

研究所

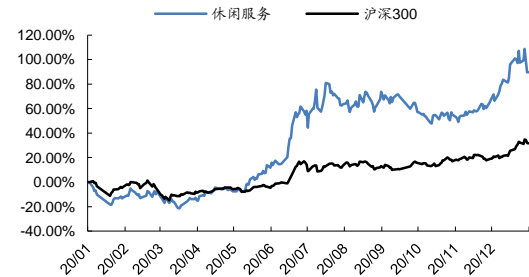
证券分析师:

赵越 S0350518110003
zhaoy01@ghzq.com.cn

经霜而赤，引领新格局

——休闲服务行业 2021 年投资策略

最近一年行业走势



投资要点:

- **疫情不改趋势，亮眼表现领衔市场。**回顾今年以来的社会消费品零售总额数据，总体呈现快速恢复的态势，消费动能强劲。在坚韧的消费需求复苏带动下，申万休闲服务板块表现亮眼，大幅超出市场平均，2020年涨幅位列全市场第一。
- **消费习惯加速转变，线上与下沉市场持续深化。**

行业相对表现

表现	1M	3M	12M
休闲服务	13.4	20.6	89.9
沪深300	10.4	13.7	31.0

相关报告

- 《休闲服务行业周报：酒店与OTA相互渗透，静待疫情好转》——2021-01-10
- 《休闲服务行业周报：离岛免税经营主体扩大，市场规模扩张可期》——2021-01-04
- 《休闲服务行业周报：持续看好免税旺季表现，元旦春节再迎出行高峰》——2020-12-28
- 《休闲服务行业周报：离岛免税销售持续增长》——2020-12-21
- 《休闲服务行业周报：“双旦”与春节拉开明年复苏大幕》——2020-12-07

“需求侧管理”激发消费潜力。“需求侧改革”，核心在于扩内需促消费。从宏观视角看，消费正在成为高质量发展的“新动能”。从微观层面看，我国人均GDP首次突破1万美元大关，中国有望迎来服务性消费的大时代。

“内循环”加速消费回流。2020年中国内地奢侈品市场全年有望达到3460亿元人民币。内循环政策基调对奢侈品消费回流促进明显，尤其是政策放宽下的离岛免税。2020年全年海南离岛免税总销售额达到327.4亿元，同比增长127%。疫情加速奢侈品消费回流形成的购物习惯，预计还将在未来2-3年内持续。

“棘轮效应”推动消费场景加速迁移。实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重达到25%，较2015年末大幅提升14.2个百分点。传统的线下消费场景加速向线上、到家、社区消费场景迁移，线上消费逐渐由被动接受向主动选择转变，“棘轮效应”的存在将使得消费场景加速迁移在国内疫情趋于平稳后长期保持。

下沉市场具备强大潜力。三线及以下城市、县镇与农村孕育极大消费升级需求空间。互联网渗透与数字化下沉，为下沉市场提供与高线城市基本无差异的信息获取与购物体验，更贴近和重视私域流量的平台与产品更受欢迎。

国货崛起的力量。“文化自信”提升民族凝聚力，尤其是逐渐成长为消费中坚力量的“Z世代”成为国货更容易影响到的目标群体，国产美妆品牌成为首选。与此同时，全球化50强国货品牌全球品牌力稳定上扬，食品、家电、美妆海外销售亮眼。2020年前三季度中国化妆品出口金额占国内化妆品零售总额的8.98%。“中国制造”和国货

品质正在逐步得到海外市场认可。

- **“颜值”新经济，长盛不衰不断升级。**我国颜值经济活跃用户规模已接近4亿，在移动网民中的规模接近40%，庞大的用户基础为“颜值经济”提供强劲增长动力。

确定性高速增长的美容市场。2020年，中国医美市场规模达到1975亿元，2012-2019年复合增速达到26.7%。“轻医美”逐渐成为潮流，强监管与强安全意识背景下，正规医美机构及产品集中度提升趋势明显。

高景气度的本土化妆品崛起赛道。国内化妆品需求保持高景气度，2013-2020年复合增速7.3%。产品功效、品牌独特性是化妆品内生制胜关键，销售线上渠道增长迅猛，新兴CS渠道具备潜力。在美妆领域，本土品牌已经牢牢占据国内市场领先地位。

- **行业投资策略及重点推荐个股。**从疫情加速的消费习惯表现与新经济两个角度考虑，我们认为国内可选消费在“需求侧改革”、“内循环”、服务性消费偏好演变过程中的发展潜力显著，维持休闲服务行业“推荐”评级，建议重点关注免税、酒店、景区、医美、化妆品等子板块。推荐关注**中国中免、锦江酒店、首旅酒店、宋城演艺、天目湖、爱美客、珀莱雅、御家汇**等个股。
- **风险提示：**疫情反复或加重风险；宏观经济大幅下滑风险；相关上市公司业绩不达预期风险；消费习惯出现较大转变风险。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2021-01-15 股价	EPS			PE			投资 评级
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
300144.SZ	宋城演艺	15.97	0.92	0.09	0.44	17.36	177.44	36.3	买入
300740.SZ	御家汇	19.66	0.07	0.27	0.47	143.32	72.16	42.20	增持
300896.SZ	爱美客	718.99	3.39	3.36	5.23	212.09	213.99	137.47	增持
600258.SH	首旅酒店	20.27	0.9	-0.47	0.98	22.52	-43.13	20.68	增持
600754.SH	锦江酒店	48.42	1.14	0.46	1.39	25.17	103.93	34.48	增持
601888.SH	中国中免	280.01	2.37	2.66	5.3	118.15	105.27	52.83	增持
603136.SH	天目湖	21.16	1.07	0.34	1.25	19.78	62.24	16.93	增持
603605.SH	珀莱雅	189.26	1.95	2.38	3.05	45.13	79.52	62.11	未评级

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所（注：御家汇、锦江酒店、珀莱雅盈利预测取自万得一致预期）

内容目录

1、 疫情不改趋势，亮眼表现领衔市场	6
1.1、 冲击严重但消费韧性凸显	6
1.2、 内需稳步复苏，市场表现抢眼	9
2、 消费习惯加速转变，线上与下沉市场持续深化	10
2.1、 “需求侧管理”激发消费潜力	10
2.2、 “内循环”加速消费回流	14
2.3、 “棘轮效应”推动消费场景加速迁移	16
2.4、 下沉市场具备强大潜力	19
2.5、 国货崛起：Z世代与出海	23
3、 “颜值”新经济，长盛不衰不断升级	27
3.1、 医美：确定性高速增长的美丽市场	28
3.2、 化妆品：高景气度的本土崛起赛道	32
4、 行业投资策略及重点推荐个股	35
5、 风险提示	36

图表目录

图 1: 申万休闲服务板块业绩同比下滑严重	6
图 2: 申万休闲服务板块营业总收入情况	6
图 3: 申万休闲服务板块归母净利润情况	6
图 4: 细分板块营业总收入情况 (亿元)	7
图 5: 细分板块归母净利润情况 (亿元)	7
图 6: 疫情后社零总额快速恢复	8
图 7: 线下场景主导的餐饮收入缓慢恢复	8
图 8: 化妆品零售额增速显著超出平均并高于历史水平	8
图 9: 申万休闲服务板块显著跑赢大盘	9
图 10: 申万休闲服务板块 2020 年涨幅达到 99%, 位列全市场第一	9
图 11: 申万休闲服务子板块 2020 年涨跌幅	10
图 12: 申万休闲服务板块 2020 年涨幅前 10 个股	10
图 13: 中国 GDP 增速放缓, 经济进入增速换挡期	11
图 14: 中国最终消费支出在 GDP 中的占比连续 9 年上升	12
图 15: 2019 年中国人均 GDP 突破 1 万美元大关	12
图 16: 美国个人服务性消费支出占比接近 70%	12
图 17: 中国居民消费性支出占比接近 70%	13
图 18: 2019 年中国居民服务消费支出占比超过 50%	13
图 19: 教育、文化和娱乐、医疗保健等人均消费支出占比提升	13
图 20: 中国国民总储蓄率相对发达经济体处于高位	14
图 21: 中长期杠杆高挤占消费空间	14
图 22: 中国人奢侈品消费有望达到 1527 亿美元	15
图 23: 2025 年中国人奢侈品消费有望占全球的 40% (十亿元)	15
图 24: 新政放宽后离岛免税销售额大幅增长	16
图 25: 日均销售与人均购物额增幅明显	16
图 26: 国内多家奢侈品店现“排队潮”	16
图 27: 实物商品网上零售额占比达到 25%	17
图 28: 2020 年网络零售渗透率与参与率增长明显	17
图 29: 网上零售额同比增速显著高于社会消费品零售总额	17
图 30: 奢侈品线上渠道销售显著提升	18
图 31: 网上外卖用户及渗透率	18
图 32: “90 后” 外卖消费者占比超过 50%	18
图 33: 外卖消费时间更加灵活化	19
图 34: “外卖+” 消费场景不断多元	19
图 35: 县域人口回流趋势明显	19
图 36: 农村居民消费水平增幅超出城镇居民 (单位: 元)	20
图 37: 农村社零总额同比增速超过城镇	20
图 38: 农村贫困居民人均可支配收入增速超过农村居民平均水平	20
图 39: 农村网民占比 30.4%	21
图 40: 城乡互联网普及率差距不断缩小	21
图 41: 下沉市场网民通勤时间普遍较短	21
图 42: 下沉市场互联网用户人均单日使用时长较高	21
图 43: “下沉市场三巨头” 用户分布	22
图 44: 传统巨头加速下沉市场布局	22

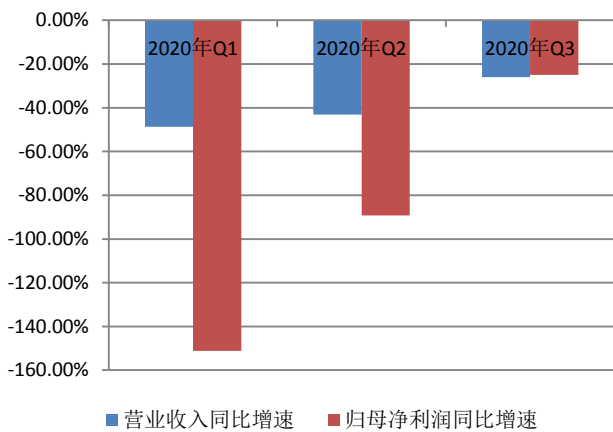
图 45: 低线城市拼购、秒杀订单量占比显著高于高线城市	23
图 46: “Z 世代”消费能力及意愿较高	24
图 47: 90-00 后旅游消费群体占比超过 50%	24
图 48: 国货品牌纷纷数字化变革	24
图 49: 六大行业国货品牌关注度提升明显	25
图 50: “Z 世代”国货美妆偏好高	25
图 51: 2020 年 Q3 抖音男士美妆内容播放量高增	25
图 52: 2020 年 Q3 抖音男士美妆内容播放量高增	25
图 53: 中国全球化品牌 50 强品牌力稳步增长	26
图 54: 海外市场对中国全球化品牌 50 强认知度不断提升	26
图 55: 疫情期间家电出口量快速增长	27
图 56: 冰箱、吸尘器等家电出口量增长明显	27
图 57: 国货美妆出海 TOP 10	27
图 58: “颜值”追求不断升级融合	28
图 59: 中国颜值经济活跃用户占比接近 40%	28
图 60: 2012-2020 年中国医美市场规模	28
图 61: 中国医美渗透率提升空间广阔 (单位: 次)	29
图 62: 2014-2018 年中国手术类及非手术类医美项目市场份额及占比	30
图 63: 2011-2018 年中国地区非手术类案例数占比	30
图 64: 国内医疗美容相关企业新注册量变化趋势图	32
图 65: 化妆品市场景气度保持向上	32
图 66: 61.5%的男性网民对颜值提升抱有积极态度	33
图 67: 65%的男性会通过选择个人护理类产品提升颜值	33
图 68: 2020 年中国美妆护肤消费者购买考虑因素排名	33
图 69: 接近 6 成的消费者选择电商平台	34
图 70: 百货与 CS 为主要的线下渠道	34
图 71: 2020 “双 11”期间销售额 TOP10 行业	34
图 72: 2020 “双 11”期间销售额增速 TOP5 行业	34
图 73: 2020 “双 11”个人护理 TOP10 品牌销售额	35
图 74: 2020 “双 11”美妆 TOP10 品牌销售额	35
图 75: 潮流 CS 将成为化妆品重要的线下渠道之一	35
表 1: 手术类及非手术类项目对比	29
表 2: 正规医美的基本要素	30
表 3: 医美监管政策不断趋严	31
表 4: 化妆品消费圈层特征明显	33

1、疫情不改趋势，亮眼表现领衔市场

1.1、冲击严重但消费韧性凸显

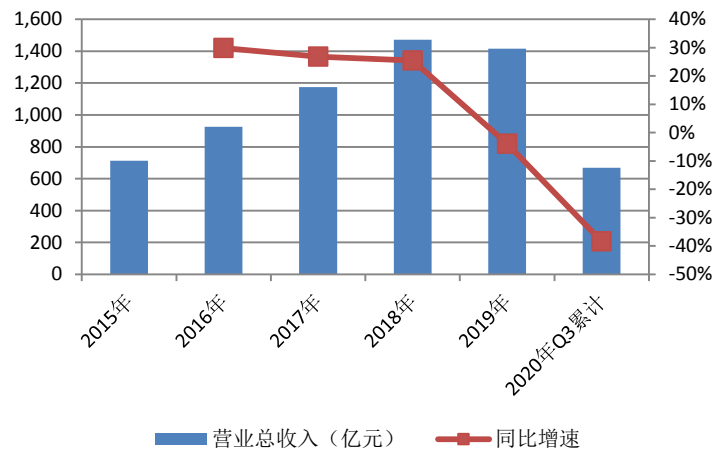
2020 年社会经济形势前所未有，新冠肺炎疫情汹涌而至，线下商业行为在一季度几乎完全停摆，尤其是服务型消费受到极大冲击，酒店、景区、旅行社、餐饮等可选消费遭遇历史低谷，且由于全球疫情的不可控态势目前仍处于业绩洼地，呈现逐步恢复态势但远未恢复至正常水平。2020 年 Q1-Q3，申万社服板块营业总收入同比增速分别为 -49%/-43%/-25%，归母净利润同比增速分别为 -151%/-89%/-25%；前三季度累计营收/归母净利润仅为 2019 年全年的 47%/15%。

图 1：申万休闲服务板块业绩同比下滑严重



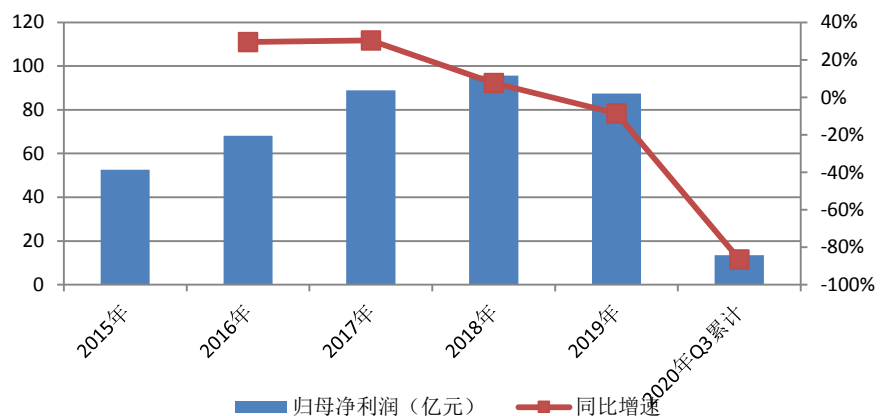
资料来源：wind，国海证券研究所

图 2：申万休闲服务板块营业总收入情况



资料来源：wind，国海证券研究所

图 3：申万休闲服务板块归母净利润情况

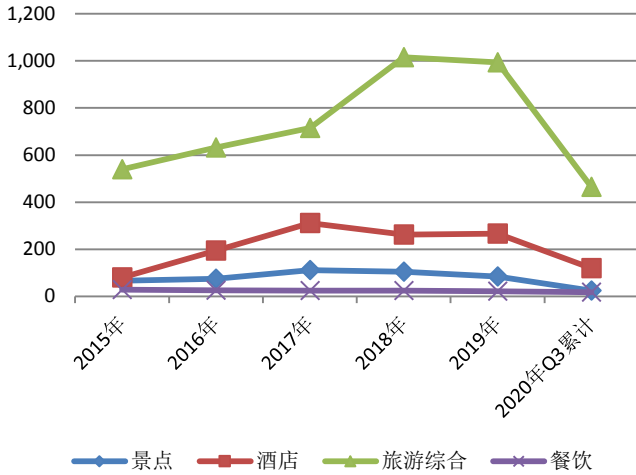


资料来源：wind，国海证券研究所

从各细分板块看，2020 年前三季度仅以免税为代表的旅游综合板块累计归母净

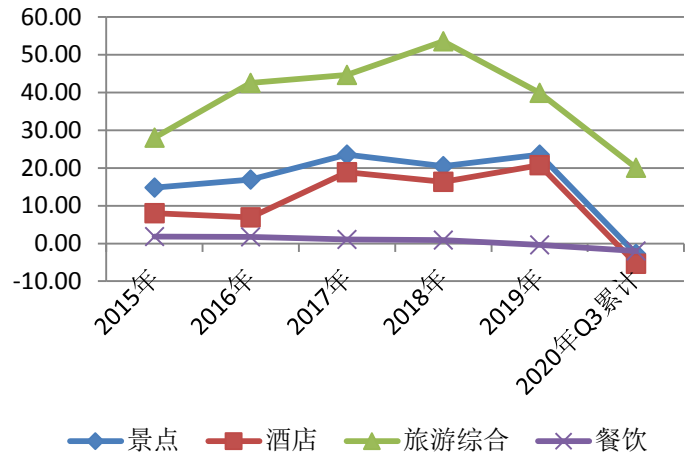
利润为正，景点、酒店、餐饮等板块累计亏损额在 2-5 亿元左右，亏损面分别达到 75%、50%、75%。餐饮板块因新上市公司贡献，前三季度累计营业收入达到 2019 年全年的 77%，其他板块前三季度累计营收占 2019 年全年的比例均在 50% 以下，其中景点前三季度累计营收仅占 2019 年全年的 29%。

图 4：细分板块营业总收入情况（亿元）



资料来源：wind，国海证券研究所

图 5：细分板块归母净利润情况（亿元）



资料来源：wind，国海证券研究所

得益于国家对新冠肺炎疫情的成功防控，国内在全球范围内率先从疫情影响中恢复正常生产生活，积极的财政政策坚定推动内需不断扩大，不断激发国内市场规模优势。中央政治局会议要求疫情后着力扩大居民消费，适当增加公共消费，多地政府通过财政出资发放消费券，引导居民进行强制消费，通过消费券杠杆拉动新增消费。北大光华管理学院与蚂蚁金服研究院联合发布的《疫情之下的消费重启——中国城市数字消费券的应用与效果研究》中，基于杭州消费券发放的研究显示，政府 1 元钱的消费补贴能够带来平均 3.5 元以上的新增消费。因此，虽然休闲服务行业整体业绩遭受重创、尚需逐步恢复，但我们看到消费在复苏中体现了充分的韧性。

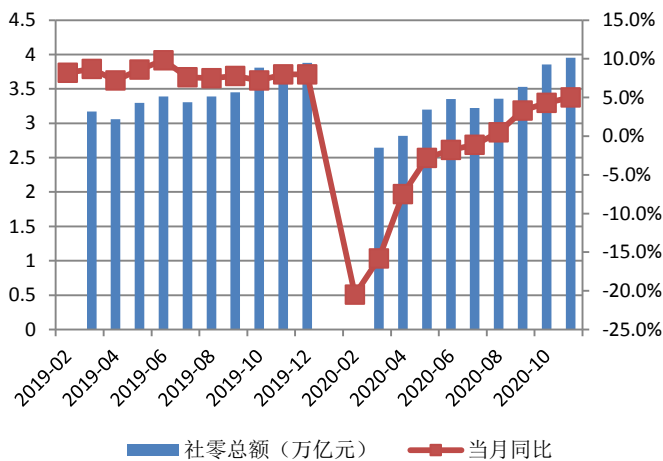
回顾今年以来的社会消费品零售总额数据，总体呈现快速恢复的态势，消费动能强劲。3 月中旬全国疫情形势基本稳定，本土病例首次实现零报告；4 月份起生产生活秩序逐步恢复，社零当月同比降幅大幅收窄；8 月份开始社零总额月度同比恢复正增长；11 月，社零当月同比增速 5%，持续复苏。

- 1-2 月份疫情影响期间，仅粮油、饮料等必选消费品以及抗疫催生的药品销售保持同比正增长。
- 3 月份逐渐复工，当月日用品、文化办公用品、通讯器材类商品销售额同比增速转正。
- 4 月烟酒、化妆品零售额同比增速转正，渠道存货销售及复工复产后的社交需求促进明显。
- 5 月开始，家居家电、汽车等消费出现月度同比增速转正趋势，显示消费政

策的有效刺激。

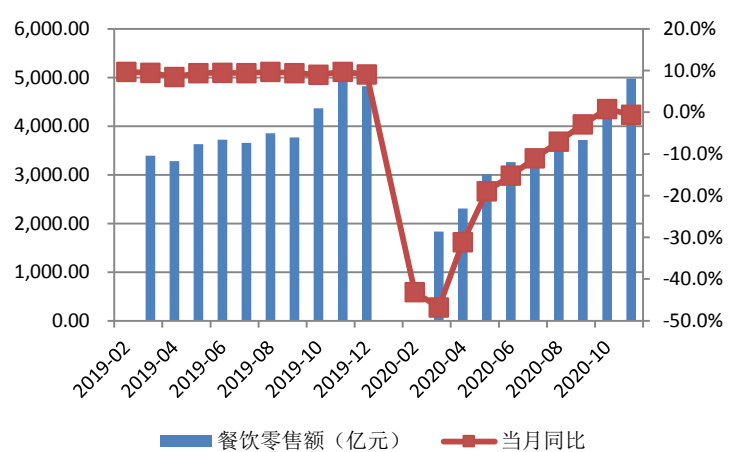
- 6月份“618”年中促销活动推动化妆品、通讯器材等商品当月零售额分别同比增长20.5%和18.8%，其中化妆品类创下年内最高增速水平。
- 7月商品零售额同比增速年内首次转正，消费内循环政策引导初见成效。
- 8月份社零总额当月同比首次转正。9月实体店客流显著提升，传统零售业态商品销售加速好转。
- 10月餐饮收入当月同比年内首次转正，其中限额以上单位餐饮收入增长6.1%，显示各类规模餐饮企业经营情况均有所恢复，居民外出活动明显恢复，“假日消费”带动明显。
- 11月进入电商促销旺季，化妆品、金银珠宝、通讯器材等电商渠道集中的商品当月同比增速超过20%，大幅超出平均水平。

图 6: 疫情后社零总额快速恢复



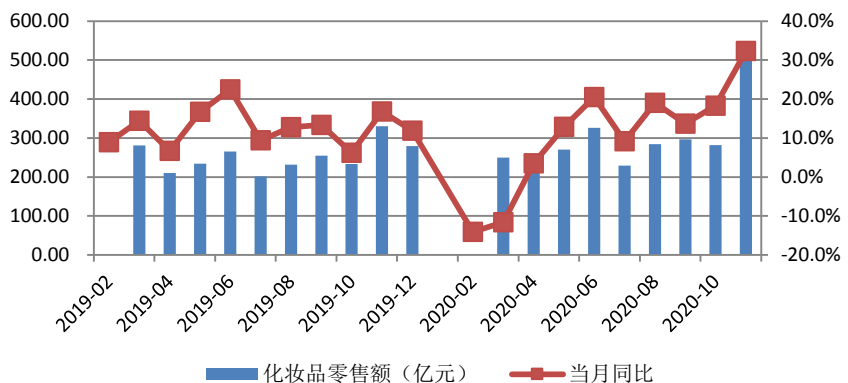
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 7: 线下场景主导的餐饮收入缓慢恢复



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 8: 化妆品零售额增速显著超出平均并高于历史水平

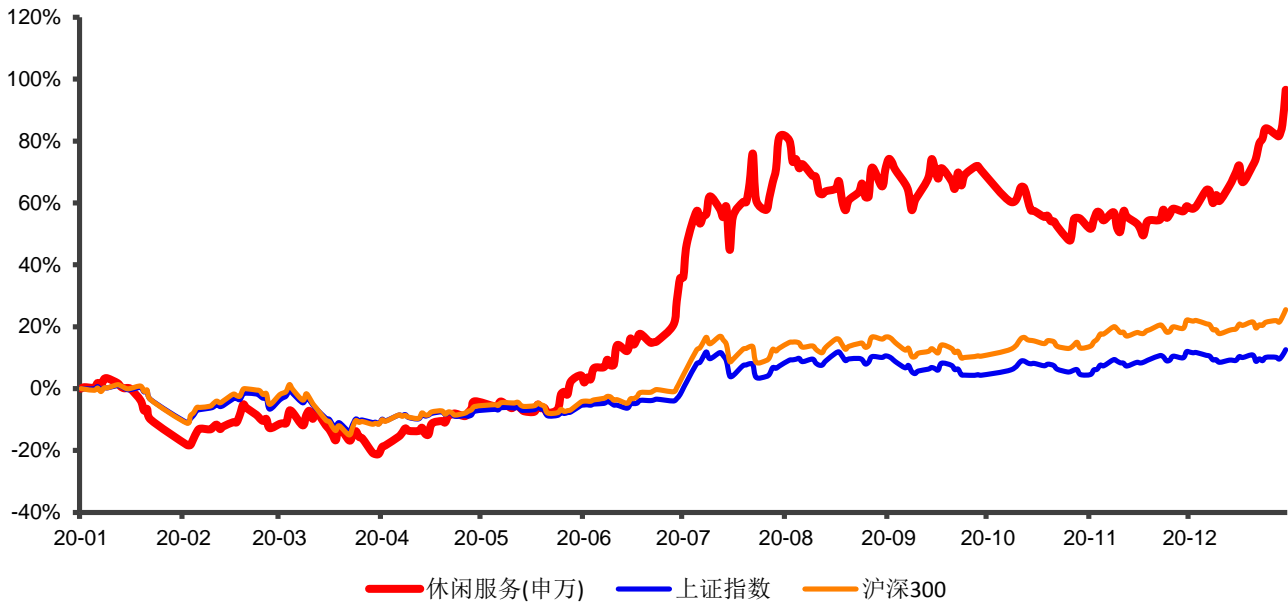


资料来源: wind, 国海证券研究所

1.2、内需稳步复苏，市场表现抢眼

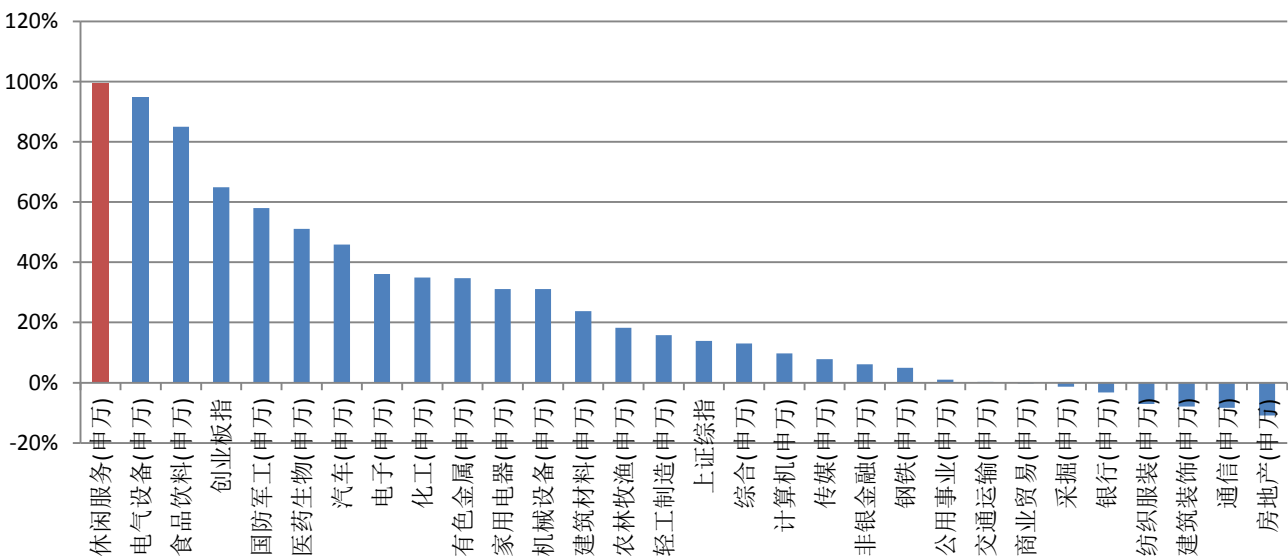
在坚韧的消费需求复苏带动下，申万休闲服务板块表现亮眼，大幅超出市场平均，2020年涨幅达到99%，位列全市场第一。以免税及中国中免为代表的旅游综合子板块表现优异，酒店子板块受益于顺周期因素在四季度表现较好，景点与餐饮子板块在国内疫情平稳后的暑期及假日期间博得反弹表现。

图 9：申万休闲服务板块显著跑赢大盘



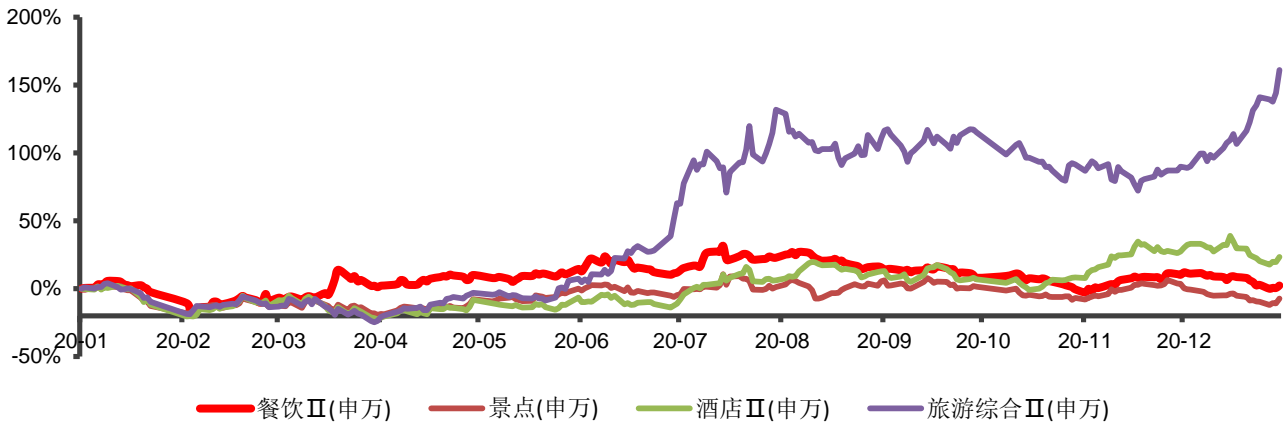
资料来源：wind，国海证券研究所

图 10：申万休闲服务板块 2020 年涨幅达到 99%，位列全市场第一



资料来源：wind，国海证券研究所

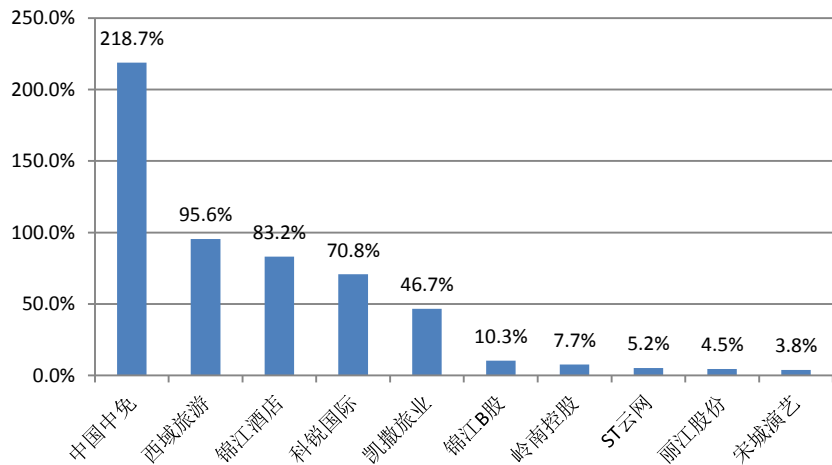
图 11: 申万休闲服务子板块 2020 年涨跌幅



资料来源: wind, 国海证券研究所

个股来看, 中国中免 2020 年涨幅达到 218.7%, 疫情限制出境推动消费回流, 海南离岛免税政策放宽, 全年销售额超出预期, 中国中免直接受益于此, 股价表现在板块内一骑绝尘。与中出服深度绑定免税领域的凯撒旅业也收获 47% 的涨幅, 免税成为承接消费回流与拉动内需的重要途径。疫情对企业经营以及办公方式带来的影响, 进一步推动企业灵活用工、线上招聘、打卡等人事流程数字化需求, 专业人服公司科锐国际 2020 年上涨 71%。酒店业态在年初受到的打击最为严重, 疫情后通过推出“复工放心住”, 也率先恢复正常经营, 在今年假日居民逐步恢复出行期间, 酒店订单增幅最显著, 具备较强的确定性与弹性, 锦江酒店 2020 年上涨 83%。

图 12: 申万休闲服务板块 2020 年涨幅前 10 个股



资料来源: wind, 国海证券研究所

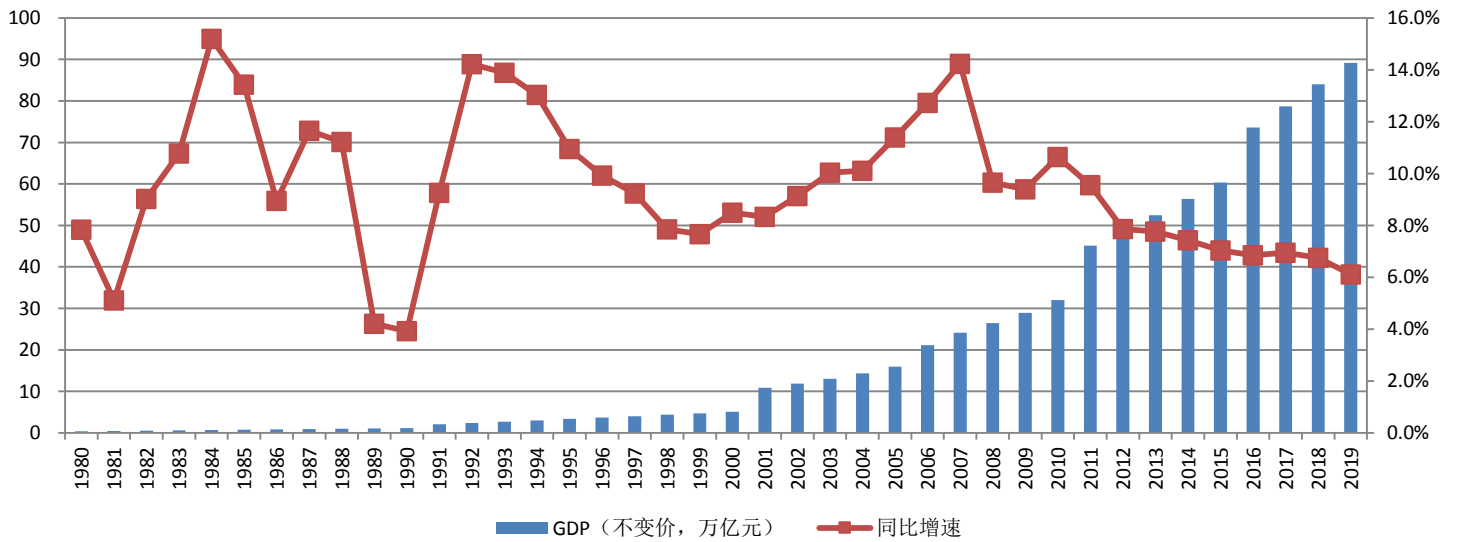
2、消费习惯加速转变, 线上与下沉市场持续深化

2.1、“需求侧管理”激发消费潜力

中共中央政治局于 2020 年 12 月 11 日召开会议，在研究部署 2021 年经济工作中首次提到“需求侧改革”，其核心在于扩内需促消费。扩大内需定调为“战略基点”，2020 年中央经济工作会议强调“形成强大国内市场是构建新发展格局的重要支撑”，通过促进就业、完善社保、优化收入分配结构、扩大中等收入群体、扎实推进共同富裕等手段，充分发掘国内市场潜力，以改善民生为导向扩大消费，充分挖掘县乡消费潜力。内循环格局不断助力消费扩张与结构变革。

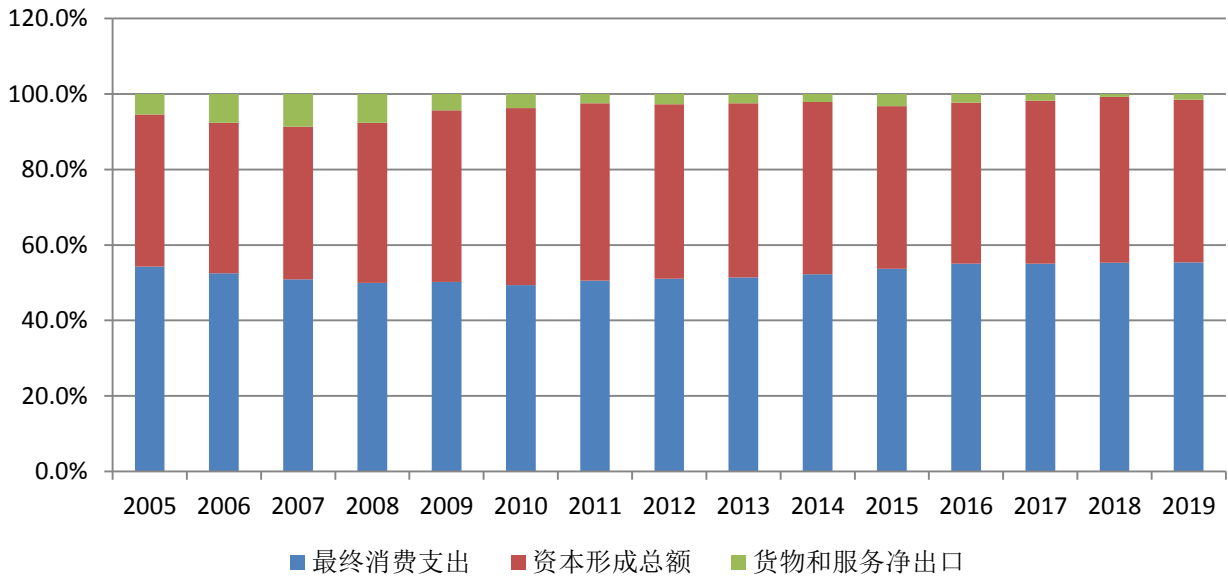
从宏观视角看，我国经济增速已进入高速向中高速的换挡期，2015-2019 年 GDP 平均增速 6.7%。高质量发展是今后很长一段时期的经济发展主题，过去驱动经济增长的传统要素影响力正在逐步减弱，消费正在成为高质量发展的“新动能”。2019 年，最终消费支出在 GDP 中的占比达到 55.4%，高出投资 12.3 个百分点，成为重要的增长极，消费形态的不断创新与升级，对我国高质量经济发展具有基础性作用。

图 13：中国 GDP 增速放缓，经济进入增速换挡期



资料来源：wind，国海证券研究所

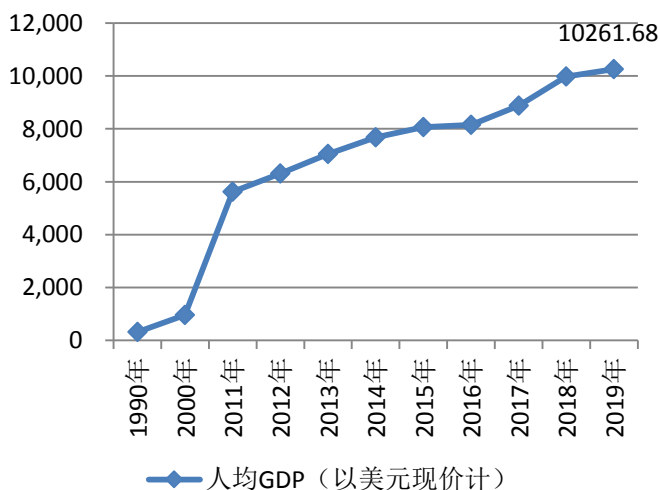
图 14: 中国最终消费支出在 GDP 中的占比连续 9 年上升



资料来源: wind, 国海证券研究所

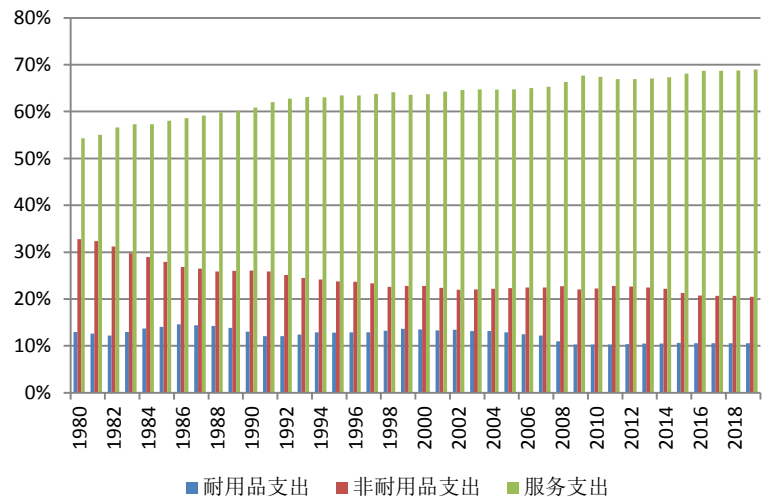
2019 年, 我国人均 GDP 首次突破 1 万美元大关, 居民消费将进入服务性消费需求超过耐用品消费的新阶段。从国内居民消费支出构成看, 满足物质生活需求的实物消费占比呈现下降趋势, 2019 年居民在服务性消费支出占比达到 50.2%。参照美国个人消费支出趋势, 目前美国人均 GDP 已接近 6 万美元的水平, 服务性支出占比接近 70%, 主要包括交通运输、医疗护理、娱乐、食品和住宿、金融服务和保险等高附加值服务产品。对比我国人均 GDP 水平与终端消费支出结构, 中国有望迎来服务性消费的大时代, 消费商品品质、需求层次与附加值将进入更高水平。

图 15: 2019 年中国人均 GDP 突破 1 万美元大关



资料来源: 世界银行, 国海证券研究所

图 16: 美国个人服务性消费支出占比接近 70%

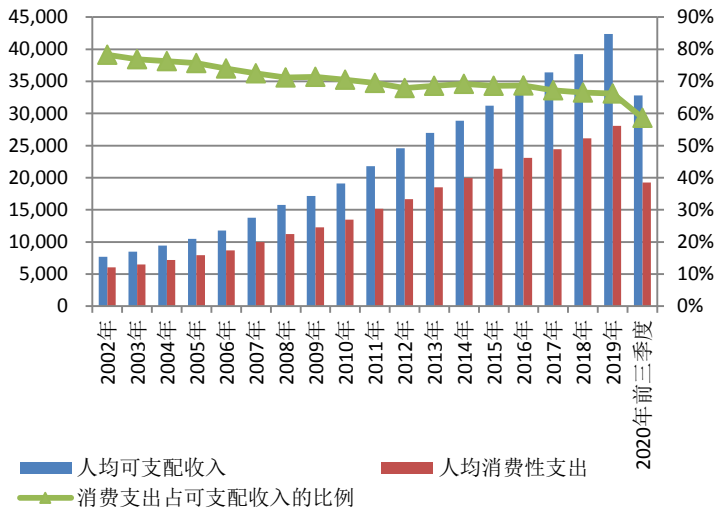


资料来源: wind, 国海证券研究所

2019 年中国人均可支配收入达到 4.23 万元, 人均消费性支出 2.81 万元, 消费性支出占可支配收入的比例达到 66.3%。从消费支出细分领域看, 2019 年交通及通信领域人均消费支出占比 13.28%, 教育、文化和娱乐人均消费支出占比

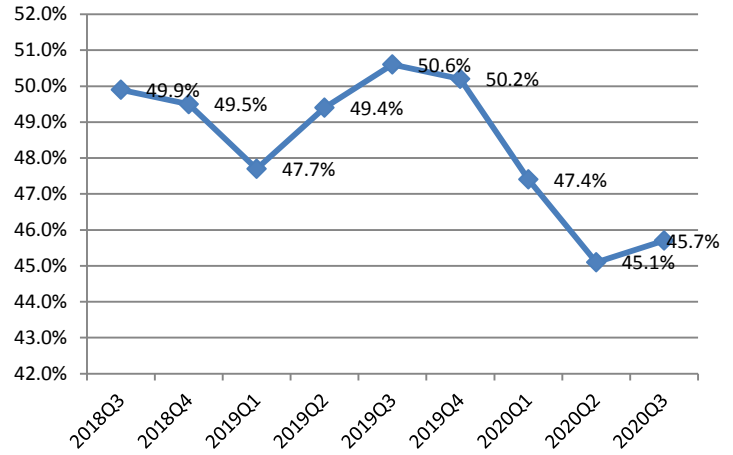
11.66%，分别较 2013 年提升 0.97 和 1.08 个百分点，但仍显著低于食品烟酒（28.22%）和居住消费（23.45%）的支出比例，具备较大的提升潜力与空间。

图 17: 中国居民消费性支出占比接近 70%



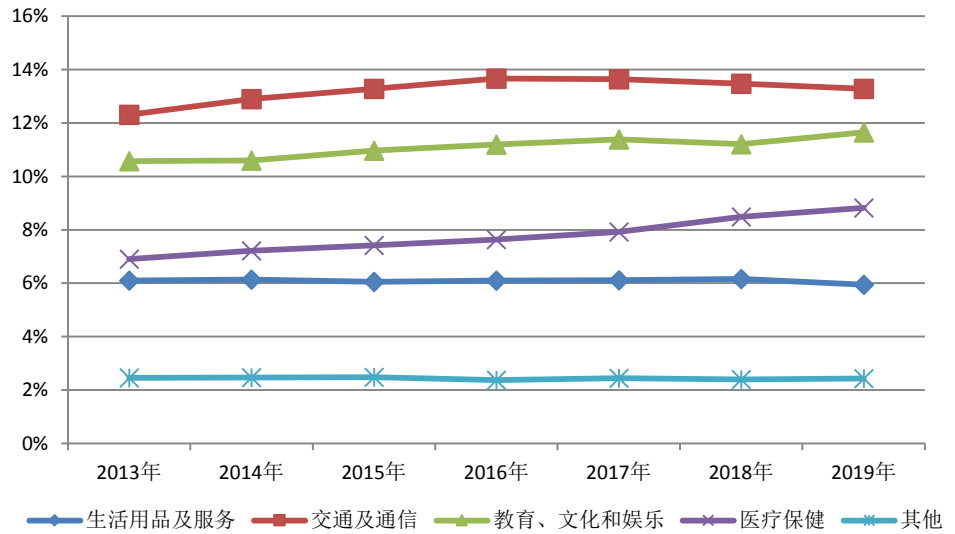
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 18: 2019 年中国居民服务消费支出占比超过 50%



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 19: 教育、文化和娱乐、医疗保健等人均消费支出占比提升



资料来源: 国家统计局, 国海证券研究所

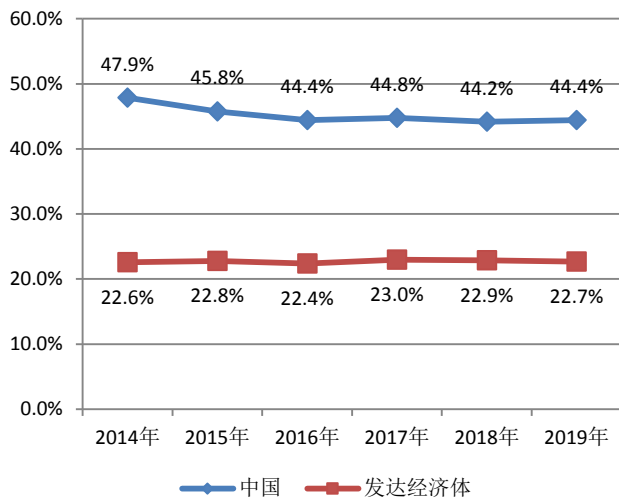
中央定调我国新发展格局以国内大循环为主体，国内国际双循环相互促进，需求将起到牵引供给的重要作用，形成强大国内市场是构建新发展格局的重要支撑，扩大消费与改善人民生活品质将同步进行。国内消费市场核心方向包括：充分挖掘县乡消费潜力、大力发展数字经济、以改善民生为导向扩大消费、增加公共消费和公共服务支出效率。

在策略上，主要通过完善社保、优化收入分配结构、坚持“房住不炒”、完善减税降费政策等，盘活释放储蓄、家庭部门贷款等消费潜力资金。目前我国具备品

质消费升级核心需求的主要人群中低收入群体超过 4 亿人,但仅占全国人口的不到 30%。2019 年,中国国民总储蓄率 44.4%,2014 年以来呈现下降态势,但降幅并不明显,与发达经济体 22.7%的国民总储蓄率相比,我国居民储蓄率仍处于相当高的水平。居民部门杠杆率 61.4%,房贷为代表的长期消费贷款占比逐年走高,2020 年前三季度达到 65.1%,相比之下短期消费贷款占比仅 13.7%。走高的中长期贷款带来的居民杠杆率居高,压制居民消费意愿,挤占居民消费空间。

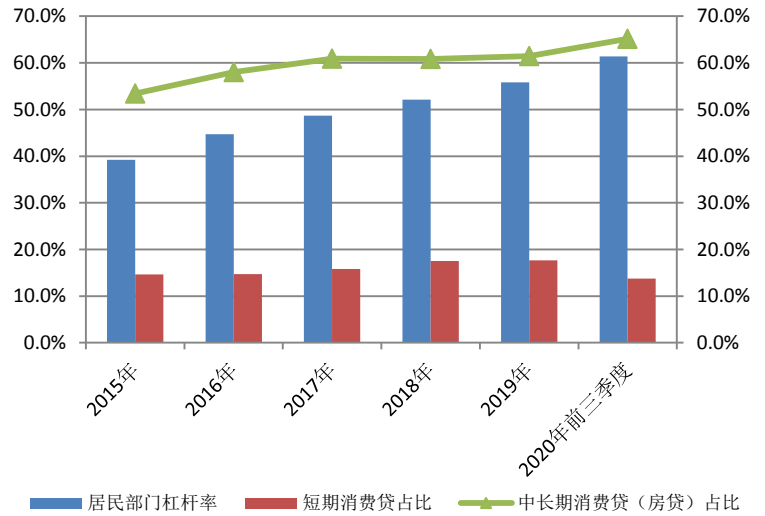
“需求侧改革”更加注重公平,社会保障和再分配政策着力于扩大消费基数,同时提升居民生活安全感和保障感,有利于释放储蓄、居民中长期杠杆对消费影响的空间,盘活存量消费能力。

图 20: 中国国民总储蓄率相对发达经济体处于高位



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 21: 中长期杠杆高挤占消费空间

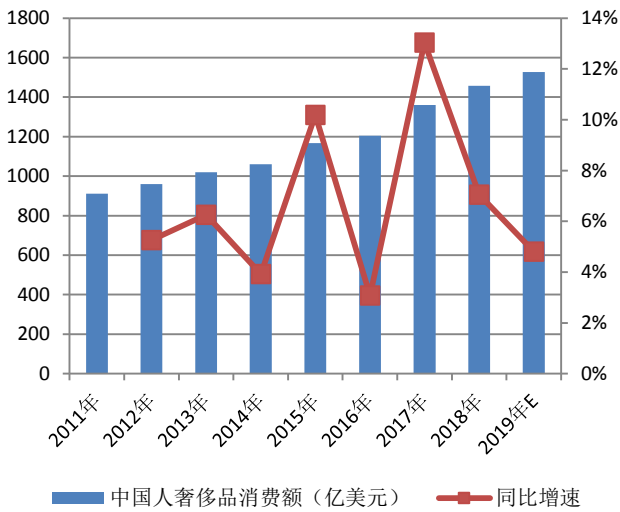


资料来源: wind, 国海证券研究所

2.2、“内循环”加速消费回流

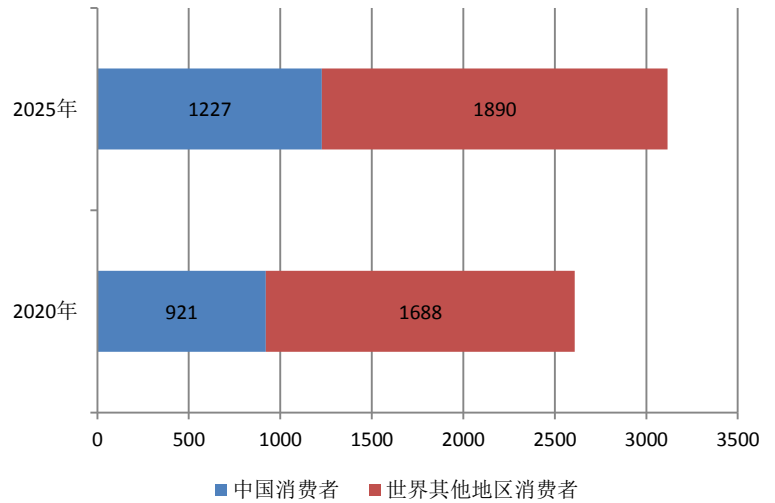
要客研究院的统计数据显示,2019 年中国消费者在全球的奢侈品消费总额有望达到 1527 亿美元,其中境外消费 1052 亿美元,占比 69%。2011-2019 年,中国消费者奢侈品消费总额复合增速 6.7%,已成为全球奢侈品消费重要市场。麦肯锡预测到 2025 年中国奢侈品消费市场规模将达到 1.2 万亿元,较 2020 年增长 33%,占全球奢侈品消费的 40%。

图 22: 中国人奢侈品消费有望达到 1527 亿美元



资料来源: 新浪网, 要客研究院, 国海证券研究所

图 23: 2025 年中国人奢侈品消费有望占全球的 40% (十亿元)



资料来源: 麦肯锡, 国海证券研究所

2020 年出境游受阻, 国人境外奢侈品消费几乎停滞, 大量消费需求转向国内。贝恩咨询联合天猫奢品发布的《2020 年中国奢侈品市场: 势不可挡》报告中显示, 2020 年中国内地奢侈品市场全年有望实现 48% 的增长, 预计达到 3460 亿元人民币的市场规模。

内循环政策基调对奢侈品消费回流促进明显, 尤其是政策放宽下的离岛免税, 对奢侈品国内市场增长带来极大促进。2020 年海南省离岛免税店总销售额达到 327.4 亿元, 同比增长 127%。7 月 1 日起, 海南离岛免税每年每人购物限额提升至 10 万元, 取消单件商品 8000 元免税限额规定, 新政实施后, 7 月 1 日至 12 月 31 日海南离岛免税店总销售额 235.6 亿元, 其中免税销售额 203.1 亿元, 同比增长 184%。新政实施之后免税商品日均销售额达到 1.1 亿元, 含有税商品的总日均销售额达到 1.3 亿元。2020 年全年海南离岛免税日均销售额 8945 元, 同比 2019 年增长 140%, 是 2016 年的 5 倍。人均购物金额在 2016-2019 年期间保持在 3500 元左右, 并没有大幅变化。2020 年因单品购物上限取消, 人均购物金额达到 8571 元, 为 2016 年的 2.4 倍。考虑到 2020 年以来海南存量 4 家离岛免税店购物人数仅占接待人数的 31%, 后续随着离岛免税店数量、销售品牌及经营面积的增加, 游客购物体验感得到改善, 购物游客转化率的提升亦有望带动离岛免税销售额的继续增长, 进而促进国内奢侈品消费增长。

图 24: 新政放宽后离岛免税销售额大幅增长

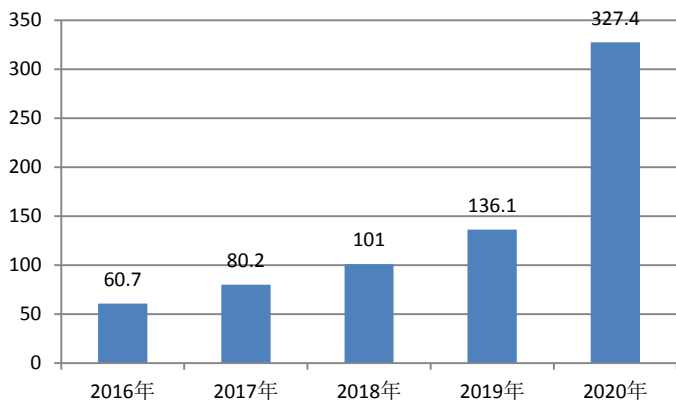
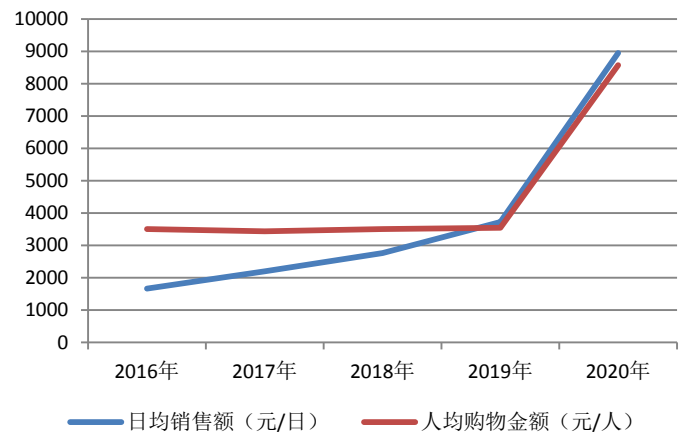


图 25: 日均销售与人均购物额增幅明显



资料来源: 中国政府网, 中国新闻网, 海南政府网, 国海证券研究所

资料来源: 国海证券研究所整理

中国作为最先从疫情中恢复的市场, 成为 2020 年奢侈品品牌布局重镇。境外奢侈品本土消费市场遭遇重创, 奢侈品商愈加重视中国消费市场, 着力加大中国市场布局, 增大新开线下店及货源配置力度, 大牌新品发布首发地也都选择中国市场。因此, 即使奢侈品在疫情期间由于商品属性及自救需求仍保持稳定的涨价幅度, 线下多家奢侈品商店仍出现“排队潮”。境外疫情仍存的较大不确定性, 即使恢复进度也将呈现缓慢态势, 疫情加速奢侈品消费回流形成的购物习惯, 预计还将在未来 2-3 年内持续。

图 26: 国内多家奢侈品店现“排队潮”



资料来源: 现代快报, 国海证券研究所

2.3、“棘轮效应”推动消费场景加速迁移

在“足不出户也能为国家做贡献”的疫情影响严重时期, 消费者对能够满足足不出户、减少接触、保持社交距离的消费诉求格外强烈, 传统的线下消费场景加速向线上、到家、社区消费场景迁移, 线上消费逐渐由被动接受向主动选择转变, “棘轮效应”的存在将使得消费场景加速迁移在国内疫情趋于平稳后长期保持。

截至 2020 年 11 月, 实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重达到 25%, 与 2015 年末的 10.8% 相比大幅提升 14.2 个百分点, 较 2019 年末增长 4.3 个百分点。网上商品和服务零售额月度同比增速自 5 月份开始保持两位数增长, 10

月份当月同比增幅达到 23.6%。在疫情初期全民在家隔离的时期，居民消费被迫转向线上，蔬菜水果生鲜、日用品、药品等实物类商品线上购买需求增长明显，方便快捷的线上购物体验使消费者形成长期消费习惯。截至 2020 年三季度，全国网络零售渗透指数达到 216.1%，较 2019 年末提升 11.4%，消费者参与网络零售指数较 2019 年末提升 2.1%。麦肯锡的报告显示，有超过 55% 的中国消费者表示，他们很可能会永久性地增加在线上购买食品的比例。

图 27: 实物商品网上零售额占比达到 25%

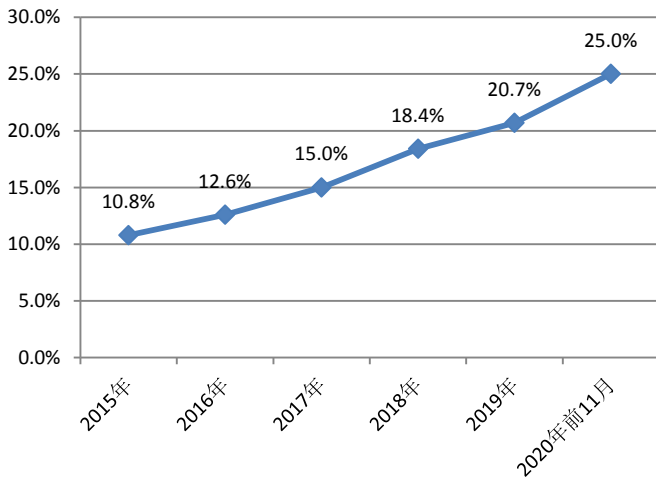
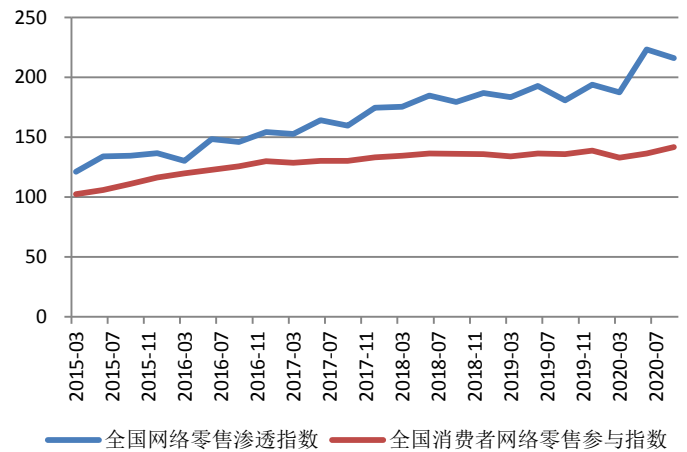


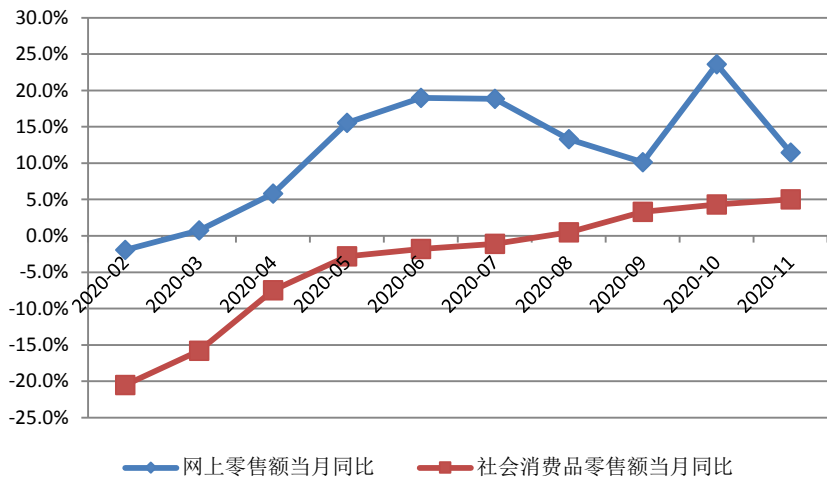
图 28: 2020 年网络零售渗透率与参与率增长明显



资料来源: wind, 国海证券研究所

资料来源: wind, 国海证券研究所 (2014 年第一季度为 100)

图 29: 网上零售额同比增速显著高于社会消费品零售总额

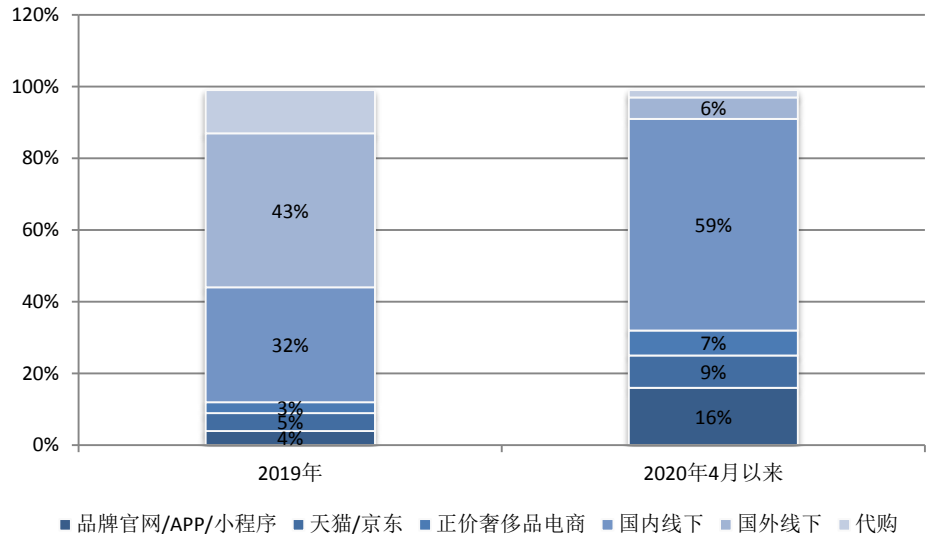


资料来源: wind, 国海证券研究所

在消费回流代表的奢侈品消费领域，2020 年奢侈品购买渠道结构发生重要变化，线上渠道和本土消费占比跃升。根据 TMI 腾讯营销洞察与 BCG 合作发布的《2020 中国奢侈品消费者数字行为洞察报告》，2020 年 4 月以来中国奢侈品线上购买渠道占比从 2019 年的约 12% 提升至约 33%，品牌官方线上渠道由 4% 提升至 16%。国内线下店销售渠道占比 59%，较 2019 年大幅提升 27 个百分点。

线上及国内线下渠道均大幅超过国外线下渠道 6% 的占比。对于注重品牌形象宣传、重视线下实体店布局的奢侈品牌商，线上渠道的销售显著提升，也印证消费场景加速线上化迁移的趋势。

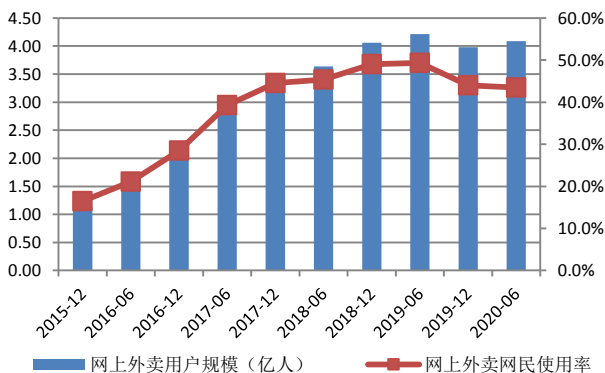
图 30: 奢侈品线上渠道销售显著提升



资料来源: 2020 中国奢侈品消费者数字行为洞察报告, 国海证券研究所

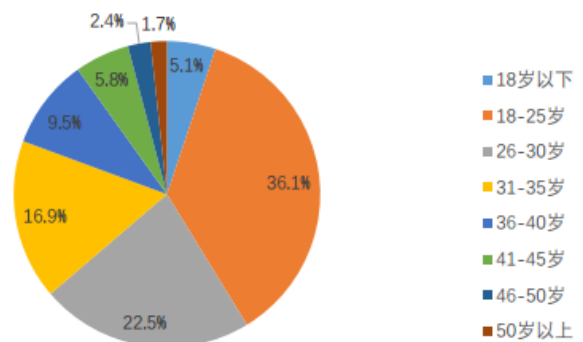
实物商品零售线上化快速增长的同时, 到家服务正在成为符合当下消费者结构与偏好的重要场景。以外卖为例, 根据中国互联网络信息中心 (CNNIC) 的调查统计, 截至 2020 年上半年, 全国网上外卖用户规模达到 4.09 亿人, 网上外卖用户在网民 (合计规模 9.4 亿) 中的渗透率达到 43.5%。“90 后”成为外卖最大的消费群体, 数量占比超过 50%, 消费频次也远高于其他消费群体。家庭结构小型化、消费时间灵活化等特征推动外卖需求增长。随着“万物到家”时代开启, “外卖+”等新业态不断涌现, 外卖中的餐饮品类订单量占比持续下降, 甜点饮品、水果生鲜、生活超市、医药健康等其他品类需求快速增长。美团的数据显示, 51%的消费者曾使用外卖买菜买水果、买饮品, 41.7%的消费者曾用外卖买生活用品, 25.3%的消费者曾使用外卖买药, 较强的配送时效性, 使得到家服务极大丰富了消费者消费场景。

图 31: 网上外卖用户及渗透率



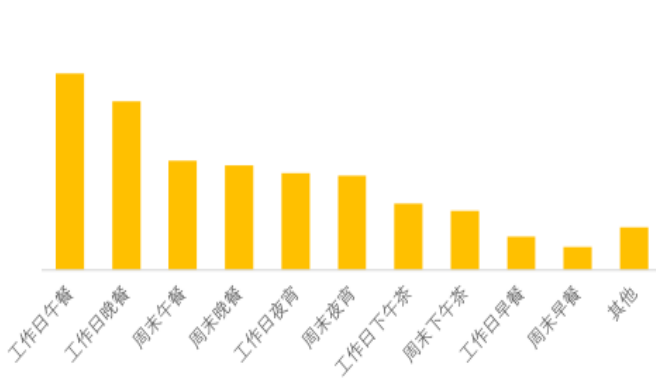
资料来源: wind, CNNIC, 国海证券研究所

图 32: “90 后”外卖消费者占比超过 50%



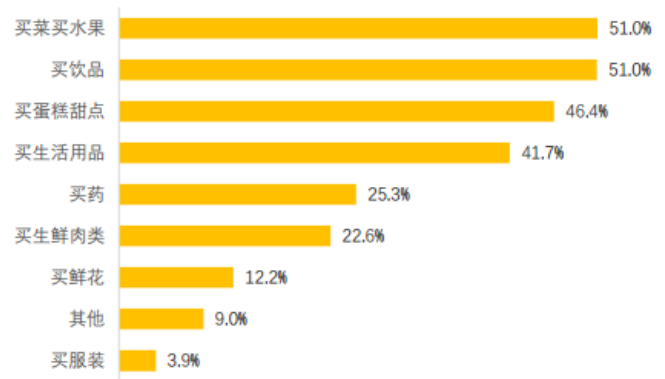
资料来源: 美团研究院, 国海证券研究所

图 33: 外卖消费时间更加灵活化



资料来源: 美团研究院, 国海证券研究所

图 34: “外卖+”消费场景不断多元



资料来源: 美团研究院, 国海证券研究所

2.4、下沉市场具备强大潜力

三线及以下城市、县镇与农村地区土地面积占全国比重的接近 95%，拥有约 10 亿人口，占比超过 70%，提供消费基本盘。下沉市场收入低于一线、新一线及二线城市，但整体生活压力不大、房价便宜、生活综合成本较低，反而孕育极大的消费升级需求空间。

县域人口回流趋势明显，2010 年以后新增城镇化人口大多流向县城，尤其是西部省份。从 2013-2017 年中国大陆城市城区常住人口年均增长率情况看，前 50 名当中有 18 座城市为县级城市，前 10 强中有 6 座县级城市，基本上都为经济发达县域。快速的人口增长及雄厚的区域经济实力，使得县域消费实力不容忽视。

图 35: 县域人口回流趋势明显

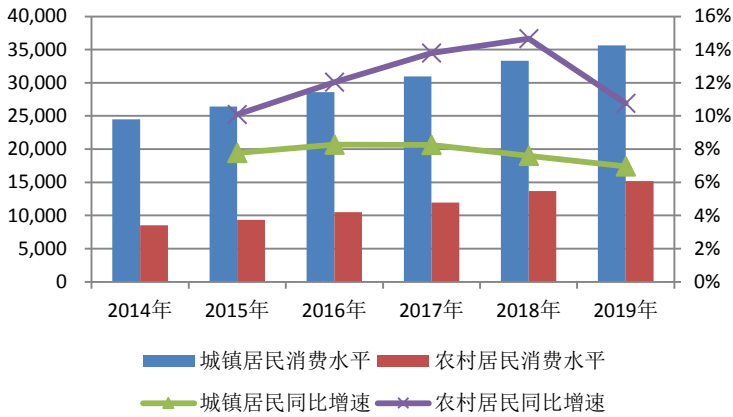
名次	城市	人口增长率	所属省份	名次	城市	人口增长率	所属省份
1	驻马店	44.39%	新疆	25	杭州	14.18%	浙江
2	海东	39.49%	青海	27	潍坊	13.94%	山东
3	三沙	36.15%	海南	28	四平	13.79%	山西
4	潮州	31.77%	广东	29	南充	13.51%	陕西
5	平遥	28.13%	浙江	30	成都	13.49%	四川
6	承德	22.52%	广东	31	泰安	13.46%	山东
7	仁怀	19.74%	贵州	32	葫芦岛	13.34%	辽宁
8	德惠	19.52%	吉林	33	茂名	12.25%	广东
9	五家渠	17.93%	新疆	34	三门峡	12.16%	河南
10	达州	17.82%	四川	35	肇庆	11.73%	福建
11	宁波	17.73%	浙江	36	沧州	11.43%	河南
12	榆林	17.69%	陕西	37	库尔勒	11.40%	新疆
13	衡水	17.64%	河北	38	抚州	11.09%	江西
14	赣州	17.25%	江西	39	德州	10.89%	山东
15	四平	16.68%	福建	40	鹤河口	10.81%	吉林
16	盐城	16.49%	江苏	41	梧州	10.67%	广西
17	上饶	16.22%	江西	42	淮安	10.62%	河北
18	长沙	15.52%	湖南	43	惠州	10.36%	广东
19	三亚	14.99%	海南	44	新密	10.36%	河南
20	眉山	14.98%	四川	45	肇庆	10.27%	广东
21	宜宾	14.92%	四川	46	淮安	10.20%	贵州
22	阿克苏	14.89%	云南	47	沧州	10.02%	河北
23	威海	14.78%	山东	48	阿图什	9.92%	新疆
24	河池	14.41%	广西	49	襄阳	9.79%	湖北
25	珠海	14.40%	广东	50	云浮	9.76%	广东

资料来源: 搜狐网, 国海证券研究所

县域经济之外，农村消费市场是基本盘的另一构成。农村居民年消费水平增速显著高于城镇居民，2014-2019 年城镇与农村居民年消费水平复合增速分别为 7.8% 和 12.3%，各年同比增速均超过城镇居民，农村/城镇居民年消费水平比由 2014

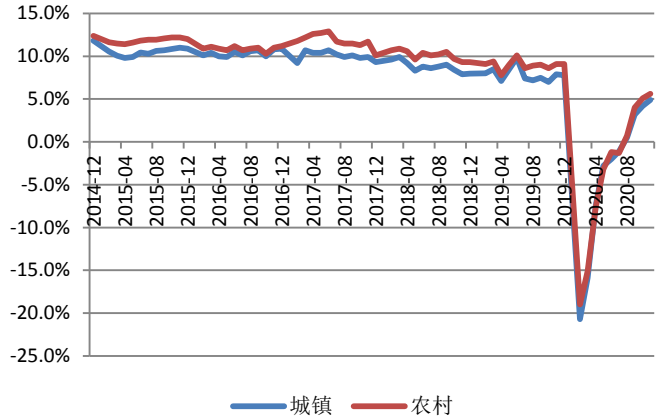
年的 35% 提升至 2019 年的 43%。假设农村居民年消费水平达到城镇居民的 80%，将释放目前农村消费接近翻倍的需求空间，按照 2019 年农村社会消费品零售总额计算，将达到 6 万亿元。从消费结果看，农村社会消费品零售总额按月同比增速高于城镇，农村市场消费意愿及消费潜力强大。

图 36: 农村居民消费水平增幅超出城镇居民 (单位: 元)



资料来源: wind, 国海证券研究所

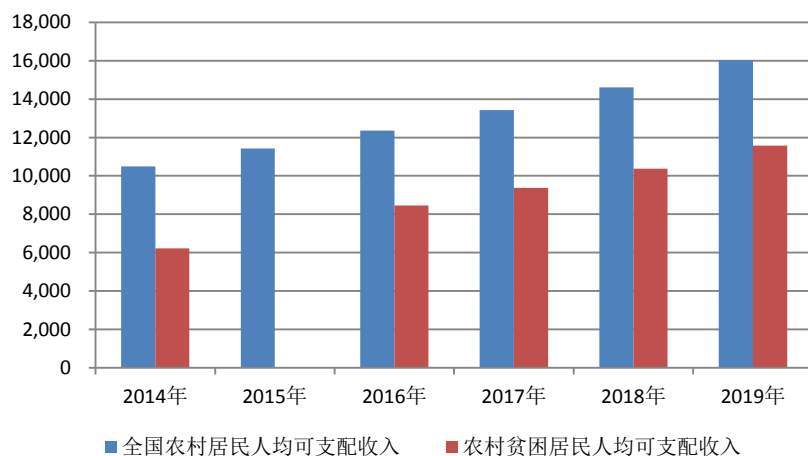
图 37: 农村社零总额同比增速超过城镇



资料来源: wind, 国海证券研究所

在持续的脱贫攻坚工作中，通过开发扶贫与保障扶贫并重的方式，快速实现 1 亿人口脱贫，农村消费补短板成效明显。2019 年农村贫困人口人均可支配收入达到 11567 元，达到 2019 年农村居民人均可支配收入 16021 元的 72%，较 2014 年提升 13 个百分点。2014-2019 年，农村贫困居民人均可支配收入复合增速达到 13.2%，超过全国农村居民人均可支配收入增速。以扶贫方式推动的农村居民人均可支配收入支出增长，可有效带动农村尤其是农村低收入人群消费，有望持续带动农村消费规模提升及农村消费水平提高。

图 38: 农村贫困居民人均可支配收入增速超过农村居民平均水平



资料来源: wind, 国海证券研究所

互联网渗透与数字化下沉，为下沉市场提供与高线城市基本无差异的信息获取与购物体验。信息化领域的“新基建”获得积极进展，在乡村战略指引下，通过“宽带中国”建设，电信普遍服务试点共支持了 4.3 万个贫困村的光纤网络建设和

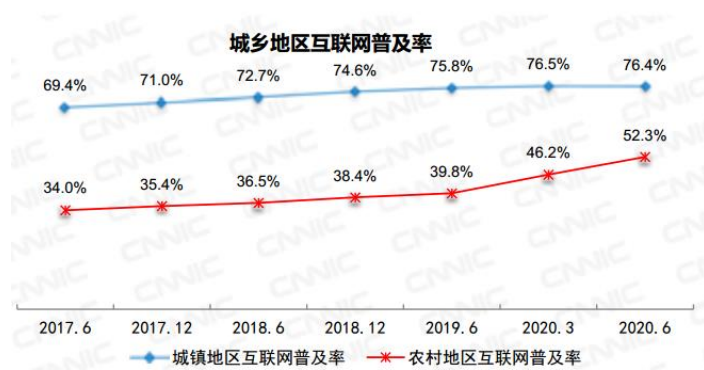
9200个贫困村的4G基站建设,全国行政村通光纤和通4G的比例均超过98%,基本实现城乡无差别与农村、城乡同网同速。根据中国互联网络信息中心《第46次互联网发展状况报告》,截至2020年6月我国农村网民规模为2.85亿,占网民整体的30.4%,较2020年3月增长3063万,增长绝对值超过城镇网民的562万。农村地区互联网普及率为52.3%,城乡地区互联网普及率差异快速缩小。

图 39: 农村网民占比 30.4%



资料来源: CNNIC, 国海证券研究所

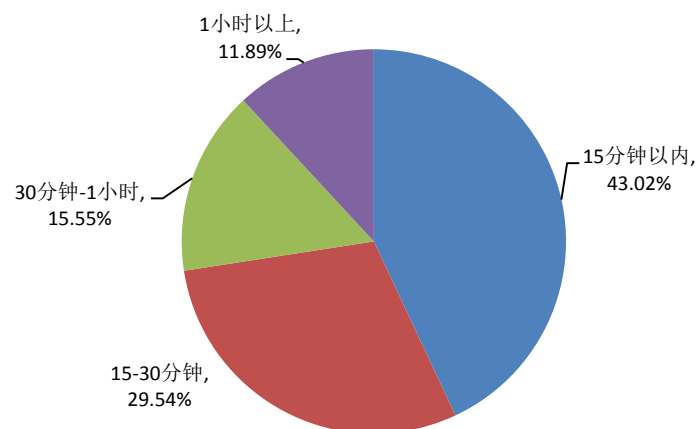
图 40: 城乡互联网普及率差距不断缩小



资料来源: CNNIC, 国海证券研究所

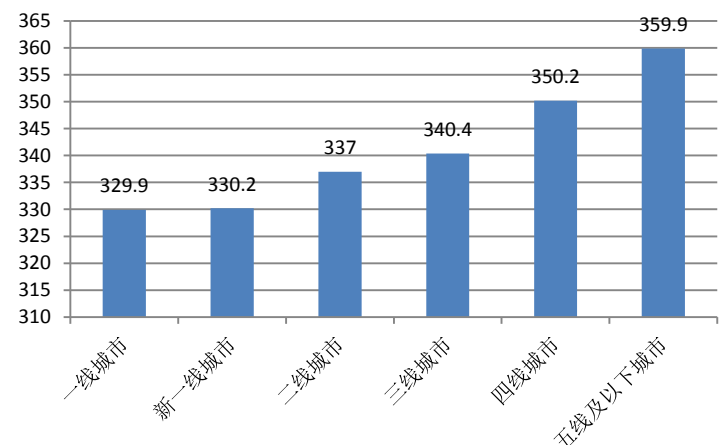
相较于高线城市,下沉市场消费者生活在熟人社会中,用户画像以“已婚、有房有车、无贷或低贷、工作轻松、学历中等、月收入5k以下、实际可支配收入较高但价格敏感”的特征为主,生活闲暇时间较多,熟人交流较多,能够满足社交需求的如拼团、砍一刀等购物方式收到欢迎。同时,由于线下基础设施有限,下沉市场消费者更愿意在线上度过娱乐闲暇时光。对于渠道来说,线下优质供给补短板加强消费者直观体验与线上孵化价格较低购物平台满足消费者需求二者同样重要。

图 41: 下沉市场网民通勤时间普遍较短



资料来源: 2019年三线及以下新兴市场网民触网习惯研究报告, 国海证券研究所

图 42: 下沉市场互联网用户人均单日使用时长较高



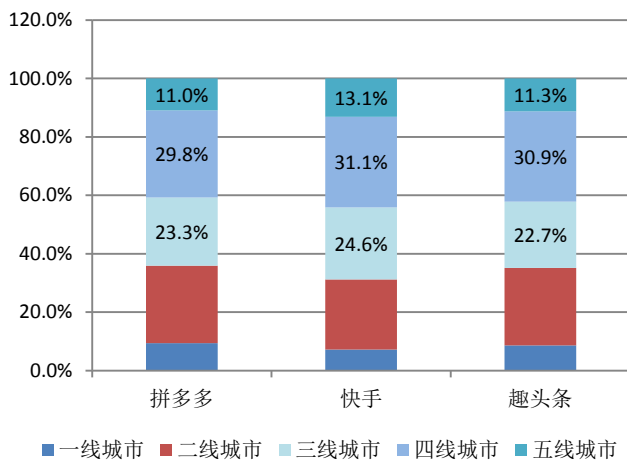
资料来源: 2019年三线及以下新兴市场网民触网习惯研究报告, 国海证券研究所

拼多多、快手、趣头条作为“下沉市场三巨头”,下沉市场用户注册数量占比均

超过 60%。拼多多成立仅 5 年多的时间，截至 2020 年 9 月底的过去 12 个月内 GMV 达到 1.46 万亿元，已经达到京东 2019 年全年 2.08 亿元的 70%。快手截至 2020 年 6 月底日活及月活用户分别达到 3.02 亿人和 7.76 亿人，月活用户占全国手机网民规模的 83%。趣头条成立于 2016 年，经过三年多的发展移动端月活人数达到 1.38 亿人（2019 年年报），日活用户日使用时长在 1 小时左右。

从先行者的核心数据看，下沉市场具备庞大的用户基础，更贴近和重视私域流量的平台与产品更受欢迎（拼多多秒杀、喊好友砍一刀、百亿补贴，快手“记录世界记录你”，趣头条阅读资讯分享“游戏化积分运营”）。正因为庞大的市场潜力和较新玩家在短时间快速崛起，传统巨头也逐渐将目光投向下沉市场，拼购、秒杀、补贴等零售新玩法不断出新。京东升级京东拼购为京喜，作为旗下社交电商平台，以微信为主要载体，基于包括微信、手 Q 在内的六大移动端渠道打造全域社交电商平台，同时在全国县级市以下开设京东家电专卖店，京东帮服务店和京东家电专卖店共覆盖 2.5 万个乡镇、60 万个行政村，覆盖国内 90% 以上的乡村市场。苏宁易购 2018 年正式上线苏宁拼购，专注于第三方社交电商平台，通过沟通分享的社交拼团形式，实现线上产品销售。与此同时，苏宁易购在下沉市场打造“零售云”，以县乡镇零售商加盟模式，迅速在下沉市场铺开触手。“零售云”计划 2021 年全国开店 1.2 万家，并由家电、3C 加快拓展至家居、酒水、美妆等领域，下沉市场线上线下两手共抓互为补充。

图 43：“下沉市场三巨头”用户分布



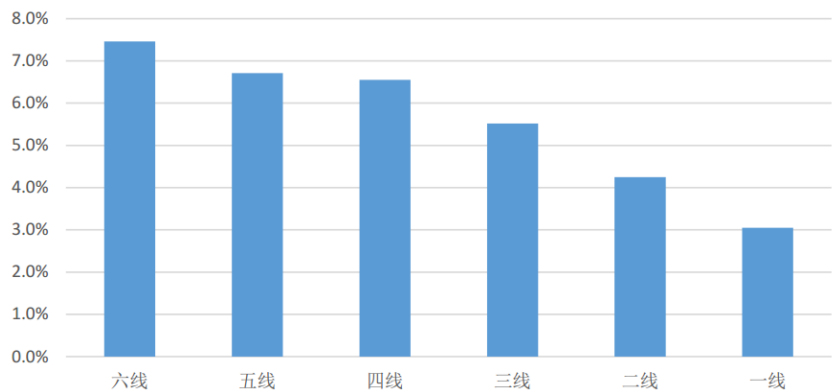
资料来源：2019 “下沉市场”图鉴，国海证券研究所

图 44：传统巨头加速下沉市场布局



资料来源：国海证券研究所整理

图 45: 低线城市拼购、秒杀订单量占比显著高于高线城市



资料来源: 京东三至六线市场线上拓展机遇报告, 国海证券研究所

2.5、国货崛起: Z 世代与出海

2.5.1、“Z 世代”的国货情怀

“文化自信”提升民族凝聚力, 国人对中国传统文化的认知与接受程度逐渐提高。2017 年末一档文博探索类综艺节目《国家宝藏》上线播出, 引领国潮综艺热潮, 开启古典文化综艺元年, 节目播出后, 豆瓣评分最高达到 9.5 分, 相关视频全网播放量近 7 亿, 播出期间百度搜索指数最高达到 68112, 微博话题“CCTV 国家宝藏”阅读量达到 17.1 亿。

在传统文化不断得到重视的过程中, 消费者对中国品牌及国货认知度也在不断提升, 《百度国潮骄傲大数据》显示, 2009-2019 年中国品牌关注度由 38% 增长至 70%, 20-29 岁年轻人对中国品牌关注度增长最高。根据京东《2020 年度十大消费热点》, 在不同年龄段消费者中, “95 后”国货消费增长最高。

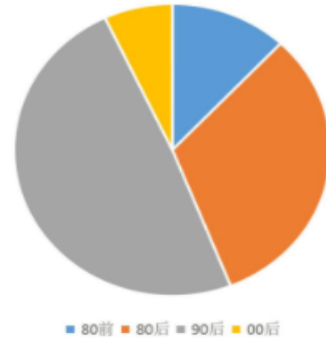
“Z 世代”已逐渐成长为消费的中坚力量, 20-24 岁人口占总人口的比例达到 5.63%, 90-00 后人口规模达到 3.4 亿人, 在全体网民中的占比超过 3 成, 贡献移动互联网近一半的增长率。“Z 世代”父母大多出生于 70 年代, 家庭物质条件优渥, 消费能力较高、付费意识也较强, “Z 世代”的高、中等消费水平人群占比高于自然人群。从细分市场看, 90 后在旅游消费群体中占比接近 50%, 中国餐饮消费中 90 及 95 后占比 51.4%, 远超其在总人口中的占比。

图 46：“Z 世代”消费能力及意愿较高



资料来源：数说 Z 世代，国海证券研究所

图 47：90-00 后旅游消费群体占比超过 50%



资料来源：2020 中国消费市场发展报告，国海证券研究所

2014 年，中央提出“推动中国产品向中国品牌转变”，强调打造中国知名自主品牌。2017 年国务院同意将每年 5 月 10 日设立为“中国品牌日”，国货品牌再次迎来历史发展机遇。国货品牌企业纷纷进行数字化变革，通过设计、生产、营销、渠道、用户等各方面的线上化转型升级，由重生产逐渐向重需求转变。

图 48：国货品牌纷纷数字化变革



资料来源：2020 新国货崛起洞察报告，国海证券研究所

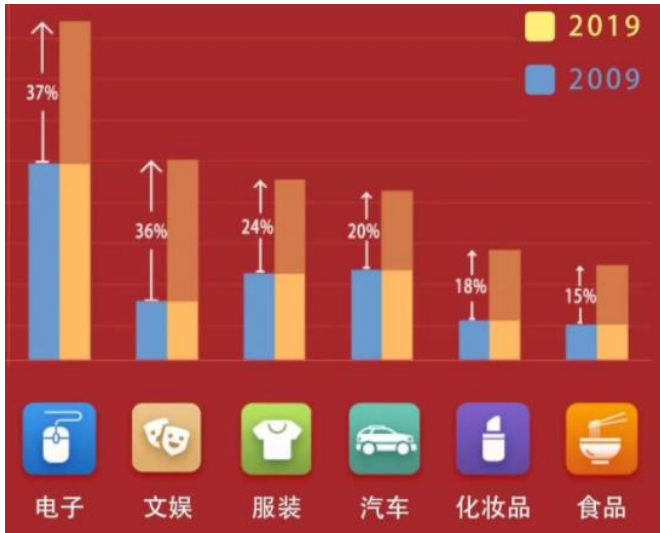
“Z 世代”群体消费理念鲜明，作为“网络原住民”热衷于短视频等新型内容平台，对 IP、跨次元壁、社交裂变式营销、网络图文与视频营销内容接受度更高也更为偏好和敏感，因此是国货更容易影响到的目标群体。根据《2020 新青年新国货消费趋势报告》，2020 上半年百雀羚在拼多多的销量飙升 10 倍，回力被“95 后”买爆，一个月内在拼多多上卖出 13 万双。中国青年报问卷调查显示，79.83%受访大学生愿意支持国货，对国产品牌发展怀有期待，同时在购买产品时有 41.42%的学生会优先考虑国货。

电子、文娱、服装、汽车、化妆品、食品等六大行业国牌关注占比增长。由于消费与社交捆绑，在社交媒体率先火起来的国产美妆品牌成为“Z 世代”首选。根据美柚《彩妆消费人群及潜在消费人群行为洞察报告》，平价彩妆中国货消费者

渗透率接近 9 成，销售份额超过 6 成，“价格亲民”、“效果不输国际品牌”、“成分质量高”等成为消费者选择国货美妆的关键词。《数说 Z 世代》报告显示，“Z 世代”男生与女生对于美妆偏好的第一名分别为“左颜右色”和“完美日记”，男生美妆偏好中仅有 2 款是国际品牌。值得关注的是，男士对“颜值”重视程度越来越高，越来越多的男生选择从“保守糙汉”到“精致男孩”的转变，男士理容成为新兴蓝海市场。天猫数据显示 2019 年男士专用品牌同比增长达到 56%，连续两年增速超过 50%，男士彩妆和乳液乳霜同比增速分别高达 89%和 114%。抖音男士美妆内容播放量增速也显著高于美妆整体水平。

图 49：六大行业国货品牌关注度提升明显

图 50：“Z 世代”国货美妆偏好高



OneMedia-2020年7月中国移动互联网 Z世代男生在美妆产品的品牌偏好情况



OneMedia-2020年7月中国移动互联网 Z世代女生在美妆产品的品牌偏好情况



资料来源：百度国潮骄傲大数据，国海证券研究所

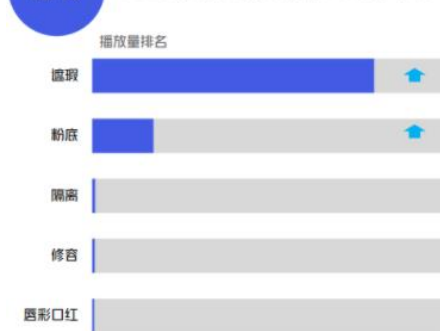
资料来源：数说 Z 世代，国海证券研究所

图 51：2020 年 Q3 抖音男士美妆内容播放量高增

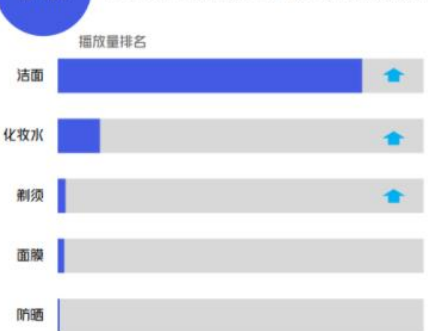
图 52：2020 年 Q3 抖音男士美妆内容播放量高增



彩妆 2020Q3抖音男士彩妆TOP品类分布



护肤 2020Q3抖音男士护肤TOP品类分布



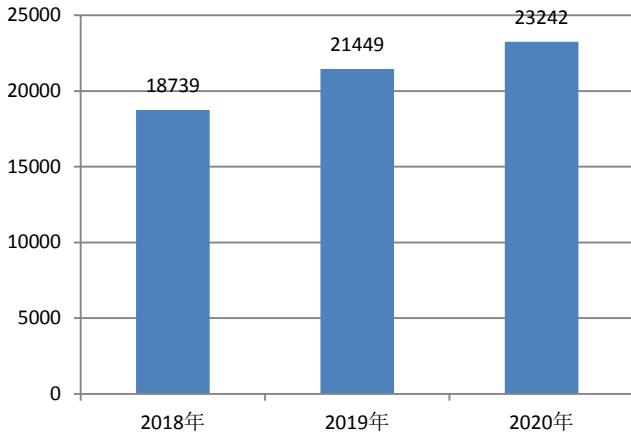
资料来源：2020 年中国男士美妆市场洞察报告，国海证券研究所

资料来源：2020 年中国男士美妆市场洞察报告，国海证券研究所

2.5.2、出海：中国制造的全球认可

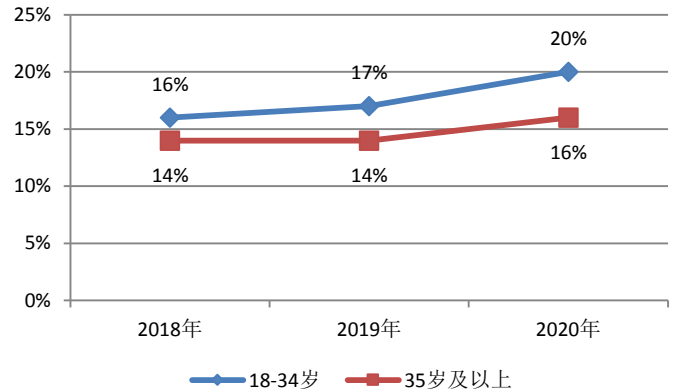
《2020 BrandZ 中国全球化品牌 50 强报告》显示，全球化 50 强国货品牌 2019 年全球品牌力总体同比增长约 15%，2020 年放缓至 8%，但仍保持稳定上扬势头。在不确定的环境中，排名榜单中前 10 强反而获得了增长机遇，品牌力较 2019 年相比上升 11%，遥遥领先于其他品牌，主要源于前 10 品牌致力于进行的全球化打造。

图 53: 中国全球化品牌 50 强品牌力稳步增长



资料来源：2020 BrandZ 中国全球化品牌 50 强报告，国海证券研究所

图 54: 海外市场对中国全球化品牌 50 强认知度不断提升



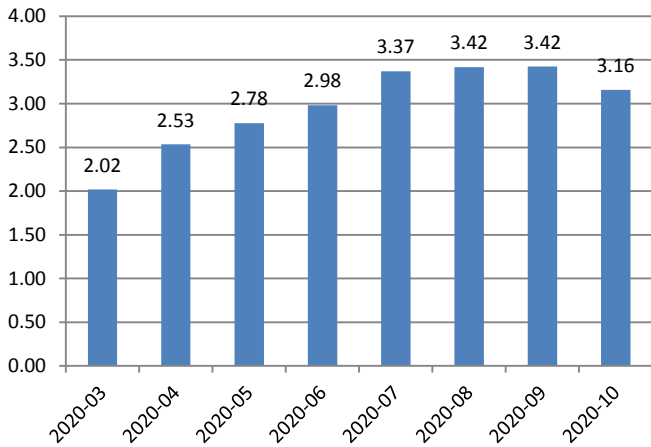
资料来源：2020 BrandZ 中国全球化品牌 50 强报告，国海证券研究所

得益于中国产能的快速恢复以及蓬勃发展的跨境电商，国货品牌出海在疫情期间与后疫情时代突出重围，食品、家电、美妆海外销售亮眼。海外疫情不断在“爆发-封锁-反弹-再封锁”的过程中往复，防疫物资和“宅经济”需求空前高涨。疫情期间，英国、美国等国家电商渗透率达到 30% 以上，较以往提升 50%-100%，跨境电商尤其是出口电商在国货品牌出海中提供重要作用。

阿里巴巴在海外市场采取多品牌、多产品线策略，推出速卖通、Lazada、天猫国际、1688 跨境专供等项目，帮助国货品牌进入全球市场。品牌出海产业互联网平台雨果跨境的数据显示，2020 年平台 70% 的卖家实现业绩增长，23% 的卖家实现 100% 以上的增长。“黑五”大促期间 60% 的卖家销量超过 2019 年同期，17% 的卖家销量增长超过 100%。

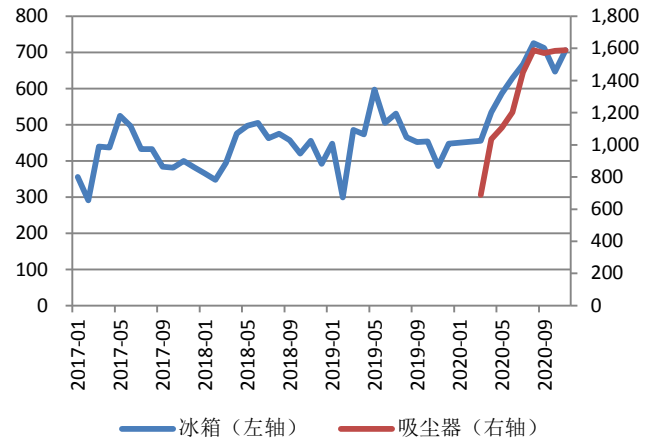
2020 年以来，国内家用电器出口量快速增长，由 3 月份的 2.02 亿台增长至 3.16 亿台，复合增长率达到 6.6%。其中白电的代表冰箱，小家电的代表吸尘器在疫情期间出口量增长明显，3-11 月的复合增速分别为 5.6% 和 11%。海关总署的数据显示，2020 年前三季度中国化妆品出口量为 75.25 万吨，出口金额 31.39 亿美元（约合人民币 206 亿元），占国内化妆品零售总额的 8.98%。“中国制造”和国货品质正在逐步得到海外市场认可。

图 55: 疫情期间家电出口量快速增长



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 56: 冰箱、吸尘器等家电出口量增长明显



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 57: 国货美妆出海 TOP 10



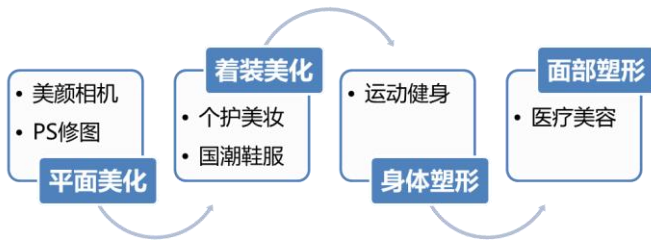
资料来源: 天猫海外, 国海证券研究所

3、“颜值”新经济，长盛不衰不断升级

人们对人尤其是尚不熟悉的人的认知和判断往往从局部出发,进而扩散得出整体印象,心理学称之为“晕轮效应”。人的外貌通常最直接被认知,因此“颜值即是正义”具备其合理性。

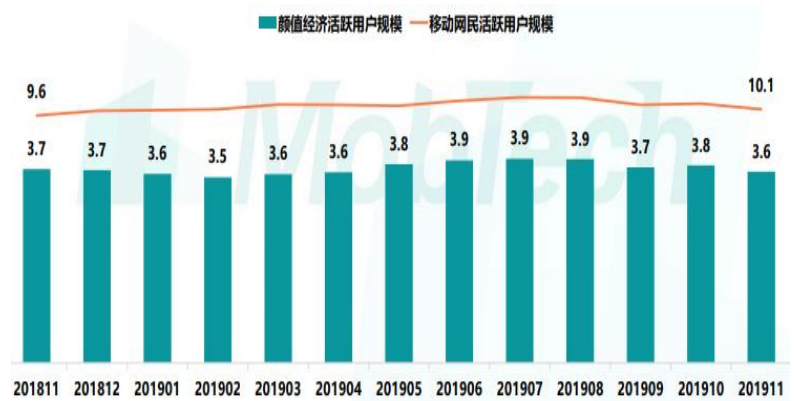
从国内“颜值经济”的发展看,主要经历了平面美化、着装美化、身体美化、面部美化等4个相互交融的发展阶段,从“一键美颜”到美妆潮服,再到身体与面部塑形,“颜值经济”的定义不断丰富,新需求新产业不断涌现。目前,我国颜值经济活跃用户规模已接近4亿,在移动网民中的规模接近40%,庞大的用户基础提供强劲的增长动力。

图 58：“颜值”追求不断升级融合



资料来源：2019 中国颜值经济洞察报告，国海证券研究所

图 59：中国颜值经济活跃用户占比接近 40%



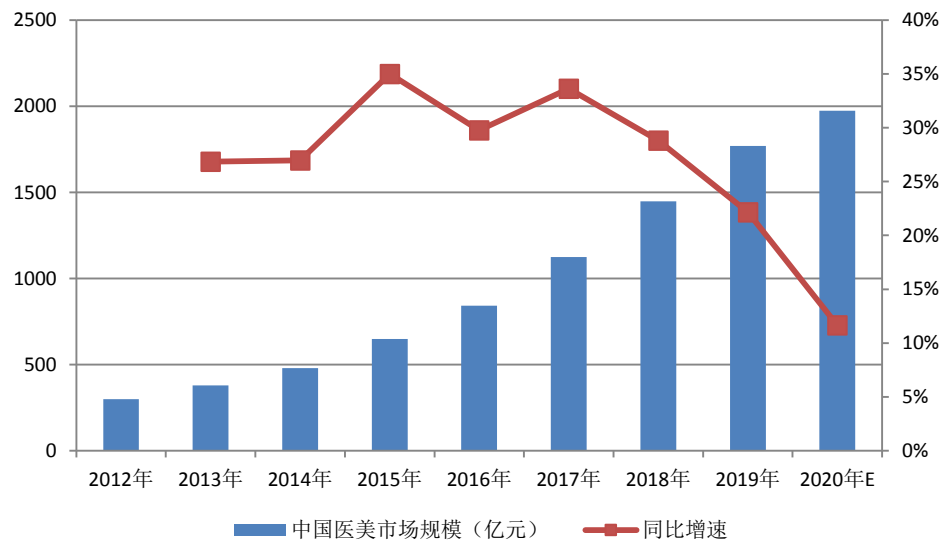
资料来源：2019 中国颜值经济洞察报告，国海证券研究所

3.1、医美：确定性高速增长的美丽市场

3.1.1、中国医美市场高速增长，与成熟市场仍有较大差距

2012-2019 年，中国医美市场保持高速增长，医美市场规模年复合增速达到 28.97%，2012-2018 年每年增速均超过 25%。2020 年，中国医美市场规模达到 1975 亿元，2012-2019 年复合增速达到 26.7%。

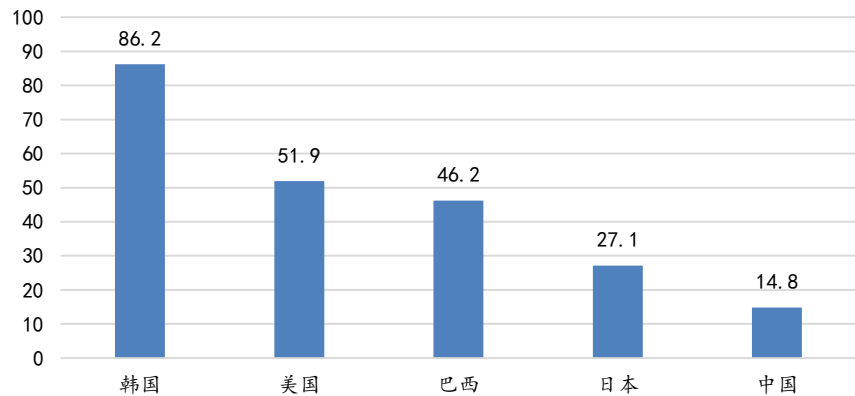
图 60：2012-2020 年中国医美市场规模



资料来源：艾瑞咨询，国海证券研究所

中国医美每千人诊疗次数渗透率相对美韩具备 4 倍以上增长空间。根据新氧《2019 医美行业白皮书》，2018 年中国的医美疗程消费量已跃居全球第一，超过美国等医美大国，但从每千人诊疗次数来看，中国的疗程消费量上升空间依然巨大。2018 年中国每千人诊疗次数为 14.8 次，美国为 51.9 次，韩国为 86.2 次，渗透率相对美国和韩国分别拥有接近 4 倍和 6 倍的增长空间。

图 61：中国医美渗透率提升空间广阔（单位：次）



资料来源：新氧 2019 医美行业白皮书，国海证券研究所

3.1.2、“轻医美”逐渐成为潮流

轻医美项目是介于手术整形和生活美容之间的医疗美容项目，通过借助先进的产品、器械及无创或微创的医疗方式来达到塑性目的，主要包括注射、激光及其他基于能量的皮肤治疗，常见项目有玻尿酸注射、光子嫩肤及激光脱毛等。轻医美项目具备单次价格较低、操作简单、恢复期短及风险较小的特点，但不具备永久性疗效，因此接受度和复购率较高。

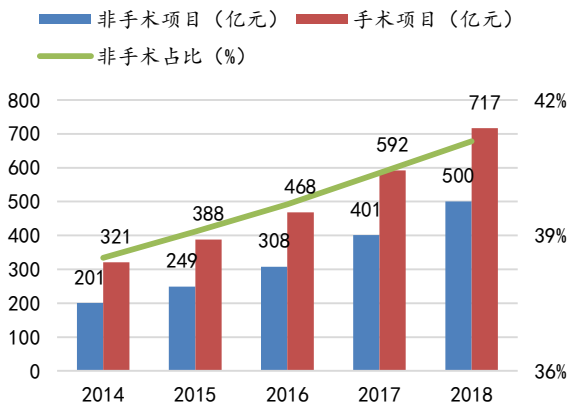
表 1：手术类及非手术类项目对比

	手术类	非手术类
项目	面部手术：眼睑/耳部/鼻整形、脂肪/假体填充、正颌手术、植发等 身体躯干：隆胸、去副乳、吸脂手术、脂肪填充转移等	注射类：肉毒素、玻尿酸（透明质酸）、疤痕软化针等 非注射类：光子嫩肤、皮秒激光、射频紧致、激光脱毛等
特点	部分项目价格较高、创伤较大、恢复周期长、风险高、永久性、效果明显，复购率低	价格较低、风险较小、创伤小，恢复快、微调型、效果有期限性，复购率高
适合人群	需要进行大幅调整、医美接受度高、消费力较强的消费者	医美风险承受力较低、追求方便快捷、调整幅度小或需求变化频繁的消费者

资料来源：艾瑞咨询，国海证券研究所

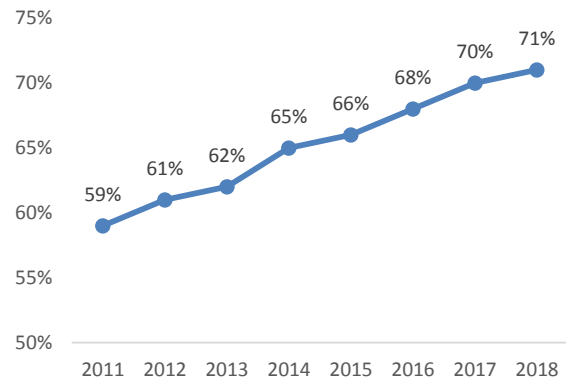
中国的轻医美行业起步较晚，与发达地区轻医美市场发展趋势大体类似，中国大陆地区轻医美市场规模占比及案例数占比亦均显示逐年提升趋势。在庞大的医美市场中，中国轻医美的市场规模占比正逐年升高，据弗若斯特沙利文，2018 年轻医美案例数占比已超过 70%，2014-2018 年，轻医美项目市场规模由 201 亿元增长至 500 亿元，年复合增速达到 25.59%，2019 年轻医美市场规模 635 亿元、占比 41.78%（均为预测数），且存在进一步提升趋势。假设未来 3 年轻医美规模按照 2014-2019E 的复合增速保持，2022 年其市场规模预估有望达到超 1266 亿元，轻医美项目及其美容材料的需求有望持续增长。

图 62: 2014-2018 年中国手术类及非手术类医美项目市场份额及占比



资料来源：艺星招股书，弗若斯特沙利文，国海证券研究所

图 63: 2011-2018 年中国地区非手术类案例数占比



资料来源：中国产业信息网，弗若斯特沙利文，国海证券研究所

3.1.3、正规医美机构集中度提升趋势明显

国内医美机构仍处于品牌建立和培育的市场分散竞争激烈期，供需不足导致“黑医美”盛行。根据艾瑞咨询《2020 年中国医疗美容行业洞察白皮书》，2019 年中国具备医疗美容资质的机构约 1.3 万家，而非法经营的医美机构数量超过 8 万家，合法医美机构仅占行业总数的 14%。“黑医美”在诊疗操作、消毒操作、卫生环境、仪器使用等方面极为不规范，尤其是会大量使用未经 NMPA 批准或不正规渠道购买的器械或耗材，对医美行业整体发展带来严重影响。

表 2: 正规医美的基本要素

机构	合规机构需至少获得《营业执照》和《医疗机构执业许可证》
医生	合规执业者（医生）需要获得《医师资格证》、《执业医师证》，同时只能在合规的机构中进行项目操作；根据卫计委《医疗美容管理办法（2016 版）》规定，若要独立提供医疗美容服务，执业医师还需取得主诊医师资格；取得《医疗美容主诊医师资格证》一般为备案制，外科项目需具有 6 年经验，牙科 5 年，中医科和美容皮肤科 3 年。
药品和器械	合规的产品需是经药监局备案或取得注册批件的药品或器械
操作等级	根据《医疗美容项目分级管理目录》，美容外科项目依据手术难度和复杂程度以及可能出现的意外和风险大小分为四级，不同医院资质的机构所操作的手术型项目不得越过相应规定的等级

资料来源：中国产业信息网，国海证券研究所

但随着行业监管的不断加严及第三方平台的兴起，医疗美容行业加速出清，正规医美机构有望加速出圈。自 2016 年开始，国务院办公厅、卫计委、中国整形美容行业协会等主管机构相继发布《医疗美容机构评价标准实施细则（2017 版）》《中国整形美容协会医疗美容机构评价工作管理办法》等多项政策，明确医疗机构、医美医师及医美项目实施准入要求管理，引导消费者识别合法正规机构，防范不合规医美机构野蛮生长。北京、上海等医美市场较为发达地区，也相继出台《关于进一步加强医疗美容综合监管执法工作的通知》，明确严厉打击医疗美容违法行为，加强对药品、器械生产经营以及医疗美容广告的监督，从根本上肃清市场、引导消费。逐渐兴起的互联网医美平台，也通过平台机构审核、消费者评价等方式侧面填补监管空白，行业信息透明度增强，助力优质的正规医美机构

树立品牌。

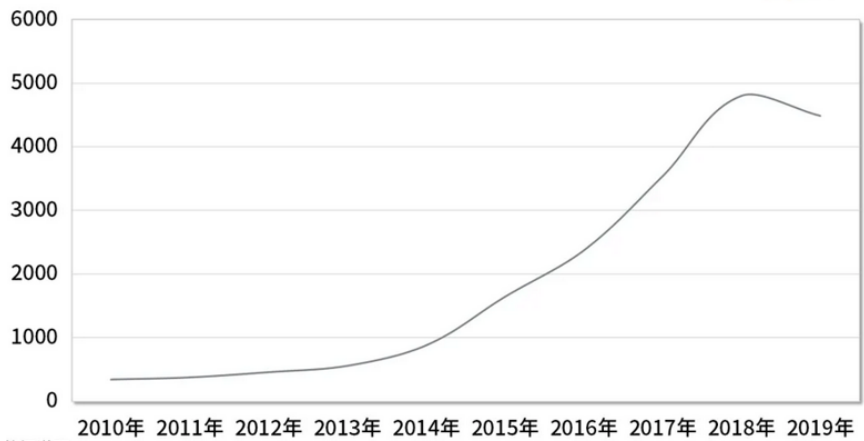
表 3: 医美监管政策不断趋严

时间	名称	监管机构	内容
1994	《医疗机构诊疗科目名录》	卫计委	首次将“医疗美容科”正式列为医疗机构的“一级诊疗科目”。
2002	《医疗美容服务管理办法》	卫计委	依据《执业医师法》等，首次规定了医疗美容机构必须取得《医疗机构执业许可证》，医疗美容医师必须具有执业医师资格，并且对执业机构提出明确监督管理。
2008	《医疗美容机构基本标准（修订征求意见稿）》	卫计委	针对《美容医疗机构、医疗美容科基本标准（试行）》进行修订，规定了医疗美容机构的床位、面积、人员配置、设备等方面的标准。
2009	《医疗美容项目分级管理目录》	卫计委	依据手术难度和复杂程度以及可能出现的医疗意外和 risk 大小将美容外科分为四级，对医疗美容项目进行分级管理。
2011	关于征求《美容医疗机构医疗美容科（室）基本标准（2011 版征求意见稿）》意见通知	卫计委	要求美容医院加强对医疗人员配置及医疗信息化设置，医疗美容门诊部、诊所及医疗美容科对床位设置、医护人员配置和学历要求提升。
2012	《关于进一步加强医疗美容管理工作的通知》	卫计委	重申对医疗机构、美容项目、从业人员、广告宣传、信息化五个方面的管理要求。
2013	《国务院关于促进健康服务业发展的若干意见》	国务院	对营利性医疗机构建设减半征收有关行政事业性收费，纠正各地自行出台的歧视性价格政策，探索建立医药价格新机制。
2014	《关于推进和规范医师多点执业的若干意见》	卫计委	允许医生多点执业，允许医务人员在不同举办主体医疗机构间有序流动，在工龄计算、参加事业单位保险及人事聘用等方面探索建立公立和非公立医疗机构之间的对接机制。
2014	《医疗美容机构评价标准》	中国整形美容协会	在全国 7 省、直辖市共 17 家民营医疗美容机构开展《医疗美容机构评价标准》评价试点工作，并计划于 3 年内对全国民营医疗美容机构作出评价认证。
2018	《国务院办公厅关于改革完善医疗卫生行业综合监管制度的指导意见》（国办发〔2018〕63 号）	国办	到 2020 年，建立职责明确、分工协作、科学有效的综合监管制度，健全机构自治、行业自律、政府监管、社会监督相结合的多元化综合监管体系，形成专业高效、统一规范、文明公正的卫生健康执法监督队伍，实现医疗卫生行业综合监管法治化、规范化、常态化。
2020	《关于进一步加强医疗美容综合监管执法工作的通知》（国办发〔2020〕4 号）	国办	提出强化自我管理主体责任，积极发挥行业组织自律作用，着力加大政府监管力度。

资料来源：中国产业信息网，国海证券研究所

根据企查查与天眼查数据，2018 年医美相关企业新注册量上升至近十年的增速顶峰，当年新增注册企业量接近 5000 家。随着监管持续趋严，行业进入整合与调整阶段，2019 年新增企业注册量出现拐点，当年新增企业数 4482 家，同比下滑约 10%，医美机构行业调整初现。医美行业准入和经营门槛的提高为后续良性发展提供保障，也带动正规机构与产品份额的不断提升。

图 64: 国内医疗美容相关企业新注册量变化趋势图

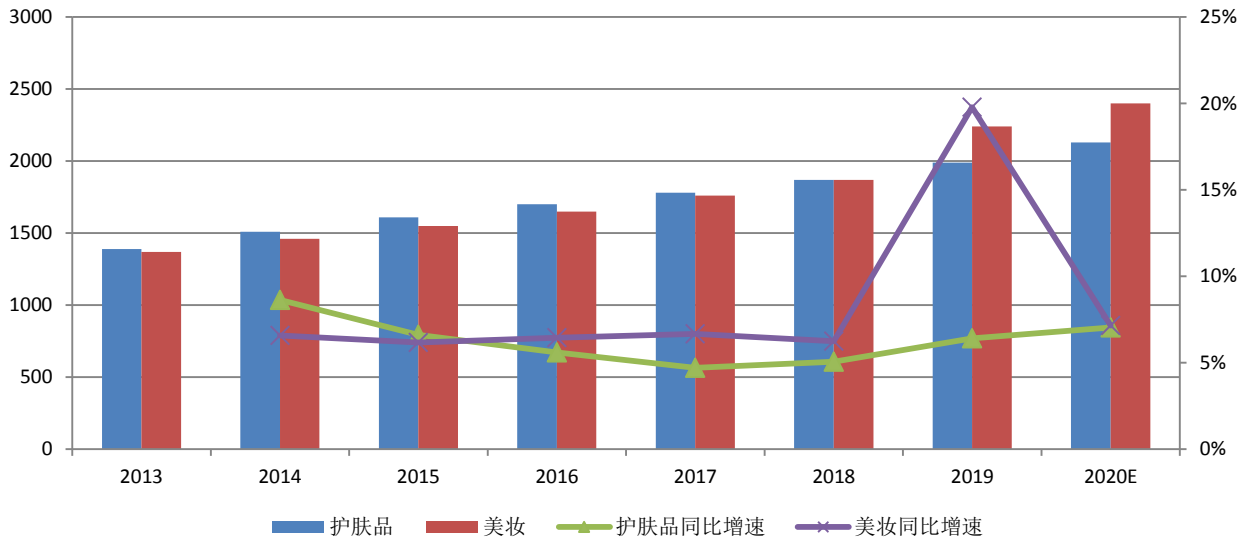


资料来源: 企查查, 国海证券研究所

3.2、化妆品: 高景气度的本土崛起赛道

国内化妆品需求保持高景气度, 到 2020 年可超过 4500 亿元, 2013-2020 年复合增速 7.3%, 平均增速 7.4%, 护肤品和美妆品类复合增速分别为 6.3%和 8.3%, 市场规模占比分别为 47%和 53%。

图 65: 化妆品市场景区度保持向上



资料来源: 2019 中国颜值经济洞察报告, 国海证券研究所

从消费者画像看, 女性仍然是化妆品消费基本盘, 随着男性对颜值管理意识的觉醒, 61.5%的受访男性网民对提升颜值持积极态度, 25 岁以下的年轻男性网民有 76.8%的比例具有颜值产品购买意愿, 在颜值产品中有 65%会选择个人护理类产品, 男性群体购买个护美妆类产品将成为继女性群体外的新兴消费市场, 正在强势崛起。

图 66: 61.5%的男性网民对颜值提升抱有积极态度

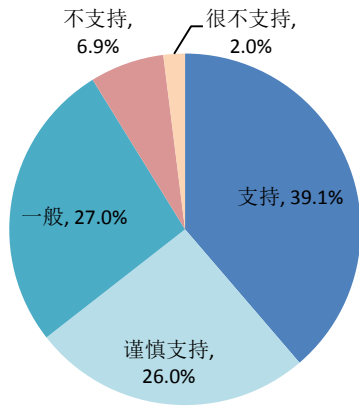
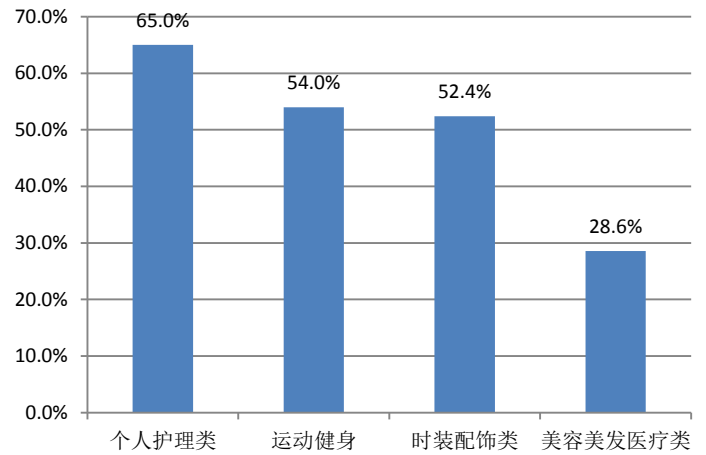


图 67: 65%的男性会通过选择个人护理类产品提升颜值



资料来源: 中国男性颜值经济分析图解数据, 国海证券研究所

资料来源: 中国男性颜值经济分析图解数据, 国海证券研究所

化妆品消费圈层性加剧, 产品功效和品牌是消费者重要考量。不同偏好消费者圈层特征明显, 并呈现多元化, 具备独特产品力更容易吸引相应消费者关注。成分与功效、性价比、品牌、使用感等位列中国美妆护肤消费者最为关注的购买考量因素前 4 名, 产品功效、品牌独特性是化妆品内生制胜关键。

表 4: 化妆品消费圈层特征明显

化妆品圈层	年龄	所处城市	核心关注
成分党	25-34 岁	二线以上	产品成分与功效
颜值控	18-34 岁	三线以上	产品包装美观度
追新族	18-34 岁	二线以上	新产品
医美党	25-39 岁	新一线以上	产品成分与功效
都市女	25-34 岁	一线城市	个性品味
网红粉	25-34 岁	二线以上	直播
新中产	25-39 岁	新一线以上	追求品质
贵妇族	25-29 岁	一线城市	高端品牌

资料来源: 2020 年中国本土及国际美妆护肤品牌及营销现状, 国海证券研究所

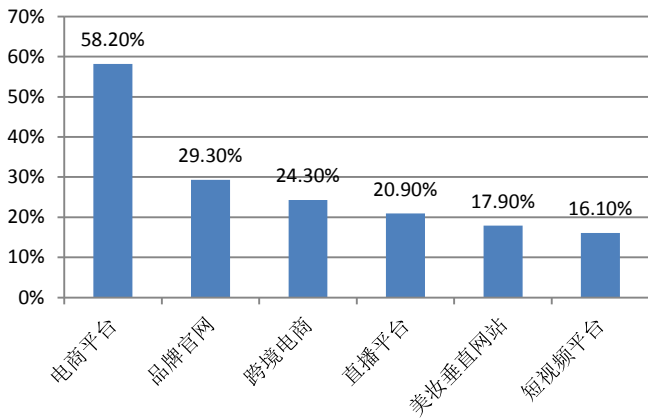
图 68: 2020 年中国美妆护肤消费者购买考虑因素排名



资料来源: 2020 年中国本土及国际美妆护肤品牌及营销现状, 国海证券研究所

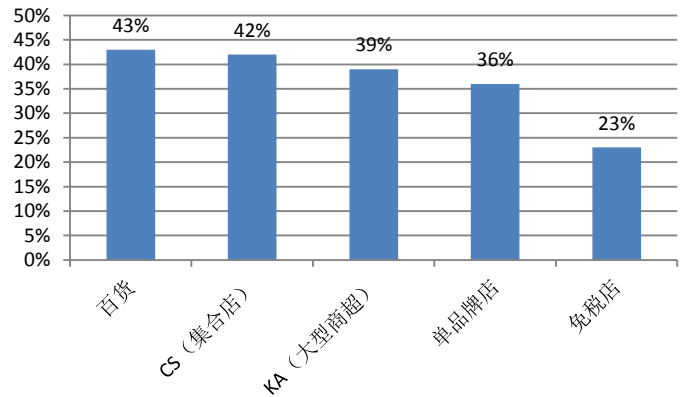
线上渠道增长迅猛，新兴CS渠道具备潜力。新媒体（直播、短视频、内容社区等）蓬勃发展，大众品牌与高端品牌线上渠道投入均显著增加，电商平台最为集中，接近6成的消费者会选择电商平台购买化妆品，线上购买格局清晰。线下渠道则呈现百花齐放特征，相对分散。百货和CS渠道是两类最主要的线下渠道，其中百货为传统线下购物渠道，CS美妆集合店因多品牌、多品类联合呈现，能够给消费者带来一站式购物体验，试用和对比更为方便。与屈臣氏、万宁、妍丽等传统美妆集合点不同，近年来WOW COLOUR、调色师、HARMAY等新兴彩妆集合店以潮流化场景体验、去推销化的轻松购物体验、广泛的品牌和品类覆盖，吸引大量年轻消费人群。

图 69: 接近 6 成的消费者选择电商平台



资料来源：2020 年中国本土及国际美妆护肤品牌及营销现状，国海证券研究所

图 70: 百货与 CS 为主要的线下渠道



资料来源：2020 年中国本土及国际美妆护肤品牌及营销现状，国海证券研究所

2020 年“双十一”期间，个护美妆行业全网销售额排名第 4 位，个人护理和美妆分列销售额增速最高的前 2 位，同比分别增长 45%和 38%，销售额分别达到 755 亿元和 154 亿元。个护方面，本土品牌薇诺娜进入品牌销售额前 10，实现对国际大牌长期占据市场的突破。美妆方面，完美日子、花西子等本土品牌销售额远超国际大牌，排名前 3 的单品销售额占比合计达到 6%，在美妆领域，本土品牌已经牢牢占据国内市场领先地位。

图 71: 2020 “双 11” 期间销售额 TOP10 行业



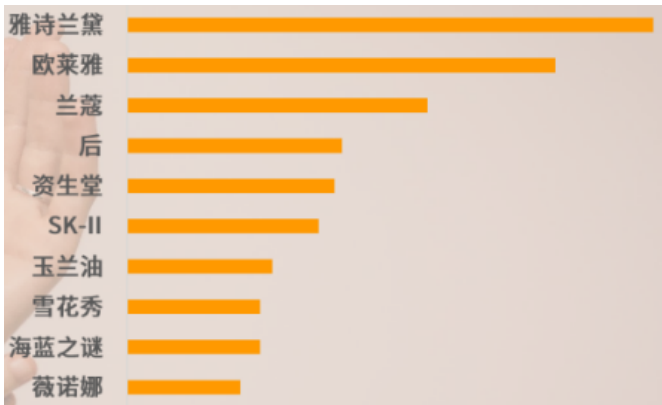
资料来源：2020 年双十一全网销售数据复盘分析报告，国海证券研究所

图 72: 2020 “双 11” 期间销售额增速 TOP5 行业



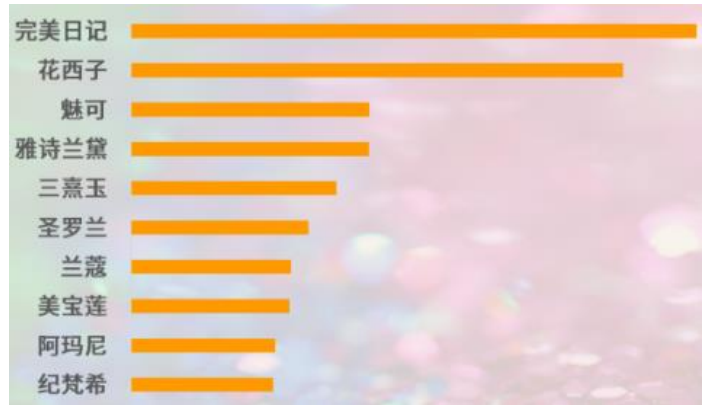
资料来源：2020 年双十一全网销售数据复盘分析报告，国海证券研究所

图 73: 2020 “双 11” 个人护理 TOP10 品牌销售额



资料来源: 2020 年双十一全网销售数据复盘分析报告, 国海证券研究所

图 74: 2020 “双 11” 美妆 TOP10 品牌销售额



资料来源: 2020 年双十一全网销售数据复盘分析报告, 国海证券研究所

新兴潮流彩妆集合店内部装修风格多以工业风、开放式陈列、色觉视觉性陈列为主, 符合年轻人潮流审美, 逐渐成为高颜值网红打卡地的同时, 创新消费场景也为消费者带来全新体验。在产品引进方面, 颜值彩妆、国际护肤、小众潮牌等产品系列丰富, 且基本实现全比例试用, 同时大胆取消导购模式, 适应当下消费习惯, 充分满足个性化需求。新兴 CS 渠道将成长为化妆品品牌重要的线下渠道之一。

图 75: 潮流 CS 将成为化妆品重要的线下渠道之一



资料来源: 各公司官网, 国海证券研究所

4、行业投资策略及重点推荐个股

从疫情加速的消费习惯表现与新经济两个角度考虑, 我们认为国内可选消费在“需求侧改革”、“内循环”、服务性消费偏好演变过程中的发展潜力显著, 维持休闲服务行业“推荐”评级, 建议重点关注免税、酒店、景区、医美、化妆品等子板块。**1) 免税:**“内循环”与出入境首先加速消费回流, 免税板块尤其是离岛免税充分受益。市场参与主体增加提升消费者选择与购物体验, 游客购物转化率与客单价存在进一步增长空间, 整体规模扩张可期, 龙头仍将强者恒强, 持续推荐中国中免;**2) 酒店&景区:**“需求侧改革”更加注重着力扩大消费基数, 存量消费能力盘活。我国居民消费将进入服务性消费超过耐用品消费的新阶段, 对比

美国等发达国家，我国人均 GDP 水平与终端消费支出结构将支撑国内迎来服务性消费大时代。下沉市场在“信息平权”中孕育消费升级需求空间，头部连锁酒店向下沉市场渗透景区精品化与度假化趋势明显，建议关注**锦江酒店、首旅酒店、宋城演艺、天目湖**等；**3）医美&化妆品**：“颜值”新经济长盛不衰不断升级，对美丽的追求体现当下消费者对生活的态度。中国医美市场确定性高增长，“轻医美”逐渐成为潮流，正规医美与产品集中度提升趋势明显，行业不断规范化运作为头部企业带来市场增量空间。在文化自信的熏陶下，“Z 世代”国货情怀浓郁，IP、跨次元壁、社交裂变等国货新营销方式，对“Z 世代”吸引力极强。在化妆品领域，高景气度持续使得化妆品零售额增速远超社零总额水平，在美妆领域本土品牌因独特的产品力、符合潮流的品牌呈现和新兴的渠道涌现，已经牢牢占据国内市场领先地位。推荐关注**爱美客、珀莱雅、御家汇**。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2021-01-15 股价	EPS			PE			投资 评级
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
300144.SZ	宋城演艺	15.97	0.92	0.09	0.44	17.36	177.44	36.3	买入
300740.SZ	御家汇	19.66	0.07	0.27	0.47	143.32	72.16	42.20	增持
300896.SZ	爱美客	718.99	3.39	3.36	5.23	212.09	213.99	137.47	增持
600258.SH	首旅酒店	20.27	0.9	-0.47	0.98	22.52	-43.13	20.68	增持
600754.SH	锦江酒店	48.42	1.14	0.46	1.39	25.17	103.93	34.48	增持
601888.SH	中国中免	280.01	2.37	2.66	5.3	118.15	105.27	52.83	增持
603136.SH	天目湖	21.16	1.07	0.34	1.25	19.78	62.24	16.93	增持
603605.SH	珀莱雅	189.26	1.95	2.38	3.05	45.13	79.52	62.11	未评级

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所（注：御家汇、锦江酒店、珀莱雅盈利预测取自万得一致预期）

5、风险提示

- 1) 疫情反复或加重风险；
- 2) 宏观经济大幅下滑风险；
- 3) 相关上市公司业绩不达预期风险；
- 4) 消费习惯出现较大转变风险。

【研究小组介绍】

赵越，工程硕士，厦门大学经济学学士，3年多元化央企战略研究与分析经验，2016年进入国海证券，从事社服、环保行业及上市公司研究。

任春阳，华东师范大学经济学硕士，3年证券行业经验，2016年进入国海证券，从事计算机与环保行业上市公司研究。

【分析师承诺】

赵越，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司

员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。