



德邦证券
Topsperity Securities

2023年2月15日

证券研究报告 | 行业年度策略

社服&新消费23年投资策略： 景气向上，守正出奇



证券分析师

姓名：郑澄怀

资格编号：S0120521050001

邮箱：dengch@tebon.com.cn

2023年度社服&新消费投资策略

- **23年度策略：**出行政策放开后，板块已从政策博弈，转向基本面与业绩驱动的第二阶段。春节及节后数据表现一定程度可以验证后续修复向好趋势；叠加23年稳经济预期之下，消费将作为重要一环不排除有相应利好政策支持，看好23年出行链和消费机会。综合现价以及后续弹性，我们核心看好：①出行产业链中的酒店/休闲景区/餐饮/免税基本面持续修复；②主线确定+政策支持+需求景气周期的人力资源服务板块；③估值修复叠加刚需回补，双轮驱动板块上涨，看好珠宝&培育钻石。
- **酒店：**供需存在修复时差，23年有望加速成长，看好具备产品力&集团资源支持的头部企业。1) 供给端：疫情影响下酒店存在出清现象，20-21年酒店住宿业设施分别同比减少17.4%、9.6%。2) 需求端：春节期间酒店数据表现超预期，节后商务需求迅速恢复；酒店行业供给端较19年整体有一定出清，而供需时差奠定了现有酒店的经营弹性；同时头部品牌集中度提升+竞争格局改善+产品不断升级之下，头部品牌具备议价能力以及提价的优势，看好23Q2-Q3酒店业绩修复。此外加盟商信心逐步修复，头部企业将重回加速开店轨道，看好酒店23年经营与成长共振，推荐锦江酒店、首旅酒店，关注华住集团、君亭酒店。
- **人力资源：**企业用工偏好提升，23年稳就业主线贯穿，多方政策催化，看好春节复工后招工需求持续修复。灵活用工模式能够较好的帮助企业提高用工弹性&人员管理效率，同时降低用工风险，疫情持续三年，我们认为企业对于灵活用工模式偏好有明显提升，企业灵活用工需求端依旧保持较好态势。同时扩内需保就业+健全社会保障制度+支持平台经济发挥稳就业作用+支持培育人资龙头壮大等多个顶层战略频频出台，保障灵活用工员工权益，直接利好头部合规人资企业长期发展，未来稳经济及宏观调控政策刺激预期加强&保就业依旧为主线，看好春节后企业招工需求持续回升，继续推荐科锐国际+北京城乡，建议关注外服控股。

2023年度社服&新消费投资策略

- **餐饮：复苏弹性赛道，餐饮守正出奇。**在日益科学化精准化的疫情防控下，线下消费场景有望实现边际复苏，线下客流或企稳回暖。1) 当前头部餐饮公司借助上市优势，获得较大规模融资。在有明确疫情反转信号的情况下，上市公司有望扩大资本开支计划。有望调高未来数年开店目标；2) 上市公司同店收入有望随线下客流逐渐修复。餐饮公司多数具有较高经营杠杆，同店收入端修复将伴随门店利润弹性的释放；3) 由于疫情扰动，港股餐饮板块标的动态估值合理偏低，随着上市公司业绩的逐步企稳回升，港股餐饮赛道整体存在业绩+估值双轮修复的机会。持续推荐九毛九、海伦司，建议重点关注奈雪的茶、呷哺呷哺、海底捞等。
- **旅游景区：周边休闲将率先复苏，重点看好产能相比19年有提升且中长线仍有成长看点的公司。**疫情期间跨省长线游相对疫情防控政策更敏感，因此20-22年国内短途周边游在整体出游结构中居主要位置，在疫情反复的阶段性表现中短途周边游相较于长线跨省游来看恢复速度更快。疫情政策放开后元旦、春节期间出游半径开始明显延长，预计待国内疫情稳定后旅行社及长线游也将稳步恢复，看好23年暑期旅游旺季景区表现。疫情期间头部景区修炼内功，通过升级原有景区项目、产品扩容产能扩张以及发展多个成长曲线来提高自身竞争力，相比2019年同样具有业绩弹性，建议重点关注天目湖、宋城演艺、中青旅、海昌海洋公园。
- **免税：海南离岛免税持续升温，出境游有序恢复下市内免税政策或有望渐行渐近，后续仍有较多催化看点。**海南游迅速升温，春节期间免税销售额表现符合预期，海南全年离岛免税销售额目标800亿元，继续看好后续销售额回暖。此外，中免仍有增量物业待开业，王府井国际免税港已经于2023年1月开业，离岛免税扩容持续进行，增量支持下有望共同再做大海南离岛免税市场。叠加出境游将有序恢复，23年扩内需战略之下，市内免税政策渐行渐近。看好中国中免，建议关注王府井。

2023年度商社投资策略

- **培育钻石&黄金珠宝：行业渗透率红利伊始，头部企业扩产带动业绩高增。**培育钻石以其良好性价比，在美国市场快速渗透。当前产业链最具投资价值的环节在于上游生产端。生产端企业均具有较强技术壁垒和资金壁垒，中短期内格局依然保持稳定。头部公司扩产积极，业绩释放路线明确，继续推荐力量钻石，建议关注中兵红箭、黄河旋风。2022年因疫情扰动，黄金珠宝上市公司业绩普遍受损，但随着婚庆及悦己需求的递延释放，黄金珠宝公司业绩有望出现适当回补。在国潮兴起的环境下获得业绩修复，建议关注迪阿股份、周大生、周大福、潮宏基等。
- **宠物食品&母婴赛道：**“它”经济进入发展快车道，国内宠物市场方兴未艾，“育儿式”养宠盛行。近年来年轻一代对于宠物的“陪伴属性”需求递增，宠物行业获得高速发展。宠物产业消费整体表现为：产品升级诉求强、营养健康至上、消费频次高、价格敏感性低、品牌忠诚度高等特点。建议关注中宠股份、佩蒂股份、乖宝股份等。随着疫情修复，母婴赛道亦会迎来线下客流的修复，消费升级与渠道变革推动母婴行业发展。母婴赛道标的整体估值偏低，建议关注爱帝宫、孩子王、爱婴室等。
- **风险提示：疫情反复、宏观经济波动、行业竞争加剧**

目录

CONTENTS

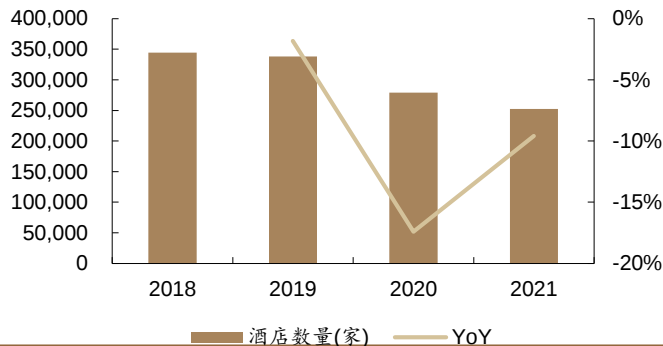
- 01 酒店：疫情后供需错配，头部企业加速成长
- 02 人力资源：稳就业主线确定，供需政策利好+企业用工偏好提升
- 03 景区：周边休闲游将率先复苏，看好产能持续扩张的成长型公司
- 04 餐饮：复苏弹性赛道，餐饮守正出奇
- 05 免税：景气度依旧，看好增量持续扩容+潜在催化
- 06 培育钻石：新消费浪潮涌动，产业链布局走向成熟
- 07 黄金珠宝：国潮消费兴起，婚庆有望回补
- 08 宠物食品：“它经济”发展进入快车道
- 09 母婴：消费升级与渠道变革推动行业发展

酒店：疫情后供需错配，头部企业加速成长

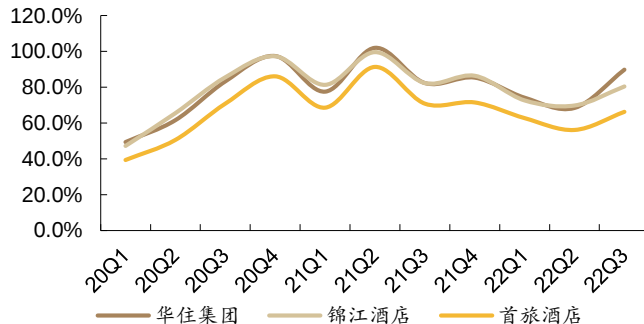
■ 供给端出清格局优化，商旅需求刚性，看好酒店企业经营业绩弹性。

■ 春节&节后超预期数据验证酒店经营向好趋势，供需错配奠定RevPAR修复弹性，看好后续数据持续修复。①需求端：节后一周(1/29-2/4)一线商务需求迅速修复，RevPAR、OCC、ADR预计分别恢复至19年2月的89.6%、85.4%、105%，其中一线城市OCC达到57.6%，环比前周(春节周)提升18.4pct，二线OCC达63%，环比+10pct，商务需求明显修复。最近一周整体酒店经营继续保持向好态势，多地较多酒店出现满房、甚至OCC达到或超过100%，房价较平时也出现明显上涨，坚定看好后续数据修复！②供给端：疫情影响下小单体酒店抗风险力较弱大量出清，2020-2021年我国住宿业设施总量分别同比减少26.5%、19.2%，其中酒店住宿业设施减少17.4%、9.6%。考虑供给端恢复的滞后与需求快速修复将奠定酒店企业业绩弹性空间，叠加疫情期间房价表现始终刚性且产品具备议价能力的背景下，继续看好同店RevPAR表现！

图：我国酒店行业数量及yoy



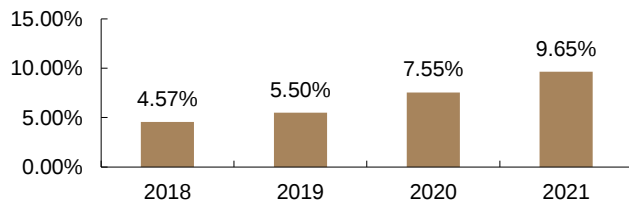
图：三家酒店RevPAR相比于疫情前的恢复程度(%)



酒店：疫情后供需错配，头部企业加速成长

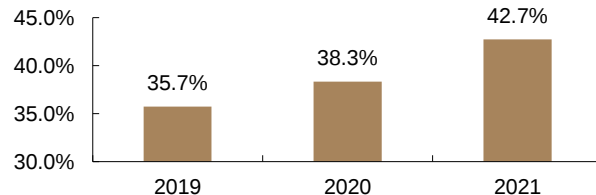
- **酒店竞争格局稳固，头部效应明显，疫情后龙头有望继续加速成长。**
- **酒店行业竞争格局稳固，疫情后头部企业优势进一步得到强化。**根据盈蝶咨询，截至21年，锦江、华住、首旅酒店市占率分别为4.2%、3.1%、2.3%，若按照连锁酒店口径来看，市占率分别为18.6%、13.7%、10.4%，CR3合计为42.7%，连锁化酒店市场集中度较高。疫情期间单体酒店现金流压力较大，而酒店行业龙头凭借优质产品模型、会员规模、全国性布局、采购平台规模效应、金融平台等对加盟商多重赋能，头部优势进一步凸显，未来有望实现对于中小单体酒店的加速替代。
- **21年我国连锁化率为35%，对标海外仍有一定展店空间。**根据盈蝶咨询，21年我国酒店行业连锁化率为35%，对标美国70%+连锁化率仍有成长空间，疫情期间对行业开店节奏虽有扰动，但考虑到三大头部酒店企业pipeline仍维持在相对较高的水平，看好后续信心恢复后头部企业加快成长。

图:三大酒店集团市占率合计(酒店行业口径)



■ 三大酒店集团市占率合计

图:三大酒店集团市占率合计(连锁酒店口径)



■ 三大酒店集团市占率合计

数据来源：盈蝶咨询，各公司公告，德邦证券研究所
注：三大酒店集团为锦江酒店、华住集团、首旅酒店

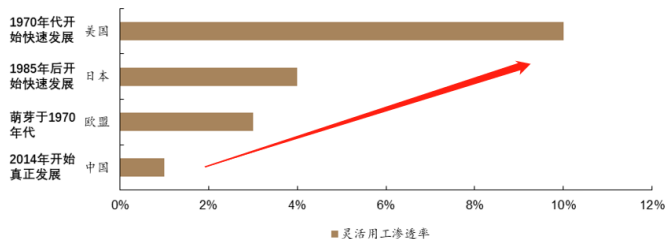
酒店：疫情后供需错配，头部企业加速成长

- **锦江酒店**：中端主力产品综合竞争力较强，助力成长提速；设立线下创新中心GIC，支持品牌长期可持续发展。三年翻倍规划逐步推进，后续发展质量为先，有望逐步走出国门加码亚太区市场。短期欧洲酒店需求迅速恢复，亏损拖累大大降低；国内疫情逐步企稳后出行有望迅速恢复，看好龙一中长期发展空间。
- **华住集团**：产品、管理、品牌、流量四大优势助力公司成为国内综合竞争力最强的民营酒店管理集团之一。短期受益于疫情缓解带来的景气恢复，中期借助优秀模型和管理效率，竞争壁垒稳固。
- **首旅酒店**：经济型酒店改造升级逐步推进，质量提升有望增厚业绩；中高端逸扉、璞隐、和颐展店规划清晰(其中逸扉未来8年签约不少于500家，开业不少于200家)；成立高端酒店事业部，未来集团高星酒店管理有望注入公司体内赋能品牌发展；轻管理酒店加速下沉市场开拓。公司直营店比例(尤其是华北以及北京地区)占比较其他酒店集团更高，后续疫情后业绩弹性可期。
- **君亭酒店**：君亭聚焦长三角中高端商务酒店领域，凭借优质产品享受一定溢价能力；收购度假酒店品牌君澜补齐产品矩阵、打破规模瓶颈；拟定增募集资金分三批开设15家直营门店为中长期开店奠定标杆基础，看好公司疫情后直营店及品牌溢价带来的业绩弹性。
- **金陵饭店**：4家直营酒店打造民族高星饭店标杆品牌，中高端酒店产品矩阵不断完善，依托品牌输出+股权合作，酒店板块有望加速成长(十四五规划中预计25年实现500家签约+开店规模)。食品科技公司切入预制菜赛道+苏糖子公司渠道经销稳健运营，有望打造多元成长路径。

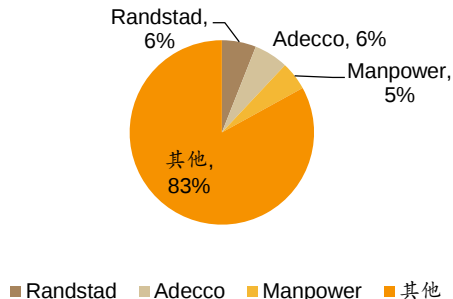
人力资源：稳就业主线确定，供需政策利好+企业用工偏好提升

- **灵活用工符合未来产业趋势下企业用工需求**，从渗透率、发展时间、从业人数三个维度看，中长期仍有较大的成长空间。
- **需求端**：灵活用工能够满足企业在业务旺季时期的用工需求、缩减淡季时用工开支；有效降低用工风险；帮助企业进一步缩短人员管理半径、提高管理效率、培育核心竞争力，未来在产业竞争逐步激烈的过程中，也符合企业灵活化的用工趋势。
- **发展空间**：根据灼识咨询，2018年我国灵工渗透率尚不足1%，而同时期美国、日本、欧盟渗透率已经达到10%/4%/3%。从发展时间角度来看，欧洲、美国、日本均经历了较长时间的发展成熟期，而我国灵活用工起步于2014年。从从业人数来看，美国2000年灵活用工从业人数接近350万人、德国灵工从业人数2014年约90万人，根据JASSA，日本灵活用工从业人数2020年为143万人。2020年我国灵活用工从业人数预测为170万人。
- **竞争格局**：灵活用工市场高度分散，根据灼识咨询，2018年市场约有10000家灵活用工服务提供商，按照灵活用工收入计算，我国灵活用工服务市场CR3为6.6%，对标海外，任仕达、德科以及Manpower在全球人力资源服务市场中市占率达6%/6%/5%。从社保入税、20大报告中提出“扩大社保覆盖面”，我们认为未来在行业政策监管力度逐渐趋严的背景下，对于合规头部企业而言市占率有望进一步提升。

图：各国灵活用工渗透率对比



图：海外灵活用工企业市占率



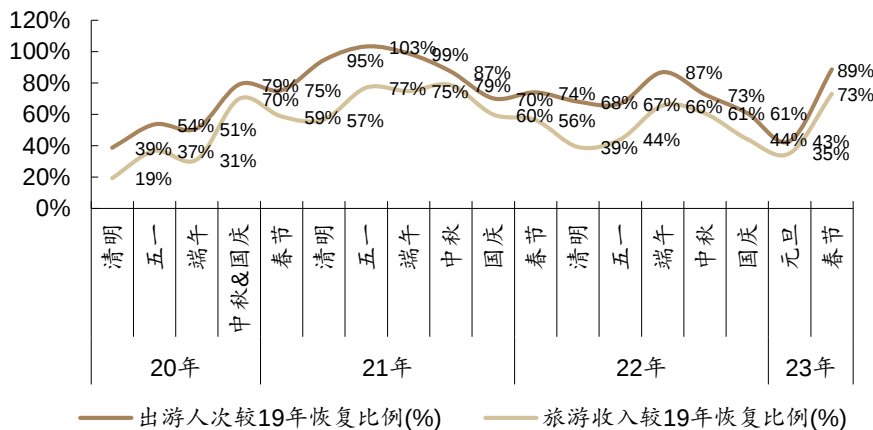
人力资源：稳就业主线确定，供需政策利好+企业用工偏好提升

- 此前顶层战略不断出台23年稳就业主线确定，在扩内需保就业+健全社会保障制度+支持平台经济发挥稳就业作用+支持培育人资龙头壮大等多方面政策支持下，直接利好头部合规人资企业长期发展。同时疫情持续三年，我们认为企业对于灵活用工模式偏好有明显提升，企业灵活用工需求端依旧保持较好态势，随春节过后企业复工&疫后生产生活正常化，看好企业2-5月招工需求的持续修复以及行业景气度的持续提升，继续推荐科锐国际+北京城乡，建议关注外服控股。
- **科锐国际**：公司21年以来重点布局技术研发类岗位，截至21Q3占比达52.7%，解决上游客户难招岗位需求，相比同行尤其是对于新客户而言具备一定议价能力，毛利率在同行业表现较好。此外公司加大研发力度，一方面用于内部信息化平台建设降本增效，另一方面孵化技术平台类产品未来有望打造第二成长曲线。目前科锐国际对应23年PE约29X，业绩确定性及线上多元产品准备均有较好的表现，科锐国际正常对应当年PE为30-45x，相比目前在估值上具备一定修复空间，继续推荐。
- **北京城乡**：FESCO拟借壳北京城乡登陆A股上市，资产重组事项稳步推进。北京外企为国有人资行业领军企业，传统业务保持稳健发展，业务外包及灵活用工业务增长势头强劲，携手德科集团成立外企德科协同发展（其中上海外企德科业绩占比28%）。北京外企承诺22-25年扣非后业绩分别为4.24/4.88/5.63/6.31亿元，21-25年复合增速13%。公司重组事宜稳步推进，重组后总股本5.66亿股，目前对应23年仅16x PE，继续推荐。
- **外服控股**：公司作为老牌人资服务企业，积累大量优质客户，截至21年公司客户数量超过5万家。人事代理、人才派遣等传统业务稳健发展，交叉销售推动新兴业务高速增长，此外公司拟收购远茂股份51%股权，后者主要在生产制造服务、商超零售服务、物流服务、技术工种服务、物业服务等蓝领岗位深耕，未来有望进一步强化公司在灵活用工及业务外包垂直业务领域的竞争优势，建议重点关注。

景区：周边休闲游将率先复苏，看好产能持续扩张的成长型公司

- **国内观光游群体迁移，休闲度假游需求成为主要趋势。**旅游消费可被划分为观光游-休闲游-度假游三个阶段。随居民消费力不断提升，旅游产品选择方面，人们将逐步更加注重消费体验，愿意也有能力为此支付更高的费用，旅游逐步由注重观光向兼顾观光与休闲度假转变。2010-2017年，作为旅游消费主力，城镇居民以休闲度假为旅游目的的占比由25.0%升至30.1%。
- **疫情期间短途、周边游阶段性恢复速度及表现优于行业整体。**由于疫情反复扰动，跨省长线游相对疫情防控政策更敏感，因此20-22年国内短途周边游在整体出游结构中居主要位置，在疫情反复的阶段性表现中短途周边游相较于长线跨省游来看恢复速度更快，如22年国庆期间天目湖度假区游客人次恢复至21年同期的87.29%、收入同比增长0.09%(优于2019年同期)，而行业整体客流及收入分别恢复至19年同期的61%、44%；23年春节假期期间，天目湖旗下景区接待人次及收入分别恢复至19年同期的183%、138%，同期全国整体出游人次及收入分别恢复至89%、73%。

图：疫情以来我国旅游业出游人次及收入恢复情况



景区：周边休闲游将率先复苏，看好产能持续扩张的成长型公司

- **宋城演艺：存量项目疫情略有扰动，新项目蓄势待发，看好中长期稳健发展。** 1) 存量项目：杭州持续推进演艺王国模式，丽江及三亚展现千古情的品牌力，看好存量旗舰项目中长期稳健成长。 2) 增量项目：上海项目全新编创多个剧目，静待项目重新开业提升城市演艺影响力和模式验证；且西安、张家界、九寨（重新开业）、桂林、上海等多个仍处快速爬坡中的千古情为公司核心驱动，后续在2023~25年有望展现出良好业绩弹性及成长性。
- **天目湖：疫情期间修炼内功，酒店新产品迅速爬坡贡献业绩增量；看好原有景区持续升级扩容+南山小寨&动物王国项目落地。** 天目湖旗下景区23年春节7天假期累计接待游客18.68万人次，较2019年同期增长83%；总营收同比2019年增长38%，各系列酒店7天平均出租率达90%，取得亮眼成绩。疫情期间不断丰富景区内容，20-21年扩容高端度假酒店迅速爬坡贡献增量，此外不断丰富产品内容与体验（如夜经济、海洋世界等项目），疫情可控下收入、业绩将展现出良好的弹性。中长线仍有南山小寨二期+动物王国项目待落地运营，看好公司未来成长空间。
- **中青旅：优质景区古北水镇+乌镇疫后业绩弹性大，新项目濮院联动有望贡献增量。** 由于疫情影响、且乌镇客群多为长线游客人，乌镇景区尚未有较好恢复（22Q1-Q3乌镇接待客流人次恢复至19年同期的11.5%）；古北水镇由于北京地区出行管控更为严格，22年前三季度客流恢复至19年4成左右。乌镇凭借互联网大会+戏剧节、古北水镇为京津冀稀缺古镇周边游目的地，疫情后业绩弹性空间更大。此外，濮院项目即将开业，有望与乌镇联动形成协同效应，静待疫情企稳后公司释放业绩弹性。

餐饮：复苏弹性赛道，餐饮守正出奇

■ 防疫科学化利好线下客流修复，继续推荐餐饮赛道。

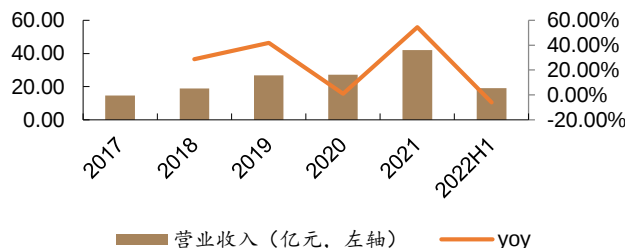
- 中共中央政治局常务委员会召开会议，研究部署进一步优化防控工作二十条措施，加大对“一刀切”、“层层加码”等问题的整治。全国多城在隔离人员界定、隔离周期管理和管控地区界定等方面做出优化调整。在日益科学化精准化的疫情防控下，线下消费场景有望实现边际复苏，线下客流或企稳回暖，继续推荐以港股餐饮为代表的社服板块标的。
- 年初至今，重点城市购物中心空置率持续上行，行业出现边际出清信号；而头部餐饮上市公司账面现金流动性充足，疫情期间持续优化单店模型。在员工人效及租金条件上持续优化。展望未来餐饮行业的复苏路径，有望实现三因素共振下的增长。**1) 当前头部餐饮公司借助上市优势，获得较大规模融资。**在有明确疫情反转信号的情况下，上市公司有望扩大资本开支计划。有望调高未来数年开店目标；**2) 上市公司同店收入有望随线下客流逐渐修复。**餐饮公司多数具有较高经营杠杆，同店收入端修复将伴随门店利润弹性的释放；**3) 由于疫情扰动，港股餐饮板块标的动态估值合理偏低，**随着上市公司业绩的逐步企稳回升，港股餐饮赛道整体存在业绩与估值双重修复的机会。餐饮公司单店模型持续优化。头部餐饮企业在疫情期间苦练内功，在下游门店端，单店层面降本增效，实现租金及人员优化；在上游供应链端，公司加大资本开支，完善供应链环节布局及数字化赋能。其中不乏企业自建食材及底料工厂、冷链运输系统以及总部数字化中心等设施，将在经营层面中长期受益，疫情扰动修复后，有望表现更优的盈利能力。

餐饮：复苏弹性赛道，餐饮守正出奇

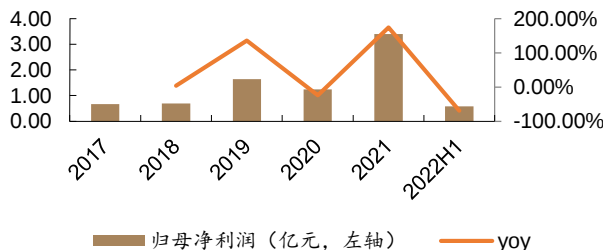
■ 九毛九，中式快时尚餐饮龙头，多品牌战略布局多业态

- **立足年轻消费群体，专注于快速提供美食服务。**公司旗下拥有两大核心品牌九毛九和太二酸菜鱼，同时培育怂重庆火锅、赖美丽烤鱼等多个子品牌。公司采取太二为主的发展策略，深化目标客群差异化营销战略，餐厅装修和漫画IP宣传迎合年轻消费者审美，促进门店持续扩张。
- **供应链+高效门店模型双端赋能建立壁垒，助力新品牌拓展市场。**上游精选原材料：介入鲈鱼养殖端，与2家供应商共建养殖基地，逐步提升自给比例，保障产品品质。中游：公司已在广东、海南、湖北自建中央厨房，于重庆建设火锅底料与复合调味料工厂，为门店提供稳定供应，简化店内厨房备餐流程。下游门店端大单品策略：精简化 SKU 及用餐流程，标准化出品提升运营效率，2021年太二翻桌率达到2.9次/天。太二下沉空间广阔，新品牌怂及赖美丽有望复制太二运营策略，陆续开启扩张进程，多品牌多业态布局协同可期。

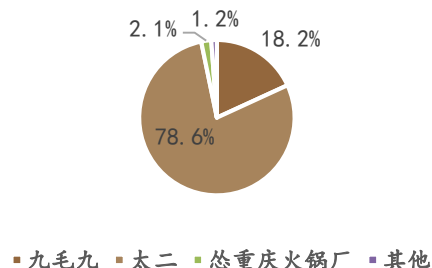
九毛九收入规模及增速



九毛九归母净利润及增速



九毛九2021年收入结构



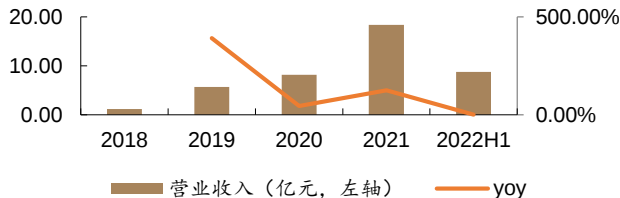
餐饮：复苏弹性赛道，餐饮守正出奇

■ 海伦司，低线城市夜经济供应商，蓄力发展复合业态

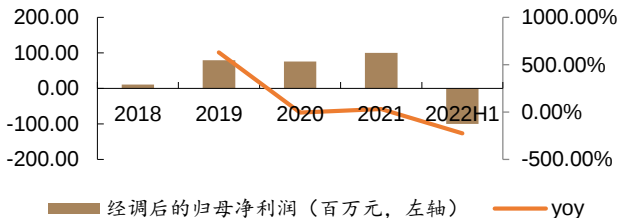
■ **极致性价比+差异化营销精准定位以大学生为主年轻客群。**近九成门店设立在二、三线城市优质地段的非核心点位及大学商圈，控制成本，从而以绝对低价策略叠加精准营销活动锁定年轻消费者：单瓶啤酒均不超过10元，提供低门槛社交空间；推出低酒精浓度果味酒饮，迎合偏好，形成高粘性。2021年全年营收快速增长，突破18.36亿元/yoy124.45%；2022H1疫情扰动门店经营，经调整归母净利润亏损9993.6万元。

■ **轻量化模式，运营标准化驱动探索新增长曲线。**自有品牌为主+降低SKU：2022年H1，自有酒饮毛利率达78.7%，第三方酒饮毛利率为48.5%；不提供调制酒饮降低员工成本。公司在直营模式下实行一体化运营，选址、装修、采购统一管理的高效拓店流程及数字化运营赋能，实现快速复制扩张。2022上半年启动战略转型，推出“海伦司·越”试点加盟模式，新增烧烤和小龙虾菜品，拓展刚工作的职工或者小镇青年等目标客群，正式开启“大排档+小酒馆”的复合业态，有望成为公司新增长驱动。

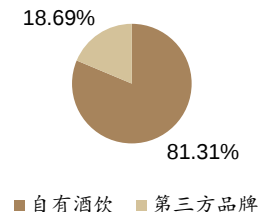
海伦司收入规模及增速



海伦司经调归母净利润及增速



2022H1 酒饮产品毛收益构成

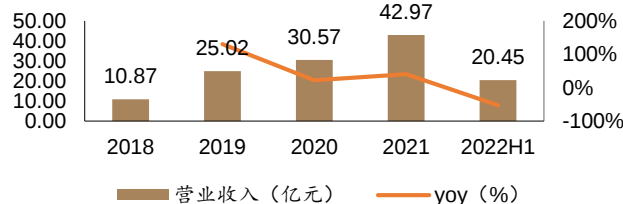


餐饮：复苏弹性赛道，餐饮守正出奇

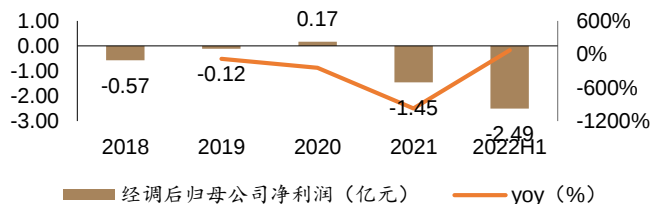
■ 奈雪的茶，调整价格焕新店型，优化多项刚性支出

- **公司调整价格策略，战略性调低价格带，触达更广消费群体。**奈雪的茶对部分商品选择性调价，经典款价格基本稳定，通过减少基本款的杯量和小料推出平价款；其次公司亦推出低价格新品。奈雪的茶在2022年3月推出9-19元的“轻松系列”产品，引流效果较好。当前奈雪部分产品已与茶百道、Coco等中等价格带品牌出现价格带重合。调价之后，高频月度数据验证订单量同比及环比改善，初步验证降价策略正面效果。
- **费用结构持续优化，门店自动化与数字化系统布局初见成效。**公司针对门店人效及租金两项费用进行优化调整。在人效层面，公司引入自动排班系统进行统筹规划，将员工数量与门店店效进行匹配；同时采用自动制茶设备简化制茶流程、缩短制茶时间、降低操作失误率、减少员工培训成本。在租金层面，部分门店租金条件有所优化，未来3-5年有望持续受益。目前单店模型优化初显成效，2022年6月门店端人工成本率同比优化4.80Pcts，租金费用率基本稳定在15%左右，公司门店层面利润率有望随着客流恢复而表现出显著修复。

奈雪的茶收入规模及增速

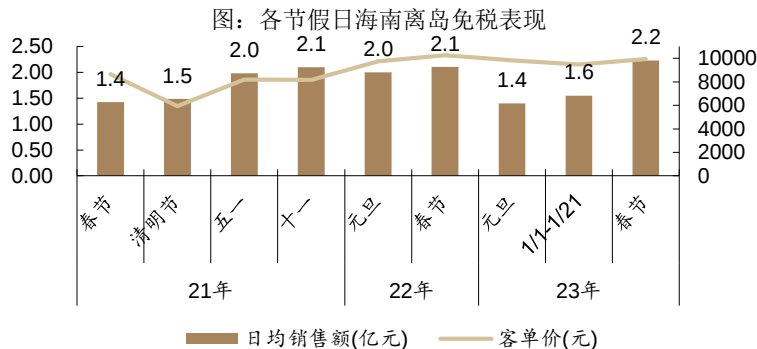
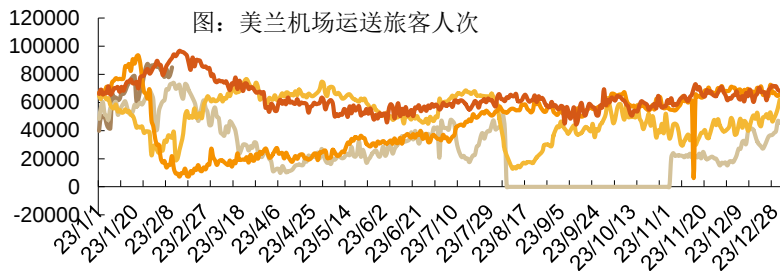


奈雪的茶经调后归母净利润及增速



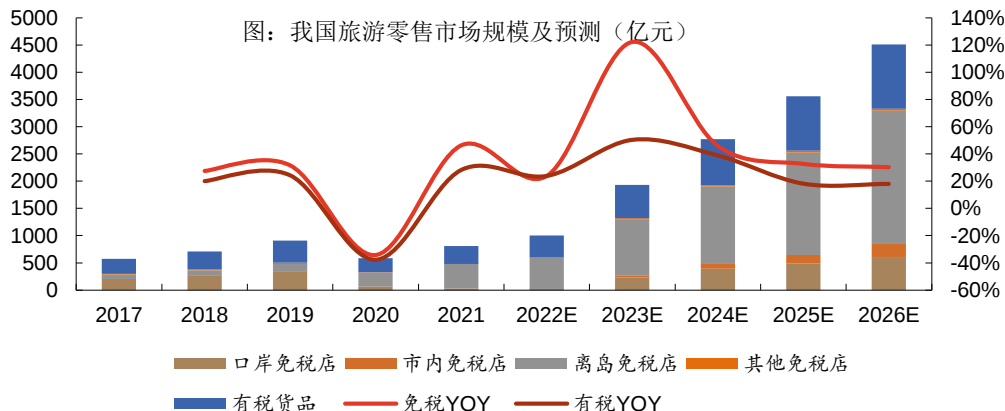
免税：销售额回暖，看好增量扩容+潜在催化

- **短期节假日带动海南客流迅速爬升，随消费力不断修复，海南免税有望继续保持稳定增长。**①**短期客流&销售额迅速恢复**：海南省商务厅数据显示春节期间海南12家离岛免税店日销金额超3.6亿元，比2022年春节增长20.69%，比2019年春节增长329%。其中假期前五天，海口6家离岛免税店总销售4.7亿元/+140%，比19年同期增长641%；三亚4家离岛免税店总销售11.58亿元/-4%，比19年同期增长253%。从海口海关口径来看，春节假期期间离岛免税日均购物金额为2.23亿元/+5.88%，客单价为9936元。海南省省长冯飞1月13日表示，2023年海南将重点提振消费需求，力争旅游人数、旅游收入分别增长20%和25%，离岛免税购物销售额突破800亿元，看好消费力逐步修复后免税销售额继续回升。
- **长期来看，免税行业符合消费回流战略方向与政策支持，仍然拥有比较大的增长空间。**21年我国旅游零售市场规模达到808亿元，其中免税品/有税品分别为481/327亿元。①**需求端**：以往压制免税市场的核心客流因素后续将有望消除，叠加我国出境游逐步开放，预计免税市场尤其是口岸免税规模后续将有明显回暖。②**政策端**：23年消费将为拉动经济的重要抓手，出入境逐步复苏的情况下国人市内免税政策将有望正式落地。③**供给端**：离岛免税持续扩容，三方共同作用之下，未来5年免税行业市场规模复合增速有望达到47%(弗若斯特沙利文预测数据)。



免税：销售额回暖，看好增量扩容+潜在催化

- **增量物业持续扩容，市场空间潜力可期。**①海口国际免税城卡位客运港，为世界最大单体免税店，已经于22/10/28开业，免税城建筑面积28万平方米，为世界最大的单体免税店，目前已有超800个国际国内品牌入驻，包括5家全球独家定制品牌店、5家全球旅游零售面积最大店、7家全球首家概念店，78家海南免税独家品牌。开业当天超4.4万人进店、销售额超6000万元。②海棠湾一期2号地有望于23年开业，海棠湾免税店有望进一步实现扩容升级。21年3月公司发布公告拟投资36.9亿元用于三亚国际免税城一期2号地项目建设，该项目用地面积约10.88万平方米，有望引进高端奢侈品牌，丰富品类，实现三亚国际免税城整体的进一步升级。③三亚凤凰机场免税二期法式花园面积5000平米，也有望尽快开业。④王府井国际免税港携“有税+免税”双业态已经于23年1月18日海南万宁开业。⑤中免与太古地产联手打造高端旅游零售业态，双方各持股50%合作发展海棠湾三期项目。该项目占地面积达20.7万平米，一方面提前卡位海南自贸港优势地位实现商业业态方面的再扩容；另一方面太古地产有丰富的重奢合作经验（如上海前滩太古里集结了Hermès、Dior、LV等众多一线品牌），后续有望与海棠湾一期、二期协同进一步吸引高质量消费回流。



免税：销售额回暖，看好增量持续扩容+潜在催化

- **出境游有序恢复，23年扩内需战略之下市内免税政策或渐行渐近。**1/8起中国公民出境游将有序恢复，叠加23年扩内需战略之下，市内免税政策有望提上日程。中免此前已在五个城市开设市内免税店，20-21年与天津、武汉、成都等多城市也签订了战略合作协议，王府井围绕北京环球影城或也有布局，政策落地后未来有望快速响应。

表19：中免多地积极布局市内免税

时间	城市	事件
2020年7月	武汉	武汉港航发展集团有限公司与中免签订《战略合作意向备忘录》，拟在长江航运中心大厦开设中部首家“CDF市内免税店”
2021年2月	天津	天津河北区以对外开放为驱动、以招商引资为抓手，进一步聚合商贸发展要素，积极对接中免集团，引入市内免税店消费新模式。
2021年2月	成都	成都市锦江区正积极对接中免，引入成都首家市内免税店，并力争在2021年内落成开业。
2021年4月	长沙	湖南湘江新区发展集团有限公司与中免在长沙签署战略合作协议，双方将共同推进长沙首家市内免税店落地。
2021年4月	福州	福建省旅游发展集团与中免签署合作协议，计划总投资25亿元在福州市区设立大型城市免税店。
2021年3月	深圳	深圳罗湖区产业发展“十四五”规划（征求意见稿）当中提到，拟打造跨境消费中心，加快推进国贸免税城项目，建设粤港澳大湾区免税城。积极争取市内免税政策落地，支持有条件的龙头企业申请免税品经营资质。
2021年4月	广州	中国旅游集团投资运营有限公司以底价约83.95亿元拿下广州花都区两宗地块，打造免税商业文旅综合体。

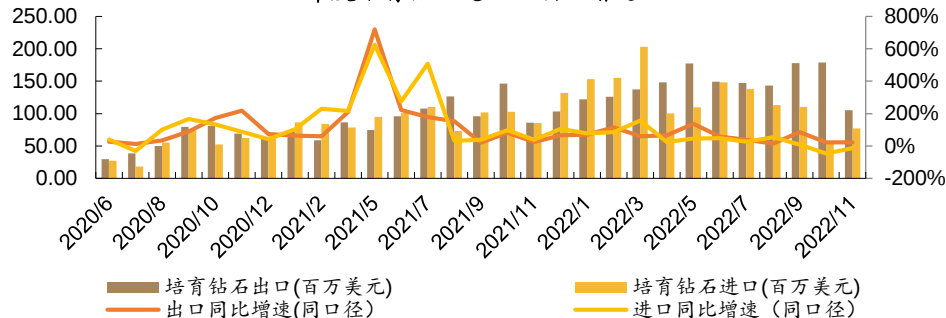
资料来源：武汉港发官网，天津本地宝，锦江区商务局，红网，腾讯新闻，DFE，德邦研究所

培育钻石：新消费浪潮涌动，产业链布局走向成熟

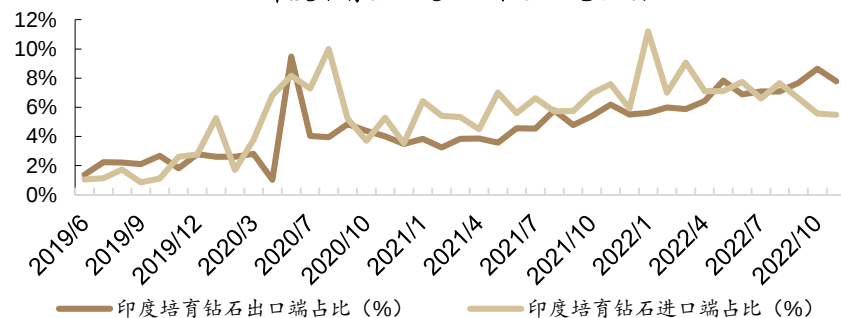
■ 工业金刚石行业技术升级，推出高性价比培育钻石产品。

- 培育钻石产业链集中于河南地区的以中兵红箭、黄河旋风等为代表的工业金刚石企业经过多年的持续研发投入，突破技术瓶颈，实现量产培育钻石。培育钻石与天然钻石具有相同的理化性质，但终端零售价格仅为天然钻石的2-3折，因此具有极强的性价比。中国是全球培育钻石赛道的最重要供应国之一，而消费市场则主要在美国。当前培育钻石占钻石整体消费渗透率较低，仅约7-8%。行业维持高增，市场空间广阔。
- 行业供给端竞争格局稳固。近两年来，行业虽有多家公司尝试布局生产，少有公司实现技术突破。行业技术壁垒仍然较为深厚。同时，行业经营壁垒逐步加深，以力量钻石、中兵红箭为代表的头部生产企业积极融资扩产、采购生产设备，龙头公司逐步强化自身竞争优势。行业需求端美国市场已初具规模、维持高速增长。中国市场有望在未来2年完成接力，成为全球需求新增长极。因此从估值角度看，头部公司仍有望获得与增速匹配的中高估值。

印度培育钻石进出口额及增速



印度培育钻石进出口占钻石总金额比



培育钻石：新消费浪潮涌动，产业链布局走向成熟

- **力量钻石：培育钻石行业新贵，三大核心产品协同发展。**公司主要经营人造金刚石和超硬材料制品的研发、生产、销售、进出口业务。在线锯用微粉、高品质大颗粒培育钻石等特种金刚石产品细分市场具有领先的技术和产能优势。公司当前在产设备中，装机投产的φ800、φ750、φ700型号的六面顶压机占比高，使得公司培育钻石业务毛利率处于行业领先水平。公司2022年完成约40亿元规模定增，助力公司高速发展。
- **中兵红箭：多业务背景提供多轮驱动力，子公司中南钻石超硬材料技术全国领先。**公司主要业务分为特种装备业务板块、超硬材料业务板块、专用车及汽车零部件业务板块三大业务板块，超硬材料则是公司主要的利润来源，具有较高的毛利润，毛利润占比逐年提升，是目前公司重点推进的项目。公司于2011年开始研发培育钻石技术，并于2015年起正式开始生产和销售培育钻石，是国内早期从事培育钻石研发生产的企业。
- **四方达：持股天璇半导体，拥有CVD核心技术。**公司自主掌握 CVD 设备制造及培育钻石生产技术，截止22年底公司对关联子公司主营CVD培育钻石研发和生产销售的天璇半导体合计持股比例约53%。公司首期100台培育钻石CVD设备已进入量产调试阶段；二期培育钻石产线已进入规划。战略合作海南珠宝，实现全产业链业务发展。
- **黄河旋风：具备培育钻石技术和研发优势，业绩呈现触底反弹之势。**公司主要经营的产品包括超硬材料和超硬复合材料及其制品等。公司业务涵盖各类规格的工业级金刚石、宝石级金刚石、金属粉末、超硬复合材料（复合片）、超硬刀具、金刚石线锯等形式。公司具备自主研发六面顶压机的能力，旗下公司田中科美压力设备公司可以对压机进行设计和组装，在增置机器设备层面具有一定优势。

黄金珠宝：国潮消费兴起，婚庆有望回补

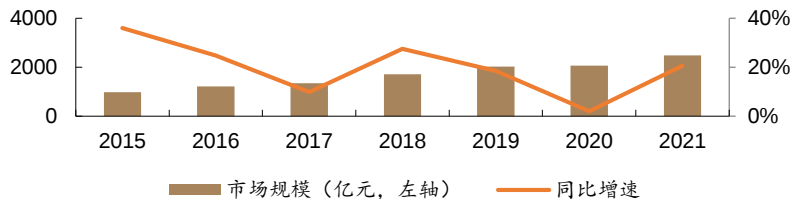
- **迪阿股份**：迪阿作为快速崛起的婚恋钻戒品牌，以差异化定位切入珠宝市场，并通过构筑“唯一性”理念打造具有情感特征的品牌形象。在产品端，专注求婚钻戒，产品体系小而精。2022年上半年，公司求婚钻戒收入占比达到80.88%。在渠道端，采用全自营+定制化的销售模式，门店实现轻资产/低库存/高效运转。在营销上，坚持灵活精准的内容营销，在各大新媒体平台已积累超过2000万的粉丝基础。长期看，迪阿凭借独特的品牌理念已经建立较高的品牌辨识度，后续依托定制化销售模式和精准营销能力，品牌市占率有望进一步提升。
- **周大生**：周大生作为国内头部珠宝品牌，拥有全国性连锁销售网络，在低线城市渠道先发优势显著。公司积极推进渠道端改革，2021年8月引入省代模式，整合地方代理平台资源，黄金出货量显著提升，目前渠道融合发展稳步加速。长期看，公司将继续落实以黄金产品为主线的产品战略，加大黄金文创IP的推广力度，省代模式进一步提升门店拓展能力。
- **周大福**：业绩短期承压，但开店势头强劲。公司披露FY23中报，公司FY23H1实现收入465亿港币，同比+5.3%，实现归母净利润33.4亿港币，同比-6.8%。受疫情影响，收入利润承压。但公司积极拓店，2022年3月31日至2022年9月30日间，公司净开门店891家，截止2022年9月30日，公司合计门店数量6948家。
- **潮宏基**：公司致力于从事中高端时尚消费品品牌设计与销售，旗下三大核心品牌CHJ潮宏基、VENTI梵迪与FION菲安妮均在都市时尚女性消费市场中表现优异。22年8月16日，公司已与力量钻石签订《公司设立协议书》，共同设立有限公司，参与创立并运营培育钻石饰品品牌，积极推广国内培育钻石零售市场，期待培育钻石品类与各品牌间的协同效应体现。

宠物食品：“它经济”发展进入快车道

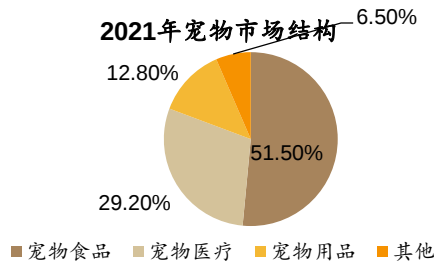
■ 国内宠物市场方兴未艾，“育儿式”养宠盛行。

- ①从消费人群看，宠物主更趋年轻化，90后和Z世代在宠物主中占比达46.3%，②从消费意愿看，据《宠物品牌人群策略白皮书》，2022年，Z世代（即95后）人均宠物消费同比上升26%。③从消费心理看，年轻一代“陪伴属性”需求不断增强，将宠物视作自己的孩子或是亲人，除基础的衣食住行之外，宠物主还希望能够对宠物的健康、教育、医疗、美容以及其他消费进行覆盖，所以宠物产品呈现类母婴产品特点：产品升级诉求强、营养健康至上、消费频次高、价格敏感性低、品牌忠诚度高等特点。
- 国内宠物市场起步较晚，但行业整体处于高速增长阶段。根据《2021年中国宠物行业白皮书》，2021年，我国城镇犬猫数量已达1.12亿只，比2020年增长11.4%；2021年中国犬主人数量为3619万人，同比增长0.72%，猫主人数量为3225万人，同比增长19.4%；消费市场规模达2490亿元，同比增长20.6%，增速已恢复至疫情之前的水平。从消费结构看，整体宠物赛道又分为宠物食品（2021年占比51.5%）、宠物医疗（29.2%）、宠物用品（12.8%）等细分方向。

中国宠物市场规模及增速



2021年宠物市场结构



宠物食品：“它经济”发展进入快车道

- **中宠股份**：公司从事宠物食品的研发、生产和销售，产品覆盖犬用和猫用宠物食品，主要产品包括宠物零食、湿粮和干粮、保健品等。当前形成了以Wanpy、ZEAL为核心的品牌矩阵，覆盖全品类及从大众到中高端全价格带。其中“Wanpy 顽皮”品牌获中国驰名商标荣誉称号。2022年618期间，Wanpy 销售额突破1900万元，行业排名位居犬零食第二名，猫零食第五名。除自主品牌外，ODM/OEM 业务全球供应链布局优势突出，实现境外市场本土化生产与销售，收入持续稳增，与客户形成深度绑定，抗风险能力较强。
- **佩蒂股份**：公司2018年开始实施双轮驱动战略，海外业务以ODM为主，产品类型从宠物咬胶和零食逐步转向主粮，目前越南产能逐步恢复正常，全球产能持续释放；国内市场发力自主品牌业务，拥有主粮品牌好适嘉、高端营养肉质零食品牌爵宴等，已具备全渠道营销能力。海外市场需求向好+新建产能释放+自有品牌放量，公司市占率有望稳步提升。
- **乖宝宠物**：乖宝作为国内自有品牌占比最大的宠物食品公司，集中资源聚焦主品牌“麦富迪”发展，卡位中高端市场积累先发优势，品牌认可度较高。公司内部研发组织完善，多款新品市场反馈热烈，推陈出新能力得到验证。公司重视线上渠道布局，持续精简优化线下经销商团队，注重品牌营销建设，销售费用率基本保持在17-18%，高于同行水平。自有品牌积累的先发优势+优秀的产品创新能力+高效的营销推广，公司盈利性有望进一步提升。

母婴：消费升级与渠道变革推动行业发展

- **爱帝宫**：公司从事月子中心服务，是国内第一家主板上市的月子服务公司。公司定位中高端，以标准化的运营服务体系，保障客户一致的服务体验。公司多年经营，奠定了优质的行业美誉度。公司探索轻资产模式扩张，采用服务公寓型物业，省去装修时间，大幅提升开店速度、大幅降低前期资本开支。当前月子中心行业仍较为分散，爱帝宫有望进入高效的全国化复制发展阶段。
- **孩子王**：公司从事母婴产品零售和母婴服务，产品及服务覆盖了婴童及产妇群体的“吃、穿、用、玩”等多种场景。公司实施全渠道发展战略，以线下门店和线上平台为渠道，大力发展自有品牌，全力拓展育儿服务类产品。截止2022年6月30日，公司在全国20个省开设了500家直营数字化门店。公司业绩有望随线下客流出现较好复苏。
- **爱婴室**：公司深耕母婴零售行业，以会员营销为核心，结合线上传统与多种新兴渠道的运营，配合新媒体推广平台，形成了全渠道融合的经营模式。以提高高品质、高性价比的商品和服务为基础，塑造安全高质的品牌形象。公司提供差异化商品，持续提升自有产品比重；在原有商品零售的基础上，积极探索早教门店和托育园的业态。公司有望表现稳定成长性。

风险提示

■ 新冠肺炎疫情反复：

新冠肺炎疫情反复影响出行需求，进而导致海南客流缩减，以及商旅需求减少下影响酒店经营数据；同时仍需跟踪海外疫情防控情况以及新变种Omicron传播率和致死率的研究结果。

■ 宏观经济波动：

宏观经济波动影响居民消费能力，导致出行需求、美护需求减少，消费信心受挫导致培育钻石推广不及预期等。

■ 行业竞争加剧：

免税行业竞争加剧或导致公司加大折扣力度进而对毛利率产生不良影响；酒店行业竞争加剧或影响酒店龙头展店速度及成长性；同时过多企业涌入市场可能会造成培育钻石、美护行业龙头企业盈利能力下降。

■ 行业景气度下降：

行业景气度下降或导致行业红利释放不及预期，进而导致公司营收及业绩增速不及预期。

分析师与研究助理简介

郑澄怀，德邦证券研究所商贸零售&社会服务首席分析师，伦敦政治经济学院金融学，杜伦大学计算机学双硕士，曾任安信证券商社团队高级分析师。2020年新财富商社第六名&最具潜力奖核心成员，第二届新浪金麒麟新锐分析师第一名核心成员。2021年加入德邦证券研究所。擅长消费产业趋势分析及公司和行业的深度基本面研究，核心覆盖：免税、医美、化妆品、植发、月子中心、酒店、人力资源、餐饮、茶饮、旅游、零售等多个板块。

投资评级说明

类 别	评 级	说 明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	买入	相对强于市场表现20%以上；
	增持	相对强于市场表现5%~20%；
	中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	相对弱于市场表现5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
	中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
	弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

免责声明

分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明：

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。



德邦证券
Topsperry Securities

德邦证券股份有限公司

地 址：上海市中山东二路600号外滩金融中心N1幢9层

电 话：+86 21 68761616 传 真：+86 21 68767880
400-8888-128