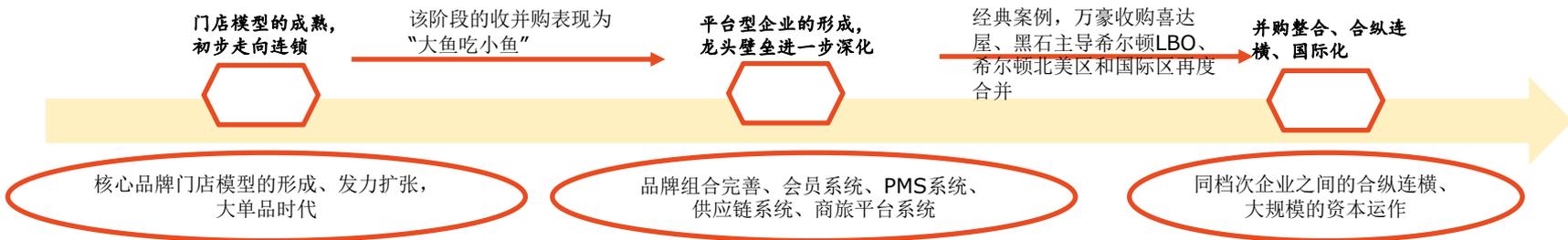
2

国内酒店集团将进入并购整合阶段

集中度：连锁化率持续提升，龙头加速集中，行业格局日趋稳定

- 疫情下诸多单体酒店/中小连锁倒闭，而龙头连锁酒店抗风险能力较强，竞争优势凸显，两年来维持逆势扩张，驱动行业连锁化提速；行业集中度亦快速提高，CR3由19年的10%提高至21年的16%。

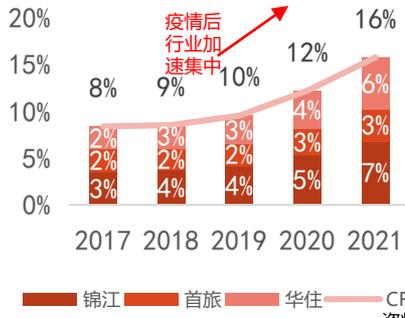
图表：国内酒店龙头锦江、华住已经发展成为壁垒稳固的平台型企业



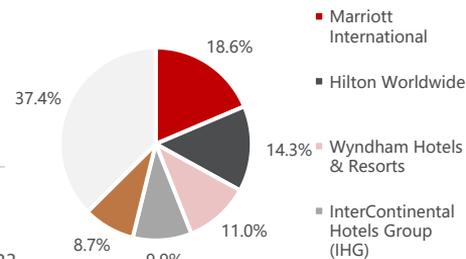
图表：万豪酒店走向多品牌化的过程（蓝色为重要并购）



图表：酒店业集中度快速提高



图表：国内酒店行业集中度较美国仍有明显差距
美国酒店CR3在44%



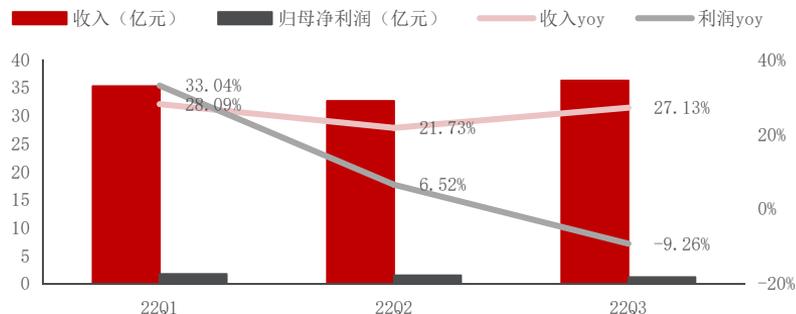
资料来源：Statista, Wind, 腾讯网, 民生证券研究院测算

3、人服：期待经济回暖、政策利好以及公司内部改善的三重奏

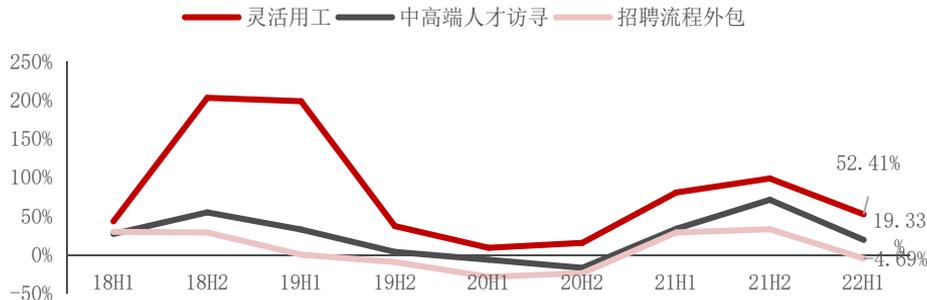
人服：疫情之下人服展现韧性增长，灵工龙头积极调结构修炼内功

- **疫情之下，人服企业实现韧性增长。**人力资源行业2022年第一季度/前二季度/前三季度的归母净利润分别为2.26/4.54/6.57亿元，同比增33.62%/21.62%/11.81%，增速排名分别为第一/第一/第六。
- 科锐国际：22H1灵工/猎头/RPO业务收入增速各同比变化52.41%/19.33%/-4.69%。
- 外服控股：外服控股收入22Q1/Q2/Q3单季度增速各同比变化28.09%/21.73%/27.13%；收入增速各33.04%/6.52%/-9.26%。
- **灵工巨头科锐国际积极调整结构，为疫后复苏做准备。**
- 科锐外包人员研发岗位占比超50%，通用岗有望在明年经济复苏后快速反弹贡献增量。第一类为IT研发、工业研发、医药研发、技术服务等技术研发类岗，粘性强毛利率高；第二类为财务、法务、合规、人事、行政、采购等专业类白领岗；第三类为终端销售、市场营销等通用类岗，公司目前重点布局的技术研发类岗位占比持续提升，截至22Q3，三类岗位占比分别为52.70%、38.37%、8.93%。

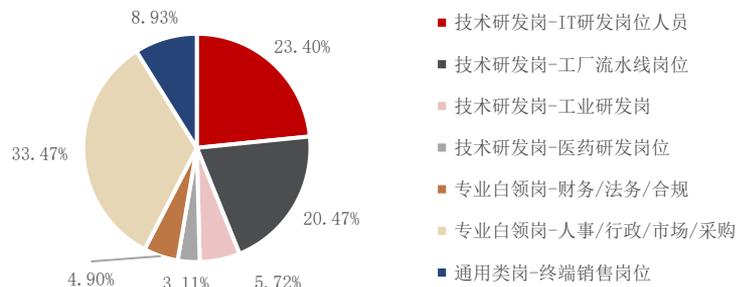
图表：科锐国际2022Q3灵活用工外包人员岗位分布结构



图表：科锐2018-2022H1各项业务同比增速



图表：科锐国际2022年Q3末灵活用工外包人员岗位分布结构

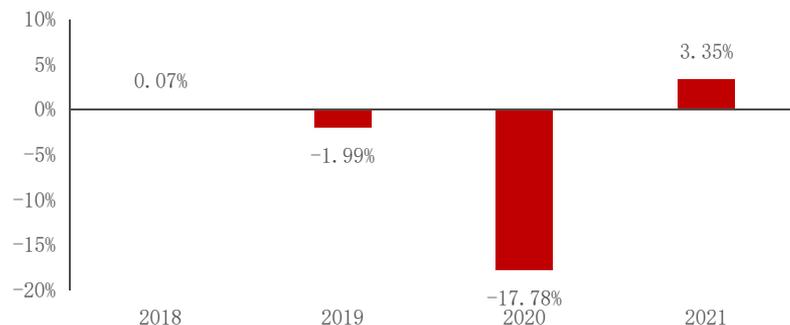


资料来源：科锐国际财报，民生证券研究院

3 人服：复盘海外巨头疫后迎来强反弹，国内人服2023年复苏可期

- 我们发现海外巨头在2020年的疫情冲击以及出行禁令的影响下业绩承压，但在2021年出行放松下，企业积压的用人需求迅速喷发，带动Randstad、Manpower、Adecco业务回暖并实现不错的增速，对标海外，我们认为国内人服也将迎来复苏的春天。
- 海外：Adecco灵活用工业务展现回暖趋势。**新冠疫情爆发后，各国先后宣布进入紧急封控状态，部分企业暂时冻结招聘，对人力资源服务的需求减少，Adecco2018/2019/2020/2021灵活用工业务同比增速分别为0.07%/-1.99%/-17.78%/3.35%。
- Manpower长期招聘业务迎来强劲反弹。**2020/2021长期招聘业务总体增速为-25.2%/45.5%，分地区看，美国和意大利恢复程度最高，2022Q3为2019年同期的1.37倍/1.05倍，亚太地区恢复程度较低，2022Q3恢复至2019年同期9.4成。

图表：Adecco2018-2021灵活用工同比增速



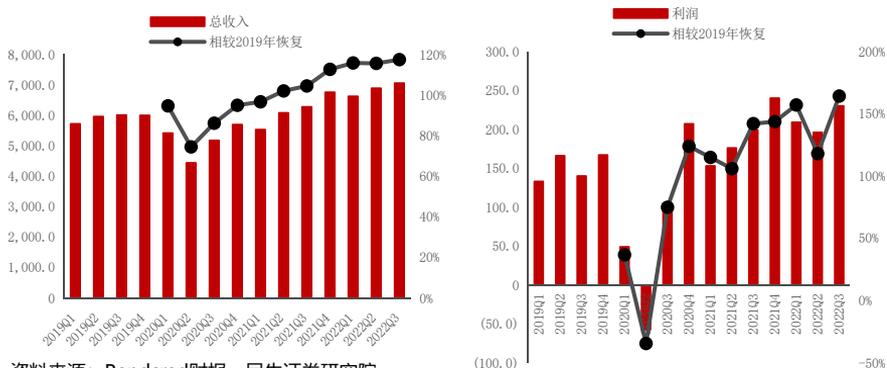
资料来源：Adecco财报，民生证券研究院

图表：manpower2020-2021长期招聘业务同比增速



资料来源：manpower财报，民生证券研究院

图表：Randstad分季度收入和利润恢复情况（单位：百万美元）



资料来源：Randstad财报，民生证券研究院

3 人服：我国人力资源服务发展逐步完善，细分赛道日益涌现

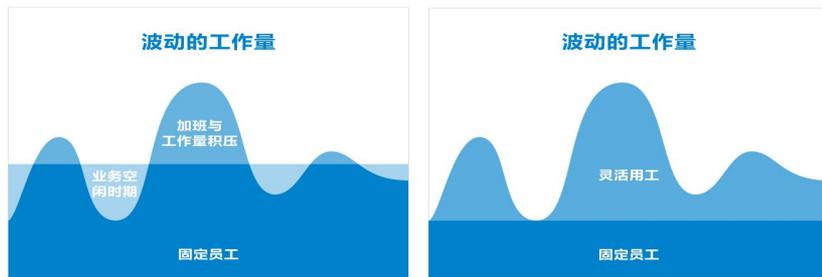
- **灵活用工主打降本增效，蓝海市场前景广阔。**灵活用工2021年国内行业规模达到8832亿，五年来行业复合增速达到44.09%，服务费用率决定其利润天花板，在全额收入确认法下毛利率约在9-10%。灵活用工基于临时性、替代性和辅助性这些特性，使其多渗入生活职能类岗位。同时灵工使企业端降本增效，属于顺周期兼具抗周期行业。
- **猎头业务：成熟行业，顺周期性强。**2021年国内行业规模达到2012亿，五年来行业复合增速达到21.08%。属于比较成熟的细分赛道之一，整体为顺周期的行业。
- **在线招聘：2021年国内行业规模达到722亿，五年来行业复合增速达到24.23%。**在线招聘主打线上招聘，灵活用工主打线下交付，两者业务存在互补。未来与灵活用工企业或将走向一体化。
- **人事代理：2021年国内行业规模达到1064亿，五年来行业复合增速达到13.25%。**逐渐趋于成熟，属于顺周期行业。

图表：人力资源行业重点细分赛道

细分赛道	2021年行业规模 (亿元)	人服行业占比	2016-2021 行业复合增速	集中度	行业毛利率
灵活用工	8832	35.90%	44.09%	CR3 < 2%	9%-10%(全额法确认)
猎头	2012	8.18%	21.08%	分散	线下30%-40%; 线上70%+
在线招聘	722	2.93%	24.23%	CR4:22% CR4:72.3%	80%-90%
人事代理	1064	4.33%	13.25%	较集中	70%-80%

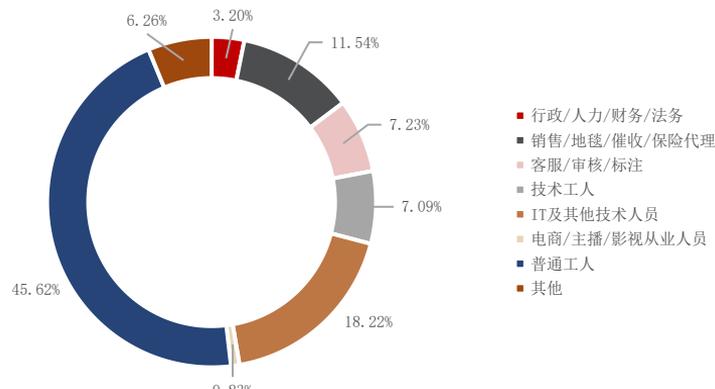
资料来源：wind，民生证券研究院

图表：灵活用工有助于企业降本增效



资料来源：民生证券研究院

图表：2021国内灵活用工行业分布



资料来源：人瑞人才《中国灵活用工发展报告蓝皮书2022》，《人力资源行业深度报告》，民生证券研究院

3 人服：整体顺周期，子赛道灵活用工兼具抗周期韵律

■ 人力资源行业整体具备顺周期属性

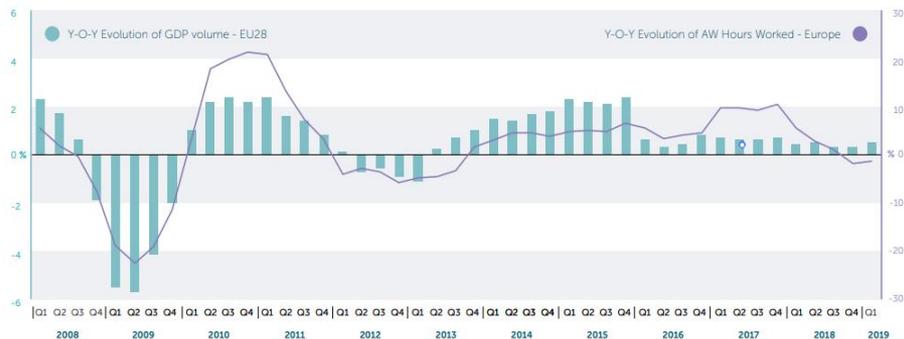
➢ 以欧洲为例，当经济景气，GDP同比增速较高时，欧洲的人力资源机构工作时长增速也较高，人力资源行业整体景气度较高

■ 在渗透率还比较低的情况下，灵活用工在经济下行时期依然有较强的成长性，具备一定的抗周期属性，表现为在经济扩张或复苏时将会呈现高增长，在经济下行时则体现出一定韧性

➢ 以美国为例，美国的灵工渗透率和失业率呈现明显的对称结构，在失业率高企时其灵工渗透率下降，这体现了灵工行业顺周期的特点

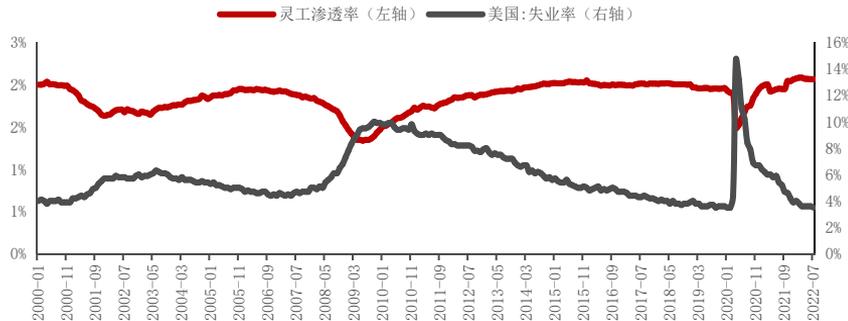
➢ 以日本为例，在90年代，时值日本经济泡沫破灭、GDP负增长，但灵活用工渗透率在《劳务派遣法》实施后一路上行，在2008年金融危机时，灵活用工渗透率依然保持坚韧，充分体现了其抗周期性这一特点

图表：欧洲人力资源机构工作时长与GDP增速关系



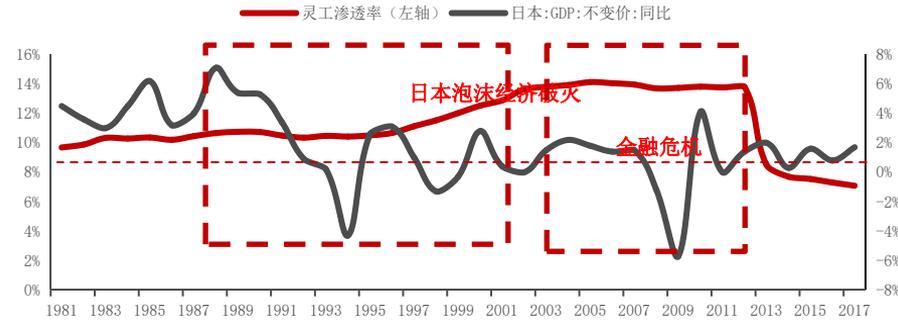
资料来源：WEC报告，民生证券研究院

图表：美国灵活用工渗透率情况



资料来源：FRED，民生证券研究院

图表：日本灵活用工渗透率情况

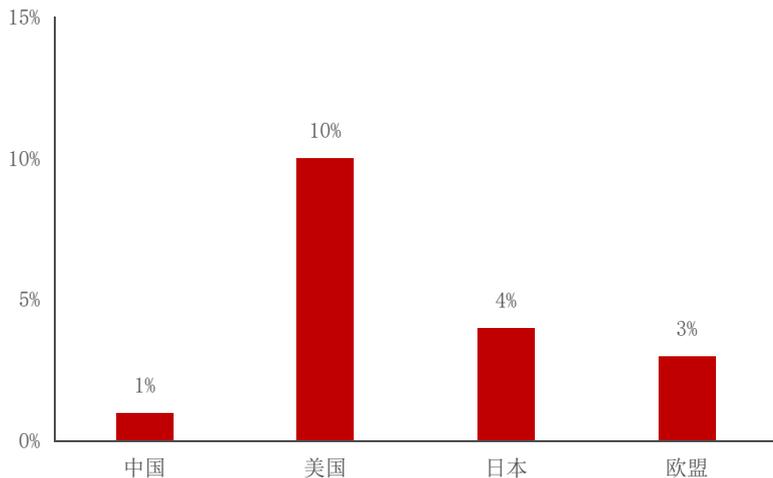


资料来源：Wind，民生证券研究院

3 长期逻辑：我国的灵工渗透率低，后疫情时代下提升空间大

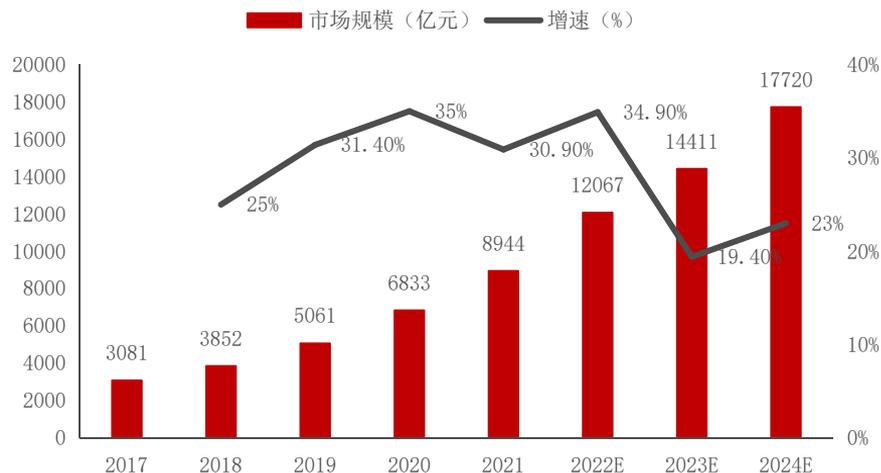
- **当前我国灵工渗透率相较于发达国家/地区偏低，渗透率仍有较大提升空间：**根据人瑞人才招股说明书，2018年美国/日本/欧盟的灵活用工渗透率分别为10%/4%/3%，而我国2018年灵活用工渗透率不足1%。
- **我国灵活用工市场规模发展潜力大：**根据艾瑞咨询公布的《2022年中国灵活用工市场研究报告》，2020/2021中国灵工市场规模为6833/8944亿元，增速为35%/30.9%，预计2024年中国灵工市场规模将达17720亿元。

图表：2018年世界主要国家（地区）灵活用工渗透率



资料来源：人瑞人才招股说明书，民生证券研究院

图表：中国灵活用工市场规模及增速



资料来源：艾瑞咨询《2022年中国灵活用工市场研究报告》，民生证券研究院

长期逻辑：劳动力市场、企业端、产业端呼唤大人力资源行业时代到来

驱动因素1：劳动力市场供需问题突出

- 劳动力市场背景：目前国内劳动力市场正面临“高校毕业生人数创新高+青年失业率攀升+企业求人倍率高”的供需错配困境；
- 高校毕业生人数逐年增加，根据教育部预测，2022年毕业生人数预计达到1076万人
- 青年失业率逐步攀升，2022年5月16-24岁就业人员调查失业率达18.4%，再创新高
- 2021Q3，我国百城三季度公共就业服务机构市场需求人数为402.4万人，进入市场的求职者为263.5万人，求人倍率为1.53
- 我国的求人倍率长期保持在1.2以上，2020年疫情以来供需缺口保持扩大的趋势
- 具备“中介”属性的人力资源机构的出现，有助于消除信息不对称的问题，平衡劳动力市场的供求关系

图表：2016-2022E中国高校毕业生人数（单位：万人）



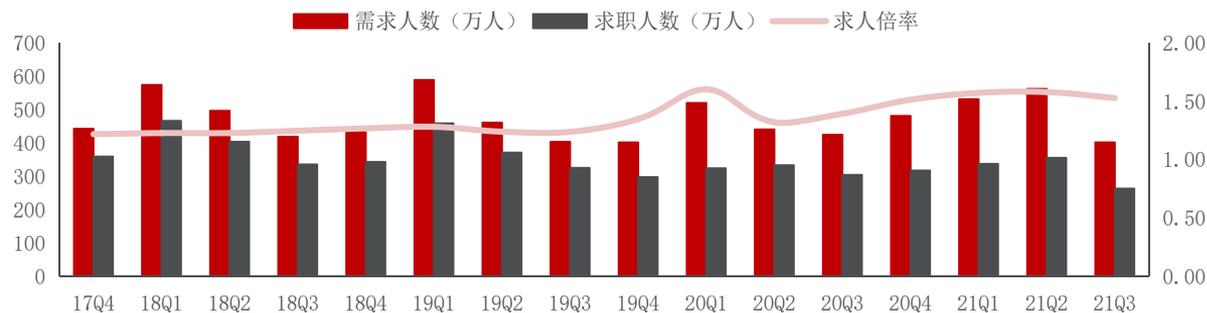
资料来源：教育部，民生证券研究院

图表：2018-2022.5国内16-24岁人群调查失业率情况 (%)



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图表：国内企业求人倍率情况



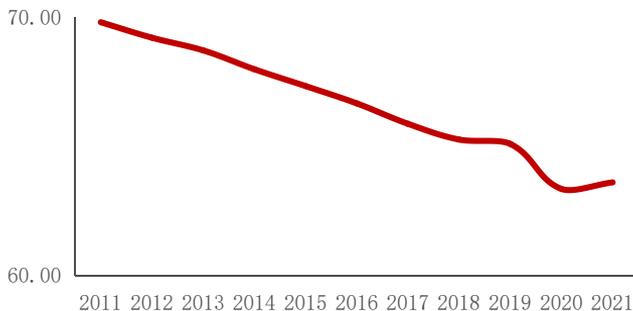
资料来源：人社部，民生证券研究院

长期逻辑：劳动力市场、企业端、产业端呼唤大人力资源行业时代到来

■ 驱动因素2：企业用人成本上行

- 企业端市场背景：面临人口红利消退带来用人成本上行挑战
- 劳动年龄人口绝对量及占总人口比例自2012年起持续下降：2011-2021年就业人口占总人口比例从69.8%下降到63.6%，就业人口绝对量从9.41亿下滑到8.98亿人
- 2012年-2021年我国城镇非私营单位就业人员年平均工资从2.88万增长至6.29万，CAGR为9%。

图表：2011-2021年15-59岁人口占比情况 (%)

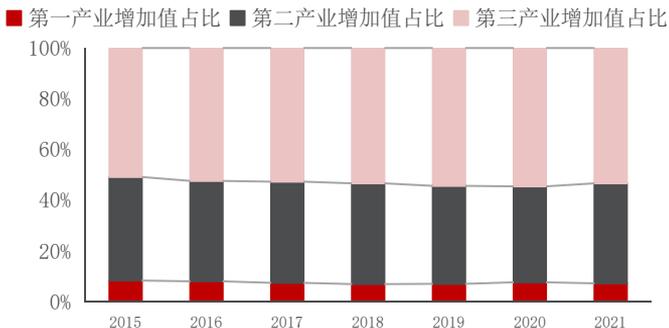


资料来源：Wind，民生证券研究院

■ 驱动因素3：产业结构变迁

- 产业端市场背景：在更长维度的产业端则面临产业结构调整带来人员流动性大加大的特点
- 第三产业从业人员占比已经从2011年的35.7%提升到2021年底47.7%
- 第三产业具有人员密集、人员流动大等显著特征，催生我国人资服务行业向更广阔的业务领域拓展

图表：2015-2021年三大产业增加值占GDP比重



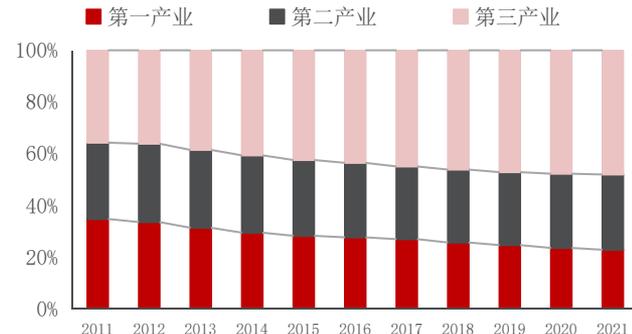
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图表：2012-2021年城镇私营单位就业人员年平均工资 (元)



资料来源：国家统计局，人社部，民生证券研究院

图表：2011-2021年三大产业就业人数占比情况



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

3 再发重磅政策，提振人服市场快速发展

图表：人力资源政策变迁

“十一五”期间 2006-2010

人才服务业务首次正式写入国务院文件，对整个人力资源服务业的重视程度开始提高，实时进程加快。

“十二五”期间 2011-2015

人力资源服务体系建立初见成效，大力支持人力资源服务业发展，推动各类人力资源服务创新。

“十三五”期间 2016-2020

明确人力资源服务行业“市场主导，政府推动”的发展方向，完善法律法规体系建设，鼓励行业内企业发展

“十四五”期间 2021-2025

进一步加快人力资源服务业高质量发展，推动人力资源服务业与实体经济相结合。

图表：人力资源相关政策

年份	政策名称	政策内容
2022.7	《关于开展人力资源服务机构稳就业促就业行动的通知》	大规模开展求职招聘服务、创新发展灵活用工业务等。
2021.12	《要素市场化配置综合改革试点总体方案》	加快发展人力资源服务业，把服务就业的规模和质量等作为衡量行业发展成效的首要标准。
2021.11	《关于推进新时代人力资源服务业高质量发展的意见》	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。
2021.8	《“十四五”就业促进规划》	鼓励人力资源服务管理创新、技术创新、服务创新和产品创新，大力发展人力资源管理咨询、高级人才寻访、人才测评等高级技术、高级附加值业态。
2021.3	《十四五发展规划和2035年远景目标纲要》	推动生产性服务业融合发展，聚焦提高要素配置效率，推动供应链金融、信息数据、人力资源等服务创新发展。
2020.7	《关于支持多渠道灵活就业的意见》	将支持灵活就业作为稳就业和保居民就业的重要举措，鼓励各类人力资源服务机构为灵活就业人员提供规范有序的求职招聘、技能培训、人力资源外包等专业化服务，按规定给予就业创业服务补助。
2022.12	《关于实施人力资源服务业创新发展行动计划（2023-2025年）的通知》	指导各地深化人力资源服务供给侧结构性改革，培育壮大市场化就业和人才服务力量，培育壮大人力资源服务市场主体，到2025年重点培育形成50家左右人力资源服务龙头企业和100家左右“专精特新”企业。

资料来源：人社部，国务院办公厅，民生证券研究院

- 政策对人力资源服务机构发展持明显支持态度，招聘求职、灵活用工受肯定，政策提挈下，人服行业迎来良好的发展环境。
- ✓ 今年7月人力资源社会保障部印发《关于开展人力资源服务机构稳就业促就业行动的通知》提出七项具体措施：
 - ①大规模开展求职招聘服务；
 - ②全力促进高校毕业生就业；
 - ③积极助力农民工稳定就业；
 - ④着力保障重点领域用工；
 - ⑤创新发展灵活用工服务；
 - ⑥积极支持人力资源服务机构发展；
 - ⑦加强人力资源市场供求信息检测

- 20大：“实施就业优先战略” & “人才强国战略”
- 2022年12月出台的人服创新发展计划进一步明确深化人力资源服务供给侧结构性改革的方向，并强调到2025年重点培育形成50家左右人力资源服务龙头企业以及100家左右“专精特新”企业，有助于进一步提升人服行业服务效率和质量，提高人力资源行业集中度，培育出优质人服龙头企业，并进一步强化头部优质企业的示范作用。

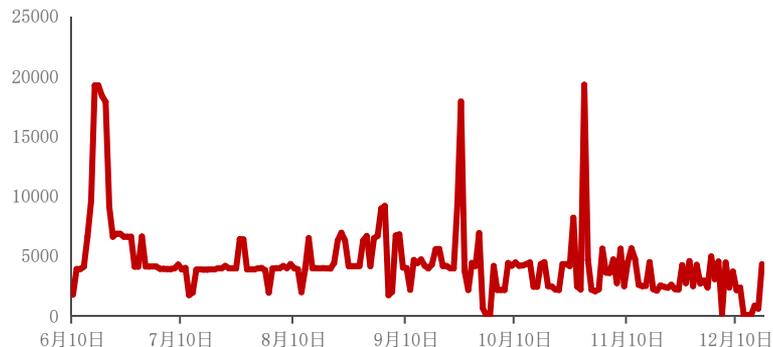
3.1、教育：职教为主旋律，龙头有望深度受益于线下授课模式及排课节奏恢复正常带来的招生复苏

3.1 教育：破局重生——K12教育机构转型直播带货谋求发展

➤ 双减政策出台，K12教育机构，积极转型直播带货谋求发展

- **新东方**：新东方K12业务受相关政策影响难以为继，为寻求转型，公司成立东方甄选，转型直播电商带货构建第二生命曲线。公司充分利用自身优势，采用“知识输出+带货”的形式，输出优质内容，在抖音平台成功打响K12机构转型第一枪。
- **GMV**：东方甄选成立于2021年，为新东方在线旗下农产品电商平台，通过直播形式推广销售多种产品。2022年6月8日，东方甄选抖音直播间因董宇辉走红，6月10日晚粉丝数量突破100万，GMV达1486.3万元，618期间累积销售额突破3亿元。东方甄选系列账号6-9月销售额均位于榜首，6-8月三个月累积GMV为22.49亿元，截至12月1日，累积GMV达41.1亿元，当周日均GMV1673万元，环比增加35.9%。
- **粉丝**：系列账号粉丝总量稳步提升，截至12月17日公司已拥有3605万粉丝。
- 除新东方之外，其他K12巨头也纷纷尝试直播电商业务。
- 好未来开设“学家优品”直播间，高途集团开设“高途好物”直播间。

图表：2022年6月-12月东方甄选总GMV(万)



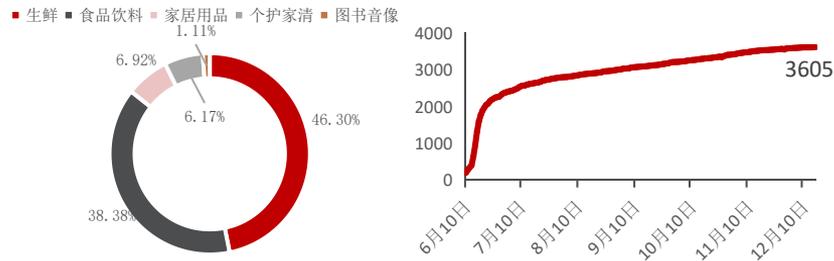
资料来源：飞瓜数据库，民生证券研究院

图表：2015-2020年新东方教育收入结构(单位：万元)



资料来源：ifind，民生证券研究院

图表：2022年东方甄选带货结构以及系列账号累计粉丝数(万)



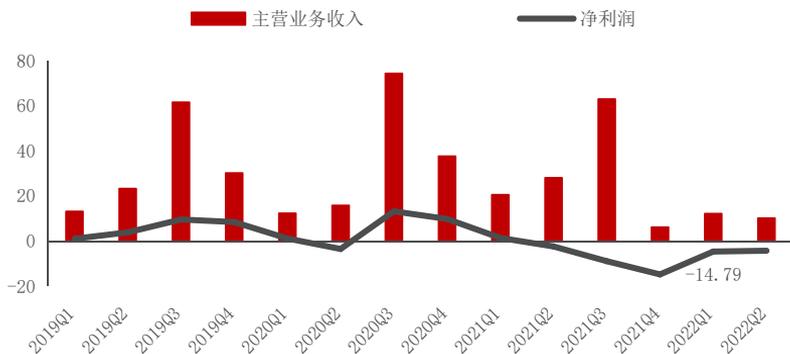
资料来源：飞瓜数据库，民生证券研究院

3.1 教育：降本增效——招录培训职教龙头疫情期间修炼内功重获发展动力

➤ 招录培训龙头疫情期间业绩承压，降本增效成果显著，重获发展动力

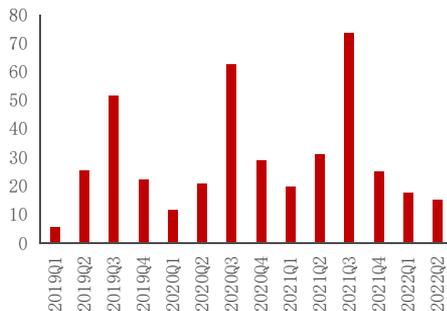
- 中公教育2021 Q2-2021Q4业绩受疫情干扰，退费率大幅提升，业绩承压。归母净利润为-2.38/-8.91/-14.79亿元，yoy-31.8%/-167.4%/-250.5%。
- 2020年下半年，中公教育加强成本管理，缩减非核心管理人员、师资人员和研发人员数量，降本增效初具成效，2022Q3销售费用同比下降 25.45%，管理费用同比下降 49.75%。
- 此外，中公将加速线上全景声课程体系改造推动职业教育数字化转型，并持续管理创新，打造“人单合一共创共赢”管理模式、降本增效，通过结构性产品调整、加速布局职业教育发展等手段对冲疫情及衍生风险，努力实现 2022 经营提振计划。

图表：中公教育营业收入及利润（单位：亿元）



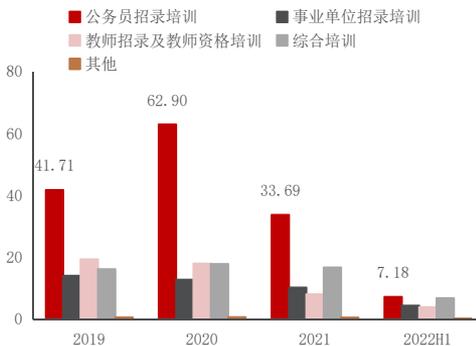
资料来源：ifind，民生证券研究院

图表：中公教育营业成本（单位：亿元）



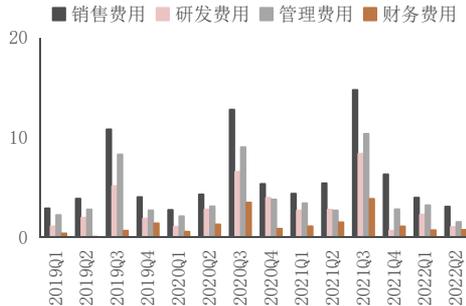
资料来源：ifind，民生证券研究院

图表：公司各项业务收入情况（单位：亿元）



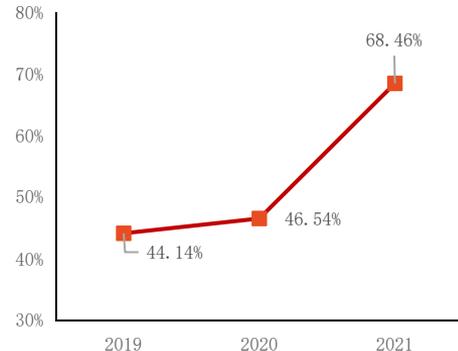
资料来源：ifind，民生证券研究院

图表：中公教育各项费用（单位：亿元）



资料来源：ifind，民生证券研究院

图表：2021年公司退费率大幅提升



资料来源：ifind，民生证券研究院

3.1 教育：职教龙头有望深度受益于线下授课模式及排课节奏恢复正常带来的招生复苏

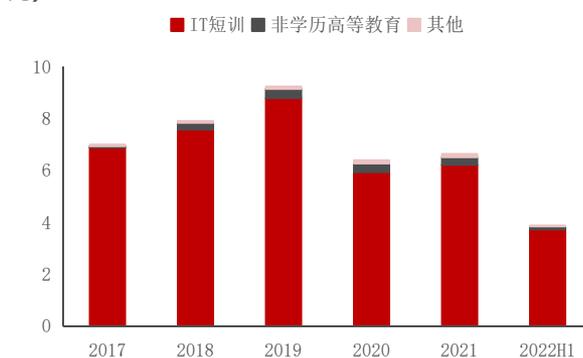
- **疫情防控新十条落地，线下授课及培训结构将恢复正常，招生有望复苏。**新冠防控扰乱职教招生及培训节奏，大部分机构招生及培训模式由线下转为线上，但线上培训相对线下授课效果略有打折，整体招生吸引力略有欠缺。新十条政策落地后，伴随人口流动回归正常，职教招生及培训有望恢复疫情之前线上宣传资讯+线下报班培训的模式，进一步带动学员报班意愿提升。
- **下游行业复苏拉动上游职教技能培训需求回暖。**职教下游行业众多，伴随下游就业行业复苏，会以提升就业人员薪资或提供更多就业岗位等方式吸引人才就业，从而带动对上游行业职教技能培训需求回暖。
- **传智教育业绩提振，有望持续深度受益于招生复苏及下游人才需求回暖拉动上游培训需求。**传智教育是以数字化人才培养为主营业务的职业教育培训机构，IT短期业务培训（现场培训为主）是公司主要收入来源，2020年公司收入5.94亿元，同比下滑30.75%，主要因为公司线下培训活动无法正常开展。为应对疫情形势公司将线下培训转为线上培训，但意向客户更倾向于参加线下培训，导致疫情期间公司客户量下降，2021年随着疫情防控形势和经济形势的好转，公司所有教学中心陆续恢复线下教学，客户量逐步恢复，22Q1/Q2/Q3营收同比增长12.86%/40.50%/25.98%，归母净利润各增193.77%/248.57%/108.80%。

图表：传智教育分季度收入、利润及对应增速（单位：亿元）



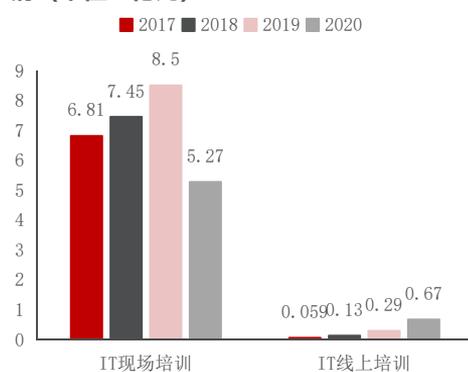
资料来源：Wind，民生证券研究院

图表：2018-2022H1公司分业务收入情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图表：2020年公司线上业务增长，线下下滑（单位：亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

3.1

教育：招录培训需求热度不减，职教改革大势所趋，学历&非学历职教空间广阔

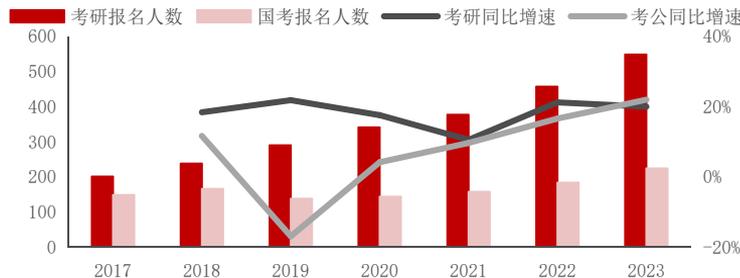
- 中国的职业教育与培训制度可以分为学历与非学历职业教育培训。学历职业教育培训毕业的学员可获中国政府承认的文凭。相比之下，非学历职业教育培训的学员侧重掌握未来就职所需的知识和技能但不会获得正式的学位或文凭。2021年中国职业教育培训行业的市场规模为7811亿元，2016-2021年复合年均增长率为8.6%，预期2026将突破万亿，市场空间广阔。
- 考研考公人数逐年增加，考研及招录市场广阔。2019-2022考研和国考报名人数持续增长，2021/2022/2023届考研报名人数为377/457/548.4万人，同比增速为10.56%/21.22%/20%，国考报名人数为157.6/183.78/224.17万人，同比增速为9.67%/16.61%/21.98%。而2023年录取计划压缩至90万，报录比为6:1，考研考公竞争激烈意味着对培训的需求增加。
- 人才市场结构失衡，职教改革鼓励职教发展，带动招生规模扩张。根据麦可思2018年数据，我国高等教育人才结构“多研究，少应用”特点显著，而美国和德国发达国家应用型人才占比分别为67.6%和57.4%，我国的职业教育改革势在必行。伴随一系列鼓励职业教育发展的政策文件落地，职业教育招生规模有望扩张，前景广阔。

图表：2021-2022我国颁布的激励职教发展政策

时间	政策	内容概要
2021年3月	《“十四五”规划和2035年远景目标纲要》	十四五期间高等教育毛入学率提升至60%；推行“学历证书+职业技能等级证书”制度；一体化设计中职、高职、本科职业教育培养体系，深化“三教”改革。
2021年10月	《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》	鼓励上市公司、行业龙头企业举办职业教育，鼓励各类企业依法参与举办职业教育。2025年职业本科教育招生规模不低于高等职业教育招生规模的10%。
2022年5月	新修订《职业教育法》	1.明确职业教育的目的定位；2.强化职业教育办学主体；3.平等职业教育的机会待遇。
2022年10月	《关于加强新时代高技能人才队伍建设的意见》	十四五期末，技能人才占就业人员的比例达到30%以上，高技能人才占技能人才的比例达到1/3。意见要求发挥职业学校培养高技能人才的基础性作用，优化高技能人才培养资源和服务供给。

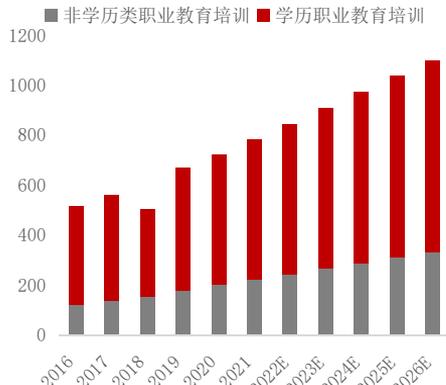
资料来源：教育局，国务院办公厅，民生证券研究院

图表：我国考研和考公报名人数（单位：百万人）



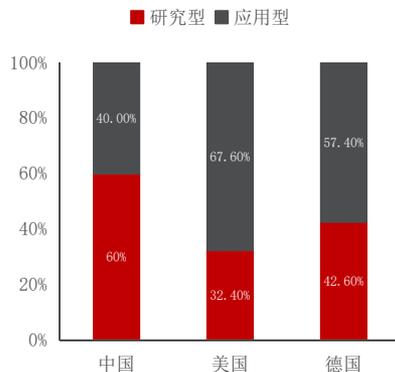
资料来源：搜狐网，民生证券研究院

图表：中国职业教育培训行业市场规模（单位：亿元）



资料来源：粉笔科技招股说明书，民生证券研究院

图表：2018年我国与发达国家人才结构对比



资料来源：麦可思，民生证券研究院

3.1 社服投资建议

- 2023年四大投资主线：1) 把握受益于离岛免税客流逐步修复、有市内免税政策增量的免税龙头；2) 把握受益于疫后企业用人需求有望迎来回暖、政策支持的人服标的；3) 把握社服本土消费品牌升级趋势，布局疫后出行修复下的高成长性的酒店、餐饮、景区龙头；4) 关注政策支持下持续扩容的职教“赛道”。
- 把握受益于离岛免税客流逐步修复、有市内免税政策增量的免税龙头：**疫情期间离岛免税客流整体承压，其高速增长是由渗透率和客单价提升驱动，因此在社会进入疫情放开阶段后，客流的修复将成为离岛免税快速发展的后续动力，近期快速修复的数据也表明今年海南有望迎来第一个疫后春节旺季行情；其次，我们预计国人市内免税店政策将在明年落地，届时将打开全新的成长空间，免税龙头有望充分享受这一市内免税店红利。重点推荐具备规模/供应链/渠道/先发/运营等多重优势，市场地位稳固的免税龙头**中国中免**，推荐“有税+免税”双轮驱动的百货龙头**王府井**，建议关注**海南发展、海汽集团、海南机场、格力地产**。
 - 把握受益于疫后企业用人需求有望迎来回暖、政策支持的人服标的：**疫情期间企业冻结了部分招聘需求，从国外复苏路径来看，这部分招聘需求有望在疫后迎来充分释放；其次，三年疫情对于国内中小型企业使用灵活用工以降本增效有一定的催化作用，我们认为灵活用工在后疫情时代下的渗透率有望持续提升；最后，政策端对人力资源支持力度加大，提出要在2025年培育50家人服企业。我们重点推荐灵活用工龙头标的**科锐国际**、老牌综合人服国企**北京城乡、外服控股**。
 - 把握社服本土消费品牌升级趋势，布局疫后出行修复下的高成长性的酒店、餐饮、景区龙头：**此前疫情影响出行为酒店/旅游/餐饮/线下消费业态需求端及业绩端承压的直接因素。随着“十二条”的落地，社会面明确进入放开阶段，上述行业需求有望实现高弹性复苏，我们重点推荐壁垒夯实、存在潜在收并购计划的酒店龙头标的**锦江酒店+君亭酒店**；建议关注**华住集团+首旅酒店**，休闲景区标的中我们推荐**天目湖+中青旅+宋城演艺**；餐饮方面，随着居民收入水平提高，民族意识强化，Z世代开始走向经济独立，本土文化将重新彰显在生活方式/社服消费上的话语权，看好新茶饮/咖啡/小酒馆“赛道”通过产品/业态/营销创新涌现一批本土品牌，推荐具备高成长弹性的茶饮龙头**奈雪的茶**+连锁小酒馆龙头**海伦司**，建议关注市场格局逐渐清晰，加速下沉的**蜜雪冰城+瑞幸**，建议关注疫后同店有望修复/新品牌&新业态正在孵化的餐饮龙头**海底捞+九毛九+呷哺呷哺**。
 - 关注政策支持下持续扩容的职教“赛道”：**随着国内经济增速趋缓，就业压力加大，职业教育为缓和就业矛盾的重要手段，当前政策环境不断优化，后续有望延续高景气，建议关注职教龙头**中公教育**。

3.1 投资建议

图表：社服板块核心推荐标的及建议关注标的盈利预测及估值（截至2023/2/7）

板块	股票代码	证券简称	最新收盘价	EPS (元)			PE		
				21A	22E	23E	21A	22E	23E
免税	601888.SH	中国中免	205.56	4.67	2.43	6.51	44	85	32
	600859.SH	王府井	27.6	1.18	0.20	0.90	23	138	31
	002163.SZ	海南发展	11.68	0.13	0.12	0.20	90	97	58
	603069.SH	海汽集团*	27.2	-0.23	-0.04	0.14	\	\	194
	600515.SH	海南机场*	4.46	0.04	0.16	0.10	112	28	45
人服	300662.SZ	科锐国际	48.95	1.28	1.47	2.07	38	33	24
	600861.SH	北京城乡	22.29	-0.20	2.33	2.74	\	10	8
	600662.SH	外服控股	5.91	0.23	0.25	0.30	26	24	20
酒店	301073.SZ	君亭酒店	59.85	0.31	0.46	1.64	193	130	36
	600754.SH	锦江酒店	56	0.09	0.07	1.98	622	800	28
	600258.SH	首旅酒店	23.05	0.05	-0.27	0.98	461	-85	24
	601007.SH	金陵饭店	9.86	0.07	0.13	0.38	141	76	26
	1179.HK	华住集团	37.2	-0.15	-0.07	0.71	\	\	52
餐饮	603043.SH	广州酒家	25.15	0.98	1.17	1.42	26	21	18
	9922.HK	九毛九	19.26	0.23	0.23	0.43	84	84	45
	9869.HK	海伦司	13.78	-0.18	0.16	0.47	-77	86	29
	605108.SH	同庆楼	30.67	0.55	0.58	1.10	56	53	28
	2150.HK	奈雪的茶	6.15	-2.64	-0.15	0.14	\	\	44
	0520.HK	呷哺呷哺*	7.59	-0.27	-0.18	0.23	\	\	33
	6862.HK	海底捞	19.84	-0.75	0.05	0.29	\	397	68
休闲景区	600138.SH	中青旅	14.33	0.03	-0.47	0.46	478	\	31
	300144.SZ	宋城演艺	14.5	0.12	0.04	0.40	121	363	36
	603136.SH	天目湖	28.4	0.28	0.18	0.73	101	158	39
	600054.SH	黄山旅游	11.62	0.06	0.07	0.35	194	166	33
教育	003032.SZ	传智教育*	19.75	0.19	0.47	0.57	104	42	35
	0839.HK	中教控股*	11.1	0.54	0.62	0.88	21	18	13
	0667.HK	中国东方教育*	5.46	0.13	0.19	0.27	42	29	20

资料来源：WIND，民生证券研究院预测；注：1) 带*个股为未覆盖标的，未覆盖个股EPS采用WIND一致预期；2) 港股货币单位均为HKD；3) 股价为2月7日收盘价；4) 加粗为核心推荐标的。

4、化妆品：景气承压、分化延续，把握美妆疫后恢复主线

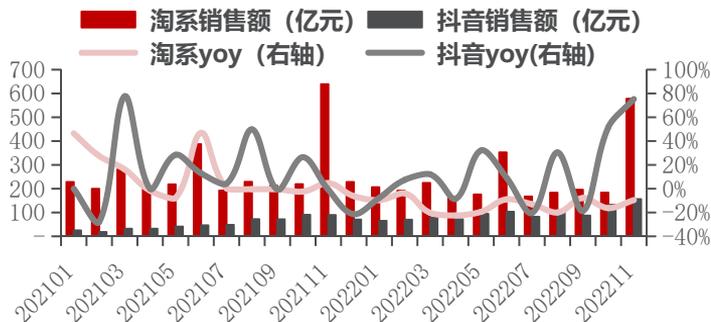
- 社零总额：22年以来经历了下滑、复苏、再回落等几个阶段：**得益于疫情防控的成效，20年9月-22年3月，社零总额保持同比增长，22年1月奥密克戎病毒被首次发现，社零增速开始震荡。1) 局部疫情的冲击：3-5月上海疫情加剧，社零同比增速开始下滑，3-5月分别同比-3.5%/-11.1%/-6.7%，随着疫情缓解与“618”的到来，6月开始社零增速转正。2) 防疫边际放松：10月以来确诊数量增加，社零增速随之转负。
- 线上渠道：线上流量持平，内部结构变化—淘系流量流出至抖音。**2022年1-11月，淘+抖+京东实现销售额4045亿元/yoy-1%。淘系、抖音、京东销售额总量和同比增速分别为2618亿元/yoy-13%、1045亿元/yoy+86%、381亿元/yoy-11%。

图表：中国社会消费品零售总额与同比增速



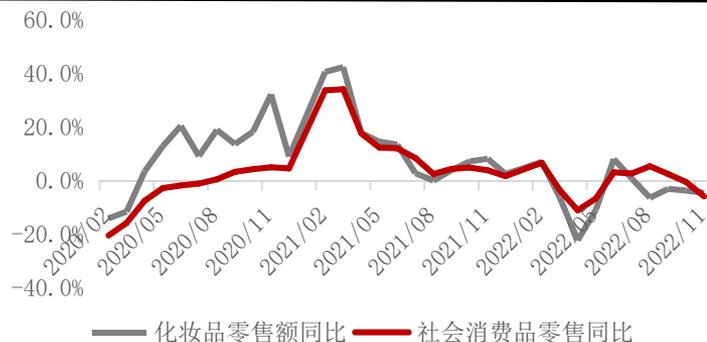
资料来源：wind，民生证券研究院

图表：2021年来淘系、抖音销售额与同比增速



资料来源：魔镜数据，飞瓜数据，民生证券研究院

图表：化妆品社零增速与社零总体增速对比

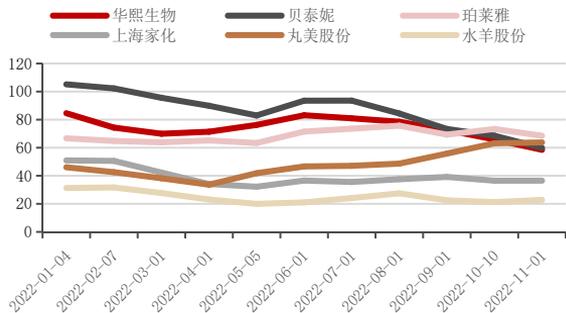


资料来源：wind，民生证券研究院

4 估值复盘：品牌端持续分化，代工估值到达底部

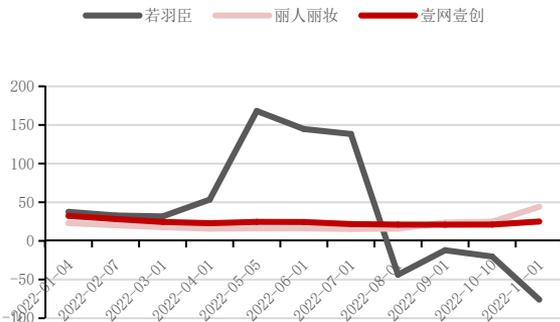
- 品牌端：2022年以来化妆品行业代表公司估值分化。**年初至今，华熙生物、贝泰妮估值下行，珀莱雅保持稳定，股价增长主要依赖业绩稳增；丸美股份估值大幅上行，主要来自市场对公司新产品、新赛道的高成长预期；上海家化、水羊股份估值保持稳定。品牌端平均值由年初的70x降为52x。
- 代运营：代运营环节在产业链中的溢价能力较低，成长性较弱，股价主要依赖公司的业绩增长。**年初至今估值保持稳定。
- 代工：产业链的中游环节，行业收入和利润主要受到上游原材料价格、下游的终端需求、自身的产能水平影响。**2022年以来局部地区的疫情反复对生产及供应链造成了较大的打击，代工企业的估值下行。2023年随着管控的优化和产能的爬坡，有望实现估值和业绩双击。

图表：2022年初至今品牌端估值分化



注：个股估值均指PE TTM，日期截至2022-12-18
资料来源：wind，民生证券研究院；

图表：22年初至今丽人丽妆、壹网壹创的估值保持稳定



注：个股估值均指PE TTM，日期截至2022-12-18
资料来源：wind，民生证券研究院

图表：2022年初至今代工企业估值到达底部

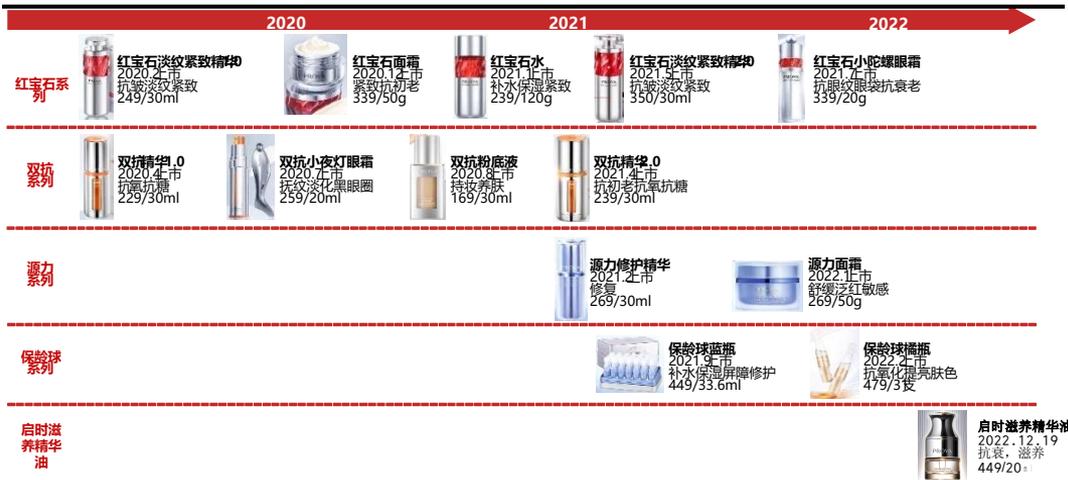


注：个股估值均指PE TTM，日期截至2022-12-18
资料来源：wind，民生证券研究院

4 寻找 α — 珀莱雅：持续进击的美妆国货龙头

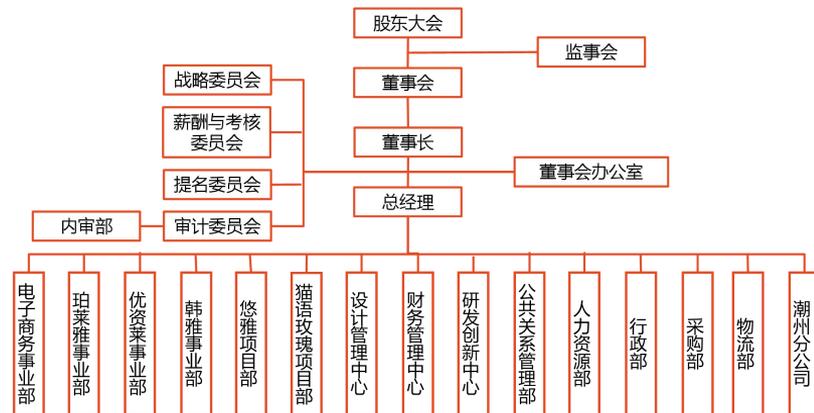
- 6N战略指引下，打造高效组织架构，搭建完善的品牌矩阵。**
 - ①扁平化组织：**“6”指代新消费、新营销、新组织、新机制、新科技、新智造。关于新组织，公司在2015年末为快速适应市场多变环境，全面规划各品牌发展，公司通过去中心制转变为事业部制、撤销驻外办事处等方式将组织架构转向扁平化。扁平化结构具有高效、反应迅速的优势，符合当下国内美妆市场的变化。
 - ②多品牌矩阵：**“N”指代打造N个品牌。目前新品牌彩棠、悦芙媿、OR洗护系列均已开始盈利，描绘第二增长曲线。
- 横向扩展产品品类，进一步完善产品矩阵。**公司还在现有的产品系列基础上进行完善升级，积极围绕现有大单品进行进一步的破圈渗透，打造系列产品，满足消费者更多元化的护肤场景需求，不断延长品牌的生命周期。

图表：珀莱雅品牌产品矩阵不断完善



资料来源：民生证券研究院整理

图表：2015年，公司开始实施扁平化组织结构

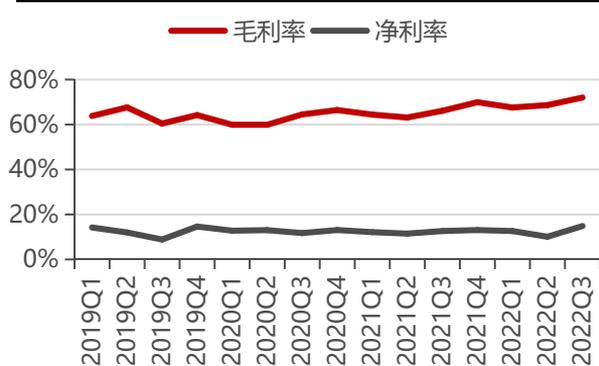


资料来源：公司公告，民生证券研究院；

寻找 α — 珀莱雅：持续进击的美妆国货龙头

- 产品升级&品类拓展，客单价持续上行。**
 - 红宝石和双抗精华的价格不断提升：**一方面通过配方更新进行产品更新从而提升价格，另一方面，消费者对产品的逐渐认可，口碑积累，使得大规格的产品占比提升从而提高均价。
 - 产品矩阵向高价格带延伸：**2022年12月，公司发布新品“启时滋养精华油”，丰富抗衰产品矩阵，产品单价进一步升级为449元/20ml。
- 盈利能力稳步提升，毛利率自2020年以来持续增长。**得益于主品牌的产品升级及高价产品的拓展，公司毛利率不断提升。由20Q1的63.8%逐渐提升至2022Q3的72.0%。
- 公司坚持长期主义，前期注重品牌和管理的发展，净利率保持稳定。**公司仍处于发展的前期，毛利率提升带来的收益基本用于研发、股权激励、营销投放及新品牌拓展方面，从而净利率保持稳定。

图表：2018Q1-2022Q3珀莱雅毛利率和净利率



资料来源：公司公告，民生证券研究院；

图表：红宝石精华的天猫客单价不断提升



资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

图表：双抗精华的天猫客单价不断提升



资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

寻找 α — 贝泰妮：品类&品牌矩阵不断完善，高端线Aoxmed描绘第二增长曲线

主品牌品类矩阵不断完善。从初代大单品特护霜逐渐拓展品类矩阵，22年推出特护精华，20年11月、21年11月、22年11月，液态精华占比旗舰店销售分别为5.85%/5.28%/14.67%，不断提升，对单一大单品的依赖性逐渐降低。

新品牌布局高端抗衰，第二增长曲线清晰。从行业角度看，抗衰需求快速增长，其中护肤和医美为消费者选择抗衰的主要途径。近年来，全球抗衰市场火热，全球市场从2015年1395亿美元增至2021年2160亿美元，2015年至2021年CAGR达7.6%。据Euromonitor数据显示，2020年中国抗衰市场规模达646亿元人民币。我们认为，不仅AOXMED所处行业当下具备高需求高增长趋势，给予了品牌高速发展的基础，同时其自身实力突出。

1) **短期维度：**AOXMED主要通过结合医美项目提供疗程化服务，其增长将受益于渠道的不断拓宽。

2) **中长期维度：**线上渠道起量，品牌力+产品力助推线上市场拓展。中期维度，线上渠道起量，兼具强产品力和强品牌力的AOXMED有望复刻修丽可线上发展之道：修丽可在线下品牌力逐步建立后，于2016年接入线上公域流量，据魔镜数据，修丽可天猫旗舰店2017年销售额约为0.5亿元人民币，2021年修丽可天猫旗舰店销售额约为18.2亿元人民币，2017年至2021年CAGR达151%。

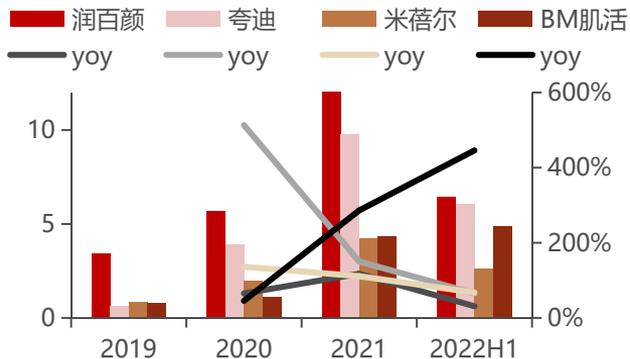
图表：Aoxmed与同类产品对比

			
价格	修丽可242面霜 1580元/48ml	AOXMED生肌霜 1280元/15g	赫莲娜黑绷带面霜 1380元/15ml
主打成分	神经酰胺1&3、胆固醇、脂肪酸	美雅安缇：牡丹皮提取物（丹皮酚）、麦角硫因； 长心卡帕藻提取物（半乳聚糖）、桑根提取物（ 白皮素A/B和桑黄铜C）和棕榈酰里六肽-12；β-丙 氨酰羟脯氨酸二氨基丁酰苄基酰胺、干日菊提取物	高浓度玻色因
主要功效	修护缺水屏障、修护老化屏障、重建脂 质屏障	屏障修护与强化、多层次抗老、预防早衰	促进受损肌肤组织的修复，增强肌肤的屏障保护、促进胶 原蛋白再生
总结：	AOXMED与修丽可相比，体现优势在于集多样化功效于一身；与赫莲娜相比，体现其作用效果发挥效率更高（赫莲娜的抗老仅为开源，而AOXMED为开源+节流。		

4 寻找 α — 华熙生物：管理&费用改善，坚持研发创新，短中长期业绩高增可期

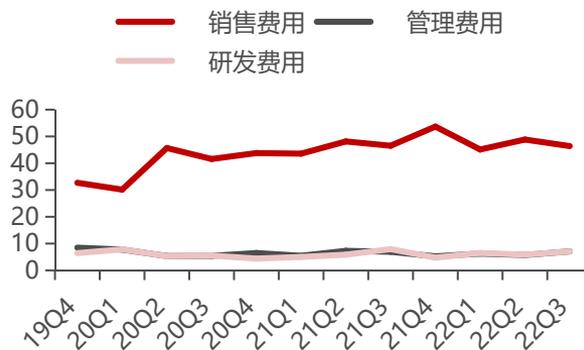
- **组织架构升级：七大中台基本完善，提升组织运行效率。**2021年公司建立了七大中台，包括科技与产品创新部、营销部、品牌部、公关部、创意部、行业研究以及会员权益运营部等部门，目前，七大中台的组织结构建立已基本完善，公司的组织结构及管理考核机制不断革新以及市场化以适应行业变化。
- **自上而下控费初显成效，2022年以来扣非净利率逐渐提升。**从公司层面到各事业部，逐渐落实控费措施，扣非净利率从21Q4的11.2%提升至22Q3的13.6%。
- **创新能力在线，研发投入稳步提升。**公司坚持创新，积极布局包括胶原蛋白、合成生物等新型原料，多个潜力赛道发力。

图表：华熙生物各品牌收入（亿元）及yoy



资料来源：公司年报，民生证券研究院

图表：华熙生物单季度费用率（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图表：2018Q3-2022Q3华熙生物扣非净利率



资料来源：wind，民生证券研究院

寻找 α — 巨子生物：重组胶原蛋白龙头，四大核心竞争力构筑长期护城河

- **重组胶原蛋白龙头，专业皮肤护理行业领军者。** 巨子生物专注设计、开发和生产以重组胶原蛋白为关键生物活性成分的专业皮肤护理产品，历经十余年发展，公司已成为专业皮肤护理行业龙头，2021年以10.6%的市占率位列中国专业皮肤护理行业第二。
- **四大核心竞争力构筑公司长期护城河。** 1) **产品：**公司旗下共有8个主要品牌及106项SKU，产品矩阵以面膜品类为基础，持续外延扩张至胶原棒、爽肤水等。2) **研发：**研发团队开发出“类人胶原蛋白”专利技术，并参与起草医药行业标准《重组胶原蛋白》，通过产学研共研的方式持续推动技术进步。3) **生产：**搭建合成生物学技术平台，已率先成功实现重组胶原蛋白及五种高纯度稀有人参皂苷百公斤级规模量产，五项产能扩张计划将进一步保障产能的稳定性。4) **渠道：**实行“医疗机构+大众消费者”双轮销售策略，线上线下协同赋能，构建全渠道销售和经销网络，并围绕科技美学的品牌定位进行营销。

图表：巨子生物旗下品牌



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

图表：巨子生物旗下可复美与可丽金主要产品矩阵（截至2022年11月）

	医用敷料	功效性护肤品	
可复美	重组胶原蛋白敷料 核心成分：重组胶原蛋白 主要功效：抑制敏感、皮炎痒痛、创面愈合、减轻术后色沉	Human-like重组胶原蛋白肌御修护次抛精华 核心成分：Human-like重组胶原蛋白+CSHA仿生组合 主要功效：舒缓肌肤、修复肌肤屏障	焕能肌底修护面膜 核心成分：海藻糖提取物、积雪草提取物、油橄榄果油 主要功效：舒缓肌肤、令肌肤强韧有光泽
	重组胶原蛋白修护贴 核心成分：重组胶原蛋白 主要功效：保湿修护、多效舒缓、补水保湿	透明质酸钠修护贴 核心成分：双重透明质酸钠+聚谷氨酸钠 主要功效：锁水保湿、协同修护干燥脱屑的肌肤	焕能肌底修护乳 核心成分：角鲨烷 主要功效：修护受损屏障、稳定肌肤状态、修护紧致一步到位
可丽金	重组胶原蛋白敷料 核心成分：重组胶原蛋白 主要功效：为肌肤提供良好的修护环境	Human-like重组胶原蛋白赋能珍萃紧致焕颜次抛精华 核心成分：Human-like重组胶原蛋白+CSHA仿生组合 主要功效：补充胶原蛋白、改善肤质	焕能肌底修护面膜 核心成分：重组胶原蛋白+海藻糖提取物、积雪草提取物、油橄榄果油 主要功效：舒缓肌肤、令肌肤强韧有光泽
	Human-like重组胶原蛋白赋能珍萃紧致修护面膜 核心成分：重组胶原蛋白+海藻糖提取物、积雪草提取物、油橄榄果油 主要功效：舒缓肌肤、令肌肤强韧有光泽	Human-like重组胶原蛋白赋能珍萃紧致修护乳 核心成分：重组胶原蛋白+海藻糖提取物、积雪草提取物、油橄榄果油 主要功效：舒缓肌肤、令肌肤强韧有光泽	焕能肌底修护乳 核心成分：角鲨烷 主要功效：修护受损屏障、稳定肌肤状态、修护紧致一步到位
	Human-like重组胶原蛋白赋能珍萃紧致修护霜 核心成分：重组胶原蛋白+海藻糖提取物、积雪草提取物、油橄榄果油 主要功效：舒缓肌肤、令肌肤强韧有光泽	Human-like重组胶原蛋白赋能珍萃紧致修护膏 核心成分：重组胶原蛋白+海藻糖提取物、积雪草提取物、油橄榄果油 主要功效：舒缓肌肤、令肌肤强韧有光泽	焕能肌底修护乳 核心成分：角鲨烷 主要功效：修护受损屏障、稳定肌肤状态、修护紧致一步到位
	Human-like重组胶原蛋白赋能珍萃紧致修护霜 核心成分：重组胶原蛋白+海藻糖提取物、积雪草提取物、油橄榄果油 主要功效：舒缓肌肤、令肌肤强韧有光泽	Human-like重组胶原蛋白赋能珍萃紧致修护膏 核心成分：重组胶原蛋白+海藻糖提取物、积雪草提取物、油橄榄果油 主要功效：舒缓肌肤、令肌肤强韧有光泽	焕能肌底修护乳 核心成分：角鲨烷 主要功效：修护受损屏障、稳定肌肤状态、修护紧致一步到位

资料来源：公司官网，京东商城，民生证券研究院整理

4 寻找 α — 上游生产端新增产能爬坡

- 诺斯贝尔：定增更换实控人+剥离松节油业务，彰显转型决心。**公司近期的多项股权资产变动计划，向市场传递积极转型的信号。目前，诺斯贝尔各类产品的产能利用率仍不足50%，随着化妆品下游格局的变化，以及产品备案数量的增加，公司订单的边际改善，产能利用率有望提升。此外，监管趋严以及市场竞争加剧，代工行业格局有望向公司集中。

图表：截至2021年底，诺斯贝尔的主要产能

主要产品	设计产能	产能利用率	在建产能
化妆品业务			无
面膜系列	21.34亿片	38.54%	
湿巾系列	26.0亿片	36.24%	
护肤品系列	2.8亿支/100ml	39.68%	
松节油深加工业务			无
合成樟脑系列	4.33万吨	84.78%	

资料来源：公司公告，民生证券研究院

- 嘉亨家化：新产能落地逐渐爬坡，毛利率将确定性增长。**随着6月湖州一期工厂落地，下半年逐步释放产能，得益于产能、自动化程度、人工成本等方面的优势，公司的收入及毛利率有望进一步提升。目前，新增订单已预订部分产能，随着国内生产的专业化、智能化提升，外资品牌生产逐渐向内资工厂转移。此外，湖州二期工厂也已动工，中长期来看，产能还有进一步提升的空间。

图表：截至2021年底，嘉亨家化的主要产能

主要产品	设计产能	产能利用率	在建产能	投资建设情况
化妆品	2.45万吨	98%	38,000吨	尚未完工
塑料包装容器	8.7亿个	77%	30,000万个	尚未完工
家庭护理产品	2.5万吨	35%		

资料来源：公司公告，民生证券研究院

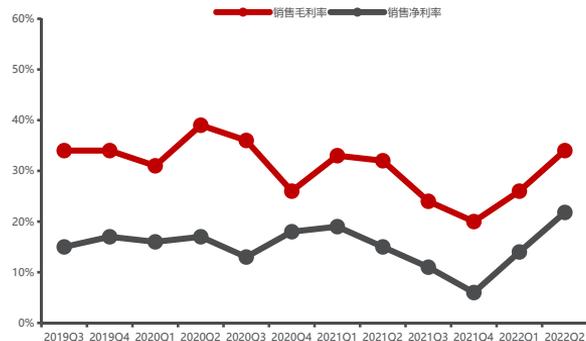
- 科思股份：新型防晒剂投产，带动毛利率稳步提升。**自6月以来，国际原油现货价格进入下行通道；人民币汇率自Q2以来持续贬值，利好公司的出口业务；此外，俄罗斯宣布“北溪1号”输气管道无限期停运后，欧洲能源危机加剧，能源价格不断上升，公司市场份额有望进一步提升。新型防晒剂产能释放，高单价PA、P-S防晒剂分别于22Q2和22Q4投产，预计23年开始持续贡献增量。此外，发行可转债募资8.28亿元用于氨基酸表活及P-S的继续扩产。在贸易环境利好，叠加海外出行复苏带动需求量增及成本端下行，公司收入有望持续增长，同时毛利率进一步提升，业绩及估值还有继续上调的空间。

图表：科思股份上市以来公司新增产能情况

项目内容	项目投资总额 (万元)	进展说明
香豆素2000吨/年、阿伏苯宗2000吨/年、水杨酸苄酯、水杨酸正己酯各1500吨/年、水杨酸甲酯8000吨/年	35,945.02	香豆素和水杨酸甲酯项目已终止，2020年阿伏苯宗项目投产，21Q3水杨酸苄酯、水杨酸正己酯投产。
水杨酸异戊酯、水杨酸正戊酯各1500吨/年	1,106.50	21Q3水杨酸异戊酯、水杨酸正戊酯投产。
辛基三嗪酮 (EHT) (EHT) 1000吨/年、中试装置	2,562.26	21年5月辛基三嗪酮 (EHT) 投产。
二-乙基羟苯甲酰基苯甲酸己酯 (PA/DHBB) 500吨/年	7,200.41	22Q2已建设完毕，2022年可新增PA产能500吨/年。
双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪 (P-S) 500吨/年	3,542.84	预计2022年底完成， 2023可新增P-S产能500吨/年。
氨基酸表面活性剂：椰油酰甘氨酸钠5500吨/年，椰油酰甘氨酸钾3000吨/年，甲基椰油酰基牛磺酸钠4300吨/年；高分子增稠剂：卡波姆2000吨/年	64,474.20	2022年9月发布可转债募资计划，建设期2.5年
双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪 (P-S) 1000吨/年，P-S中间体RET 1600吨/年。	25,657.25	2022年9月发布可转债募资计划，建设期2年

资料来源：公司公告，民生证券研究院

图表：科思股份单季度毛利率和净利率



资料来源：wind，民生证券研究院

4 展望：23年化妆品行业的 β 和 α

- β — 行业成长性不改，消费力恢复后估值继续上行
 - **估值：**化妆品行业做为高端化、专业化、个性化的可选消费，受益于中产、富裕阶级的兴起，我们认为在当前时点，行业仍然具有超额的成长性。回看行业估值，上行阶段（2020-2021H1）往往伴随渠道的变革。线上渠道是品牌增收圈地的手段，线下渠道则是扩大品牌力的必经之路，此外当前行业竞争已上移至品牌、研发的竞争。在国家扩大内需稳消费的大环境下，叠加出行需求恢复，线下渠道可能成为品牌端的下一个发力点。我们认为在23年Q1-2线下消费场景修复后，品牌端加速线下渠道的布局以及品牌力建设，行业估值有望进入下一个上行通道。
- α — 代工端订单边际改善，品牌端推新节奏&第二增长曲线
 - **品牌：**分化趋势延续，有望超预期的2个方面是，1) 推新节奏及销售额超预期，2) 品牌矩阵完善、第二增长曲线显现。对此，建议关注①**华熙生物**：稳业绩+降费用，关注大促节点后的预期兑现。②**珀莱雅**：持续推新+品牌矩阵多点发力。③**贝泰妮**：主品牌新品布局加码+高端线。④**鲁商发展**：剥离房地产业务，管理优化+化妆品持续高增+医药业务边际改善+原料业务毛利率提升。
 - **代工：** α 来自超预期新增订单。①**青松股份**：定增落地后，利益机制理顺，管理层诉求提升；订单改善超预期可能+产能利用率提升带动毛利率提升。②**嘉亨家化**：新产能释放+新订单逐步落地。

图表：重点公司盈利预测及估值（截至2023.2.7）

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	最新收盘价 (元)	净利润(亿元)			归母净利润增速			PE		
				22E	23E	24E	22E	23E	24E	22E	23E	24E
300957.SZ	贝泰妮	579.44	136.79	11.48	14.91	19.15	33.00%	31.80%	30.20%	50	39	30
603605.SH	珀莱雅	464.97	164	7.68	9.91	11.70	33.30%	29.00%	18.00%	61	47	40
688363.SH	华熙生物	600.97	124.92	10.19	13.17	18.11	30.30%	29.20%	37.50%	59	46	33
600315.SH	鲁商发展	111.31	10.95	3.29	5.06	6.92	-9.12%	53.80%	36.76%	34	22	16
300856.SZ	科思股份	90.25	53.3	3.85	4.69	5.54	190.10%	21.70%	18.10%	23	19	16
300955.SZ	嘉亨家化	26.66	26.45	1.03	1.56	2.00	6.00%	51.40%	28.60%	26	17	13
300132.SZ	青松股份	39.62	7.67	-6.32	1.17	2.12	30.60%	118.60%	80.50%	\	34	19

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2023年2月7日收盘价）

5、医美：细分赛道持续成长，疫后复苏弹性充足

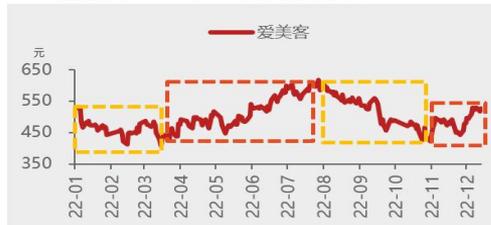
2022年医美行业股价走势分为四个阶段：

- **一季度回调：**多地疫情反复，部分区域封控，线下消费场景缺失，消费受阻。
- **年中拉升：**疫情得到控制，多地封控解除，线下消费恢复，预期疫后复苏需求反弹。
- **三季度回调：**疫情扰动+政策担忧，整体下行。
- **11月以来逐步反弹：**疫情防控边际优化+春节前备货期开启，开启新一轮上扬行情。

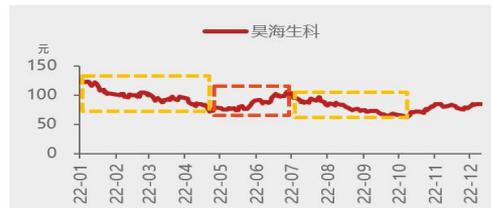
朗姿股份：年初至4.28跌35%，至7.25涨超56%，至10.31回调42%，之后反弹42%+



爱美客：1-3月，累计跌22%；3-7月涨超45%；8-10月跌幅近30%；11月起震荡回弹



昊海生科：年初至5.18跌近40%；至6月末涨40%+；至10.11回调超40%；后震荡上行



奥园美谷：年初至3.9，跌超36%，至4.21反弹44%，至10.28累计回调超48%，之后反弹30%+



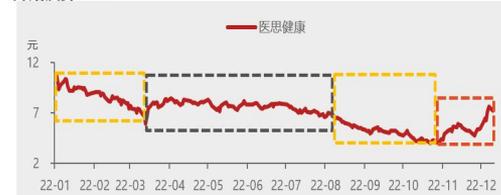
华东医药：1-4月，跌超30%，后至7.4涨超66%；8-10月回调超20%，之后涨19%，进入盘整期



复锐医疗科技：1.12-3.15跌超50%，至3.24急速拉升95%，至5.26回调29%，至6.20拉升超100%，至10.23回调62%，进入盘整期



医思健康：年初至3.15涨超45%，进入盘整期，6.30-10.31跌49%，开始反弹85%+



- 终端机构受疫情冲击显著，盈利能力下探。疫情反复下，医美机构客流量波动；同时因消费力受损，机构端存在获新客难+升单难等问题，最终采用以量换价的低价竞争策略，最终呈现医美机构盈利能力承压。

图表：医美机构营业收入及归母净利润（亿元）

证券简称	具体分项	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22
朗姿股份	营业收入（亿元）	8.92	8.97	8.61	10.15	8.94	9.15	8.55
	YoY	52.1%	39.7%	12.2%	15.3%	0.3%	1.9%	-0.7%
	医美收入（亿元）	5.31(1H21)		11.20(2021)		6.29(1H22)		
	占比	29.7%		30.6%		34.8%		
	归母净利润（亿元）	0.35	0.58	0.65	0.29	-0.02	0.11	0.08
	YoY	1209.2%	19460.0%	22.7%	-68.2%	-106.4%	-80.2%	-87.2%
	毛利率	53.5%	59.2%	56.3%	58.8%	58.3%	56.9%	56.9%
	净利率	0.7%	7.6%	8.9%	7.4%	-1.1%	2.6%	1.2%
奥园美容	营业收入（亿元）	6.07	5.6	2.75	0.97	3.12	4.37	3.42
	YoY	386.8%	222.3%	-76.3%	-81.7%	-48.6%	-22.0%	24.3%
	医疗美容服务收入（亿元）	1.56 (1H21)		2.75(2021)		2.69(1H22)		
	占比	13.3%		73.9%		35.9%		
	归母净利润（亿元）	0.30	0.20	1.61	-4.64	-0.39	-0.40	-0.14
	YoY	135.6%	118.6%	66.2%	-1104.7%	-229.7%	-295.6%	-108.8%
	毛利率	23.7%	31.8%	15.1%	-34.6%	23.0%	17.5%	29.6%
	净利率	3.8%	3.5%	61.9%	-500.2%	-14.2%	-11.5%	-4.0%
医思健康		FY21	FY1H22		FY22		FY1H23	
	营业收入（亿元）	17.72	12.10		23.87		17.63	
	YoY	6.4%	80.1%		40.4%		34.2%	
	美容及保健收入（亿元）	8.93	3.33		8.85		-	
	占比	50.4%	27.5%		37.1%		-	
	净利润（亿元）	1.63	1.33		1.60		0.72	
	YoY	-32.7%	264.7%		2.4%		-50.0%	
	净利率	10.8%	13.5%		9.2%		5.4%	

- 上游龙头企业风险抵御能力更强，但仍存在业绩预期下修。头部上游厂商在收入和业绩端维持相对稳定的向上增长态势，但因疫情对终端消费的影响仍部分传导至上游，全年收入/业绩预期有所下调，以爱美客为例，2022年全年业绩/收入增速由60%+调整为40%+。

图表：医美上游厂商营业收入及归母净利润（亿元）

证券简称	具体分项	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22
爱美客	营业收入（亿元）	2.59	3.74	3.90	4.25	4.31	4.54	6.05
	YoY	227.5%	129.9%	75.1%	73.5%	66.1%	21.4%	55.2%
	归母净利润（亿元）	1.71	2.55	2.83	2.49	2.80	3.11	4.01
	YoY	296.5%	144.4%	98.0%	66.7%	64.0%	22.0%	41.6%
	毛利率	92.5%	93.8%	94.0%	94.1%	94.5%	94.3%	94.9%
	净利率	63.9%	69.3%	72.8%	58.6%	65.0%	68.4%	66.3%
华东医药	营业收入（亿元）	88.97	82.83	87.48	86.36	89.33	92.65	96.61
	YoY	3.5%	2.7%	-1.0%	5.5%	0.4%	11.9%	10.4%
	医美收入（亿元）	5.65(1H21)		4.37(2H21)		4.53		
	占比	3.3%		2.5%		5.1%		
	归母净利润（亿元）	7.58	5.42	5.95	4.06	7.04	6.36	6.41
	YoY	-33.9%	-7.2%	-9.9%	-5.2%	-7.1%	17.4%	7.7%
	毛利率	34.7%	30.2%	28.8%	28.9%	33.8%	31.7%	30.0%
	净利率	8.7%	6.9%	6.9%	4.6%	8.0%	6.9%	6.8%
昊海生科	营业收入（亿元）	3.83	4.69	4.24	4.92	4.74	4.94	6.15
	YoY	149.1%	36.9%	6.9%	11.8%	23.8%	5.4%	45.1%
	医美及创面护理产品收入（亿元）	1.80(1H21)		2.84(2H21)		3.29(1H22)		
	占比	21.1%		31.0%		34.0%		
	归母净利润（亿元）	0.97	1.34	0.79	0.42	0.61	0.10	0.91
	YoY	490.2%	155.9%	-6.6%	-64.5%	-37.2%	-92.5%	14.2%
	毛利率	74.8%	74.3%	73.7%	66.6%	67.0%	72.5%	70.4%
	净利率	26.0%	29.4%	18.2%	6.7%	13.4%	2.1%	15.0%

22年以来，整体医美市场估值较21年多有所下调：

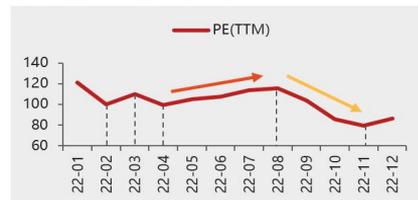
- **上游厂商：**爱美客作为行业龙头，为医美行业估值矛，今年以来，经济不景气叠加疫情影响终端消费，公司核心产品嗨体颈纹针增速放缓、新品濡白天使推广不及预期，进一步导致市场对公司未来高增速持续性有所质疑，下调估值。
- **中游医美机构：**机构端在疫情影响老店客流和新店拓展之下，使得市场质疑其未来增长；此外，医美政策出台使得市场情绪偏负面，进一步降低估值。

图表：医美行业公司估值中枢PE(TTM)

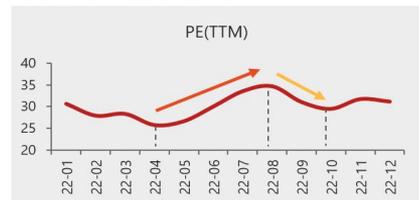
PE (TTM)	2020	2021	2022
爱美客	-	227	107
华东医药	15	26	30
昊海生科	57	77	50
复锐医疗科技	9	33	16
朗姿股份	23	69	79
医思健康	14	66	31

资料来源：wind，民生证券研究院，其中：2022年为年初至12.16估值中枢

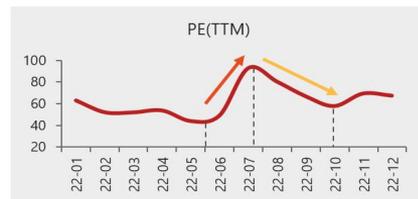
爱美客：1-4月估值调整，4-8月估值修复，8-11月估值回调，11月起再度上行



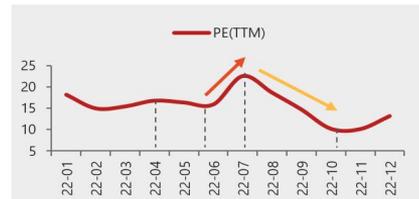
华东医药：1-3月估值回调，4-8月迎来反弹，8-10月估值回调，11月再度上行



昊海生科：6-7月估值快速反弹，7-10月回调



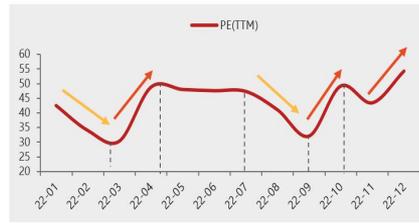
复锐医疗科技：6-7月估值上行，7-10月回调



朗姿股份：6-8月估值上行，8-9月回调，再度上扬



医思健康：1-3月估值下跌，3-5月上扬，7-9月下跌，9-10月上扬，估值呈现季节性波动

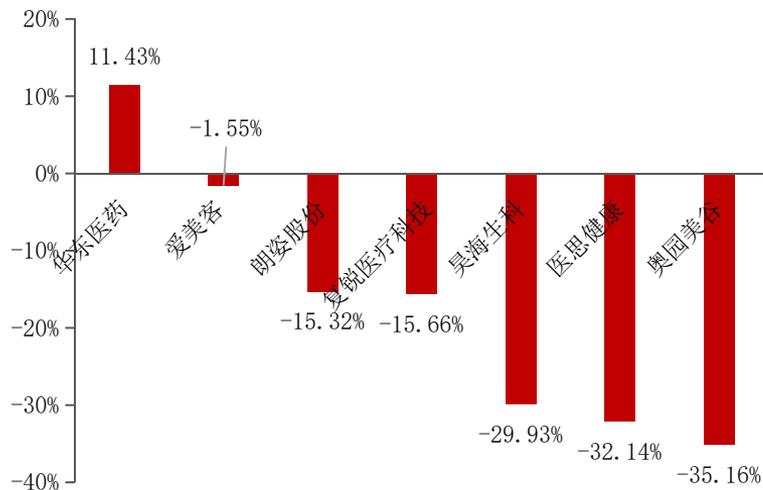


资料来源：wind，民生证券研究院

5 2022行情复盘—困境之中，强α凸显

从年初至今涨跌情况看，即便在困境之中，上游厂商仍为首选，其次为医美机构端，而个股涨跌情况也反应了市场对其α能力的认可程度。

图表：2022年年初至今（1.1-12.16）涨跌幅



资料来源：wind，民生证券研究院

➤ **上游标的：华东医药 > 爱美客 > 复锐医疗 > 昊海生科**

- **具备强渠道辅货能力：**截至22年8月，华东医药少女针布局500家医美机构，培养医生900名；爱美客濡白天使布局医美机构超500家，授权医生500名。
- **产品矩阵完善：**华东医药产品矩阵为少女针+利拉鲁肽+埋植线+光电仪器；爱美客产品矩阵为嗨体+濡白天使+埋植线+肉毒毒素+减重产品。

➤ **中游医美机构：朗姿股份 > 医思健康 > 奥园美谷**

- **规模化优势，同时具备充足的合规优质资源：**朗姿全面打通成都、西安和深圳三大市场，现金流充裕；目前拥有医生及医护人员730人，截至2022年上半年，获得多项专利等。
- **精细且高效运营，标准化流程便于扩张：**朗姿建立“集团管控模式-医管公司（后台）-事业部（中台）-医疗机构（医院、诊所、门诊部）（前台）”体系；且建立以朗姿医美为中心，连接客户/会员、上下游伙伴和公司内部，整合相关软件，实现高效运营。

5 行业未来如何发展？——关注胶原蛋白改善/增加项目

➤ 胶原改善/增加的轻医美项目充分满足消费者需求

- 胶原蛋白广泛分布于人体结缔组织中，与皮肤年轻化状态密不可分。正常人90%的胶原存在于皮肤和骨头中，随着年龄增长，胶原蛋白流失速度快于其再生速度，呈现出皱纹、皮肤松弛等状态，因此皮肤的年轻化与体内的胶原蛋白含量呈现直接相关。
- 胶原蛋白类产品同时满足消费者紧致抗老、自然安全等需求。两种途径增加体内胶原蛋白：1) 直接注射增加；2) 刺激再生。通过这两种模式均可达到紧致抗老，同时因均具备刺激再生作用，可实现安全自然效果。

图表：胶原改善/增加的轻医美项目梳理

	直接注射胶原蛋白					刺激再生胶原蛋白			
	动物胶原蛋白	重组胶原蛋白	酶体	童颜针	少女针	濡白天使	热玛吉	Fotona 4D	超声炮
项目类型	注射类轻医美	注射类轻医美	注射类轻医美	注射类轻医美	注射类轻医美	注射类轻医美	光电类轻医美	光电类轻医美	光电类轻医美
作用最深层次	真皮浅层	真皮浅层	真皮层	真皮深层	皮下及筋膜层	皮下及筋膜层	皮下	皮下	筋膜层
品牌/公司	台湾双美、长春博泰	锦波生物	爱美客	圣博玛	华东医药	爱美客	索塔医疗	欧洲之星	半岛医疗
成分/作用	动物源胶原蛋白	人源化三型胶原蛋白冻干纤维	透明质酸钠+氨基酸+L-肌肽+维生素B2	PLLA	30%PCL微球+70%CMC	70%HA+PLLA微球	单极射频技术加热皮下富胶原层	不同波长、脉宽的激光的热效应刺激纤维细胞产生更多胶原蛋白	大焦域超声技术实现筋膜层的加热，达到胶原蛋白收缩、刺激胶原再生

5 行业未来如何发展？——三大注射材料高景气

➤ 注射市场中，围绕胶原蛋白的三大类材料处高景气的不同上行区间

- **蓝海市场中期——活性材料注射剂。**以酶体系列为代表，成分为HA+多种营养物质，主打胶原改善和再生，2019年开始获消费者认知提升、获得热捧，也逐渐成为各医美机构必备医美项目，未来将呈现稳步向上。
- **蓝海市场早期——刺激再生注射剂。**2021年国内三款再生材料的医美产品获批上市，消费者端教育不断强化，同时产品在医美机构的布局端呈现快速向上，加速消费者对于再生材料的认知，也吸引更多企业布局再生材料市场。
- **蓝海市场初期——重组胶原蛋白注射剂。**2022年以来，重组胶原蛋白凭借其安全性及自然有效成为大热赛道，医美机构端也开始布局重组胶原蛋白类产品，贡献新增长点。

图表：玻尿酸与其他填充剂品牌榜

玻尿酸三年品牌排行榜				2022年新氧新上架产品订单榜				
	排名	2020	2021	2022	产品类型	排名	产品名称	新氧上线时间
销售榜	1	伊婉	伊婉	嗨体		1	嗨体熊猫针	2022年2月11日
	2	润百颜	润百颜	伊婉	玻尿酸	2	润百颜黑金	2022年1月24日
	3	海薇	嗨体	润百颜		3	润百颜白紫	2022年1月14日
搜索榜	1	伊婉	伊婉	嗨体		4	艾莉薇	2022年1月12日
	2	润百颜	嗨体	伊婉		1	Ellanse伊妍仕	2022年1月6日
	3	海薇	乔雅登	乔雅登	其他填充剂	2	艾维岚聚乳酸PLLA面部填充	2022年1月19日
	4	乔雅登	润百颜	艾莉薇		3	爱贝芙	2022年1月19日
	5	嗨体	艾莉薇	润百颜		4	薇旖美	2022年3月2日

图表：再生类材料与重组胶原蛋白在研产品

公司	产品名称	研发阶段	预期上市时间
再生材料在研产品			
江苏吴中/韩国 Regen	爱塑美	NMPA获批	2023年
高德美	塑然雅Sculptra	临床研究	2024年
尚礼	初代童颜针	临床研究	2025-2026年
四环医药	一代童颜针	临床研究	\
四环医药	二代少女针	临床研究	\
重组胶原蛋白在研产品			
巨子生物	重组胶原蛋白液体制剂	临床研究	2023年后
巨子生物	重组胶原蛋白固体制剂	临床研究	2023年后
巨子生物	重组胶原蛋白凝胶	产品开发	2024年后
巨子生物	交联重组胶原蛋白凝胶用	产品开发	2024年后
锦波生物	重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维	临床研究	\

5 行业未来如何发展？——注射材料存在一定相互替代

➤ 注射市场中，新兴注射材料或将部分取代玻尿酸注射剂

- **再生注射类：**从效果角度而言，再生材料围绕皮肤深层塑形，与大分子玻尿酸效果类似，最终呈现上再生注射材料因刺激再生自身胶原蛋白，效果更为自然；从定价角度而言，大分子玻尿酸价位与再生材料接近，随着2023年及后续再生类材料持续推出，消费者认知更进一步，我们认为再生材料有望取代部分大分子玻尿酸市场。
- **重组胶原蛋白类：**因当前技术发展阶段问题，多起到皮肤相对浅层次的填充和补水作用，因其价位暂且处于中高端定位，因此或将替代部分水光针市场。随着未来胶原蛋白技术推进，在分子质地上有所改良，或取代部分填充/塑形玻尿酸市场。

图表：再生类产品与大分子玻尿酸产品的终端价格（元）

	再生材料				大分子玻尿酸				
产品名称	伊妍仕少女针	艾维岚童颜针	濡白天使针	乔雅登极致	乔雅登丰颜	伊婉致美	瑞蓝·丽瑛·丽多	宝尼达	海魅玻尿酸
终端价格	18800	18800	12800	6900	13500	4500	12800	16800	8800

图表：胶原蛋白产品与高端水光针终端价格（元）

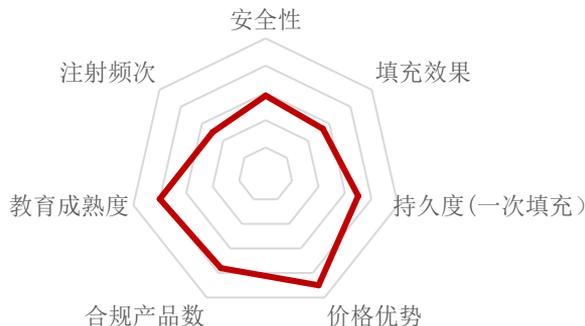
	动物源胶原蛋白			重组胶原蛋白		高端水光针	
产品名称	肤柔美	肤丽美	缬曼	薇旖美	润致娃娃针	夸活泡泡针	瑞蓝·唯琨
终端价格	5300	13800	12800	6800	4980	3980	6800

5 行业未来如何发展？—玻尿酸仍为注射类材料的大盘

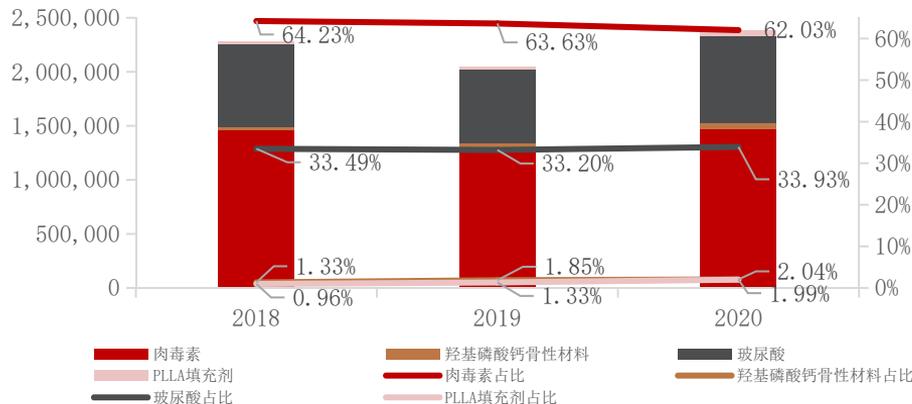
➤ 注射市场中，玻尿酸仍为根基

- **从产品和市场教育角度：**虽玻尿酸赛道同质化程度较高，但凭借其积累的市场经验及丰富的合规产品，未来玻尿酸仍将在注射填充市场占有较大份额。
- **参照成熟医美市场发展角度：**美国医美市场起步于1880年，当前已步入成熟期，其注射类产品丰富，包括玻尿酸、肉毒毒素、基于PLLA的填充剂和羟基磷酸钙骨性材料，后两者具备较好的塑性作用，同样对大分子玻尿酸呈现一定程度替代作用，但根据ISAPS统计，即使发展至2020年，美国市场的玻尿酸疗程量仍占据注射类疗程的30%以上。

图表：玻尿酸注射剂优势雷达图（模拟值得分）



图表：美国医美市场注射类项目疗程数量及其变化情况（个）



5 行业未来如何发展？—肉毒素主要玩家陆续入局

➤ 海外产品陆续入局，市场广阔

- **肉毒市场规模**：Frost & Sullivan数据显示，2019年中国肉毒素总市场出货端销售额为人民币36亿元，2016-2019年复合增长率为34%。预计随着轻医美渗透加速，消费者认知上行，**预计2025年出货端销售额有望达114亿元，2020-2025年CAGR为23.9%**。
- **当前国内肉毒市场中，各产品加速布局**：1) **德国西马，唯一不含任何辅助蛋白的“裸肉毒素”**：去除辅助蛋白的同时仍可保持肉毒素的稳定性，大大降低抗药性（Xeomin 0.6% VS. BOTOX/Dysport 7.0%）；因不含有辅助蛋白故无需冷藏保存，常温（<25摄氏度）环境下可稳定储存48个月；其他产品在2-8℃的环境中储存24个月；美国销量第三、欧洲销量第二。2) **韩国的绿毒和爱美客的Hutox定位均较为低端**，并分别适用于面部和身体，**有望通过优于衡力的效果抢占衡力的市场份额**。

图表：国内已上市肉毒素竞争格局（单位：元）

已上市	商品名	适用部位	定位	出厂定价	终端定价
艾尔建	保妥适	精细化部位	高端	2000	4000-6000
兰州生物所	衡力	中大部位	低端	600-700	1000-2000
韩国hugel/ 四环医药	乐提葆	中小部位	轻奢	1200	3000-5000
英国ipsen	吉适	大面积部位	高端	1800	4000-6000

资料来源：各公司官网，民生证券研究院

图表：国内临床中肉毒素产品

临床中	商品名	适用部位	定位	进展	预计时间
Merz	Xeomin	精细化部位	高端	已完成临床试验	2023
韩国大熊制药/绿毒	Nabota	精细化部位	低端	III期	2023
韩国Huons/爱美客	Hutox	大面积部位	低端	III期	2023-2024
Revance/复星医药	RT002	精细化部位	/	III期	2024-2025

资料来源：各公司官网，民生证券研究院

5

行业未来如何发展？—光电项目国产加速

➤ 光电类项目需求持续向上，国产替代加速

- 从市场规模角度看，据头豹研究院数据，2019年我国光电类医美市场规模已经达到215.01亿元，2020年受疫情影响收缩至191.72亿元，预计2025年将增长至501.59亿元，2021年至2025年的CAGR为13.43%。
- 从项目需求看，光电类项目占比上行，光子嫩肤为2022年最热门需求。光电项目因损伤小，恢复快等特点，在国内市场占比上行，22年非手术市场占比为53.3%。此外，据艾媒咨询统计，2022年中国光电类医美消费中光子嫩肤占61.6%，远高于排名第二的热玛吉。
- 从品牌布局看，国产品牌多样化战略下加速市场布局。在以光子嫩肤为代表的强脉冲光领域中，外资品牌科医人的M22接受度最高，同时国产品牌奇致皇后凭借低价优势占据一定市场；在射频领域中，截至2022年10月，通过药监局认证的射频类医美器械共24款，国内自主研发的品牌共计6款，但18款进口设备中，飞顿等5款产品的研发公司已被中国收购，拉动中资份额呈现上行。

图表：2022年国内光电市场项目消费情况

序号	光电项目	消费占比	序号	光电项目	消费占比
非手术医美市场结构		光电类项目：53.3% 注射类项目：46.7%			
1	光子嫩肤	61.6%	6	皮秒	20.7%
2	热玛吉	39.7%	7	铥激光	16.6%
3	激光脱毛	29.9%	8	冷冻溶脂	16.5%
4	热拉提	23.9%	9	Fotona 4D	7.3%
5	点阵激光	22.3%	10	其他	0.1%

图表：2021年国内强脉冲光设备和射频设备厂商国产情况

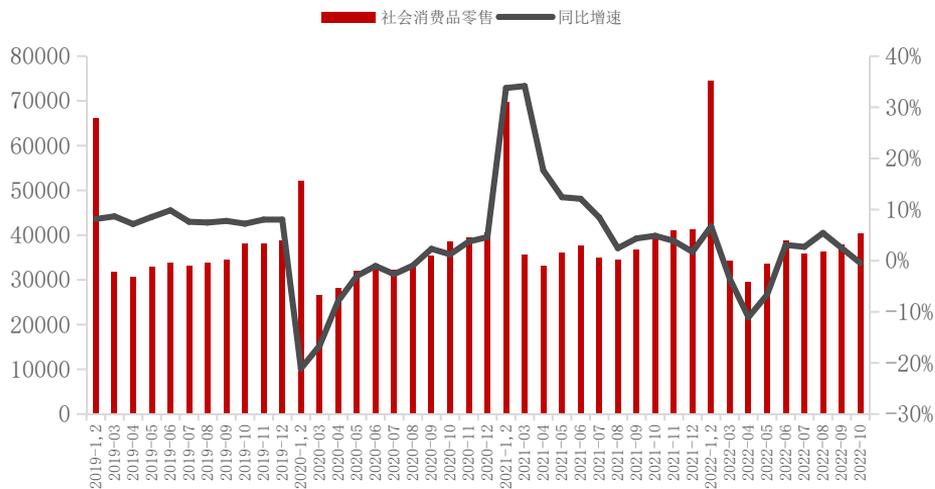
	强脉冲光类	市场份额	射频类	NMPA认证器械占比*
中资品牌	飞顿、奇致激光、深圳GSD	33%	飞顿、半岛医疗、长沙德技、武汉中科科理、武汉光焱、北京天鼎康、湖南热芙美	46%
外资品牌	科医人、赛诺龙、赛诺秀	67%	索塔医疗、盈美特	54%

5 行业发展边际优化—国内医美消费复苏可期

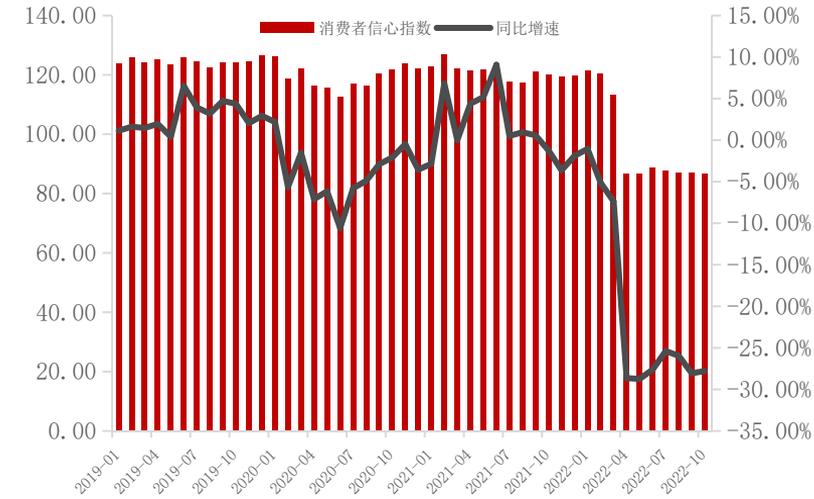
➤ 22年11月以来国内疫情防控优化，消费环境有望进一步修复

- 因2020年以来疫情反复+防控严格，国内消费者信心指数在2022年最终呈现急速下滑；
- 随着22年11月以来国内疫情防控边际优化叠加国内对消费刺激的重视度提升，对标美国及韩国疫后发展，看好23Q1后开启线下医美消费快速反弹。

图表：疫情下我国社会零售品总额情况（单位：亿元）



图表：疫情下我国消费者信心指数



2023年行情推演——三步走看后续终端机构

- **第一步：防控边际放宽，预期消费反弹，业绩反弹尚未兑现，或震荡上行**
 - 该阶段处预期收入/业绩反弹，但属于业绩真空期，中性预期持续至3月。
- **第二步：Q1业绩披露，存预期差，行情或有所波动**
 - Q1因消费者担忧感染或已感染，减少出行，致使线下机构客流减少，对于收入/业绩端存在市场预期差，行业或短期内有所波动。
- **第三步：单店盈利改善兑现+开店持续推进，业绩、估值双升**
 - Q2开始，消费者加速恢复线下场景消费，医美项目作为刚需将率先反弹，对应机构成本端压力得以摊薄，盈利有望改善，对应业绩上行；
 - 线下开店稳步推进，门店复制逻辑有望得以验证，拉动估值上行。

图表：医美机构收入与业绩因素拆解



资料来源：民生证券研究院

图表：医美机构开店数量与扩店计划

进军医美时间	2022年计划拓店	最新医美机构数量	开店情况	2023年规划
医思健康 2005年	2020年计划未来3-5年，开设30-50家门店，重点发展消费医疗及养生服务	2022年9月30日，大中华地区直营154间诊所/服务中心	2022财年共暂停营业84日	暂无
朗姿股份 2016年	2022年初以来正在将深圳米兰由门诊部逐步扩建为综合性医院	29家医疗美容机构（其中米兰柏羽4家、晶肤医美23家、高一生医美2家）	1-2月西安停业，9月起成都疫情受较大影响	以成都、西安；两大城市为核心，辐射整个西南部区域，逐步朝向全国医美战略版图迈进
奥园美谷 2021年	计划开设若干家600-800平方米的轻医美门店，投资回报期2-3年	2022H1，连天美为代表的5A级医美医院、以奥若拉为代表的轻医美连锁品牌2家	3月以来上海疫情外溢杭州影响连天美门店	在现有2家奥若拉门店基础上，举办第三家奥若拉番禺奥园广场店

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

5

2023年行情推演——三大角度影响上游厂商后续走势

除却疫情防控边际优化对整体医美行业的拉动外，三大要素仍对上游厂商行情有所影响

➤ 老品销售超预期，或带动行情上行

- 消费力提升下，医美上游厂商老品渠道布局的持续下沉，进一步提升产品渗透率，存在老品对企业收入端的超预期拉动。

图表：医美上游厂商代表产品

代表产品	上市时间	分产品类型	2021年收入 (亿元)	收入占比	2022H1收入 (亿元)	收入占比
爱美客嗨体颈纹针	2017年	溶液类注射产品	10.46	72.30%	6.43	72.70%
复锐医疗科技Soprano、Harmony及Accent设备	2013年	医疗美容（能量源设备）	2.59	87.80%	1.55	88.90%
昊海生科玻尿酸	2014年	玻尿酸	2.41	51.90%	1.19	36.30%

注：复锐医疗为亿美元。

➤ 新品增长稳健，估值上扬

- 2021年三款再生注射剂上市，因逢2022年疫情反复，以爱美客为代表的头部企业新品拓展不及预期，致使市场对企业产品未来增速有所担忧，估值下调；随着后续放宽逐步优化，次新品渠道稳步布局，保证其未来增长的确性，估值有望上行。

图表：医美上游厂商新品上市

代表产品	华东医药少女针	爱美客濡白天使针
产品上市时间	2021年	2021年
产品主要成分	30%PCL+70%CMC	交联玻尿酸+PLLA-乙二醇共聚物微球
参考价格	18800元	12800元
渠道布局	全球布局，采取战略并购、合作和入股模式	直销
2021年收入及占比	预计2022年6.5-7亿元	预计2022年3亿元

➤ 把握储备产品布局，估值有望更上一层

- 上游企业未来产品线中，多布局在消费需求较高领域，包括减重产品、光电项目、胶原蛋白领域等，随着新品持续更进，能够进一步打开公司成长天花板，提升估值空间。

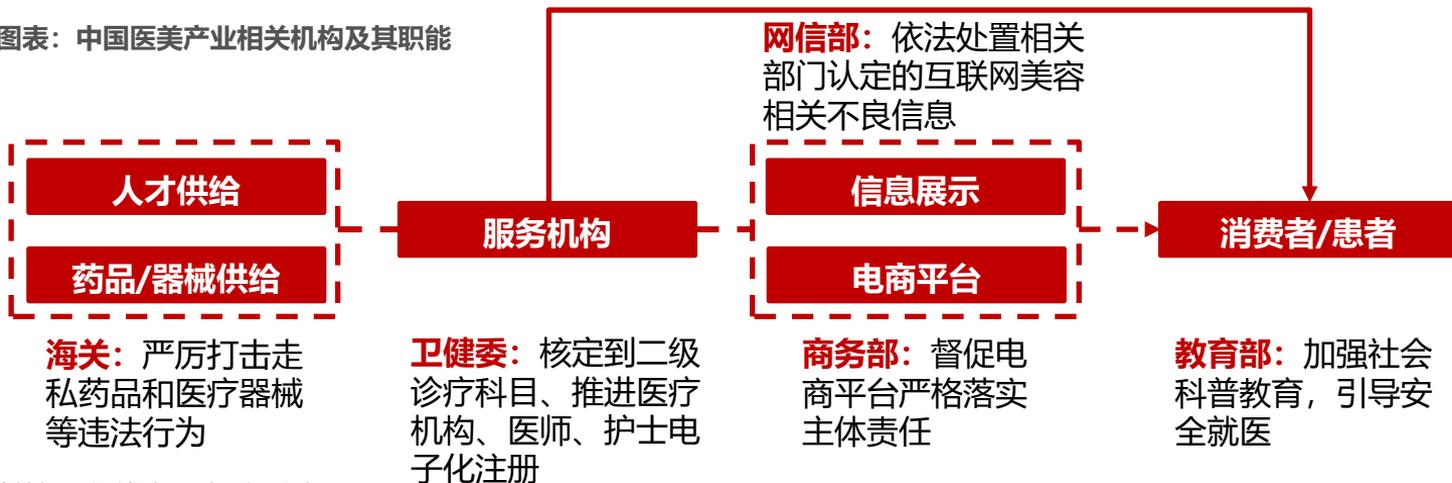
图表：医美上游厂商储备产品

	在研新品	临床用途	进展情况
爱美客	第二代理植线	软组织提升	注册检验阶段
	医用透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶	填充	临床试验阶段
	医用含聚乙烯醇凝胶 微球的修饰透明质酸钠凝胶	颈部填充	临床试验阶段
	注射用透明质酸酶	溶解透明质酸	临床前在研阶段
	注射用A型肉毒毒素	中度至重度皱眉纹	临床试验阶段
	利多卡因丁卡因乳膏	局部麻醉	获得临床批件
华东医药	利拉鲁肽注射液	慢性体重管理	I期临床试验阶段
	去氧胆酸注射液	减肥产品	临床前在研阶段
	Maili Extreme透明质酸	面部填充	9月完成中国临床试验首例受试者入组
	Ellansé-M	面部填充	8月完成国内注册检测
	Perfectha®双相透明质酸	面部填充	正在准备国内注册
	Silhouette Instalift®	中面部提拉	国内临床试验已完成部分受试者入组
	Glacial Rx (F1)	祛除皮肤的良性色素性病变等	国内注册检测有序开展
	Cooltech Define	身体减脂塑形	国内注册检测有序开展
	Primelase	脱毛	国内注册检测有序开展
	V系列产品 (V20、V30)	皮肤紧致、身体和面部塑形、皮肤年轻化、脱毛等	国内注册检测有序开展
复锐医疗科技	EnerJet	疤痕修复、面部提拉、真皮增厚	国内注册检测有序开展
	Préime DermaFacial	面部皮肤管理	正在国内进行器械属性界定及配套化妆品注册
	利拉鲁肽注射液	体重控制	2022年7月受理上市许可
	Reaction™	身体及面部塑形、皮肤紧致	预计2023Q1重新登陆中国市场
	Profilo玻尿酸产品	刺激胶原蛋白再生	-
	RT002A型肉毒杆菌毒素 RZL012	治疗中度至重度眉间纹 溶脂针	临床试验阶段 临床试验阶段

5 投资建议—政策监管持续推动合规企业份额提升

- **监管深入产业每一环节**：2020年4月，国家卫健委、市场监管总局等八部委联合引发了《打击非法医疗美容服务专项整治工作方案》，明确了我国整治医美乱象的决心。进入2022年，我们也看到了政策对应合规技术的支持和推动。
- **1) 对上游药械厂商**：严监管为合规产品提供替代空间。**2) 对中游服务机构**，医疗美容广告的严监管短期内或将提高直客机构的获客成本，叠加监管部门对违法违规医美机构的打击，将在中长期放大头部合规机构的资质牌照以及口碑优势，有助于行业集中度的提升以及长期的健康发展。

图表：中国医美产业相关机构及其职能



资料来源：亿欧智库，民生证券研究院

5

投资建议一个股角度

➤ 终端机构方面：把握具备强运营能力+拓店能力企业

- **朗姿股份**：区域性医美机构龙头，具备精细化运营效率显著，通过体内+体外模式加速拓店。
- **医思健康**：香港医疗服务和医美龙头，具备强运营能力，前期因大陆封控致使拓店计划受影响，看好后续开店复制能力。

➤ 上游厂商：聚焦高需求赛道，同时需能够接力式产品布局

- **爱美客**：产品持续接棒，嗨体颈纹针奠定渠道基础；熊猫针和夸活泡泡针/嗨体2.5ml差异化布局活性材料赛道，持续拓展渠道；濡白天使主打再生，成为又一明星单品。
- **华东医药**：少女针+酷塑+利拉鲁肽，持续性布局高需求赛道，同时接棒拉动公司成长。
- **复锐医疗科技**：医美设备+家用美容护理+牙科+注射填充业务板块，深化医美业务发展。
- 此外，建议关注23年开启再生注射剂布局的**江苏吴中**，以及布局重组胶原蛋白赛道的未上市标的**锦波生物**。

图表：医美行业盈利预测与估值

证券代码	证券简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
300896.SZ	爱美客	581.35	6.58	9.52	13.23	88	61	44	推荐
000963.SZ	*华东医药	46.78	1.50	1.81	2.21	31	26	21	-
688366.SH	*昊海生科	100.5	1.75	2.49	3.27	57	40	31	-
1696.HK	*复锐医疗科技	14.08	0.67	0.86	1.07	21	16	13	-
002612.SZ	*朗姿股份	27.03	0.17	0.45	0.63	159	60	43	-
600200.SH	*江苏吴中	8.11	-0.04	0.04	0.17	\	203	48	-
2138.HK	*医思健康	8.79	0.19	0.33	0.45	46	27	20	-

资料来源：wind，民生证券研究院；注：除爱美客，均采用wind一致预期，股价为2023年2月7日收盘价，其中：复锐医疗科技与医思健康均采用港元（HKD）

* 请务必阅读最后一页免责声明

6、风险提示

6 风险提示

- **宏观经济增速不及预期风险：**如宏观经济增速低于预期，将影响市场出行需求，拖慢酒店业复苏节奏，同时将影响消费者收入预期，影响线下消费复苏。
- **新冠疫苗接种/特效药进展不及预期：**疫苗是抗击疫情长期的解决方案，也是后续政府能够柔化防疫政策/放松出行管制的重要前提条件；疫苗接种/特效药进展如不及预期，将拖慢后续酒旅业复苏节奏。
- **龙头扩张/项目推进不及预期：**当前国内酒店/餐饮/茶饮/酒馆等线下消费龙头均借后疫情时代行业出清的机会窗口，发力扩张，这其中亦包括景区龙头推进新项目开发，但由于公司本身经营管理/以及疫情短期影响，拓店/项目开发进程可能不达预期，影响公司未来的盈利预测。
- **政策环境改变风险：**免税/职教/灵工行业的高景气一定程度上有赖于政策环境的利好，后续政策政策环境变化，包括支持弱化/转向将对行业发展带来不利影响。
- **行业竞争加剧风险：**在市场格局尚未完全稳固的茶饮/酒馆/咖啡等线下消费新业态，新进入者有可能影响当前市场格局，侵蚀龙头市场份额。

THANKS 致谢

民生商社研究团队：

分析师 刘文正

执业证号：S0100521100009

电话：13122831967

邮件：liuwenzheng@mszq.com

分析师 饶临风

执业证号：S0100522120002

电话：15951933859

邮件：raolinfeng@mszq.com

研究助理 邓奕辰

执业证号：S0100121120048

电话：13585520099

邮件：dengyichen@mszq.com

研究助理 周诗琪

执业证号：S0100122070030

电话：15821501215

邮件：zhoushiqi@mszq.com

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座19层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦32层05单元； 518026

分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明:

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A股以沪深300指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	公司评级	推荐 相对基准指数涨幅15%以上
		谨慎推荐 相对基准指数涨幅5%~15%之间
		中性 相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避 相对基准指数跌幅5%以上
	行业评级	推荐 相对基准指数涨幅5%以上
		中性 相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避 相对基准指数跌幅5%以上

免责声明:

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。