

商业贸易行业 2024 年度策略报告

审时度势，轻舟已过万重山

强于大市(维持评级)

一年内行业相对大盘走势



投资要点:

- 社会新常态下，以需求效用曲线剖析需求的悄然持续变化。基于消费效用矩阵，我们认为在一定的时期内，预算约束是相对恒定的，消费投入与消费效用满足不断博弈。站在需求三维度视角来看，疫后内需修复叠加报复性消费催化下，消费发生以下演绎：1) 必须属性递延的需求量价齐升，可选属性递延的需求看市场内生动力；2) 创造的消费看价增，看留存需求机会；3) 消失的需求看市场内生动力，或持续偏弱。
- 消费效用释放下的大商业板块机会。疫情对消费习惯的改变不仅仅在消费力的弱化，同时也体现在疫后品质消费、健康消费等概念被强化。1) 疫情期间部分短时长类消费效用如酒店、旅游等被递延，疫后复苏率先聚焦可被快速满足且在疫情期间被递延的消费效用。2) 疫后经济持续弱修复，非必选属性消费效用国内市场内生动力偏弱，消费力疲软开启折扣浪潮，供需错配打开海外市场机遇。
- 老龄少子化下宠物板块的历史机遇。1) 海外：海外去库存结束，预计23年11月开始宠食出口总量将表现亮眼增长。2) 国内：宠物量价增长逻辑通畅，预计2027年市场规模达到4629亿元，国内品牌通过“四新一高”已成功占据消费者心智份额，国产替代生机旺。3) 利润端弹性值得期待。
- K型分化和M型社会下的持续精神享受。当前消费升级的重心转向能够满足大众精神需求的品类。1) 医美：对美的需求不变，渗透+升级双轮驱动，供给端预计明年多款产品上市贡献新拉力，渠道端竞争加速。2) 黄金珠宝：美丽+保值+产品迭代驱动黄金品类进一步增长，量价拆分来看，加盟商资源偏向头部品牌，提质增效值得关注；金价方面预期偏乐观。
- 跨境电商狂飙突进，消费复苏阶段出口链机遇显现。国内消费趋缓，弱复苏下整体消费情绪仍需培养，后疫情时代的疤痕效应或持续释放威力，横向来看，今年Q3以来外贸逐步恢复，新兴市场出口比重增大，发达国家出口降幅收窄，部分出口重点市场增幅已经回正，海外需求回升，出口链机会显现。拥抱降级，海外消费者购物行为出现变化，物美价廉的网购开始展露对线下购物的替代，跨境电商释放中国制造供应链优势。
- 酒旅餐饮破局之道。1) 餐饮：连锁业态持续规模化，消费者追求高性价比，理性消费趋势增强，推动餐饮业降低成本，深层次优化提高收益。2) 旅游：国内旅游稳健恢复，人次与花费同频共振，政策发力多国免签，全国休闲旅游市场未来十年前景乐观。3) 酒店：酒店量价关系逻辑依旧，连锁酒店业“三级跳”轨迹清晰，数字化、文旅融合释放新机会，助力创新者成功破冰。
- 推荐：处于加盟开店周期，设计端具有差异化的具有较强增长确定性的**潮宏基**；拥有强渠道和强品牌力，股改进一步激发新活力的**老凤祥**。海外工厂提供较强现金流，出口业务回暖且国内自有品牌快速发展的**中宠股份**；自有品牌三大要素齐具，副品牌快速增长的**乖宝宠物**。医药+医美双重布局的**华东医药**。建议关注：起家海外，与下游诸多知名客户深度绑定，深耕PLA改性技术的**家联科技**；境外业务环比改善、境内业务持续布局的**佩蒂股份**；在重组胶原赛道具备优势且拥有产品上市预期的**巨子生物**。极致供应链下的品牌输出**泡泡玛特**，以量制价，折扣出海拟合海外降级需求的名创优品。
- 风险提示：宏观经济波动影响、食品安全风险、政策风险、经销商资金链问题抛售产品损害品牌、原材料成本大幅波动。

团队成员

分析师 刘畅
执业证书编号：S0210523050001
邮箱：lc30103@hfzq.com.cn

研究助理 杜采玲
邮箱：dcl30189@hfzq.com.cn

相关报告

- 《【华福商业】酒店行业三级跳之第一跳：疫后扫尾出清，连锁酒店企稳步扩张》——2023.8.21
- 《【华福商业】酒店三级跳之第二跳：中高端化转型顺应经济发展趋势，提高盈利能力边际》——2023.9.5
- 《【华福商业】酒店行业三级跳之第三跳：平台建设正式起航，流量变现充满想象》——2023.9.24
- 《【华福商业&农业】宠物行业专题（1）：宠物是不是个好赛道？——对标国外及国内量价分析》——2023.10.13
- 《【华福商业&农业】宠物行业专题（2）：宠物产业链的投资机会在哪个环节？》——2023.11.7

正文目录

1	社会新常态下，以需求效用曲线剖析需求的悄然持续变化	1
1.1	预算约束下的消费效用守恒	1
1.2	消费效用矩阵的轮动与回归中看机遇	2
2	消费效用释放下的大商业板块机会	4
2.1	短时长消费效用快速满足	4
2.2	经济弱修复，非必选属性消费效用内生动力不足看降级及海外市场机遇	6
3	宠物：海外看恢复，国内看替代	8
3.1	海外：订单回归正常节奏，低基数下预期优	8
3.2	国内：人口结构调整下的顺势而为，以“新”为矛，国产品牌突围趋势明显	10
3.3	看明年：建议关注具备更强营销转化率和更具出口恢复弹性的标的	16
4	K型分化和M型社会下的持续精神享受	18
4.1	口红效应下医美行业的持续渗透和投资机遇	19
4.2	顶奢溢价到投资避险，追求性价比的美丽	23
5	消费品供应链的转移和出口机会	27
5.1	扩大内需与稳定外需的动态平衡	28
5.2	极致供应链下的品牌输出	30
6	餐饮旅游酒店的破局之道	34
6.1	餐饮连锁业态的持续规模化，降价不降质	34
6.2	需求助力旅游业恢复，政策发力协同破局	39
6.3	酒店量价关系逻辑依旧，多元协同共筑酒店业破局之道	41
6.3.1	酒店量价关系稳定，推动行业景气恢复	41
6.3.2	酒店发展趋势明显，多元方法助力酒店业破局	42
7	投资建议	44
8	风险提示	45

图表目录

图表 1：消费效用矩阵	1
图表 2：动态消费效用矩阵	3
图表 3：2023 年 1-10 月份国内外航线旅客运输量（万人）及环比变化（%）	5
图表 4：2023 年 1-7 月份国内外旅客运输量恢复度	5
图表 5：酒旅行业量价齐增	6
图表 6：酒旅行业整体业绩恢复或受出境游需求修复而递延	6
图表 7：23 年 1-10 月全国居民消费价格指数变化	7
图表 8：23 年 1-10 月社会消费品零售总额变化	7
图表 9：国内消费者信心指数变化	7
图表 10：23 年 1-11 月份出口总值变化	7
图表 11：零售包装宠食出口同比修复	9
图表 12：其他零售包装宠食出口同比高增	9
图表 13：主要贸易国家宠食出口恢复情况存在差异	9
图表 14：9 月和 10 月主要贸易国家加速修复	9
图表 15：对 2023 年 11 月-2024 年 10 月出口宠食总量的预测	10
图表 16：2004-2022 年我国结婚率和离婚率	11
图表 17：2012-2022 年我国 65 周岁及以上人口占比	11
图表 18：2012-2022E 年我国总生育率下降	11

图表 19: 2018-2022 年养宠人数 (万人)	12
图表 20: 我国宠物数量提升 (万只)	12
图表 21: 2020 年宠物在宠主生活中扮演的角色	12
图表 22: 单只宠物平均消费金额 (元)	12
图表 23: 预计 2027 年我国宠物市场规模达到 4629 亿元	13
图表 24: 2023 双十一各平台宠物榜单	15
图表 25: 2022 双十一各平台宠物榜单	15
图表 26: 宠物品牌当前的竞争热点	16
图表 27: 各头部企业前五大客户	16
图表 28: 宠物食品公司的销售费用转化测算	17
图表 29: 利润率修复的两条路径	17
图表 30: 各企业盈利预测	18
图表 31: 当前我国消费特征	18
图表 32: 旅游地区酒店价格趋势展现 K 型分化	18
图表 33: K 型分化的两条主线	19
图表 34: 我国每千人消费次数提升空间较大 (单位: 次/千人)	20
图表 35: 我国医美消费韧性较强	20
图表 36: 中国轻医美治疗次数持续提升 (按服务收入计)	20
图表 37: 明年预计上市的产品	21
图表 38: 医美本地化机构 2023 年投融资情况	22
图表 39: 各企业盈利预测	23
图表 40: 黄金产品市场规模及增速 (单位: 亿元)	24
图表 41: 黄金珠宝头部品牌营收增速及金银珠宝类零售额增速 (%)	24
图表 42: 头部品牌市占率提升	24
图表 43: 各类黄金饰品介绍	25
图表 44: 年轻消费者对黄金购买意愿快速提升	25
图表 45: 近年各品牌加盟门店数高增 (单位: 家)	25
图表 46: 电商渠道的占比提升	26
图表 47: 黄金珠宝双十一情况	26
图表 48: 伦敦现货黄金价格攀高	26
图表 49: 美国通胀水平回落	26
图表 50: 各企业盈利预测	27
图表 51: 我国对欧美出口增速 (%)	28
图表 52: 我国对东盟、非洲出口增速 (%)	28
图表 53: 稳定外需, 产业链转出去有机会	30
图表 54: 区别于传统供应链, 名创优品具备优势	31
图表 55: 名创优品 IP 授权	31
图表 56: 泡泡玛特出海本土化成功实践, 各市场均有爆款产品	32
图表 57: 泡泡玛特供应链	33
图表 58: 各企业盈利预测	33
图表 59: 餐饮收入 (亿元) 和同比增长 (%)	34
图表 60: 连锁餐饮企业总店数 (个)	35
图表 61: 连锁餐饮企业门店总个数 (万个)	35
图表 62: 连锁餐饮企业营业面积 (万平方米)	35
图表 63: 连锁餐饮企业的餐位数 (万个) 和营业额 (亿元)	35
图表 64: 居民人均服务性消费支出 (万元)	36
图表 65: 股份有限公司餐饮行业营业成本 (亿元)	36

图表 66: 餐饮企业商品购进总额 (亿元)	37
图表 67: 餐饮企业年末从业人数 (万人)	37
图表 68: 部分城市推动餐饮业高质量发展方案	37
图表 69: 餐饮业产业链	38
图表 70: 各企业盈利预测	38
图表 71: 近五年前三季度国内旅游总人次 (亿)	39
图表 72: 近五年前三季度国内出游总花费 (万亿元)	39
图表 73: 各企业盈利预测	40
图表 74: 旅游业量增推动酒店业价增	41
图表 75: 2023Q3 部分国际酒店数	42
图表 76: 国内外 RevPAR 增速 (%) 对比	42
图表 77: 2023Q1 全国星级酒店结构图	43
图表 78: 2023H1 用户在线旅游类型占比 (%) 分析	43
图表 79: 各企业盈利预测	44
图表 80: 各企业盈利预测	45

1 社会新常态下，以需求效用曲线剖析需求的悄然持续变化

1.1 预算约束下的消费效用守恒

我们在年度策略报告《顺势而为，挖掘新常态下的七条主线》中提出消费效用矩阵的概念，消费效用即在这一时期的消费预算约束下，消费者对消费不同商品的消费满足感，消费欲望，主观偏好和评价。我们从预算约束线概念出发，依据消费的计划投入，满足消费效用所需要时长刻画了消费效用矩阵。

图表 1：消费效用矩阵



数据来源：华福证券研究所

消费预算约束下最大消费效用有划分，商业板块视角消费效用有不同表现。我们认为消费预算约束先在一定时期内恒定，在现阶段消费的需求面表现与预算约束存在平衡。从需求的角度来看，消费效用的满足是预算约束下消费计划投入的结果，消费计划投入有高低，对应消费效用的满足有所不同，高消费投入或低消费投入都会产生消费效用被满足的结果，消费效用被满足所需要的时长又连接着高消费计划投入和低消费计划投入。从消费效用被满足所需要时长，消费计划投入这两个角度将消费效用矩阵划分为四个部分：

短时长低投入，消费计划投入低，满足消费效用所需时间短，消费者在相对较少的消费计划投入下快速满足消费效用。站在大商业视角来看，这类行业包括酒店、旅游、餐饮、零售等。消费这类产品通常是为了可以快速且轻易满足的消费效用，如饥饿、疲惫、娱乐等可被低花销满足的消费效用，从需求角度看，消费者更关注这类消费所带来便捷、舒适，寻求及时的满足感。

短时长高投入，消费计划投入高，满足消费效用所需时间短，消费者在相对较多

的消费计划投入下快速满足消费效用。与短时长低投入不同，这类消费效用的满足需要较高的消费计划投入，消费者在花费相对较高计划消费投入后消费效用可以快速被满足。更为突出的行业包括黄金、珠宝、奢侈品等。消费者在购买这类产品时消费效用被快速满足，从需求角度来看，消费者购买这类产品主要关注消费的差异化、品质、功能等，这类消费通常有较高的预算约束，甚至没有预算约束。

长时长低投入，消费计划投入低，满足消费效用所需时间长，消费者在相对较少的消费计划投入下需要花费一定的时间才可以满足消费效用。区别于短时长的消费效用满足，长时长的消费效用满足一般花费的时间更长，这类消费所产生的消费效用也可能是对消费者的间接满足，如宠物、宠粮相关消费，消费效用的满足需要消费者在一段时间内感受到宠粮及宠物用品从宠物向消费者的传递。此外，这类消费效用的满足同样体现在需要养成一定消费习惯的行业或细分赛道，如智能家电，运动服饰等。这类消费通常需要消费者在追求性价比的同时，产生一定的消费习惯或使用习惯。

长时长高投入，消费计划投入高，满足消费效用所需时间长，消费者在相对较多的消费计划投入下需要花费一定的时间才可以满足消费效用。一般而言，消费者需要在投入较多的花销同时花费较长的时间下满足消费效用，这类消费具有较长的周期，消费者一般为了达到某个目的在一段时期内的持续投入，如商业板块下的高等教育课程、医美、数据服务、职业咨询等消费。这类消费下消费者一般不追求性价比，消费计划投入及消费效用的满足一般为了达成一个长期的目的。

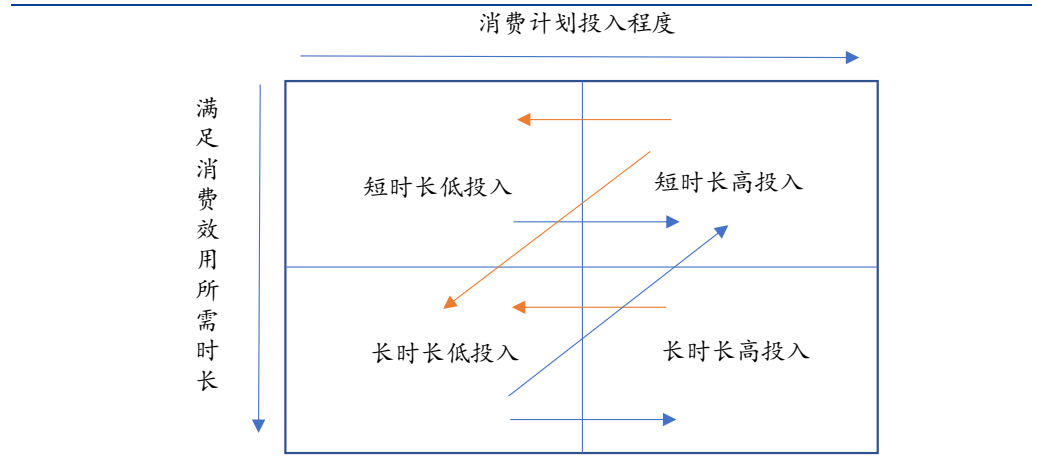
根据不同的消费效用和计划投入，我们刻画了消费效用矩阵，基于某一时期的生产力及收入水平来看，我们认为在一定的时期内，预算约束是相对恒定的，是消费投入与消费效用满足不断博弈的结果。在不同消费门类及消费行业下存在着这一时期所属的预算约束及效用满足程度，消费投入及效用满足区分消费行业。

1.2 消费效用矩阵的轮动与回归中看机遇

尽管我们认为预算约束在某一特定时期内是相对恒定的，但在捕捉合理预算约束线的过程中许多因素可能导致预算约束线的位移，我们认为在一定时期内消费效用与消费计划投入相互影响，计划投入资金程度及消费效用满足受宏观经济及市场环境因素影响存在矩阵属性切换。因此在不同市场环境条件下，各板块所属消费效用矩阵会发生短期切换，如因市场环境因素影响所产生的报复性消费，消费者对于行业与自己需求

的错误认知（新兴行业），导致预算约束与真实消费效用满足的错配。但长期视角来看，在新一轮的消费升级周期及市场环境相对稳定后，各板块会维持消费效用守恒，从而回归到板块所属消费矩阵。

图表 2：动态消费效用矩阵



数据来源：华福证券研究所

从疫情期间消费需求被压制，到疫后消费恢复，在消费效用从轮动到回归前，我们从三维度来理解疫情对大消费板块的影响，包括此次疫情下激发的新需求即创造的需求，疫情期间社交相关消费递延所导致的递延需求，以及受到社会面管控的影响消费场景消失所产生的消失的需求。

短时长低投入，消失的需求：餐饮、酒店、批零等，疫情影响餐饮 B 端，出行限制对酒店，景区，批零等影响较大，疫情骤发，短时长低投入的需求消费效用受到抑制，因为此类消费具备一定的必选消费属性，**疫情初步控制时会出现报复性消费从而向短时长高投入矩阵过渡。**

长时长低投入，消失的需求或递延消费：电子烟，宠粮及宠物配套服务。消失的需求或递延消费，看消费粘性，具备高消费粘性的人群受到物流配送的限制需求递延，又因这类人群会对此类矩阵下面产品有一定的必选消费属性，**故疫情出现好转或出行限制放松时消费效用矩阵会向短时长高投入倾斜。**

短时长高投入，递延消费或创造的消费：高投入高消费效用满足如黄金珠宝，从绝对客观的角度来看消费频次相对不高，疫情封控叠加市场环境发生变化下，**此类消费效用矩阵下一方面受消费频次影响一般需求会产生递延，另一方面宏观面利空因素下珠宝及黄金饰品价格攀升，从而创造出新的投资需求。**

长时长高投入，消失的需求，递延消费或产生新的需求：受封控政策影响，医美

行业线下消费场景消失，需求递延。教育，人力相关行业开拓线上模式，平滑疫情封控政策下行业压力。

站在需求三维度视角来看，疫后内需修复叠加报复性消费催化下，消费发生以下演绎：1) 必须属性递延的需求量价齐升，可选属性递延的需求看市场内生动力；2) 创造的消费看价增，看留存需求机会；3) 消失的需求看市场内生动力，或持续偏弱。

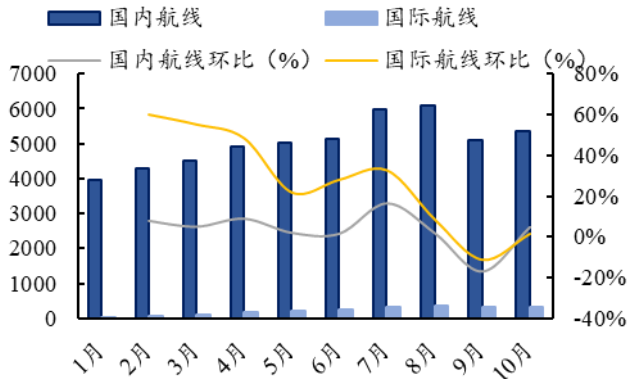
2 消费效用释放下的大商业板块机会

疫后报复性消费催化下，计划消费投入出现变化，预算约束相对放松，**被压制的消费效用亟待满足，短期时长类消费效用率先被满足**。疫情期间短时长类消费效用大多被递延，如酒店，旅游，零售等，承接上文观点，疫后消费恢复，必选属性的递延需求出现，量价齐增，可选属性的递延需求看整体时长复苏情况。疫情期间储蓄创新高，冲击下消费习惯正在潜移默化的发生变化，疫情拖累经济全球滞胀的环境下，降级的消费正在蔓延，**低投入消费效用同样具备被满足优先级**。疫情对消费习惯的改变不仅仅在消费力的弱化，**同时也体现在疫后品质消费、健康消费等概念被强化**。

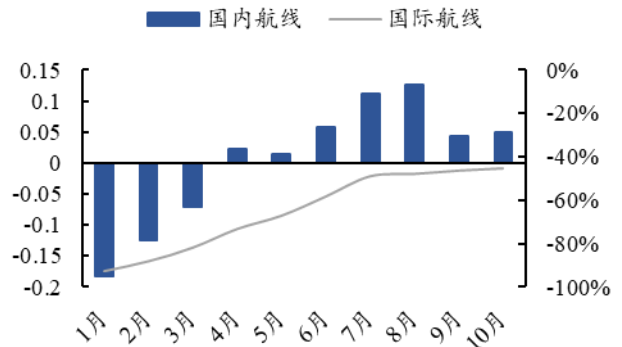
2.1 短时长消费效用快速满足

受疫情影响部分短时长类消费效用如酒店、旅游等被递延。疫后复苏率先聚焦可**被快速满足且在疫情期间被递延的消费效用**。

疫后行业复苏，需求端修复旅游热度带动酒店业复苏。疫后社会面管控放松，旅游复苏带动酒店业消费回暖，需求修复带动行业价增，据艾媒咨询统计，“阳康”后主要想消费的类别中旅游行业位列第一，占比为 57.3%。据环球旅讯，2023 年，全球的国际旅行人数预计超过 12.6 亿人次，恢复到 2019 年时的 86%。其中，休闲旅游板块的复苏比商务旅行更为强劲。2023 年，全球休闲旅游总人次占到全部旅行总人次的 60%，中国在 2023 年的国内休闲旅游消费恢复到了 2019 年的 93%。

图表 3:2023 年 1-10 月份国内外航线旅客运输量(万人)及环比变化 (%)


数据来源:民航局、华福证券研究所

图表 4: 2023 年 1-7 月份国内外旅客运输量恢复度


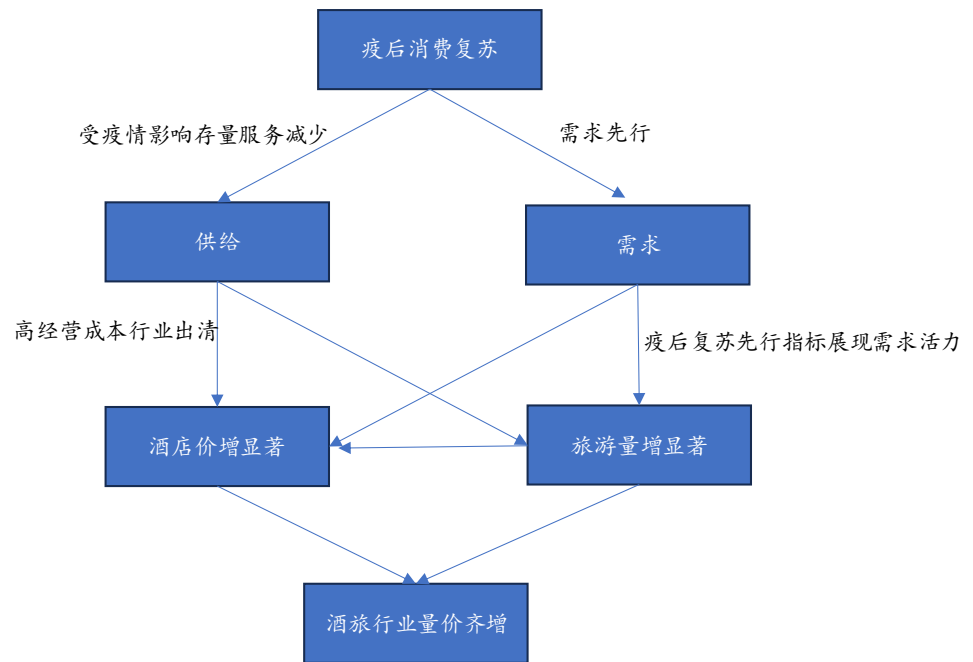
数据来源:民航局、华福证券研究所

政策调整新增免签国, 助力旅游业恢复。2023 年 11 月 24 日, 外交部宣布试行扩大单方面免签国家范围, 对法国、德国、意大利、荷兰、西班牙、马来西亚 6 个国家持普通护照人员试行单方面免签政策。2023 年 12 月 1 日至 2024 年 11 月 30 日期间, 上述国家持普通护照人员来华经商、旅游观光、探亲访友和过境不超过 15 天, 可免签入境。此外, 2023 年 11 月 17 日起, 外交部积极调整外国人来华签证和入境政策, 恢复实施单方面免签政策。我国 72/144 小时过境免签政策适用国家增至 54 国。国家移民管理局还就口岸签证业务、过境免签政策、区域性入境免签政策进行深化调整。出入境流程趋向便捷化, 出入境旅游消费热度攀升, 出入境旅游市场向好发展。

酒店建设创新高, 中高端酒店增长稳定。据 LE《2023 年第三季度中国酒店建设趋势报告》显示, 本季度末, 中国酒店建设项目总数创下了 3720 个项目的历史新高, 共有 68.6 万个房间, 按项目划分环比增长 3%, 同比持平。中国饭店协会报告显示, 截至 2022 年底, 我国中高端酒店品牌规模连续五年保持两位数增长; 根据沙利文报告预测, 国内中高档连锁酒店总收入, 2021-2025 年将继续保持高速增长, 年均复合增长率 (CAGR) 有望达到 18.4%。

量增支撑旅游, 价增赋能酒店业业绩复苏。从整体恢复程度来看酒旅行业各上市公司疫后业绩复苏出现分化。旅游业受益旺季出行量增影响, 单季度业绩支撑力度强劲, 但从整个上半年来看, 整体业绩水平仍未完全修复至疫情前 (19 年同期) 水平。酒店业受旅游量增及高成本下行业出清, 业绩价增支持力度显著, 从目前来看, 酒店业业绩修复程度优于旅游业, 报复性消费下消费者愿意为酒店溢价买单, 整体中高端酒店企业受益显著。

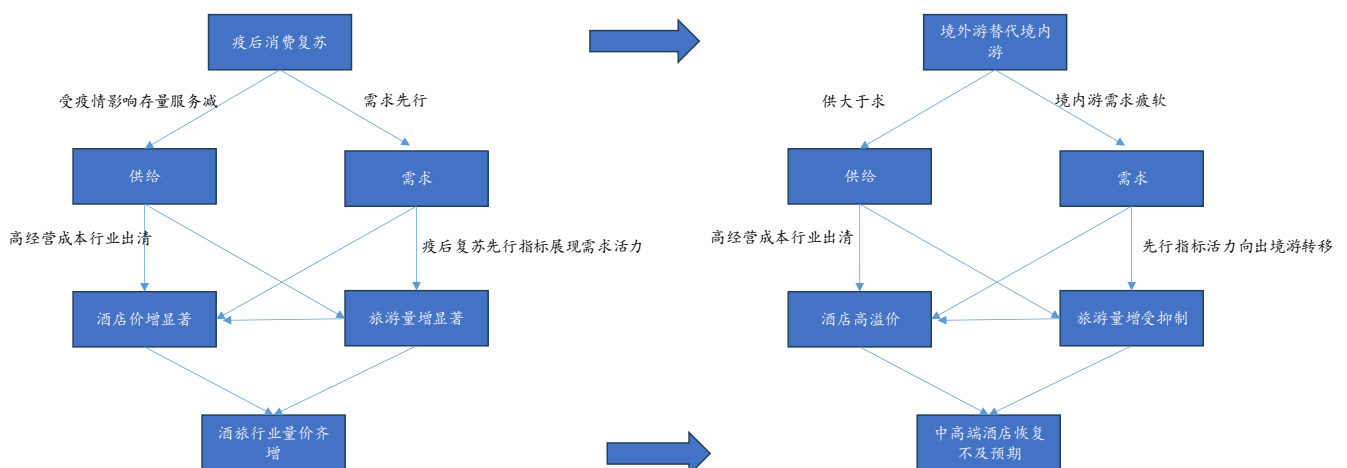
图表 5：酒旅行业量价齐增



数据来源：华福证券研究所

酒旅复苏底层逻辑为旅游人次恢复，最终表现为酒店业消费创造“升星”需求。目前境内游复苏态势显著，但出境游复苏仍存在较大空间，此外旅游淡季人口流动减少，消费者不愿为长期溢价买单，出境游接盘境内游需求等因素或影响酒旅行业整体业绩表现。

图表 6：酒旅行业整体业绩恢复或受出境游需求修复而递延



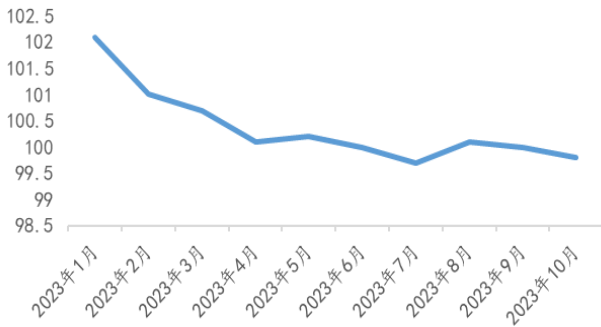
数据来源：华福证券研究所

2.2 经济弱修复，非必选属性消费效用内生动力不足看降级及海外市场机遇

经济持续弱修复，消费价格指数出现下滑。国内前三季度生产总值同比+5.2%，

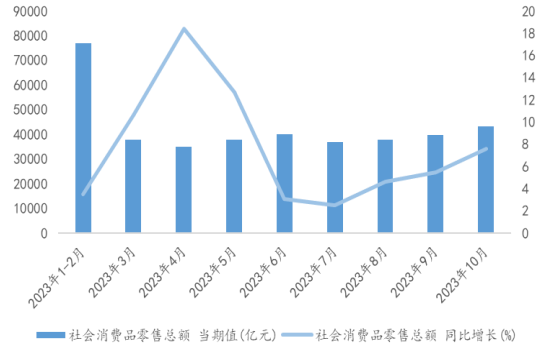
第三季度国内生产总值同增 4.9%。从消费指数数据来看，23 年十月份全国居民消费价格指数同比下降 0.2%，环比下降 0.1%。1-10 月，社会消费品零售总额同比+6.9%，全国网上零售额同比+11.2%，其中实物商品网上零售额同比+8.4%。

图表 7： 23 年 1-10 月全国居民消费价格指数变化



数据来源：国家统计局、华福证券研究所

图表 8： 23 年 1-10 月社会消费品零售总额变化

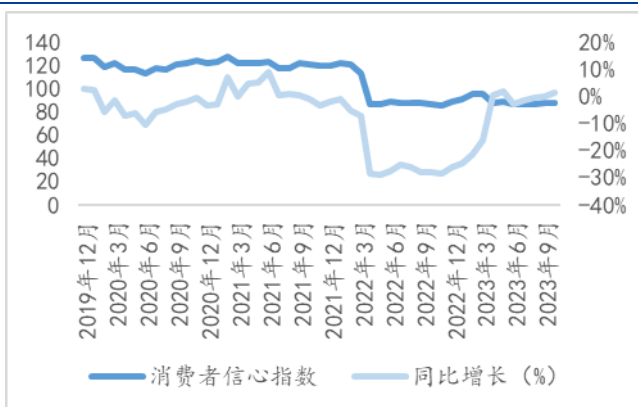


数据来源：国家统计局、华福证券研究所

内需修复仍有空间，贸易结构优化出口持续增长。中央经济工作会将提振消费作为 2023 年首要工作任务，今年整体消费整体好转，居民外出就餐购物等需求释放，但目前我国经济好转主要系恢复性增长，需求内生动力不足。疫情致使居民预防性储蓄意愿上升，消费信心及消费意愿持续下降，从近期消费者信心指数来看，我国消费者信心指数仍未修复至疫情水平，消费信心端放储仍乏力。

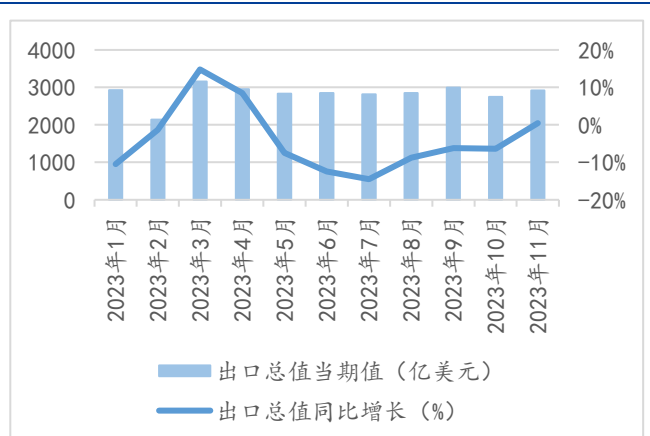
出口方面，在经历了长期的负增长之后，今年三月份出口大增，超出预期，近期出口总值降幅收窄。数据显示，今年 1-11 月份，货物进出口总值为 37.96 万亿元，与去年同期持平。其中，出口 21.6 万亿元，同比+0.3%，进口 16.36 万亿元，同比-0.5%。贸易顺差 5.24 万亿元，扩大 2.8%。

图表 9： 国内消费者信心指数变化



数据来源：东方财富网、华福证券研究所

图表 10： 23 年 1-11 月份出口总值变化



数据来源：国家统计局、华福证券研究所

疫后经济弱修复，但从整体内需来看，目前国内消费信心仍未完全恢复至疫情前

的水平，个人储蓄释放催化因素不强，国内市场整体需求内生动力不足，消费政策支持叠加生产恢复下，内需恢复过程中降级，折扣机会显现。此外，全球滞胀环境下，供需错配，我国出口链供给侧优势凸显，劳动密集型产业出口活力旺。

线下硬折扣店发展势头愈发明显，商业零售聚焦“折扣”，赵一鸣、零食很忙等低价折扣店扩张加速，十月份零食很忙全国门店突破 4000 家。永辉超市按照原上品价格的七、五及三折销售。盒马启动大变革，全国 5000 多款商品迎来价格下调，乳制品、饼干、水饮等产品价格直接下调 20%。盒马 CEO 侯毅近期表示“从全球零售发展的趋势来看，折扣化经营已经融合在全球领先零售商的经营中，变革是唯一的出路。”

疫情过后人们的消费观或更加保守，零售业已呈现出消费降级的趋势，其本质是消费者变得越来越成熟，中国已经开始逐步进入到全面成熟型的和发达的消费市场。新零售的低价对传统零售的冲击日益严重，迫使线下传统零售业发生重大变革，从而加速了折扣化的到来。

供给侧优势走出去，海外市场机会凸显。23 年 10 月我国宠食出口量为 22150 吨，同比+14.63%，环比-8.89%，以人民币/美元计价，出口金额同比+18.73%/+14.62%，从单价来看，10 月人民币/美元计价下，同比+3.58%/-0.01%单价端整体呈现提升趋势。从主要贸易伙伴看，10 月美国市场加速恢复，出口总额/出口量分别同比+49.59%/38.53%，欧洲市场德国、英国、荷兰表现良好，对俄罗斯出口同比震荡。我们认为海外去库存周期迎来尾声，Q4 在出口低基数下，同比有望高增。从汇率端来看，近期人民币汇率有所提升，但对出口企业的影响较小。

疫后经济持续弱修复，非必选属性消费效用国内市场内生动力偏弱，消费力疲软开启折扣浪潮，供需错配打开海外市场机遇。

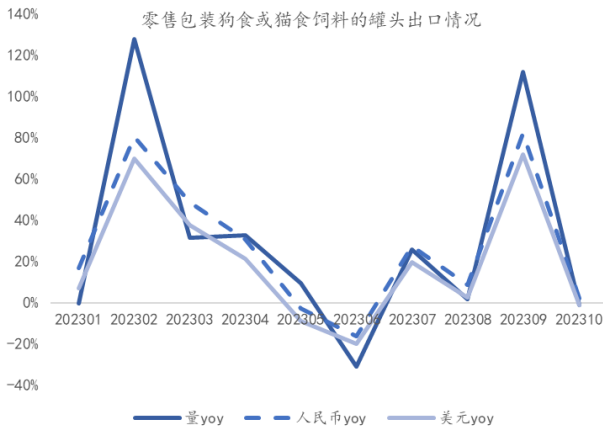
3 宠物：海外看恢复，国内看替代

3.1 海外：订单回归正常节奏，低基数下预期优

回看 2023 年，受海外去库存影响，上半年出口订单整体承压，Q3 开始逐月转暖。出于对生产、海运等方面的担忧，海外客户在 2022 年上半年大量采购宠物相关产品，透支 2023 年订单，据海关总署数据，2023H1 人民币/美元口径下，宠物食品出口总额分别下行-6.87%/-13.08%，拆分量价来看，主要系出口总量下降 14.98%导致。出口量的下降在 Q3 逐月收窄，并在 9 月实现大幅回暖，10 月出口量同比增势进一步明确，

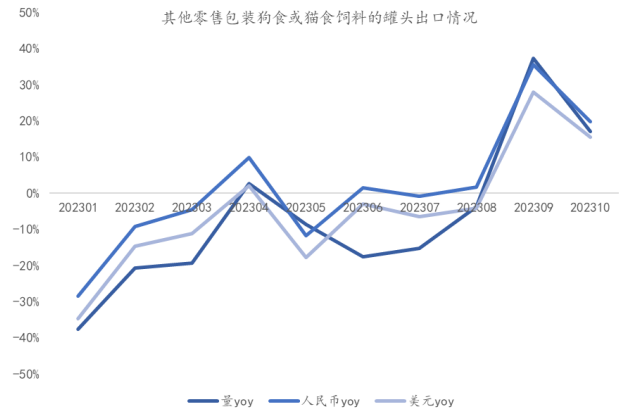
我们认为海外去库存的影响已经消退,同时参考上市公司出口情况,订单已恢复正常。

图表 11: 零售包装宠食出口同比修复



数据来源: 海关总署, 华福证券研究所

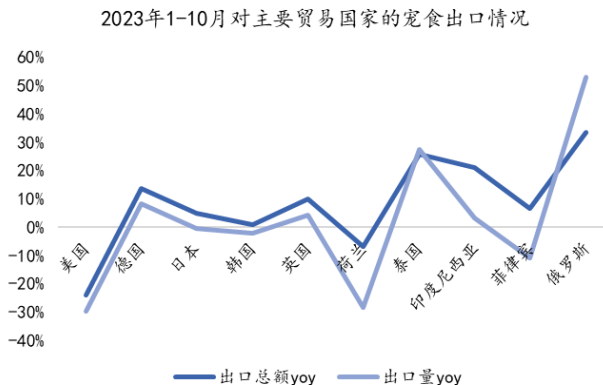
图表 12: 其他零售包装宠食出口同比高增



数据来源: 海关总署, 华福证券研究所

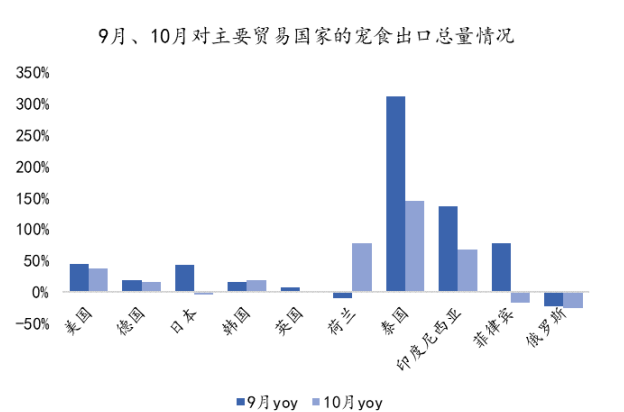
分地区看, 欧洲逐渐走出俄乌战争和高通胀阴霾, 北美市场增速上行。分国别来看, 主要出口国家美国、德国、日本、韩国、英国 2023 年 1-10 月出口量分别同比-29.82%/+8.38%/-0.43%/-2.08%/+4.26%, 欧洲地区已基本走出高通胀和俄乌战争的阴霾, 美国和韩国正在加速恢复, 23 年 9 月美国、日本、韩国出口量同增 45.44%/43.02%/16.61%, 10 月出口量同增 38.53%/-3.74%/18.70%, 俄罗斯受俄乌战争影响, 进口订单向我国转移, 1-10 月我国对俄罗斯的出口量同增 52.94%。东南亚地区受益于人均可支配收入增长, 逐步开启“宠物经济”业态, 我国向东南亚的出口订单快速增长。

图表 13: 主要贸易国家宠食出口恢复情况存在差异



数据来源: 海关总署, 华福证券研究所

图表 14: 9月和10月主要贸易国家加速修复

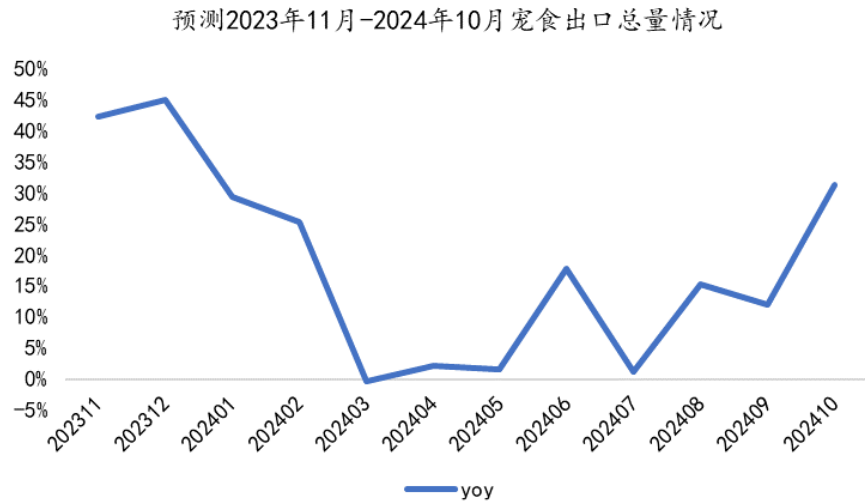


数据来源: 海关总署, 华福证券研究所

若考虑订单恢复往年正常水平, 23 年 11 月开始宠物食品出口总量将表现出亮眼增长, 上市公司的海外业务与大盘共振。假设 24 年海外恢复到正常订单水平 (22 年前期囤货、后期去库存, 23 年整体去库存, 所以我们将基年定位 2021 年), 并考虑

5%的复合增长水平（据 2022 全球宠物市场白皮书，2017-2021 年全球宠物市场规模 CAGR7.1%，我们保守预计我国出口宠物食品的复合增速为 5%），测算出 2023 年 11 月-2024 年 2 月，出口宠食总量表现为中双位数增长，此后随基数逐步回暖，增速略有波动，但仍然保持亮眼。上市公司的海外业务板块与我国宠物出口大盘共振，同时伴随海外工厂产能持续释放，叠加新客户订单转化，有望海外业务实现较大修复。

图表 15：对 2023 年 11 月-2024 年 10 月出口宠食总量的预测



数据来源：海关总署，华福证券研究所

外销向好下，仍需警惕明年两大风险：

1. 美国消费者支出降速传导至对宠物相关需求降速。

美国是全球最大的宠物消费市场，当前其仍处于高利率的背景下，预算赤字高企且企业融资受阻，或将在 24 年压缩美国消费者支出。若 24 年美国消费者支出承压，将传导至宠物相关产业消费承压，从而影响对我国订单的下放。

2. 人民币汇率和原材料成本波动对各公司利润的影响。

代工 OEM/ODM 订单的定价方式基本为：在年末参考原材料成本和汇率进行成本加成定价，若年内原材料成本提升或人民币大幅升值，代工厂商如果为了维护客户关系不相应提高订单价格，或将面临利润端压力。

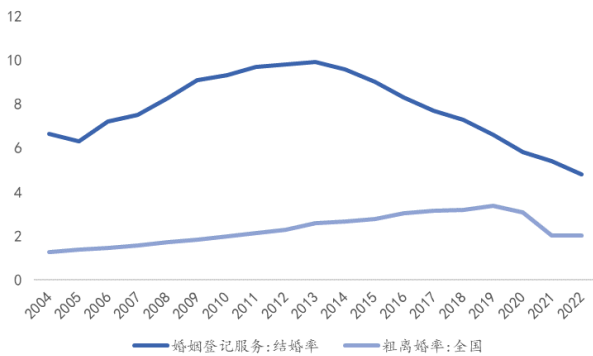
3.2 国内：人口结构调整下的顺势而为，以“新”为矛，国产品牌突围趋势明

显

人口结构转型,老龄化和独居趋势导致的孤独感,是养宠量增的核心动力。

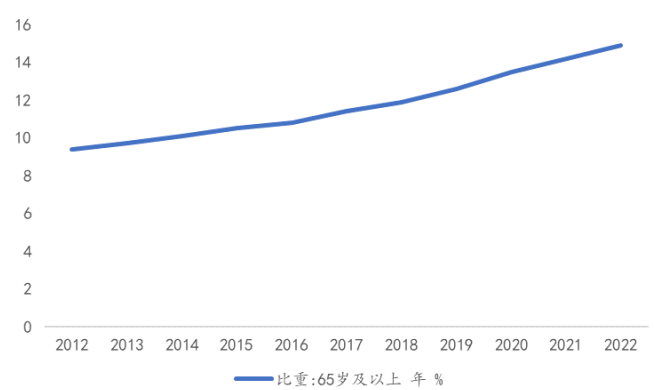
我国人口结构正面临转型,据 ifind 显示,2022 年我国 65 周岁以上人口占比至 14.90%,相较于 2012 年提升了 5.50pct,同时从结婚和离婚人群看,我国结婚率自 2013 年以后持续走弱,离婚率相反持续走强,带动我国“一人户”上涨至 2021 年的 1.25 亿,占家庭总户数的 25%。老龄化和独居家庭共同带来了孤独感和对陪伴的强需求,特别是在近年来生育率下降的背景下,老年人和年轻人没有被小孩占据的空余时间,由宠物很好的填补,同时通过宠物陪伴小孩也成为一种重要陪伴方式。这是我国养宠量增的核心逻辑。

图表 16: 2004-2022 年我国结婚率和离婚率



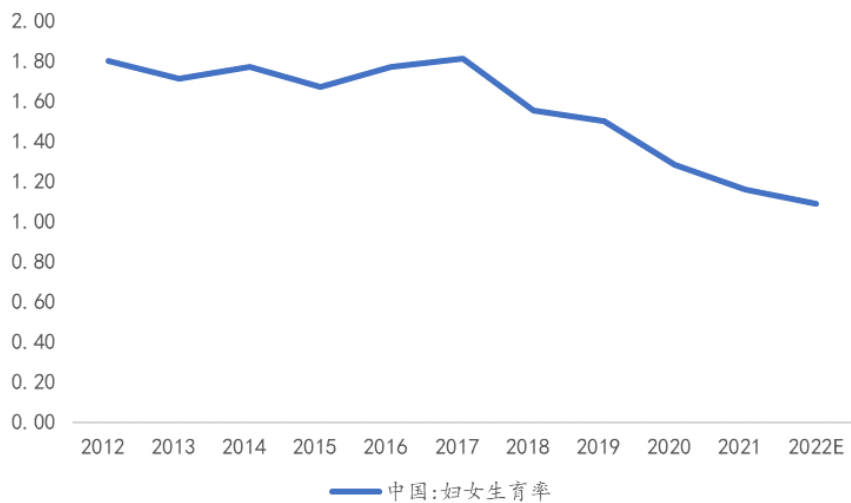
数据来源: ifind, 华福证券研究所

图表 17: 2012-2022 年我国 65 周岁及以上人口占比



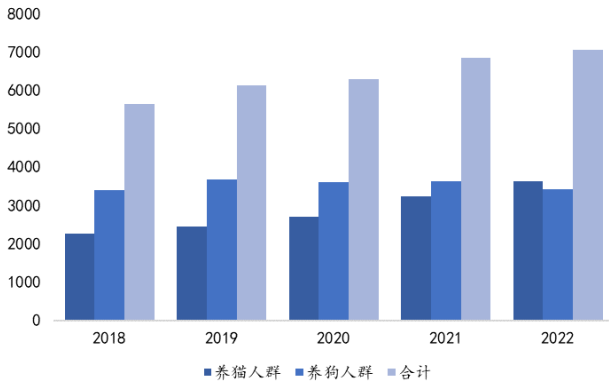
数据来源: ifind, 华福证券研究所

图表 18: 2012-2022E 年我国总生育率下降



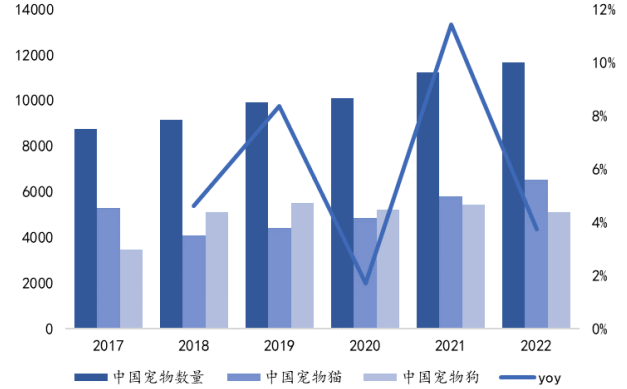
数据来源: ifind, 李月、王茜和张许颖的《生育水平向何处去: 回推估计及趋势预测》、界面新闻, 华福证券研究所

图表 19: 2018-2022 年养宠人数 (万人)



数据来源: 宠物行业白皮书, 中商情报网, 华福证券研究所

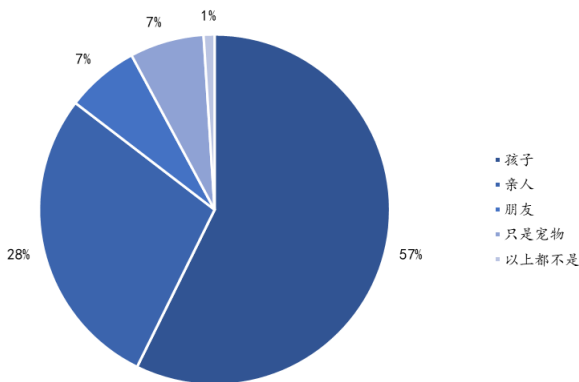
图表 20: 我国宠物数量提升 (万只)



数据来源: 派读宠物参考, 华福证券研究所

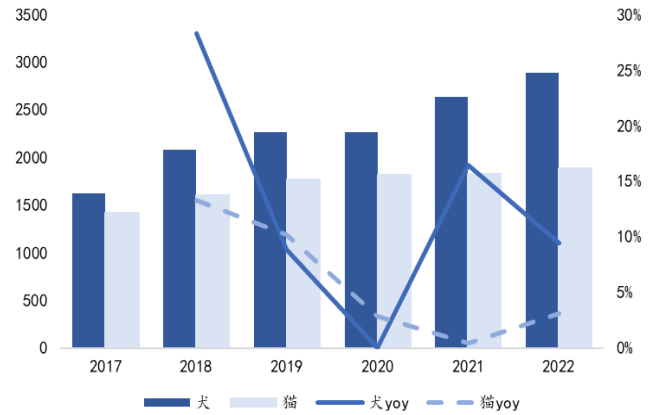
养宠理念从养宠向爱宠转变, 宠物在家庭中的地位逐渐拟人化, 情感需求注入带来价增逻辑顺畅。据宠物行业白皮书数据, 2020 年我国有 92.0% 的人群将宠物视作孩子或者亲友 (其中孩子/亲人/朋友分别为 57%/38%/6.7%), 整体市场养宠情绪实现了从养宠向爱宠的转变。同时将宠物的拟人化能够使消费者投入更多的感情, 从而能够转化为更高的宠均支出。

图表 21: 2020 年宠物在宠主生活中扮演的角色



数据来源: 中国宠物行业白皮书, 华福证券研究所

图表 22: 单只宠物平均消费金额 (元)



数据来源: 狗民网, 中国畜牧业协会宠物产业分会, 头豹研究院, 派读宠业参考, 华福证券研究所

国内宠物市场仍然具备量价双增的逻辑, 正如我们在《【华福商业&农业】宠物行业专题(1): 宠物是不是个好赛道? ——对标国外及国内量价分析》中的分析, 我们预计 2027 年国内宠物猫市场达到 2393 亿元, 5 年 CAGR14.22%, 宠物犬市场达到 2236 亿元, 5 年 CAGR8.67%, 宠物市场规模达到 4629 亿元, 5 年 CAGR11.34%。

1) 从量的维度测算, 基于 90 后独居家庭和云养宠的驱动, 预计年轻一代的养宠热情进一步爆发, 同时老龄化进程加快, 生育率下降背景下老年人的陪伴需求进一步提升, 叠加 00 后逐渐步入社会, 在年轻人养宠热情高及收入、

居住环境改善的背景下，00 后逐渐成为养宠人群的新后备军，我们预计各世代养宠渗透率都有提升。预计到 2027 年，95 后占比提升至 36.0%，90 后占比提升至 16.0%，80 后占比提升至 8.0%，70 后占比提升至 7.0%，70 前占比提升至 6.0%，00 后占比提升至 10.0%。则养宠总人数达到 **9220.10 万人**，**5 年 CAGR 为 5.53%**。

- 2) 拆分养猫和养狗群体，我们认为养猫群体的增长是主要的增长动能，养狗群体增长遇阻，基于当前猫狗类型分布，我们预计 2027 年养猫、养狗人群占比分别为 **60%、40%**。
- 3) 从价的维度测算，情感支出及品质化、精致化趋势带动宠均支出提升，参考母婴家庭人均 ARPU 增速保持在 8% 以上，2020 年同增 11.9%，我们基于当前 GDP 增速、人均可支配收入增速、人均消费支出增速相较之前降速的背景进行保守预测，由于相较于猫，狗的额外支出更高（比如遛狗带来的牵引绳、清洁用品、宠物衣服等的需求），因此预计 **2023-2027 年狗均支出年均增长 7%，猫均支出年均增长 5%**。
- 4) 从人均养宠维度，根据上文的我国养猫（狗）人数和宠物猫（狗）数量，我们可以算出 2018 年、2022 年人均养猫均为 1.8 只，人均养狗均为 1.5 只，因此我们预计未来 5 年人均养宠数量不变。

图表 23: 预计 2027 年我国宠物市场规模达到 4629 亿元

	2018 年	2022 年	4 年 CAGR	预测逻辑	2027 年	5 年 CAGR
养宠总人数 (万人)	5648	7043	5.67%	2022 年 95 后养宠占比 95 后人口总数的约 32.94%，90 后占比 13.22%，80 后占比 6.78%，70 后占比 5.31%，70 前占比 2.55%。我们认为未来的驱动力包括：1) 90 后独居家庭和互联网时代云养宠的推动下，年轻一代养宠热情进一步激发；2) 老龄化进程加快，生育率下降背景下老年人的陪伴需求进一步提升。各世代养宠渗透率提升，同时，00 后逐渐步入社会，独立的居住环境和可支配收入的提升，成为养宠人群新的后备军。我们预计到 2027 年，95 后占比提升至 36%，90 后占比提升至 16.0%，80 后占比提升至 8.0%，70 后占比提升至 7.0%，70 前占比提升至 6.0%，00 后占比提升至 10.0%，则养宠总人数达到 9220.10 万人，5 年 CAGR 为 5.53%。拆分养猫和养狗群体，我们认为养猫群体的增长是主要的增长动能，养狗群体增长遇阻，基于当前猫狗类型分布，我们预计 2027 年养猫、养狗人群占比分别为 60%、40%。	9220.10	5.53%
养猫人数 (万人)	2258	3631	12.61%		5532.06	8.79%
养狗人数 (万人)	3390	3412	0.16%		3688.04	1.57%
人均养猫量 (只/人)	1.80	1.80	保持不变		保持不变	1.80

人均养狗量 (只/人)	1.50	1.50			1.50	
中国宠物猫 数量(万 只)	4064	6536	12.61%		9957.71	
中国宠物狗 数量(万 只)	5085	5119	0.17%		5532.06	
猫均支出 (元/只)	1416.4	1883	7.38%	情感支出及品质化、精致化趋势带动宠均支出提升，我们可以参考母婴行业人均 ARPU 来进行预测宠均支出情况：母婴赛道的主要推动力为人均消费支出的增长，人均消费增长高于全国人均消费水平，增速保持在 8% 以上，2020 年同增 11.9%，我们基于当前 GDP 增速、人均可支配收入增速、人均消费支出增速相较之前降速的背景进行保守预测，预计狗均支出年均增长 7%，猫均支出年均增长 5%	2403.24	5.00%
狗均支出 (元/只)	1619.2	2882	15.50%		4042.15	7.00%
猫宠物市场 规模(亿 元)	575.62	1230.73	20.92%		2393.07	14.22%
狗宠物市场 规模(亿 元)	823.36	1475.30	15.70%		2236.14	8.67%
中国宠物市 场规模 (亿元)	1398.99	2706.02	17.93%		4629.22	11.34%

数据来源：宠物行业白皮书，派读宠业参考，发改委，广州日报，中商情报网，驱动中国网络传媒，狗民网、中国畜牧业协会宠物产业分会、头豹研究院，华福证券研究所

海内外品牌纷纷发力争夺市场份额，复盘双十一，国产品牌逐渐通过：1) 新原料；2) 新工艺；3) 新渠道；4) 新营销；5) 高性价比，已成功占据消费者心智份额，实现突围，国产替代逻辑顺畅。

综合电商平台国产品牌逐渐起量，天猫猫狗食品 TOP10 中国产品牌占据 6 个份额，相较于 2022 年，实现从排名到上榜数量的双增长；猫狗用品方面，国产品牌更贴近我国消费者需求，产品设计和推新快速，天猫平台的猫狗用品 TOP10 中有 9 个国产品牌；保健品方面，卫仕、红狗、海乐妙、普安特等品牌均实现突围，进入多个综合平台的前十。

直播电商平台近年来高速增长，也是各品牌弯道超车的重要一环，目前国产品牌基于强营销能力和高营销投放，在抖音平台实现全面覆盖，TOP10 品牌均为国产品牌。头部国产品牌借助电商流量红利的转移，伴随抖音渠道实现高增。

从品牌排名来看，目前国内市场竞争仍然激烈，品牌换血速度快，市场热点稍纵

即逝，通过营销投流换取市场份额仍是当前的主旋律，与成熟稳定的市场相比，我国品牌份额分散，头部品牌拥有较大提升空间。

图表 24：2023 双十一各平台宠物榜单

	天猫平台			抖音平台	京东平台	
	猫狗食品 TOP10	猫狗用品 TOP10	猫狗保健品等 TOP10	宠物品牌 TOP10	热卖品牌 TOP10	健康品牌 TOP9
1	麦富迪	pidan	大宠爱	麦富迪	皇家	大宠爱
2	皇家	小佩	福来恩	喵梵思	麦富迪	福来恩
3	蓝氏	霍曼	卫仕	网易严选	网易严选	皇家
4	诚实一口	铂钻	MAG	蓝氏	渴望	卫仕
5	鲜朗	petsy	麦德氏	诚实一口	伯纳天纯	麦德氏
6	网易严选	lorde	红狗	卫仕	爱肯拿	红狗
7	Instinct	鸟语花香	海乐妙	醇粹	pidan	普安特
8	渴望	福丸	爱沃克	伯纳天纯	素力高	海乐妙
9	伯纳天纯	嬉皮狗	普安特	阿飞和巴弟	冠能	爱沃克
10	素力高	华元宠具	vetwish	普安特	Instinct	

数据来源：宠业家，华福证券研究所 注：浅蓝色标记为国产品牌

图表 25：2022 双十一各平台宠物榜单

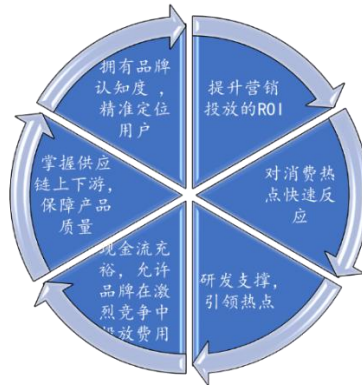
	天猫平台		抖音平台	京东平台
	猫狗食品 TOP10	猫狗用品 TOP10	宠物品牌 TOP10	热卖品牌 TOP10
1	麦富迪	pidan	麦富迪	皇家
2	皇家	小佩	网易严选	麦富迪
3	渴望	霍曼	喵梵思	网易严选
4	网易严选	lorde	卫仕	爱肯拿
5	爱肯拿	华元宠具	伯纳天纯	伯纳天纯
6	Instinct	petsy	WoWo	渴望
7	ziwi	嬉皮狗	高爷家	卫仕
8	阿飞和巴弟	鸟语花香	诚实一口	素力高
9	卫仕	catlink	Pidan	pidan
10	蓝氏	福丸	海洋之星	冠能

数据来源：宠业家，解数，蝉妈妈，华福证券研究所 注：浅蓝色标记为国产品牌

另一方面，市场进入逐渐变得困难，增量竞争逐步转向存量竞争，掌握供应链和顺应需求的品牌或能突围，看好头部已形成品牌势能和营销持续精准的品牌。一级市场投资趋于冷静下，我们认为，宠物品牌无限投流的阶段已经过去；存量消费者变多，消费者拥有自身的品牌认知，新品牌更难抢占新市场份额；消费情绪转化，健康养宠观念兴起，市场热点变化快，优质的原材料和快速的反应能力都对供应链的把握提出了高要求。综合来看，市场进入越来越难，未来增量竞争将逐步向存量竞争转移。竞争在短期仍然激烈，但是竞争点开始向现金流保障、营销投放的 ROI 提升、热点的快速反应及研发的先行引领上转移，因此我们看好具有较强现金流支撑，且已形成品牌

势能，拥有用户心智、持续精准营销、供应链稳定的品牌。

图表 26：宠物品牌当前的竞争热点



数据来源：华福证券研究所

3.3 看明年：建议关注具备更强营销转化率和更具出口恢复弹性的标的

出口：看好具备稳定客户、充足订单反应能力且具备海外生产能力的企业。对出口企业主要有几大要素值得关注：1. 客户的稳定性和恢复弹性；2. 对客户订单的配合、反应能力；3. 产能多地布局及调配能力。

从客户的稳定性和恢复弹性来看，看好此前受去库存影响较大，但基本面仍然稳定的客户，比如亚马逊等，同时，看好此前受经济恢复预期影响，更偏可选的品类的弹性。

对订单的配合和反应能力则集中于对供应链的把控和对产线的反应能力，各头部企业在这一领域均具备充分竞争优势。

产能来看，提前在海外布局，拥有税收、人工红利的企业将有更高的弹性，同时，明年拥有新产能释放或产能具备进一步爬坡可能性的企业或将收获更多订单。

图表 27：各头部企业前五大客户

	中宠股份	乖宝宠物	佩蒂股份	源飞宠物	天元宠物	依依股份
1	美国品谱	沃尔玛	美国品谱	Petsamrt	KmartAUS	Petsmart
2	Globalinx Pet	京东	PetMatrix	美国好氏	Chewy	沃尔玛
3	Armitages	麦乐多	沃尔玛	Petco	天猫海外直营	亚马逊
4	Fressnapf	中央花园	Petsamrt	沃尔玛	美国沃尔玛	JAPPELL
5	欧雅玛	天猫系	PET AT HOME	B&M	Fressnapf	ITO

数据来源：各公司招股书，华福证券研究所 注：统计时点为各公司招股书发布期

国内：看好具备高营销投放 ROI 的企业。我们预计明年宠物市场规模仍然加速扩容，对品牌而言，国内的竞争集中在营销投放的转化上，因此对国内市场更看重如何精准投放营销和定位客群，拥有高 ROI 和高转化率的企业才能实现更大的品牌势能，从而带动以钱生钱的转化。同时，竞争难度加剧，腰部企业现金流支撑困难，市场格局有望优化。

我们在此对各宠物上市公司的国内销售费用转化率进行测算，首先由于宠物用品公司国内自有品牌业务占比较少，所以我们将测算集中于宠物食品公司；其次我们参考中宠股份和佩蒂股份 2013 年的销售费用率为基准，测算中宠股份、乖宝宠物的代工业务销售费用率约为 3%，佩蒂股份的代工业务销售费用率约为 2%，简单测算出各公司国内业务的单位销售费用转化率（即国内收入/国内业务销售费用）。可以看出相较于 2018 年，各公司销售费用转化率均有提升，其中中宠股份和乖宝宠物的增长较为稳健，佩蒂股份的增长弹性较大。

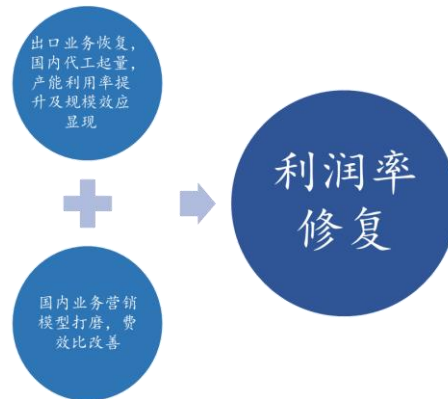
图表 28：宠物食品公司的销售费用转化测算

	2018	2019	2020	2021	2022
中宠股份	2.3846	2.6543	3.9810	3.8215	3.8172
乖宝宠物	3.6936	3.3325	4.4162	4.1822	4.0382
佩蒂股份	2.4736	2.7451	5.7632	6.2837	4.7906

数据来源：ifind，华福证券研究所

利润端：规模效应释放及 ROI 提升，利润率弹性值得期待。从代工业务来看，预期明年出口业务的恢复，将通过规模效应摊薄单位成本，从而提升毛利率和净利率，同时，若各头部公司新增产能，基于自身自有品牌和长期国外代工的口碑积累下，有望在当前市场环境中获得更多国内代工订单（代工领域也存在品牌效应），从而缓解资本开支压力；另一方面，基于头部品牌公司的营销模型进一步的打磨和细化，国内业务费效比有望进一步改善，共同带动净利率具备弹性。

图表 29：利润率修复的两条路径



数据来源：华福证券研究所

整体看，行业快速成长的 β 仍然存在，板块具备长期配置的逻辑，短期来看，海外去库结束后，看好顺应新需求且订单充足的企业，同时，看好更具自有品牌盈利兑现度的标的。

推荐个股：拥有海外优势工厂及自有品牌快速布局的**中宠股份**；具备强营销实力、主品牌实力稳固、副品牌高速起量的**乖宝宠物**。

建议关注：受去库影响较大，具备强恢复弹性，且国内业务加速发力的**佩蒂股份**、**依依股份**、**源飞宠物**、**天元宠物**。

图表 30：各企业盈利预测

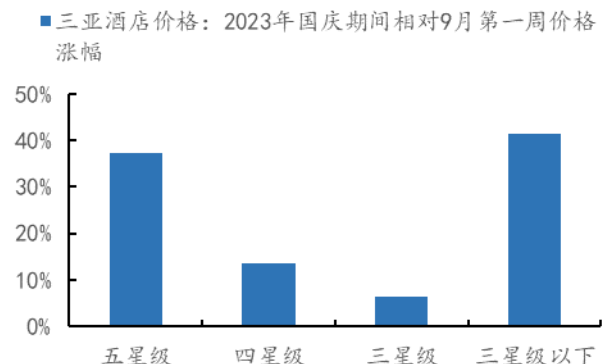
代码	公司	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
002891.SZ	中宠股份	75.82	1.06	2.32	2.86	3.66	71.53	32.68	26.51	20.72
301498.SZ	乖宝宠物	153.22	2.67	3.74	4.42	5.08	57.38	40.97	34.66	30.16
300673.SZ	佩蒂股份	31.60	1.27	0.56	1.38	1.77	24.86	56.89	22.93	17.85
001222.SZ	源飞宠物	26.95	1.59	1.41	1.61	1.83	17.00	19.16	16.74	14.70
301335.SZ	天元宠物	26.37	1.29	0.75	1.01	1.17	20.50	35.16	26.11	22.54
001206.SZ	依依股份	28.14	1.51	1.47	1.77	2.07	18.69	19.09	15.86	13.61

数据来源：ifind，华福证券研究所 注：佩蒂股份、源飞宠物、天元宠物、依依股份基于 IFIND 一致预期，其余公司来自我们的预测数据，以上数据以 2023.12.26 为基准

4 K 型分化和 M 型社会下的持续精神享受

疫后多业态的消费均呈现 K 型分化。从疫后消费数据可以看出，一方面金银珠宝、奢侈品类的消费高增长，另一方面拼多多、抖音、量贩零食等高性价比消费也不断刺激消费者心理。从旅游方式出发，“特种兵旅行”和 city walk 等方式在互联网热度飘高，同时度假休闲式旅游也成为众多消费者选择放松的方式。从酒店入住情况来看，中高端、经济型酒店恢复弹性最佳，据同花顺数据，五星酒店和一星酒店的客房平均出租率为基本已经恢复到 2019 年水平，而二星、三星、四星酒店出租率同比 2019 年均有所降低。从美护角度来看，再生类、重组胶原蛋白类医美表现良好，同时高性价比的国货表现突出。我们认为可以用“K 型分化”和“M 型社会”两大名词来解释。需要明确的是，消费呈现“K 型分化”是“M 型社会”的果而非因，“M 型社会”则是疫后复苏以来经济大环境的产物，我们判断经济短期内风格仍将以“时间换空间”为主导。

图表 31：当前我国消费特征

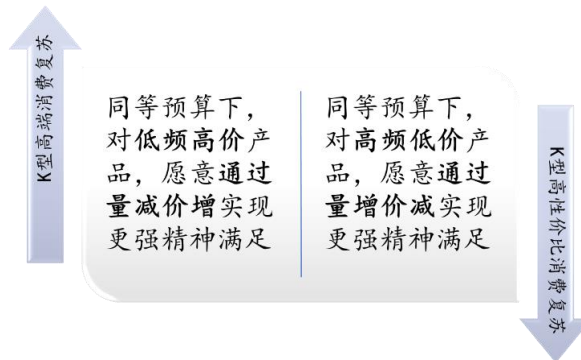
图表 32：旅游地区酒店价格趋势展现 K 型分化


数据来源：华福证券研究所

数据来源：海南省发改委，华福证券研究所

消费受外部扰动更偏理性化，向两级靠拢。据中指研究，2023 年前三季度，重点 100 城新建商品住宅量价齐跌，二手房价格环比连续 16 个月下降，房产作为我国居民资产负债表的重要组成部分，价格下行带来消费者对资本增值的担忧，进一步带动消费向理性化和性价比转移，同等消费预算下买到更多的产品带来了更强的精神满足，这是拼多多、量贩零食、名创优品等的增长驱动力。另一方面，对于高收入人群，房产价格下降不会对其资产负债表产生较大影响，因此消费节奏受到的影响偏小，也是奢侈品类、再生类医美在今年持续增长的原因。同时对大量中等收入群体而言，资产负债表受影响的程度高于高收入人群，表现在消费上，一方面，高频低价品进一步向性价比转化，另一方面消费里程不会回撤，相同的消费预算下愿意减少购买量以换取更高价值感产品带来精神满足，因此低频高价产品整体向量减价增推进。我们认为，在消费趋势的转变下，高端消费品对消费的顶层逻辑更具标杆作用，而低价消费品的结构升级亦具备较大想象空间。当前消费呈现 K 型分化的态势并不代表大消费升级进程倒退，只是结构有所调整，升级的重心转向了能够满足大众精神需求的品类。

图表 33：K 型分化的两条主线



数据来源：华福证券研究所

4.1 口红效应下医美行业的持续渗透和投资机遇

对美的追求的底层逻辑便是对个体精神的持续满足，在当前“K 型分化”的消费特征下，消费者的“悦己”属性更加明显，医美作为能直接带来快速变美的项目，可以实现对精神追求的快速满足，在当前仍然具备持续渗透的长足逻辑。

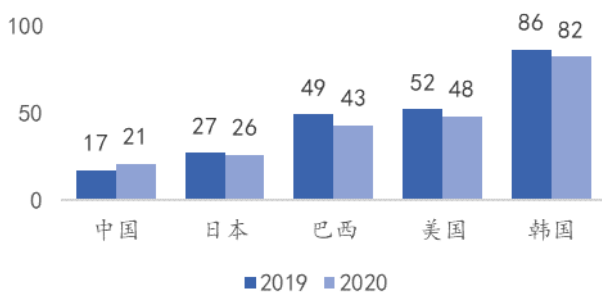
4.1.1 需求端：对美的需求不变，渗透+升级双轮驱动

医美具备明显的精神消费属性，消费者对美的需求不会改变，我们认为，医美板块当前仍然具有内生增长和外延进入双轮驱动的逻辑。但具体来看，一方面玻尿酸产品持续破价，另一方面高价格的再生类产品和胶原蛋白类产品需求持续走强，板块整体表现出明显的 K 型属性。

1) **外延进入 (增量市场)**: 医美是出于对美的进一步追求, 2021 年预计我国医美消费人数 1813 万人次, 从我国人口结构变化及她经济持续升温的角度来看, 潜在客群空间巨大, 据德勤统计, 近 7 成的调研人群有医美消费的计划。对比较成熟市场情况, 2020 年我国医美每千人医美次数仅 21 次/千人, 低于日本、巴西 26 次/千人、43 次/千人的水平, 随产业合规化进一步消除消费者顾虑及消费者培育的进一步显现, 我国未来渗透率提升空间巨大。从短期来看, 由于下游机构加速内卷, 玻尿酸和普通光电类产品成为引流的重要工具, 破价现象近期频发, 这一方面表明玻尿酸产品加速红海竞争, 玻尿酸新产品的 α 下降, 另一方面却也极大的降低了观望消费者的体验门槛, 加速新客群进入。

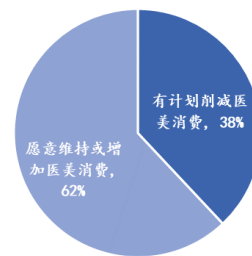
2) **内生增长 (存量市场)**: 相较于化妆品而言, 医美消费者普遍已被充分教育, 并且更依赖医美显著的及时效果, 因此整体存在明显的高粘性特征。同时随新技术的出现和求美者年龄增大, 医美消费者为了追求更美的效果, 存在不断轮动升级的诉求。同时注射类和光电类项目均为需要周期性治疗的项目, 因此相比于手术类医美, 会极大的带动消费频次的提升, 进一步反向培养消费粘性。从现有消费者的消费粘性来看, 62% 的消费者愿意维持或增加医美消费支出。短期来看, 由于玻尿酸产品破价, 机构将其视为引流类产品, 出于对下游机构自身盈利的考虑, 机构端或将更愿意推荐定制类玻尿酸、胶原蛋白类、再生针剂类或进阶性光电类项目, 这也从机构端的角度, 侧面推进存量消费者升级。

图表 34: 我国每千人消费次数提升空间较大 (单位: 次/千人)



数据来源: 德勤, 艾尔建美学, 华福证券研究所

图表 35: 我国医美消费韧性较强



数据来源: 德勤, 艾尔建美学, 华福证券研究所

图表 36: 中国轻医美治疗次数持续提升 (按服务收入计)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
轻医美治疗次数 (单位: 万次)	1150	1450	1750	2270	2820	3420	4080	4810	5560
yoy		26.09%	20.69%	29.71%	24.23%	21.28%	19.30%	17.89%	15.59%

数据来源: 爱美客招股书, 华福证券研究所

4.1.2 供给端：“新”提供强刺激，明后年多款产品有望上新

新材料、新概念引入提供新刺激。当前医美市场还处于由供给方提供需求的市场背景下，因此更多的新产品推出有利于更全面的培育消费者，适应行业需求变化，明年上市的产品有望一方面从原料广度丰富市场，另一方面从价格广度丰富市场。

渠道和消费者均有动力尝新。对消费者来说，新产品为求美提供更多的选择（比如再生针剂的出现，通过刺激自身胶原再生，具有维持时间长、效果自然等特点，弥补了过去医美效果维持时间短的缺点）；对渠道来说，新产品上新的爬坡过程直接有利于下游机构营收提升，同时机构可以设计出更多元和更有特色的推荐思路，更有利于引流获客和盈利能力释放。因此新产品的上新有望进一步激活市场，也是各公司α增长的关键。明年多款产品进入核心申报阶段，期待产品上市后的渠道铺设、营销打法和终端反馈。

图表 37：明年预计上市的产品

产品类别	药品产地	品牌	在研产品	功效	预计上市时间
玻尿酸	中国	昊海生科	有机交联玻尿酸产品		2024 年
		华熙生物	微交联二代产品		2024 年
	美国	华东医药	MaiLi Extreme	面部填充	2024 年
胶原蛋白	中国	创健医疗	悦白之几重组胶原蛋白冻干纤维		2024 年
			悦白之几重组胶原蛋白植入剂		2024 年
			重组型胶原蛋白冻干纤维		2024 年
			重组胶原蛋白贴敷料		2024 年
			重组 I 型胶原蛋白膀胱修复剂		2024 年
		巨子生物	重组胶原蛋白液体制剂		2024 年
			重组胶原蛋白固体制剂		2024 年
		聚源生物	重组三型人源化胶原蛋白冻干纤维		2024 年
	重组一型人源化胶原蛋白冻干纤维		2024 年		
肉毒素	美国	昊海生科	Eirion 肉毒素产品		2024 年
		复锐医疗	新型“长效肉毒”RT002		已获 NMPA 审评受理
	韩国	华东医药	The Toxin 蓝毒		3 期
		爱美客	注射用 A 型肉毒毒素	中度至重度皱眉纹	2024 年
再生针剂	韩国	江苏吴中	AestheFi 童颜针	适用于全面部的填充使皮肤呈现自然、柔软、丰盈、弹润	2023 年下半年拿证
	中国	兴科蓉医药	少女针		2024 年
	中国	四环医药	少女针		注册审批
	中国	杭盖生物	瑞博童颜针	用于解决黑眼圈、眼周细纹	申报 3 类中

数据来源：各公司公告，药智数据，聚展网，医药经济报，医与美前沿，华福证券研究所

4.1.3 渠道端：投融资热情加高，竞争加速

疫情放开后，上半年医疗机构投融资热情较高。随疫情放开线下客流回暖，上半年在医美本地生活领域共发生7起投融资，大额资金进入到线下医疗机构市场，但转到下半年后，受消费弱复苏影响，截止11月28日总共发生1起医美本地生活领域的投融资。

下游渠道竞争激烈，获客成本高企，大型或连锁机构具备更强虹吸效应。当前市场仍然存在大量不合规机构分散客流，下游渠道近年来面临拉新难的问题，获客成本高企，近乎占到门店运营成本的40%-50%，资本端进入也加速了行业内的竞争，但我们认为，在目前消费者信任度不够的情况下，**具有强品牌知名度的门店可能具备更强的虹吸效应**。同时定制化产品对渠道来说，一方面能通过差异化稳定价盘提升盈利，另一方面能让医生更快的适应产品，提升注射效果和客户满意度，最终提升渠道端业绩，而定制化产品只有大型或连锁机构能够实现。因此短期来看，上游产品获批上市对下游渠道存在天然的销售增长拉力，同时，连锁化的医美机构具备集团化采购优势、定制化产品特点、精准化营销能力，在当前能实现更明显的降本增效。

图表 38：医美本地化机构 2023 年投融资情况

日期	公司	轮次	金额
2023. 1. 6	Glowbar	A 轮	1000 万美元
2023. 1. 11	天鑫医疗美容	战略投资	2500 万人民币
2023. 2. 28	蛋壳肌因	A+轮	3000 万人民币
2023. 3. 27	拼容颜	A+轮	8600 万人民币
2023. 4. 4	秋涛美肤	天使轮	560 万人民币
2023. 4. 11	宸辉医美	天使轮	1000 万人民币
2023. 11. 10	西弥斯医疗	A 轮	数千万人民币

数据来源：IT 桔子，华福证券研究所 注：截止到 2023. 11. 28

综合来看，需求端存在上行驱动力，供给端提供新选择和新刺激，明年多家公司的产品有望上新，关注产品上新后的拉力。

标的上：推荐个股：注射类产品管线布局完善+监管趋严下龙头集中度提升+股权激励计划三重共振的**爱美客**；医药板块为基石，向医美板块拓展的**华东医药**，**昊海生科**；从医美向医美扩展的**朗姿股份**。**建议关注：**在重组胶原赛道具备优势且拥有产品上市预期的**巨子生物**、**锦波生物**。

图表 39：各企业盈利预测

代码	公司	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
300896.SZ	爱美客	585.15	12.64	19.07	27.03	36.68	46.29	30.68	21.65	15.95
688366.SH	昊海生科	147.98	1.80	4.53	5.77	6.68	82.21	32.67	25.65	22.15
000963.SZ	华东医药	689.14	25.00	29.56	35.83	43.34	27.57	23.31	19.23	15.90
688363.SH	华熙生物	308.37	9.71	8.59	9.7	11.12	31.76	35.90	31.79	27.73
002612.SZ	朗姿股份	79.95	0.16	2.61	3.5	4.27	499.69	30.63	22.84	18.72
1696.HK	复锐医疗科技	20.29	2.80	3.6	4.57	5.79	7.25	5.64	4.44	3.51
832982.BJ	锦波生物	170.21	1.09	2.61	4.17	5.69	155.90	65.27	40.83	29.92
600200.SH	江苏吴中	56.98	(0.76)	0.15	1.38	2.31	(74.78)	371.67	41.38	24.70
2367.HK	巨子生物	299.69	10.02	13.37	17.27	21.75	29.91	22.41	17.35	13.78

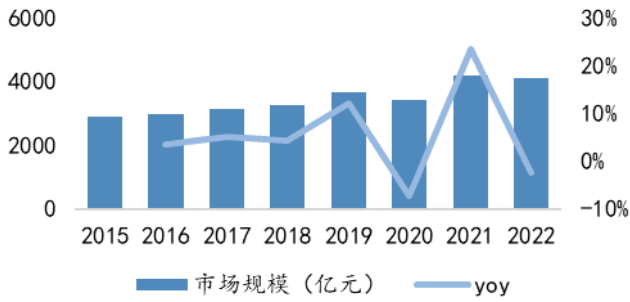
数据来源：ifind，华福证券研究所 注：锦波生物、江苏吴中、巨子生物基于 IFIND 一致预期，其余公司来源于我们的预测，以上数据以 2023.12.26 为基准

4.2 顶奢溢价到投资避险，追求性价比的美丽

消费回归理性，保值属性提供避险支撑，消费者购买决策更具性价比。消费者愈发偏向理性化，从“悦人”向“悦己”转移，这也意味着消费者愿意为顶奢赋予的溢价下降，对消费预算的分配更谨慎。黄金品类受益于完善的回购体系和保值属性以及金价的持续走强带来的心理预期，基于投资属性和心理慰藉很好的承接了这部分对美的需求，本质上来说，这属于低纬度的精神享受。

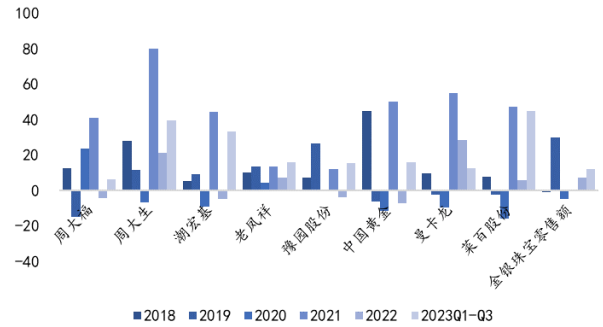
行业增速下降，头部品牌增速高于行业整体增速，加盟商资源偏向于头部品牌，同时新业态冲击下，行业波动有望进一步加剧。行业增长降速下，具有较强品牌拉力、产品快反能力、开店兑现度以及赚钱能力的品牌受到加盟商认可，加盟商资源整体向头部品牌集中，市场存在集中度提升的趋势。同时，同质化市场的竞争落脚于更强的运营效率和资本实力，在新业态“水贝模式”的冲击下，我们认为会进一步出清没有资本实力和品牌势能的企业，头部市占率还有提升空间。

图表 40: 黄金产品市场规模及增速 (单位: 亿元)



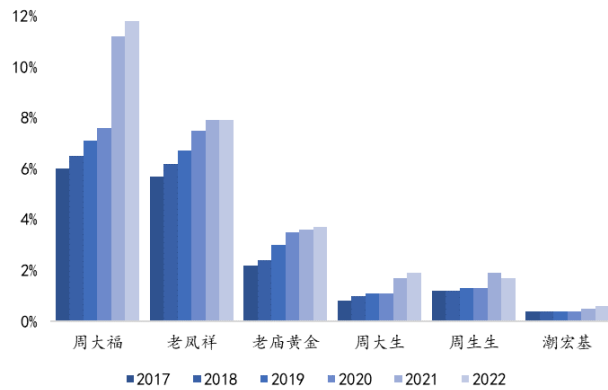
数据来源: 中国珠宝玉石首饰行业协会, 华福证券研究所

图表 41: 黄金珠宝头部品牌营收增速及金银珠宝类零售额增速 (%)



数据来源: wind, ifind, 华福证券研究所 注: 最新一期, 周大福截止到 2024FYH1, 金银珠宝零售额数据截止到 2023 年 10 月

图表 42: 头部品牌市占率提升



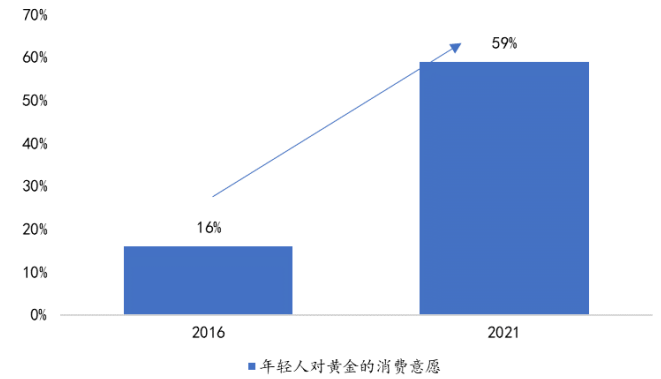
数据来源: 欧睿, 华福证券研究所

产品端持续推新, 吸引年轻群体, 新客群进入激发新活力。黄金产品工艺改善, 古法金、5G 黄金等产品出现, 高硬度的黄金可以打造出类似于 K 金等具有设计感和立体度的产品, 在同价位段上受益于高保值性受到大众消费者喜爱。同时, 年轻人对黄金的态度变化, 购买黄金的满足感和储蓄型的购买心态, 使得年轻消费者成为金店的主要消费群体 (据《2021 中国黄金珠宝消费调查白皮书》显示, 在金店消费群体中, 25 至 35 岁的顾客占比已经超过七成)。

图表 43：各类黄金饰品介绍

	普货黄金	3D 硬金	5D 黄金	5G 黄金	古法黄金
特性	硬度不高，款式单一	同体积下重量仅为普通足金的 30%，硬度高，极具立体感	可视为“3D 硬金”的升级产品，在韧性、硬度、光泽等方面进一步增强	耐磨性高，韧性强，硬度高，款式时尚感强	呈现哑光质感，细节精致，融合传统元素兼具文化内涵和收藏价值
消费群体	覆盖广泛，整体年龄偏高，消费地域主要为三四线城市	以年轻时尚消费人群为主	以年轻时尚消费人群为主	以年轻时尚消费人群为主	覆盖广泛，由于较高的客单价，主力为消费能力较强的 30-45 岁人群
示例					

数据来源：中国珠宝玉石首饰行业协会，天猫，华福证券研究所

图表 44：年轻消费者对黄金购买意愿快速提升


数据来源：2022 年中国黄金首饰行业洞察报告，中国新闻网，华福证券研究所

从量价拆分来看，量增依托开店驱动和单店提升，这背后由品牌的拉力和盈利能力支撑，价增依托金价传导，金价上行一方面拉动终端销售价，另一方面对品牌盈利能力也有助力。

量增：线上增长空间仍然充足，线下开店空间逐步饱和，开店速度放缓，从粗放式开店向店效提质转化。2018 年以来，各品牌纷纷启动下沉战略和门店扩张战略，门店数快速增加，回看 2023 年，随门店端逐步饱和，各品牌开店速度略有下降，明年各品牌的关注点或将向单店的提质增效转换。另一方面，线下渠道逐渐饱和，但线上渠道是触达年轻消费群体的重要一环，虽然当前线上红利逐步消退，但黄金珠宝品类对于线上渠道而言仍是“新鲜”品类，存在整体上行空间，回看双十一，黄金珠宝品类在线上均实现高速增长。

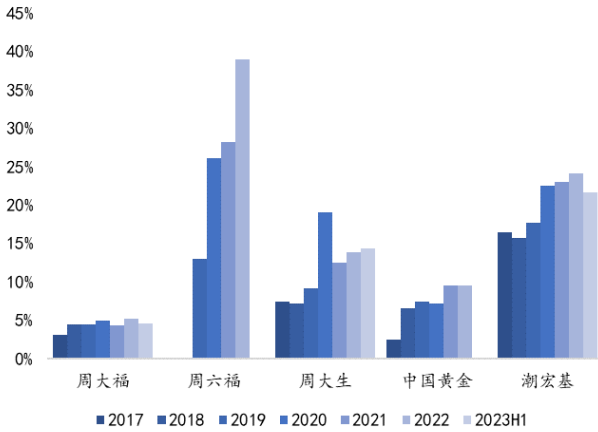
图表 45：近年各品牌加盟门店数高增（单位：家）

		2018	2019	2020	2021	2022	2023H1
周大生	总门店	3375	4011	4189	4502	4616	4735
	加盟	3073	3733	3940	4264	4367	4453
	自营	302	278	249	238	249	310
老凤祥	总门店	3521	3893	4450	4945	5609	5631
	加盟	3339	3709	4270	4759	5415	
	自营	182	184	180	186	194	
豫园股份	总门店	2090	2759	3367	3959	4565	4892
	加盟	1909	2560	3160	3736	4315	
	自营	181	199	207	223	250	
中国黄金	总门店	2182	2931	3160	3721	3642	3660
	加盟	2119	2852	3075	3630	3537	3552
	自营	63	79	85	91	105	108
潮宏基	总门店	907	971	995	1076	1158	1513
	加盟	337	444	541	711	834	923

	自营	570	527	454	365	324	295
		2019FY	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	2024FYH1
周大福珠宝内地	总门店	2803	3426	4098	5459	7269	7458
	加盟	1299	1936	2659	4014	5560	5734
	自营	1504	1490	1439	1445	1709	1724

数据来源：各公司公告，华福证券研究所

图表 46：电商渠道的占比提升



数据来源：各公司公告，华福证券研究所 注：周六福 2022 年数据为 H1 口径；周大福财年为上一年 4 月 1 日至当年 3 月 31 日

图表 47：黄金珠宝双十一情况

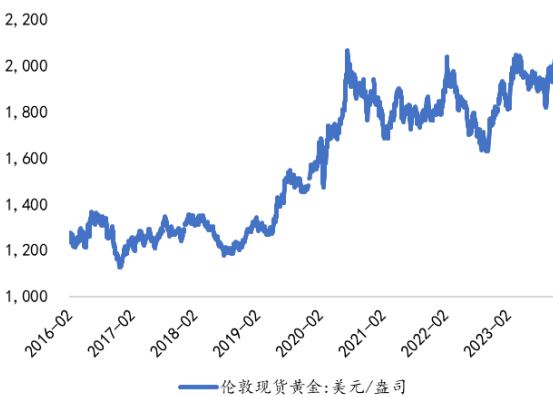
黄金珠宝双十一情况		
天猫平台 (全周期)		
品牌	2022年排名	2023年排名
周大福	3	1
曼卡龙	4	2
周大生	1	3
周生生	2	4
六福珠宝	5	5
菜百首饰	9	6
老庙黄金	7	7
千叶珠宝	-	8
潮宏基	6	9
老铺黄金	17	10

京东平台 (10.23-10.30)		
珠宝首饰成交额同比增速达到了7.3倍，其中黄金、珍珠等品类成交额同比增长超12倍，同时26-35岁消费者也以56%的成交额占比成为珠宝消费的真正“生力军”		

数据来源：天下商网，消费日报网，华福证券研究所

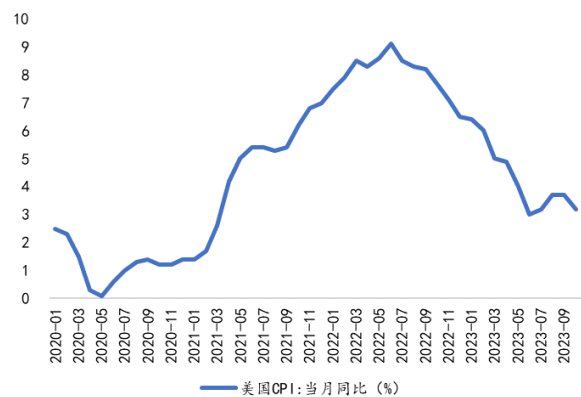
价增：美联储或将切换到降息区间+地缘政治风险持续，金价预期偏乐观。截止到 11 月 28 日，伦敦金交所金价收于 2025.65 美元/盎司，站上 2000 美元/盎司关口，从明年来看，一方面美国通胀放缓，美联储加息周期或接近尾声，利率端下行对金价有正向支撑，金价下行空间较弱，另一方面地缘政治风险持续，金价整体预期偏乐观，看好金价上行对各企业毛利率的正向影响。

图表 48：伦敦现货黄金价格攀高



数据来源：ifind，华福证券研究所

图表 49：美国通胀水平回落



数据来源：ifind，华福证券研究所

展望明年：1) 今年婚庆和需求端集中释放带来高基数，明年集中释放的效应减弱，在高基数下，行业增速或略有下降，但是我们认为头部品牌基于自身打法，增长

仍将引领行业，同时，虽然婚庆需求降速，看好龙年大年宝宝金、生肖金、生肖金条等的表现。**2)**对首饰的消费热情持续向黄金品类转移，因此在黄金品类上拥有比较优势和差异化、特色化的企业或将在β行情下获得α。**3)**各品牌的品类调整和渠道调整逐步接近尾声，受黄金产品、加盟渠道占比提升带来的对利润端的影响逐步减弱，利润率下行空间收窄，同时渠道“跑马圈地”逐渐向“提质增效”转移，单店增长愈发重要。**4)**金价端若持续上行，在消费者买涨不买跌的预期下，仍会与金价强挂钩，利好于对金价增长有更高盈利弹性的企业，若金价承压，具备多品类布局且金价对冲效应的企业将获得超额表现。

标的上：行业整体估值水平不高，推荐国企改革提质增效及渠道扩展的**老凤祥**；具有强设计感及进入加盟扩店周期的**潮宏基**；黄金品类占比持续提升且门店增长的**周大生**；聚焦单店提质增效的**周大福**。建议关注从京津冀扩展，全直营模式的**菜百股份**。

图表 50：各企业盈利预测

代码	公司	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
002867.SZ	周大生	171.51	10.91	13.66	17.15	19.84	15.72	12.56	10.00	8.64
600612.SH	老凤祥	265.80	17.00	21.56	24.90	28.91	15.64	12.33	10.67	9.19
600655.SH	豫园股份	237.66	38.26	24.28	31.49	32.22	6.21	9.79	7.55	7.38
600916.SH	中国黄金	158.26	7.65	10.32	12.38	14.29	20.68	15.33	12.79	11.07
002345.SZ	潮宏基	58.38	1.99	4.07	4.88	5.86	29.33	14.34	11.96	9.96
1929.HK	周大福	1007.85	47.14	78.22	91	103.41	21.38	12.88	11.08	9.75
605599.SH	菜百股份	110.44	4.60	7.50	8.59	9.66	24.00	14.72	12.86	11.43

数据来源：ifind，华福证券研究所 注：中国黄金、菜百股份基于 IFIND 一致预期，其余数据来源于我们的预测，以上数据以 2023.12.26 为基准

5 消费品供应链的转移和出口机会

经济弱复苏下国内市场内生动力不足，统计数据显示，十月份消费者信心指数为 87.90 消费者满意指数为 87.80，消费者预期指数为 88，三指数较去年同期均有上涨，但对比 19 年水平来看，各项指数仍有较大修复空间，国内整体消费疲软。

外贸改善，出口方面持续回暖，近期数据显示，10 月份进出口总值增速转正，同比增长 0.9%，海外需求回升，劳动力密集性产业出口动能恢复，技术密集型产品占比上升，本年度我国机电产品出口表现较好，汽车出口表现亮眼，同比增速保持在 35% 以上。从出口目的地结构来看，新兴市场出口比重同比提升，数据显示新兴经济体占我国出口份额从 2013 年至 2022 年的平均 27.8% 上升至 34.3%，23 年前三季度俄罗

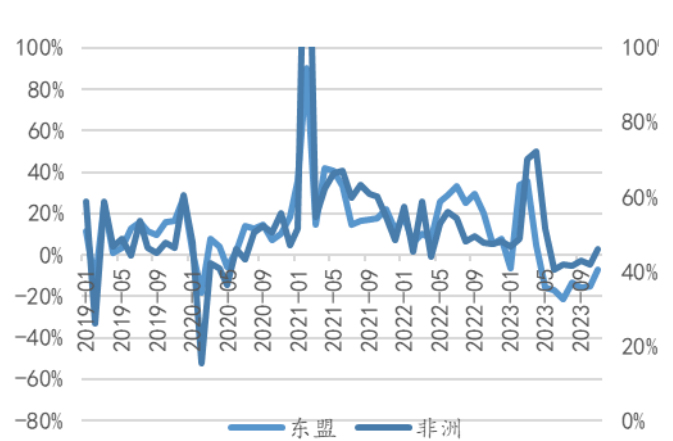
斯出口增速表现较好 52.2%，11 月份对非洲出口增速回正，同比+3%，对东盟出口降幅收窄。发达国家表现良好，对欧盟出口降幅收窄，我国对美国出口增速回正，同比+7.35%。

图表 51：我国对欧美出口增速（%）



数据来源：wind、华福证券研究所

图表 52：我国对东盟、非洲出口增速（%）



数据来源：wind、华福证券研究所

国内消费趋缓，弱复苏下整体消费情绪仍需培养，后疫情时代的疤痕效应或持续释放威力，横向来看，今年三季度以来外贸逐步恢复，新兴市场出口比重增大，发达国家出口降幅收窄，部分出口重点市场增幅已经回正，海外需求回升，出口链机会显现。

5.1 扩大内需与稳定外需的动态平衡

看向海外机会，把握内外需动态平衡。在当今全球经济格局下，内外需相互交织，相辅相成，为实现可持续的经济增长和发展提供重要支撑，扩大内需是构建国家经济独立和经济韧性的基石，激发居民消费、强化基础设施建设促进制造业的发展，对维持经济的可持续性有重要意义，同时也不能忽视外需的不可替代性，国际贸易、跨境投资是实现全球繁荣的纽带，稳定外需保持对外合作的良好关系，有助于拓展市场空间、对冲需求波动，更好的联动国内市场与国外市场，强化综合竞争力。**产业链转移，看向东南亚，挖掘外需的极致性价比。**从全球范围来看，制造业产业链向东南亚转移早已开始，外需建设反哺内需。

经济高成长性，港口众多、交通便捷、劳动力土地成本低，越南成为产业链出海的好去处。目前来看越南已经成为我国电子设备制造、纺织鞋服及家具等利于产业链转移的优先选择。

- 服装企业采用“中国+1”的策略，在保持中国业务续存的同时，开展多元经营。2014年中国天虹纺织在越南开设元渠，打造包括原料、纺纱、制造、染整、制衣及品牌的全产业链；截至22年我国纺纱头部企业百隆东方已经在越南形成100万锭纱的总产能。
- 贸易摩擦促使家具产业链外移。自2019年始，美国对中国大部分类别家具征收关税高达25%，促使国内家具产业链外移，多年以来，顾家家具、乐歌股份、敏华控股、美克家具等均在越南开设工厂。
- 消费电子行业方面，我国手机品牌在越南份额不断扩大，手机厂家及产业链也开始布局越南市场。

东盟中心位置，第二大经济体，营商环境开放包容，产业链出海，泰国具备优势。

泰国在轻工业，集成电路和半导体产品制造、汽车和新能源车组装及生产领域地位重要。

- 自1980年始，全球主要的设备制造商以及汽车品牌就开始在泰国投资建厂；2022年比亚迪预计投资198.91亿泰铢，在泰国建立第一家电动汽车工厂；中国名爵计划投资25亿泰铢建设生产线，并于23年内实现名爵纯电系类泰国国产化目标。
- 家联科技拟设立泰国子公司，并计划投资3亿元左右建设投资生产基地，产能扩张阶段，助力公司进一步应对海外客户需求，拓展国际业务。

21 世界海上丝绸之路沿线国家，一带一路践行者，产业链向柬埔寨转移仍有机会，中东两国不断深化合作，在水利、电网、港口、码头等方面进行大量投资，截至21年在柬埔寨的外国投资中，中国占53.4%，为目前海外向柬埔寨最大的投资国。**劳动力密集型制造业出海，把握产业链向缅甸转移的机会**。目前缅甸正在从农业经济向工业和服务业经济转型，依托地理位置及资源优势，具备参与区域供应链的潜力，服装、鞋类、食品加工等劳动力密集型制造业供应链向缅甸转移有机会。

图表 53：稳定外需，产业链转出去有机会

国家	经济环境	产业链机会	政策支持
越南	越南经济表现出高成长性，强劲的工业化进程推动了对能源和电力的需求，近年来虽受到疫情影响，但越南的货物运量仍较快增长。生产经营活动对资金的需求正急剧增长。	加工制造业兴起，从中短期来看，在电子设备制造、纺织鞋服及家具等领域，越南是我国产业链转移的理想之地。	越南与 WTO 多个成员签订双边或多边自贸协定，在准入、关税等方面为越南的经济发展提供了便利。越南金融市场对外资有一定的吸引力，且越南的政治环境相对来说较为稳定，政府还大力发展交通基础设施，为外商投资奠定了良好的基础。
泰国	疫情后泰国经济持续复苏，耗电量持续增长，铁路货运量不断上升，贷款发放量有所扩大。	泰国制造业起步较早，工业基础较好，泰国的汽车产量与销量均远超越南，处于东盟前列，电子制造业在泰国发展较早，服装制造业是泰国的支柱产业。	泰国政府针对不同行业制定了不同标准的税收政策，施行 8 年免征所得税和 5 年减半征收所得税两大标准，在泰国投资的企业也可以享受贸易协定带来的关税优惠。此外，泰国基础设施水平在东南亚处于前列。
柬埔寨	疫情后柬埔寨经济逐渐恢复，用电量持续增长，贷款发放量持续增长。	柬埔寨承接了部分国际订单，但尚未对越南构成挑战。	柬埔寨对外国投资者的限制较少，并且贸易协定中的关税优惠成为柬埔寨吸引外资的重要优势。另外，柬埔寨作为最不发达国家，美国、欧盟和日本等 28 个国家和地区给予其普惠制待遇（GSP）。
缅甸	经济状况有所好转，铁路运输在“一带一路”推动下有所改善。	与越南相比，缅甸承接的产业主要集中在中低端的制造领域，仍然为劳动密集型产业。	缅甸享有欧盟、美国、日本等 30 多个国家地区提供的免关税等普惠制待遇。这一待遇主要应用于缅甸的服装制造业，是缅甸和其他国家竞争的主要优势。

数据来源：第一财经，华福证券研究所

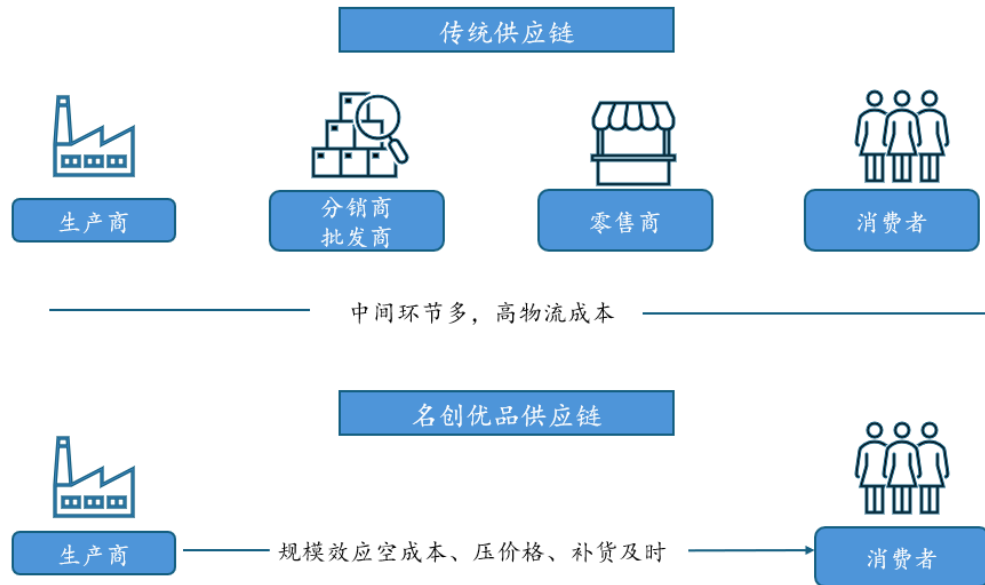
扩内需，稳外需，产业链向外转移是方向。东盟国家工业及服务型经济建设如火如荼，从外部经济环境，产业链机会，政策支持角度来看，布局东盟潜力市场，扩建产能，挖掘市场份额，我国轻工业、服装、消费电子、家具等劳动密集型产业链转出去博弈更大发展机会，实现需求动态平衡。

5.2 极致供应链下的品牌输出

对接世界需求，品牌出海关注两要素：极致供应链、品牌精神价值。极致供应链在我国具备充分的锻造条件，极致化的产品形成极致供应链，强调在供应链各个环节中的高效率和优化，以最小的生产周期和库存水平，提高整体效益，通过灵活的制造和物流流程，运用先进的数字技术优化运营，使企业能够更快速的适应市场变化，满足消费者需求。品牌精神增加值层面，强化品牌精神价值塑造，增强品牌与海外本土市场融合，在输出产品的同时传递品牌价值文化。

出海掘金，渠道助力名创优品以量制价。名创优品近三年财报显示，国内 GMV 基本稳定在 104-107 亿元之间，海外 GMV 从 48.6 亿元增长至 90.7 亿元，海外业务拓展迅速。名创优品向海外输出以量制价，规模化控制成本，从工厂到门店，没有中间商赚差价，截至目前名创优品有超过 1100 家供应商，依托国内供应链体系和供应链效率放大出海优势。

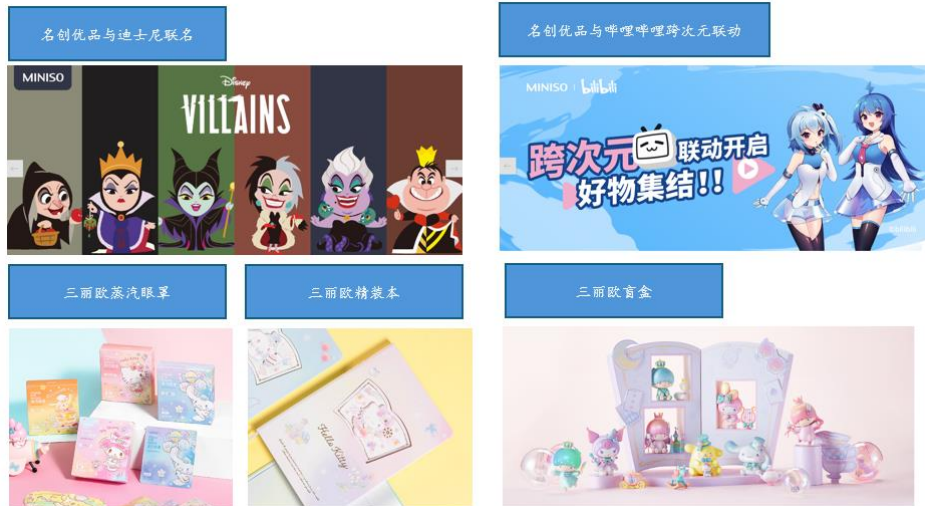
图表 54： 区别于传统供应链，名创优品具备优势



数据来源：亿邦动力，华福证券研究所

产品打磨融入本土市场，聚焦兴趣消费培养用户粘性。名创优品出海不断强化产品与本土市场需求的链接，不同国家，地区消费习惯千差万别，名创优品通过强化本土化运营，吸纳全球各地区兴趣元素，在东南亚国家推出骑行袖套和口罩，针对印度消费者推出味道浓郁的香水，依托 IP 打造兴趣消费锁住需求粘性。

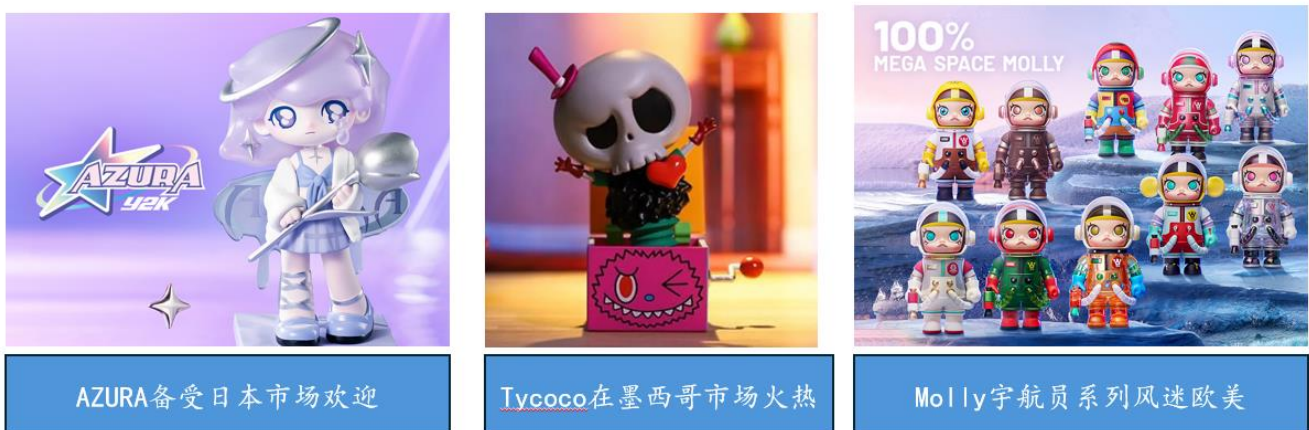
图表 55： 名创优品 IP 授权



数据来源：公司官网，华福证券研究所

IP 出海，泡泡玛特捕捉海外潮玩市场。2019 年泡泡玛特在韩国和新加坡分别成立分公司和合资公司，2020 年 9 月 5 日泡泡玛特第一家海外门店在韩国开业，开启了泡泡玛特出海的元年，先发展亚洲再进欧美市场，由近及远成为泡泡玛特出海的战略路径。今年上半年泡泡玛特出海表现亮眼，泡泡玛特在港澳台及海外新开业线下门店 12 家至 55 家，预计今年全年门店数达到 90 家，超出年初 80 家新开门店目标。含营机器人商店达 143 台，跨境电商平台站点数达 28 个，港澳台及海外市场合计实现营收 3.76 亿元，同比+139.8%。出海 IP 本土化改良，宇航员版 Molly 显成效，在欧洲门店众当地消费者占比 80%-90%，潮玩不分国界，低成本快乐追求覆盖文化差异消费，泡泡玛特成为国产品出海又一践行者。

图表 56：泡泡玛特出海本土化成功实践，各市场均有爆款产品

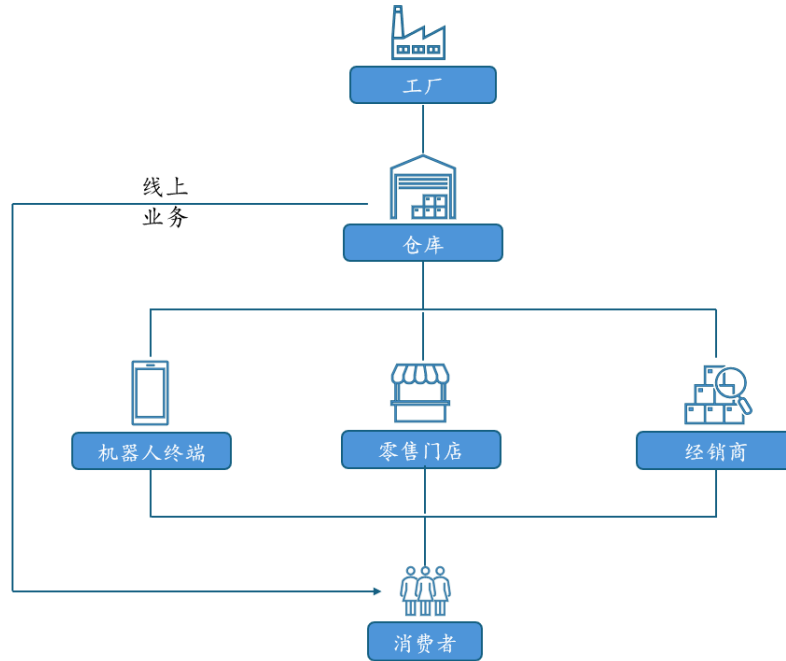


数据来源：POP MART, ebay, 华福证券研究所

海外市场发展如火如荼，泡泡玛特持续优化供应链，助力国产 IP 走出去。泡泡玛特供应链链接 IP 管理，市场、工厂、门店等多个环节，泡泡玛特聚焦供应链管理

柔性，主要系自身业务快速扩张，产能需要优化供应链管理，另一方面供应链管理柔性，助力泡泡玛特对库存水平快速调整，以适应市场需求变化，最大程度的降低缺货概率，同时避免库存积压风险，强大的供应链整合能力是 IP 出海行稳致远的的关键。

图表 57： 泡泡玛特供应链



数据来源：全球供应链课堂，华福证券研究所

跨境电商狂飙突进，消费复苏阶段出口链机遇显现。拥抱降级，海外消费者购物行为出现变化，物美价廉的网购开始展露对线下购物的替代。疫后国内需求处于修复阶段，需求内生动力不强，跨境电商释放中国制造供应链优势，海外市场反哺，出口链机会显现。

建议关注：起家海外，与下游诸多知名客户深度绑定，深耕 PLA 改性技术的**家联科技**。极致供应链下的品牌输出**泡泡玛特**，以量制价，折扣出海拟合海外降级需求的名创优品。

图表 58： 各企业盈利预测

代码	公司	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
301193.SZ	家联科技	32.04	1.79	1.06	1.50	1.94	17.88	30.25	21.32	16.49
9992.HK	泡泡玛特	236.48	4.76	10.43	13.49	17.23	49.72	22.67	17.53	13.72
9896.HK	名创优品	429.42	6.37	16.67	23.24	28.41	67.46	25.77	18.48	15.12

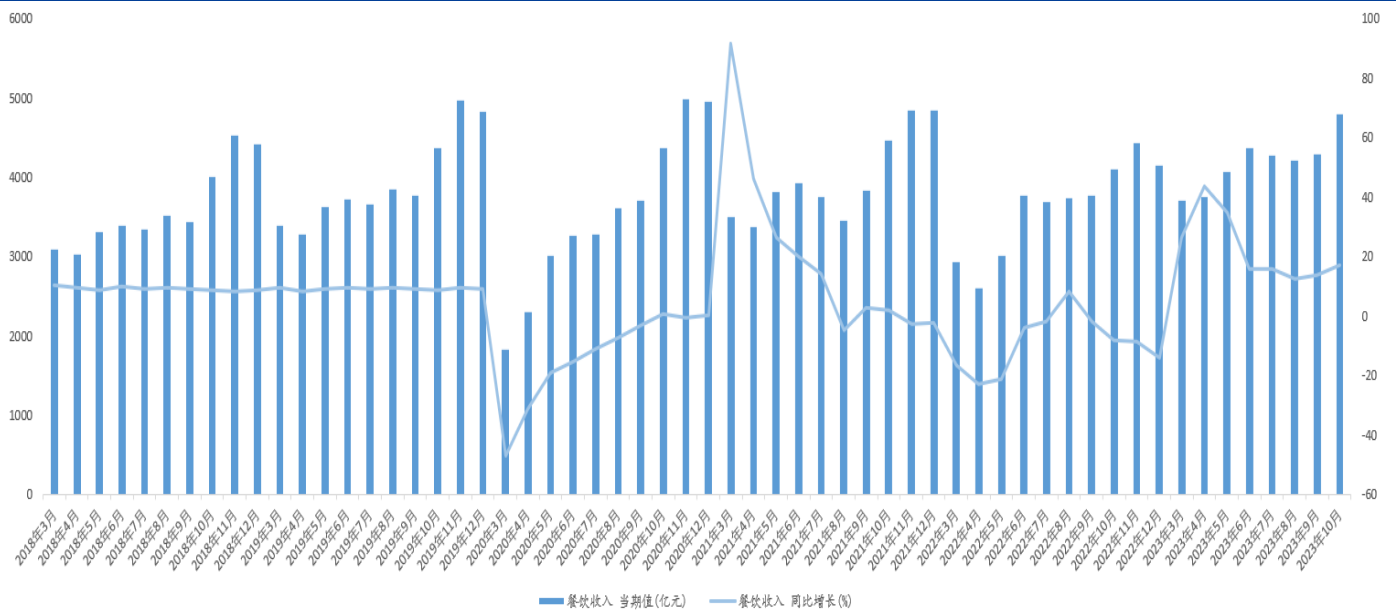
数据来源：ifind，华福证券研究所 注：家联科技、泡泡玛特、名创优品基于 IFIND 一致预期，以上数据以 2023.12.26 为基准

6 餐饮旅游酒店的破局之道

6.1 餐饮连锁业态的持续规模化，降价不降质

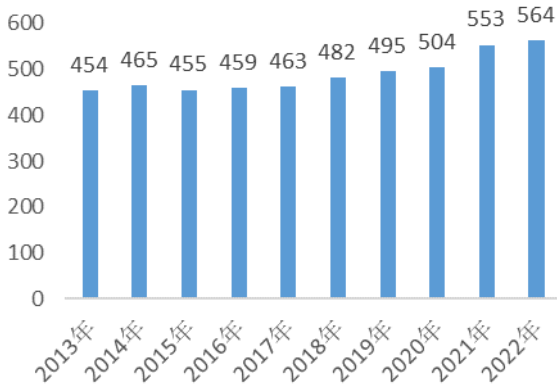
消费者高质量需求增加，餐饮业恢复态势良好。随着人们生活水平的提高，消费者对餐饮服务的要求不再局限于菜品本身，而是对环境，服务，品质等方面的要求不断提高，消费者需求增加推动餐饮业的恢复优化。2023 年整体上餐饮业收入同比增长，1-10 月餐饮收入共 41905 亿元，同比+18.5%。其中 4 月份同比增速最高，高达 43.8%，10 月份同比+17.1%，餐饮业恢复态势良好。预计在 2023 年餐饮业复苏的高景气区间，全年收入额有望达到 4.8 万亿元。

图表 59：餐饮收入（亿元）和同比增长（%）

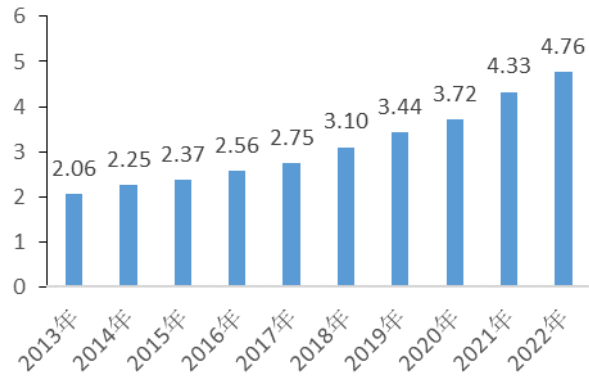


数据来源：国家统计局，华福证券研究所

连锁餐饮企业经营规模化，门店数量增长促进营业空间加大。随着餐饮业持续规模化、品牌连锁扩张的趋势，连锁企业加速拓店进程，引领门店数量增加。2013-2022 年 10 年间，连锁餐饮企业总店数从 454 个增加到 564 个，CAGR 为 2.44%，连锁餐饮企业门店总数从 2.06 万个增加到 4.76 万个，CAGR 为 9.79%。在餐饮行业迅速复苏的环境下，企业通过扩大经营面积给予门店更大的营业空间，根据国家统计局 2013-2022 年数据，餐饮企业营业面积从 937.07 万平方米增加到 1395.12 万平方米，CAGR 为 4.52%；餐位数从 319.47 万个增加到 461.42 万个，CAGR 为 4.17%。

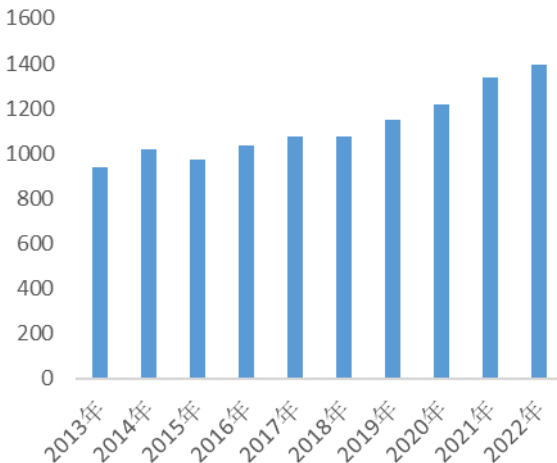
图表 60：连锁餐饮企业总店数（个）


数据来源：国家统计局，华福证券研究所

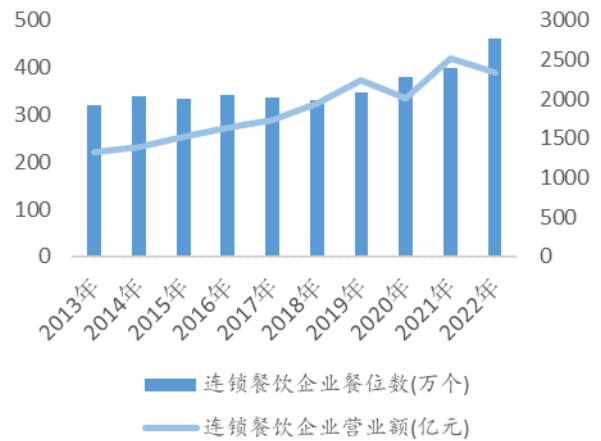
图表 61：连锁餐饮企业门店总个数（万个）


数据来源：国家统计局，华福证券研究所

企业营业额波动上行，规模化程度加深维持增长韧性。餐饮企业的规模不断扩大，复苏势头强劲，企业需要扩大经营面积给予公司更高的营业空间，提供更高质量的服务吸引消费者以此提高企业营业额。根据国家统计局 2013-2022 年数据，餐饮企业营业额从 1319.42 亿元增加到 2332.81 亿元，CAGR 为 6.53%。即使受到疫情影响，但 2019-2022 年企业经营面积和餐位数仍然保持增长，期间 CAGR 分别为 6.61%和 10.01%，规模化趋势不断深化，2022 年营业额比 2019 年+4.40%，CAGR 为 1.45%。

图表 62：连锁餐饮企业营业面积（万平方米）


数据来源：国家统计局，华福证券研究所

图表 63：连锁餐饮企业的餐位数（万个）和营业额（亿元）


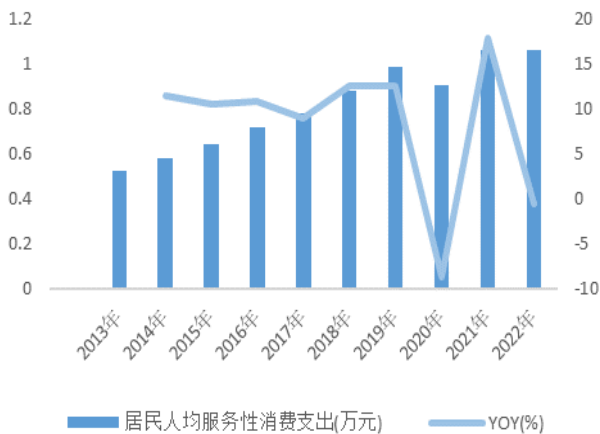
数据来源：国家统计局，华福证券研究所

消费者追求高性价比，理性消费趋势增强。受到 2019 年底开始的疫情冲击，人均消费支出占可支配收入的比重整体下降，占比从 2019 年的 70.15%下降到 2022 年的 66.53%，居民部门的整体消费水平降低，炫耀性消费减少，实用性消费比重增加。2022 年居民人均服务性消费支出减少为 1.06 万元，同比-0.5%，自 2019 年后增速逐渐放缓。疫情之后消费者从“野性消费”转变到“理性消费”，对价格的敏感度提高，

理性消费趋势增强。根据辰智餐饮大数据显示，截至 2022 年第四季度，中国餐饮人均消费为 35.4 元，2019 年之后首次出现下降，30 元以下占比超过 60%。根据《2023 北京餐饮业观察报告》显示，2023 年上半年，整体餐饮业客单价消费区间在 21-40 元。新一代的餐饮消费者呈现出看得见的健康、低成本幸福、味觉刺激、逃离感、餐饮+体验的偏好，具体就表现在更加注重食品成分、性价比和体验，因此越来越多的消费者注重高性价比的体验。

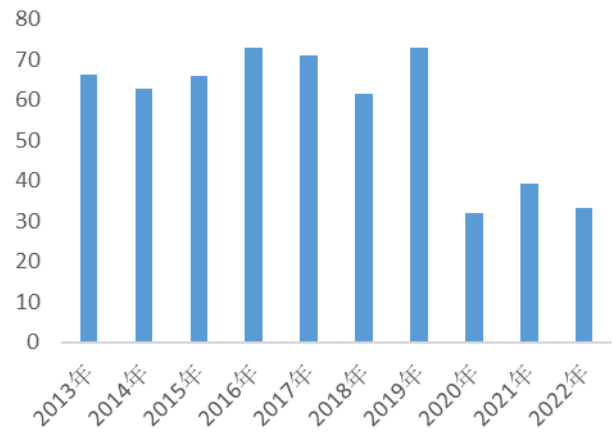
“性价比”时代到来，推动餐饮业降低成本。在消费者极致的性价比的环境下，为了保证毛利润不减少，企业就需要采取降本增效的措施，2013-2022 年，股份有限公司餐饮行业营业成本从 66.23 亿元减少到 33.34 亿元，CAGR 为-7.34%，2022 年相较于 2021 年同比-15.3%。2022 年餐饮业堂食逐渐恢复，营业额提高，但是营业成本仍然没有增加到 2019 年的水平，企业已经有逐渐降低成本的趋势。

图表 64：居民人均服务性消费支出（万元）



数据来源：国家统计局，华福证券研究所

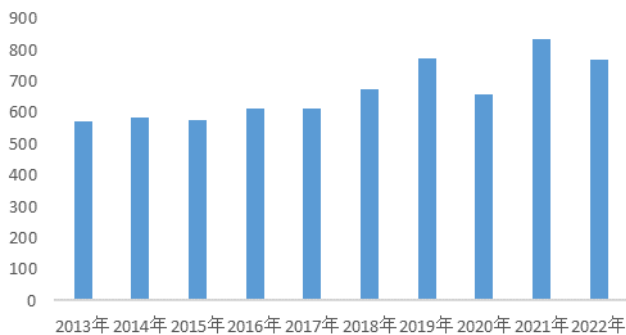
图表 65：股份有限公司餐饮行业营业成本（亿元）



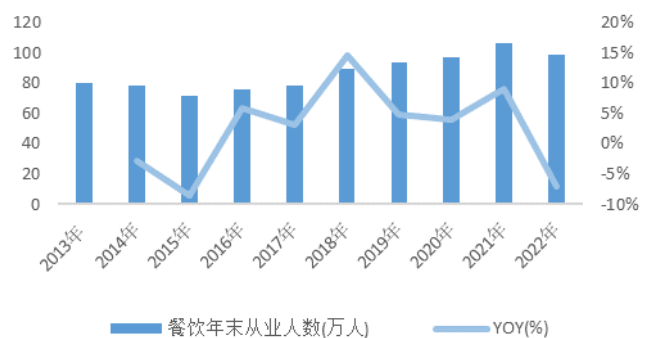
数据来源：国家统计局，华福证券研究所

原材料和人力成本比重高，是企业降低成本的首要选择。根据艾媒咨询数据显示，餐饮占比最高的三项成本分别为原材料成本（41.8%）、人力成本（21.3%）、三项费用（21.2%），其中原材料和人力成本占比三分之二以上。因此企业降低成本可以主要从原材料和人力成本两个方面开展。2022 年餐饮业采购成本下降到 766.63 亿元，同比-8.14%；2022 年餐饮业从业人员为 98.44 万人，同比-7.16%。

预制菜发展迅速，降本增效效果显著。2022 年预制菜是餐饮业的关键词，其产业链涉及农业生产、加工流通、餐饮服务、市场消费等多环节。预制菜的出现迎合了市场对效率与品质的需求，帮助餐饮企业实现降本增效。根据《2022 年中国连锁餐饮行业报告》数据显示，餐饮企业使用预制菜后，整体成本占比可下降 8%。对餐饮企业而言，使用预制菜能够降低租金和人力成本，节约 70%-80%后厨空间，提升餐厅整体坪效、提高食品出品效率，降本增效效果显著。

图表 66：餐饮企业商品购进总额（亿元）


数据来源：国家统计局，华福证券研究所

图表 67：餐饮企业年末从业人数（万人）


数据来源：国家统计局，华福证券研究所

政府推出相关方案，促进餐饮业高质量发展。商务部正在推动出台促进餐饮业高质量发展的指导意见，将从提升服务品质、创新消费场景、培育发展动能、弘扬餐饮文化、促进绿色安全发展等方面，加快推动餐饮业高质量发展。除此之外，部分城市也推出了推动餐饮业高质量发展的方案，立足当地实情，结合当地饮食特色制定最有利于地方餐饮业发展的措施。政府出台相关政策，引领餐饮业高质量发展。

图表 68：部分城市推动餐饮业高质量发展方案

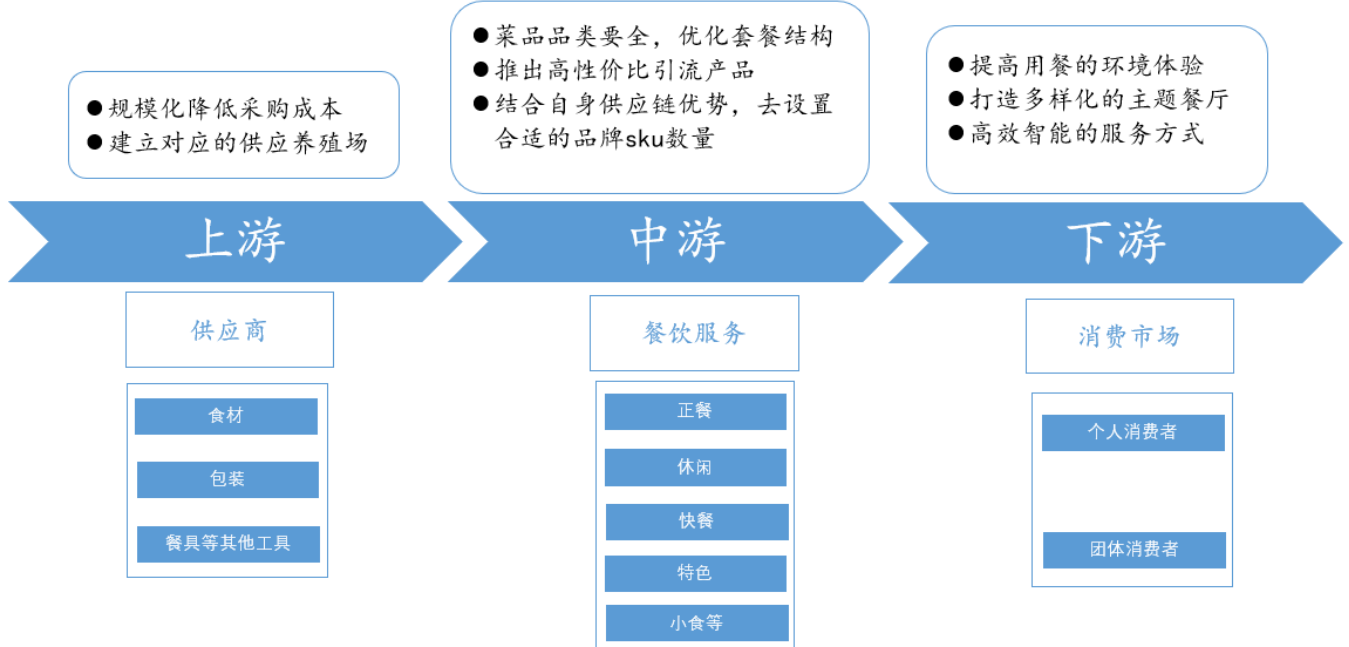
城市	措施	具体内容
济南	关于促进全市批发住宿餐饮业高质量发展的意见	鼓励企业保护发展传统地方名吃，创新发展名吃精品，注册国内、国际商标，提升品牌形象，加强商标、专利等知识产权保护，支持餐饮聚集区建设，推进餐饮与旅游、休闲、文化紧密结合，高起点、高标准、高品味打造餐饮美食街区。支持大型商业综合体、购物中心建设集餐饮、酒吧、休闲娱乐于一体的美食广场。
天津	武清区促进餐饮业高质量发展实施意见	推动餐饮业品牌化发展。推动酒店酒家分等定级，进一步提升餐饮企业服务质量和管理水平。实施餐饮企业品牌战略，支持餐饮企业争创中国驰名商标、中华老字号、中华餐饮名店、钻级酒家等服务品牌，以品牌促质量、促发展，形成良性发展格局。
北京	监管数字化改革主推餐饮企业高质量发展	创新推出“餐饮开店掌中宝”小程序围绕增加企业服务，降低准入成本，通过创新手段做好服务企业的“加法”；积极探索以人工智能技术为支撑的餐饮非现场监管模式，通过AI图像识别技术抓取餐饮工作人员违规操作行为，并以违规线索的方式，推送给企业负责人和属地监管部门。
杭州	杭帮菜高质量发展交流会	交流会围绕杭帮菜品质提升、标准化餐饮（预制菜）新动向等维度展开讨论，特邀请米其林、黑珍珠指南、杭州餐饮业“新六名”工程三大榜单上榜餐厅主理人、杭帮菜烹饪大师、预制菜企业代表、线上平台等行业领军人物，通过交流与分享，共同探索中国杭帮菜品牌价值，促进杭帮菜研发与现代消费需求创新融合，激发餐饮市场创新活力，进而提升杭州本地餐饮消费体验。

数据来源：济南市人民政府，天津市武清区商务局，中国质量新闻网，钱江晚报，华福证券研究所

优化产业链，推动餐饮业降本增效。我国餐饮行业上游主要为供应商，包括食材、包装以及餐具等产品的供给；中游包含种类多样，包括正餐、休闲餐饮、快餐、特色餐饮、零售小食等；下游主要面向消费市场。因此从优化产业链的角度看，餐饮行业上游需要控制原材料成本，建立自己的生产链或者养殖场来降低采购成本；中游聚焦于自

身产品，优化菜品品类，推出高性价比的产品，结合自身供应链优化经营方式；餐饮业下游则需要符合消费者的需求，提高用餐环境，通过高效智能的服务方式来提高客户体验，同时公司智能化建设也可以降低人力成本，从而助力公司达到降本增效的目的。

图表 69：餐饮业产业链



数据来源：前瞻产业研究院，华福证券研究所

多角度调整降本增效，深层次优化提高收益。企业在降低产品价格的同时，也要保持产品或服务的质量不变，需要从多个方面入手，包括优化采购、精细化运营、制定合理的菜单、提高翻台率、合理利用空间、提高员工效率、优化供应链、降低能源成本、实施全面预算管理以及开展促销活动等。同时在餐厅的布局和装修方面，可以通过合理利用空间、优化座位安排等方式，提高餐厅的空间利用率和舒适度，为消费者而提供一个更舒适的用餐环境，提高自身服务的竞争力和经营收益。

消费赛道长期受到全球资本市场的青睐，是经济稳定运行的“压舱石”和股市波动周期的“稳定器”，其中食品与餐饮行业更是长坡厚雪、穿越周期的长青赛道。虽然存在阶段性的内外挑战，但在“民以食为天”的背景下，食品与餐饮作为国民经济支柱产业的地位不会改变。建议关注：1) 深耕下沉市场，实施降本增效战略，稳步高质量扩张的**呷哺呷哺**；2) 拥有优秀供应链，公司下沉子品牌“嗨捞”初步试水市场的**海底捞**；3) 积极拓展新业务模式，打造独特食品增长曲线的**同庆楼**、**广州酒家**。

图表 70：各企业盈利预测

代码	公司	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
餐饮								
0520. HK	呷哺呷哺	22.70	1.35	3.14	4.68	16.88	7.24	4.85
6862. HK	海底捞	693.83	45.64	52.73	61.47	15.20	13.16	11.29
605108. SH	同庆楼	78.18	2.76	3.81	4.86	28.35	20.50	16.10
9869. HK	海伦司	42.94	3.11	4.07	5.43	13.81	10.55	7.91

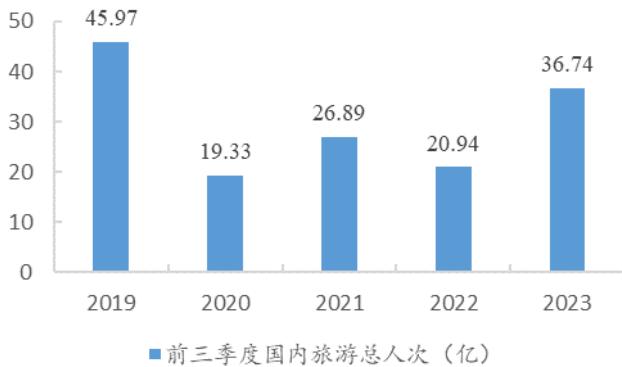
9922. HK	九毛九	78.32	5.60	9.10	12.11	13.98	8.61	6.47
9987. HK	百胜中国	1182.61	58.59	67.15	76.08	20.18	17.61	15.54
603043. SH	广州酒家	107.16	6.29	7.68	9.08	17.03	13.95	11.80

数据来源：iFind，华福证券研究所；以上数据来源于 iFind，以 2023.12.26 为基准

6.2 需求助力旅游业恢复，政策发力协同破局

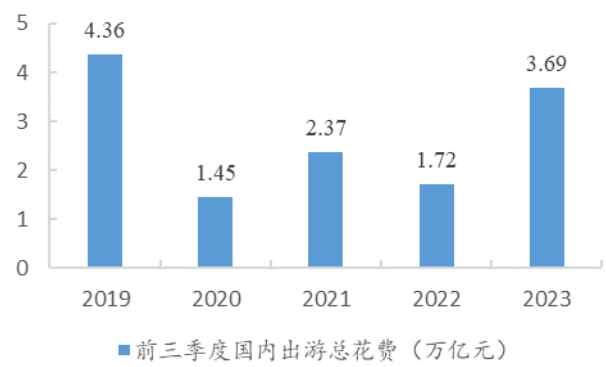
国内旅游稳健恢复，人次与花费同频共振。据文旅部数据统计，2023 年前三季度，国内旅游总人次 36.74 亿，比上年同期增加 15.80 亿，同比增长 75.5%，已恢复至 2019 年前三季度的 79.92%。分季度看，今年国内旅游人次同比增速逐季增加：2023 年第一季度，国内旅游总人次 12.16 亿，同比增长 46.5%。2023 年第二季度，国内旅游总人次 11.68 亿，同比增长 86.9%。2023 年第三季度，国内旅游总人次 12.90 亿，同比增长 101.9%。此外，2023 年前三季度，居民国内出游总花费 3.69 万亿元，同比增长 114.4%，相比 2019 年前三季度，已经恢复了 84.7%。

图表 71：近五年前三季度国内旅游总人次（亿）



数据来源：文旅部、华福证券研究所

图表 72：近五年前三季度国内出游总花费（万亿元）



数据来源：文旅部、华福证券研究所

双节同比高增，赶超 19 年同期水平。2023 年中秋节、国庆节假期，文化和旅游行业恢复势头强劲，全国假日市场平稳有序。据文旅部测算，中秋节、国庆节假期 8 天，国内旅游出游人数 8.26 亿人次，按可比口径同比增长 71.3%，按可比口径较 2019 年增长 4.1%；实现国内旅游收入 7534.3 亿元，按可比口径同比增长 129.5%，按可比口径较 2019 年增长 1.5%。

全球休闲旅游市场未来 10 年发展前景乐观。据环球旅讯，2023 年，全球的国际旅行人数预计超过 12.6 亿人次，恢复到 2019 年时的 86%。其中，休闲旅游板块的复苏比商务旅行更为强劲。2023 年，全球休闲旅游总人次占到全部旅行总人次的 60%，中国在 2023 年的国内休闲旅游消费恢复到了 2019 年的 93%。

我国调整出入境相关政策，对法、德等 6 国试行单方面免签政策，旅游市场发展向好。2023 年 11 月 24 日，外交部宣布试行扩大单方面免签国家范围，对法国、德国、意大利、荷兰、西班牙、马来西亚 6 个国家持普通护照人员试行单方面免签政策。2023 年 12 月 1 日至 2024 年 11 月 30 日期间，上述国家持普通护照人员来华经商、

旅游观光、探亲访友和过境不超过 15 天，可免签入境。此外，2023 年 11 月 17 日起，外交部积极调整外国人来华签证和入境政策，恢复实施单方面免签政策。我国 72/144 小时过境免签政策适用国家增至 54 国。国家移民管理局还就口岸签证业务、过境免签政策、区域性入境免签政策进行深化调整。出入境流程趋向便捷化，出入境旅游消费热度攀升，出入境旅游市场向好发展。

六国免签首日入境中国人数量实现 12.54% 增长。12 月 2 日，从国家移民管理局获悉，12 月 1 日中国对法国、德国、意大利、荷兰、西班牙、马来西亚六国持普通护照人员实施免签入境政策首日，相关国家人员共有 2029 人次通过免签入境中国。其中，马来西亚籍人员免签入境 1113 人次，为当日六国免签入境人数最多国家；法国籍人员免签入境 227 人次，是当日六国中较前一日入境中国人数量增幅最大国家，增长 52.31%。在国内旅游加快复苏，基本恢复至 2019 年同期水平之后，随着国际航班恢复和签证政策优化，中国游客消费热情将向出境游延伸，中国也将吸引越来越多国际游客来华。携程数据显示，十一期间，出境游订单同比增长超 8 倍。

中新将互免签证，出入境旅游再迎利好。据央视财经消息，新加坡总理公署 12 月 7 日发文表示，新加坡与中国将实施 30 天互免签证的协议，计划将在 2024 年初出台相关政策。消息公布后，国内旅游平台新加坡相关的产品引来了一轮搜索热潮。据携程数据显示，截至 12 月 7 日 13 时，消息公布后，新加坡搜索量环比公布前一小时增长 80%，机票搜索量增长 90%，酒店搜索量增长 50%。据同程旅行数据显示，截至当天 14 时，新加坡旅游关注度较前日同一时段上涨 18%。马蜂窝站内“新加坡”瞬时热度高涨 300%。众信旅游新加坡产品咨询热度增加 200% 左右。去哪儿指数显示，12 月 7 日，新加坡搜索指数环比上周增长 4 倍，新加坡环球影城门票的搜索量环比增长 4 成。

需求带动旅游行业疫后整体复苏，消费者在出行效用递延后，需求快速释放，旅游逐渐偏向新时代消费的“刚需”。在国际航线的进一步恢复后，出入境游有望持续催化公司业绩释放。建议关注：**1)** 拥有独立 IP，主营度假村等高壁垒赛道，境内旅游产品“出口”的复星旅游文化；**2)** 在航线开放后，有望受益于出入境游恢复的众信旅游、中青旅。**3)** 高壁垒旅游资源，优质景区标的宋城演艺、曲江文旅。

图表 73：各企业盈利预测

代码	公司	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
旅游								
300144.SZ	宋城演艺	249.43	9.15	13.10	16.13	27.27	19.04	15.46
002707.SZ	众信旅游	67.12	0.26	2.15	3.36	253.83	31.23	19.98
000524.SZ	岭南控股	56.30	0.92	2.25	2.81	60.90	25.01	20.07
002159.SZ	三特索道	25.99	1.18	1.43	1.60	22.08	18.18	16.21
1992.HK	复星旅游文化	64.25	4.71	6.77	8.94	13.64	9.48	7.19
600138.SH	中青旅	73.83	3.43	5.63	7.27	21.53	13.11	10.15
600706.SH	曲江文旅	35.66	0.60	0.87	1.05	59.78	40.90	33.97

603099.SH	长白山	38.00	1.55	1.83	2.19	24.46	20.74	17.39
-----------	-----	-------	------	------	------	-------	-------	-------

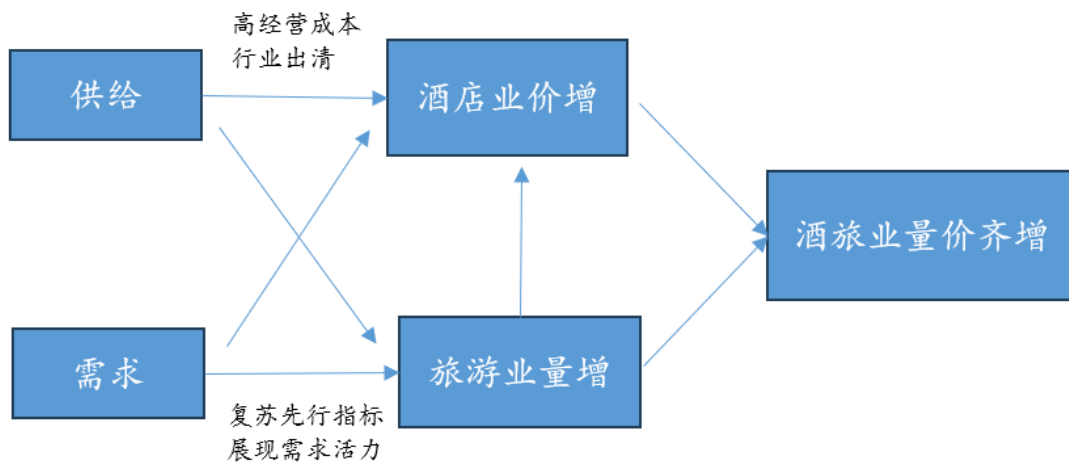
数据来源：iFind，华福证券研究所；以上数据来源于 iFind，以 2023.12.26 为基准

6.3 酒店量价关系逻辑依旧，多元协同共筑酒店业破局之道

6.3.1 酒店量价关系稳定，推动行业景气恢复

需求与消费并行，旅游人次大幅增加。2023 年，疫情影响逐渐消散，经济环境稳中向好发展，国内酒旅行业需求增加。2023 年上半年，境内酒店搜索热度达到 2022 年同期的 300%，上海、北京、三亚、杭州、广州等地位居酒店热门搜索目的地前列；境内机票搜索热度达到 2022 年同期的 183%。根据文化和旅游部数据，2023 年上半年国内旅游收入 2.30 万亿元，同比增长 95.9%，中国旅游研究院预测全年国内旅游收入超过 5 万亿元，恢复到 2019 年 80% 以上。

图表 74：旅游业量增推动酒店业价增



数据来源：华福证券研究所

旅游业出行人数增加，推动酒店业经营业绩增加。在高消费需求的背景下，2023 年上半年国内旅游出游 23.84 亿人次，同比增长 63.9%。中国旅游研究院预测，2023 年国内旅游人数约 55 亿人次，约 2019 年的 90%。旅行人数增加，文旅恢复迅速，推动酒店业景气程度提高，从而酒店业经营业绩提高。根据浩华《2023 年第二季度中国酒店市场景气调查报告》数据显示，2023 年第二季度酒店市场延续回暖趋势，综合景气指数攀升至 87。第三季度酒店市场综合景气指数较上一季度有所回落，综合景气指数为 73。在今年酒企普遍处于正常经营状态下，各头部酒店集团例如锦江酒店、首旅酒店、华住集团和君亭酒店各指标均相比 2019 年同期有了极大的提高，2023 年前

三季度酒店经营业绩表现良好。

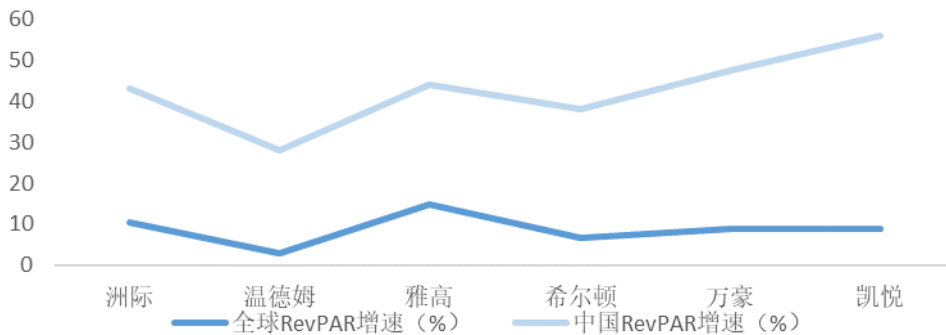
酒店新增客房数增加，我国业绩遥遥领先。2023年第三季度，各大国际酒店集团新开业、新签约、筹建酒店不断增长，客房数量持续攀升。截至2023年第三季度末，万豪国际集团客房数超150万间、希尔顿酒店集团客房数超115万间。万豪、希尔顿和温德姆三家酒店集团，三季度新增客房数均超1万间。从三季度各国际酒店集团全球各区域经营情况看，在2022年疫情管控的背景下，国内大部分企业经营仍处于非正常状态，在这种低基数情况下，导致2023年我国RevPAR增速极大地高于全球水平，大中华区遥遥领先，成为拉动各集团整体经营业绩提升的重要市场。

图表 75：2023Q3 部分国际酒店数

2023Q3 部分国际酒店集团运营拓展数据				
酒店集团	酒店总数 (家)	酒店客房数 (万间)	新开业酒店数 (家)	新增客房数 (万间)
万豪国际	8700	158.1	97	1.72
希尔顿酒店	7399	115.98	107	1.57
雅高	5537	81.24	73	0.92
洲际酒店	6261	93	50	0.8
温德姆	9100	85.8	43	1.64

数据来源：酒店集团财报、公开资料、迈点研究院、华福证券研究所

图表 76：国内外 RevPAR 增速 (%) 对比

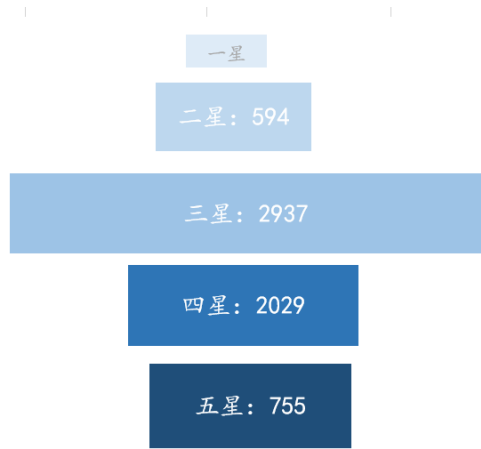


数据来源：酒店集团财报、公开资料、迈点研究院、华福证券研究所

6.3.2 酒店发展趋势明显，多元方法助力酒店业破局

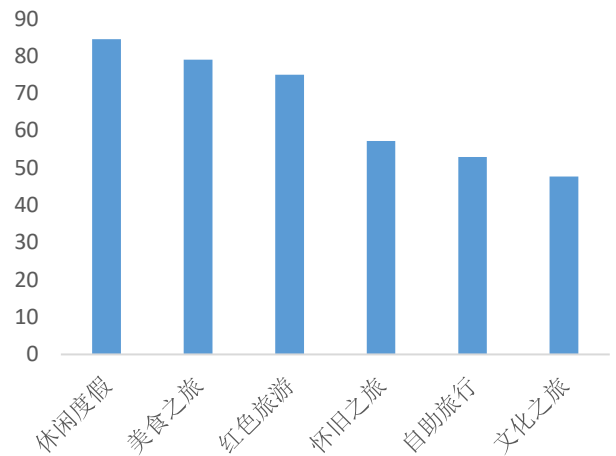
星级酒店结构转变，酒店升级趋势明显。我国星级酒店结构从传统的“金字塔”型向“橄榄型”转变过渡，酒店中高端化升级趋势明显。根据文旅部数据，2023年第一季度通过审核的星级酒店共计6324家，较2022年同期减少360家，较2019年同期减少2237家，其中包括五星级酒店755家，占比11.94%；四星级酒店2029家，占比32.08%；三星级酒店2937家，占比46.44%；二星级酒店594家，占比9.39%；一星级酒店数量最少，为9家，占比0.14%。

图表 77：2023O1 全国星级酒店结构图



数据来源：携程数智酒店、文旅部、华福证券研究所

图表 78：2023H1 用户在线旅游类型占比 (%) 分析



数据来源：Fastdata、携程数智酒店、华福证券研究所

消费选择更年轻多元，连住趋势增长。酒店消费者年轻化趋势明显，2023 年上半年，40 岁以下用户达 70%以上，且 20 岁以下用户占比和 2022 年同比提升明显。同时越来越多用户对于社交、艺术、文化、电竞、宠物友好型服务等小众细分市场有所需求。营造年轻化的生活方式，围绕年轻群体打造新主题、新品牌，为用户提供多元化、个性化的体验也是酒店未来升级的方向之一。随着跨省游限制的解除，用户的旅游需求在 2023 年上半年得到了集中释放。2023 年上半年，跨省游占比同比 2022 年提升 7.5pp，达到 49%；用户的连住天数增加，连住天数在 2 天及以上的占比同比 2022 年提升 3pp，未来酒店业连住趋势增强。

顺应市场需求变化，酒店大力发展新赛道。中国酒店业市场新品牌酒店数量不断增长，存在例如商务酒店，度假酒店等日益细分的功能性酒店；也出现了如电竞酒店，国潮风酒店等个性化酒店，这些酒店更符合年轻人的消费趋势，一部分融入年轻人当下喜好的主题酒店赛道成功逆袭超车：以电竞酒店赛道为例，2022 年电竞酒店市场规模约为 143 亿，预期 2023 年电竞酒店市场规模能达到 192 亿。

布局数字化建设，提升服务体验。在数字化营销方面，深圳万豪、东呈、亚朵依次揭示了酒店通过经营私域价值链，完成数字营销促流量、酒店生态建触点、会员服务增粘性的三个重要步骤。首先，充分利用各种数字化平台及手段，提高酒店曝光度和影响力；其次，通过打造酒店生活生态加强与潜在顾客群体的互动链接，培养大众对品牌的熟悉感和认可度；最后，通过完善精细化会员管理体系，增强客户粘性，提高直销渠道比例，从而增加客房利润。

借势文旅融合释放新机会，打造创新产品。在旅游业迅速恢复的背景下，新品牌可以选择和文旅业融合。利用酒店地域、历史文化等独特的资源，打造具有文化内涵的酒店产品，可以推出主题客房、文化体验活动等产品，提供更加有内涵的住宿体验。例如亚朵通过合作联名方式经营独立主题酒店，与网易严选合作经营零售主题酒店、与上海美术电影制片厂合作经营动画主题酒店、与易车合作经营汽车主题酒店，涵括音乐、篮球、文学等领域的潮流主题，成功打造出一批 IP 酒店标杆。发展未来围绕核心客源进行多元资源的生态融合，构建健康投资模型，实现多维度动态增长。

2023 年酒店业恢复良好，破局之道多元协同。整体上 2023 年需求和消费并行，旅游业量增推动酒店业价增，第三季度酒店业行业景气程度恢复，未来酒店业发展着重从创新商业模式、打造品牌优势、提高数字化水平、提升用户体验、拓展多元化业务等方面进行突破。

酒店业受疫情期间成本承压等原因行业出清，业绩价增支持力度显著。需求带动旅游行业疫后整体复苏，消费者的出行需求必将由酒店承接住宿需求。在疫情期间行业出清的大背景下，连锁酒店业龙头将遵循“三级跳”的轨迹，提高企业市占率。建议关注：1) 受益于酒店业集中度加深，国内酒店 CR3 的锦江酒店、华住集团-S、首旅酒店；2) 受益于酒店业“三级跳”进程，处于中高端酒店产品红利区间的君亭酒店。

图表 79：各企业盈利预测

代码	公司	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
酒店								
600754. SH	锦江酒店	270.42	12.61	18.03	22.17	21.44	15.00	12.20
600258. SH	首旅酒店	172.85	7.99	10.33	12.40	21.64	16.74	13.94
1179. HK	华住集团-S	789.21	39.56	42.08	47.95	19.95	18.76	16.46
301073. SZ	君亭酒店	40.87	0.58	1.48	2.30	70.18	27.59	17.77
601007. SH	金陵饭店	30.50	0.87	1.19	1.45	35.15	25.53	21.00

数据来源：iFind，华福证券研究所；以上数据来源于 iFind，以 2023.12.26 为基准

7 投资建议

依据消费效用理论框架结合当前我国消费“K 型分化”的属性，我们关注以下标的。

推荐：处于加盟开店周期，设计端具有差异化的具有较强增长确定性的**潮宏基**；拥有强渠道和强品牌力，股改进一步激发新活力的**老凤祥**。海外工厂提供较强现金流，出口业务回暖且国内自有品牌快速发展的**中宠股份**；自有品牌三大要素齐具，副品牌快速增长的**乖宝宠物**。医药+医美双重布局的**华东医药**。

建议关注：起家海外，与下游诸多知名客户深度绑定，深耕 PLA 改性技术的**家**

联科技；境外业务环比改善、境内业务持续布局的**佩蒂股份**；在重组胶原赛道具备优势且拥有产品上市预期的**巨子生物**。极致供应链下的品牌输出**泡泡玛特**，以量制价，折扣出海拟合海外降级需求的名创优品。

图表 80：各企业盈利预测

代码	公司	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
002345.SZ	潮宏基	58.38	1.99	4.07	4.88	5.86	29.33	14.34	11.96	9.96
600612.SH	老凤祥	265.80	17.00	21.56	24.90	28.91	15.64	12.33	10.67	9.19
002891.SZ	中宠股份	75.82	1.06	2.32	2.86	3.66	71.53	32.68	26.51	20.72
301498.SZ	乖宝宠物	153.22	2.67	3.74	4.42	5.08	57.38	40.97	34.66	30.16
300673.SZ	佩蒂股份	31.60	1.27	0.56	1.38	1.77	24.86	56.89	22.93	17.85
000963.SZ	华东医药	689.14	25.00	29.56	35.83	43.34	27.57	23.31	19.23	15.90
2367.HK	巨子生物	299.69	10.02	13.37	17.27	21.75	29.91	22.41	17.35	13.78
301193.SZ	家联科技	32.04	1.79	1.06	1.50	1.94	17.88	30.25	21.32	16.49
9992.HK	泡泡玛特	236.48	4.76	10.43	13.49	17.23	49.72	22.67	17.53	13.72
9896.HK	名创优品	429.42	6.37	16.67	23.24	28.41	67.46	25.77	18.48	15.12

数据来源：ifind，华福证券研究所 注：佩蒂股份、家联科技、巨子生物、泡泡玛特、名创优品基于 IFIND 一致预期，其余数据来源于我们的预测，以上数据以 2023.12.26 为基准

8 风险提示

宏观经济波动影响：宏观经济波动将直接影响商业贸易行业表现，因此若出现宏观经济增长不及预期、地缘政治问题或者海外需求不及预期等，将导致商业贸易承压。

食品安全风险：食品安全与企业形象挂钩，若出现食品安全问题，将影响消费者心中的形象，进而影响企业表现。

政策风险：若政策端出现新变化，将对行业发展产生重要影响。

经销商资金链问题抛售产品损害品牌：若经销商资金链断裂，需要快速周转资金从而导致低价抛售产品，可能出现破价等损害品牌形象和定位的情况，从而带来对企业业绩的负向影响。

原材料成本大幅波动：若原材料价格大幅波动，价格波动传导不及时，将对公司利润产生较强不利影响。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn