

➤ **2023 年港股表现承压，估值回归历史低位。**2023 全年在国内经济弱复苏+美联储持续加息+中美关系扰动的多重影响下，港股和中概股整体表现承压；基本面有边际变化+估值足够便宜的个股涨幅较高。11 月以来，10 年期美债收益率回落+人民币升值+中美关系边际改善。

➤ **新消费新业态：持续看好咖啡赛道，关注新一轮茶饮品牌上市机会&比萨赛道。**2023 年以来，餐饮消费复苏大环境迎来挑战，中高端品牌表现承压，高性价比&基本面强势个股亮眼。我们建议关注以下几条主线：1) 持续看好具备β红利的咖啡赛道，龙头加速扩张下行业格局更加清晰。2) 茶饮市场规模大，积极关注新一轮茶饮品牌上市机会。3) 持续关注比萨赛道，目前国内渗透率仍低。

➤ **教育板块：关注 K12 教培底部向上&公考个股α修复机会。**1) 2023 年以来，K12 校外培训政策不断清晰，国家明确支持合法合规产品发展。目前行业供需错配明显，头部机构教研&资金&存量网点优势显著，新环境下率先受益，开启新一轮成长，估值与业绩不断修复。2) 公考方面，高校毕业生规模庞大且体制内就业意愿增强，公务员保持扩招，公考培训β持续，积极关注个股业务修复。

➤ **长短视频：长视频行业进入良性竞争阶段，短视频行业核心关注利润释放情况。**长视频行业进入良性竞争阶段，ARM 提升和持续推出优质内容驱动的会员数增加为核心逻辑。短视频及中视频领域，商业变现&盈利增加，部分短视频及中视频企业开始靠近盈利目标实现的时间节点。

➤ **跨境电商：厚积薄发，新消费结构下的成长机遇；低价优势，国内电商经验赋能海外平台建设。**全球经济下行压力下，消费者信心不足，中国跨境电商出口电商需挖掘消费者新需求，高性价比商品有望从中胜出获得消费者关注，专注低价市场的跨境电商平台 TEMU 和 SHEIN 市占率有望提升。

➤ **车后市场：存量车车龄+第三方连锁化率提升，行业空间有望上行，IAM 龙头从中获益。**1) 汽车后市场竞争格局分散，连锁化程度低。2) 中国乘用车车龄较小，较欧美成熟市场差距较大，长期看存量车车龄提升后的行业空间释放。

➤ **投资建议：**1) 持续建议关注快速增长的瑞幸咖啡；2) 继续建议关注困境反转的教培行业；3) 建议关注汽车服务市场的途虎养车。

➤ **风险提示：**宏观经济不确定性，国际关系不确定性，政策监管风险，行业竞争加剧风险，公司业务发展不及预期。


分析师 易永坚

执业证书：S0100523070002

邮箱：yiyongjian@mszq.com

分析师 徐熠雯

执业证书：S0100523100002

邮箱：xuyiwen@mszq.com

分析师 柴梦婷

执业证书：S0100523100005

邮箱：chaimengting@mszq.com

研究助理 李华熠

执业证书：S0100123090003

邮箱：lihuayi@mszq.com

相关研究

- 1.长短视频行业研究系列（一）：爱奇艺（IQ.O）深度报告：优质内容造就行业龙头，ARM 提升空间大-2023/12/07
- 2.新消费研究之咖啡系列报告：复盘咖啡历史发展，溯源产业链上游-2023/11/11
- 3.教培行业研究系列（三）：季报集体反弹的底层逻辑：行业发生了什么变化？-2023/11/09
- 4.咖啡行业点评：瑞幸咖啡（LKNCY）发布 2023 年 Q3 业绩-优惠活动影响经营指标，下半年加速扩张-2023/11/03
- 5.海外教育行业点评：好未来（TALN）发布 2024 财年半年报：营收、利润略超预期，业绩持续修复-2023/10/29

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价	EPS (元/美元)			PE (倍)			评级
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
LKNCY.O	瑞幸咖啡	29.00	0.03	/	/	80	/	/	—
1405.HK	达势股份	61.00	-1.71	-0.72	-0.26	/	/	/	推荐
9987.HK	百胜中国	312.80	7.4	14.63	17.11	53	19	17	—
9901.HK	新东方-S	62.85	0.11	0.22	0.32	37	37	25	推荐
TALN	好未来	11.14	-0.21	-0.13	0.08	/	/	139	—
000526.SZ	学大教育	46.70	0.09	1.07	1.45	193	44	32	—
002607.SZ	中公教育	4.72	-0.18	0.08	0.14	/	59	34	—
2469.HK	粉笔	5.70	-2.86	0.13	0.22	/	43	25	—
IQ.O	爱奇艺	4.56	-0.16	2.07	2.63	/	15	11	—
1024.HK	快手-W	53.85	-3.22	1.07	2.33	/	25	15	—
9626.HK	哔哩哔哩-W	93.45	-18.99	-10.93	-5.10	/	/	/	—
PDD.O	拼多多	138.96	21.90	36.40	50.40	25	24	19	—
9690.HK	途虎-W	29.75	-2.61	0.33	1.18	/	89	25	推荐
9961.HK	携程集团-S	260.80	2.05	13.56	14.21	119	18	17	推荐
0696.HK	中国民航信息网络	13.00	0.21	0.76	0.88	72	16	14	推荐

资料来源：Wind、Bloomberg、民生证券研究院整理。（注：股价为 2023 年 12 月 8 日收盘价；美股收盘价为美元；港股收盘价为港币；未覆盖公司数据采用 Wind 或 Bloomberg 一致预期；汇率 1USD=7.81HKD，1HKD=0.91CNY；瑞幸咖啡港币一致预期。）

目录

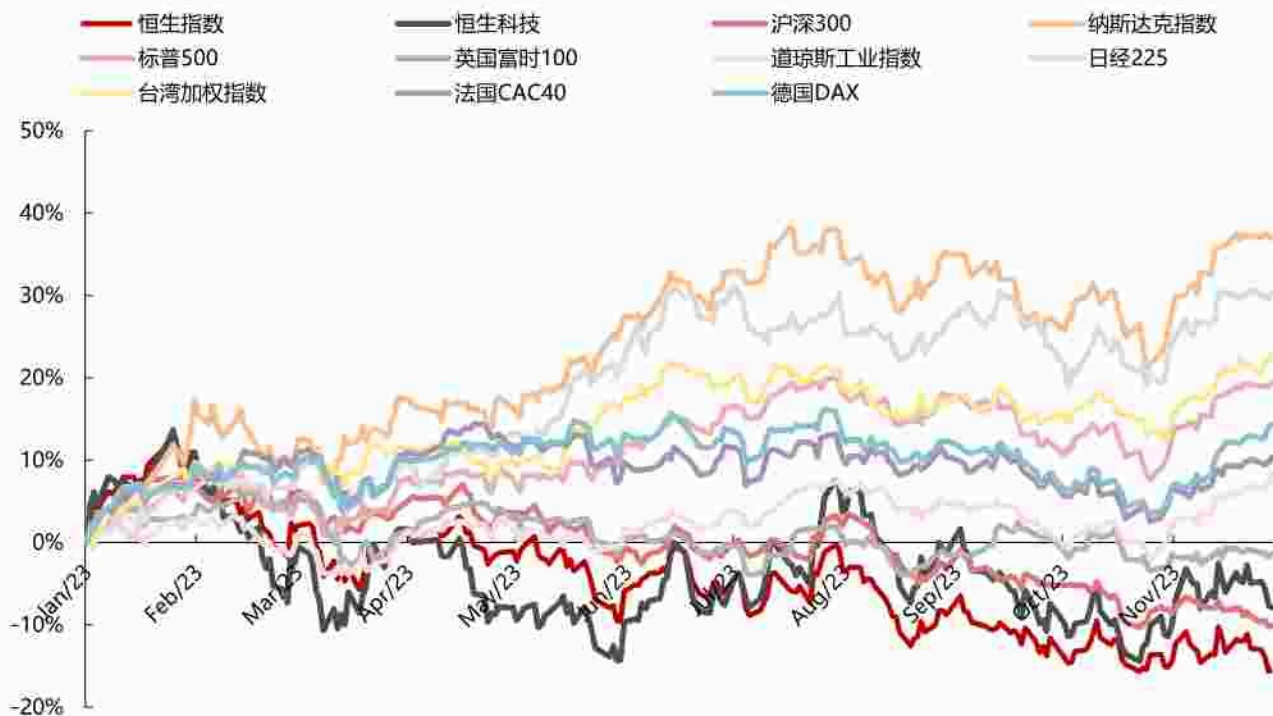
1 回顾和跟踪：2023 港股和中概股整体表现承压，静待 2024 启航	3
1.1 2023 港股回顾：国内经济复苏仍存挑战+美联储持续加息+中美关系扰动导致港股承压，高分红个股涨幅较好	3
1.2 2023 中概股回顾：受宏观影响整体表现较弱，有边际变化+足够便宜的个股涨幅较好	5
1.3 跟踪研究海外的多个维度：2023 年末 10 年期美债收益率回落&人民币升值，中美关系边际改善	6
2 关注新消费新业态	8
2.1 2023 年海外餐饮表现回顾：表现分化，平价大众消费韧性更强	8
2.2 持续看好咖啡赛道——行业 β 红利，格局愈发清晰	10
2.3 关注新一轮茶饮品牌上市机会	12
2.4 比萨赛道值得继续关注	15
3 教育板块：关注 K12 教培底部向上&公考个股 α 修复机会	18
3.1 K12 教培：政策清晰、格局优化，龙头受益	18
3.2 公考：行业 β 延续，重视个股向上修复	25
4 长短视频：长视频主要受 ARM 提升驱动，短视频关注利润释放	31
4.1 中国移动互联网细分行业用户时长：短视频为主要聚集地，总时长占比趋于稳定	31
4.2 长视频：行业进入良性竞争，ARM 提升和持续推出优质内容驱动的会员数增长为核心逻辑	31
4.3 中短视频：短视频行业流量红利趋于见顶，核心关注利润释放	33
5 跨境电商：厚积薄发，新消费结构下的成长机遇	36
5.1 行业概况：B2C 模式抬头，美国是出口跨境电商最大贸易地	36
5.2 探其根本：跨境电商受益于国内外消费结构变动	38
5.3 拼多多 TEMU：低价营销+社交裂变，国内经验赋能出海业务	41
6 汽车后市场：存量车车龄+门店连锁化率提升，行业空间上行可期	44
6.1 车龄结构变化看，IAM 有望抢占市场份额	44
6.2 市场竞争格局分散，IAM 龙头通过门店扩张提升市占率	45
6.3 以邻为鉴：自建供应链，产品结构改善带动毛利率提升	46
7 投资建议	49
8 风险提示	51
插图目录	52
表格目录	53

1 回顾和跟踪：2023 港股和中概股整体表现承压，静待 2024 启航

1.1 2023 港股回顾：国内经济复苏仍存挑战+美联储持续加息+中美关系扰动导致港股承压，高分红个股涨幅较好

2023 年海外市场表现较强，港股表现承压。2023 年以来，从全球范围来看，纳斯达克指数、日经 225、台湾加权指数表现领先，沪深 300、恒生指数、恒生科技指数表现较弱。聚焦港股来看：2023 年春节之前，市场对于中国经济增长预期较为积极，叠加美联储加息周期接近尾声预期，港股延续了 2022 年 Q4 的反弹趋势。春节之后，美联储加息预期升温，港股回落。3 月 SVB 倒闭，美国银行业危机外溢，美联储加息预期减弱，港股超短暂反弹。进入 4 月，美联储加息预期升温、中美关系不确定性加强，叠加国内经济复苏仍存挑战，港股持续承压。8 月往后，在国内多重利好政策加持下，国内经济恢复仍存挑战，叠加美债利率上行超预期，恒生指数屡创新低，港股持续承压。

图1：2023 年至今全球主要市场涨跌幅（以 2023 年 1 月 1 日为基准，数据截至 2023 年 11 月 30 日）



资料来源：wind，民生证券研究院

2023 年港股中高分红、防御性较强的个股相对表现较强，地产等板块个股表现较弱。个股层面来看，今年至今（截至 2023 年 11 月 30 日），恒生指数中涨幅前五个股分别为联想集团、网易-S、中国石油股份、中国海洋石油、小米集团-W；

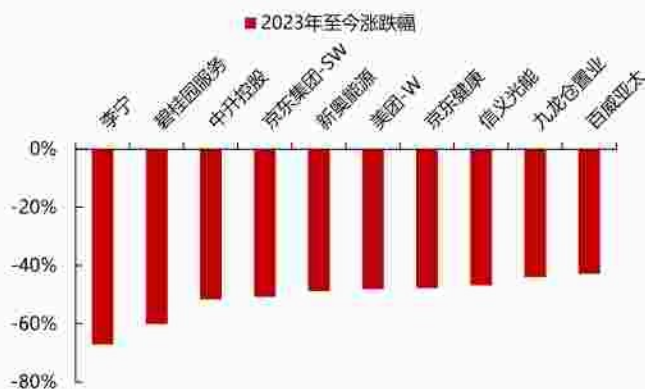
跌幅前五个股分别为李宁、碧桂园服务、中升控股、京东集团-SW、新奥能源。恒生科技指数中涨幅前五个股分别为理想汽车-W、小鹏汽车-W、联想集团、网易-S、比亚迪电子；跌幅前五个股分别为哔哩哔哩-W、京东集团-SW、万国数据-SW、美团-W、京东健康。

图2：2023年至今恒生指数中涨幅前十个股



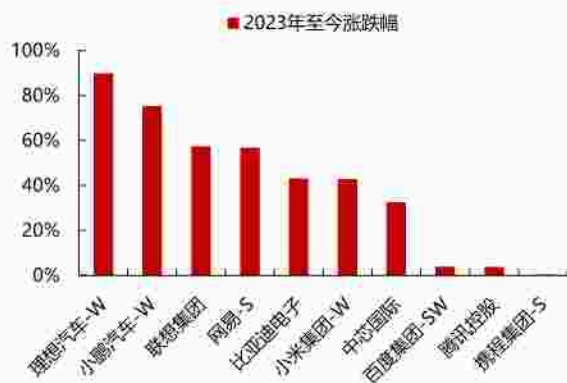
资料来源：wind，民生证券研究院（数据截至 2023.11.30）

图3：2023年至今恒生指数中跌幅前十个股



资料来源：wind，民生证券研究院（数据截至 2023.11.30）

图4：2023年至今恒生科技指数中涨幅前十个股



资料来源：wind，民生证券研究院（数据截至 2023.11.30）

图5：2023年至今恒生科技指数中跌幅前十个股



资料来源：wind，民生证券研究院（数据截至 2023.11.30）

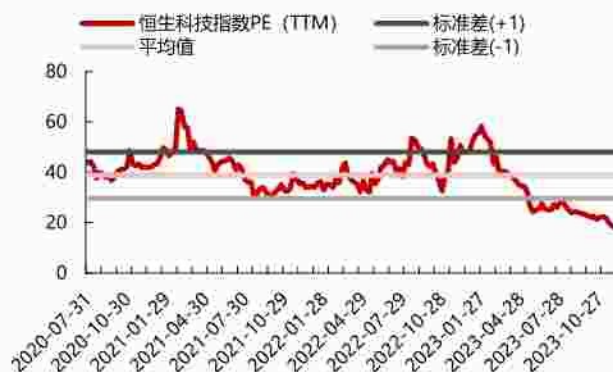
恒生指数和恒生科技指数 PE 已处于平均值-1 倍标准差之下，处于历史相对低位。从估值角度来看，目前恒生指数 PE 和恒生科技指数 PE 均处于平均值-1 倍标准差之下，在国内经济恢复弱预期+美联储持续加息+中美关系的多重影响下，恒生指数和恒生科技指数 PE 均处于历史上低位；恒生指数 PB 破净值。

图6：恒生指数 PE 处于平均值-1 倍标准差之下



资料来源：wind，民生证券研究院（数据截至 2023.11.30）

图7：恒生科技指数 PE 处于平均值-1 倍标准差之下

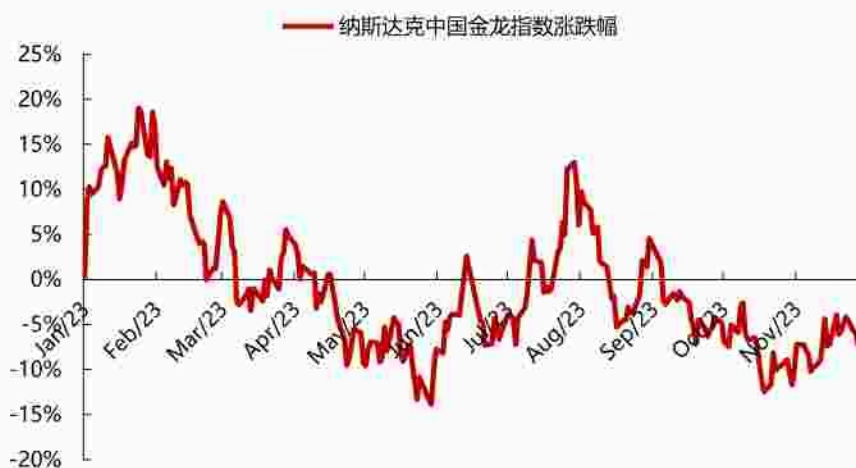


资料来源：wind，民生证券研究院（数据截至 2023.11.30）

1.2 2023 中概股回顾：受宏观影响整体表现较弱，有边际变化+足够便宜的个股涨幅较好

2023 年初纳斯达克中国金龙指数表现较强，后续整体横盘震荡。2023 年，纳斯达克中国金龙指数表现整体震荡，截至 11 月 30 日，纳斯达克中国金龙指数下跌 7.08%。回顾全年，年初的一波上涨主要系对于中国经济增长预期较为积极，叠加美联储加息周期接近尾声预期。

图8：2023 年至今纳斯达克中国金龙指数涨跌幅

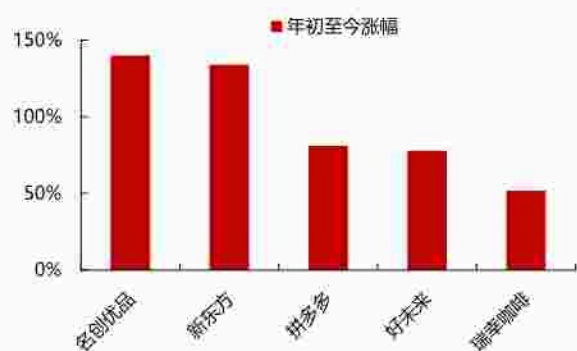


资料来源：Wind，民生证券研究院（数据截止 2023.11.30）

涨幅靠前个股基本面层面有边际变化，估值层面较为便宜。2023 年，在重点关注的股票中，中概股涨幅较靠前的个股包括：名创优品、新东方、拼多多、好未来、瑞幸咖啡，截至 11 月 30 日，涨幅分别为 139.78%、133.72%、80.80%、77.73%、51.73%。个股的核心逻辑：1) 名创优品：受益于高通胀下的平价消费+出海逻辑；2) 新东方、好未来：受益 K12 校外培训政策清晰化&宽松化+新老

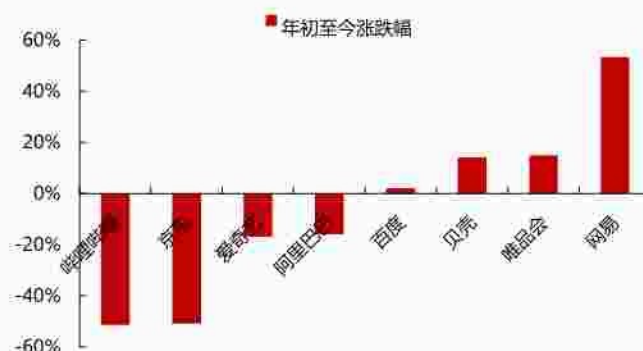
业务修复&起量，估值与业绩齐升；3) 拼多多：以低价占领用户心智，国内“百亿补贴”的战略执行经验赋能海外 Temu 平台建设，实现从流量破圈到供应链、低价供给到平台生态的全面建设，国内+国外双链路跑通，市场份额不断提升；4) 瑞幸咖啡：咖啡赛道具有β性红利，瑞幸咖啡以“口味普适性+价格大众化”的优势，实现了“高速拓店+同店高增”的高质量发展，市占率持续提升。总结来看，涨幅较好的个股有边际变化+足够便宜。

图9：2023年中概涨幅较高个股涨跌幅



资料来源：wind，民生证券研究院（数据截止 2023.11.30）

图10：2023年其他重点中概股表现

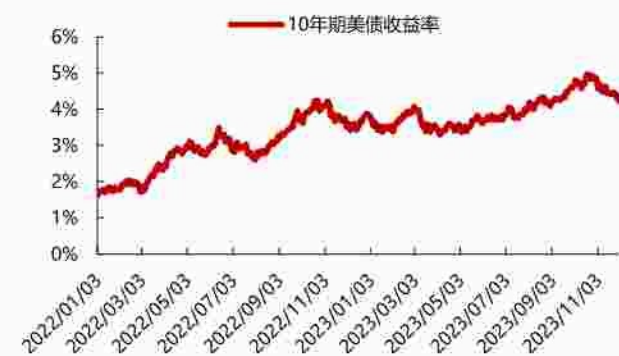


资料来源：wind，民生证券研究院（数据截止 2023.11.30）

1.3 跟踪研究海外的多个维度：2023 年末 10 年期美债收益率回落&人民币升值，中美关系边际改善

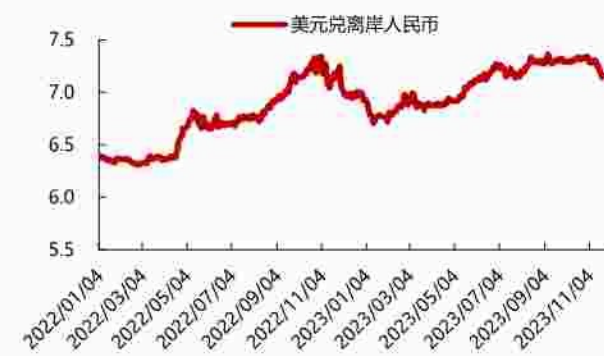
11 月以来美债收益率回落，人民币升值。截至 11 月 30 日，10 年期美债收益率收于 4.37%，环比上周平均收益率下降 6bp。美元兑离岸人民币汇率由 11 月 1 日的 7.34 回落到 11 月 30 日的 7.14，美元指数由 11 月 1 日的 106.7 贬值为 11 月 30 日的 103.5。展望未来，根据 CME，2023 年 12 月美联储不加息的概率高达 98%，市场预期明年 Q1 降息的概率提升至 60%以上。

图11：10 年期美债收益率



资料来源：wind，民生证券研究院（数据截止 2023.11.30）

图12：美元兑离岸人民币



资料来源：wind，民生证券研究院（数据截止 2023.11.30）

图13: CME 美联储加息预测

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2023/12/13				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	97.7%	2.3%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.1%	85.9%	2.0%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.0%	54.9%	37.2%	0.9%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.0%	40.8%	42.4%	11.5%	0.3%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.9%	32.9%	42.1%	18.4%	2.7%	0.1%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	2.9%	25.8%	39.8%	24.2%	6.6%	0.7%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	2.3%	21.0%	36.9%	27.5%	10.3%	1.9%	0.2%	0.0%
2024/11/7	0.0%	1.5%	14.1%	31.0%	30.9%	16.6%	5.0%	0.8%	0.1%	0.0%
2024/12/18	1.1%	10.9%	26.8%	30.9%	20.2%	7.9%	1.9%	0.3%	0.0%	0.0%

资料来源: CME, 民生证券研究院

23Q4 以来中美关系持续释放积极信号, 边际改善显著。中美关系为跟踪研究海外的另一个维度, 23Q4 以来, 中美关系有所缓和, 近期中美互动较为频繁。中美元首旧金山会晤后, 中共中央政治局委员、外交部长王毅表示, 此次中美元首会晤成果是多方面的, 双方在相互尊重和互惠互利基础上, 探讨了各领域对话合作, 在政治外交、人文交流、全球治理、军事安全等领域达成了 20 多项共识。其中一些已经在元首会晤前成熟落地, 一些是在此次会晤期间协商达成。

图14: 2023 年中美关系重点事件

5.25-5.26	6.18-6.19	7.6-7.9	7.16-7.19	8.27-8.30	9.16-9.17	9.22	10.7	10.23-10.29	10.26-10.28	11.8-11.12	11.15
中美商务部部长会谈	美国国务卿布林肯访华	美国财政部长耶伦访华	美国气候特使克里访华	美国商务部长雷蒙多访华	王毅同沙利文举行会晤	中美成立经济领域工作组	美参议院舒默等人访华	加州州长纽森访华	外交部长王毅访美	副总理何立峰访美	中美元首旧金山会晤
中美商务部成员和贸易代表进行交流, 并就中美经贸关系和相关问题进行交流。	美方期待同中方开展高质量对话, 保持沟通畅通, 妥善处理分歧, 寻求对话与交流合作。	耶伦表示此次会晤是中美关系企稳回升的重要标志, 有助于稳定两国关系, 并重申美国不希望与中国发生“脱钩”。	克里与中方气候特使就气候变化进行了深入交流。	中美双方就中美经贸关系和经贸问题进行了建设性沟通, 双方就合作应对气候变化深入交换意见。	双方同意落实巴厘岛会谈成果, 保持高层交往, 保持沟通畅通, 并举行中美亚太事务、海洋事务、外交政策等圆桌磋商。	中美双方成立“经济工作组”和“金融工作组”, 并举行工作会议、磋谈会、金融领域加强沟通交流。	舒默等表示, 参议院将保持客观、负责任的态度, 避免冲突, 美国不寻求同中国脱钩。	纽森对两国合作主题关于发展中美关系的原则表示赞同, 并就两国合作、人文交流、气候变化等议题进行交流。	此次访问是两国元首重要共识, 在巴厘岛会谈基础上, 推动中美关系止跌企稳, 尽快回到稳定发展轨道。	中美双方就中美经济关系、中美全球治理、全球性挑战和地区热点问题交换意见。	双方就中美关系的长期、世界和平和发展等议题深入交换意见, 是两国元首巴厘岛会晤成果的重要体现。

资料来源: 新华社, 人民日报, 民生证券研究院

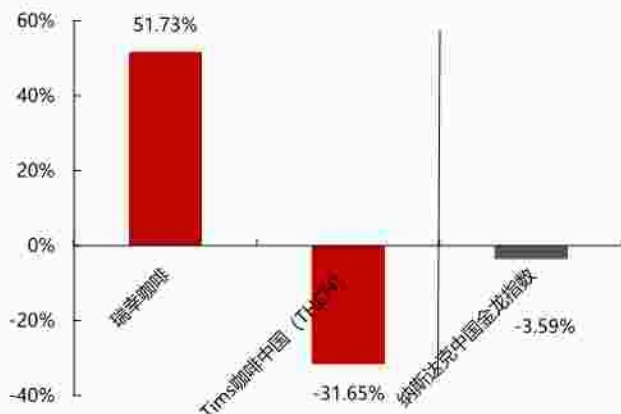
2 关注新消费新业态

2.1 2023 年海外餐饮表现回顾：表现分化，平价大众消费韧性更强

2.1.1 股价走势：表现分化，基本面为决定性因素

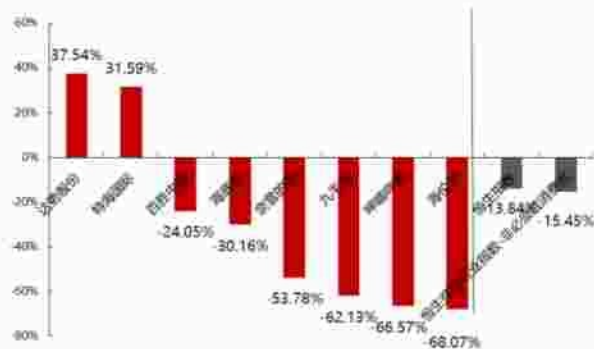
港股及中概餐饮表现分化大，基本面成为股价的决定性因素。2023 年初至今，消费及餐饮恢复不及预期，在中高端品牌恢复承压的背景下，海伦司、呷哺呷哺、九毛九、奈雪的茶等主要餐饮品牌股价表现跑输大盘；但另一方面，基本面表现强劲个股大幅跑赢指数，截至 11 月 30 日，瑞幸咖啡年初至今累计涨跌幅 51.73%，跑赢纳斯达克中国金龙指数 55.32pct，达势股份年初至今涨跌幅 37.54%，跑赢恒生指数/恒生综合行业指数-非必须性消费品 45.43pct/47.04pct。

图15：中概股重点餐饮消费个股累计涨跌幅



资料来源：wind，民生证券研究院（统计区间：2023.1.1-2023.11.30）

图16：港股主要餐饮消费个股累计涨跌幅



资料来源：wind，民生证券研究院（统计区间：2023.1.1-2023.11.30）

2.1.2 基本面：经营环境存在挑战，客单价下降是主题，主打高性价比个股韧性更强

主要中高端餐饮公司恢复有压力，上半年客单价均有下降。2023 年以来，消费市场大环境存在挑战，餐饮品牌经营恢复压力大，从量和价两个维度来看，1) 价：优惠力度增加成为吸引客流的重要举措之一，主要餐饮品牌客单价较去年同期/2021 年同期均有所下降；2) 量：价格下降带来的量增相对有限，主要餐饮品牌核心经营数据（翻台率/翻座率/订单量等）表现相对平淡，2023H1 海底捞翻台率为 3.3 次/天，太二/湊湊/呷哺呷哺翻座率为 3.1/2.1/2.4 次/天。量价综合来看，主要餐饮品牌门店恢复压力大，百胜中国 23Q3 同店约恢复至 2019 年同期水平的 90%。

表1：主要餐饮品牌 2023H1 核心经营数据较历史同期变化

		vs2022H1	vs2021H1	vs2019H1
海底捞	翻台率	+0.4	+0.3	-1.5
	客单价	-2.5%	-3.3%	+0.5%
太二	翻座率	+0.2	-0.6	-1.8
	客单价	-3.8%	-5.1%	0.0%
	门店经营利润率	4.8%	-2.1%	-2.0%
奈雪的茶	订单量	+5.0%	—	—
	客单价	-11.7%	—	—
呷哺呷哺	翻座率	+0.5	0.1	0
	客单价	-7.8%	-6.4%	+1.4%
湊湊	翻座率	+0.2	-0.5	
	客单价	-5.5%	-2.1%	
		vs22Q1	vs22Q2	vs22Q3
肯德基	同店增长	+8%	+15%	+4%
	交易量	+6%	+21%	+9%
	价格	+2%	-5%	-5%
必胜客	同店增长	+7%	+13%	+2%
	交易量	+13%	+27%	+12%
	价格	-5%	-11%	-9%

资料来源：海底捞、九毛九、奈雪的茶、呷哺呷哺、百胜中国财报，民生证券研究院（注：选取 2022、2021、2019 年同期作为比较数据，2020 年全国大范围餐厅门店经营受影响，未作为比较基准。）

表现亮眼个股背后是强劲的基本面，高性价比品牌韧性强。瑞幸咖啡以“口味普适性+价格大众化”的优势，实现了高质量增长，股价表现强劲。达势股份主打高性价比，门店经营利润率持续优化，品牌势能处于上升期，截至 21H1 仅覆盖 20 个城市，处于 α 属性更强的高成长阶段。

表2：21Q1-23Q3 瑞幸咖啡经营及财务表现

	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
自营同店增速	94.5%	71.8%	75.8%	43.6%	41.6%	41.2%	19.4%	9.2%	29.6%	20.8%	19.9%
自营门店经营利润率	6.2%	23.1%	25.2%	20.9%	20.3%	30.6%	29.2%	23.6%	25.2%	29.1%	23.1%
门店净增 (家)	148	308	412	353	556	615	651	368	1137	1485	2437
营业收入 (亿元)	12.69	19.14	23.50	24.33	24.05	32.99	38.95	36.95	44.37	62.01	72.00
营收 yoy	-	-	-	-	89.5%	72.4%	65.7%	51.9%	84.5%	88.0%	84.9%
归母净利润 (亿元)	-2.33	0.21	-0.24	9.21	0.20	-1.15	5.29	0.55	5.65	9.99	9.88
归母净利率	-18.3%	1.1%	-1.0%	37.9%	0.8%	-3.5%	13.6%	1.5%	12.7%	16.1%	13.7%

资料来源：公司公告，民生证券研究院（注：门店经营利润率 2023 年开始口径有调整。）

表3：21H1-23H1 达势股份经营表现

	21H1	21H2	22H1	22H2	23H1
同店增长		18.7%		14.4%	8.8%
门店经营利润率	9.4%	8.5%	9.2%	10.9%	13.5%
营业收入(亿元)	7.67	8.45	9.09	11.12	13.76
营收 yoy	-	-	18.6%	31.6%	51.5%

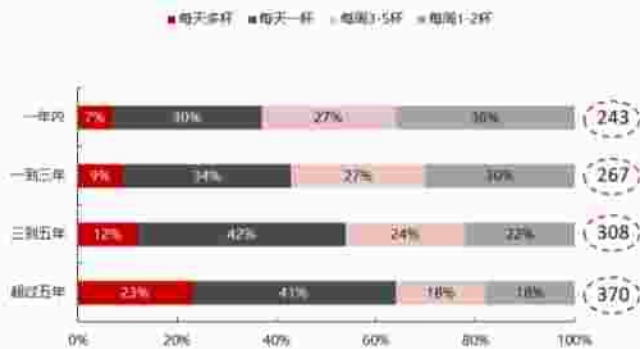
资料来源：达势股份公司公告，民生证券研究院（注：达势股份披露上半年同店增长及全年同店增长，上表取 2021 年及 2022 年全年同店增长。）

2.2 持续看好咖啡赛道——行业β红利，格局愈发清晰

2.2.1 咖啡是具备成瘾性的好赛道，且目前现磨咖啡β红利正盛

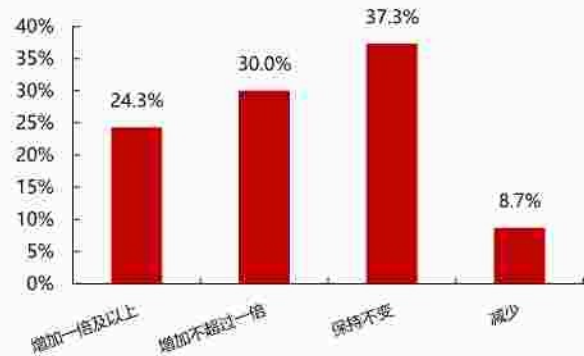
咖啡消费具备成瘾性，产品生命周期长，是现制饮品内的极佳赛道。伴随城镇化率的提升带来的咖啡因摄入需求增加，以及现磨咖啡行业的高速开店带来的市场教育，咖啡在国内普及得到加速。同时咖啡因具备成瘾性，使得咖啡容易建立稳定的饮用习惯，且咖啡饮用时间越久，消费频次往往越高，产品的生命周期也越长。据德勤数据，超过五年咖啡饮用习惯人群平均每年摄入量达 370 杯，远超饮用习惯一年的 243 杯；且根据易观《中国现磨咖啡市场行业发展趋势白皮书 2021》调研，仅有 8.7% 的咖啡饮用者愿意在未来减少咖啡饮用。我们认为随咖啡行业在目前受到普及&教育，叠加其成瘾特性及较长的生命周期，行业有大发展潜力。

图17：咖啡饮用时间越久，消费频次越高



资料来源：德勤《2021 中国现磨咖啡行业白皮书》，民生证券研究院

图18：消费者未来饮用现磨咖啡频次的变化分布情况



资料来源：易观《中国现磨咖啡市场行业发展趋势白皮书 2021》，民生证券研究院

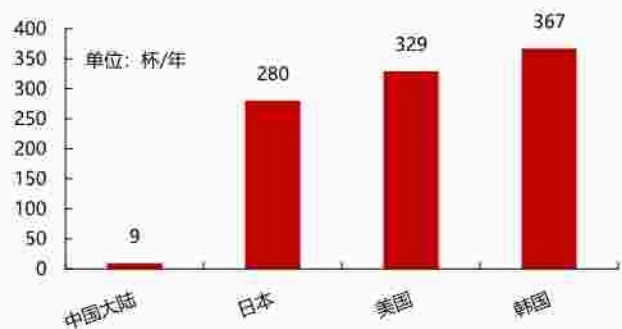
行业具备β性红利，对标成熟咖啡饮用国家，仍有较大提升潜力。现磨咖啡行业处于高速发展期，β优势凸显，据艾瑞咨询预计，至 2024 年，现磨咖啡市场规模将达 1917 亿元，2021-2024E CAGR 将达到 29.8%。我国现磨咖啡行业也具有较大成长潜力，据德勤《2021 中国现磨咖啡行业白皮书》数据，我国大陆地区人均年咖啡消费量为 9 杯，仅为日本的 3.21% 及韩国的 2.45%，提升空间大。

图19：2017-2024E 中国现磨咖啡市场规模



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

图20：中国人均咖啡消费量提升空间大



资料来源：德勤《2021 中国现磨咖啡行业白皮书》，民生证券研究院

2.2.2 主要企业规模差距进一步拉大，行业格局愈发清晰

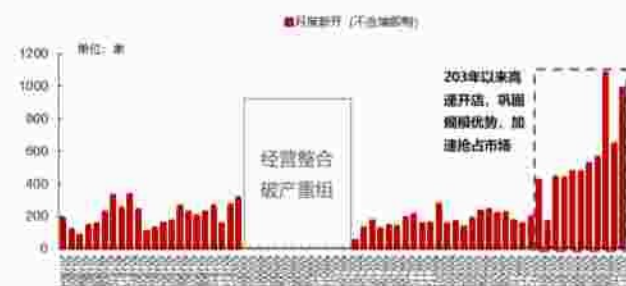
行业格局愈发清晰，小店/大店模式下，瑞幸/星巴克为龙头企业；瑞幸营收规模目前处于现磨咖啡行业第一。目前主流连锁咖啡品牌主要分为三种模式（暂不包含快餐店咖啡&便利店咖啡），分别为大店模式、小店模式及精品连锁咖啡；伴随今年以来各品牌的竞争及发展，行业格局愈发清晰，星巴克凭借先发优势&主打第三空间，以 6882 家门店规模位于大店综合模式下的龙头；而瑞幸 2023 年以来高速开店抢占市场，龙头优势进一步巩固，目前以 1.5 万家规模的门店规模位列现磨咖啡行业 Top1。23Q2 瑞幸首次以 8.55 亿美金的营收超过星巴克 8.22 亿营收，目前在现磨咖啡行业市占率第一。

图21：主要现磨咖啡品牌情况

主打模式	品牌	标志	客单价 (元)	门店规模 (家)	背后公司/集团
大店综合模式	星巴克中国		41	6882	星巴克
	Tims中国		30	779	RBI, 3G资本, 雷卡尔
	COSTA (中国)		39	374	2018年COSTA被可口可乐以51亿美元从其母公司Whitbread PLC收购
	LAVAZZA中国		40	134	百胜中国
小店模式	瑞幸咖啡		"9.9元"活动前为15元左右, 目前12-14元	15136	—
	库迪咖啡		12	6307	—
	幸运咖		8	2949	蜜雪冰城
	NOWWA咖啡		16	1800	—
	Manner		22	1021	—
精品连锁	M Stand		43	493	—
	Peet's Coffee		46	196	Peet's Coffee
	Seesaw		37	170	喜茶入股
	%Arabica		41	92	日本品牌, 中国运营方为福盟国际

资料来源：极海品牌监测；窄门餐眼，Nowwa 官网，民生证券研究院整理（注：Nowwa 门店数取自公司官网，价格取自窄门餐眼；其他客单价、门店数取自极海品牌监测；统计时间截至 2023 年 12 月 2 日。）

图22：瑞幸 2023 年以来高速扩店巩固规模优势



资料来源：瑞幸公众号，民生证券研究院（注：2023 年 11 月数据截至 11 月 27 日。）

图23：23Q1-23Q3 瑞幸及星巴克营收对比



资料来源：瑞幸、星巴克公司财报，民生证券研究院

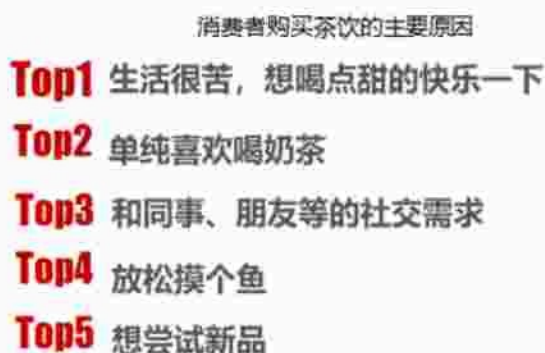
2.3 关注新一轮茶饮品牌上市机会

茶饮品牌或将迎来一轮上市机会：四川茶百道已于 2022 年 8 月 15 日递表港交所，蜜雪冰城、沪上阿姨、古茗、霸王茶姬等也有在香港/美国 IPO 准备，关注新上市公司带来的新业态及新机会。

2.3.1 茶饮市场规模大，“糖分”摄入本质下用户基础好

茶饮消费本质上是一种饮料获取与糖分摄入，用户基础好，因此现制茶饮市场规模大，门店总数量超过 50 万家。茶饮本质是对糖分“快乐”的获取，因此用户基础好，适口度高，消费习惯不需要培养。茶饮市场规模大，据弗若斯特沙利文数据，2022 年新式茶饮市场规模达 2029 亿元，并预计 2022-2027 年将以 CAGR19% 的增速继续增长。据中国连锁经营协会数据，截至 2023 年 8 月 31 日，中国新式茶饮门店总数达到 51.5 万家，较 2020 年底增长 36%（不完全统计）。

图24：茶饮消费本质是一种饮料获取与糖分摄入



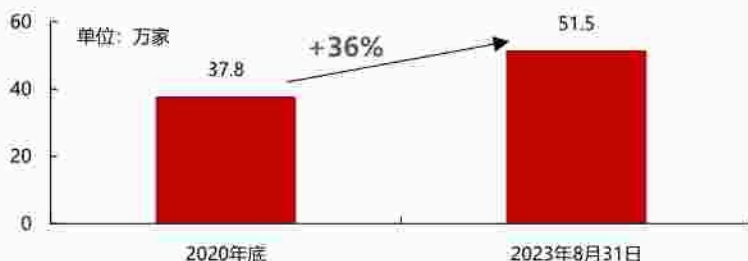
资料来源：后浪研究所，民生证券研究院

图25：2017-2027E 新式茶饮市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文，民生证券研究院

图26：中国新式茶饮门店总数（不完全统计）



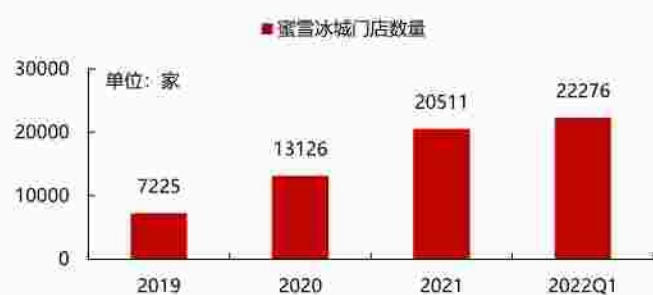
资料来源：中国连锁经营协会，民生证券研究院

2.3.2 加盟模式发展快，盈利能力可观

加盟模式门店扩张快，且品牌方毛利率&净利率可观。自 2022 年 11 月喜茶放开加盟，今年 7 月奈雪放开加盟后，目前除茶颜悦色外，主流茶饮品牌基本均已放开加盟模式；加盟模式下，各品牌门店更容易实现短期内的快速扩张，蜜雪冰

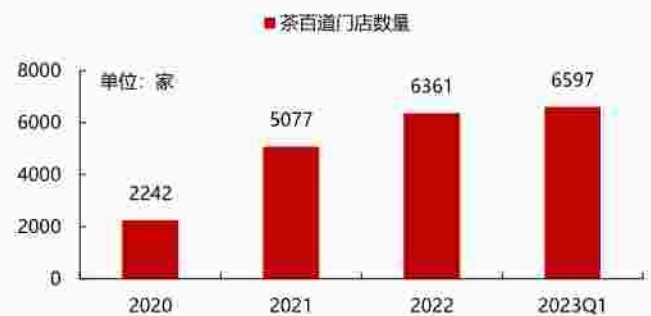
城 2019-2022Q1 门店净增超 1.5 万家,是截至 22Q1 门店的 68%,茶百道 2020-2023Q1 门店净增加 4355 家,是截至 23Q1 门店的 66%。在市场成熟度高+加盟模式快速扩张下,主流品牌门店规模均过千级,头部品牌甚至门店过万,据极海品牌监测数据,截至 2023 年 12 月 1 日,前十大茶饮品牌中,蜜雪以平价优势门店数量达 2.9 万家,古茗、沪上阿姨、书亦烧仙草、茶百道等中端价格带门店数也均在 8000 家以上。加盟模式公司利润主要来源于向门店供应原料获取利润,以茶百道及蜜雪冰城为例,毛利水平能够维持在 30%以上,归母净利率也在 15%-25%,盈利能力可观。

图27: 2019-2022Q1 蜜雪冰城门店数



资料来源: 蜜雪冰城招股书, 民生证券研究院

图28: 2020-2023Q1 茶百道门店数



资料来源: 茶百道招股书, 民生证券研究院

图29: 中国新式茶饮门店规模 Top10

排名	品牌	门店数量	城市覆盖	平均价格	门店数趋势
1	蜜雪冰城	29000	30+	3	
2	古茗	8800	100+	15	
3	沪上阿姨	8400	100+	16	
4	书亦烧仙草	7800	100+	15	
5	茶百道	6600	100+	16	
6	奈雪的茶	6500	100+	18	
7	喜茶	6000	100+	18	
8	乐乐茶	5500	100+	16	
9	Cooco奶茶	5000	100+	16	
10	茉莉奶白	4800	100+	18	
11	益禾堂	4500	100+	16	

资料来源: 极海品牌监测, 民生证券研究院 (注: 统计时间截至 2023 年 12 月 1 日。)

表4: 2019-2022Q1 蜜雪冰城收入、毛利率、净利率情况

蜜雪冰城	2019	2020	2021	2022Q1
收入 (亿元)	25.66	46.80	103.51	24.34
收入 yoy	-	82.38%	121.18%	-
主营业务毛利率	35.95%	34.08%	31.73%	30.89%
归母净利率	17.33%	13.50%	18.46%	16.02%

资料来源: 蜜雪冰城招股书, 民生证券研究院

表5：2020-2023Q1 茶百道收入、毛利率、净利率情况

茶百道	2020	2021	2022	2023Q1
收入 (亿元)	10.80	36.44	42.32	12.46
收入 yoy	-	237.4%	16.1%	53.0%
毛利率	36.7%	35.7%	34.4%	35.2%
归母净利润率	18.6%	20.8%	22.6%	22.6%

资料来源：茶百道招股书，民生证券研究院

2.3.3 中国新式茶饮出海成为下一阶段主题

海外市场潜力大，新茶饮品牌纷纷出海。国内茶饮市场竞争激烈，除了平价品牌蜜雪冰城领先以外，中端价格带各品牌规模难以拉开较大差距；伴随国内茶饮市场发展逐步迈向成熟，出海成为打开门店数天花板的重要举措。2018 及 2023 年成为新式茶饮出海的集中年份，鉴于：1) 东南亚天然的地理优势便于供应链管理 & 物流；2) 茶饮糖分用户基础好，且东南亚地区有奶茶饮用史，对新茶饮有一定的接受度；3) 东南亚华人 & 华裔人口有基础；4) 热带及亚热带气候使得饮品旺季周期更长等原因，东南亚往往成为新茶饮品牌出海的第一站。我们认为，茶饮的本质是“糖分”及“饮料”的摄入，从世界范围来看，糖分用户基础好，品类市场教育成本相对更低，茶饮品牌出海成为下一阶段发展的主题 & 看点。

表6：2018 年以来国内新茶饮品牌出海梳理

品牌名称	成立时间	出海时间	出海首站	目前已出海地区	海外市场拓展计划	海外门店数量 (家)
蜜雪冰城	1997 年	2018 年	越南-河内	越南、日本、澳大利亚等 11 个国家	日本市场计划：以连锁加盟方式扩大日本门店数量，计划在 2023 年内增加至 15 家，2028 年前后扩大至 1000 家	近 4000
奈雪的茶	2015 年	2018 年	新加坡	新加坡 (已关闭)、日本 (已关闭)、泰国 (12 月 1 日开业)	本次泰国门店，是奈雪重启海外门店的第一步	1
喜茶	2012 年	2018 年 11 月	新加坡	新加坡、英国伦敦、澳大利亚墨尔本、加拿大温哥华	今年 3 月，喜茶开放海外市场事业合伙人申请，包括日本、新加坡、泰国、越南、马来西亚、美国、加拿大、阿联酋、澳大利亚、印度尼西亚、菲力宾、英国等国家及地区。	8
霸王茶姬	2017 年	2019 年 8 月	马来西亚	马来西亚、泰国、新加坡	计划在马来西亚、新加坡、泰国再添百店，并考虑进入美国市场	70+
甜啦啦	2014 年	2023 年 10 月	印度尼西亚-雅加达	印度尼西亚-雅加达	计划将在 11 月全面开发东南亚市场，今年年末在印尼开出 60 家门店；2024 年保守开出 500 家海外门店，2025 年进军北美、欧洲、中东等地区	6
茶百道	2008 年	2023 年 10 月	韩国-首尔	韩国首尔	-	1

资料来源：赢商网，民生证券研究院 (注：不完全统计，截至 2023 年 11 月。)

2.3.4 主要茶饮品牌单店模型对比

主要茶饮品牌受大店/小店模型差异、外送订单占比差异等原因，门店经营利润率有所分化，以大店为主的奈雪的茶 2023H1 门店经营利润率为 20.1%，茶百道 23Q1 直营利润率为 14.4%（可对加盟门店经营利润率做一定参考）。

表7：主要茶饮品牌单店模型对比

	喜茶 2021	乐乐茶 2021	茶颜悦色 2021	蜜雪冰城 2021	奈雪 2023H1	
毛利率	65%	55%	55%	55%	原材料	70%
租金成本	11%	14%	16%	8%	租金成本	14%
人工成本	15%	20%	15%	12%	人力成本	20%
折旧摊销	7%	5%	2%	7%	折旧摊销	6%
物业水电	2%	2%	2%	2%	水电	3%
损耗维修等其他	2%	2%	2%	2%	外卖	8%
门店经营利润率	29%	12%	18%	24%	门店经营利润率	20%

资料来源：陶马数研，奈雪的茶财报，民生证券研究院。（注：各项成本为占收入比。）

表8：茶百道 2021-2023Q1 单店月营收及直营利润率

	2021	2022	2023Q1
单店月收入（整体，万元）	23	19	19
直营利润率	17.1%	14.5%	14.4%

资料来源：茶百道招股说明书，民生证券研究院测算

注：单店月收入=期间零售额/期间经调整门店数/时间周期；期间经调整门店数=（期初门店数+期末门店数）/2；直营利润率=直营店成本/直营店收入。

2.4 比萨赛道值得继续关注

2.4.1 Pizza 国内渗透率仍低，对标海外仍有发展潜力

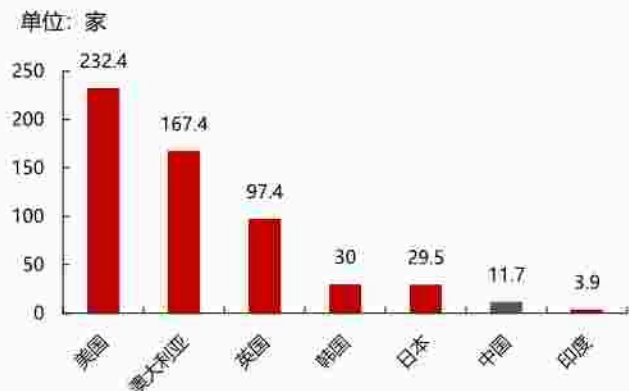
中国比萨市场 2022 年规模达 375 亿，渗透率仍低，对标海外有较大提升空间。比萨行业在我国发端于 1990 年必胜客在北京珠市口开出的第一家店，目前进入中国市场已超 30 年，但据弗若斯特沙利文数据，2022 年我国比萨市场规模达到 375 亿，相对较窄，也说明比萨作为舶来品，品类教育仍有提高空间。在饮食文化与我国相似的韩国、日本，2022 年每百万人口比萨店数量分别为 30 家及 29.5 家，而我国每百万人口比萨门店数量仅为 11.7 家，其中一线及新一线/二线/三线（或者三线以下城市）这一指标分别为 25/15/7 家，对标海外国家，我国比萨市场仍有提升潜力，且据弗若斯特沙利文预计，2022-2027 年比萨市场将以 CAGR15.5%的增速继续增长，其中外送模式将以 CAGR 18.7%的增速高于行业，消费者外送比萨消费习惯逐步得到培养。

图30: 中国比萨市场规模 2022 年达 375 亿元



资料来源: 弗若斯特沙利文, 民生证券研究院

图31: 2022 年每百万人口比萨门店数量



资料来源: 弗若斯特沙利文, 民生证券研究院

图32: 2016-2027E 中国比萨市场按外送及堂食划分市场规模

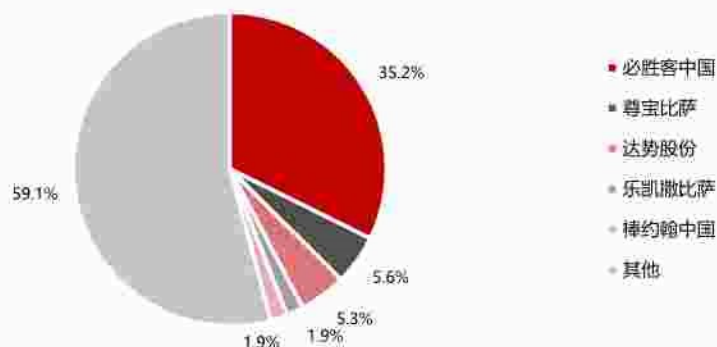


资料来源: 弗若斯特沙利文, 民生证券研究院

2.4.2 关注赛道内龙头企业&品牌势能上升期的高成长玩家

必胜客稳居龙头, 大量城市未渗透的达美乐成长性高。2022 年必胜客以 35.2% 的市占率稳居比萨行业龙头地位; 从 Top5 品牌门店分布来看, 必胜客及尊宝比萨实现了更为广泛的门店渗透, 覆盖城市数量分别为 306/237 个; 而达美乐目前国内多数地区尚未渗透, 覆盖城市仅为 23 个, 成长确定性更高且处于品牌势能上升期。我们认为, 伴随头部品牌以更多样化的产品, 更稳定的服务持续培养消费者比萨消费习惯, 在市场规模增长的同时, 龙头品牌必胜客&品牌势能上升期的达美乐仍有较大发展机会。

图33：2022年比萨市场竞争格局（按收入口径）



资料来源：弗若斯特沙利文，民生证券研究院。

表9：Top5 比萨品牌对比

公司	门店数 (家)	客单价 (元)	覆盖城市 (个)	品牌特色
必胜客中国	3294	76	306	1990年进入中国，主打西餐及大店，多品类，不仅包含比萨品类，还包含牛排、意面等。
尊宝比萨	2548	36	237	1998年在深圳开出首店，主打比萨品类及小店，聚焦广东，广东门店占比高达43%。
达美乐中国	740	57	23	1997年进入中国，2017年开始高速发展，主打比萨品类及外送，目前主要渗透一线及新一线城市。
棒约翰中国	296	64	36	2003年进入中国，主打比萨品类。
乐凯撒比萨	192	64	12	2010年于深圳创立，主打比萨品类，广东门店占比高达79%。

资料来源：极海品牌监测，窄门餐眼，必胜客及达美乐官网，民生证券研究院。（注：必胜客、尊宝、达美乐门店数据取自极海品牌监测，时间截至2023年12月1日；棒约翰、乐凯撒门店数据取自窄门餐眼，时间截至2023年11月2日。）

3 教育板块：关注 K12 教培底部向上&公考个股 α 修复机会

3.1 K12 教培：政策清晰、格局优化，龙头受益

3.1.1 “双减”总纲不变，但边界更加清晰

“双减”总纲未变。2021年7月24日国务院、中共中央办公厅《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》正式公开。针对义务教育阶段校外培训总量规模庞大、违法违规、资本裹挟三大突出问题，提出坚持从严审批机构、严禁资本化运作、建立培训内容备案与监督制度、严控学科类培训机构开班时间、学科类收费纳入政府指导价五大治理举措。政策明确，义务教育阶段（K9）学科类校外培训机构不再新增审批，存量机构统一登记为非营利性；非学科类严格审批。另外，学科类培训机构一律不得上市融资，严禁资本化运作。

表10：《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》内容摘要

治理方向	政策内容
坚持从严治理，全面规范校外培训行为	
1) 坚持从严审批机构	1.各地不再审批新的面向义务教育阶段学生的学科类校外培训机构，现有学科类培训机构统一登记为非营利性机构。对原备案的线上学科类培训机构，改为审批制。 2.对非学科类培训机构，各地要区分体育、文化艺术、科技等类别，明确相应主管部门，分类制定标准、严格审批。 3.学科类培训机构一律不得上市融资，严禁资本化运作；上市公司不得通过股票市场融资投资学科类培训机构，不得通过发行股份或支付现金等方式购买学科类培训机构资产；外资不得通过兼并收购、受托经营、加盟连锁、利用可变利益实体等方式控股或参股学科类培训机构。已违规的，要进行清理整治。
2) 规范培训服务行为	1.建立培训内容备案与监督制度，制定出台校外培训机构培训材料管理办法。 2.严禁超标超前培训，严禁非学科类培训机构从事学科类培训，严禁提供境外教育课程。 3.严格执行未成年人保护法有关规定，校外培训机构不得占用国家法定节假日、休息日及寒暑假组织学科类培训。
3) 强化常态运营监管	1.严格控制资本过度涌入培训机构，培训机构融资及收费应主要用于培训业务经营，坚决禁止为推销业务以虚构原价、虚假折扣、虚假宣传等方式进行不正当竞争，依法依规坚决查处行业垄断行为。 2.线上培训要注重保护学生视力，每课时不超过30分钟，课程间隔不少于10分钟，培训结束时间不晚于21点。 3.聘请在境内的外籍人员要符合国家有关规定，严禁聘请在境外的外籍人员开展培训活动。
试点工作	在全面开展治理工作的同时，确定北京市、上海市、沈阳市、广州市、成都市、郑州市、长治市、威海市、南通市为全国试点，其他省份至少选择1个地市开展试点
1) 坚决压减学科类校外培训	对现有学科类培训机构重新审核登记，逐步大大压减，解决过多过滥问题；依法依规严肃查处存在不符合资质、管理混乱、借机敛财、虚假宣传、与学校勾连牟利等严重问题的机构。
2) 合理利用校内外资源	鼓励有条件的学校在课余时间向学生提供兴趣类课后服务活动，供学生自主选择参加。课后服务不能满足部分学生发展兴趣特长等特殊需要的，可适当引进非学科类校外培训机构参与课后服务。
3) 强化培训收费监管	坚持校外培训公益属性，充分考虑其涉及重大民生的特点，将义务教育阶段学科类校外培训收费纳入政府指导价管理，科学合理确定计价办法，明确收费标准，坚决遏制过高收费和过度逐利行为。
学龄前儿童及普通高中学生	各地在做好义务教育阶段学生“双减”工作的同时，还要统筹做好面向3至6岁学龄前儿童和普通高中学生的校外培训治理工作，不得开展面向学龄前儿童的线上培训，严禁以学前班、幼小衔接班、思维训练班等名义面向学龄前儿童开展线下学科类（含外语）培训。

不再审批新的面向学龄前儿童的校外培训机构和面向普通高中学生的学科类校外培训机构。

对面向普通高中学生的学科类培训机构的管理，参照本意见有关规定执行。

资料来源：政府网站，民生证券研究院

校外培训“虚火”大幅下降，“双减”取得阶段性成效。根据 2022 年 10 月底发布的全国人大“双减”报告，“经过各方不懈努力，校外培训市场虚火大幅下降，野蛮生长线下得到有效遏制，……，全社会支持和认可双减改革的良好氛围逐步形成”。报告指出，“双减”前后，义务教育阶段线下学科类培训机构从 12.4 万家下降至 4932 家，压减率 96%，线上学科类培训机构从 263 家下降至 34 家，压减率 87%，“学生校外培训负担有效减轻”，行业整治已取得阶段性成果。

图34：2022 年 10 月 28 日国务院“双减”报告原文摘录

二、形势研判

经过各方不懈努力，校外培训市场“虚火”大幅下降，野蛮生长现象得到有效遏制，校内减负提质受到普遍欢迎，全社会支持和认可“双减”改革的良好氛围逐步形成。一是学生过重作业负担和校外培训负担有效减轻。87.8%的学生认为作业量明显减少，90%以上的学生能在规定时间内完成书面作业；课后服务基本实现“5+2”全覆盖，92%以上的学生自愿参加了课后服务，88.3%的学生表示喜欢学校的课后服务；义务教育阶段线下学科类培训机构数量由原来的12.4万个压减至4932个，压减率96%，线上学科类培训机构由原来的263个压减至34个，压减率87.1%，绝大多数学生校外培训时长较“双减”前减少了50%以上。二是家庭教育支出和家长相应精力负担有效减轻。学科类培训收费在政府指导价标准出台后平均下降4成以上；全国价格监测系统显示，非学科类培训价格总体平稳。三是教育观念正在发生积极转变。广大教师更加注重实施素质教育，促进学生全面发展，为落实“双减”作出积极贡献。“健康第一”的育儿理念逐渐深入人心，广大家长更加关心孩子身心健康成长，盲目报班趋势得到扭转。与此同时，我们也清醒认识到，“双减”工作具有长期性、复杂性、艰巨性，存在许多问题和不足。

资料来源：中国人大网，民生证券研究院

注：此文为国家教育部部长怀进鹏 2022 年 10 月 28 日在第十三届全国人民代表大会常务委员会第三十七次会议上的报告

细则文件不断落地，政策边界愈发清晰，支持合法合规的非学科新产品发展。

2022 年 12 月底，教育部等十三部门出台《关于规范面向中小学生的非学科类校外培训的意见》，强调“并不是要禁止非学科类培训，而是要加快规范非学科类培训，使非学科类培训尽快回归学校教育的有益补充定位上来，满足人民群众多样化需求。”2023 年 3 月教育部官网发文，要求各地打通政策堵点，加快非学科类培训机构审批登记工作。2023 年 9 月 12 日，教育部颁布《校外培训行政处罚暂行办法》，是对《“双减”意见》的进一步落实，对校外培训行政处罚立规定则。《办法》出台后，网络传言国家要全面禁止校外培训，9 月 26 日民办教育协会辟谣，称其为对《办法》的误读误解，指出“《办法》并非网传的要全面禁止校外培训，而是要依法管理校外培训，让合规者受到保护，让违法者付出代价，使校外培训在法治轨道上运行，推动行业健康发展”。

表11：教育部等十三部门《关于规范面向中小学生的非学科类校外培训的意见》主要内容

涉及方面	具体内容
总体要求	全面规范非学科类培训，使其成为学校教育的有益补充
设置标准	1) 制定设置标准：各地要区分体育、文化艺术、科技等类别培训机构，明确相应主管部门。

	2) 明确底线要求: 培训场所条件必须符合国家关于消防、住建、环保、卫生、食品经营等法律法规及政策要求; 师资条件方面, 所聘从事培训工作的人员必须具备体育、文化艺术、科技等相应类别的职业(专业)能力或具有相应类别的教师资格证。
准入流程	1) 发布清单目录: 各地要细化并公布各行业培训类别的清单目录, 并根据新出现的培训类型, 及时进行动态调整。
	2) 明确准入程序: 非学科类线下培训机构须取得县级有关主管部门的行政许可后, 再依法进行法人登记; 跨县域开展线下培训的, 要依法按要求在每个县域取得有关主管部门的行政许可。
日常运营	1) 规范培训内容及时间: 不得开设学科类培训相关内容, 培训时间不得与当地中小学校教学时间相冲突, 线下培训结束时间不得晚于 20:30, 线上培训结束时间不得晚于 21:00。
	2) 加强收费管理: 非学科类培训机构要坚持公益属性, 根据培训成本、市场供需等因素, 合理确定收费项目和标准, 控制调价频率和幅度, 并报送主管部门
	3) 强化预收费监管: 非学科类培训机构培训收费实行指定银行、专用账户、专款管理。面向中小学生的非学科类培训不得使用培训贷方式缴纳培训费用。培训机构不得一次性收取或以充值、次卡等形式变相收取时间跨度超过 3 个月或 60 课时的费用, 且不得超过 5000 元。

资料来源: 教育部, 民生证券研究院

广东先行, 政策路径与监管细则值得参考。全国来看, 广东省目前对于校外培训行业的监管细则与标准构建相对较为全面。具体而言, 一方面对于争议较大的学科与非学科界定出台了“量化”的鉴定标准, 培训内容合规与否有据可依, 而非模糊地一刀切。例如项目培训内容在“学科类培训项目培训内容范围”比例 > 50%, 视为具有学科类别属性特征, 即做出学科类鉴定结果。另一方面, 8 月 11 日广东省教育厅下放全国首张线上中小学非学科培训办学许可, 意味着行业准入、审批流程逐步清晰。我们认为广东案例先行, 有望对其他省市在校外培训监管细则与方式上形成标杆和示范效应。

表 12: 《广东省中小学校外培训项目学科和非学科类别鉴定工作指引(试行)》综合鉴定法的鉴定标准

鉴别维度	鉴定标准
培训内容	培训项目培训内容在学科类培训项目培训内容范围比例 > 50%, 视为具有学科类别属性特征。培训内容在范围所占比例 ≤ 50%, 视为不具有学科类别属性特征。
学科类	<i>《教育部关于印发义务教育语文等学科课程标准(2011年版)的通知》(教基二[2011]9号)及其附件《1.义务教育语文课程标准》《2.义务教育英语课程标准》《3.义务教育日语课程标准》《4.义务教育俄语课程标准》《8.义务教育数学课程标准》《9.义务教育物理课程标准》《10.义务教育化学课程标准》《11.义务教育生物课程标准》《13.义务教育历史课程标准》和《教育部办公厅关于印发2021年中小学教学用书目录的通知》(教材厅函〔2021〕2号)及其附件《2021年中小学教学用书目录》关于“道德与法治、语文、数学、英语、历史、日语、俄语、物理、化学、地理、生物学”的义务教育国家课程教材等。</i>
培训方式	学科类培训方式占培训项目总课时的比例 > 50%, 视为具有学科类别属性特征。非学科类培训方式占培训项目总课时的比例 ≥ 50%, 视为不具有学科类别属性特征。
学科类	<i>以重复读写练习和训练为巩固手段, 上课形式表现为传统课堂的“老师讲授知识, 学生听讲和书面练习, 以及所学知识的重复训练与练习”的模式。</i>
非学科类	<i>体验式教学、项目式教学、探究式教学、启发式教学以及游戏化教学等为主的教学方式; 以老师指导, 学生实践探索为主要特点; 培训方式具有趣味性较强、动手操作特点较强、玩耍时间相对较长、玩耍项目相对多等特点。</i>
培训目的	培训目的偏向于学科类培训目的, 视为具有学科类别属性特征。培训目的偏向于非学科类培训目的, 视为不具有学科类别属性特征。
学科类	<i>学习道德与法治、语文、历史、地理、数学、外语(英语、日语、俄语)、物理、化学、生物学科的知识与技能培训为导向; 以提高上述科目的考试分数为主要目标。</i>
非学科类	<i>不以提高学员上述学科成绩为目的; 培养学员兴趣爱好; 丰富学员闲暇生活; 培养学员的个性发展和全面发展。</i>
培训结果	可预见判断完成该项目的培训后, 学员达到显著提升在学校学习的上述学科闭卷考试分数的结果, 视为具有学科类别属性特征。可

预见判断完成该项目的培训后，学员不会达到显著提升在学校学习的上述学科闭卷考试分数的结果，视为不具有学科类别属性特征。

学科类

达到道德与法治、语文、历史、地理、数学、外语（英语、日语、俄语）、物理、化学、生物学科课程成绩提高的结果，达到上述学业水平提升的结果；评价信息来源相对以笔纸测试类为主；在上述科目范围内相对强调甄别与选拔。

非学科类

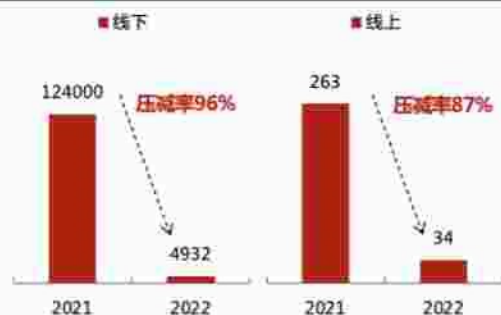
不能达到道德与法治、语文、历史、地理、数学、外语（英语、日语、俄语）、物理、化学、生物学科课程成绩提高的结果，不能达到上述学业水平提升的结果；相对强调学生综合素质的丰富性、特长项目成就的结果评价；评价信息来源相对以教师观察、学生独立作品、学生小组作品等为主；相对强调培养学生的实践能力、创新能力等。

资料来源：教育部，民生证券研究院；注：广东将《广东省中小学生校外教育培训非学科类目录清单》的项目直接认定为非学科类培训项目，不需要进行学科和非学科鉴定，未列入目录清单的交叉学科项目（如珠心算、国学、传统人文素养、语言艺术、逻辑思维/科学思维训练等），根据《广东省中小学校外培训项目学科和非学科类别鉴定工作指引》，使用“综合鉴定法”或“专家组鉴定法”进行鉴定。

3.1.2 行业供需错配明显，龙头率先受益

供给侧看，“双减”后，有效的校外培训机构供给压减率超过 90%，有效供给极为稀缺。根据全国人大“双减”报告，“双减”前后，义务教育阶段线下学科类培训机构从 12.4 万家下降至 4932 家，压减率 96%，线上学科类培训机构从 263 家下降至 34 家，压减率 87%，供给端大幅压减。根据我们对全国校外培训监督与服务综合平台的统计，截止 2023 年 10 月 30 日，全国登记在案的 K9 培训机构数量约为 10 万个，其中学科类不到 4500 个，非学科类 9.6 万个；高中培训机构约为 3.8 万个，其中学科类约 6500 个，非学科类 3.2 万个。与“双减”前比，据中国商报网，2019 年全国线下教培机构数量接近 70 万个，机构压减率超过 80%，有效供给极为稀缺。

图35：义务教育阶段学科类培训机构数量（个）



资料来源：中国人大网，民生证券研究院

图36：全国登记在案的 K9 及高中校外培训机构量（个）

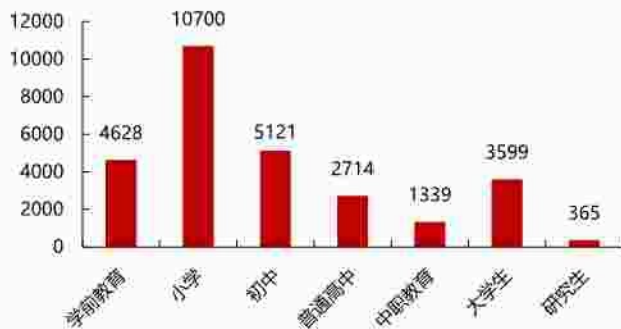
	义务教育	高中
学科	4456	6517
非学科	9.6 万	3.2 万
全部	10 万	3.8 万

资料来源：全国校外培训监督与服务综合平台，民生证券研究院
注：统计时间为 2023 年 10 月 30 日

需求侧看，K12 生源基数 2 亿+，“双减”前的 2020 年 K12 校外培训市场规模接近 8000 亿元，需求庞大。根据教育部统计公报，2022 年全国各级各类在校生总数为 2.93 亿人，其中小学、初中、学前教育、大学生、普通高中阶段分别 1.07 亿人、5121 万人、4628 万人、3599 万人、2714 万人。素质教育需求最为旺盛阶段为学前至小学阶段，2022 年该群体人数高达 1.5 亿人，而整个 K12 阶段合计约 2.3 亿人，基数庞大。从教育支出上看，K9 家庭在教育上的支出比例中位数为 20%，据艾瑞调研，2021 年 3-15 岁子女家庭中，接近一半的家庭教育开支比例超过 20%，接近 16% 的家庭教育开支超过 30%，教育仍是家庭最重要的消费支出之一。参考 CIC 数据，“双减”前的 2020 年中国 K12 培训市场规模达到 7845 亿

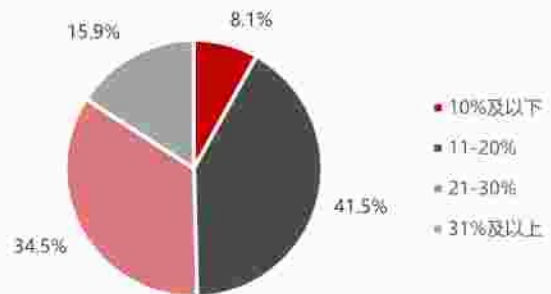
元，十分庞大。我们认为随着校内负担降低以及学科类培训减少，素质教育需求有望得到释放。

图37：2022年全国各级各类在校生人数（万人）



资料来源：全国教育事业统计公报，民生证券研究院

图38：2021年城市3-15岁子女家庭教育开销比例



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院（样本量=1000）

龙头拥有教研能力&资金实力&存量网点优势，新环境下新业务迅速起量。以新东方、好未来为代表的 K12 教培头部企业在“双减”后快速反应，在国家所支持的合法合规非学科培训类目中进行新产品的开发，在多年的教研经验积累下，目前均已成功打磨出了较为系统且有效的素质素养课程体系，包括语言素养、STEAM 科学素养、科学与创新思维等课程，迎合家长“双减”后多元化的校外培训需求。另一方面，新东方、好未来在“双减”后仍然维持了全国性的网点布局，截止 2023 年 8 月 31 日新东方、好未来线下网点数量分别为 793 个、220 个，覆盖城市 70+、30+，存量优势仍然十分显著，对后续地方网点的新开、加密提供良好的基础。由于较强的品牌力、教研力、渠道力和资金实力，以新东方、好未来为代表的 K12 教培头部企业得以在政策环境更为友好的情况下，成功通过提供合法合规新产品，快速满足巨大的供需缺口。从财报上看，以新东方、好未来为代表的 K12 教培头部企业近几个季度恢复了较快增长。

表13：学而思、新东方全国各线城市线下教学点分布情况（单位：个）

城市线级	城市	学而思	新东方	城市线级	城市	学而思	新东方
一线城市	上海	20	27	二线城市	济南	6	42
	北京	13	17		福州	5	18
	广州	9	43		常州	5	2
	深圳	8	15		沈阳	4	10
	小计	50	102		南昌	4	9
新一线城市	天津	14	14		太原	4	20
	南京	10	27		温州	3	3
	成都	9	23		无锡	3	14
	西安	8	38		佛山	3	5
	杭州	8	49		南通	3	2
	重庆	7	29	长春	3	13	
	苏州	6	21	石家庄	3	12	
	郑州	6	13	贵阳	2	2	

武汉	5	21	三线城市	徐州	2	8
长沙	5	18		大连	2	8
合肥	3	32		小计	52	235
东莞	3	2		扬州	3	7
昆明	3	4		淮安	3	0
青岛	2	19		淄博	2	0
宁波	1	3		小计	8	近 100
小计	90	313	全国合计	200	近 750	

资料来源：学而思 APP，新东方 APP，民生证券研究院（注：统计时间为 2023 年 9 月 4 日）

3.1.3 业务增长点明确，看好头部企业新一轮成长

新东方、好未来等暑期旺季营收增速超过 30%，部分利润率修复到接近“双减”前水平。从各家最新季度业绩看，2023 年暑期新东方、好未来、学大教育营收同比增速约在 30%-50%，均回归较快增长，利润率分别达到 22%、13%、12%（Q2），业务转型成本出清+人力&营销&场地租金等成本费用优化+需求推动的网点利用率提升，带动暑期旺季利润率显著修复，新东方、学大教育利润率接近或超过“双减”前水平。

表 14：重点 K12 教培上市公司 2019 年 Q1-3 与 2023 年 Q1-3 收入及利润对比（单位：百万元/百万美元）

公司	项目	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2023Q1	2023Q2	2023Q3
新东方	营收	797	843	1,072	754	861	1,100
	YoY	29%	20%	25%	23%	64%	48%
	Non-GAAP 经营利润	114	103	257	88	79	245
	利润率	14%	12%	24%	12%	9%	22%
好未来	营收	727	703	937	269	275	412
	YoY	44%	28%	34%	-50%	23%	40%
	Non-GAAP 经营利润	137	83	99	-18	-32	53
	利润率	19%	12%	11%	-7%	-12%	13%
学大教育	营收	759	931	743	519	733	542
	YoY	5%	0%	8%	4%	31%	32%
	归母净利润	3	92	-30	5	84	28
	利润率	0%	10%	-4%	1%	11%	5%
高途	营收	269	354	557	707	703	789
	YoY	474%	413%	461%	-2%	31%	30%
	Non-GAAP 经营利润	43	31	7	115	50	-84
	利润率	16%	9%	1%	16%	7%	-11%
有道	营收	226	323	346	1,163	1,207	1,539
	YoY	-	-	98%	-3%	26%	10%
	Non-GAAP 归母净利润	-	-86	-239	-194	-284	-67
	利润率	-	-27%	-69%	-17%	-24%	-4%

资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院；注：新东方、好未来单位为百万美元，其余为百万元；新东方 19Q1 对应财季为 FY19Q3，好未来 19Q1 对应财季为 FY19Q4，指 2018 年 12 月-2019 年 2 月；其余公司的财年与自然年一致

各家业务增长点明确，素养培训成功起量，出国、高中等传统业务恢复性增长，直播带货、学习机等非教培业务贡献各不相同。新东方 2023 年暑期教育属性新业务收入同比增长 103%，其中素质素养课入学人次同比增长 47%，学习机季度活跃付费人数同比增长 38%，此外，出国等传统业务收入增速达到 30-60%，受益于线下修复&格局优化，东方甄选直播带货平台不仅为公司进一步打开流量与知名度，在上一财年也为公司带来了较为可观的利润贡献，在线教育板块出售给母公司后业务有望进一步聚焦。好未来 2023 年暑期学习服务业务实现双位数增长（含素养、高中），以学习机为代表的内容业务持续发力，环比保持增长；高途 2023Q3 的 K12 培训业务收入同比增长 40%+（含素养、高中）；有道 2023Q3 的高中数字内容服务业务销售额超 4 亿元，STEAM 类课程流水同比增长 30%+。

表15：重点教培公司业务结构与增速情况

公司	业务板块	业务收入占比	业务增速
新东方	出国：考培（雅思、托福等培训）+咨询（留学指导规划等）	约 25%	考培 52%、咨询 27%
	高中：传统高中培训业务	29%	-
	成人及大学生：国内考培（四六级、考研等培训）	约 5%	26%
	东方甄选：以自营农产品为核心的直播带货平台	约 20%	-
	教育属性新业务：非学科培训+学习机+游学文旅+智慧教育等	20%	103%
好未来	学习服务及其他：素养（线下培优+线上网校）+高中+海外等	75%	双位数增长
	学习内容：学习机+纸质书等	25%	翻倍增长
学大教育	个性化教育：一对一培训+全日制培训基地+全日制学校	绝大部分	22%左右（参考公司整体增速）
	职业教育等其他：职业教育（中职）+文化服务（书店等）	较小	-
高途	K12 教培：青少素养+传统高中	70%	40%+
	成人教培	25%	-
	智能学习内容和产品及其他：图书销售+租金收入	5%	-
有道	学习服务：素养+高中数字内容服务+成人及大学生+其他（会员收入等）	60%	4%
	智能硬件：词典笔+听力宝+学习机	18%	-19%
	广告收入	22%	99%

资料来源：公司公告，民生证券研究院；注：新东方数据为 FY24Q1，好未来数据为 FY24H1，学大教育数据为 2023Q1-3，高途数据为 2023Q3，有道数据为 2023Q1-3

线下网点有序扩张，相比“双减”前空间仍大，看好合法合规业务持续健康发展。新东方、好未来线下教学点数量在 2022 年暑期触底，环比重回净增长。2023Q2、2023Q3，新东方分别净开设 36 个、45 个网点，截止 2023 年 8 月 31 日网点数量 793 个，同比增加 12%；好未来分别净开设约 30 个、约 20 个网点，截止 2023 年 8 月 31 日网点数量 220 个。对比“双减”前，根据公司财报数据，新东方、好未来网点数在各自的 FY2021Q4 末录得高点，分别达到 1669 个（截止 2021 年 5 月 31 日）、1098 个（截止 2021 年 2 月 28 日），当前网点数仅为高峰时的 48%、20%，仍有较大修复空间。我们持续看好头部企业素养、高中、出国等合法合规业务的持续健康发展。

表16：2022 年以来教培行业重点公司线下教学点数量情况（单位：个）

公司	2022/5/31	2022/8/31	2022/11/30	2023/2/28	2023/5/31	2023/8/31
新东方						
教学点数	744	706	708	712	748	793
环比净增减	-103	-38	2	4	36	45
YoY	-55%	-55%	-45%	-16%	1%	12%
好未来						
教学点数	100-150	环比小幅增加	环比小幅增加	170	200+	220
环比净增减	-	小幅净增	小幅净增	-	约 30	约 20
YoY	-	-	-	-	60%[1]	47%[2]

资料来源：公司公告，民生证券研究院；注：[1]假设 2022 年 5 月底网点数 125 个，[2]假设 2022 年 8 月底网点数 150 个

3.2 公考：行业β延续，重视个股向上修复

3.2.1 高校毕业生基数庞大，体制内就业意愿增强

高校毕业生数量持续增长，预计 10 年内趋势持续。2022 年全国高校毕业生人数破千万，达到 1053 万人，教育部预测 2023 年进一步增长至 1158 万人，高校毕业生持续增加主要原因是高校的持续扩招，2019 年专科、硕博研究生均大幅扩招，高考录取率持续上升，造成 2-3 年后的毕业生人数大幅增加。从出生人口角度看，2000-2017 年期间，每年的出生人口数量均保持在 1600-1700 万人上下，较为平稳，2019 年出生人口跌出 1500 万人关口。对应 18 年后，预计 2018-2035 年总体的普通高校毕业生数量仍有望维持趋势。

图39：2022、2023 年高校毕业生规模破千万人



资料来源：wind，民生证券研究院（含本科、专科、硕士、博士）

图40：我国出生人口数与普通高校招生数对比



资料来源：wind，民生证券研究院

毕业生“求稳”，体制内就业意愿上升。大学毕业生一般四条去向，体制内就业、非国企就业、读研或出国、自由职业或慢就业。近年来，受宏观经济影响，非国企就业供给有所不足，读研或出国群体回国同样面临就业问题，体制内就业得益于稳定的供给，被越来越多毕业生选择。根据智联招聘的 2022 届应届生期望就业单位性质统计，学生愿意就业于国有企业、事业单位、国家机关的比例分别达到 44.4%、14.7%、9.4%，2020 年-2022 年，民营企业、三资企业就业意愿持续下降，体制内就业意愿显著上升。从实际签约情况看，事业单位、国家机关近两年签约比例显著提升，国家机关、事业单位对大学生就业吸纳作用上升。

图41: 2020-2022 届高校毕业生期望就业单位性质分布



资料来源: 智联招聘, 民生证券研究院

图42: 2021-2022 届高校毕业生实际签约单位性质分布



资料来源: 智联招聘, 民生证券研究院

3.2.2 稳就业背景下, 24 年国考进一步扩招

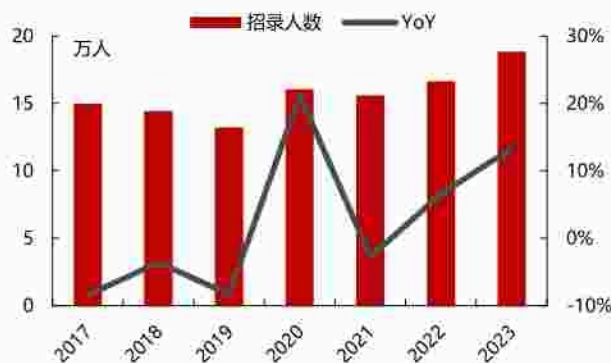
2024 年国考进一步扩招, 扩招比例 7%。最新的 2024 年国考共招录 3.96 万人, 同比扩招 7%, 增加约 2500 人。2019 年机构改革结束后, 国家公务员已经连续 5 年扩招。省考招录人数是国考的接近 5 倍, 2023 年全国共招录 18.9 万人, 约为当年国考招录人数的 5.1 倍。2021-2023 年, 省考招录人数同样呈增长态势, 2023 年扩招 13%, 增加 2.2 万人。稳就业背景下, 全国公务员体系招录总数总体呈稳步上升趋势。

图43: 2018-2024 年国考招录人数



资料来源: 中公教育, 民生证券研究院

图44: 2017-2023 年省考招录人数

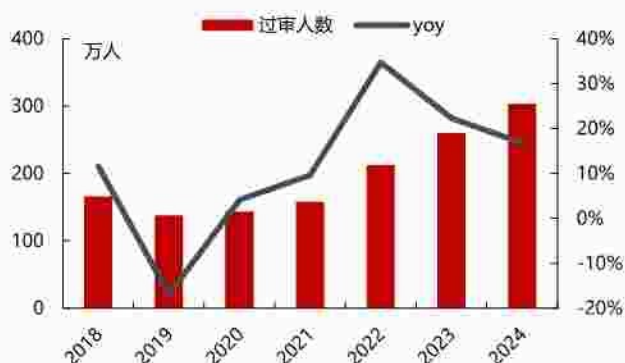


资料来源: 中公教育, 民生证券研究院

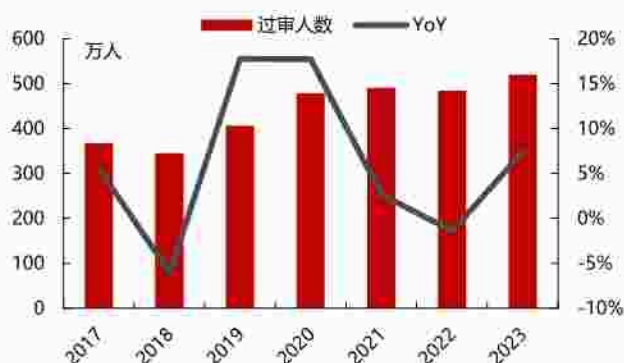
报考人数增长更快, 公考热持续。2024 年国考报名人数首次突破 300 万, 达到 303 万人, 同比增长 17%, 从 2021 年开始, 已经连续 4 年双位数较快增长。根据我们对各省报名及过审人数的统计, 2023 年省考报名人数约为 520 万人, 同比增长约 7%。公考的竞争也因此愈发激烈, 国考平均竞争比从 2020 年的 60:1 持续提升到 2024 年的 77:1。竞争加剧也推动学生对公考培训需求的上升。

图45: 2018-2024 年国考过审人数

图46: 2017-2023 年省考过审人数

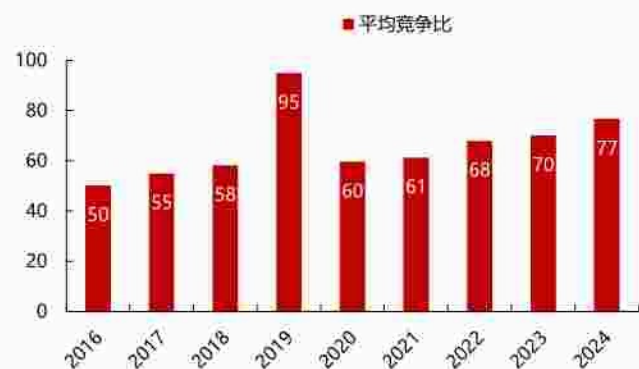


资料来源：中公教育，民生证券研究院



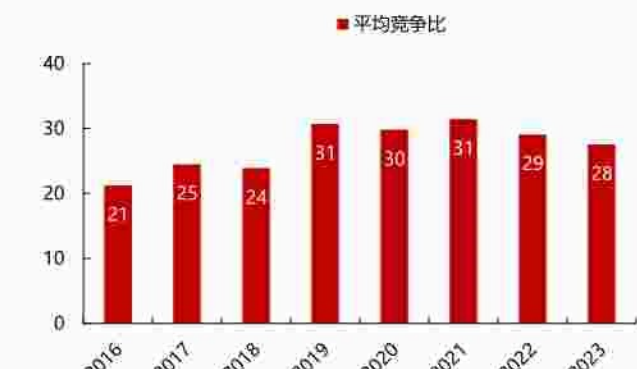
资料来源：中公教育，民生证券研究院

图47: 2016-2024 年国考平均竞争比



资料来源：中公教育，民生证券研究院

图48: 2016-2023 年省考平均竞争比



资料来源：中公教育，民生证券研究院

3.2.3 线上线下模型各具特色，个股边际向好

中公教育是职业考培赛道龙头，粉笔通过发力线上，近年来市场份额快速上升。

中公教育是国内最早从事非学历职教培训的民营企业之一，成立于1999年，师资力量雄厚、研发能力突出、课程产品丰富，服务范围覆盖全国，2018年上市后加速扩张，2020年营收达到112亿元。粉笔成立于2015年，主要从事线上的公务员考试辅导，2020年以来在疫情的催化下，公司线上考培业务快速增长，2021年营收达到34亿元。根据弗若斯特沙利文，2021年全国职业考试培训市场中，中公、粉笔分别以69亿元、30亿元营收规模排名行业前二，市场份额分别为10%、4.3%。

图49：2015-2023H1 中公、华图、粉笔收入情况



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图50：2021 年中国职业考试培训行业竞争格局

排名	职业考试培训服务供应商	2021 年收入	市场份额
1	中公教育	69 亿元	10.0%
2	粉笔	30 亿元	4.3%
3	B	19 亿元	2.7%
4	C	18 亿元	2.6%
5	华图教育	17 亿元	2.5%
五大		153 亿元	22.1%

资料来源：弗若斯特沙利文，民生证券研究院（注：粉笔是收入减去了研究所入学考试等考培收入；公司 B 和公司 C 的主要业务是提供线上的资格认证考培服务，其余主要业务均为招录类考试培训服务）

中公教育线下存量网点与研发优势仍在，随着业务调整与退费问题解决，龙头有望重启。2020 年以来，受到公务员招录考试节奏波动，以及公司自身经营扩张策略调整不及时等因素影响，2021 年下半年开始营收出现下滑并由盈转亏。经过一年多的产品与产能调整，2023 年公司重回盈利，经营效率显著优化。截止 2023 年 6 月 30 日，中公线下直营网点 1035 个，较截止 2021 年 6 月 30 日的高点 1859 关闭调整了 824 个，但仍维持了覆盖全国 31 个省市、319 个地市的全国性布局；授课师资 5196 人，较截止 2021 年 6 月 30 日的高点 18994 个优化了近 73%，研发人员 1164 个，较 2021 年 6 月 30 日的高点 3065 人优化了 62%，但师资与研发力量仍位居行业第一。2023 年 Q1-3 财报显示，公司归母净利率修复至 9.1%，单 Q3 归母净利率 17.1%，盈利能力大幅改善。另一方面，对公司影响较大的学生退费问题有望解决。2023 年 9 月 7 日，公司公告于湖南财信信托签订合同，借款不超过 18 亿元，主要用于解决存量退费问题，目前部分资金已到账。

图51：20Q1-23Q3 中公教育营收及同比增速



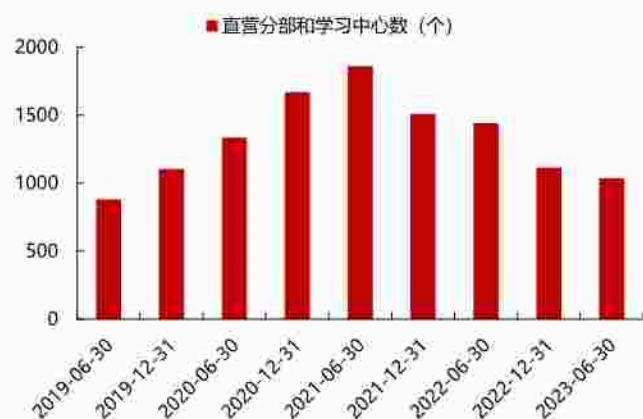
资料来源：wind，民生证券研究院

图52：20Q1-23Q3 中公教育归母净利润及归母净利率



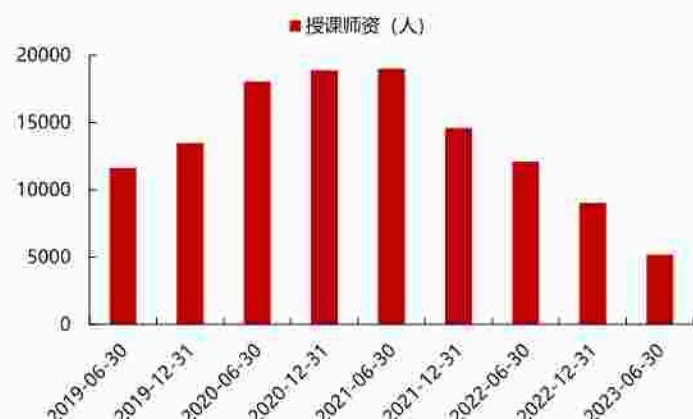
资料来源：wind，民生证券研究院

图53: 中公教育线下网点数量 (个)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图54: 中公教育授课师资数量 (名)



资料来源: wind, 民生证券研究院

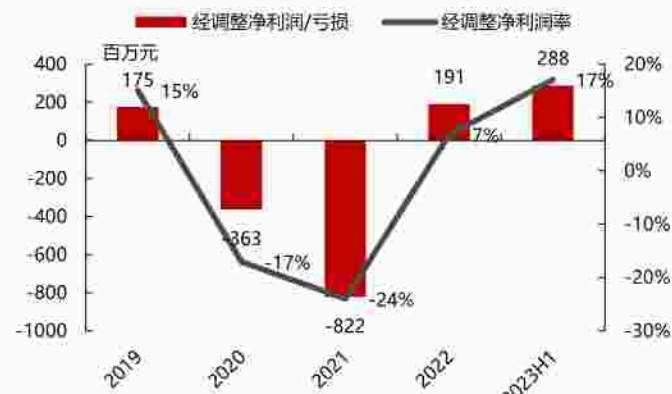
粉笔以线上为特色, 在线 APP 用户基础较大, 短期专注线上后利润持续释放, 中长期 ASP 与渗透率仍有提升空间。粉笔互联网基因浓厚, 公考在线模考系统截止 2022 年 6 月 30 日累计有 4590 万人参与, 2022Q4 粉笔 APP 月活用户数 851 万人, 几乎是公考考生人手必备的应用软件。2022 年下半年以来, 公司将战略重点重新放回线上, 战略收缩线下, 叠加线下存量复苏, 整体盈利能力大幅改善。根据财报, 2023H1 公司实现经调整净利润 2.88 亿元, 经调整净利率达到 17%。中长期看, 我们认为公司 ASP 与渗透率仍有提升空间, 2021 年正价课付费人次为 260 万人, 占 2021 年公司 APP 月活用户量的 40%, 占 2021 年公考报名人数 的 40%, 渗透率提升空间尚大; 公司正价课平均每人次付费从 2019 年的 1127 元提升到 2021 年的 2393 元, 较行业平均收费仍有差距。

图55: 2019-2023H1 粉笔营收及同比增速



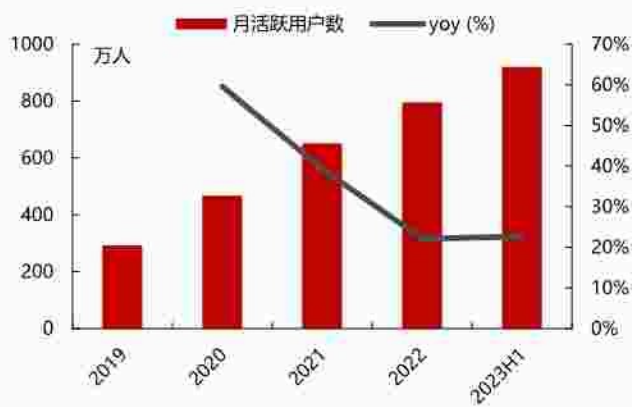
资料来源: wind, 民生证券研究院

图56: 2019-2023H1 粉笔经调整净利润及利润率情况



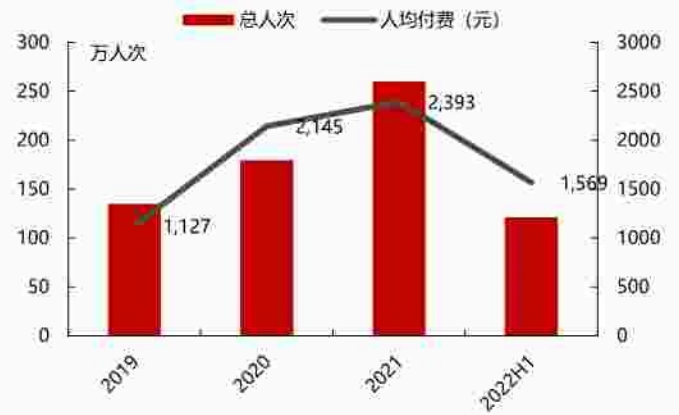
资料来源: wind, 民生证券研究院

图57: 2019-2023H1 粉笔 APP 平均月活用户数量



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图58: 2019-2022H1 粉笔正价课付费人次与平均每付费人次总账单情况



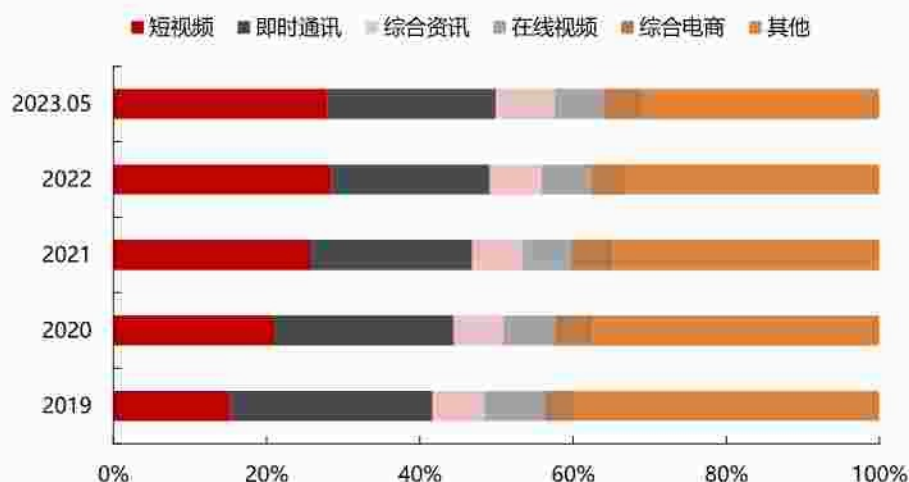
资料来源: 公司招股书, 民生证券研究院

4 长短视频：长视频主要受 ARM 提升驱动，短视频关注利润释放

4.1 中国移动互联网细分行业用户时长：短视频为主要聚集地，总时长占比趋于稳定

短视频为主要的线上用户时间聚集地，占比总时长份额趋于稳定。从中国移动互联网细分行业用户总时长占比来看，短视频成为主要的线上时长消耗行业。根据 Questmobile，2022 年短视频/在线视频行业用户使用总时长占比分别为 28.5%/6.5%，分别同比+2.8pct/+0.2pct，2023 年 5 月，短视频/在线视频行业用户使用总时长占比分别为 28.0%/6.4%，短视频行业经历了高速增长阶段后，占比总时长趋于稳定。

图59：中国移动互联网细分行业用户使用总时长占比



资料来源：Questmobile，民生证券研究院

4.2 长视频：行业进入良性竞争，ARM 提升和持续推出优质内容驱动的会员数增长为核心逻辑

长视频行业进入良性竞争阶段，ARM 提升和持续推出优质内容驱动的会员数增加为核心逻辑。中国长视频行业诞生近 20 年，行业已经发生了如下变化：1) 从高价竞买版权时代过渡到了 PK 自制和原创内容时代；2) 行业监管政策逐渐建立，驱动行业健康发展，到现在监管已经趋于常态化；3) 在流量竞争方面，与后来兴起的短视频行业由竞争走向竞合关系，多平台间已达成合作关系，例如爱奇艺和抖音、腾讯视频和抖音；4) 行业内 2 (爱腾) +2 (优芒) 竞争格局稳定；5)

头部平台已将主要矛盾从以量取胜过渡到追求利润和效率。展望未来，长视频行业会员业务的 ARM 提升和持续输出优质内容驱动的会员数增加为核心逻辑。更长期来看，IP 衍生品及多元变现有望打开新的成长曲线。长视频领域我们建议关注长视频龙头爱奇艺 (IQ.O)。

爱奇艺率先破局长视频行业，ARM 提升驱动会员业务增长。爱奇艺于 2021 年在内容策略上发生变化，从早期通过高价竞买版权来跑马圈地，实现粗放式增长，转变为打造高品质和多元化内容来实现高质量增长；从早期扩大会员数规模，提升市占率为主要矛盾，到现在追求效率和 ROI。在此战略规划下，公司率先实现了长视频行业的破局，于 22Q1 首次实现盈利。截至 23Q3，公司已实现连续 7 个季度实现 Non-GAAP 盈利、连续 6 个季度经营性现金流正流入。爱奇艺核心逻辑：1) 在人才(爱奇艺工作室战略)+技术(工业化生产体系、科学的管理流程、AI 赋能)+合作生态的驱动下有望持续输出优质内容；2) 刊例价和 ARM 仍有较大提升空间；3) 其他业务(包括 IP 衍生品等)有望打开第二成长曲线，成为新的营收和业绩贡献点。

图60：爱奇艺财务数据概览

单位：百万元	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
营业收入	7,277	6,657	7,471	7,593	8,349	7,802	8,015
yoy	-8.7%	-12.5%	-1.6%	2.8%	14.7%	17.2%	7.3%
qoq	-1.5%	-8.5%	12.2%	1.6%	10.0%	-6.5%	2.7%
营业成本	-5,964	-5,248	-5,705	-5,402	-5,956	-5,774	-5,840
毛利率	18.0%	21.2%	23.6%	28.9%	28.7%	26.0%	27.1%
销售、行政及一般费用	-745	-801	-980	-941	-1,106	-979	-981
销售及管理费用率	10.2%	12.0%	13.1%	12.4%	13.2%	12.5%	12.2%
研发费用	-475	-482	-476	-466	-428	-439	-447
研发费用率	6.5%	7.2%	6.4%	6.1%	5.1%	5.6%	5.6%
营业利润	93	126	310	784	859	610	747
营业利润率	1.3%	1.9%	4.1%	10.3%	10.3%	7.8%	9.3%
Non-GAAP 营业利润	327	344	524	979	1,034	786	895
Non-GAAP 营业利润率	4.5%	5.2%	7.0%	12.9%	12.4%	10.1%	11.2%
归属母公司净利润	169	-214	-396	304	618	365	476
归母净利率	2.3%	-3.2%	-5.3%	4.0%	7.4%	4.7%	5.9%
Non-GAAP 归母净利润	162	78	187	856	940	595	622
Non-GAAP 归母净利率	2.2%	1.2%	2.5%	11.3%	11.3%	7.6%	7.8%

资料来源：wind，民生证券研究院

图61：爱奇艺业务拆分及核心运营数据

业务拆分							
单位：百万元	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
1.会员服务	4,471	4,285	4,211	4,744	5,547	4,947	5,012
yoy	3.7%	7.3%	-1.8%	15.1%	24.1%	15.4%	19.0%
qoq	8.5%	-4.2%	-1.7%	12.7%	16.9%	-10.8%	1.3%
占比营收	61.4%	64.4%	56.4%	62.5%	66.4%	63.4%	62.5%
2.网络广告	1,337	1,194	1,247	1,553	1,404	1,495	1,674
yoy	-30.2%	-34.6%	-24.9%	-6.7%	5.0%	25.3%	34.3%
qoq	-19.7%	-10.7%	4.5%	24.6%	-9.6%	6.5%	12.0%
占比营收	18.4%	17.9%	16.7%	20.5%	16.8%	19.2%	20.9%
3.内容发行	626	479	730	635	727	553	526
yoy	-19.6%	-30.3%	16.4%	-16.7%	16.2%	15.5%	-27.9%
qoq	-17.8%	-23.5%	52.3%	-13.0%	14.6%	-23.9%	-4.9%
占比营收	8.6%	7.2%	9.8%	8.4%	8.7%	7.1%	6.6%
4.其他业务	842	698	1,284	661	670	807	803
yoy	-12.4%	-36.6%	26.7%	-21.5%	-20.4%	15.6%	-37.4%
qoq	0.0%	-17.1%	83.8%	-48.5%	1.4%	20.4%	-0.5%
占比营收	11.6%	10.5%	17.2%	8.7%	8.0%	10.3%	10.0%
运营数据							
	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
日均订阅会员 (百万)	101.4	98.3	101.0	111.6	128.9	111.2	107.5
yoy	-3.8%	-0.9%	-3.5%	15.1%	27.1%	13.1%	6.4%
环比净增 (百万)	4.4	-3.1	2.7	10.6	17.3	-17.7	-3.7
ARM (元)	14.7	14.5	13.9	14.2	14.4	14.8	15.5
yoy	7.7%	8.3%	1.8%	0.1%	-2.3%	2.0%	11.8%
qoq	3.7%	-1.1%	-4.3%	1.9%	1.3%	3.3%	4.9%

资料来源：wind，民生证券研究院

4.3 中短视频：短视频行业流量红利趋于见顶，核心关注利润释放

短视频行业流量红利趋于见顶，核心关注利润释放情况。用户流量侧：2017-2018年，短视频行业经历了流量飞速增长的阶段，今年来看，短视频用户总时长同比增速显著回落，主要原因系1) 线下场景复苏；2) 短视频流量红利趋于见顶。展望未来，随着短视频流量增速逐渐回落，未来大盘用户流量增加速度将趋缓。商业变现侧：1) 电商业务增速较高，其中泛货架电商创造增量；2) 广告业务持续修复，其中电商驱动的内循环广告增速较高；3) 本地生活等新业态创造新的变现渠道，有望打开新的成长空间。盈利侧：部分短视频及中视频企业开始靠近盈利目标实现的时间节点，未来核心关注收入增长带来的盈利杠杆驱动利润释放。短视频及中视频领域我们建议关注快手 (1024.HK)、哔哩哔哩 (9626.HK)。

图62：短视频用户总时长同比增速



资料来源：Questmobile, 民生证券研究院

快手业绩释放超预期，电商业务高增长。快手核心逻辑：1) 今年利润释放超预期；2) 电商业务高增长，直播电商保持相对较高的增速，泛货架打开新的成长空间。此外，电商业务有助于驱动内循环广告增长；3) 海外业务过去一年以减亏为核心，有望加速实现盈亏平衡。从财务数据来看，23Q3，快手实现营收 279 亿元（符合彭博一致预期），yoy+21%；实现净利润 22 亿元（大幅高于彭博一致预期），同比扭亏为盈；实现 Non-IFRS 净利润 32 亿元（高于彭博一致预期），同比扭亏为盈，即使不考虑 4.3 亿税收返还的影响，业绩表现仍超市场预期。23Q3，经营活动现金流净额 77 亿元。从经营数据来看，23Q3，DAU 3.87 亿，yoy+6.4%，创历史新高；MAU 6.85 亿，yoy+9.4%；每位日活用户日均使用时长 129.9 分钟，yoy+6.9%；电商商品交易总额 2902 亿，yoy+30.4%。

图63：快手核心财务数据及核心运营数据

营收端							
单位：百万元	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
营收	21,067	21,695	23,128	28,292	25,217	27,744	27,948
yoy	23.8%	13.4%	12.9%	15.8%	19.7%	27.9%	20.8%
qoq	-13.8%	3.0%	6.6%	22.3%	-10.9%	10.0%	0.7%
利润端							
归母净利润	-6,254	-3,176	-2,713	-1,547	-876	1,480	2,181
归母净利率	-29.7%	-14.6%	-11.7%	-5.5%	-3.5%	5.3%	7.8%
经调整归母净利润	-3,722	-1,312	-672	-45	42	2,694	3,173
经调归母净利率	-17.7%	-6.0%	-2.9%	-0.2%	0.2%	9.7%	11.4%
运营数据							
	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
DAU (百万)	345.5	347.3	363.4	366.2	374.3	376.0	386.6
yoy	17.0%	18.5%	13.4%	13.3%	8.3%	8.3%	6.4%
qoq	6.9%	0.5%	4.6%	0.8%	2.2%	0.5%	2.8%
MAU (百万)	597.9	586.7	626.0	640.0	654.4	673.3	684.7
yoy	15.0%	15.9%	9.3%	10.7%	9.4%	14.8%	9.4%
qoq	3.4%	-1.9%	6.7%	2.2%	2.3%	2.9%	1.7%
电商 GMV (亿元)	1,751	1,912	2,225	3,124	2,248	2,655	2,902
yoy	47.7%	31.5%	26.6%	30.0%	28.4%	38.9%	30.4%
qoq	-27.1%	9.2%	16.4%	40.4%	-28.0%	18.1%	9.3%

资料来源：wind, 民生证券研究院

哔哩哔哩亏损持续收窄，有望在明年实现盈亏平衡。哔哩哔哩核心逻辑：1) 2023 年首要任务是缩窄亏损，持续降本增效，有望在明年盈亏平衡；2) 商业化变现进程加速，广告业务受益于电商+转换效率更高的 story mode 驱动表现优于大盘；3) 用户具有独特性，是最受年轻人欢迎的社区平台。从财务数据来看，23Q3，哔哩哔哩营收 58 亿元，同比持平；净亏损 13 亿元，同比收窄 22%；经调整净亏损 8.6 亿元，同比收窄 51%。23Q3，经营现金流实现转正，标志着运营已进入正向循环。从经营数据来看，23Q3，日活用户突破 1 亿大关，达到 1.03 亿，yoy+14%。用户在哔哩哔哩上的日均使用时长攀升至 100 分钟，创历史新高，推动用户总时长 yoy+19%。

图64：哔哩哔哩核心财务数据及核心运营数据

营收端							
单位：百万元	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
营收	5,054	4,909	5,794	6,142	5,070	5,304	5,805
yoy	29.6%	9.2%	11.3%	6.3%	0.3%	8.1%	0.2%
qoq	-12.6%	-2.9%	18.0%	6.0%	-17.5%	4.6%	9.4%
利润端							
归母净利润	-2,282	-2,007	-1,713	-1,495	-628	-1,547	-1,351
归母净利率	-45.2%	-40.9%	-29.6%	-24.3%	-12.4%	-29.2%	-23.3%
经调整归母净利润	-1,653	-1,964	-1,763	-1,312	-1,029	-963	-878
经调归母净利率	-32.7%	-40.0%	-30.4%	-21.4%	-20.3%	-18.1%	-15.1%
运营数据							
	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
DAU (百万)	79.4	83.5	90.3	92.8	93.7	96.5	103
yoy	32.1%	33.2%	25.2%	28.5%	18.0%	15.6%	14.1%
qoq	10.0%	5.2%	8.1%	2.8%	1.0%	3.0%	6.7%
MAU (百万)	293.6	305.7	332.6	326	315.2	324	341
yoy	31.5%	28.9%	24.5%	20.0%	7.4%	6.0%	2.5%
qoq	8.1%	4.1%	8.8%	-2.0%	-3.3%	2.8%	5.2%

资料来源：wind，民生证券研究院

5 跨境电商：厚积薄发，新消费结构下的成长机遇

5.1 行业概况：B2C 模式抬头，美国是出口跨境电商最大贸易地

5.1.1 链路电子化，跨境电商纵横发展

跨境电商是指分数不同关境的交易主体，通过电子商务平台达成交易、进行支付结算，并通过跨境物流送达商品、完成交易的一种国际商业活动。按照货物流向，可分为出口和进口跨境电商；按照交易主体，可分为 B2B、B2C、C2C 跨境电商，其中 B2B 跨境电商主要通过大批量、小批次的集中化订单，而 B2C 跨境电商主要通过小批量、多批次的分散订单；按照运营模式，可分为跨境电商第三方平台和独立站，其中第三方平台具有门槛低、限制多、同质化竞争激烈的特点，而独立站便于数据沉淀和品牌建设，成本流量却高。

图65：跨境电商分类



资料来源：Trendin，民生证券研究院

经历 20 多年发展，我国跨境出口电商行业经历了从构建信息撮合平台、实现线上交易、完善线上化全链路到提供一站式外贸供应链的演变。我国跨境电商平台在 2004 年以前主要提供信息撮合服务，交易仍以线下为主，代表平台有阿里巴巴国际站、环球资源、中国制造网等；2004-2012 年，随在线支付功能的强化，支付、物流等环节实现电子化，全球速卖通、洋码头、兰亭集势等 B2C 跨境电商平台获得发展；2013-2020 年，天猫国际、考拉网购等大型平台涌现，营销、交易、支付、结算、物流、金融实现全链路在线化，期间涌现出外贸服饰企业；2020 年以来，跨境电商行业受到政策约束和全球贸易政策的监管加强，跨境电商加速构建品牌、渠道、供应链、营销等多方面竞争优势，头部平台为买家提供一站式外贸供应链服务。

图66：国内跨境电商平台发展历程

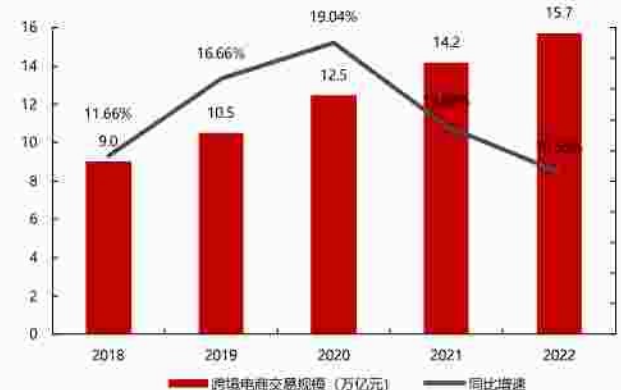


资料来源：商务部，艾瑞咨询，公司官网，民生证券研究院

5.1.2 跨境电商发展迅猛，增长主要依靠出口、B2C 和美国贸易地

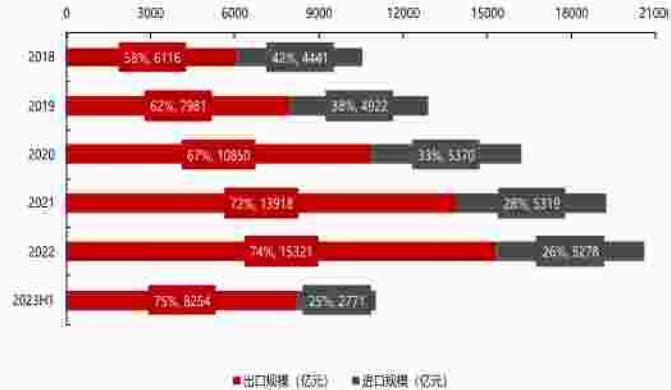
2018-2022 年我国跨境电商实现高速发展，尤其是出口业务发展迅猛。从交易规模来看，年复合增速达 14.9%；2022 年国内跨境电商总交易规模为 15.7 万亿元，同比增长 10.56%。从进出口规模来看，年复合增速达 18.2%，其中出口规模年复合增速达 25.8%，出口跨境电商始终为跨境电商的主要存在形式；2022 年国内出口规模超 1.5 万亿元，占比达到 74%，2023 年上半年，出口跨境电商规模达 8254 亿元，占比进一步增长为 75%。

图67：2018-2022 年中国跨境电商交易规模及增速



资料来源：网经社，民生证券研究院

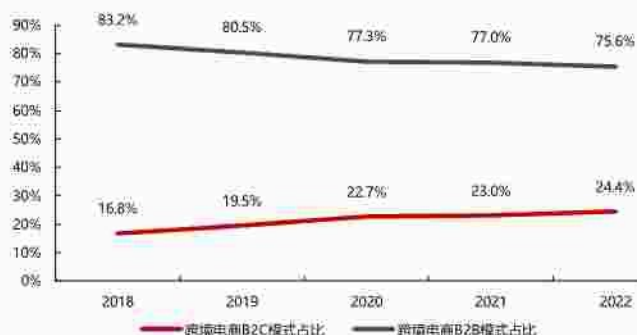
图68：2018-2022 年中国跨境电商进出口规模及比例



资料来源：海关总署，民生证券研究院

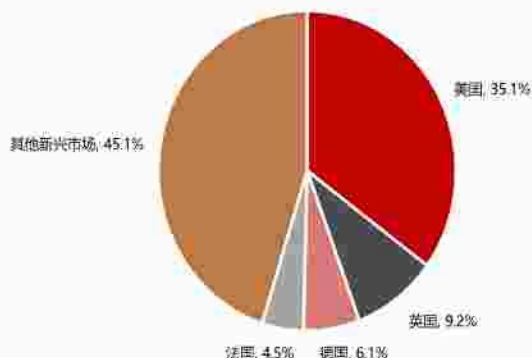
从模式结构来看，2018-2022 年 B2C 模式增长显著，占总交易额比例逐年攀升，2022 年国内跨境电商 B2C 模式占总交易额比例为 24.4%，较 2018 年的 16.8% 提升了 7.6pct。拆分出口目的地，美国是中国最大的跨境电商出口国，根据海关总署的数据，2023 年上半年美国占我国跨境电商出口总额的 35.1%，为最大出口贸易国，此外越南、马来西亚、巴西等新兴市场具有较大潜力，共计占跨境电商出口总额的 45.1%。

图69：2018-2022年中国跨境电商交易模式占比情况



资料来源：网经社，民生证券研究院

图70：2023年上半年中国跨境电商出口目的国情况（按出口总额计算比例）



资料来源：海关总署，民生证券研究院

5.2 探其根本：跨境电商受益于国内外消费结构变动

5.2.1 电商渗透率稳步提高，中国跨境出海电商前景可期

以京东为例，2021年以来国内电商增速放缓。京东营收为消费者在京东平台上所购买的商品及服务收入，自2021Q2以来京东营收增速下滑明显，2023Q3营收为2477亿元，同比增长1.7%，以京东为代表的国内电商陷入增长瓶颈状态，中国电商平台亟需寻找新的增长点。

图71：2019Q1-2023Q3 京东收入及同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院

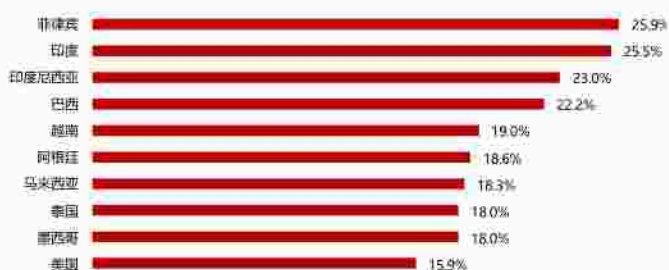
放眼全球，受益于全球电商渗透率提升，全球电商零售销售额持续增长。根据eMarketer预测，2022年全球电商渗透率预计为20.3%，具体到国家来看，主要靠东南亚国家高增速拉动，TOP10中有5个来自东南亚，值得注意的是美国亦贡献15.9%的增速，实为电子商务零售端成长沃土。

图72：2017-2022 年全球电商零售销售额及电商渗透率



资料来源：eMarketer，艾瑞咨询，民生证券研究院

图73：2022 年全球各国电子商务零售额增速 TOP10



资料来源：eMarketer，艾瑞咨询，民生证券研究院

根据艾瑞咨询的报告，2022 年各地区电商零售额预计增速及移动电商渗透率可构成波士顿矩阵，从当地电商行业前景来看，东南亚、中东&非洲及拉美地区电商零售销售额预计增速与移动电商渗透率处于双高态势，电商发展前景光明，中欧&东欧及北美地区移动电商渗透率尚低，但电商零售销售额预计增速较高，电商发展前景可期，海外零售端电商化发展势头强劲将会成为中国跨境出口电商创造新一轮发展机遇所在地。

图74：2022 年各地区电商零售销售额预计增速及移动电商渗透率



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

5.2.2 消费结构改变，新趋势造就新出路

全球经济承压，美国零售销售额增速放缓。2022 年全球 GDP 总量达到 89.7 万亿美元，同比增速放缓至 3.1%；作为全球经济的核心组成部分，美国零售销售增速亦有所放缓，自 2023 年 3 月以来，美国零售商销售额增长受阻，甚至在 2023 年 4 月出现负增长，全球经济压力下行压力犹存环境下，消费者信心不足，中国跨

境出口电商需挖掘消费者新需求，高性价比商品有望从中胜出获得消费者关注。

图75：2018-2022 年全球 GDP 及同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图76：2019.01-2023.09 美国零售商销售额及同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院

根据艾瑞咨询的报告拆分中国跨境出口电商成本费用：从成本端来看，中国跨境出口电商 B2C 商品成本明显低于 B2B 品牌商，节约近一倍成本。从费用端来看，中国跨境出口电商 B2C 品牌商最大费用来自于运输及仓储，占比达到 20-28%，远高于 B2B 品牌商的 8-10%；同时营销推广费用方面，B2C 品牌商的占比达到 10-18%也显著高于 B2B 品牌商的 8-12%。从税前净利润结果来看，B2C 模式的跨境出口电商平均税前净利率为 25-30%，高于 B2B 模式的 15-20%水平。

图77：2022 年中国跨境出口电商 B2B 与 B2C 成本费用拆分



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

按照交易主体来分，中国跨境出口电商平台主要有 B2B 第三方开放式平台：亚马逊企业购、阿里巴巴国际站、中国制造网、环球资源等；B2B 自营平台有新时颖等；B2C 第三方开放式平台主要有亚马逊、速卖通、ebay、wish、shopee、lazada 还有 TEMU；B2C 自营平台主要有 SHEIN、PatPat 等。

图78：中国跨境出口电商平台（按交易主体分）



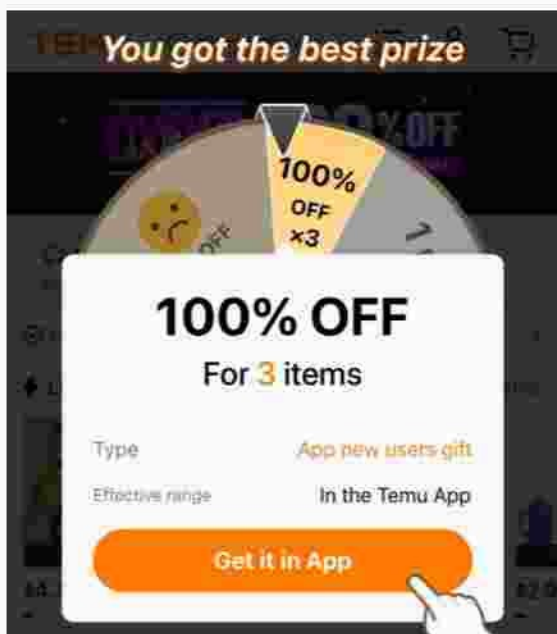
资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

5.3 拼多多 TEMU：低价营销+社交裂变，国内经验赋能出海业务

5.3.1 “砍一刀”出圈，站点遍及全球 47 个国家和地区

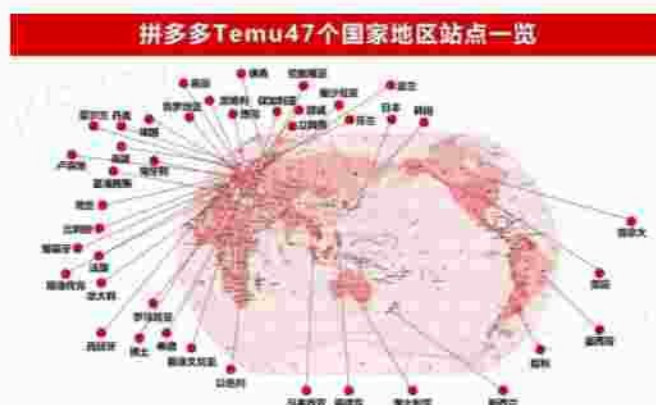
根据网经社报告，截至 2023 年 6 月 TEMU 的月度商品交易额 GMV 已达 10 亿美元，2022 年 9 月刚在美国上线时月度商品交易额仅 300 万美元。通过复刻国内运营的“砍一刀”模式，拼多多一年多以来增长迅猛，截至 2023 年 11 月，拼多多已在全球 47 个国家和地区布局超 1100 万个站点，年订单量达 611 亿单。

图79：TEMU 官网“砍一刀”模式



资料来源：TEMU 官网，民生证券研究院

图80：拼多多 TEMU 全球站点布局



资料来源：网经社，民生证券研究院

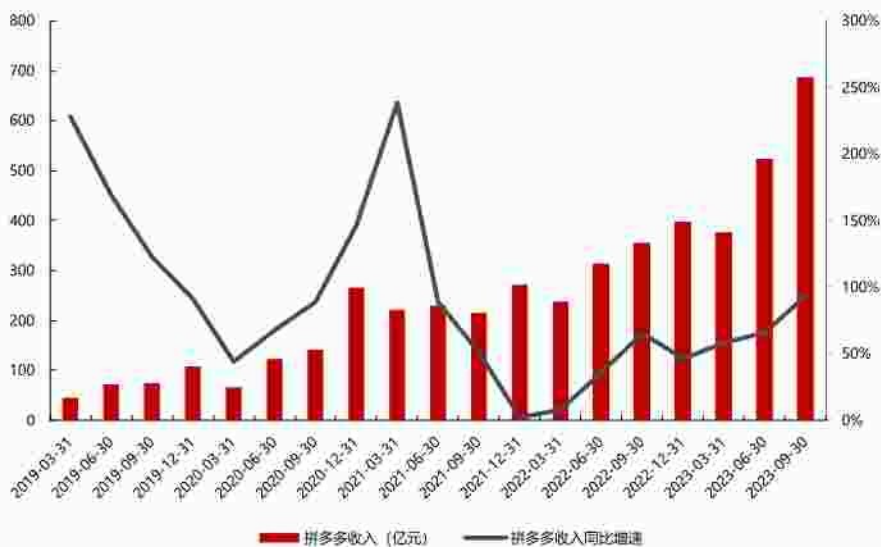
根据艾瑞咨询报告和 EchoTik 数据，在美主要走低价路线的出口跨境电商平台主要有 TikTok、TEMU 和 SHEIN。TikTok 凭借其流量优势，上线全托管模式，目前美国站卖家已达 3 万家，月活用户达 1.5 亿；TEMU 和 SHEIN 则布局社交媒体，主打裂变传播，截至 2023 年 12 月 4 日，TEMU 和 SHEIN 官方 Instagram 粉丝数量分别为 135 万和 3113 万。

表17：美国主要跨境电商渠道现状分析

	TikTok	TEMU	SHEIN
客单价情况	三者平均单价均明显低于亚马逊，其中 TEMU 平均客单价最低，三者持续占领美国消费者低价心智		
举措	与美国仓库建立合作伙伴关系，完善物流履约服务 上线全托管模式，降低国内卖家入驻门槛	启动海外仓建设，提升物流配送效率 在美国本土开放本土店，旨在压缩物流配送时间	推出平台模式，引入第三方卖家
用户表现	截至 2023 年 12 月美国站卖家达 3 万家，月活用户达 1.5 亿	截至 2023 年 12 月 4 日，Instagram 官方粉丝数 135 万	截至 2023 年 12 月 4 日，Instagram 官方粉丝数 3113 万
资料来源：	艾瑞咨询，EchoTik；各品牌 Instagram 官方账号，民生证券研究院		

拼多多 TEMU 登陆美国市场时间为 2022 年 9 月 1 日，自 2022Q3 以来，拼多多收入增长进入新阶段。2023Q3 拼多多营收为 688.4 亿元，同比增长 94%，已初步实现国内+国外双轮驱动增长模式。

图81：2019Q1-2023Q3 拼多多营收及同比增速



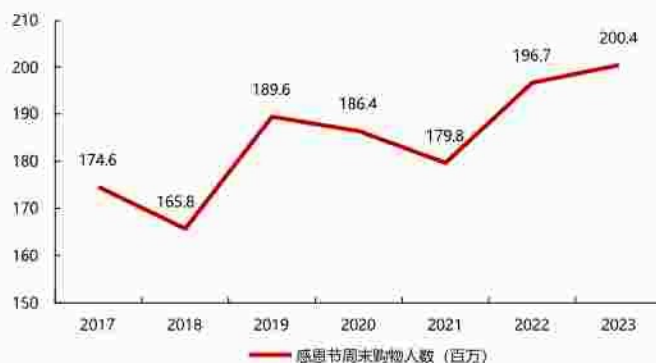
资料来源：wind，民生证券研究院

5.3.2 2023 黑五：低价促销驱动消费，购物人数创历史新高

2023 年黑五 5 天的购物季（感恩节-网购星期一）的购物人数超 2 亿人，达到历史新高。按渠道来看，5 天购物季线上购物人数近 3 亿人，线下购物人数超 2 亿人；具体到每一天来看，线上购物人数比例均达 50%，在“网络星期一”当天下单人数高达 78%，感恩节线上购物已成趋势。根据消费者报告显示，平均 55% 的感恩节期间订单是由销售和促销推动的，较 2022 年的 52% 再次提升了 3pct，

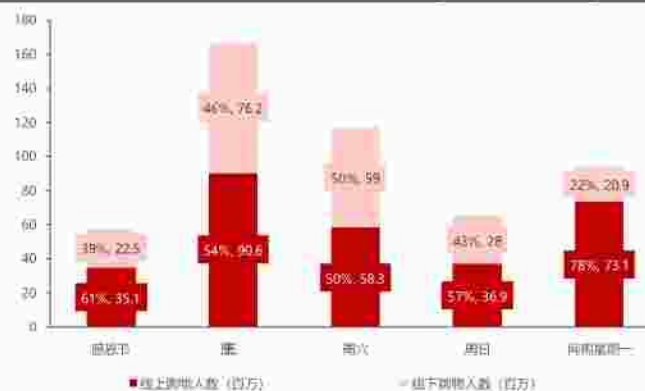
当下消费结构下，低价促销已成为促成消费的主要驱动力。

图82：2017-2023 年感恩节假期购物人数



资料来源：美国零售联合会，民生证券研究院

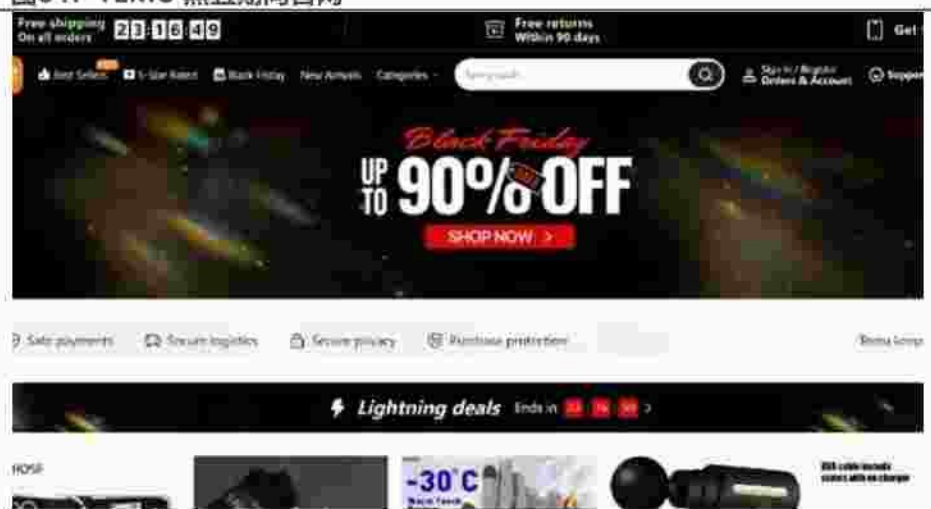
图83：2023 年感恩节购物人数结构 (按线上/线下)



资料来源：美国零售联合会，民生证券研究院

根据 Adobe Analytics 的数据，2023 年美国黑五线上销售额预计同比增长 7.5%，达 98 亿美元。TEMU 的活动时间为 10 月 20 日-12 月 5 日，长达 47 天。TEMU 官网打出了“最高 90% OFF”的折扣，每人 200 美金代金券+免费 3 件产品任选，以及加码推出购物满 0.1 美元包邮、用户超过 14 未收到货将免单、90 天不满意全额退款等活动后，用“低价”占领消费者心智。

图84：TEMU 黑五期间官网



资料来源：TEMU 官网，民生证券研究院

6 汽车后市场：存量车车龄+门店连锁化率提升，行业空间上行可期

6.1 车龄结构变化看，IAM 有望抢占市场份额

国内汽车销量高峰已过，乘用车存量拉升平均车龄，IAM 需求有望获得提升。OEM 提供的保修期一般为新乘用车出售的 3 年内，根据汽车工业协会数据，2016-2018 年国内每年新增汽车超 2800 万辆，新车销量高峰期已过，存量市场带来乘用车的车龄结构的变动。与欧美国家相比，我国乘用车平均车龄仍有较大差距。2018 年欧美国家乘用车平均车龄已超 11 年，根据灼识咨询，预计 2027 年，我国乘用车平均车龄将达到 8 年。随着汽车剩余价值的降低，车主的维保预算将会减少，车主会更倾向于从原有的 4S 店体系转向第三方服务平台。

图85：2013-2023.7 中国汽车销量及同比增速



资料来源：中国汽车工业协会，艾瑞咨询，民生证券研究院

图86：中、美、欧盟成员国乘用车平均车龄（年）



资料来源：途虎招股说明书，灼识咨询，民生证券研究院

中国汽车服务行业市场空间广阔，IAM 市占率有望超越 OEM。根据灼识咨询报告，2022 年中国汽车服务市场规模约为 1.24 万亿元，其中汽车维修及保养为主要服务内容，汽车清洁及美容为主要增长方向，2023-2027 年预计复合增速达 11%。按渠道分，由于 OEM 的营运成本较高，其往往收费高于 IAM，截至 2022 年底中国 3.4 万家 OEM 贡献国内汽车服务市场 53.6% 的 GMV；而 86.2 万家 IAM 门店 GMV 市占率仅为 46.4%，随着 IAM 需求的进一步提升，预计 2024 年 IAM 市占率将超越 OEM，并于 2027 年提升至 58.1%，达 1.12 万亿元的市场规模。

图87: 按服务内容分: 2018-2027E 中国汽车服务市场规模 (按 GMV 计, 亿元)



资料来源: 途虎招股说明书, 灼识咨询, 民生证券研究院

图88: 按渠道分: 2018-2027E 中国汽车服务市场的市场规模 (按 GMV 计, 亿元)



资料来源: 途虎招股说明书, 灼识咨询, 民生证券研究院

6.2 市场竞争格局分散, IAM 龙头通过门店扩张提升市占率

国内 IAM 汽车服务市场集中度低, 途虎从门店数量、汽车服务收入及市场份额来看均是龙头。据灼识咨询数据, 截至 2022 年 12 月 31 日, 途虎拥有门店数量 4653 家, 汽车服务收入约 115 亿元, 市场份额达 0.9%, 是第 2 名收入的 3 倍多, 途虎已然成为国内线上线下一体化汽车服务平台龙头。在国内 TOP5 的汽车服务供应商中, 途虎是唯一一家 IAM 供应商, 排名第一的中升集团所获得的汽车服务收入超途虎 1 倍。

表18: 中国 IAM 供应商门店数量、汽车服务收入及市场份额 (截至 2022 年 12 月 31 日)

排名	汽车服务供应商	品牌定位	门店数量 (家)	汽车服务收入 (亿元)	市场份额
1	途虎	线上线下一体化汽车服务供应商	4,653	115	0.9%
2	壳牌喜力爱车中心	传统的 IAM	约 4,000	32	0.3%
3	天猫养车	线上线下一体化汽车服务供应商	约 2,000	16	0.2%
4	驰加	传统的 IAM	约 1,600	23	0.1%
5	好修养	传统的 IAM	约 1,500		
6	京东京车会	线上线下一体化汽车服务供应商	约 850	13	0.1%

资料来源: 途虎招股说明书, 灼识咨询, 民生证券研究院

表19：中国汽车服务供应商收入排名（截至 2022 年 12 月 31 日）

排名	汽车服务供应商	品牌定位	汽车服务收入（亿元）	市场份额
1	中升集团	获授权经销商 OEM	246	2.0%
2	广汇汽车	获授权经销商 OEM	约 142	1.1%
3	途虎	线上线下一体化汽车服务供应商	115	0.9%
4	永达汽车	获授权经销商 OEM	约 101	0.8%
5	利星行（中国）汽车	获授权经销商 OEM	约 100	0.8%

资料来源：途虎招股说明书，灼识咨询，民生证券研究院

2023-2025 年途虎将持续拓展门店，重点发力二线及以下市县。根据途虎招股说明书，公司计划在 2025 年将途虎工场店（直营+加盟）的数量增加至 9352 家。截至 2023H1 公司工场店在一线城市占比为 16%，新一线城市占比为 28%，二线及以下市县占比为 56%；未来公司将重点拓展二线及以下市县，并计划于 2025 年将二线及以下市县工场店占比提升至 67%。

图89：2019-2025E 途虎工场店地理分布情况


资料来源：途虎招股说明书，民生证券研究院

6.3 以邻为鉴：自建供应链，产品结构改善带动毛利率提升

对标美国车后市场，国内车后市场服务供应商盈利能力差距较大。O'Reilly (奥莱利) 和 AutoZone (汽车地带) 是 2 家深耕美国车后市场的龙头公司，FY2019-FY2022Q，奥莱利和汽车地带毛利率均高于 50%，抗周期属性明显；反观途虎 2019-2022 年毛利率尽管不断攀升，但仍不足 20%，与海外龙头差距较大。

图90：汽车地带、奥莱利和途虎 FY2019-FY2022 的毛利率情况



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

对比中美独立车后市场供应商，导致毛利率差异较大的主要原因在于业务结构的不同。从业务结构上来说，奥莱利和汽车地带作为服务商的同时，也是汽车零配件供应商，直接向消费者提供汽配件；从产品结构上来说，奥莱利和汽车地带均有较多自有品牌数量，根据途虎招股说明书，截至 2023Q1 途虎拥有专供品牌 54 个，自有品牌 51 个，为后续毛利率提升空间奠定基础，日后有望随门店数量拓展实现营收和利润同步增长。

表20：汽车地带、奥莱利和途虎主要指标对比

	汽车地带 (AutoZone)	奥莱利 (O'Reilly)	途虎
成立时间	1979 年	1957 年	2011 年
门店数量	截至 2023 年 8 月 26 日，门店总数 7140 家	截至 2023 年 9 月 30 日，门店总数 6111 家	截至 2023 年 6 月 30 日，门店总数 5129 家
自有品牌	较多	较多	截至 2023Q1 途虎拥有专供品牌 54 个，自有品牌 51 个

资料来源：艾瑞咨询，EchoTik，官方 Instagram，民生证券研究院

根据途虎招股书，途虎的业务可以按照向个人终端客户提供的汽车产品和服务、汽配龙以及广告、加盟及其他服务进行拆分。分业务来看，个人终端客户贡献了公司 80% 以上收入，2019-2022 年其毛利率逐年提升，主要来自各业务毛利率逐年改善和保养类业务贡献收入比例有所提升。

表21：公司分业务拆分营收

	2019	2020	2021	2022	
轮胎和底盘零部件营收 (百万元)	3,839.11	4,202.43	5,064.10	4,592.22	
yoy		9.46%	20.50%	-9.32%	
毛利率	3.86%	7.77%	9.01%	14.09%	
占比总营收	54.53%	48.01%	43.19%	39.77%	
汽车保养营收 (百万元)	1,870.18	2,619.12	3,841.70	4,025.15	
yoy		40.05%	46.68%	4.78%	
毛利率	21.17%	23.06%	26.50%	29.62%	
占比总营收	26.56%	29.92%	32.77%	34.86%	
其他业务营收 (百万元)	494.72	559.70	645.53	639.09	
yoy		13.13%	15.34%	-1.00%	
毛利率	2.40%	3.57%	5.13%	10.94%	
占比总营收	7.03%	6.39%	5.51%	5.53%	
合计营收 (亿元)	6,204.01	7,381.24	9,551.34	9,256.46	
Yoy		18.98%	29.40%	-3.09%	
毛利率	8.25%	11.48%	14.88%	19.43%	
占比总营收	88.12%	84.33%	81.47%	80.16%	
汽配龙	营收 (百万元)	614.94	958.97	1,514.91	1,466.29
yoy		55.95%	57.97%	-3.21%	
毛利率	1.14%	0.72%	9.19%	11.87%	
占比总营收	8.73%	10.96%	12.92%	12.70%	
广告、加盟及其他服务	营收 (百万元)	221.41	413.11	658.02	824.10
yoy		86.58%	59.29%	25.24%	
毛利率	85.16%	84.40%	82.80%	72.43%	
占比总营收	3.14%	4.72%	5.61%	7.14%	
总营收	营收 (百万元)	7,040.36	8,753.32	11,724.26	11,546.85
yoy		24.33%	33.94%	-1.51%	
毛利率	7.43%	12.34%	15.95%	19.66%	

资料来源：途虎招股说明书，wind，民生证券研究院

7 投资建议

咖啡行业具备β性红利,行业格局愈发清晰,关注行业龙头瑞幸咖啡(LKNCY)。茶饮市场规模大,头部品牌已成规模,积极关注新一轮茶饮品牌上市机会。同时,目前国内比萨渗透率仍低,行业仍有较大发展潜力,推荐品牌处于势能上升期的达势股份(1405.HK);也建议关注国内基本盘稳健,品牌优势强的百胜中国(9987.HK)。

重视教培行业困境反转机会。1) 2023年以来,K12校外培训政策不断清晰,国家明确支持合法合规的非学科培训等产品发展。“双减”后行业门槛提升,供需错配明显,头部机构教研&资金&存量网点优势显著,新环境下率先受益,在素养、出国、高中等业务带动下,业绩重回高增。重点推荐新东方(9901.HK),积极关注好未来(TAL.N)、学大教育(000526.SZ)、思考乐教育(1769.HK)、高途(GOTU.N)。2) 公考方面,高校毕业生规模庞大&稳定且体制内就业意愿增强,公务员保持扩招,公考培训β持续,建议重视个股α修复,积极关注中公教育(002607.SZ)、粉笔(2469.HK)。

长视频行业进入良性竞争阶段,ARM提升和持续输出优质内容驱动的会员数提升为核心逻辑,我们建议关注龙头爱奇艺(IQ.O)。中短视频领域,部分公司开始靠近盈利目标实现的时间节点,未来核心关注收入增长带来的盈利杠杆驱动利润释放,我们建议关注快手(1024.HK)、哔哩哔哩(9626.HK)。

中国电商平台以国内运营经验+低价优势赋能海外平台建设,有望在全球经济下行压力下,通过高性价比商品挖掘消费者新需求,焕活消费者信心。专注低价市场的跨境电商平台TEMU和SHEIN有望从中获益,市占率获得提升,我们建议关注拼多多(PDD.O),以“百亿补贴”占领心智,社交裂变营销破圈,完成从低价供给到平台生态的全链路建设,实现国内+国外双轮驱动。

汽车后市场竞争格局分散,连锁化程度低,截至2022年底中国3.4万家OEM(4S店)贡献国内汽服市场53.6%的GMV;而86.2万家IAM门店(独立第三方)GMV市占率仅为46.4%。中国乘用车车龄较欧美成熟市场差距较大,长期看存量车车龄提升后的行业空间释放。推荐IAM龙头途虎-W(9690.HK),通过门店拓展+产品结构改善,经营效率提升,营收和利润有望实现同步增长。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价	EPS (元/美元)			PE (倍)			评级
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
LKNCY.O	瑞幸咖啡	29.00	0.03	/	/	80	/	/	—
1405.HK	达势股份	61.00	-1.71	-0.72	-0.26	/	/	/	推荐
9987.HK	百胜中国	312.80	7.4	14.83	17.11	53	19	17	—
9901.HK	新东方-S	62.85	0.11	0.22	0.32	37	37	25	推荐
TAL.N	好未来	11.14	-0.21	-0.13	0.08	/	/	139	—
000526.SZ	学大教育	46.70	0.09	1.07	1.45	193	44	32	—
1769.HK	思考乐教育	1.90	0.1	/	/	15	/	/	—
GOTU.N	高途集团	2.76	0.05	-0.22	0.19	323	/	103	—
002607.SZ	中公教育	4.72	-0.18	0.08	0.14	/	59	34	—
2469.HK	粉笔	5.10	-2.86	0.13	0.22	/	43	25	—
IQ.O	爱奇艺	4.56	-0.16	2.07	2.83	/	15	11	—
1024.HK	快手-W	53.85	-3.22	1.07	2.33	/	25	15	—
9626.HK	哔哩哔哩-W	93.45	-18.99	-10.93	-5.10	/	/	/	—
PDD.O	拼多多	138.96	21.90	36.40	50.40	25	24	19	—
9690.HK	途虎-W	29.75	-2.61	0.33	1.18	/	89	25	推荐
9961.HK	携程集团-S	260.80	2.05	13.56	14.21	119	18	17	推荐
0696.HK	中国民航信息网络	13.00	0.21	0.76	0.88	72	16	14	推荐

资料来源: Wind, Bloomberg, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 12 月 8 日收盘价; 美股收盘价为美元; 港股收盘价为港币; 未覆盖公司数据采用 Wind 或 Bloomberg 一致预期; 汇率 1USD=7.81HKD, 1HKD=0.91CNY; 瑞幸咖啡及思考乐教育暂无一致预期。)

8 风险提示

1) **宏观经济不确定性。**宏观经济是影响港股及中概股走势的重要因素之一，其具有政策不确定性等，或将影响股价。

2) **国际关系不确定性。**国际关系是是影响港股和中概股的重要因素之一，关系不确定性或将影响股价。

3) **政策监管风险。**教培、互联网等行业政策监管风险或将影响行业和个股表现。

4) **行业竞争加剧风险。**互联网平台等行业内竞争加剧或将影响竞争格局，从而影响公司市占率。

5) **公司业务发展不及预期。**公司层面，业务发展和落地不及预期将影响股价表现。

插图目录

图 1: 2023 年至今全球主要市场涨跌幅 (以 2023 年 1 月 1 日为基准, 数据截至 2023 年 11 月 30 日)	3
图 2: 2023 年至今恒生指数中涨幅前十个股	4
图 3: 2023 年至今恒生指数中跌幅前十个股	4
图 4: 2023 年至今恒生科技指数中涨幅前十个股	4
图 5: 2023 年至今恒生科技指数中跌幅前十个股	4
图 6: 恒生指数 PE 处于平均值-1 倍标准差之下	5
图 7: 恒生科技指数 PE 处于平均值-1 倍标准差之下	5
图 8: 2023 年至今纳斯达克中国金龙指数涨跌幅	5
图 9: 2023 年中概涨幅较高个股涨跌幅	6
图 10: 2023 年其他重点中概股表现	6
图 11: 10 年期美债收益率	6
图 12: 美元兑离岸人民币	6
图 13: CME 美联储加息预测	7
图 14: 2023 年中美关系重点事件	7
图 15: 中概股重点餐饮消费个股累计涨跌幅	8
图 16: 港股主要餐饮消费个股累计涨跌幅	8
图 17: 咖啡饮用时间越久, 消费频次越高	10
图 18: 消费者未来饮用现磨咖啡频次的变化分布情况	10
图 19: 2017-2024E 中国现磨咖啡市场规模	10
图 20: 中国人均咖啡消费量提升空间大	10
图 21: 主要现磨咖啡品牌情况	11
图 22: 瑞幸 2023 年以来高速扩店巩固规模优势	11
图 23: 23Q1-23Q3 瑞幸及星巴克营收对比	11
图 24: 茶饮消费本质是一种饮料获取与糖分摄入	12
图 25: 2017-2027E 新式茶饮市场规模	12
图 26: 中国新式茶饮门店总数 (不完全统计)	12
图 27: 2019-2022Q1 蜜雪冰城门店数	13
图 28: 2020-2023Q1 茶百道门店数	13
图 29: 中国新式茶饮门店规模 Top10	13
图 30: 中国比萨市场规模 2022 年达 375 亿元	16
图 31: 2022 年每百万人口比萨门店数量	16
图 32: 2016-2027E 中国比萨市场按外送及堂食划分市场规模	16
图 33: 2022 年比萨市场竞争格局 (按收入口径)	17
图 34: 2022 年 10 月 28 日国务院“双减”报告原文摘录	19
图 35: 义务教育阶段学科类培训机构数量 (个)	21
图 36: 全国登记在案的 K9 及高中校外培训机构量 (个)	21
图 37: 2022 年全国各级各类在校生人数 (万人)	22
图 38: 2021 年城市 3-15 岁子女家庭教育开销比例	22
图 39: 2022、2023 年高校毕业生规模破千万人	25
图 40: 我国出生人口数与普通高校招生数对比	25
图 41: 2020-2022 届高校毕业生期望就业单位性质分部	26
图 42: 2021-2022 届高校毕业生实际签约单位性质分布	26
图 43: 2018-2024 年国考招录人数	26
图 44: 2017-2023 年省考招录人数	26
图 45: 2018-2024 年国考过审人数	26
图 46: 2017-2023 年省考过审人数	26
图 47: 2016-2024 年国考平均竞争比	27
图 48: 2016-2023 年省考平均竞争比	27
图 49: 2015-2023H1 中公、华图、粉笔收入情况	28
图 50: 2021 年中国职业考试培训行业竞争格局	28
图 51: 20Q1-23Q3 中公教育营收及同比增速	28
图 52: 20Q1-23Q3 中公教育归母净利润及归母净利率	28
图 53: 中公教育线下网点数量 (个)	29
图 54: 中公教育授课师资数量 (名)	29

图 55:	2019-2023H1 粉笔营收及同比增速	29
图 56:	2019-2023H1 粉笔经调整净利润及利润率情况	29
图 57:	2019-2023H1 粉笔 APP 平均月活用户数量	30
图 58:	2019-2022H1 粉笔正价课付费人次与平均每付费人次总账单情况	30
图 59:	中国移动互联网细分行业用户使用总时长占比	31
图 60:	爱奇艺财务数据概览	32
图 61:	爱奇艺业务拆分及核心运营数据	33
图 62:	短视频用户总时长同比增速	34
图 63:	快手核心财务数据及核心运营数据	34
图 64:	哔哩哔哩核心财务数据及核心运营数据	35
图 65:	跨境电商分类	36
图 66:	国内跨境电商平台发展历程	37
图 67:	2018-2022 年中国跨境电商交易规模及增速	37
图 68:	2018-2022 年中国跨境电商进出口规模及比例	37
图 69:	2018-2022 年中国跨境电商交易模式占比情况	38
图 70:	2023 年上半年中国跨境电商出口目的国情况 (按出口总额计算比例)	38
图 71:	2019Q1-2023Q3 京东收入及同比增速	38
图 72:	2017-2022 年全球电商零售销售额及电商渗透率	39
图 73:	2022 年全球各国电子商务零售额增速 TOP10	39
图 74:	2022 年各地区电商零售销售额预计增速及移动电商渗透率	39
图 75:	2018-2022 年全球 GDP 及同比增速	40
图 76:	2019.01-2023.09 美国零售商销售额及同比增速	40
图 77:	2022 年中国跨境出口电商 B2B 与 B2C 成本费用拆分	40
图 78:	中国跨境出口电商平台 (按交易主体分)	41
图 79:	TEMU 官网“砍一刀”模式	41
图 80:	拼多多 TEMU 全球站点布局	41
图 81:	2019Q1-2023Q3 拼多多营收及同比增速	42
图 82:	2017-2023 年感恩节假期购物人数	43
图 83:	2023 年感恩节购物人数结构 (按线上/线下)	43
图 84:	TEMU 黑期间官网	43
图 85:	2013-2023.7 中国汽车销量及同比增速	44
图 86:	中、美、欧盟成员国乘用车平均车龄 (年)	44
图 87:	按服务内容分: 2018-2027E 中国汽车服务市场规模 (按 GMV 计, 亿元)	45
图 88:	按渠道分: 2018-2027E 中国汽车服务市场的市场规模 (按 GMV 计, 亿元)	45
图 89:	2019-2025E 途虎工场店地理分布情况	46
图 90:	汽车地带、奥莱利和途虎 FY2019-FY2022 的毛利率情况	47

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: 主要餐饮品牌 2023H1 核心经营数据较历史同期变化	9
表 2: 21Q1-23Q3 瑞幸咖啡经营及财务表现	9
表 3: 21H1-23H1 达势股份经营表现	9
表 4: 2019-2022Q1 蜜雪冰城收入、毛利率、净利率情况	13
表 5: 2020-2023Q1 茶百道收入、毛利率、净利率情况	14
表 6: 2018 年以来国内新茶饮品牌出海梳理	14
表 7: 主要茶饮品牌单店模型对比	15
表 8: 茶百道 2021-2023Q1 单店月营收及直营利润率	15
表 9: Top5 比萨品牌对比	17
表 10: 《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》内容摘要	18
表 11: 教育部等十三部门《关于规范面向中小学生的非学科类校外培训的意见》主要内容	19
表 12: 《广东省中小学校外培训项目学科和非学科类别鉴定工作指引 (试行)》综合鉴定法的鉴定标准	20
表 13: 学而思、新东方全国各线城市线下教学点分布情况 (单位: 个)	22

表 14: 重点 K12 教培上市公司 2019 年 Q1-3 与 2023 年 Q1-3 收入及利润对比 (单位: 百万元/百万美元)	23
表 15: 重点教培公司业务结构与增速情况	24
表 16: 2022 年以来教培行业重点公司线下教学点数量情况 (单位: 个)	24
表 17: 美国主要跨境电商渠道现状分析	42
表 18: 中国 IAM 供应商门店数量、汽车服务收入及市场份额 (截至 2022 年 12 月 31 日)	45
表 19: 中国汽车服务供应商收入排名 (截至 2022 年 12 月 31 日)	46
表 20: 汽车地带、奥莱利和途虎主要指标对比	47
表 21: 公司分业务拆分营收	48
重点公司盈利预测、估值与评级	50

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026