

证券研究报告|行业投资策略报告

商贸零售及社会服务行业

行业评级 强于大市（维持评级）

2024年9月4日



2024年商社板块秋季策略： 拥抱消费赛道的小确幸

证券分析师：

赵雅楠 执业证书编号：S0210524050007

高兴 执业证书编号：S0210522110002

请务必阅读报告末页的重要声明

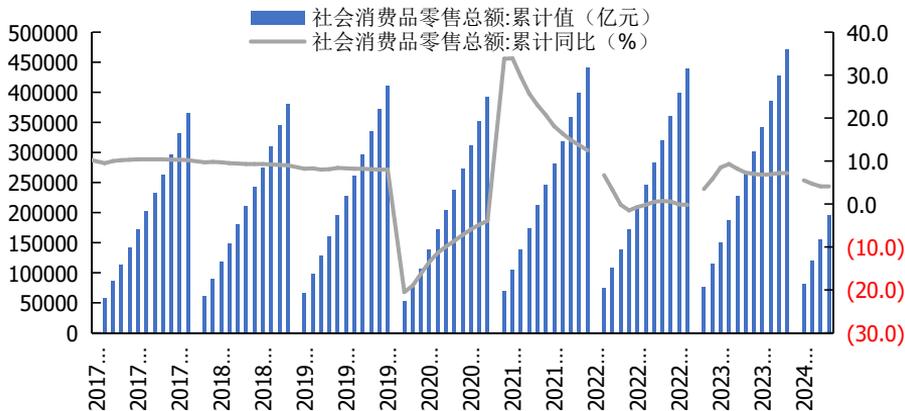
- **截至24H1，消费整体呈现温和复苏趋势，从板块表现来看，受经济环境、谨慎消费及可选消费板块估值压制等因素影响，商贸零售/社会服务板块年初至今涨跌幅分别为-23.8%/-24.7%，弱于大盘整体表现。我们认为细分板块仍具有一定的增长机会，各板块观点如下：**
- **美护板块：**美护板块近两年经过板块调整，具有估值性价比；头部品牌国货替代和龙头份额提升逻辑逐步兑现，天猫/抖音增势亮眼，且部分标的有医美大单品和新产品获批预期催化，建议关注：**锦波生物、巨子生物、珀莱雅、上美股份、润本股份、江苏吴中。**
- **黄金珠宝：**降息之前黄金将持续受益于降息预期交易，逐渐疲软的经济和就业数据将逐渐支撑贵金属价格上行，叠加中东/东亚冲突和美国大选等不确定因素，黄金价格或有望维持强势。在此基础上，由于金价已形成一致性上涨预期，因此黄金的投资属性加重，消费属性在刚性需求的支撑下也有望迎来量价双增。建议关注受益于长期金价及品牌产品力提升的黄金珠宝板块**老铺黄金、老凤祥、潮宏基、周大生。**
- **社服板块：**24年进入出入境旅游复苏之年，随着国际航司运力逐步调整到位、出入境旅游留学公派等需求逐步恢复，预计出入境旅客吞吐量持续提升，建议关注出入境修复进程及OTA复苏情况；酒店行业预计未来连锁化率仍将进一步提升，关注具有品牌力及商旅需求修复下的受益标的。建议关注OTA赛道**携程**及酒店板块**锦江酒店、首旅酒店**，及短期具有暑期游效应的景区板块**长白山、九华旅游。**
- **教育板块：**关注暑期非学科培训旺季以及供给出清下竞争格局逐步优化；公考赛道即将迎来新一轮周期，头部公司市占率有望进一步提升。港股建议关注即将入通、内生增长较快的**天立国际控股**；提供稀缺优质课程、具有大型机构强大教研优势及规模效应的**新东方**。A股建议关注K121对1培训龙头**学大教育**；企业培训龙头、大客户战略稳步推进的**行动教育**以及华东教培龙头**昂立教育。**
- **风险提示：**终端消费疲软、品牌形象风险、拓店不及预期、金价波动风险等。

- 板块总结:消费两级分化,社零稳健增长趋势中
- 美容护理:悦己需求持续提升,在研新品提供新动能
- 黄金珠宝:金价进入新平台,长期利好消费需求
- 社会服务:出入境客流较好,关注顺周期复苏
- 教育板块:双减政策下的市场重塑与增长机遇
- 投资建议:精选复苏赛道,重视品牌价值
- 风险提示

1.1 社零大盘：上半年整体增长3.7%，餐饮收入增长7.9%

- **社零整体保持稳健增长。**根据国家统计局数据，2024年1-6月份，社会消费品零售总额23.60万亿，同比增长3.7%。其中，除汽车以外的消费品零售额21.30万亿，增长4.1%。社零整体表现稳健。
- **必选稳健，可选分化。**按消费类型分，2024年1-6月份，商品零售额20.97万亿/+3.2%，其中日用品/服饰等同比增长2.3%/1.3%，黄金珠宝/化妆品同比增长0.2%/1.0%，餐饮收入2.62万亿/+7.9%，餐饮收入增长好于社零大盘。

图：2024年以来社零整体保持稳健增长



数据来源：iFind、国家统计局、华福证券研究所

图：2024年社零及其细项同比变动情况（%）

指标	6月	5月	4月	1—3月
	同比增长 (%)	同比增长 (%)	同比增长 (%)	同比增长 (%)
社会消费品零售总额	2	3.7	2.3	4.7
其中：除汽车以外的消费品零售额	3	4.7	3.2	4.7
其中：限额以上单位消费品零售额	-0.6	3.4	0.9	5.2
其中：实物商品网上零售额	-	-	-	11.6
按经营地分				
城镇	1.7	3.7	2.1	4.6
乡村	3.8	4.1	3.5	5.2
按消费类型分				
餐饮收入	5.4	5	4.4	10.8
其中：限额以上单位餐饮收入	4	2.5	0	9.2
商品零售额	1.5	3.6	2	4
其中：限额以上单位商品零售额	-1	3.5	0.9	4.9
其中：粮油、食品类	10.8	9.3	8.5	9.6
饮料类	1.7	6.5	6.4	6.5
烟酒类	5.2	7.7	8.4	12.5
服装、鞋帽、针纺织品类	-1.9	4.4	-2	2.5
化妆品类	-14.6	18.7	-2.7	3.4
金银珠宝类	-3.7	-11	-0.1	4.5
日用品类	0.3	7.7	4.4	0.7
体育、娱乐用品类	-1.5	20.2	12.7	14.2
家用电器和音像器材类	-7.6	12.9	4.5	5.8
中西药品类	4.5	4.3	7.8	3.3
文化办公用品类	-8.5	4.3	-4.4	-8
家具类	1.1	4.8	1.2	3
通讯器材类	2.9	16.6	13.3	13.2
石油及制品类	4.6	5.1	1.6	4.5
汽车类	-6.2	-4.4	-5.6	3.8
建筑及装潢材料类	-4.4	-4.5	-4.5	2.4

1.2 K型分化：高奢品线亚洲市场持续繁荣，顶奢需求稳定

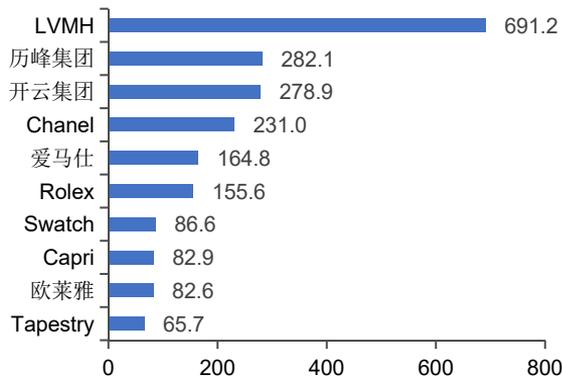
- 奢侈品全球规模突破1.5万亿欧元，客户基础两级分化：**根据贝恩发布的报告《2024年全球奢侈品市场研究年中更新》，24Q1全球奢侈品规模超过1.5万亿欧元，达到历史峰值，个人奢侈品行业规模略收缩1%至3%（按当前汇率计算），主要系宏观经济压力、消费者需求的下降和客户基础的两极分化所引发。三大奢侈品集团来看，LVMH/开云集团/历峰集团/24Q1亚洲地区（除日本以外）收入分别68.3/15.3/19.2亿欧元。

- 分地区来看，日本地区一枝独秀。**受益日元汇率下降、以及日本成熟的旅游市场的吸引力，带来日本奢侈品市场的繁荣；对比看，中国区市场面临两方面压力：一是国际旅游的复苏分流，二是因经济不确定性增加而导致国内消费主力中产阶级消费信心弱化，带来的需求下降。

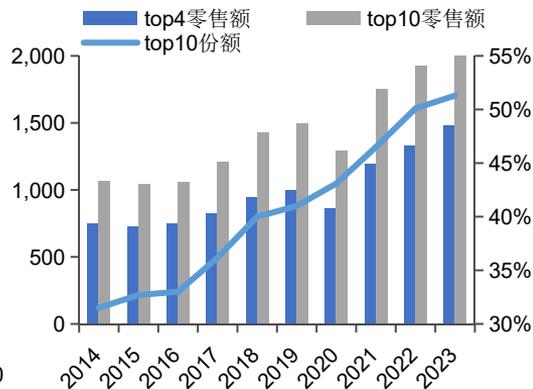
图：三大奢侈品集团23和24Q1亚洲区（除日本）销售额（亿欧元）



图：23年top10奢侈品集团销售额（亿美元）



图：top4/10奢侈品集团零售额及份额（亿美元）



1.2 K型分化：性价比及直播电商逆势增长，把握消费新趋势

➤ 电商平台消费性价比趋势凸显，内容电商崛起

。根据星图数据，2024年618期间各平台综合销售额达7428亿元；分品类来看，综合电商/直播平台/即时零售/社区团购销售额分别5717/2068/249/139亿元，直播电商表现不俗；分品类来看，家电/美护/香水彩妆分别756/261/91亿元。

➤ 健康&高性价比&中国制造，成为消费新趋势

。消费者对于健康&保健食品、智能产品的关注度提升，今年618期间，添可洗地机、珀莱雅双抗精华、乳酸菌小口袋、海天0金标生抽等产品成为热门单品。

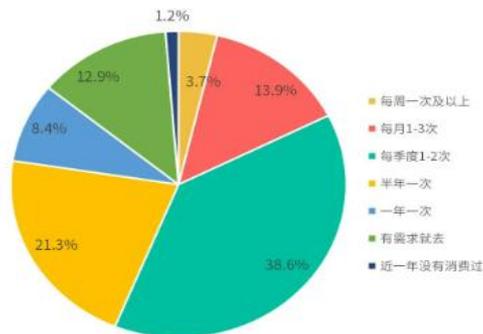
图：24年618期间家电/美护/香化品类天猫&京东&抖音平台销售top品牌均价*（元/件）

排名	家用电器		美容护肤		香水彩妆	
	品牌	均价	品牌	均价	品牌	均价
	天猫平台占比28%		天猫平台占比61%		天猫平台占比63%	
1	美的	998	珀莱雅	240	彩棠	156
2	海尔	1854	兰蔻	578	圣罗兰	499
3	格力	1035	欧莱雅	234	肌肤之钥	439
4	小米	1793	雅诗兰黛	731	雅诗兰黛	436
5	TCL	2635	修丽可	539	娜斯	355
	京东平台占比60%		京东平台占比23%		京东平台占比21%	
1	美的	1020	SK-II	1106	圣罗兰	572
2	海尔	1902	雅诗兰黛	696	肌肤之钥	385
3	小米	1687	珀莱雅	257	雅诗兰黛	429
4	格力	2067	兰蔻	598	纪梵希	432
5	小天鹅	2531	玉兰油	231	迪奥	406

1.3 她经济：10万亿市场空间，主打悦己与情绪价值

- **女性角色的崛起支撑背后庞大的消费市场。** 根据福建省商务厅的数据，截至目前中国20-60岁女性消费者近4亿，每年掌控着超10万亿人民币的消费，从体量来看足以构成世界第三大消费市场，接近欧洲德国、法国、英国零售市场的总和，女性消费市场不容忽视。
- **围绕情绪价值，辐射医美、盲盒和旅游行业。**
 - (1) 医美：**颜值经济，悦己至上。女性收入、地位及消费能力的提升带来悦己的需求，医美成为获取美貌的直接方法，根据艾媒数据，23年轻医美行业规模达1461亿元，预计到25E将突破2000亿；
 - (2) IP潮玩：**受惊喜经济和社交情感需求等因素影响，中国潮玩受欢迎程度不断提升；
 - (3) 旅游：**女性力量不仅取悦自己，也兼顾提升家人朋友的幸福感。根据环球旅讯，女性消费者更注重比价以及追求旅行体验和性价比。携程直播女性用户占比超65%，她们一年省下了7.8个亿的旅行费用。

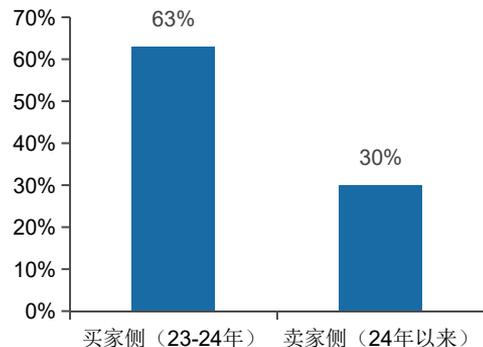
图：超一半的消费者医美频率在每季度1-2次内



图：预计到25年潮玩市场规模达到575亿元



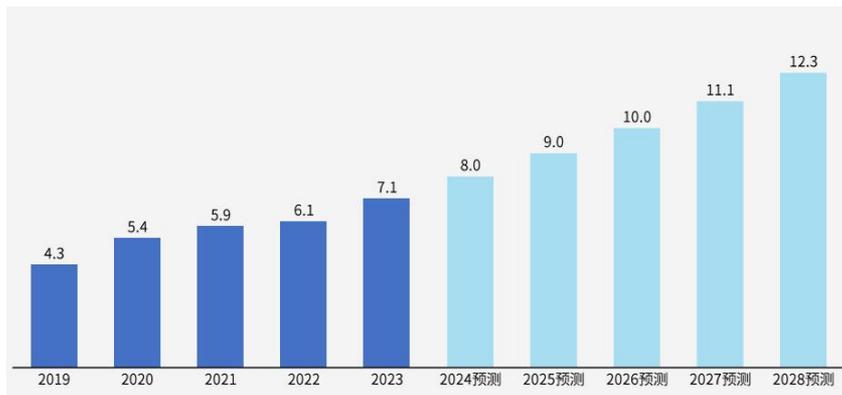
图：旅拍买家侧订单同比增长远高于商家



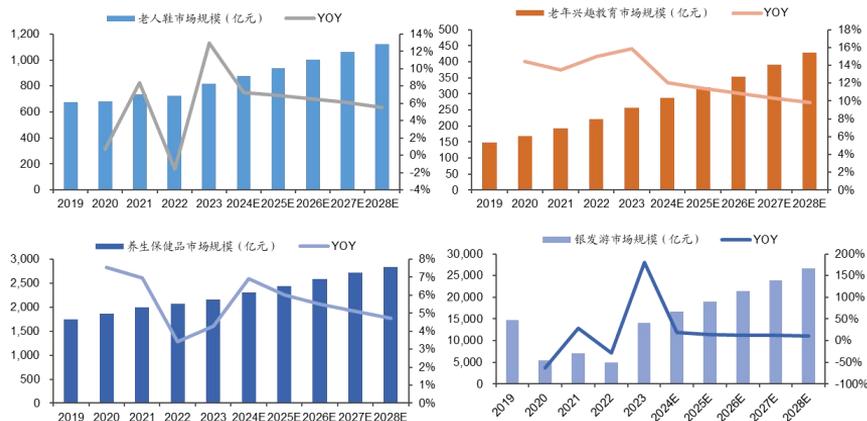
1.4 银发经济：老龄化进程加速，银发出行消费占比达57%

- **人口基数大&出生率降低&预期寿命增加=老龄化加速。** 随着社会经济的不断发展，中国老年人口的健康状况、疾病死亡率水平均有一定改善，中国人均预期寿命由1949年的35岁增长至2023年的79.3岁（超过同期全球的74.1岁）；同时，2023年底我国60岁及以上老年人占总人口比例达到19.5%，逼近了中度老龄化社会的标准。
- **银发产业涉及老年人衣食学乐消费需求，银发游需求旺盛。** 2023年我国银发经济规模达到7.1万亿，同时根据弗若斯特沙利文的数据，老年群体消费需求集中在旅游休闲(57%)、电商购物(16%)、保健产品(8%)等，银发群体在旅游市场的消费需求旺盛，逐渐成为关键旅游客源。

图：中国银发产业市场规模及预测（万亿元）



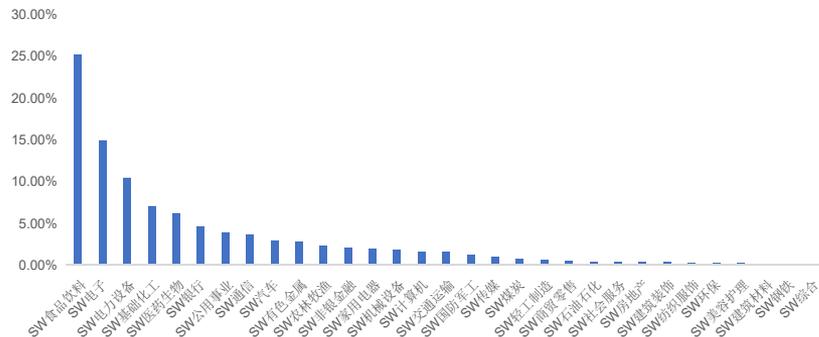
图：银发经济相关赛道的市场规模及预测



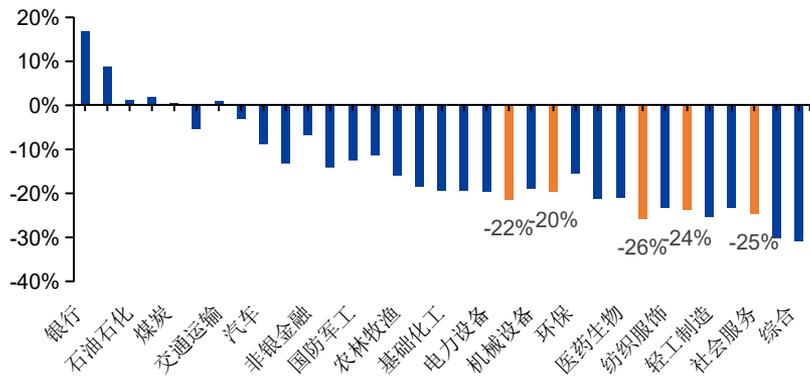
1.5 板块涨跌幅：商社板块整体表现处于中下分位数

- 基金配置情况来看，截止24H1商贸零售/社服/美容护理配置比例分别为0.54%/0.42%/0.22%，分别位于第21/23/28位。
- 上半年商社板块整体表现较弱，年初至今商贸零售/社会服务板块涨跌幅分别为-23.8%/-24.7%。自年初（2024/1/1）至今（2024/8/16），化妆品/美容护理/饰品/商贸零售/社会服务行业涨跌幅分别为-21.5%/-19.7%/-25.8%/-23.8%/-24.7%，相比于沪深300涨跌幅-19.1%/-17.2%/-23.3%/-21.3%/-22.2%。

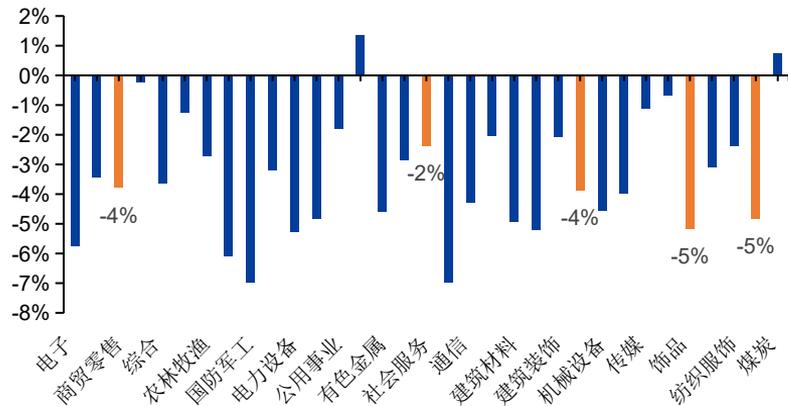
图：24H1申万一级行业配置比例



图：申万一级行业年初(2024/1/1)至今涨跌幅 (%)



图：申万一级行业8月初至今涨跌幅 (%)

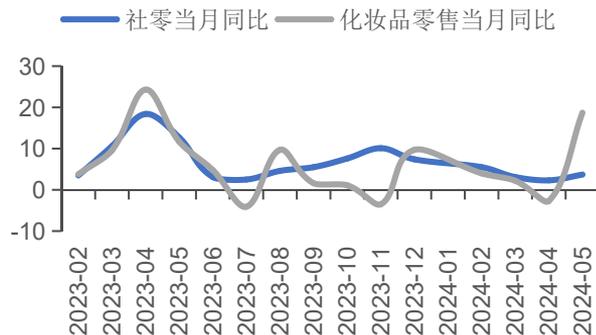


- 板块总结:消费两级分化,社零稳健增长趋势中
- 美容护理:悦己需求持续提升,在研新品提供新动能
- 黄金珠宝:金价进入新平台,长期利好消费需求
- 社会服务:出入境客流较好,关注顺周期复苏
- 教育板块:双减政策下的市场重塑与增长机遇
- 投资建议:精选复苏赛道,重视品牌价值
- 风险提示

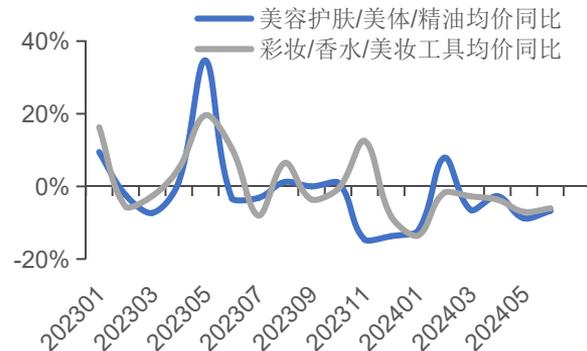
2.1 美护：阶段性去库存结束，消费理性趋势下国货占比提升

- **消费者去库存阶段进入尾声：2020-2022年疫情导致的消费者化妆品囤货行为自2023年开始弱化，迈入2024年消费者存货逐步消化，为全年的增长带来机会。**
- **消费者理性化为国货崛起带来机遇：国货品牌从配方技术、成分功效和使用体验上全方位升级，高端化发展，消费者对国货品牌的认知度和信任度不断提高，国货品牌逐渐领跑美妆护肤类市场。由本次618品牌排名便可知，国货品牌在美妆市场中已有重要一席。**
- **618加码优惠政策：回溯本次618政策，加码优惠策略(百亿补贴、超级红包等)、简化规则、推出多种商家扶持政策；各平台“低价之争”加剧，京东回归低价，提升基础服务，抖音全方位加码低价好物，打造“低价”用户心智。**

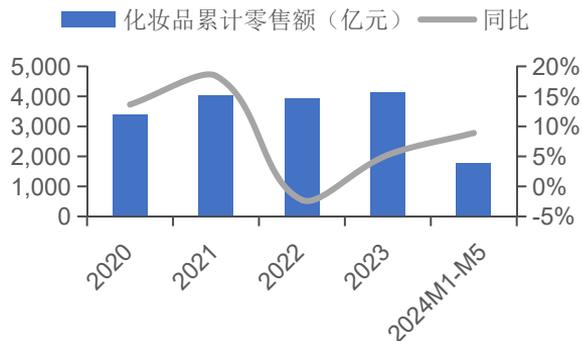
图：社零与化妆品社零月度增速对比



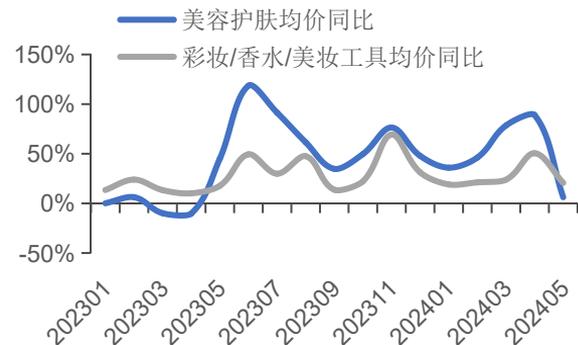
图：天猫美护和彩妆品类均价变化



图：化妆品零售额及同比增速



图：抖音美护和彩妆品类均价变化



2.1美护：618大促机制取消预售，国货品牌表现亮眼

- **预售制度取消，全年补贴政策下价格为王：**今年618开始取消预售、活动拉长，电商平台纷纷回归“用户至上”的理念，并给予商家大力支持。天猫补贴5亿红包、百亿流量，抖音补贴上亿平台补贴、百亿流量扶持，京东提供超过10亿补贴和10亿流量。
- **国货品牌表现亮眼：**天猫618护肤类珀莱雅/可复美为第一/第五，抖音618护肤类韩束/珀莱雅/可复美为第一/第二/第八，珀莱雅和可复美在全平台均有亮眼成绩；天猫618彩妆类彩棠为第一，抖音彩妆类恋火为第八，均交出不俗成绩。

图：社零与化妆品社零月度增速对比



图：化妆品零售额及同比增速



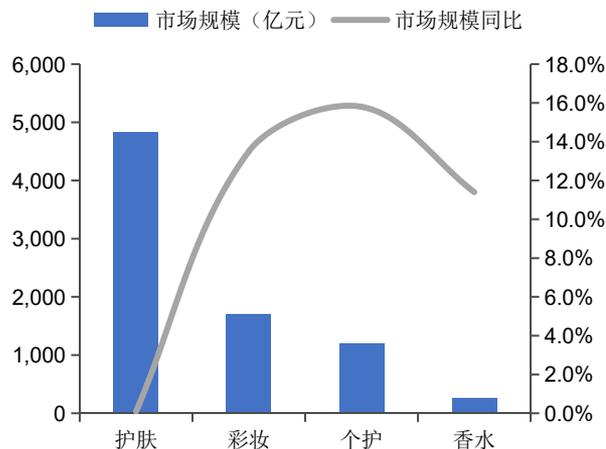
图：618品牌榜TOP10

序号	23年天猫618护肤类TOP10	24年天猫618护肤类TOP10	23年天猫618彩妆类TOP10	24年天猫618彩妆类TOP10	序号	23年抖音618护肤类TOP10	24年抖音618护肤类TOP10	23年抖音618彩妆类TOP10	24年抖音618彩妆类TOP10
1	欧莱雅	珀莱雅	花西子	彩棠	1	赫莲娜	韩束	花西子	花西子
2	珀莱雅	巴黎欧莱雅	M.A.C	肌肤之钥	2	雅诗兰黛	珀莱雅	VC美妆	圣罗兰
3	兰蔻	兰蔻	NARS	圣罗兰	3	海蓝之谜	赫莲娜	AKF	方里
4	雅诗兰黛	雅诗兰黛	YSL	娜斯	4	兰蔻	雅诗兰黛	柏瑞美	柏瑞美
5	OLAY	可复美	3CE	雅诗兰黛	5	珀莱雅	后	毛戈平	AKF
6	修丽可	修丽可	彩棠	花西子	6	后	兰蔻	卡姿兰	卡姿兰
7	赫莲娜	OLAY	肌肤之钥	毛戈平	7	韩束	欧莱雅	彩棠	橘朵
8	薇诺娜	海蓝之谜	雅诗兰黛	3CE	8	SK-II	可复美	朱莉欧	恋火
9	海蓝之谜	赫莲娜	玫珂菲	卡姿兰	9	巴黎欧莱雅	海蓝之谜	圣罗兰	纪梵希
10	资生堂	肌肤之钥	兰蔻	魅可	10	OLAY	OLAY	INTO YOU	肌肤之钥

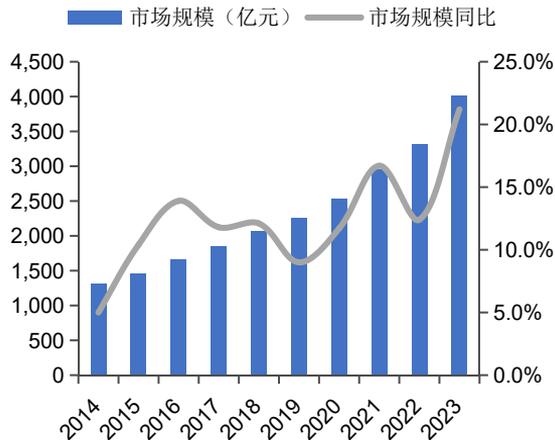
2.1 美护：成分/品类细分下仍有高增长赛道，消费结构K型分化

- **市场仍在扩容，国货美妆市场增速延续高增：**2023年美护市场内彩妆、个护、香水市场规模实现双位数高增，护肤品市场规模因疫情期间囤货行为实现持平；在最近的十年里，国货美妆市场规模持续飙升，以年均13.18%的复合增长率，远超中国化妆品整体市场大盘5.86个百分点，展现了国货之光的闪耀时刻。
- **消费K形分化：**后疫情时代消费开始两极分化，伴随渠道变革，经济型品牌率先恢复正增长，23年实现12.5%增长，超高端品牌市场抗压能力强，实现8.3%的增长，处于中间层次的品牌增长承压，尤其是均价350-700元的品牌组规模下滑最为明显。**由此可得，均价位于200元以下的国货品牌有望持续突围。**

图：2023年各一级品类市场规模



图：国货美妆市场规模变化



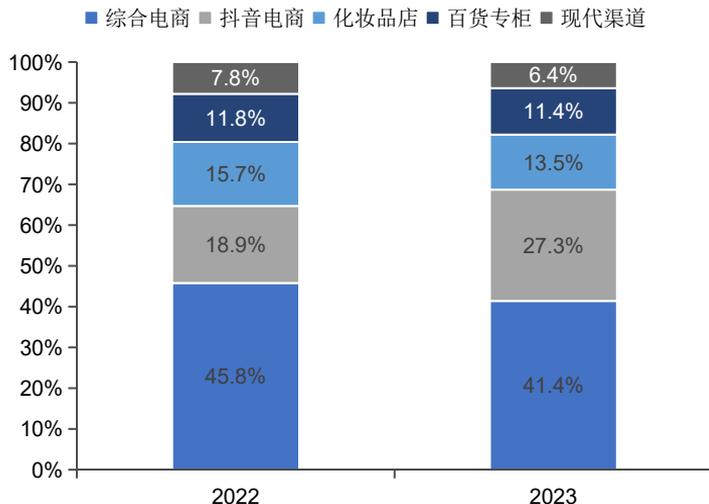
图：护肤整体分品牌档次占比与增速



2.1美护：抖音渠道占比提升，小红书等内容平台实现破圈

- **抖音电商渠道占比持续提升：**2023年护肤品类中，抖音电商占比实现8.4pct的提升，挤压综合电商市场份额，渠道重要程度不容小觑。
- **品牌在抖音需通过抖音、小红书等内容电商来实现差异化破圈：**过往的渠道变革已实现从线下到传统电商，从传统电商到社交电商的过程，而过往的底层逻辑均是建立在消费者有需求为起点的「买」漏斗逻辑，而从社交电商更迭至内容电商，底层逻辑转变为无需求为起点的「刷」滚雪球逻辑，增长因子为流量+内容+产品。**即品牌未来如需在抖音获得增长，仅有流量和产品并不够，内容才是实现差异化破圈的核心。**

图：护肤整体分渠道占比与增速



图：电商渠道变革过程、底层逻辑及增长因子



2.2 医美：龙头向平台型公司转变，在研新品提供新动能

- **龙头向平台型公司转变：**过往由于医美行业较为空白，市场认知度低，医美上游龙头公司依靠少量核心产品便获得高速增长，随着医美行业的成熟化和消费者的需求多元化，国内医美龙头也在不断搭建多元化的产品体系。医美龙头具备对行业深刻的认知，以及整合不同产品领域的资源和优势，有望在行业长期发展中凸显竞争力。

图：医美龙头在研产品整理（截止2023年末）

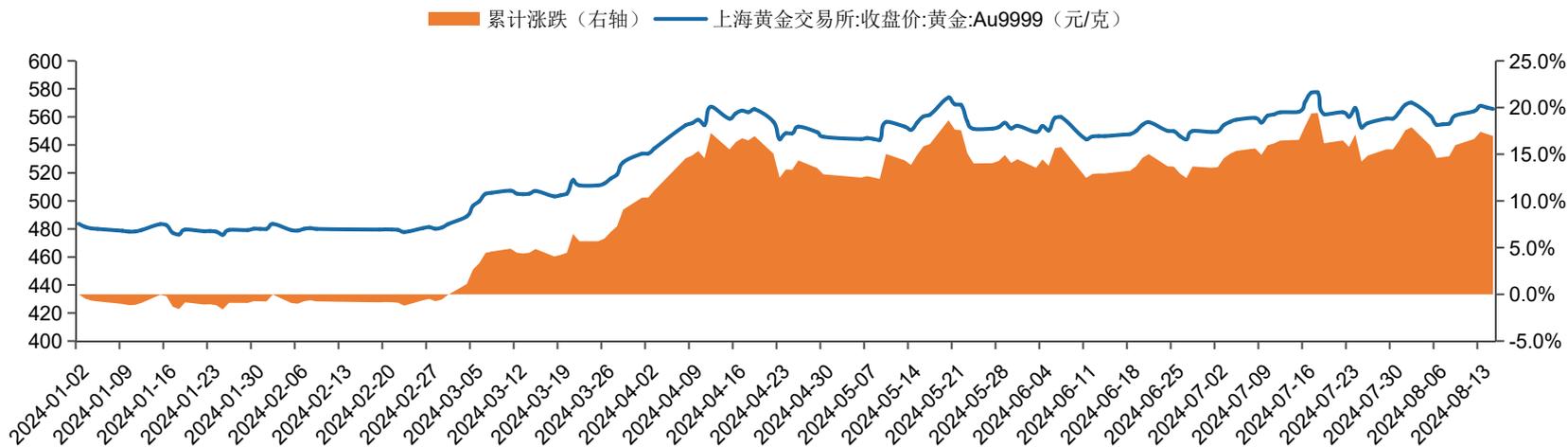
公司	产品	作用	进展
爱美客	第二代埋植线	面部提拉	临床试验阶段
	医用透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶	皮肤填充	临床试验阶段
	医用含聚乙烯醇凝胶微球的修饰透明质酸钠凝胶	皮肤填充，增加颈部填充适应症	注册申报阶段
	注射用透明质酸酶	眼科手术等方面应用	审评阶段
	注射用A型肉毒毒素	去除皱纹等	注册申报阶段
	利多卡因丁卡因乳膏	皮肤局部麻醉	临床试验阶段
	利拉鲁肽注射液	体重管理	完成I期临床试验
	司美格鲁肽注射液	体重管理	临床前在研阶段
	去氧胆酸注射液	减肥	临床前在研阶段
	华东医药	A型肉毒毒素ATGC-110	去除皱纹等
重组A型肉毒毒素YY001		去除皱纹等	III期临床受试组入组
MaiLi Extreme透明质酸		面部填充	24Q2递交国内注册申请
MaiLi Precise透明质酸		面部填充	完成临床试验首例受试者入组
Ellansé-M		面部填充	完成临床试验全部受试者入组，随访中
LanlumaV聚左旋乳酸		面部填充	获临床试验组长单位伦理批件
Glacial Rx(F1)		祛除皮肤的良性色素性病变等	国内注册检测及技术资料开展中
V20		改善身体和面部皱纹等	已完成全部技术资料的准备
Préime DermaFacial		面部皮肤管理	收到国家药监局标管中心出具的非医疗器械分类界定告知书
昊海生科		有机交联透明质酸钠凝胶	面部填充
	无痛交联注射用交联透明质酸钠凝胶	面部填充	临床试验阶段
	Cytosial玻尿酸	面部填充	注册上市阶段
	外用涂抹型A型肉毒毒素产品ET-01	去除皱纹等	美国开展二期临床试验
	智能交联胶原蛋白填充剂	面部填充	临床前研究
	注射用透明质酸钠复合凝胶	面部填充	临床前研究
锦波生物	重组III型人源化胶原蛋白	妇科、泌尿科、皮肤科等应用广泛	临床阶段
	重组XVII型人源化胶原蛋白	妇科、泌尿科、皮肤科等应用广泛	临床阶段
	重组I型人源化胶原蛋白	妇科、泌尿科、皮肤科等应用广泛	临床阶段
江苏吴中	AestheFill聚乳酸面部填充剂（2024年1月已上市）	面部填充	已上市
	注射用双相交联含利多卡因透明质酸钠凝胶	面部填充	临床注册
	重组胶原蛋白冻干纤维	面部填充	临床前研究
	利丙双卡因乳膏	皮肤局部麻醉	临床前研究
	去氧胆酸注射液	减肥	临床前研究

- 板块总结:消费两级分化,社零稳健增长趋势中
- 美容护理:悦己需求持续提升,在研新品提供新动能
- 黄金珠宝:金价进入新平台,长期利好消费需求
- 社会服务:出入境客流较好,关注顺周期复苏
- 教育板块:双减政策下的市场重塑与增长机遇
- 投资建议:精选复苏赛道,重视品牌价值
- 风险提示

3.1 黄金珠宝：金价进入价格新平台，或有望维持强势

- **金价年初至今涨幅达17%，或有望维持强势。** 国家战略意义考量下，央行已连续18个月增持黄金储备，截至2024年8月15日，金价今年累计涨幅达17%。
- **降息之前黄金将持续受益于降息预期交易。** 海外来看，COMEX现货金价受俄乌战争、巴以冲突、降息预期、美元指数、美债收益率及交易层面均有影响。我们认为，降息之前黄金将持续受益于降息预期交易，逐渐疲软的经济和就业数据将逐渐支撑贵金属价格上行，叠加中东/东亚冲突和美国大选等不确定因素，黄金价格或有望维持强势。

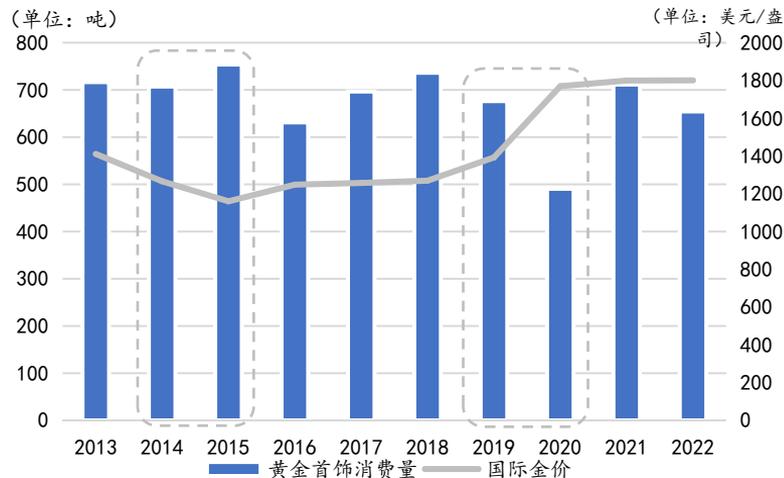
图：金价走势及今年以来累计涨跌情况*（截至2024年8月15日）



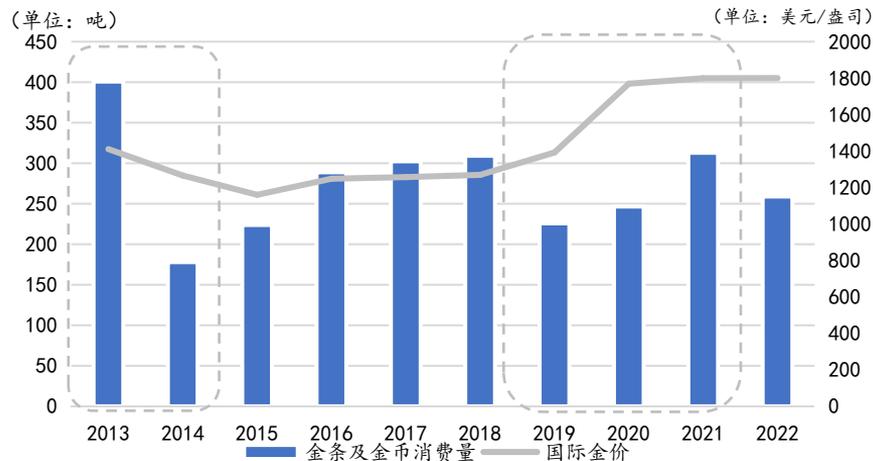
3.2 金价影响：短期金价和消费需求呈负相关，长期呈正相关

- **通过对历史复盘我们总结出如下规律：** 1) 由于黄金具备投资属性，因此当长期形成对金价上涨的一致预期后，金价上涨将带动对黄金投资需求的增加，而金价下跌将抑制投资需求；另一方面，黄金的消费属性决定，短期金价上涨将抑制下游消费需求，短期金价下跌将刺激需求回暖。 2) 长期来看，黄金价格或有望维持强势。在此基础上，由于金价已形成一致性上涨预期，因此黄金的投资属性加重，消费属性在刚性需求的支撑下也有望迎来量价双增。

图：黄金首饰消费量与短期金价呈负相关（单位：吨，美元/盎司）



图：金条及金币消费量与长期金价呈正相关（单位：吨，美元/盎司）



3.2 珠宝品牌：头部份额集中度持续提升，品牌力带动渠道扩张

- 寡头格局下，品牌CR5达28.1%，未来的竞争为品牌产品力的竞争。至2023年我国黄金珠宝头部品牌的市场份额集中度提升。近十年以来行业集中度持续提升，其中周大福/老凤祥以10.9%和8.8%的市占率稳居业内第一/第二。从黄金珠宝个股表现来看，年初至今（8月22日）涨幅前三：老铺黄金（25.4%），中国黄金（-13.1%），中兵红箭（-14.5%）。

图：黄金珠宝个股表现汇总

股票代码	股票简称	市值(亿元)	收盘价(元)	年初至今涨跌幅	月度涨跌幅	本周涨跌幅
6181.HK	老铺黄金	135.3	80.34	25.4%	7.1%	2.6%
000519.SZ	中兵红箭	167.2	12.01	-14.5%	-11.3%	-2.9%
600916.SH	中国黄金	144.1	8.58	-13.1%	-4.0%	-0.2%
600655.SH	豫园股份	206.1	5.29	-14.8%	-3.1%	-1.5%
002867.SZ	周大生	111.8	10.20	-32.8%	-15.8%	-3.6%
605599.SH	莱百股份	86.4	11.11	-25.4%	-3.3%	-0.8%
600612.SH	老凤祥	201.4	47.64	-31.0%	-9.1%	-1.0%
301071.SZ	力量钻石	62.0	23.82	-26.3%	-6.7%	-5.8%
0116.HK	周生生	39.1	5.78	-29.7%	-5.0%	-2.6%
0590.HK	六福集团	76.6	13.06	-31.9%	-7.2%	-3.3%
1929.HK	周大福	600.8	6.02	-43.5%	-7.5%	-1.8%
002345.SZ	潮宏基	37.0	4.16	-38.9%	-6.3%	-1.0%
301177.SZ	迪阿股份	72.4	18.11	-38.6%	-3.6%	-1.9%
300945.SZ	曼卡龙	22.2	8.49	-39.9%	-1.8%	-2.2%

图：截止2023年，黄金珠宝头部品牌市场份额集中度持续提升

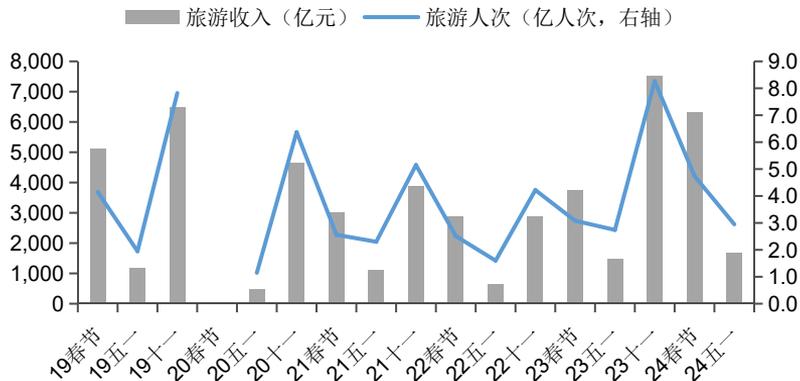
我国黄金珠宝竞争格局	2019	2020	2021	2022	2023
周大福	7.10%	7.60%	11.20%	11.10%	10.90%
老凤祥	6.70%	7.50%	7.90%	8.50%	8.80%
老庙	3.00%	3.50%	3.60%	4.30%	4.60%
梦金园	2.60%	2.30%	2.70%	2.50%	2.50%
周大生	1.10%	1.10%	1.70%	2.10%	2.40%
周生生	1.30%	1.30%	1.70%	1.70%	1.80%
蒂芙尼	0.00%	0.00%	1.30%	1.40%	1.50%
卡地亚	0.70%	1.10%	1.40%	1.30%	1.40%
梵克雅宝	0.40%	0.70%	0.90%	0.90%	1.00%
潮宏基	0.40%	0.40%	0.50%	0.60%	0.70%
六福集团	0.70%	0.70%	0.80%	0.60%	0.70%
明牌珠宝	0.60%	0.50%	0.60%	0.50%	0.60%
宝格丽	0.20%	0.40%	0.50%	0.50%	0.50%

- 板块总结:消费两级分化,社零稳健增长趋势中
- 美容护理:悦己需求持续提升,在研新品提供新动能
- 黄金珠宝:金价进入新平台,长期利好消费需求
- 社会服务: 出入境客流较好, 关注顺周期复苏
- 教育板块: 双减政策下的市场重塑与增长机遇
- 投资建议: 精选复苏赛道, 重视品牌价值
- 风险提示

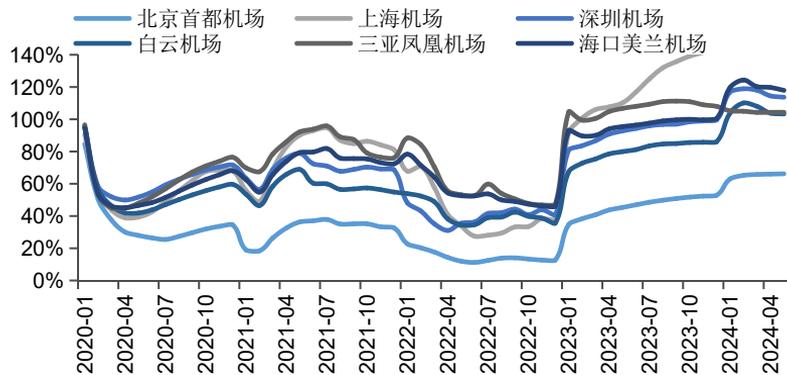
4.1 出行链：节假日出游已超19年同期，恢复增速人数 > 收入

➤ 节假日出游情况来看，出行人数已超过19年同期，受消费力仍偏弱影响，旅游收入及人均消费额恢复情况偏弱：截至2024年5月，我国北上广深、三亚和海口机场吞吐量分别恢复至2019年同期的66.2%/195.7%/103.3%/113.7%/104.4%/117.9%，除北京机场外基本超过19年同期水平。从主要节假日出游人数及收入情况来看，根据文化和旅游部数据，按照可比口径24年五一出游人数已恢复至19年的128%，五一旅游收入恢复至19年的135%。

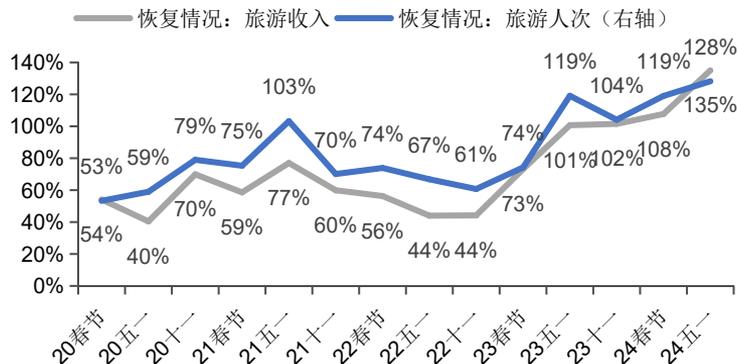
图：2019-2024年国内主要节假日出游人数及旅游收入情况



图：我国主要机场吞吐量恢复情况（与2019年同期对比,%）



图：23年基本恢复至19年水平，且出游人数恢复情况好于旅游收入

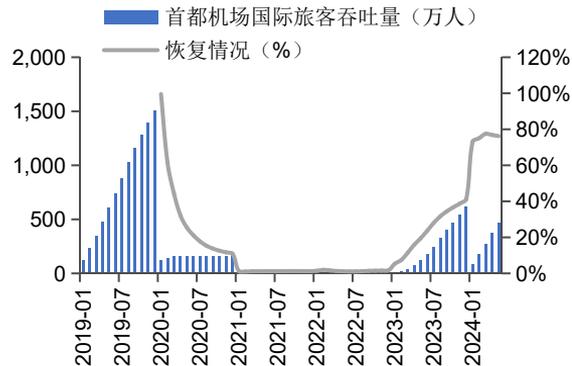


4.1 出行链：出入境渐进式复苏，北上国际客流恢复至19年近80%

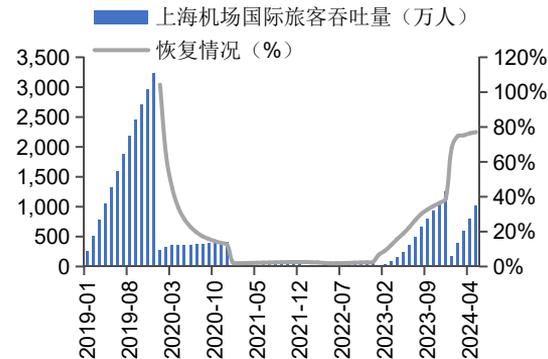
进入2024年来，我国出入境游加速恢复，出境游目的地呈由近到远趋势。截至2024年5月，北上广深机场国际旅客吞吐量分别为465.8 /1,022.4 /526.4/173.6万人次，北上国际旅客分别恢复至2019年同期的76%/77%。2024年中国出入境游加速回暖，需求由近及远逐步释放，随着国际航司运力逐步调整到位、出入境旅游留学公派等需求逐步恢复，预计出入境旅客吞吐量持续提升。

23年暑运高热度，预计24年将延续。根据中国日报网，23年暑期景区预定人次强势反弹，已恢复至19年同期的315%，家庭出游增幅最快，其中亲子游机票订单较19年同期增长超五成；供给端来看，“门票+X”产品较疫情前提升978%。

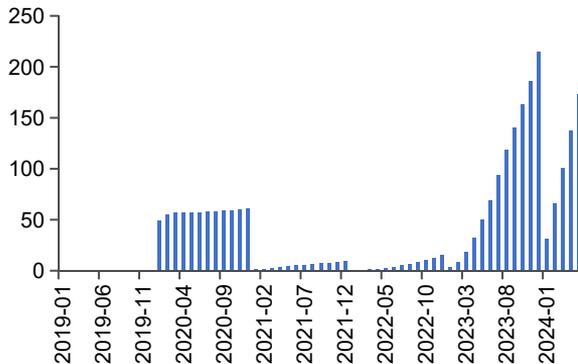
图：首都机场国际旅客吞吐量及恢复情况



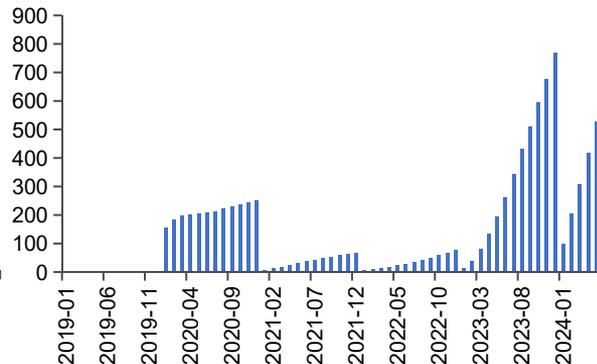
图：上海机场国际旅客吞吐量及恢复情况



图：深圳机场国际旅客吞吐量情况



图：广州白云机场国际旅客吞吐量情况



4.1 出行链：开放出入境互免签证，放大政策支持力度

- **积极开放免签政策，加速出入境旅游回暖：**自2023年12月起，中国对法国、德国、意大利、荷兰、西班牙、马来西亚6国持普通护照人员试行单方面免签政策；2024年1月中旬，中方宣布将给予瑞士、爱尔兰两国单方面免签待遇，截至5月28日，中国已与157国家和地区签订互免签证协定，以促进中外往来和世界旅游回暖。

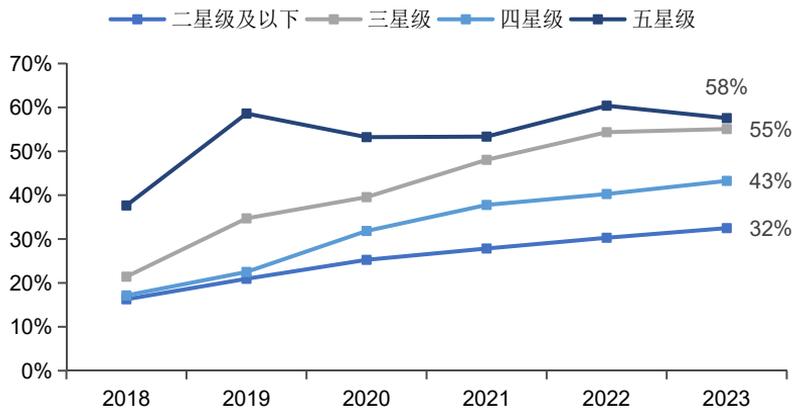
图：中国关于促进旅游消费以及出入境回暖施行的政策汇总（截至2024年7月10日）

发布时间	政策名称	相关内容
2023.3	交通运输部办公厅文化和旅游部办公厅关于加快推进城乡道路客运与旅游融合发展有关工作的通知	各地交通运输部门要加密火车站、民航机场、汽车客运站等客运枢纽至重点旅游景区、旅游度假区的旅游客运直达线路，加强城市公共交通与对外客运方式的衔接，提高旅游出行便捷性。
2023.3	文化和旅游部办公厅关于组织开展2023年文化和旅游消费促进活动的通知	贯穿全年举办内容丰富、形式多样、线下线上相结合的系列促消费活动，改善消费条件，创新消费场景，优化消费环境，营造良好消费氛围，维护消费者合法权益，激发居民文化和旅游消费热情，促进消费加快恢复和产业高质量发展。
2023.5	关于实施2023年“百城百区”金融支持文化和旅游消费行动计划的通知	进一步激发文化和旅游消费活力，助力市场主体恢复发展，乘势推动消费加快恢复成为经济主拉动力。包括文化和旅游消费惠民措施、文化和旅游消费促进活动、文化和旅游小微企业减费纾困等内容。
2023.7	文化和旅游部办公厅关于进一步提升暑期旅游景区开放管理水平的通知	丰富旅游产品，创新旅游体验，强化消费引领。
2023.7	关于恢复和扩大消费措施的通知	增强消费能力，改善消费条件，创新消费场景，充分挖掘超大规模市场优势，畅通经济循环，释放消费潜力，更好满足人民群众对高品质生活的需要。
2023.8	关于培育旅客联程运输服务品牌的通知	在全国范围内树立一批设施能力突出、网络覆盖健全、资源整合高效、运营服务规范旅客联程运输服务品牌，培育一批发展势头好、服务质量优、带动作用大的龙头骨干企业，推进旅客联程运输发展环境不断优化、加快构建模式创新、运营高效、服务优质、一体融合的旅客联程运输服务体系。
2024.5	中外互免签证协定	截至2024年5月28日，中国已与157个国家签订互免签证协定

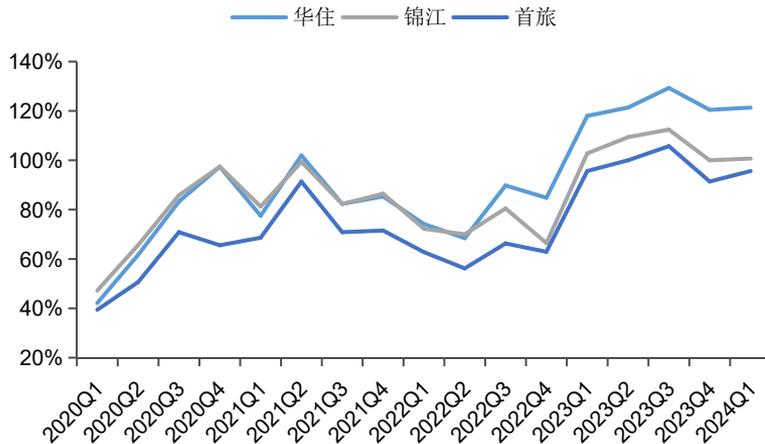
4.2 酒店：Revpar温和复苏下，龙头表现分化

- 行业客房数&中高端酒店占比&连锁化率进一步提升。**自疫情以来，酒店行业经历了一轮供给出清阶段。截至2023年底，行业客房总数达到1649.8万间，已恢复至2019年的93.6%；同时，中高端酒店（三星级以上）房间数占比由19年的18.8%提升至2023年的23.2%，中高端酒店占比进一步提升；从行业连锁化率情况来看，五星级以下酒店基本呈逐年提升趋势，截至23年底二星及以下/三星/四星/五星连锁化率分别32%/55%/43%/58%，预计未来连锁化率仍将进一步提升。
- 龙头酒店表现基本恢复至19年同期，华住RevPAR恢复情况领先。**2024年一季度华住/锦江（有限服务型）/首旅酒店境内平均RevPAR分别恢复至2019年同期的121.3%/101.0%/95.6%，OCC恢复至2019年的95.3%/85%/78.4%，华住境内酒店恢复领先，龙头企业品牌优势及流量优势凸显。

图：2018-2023年分星级酒店连锁化率情况（%）



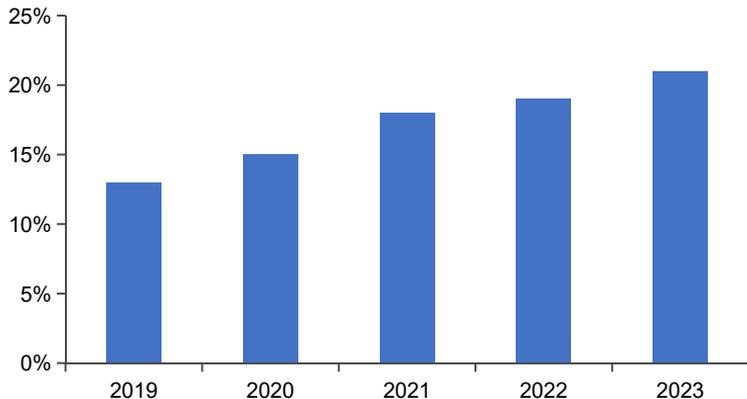
图：我国龙头酒店企业RevPAR恢复情况



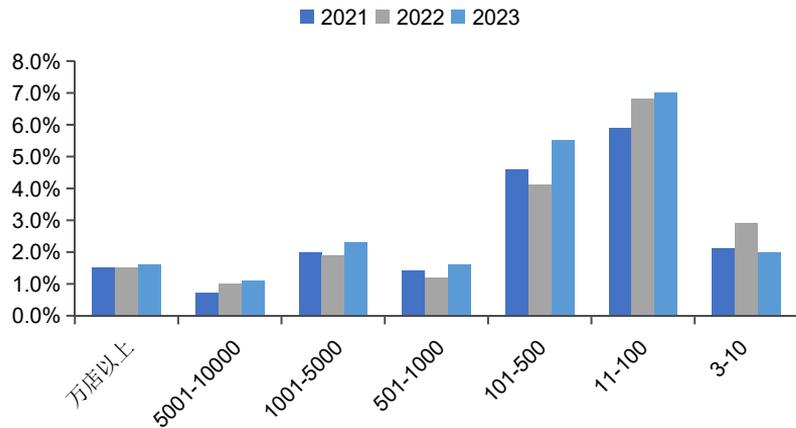
4.3 餐饮：中小玩家供给出清&连锁化提升

- **同比增速餐饮大盘 > 限额以上餐饮 > 社零整体，行业出清仍在进行。** 根据国家统计局数据来看，截至2024年6月，社零餐饮收入累计达2.16万亿，同比增长8.4%，餐饮收入增长好于社零大盘；限额以上餐饮累计收入5858.2亿元，同比增长5.9%，在23年高基数下，增速略低于整体。根据蓝鲸新闻，截至2024年4月1日，全国餐饮门店约743万家，2023~2024年3月新开店数约417万家，关店门店数约421万家，减少约3.3万家。
- **餐饮连锁化率进一步提升，品牌高度重视供应链建设。** 根据中国连锁经营协会&美团《2024中国餐饮加盟行业白皮书》，中国餐饮连锁化率由2022年的19%进一步提升至2023年的21%。疫情倒逼行业出清的背景下，餐饮品牌更加倾向于选择加盟模式跑出规模效应，同时注重门店数智能化与供应链效率提升，例如茉酸奶借力君乐宝的供应链和研发能力提升其原料品质，抓住了饮品赛道品质升级的红利期。

图：2018-2023年中国餐饮连锁化率情况



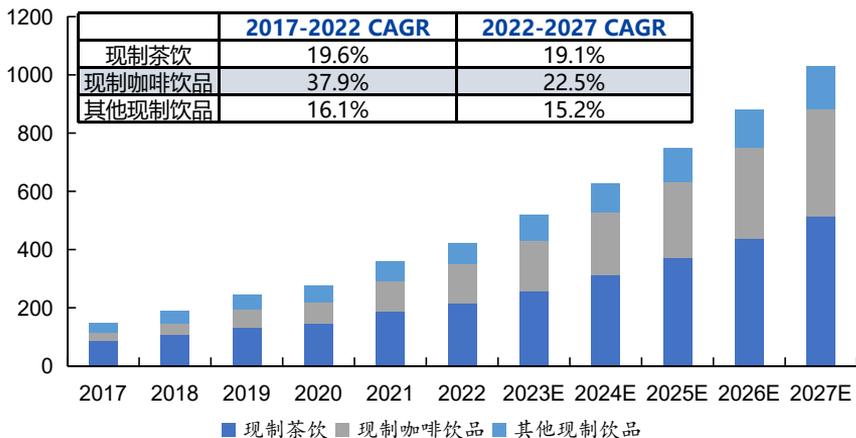
图：2021-2023年餐饮品牌连锁门店数区间等级分布（占大盘的比例）



4.4 茶饮：网点渗透率加速饱和，打造出海第二增长

- **茶饮渗透率提升下，行业增速趋缓，现制咖啡快速增长。**从赛道增速来看，现制咖啡增速快于中式茶饮，两者主要由于咖啡整体渗透率更低、潜在客群增长更快。2022年现制咖啡规模增长至1348亿元，17-22年CAGR4达到37.9%，远超现制茶饮行业19.6%的增速。随着咖啡消费的持续渗透，咖啡赛道也将从门店的扩张转为质价比与品牌的内卷。
- **茶饮品牌出海进行时，大多选择东南亚作为出海首站，供应链为其核心。**（1）国内市场加密空间有限，出海成为做大增量的必然选择。目前目前蜜雪/霸王茶姬海外开店分别4000+/70+家。（2）大多数品牌出海首站选择东南亚地区。主因东南亚地区常年高温且地理位置上离中国近，饮食习惯也较为相似，供应链存在一定协同；从年龄结构角度来看，东南亚地区年轻人占比高，茶饮目标人群多。（3）核心是强大的供应链做后方基础，东方茶较鲜果茶更适合作为出海品类。

图：2017-2027按主要细分市场划分的中国现制饮品市场GMV（十亿元）



图：部分出海茶饮品牌产品、价渠道继营销概况对比

品牌	喜茶	霸王茶姬	蜜雪冰城	奈雪的茶
出海时间线梳理	2018年11月，以新加坡为出海首站，目前已在新加坡、伦敦、墨尔本等多地开店，门店数8家	2019年8月开启出海历程，目前已经在马来、新加坡泰国合计开店70+	2018年开始出海扩张，目前已在越南、日本、澳大利亚等地，合计开店近4000+	2018年开始品牌出海，目前已在日本、新加坡等地开店
价格	高价，普遍高于国内（以多肉葡萄标准杯为例，欧美及澳洲普遍在3-4倍的加价率）	中低价，与国内基本一致（以伯牙绝弦中杯为例，东南亚地区普遍持平）	低价，略高于国内（以柠檬水为例，基本持平，略高于国内）	高价，高于国内（以霸气芝士草莓为例，基本加价率在2-3倍）
渠道	直营模式，23年3月启用合伙人模式	加盟模式	加盟模式	直营模式

目 录

- 板块总结:消费两级分化,社零稳健增长趋势中
- 美容护理:悦己需求持续提升,在研新品提供新动能
- 黄金珠宝:金价进入新平台,长期利好消费需求
- 社会服务:出入境客流较好,关注顺周期复苏
- 教育板块: **双减政策下的市场重塑与增长机遇**
- 投资建议:精选复苏赛道,重视品牌价值
- 风险提示

5.1 双减政策：总纲未变，监管边际日益清晰

➤ 边界愈发清晰，监管逐步规范

- 2021年7月双减政策发布以来，整体思路一脉相承，减轻学生负担理念不变。具体执行层面逐渐规范，涉及资金管制、培训内容备案与监督、广告宣传、营业时间、价格指导及资金监管等多个方面的严格管制。尤其是在义务教育阶段（K9），学科类培训机构受到严格监管，包括不再批准新的K9阶段学科类校外机构，并要求存量机构转为非营利性。针对高中学科培训，从初始文件的“参照执行”逐步过渡到政策口径的合规，而牌照审批未见增量。

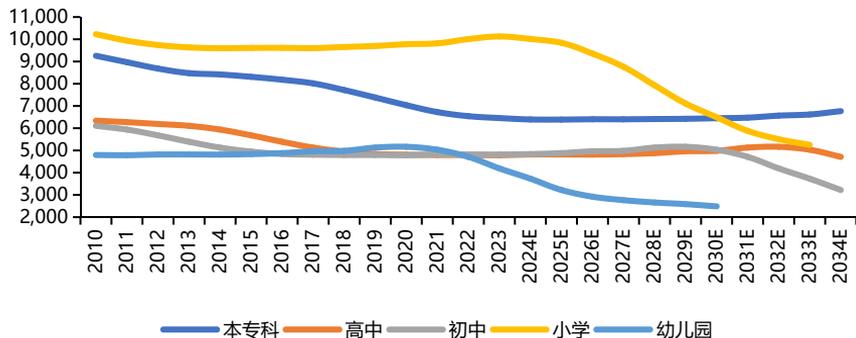
时间	部门	政策/文件	内容
2021年7月24日	国务院、中共中央办公厅	《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》	坚持从严审批机构： 义务教育阶段（K9）学科类校外培训机构不再新增审批，存量机构统一登记为非营利性；非学科类分类制定标准，严格审批；学科类培训机构一律不得上市融资，严禁资本化运作； 规范培训服务行为： 建立培训内容备案与监督制度；严控学科类培训机构开班时间； 管控培训广告： 限制校外培训广告宣传； 强化培训收费监管： 学科类校外培训收费纳入政府指导价管理；不再审批新的面向学龄前儿童的校外培训机构和面向普通高中学生的学科类校外培训机构。对面向普通高中学生的学科类培训机构的管理，参照本意见有关规定执行。
2021年7月28日	教育部	《关于进一步明确义务教育阶段校外培训学科类和非学科类范围的通知》	对学科类和非学科类范围界定。 学科类：涉及以上学科国家课程标准规定的学习内容进行的校外培训。 非学科类： 体育（或体育与健康）、艺术（或音乐、美术）学科，以及综合实践活动（含信息技术教育、劳动与技术教育）等。
2022年10月28日	国务院	《国务院“双减”报告：学科类培训隐形变异难题还需破解》	指出“双减”前后，义务教育阶段 线下学科类培训机构从12.4万家下降至4932家，压减率96%，线上学科类培训机构从263家下降至34家，压减率87% ，“学生校外培训负担有效减轻”， 行业整治已取得阶段性成果。
2022年12月28日	教育部等十三部门	《关于规范面向中小学生的非学科类校外培训的意见》	强调并不是要禁止非学科类培训，而是要 加快规范非学科类培训，使非学科类培训尽快回归学校教育的有益补充定位上来 ，满足人民群众多样化需求，加强规范非学科类培训机构准入程序，收费管理，预收费监管和信息化管理等方面。
2023年7月24日	教育部	全国校外教育培训监管与服务综合平台上线	深化校外培训监管，不断巩固学科类培训治理成果，深化非学科类培训监管， 促进校外培训成为学校教育有益补充。 全国校外教育培训监管与服务综合平台已纳入首批10多万家长名单的校外培训机构（含线上、线下和学科、非学科）。
2023年8月23日	教育部	《校外培训行政处罚暂行办法》	自2023年10月15日起施行，对自然人、法人或者其他组织擅自举办校外培训机构、自然人、法人或者其他组织变相开展学科类校外培训、擅自组织面向中小学生的社会性竞赛活动等行为制定处罚规定。其中，明确对擅自举办校外培训机构（ 小黑班 ），具有2名以上培训从业人员的，处违法所得一倍以上五倍以下罚款。
2024年2月8日	教育部	《校外培训管理条例（征求意见稿）》	界定校外培训学段范围 ，即中小学及3-6岁学龄前阶段，不包括高中阶段； 明确办学许可证审批流程 ，线下培训机构先由行业主管部门进行界定分类并审核同意，再由政府教育行政部门审批。线上培训机构则由省级人民政府； 规范校外培训机构 ，针对从业人员、机构名称、收费价格、培训时长（义务教育阶段学科类培训不得占用国家法定节假日、休息日及寒暑假，且培训时长、时段由地方政府决定）等方面进行规范。 鼓励非学科类校外培训 ，鼓励少年宫、科技馆、博物馆等场所开展校外培训，且支持地方政府引入优质校外培训机构参与学校课后服务。 删除“高中阶段参照执行”的表述。
2024年3月15日	北京市文旅局、北京市教委	《北京市文化艺术类校外培训机构设置标准（试行）》	适用范围： 面向3-6岁学龄前儿童的文化艺术类校外培训机构（音乐、舞蹈、美术、戏曲戏剧、曲艺五类）。机构主要开展目的为培养兴趣爱好、提高艺术素养和综合素质、推进全民艺术普及而进行的非学历类培训。 主要内容： 明确校外培训机构的设置条件，对注册资本、培训场所、党建工作、管理及教学人员、培训材料管理、应急管理和消防安全、财务管理等方面提出了具体要求。

5.2 人口结构：高中阶段10年适龄人口平稳，小学阶段已进入下降通道

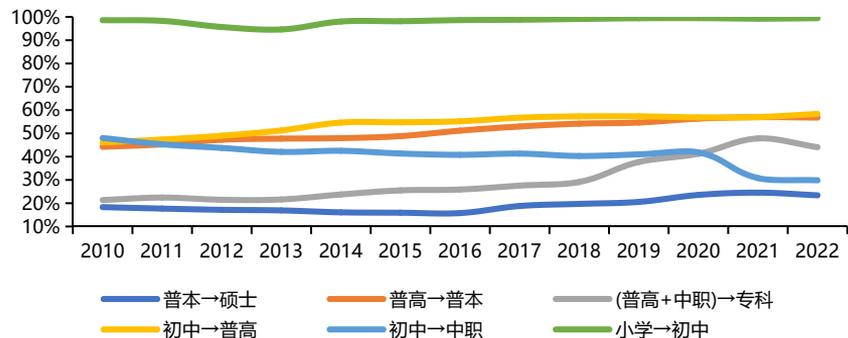
小学及以下阶段适龄人口已进入下降通道

- 幼儿园适龄人口自2021年起开始大幅下降，小学阶段适龄人口预计2024年开始下降，初中阶段适龄人口2030年开始下降，高中阶段适龄人口2033年开始下降十年内仍将平稳
- 初中→普高、普高→普本升学率均低于60%，学历类职业教育需求旺盛

中国教育分阶段适龄人口(万人)



中国教育不同阶段升学率



适龄人口	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
本专科	9,257	8,968	8,682	8,476	8,417	8,311	8,181	8,016	7,716	7,380	7,036	6,726	6,541	6,456	6,393	6,388	6,403	6,401	6,413	6,423	6,450	6,475	6,566	6,617	6,768
高中	6,339	6,273	6,190	6,107	5,938	5,678	5,389	5,127	4,948	4,839	4,809	4,794	4,795	4,786	4,817	4,819	4,815	4,835	4,879	4,962	4,982	5,128	5,164	5,032	4,711
初中	6,107	5,938	5,678	5,389	5,127	4,948	4,839	4,809	4,794	4,795	4,786	4,817	4,819	4,815	4,835	4,879	4,962	4,982	5,128	5,164	5,032	4,711	4,191	3,730	3,221
小学	10,228	9,936	9,742	9,634	9,595	9,611	9,614	9,601	9,652	9,698	9,777	9,817	10,007	10,126	10,014	9,839	9,355	8,762	7,932	7,111	6,494	5,880	5,505	5,249	
幼儿园	4,795	4,786	4,817	4,819	4,815	4,835	4,879	4,962	4,982	5,128	5,164	5,032	4,711	4,191	3,730	3,221	2,920	2,764	2,659	2,585	2,485				

升学率	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
普本→硕士	18%	18%	17%	17%	16%	16%	16%	19%	20%	21%	24%	25%	23%
普高→普本	44%	45%	47%	48%	48%	49%	51%	53%	54%	55%	56%	57%	57%
(普高+中职)→专科	21%	22%	21%	22%	24%	26%	26%	28%	29%	38%	41%	48%	44%
初中→普高	46%	47%	49%	51%	55%	55%	55%	57%	57%	57%	57%	57%	58%
初中→中职	48%	45%	44%	42%	43%	41%	41%	41%	40%	41%	42%	31%	30%
小学→初中	99%	98%	96%	95%	98%	98%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%

5.3 市场规模：非学科培训市场2029年有望超过六千亿体量

▶ 预计2024年小初阶段校外培训市场规模3335亿元，未来5年CAGR 13%

• 小初阶段校外培训市场环境变化较大，我们测算2024年有望超越双减及疫情前学科培训规模。其中2020年受疫情影响参培率及客单价下降；2021年7月双减落地，2022年行业开始非学科培训创新，转型首年参培率受影响。历史在校人数取自教育部，未来在校人数结合历史出生人数、适龄人口、历史在校/适龄等指标测算。2018-2020年参培人数取自大山教育招股书援引弗若斯特沙利文数据。2019年客单价取自北大调查数据中“补习班”客单价，常规年份假设年化增速4%。

小初阶段校外培训市场规模预测（标黄为假设）

	单位	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	24-27 CAGR	24-29 CAGR
K9课外培训市场规模	亿元	3,027	3,277	2,371	2,714	2,039	2,560	3,335	4,017	4,613	5,163	5,683	6,126		
	yoy	%	7.5%	8.2%	-28%	14%	-25%	26%	30%	20%	15%	12%	10%	8%	16%
初中	亿元	1,597	1,730	1,240	1,401	1,152	1,367	1,709	2,030	2,366	2,699	3,120	3,509		
小学	亿元	1,430	1,546	1,131	1,313	887	1,193	1,626	1,987	2,247	2,464	2,563	2,618		
在校人数	万人	14,992	15,388	15,639	15,818	15,821	16,290	16,189	16,043	15,600	14,969	14,212	13,348		
初中	万人	4,653	4,827	4,914	5,018	5,121	5,152	5,173	5,221	5,309	5,331	5,487	5,525		
小学	万人	10,339	10,561	10,725	10,800	10,700	11,139	11,015	10,823	10,291	9,638	8,725	7,822		
参培率	%	26.3%	26.6%	20.0%	22.0%	15.6%	18.5%	23.6%	27.6%	31.3%	34.9%	38.5%	42.1%		
初中	%	36.1%	36.3%	26.9%	28.9%	22.4%	25.4%	30.4%	34.4%	37.9%	41.4%	44.7%	48.0%		
小学	%	21.9%	22.3%	16.9%	18.9%	12.4%	15.4%	20.4%	24.4%	27.9%	31.4%	34.7%	38.0%		
参培人数	万人	3,940	4,100	3,130	3,487	2,469	3,019	3,815	4,432	4,879	5,229	5,476	5,621		
初中	万人	1,680	1,750	1,320	1,448	1,145	1,307	1,571	1,794	2,010	2,205	2,451	2,650		
小学	万人	2,260	2,350	1,810	2,039	1,324	1,713	2,244	2,638	2,869	3,024	3,026	2,971		
客单价	元/人/年	7,683	7,992	7,576	7,783	8,257	8,479	8,741	9,064	9,456	9,873	10,378	10,900		
初中	元/人/年	9,507	9,887	9,393	9,674	10,061	10,464	10,882	11,318	11,770	12,241	12,731	13,240		
小学	元/人/年	6,327	6,580	6,251	6,439	6,696	6,964	7,242	7,532	7,833	8,147	8,473	8,812		
参培率yoy	pct	0.1%	0.4%	-6.6%	2.0%	-6.4%	2.9%	5.0%	4.1%	3.6%	3.7%	3.6%	3.6%		
初中	pct	-0.6%	0.1%	-9.4%	2.0%	-6.5%	3.0%	5.0%	4.0%	3.5%	3.5%	3.3%	3.3%		
小学	pct	0.3%	0.4%	-5.4%	2.0%	-6.5%	3.0%	5.0%	4.0%	3.5%	3.5%	3.3%	3.3%		
客单价yoy	%	3.9%	4.0%	-5.2%	2.7%	6.1%	2.7%	3.1%	3.7%	4.3%	4.4%	5.1%	5.0%		
初中	%	4.0%	4.0%	-5.0%	3.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%		
小学	%	4.0%	4.0%	-5.0%	3.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%		

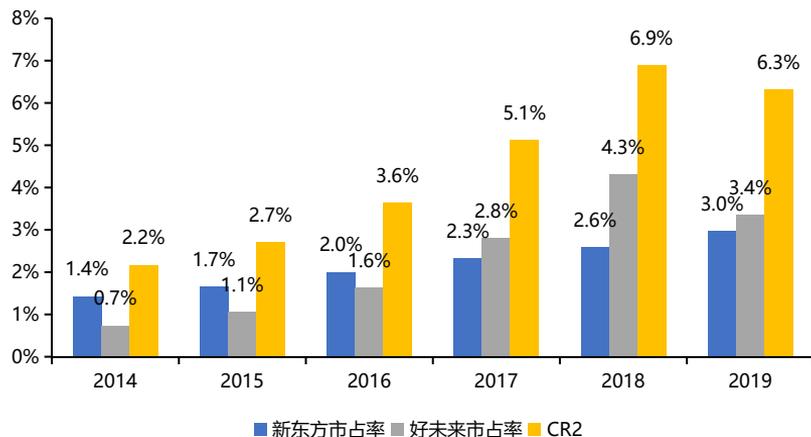
教育细分赛道市场规模预测

	单位	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	24-27CAGR	24-29CAGR
招录类职业考培市场规模	亿人民币	261	243	308	305	343	387	430	468	505	543	584	627		
	yoy	%	9.2%	-6.9%	26.7%	-1.0%	12.5%	12.8%	11.1%	8.8%	7.9%	7.6%	7.4%	8.1%	7.9%
留学培训市场规模	亿人民币	170	188	92	127	174	202	230	259	285	311	337	361		
	yoy	%	13%	11%	-51%	38%	37%	16%	14%	13%	10%	9.2%	8.1%	7.1%	10.7%
考研市场规模	亿人民币	60	84	112	139	170	211	234	257	282	303	325	346		
	yoy	%	39.5%	40.0%	33.3%	24.1%	22.3%	24.1%	10.7%	10.2%	9.6%	7.5%	7.1%	6.6%	9.1%
高中培训市场规模	亿人民币	1,620	1,672	1,294	1,798	1,908	2,038	2,213	2,341	2,471	2,618	2,785	2,982		
	yoy	%	4.0%	3.3%	-22.6%	39.0%	6.1%	6.8%	8.6%	5.8%	5.6%	6.0%	6.4%	7.1%	5.8%

5.4 竞争格局：市场分散，龙头市占率仍存提升空间

- **龙头壁垒在于总部教研、品牌力，全国性/区域性-是否能异地复制取决于组织架构、产品矩阵、跨区域政府关系拓展能力。**
- **中长尾机构出清，龙头韧性支撑市占率提升。**
- 双减和疫情前，新东方和好未来两大龙头在K12校外培训行业的市占率迅速上升，新东方以人数计的市占率在2019年提升至3%，但由于教育行业地域及人群需求的差异较大，行业CR 2仅6.3%，格局高度分散。双减及疫情对教培行业造成双重打击，盈利模型欠佳的中型机构大量出清。部分小机构在行业经营环境回暖后有所复苏，但长尾小机构受地域、教师、教研等因素限制难以做大，相比于龙头丰富的产品体系、完备的组织架构、持续创新的OMO模式，小机构很难形成规模效应。展望后续非学科培训市场的竞争格局，由于牌照发放相对谨慎，头部机构在政府和学生双角度的信任度更优，因此无论是从产能供给增长还是市场需求匹配的角度来看，我们认为龙头都将继续维持优势，中短期内行业竞争不会大幅加剧。

双减前教培TOP2市占率



全国校外培训机构数量及结构

统计日期	2024/7/3				2024/7/31			
	机构数	单月净增	mom	占比	机构数	单月净增	mom	占比
校外培训机构总数	123,692	1,212	1.0%		124,318	626	0.5%	
线上/线下								
线上	50	0	0.0%	0.0%	50	0	0.0%	0.0%
线下	123,642	1,212	1.0%	100.0%	124,269	627	0.5%	100.0%
学科/非学科								
学科	9,540	-14	-0.1%	7.7%	9,533	-7	-0.1%	7.7%
非学科	114,152	1,226	1.1%	92.3%	114,785	633	0.6%	92.3%
盈利/非盈利								
盈利性	100,259	1,319	1.3%	81.1%	100,946	687	0.7%	81.2%
非盈利性	23,433	-107	-0.5%	18.9%	23,372	-61	-0.3%	18.8%
总数	114,010	1,207	1.1%		114,622	612	0.5%	
学前前及义务教育教育阶段								
学科营利性	0			0.0%	0			0.0%
学科非营利性	4,123	-9	-0.2%	3.6%	4,110	-13	-0.3%	3.6%
非学科营利性	95,496	1,301	1.4%	83.8%	96,172	676	0.7%	83.9%
非学科非营利性	14,391	-85	-0.6%	12.6%	14,339	-52	-0.4%	12.5%
高中阶段								
总数	42,658	541	1.3%		43,018	360	0.8%	
学科营利性	2,360	3	0.1%	5.5%	2,364	4	0.2%	5.5%
学科非营利性	3,974	-6	-0.2%	9.3%	3,973	-1	0.0%	9.2%
非学科营利性	31,237	573	1.9%	73.2%	31,609	372	1.2%	73.5%
非学科非营利性	5,087	-29	-0.6%	11.9%	5,072	-15	-0.3%	11.8%

资料来源：全国校外教育培训监管与服务综合平台，华福证券研究所

风险提示：平台更新不及时时，统计误差

注：同一机构会有多字段，仅展示公开资料整理，不构成任何投资建议

- 板块总结:消费两级分化,社零稳健增长趋势中
- 美容护理:悦己需求持续提升,在研新品提供新动能
- 黄金珠宝:金价进入新平台,利好直营模式品牌商
- 社会服务:出入境客流较好,关注顺周期复苏
- 教育板块:双减政策下的市场重塑与增长机遇
- 投资建议:精选复苏赛道,重视品牌价值
- 风险提示

- **截至24H1，消费整体呈现温和复苏趋势，从板块表现来看，受经济环境、谨慎消费及可选消费板块估值压制等因素影响，商贸零售/社会服务板块年初至今涨跌幅分别为-23.8%/-24.7%，弱于大盘整体表现。我们认为细分板块仍具有一定的增长机会，各板块观点如下：**
- **美护板块：**美护板块近两年经过板块调整，具有估值性价比；头部品牌国货替代和龙头份额提升逻辑逐步兑现，天猫/抖音增势亮眼，且部分标的有医美大单品和新产品获批预期催化，建议关注：**锦波生物、巨子生物、珀莱雅、上美股份、润本股份、江苏吴中。**
- **黄金珠宝：**降息之前黄金将持续受益于降息预期交易，逐渐疲软的经济和就业数据将逐渐支撑贵金属价格上行，叠加中东/东亚冲突和美国大选等不确定因素，黄金价格或有望维持强势。在此基础上，由于金价已形成一致性上涨预期，因此黄金的投资属性加重，消费属性在刚性需求的支撑下也有望迎来量价双增。建议关注受益于长期金价及品牌产品力提升的黄金珠宝板块**老铺黄金、老凤祥、潮宏基、周大生。**
- **社服板块：**24年进入出入境旅游复苏之年，随着国际航司运力逐步调整到位、出入境旅游留学公派等需求逐步恢复，预计出入境旅客吞吐量持续提升，建议关注出入境修复进程及OTA复苏情况；酒店行业预计未来连锁化率仍将进一步提升，关注具有品牌力及商旅需求修复下的受益标的。建议关注OTA赛道**携程**及酒店板块**锦江酒店、首旅酒店**，及短期具有暑期游效应的景区板块**长白山、九华旅游。**
- **教育板块：**关注暑期非学科培训旺季以及供给出清下竞争格局逐步优化；国考赛道即将迎来新一轮周期，头部公司市占率有望进一步提升。港股建议关注即将入通、内生增长较快的**天立国际控股**；提供稀缺优质课程、具有大型机构强大教研优势及规模效应的新**新东方**。A股建议关注K121对1培训龙头**学大教育**；企业培训龙头、大客户战略稳步推进的**行动教育**以及华东教培龙头**昂立教育。**
- **风险提示：**终端消费疲软、品牌形象风险、拓店不及预期、金价波动风险等。

- 板块总结:消费两级分化,社零稳健增长趋势中
- 美容护理:悦己需求持续提升,在研新品提供新动能
- 黄金珠宝:金价进入新平台,长期利好消费需求
- 社会服务:出入境客流较好,关注顺周期复苏
- 教育板块:双减政策下的市场重塑与增长机遇
- 投资建议:精选复苏赛道,重视品牌价值
- 风险提示

- **终端消费疲软：**经济下行风险与人均收入承压导致消费量下滑
- **品牌形象风险：**零售商品牌形象管理不佳或影响终端销售情况
- **拓店不及预期：**线下门店拓展与渠道加密速度或不及预期
- **金价波动风险：**金价扰动或抑制消费需求与珠宝商利润率

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）。

诚信专业 发现价值

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楼

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn

