

社会服务行业 2025 年年度策略报告

顺应时代：变与应变，体验消费

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

【平安证券】行业半年度策略报告*社会服务*出行持续火热，美业表现分化*强于大市 20240625

证券分析师

胡琼方

投资咨询资格编号

S1060524010002

Huqiongf ang722@pingan.com.cn



平安观点：

- **传统零售模式调改，回归消费需求本身，值得期待。**经过多年高速增长和线上化渗透后线上增速放缓，网上实物零售额占社零中商品零售总额比例攀升至接近 30%左右，线上高流量成本和当前消费意愿也难以支撑存量线上业态高速增长。电商平台开始回归消费需求本身，互相打通流量与支付，发挥各自优势为消费者服务，建议关注**阿里巴巴**；经受多年线上冲击后线下传统零售商过往模式难以为继，变则生，在此驱动下**传统零售商纷纷开启调改**，本轮零售商严选产品+优化服务，改善效果显著，建议关注**永辉超市、重庆百货、家家悦、步步高**等相关标的。
- **体验消费快速成长，关注 OTA 及冰雪旅游。**1) 酒店业后续随着供给回归正常节奏和市场化地进出，Revpar 有望企稳，**华住 Revpar** 在三大连锁酒店集团中恢复最优，且扩张最快，建议关注。2) **OTA** 行业经历过前期市场化整合后当前竞争格局好，龙头公司**携程集团**有坚实的供应链壁垒和高粘性的中高端用户群体，多年来在供应链、服务水平、运营效率方面持续深耕和优化；同时，携程轻资产运营、迅速应变旅游目的地轮动，高利润率的住宿预订业务占比提升，享受体验消费快速成长的 β 和自身供应链、消费者端高壁垒的 α 及业务结构优化，建议关注；同时也建议关注同样受益出行 β 的 OTA 平台**同程旅行**。3) **冰雪经济**未来规模成长至万亿规模，2025 年 2 月哈尔滨将举办亚冬会，建议关注**冰雪旅游长白山、大连圣亚**等。
- **大众美妆国货抢占市场份额，高端美妆公司毛戈平将上市。**国内美妆市场增速放缓，从高端驱动转变至大众品驱动为主，**国货美妆龙头品牌以更优的价格和不输的产品品质、叠加快速响应市场及渠道变化的运营能力抢占市场份额**，建议关注**珀莱雅、上美股份、润本股份、巨子生物、丸美股份**等。另外 12 月 10 日**高端美妆公司毛戈平**上市交易，公司为国内少数专注高端美妆品牌的玩家，以光影美学和东方美学理念打磨产品，近年来在彩妆基础上快速扩展了更高销售均价的护肤品类，从线下专柜顾问、培训学校师生、线上渠道多方面搜集消费者反馈迭代和研发产品，建议关注。
- **投资建议：**我们筛选行业内处于变革期——以消费者需求为导向调整的传统零售公司、线上平台，处于快速成长期的出行行业受益者 OTA 及冰雪经济，以及不断抢占大众美妆市场的国货龙头公司，建议关注对应相关标的：**阿里巴巴、永辉超市、重庆百货、家家悦、步步高；携程集团-S、同程旅行、长白山、大连圣亚等；珀莱雅、上美股份、润本股份、巨子生物、丸美股份等，以及即将上市的高端美妆国货企业毛戈平。**
- **风险提示：**1) 宏观经济不及预期，影响可支配收入及消费意愿。2) 政策发生较大变化而企业未能及时应对风险。3) 市场竞争激烈，运营不及预期、新品推广不及预期、新渠道拓展不力等。

公司名称	股票代码	股价/元		EPS/元				PE				评级
		2024/12/6	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E		
中国中免*	601888.SH	70.56	3.25	2.66	3.18	3.63	21.74	26.49	22.19	19.44	推荐	
珀莱雅	603605.SH	92.22	3.01	3.91	4.80	5.82	30.64	23.59	19.21	15.85	推荐	
润本股份	603193.SH	22.30	0.56	0.78	0.97	1.18	39.82	28.62	22.99	18.90	推荐	
爱美客	300896.SZ	212.90	6.14	6.80	7.95	9.08	34.67	31.31	26.78	23.45	推荐	
携程集团-S	9961.HK	542.00	16.31	26.32	28.19	32.41	33.23	20.59	19.23	16.72	未评级	
同程旅行	0780.HK	18.38	0.75	0.93	1.20	1.53	24.49	19.75	15.27	12.00	未评级	
长白山	603099.SH	48.86	0.52	0.64	0.80	0.96	93.96	76.80	61.42	51.01	未评级	
华住集团-S	1179.HK	25.95	1.38	1.28	1.50	1.62	18.81	20.24	17.33	15.99	未评级	
锦江酒店	600754.SH	26.07	0.94	1.19	1.32	1.54	27.73	21.91	19.81	16.94	未评级	
首旅酒店	600258.SH	14.77	0.71	0.76	0.86	0.98	20.74	19.50	17.15	15.05	未评级	
上美股份	2145.HK	34.95	1.28	2.40	3.15	3.89	27.30	14.55	11.10	8.99	未评级	
丸美生物	603983.SH	29.49	0.65	0.91	1.16	1.43	45.37	32.42	25.45	20.61	未评级	
巨子生物	2367.HK	51.30	1.63	2.07	2.65	3.28	31.41	24.81	19.39	15.62	未评级	
华熙生物	688363.SH	59.26	1.23	1.22	1.60	1.95	48.18	48.71	37.07	30.44	未评级	
贝泰妮	300957.SZ	49.28	1.79	1.88	2.39	2.81	27.53	26.15	20.62	17.56	未评级	
永辉超市	601933.SH	5.62	-0.15	-0.02	0.04	0.08	(37.47)	(288.21)	138.77	69.04	未评级	
重庆百货	600729.SH	29.94	3.31	2.82	3.04	3.28	9.05	10.64	9.84	9.13	未评级	
家家悦	603708.SH	10.87	0.25	0.33	0.36	0.45	43.48	33.38	29.97	24.31	未评级	
阿里巴巴	BABA.N	85.93	0.50	0.85	0.95	1.30	172.15	100.55	90.51	65.87	未评级	

资料来源: wind, 平安证券研究所 注: 1) 未评级公司采用wind一致预期, 股价及eps的单位“元”均对应上市市场的货币, 如港股上市对应为hkd, 美股上市对应为usd, A股对应为人民币元; 2) “中国中免*”为考虑中免Q3经营不及预期, 我们Q3季报未做点评, 数据为wind一致预期; 3) 阿里巴巴财年为上年Q2至当年Q1, 即2024财年情况已与今年5月披露了截止今年Q1的情况, 故2024E-2026E为2025至2027财年预测情况

正文目录

一、	实物消费的双向奔赴：消费者务实，零售业调改.....	7
1.1	实物消费：社零整体平稳增长，结构变化.....	7
1.2	实物消费-线上：战略调整，回归消费需求	8
二、	体验消费正成长：出行趋势持续，OTA 稳健增长.....	12
2.1	出行：出行量继续稳步增长.....	12
2.2	酒店：华住在三大酒店集团中恢复最好	13
2.3	OTA：出行持续火热，OTA 更为受益.....	15
2.4	携程：良好竞争格局，深耕供应链，运营效率提升	17
2.5	其他出行消费：冰雪旅游	18
三、	美妆国货替代：行业增速放缓，国货美妆抢占份额.....	19
3.1	美业：行业增速放缓，大众美妆国货替代.....	19
3.2	高端品牌毛戈平快速成长	21
四、	投资建议	22
五、	风险提示	23

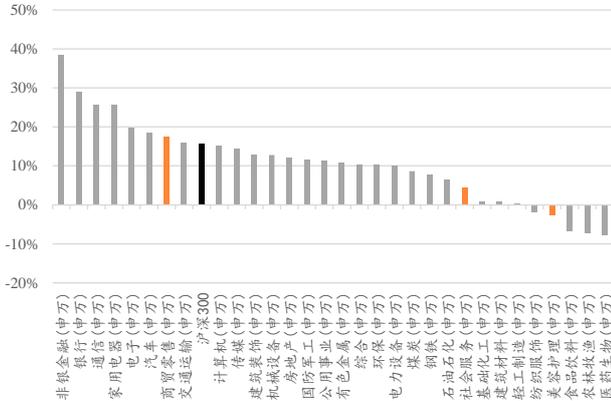
图表目录

图表 1	年初至今申万各一级子板块表现排名	6
图表 2	年初至今社会服务、商贸零售、美容护理表现	6
图表 3	近年社会服务、商贸零售、美容护理板块表现	6
图表 4	社会服务-酒旅餐饮公司股价表现	6
图表 5	社会服务-教育公司股价表现	6
图表 6	社会服务-专业服务公司股价表现	6
图表 7	社会消费品零售额总体表现（亿元，%）	7
图表 8	月度社零总额相较 2019 年同期变化(2019 为基准=100%)	7
图表 9	社零各类别相较 2019 年同期变化	7
图表 10	2024 年 10 月社零表现（亿元，%）	8
图表 11	实物网上零售增速放缓，与社零商品销售额增速差距缩小	9
图表 12	线上化率提升：实物网上零售额/社零商品销售额	9
图表 13	淘天集团和京东零售收入增速	9
图表 14	阿里巴巴“用户为先，AI 驱动”战略	9
图表 15	天猫双 11 战绩	9
图表 16	线上和线下零售业态的理论优势（左）和发展弊端（右）	10
图表 17	三大传统零售商近年来关闭门店数情况（家）	10
图表 18	胖东来销售情况：2023 年中国连锁 top100（左）和 2024 年销售情况（右，截止 2024-11-26）	11
图表 19	胖东来执导企业经验：超市发展指导之零售行业企业标准	11
图表 20	调改后门店：重庆百货新世纪超市(左)，永辉超市自主调改的重庆南坪店(中)，步步高调改门店(右)	12
图表 21	各年旅游收入及 vs2019 年情况(万亿元，%)	12
图表 22	各年旅游人次及 vs2019 年情况(亿人次，%)	12
图表 23	2023 年来各黄金周假期较 2019 年同期恢复率(%)	13
图表 24	民航客运量（国际航线）vs2019 年情况(%)	13
图表 25	（收入>10 亿）上市公司 2024Q1-Q3 收入及 vs2019 年情况（亿元，%）	13
图表 26	（收入>10 亿）上市公司 2024Q1-Q3 利润及 vs2019 年情况（亿元，%）	13
图表 27	景区接待游客量变化（万人次）	13
图表 28	三大集团酒店数量 2024-9-30 相较 2019 年增加情况（家，%）	14
图表 29	三大集团酒店客房数 2024-9-30 相较 2019 年增加情况（万间，%）	14
图表 30	我国酒店行业在运营酒店达 34 万家（万家，%）*	14
图表 31	2023 年来酒店业持续快速开店（万家，%）	14
图表 32	三大酒店集团中华住入住率恢复最好（%）	15
图表 33	三大酒店集团中华住 Revpar 恢复最快（较 2019 年同期比率，%）	15

图表 34	旅游目的地变化.....	15
图表 35	新的旅游形态与体验式旅行.....	15
图表 36	OTA 股价表现明显好于指数（截止 2024-12-06）.....	16
图表 37	携程季度收入及住宿预订业务占比（亿元，%）.....	16
图表 38	携程高利润率的住宿预订业务稳步恢复（%，针对 2019 年同期的恢复率）.....	16
图表 39	同程季度收入及住宿预订业务占比（亿元，%）.....	16
图表 40	同程交通、住宿预订也远超 2019 年同期（%）.....	16
图表 41	携程经营效率提升，费用率优化.....	17
图表 42	携程积极把握银发人群旅游.....	17
图表 43	2023 年来我国出入境政策利好频出.....	18
图表 44	2021 年来冰雪旅游涨幅远远超过社会服务板块.....	18
图表 45	11 月 6 日国务院办公厅发布《关于以冰雪运动高质量发展激发冰雪经济活力的若干意见》.....	19
图表 46	12 月 5 日发改委发布《推动东北地区冰雪经济高质量发展助力全面振兴取得新突破实施方案》.....	19
图表 47	化妆品社零月度销售额及 yoy（亿元，%）.....	19
图表 48	2024H1 美妆品牌闭店、退出情况.....	19
图表 49	头部国货美妆业绩表现亮眼（亿元，%）.....	20
图表 50	细分领域龙头同样有不错表现（亿元，%）.....	20
图表 51	天猫双十一美妆各阶段排行榜.....	20
图表 52	10 月抖音、天猫美妆品牌排名.....	21
图表 53	毛戈平公司各品牌收入（亿元，%）.....	21
图表 54	毛戈平公司产品销售、培训业务与研发协同闭环.....	21
图表 55	毛戈平公司护肤、彩妆销售情况（亿元，%）.....	22
图表 56	毛戈平公司护肤、彩妆销售均价（元/件）.....	22
图表 57	重点公司估值情况（元，元/股）.....	23

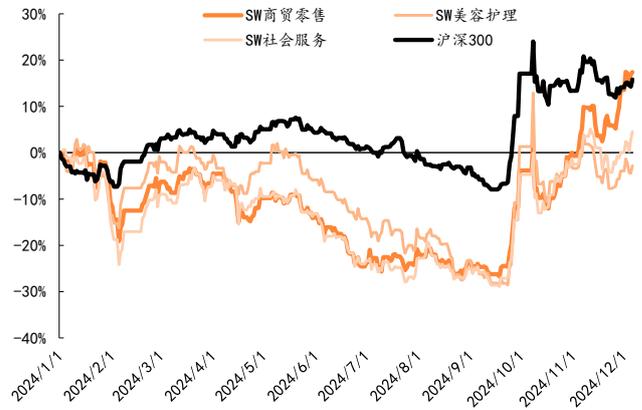
年初以来商贸零售表现突出,社服、美业表现较弱。截至 2024-12-06,2024 年商贸零售+17.44%,社会服务+4.56%,美容护理-2.79%,同期沪深 300 指数+15.80%,社服、美妆整体表现较弱。

图表1 年初至今申万各一级子板块表现排名



资料来源:wind, 平安证券研究所

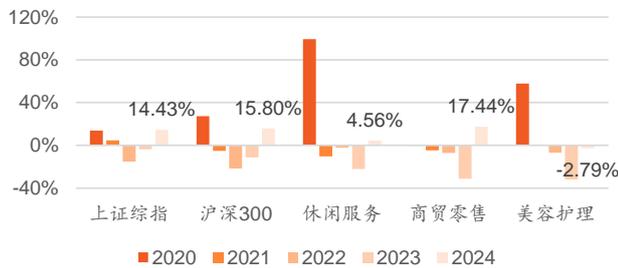
图表2 年初至今社会服务、商贸零售、美容护理表现



资料来源:wind, 平安证券研究所

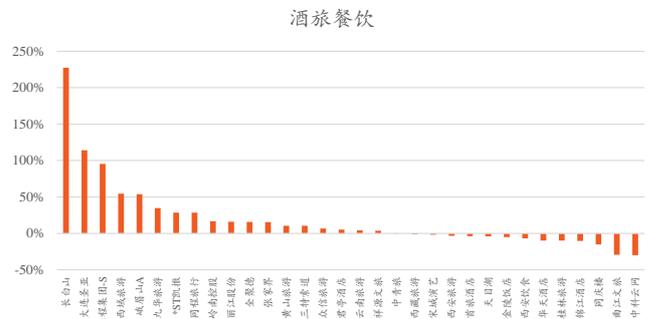
参照过往年份,社会服务、美容护理相较大盘弹性更大,且更注重边际变化;商贸板块则受到较多热点和主题事件扰动。社服子行业相对较多,其中出行相关企业特别是 OTA、冰雪旅游在 2024 年来表现优秀;教育和专业服务领域个股股价表现差异大。

图表3 近年社会服务、商贸零售、美容护理板块表现



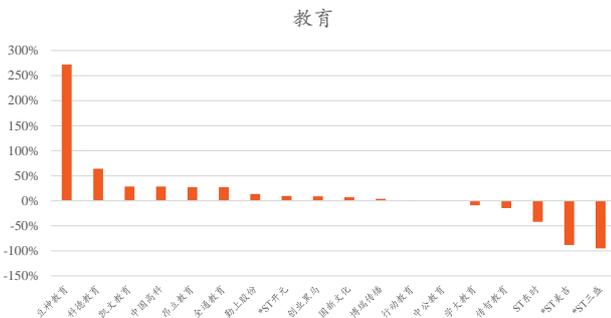
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表4 社会服务-酒旅餐饮公司股价表现



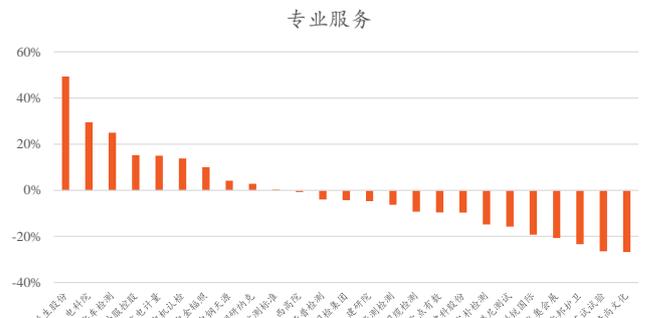
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表5 社会服务-教育公司股价表现



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表6 社会服务-专业服务公司股价表现



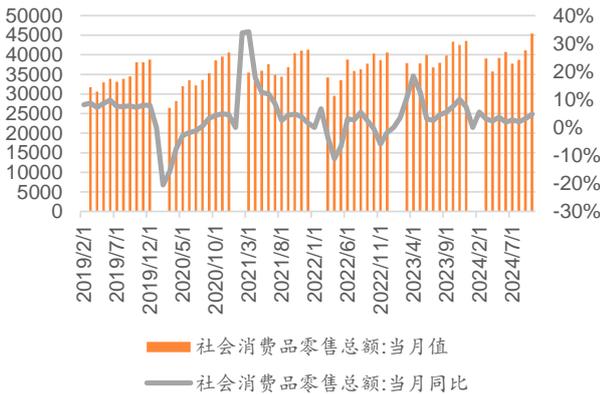
资料来源:wind, 平安证券研究所

一、实物消费的双向奔赴：消费者务实，零售业调改

1.1 实物消费：社零整体平稳增长，结构变化

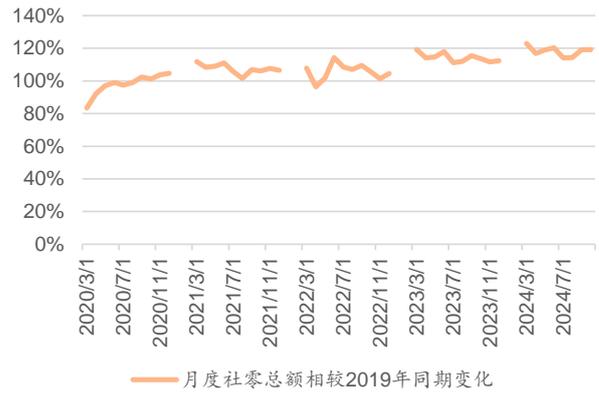
2024年以来社会消费品零售总额稳步增长，截止10月累计额大约达到2019年同期的120%左右（餐饮和商品零售分别为2019年同期的120.13%和119.05%）。

图表7 社会消费品零售额总体表现（亿元，%）



资料来源：wind，国家统计局，平安证券研究所

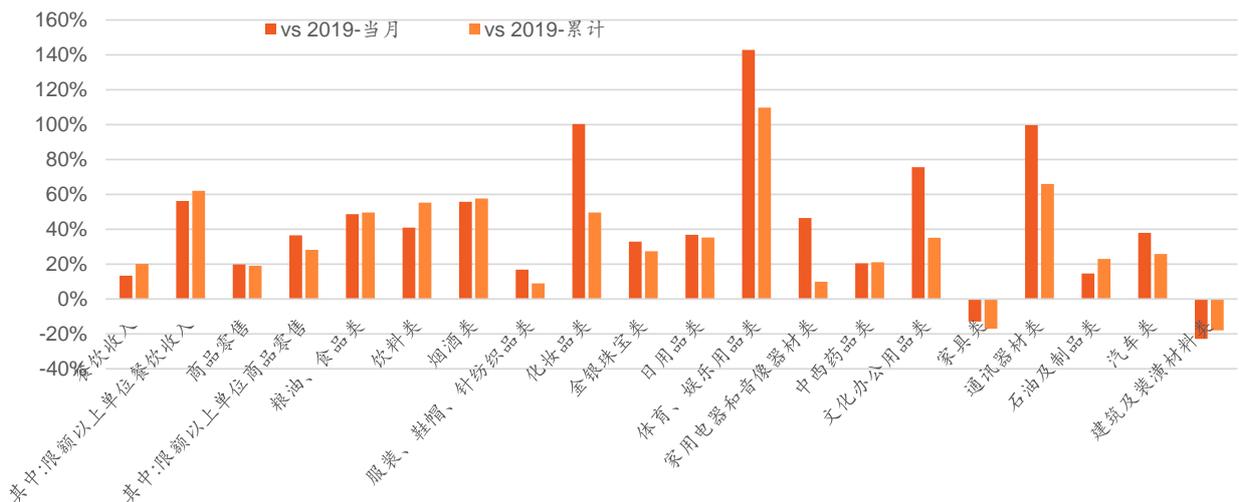
图表8 月度社零总额相较2019年同期变化(2019为基准=100%)



资料来源：wind，国家统计局，平安证券研究所

分结构看社零中不同类别表现有所不同。2024年截止10月对比2019年同期：可选类目中，体育、娱乐用品增长100%以上，化妆品增长50%左右；通讯器材类增长66%，汽车类增长25.89%；必选消费中粮油、食品类增长49.55%，饮料及烟酒分别增长55.25%和57.63%，餐饮整体收入增长20.13%（限额以上单位餐饮收入增长62.04%）。纺织服装、家电和音像器材增长不足10%；家具、建筑及装潢材料类则分别下滑16.93%和18%。

图表9 社零各类别相较2019年同期变化



资料来源：wind，国家统计局，平安证券研究所

今年以来线上大促节点与以往有错期，叠加国补等因素，社零增速在月度间波动较大，若看1-10月累计数据，通讯器材类同比增长12.2%，体育、娱乐用品类同比增长11.5%，粮油、食品类同比增长9.9%，烟酒增长6.1%；饮料、鞋服、化妆品、金银珠宝等品类增速则分别为+3.9%、+1.1%、+3%和-3%。

餐饮消费和粮油、食品类零售变化情况反映就餐意愿变化。餐饮收入 1-10 月同比增长 5.9%，主要是 1-2 月拉高增速（同比增长 12.4%），3-10 月表现较为疲软；粮油、食品类零售额则持续获得接近 10% 的增长。

化妆品类消费平稳：结束了自 5 月同比+18.7%（618 时段提前，同样与往年有错期）以后连续四个月的同比下跌，10 月同比增长 40.1%。

体育、娱乐用品链接精神和情绪消费，继续高速增长。1-10 月体育、娱乐用品类销售额同比增长 11.5% 达到 1128 亿元。

图表 10 2024 年 10 月社零表现（亿元，%）

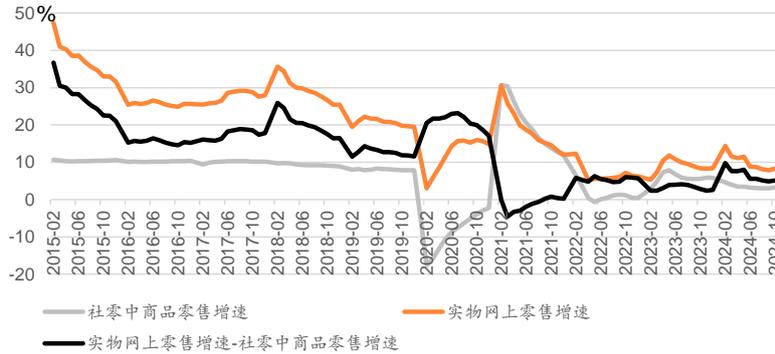
	10 月金额	yoy	1-10 月金额	yoy
社会消费品零售总额	45396	4.8	398960	3.5
其中：除汽车以外的消费品零售额	40944	4.9	359039	3.9
其中：限额以上单位消费品零售额	16986	6.2	155131	2.7
其中：实物商品网上零售额	-	-	103330	8.3
按经营地分				
城镇	39255	4.7	345124	3.4
乡村	6141	4.9	53836	4.4
按消费类型分				
餐饮收入	4952	3.2	44367	5.9
其中：限额以上单位餐饮收入	1322	-0.3	12469	3.2
商品零售额	40444	5	354593	3.2
其中：限额以上单位商品零售额	15664	6.8	142662	2.7
其中：粮油、食品类	1844	10.1	17658	9.9
饮料类	254	-0.9	2675	3.9
烟酒类	480	-0.1	5002	6.1
服装、鞋帽、针纺织品类	1347	8	11571	1.1
化妆品类	468	40.1	3563	3
金银珠宝类	264	-2.7	2720	-3
日用品类	692	8.5	6556	2.9
体育、娱乐用品类	136	26.7	1128	11.5
家用电器和音像器材类	993	39.2	7908	7.8
中西药品类	583	1.4	5815	4.3
文化办公用品类	438	18	3420	-0.6
家具类	152	7.4	1303	1.9
通讯器材类	835	14.4	6331	12.2
石油及制品类	1968	-6.6	20179	1.3
汽车类	4452	3.7	39921	-1.5
建筑及装潢材料类	150	-5.8	1337	-3

资料来源：国家统计局，平安证券研究所

1.2 实物消费-线上：战略调整，回归消费需求

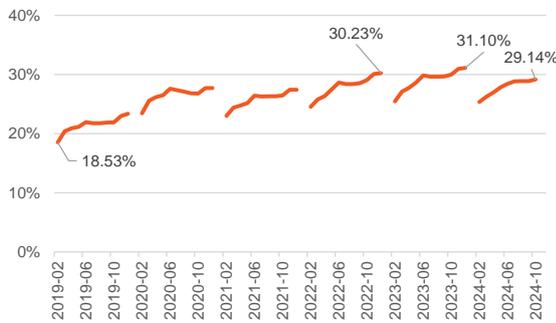
线上增速放缓，平台回归消费者需求。经过多年高速增长和线上化渗透后，近年线上增速放缓，实物网上零售总额增速降至个位数区间，网上实物零售额占社零中商品零售总额比例攀升至接近 30% 左右；同时消费升级转向消费意愿减弱，电商平台先是启动了低价竞争（2022 年至 2024 年初各平台采取同质化、卷价格的趋同策略，甚至仅退款服务推出）。增长放缓+流量见顶，同质化竞争并未带来增量收益。

图表11 实物网上零售增速放缓，与社零商品销售额增速差距缩小



资料来源: wind, 国家统计局, 平安证券研究所

图表12 线上化率提升: 实物网上零售额/社零商品销售额



资料来源: wind, 国家统计局, 平安证券研究所

图表13 海天集团和京东零售收入增速



资料来源: 阿里集团、京东集团季报, 平安证券研究所

2023年9月阿里确立“用户为先、AI驱动”为集团两大战略重心，回归电商，回归消费端需求本身。2024年中以来海天、抖音弱化低价目标，重点追求GMV增长，今年双十一前阿里与京东打通物流和支付、阿里接入了微信支付，平台通过合作发挥各自优势，共同为消费者服务。据阿里最新季报，2024Q3自然季度88vip会员数同比双位数增长，达到4600万；同时根据天猫双11战报，88vip下单人数同比增长超50%，88vip会员保持双位数增长。

图表14 阿里巴巴“用户为先，AI驱动”战略

我们的战略方向

我们为公司的战略方向选择了两条重要路径。作为公司的领导者，我们必须清晰地阐明我们的方向。

第一个战略是「用户为先」。对于我们拥有的各个平台而言，用户都是第一位的，这意味着我们从经营理念到产品设计，都以「用户为先」的优先级来设计我们的公司经营目标和产品流程。中国拥有世界上最大的互联网人口——11亿用户，中国是全球电子商务渗透率最高的国家之一，电商的占消费者零售总额的28%。今天，互联网上的消费品供给十分丰富，品牌和商家想要脱颖而出，越来越需要互联网平台提供的精准化消费者营销服务。

我们的「用户为先」战略将保障在业务策略和产品设计中将用户体验作为第一优先级，提升用户体验将会提高用户留存和复购。这将为淘宝、天猫、闲鱼、飞猪、饿了么、高德地图、速卖通等平台上的商品和服务商家提供最佳价值主张。因为在阿里巴巴平台上，商家们可以找到最有活力、最细分、最高频的线上消费者群体。

第二个战略方向是聚焦人工智能。我们将AI作为改变和加速业务增长的最强大变量。

未来十年，没有哪个行业能免于AI带来的颠覆。AI不会为旧的做事方式提供保护，而是重新点燃我们的创造激情和想象力。我们的每个业务都有大量应用场景，所有场景都可以借助人工智能创造更大的价值。同时人工智能的部

资料来源: 阿里巴巴2024年财报, 平安证券研究所

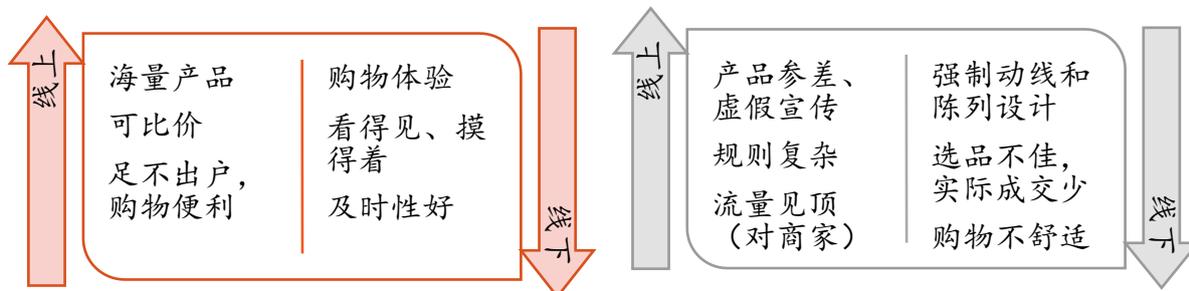
图表15 天猫双11战绩



资料来源: 澎湃新闻, 平安证券研究所

多年来线下传统零售受到电商平台冲击（后者具有价格优势、购物便利性、可触达海量产品），而且线上平台发展成熟后以其大数据收集能力赋能商家；传统线下零售本应具备的体验感变差（如强制动线、产品陈列“技巧”等），本应享有的看得见、摸得着的优势因产品质量不过硬而反而变为弱势，忽视购物便利性和舒适度。

图表16 线上和线下零售业态的理论优势（左）和发展弊端（右）



资料来源：平安证券研究所

此前传统零售业面对线上冲击业尝试过新业务的尝试，但相对而言对最终“买单人”——消费者需求的考虑不足，线上渠道大数据充分、信息透明、供应链有广泛触达，此前线下渠道的调改并未充分发挥线下的理论优势。这也导致了近年来线下传统零售商的闭店。

图表17 三大传统零售商近年来关闭门店数情况（家）

	永辉超市		步步高		重庆百货	
	关闭门店数	期末门店数	关闭门店数	期末门店数	关闭门店数	期末门店数
2019		911		402	24	308
2020		1017	15	420	9	309
2021		1057	52	386	16	304
2022	关闭 Brova 业态 门店 60 家	1033	139	246	26	291
2023	关闭门店 45 家	1000	113	133	14	281
2024H1	关闭门店 62 家	943	18	115		

资料来源：各公司财报，平安证券研究所

胖东来以真诚对待顾客、员工为名，根据《中国企业家》杂志访谈，胖东来企业创始人于东来曾说，“调整企业走向美好，其实是很简单的事情。主要是要出台科学的收入政策、对员工好、对管理者好，再坚定卖好的商品，对顾客好、对社会好，结果自然越来越好。”根据中国连锁经营协会（CCFA）公布的“2023年中国超市TOP100”，2024上半年关注度最高的行业网红胖东来（超市）首次上榜，在2023年以13家门店实现了107亿元的销售额，位列榜单第46名。

据新浪财经，11月27日于东来在其社交媒体发布本年度经营情况，截止11月26日胖东来集团累计销售146.38亿元（许昌和新乡两地），11月累计销售11.94亿元（许昌和新乡两地）；胖东来时代广场店在其旗下所有营业场所中位居销售榜首，2024年累计销售38.69亿元。务实的消费者和务实的零售商双向奔赴，共同实现亮眼业绩。

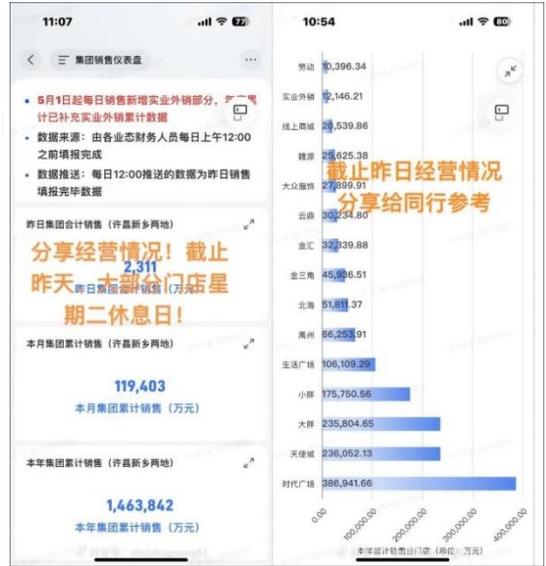
图表18 胖东来销售情况：2023年中国连锁top100（左）和2024年销售情况（右，截止2024-11-26）

附表：

2023年中国连锁TOP100

CCFA 2024年6月6日发布

序号	企业名称	2023 销售总计(含税万元)	销售同比(%)	2023 门店数(个)	门店数同比(%)	备注
1	沃尔玛(中国)投资有限公司	12021700	10.0	365	3.7	★
2	居然之家新零售集团股份有限公司	11760000	11.6	595	2.9	★
3	苏宁易购集团股份有限公司	9409000	(15.5)	12027	5.3	★
4	永辉超市股份有限公司	8555149	(12.7)	1009	(3.4)	★
5	康成投资(中国)有限公司	7720746	(13.8)	528	(9.3)	★①
6	物美科技集团有限公司	6489090	(7.2)	1758	11.4	★②
7	华润万家(控股)有限公司	6253300	(9.7)	2694	(13.9)	★
8	盒马(中国)有限公司	5900000	(3.3)	360	20.0	★③
9	王府井集团股份有限公司	5680000	28.2	90	(2.2)	★
43	广州易初莲花连锁超市有限公司	1203126	(20.8)	119	(14.4)	★
44	文峰大世界连锁发展股份有限公司	1187167	(9.5)	469	0.0	★
45	壹玖壹玖酒类平台科技股份有限公司	1081000	34.3	5068	77.6	★
46	许昌市胖东来商贸集团有限公司	1070000	/	13	0.0	*
47	柒一拾壹(中国)投资有限公司	1041994	30.0	3906	17.7	★④
48	北京京客隆商业集团股份有限公司	1029674	(8.7)	133	(6.3)	★



资料来源：中国连锁经营协会（CCFA），新浪财经，平安证券研究所

图表19 胖东来执导企业经验：超市发展指导之零售行业企业标准

项目	健康企业	优秀企业	卓越企业
员工收入(除社保实发)	4000元以上	5500元以上	8000~10000元
员工流失率	15%以内	10%以内	5%以内
周工作时长		40小时以内	
月休假		4~8天	
年休假	20天带薪年假	30天带薪年假	40天带薪年假
春节休假		3~5天	
卖场环境	安全、便捷、整洁	安全、便捷、整洁、品质	安全、便捷、整洁、品质、品味
商品管理	满足民生及时尚生活需求，一二线品牌商品；价格合理；便利店注重小单品、社区店注重小单品和中单品、仓储店注重大单品		
经营指标	至少3个点净利率	达到4个点净利率	达到5个点净利率
管理价值	制度管理	文化管理	文化管理
顾客价值	放心、信任	融入顾客生活	提供精神价值

资料来源：《中国企业家杂志》，平安证券研究所

随着社零增速趋缓及消费意愿变弱，线下传统零售商以 B 端收益补充 C 端流量下降的收益的老路难以为继。根据 wind 新闻、百年重百、步步高时间、商业观察家等公众号，今年以来零售商开启调改潮，以产品、服务、价格、体验打动消费者，回归零售本身，回到消费者需求：

- 2024年3月31日步步高开始调改，5月永辉超市开始调改，除了外部团队胖东来协助调改外，两家公司自己组建调改团队进行调改工作；重庆百货也持续调改门店，旗下新世纪超市计划2025年至少调改38家门店。
- 截止11月永辉超市自主调改门店已开业近20家，2025年春节前预计将增至40-50家；11月28日永辉超市全国调改项目负责人王守诚表示2025年永辉超市自主调改店拟超100家。据公司三季报，调改门店营收均有较大幅度的增长。
- 据商业观察家公众号，步步高透露自今年3月31日至今已调改8家门店，11月底第九家开业，并透露调改后80%新增客流是85后，新增客群更多来自于品质消费者和中高端消费群体，在长沙新增客流中27%来自友商（其中18%来自高端业态）。

各家调改门店的共通点是**精简和汰换 sku**，帮助消费者严选产品，门店动线和体验服务、货架适配度、环境明显优化，部分商品凭借供应链优势有更具吸引力的价格，通过价格和体验、服务吸引客流，以优质的产品转化和留住顾客，再以消费者反馈进一步优化产品、服务及运营，进而形成业绩的良好表现和正向循环。板块内建议关注永辉超市、重庆百货、家家悦、步步高等相关标的。

图表20 调改后门店：重庆百货新世纪超市(左)，永辉超市自主调改的重庆南坪店(中)，步步高调改门店(右)



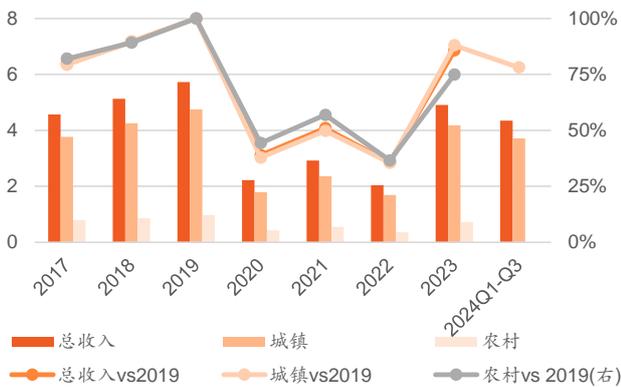
资料来源：线下实拍，步步高时间公众号，平安证券研究所

二、 体验消费正成长：出行趋势持续，OTA 稳健增长

2.1 出行：出行量继续稳步增长

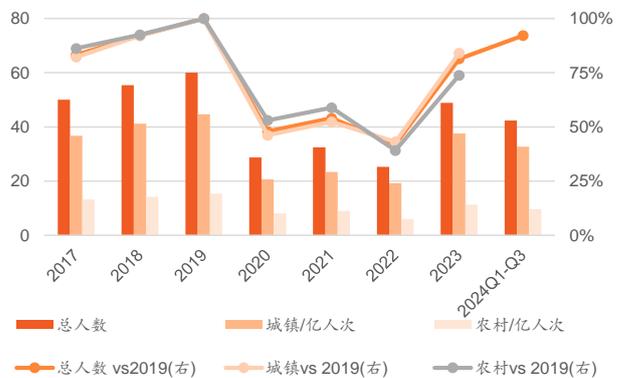
根据国内旅游抽样调查统计结果，2024 年前三季度，国内出游人次 42.37 亿，比上年同期增加 5.63 亿，同比增长 15.3%。Q1-Q3 国内出游人次分别为 14.19 亿、13.06 亿和 15.12 亿，同比分别增长 16.7%、11.8%和 17.2%。前三季度国内游客出游总花费 4.35 万亿元，比上年增加 0.66 万亿元，同比增长 17.9%。国内游整体在 2023 年较高基数基础上继续增长。

图表21 各年旅游收入及 vs2019 年情况(万亿元, %)



资料来源：文旅部，平安证券研究所

图表22 各年旅游人次及 vs2019 年情况(亿人次, %)



资料来源：文旅部，平安证券研究所

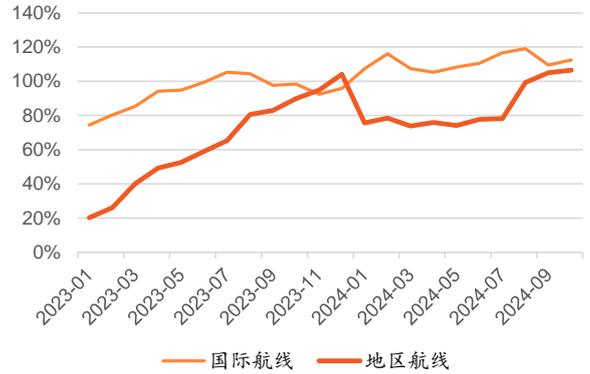
截止 2024 年 10 月我国民航客运量的国际和地区航线相较 2019 年前 10 月分别+11.41%和-17.04%；其中 10 月相较 2019 年分别+12%和+7%。

图表23 2023年来各黄金周假期较2019年同期恢复率(%)



资料来源：文旅部，平安证券研究所

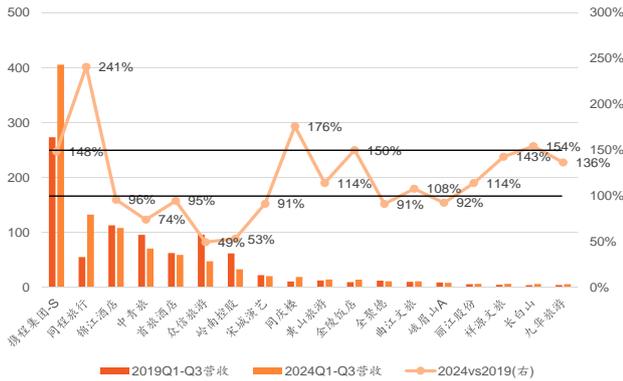
图表24 民航客运量(国际航线) vs2019年情况(%)



资料来源：民航局，平安证券研究所

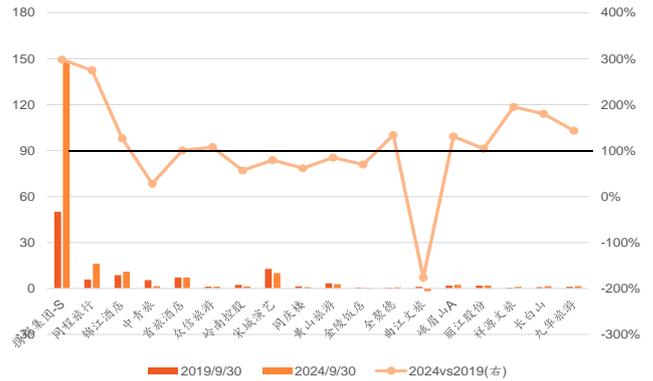
2023年收入超10亿的诸多上市旅企已基本恢复至2019年，携程、同程、同庆楼等在2023年恢复率基础上于2024前三季度进一步恢复。利润角度看携程、同程、锦江、首旅、峨眉山、长白山等公司在2024前三季度均超过2019年同期水平。

图表25 (收入>10亿)上市公司2024Q1-Q3收入及vs2019年情况(亿元, %)



资料来源：wind，平安证券研究所

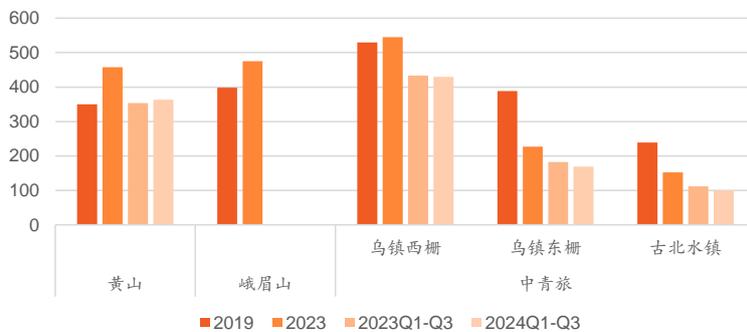
图表26 (收入>10亿)上市公司2024Q1-Q3利润及vs2019年情况(亿元, %)



资料来源：wind，平安证券研究所

2023年黄山、峨眉山及乌镇西栅接待游客量均超过2019年。2024前三季度中青旅旗下两景区游客量较去年同期有所回落。

图表27 景区接待游客量变化(万人次)



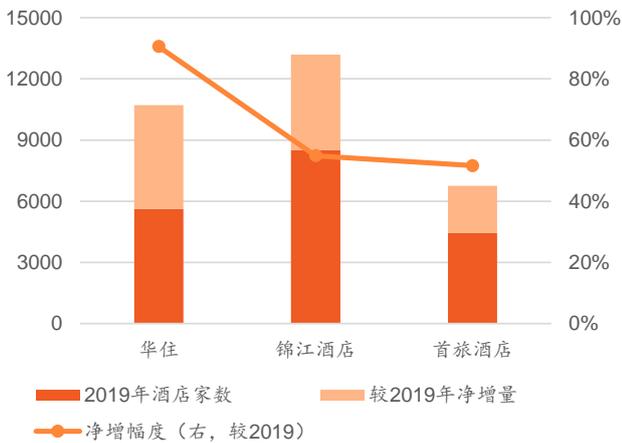
资料来源：各公司财报，平安证券研究所 注：峨眉山三季度未披露相应客流数据

2.2 酒店：华住在三大酒店集团中恢复最好

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

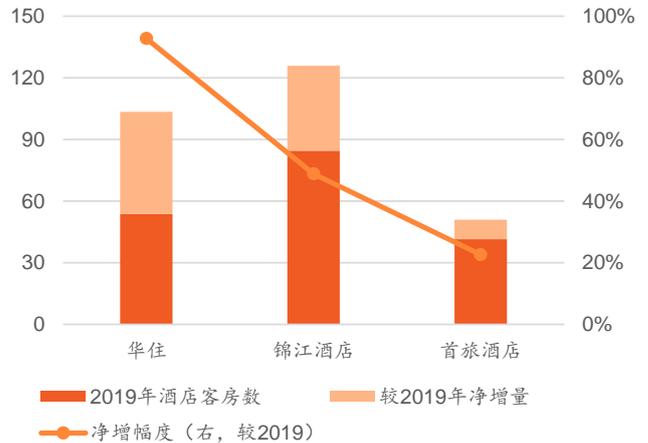
三大集团酒店开店速度明显快于行业，华住更是在疫情期间快速布局，把握窗口期快速扩大市场份额。截止 2024-9-30 华住、锦江、首旅三大酒店集团酒店数量分别为 10707、13186 和 6748 家，相较 2019 年增加幅度分别达到 90.58%、54.87%、51.64%，华住、锦江酒店客房增加幅度与酒店数量增幅基本一致。

图表 28 三大集团酒店数量 2024-9-30 相较 2019 年增加情况 (家, %)



资料来源：各公司财报，平安证券研究所

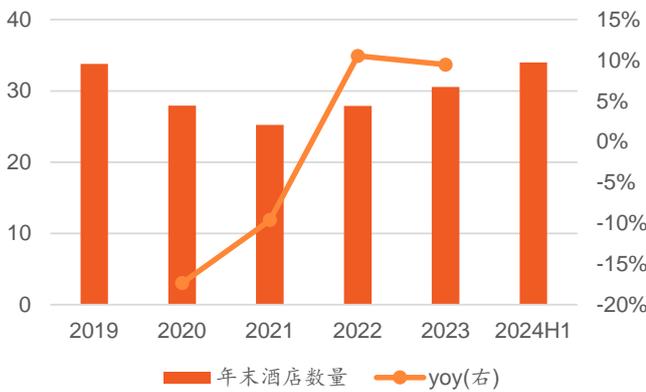
图表 29 三大集团酒店客房数 2024-9-30 相较 2019 年增加情况 (万间, %)



资料来源：各公司财报，平安证券研究所

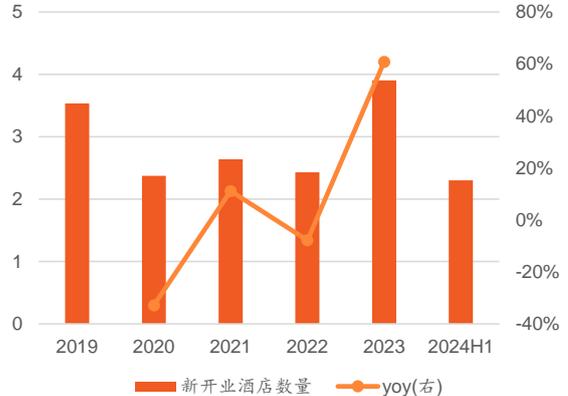
根据奥维云网，截止 2023 年末我国有 30.54 万家酒店，仍未回到 2019 年的 33.8 万家水平；2023 年新开业酒店近 4 万家，创下过去五年新高。2024H1 新开业酒店 2.3 万家，接近 2023 年全年开业门店量的 59%，截止期末 15 间客房及以上的酒店数量约 34 万家；新开业酒店房间规模为 100 万间，达到 2023 年全年开业房间量的 61%。

图表 30 我国酒店行业在运营酒店达 34 万家 (万家, %) *



资料来源：奥维云网，平安证券研究所 *注：2024H1 酒店数量对应是 15 间客房及以上的酒店，此前年份未明确具体标准，仅供趋势参考

图表 31 2023 年来酒店业持续快速开店 (万家, %)

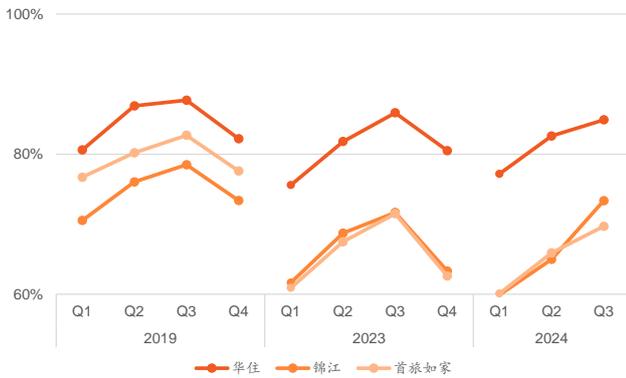


资料来源：奥维云网，平安证券研究所

2024 年以来尽管出行依旧火热，但游客的旅游花费略显理性；且 2023 年以来行业及三大酒店集团加速开店，供给增多，叠加宏观经济影响、商旅出行相对较弱，在 2023 年五一较高基数下，酒店 ADR (平均房价) 均价略有承压。

根据三大酒店集团财报，华住 OCC 恢复最好 (华住领先锦江、首旅约 10-20pct)，2023Q2-Q3 开始高基数，各家 OCC 有所回落，ADR 也有所下行，2024 年 Revpar 降幅逐季扩大，Q3 单季度华住、锦江、首旅 Revpar 分别-8.18%、-8.38%和-7.81%。

图表32 三大酒店集团中华住入住率恢复最好 (%)



资料来源：各公司财报，平安证券研究所

图表33 三大酒店集团中华住 Revpar 恢复最快 (较 2019 年同期比率, %)



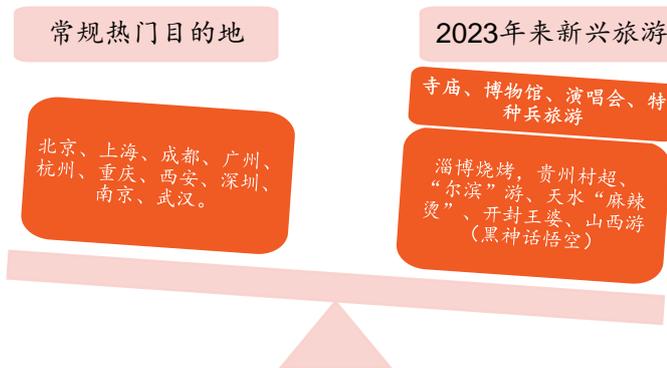
资料来源：各公司财报，平安证券研究所

后续随着供给回归正常节奏和市场化地进出，Revpar 有望企稳。

2.3 OTA：出行持续火热，OTA 更为受益

凭借国内强大的供应链能力和电商平台驱动，国人物质消费得到极大的丰富。疫情之后国人服务性消费和体验消费需求释放。旅游出行火热但与疫情前主流的打卡式旅游不同，游客更加注重体验（如深度参与和独特、小众的目的地出行），在传统旅游形式和旅游目的地之外，近年来寺庙、博物馆、演唱会等新的出行和旅游形态兴起，且热门旅游目的地散点分布、快速轮换。

图表34 旅游目的地变化



资料来源：平安证券研究所

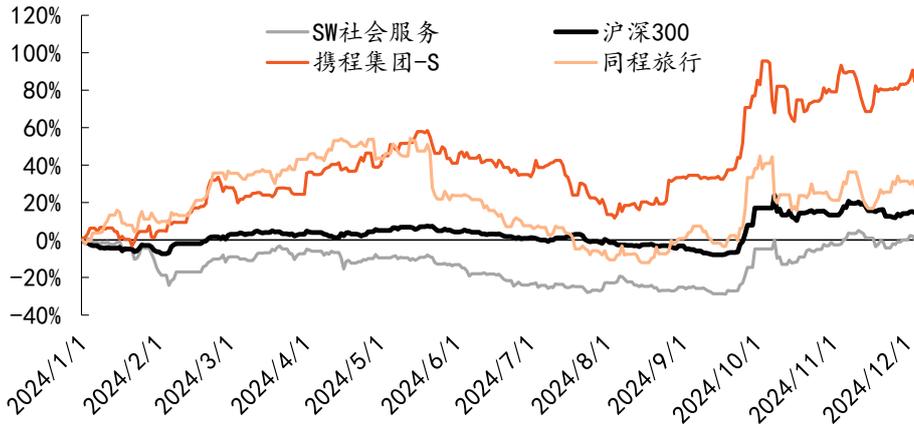
图表35 新的旅游形态与体验式旅行



资料来源：携程 2024Q3 业绩交流材料，平安证券研究所

酒店和景区位置固定，无法跟随热门目的地迁移，而成熟 OTA 边际扩张成本极低，更为受益。2023 年以来 OTA 股价表现明显好于指数。

图表36 OTA 股价表现明显好于指数 (截止 2024-12-06)



资料来源: wind, 平安证券研究所

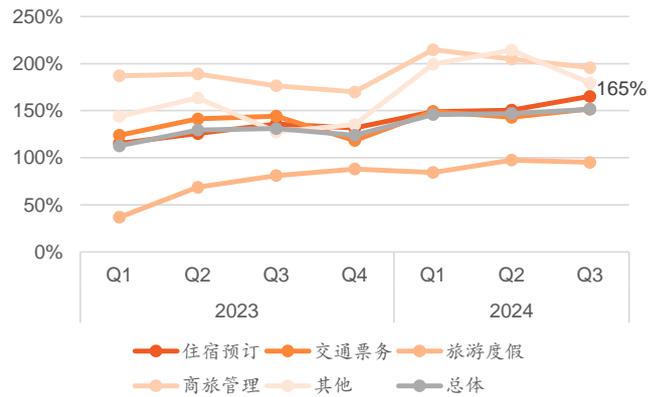
疫情发生后各行业线上化率进一步拉升, 且携程在疫情期间信誉度好, 同时行业格局好, 携程拥有突出的供应链壁垒, 出行行业 β 与携程 α 因素共同推动携程快速恢复。携程集团-S 2024Q3 收入为 2019 年同期的 151%, 其中利润率更高的住宿预订业务为 2019Q3 的 165%, 收入占比稳步提升至 42.78%。同程旅行交通和住宿预订业务也早已超过 2019 年同期。

图表37 携程季度收入及住宿预订业务占比 (亿元, %)



资料来源: 携程集团-S 财报, 平安证券研究所

图表38 携程高利润率的住宿预订业务稳步恢复 (% , 针对 2019 年同期的恢复率)



资料来源: 携程集团-S 财报, 平安证券研究所

图表39 同程季度收入及住宿预订业务占比 (亿元, %)



资料来源: 同程旅行财报, 平安证券研究所

图表40 同程交通、住宿预订也远超 2019 年同期 (%)



资料来源: 同程旅行财报, 平安证券研究所

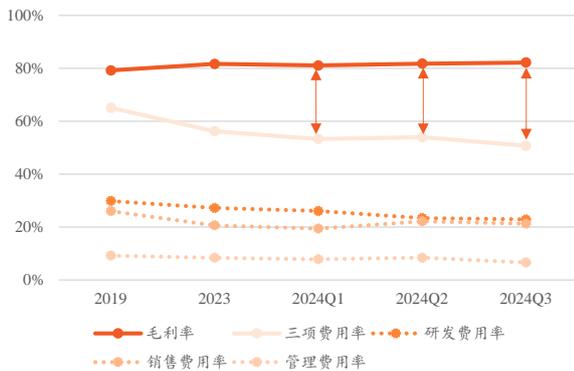
出行线上化率提升后，传统旅行社业务恢复不及行业。文旅部显示 2023 年我国出境游人次恢复至 2019 年的 56%，而根据众信旅游（出境游业务为主）年报，其 2023 年收入仅恢复至 2019 年的 26%（2019、2023 年对应收入分别为 126.77 亿元和 32.98 亿元）；随着出境游整体继续恢复，众信旅游 2024 年前三季度收入恢复至 2019 年同期的 49%（见图表 25）。预计线上化率仍将提升，线下旅行社份额将被进一步挤压。

2.4 携程：良好竞争格局，深耕供应链，运营效率提升

OTA 上游供应链（交通、住宿）分散，下游消费者也非常分散，OTA 平台借助互联网整合信息，链接上下游做好出行服务且具备双边规模效应。行业在 2017 年左右完成了基本的市场化整合，携程成为行业绝对龙头，在供应链和中高端消费者侧均有深厚积累（旅游供应链建设投入大、时间长且相对繁琐）。携程专注旅游，疫情期间携程持续维护供应链，加强消费者的信任建设（严格执行退款服务等），加固竞争壁垒，积累消费者认知、口碑，面对拥有巨大流量的内容平台时保有绝对优势。同时，一站式多环节服务（交通、酒店、攻略及内容呈现、签证等）集于一体，更加便利消费者。携程与同程分别定位一二线城市和中低线城市，人群有所区隔，不构成直接竞争。

此外，携程近年来借助数字化和精细运营使得运营效率明显提升，同时规模效应显现，运营费用率持续降低。

图表41 携程经营效率提升，费用率优化



资料来源：携程集团-S 财报，平安证券研究所

图表42 携程积极把握银发人群旅游



资料来源：携程旅行官网，平安证券研究所

新业务开拓：1）一方面携程忠实用户群体年龄上升，部分退休后的有钱有闲人群银发人群继续开启休闲之旅；另外，疫后有钱有闲的中老年群体注重自我人生体验，出行意愿增强，公司积极把握银发旅游。2）疫情期间携程依然维护供应链，尤其是海外供应链，疫情之后公司顺利开展出入境旅游业务，且近年来公司业务出海，凭借成本优势让利消费者和渠道，快速拓展海外市场。

前文已提及截止 2024-10 我国民航客运量的国际、地区航线较 2019 年前 10 月分别+11.41%和-17.04%，2024Q3 国际及地区航线合计恢复至 2019 年 Q3 的 92.46%。据携程 2024Q3 季报，出境酒店和机票预订已全面恢复至 2019 年同期的 120% 水平，跑赢国际及地区航线客流约 3 成。公司旗下国际 OTA 平台 trip.com 平台酒店和机票预订同比增长超过 60%。

携程作为一线 OTA 且在疫情期间积累了信用口碑，一方面受益国人出境游恢复，另一方面公司积极出海，参与国际旅客跨境游的相对蓝海市场，随着我国免签范围不断扩大（尤其对亚洲国家）、入境游配套政策不断完善、外籍人员来华的签证、国际航班、入境旅游支付、住宿等难点逐步便利，业务空间有望进一步打开。

图表43 2023年来我国出入境政策利好频出

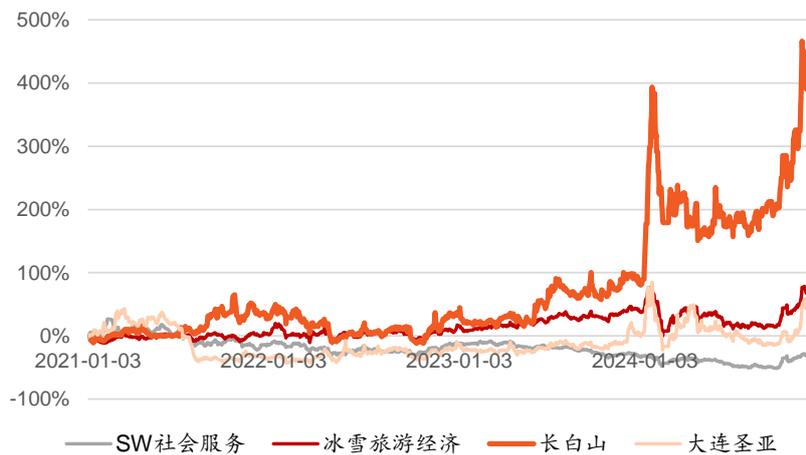
入境通关便利	入境签证便利	入境配套便利
<ul style="list-style-type: none"> 2023-1-8, 取消入境后集中隔离和核酸检测, 入境前48小时内核酸 2023-4-29, 48h内抗原检测代替核酸检测 2023-8-30, 取消入境前核酸或抗原检测 2023-11-1, 入境旅客免于填报海关健康申明卡 	<ul style="list-style-type: none"> 2023-3-25, 恢复各类入境签证 2023-7-26, 恢复对新加坡、文莱15日免签入境政策 2023-10-1, 中俄实施互免团体旅游签证 2023-11-17, 对挪威公民实施72h过境免签政策 2023-12-1, 试行对法国、德国、意大利、荷兰、西班牙、马来西亚为期一年的单方面15日免签; 马来西亚对我国公民实施入境30天内免签 2024-2-9, 我国和新加坡30日互免签证 2024-3-1, 我国与泰国30日内互免签证 2024-3-14, 扩大免签国家范围, 对瑞士、爱尔兰、匈牙利、奥地利、比利时、卢森堡6国免签至2024-11-30 2024-5-7, 延长对法国、德国、意大利、荷兰、西班牙、马来西亚、瑞士、爱尔兰、匈牙利、奥地利、比利时、卢森堡12国15日内免签政策至2025-12-31 2024-6, 宣布对新西兰、澳大利亚免签; 我国和澳大利亚双方同意发放3-5年多次入境签证 2024-9-30, 宣布对葡萄牙、希腊、塞浦路斯、斯洛文尼亚持普通护照人员试行免签政策(2024-10-15至2025-12-31期间) 2024-11, 宣布对斯洛伐克、挪威、芬兰、丹麦、冰岛、安道尔、摩纳哥、列支敦士登、韩国持普通护照人员2024年11月8日至2025年12月31日期间试行免签政策; 2024-11-30至2025-12-31, 对保加利亚、罗马尼亚、克罗地亚、黑山、北马其顿、马耳他、爱沙尼亚、拉脱维亚、日本持普通护照人员试行免签政策。 	<ul style="list-style-type: none"> 2023-8, 符合条件的入境申请者免采指纹 2023-9-20, 简化的新版中国签证申请表上线(减少7个大项、15个子项) 2023-9-27, 官方印发《关于释放旅游消费潜力 推动旅游业高质量发展的若干措施》, 提及实施入境旅游促进计划, 优化签证和通关政策, 恢复和增加国际航班, 完善入境旅游服务, 优化离境退税服务, 发挥旅游贸易载体作用 2023-12-11至2024-12-31期间来华签证费减免25% 2024-3-7, 《关于进一步优化支付服务提升支付便利性的意见》, 便利入境游客支付 2024-3-12, 中国饭店协会发布《关于便利外籍人员来华住宿服务的倡议书》

资料来源: 中新网, 新华社, 海关总署, 领事直通车公众号等, 平安证券研究所

2.5 其他出行消费: 冰雪旅游

除OTA外, 冰雪游在快速成长期, 哈尔滨亚冬会即将于2025年2月举办, 继续带动冰雪游发展。北京冬奥会成功举办后, 我国又实现了“带动三亿人参与冰雪运动”, 冰雪运动已经从小众运动逐步走向大众。2024年11月6日国务院办公厅印发《关于以冰雪运动高质量发展激发冰雪经济活力的若干意见》, 巩固和扩大“带动三亿人参与冰雪运动”成果, 以冰雪运动为引领, 带动冰雪文化、冰雪装备、冰雪旅游全产业链发展, 推动冰雪经济成为新增长点; 并提到到2027年和2030年我国冰雪经济总规模达到1.2万亿元和1.5万亿元。

图表44 2021年来冰雪旅游涨幅远远超过社会服务板块



资料来源: wind, 平安证券研究所

12月5日发改委发布《推动东北地区冰雪经济高质量发展 助力全面振兴取得新突破实施方案》, 推动东北地区冰雪资源优势转化为发展成效, 从着力提升冰雪旅游品质(具体包括建设高品质冰雪旅游目的地、丰富冰雪旅游消费场景、加强冰雪旅游市场开发、完善冰雪旅游交通设施、提升冰雪旅游服务水平、深化区域冰雪旅游合作)、加快发展冰雪运动(如广泛开展群众性冰雪运动、积极举办高水平冰雪体育赛事、加强冰雪运动场地设施建设)、积极发展冰雪文化产业(强化冰雪文化展示推广, 创新冰雪文化产品, 推动冰雪文化与红色文化、产业文化、各民族优秀传统文化融合发展)、培育壮大冰雪装备

器材等产业（如加强冰雪装备器材研发制造、加快冰雪装备器材推广应用、培育发展寒地特色产业）几个维度提出实施方案，涵盖旅游、运动、文化、设备器材、寒地测试、中药材、能源算力等细分产业发展。

冰雪旅游建议关注长白山、大连圣亚等。

图表45 11月6日国务院办公厅发布《关于以冰雪运动高质量发展激发冰雪经济活力的若干意见》

索引号: 000014349/2024-00090	主题分类: 卫生、体育\体育
发文机关: 国务院办公厅	成文日期: 2024年10月31日
标题: 国务院办公厅关于以冰雪运动高质量发展激发冰雪经济活力的若干意见	
发文字号: 国办发〔2024〕49号	发布日期: 2024年11月06日

国务院办公厅关于以冰雪运动高质量发展激发冰雪经济活力的若干意见
国办发〔2024〕49号

各省、自治区、直辖市人民政府，国务院各部委、各直属机构：

为巩固和扩大“带动三亿人参与冰雪运动”成果，以冰雪运动为引领，带动冰雪文化、冰雪装备、冰雪旅游全产业链发展，推动冰雪经济成为新增长点，经国务院同意，现提出如下意见。

一、总体要求

以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，深入贯彻党的二十大和二十届二中、三中全会精神，弘扬北京冬奥精神，牢固树立冰天雪地也是金山银山的理念，加快构建现代冰雪产业体系，到2027年，冰雪运动场地设施更加完善，服务水平显著提升，冰雪运动更加广泛开展，我国冰雪竞技国际竞争力进一步增强，冰雪经济总规模达到1.2万亿元。到2030年，冰雪经济主要产业链条实现高水平协调发展，在扩大就业、促进高质量发展等方面的作用更加凸显，冰雪消费成为扩大内需重要增长点，建成一批冰雪运动和冰雪旅游高质量发展目的地，“冰雪丝路”、中国—上海合作组织和冰雪体育示范区发展迈上新台阶，冰雪经济总规模达到1.5万亿元。

二、持续推动冰雪运动发展

（一）广泛开展群众性冰雪运动。深入实施冰雪运动“南展西扩东进”战略，推动冰雪运动在全国普及发展，丰富“全国大众冰雪季”等品牌活动内容，深入发掘群众喜闻乐见的民俗传统冰雪项目，因地制宜推进群众性冰雪赛事活动“一地一品”建设，引导群众参与适宜的冰雪运动。

（二）推动青少年冰雪运动发展。支持有条件的中小学校将冰雪运动纳入体育与健康课程专项运动项目，开展“运动队开放日”活

资料来源：中央人民政府网，平安证券研究所

图表46 12月5日发改委发布《推动东北地区冰雪经济高质量发展助力全面振兴取得新突破实施方案》

推动东北地区冰雪经济高质量发展助力全面振兴取得新突破实施方案

为深入贯彻习近平总书记关于东北全面振兴和冰雪经济发展的重要指示精神，切实践行“绿水青山就是金山银山，冰天雪地也是金山银山”理念，落实国务院关于激发冰雪经济活力的有关部署，推动东北地区冰雪资源优势转化为发展成效，制定本实施方案，实施期至2027年。

一、总体要求

以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，深入贯彻党的二十大和二十届二中、三中全会精神，完整准确全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，着力推动高质量发展，认真贯彻落实党中央、国务院关于推动东北全面振兴的决策部署，坚持发挥优势、锻长板，坚持市场主导、政府引导，立足东北地区冰雪资源禀赋，积极把握机遇，把冰雪经济作为新增长点，发展冰雪旅游、冰雪运动、冰雪文化、冰雪装备全产业链，努力打造世界级冰雪品牌和冰雪旅游胜地，将东北地区建设成为我国冰雪经济高地，有力促进东北全面振兴取得新突破。

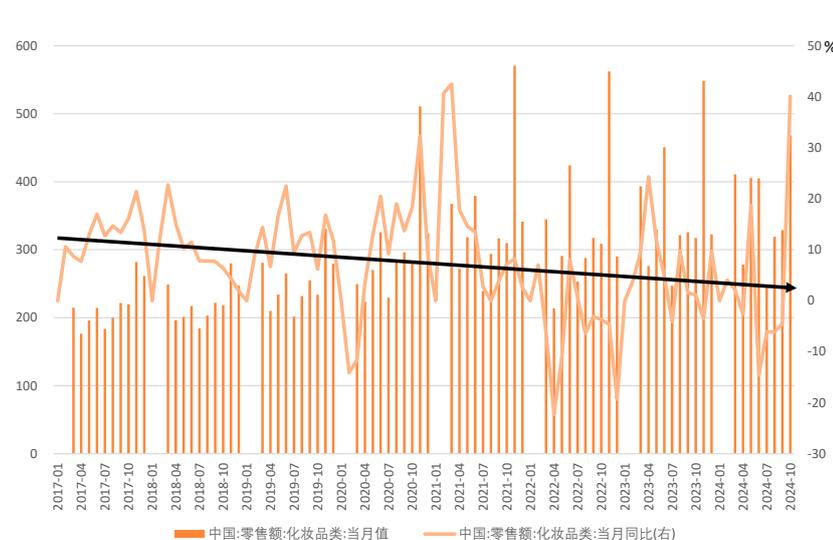
资料来源：发改委，平安证券研究所

三、美妆国货替代：行业增速放缓，国货美妆抢占份额

3.1 美业：行业增速放缓，大众美妆国货替代

根据国家统计局，2024年1-10月化妆品限额以上零售额同比微增3%至3563亿元，今年美妆行业大促虹吸效应显著，618和双11前置的5、10月均有高速增长，其余月份表现疲弱，特别是6-9月负增长。诸多美妆品牌宣布闭店和退出。

图表47 化妆品社零月度销售额及yoy（亿元，%）



资料来源：wind，国家统计局，平安证券研究所

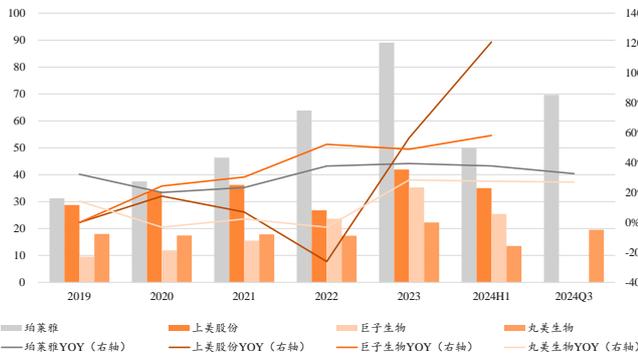
图表48 2024H1 美妆品牌闭店、退出情况

品牌名称	所属集团	关店时间	进入/成立时间	关闭原因	业态
COFFRET D'OR	花王集团	12月底彻底停产	2009年	停产	彩妆
AUBE	花王集团	8月底停止销售	1994年	停产	彩妆
BAUM&BOM	资生堂	8.10	2021年	天猫、抖音旗舰店，退出中国市场	高端护肤
韩佳秀	LG生活健康	7月	2016年	关停	高端护肤
香奈儿	—	7月	2022年	闭店、关停	护肤
PAUL&JOE	PAUL&JOE	6月末	2002年进入香港	退出香港市场	彩妆
Marc Jacobs	科蒂集团	6.30	2008年	关闭天猫旗舰店	香水
APVITA	PLUG	6.28	2020年	暂时关闭天猫旗舰店	护肤
NYX	欧莱雅集团	6.21	2019年	关闭天猫旗舰店	彩妆
浮气 Fomomy	—	6月	2018年	转让商标	彩妆
VNK	拉芳家化	6月	2017年	天猫、抖音旗舰店	彩妆
VCG&DEE SSK	—	5月	2023年	闭店清仓	香氛
Skandinavisk	—	4月	2020年	天猫旗舰店关闭	香氛
by terry	—	4月	2020年	被曝与美兰集团	彩妆
高丝	高丝集团	4月	1988年	关闭天猫旗舰店	护肤
黛摩诺克	—	3月	2018年	关闭天猫旗舰店	护肤
美福可	—	3月	2005年	资不抵债，破产清算	护肤
AdvanCell works	—	3月	2020年	关闭天猫旗舰店并停止运营	护肤
彼得罗夫	—	2.25	2010年	天猫旗舰店，被曝退出中国市场	护肤
贝玲妃	LVMH集团	2月	2007年	退出中国市场	彩妆
Matter of Fact	—	2月	2019年	解雇所有员工，关闭天猫、京东旗舰店	护肤
IPSA	资生堂	2月	2004年	旗下大规模撤柜	护肤
OHUI	LG生活健康	1月	2005年	中国线下专柜全部关闭	高档护肤
肌肤巨理	科蒂集团	1月	2017年	天猫旗舰店关闭	护肤

资料来源：联商网，平安证券研究所

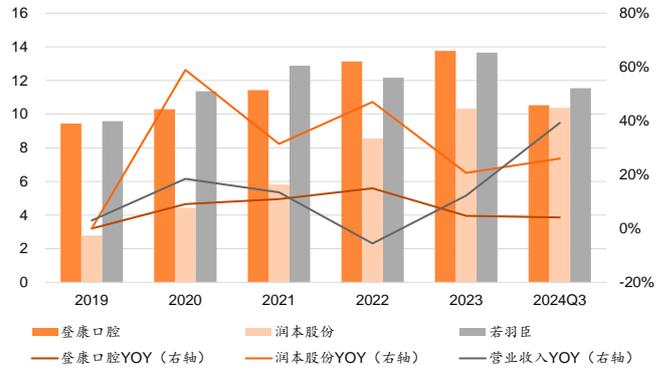
尽管行业增长放缓，但国货龙头美妆公司（珀莱雅、上美股份、巨子生物、丸美股份等）有不错的业绩增长，均是在变化的环境、渠道、消费需求下做好应变。2024 年前三季度珀莱雅、丸美股份收入分别增长 32.72%和 27.07%；对应归母净利润也分别增长 33.95%和 37.38%。细分领域龙头如登康口腔、润本股份、若羽臣等也均有不错表现。

图表49 头部国货美妆业绩表现亮眼（亿元，%）



资料来源：wind，各公司财报，平安证券研究所

图表50 细分领域龙头同样有不错表现（亿元，%）



资料来源：wind，各公司财报，平安证券研究所

双 11 美妆品牌回归，白牌落榜。根据天猫大美妆，珀莱雅从预售首日至今一直位列天猫快消及美妆榜单 TOP1，实现“十连冠”。据青眼情报，抖音同样是知名成熟品牌位居榜单前列。同时，尽管国际品牌在双 11 大促中同样有较大促销力度，但国货头部品牌珀莱雅、可复美、韩束品牌在各项榜单中均获得优秀排名。近年来国货头部品牌以更优的价格、不输的产品品质赢得消费者青睐，持续抢占大众美妆市场份额。

图表51 天猫双十一美妆各阶段排行榜

	预售首日	预售首日	预售累计	预售累计	预售累计	抢先购首日	抢先购累计	抢先购成交榜	狂欢节日	双11累计	双11累计
	10.14	-10.14	(10.14-15)	(10.14-16)	(10.14-17)	10.21	(10.21-23)	(10.21-24)	10.31	(10.21-11.3)	(10.21-11.11)
1	珀莱雅	珀莱雅	珀莱雅	珀莱雅	珀莱雅	珀莱雅	珀莱雅	珀莱雅	珀莱雅	珀莱雅	珀莱雅
2	巴黎欧莱雅	巴黎欧莱雅	巴黎欧莱雅	巴黎欧莱雅	巴黎欧莱雅	兰蔻	兰蔻	兰蔻	巴黎欧莱雅	兰蔻	巴黎欧莱雅
3	修丽可	修丽可	修丽可	修丽可	兰蔻	巴黎欧莱雅	巴黎欧莱雅	巴黎欧莱雅	雅诗兰黛	巴黎欧莱雅	兰蔻
4	可复美	兰蔻	兰蔻	兰蔻	雅诗兰黛	雅诗兰黛	雅诗兰黛	雅诗兰黛	兰蔻	雅诗兰黛	雅诗兰黛
5	兰蔻	可复美	可复美	可复美	修丽可	修丽可	修丽可	修丽可	海蓝之谜	海蓝之谜	海蓝之谜
6	娇兰	雅诗兰黛	雅诗兰黛	雅诗兰黛	赫莲娜	赫莲娜	海蓝之谜	海蓝之谜	赫莲娜	修丽可	赫莲娜
7	优时颜	娇兰	优时颜	优时颜	海蓝之谜	海蓝之谜	赫莲娜	赫莲娜	肌肤之玥	赫莲娜	修丽可
8	雅诗兰黛	优时颜	娇兰	娇兰	玉兰油	玉兰油	玉兰油	SK-II	修丽可	SK-II	SK-II
9	玉兰油	玉兰油	玉兰油	玉兰油	可复美	薇诺娜	SK-II	玉兰油	薇诺娜	玉兰油	薇诺娜
10	薇诺娜	理肤泉	薇诺娜	薇诺娜	薇诺娜	可复美	薇诺娜	肌肤之玥	玉兰油	肌肤之玥	玉兰油
11	理肤泉	赫莲娜	赫莲娜	赫莲娜	娇兰	娇兰	娇兰	娇兰	SK-II	薇诺娜	肌肤之玥
12	赫莲娜	薇诺娜	理肤泉	理肤泉	肌肤之玥	SK-II	肌肤之玥	薇诺娜	娇韵诗	娇兰	娇兰
13	海蓝之谜	海蓝之谜	海蓝之谜	海蓝之谜	SK-II	肌肤之玥	可复美	可复美	可复美	可复美	可复美
14	肌肤之玥	肌肤之玥	肌肤之玥	肌肤之玥	娇韵诗	娇韵诗	娇韵诗	娇韵诗	圣罗兰	娇韵诗	娇韵诗
15	欧诗漫	欧诗漫	欧诗漫	娇韵诗	科颜氏	科颜氏	科颜氏	圣罗兰	资生堂	圣罗兰	圣罗兰
16	娇韵诗	娇韵诗	娇韵诗	欧诗漫	圣罗兰	圣罗兰	圣罗兰	科颜氏	娇兰	科颜氏	科颜氏
17	SK-II	资生堂	资生堂	蜜丝婷	资生堂	觅光	觅光	资生堂	科颜氏	资生堂	资生堂
18	资生堂	蜜丝婷	科颜氏	科颜氏	理肤泉	资生堂	资生堂	理肤泉	后	理肤泉	理肤泉
19	科颜氏	科颜氏	蜜丝婷	资生堂	优时颜	理肤泉	理肤泉	雅萌	理肤泉	自然堂	自然堂
20	圣罗兰	SK-II	SK-II	SK-II	伊丽沙白雅顿	优时颜	优时颜	优时颜	彩棠	伊丽沙白雅顿	伊丽沙白雅顿

资料来源：天猫大美妆、化妆品观察公众号，平安证券研究所

图表52 10月抖音、天猫美妆品牌排名

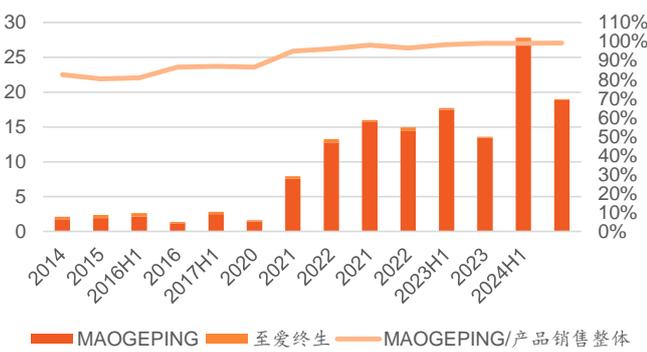
10月抖音美容护肤品类TOP10品牌榜				天猫10月美妆护肤类目品牌榜				天猫10月彩妆香水类目品牌榜			
排序	总榜	自播榜	达播榜	排名	品牌	销售额 (亿元)	同比	排名	品牌	销售额 (万元)	同比
1	珀莱雅	韩束	珀莱雅	1	珀莱雅	12.06	647.7%	1	肌肤之钥	22882.7	332.3%
2	韩束	珀莱雅	可复美	2	欧莱雅	10.35	665.1%	2	圣罗兰	21341.0	503.7%
3	欧莱雅	雅诗兰黛	韩束	3	兰蔻	6.72	1286.1%	3	彩棠	16342.6	950.0%
4	可复美	自然堂	欧莱雅	4	修丽可	6.08	1084.4%	4	蜜丝婷	15175.0	761.7%
5	后	赫莲娜	后	5	OLAY	5.49	628.3%	5	NARS	13346.6	303.8%
6	赫莲娜	欧莱雅	SK-II	6	薇诺娜	5.25	416.8%	6	3CE	13152.8	330.1%
7	雅诗兰黛	薇诺娜	娇韵诗	7	可复美	4.94	1740.5%	7	雅诗兰黛	11661.9	774.9%
8	SK-II	玉兰油	赫莲娜	8	雅诗兰黛	4.90	1260.3%	8	毛戈平	10780.8	601.4%
9	海蓝之谜	海蓝之谜	DCEXPOT	9	海蓝之谜	3.64	760.9%	9	花西子	9659.5	266.0%
10	娇韵诗	谷雨	资生堂	10	科颜氏	3.60	760.7%	10	卡姿兰	8325.1	5.8%

资料来源：青眼情报，平安证券研究所

3.2 高端品牌毛戈平快速成长

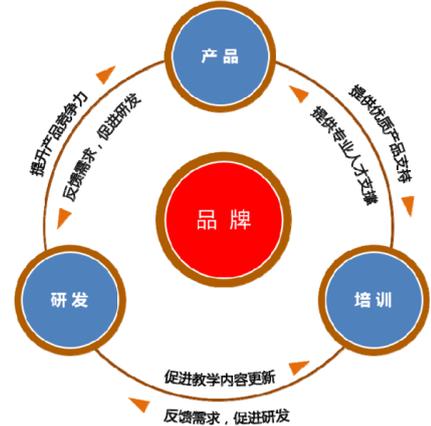
12月10日毛戈平上市交易，公司创始人毛戈平先生早年刻画了系列家喻户晓的经典影视人物艺术形象，同名品牌MAOGEPING作为高端国货品牌在国内有广泛的群众认知基础。2024H1公司收入19.72亿元，其中商品销售19亿元，培训业务0.72亿元；培训业务一方面作为销售渠道，另一方面也同线下专柜顾问、线上销售一同为产品提供反馈进而推动产品迭代和打磨。上半年归母净利润为4.92亿元，同比增长41.02%。

图表53 毛戈平公司各品牌收入 (亿元, %)



资料来源：毛戈平公司历次招股书，平安证券研究所

图表54 毛戈平公司产品销售、培训业务与研发协同闭环



资料来源：毛戈平公司招股书，平安证券研究所

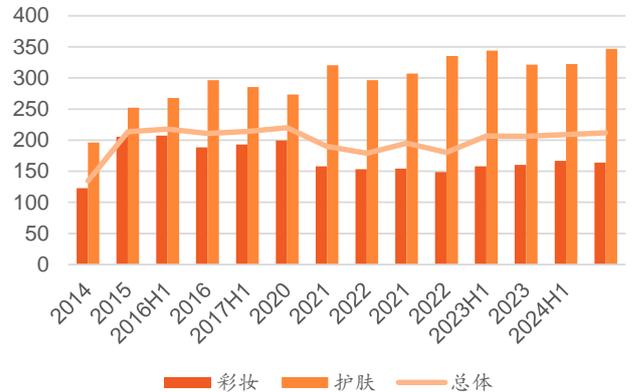
公司2000年成立以来，持续以光影美学结合东方美学理念打造产品，主品牌MAOGEPING/商品销售收入约99%（另一品牌至爱终生当前处在调整阶段，重新确定市场定位、启动有针对性的战略，开辟新的成长曲线）。商品类别看，公司在彩妆业务基础上快速拓展了护肤品类（养肤以更好呈现化妆效果），目前护肤业务占比已升至40%以上，护肤业务销售均价约是彩妆产品均价的2倍左右。

图表55 毛戈平公司护肤、彩妆销售情况（亿元，%）



资料来源：毛戈平公司历次招股书，平安证券研究所 *注：护肤收入比例为护肤收入占商品销售收入的比例

图表56 毛戈平公司护肤、彩妆销售均价（元/件）



资料来源：毛戈平公司历次招股书，平安证券研究所

本次公司招股募集资金在业务层面将用于扩大线上、线下销售渠道，进行品牌建设活动、海外扩张及收购，加强生产和供应链能力以及增强产品设计和开发能力，此外也将继续拓展化妆品艺术培训业务，少部分资金用于运营及信息基础设施数字化。

四、投资建议

传统零售模式调改，回归消费需求本身，值得期待。 经过多年高速增长和线上化渗透后线上增速放缓，网上实物零售额占社零中商品零售总额比例攀升至接近 30%左右，线上高流量成本和当前消费意愿也难以支撑存量线上业态高速增长。电商平台开始回归消费需求本身，互相打通流量与支付，发挥各自优势为消费者服务，建议关注**阿里巴巴**；经受多年线上冲击后线下传统零售商过往模式难以为继，变则生，在此驱动下传统零售商纷纷开启调改，本轮零售商严选产品+优化服务，改善效果显著。建议关注**永辉超市、重庆百货、家家悦、步步高**等相关标的。

体验消费快速成长，关注 OTA 及冰雪旅游。 1) 酒店业后续随着供给回归正常节奏和市场化地进出，Repar 有望企稳，**华住 Reper** 在三大连锁酒店集团中恢复最优，且扩张最快，建议关注。2) **OTA** 行业经历过前期市场化整合后当前竞争格局好，龙头企业**携程集团**有坚实的供应链壁垒和高粘性的中高端用户群体，多年来在供应链、服务水平、运营效率方面持续深耕和优化；同时，携程轻资产运营、迅速应变旅游目的地轮动，高利润率的住宿预订业务占比提升，享受体验消费快速成长的β和自身供应链、消费者端高壁垒的α及业务结构优化，建议关注；同时也建议关注同样受益出行β的 OTA 平台**同程旅行**。3) **冰雪经济**未来规模成长至万亿规模，2025 年 2 月哈尔滨将举办亚冬会，建议关注**冰雪旅游长白山、大连圣亚**等。

大众美妆国货抢占市场份额，高端美妆公司毛戈平将上市。 国内美妆市场增速放缓，从高端驱动转变至大众品驱动为主，**国货美妆龙头品牌**以更优的价格和不输的产品品质、叠加快速响应市场及渠道变化的运营能力抢占市场份额，建议关注**珀莱雅、上美股份、润本股份、巨子生物、丸美股份**等。另外 12 月 10 日**高端美妆公司毛戈平**上市交易，公司为国内少数专注高端美妆品牌的玩家，以光影美学和东方美学理念打磨产品，近年来在彩妆基础上快速扩展了更高销售均价的护肤品类，从线下专柜顾问、培训学校师生、线上渠道多方面搜集消费者反馈迭代和研发产品，建议关注。

投资建议：我们筛选行业内处于变革期——以消费者需求为导向调整的传统零售公司、线上平台，处于快速成长期的出行行业受益者 OTA 及冰雪经济，以及不断抢占大众美妆市场的国货龙头公司，建议关注对应相关标的：阿里巴巴，永辉超市、重庆百货、家家悦、步步高；携程集团-S、同程旅行，长白山、大连圣亚等；珀莱雅、上美股份、润本股份、巨子生物、丸美股份等，以及即将上市的高端美妆国货企业毛戈平。

图表57 重点公司估值情况（元，元/股）

公司名称	股票代码	股价/元		EPS/元			PE				评级
		2024/12/6	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
中国中免*	601888.SH	70.56	3.25	2.66	3.18	3.63	21.74	26.49	22.19	19.44	推荐
珀莱雅	603605.SH	92.22	3.01	3.91	4.80	5.82	30.64	23.59	19.21	15.85	推荐
润本股份	603193.SH	22.30	0.56	0.78	0.97	1.18	39.82	28.62	22.99	18.90	推荐
爱美客	300896.SZ	212.90	6.14	6.80	7.95	9.08	34.67	31.31	26.78	23.45	推荐
携程集团-S	9961.HK	542.00	16.31	26.32	28.19	32.41	33.23	20.59	19.23	16.72	未评级
同程旅行	0780.HK	18.38	0.75	0.93	1.20	1.53	24.49	19.75	15.27	12.00	未评级
长白山	603099.SH	48.86	0.52	0.64	0.80	0.96	93.96	76.80	61.42	51.01	未评级
华住集团-S	1179.HK	25.95	1.38	1.28	1.50	1.62	18.81	20.24	17.33	15.99	未评级
锦江酒店	600754.SH	26.07	0.94	1.19	1.32	1.54	27.73	21.91	19.81	16.94	未评级
首旅酒店	600258.SH	14.77	0.71	0.76	0.86	0.98	20.74	19.50	17.15	15.05	未评级
上美股份	2145.HK	34.95	1.28	2.40	3.15	3.89	27.30	14.55	11.10	8.99	未评级
丸美生物	603983.SH	29.49	0.65	0.91	1.16	1.43	45.37	32.42	25.45	20.61	未评级
巨子生物	2367.HK	51.30	1.63	2.07	2.65	3.28	31.41	24.81	19.39	15.62	未评级
华熙生物	688363.SH	59.26	1.23	1.22	1.60	1.95	48.18	48.71	37.07	30.44	未评级
贝泰妮	300957.SZ	49.28	1.79	1.88	2.39	2.81	27.53	26.15	20.62	17.56	未评级
永辉超市	601933.SH	5.62	-0.15	-0.02	0.04	0.08	(37.47)	(288.21)	138.77	69.04	未评级
重庆百货	600729.SH	29.94	3.31	2.82	3.04	3.28	9.05	10.64	9.84	9.13	未评级
家家悦	603708.SH	10.87	0.25	0.33	0.36	0.45	43.48	33.38	29.97	24.31	未评级
阿里巴巴	BABA.N	85.93	0.50	0.85	0.95	1.30	172.15	100.55	90.51	65.87	未评级

资料来源：wind，平安证券研究所 注：1）未评级公司采用wind一致预期，股价及eps的单位“元”均对应上市市场的货币，如港股上市对应为hkd，美股上市对应为usd，A股对应为人民币元；2）“中国中免*”为考虑中免Q3经营不及预期，我们Q3季报未做点评，数据为wind一致预期；3）阿里巴巴财年为上年Q2至当年Q1，即2024财年情况已与今年5月披露了截止今年Q1的情况，故2024E-2026E为2025至2027财年预测情况

五、风险提示

- 1、宏观经济不及预期，影响可支配收入及消费意愿。如宏观经济环境不及预期，则居民对包含旅游零售、美妆医美、旅游出行等在内的消费意愿将受影响。
- 2、政策发生较大变化。出入境政策、电商及跨境电商政策、美妆政策等如发生较大变化，相关领域企业可能不能及时应对而受到影响。
- 3、市场竞争激烈，运营不及预期、新品推广不及预期、新渠道拓展不力。新消费相关领域进入门槛相对较低，市场竞争相对充分，如相关主体运营或调改情况不及预期、新渠道拓展不力、新品推广不及预期，竞争力有下降风险。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

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

行业投资评级：

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

公司声明及风险提示：

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

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

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

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

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

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

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

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

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融
融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼
丽泽平安金融中心 B 座 25 层