

证券研究报告|行业投资策略报告
商贸零售行业
行业评级 强于大市（维持评级）
2025年1月6日



2025年度商社板块策略：

政策提振预期，情绪价值消费崛起

证券分析师：

赵雅楠 执业证书编号：S0210524050007

高兴 执业证书编号：S0210522110002

李昊臻 执业证书编号：S0210524100002

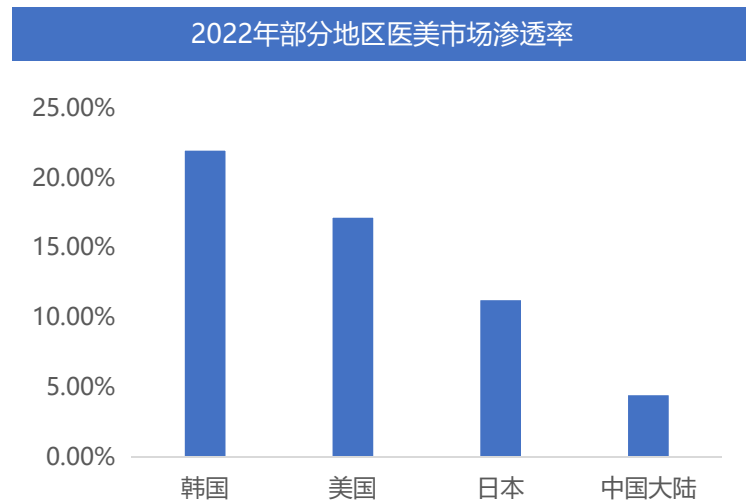
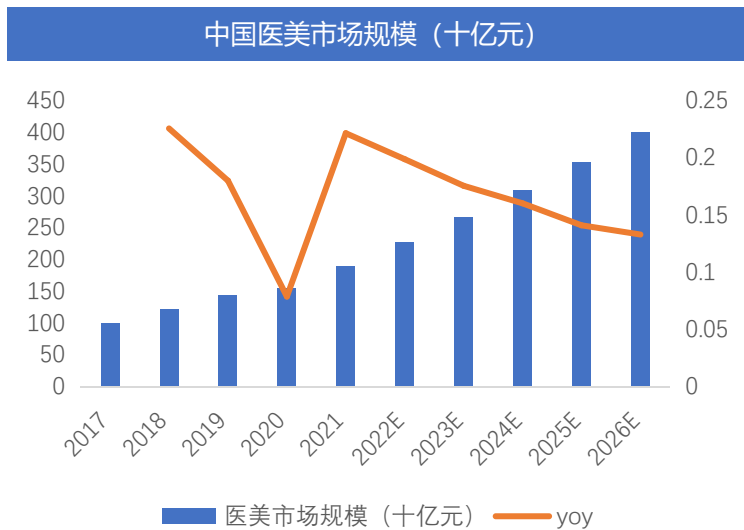
请务必阅读报告末页的重要声明

- **2024年商贸零售、社会服务、美容护理板块涨幅分别为13.7%/-5.1%/-10.3%**。受益于情绪价值消费崛起，商贸零售板块年内涨幅排名全行业第7，社会服务和美容护理板块年内涨幅排名全行业第24、29，弱于大盘表现。
- **美护**：美护板块近两年经过板块调整，具有估值性价比；在双十一等电商节表现催化下，头部品牌国货替代和龙头份额提升逻辑，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：**巨子生物，上美股份，锦波生物，朗姿股份**。
- **零售**：“Z世代”成为消费市场中坚力量驱动消费趋势变化，以谷子经济为代表情绪价值消费热度持续提升，建议关注**泡泡玛特、名创优品**；传统零售商积极改革，优化供应链和商品品类结构，建议关注**永辉超市**。
- **社服**：1) 消费偏好变迁下情绪价值消费占比提升，旅游是重要的情绪价值消费形式有望持续受益，建议关注**携程集团、同程旅行**；政策推动旅游供给侧质量提升，旅游资产并购整合带动上市公司估值提升，建议关注**西域旅游、祥源文旅**；2) 政策催化预期改善，顺周期消费弹性具有空间，人服板块预期先行、与经济周期强相关，建议关注**科锐国际、北京人力**，酒店板块逐步摆脱高基数效应影响，供给增速回落有望带动明年经营环境改善，建议关注**锦江酒店、华住集团、首旅酒店**。
- 风险提示：终端消费疲软，品牌形象风险，拓店不及预计风险等

- 美护：市场规模稳增，需求多样化驱动增长
- 零售：消费刺激政策加强，传统零售商持续变革
- 社服：旅游热度延续，政策提振消费预期
- 投资建议&风险提示

1.1、医美行业市场规模平稳增长，医美渗透率进一步提升

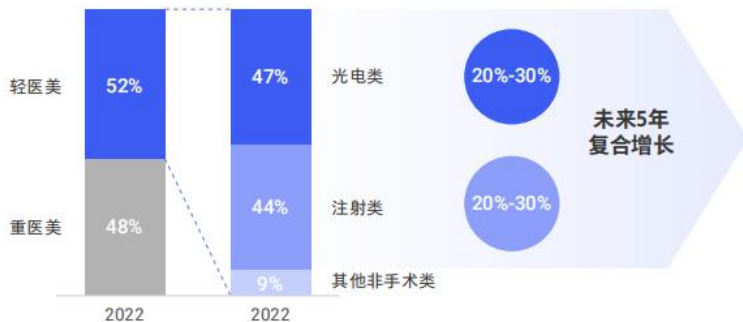
- **中国医美行业整体呈现较为平稳健康的成长趋势。**根据腾讯营销洞察&美业观察《发现健康新消费-腾讯2024年度轻医美消费趋势白皮书》，中国医疗美容市场自2017年起，以每年17.5%的复合增长率增长至2021年的近1,900亿规模，而从2022年起，预计后续增长稍有放缓，以每年15.2%的复合增长率持续增长，预计2026年整个医美市场将达到近4,000亿的市场规模，较2021年规模翻番。
- **长期来看医美行业渗透率提升。**2022年中国医美项目渗透率为4.5%，较日本11.3%、美国17.2%和韩国22.0%仍有较大提升空间在2023年医美终端消费仍处于复苏节奏中、消费需求自然增长速度略缓的背景下，市场更加认可新品布局带来的驱动作用。



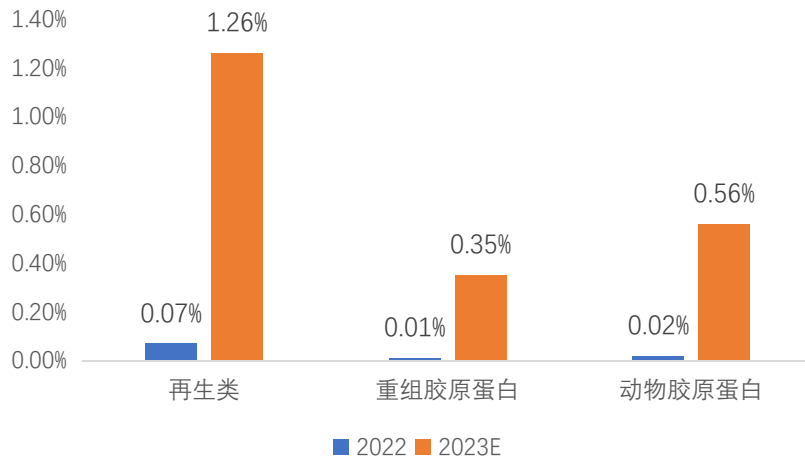
1.2、轻医美市场规模迅速扩张，新兴赛道渗透率逐步提升

- **轻医美发展迅速，已超一半市场规模。**至2022年轻医美贡献整体医美市场超过一半的市场规模，成为医美中主流的美容方式，其中光电类、注射类是主要的项目构成，且预计未来5年的仍能呈现20%-30%的高复合增长率。其中在稳步发展的轻医美市场中，针剂类（如玻尿酸、除皱/瘦脸针、再生注射）、光电抗衰（热玛吉、超声类）具备高关注和兴趣度。
- **从消费习惯来看，医美项目消费一般从低价、无创微创项目开始循序渐进，**如：基础的光电项目、注射类的水光/肉毒项目，后续随着消费者认知加深、年龄增长以及消费能力提升，其消费的医美项目价位带会逐步上移、功效性更加多样，如：注射类的中高端玻尿酸、再生类、胶原蛋白等产品，并从单一项目治疗向多项目联合疗程转变。因此医美行业各个细分赛道渗透率水平以及增长斜率会表现出一定差异，“大众化”产品消费人群会逐渐尝试“新兴”赛道，带动新产品类目人群渗透率提升。

轻医美细分占比

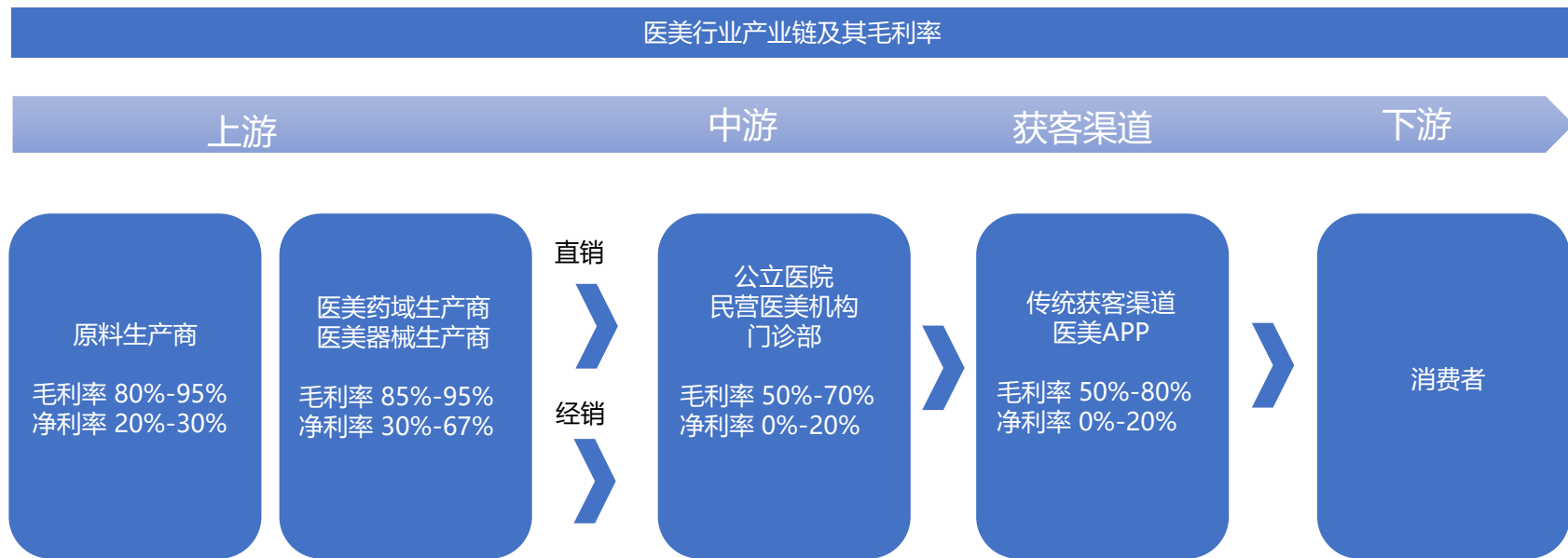


医美新兴产品赛道渗透率



1.2、医美行业产业链及各环节分布

- **医美产业链**可分为上游产品和器械、中游服务机构、下游获客平台，上下游格局相对稳定，而中游环节以私立民营为主，目前处于群雄逐鹿的品牌力迸发期。医美上游在大部分药品按三类医疗器械证监管，加之光电仪器技术门槛较高的基础上，龙头效应凸显；下游垂类平台中，新氧凭借亿级下载量亦遥遥领先。上游医美耗材、原料生产商从事透明质酸、肉毒素、胶原蛋白等原料及终端产品的生产，由于行业技术壁垒较高，是医美产业链中毛利率最高的一环；医美器械制造商主要从事激光美容器械的研发和生产。中游医美机构，包括公立医院的整形外科、皮肤科，以及民营医疗美容机构。



1.3、未来需要关注上游厂商的产品矩阵和竞争力

- 上游厂商都在打造完整的产品矩阵，未来需要关注产品矩阵丰富度和竞争力。22-23年大单品上新有限，多为光电类仪器，华东利拉鲁肽作为国内首个减肥适应症GLP-1产品受关注。2024-25年多款新品有望贡献增量，如爱美客-肉毒素、华东医药-玻尿酸/再生产品伊妍仕M型、昊海生科第四代有机交联玻尿酸、复锐医疗科技-长效肉毒/玻尿酸等。

各医美公司核心产品矩阵

	20年及以前	2020年	2021年	2022年	2023年	2024-2025年	2025-2026年及以后
爱美客	嗨体颈纹针(17.1)	嗨体熊猫针(20.6)	濡白天使(21.8) 太活泡泡针(21.5)		如生天使	1)医用含聚乙烯醇凝胶微球的透明质酸钠(24E) 2)逸美1+1(面部适应症-24E) 3)利多卡因丁卡因乳膏 4) 第二代埋线线 5)肉毒素(已做完临床11期)	1)司关格鲁肽 2)去氧胆酸注射 3)透明质酸酶 4)Density(射频)和Linearz(高强度聚焦超声)
华东医药	Ellanse少女针(海外)		伊妍仕少女针(21.8) Maili玻尿酸(欧洲)	酷雪美容仪(2.3) 面部皮肤管理设备 Preime DermaFacial(22.9 欧洲)	1)Reaction芮 艾堤双级射频仪(23.6) 2)利拉鲁肽减肥适应症(23.7) 3) 面部皮肤管理设备 Preime DermaFacial(23E国内)	1) Maili Extreme玻尿酸(23年8完成中国临床试验受试者主要疗效指标的收集) 2)伊妍仕M型(临床试验, 24-25E) 3) 面部皮肤管理设备3) 埋线产品Silhouette Instalift 4) V20仪器(23.9)注册申请获受理, 24-25E)	1)多款光电仪器、注射类产品 2)YY001重组A型肉毒素 3)代理韩国ATGC-110肉毒素产品
华熙生物	润百颜玻尿酸	润致娃娃针(20.7)	润致双子针(21.5)			两款水光类产品.单相填充剂	
锦波生物			薇旖美(21.9)		重组胶原蛋白溶液(23年8月获批)	(妇科用)重组I1型人源化胶原蛋白冻干纤维	
昊海生科	海薇、姣兰	海魅(20.8)			有机交联玻尿酸产品(23年底至24H1获批) 姣兰肩部适应症(23.2)	昊海参股Eirion约15%股权, Eirion肉毒素产品(注射用肉毒素ET-01&鱼尾纹适应症的涂抹肉毒素A1-09预计25年美国上市)	
复锐医疗科技	核心光电仪器 Prophilos透明质酸钠溶液(海外)		ALMA DUO 男性健康产品(海外)	ALMA TED脱发治疗仪器 Opus颈纹治疗仪器		Prophilos玻尿酸(24E)、长效肉毒素产品(24E)	溶脂针产品

1.3、再生材料是未来长期探索的方向

- **生物再生材料是医美领域的前沿探索方向。** 随着求美者抗衰需求的不断延伸和深化，催生出更加精细化的再生医美产品，会有更多的再生材料从实验室、医疗端，逐渐拓展至医美端，为再生医美产品的丰富和功效优化提供了源源不断的动力。

再生医美材料盘点

材料	优势	不足
左旋聚乳酸	刺激成纤维细胞和胶原蛋白产生弹性纤维等，效果自然，持续时间长	需少量多次注射，即刻填充效果不如传统填充材料
聚己内酯	注射后可刺激自体胶原蛋白再生，效果自然	降解时间长，注射后脸部会有红肿，少数会有淤青
PMMA	刺激人体胶原蛋白生长，达到支撑效果持久的作用	在体内难以降解
PVA	注射后在骨膜表面形成一层保护膜，多次注射后不断刺激人体胶原蛋白新生	在体内难以降解
羟基磷灰石	发展成熟，能促进人成纤维细胞增殖和促进I型、III型胶原蛋白新生，还可以促进弹性纤维和弹性蛋白形成	应用范围比较局限，一般只能用于皮下骨面，不能用于皮肤的各个层次
人源细胞外基质	具有即刻填充、长效自然双重优势，有利于细胞的粘附迁移、分化，再生诱导性强，同时减少了免疫原性	需解决规模化生产难题，降低生产成本
人胶原蛋白	拥有全长氨基酸序列且有三螺旋结构，更符合人体生理特点，有更高的生物相容性和生物活性	发展处于早期，存在难以规模化生产痛点
重组类胶原蛋白	结构与人体原生胶原蛋白相似，具备生物活性和再生诱导性	难以精确模仿天然胶原蛋白的三维结构和化学性质，影响其生物功能
脱细胞基质	诱导并促进成纤维细胞的迁移和释放，持续时间长，副作用相对小	免疫原性，注射几个月后才能出现明显效果，注射成本高
PHA	天然聚合物，可降解，在体内与细胞具有良好的生物相容性，细胞可以在由PHA制成的支架上良好生长	规模化生产难度大
丝素蛋白	优秀的生物相容性、低免疫原性，对细胞有粘附和引导生长作用，可诱导自体软组织产生，降解时间可调控	蚕丝来源导致其和人体组织成分有一定差异，再生性能相对较差，且提取成本高
柠檬酸	生物相容性好，能诱导细胞黏附、增殖和迁移，可降解为水和二氧化碳	再生诱导性存在一定不足

1.3、理性消费与政策监管，医美行业龙头集中度提升

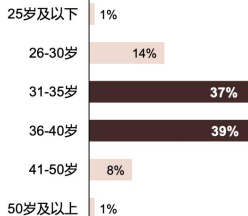
- **消费者更加理性、政策强监管带来的中小机构出清，长期来看龙头集中度有望提升。** 医美人群年龄分布较平均、目前以高线中高消费未婚女性为主城市分布上有延伸下钻趋势。同时，合规监管趋严和自律自治促使行业回归医疗本质，为迈向高品质时代持续创造内生动力。
- **龙头向平台型公司转变：** 过往由于医美行业较为空白，市场认知度低，医美上游龙头公司依靠少量核心产品便获得高增长，随着医美行业的成熟化和消费者的需求多元化，国内医美龙头也在不断搭建多元化的产品体系。医美龙头具备对行业深刻的认知，以及整合不同产品领域的资源和优势，有望在行业长期发展中凸显竞争力。

政策监管

时间	政策	主体	详情
2022.11	《进一步提高产品、工程和服务质量行动方案(2022-2025年)》	工信部等18部门	按年度提出国家医疗质量安全改进目标，推动医疗服务质量持续改进，加强医疗美容综合监管执法。
2022.03	《医疗器械分类目录》	药监局	对部分医美产品监管类别做出调整，射频浅表治疗设备从二类升为三类管理并对预期用途进行细化，水光针按照三类器械监管，新增“整形用植入线材”，将面部埋植线、面部提拉线以及面部自体提拉线类产品列入三类械管理。
2022.03	《禁止委托生产医疗器械》	药监局	修订发布版整形填充材料，整形用注射填充物，乳房植入物，可吸收外科防黏连敷料(不含动物源性材料的产品除外)等医疗器械禁止委托生产。
2022.01	《中国医疗美容标准体系建设“十四五”规划(草案)》	中整协	着重于各项要求的标准化，内容涉及行业管理标准，行业技术标准，教育培训标准及行业基础标准4个方面，为医美行业的标准体系建立作出了规划。
2021.11	《医疗美容广告执法指南》	市场监管总局	重点打击医疗美容广告乱象，包括制造容貌焦虑，违规将未获批的药品医疗器械做广告，宣传中含有未经审批的诊疗服务等。
2021.06	《关于规范医疗美容服务专项整治工作方案》	互金协会	金融机构不得与任何不法医美机构开展合作，不向任何不法医美机构客户提供相关金融产品和服务，金融机构应在提供医疗美容相关金融产品和服务时，根据适当性原则，充分评估消费者还款能力，自主确定客户授信额度和贷款定价标准，做好风险控制等。
2021.06	《打击非法医疗美容服务专项整治工作方案》	八部委	严厉打击非法开展医疗美容机构，严格规范医疗美容服务行为，打击非法制售药品医疗器械行为，严肃查处违法广告和互联网信息。
2019.09	《关于停止播出“美容贷”及类似广告的通知》	国家广电总局	各广播电视和网络视听机构平台一律停止播出“美容贷”及类似广告。

消费者画像

A 机构核心客群

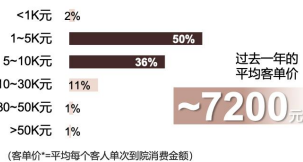


核心客群年龄段分布

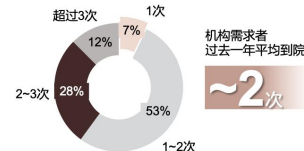
76% 的医美机构表示其核心客群为30~40岁的熟龄需求者

核心客群平均年龄约为 **35岁**

客单价



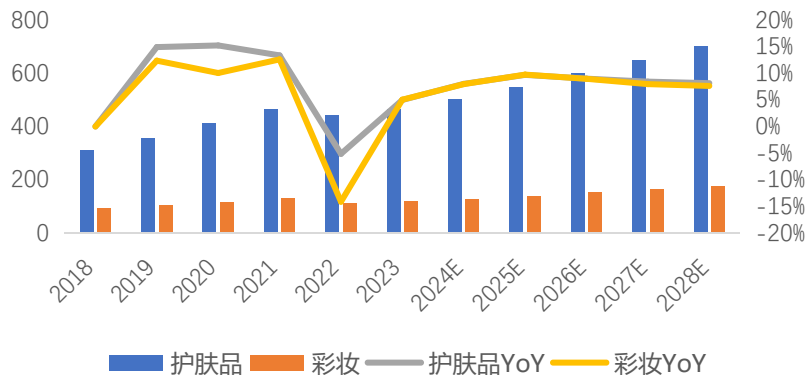
到院频次



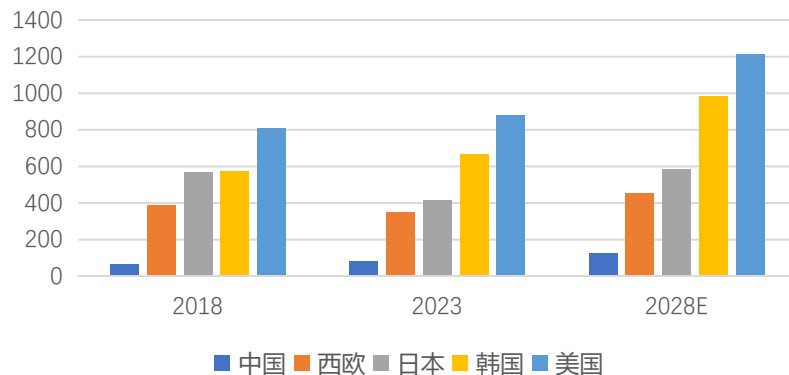
1.4、中国美妆市场增长空间广，人均消费潜力大

- **中国美妆市场稳步扩张：**化妆品可划分为护肤品、个人护理产品、彩妆、香水及其他五大类别，而美妆产品则专指护肤品和彩妆。根据毛戈平港股招股书，按零售额统计，中国美妆市场的规模从2018年的4,026亿元增长至2023年的5,798亿元，年均增长率达到7.6%。未来五年，市场规模预计将以8.6%的年均增速继续攀升，至2028年有望突破人民币8500亿元。
- **根据毛戈平港股招股书，2023年中国人均彩妆支出仅为人民币83元：**远低于美国的人民币881元、韩国的人民币669元、日本的人民币414元及西欧的人民币352元。然而，受可支配收入持续增长的驱动，中国人均彩妆支出仍具备显著的增长空间。2018年至2023年间，中国人均彩妆支出的复合年增长率为4.4%，且预计在未来将以更快的8.5%复合年增长率持续提升，增速超过美国、韩国、日本和西欧等成熟市场。

中国美妆行业市场规模(单位：十亿元)



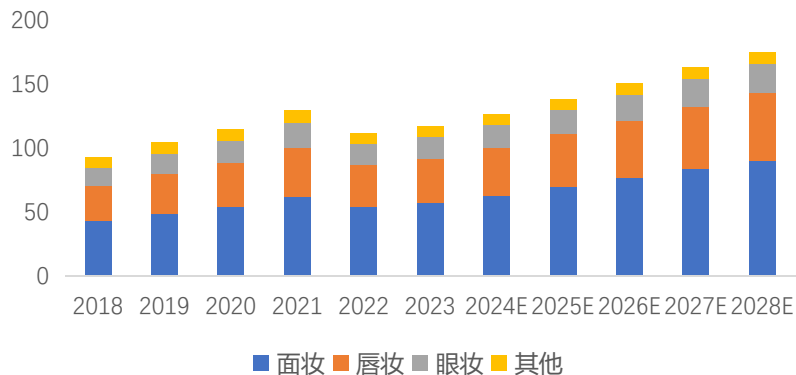
人均彩妆支出(单位：元)



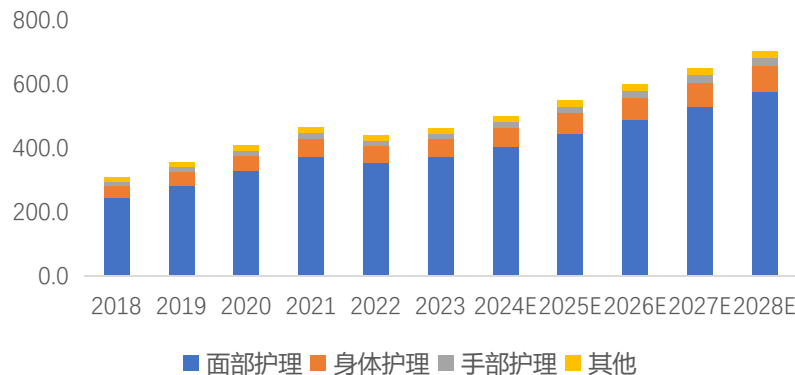
1.4、护肤引领美妆市场，彩妆需求多样化驱动新增长

- **产品种类丰富化，市场快速增长：**随着社交媒体的传播以及护肤理念渗透，消费者对彩妆需求日益多样，审美趋势和专业理解也更为深入。根据毛戈平港股招股书，按零售额计算，中国彩妆市场从2018年的930亿元增长至2023年的1,168亿元，年均增长率为4.7%，其中2022年受疫情影响市场规模下降14.1%而显著拖累增速。未来预计市场将以8.4%的年均增长率持续增长，到2028年达到1,752亿元。
- **根据毛戈平港股招股书，2023年护肤品占美妆行业零售额近80%：**消费者护肤知识增长促使对天然、安全、高效成分产品的需求上升。按零售额计算，中国2023年至2028年的护肤市场规模预计将以8.7%的年均增速达7,011亿元。

彩妆行业市场(按产品类别细分, 单位: 十亿元)



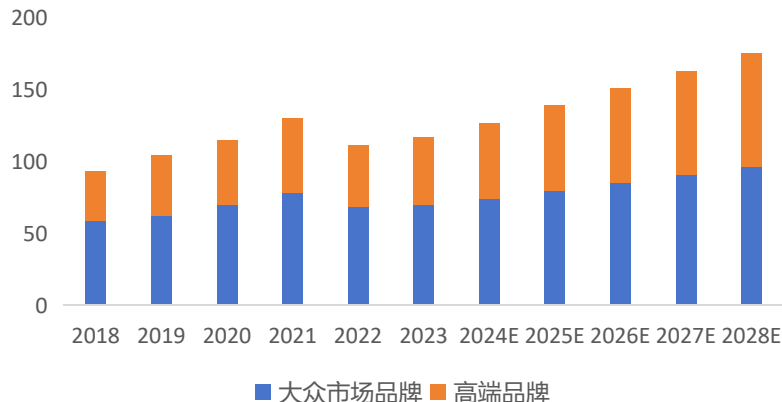
护肤行业市场(按产品类别细分, 单位: 十亿元)



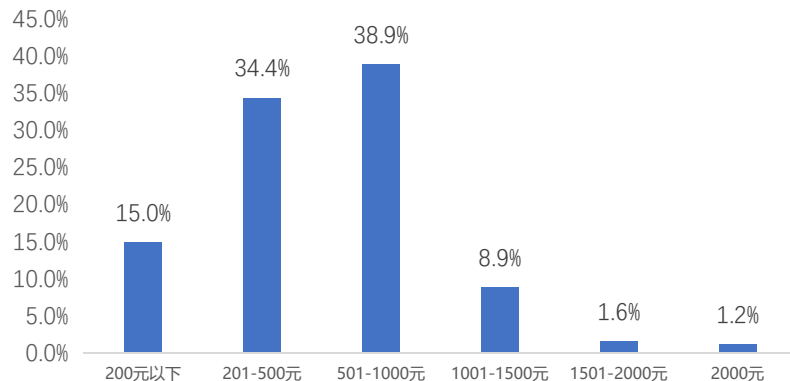
1.5、高端彩妆增长潜力大，大众护肤品受益理性消费

- 国产高端彩妆市场大亟待发展：**中国高端彩妆市场规模从2018年的346亿元增至2023年的471亿元，年均增长6.4%。预计2023至2028年，高端彩妆市场将以10.8%的年均增速扩张，远高于大众彩妆的6.7%。高端美妆市场集中度高，消费者黏性强，行业龙头具竞争优势。同时，国产高端美妆供应不足，随着消费者对东方文化认同增强及国货研发与营销能力提升，国产高端品牌有望逐步抢占国际品牌市场份额。
- 消费理性化，大众护肤品市场受益：**护肤品按消费水平分为高端、中高端、大众及性价比等价格带，其中大众护肤赛道覆盖最广。受消费降级影响，2023年，中国消费者化妆品月均支出集中在201-500元和501-1000元区间，占比34.4%和38.9%，月均超过1500元的高端人群仅占2.8%。多数消费者偏好价格适中、性价比高的产品，国货品牌因定位大众价格带在理性消费中受益明显。

中国彩妆行业市场规模(单位：十亿元)



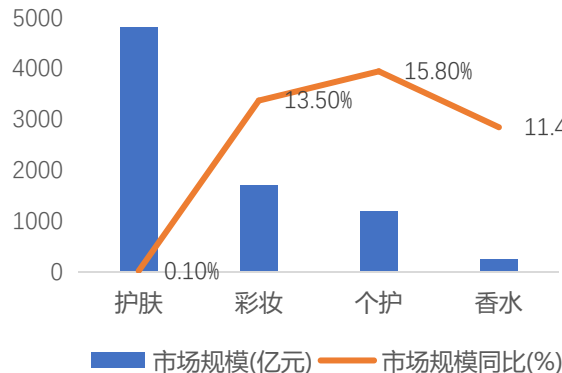
2023年中国消费者化妆品月均消费



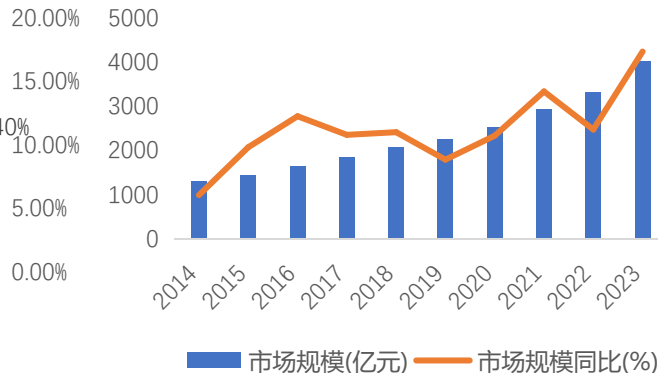
1.5、成分/品类细分下仍有高增长赛道，消费结构K型分化

- **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，护肤品类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。**

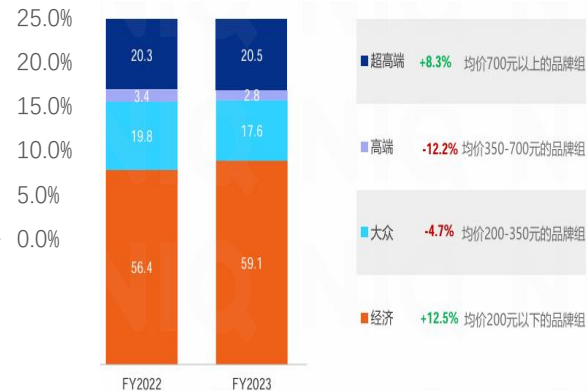
2023年各一级品类市场规模



国货美妆市场规模变化



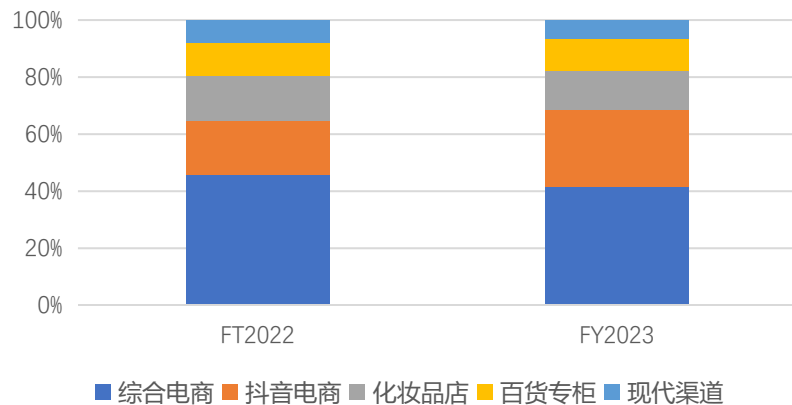
护肤整体分渠道占比与增速



1.5、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。**

护肤整体分渠道占比与增速



电商渠道变革过程、底层逻辑及增长因子

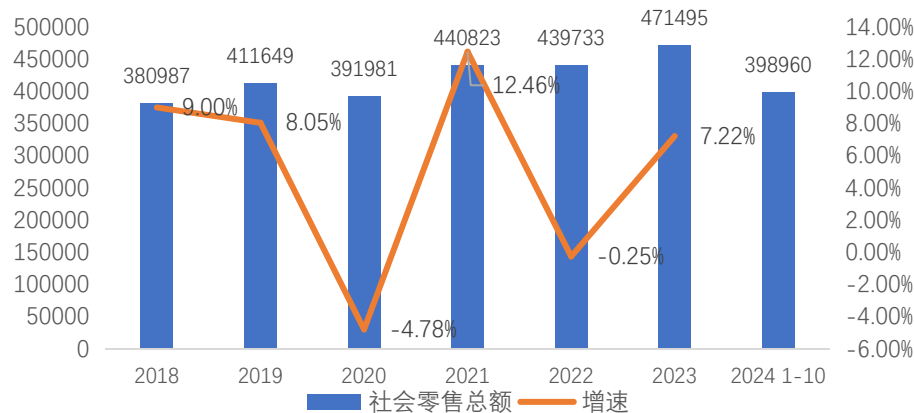


- 美护：市场规模稳增，需求多样化驱动增长
- 零售：消费刺激政策加强，传统零售商持续变革
- 社服：旅游热度延续，政策提振消费预期
- 投资建议&风险提示

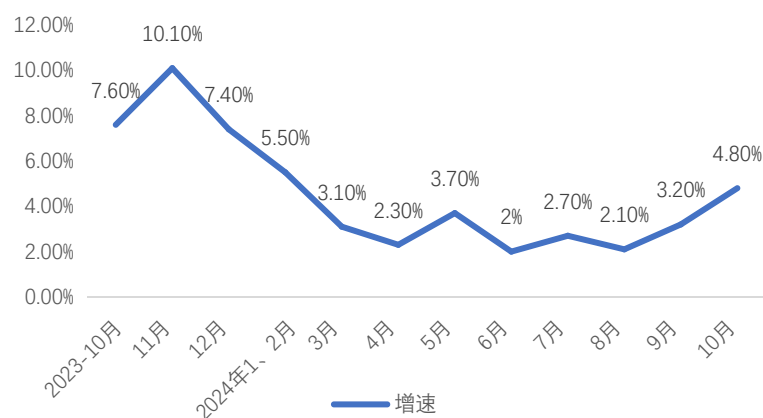
2.1、国家刺激消费政策力度加强

- **政策端对消费有所支持：自2024年7月份以来，中央及其地方就已经出台一系列经济政策，各项刺激消费政策已初显成效。带动市场调整，不断优化和扩大服务供给，释放消费潜力。**
- 2024年7月，国家发展改革委、财政部联合对外发布了《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》。从加大设备更新支持力度、加力支持消费品以旧换新两个方面明确了10项具体举措，并提出将统筹安排3000亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新。
- 2024年8月国务院发布《国务院关于促进服务消费高质量发展的意见》，提出要做到挖掘基础型消费潜力、激发改善型消费活力、培育壮大新型消费、增强服务消费动能、优化服务消费环境、强化政策保障、加大对服务消费重点领域信贷支持力度，增加适应共享经济等消费新业态发展需要的金融产品供给。
- 2024年1—10月份，社会消费品零售总额**398960亿元**，同比增长**3.5%**。按消费类型分，10月份，商品零售额40444亿元，同比增长5.0%；餐饮收入4952亿元，增长3.2%。1—10月份，商品零售额354593亿元，增长3.2%；餐饮收入44367亿元，增长5.9%。

2018-2024/10月社会零售总额及同比增速（单位：亿元）



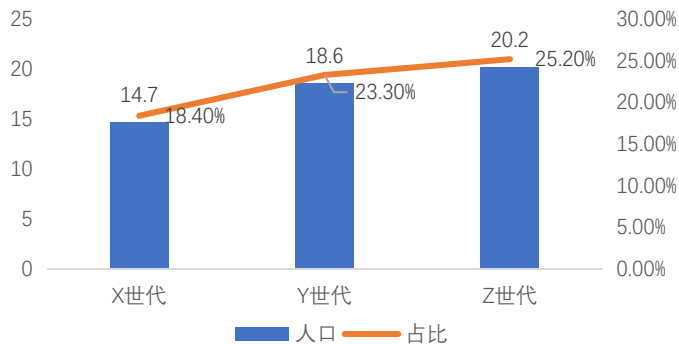
2023年10月-2024年10月社会零售总额当月同比增速



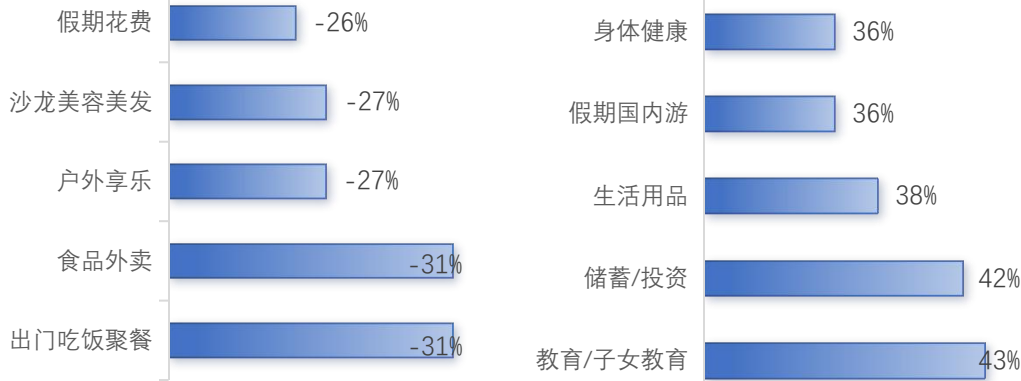
2.2、消费趋势变化——“Z世代”成为消费市场中坚力量

- 在经济因素、政治因素和文化因素等因素综合影响下，消费趋势结构将迎来新一轮变化。消费者更加注重消费需求的多元化和高性价比。
- **消费需求的分化**：在消费降级的背景下，消费者对自身消费增长的预期相对谨慎，消费预期谨慎将带动消费者行为转变，倾向于在家庭必需品、身心健康型产品上投入花费。预计在未来一年内，消费者将在新鲜蔬果、新鲜肉类、乳制品、健康和保健品、家庭必需品上增加支出，同时减少用于聚餐、外卖、户外、美容美发、假期消费等非必需品支出。
- **消费群体的变化**：不同消费群体信心与情绪出现明显分化，一方面，Z世代群体逐渐成为消费市场的中坚力量，其多元化、个性化、包容化的消费需求将成为潮流消费的巨大推动力；另一方面，随着人口老龄化的进程加快，家庭平均可支配收入高的一、三线中老年群体对经济预期明显更为乐观，展现出积极的消费偏向；其偏好的品质生活、文娱旅游等领域具有广阔的前景和巨大的发展潜力。
- **“Z世代”成为消费市场中间力量**：“Z世代”是指在1995-2010年之间出生的人。据澎湃新闻，中国Z世代的人口规模约为2.64亿，约占中国总人口的19%，在经济高速发展和物质生活显著改善的背景下，Z世代的消费支出已经达到全国家庭总开支的13%，总额高达4万亿人民币。

全球各类型人群人口结构及其占比（单位：亿）



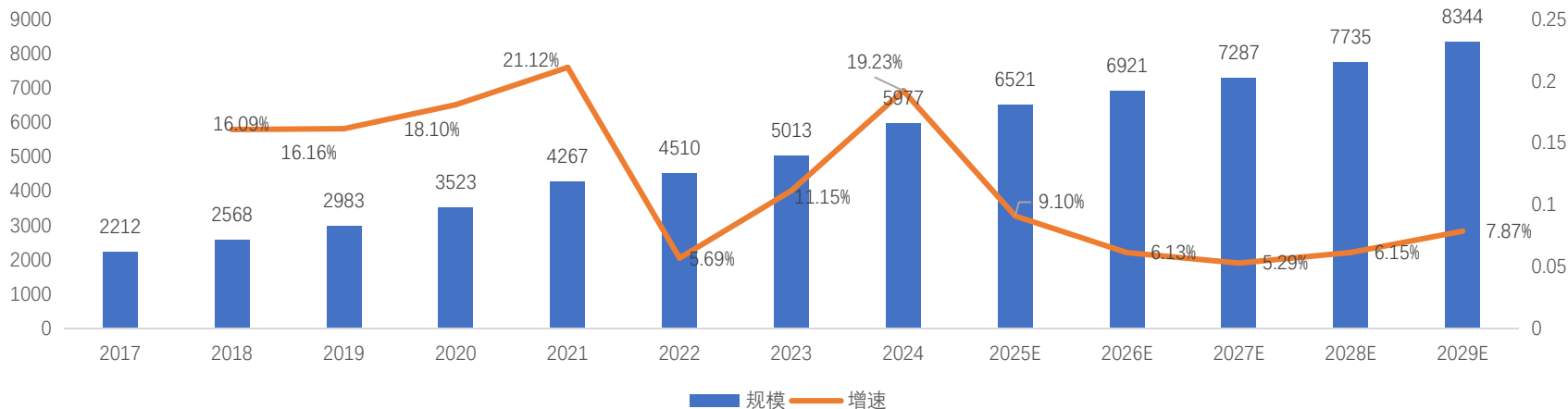
全球Z世代分品类消费支出差异



2.2、消费趋势变化——谷子经济火热

- **谷子经济在中国市场的发展前景广阔，随着二次元文化的普及和泛二次元用户规模的增长，预计谷子经济市场将继续保持增长势头**
- **谷子经济：**“谷子经济”是一个与二次元文化紧密相连的术语，它涉及到基于漫画、动画、游戏等IP（知识产权）衍生出的周边商品，如徽章、海报、卡片、挂件、立牌、手办、娃娃等。这个概念源自日本，其中“谷子”是英文“Goods”的音译，被中国的二次元爱好者广泛采用以指代周边产品。截至2023年，中国泛二次元用户规模已突破5亿人，其中Z世代是这一群体的主力。
- **谷子经济市场规模：**iiMedia Research(艾媒咨询)数据显示，中国泛二次元及周边市场规模呈逐年上升趋势。2019年中国泛二次元及周边市场规模为2983亿元，2024年则迅速提升至5977亿元，2029年则有望达到8344亿元。艾媒咨询分析师认为，随着当代年轻消费者对精神消费需求的提升，泛二次元产业将成为年轻人的消费新趋势。

2017-2029年中国泛二次元周边产品市场规模及预测（单位：亿元）



2.3、传统零售商改革——永辉超市积极学习胖东来经验进行调改

- ▶ **永辉超市持续推进数字化建设、积极学习胖东来经验、优化供应链和商品品类结构。**
- ▶ **抓住机会、积极变革，向胖东来学习经验：**2024年以来，业绩下滑、陷入经营困境的永辉超市通过胖东来帮扶和自身学习胖东来两种模式，在全国多地对门店进行调改，包括调整商品结构、卖场布局、提升服务及员工待遇等，调改后的门店在品质、销售额和客流上均有较大提高。
- ▶ **深化供应链改革，优化商品品类结构：**2024H1永辉超市供应链重点推进组织、制度、流程调优，提升各环节运作效率；不断调优商品结构，优化源头采购，提升商品力。24H1永辉超市新品数20276支，淘汰22480支，新品引入率22.5%，淘汰率24.9%。永辉超市未来将持续加强商品力建设和品控管理，改进现有品类经营管理思路与流程。
- ▶ **永辉超市持续打造生鲜大单品，全球布局生鲜直采供应链：**永辉超市将继续坚持以生鲜为基础、以客户为中心，持续推进“生鲜全球化源头直采”战略，搭建海外供应链资源网，强化头部企业合作。截至24年6月，永辉生鲜全球直采供应链已覆盖超23个国家，产品SKU数近500支，包括水果、干货、水产、肉禽等多个品类。
- ▶ **永辉超市持续推进数字化建设，打造智能化运营：**永辉超市通过成立数字化平台、建设数字化供应链、实现管理数字化等举措，积极推进数字化变革。以YHDOS系统开发及应用为基础进行数字化改造，大力发展线上化。YHDOS包含采购中台、销售预测、交易中台、店仓管理系统、履约系统、生鲜加工系统、物流配送系统、仓储管理系统、门店应用系统等若干模块，将在规模化运营的基础上掌握一线业务变动，同时通过技术手段提升效率。

2024年自主调改待开业门店



永辉超市调改后门店开业



2.4、线下零售向谷子经济转型——名创优品以IP驱动，发力新零售

- **谷子经济热度不断提高**：随着谷子经济的热度不断提高和市场规模不断扩大，谷子经济将成为了一种新型消费方向。谷子经济下的子产品作为当下新青年所青睐的新型消费品，可以为消费者提供良好的情绪价值，通过释放压力来提高生活品质，更是消费者维系社交需求的必需品。
- **名创优品抓住机遇**：名创优品作为一个以设计研发为驱动、线上线下共同发展的消费新零售企业，积极运用ip运营等方式布局产品线，并通过在特定门店打造二次元专区，2024年第三季度相比第二季度门店数增加了超300家，二次元类目的销售业绩环比提升了50%，2024Q3名创优品未经审计收入为人民币4,522.6百万元（644.5百万美元），同比增长19.3%。此外，名创优品还计划设立主题店，围绕二次元、盲盒、毛绒、宠物等四大品类打造一系列专属主题店，进一步巩固其在谷子经济领域的市场地位。通过这些策略，名创优品成功地将二次元文化及其IP衍生产品转化为新的消费趋势，推动了公司业务的增长。
- **永辉超市与名创优品强强联合**：2024年9月23日，名创优品宣布，拟以62.7亿元现金，收购永辉超市29.4%的股份；交易完成后名创优品将成为永辉超市第一大股东。作为中国国内在必需品和非必需品消费领域的领先零售集团，两家公司在未来有望实现优势互补，特别是在核心产品类别和门店市场定位、供应链管理的改进、自有品牌的开发以及IP合作等方面。通过这些协同效应，两家企业将能够实现资源共享和互补，从而达成更强大的市场联合。

名创优品IP产品图



名创优品门店图



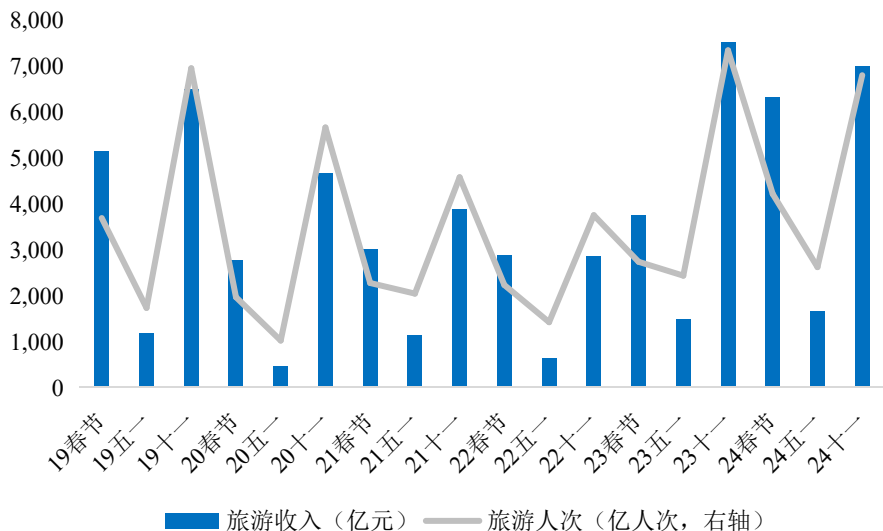
- 美护：市场规模稳增，需求多样化驱动增长
- 零售：消费刺激政策加强，传统零售商持续变革
- 社服：旅游热度延续，政策提振消费预期
- 投资建议&风险提示

3.1、旅游：节假日旅游热度延续，旅游是满足情绪价值的重要消费方式

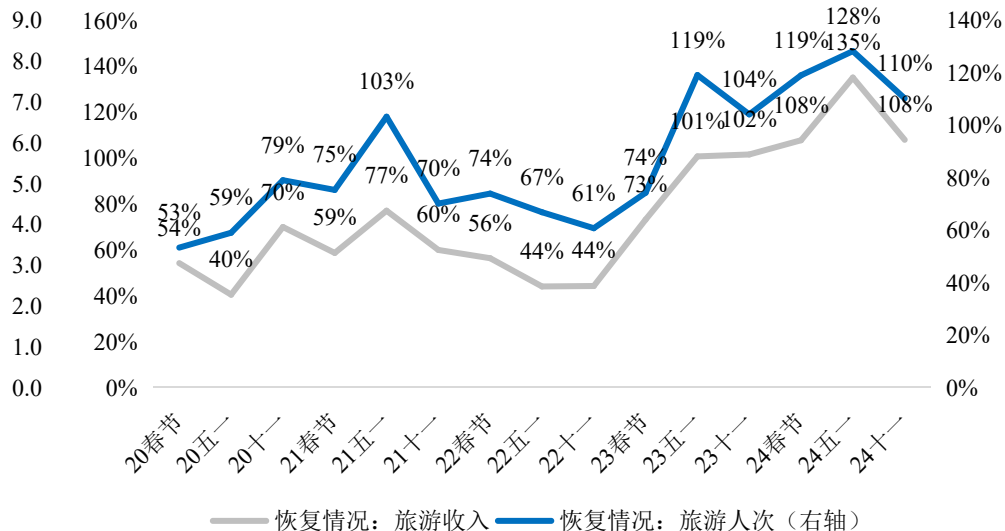
消费趋势变化，旅游是满足情绪价值的重要消费方式：消费需求层面，物质消费趋于追求性价比，而情绪价值消费进一步受到重视，旅游是满足居民情绪价值的重要消费方式；同时行业供需环境变化带动交通出行及住宿价格同比回落，旅游向下沉市场扎根、带动旅游人群规模进一步波扩大。

节假日旅游消费热度延续，客单价恢复率同比持平：国庆节假日7天，全国国内出游7.65亿人次，按可比口径同比增长5.9%，较2019年同期增长10.2%；国内游客出游总花费7008.17亿元，按可比口径同比增长6.3%，较2019年同期增长7.9%；国庆假期客单价恢复至2019年同期的98%，与去年同期恢复率持平。

主要节假日旅游收入及人次情况

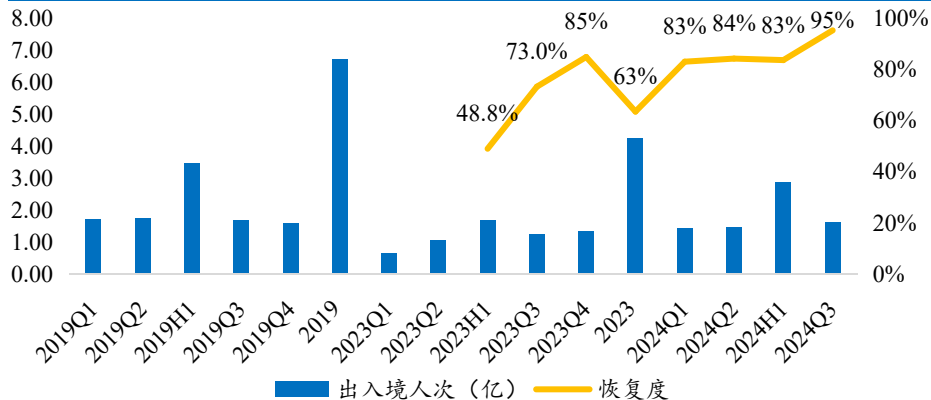


主要节假日旅游收入及人次恢复率



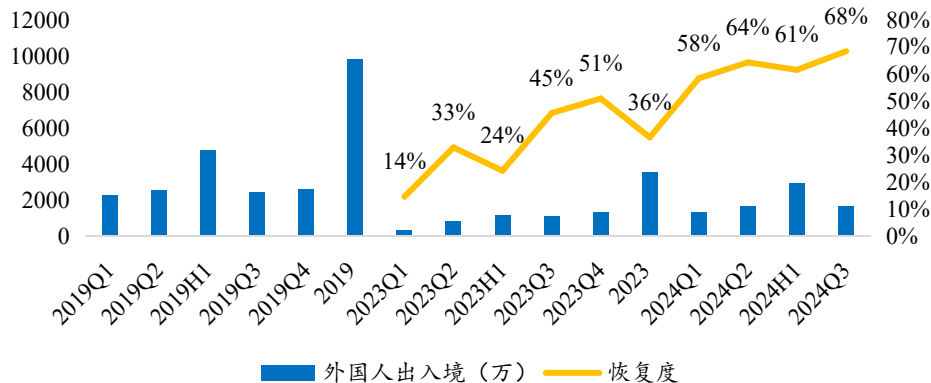
3.1、旅游：国际航班供给恢复+免签政策持续落地，跨境旅游仍有增长空间

我国出入境人次及恢复度



国际航班供给恢复+免签政策持续落地，出入境客流改善明显：2024年我国民航国际客运航班恢复率整体恢复率为75.1%，呈线性平稳恢复；同时免签政策推动跨境旅游热度提升，截至11月底我国已同25个国家实现全年免签；2024Q3我国出入境人次达1.6亿/恢复率达95%，需求端增长领先国际航班供给恢复，预计2025年跨境旅游仍有可观增长空间。

外国人出入境人次及恢复度



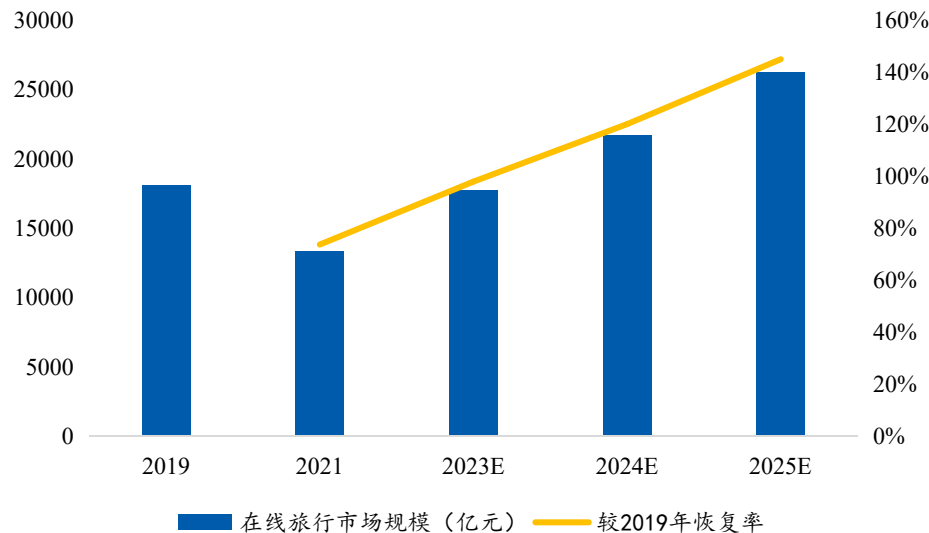
国际航班供给恢复情况



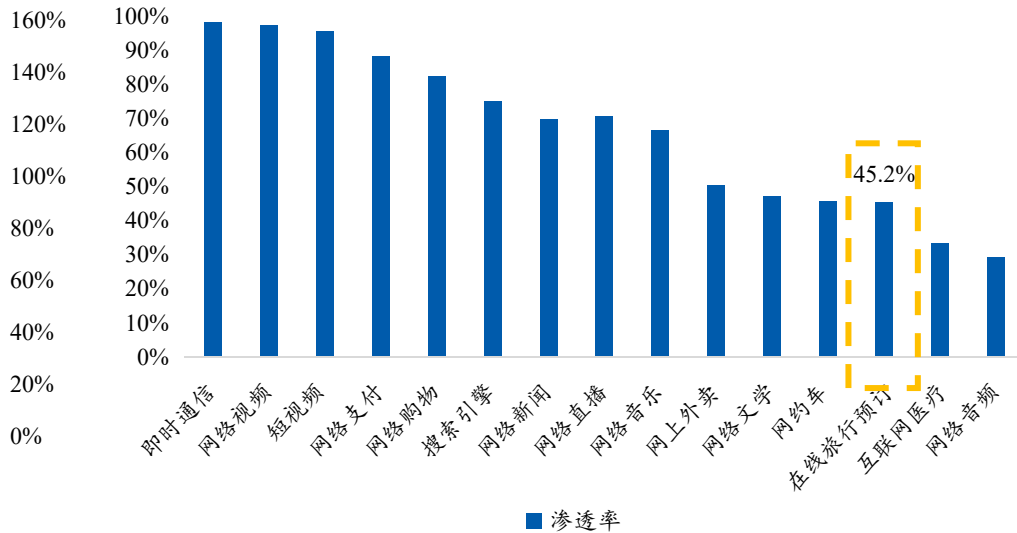
3.2、OTA：流量优势突出，供给过剩结构下流量为王

在线旅游渗透率提升，OTA流量优势突出：当前国内旅游市场供过于求，交通、酒店、跟团游上游供给快速扩张，竞争加剧下对于流量入口OTA依赖度加强；线上化&一站式预订趋势下OTA有望持续获取市场份额，截至2024年中，在线旅行用户线上渗透率45.2%，低于网约车（45.7%）、外卖（50.3%）、网络音乐（66.3%）等，对比来看在线旅行线上渗透率仍有提升空间。

2019-2025E在线旅行市场规模



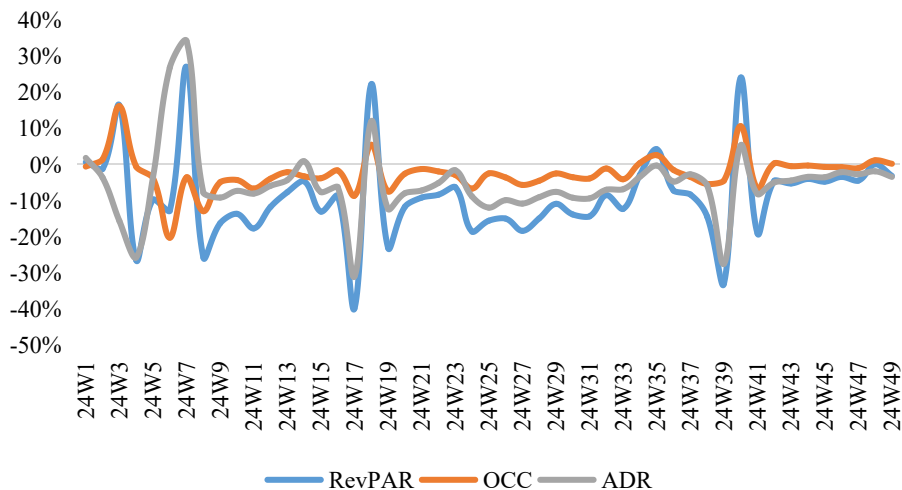
在线旅行用户渗透率仍有空间 (2024.6)



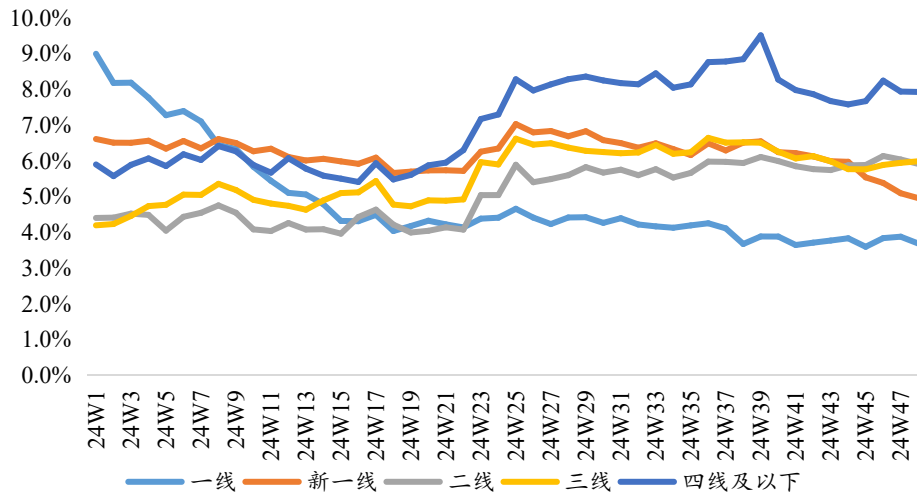
3.3、酒店：行业高基数效应逐步消退，高线供给增速趋于回落

高基数效应消退，高线城市酒店供给增速回落，明年行业有望回归常态化增长：主要受酒店供给端快速增长及2023年管控放开首年带来的高基数效应影响，2024年酒店行业经营数据同比回落明显，Q4以来伴随行业高基数效应消退，RevPAR基本恢复至去年同期95%以上；同时高线城市酒店供给增速率先回落，有望带动明年行业供需结构趋于平衡，酒店行业将逐步回归常态化增长。

酒店行业RevPAR/ADR/OCC同比增速



酒店行业供给同比增速



3.4、景区：并购整合优化供给，政策推动冰雪旅游产业发展

政策推动冰雪旅游产业链发展，景区加快并购整合：旅游消费成为扩大内需的重要抓手，中央及地方文旅局紧抓旅游产业链、优化旅游资源供给，其中冰雪旅游产业链成为国家培育的重要经济新增长点之一，有助于充分利用冰雪旅游资源带动全产业链发展、提升冬季旅游消费增长空间；此外，各区域景区公司积极开展并购整合提升旅游供给质量，由上市公司对地区文旅资产进行整合成为市场关注的重点。

国家政策推动冰雪旅游产业链发展

政策要点	详细内容
持续推动冰雪运动发展	广泛开展群众性冰雪运动，推动青少年冰雪运动发展，提升冰雪运动竞技水平，发展冰雪项目竞赛表演产业
完善冰雪经济产业链条	促进冰雪经济区域协调发展，传承发展冰雪文化，推进冰雪装备器材产业高质量发展，优化发展冰雪旅游
完善基础设施和配套服务	加强冰雪场地设施建设，提升配套服务水平
培育壮大冰雪经济经营主体	打造一批冰雪领域知名品牌和龙头企业，培育一批冰雪领域专精特新中小企业，积极培育冰雪体育组织
促进和扩大冰雪消费	丰富冰雪消费产品，优化冰雪消费环境，健全冰雪标准体系
强化冰雪经济要素保障	加强冰雪人才队伍建设，加大金融支持力度，强化冰雪用地保障
深化冰雪经济对外合作	搭建高水平国际冰雪交流合作平台，构建国际冰雪经济合作平台
加强服务保障	完善统计机制，强化安全管理，加强组织领导

3.5、人服：招聘顺周期属性明显，政策催化招聘活跃度预期改善

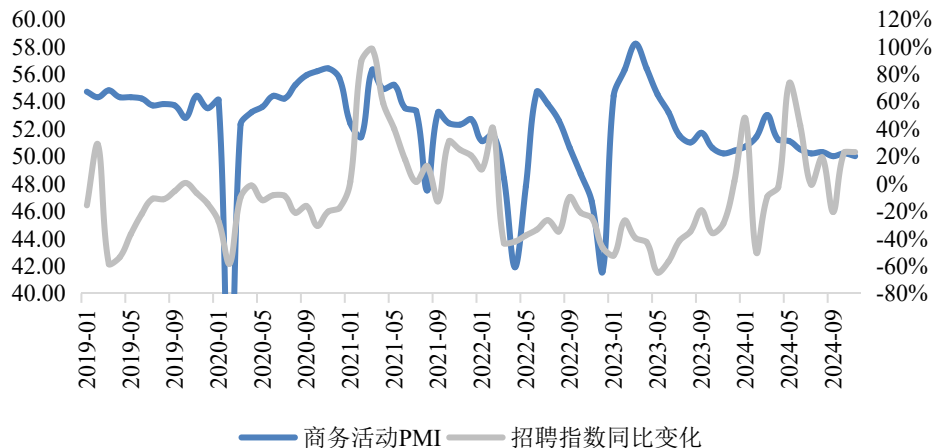
政策监管

意见	详细内容
健全制造领域人力资源服务业协同发展机制	推动制造业与人力资源服务业融合，支持联合创新并培养专注制造业的人力资源服务机构。
助力先进制造业高端人才引育	支持认定创新型企业，设立人才平台并提供高级人才寻访服务，支持制造业人力资源职称评审。
加强制造业招聘用工保障	建设专业人才市场，联合各方提升招聘效率，加强东西部协作并推广创新招聘方式。
开展制造业人力资源专业培训	参与技能生态链建设，联合企业建设培训中心，聚焦人才需求并提供多方职前服务。
强化制造业人力资源管理赋能	鼓励制造业人力资源管理咨询，推动企业管理创新并支持外包和人工智能赋能。
深化制造业中小企业人力资源服务	在集聚区设立分支机构，支持技能培训平台建设，推动数字化转型并提供全链条服务。
创新制造业国际化人力资源服务	推动“一带一路”合作，支持人力资源机构国际化，建设国际人才交流平台并发挥跨境服务作用。
优化制造业人力资源市场环境	健全市场体系，保障劳动者权益，推广创新案例并加强经验交流与宣传引导。

招聘顺周期属性明显，经济波动影响企业用工需求：招聘指数同比变化与PMI同步性高，反映经济波动对企业招聘用工需求的直接影响，预期改善有望直接催化招聘需求增长。

政策持续落地，人力资源服务是重要一环：12月人社部等五部门发文强调推动人力资源服务业和制造业融合发展，更好助力现代化产业体系建设，积极促进高质量充分就业，政策端持续落地有望驱动招聘需求回暖。

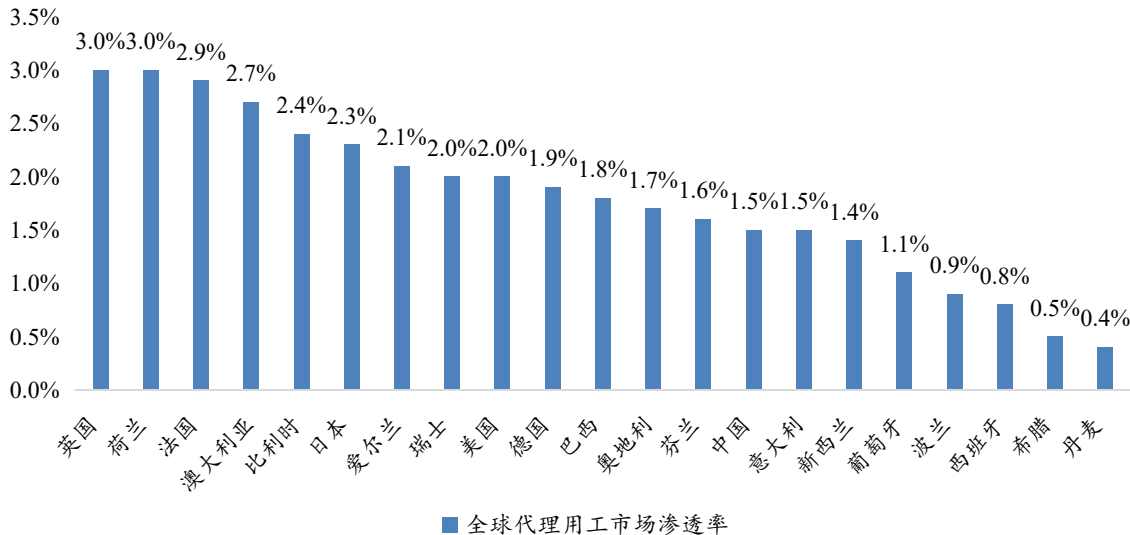
招聘指数与PMI具有正相关性



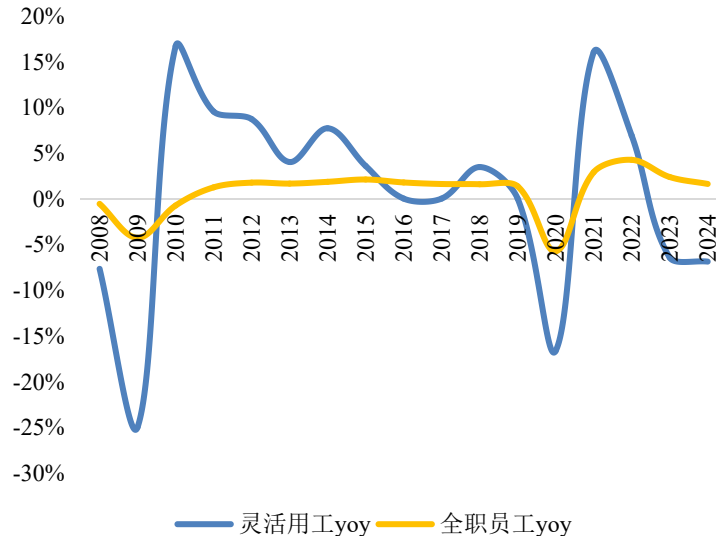
3.5、人服：灵活用工渗透率空间大，景气度拐点高弹性

中国灵活用工渗透率空间大，景气度拐点灵工业务高弹性：对比欧美日2%~3%灵工渗透率，中国灵工渗透率仅1.5%，渗透率高提升空间；灵活用工起源于低迷经济环境背景、是解决就业率的有效手段，符合国内产业结构升级、劳动力供给结构错配环境下需求；参照欧美市场经验，景气度拐点出现时灵活用工的弹性更大，同时灵活用工有助于帮助企业实现人员成本精简和保持组织架构灵活性，更符合企业当前应对外部不确定冲击需求。

2019年中国灵活用工渗透率较欧美日仍有明显差距



2008-2024年美国灵活用工和全职员工数量增速



- 美护：市场规模稳增，需求多样化驱动增长
- 零售：消费刺激政策加强，传统零售商持续变革
- 社服：旅游热度延续，政策提振消费预期
- 投资建议&风险提示

4.1、投资建议

- **美护**：美护板块近两年经过板块调整，具有估值性价比；在双十一等电商节表现催化下，头部品牌国货替代和龙头份额提升逻辑，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：**巨子生物，上美股份，锦波生物，朗姿股份**。
- **零售**：“Z世代”成为消费市场中坚力量驱动消费趋势变化，以谷子经济为代表情绪价值消费热度持续提升，建议关注**泡泡玛特、名创优品**；传统零售商积极改革，优化供应链和商品品类结构，建议关注**永辉超市**。
- **社服**：1) 消费偏好变迁下情绪价值消费占比提升，旅游是重要的情绪价值消费形式有望持续受益，建议关注**携程集团、同程旅行**；政策推动旅游供给侧质量提升，旅游资产并购整合带动上市公司估值提升，建议关注**西域旅游、祥源文旅**；2) 政策催化预期改善，顺周期消费弹性具有空间，人服板块预期先行、与经济周期强相关，建议关注**科锐国际、北京人力**，酒店板块逐步摆脱高基数效应影响，供给增速回落有望带动明年经营环境改善，建议关注**锦江酒店、华住集团、首旅酒店**。

4.2、风险提示

- 终端消费疲软：若受经济环境影响终端消费疲软，商贸零售及服务行业板块公司盈利能力将明显受损。
- 品牌形象风险：良好的品牌形象有助于强化用户粘性和拓展新客群体，若品牌形象受损将产生客户流失、盈利受损等风险。
- 拓店不及预期风险等：线下连锁业态收入增长与终端门店规模扩张存在正相关性，拓店不及预期或将影响公司收入及利润增长。

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幢20层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn

