



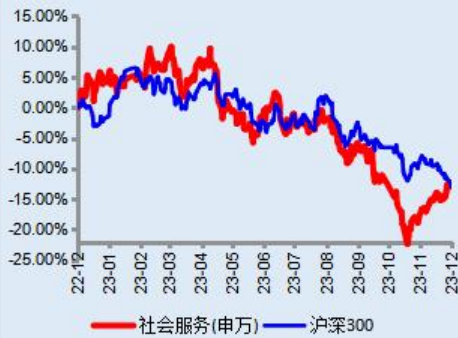
服务消费需求韧性显著，高性价比布局机会提升

——2024年社服行业投资策略

华龙证券研究所

投资评级：推荐（维持）

最近一年走势



研究员：姬志麒

执业证书编号：S0230521030008

邮箱：jizq@hlzqgs.com

相关阅读

《供需升级重塑增长，景气延续抬升空间》2023.6.26

《复苏预期强化，增长重回基本面》2022.12.20

《行业景气有望回升，龙头业绩韧性更强》2022.10.12

请认真阅读文后免责条款

摘要（核心观点）：

- **宏观数据积极因素显现，政策加持服务消费景气度仍具恢复空间。**在经济弱复苏进程中，投资与出口复苏仍显缓慢，消费持续复苏，需求韧性显著，成为贡献经济增长的关键力量。2024年，我们认为随着消费者信心边际改善，居民消费倾向回暖，消费意愿稳定抬升以及价格因素掣肘缓解等将带动总体消费延续平稳恢复。商品消费或延续温和改善路径，服务性消费有望延续景气恢复，表现相对较强。未来不管是宏观政策层面的低利率政策和公共部门提高支出水平能有效提高信贷增速，进而提高居民可支配收入和居民消费，还是消费刺激政策层面的提振消费信心与激发消费活力等，都将催动国内居民服务消费支出保持增长态势。
- **服务消费需求韧性显著，业绩确定性与估值低位有望提升配置机会。**社服行业整体呈现渐进复苏态势，板块估值已完成从年初较高的增长预期到基本面的收敛，多数公司动态市盈率回落至历史低位水平，公募基金持仓占比及超配比例亦处于近五年来的相对低位，说明市场对出行链恢复后期望更高业绩修复预期而未及的情绪已然反映在价格表现中。2024年，伴随出行链消费补偿性需求释放，全年需求释放有望更加均衡，叠加政策端传导，以及项目升级改造与扩容，降本增效等措施的内生增长驱动因素发挥效应，基本面有望从短期复苏转向长期高质量发展。行业具备较强的业绩确定性与估值低位的性价比，有望呈现出戴维斯双击效应带来的配置机会。
- **投资建议：**（1）**景区/旅游：**国内旅游市场复苏态势良好，较高景气度有望延续。内生增长逻辑获得强化的景区公司具备一定投资机会。全球跨境游全面复苏，国内出入境游复苏有望提速。重点关注：长白山、宋城演艺、天目湖、众信旅游、丽江股份、祥源文旅。（2）**酒店：**商旅需求回暖，带动OCC持续改善，供给侧出清、连锁化率进一步提升及中高端赛道持续加码则有望支撑ADR上行，头部酒店集团有望依靠产品及品牌优势获得更高溢价空间。重点关注：君亭酒店、锦江酒店、首旅酒店。（3）**餐饮：**连锁化步伐加快、品牌加盟积极、市场下沉、中餐品牌出海、餐饮外卖及流量造势等利好餐饮企业中长期发展。产品、运营、品牌综合实力强的公司盈利能力有望提升。重点关注：广州酒家、同庆楼。

(4) **医美**：供给端驱动需求，渗透率提升驱动行业增长，中长期市场空间广阔。技术升级与扩展适应症主导玻尿酸行业趋势；胶原蛋白市场规模稳步提升，头部企业加码产品开发，市场有望进入应用爆发期。减重减脂需求持续释放，GLP-1市场规模迅速扩容，市场前景广阔。大单品矩阵丰富、有增长势能的品种，研发实力较强的公司将更具竞争优势。重点关注：华熙生物、华东医药、锦波生物、昊海生科、爱美客。

- **风险提示**：宏观经济下行风险、居民消费意愿下滑风险、项目落地不及预期、市场竞争加剧风险、政策风险、重点关注公司业绩不达预期、引用数据来源发布错误数据风险、其他不可控风险。

内容目录

1. 业绩预期兑现，指数表现承压	1
1.1. 板块指数表现疲软，主因源于估值消化	1
1.2. 出行链及场景消费强劲复苏，板块业绩预期逐步兑现	2
1.3. 基金持股市值占比及超配比例位于低位	3
2. 宏观数据积极因素显现，政策加持服务消费景气度仍具恢复空间	3
2.1. 社零复苏韧性持续，服务消费表现亮眼	3
2.2. 消费意愿持续改善，更多约束在收入端	5
2.3. 政策加持，优化消费环境，激发消费活力，提振消费信心	7
2.4. 服务消费趋于理性而非降级，五大趋势重塑中国消费市场	8
3. 景区：业绩复苏预期兑现，行业回归内生增长	11
3.1. 补偿性需求支撑出行强劲复苏，客流量与客单价均现改善	11
3.2. 高客流带动营收增长，升级扩容景区业绩领先	12
3.3. 旅游消费需求旺盛，供需两端发力驱动景气延续	13
4. 酒店：OCC 与 ADR 驱动 RevPAR 修复，高景气度延续	15
4.1. 出行链需求持续释放，酒店经营业绩复苏显著	15
4.2. 连锁化率与中高端占比持续提升，龙头酒店成长可期	16
5. 餐饮：线下场景消费活力回升，餐饮市场加速复苏	19
5.1. 餐饮市场基本恢复正常水平，公司收入端增长转正	19
5.2. 连锁化与数字化进程加快，供应链优势及品牌能力强者恒强	20
6. 医美：供给端驱动需求，中长期市场空间广阔	23
6.1. 需求持续释放，渗透率提升驱动行业增长	23
6.2. 技术突破贡献增量，三大赛道具备超额预期	24
7. 投资建议	31
8. 风险提示	33

图目录

图 1：2023 年初至今社服板块走势 (%)	1
图 2：2023 年初至今社服板块涨跌幅情况 (%)	1
图 3：社会服务行业 2023Q1-3 营收及增速 (亿元, %)	2
图 4：社会服务行业 2023Q1-3 归母净利润及增速 (亿元, %)	2
图 5：社会服务行业 2023Q1-3 毛利率及净利率情况 (%)	3
图 6：社会服务行业 2023Q1-3 各子板块净利率情况 (%)	3
图 7：2023Q3 主动偏股型基金重仓中社服配置比例排名 (%)	3
图 8：截至 2023Q3 社服行业重仓持股市值与超配比例	3
图 9：2023Q3 最终消费支出对 GDP 同比拉动 (%)	4

图 10: 社零及其分项当月同比走势(%)	4
图 11: 最终消费支出中服务消费占比 (%)	5
图 12: 最终消费支出对 GDP 增长贡献率(%)	5
图 13: 2023 年三季度消费倾向边际大幅改善 (%)	5
图 14: 2023 年三季度居民消费倾向明显强于季节性	5
图 15: 2018-2023 年国内个所税与消费税年度累计同比 (%)	6
图 16: 消费者信心指数	6
图 17: 全国城镇调查失业率 (%)	7
图 17: 倾向于更多消费比例 (%)	7
图 19: 1980-2022 年美日居民服务消费支出占比变化情况 (%)	9
图 20: 日本 CPI 指数 (% , 2015 年=100)	9
图 21: 消费者认同的消费理念	10
图 22: 消费者为了理性消费采取的措施	10
图 23: 美国、日本 (2022) 与中国 (2023H1) 服务消费占比	10
图 24: 中国人均 GDP 情况 (美元)	10
图 25: 中国家庭年可支配收入	11
图 26: 中国各收入群体实际支出变化	11
图 27: 节假日国内旅游人次和收入较 2019 年恢复情况	12
图 28: 节假日国内旅游人均消费水平较 2019 年恢复情况	12
图 29: 门票经济收入稳定性较强, 需求恢复释放高业绩弹性	12
图 30: 2023Q1 全球出境游人数相比 2019 年恢复率	14
图 31: 2023 年中国恢复团队出境游国家数量趋势(家)	14
图 32: 2024 年国内出境游市场有望实现全面复苏	14
图 33: 2023 年 10 月中国 OTA 平台出境游市场份额占比	14
图 34: 冰雪旅游人次及收入均呈现高速增长	15
图 35: 2022 年中国全域旅游不同年龄分布情况	15
图 36: 酒店各季度 OCC 较 2019 年同期恢复表现 (pct)	16
图 37: 酒店各季度 ADR 较 2019 年同期恢复表现	16
图 38: 酒店各季度 RevPAR 较 2019 年同期恢复表现	16
图 39: 中国内地酒店三大指数较 2019 年恢复情况 (%)	16
图 40: 2015-2022 年中国酒店连锁化率 (%)	17
图 41: 中国酒店连锁化率仍低于世界平均水平 (%)	17
图 42: 酒店行业中高端化升级趋势显著 (万间, 按客房数)	18
图 43: 2023Q3 全国星级饭店三大经营指标变化情况	18
图 44: 2018-2022 年三大酒店中高端酒店数量 (家)	18
图 45: 2022 年中国 TOP10 酒店集团市场占有率情况	18
图 46: 2023Q1-3 餐饮收入及恢复至 2019 年情况	19
图 47: 限额以上餐饮收入及增速	19
图 48: 同庆楼、广州酒家收入及增速情况 (百万元、%)	19
图 49: 同庆楼、广州酒家净利润及增速情况 (百万元、%)	19
图 50: 2011-2023 年 1-8 月全国餐饮领域融资情况	20
图 51: 2023 年 1-8 月餐饮相关领域披露融资金额分布	20

图 52: 2023 年 1-8 月各餐饮品类融资事件数占比分布	21
图 53: 2023 年 1-8 月餐饮各领域融资事件数及融资额占比	21
图 54: 2018-2022 年全国餐饮连锁化率	22
图 55: 2022-2023 年全国餐饮品牌门店数区间占比分布情况	22
图 56: 2016 年-2023 年网上外卖用户规模及使用率	22
图 57: 2017 年-2022 年中国在线外卖市场规模及占比	22
图 58: 中国医美市场规模及增速 (亿元, %, 按服务收入计)	23
图 59: 2017-2023 年中国医美用户规模及增速	23
图 60: 医美高端消费人群年龄分布情况	24
图 61: 医美渗透率较发达国家存在较大提升空间 (次/千人)	24
图 62: 2022H1 不同年龄段付费用户占比	24
图 63: 2021 年一/二/三线城市医美渗透率情况	24
图 64: 2017-2026E 全球透明质酸市场规模 (吨, 按销量)	25
图 65: 2017-2027E 中国透明质酸原料市场规模及增速	25
图 66: 中国透明质酸终端产品市场规模及增速	26
图 67: 2020 年全球透明质酸原料市场份额情况 (按销量)	26
图 68: 中国胶原蛋白产品市场规模及增速 (亿元, %)	28
图 69: 中国胶原蛋白产品分类市场规模占比 (%)	28
图 70: 2020-2035E 年全球超重/肥胖总人数情况	30
图 71: 2022 年中国各年龄段超重率和肥胖率	30
图 72: 2022 年中国减重市场规模预测及占比情况	30
图 73: . 2016-2030E 年全球减重物市场规模 (亿元, %)	30
图 74: 2030 年 GLP-1 类药物在减重领域的市场规模预测	31

表目录

表 1: 国内医美玻尿酸待获批产品	27
表 2: 国内医美胶原蛋白待获批产品	29
表 3: 重点公司盈利预测估值表	33

1. 业绩预期兑现，指数表现承压

1.1. 板块指数表现疲软，主因源于估值消化

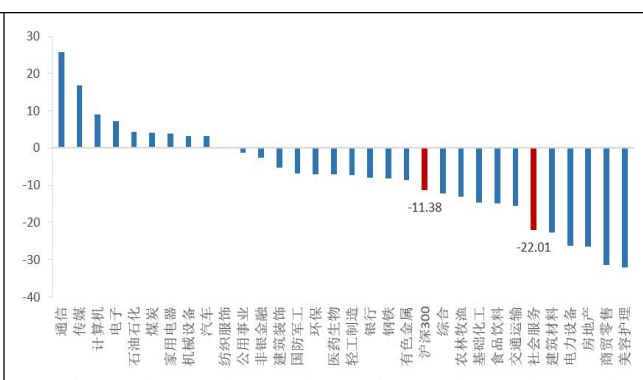
社服板块指数回调明显，整体跑输沪深300指数。2023年前三季度居民出行意愿强劲，驱动服务消费增长领先社零，但板块走势与基本面复苏出现明显背离。截至2023年12月29日A股社服板块累计下跌22.01%，跑输沪深300指数10.63pct。我们认为社服板块回调，除整体经济受到疤痕效应影响呈现弱复苏格局，消费能力与消费意愿需要渐进复苏等 β 因素影响外，主要在于：一是2023年初出行链政策放开之前市场已有较强预期，板块已然在强修复预期驱动下，估值运行至历史高位中枢。在业绩恢复过程中，预期释放，估值存在消化需求。目前板块估值已消化至位于3年历史分位的3.58%，显著低于3年中位数水平。二是从基本面来看，小市值标的受需求弹性影响，表现相对较优。更多业绩复苏源于出行流量贡献，价格层面仍存在抑制性效应影响，整体业绩兑现与出行链及线下场景恢复后服务消费复苏的预期仍存在一定偏差，同时在补偿性需求释放后，市场对业绩回归内生增长轨道后的动能可否持续存在一定担忧情绪。三是从市场整体资金偏好来看，在经济整体弱复苏时期，对于出行链消费复苏预期已然完成了较为充分的资金博弈，资金风格明显更加偏向科技主题间的切换。

图1：2023年初至今社服板块走势（%）



数据来源：iFinD, 华龙证券研究所

图2：2023年初至今社服板块涨跌幅情况（%）

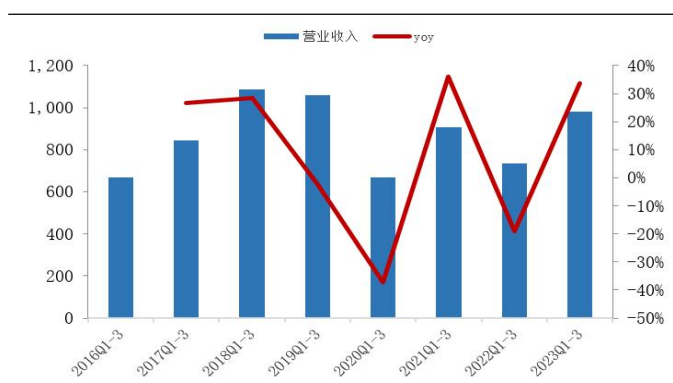


数据来源：iFinD, 华龙证券研究所

1.2. 出行链及场景消费强劲复苏，板块业绩预期逐步兑现

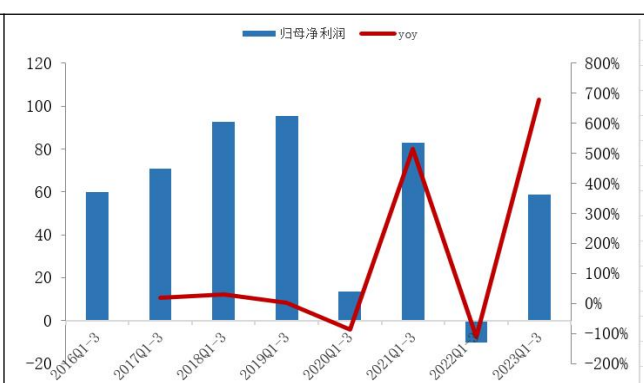
年内出行持续向好，商务出行、休闲旅游需求持续释放带动旅游产业复苏，以及三季度暑期、国庆假期等传统旅游旺季推动出行链加快修复，行业整体营收和净利润首次超过 2019 年同期水平，营收端恢复快于利润端。2023Q1-3 社会服务行业（申万）实现营收 979.74 亿元，较 2022 年同比增长 33.62%；实现归母净利润 58.81 亿元，较 2022 年同比增长 679.58%。

图 3：社会服务行业 2023Q1-3 营收及增速（亿元，%）



数据来源：iFinD, 华龙证券研究所

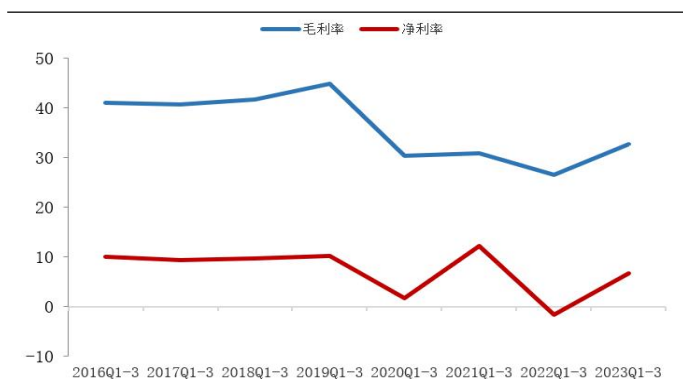
图 4：社会服务行业 2023Q1-3 归母净利润及增速（亿元，%）



数据来源：iFinD, 华龙证券研究所

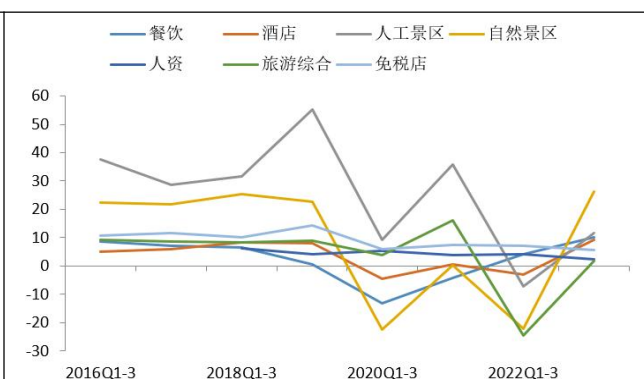
净利率水平恢复情况快于毛利率，降本增效效果显著。2023Q1-3 社会服务行业整体毛利率水平为 32.75%，较 2022 年同期提升 6.18%，恢复至 2019 年同期的 73%；净利率 6.73%，恢复至 2019 年同期的 66%。各板块毛利率来看，自然景区板块改善明显超 2019 年同期水平，较 2019 年同期增长 3.76 个百分点。净利率来看，免税、人力资源服务板块同比略有下滑，自然景区、旅游综合板块恢复居前。

图 5：社会服务行业 2023Q1-3 毛利率及净利率情况 (%)



数据来源：iFinD, 华龙证券研究所

图 6：社会服务行业 2023Q1-3 各子板块净利率情况 (%)

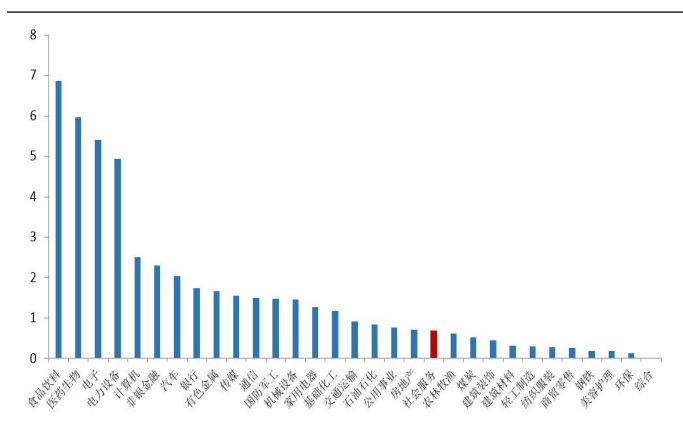


数据来源：iFinD, 华龙证券研究所

1.3. 基金持股市值占比及超配比例位于低位

社服持仓市值和配置比例均处于 2020 年以来最低位。截止 2023Q3，公募基金重仓市值为 411 亿元，占基金持仓市值比例 0.69%，环比下降 0.67%，行业配置比例排名 20 位。超配比例为 0.19%，环比增加 0.07 个百分点，当前仍处于 2020 年以来的历史低位。个股方面，权重股全面承压，小市值个股获增持。2023Q3，锦江酒店、宋城演艺社服行业持仓市值占比分别为 6.4%、5.5%，环比二季度分别下降 0.15/0.03 个百分点。

图 7：2023Q3 主动偏股型基金重仓中社服配置比例排名 (%)



数据来源：iFinD, 华龙证券研究所

图 8：截至 2023Q3 社服行业重仓持股市值与超配比例



数据来源：iFinD, 华龙证券研究所

2. 宏观数据积极因素显现，政策加持服务消费景气度仍具恢复空间

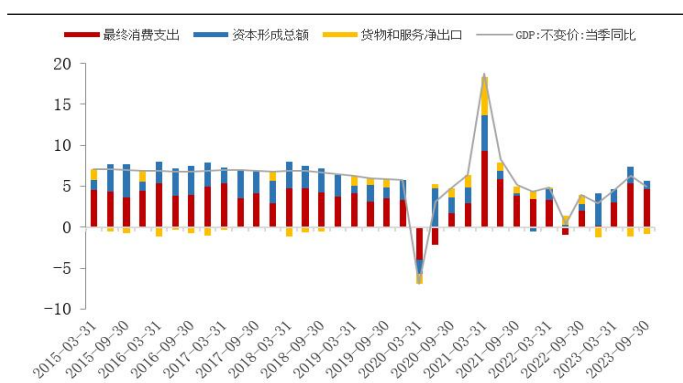
2.1. 社零复苏韧性持续，服务消费表现亮眼

在房地产投资负增长，基建投资内部分化，出口仍显疲软的环境下，

消费持续复苏，成为贡献经济增长的关键力量。2023Q3，实际 GDP 同比 4.9%，最终消费支出对经济增长贡献率最高，为 94.8%，拉动 GDP 增长 4.6 个百分点。居民消费支出已经回到疫情之前的中枢水平。拆分为服务消费与商品消费来看，服务消费比重持续抬升，对经济拉动作用较强。2013 年至 2022 年，我国居民人均服务性消费占居民消费的比重由 39.7% 提升到 43.2%，提升 3.5 个百分点。2023 年前三季度服务零售额增长 18.9%；居民人均服务性消费支出同比增长 14.2%，占人均消费支出比重达 46.1%，比 2022 年同期明显提升了 2 个百分点。

2023 年 10 月社会消费品零售总额同比增长 7.6%，增速比上月加快 2.1 个百分点（前值 5.5%）。增速改善受到低基数的支撑（2022 年 10 月社零总额增速-0.5%）。从分项表现看，餐饮与商品修复剪刀差连续两个月走阔，餐饮收入同比增长 17.1%，较 9 月提高 3.3 个百分点，商品零售同比增长 6.5%，较 9 月提高 1.9 个百分点，两者增速差值较上月小幅走阔。总体来看，在商品零售和服务消费的共同拉动下，社零波动式复苏韧性持续，而且居民消费正逐步从总量修复转向深层次的结构性修复。2024 年，我们认为商品消费或延续温和改善路径，服务性消费有望延续高增长态势，但是居民消费追求性价比可能仍将延续一段时间，这种消费倾向特征将导致整体消费量延续增长，而整体消费金额或仍维持在相对低位水平。

图 9：2023Q3 最终消费支出对 GDP 同比拉动 (%)



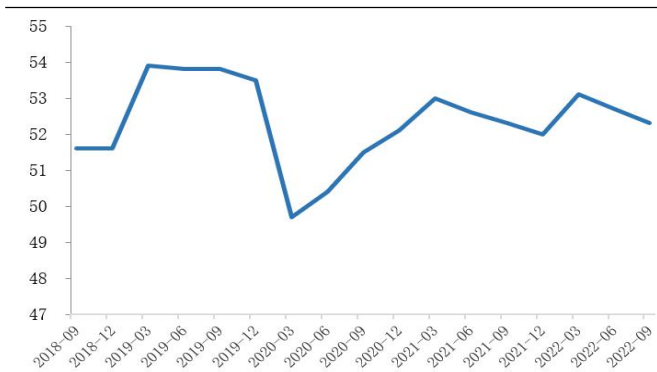
数据来源：iFind, 华龙证券研究所

图 10：社零及其分项当月同比走势 (%)



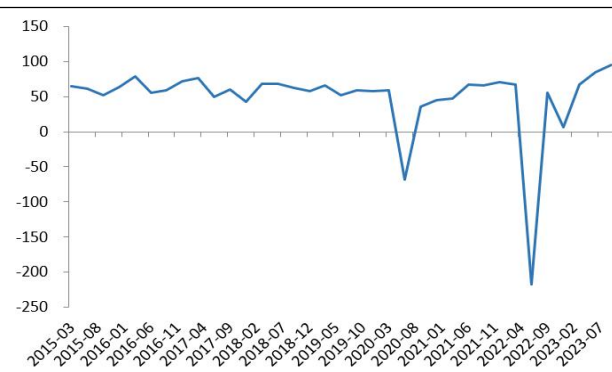
数据来源：iFind, 华龙证券研究所

图 11: 最终消费支出中服务消费占比 (%)



数据来源: iFinD, 华龙证券研究所

图 12: 最终消费支出对 GDP 增长贡献率 (%)

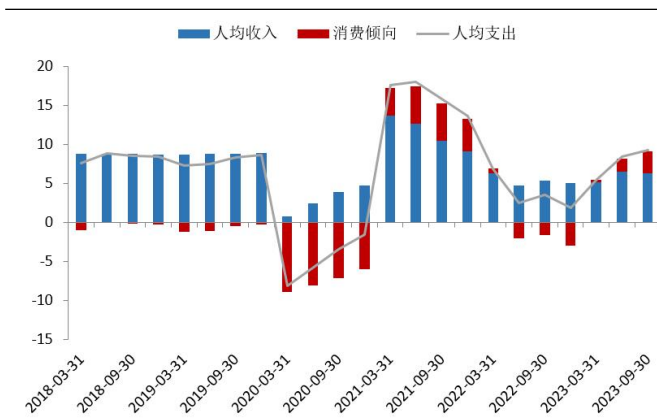


数据来源: iFinD, 华龙证券研究所

2.2. 消费意愿持续改善, 更多约束在收入端

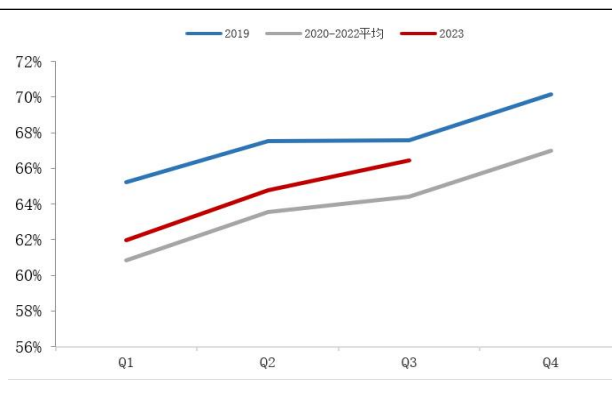
居民消费倾向继续改善, 支撑消费复苏延续。2023Q3, 居民人均消费支出累计同比增长 9.2%, 较二季度上升 0.8 个百分点。其中, 居民人均可支配收入累计同比增长 6.3%, 仍属主要并稳定的贡献项, 而居民消费倾向受益于“伤疤效应”消退和地产挤出效应下滑, 累计同比增长 2.7%, 较二季度明显改善 1.0 个百分点, 成为消费支出边际变化的主导因素。2023Q1-3, 以累计值计算的我国城镇居民消费倾向为 61.7%, 较去年同期水平有所回升, 与趋势水平的差距进一步收窄。2023Q3, 我国城镇居民当季消费倾向为 65.1%, 已经回到疫情前的水平。与 2023 年上半年相比, 消费倾向低迷对消费不振的解释力度大幅减弱, 接下来消费的改善程度主要取决于居民可支配收入的变化。

图 13: 2023 年三季度消费倾向边际大幅改善 (%)



数据来源: iFinD, 华龙证券研究所

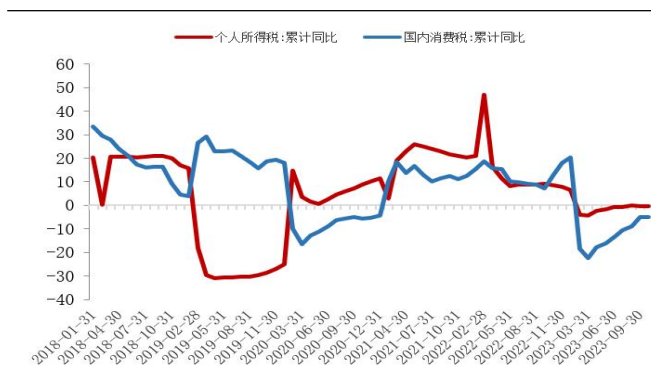
图 14: 2023 年三季度居民消费倾向明显强于季节性



数据来源: iFinD, 华龙证券研究所

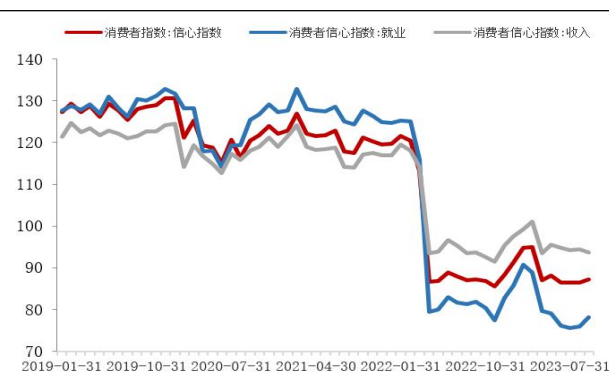
多项指标显现边际改善，消费恢复仍具韧性。从个人所得税来看，2023年1-10月，国内居民个人所得税累计增速同比-0.5%，降幅有所收敛，表明居民部门收入处于逐步修复阶段。同时，消费税直接反映出复苏仍有很大空间，消费税累计同比增速基本反映国内消费景气度，尽管考虑存在消费税优惠、减免等政策，但目前消费税同比增速仍处低位，表明消费能力、意愿仍在恢复中。从消费者信心指数来看，自2022年3月份断崖式下跌以来，一直在低位徘徊，整体维持在87附近，目前出现边际改善迹象。从失业率水平来看，2023年三季度末，我国城镇调查失业率为5.0%，较二季度末下降0.2个百分点；31个大城市城镇调查失业率为5.2%，较二季度下降0.1个百分点。两大失业率指标在整个三季度逐月下降。从倾向于“更多消费”比例来看，人行调查数据显示，倾向于更多消费自2022年12月份开始持续修复，2023年前两个季度分别从22.80%上升至23.2%和24.5%，目前仍处于回升趋势；倾向于更多储蓄比例自高位61.8%回落后，连续两个月维持在58%的水平，边际改善显著。

图 15: 2018-2023 年国内个税与消费税年度累计同比 (%)



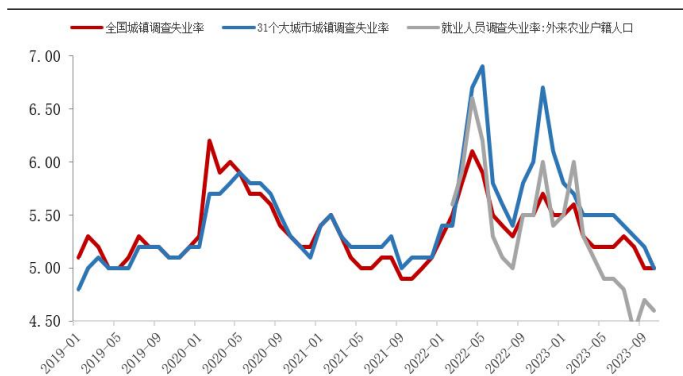
数据来源: iFinD, 华龙证券研究所

图 16: 消费者信心指数



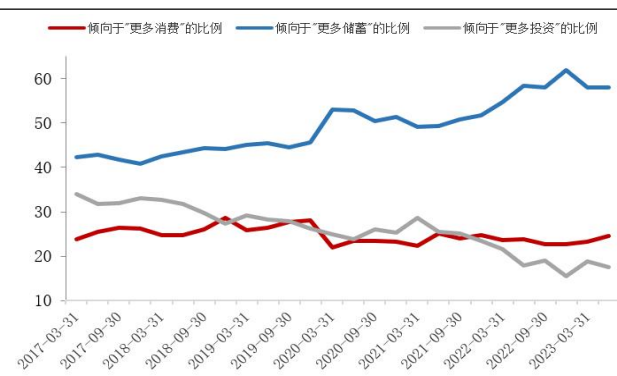
数据来源: iFinD, 华龙证券研究所

图 17: 全国城镇调查失业率 (%)



数据来源: iFinD, 华龙证券研究所

图 17: 倾向于更多消费比例 (%)



数据来源: iFinD, 华龙证券研究所

整体而言，疫后居民消费总体呈现复苏态势，消费增速超过 GDP 增速并带动消费率持续上升。展望 2024 年，我们认为消费仍然存在韧性，消费意愿的稳定抬升以及价格因素掣肘的缓解等将带动总体消费修复的趋势持续。但是我们认为下一阶段更关键的变量在于居民可支配收入。由于疫情导致的居民可支配收入增速下降，大部分来自于全社会金融资产增速的下降，或者说来自于广义信贷增速下降，而给定信贷水平上的支出水平尽管也有下降，但是下降速度较疫情前相比更低而不是更高。所以，在疫后经济弱复苏过程中，需求不足的环境下，无论是降低政策利率，还是公共部门增加举债和提高公共部门支出水平，都能有效地提高广义信贷增速和给定金融资产下的支出比例，在短期内提高居民可支配收入和居民消费。这也是对于 2024 年消费水平复苏程度我们需要关注的关键变量。

2.3. 政策加持，优化消费环境，激发消费活力，提振消费信心

旅游业是国民经济战略性支柱产业。早在 2019 年我国旅游业对 GDP 的综合贡献为 10.94 万亿元，占 GDP 总量的 11.05%。旅游业对于国内经济低碳转型、推动乡村振兴、促进文化传承发展、稳消费带就业等方面都具有重要作用。因此不管是从国家战略层面，还是地方政府层面，重视程度非常高。2023 年 8 月，国家发展改革委出台《关于恢复和扩大消费的措施》，要求把恢复和扩大消费摆在优先位置，优化就业、收入分配和消费全链条良性循环促进机制，增强消费能力，改善消费条件，创新消费场

景。

2023年9月，国务院出台《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》，从5个方面提出了30条措施。在激发旅游消费需求方面强调提高旅游目的地通达性，构建“快进”交通网络，结合节假日等因素优化配置重点旅游城市班车班列，推动将旅游城市纳入“干支通、全网联”航空运输服务网络。我们认为这些措施将有力推进交旅融合发展。比如增设休憩驿站、观景平台、慢行步道、自行车道、房车露营等旅游服务设施，以及拓展布局旅游公路沿线的景区景点等，在提升公众出游体验的同时贡献增量收入。

2023年11月，《国内旅游提升计划（2023-2025年）》发布，强调进一步改善旅游消费环境，提振旅游消费信心，满足游客多元化、个性化需求，推动旅游业高质量发展。

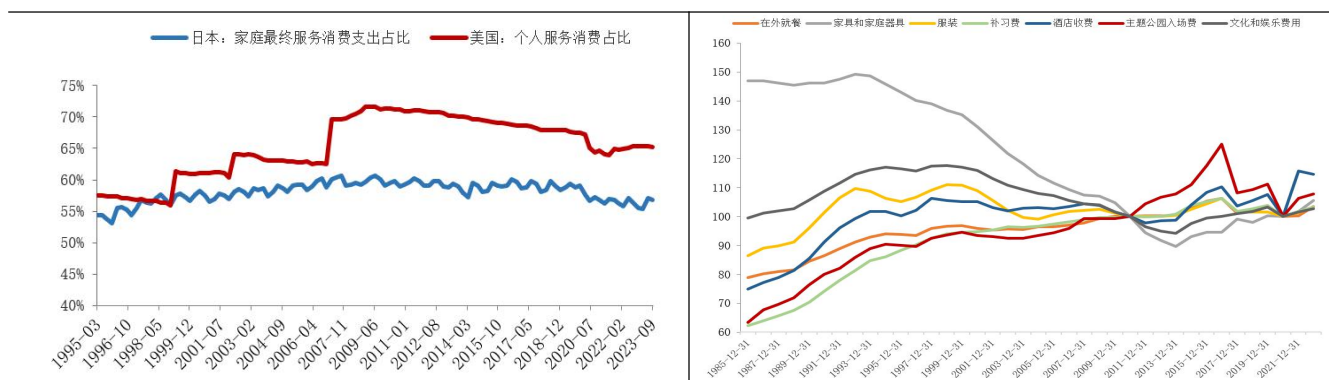
总体而言，在基建分化、地产疲软、出口周期性温和反弹后受制于全球供应链格局变化仍存在抑制性影响的大环境下，消费仍将是2024年经济增长贡献的关键，因此有理由期待更多泛消费刺激政策出台。

2.4. 服务消费趋于理性而非降级，五大趋势重塑中国消费市场

借鉴日本经验，日本服务消费在经济整体下行阶段仍保持较强韧性。由于中产人群收入主要以工资为主，伴随20世纪90年代日本经济衰退和雇佣制度变化，在日本居民可支配总收入增速下滑，以及人口老龄化、少子化趋势的共同作用下，日本居民商品消费支出在20世纪90年代后开始下滑。但是，相较于商品消费陷入负增长，服务消费支出仍保持增长韧性。1995-2000年居民服务消费支出复合增速约2%。我们认为主要原因在于：一是从国际经验看，人均GDP突破1万美元后，美、日服务消费在国内消费支出占比普遍呈提升规律。消费者更多追求精神层面的富足以及消费的便捷性，从而带来更多的服务消费需求。二是主流消费群体的消费倾向决定。20世纪90年代主流日本消费群体主要成长于经济快速增长的昭和时期，在阶级固化背景下，普通日本消费者通过满足精神层面的休闲消费，以逃避现实的困顿。这一时期比较典型的代表包括动漫游戏、健身俱乐部、

登山露营、自行车等兴趣消费市场开始兴起。三是服务行业价格受租金、人力成本刚性上涨，技术含量不断提升，消费价格持续上涨。

图 19：1980-2022 年美日居民服务消费支出占比变化情况 (%) 图 20：日本 CPI 指数 (%，2015 年=100)



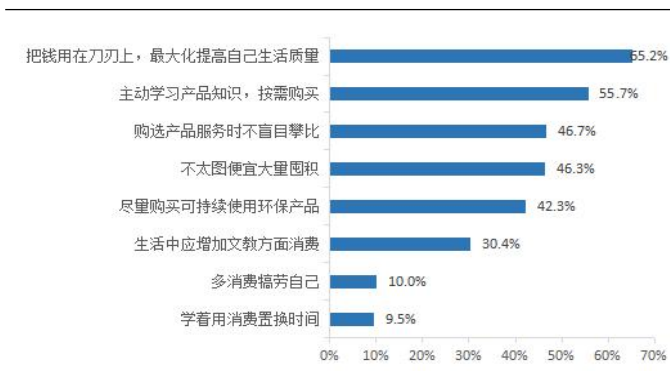
数据来源：iFinD，华龙证券研究所

数据来源：iFinD，华龙证券研究所

反观中国，虽然消费复苏同样面临居民收入增长预期下降的影响，整体消费信心与消费意愿仍处于渐进复苏中，且仍待提振。但是，从主流消费人口的代际特征、消费行为变迁、区域市场格局分布上相较日本仍有较多积极因素。我们认为服务消费将更具韧性，复苏节奏与成长空间更具优势。一是当前中国主流消费人口（80-00 后）同样成长于社会富裕程度快速提升的年代，对服务消费的需求易上难下。而且中国居民消费行为明显发生变化，更为科学理性，“更聪明、更认真对待”底层消费逻辑备受推崇。消费前，65.2%的消费者愿意把钱花在提升生活质量上，55.7%消费者按需消费。同时，消费人群更加强调悦己和个性表达，对新兴消费的接受程度更高。从旅游市场表现看，2023 年演出、夜游等以数字技术、文化创意为内核驱动的项目火爆，反映伴随新兴消费主体崛起后，对产品与服务的需求更加多元化。二是中国下沉市场人口占比较高，需求仍待被更好的商品与服务满足。随着城乡居民收入差距持续收敛，下沉市场在更低生活成本背景下存在较大提升休闲服务支出占比的空间。酒店，餐饮品牌、化妆品牌等市场下沉趋势亦可以佐证下沉市场的需求空间。三是，根据美、日等发达国家消费结构演化经验，随着中国居民人均收入超过 1 万美元，服务消费支出在中国居民总消费支出中占比进一步提升的确定性较强。2013—2022 年，我国居民人均服务性消费占居民消费的比重由 39.7%提升

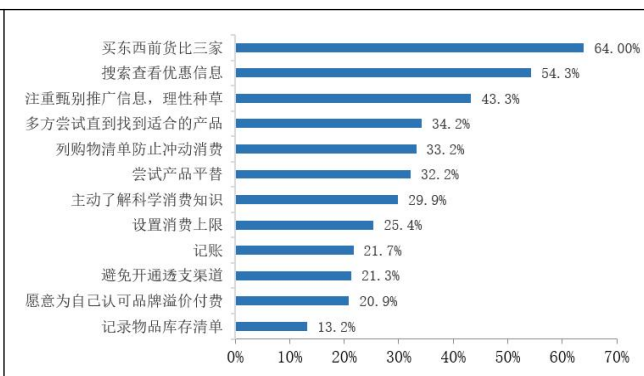
到 43.2%，提升 3.5 个百分点，较发达国家仍具较大提升空间。

图 21：消费者认同的消费理念



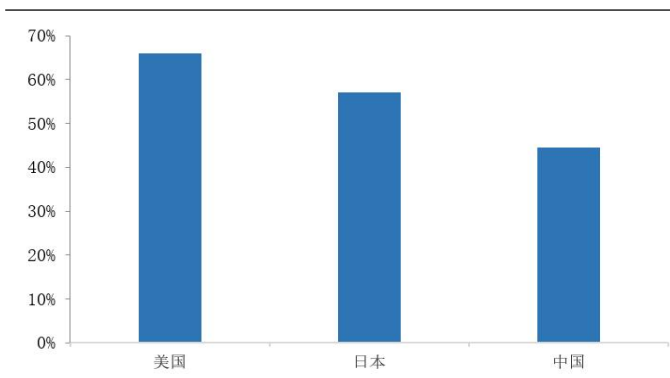
数据来源：艾瑞咨询，华龙证券研究所

图 22：消费者为了理性消费采取的措施



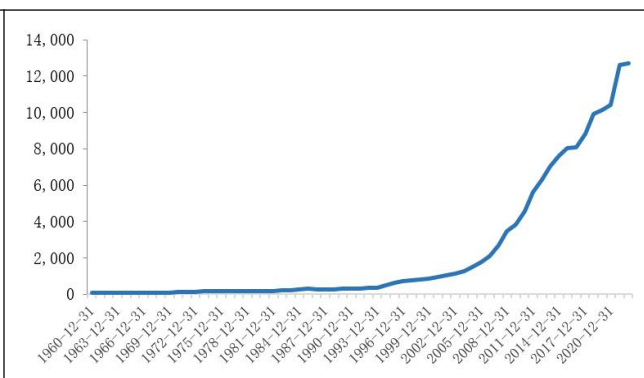
数据来源：艾瑞咨询，华龙证券研究所

图 23：美国、日本（2022）与中国（2023H1）服务消费占比



数据来源：世界银行，华龙证券研究所

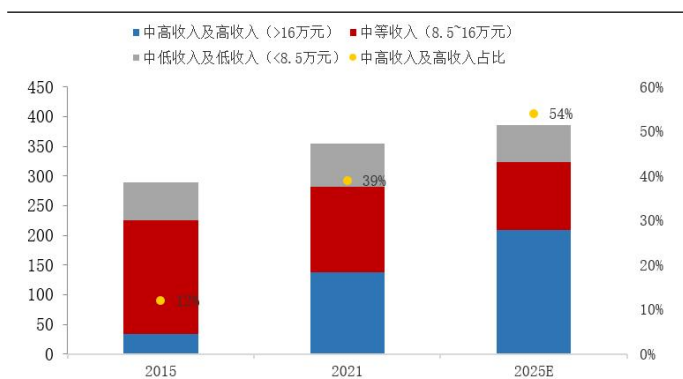
图 24：中国人均 GDP 情况（美元）



数据来源：世界银行，华龙证券研究所

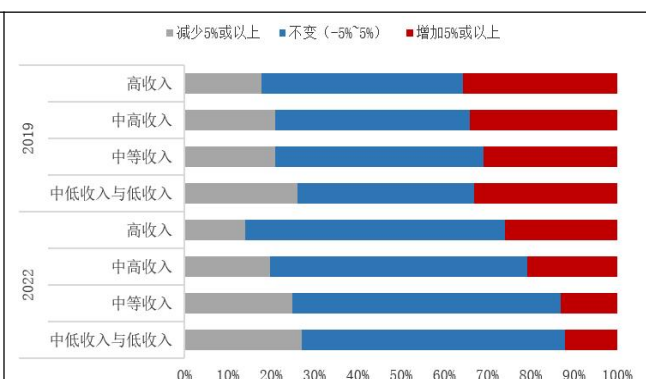
中产阶级继续壮大、消费选择更理性而非降级、文化自信使得本土企业正在赢得市场等因素驱动国内消费市场重塑增长。一是越来越多的家庭年收入超过 16 万元人民币，跻身中产阶级行列。据《2023 麦肯锡中国消费者报告》显示，未来三年，中国有望再增加 7100 万个中产阶级家庭。二是即便面临经济形势挑战，高收入群体还是会在实际消费中垂青较高端的品牌。三是消费降级并未发生，消费者只是在购买商品和选择渠道时更加明智，寻找价格更具竞争力的渠道满足需求。四是相较于情感因素，消费者在制定购买决策时越来越看产品或服务的重品质及功能。五是，中国消费者选择本土品牌，主要是出于对其品质和创新的认可，不仅仅是因为低价和民族自豪感。

图 25: 中国家庭年可支配收入



数据来源: MGI, 华龙证券研究所

图 26: 中国各收入群体实际支出变化



数据来源: MGI, 华龙证券研究所

3. 景区：业绩复苏预期兑现，行业回归内生增长

3.1. 补偿性需求支撑出行强劲复苏，客流量与客单价均现改善

旅游行业全面复苏，服务消费表现靓丽。文旅部抽样调查数据显示，2023H1，国内旅游总人次 23.84 亿，比上年同期增加 9.29 亿，同比增长 63.9%。国内旅游收入（旅游总花费）2.30 万亿元，比上年增加 1.12 万亿元，增长 95.9%。从需求端来看，前期积累需求的集中释放直接推动了旅游市场的快速复苏。从供给端来看，各级政府将旅游作为扩大内需、提振消费的重要领域，积极出台支持政策，开展各种推广活动。

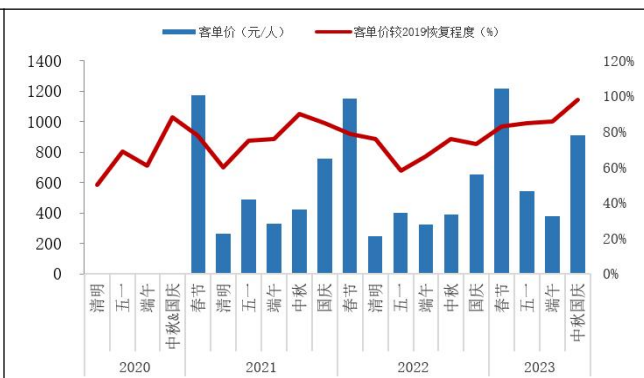
假日出游需求集中释放是带动市场复苏的重要力量。2023 年春节/五一/国庆假期国内旅游市场加速复苏，其中国庆中秋双节期间旅游市场表现超越疫情前水平。根据文旅部数据，2023 年春节/五一/国庆假期国内旅游出游人次分别为 3.08/2.74/8.26 亿人次，分别恢复至 2019 年同期的 88.6%/119.09%/104.1%；旅游收入 3758.43/1480.56/7534.3 亿元，分别恢复至 2019 年同期的 73.1%/100.66%/101.5%。一方面，旅游人次高位后稍有回落，主要是补偿性出游需求基本释放，国内游在经历报复性出行后基本回归正常水平。另一方面，虽然客单价恢复未超 2019 年同期水平，但环比呈现边际改善。

图 27：节假日国内旅游人次和收入较 2019 年恢复情况



数据来源：文旅部，华龙证券研究所

图 28：节假日国内旅游人均消费水平较 2019 年恢复情况

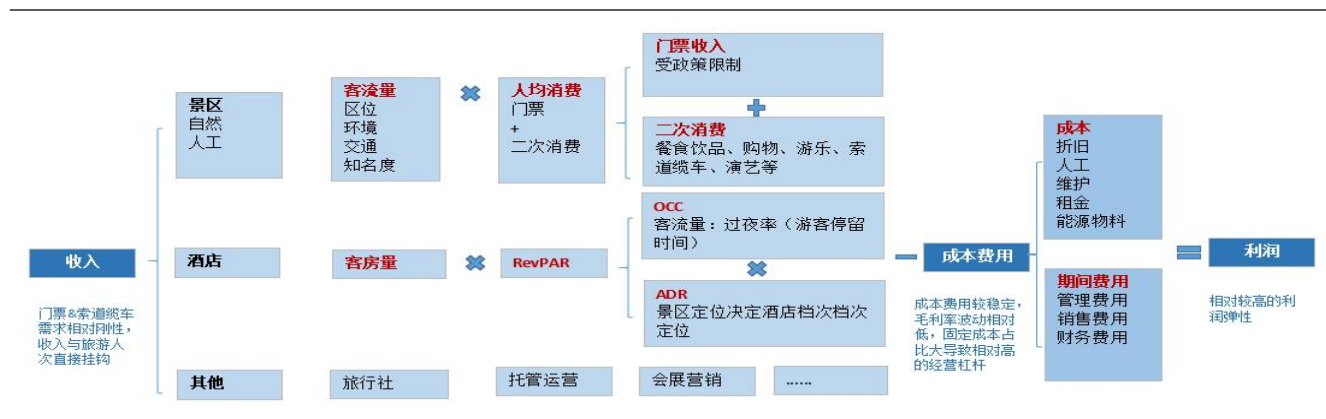


数据来源：文旅部，华龙证券研究所

3.2. 高客流带动营收增长，升级扩容景区业绩领先

2023 年前三季度来看，一季度在补偿性需求迅速释放与低基数效应下，景区业绩表现较 2019 年同期快速增长，二季度环比增速有所放缓，进入三季度，在高基数下恢复节奏仍显靓丽，多数景区公司于三季度归母净利润创出历史新高。收入端，实施项目升级改造及新项目扩容的公司明显领先。如九华旅游因新项目推动、长白山受益于山门下移客单价提升及交通改善。利润端，交通网络优化、经营管理改善、门票收入稳定恢复基础上积极开发二次消费并实施提价的景区，受益于客流量的恢复而释放较高弹性业绩，表现突出。如天目湖通过系统性规划与差异性产品的持续投资，体验性、活动性内容的持续优化；长白山受冰雪旅游兴起积极开拓多类冰雪体验项目贡献增量，避暑+冰雪温泉实现一年两季旺季收入。

图 29：门票经济收入稳定性较强，需求恢复释放高业绩弹性



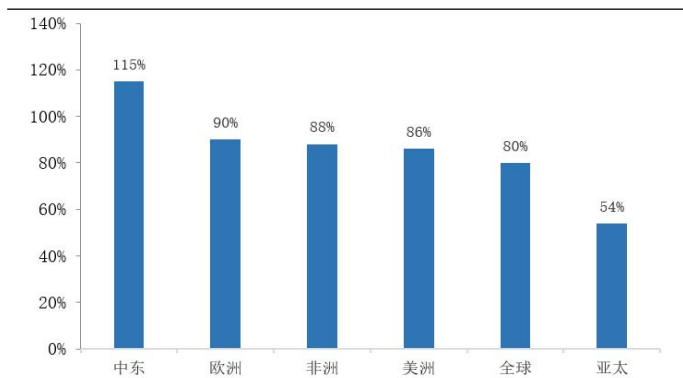
资料来源：华龙证券研究所

3.3. 旅游消费需求旺盛，供需两端发力驱动景气延续

旅游意愿不断增强，个性化旅游需求愈发强烈。希尔顿集团发布的《2024 年趋势报告》显示，93%的中国受访者明确表示看重探索旅游目的地的传统饮食及历史文化。85%的中国旅行者在 2024 年愿意比 2023 年支出更多的经费在旅游上，这一比例也大大超过全球 65%的平均水平。超过三分之一的商务旅行者表示在 2024 年延长出差行程，在履行工作之前或之后可以享受闲暇时光体验目的地文化景观。表明国内旅行意愿仍在不断升温，而且旅游者渴望获得更地道的旅行体验、以及当地文化的沉浸式体验等。因此，我们认为景区所在地政府加大地域历史文化、特色美食等的宣传，加之景区运营过程中丰富地域文化项目、开发沉浸式体验项目等将大大提升景区吸引力，并能提升复游率、延长景区逗留时间，从而提升人均消费水平。

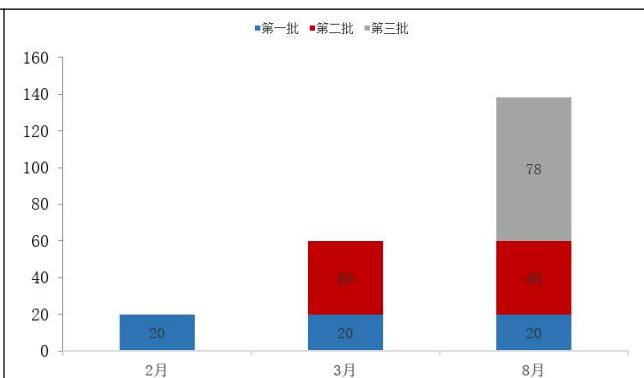
全球跨境游全面复苏，国内出境游重回增长，处于爆发式复苏前夜。Fastdata 显示，2023Q1 全球出境游人数已经恢复至 2019 年 80%水平，其中亚太地区未来恢复速度有望加快。Fastdata 预计 2024 年跨境游有望全面复苏。根据联合国世界旅游组织预测 2023 年底全球跨境游有望恢复至 2019 年 95%的水平。跨境政策方面，我国逐步取消来华签证申请预约，近 100 个驻外使领馆实现“随到随办”，大幅优化外国人来华签证申请表。从国际经验看，签证便利提升直接影响到入境游客数量。11 月 24 日外交部表示，中方将对法、德、意、荷、西、马六国试行免签政策。我们认为，一方面，随着跨境游全面恢复，国内旅游市场有望呈现进一步增长态势；另一方面，OTC 平台是承接跨境游需求的主要渠道，机票+酒店业务优有望受益而提振业绩表现。

图 30: 2023Q1 全球出境游人数相比 2019 年恢复率



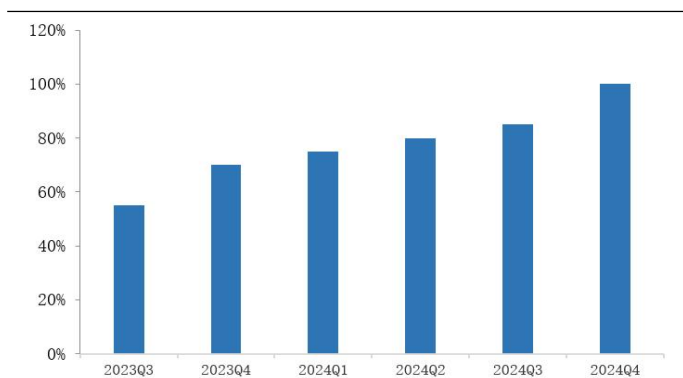
数据来源: Fastdata, 华龙证券研究所

图 31: 2023 年中国恢复团队出境游国家数量趋势(家)



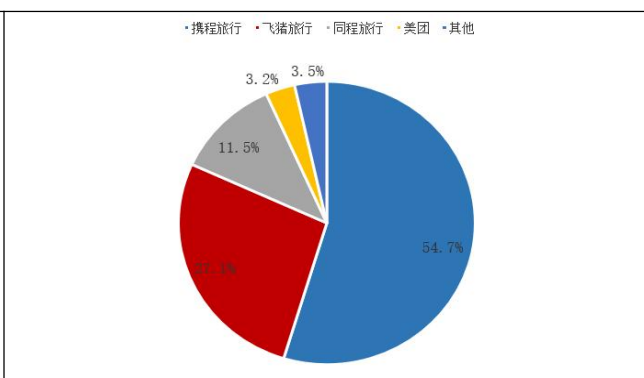
数据来源: Fastdata, 华龙证券研究所

图 32: 2024 年国内出境游市场有望实现全面复苏



数据来源: Fastdata, 华龙证券研究所

图 33: 2023 年 10 月中国 OTA 平台出境游市场份额占比

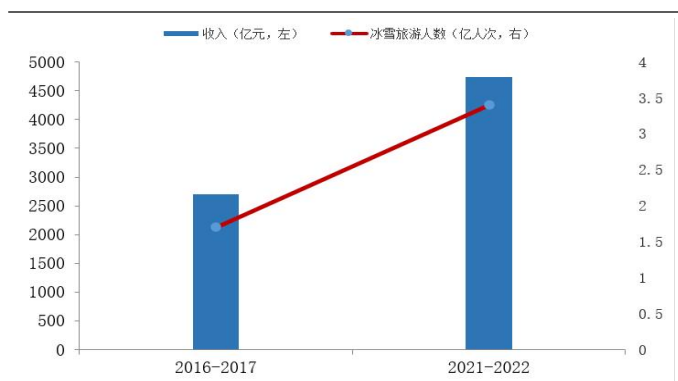


数据来源: Fastdata, 华龙证券研究所

旅游消费升级趋势不变，关注内生增长逻辑回归背景下景区二消占比提升的机会。对于景区旅游而言，在门票价格受到政策管控限制的背景下，除了需求稳定恢复至疫前增长趋势外，在文旅融合发展大环境下，景区项目升级改造与扩容发展，满足各个年龄段游客群体的多元化、个性化需求，提升景区二次消费项目收入占比，将是未来更高业绩弹性中价格端的关键变量。一是旅游景区的生命力不止于旅游资源禀赋的欣赏，更在于对资源科学开发及之后形成的产品体验。文旅产业实现了由资源变现向综合 IP 运营的转变，从而实现从内容生产、营销场景、品牌推广到多维变现的全面提质增效，文旅 IP 融合发展有望为景区持续带来商业新增量。如盛唐密盒、戏剧主题公园“只有河南·戏剧幻城”、《Sleep No More》、《又见平遥》等沉浸式新业态等。二是协同进化、群落共生是旅游景区可持续、高质量产业生态的内生要求。重视核心景区与外围产业之间的协同

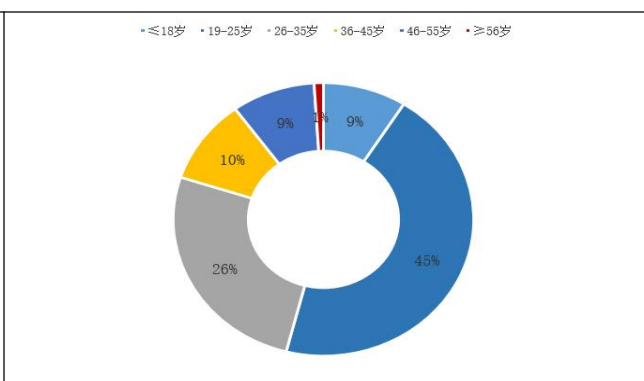
共生，通过共生的产业生态来消化景区流量、增加效益留量的景区有望增厚业绩空间。如露营基地、夜游、乡村游、自驾游等项目布局不仅为景区分流，而且还能实现服务链、产业链延伸，贡献增量。三是全域旅游受众群体广泛。加强资源挖掘，实施多元旅游产品开发的景区不仅吸引游客数量，而且能提升人均消费。滑雪、露营、登山、徒步、骑马、滑草、漂流等活动已成为人们亲近大自然的新兴玩法。滨水休闲、生态康养、乡村田园、都市休闲、避暑旅居等旅游产品更加受到游客喜爱。2021-2022 冰雪季冰雪旅游人数与收入分别从 2016-2017 的 1.7 亿人次/2700 亿元增长至 3.44 亿人次/4740 亿元。

图 34：冰雪旅游人次及收入均呈现高速增长



数据来源：中国旅游研究院，华龙证券研究所

图 35：2022 年中国全域旅游不同年龄分布情况



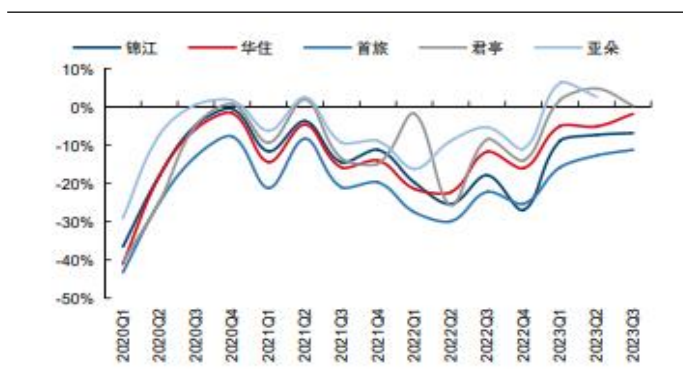
数据来源：艾媒咨询，华龙证券研究所

4. 酒店：OCC 与 ADR 驱动 RevPAR 修复，高景气度延续

4.1. 出行链需求持续释放，酒店经营业绩复苏显著

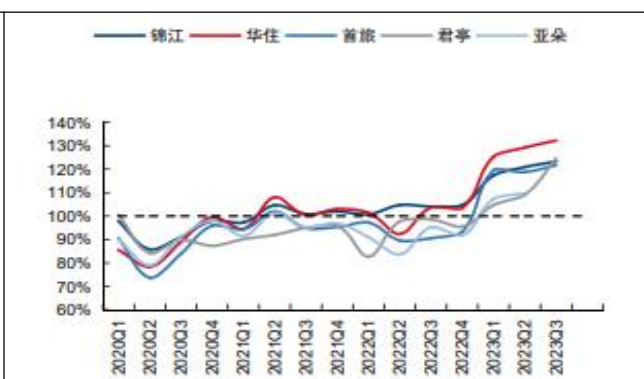
商旅出行正常化带动 RevPAR 较快回升，节假日旺季提价驱动更为显著。根据 STR 数据，截至 2023 年 8 月，对比 2019 年同期，OCC 指数为 98，较 2019 年同期仍然有 2% 的差距。ADR 指数为 104，超过 2019 年同期 4%。受到房价提升的影响，RevPAR 指数达到了 102，超过了 2019 年同期水平，呈现向好态势。季度来看，2023Q1-3 恢复基本均超 2019 年同期水平，其中 Q3 大幅超 2019 年同期水平，环比 Q2 显著改善。2023 年三季度，华住/锦江/君亭/亚朵的 RevPAR 分别恢复至 2019 年同期的 113%/117%/125%/115%。

图 36: 酒店各季度 OCC 较 2019 年同期恢复表现 (pct)



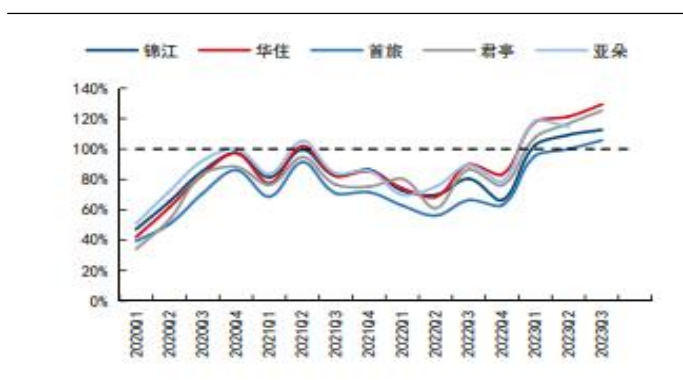
数据来源: iFinD, 公司公告, 华龙证券研究所

图 37: 酒店各季度 ADR 较 2019 年同期恢复表现



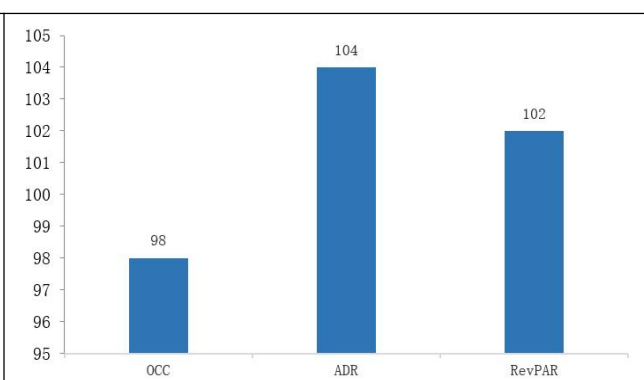
数据来源: iFinD, 公司公告, 华龙证券研究所

图 38: 酒店各季度 RevPAR 较 2019 年同期恢复表现



数据来源: iFinD, 公司公告, 华龙证券研究所

图 39: 中国内地酒店三大指数较 2019 年恢复情况 (%)



数据来源: STR, 华龙证券研究所

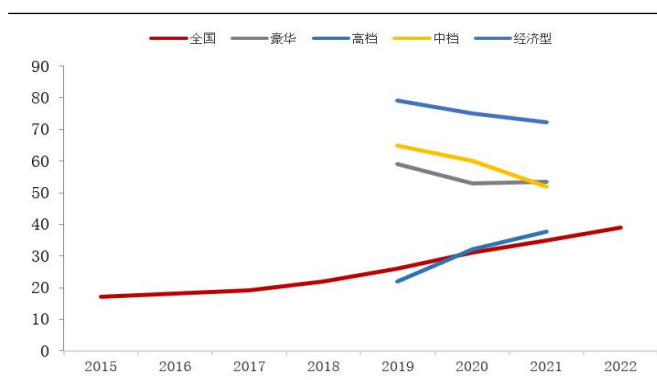
RevPAR 恢复主要驱动力来自 ADR, 旺季入住率尚未恢复至疫前水平。我们认为主要原因在于: 一方面, 酒店龙头主动强化收益管理, 旺季浮动提价和淡季底价约束等助力房价提升, 以及酒店中高端升级改造和疫情期间整体供给出清带来一定提价空间; 另一方面, 商旅出行需求渐进复苏, 恢复节奏较缓, 休闲旅游补偿性释放明显加速淡旺季波动, 导致出租率仍存在缺口。展望 2024 年, 我们认为“休闲强、商旅弱”的格局有望改善, 在休闲旅游进入平稳期后, 全年需求释放有望更加均衡, 同时随着经济逐步复苏, 商务需求恢复期望较高, 有望带动 OCC 恢复至疫前水平, RevPAR 预计仍具有韧性。

4.2. 连锁化率与中高端占比持续提升, 龙头酒店成长可期

国内酒店连锁化率显著低于发达国家, 成熟龙头酒店步入由量到质

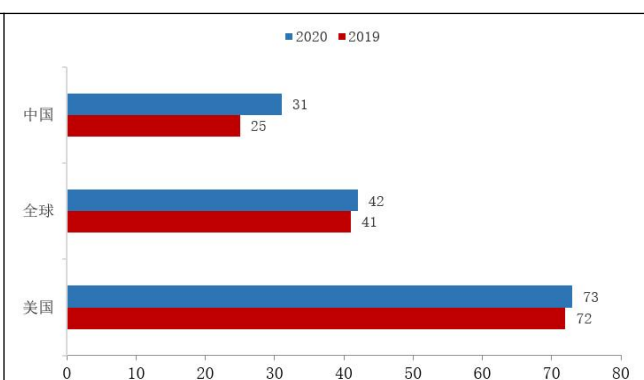
发展阶段，市场集中度有望进一步提升。一方面，连锁化率逐渐向美国靠拢。国内酒店连锁化率持续提升，从2015年的17%提升至2022年的39%，但是对比发达国家连锁化率水平仍存在较大提升空间。我们认为国内存量酒店连锁化下沉市场空间仍然广阔，头部品牌有望持续保持较高扩张速度，中长期仍具有成长性。另一方面，全球领先的酒店集团普遍采用轻资产模式以快速提升规模，提高轻资产比例是酒店集团穿越周期的必由之路。2020年万豪国际集团自营/租赁、管理加盟、特许加盟酒店占比分别为1%、27%、72%，希尔顿酒店集团自营/租赁、管理加盟、特许加盟酒店占比分别为1%、11%、88%。对标全球领先酒店集团轻资产扩张趋势来看，目前国内直营酒店占比较，酒店轻资产扩张仍有空间。

图 40：2015-2022 年中国酒店连锁化率 (%)



数据来源：中国饭店协会，华龙证券研究所

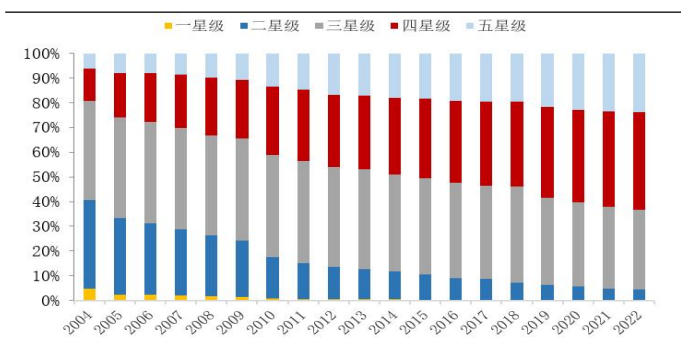
图 41：中国酒店连锁化率仍低于世界平均水平 (%)



数据来源：中国饭店协会，华龙证券研究所

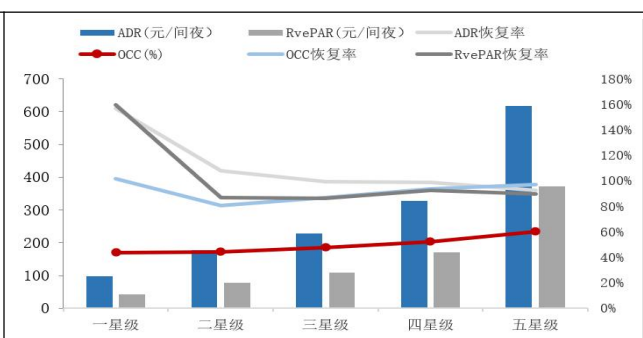
国内酒店顺应全球酒店行业中高端化发展趋势，我国中高端酒店发展空间仍显广阔。从全国星级酒店规模来看，2023Q3 通过审核的星级酒店共计 6663 家，较 2019 年同期减少 2201 家，其中三星级酒店数量减少最高，为 1111 家。从全国星级酒店结构看，6663 家酒店中包括五星级酒店 755 家，占比 11.33%，一星级酒店数量最少，为 8 家，占比 0.12%。伴随着消费者对于酒店品质、服务等需求的不断升级，中高端酒店产品更加受到欢迎，我国星级酒店结构从传统的“金字塔”型向“橄榄型”转变过渡，高端化升级趋势明显。从本轮复苏规律来看，星级酒店 ADR\OCC\RevPAR 三大经营指标表现与星级等级呈正相关，各指标总体呈递增态势。说明头部酒店在高端化布局过程中具备显著竞争优势。

图 42：酒店行业中高端化升级趋势显著（万间，按客房数）



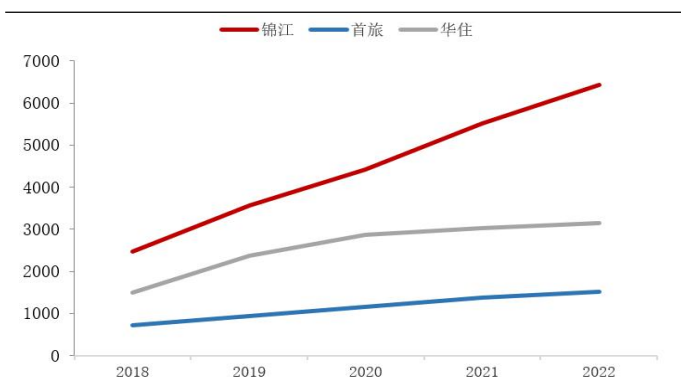
数据来源：iFinD, 华龙证券研究所

图 43：2023Q3 全国星级饭店三大经营指标变化情况



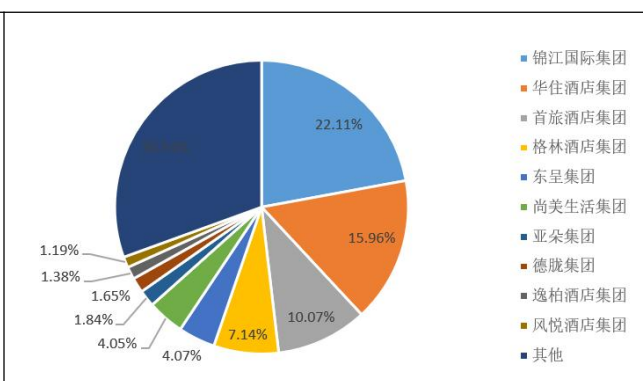
数据来源：iFinD, 华龙证券研究所

图 44：2018-2022 年三大酒店中高端酒店数量（家）



数据来源：iFinD, 华龙证券研究所

图 45：2022 年中国 TOP10 酒店集团市场占有率情况



数据来源：饭店业协会, 华龙证券研究所

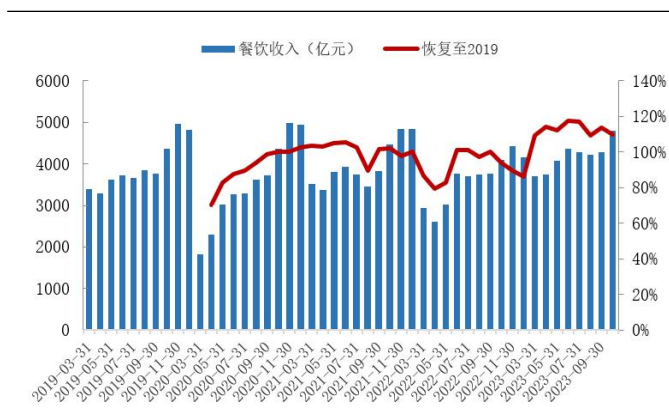
结构性调整需求下头部酒店逆势维持稳定展店计划，市占率稳定提升。2016-2022 年我国酒店集团 CR3 与 CR10 整体来看呈现出区间内波动态势，按客房总市场份额计，2022 年 CR3 为 48%，CR10 为 69%，相较疫前 2019 年水平有所提升。市占率方面来看，锦江、华住、首旅持续多年位于行业前三位置，占全国酒店市场份额分别为 22.11%、15.96%、10.07%。扩张发展来看，2023Q3 锦江、首旅、华住净开店分别为 197/81/407 家，较 Q1 增加依次为 86/63/358 家。扩张特征来看，锦江酒店强调旧有经济型酒店在物业租约集中到期后会按需关店、升级；首旅仍将轻资产管理作为开拓下沉市场重要方向；华住继续强调推进精益增长战略，优化直营店质量。

5. 餐饮：线下场景消费活力回升，餐饮市场加速复苏

5.1. 餐饮市场基本恢复正常水平，公司收入端增长转正

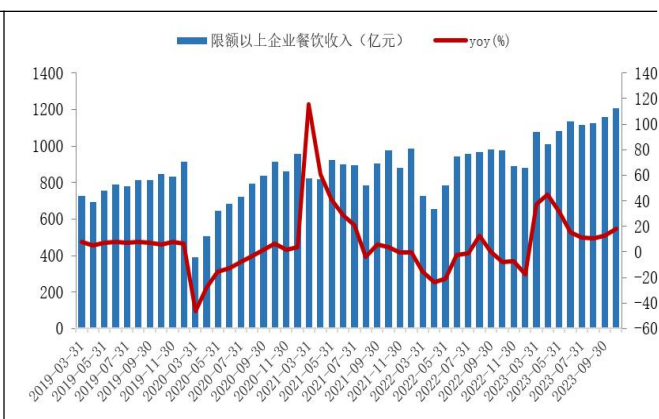
餐饮收入恢复至疫前水平，限额以上餐饮企业抗风险能力及恢复能力更强，更具韧性。相较其他消费行业，餐饮行业整体复苏较快。国家统计局数据显示，2023Q1-3，餐饮收入 33475.4 亿元，同比增长 21.15%，其中 8/9/10 月份限上餐饮收入分别为 1125/1158/1205 亿元，同比增长 10.4%/12.8%/18.0%，基本恢复至 2019 年的 140% 附近。A 股上市公司中，广州酒家 2023Q3 营收 21.43 亿元，同比增长 11.77%，收入增长平稳，利润端由于高毛利率产品被抑制而承压；同庆楼 2023Q3 收入 6 亿元，同比增长 20%，较 2019Q3 增长 86%，主要受益于区域经济活力+宴会刚需赛道卡位+模型优良，但因新店扩张期成本增加利润未能完全释放。

图 46：2023Q1-3 餐饮收入及恢复至 2019 年情况



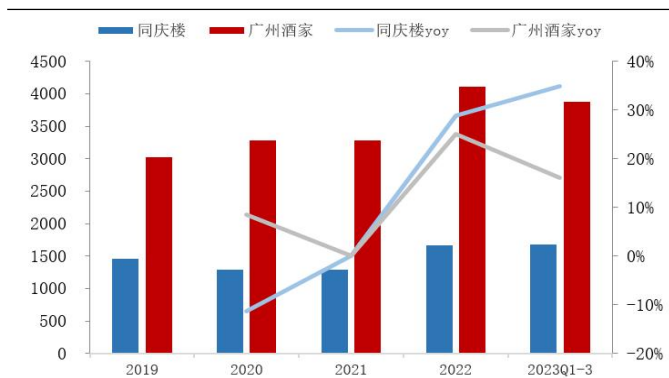
数据来源：国家统计局，华龙证券研究所

图 47：限额以上餐饮收入及增速



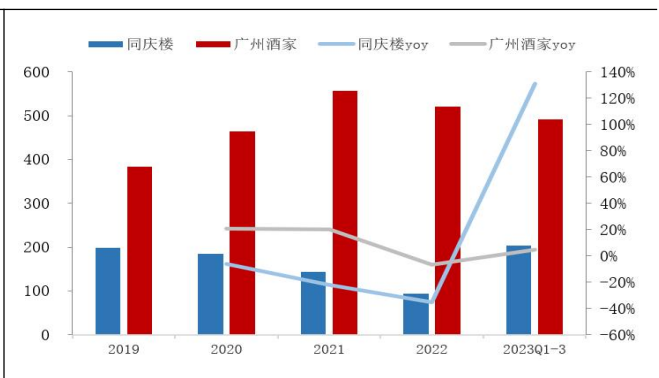
数据来源：国家统计局，华龙证券研究所

图 48：同庆楼、广州酒家收入及增速情况（百万元、%）



数据来源：iFinD，华龙证券研究所

图 49：同庆楼、广州酒家净利润及增速情况（百万元、%）

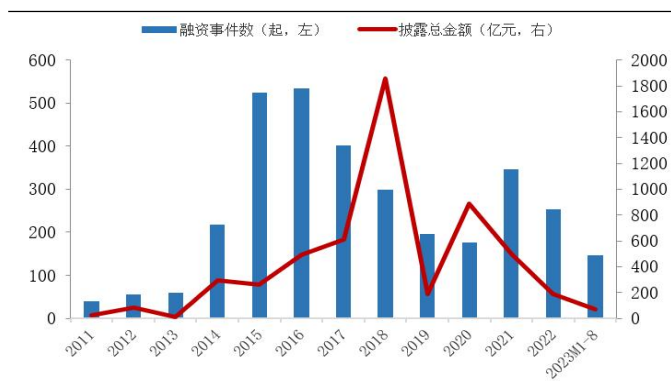


数据来源：iFinD，华龙证券研究所

5.2. 连锁化与数字化进程加快，供应链优势及品牌能力强者恒强

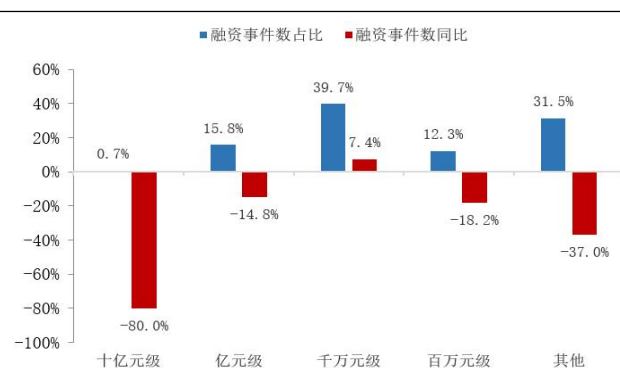
餐饮企业业绩集体遇喜，但一级市场投融资仍显谨慎，融资事件数和披露金额数呈现双降态势。2023年1-8月，餐饮相关领域融资事件数为146起，披露融资总额仅67.1亿元，分别占2022年全年的57.7%和35.9%，相较2022年同期下降了19.3%和56.7%。从细分领域看，资本投资风向有所分化，下游餐饮企业融资热度较高，融资事件数占比和披露融资金额占比分别达到62.3%、43.8%，其中具有消费频次高、标准化程度高等特点的饮品、小吃快餐成为稳坐融资事件数第一、第二的餐饮品类。与之相比，中式正餐和火锅品类融资事件数较去年同期均有所下降。中上游以餐饮SaaS、餐饮机器人、餐饮信息平台、经营管理咨询为主营业务的餐饮服务商亦受到资本关注。预制菜赛道融资热度稍降，饮品中定位健康养生或国风国韵的茶饮品牌更受资本青睐。面对消费需求多元化，餐饮行业品类细分趋势显著，未来具有差异化特征的餐企更能获得市场和资本的垂青。

图 50：2011-2023 年 1-8 月全国餐饮领域融资情况



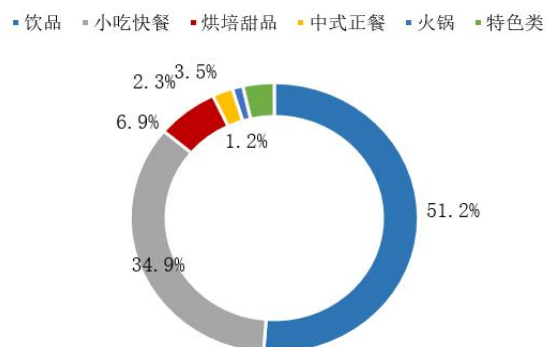
数据来源：红餐大数据，华龙证券研究所

图 51：2023 年 1-8 月餐饮相关领域披露融资金额分布



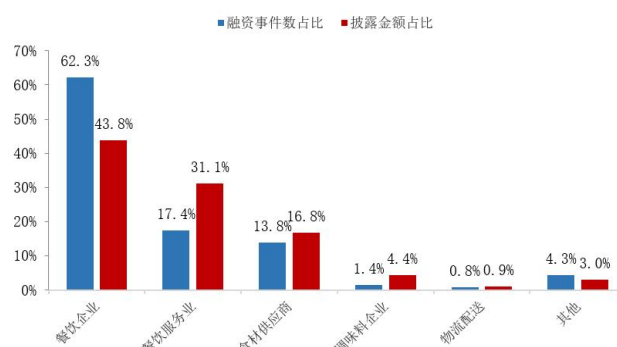
数据来源：红餐大数据，华龙证券研究所

图 52：2023 年 1-8 月各餐饮品类融资事件数占比分布



数据来源：红餐大数据, 华龙证券研究所

图 53：2023 年 1-8 月餐饮各领域融资事件数及融资额占比



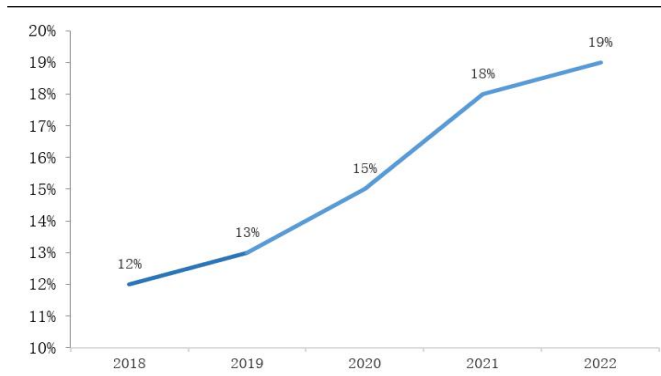
数据来源：红餐大数据, 华龙证券研究所

餐饮企业率先打通数智化链路，实现持续降本增效，提升经营效率，是获得竞争突破口的关键之一。数智化将实现餐饮门店、消费者、供应链、加盟商等众多参与方更强互联互通。涉及营销、点餐、配送、支付、管理等全流程和全场景，带动餐饮行业生产力、生产工具和生产空间的转变。麦当劳、西贝莜面村、乡村基、喜茶、奈雪的茶等均获得来自 SaaS 运营商的服务。增加自动化，降低人员依赖和员工数量，供应链效率提升降低采购成本和耗材，使得餐饮企业有望提升整体毛利率水平。我们认为数字化增长已经成为餐饮企业和其他品牌竞争的重要壁垒。

连锁化步伐加快、品牌加盟积极、市场下沉、中餐品牌出海、餐饮外卖及流量造势等利好餐饮企业中长期发展。一是连锁化率方面，近年来，我国餐饮连锁化率逐年上升，2022 年达到了 19%，未来有望进一步提升。2023 年门店数在 100 家以上的各个区间的品牌数占比均有所增长。二是餐饮品牌开放加盟热度高涨，并且趋于标准化、正规化三是下沉市场方面，我国下沉市场人口占比达到 65%。随着餐饮竞争的白热化，在市场下沉过程中伴随着“小型化”，小吃小喝、小城小味、小店小档逐渐在盛行，甚至大型品牌也在探索小型化的模式。四是中餐品牌除了在国内市场积极开疆拓土，众多餐饮品牌纷纷布局海外市场，拉高品牌势能。如海底捞布局新加坡后，2023 年继续拓展迪拜、菲律宾市场；小龙坎火锅陆续进驻美国、新西兰等国；喜茶开放日本、新加坡、欧美、东南亚市场。五是餐饮企业重视线上外卖，积极借助流量造势，塑造品牌形象。截至 2023

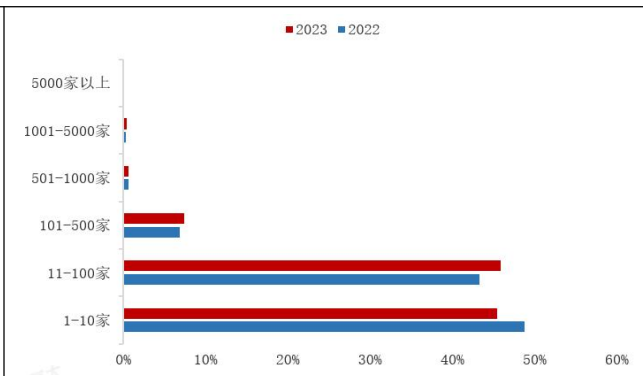
年6月，中国网上外卖用户规模达5.35亿，网民使用率49.6%。在线外卖市场规模超过1.1万亿元，占全国餐饮业收入的比重达到25.4%。另外，餐饮企业在抖音、快手、B站等平台的渗透率均呈现上升趋势。整体而言，我们认为餐饮行业应对需求的品质化，以及自身降本增效的标准化、供应链优化等方面提出新的诉求，也是餐饮企业提升竞争优势，扩大市占份额，维持业绩稳定增长的关键。

图 54：2018-2022 年全国餐饮连锁化率



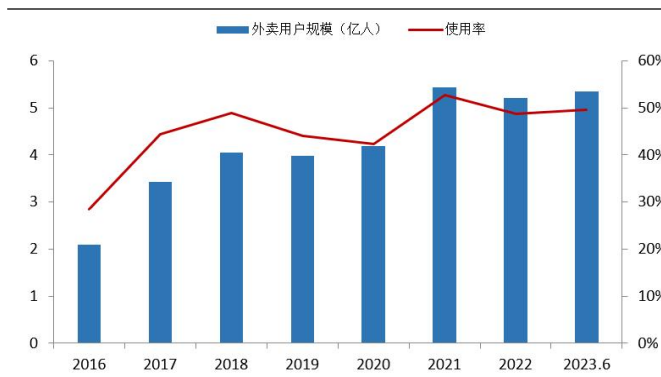
数据来源：红餐大数据, 华龙证券研究所

图 55：2022-2023 年全国餐饮品牌门店数区间占比分布情况



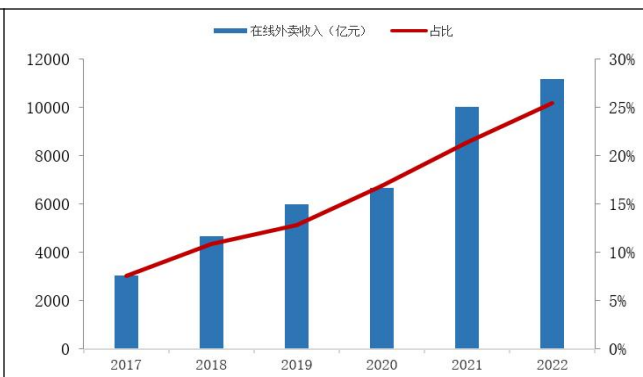
数据来源：红餐大数据, 华龙证券研究所

图 56：2016 年-2023 年网上外卖用户规模及使用率



数据来源：CNNIC, 华龙证券研究所

图 57：2017 年-2022 年中国在线外卖市场规模及占比



数据来源：国家信息中心, 华龙证券研究所

餐企“纵向优化”“横向拓宽”全产业链，夯实竞争壁垒。餐饮企业现在有两个商业模式的发展，一种是业务能力纵向拓展，走“种养殖基地+中央厨房+冷链物流+餐饮门店”的全产业链发展路径；另一种是业务类型的横向拓宽，经营范围与场景实现差异化突围，餐饮+场景，餐饮+零售，餐饮+文化等。2021年我国央厨规模达到160亿元，预计2026年将达到269亿元。另外，预制菜市场规模不断扩大、政策支持力度不断提

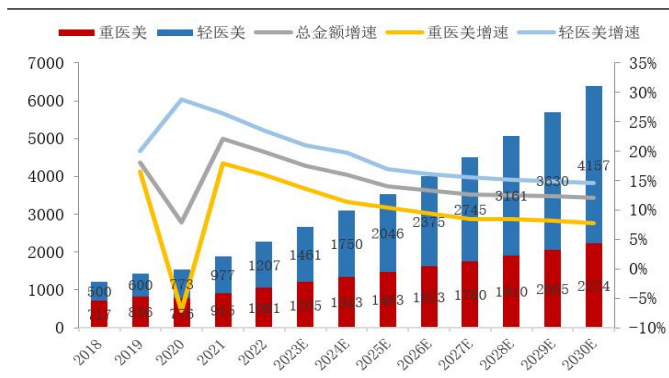
升、供应链产能不断恢复。实施“纵向优化”及“横向拓宽”的餐饮企业未来更具竞争优势。

6. 医美：供给端驱动需求，中长期市场空间广阔

6.1. 需求持续释放，渗透率提升驱动行业增长

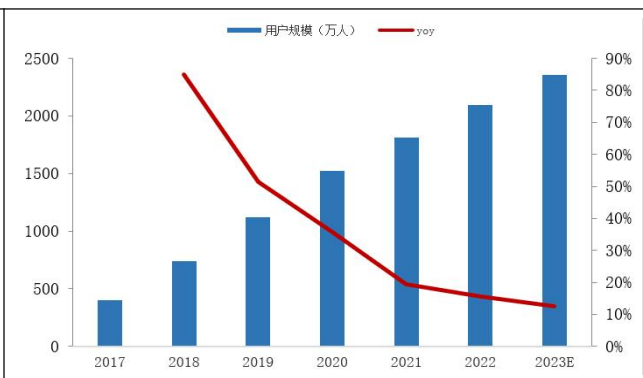
悦己消费兴起，医美消费认知与消费意愿提升。医美消费需求的多元化发展，市场规模持续增长。艾瑞咨询数据，2022年中国医美市场规模高达2300亿元，近6年增速逾104%，远高于同期全球市场3%的年复合增速。新氧2023医美行业报告显示，未来5年中国医美仍可能保持15%以上的增速，预计按服务收入计算到2030年，我国医疗美容行业市场规模将超过6380亿元，重医美/轻医美占比将达到65%/35%。德勤数据显示医美高端消费人群平均年龄约为34岁，其中接近70%为30岁以上的消费者，消费稳定性较强；30岁以下的年轻医美消费者消费意愿稳中有升，更加注重体验新品；付费用户占比数据来看，26岁以上付费用户占比已超过50%。

图 58：中国医美市场规模及增速（亿元，%，按服务收入计）



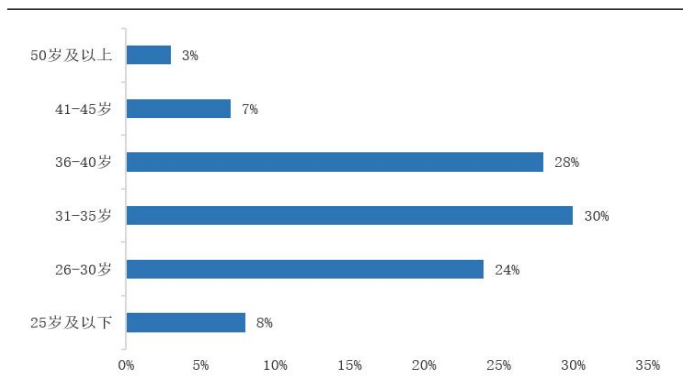
数据来源：新氧数据，华龙证券研究所

图 59：2017-2023 年中国医美用户规模及增速



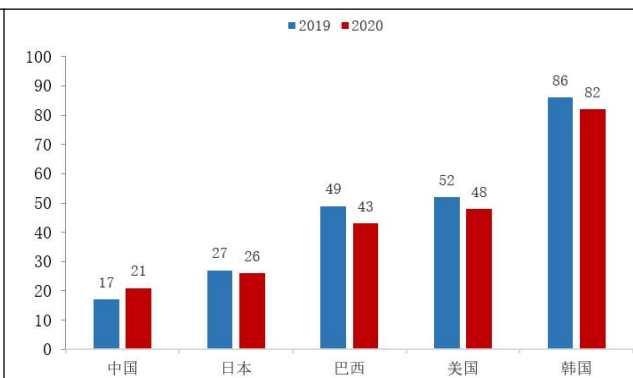
数据来源：新氧数据，华龙证券研究所

图 60：医美高端消费人群年龄分布情况



数据来源：德勤, 华龙证券研究所

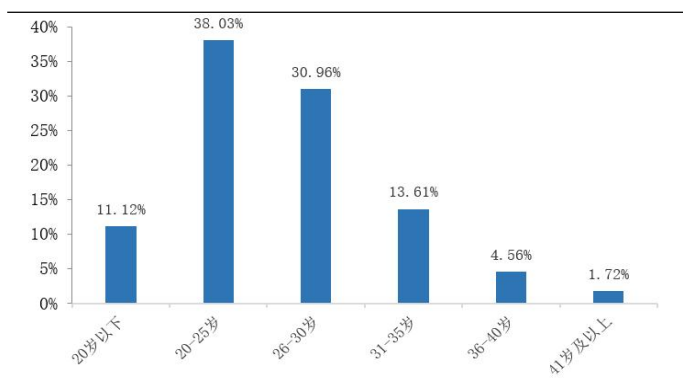
图 61：医美渗透率较发达国家存在较大提升空间（次/千人）



数据来源：弗若斯特沙利文, 华龙证券研究所

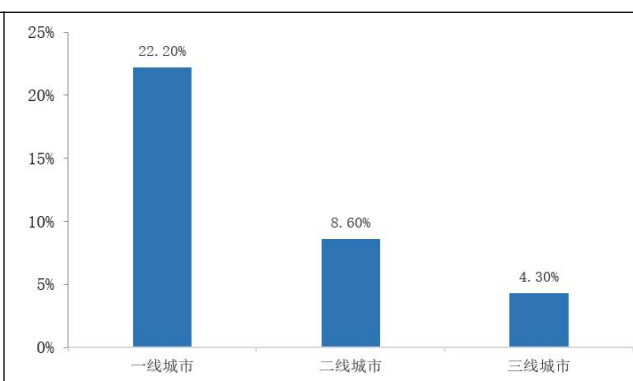
相比海外市场，国内医美渗透率较低，未来仍具备广阔增长空间，人群渗透率提升依旧是医美增长的主要驱动力。颜值经济将带动更多消费者对医美的尝试意愿，进一步助力医美渗透率的提升。我国大陆地区医美市场可触达人群已经有所提升，且在疫情的影响下，我国大陆地区的医美治疗次数呈现出更强的韧性。从城市医美渗透率来看，一线/二线/三线城市分别为 22.20%/8.60%/4.30%，即使是较高的一线城市渗透率仍然处在低位水平。未来各个细分赛道渗透率均有望提升，增长空间充足。能够率先把握新材料赛道或新适应症带来增长机遇的上游龙头有望获得持续增长的驱动力。

图 62：2022H1 不同年龄段付费用户占比



数据来源：新氧数据, 华龙证券研究所

图 63：2021 年一/二/三线城市医美渗透率情况



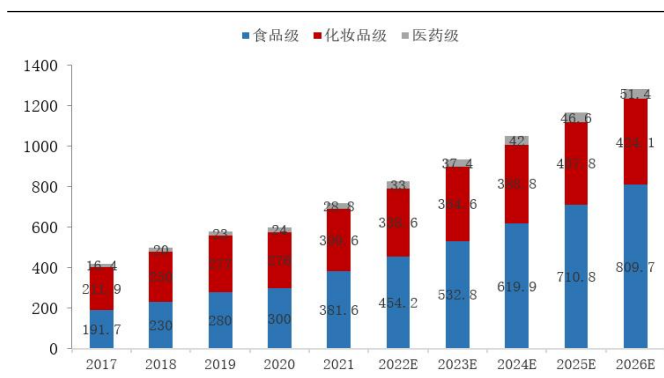
数据来源：弗若斯特沙利文, 华龙证券研究所

6.2. 技术突破贡献增量，三大赛道具备超额预期

玻尿酸：技术升级与扩展适应症主导行业趋势

全球透明质酸原料市场规模呈稳定增长态势。据沙利弗若斯特沙利文 2021 年全球透明质酸原料市场销量达到 720.0 吨，同比增长 20%，2017-2021 年复合增长率为 14.4%，预计在未来五年全球透明质酸原料市场将保持 12.3% 的复合增长率，在 2026 年达到 1285.2 吨的市场销量，发展空间巨大。其中，化妆品级透明质酸销量规模次于食品级市场，2021 年销量达到 309.5 吨，约占全球透明质酸钠销量的 43%，随着消费群体的迭代，个护领域需求逐渐增大，化妆品原料应用愈加广泛，预计 2026 年化妆品级原料销量可达到 424.1 吨。

图 64：2017-2026E 全球透明质酸市场规模（吨，按销量）



数据来源：弗若斯特沙利文, 华龙证券研究所

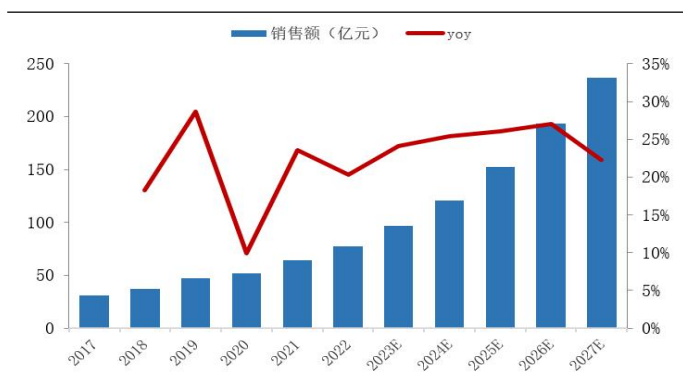
图 65：2017-2027E 中国透明质酸原料市场规模及增速



数据来源：弗若斯特沙利文, 华龙证券研究所

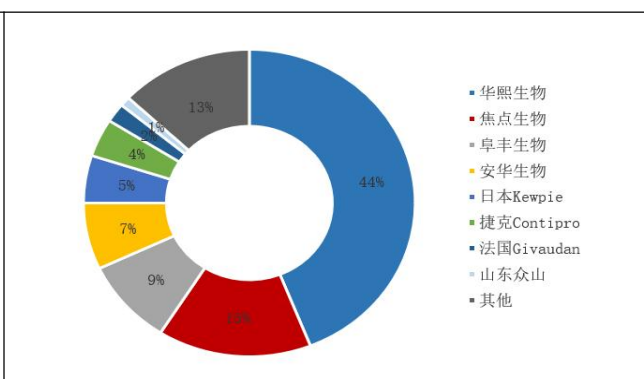
中国是全球最大的透明质酸原料生产销售国，中国透明质酸的发酵技术水平、产量以及质量均已达到国际先进水平，更具竞争优势。根据沙利文数据，2022 年中国透明质酸原料的总销量占全球总销量的 82.7%，中国企业均占据全球销量排名前列。预计未来市场规模将持续提升，2027 年销售额将达到 58.2 亿元，CAGR 为 8.4%。伴随着国内企业技术、工艺水平的不断提高，国产医疗美容类透明质酸填充剂销量逐步增长。弗若斯特沙利文数据显示，2022 年中国医疗美容类透明质酸终端产品的市场规模达到 77.7 亿元人民币，并预计以 24.9% 的复合增长率在 2027 年达到 236.6 亿元人民币。

图 66: 中国透明质酸终端产品市场规模及增速



数据来源：弗若斯特沙利文，华龙证券研究所

图 67: 2020 年全球透明质酸原料市场份额情况（按销量）



数据来源：弗若斯特沙利文，华龙证券研究所

行业集中度高，技术壁垒高，龙头企业竞争优势显著。一是，从全球市场份额占比来看，销量口径下，中国企业均占据全球销量排名前列。目前，全球透明质酸原料市场前四大企业均来自中国，分别为华熙生物、焦点生物、阜丰生物、安华生物，CR4 高达 75%。国内透明质酸竞争格局呈现出“一超多强”的竞争格局。第一梯队以华熙生物、爱美客及昊海生科为代表，拥有较为强劲的技术研发优势，透明质酸原料产品覆盖领域全且种类多，终端产品拥有独立自主品牌；第二梯队以焦点生物、阜丰生物及安华生物为代表，原料产品覆盖领域较全，科研创新集中在某一特定领域。第三梯队以华东医药和蒙博润为代表，涉足透明质酸的业务多为自身或母公司医美业务的拓展，规模较小。

供给端突破引领应用端加速渗透和应用范围不断扩大。近年来随着轻医美的发展，玻尿酸人气持续增长，逐年攀升的关注体量有望带来新的市场增量，刺激玻尿酸需求持续上涨，从而赋予玻尿酸市场未来更广阔的成长空间。未来终端产品扩展适应症将进一步刺激多元需求释放。如面部适应症由鼻唇沟拓展至脸颊/唇部口周/下巴/下颌线/眼周/全面部等。

表 1：国内医美玻尿酸待获批产品

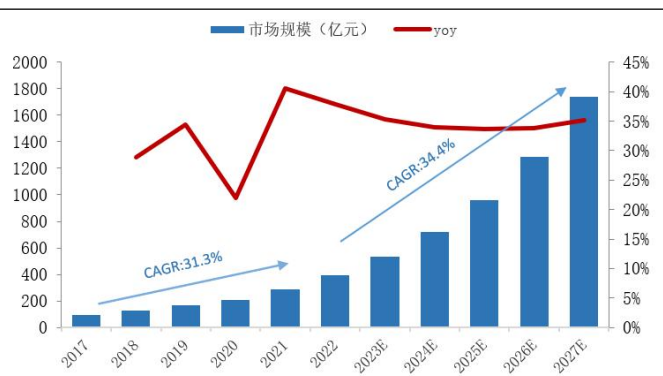
产地	品牌	产品	预计获批/上市时间
中国	复锐医疗	Profhilo 非交联透明	2023 年
	华熙生物	单相玻尿酸填充剂	2023 年
	乐普医疗	注射用透明质酸钠溶液	预计 2024 年左右上市
	华熙生物	微交联二代产品(第一代娃娃针)	预计 202 年上市
	昊海生科	有机交联玻尿酸产品	预计 2024 年获批
美国	华东医药	MaiLi Extreme (玻尿酸, 新型高端含利多卡因注射用透明质酸钠填充剂)	预计 2024 年上市
中国	华熙生物	透明质酸钠凝胶—交联透明质酸钠凝胶研究开发	在研临床
	格莱威医疗	含利多卡因注射用透明质酸钠溶液	在研临床
		注射用修饰透明质酸钠凝胶	在研临床
	华熙生物	交联玻璃酸钠注射液的开发—注射用透明质酸钠复合溶液	在研临床
	昊海生科	加强型水光注射剂	临床试验
	爱美客	医用透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶	临床试验
韩国	江苏吴中	hara	预计 2025 年左右上市
中国	中迪医药	透明质酸钠复合溶液	预计 2025 年 6-7 月获批

资料来源：医与美前沿, 华龙证券研究所

胶原蛋白：技术壁垒高，头部公司竞争优势显著

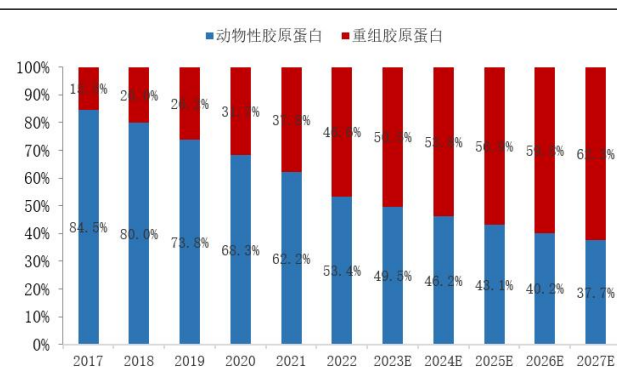
胶原蛋白凭借良好的生物性能，在消费者群体中备受青睐，市场规模稳步提升。重组胶原蛋白可加工性更强，安全性更高、产品品质更容易控制。随着技术不断进步、有望进一步打开下游各领域应用空间，目前实现护肤、医美水光产品规模化生产，未来向填充、组织工程的修复再生材料突破；动物源胶原蛋白护肤/医用辅料、医美等应用成熟，受限产能&病原体残留风险，发展相对平稳。目前，国内重组胶原蛋白技术与产业化处于全球领先水平。随着胶原蛋白制备技术的成熟，量产成为可能，成本有较大的下降空间，胶原蛋白产品的性价比得到提升，终端产品市场规模有望保持快速增长。据弗若斯特沙利文数据，2017-2021 年，中国胶原蛋白产品规模 CAGR 达到 31.3%，预计 2022-2027 年市场规模有望从 397 亿元增长至 1738 亿元，CAGR 达到 34.4%。2022 年重组胶原蛋白/动物源性胶原蛋白市场规模占比为 46.6%/53.4%。预计 2027 年重组胶原蛋白/动物源性胶原蛋白市场规模分别为 1083 亿/655 亿，市场规模占比分别为 62.3%/37.7%。

图 68：中国胶原蛋白产品市场规模及增速（亿元，%）



数据来源：巨子生物招股书，华龙证券研究所

图 69：中国胶原蛋白产品分类市场规模占比 (%)



数据来源：巨子生物招股书，华龙证券研究所

行业竞争格局优越，头部企业加码产品开发，市场有望进入应用爆发期。从市场格局来看，目前布局品牌相对较少，未来随着技术突破，消费者认知加深，市场端有望加速进入应用爆发期。目前，NMPA 获批 III 类械的胶原蛋白医美产品有 7 款，其中台湾双美占据主要市场。2023 年 8 月 28 日，锦波生物注射用重组 III 型胶原蛋白溶液获批上市，是锦波生物继 2021 年取得第一张重组人源化胶原三类医疗器械注册证后的又一次获批。预计 2024-2025 年重组胶原蛋白迎 III 类械获证高峰期。巨子生物（2024 年中 2 款、2025 年 2 款）、江苏吴中（2025 年 1 款）、聚源生物（2024 年 2 款）有望获得三类证。

表 2：国内医美胶原蛋白待获批产品

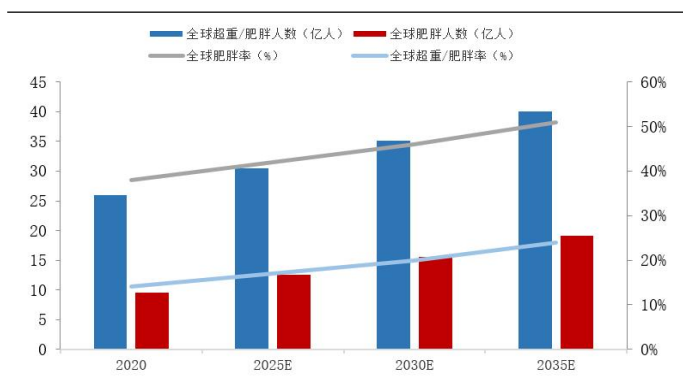
公司	产品	预计获批/上市时间
巨子生物	重组胶原蛋白液体制剂	预计 2024 年 H1 获批
	重组胶原蛋白固体制剂	预计 2024 年 H1 获批
	自研胶原蛋白	预计 2025 年左右上市
	重组胶原蛋白凝胶	预计 2025 年获批
	交联重组胶原蛋白凝胶	预计 2025 年获批
锦波生物	医用胶原蛋白仿生纤维（I 型、III 型复配）	在研临床
创建医疗	悦白之几重组胶原蛋白冻干纤维	预计 2023 年底-2024 年初获批
	悦白之几重组胶原蛋白植入剂	预计 2023-2024 年获批
	重组 III 型胶原蛋白冻干纤维	预计 2023-2024 年获批
	重组胶原蛋白敷料	预计 2023-2024 年获批
	医用重组胶原蛋白可吸收修复敷料（皮肤支架）	预计 2025 年获批
	重组 III 型胶原蛋白膀胱修复剂	预计 2024 年获批
江苏吴中	重组胶原蛋白填充剂	临床阶段，预计 2026 年取证
	自研胶原蛋白	预计 2025 年左右上市
丸美股份	重组胶原蛋白水光针	预计 2026 年推出
	重组胶原蛋白填充剂	预计 2028 年推出
聚源生物	重组三型人源化胶原蛋白冻干纤维	预计 2024 年
	重组一型人源化胶原蛋白冻干纤维	预计 2024 年
湘雅生物	动物源胶原蛋白+重组胶原蛋白注射剂	开发阶段
佰仁医疗	重组胶原蛋白填充剂（交联）	预计 2024H2
双美生物	第四代胶原蛋白植入剂	临床阶段

资料来源：医与美前沿, 华龙证券研究所

减重减脂：需求持续释放，聚焦 GLP-1 发展前景

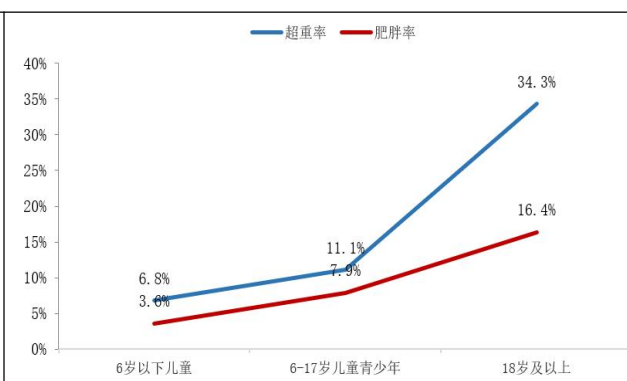
肥胖问题日益突出，催生千亿减重市场。根据世界肥胖联盟于 2023 年发布的《世界肥胖地图》显示，全球大于 5 岁的人群中，超重/肥胖率将从 2020 年的 38% 迅速增加到 2035 年的 51%，人数将由 2020 年的 26.03 亿攀升到 2035 年的 40.05 亿；肥胖率将由 2021 年的 14% 上升至 2035 年的 24%，人数为 19.14 亿人。根据中国疾控中心数据，2022 年中国肥胖人口规模超 2.5 亿人。18 岁及以上成年人超重率及肥胖率分别为 34.3%/16.4%，6-17 岁儿童青少年超重率和肥胖率分别为 11.1%/7.9%。到 2030 年，中国成人居民的超重/肥胖患病率将达 65.3%，且归因于超重/肥胖的医疗费用将高达 4178 亿元人民币，约占全国医疗费用总额的 21.5%。

图 70: 2020-2035E 年全球超重/肥胖总人数情况



数据来源: 世界肥胖联盟, 华龙证券研究所

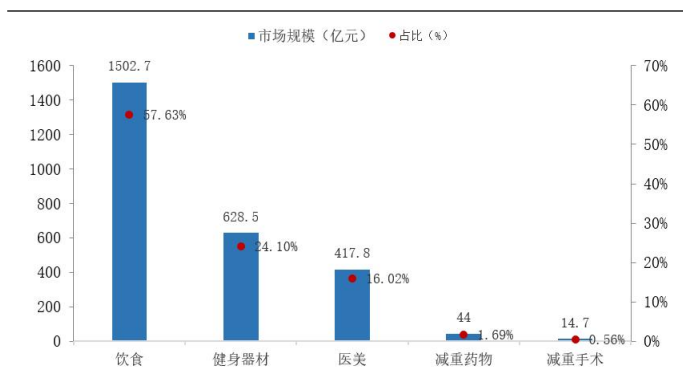
图 71: 2022 年中国各年龄段超重率和肥胖率



数据来源: 中国疾控中心, 华龙证券研究所

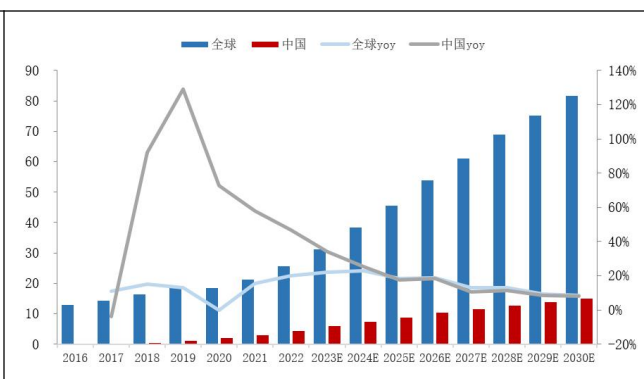
药物板块引人注目, 或成为未来重点方向。随着肥胖问题成为全球日益普及的健康问题, 全球居民逐渐重视体态管理, 寻找减重途径。综合来看, 药物细分市场在效果、安全性、费用、可及性等方面优势明显, 或成为未来行业重点方向。根据弗若斯特沙利文预计, 2025 年国内减肥药市场规模达到 8.7 亿元, 2020-2025 CAGR 达到 35.6%。近年来, 由于 GLP-1R 激动剂的推出而引起广泛关注, 人们对减重药物的接受度日益提高。

图 72: 2022 年中国减重市场规模预测及占比情况



数据来源: 肽研社, 华龙证券研究所

图 73: . 2016-2030E 年全球减重物市场规模(亿元, %)



数据来源: 肽研社, 华龙证券研究所

GLP-1 市场规模迅速扩容, 降糖与减肥领域不断挖潜, 市场前景广阔。比较三种减重方式的效果, 生活方式和行为干预的减重效果相对比较轻微, 减重效果好但适用范围较窄; 药物减重效果优于生活方式和行为干预, 而且较减肥手术受众更广, 将是重要研发方向。综合考虑减重效果、不良反应情况和心血管获益情况来看, GLP-1R 激动剂特别是司美格鲁肽在所有减重药物中表现良好, 抗肥胖疗效显著, 整体安全性较好, 相对于目前

上市的其他同类药物竞争优势明显。

根据国务院印发的《国家人口发展规划(2016-2030年)》，2030年中国的全国总人口数量将达约14.5亿。同时，2030年中国的成人超重/肥胖率为65.3%，故推算2030年中国的超重/肥胖人群数量为9.4685亿。假设肥胖症药物干预比例为3%，GLP-1类药物的使用渗透为30%，则使用GLP-1类药物的肥胖症人数为8.52百万。针对肥胖症，司美格鲁肽注射液的起始量为0.25mg，每周一次；4周后应增至0.5mg，每周一次治疗至少4周后，剂量可增至1mg/每周一次，则一年需使用15支，人均年度治疗费用2700元。基于以上假设下，国内2030年GLP-1类药物在中国肥胖患者中的市场规模或达到230.04亿元。

图 74：2030 年 GLP-1 类药物在减重领域的市场规模预测

2030 年全国人口总数	14.5 亿				
2030 年中国成年人超重肥胖率	65.30%		平均单价	300 元	
2030 年中国超重/肥胖患者	9.4685 亿		平均使用量	15 支	
药物干预比例	3%	×	依存性	60%	= 预测市场规模 230.04 亿元
GLP-1 类药物渗透率 30%	30%		人均年度治疗费用	2700 元	
使用 GLP-1 类药物肥胖症人数	8.52 百万				

资料来源：肽研社，华龙证券研究所

7. 投资建议

在经济弱复苏进程中，投资与出口复苏仍显缓慢，消费持续复苏，成为贡献经济增长的关键力量。展望 2024 年，我们认为随着消费者信心边际改善，居民消费倾向回暖，消费意愿稳定抬升以及价格因素掣肘缓解等将带动总体消费延续平稳恢复。商品消费或延续温和改善路径，服务性消费有望延续景气恢复，表现相对较强。目前市场更多担忧在于居民收入增长预期，担忧出现 20 世纪 90 年代日本所呈现出的消费降级趋势。但是我们认为，未来不管是宏观政策层面的低利率政策，还是公共部门提高支出水平等能有效提高信贷增速的措施实施，都将提高居民可支配收入和居民消费，同时，消费刺激政策层面的提振消费信心与激发消费活力等共同催动国内居民服务消费支出保持增长态势。

社服行业整体呈现渐进复苏态势，板块估值已完成从年初较高的增长预期到基本面的收敛，多数公司动态市盈率回落至历史低位水平，公募基金持仓占比及超配比例亦处于近五年来的相对低位，说明市场对出行链恢复后，业绩修复不达预期的情绪已然反映在价格表现中。展望 2024 年，伴随出行链消费补偿性需求释放，进入需求平稳阶段，全年需求释放有望更加均衡，叠加政策端传导，以及项目升级改造与扩容，降本增效等措施的内生增长驱动因素发挥效应，基本面有望从短期复苏转向长期高质量发展。行业具备较强的业绩确定性与估值低位的性价比，有望呈现出戴维斯双击效应带来的配置机会。

重点关注：

(1) **景区/旅游**：国内旅游市场复苏态势良好，较高景气度有望延续。在旅游意愿不断增强，个性化旅游需求愈发强烈的背景下，景区周边交通逐步优化，积极实施升级扩容开发二次消费项目，内生增长逻辑获得强化的景区公司具备一定投资机会。需求正在逐步释放，国际航班日益增多及政策环境持续优化，全球跨境游全面复苏，国内出入境游复苏有望提速，进一步打开市场空间。重点关注：长白山（603099.SH）、宋城演艺（300144.SZ）、天目湖（603136.SH）、众信旅游（002707.SZ）、丽江股份（002033.SZ）、祥源文旅（600576.SH）。

(2) **酒店**：商旅需求回暖，休闲与商旅需求有望更加均衡，带动 OCC 持续改善，供给侧出清、连锁化率进一步提升，龙头酒店扩张及中高端赛道持续加码则有望支撑 ADR 上行，头部酒店集团有望依靠产品及品牌优势获得更高溢价空间。重点关注：君亭酒店（301073.SZ）、锦江酒店（600754.SH）、首旅酒店（600258.SH）。

(3) **餐饮**：连锁化步伐加快、品牌加盟积极、市场下沉、中餐品牌出海、餐饮外卖及流量造势等利好餐饮企业中长期发展。连锁化率和集中度提升是行业未来发展的大趋势，“纵向优化”与“横向拓宽”全产业链，同时产品、运营、品牌综合实力强、且能够顺应发展阶段进行组织灵活迭代的公司仍能持续提升市场份额，精细化管理和降本增效有望带来可持续

的盈利能力提升。重点关注：广州酒家(603043.SH)、同庆楼(605108.SH)。

(4) 医美：供给端驱动需求，渗透率提升驱动行业增长，中长期市场空间广阔。技术升级与扩展适应症主导玻尿酸行业趋势，中国透明质酸的发酵技术水平、产量以及质量均已达到国际先进水平，龙头企业竞争优势显著。胶原蛋白凭借良好的生物性能，在消费者群体中备受青睐，市场规模稳步提升，行业竞争格局优越，头部企业加码产品开发，市场有望进入应用爆发期。减重减脂需求持续释放，药物减脂或成为未来重点方向，GLP-1 市场规模迅速扩容，市场前景广阔。大单品矩阵丰富、有增长势能的 品牌，研发实力较强的公司将更具优势。重点关注：华熙生物(688363.SH)、华东医药(000963.SZ)、锦波生物(832982.BJ)、昊海生科(688366.SH)、普门科技(688389.SH)、爱美客(300896.SZ)。

表 3：重点公司盈利预测估值表

板块	证券代码	证券名称	EPS(元)				PE(X)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
景区旅游	603099.SH	长白山	-0.22	0.58	0.69	0.82	/	25.72	21.80	18.28
	300144.SZ	宋城演艺	0.00	0.35	0.50	0.62	2,677.62	28.27	19.74	16.03
	603136.SH	天目湖	0.11	0.88	1.16	1.37	168.52	20.84	15.89	13.41
	002707.SZ	众信旅游	-0.24	0.03	0.22	0.34	/	265.35	32.64	20.88
	002033.SZ	丽江股份	0.01	0.43	0.48	0.53	1,206.46	18.47	16.50	15.11
	600576.SH	祥源文旅	0.02	0.15	0.21	0.25	362.90	51.10	36.53	29.95
酒店	301073.SZ	君亭酒店	0.25	0.30	0.76	1.19	148.33	75.75	29.78	19.18
	600754.SH	锦江酒店	0.11	1.17	1.68	2.06	281.92	25.51	17.82	14.49
	600258.SH	首旅酒店	-0.52	0.72	0.92	1.10	/	21.83	16.92	14.13
餐饮	603043.SH	广州酒家	0.92	1.11	1.35	1.60	21.35	17.65	14.46	12.23
	605108.SH	同庆楼	0.36	1.06	1.47	1.87	84.56	28.70	20.75	16.30
医美	688363.SH	华熙生物	2.02	1.83	2.25	2.78	33.20	36.57	29.73	24.13
	000963.SZ	华东医药	1.43	1.69	2.04	2.47	29.10	24.61	20.30	16.78
	832982.BJ	锦波生物	1.75	3.85	6.15	8.38	162.94	68.22	42.67	31.27
	688366.SH	昊海生科	1.04	2.61	3.26	3.95	102.89	41.53	33.22	27.37
	688389.SH	普门科技	0.60	0.79	1.02	1.32	38.17	28.70	22.05	17.02
	300896.SZ	爱美客	5.84	8.79	12.23	16.30	50.40	33.50	24.08	18.06

资料来源：华龙证券研究所（注：公司盈利预测取自 Wind 一致预测数据，截至 2023 年 12 月 29 日）

8. 风险提示

宏观经济下行风险：若宏观经济下行明显，居民的消费能力和消费意愿将降低，可能会导致需求端疲软，造成企业收入及盈利不及预期；

居民消费意愿下滑：居民消费习惯或发生改变，疫情后整体消费意愿和信心恢复或需要一定调整时间；

项目落地不及预期：酒店、餐饮等连锁业态龙头扩店不及目标的风险；

市场竞争加剧：疫后线下消费恢复波动，市场恢复初期，为吸引客流，市场竞争或加剧，影响旅游相关企业净利润水平；

政策风险：市场预期政策将支持消费复苏，如果政策推动力度不及预期，可能导致市场信心受损；市内免税政策落地不及预期等风险。

重点关注公司业绩不达预期风险：重点关注公司业绩会受到各种因素影响，如果业绩不达预期，会使得公司股价受到影响；

引用数据来源发布错误数据风险。本报告数据来源于公开或已购买数据库，若这些来源所发布数据出现错误，将可能对分析结果造成影响；

其他不可控风险：自然灾害、极端天气等突发事件影响旅游和堂食需求，导致行业业绩不及预期。

免责及评级说明部分

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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人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。据此入市，风险自担。

投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。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）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在5%至10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深300指数涨跌幅在-5%至5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深300指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深300指数

免责声明：

本报告仅供华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。编制及撰写本报告的所有分析师或研究人员在此保证，本研究报告中任何关于宏观经济、产业行业、上市公司投资价值等研究对象的观点均如实反映研究分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的价格的建议或询价。本公司及分析研究人员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失及其他影响概不负责。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行的证券并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务，投资者应考虑本公司及所属关联机构就报告内容可能存在的利益冲突。

版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。引用本报告必须注明出处“华龙证券”，且不能对本报告作出有悖本意的删除或修改。

华龙证券研究所

北京

地址：北京市东城区安定门外大街189号天鸿宝景大厦F1层华龙证券
邮编：100033

兰州

地址：兰州市城关区东岗西路638号甘肃文化大厦21楼
邮编：730030
电话：0931-4635761

上海

地址：上海市浦东新区浦东大道720号11楼
邮编：200000