

中國PMI好轉帶出四個信號



金融熱話 李奇霖
紅塔證券研究所所長
首席經濟學家

在疫情防控優化、各地全力拚經濟的帶動下，中國2月製造業採購經理人指數（PMI）強勢反彈至52.6，按月升2.5個百分點，需求、生產、信心等各個分項指數均顯著回暖。PMI大幅好轉的原因主要有四點：

一：節後復工復產推動製造業供給端明顯修復

供給端方面，生產、採購、原材料庫存、從業人員及供貨商配送時間指數分別按月提高6.9、3.1、0.2、2.5和4.4個百分點，顯示隨着節後居民返工，人物流恢復，勞動力供給約束改善，企業在加快復工復產。據百年建築調研，截至農曆二月初二（2月21日），全國勞務到位率83.9%，開復工率86.1%。另外，供給端快速且顯著的恢復，再次體現中國製造業產業鏈供應韌性的韌性，為後續的經濟修復打下良好基礎。

二：需求端持續修復

製造業的新訂單、在手訂單、進口、新出口訂單指數分別按月提高3.2、4.8、4.6和6.3個百分點；服務業PMI指數上行1.6個百分點至55.6；建築業PMI指數提高3.8個百分點至60.2。

細分行業來看，木材加工及傢具製造、金屬製品、電氣機械器材等行業的新訂單指數均升至60以上高位景氣區。需求端的修復主要源於四點：

一是居民消費回暖帶動相關產業修復。隨着疫情影響消退，居民生活半徑打開，消費行為增加，帶動相關製造業回暖。

二是基建投資繼續對相關行業形成支撐。受益於去年政策性開發性金融工具和今年專項債大規模前置發行帶來對社會資金的撬動，以及地方政府穩增長壓力下的積極推動，基建投資保持着較高的活躍度，年初以來多地集中開工建設重大專案，拉動產業鏈中上游的原材料行業和裝備製造業需求快速回升。

三是地產回暖帶動地產後周期以及原材料行業修復。在低貸款利率及寬鬆購房政策下，多地房屋銷售回暖，2月30大中城市商品房銷售面積均值按月提高37.3%，按年上升26%。房價也出現積極信號，全國百城新建住宅平均價格按月持平，終止「七連跌」；二手住宅平均價格按月跌幅收窄至0.01%。

四是供應鏈擾動緩解，增強出口企業的接單能力。製造業PMI新出口訂單

的回升，主要由於供給端約束緩解後，出口企業的接單能力和生產能力得到顯著修復。不過，長期看外需大概率還是向下。美國通脹水平仍然較高，經濟韌性仍存，意味着美聯儲的加息周期可能會被拉長，加息力度可能也會提高，進而企業的生產和銷售，以及居民的收入和消費都可能受到長期高利率的拖累，同時美國加息對歐洲等國的外溢影響也會持續，全球貿易量收縮將是大趨勢。作為出口份額佔國際市場14.7%的貿易大國，中國難以獨善其身。

三：企業經營改善，信心增強

隨着市場環境修復，以及減稅降費、助企紓困等政策持續發力，企業營運環境明顯改善，市場活力顯著提高。大、中、小型企業PMI分別為53.7、52和51.2，特別是受疫情擾動較大的中小企業改善更加明顯，重回擴張區。

同時，企業對未來經營的信心也增強。製造業生產經營活動預期指數為57.5，升至12個月高點。

四：供需回暖帶動價格指數回升

主要原材料採購價格指數為54.4，高於上月2.2個百分點。微觀角度來看，房建和基建相關的鋼鐵及下游行業漲幅較為明顯，黑色金屬冶煉及壓延加工、通用設備、專用設備等行業主要原材料購進價格指數均高於60。

出廠價格指數為51.2，高於上月2.5個百分點，自去年4月之後首次重返擴張區。隨着經濟修復，終端需求改善，推動下游製造業盈利好轉。

留意全球貿易縮量影響

最後總結：

2月PMI的大幅提升，反映經濟較高的修復斜率。供給端的快速修復，展現了中國製造業產業鏈供應韌性的韌性，為經濟的進一步修復打下良好基礎。

需求端修復一方面是疫情影響減弱，推動經濟主動復甦，另一方面是穩增長政策發力，推動重要行業回暖。基建投資仍是2023年擴大有效投資的重要抓手，對經濟復甦的支撐作用會持續顯現。房地產需求側出現一定的恢復跡象，保交樓也在持續推進中。

在供給端約束緩解、穩外貿政策發力，以及優勢行業提高競爭力的共同作用下，出口新訂單指標回升至擴張區，不過長期來看，由於全球貿易量縮小是趨勢，中國出口增速難以避免下滑。

儘管2月PMI明顯恢復，需求和信心企穩的良性迴圈正在建立，但考慮到外貿的下行壓力等因素，宏觀經濟政策仍需要發力，以鞏固好復甦成果。



中國去年化妝品的零售銷售雖未如理想，但國貨品牌仍保持高速增长。

受惠於線上管道高速發展的機遇，化妝品國貨品牌企業利用更為靈活的決策機制，適應市場風向轉換，在護膚品等市場發力，不斷升級產品、擠佔國際品牌的市佔率，即使是在行業低迷的2022年也錄得高速增长。然而，要與國際一線化妝品品牌企業對標，國貨品牌企業尚需在品牌溢價、研發能力、多元化程度、企業規模等多維度進階。

國產彩妝企增研發 提升價值



行業觀察 陳欣

上海交通大學
上海高級金融學院教授

受疫情和經濟疲弱影響，作為可選消費的化妝品業去年表現不佳。據國家統計局數據，中國化妝品的社會零售總額在2021年增長14%之後，2022年下降4.5%，規模3936億元（人民幣，下同）。

值得注意的是，行業增長低迷的背後是較為明顯的分化。2022年佔據中國市場頭部份額的歐萊雅、雅詩蘭黛等外資企業增長乏力，而珀萊雅、貝泰妮等國貨品牌卻延續近年的高速增长。

國貨品牌企業從低端產品出發，通過多年努力，不斷提升競爭力，在部分品類從外資手中爭奪市佔率。在2012至2021年的10年間，中國護膚品市場頭20品牌中，國貨品牌市佔率由2%提升至12.4%。然而，相較於國際大型化妝品企業，國貨品牌企業依然需要在品牌溢價、研發能力、多元化程度、企業規模等多維度進階。

品牌商處於化妝品產業鏈的中游，其上游是原料商和生產商，下游是管道商和零售。化妝品從原材料到終端消費者手中的增值可高達十倍。

品牌溢價能帶動毛利率

據紅塔證券研報，在化妝品行業的終端銷售價格中，一般來說，其原材料出廠價僅佔約10%，生產商佔5%，品牌商佔30%，經銷商佔20%，零售終端佔35%。體現在毛利率上，品牌商的毛利率約50%至80%，遠高於產業鏈中其他環節。品牌商享有產業鏈中最高幅度的增值，表明品牌價值是化妝品行業的核心。由於化妝品的生產成本相差不大，企業的品牌溢價能力基本決定了毛利率的高低。

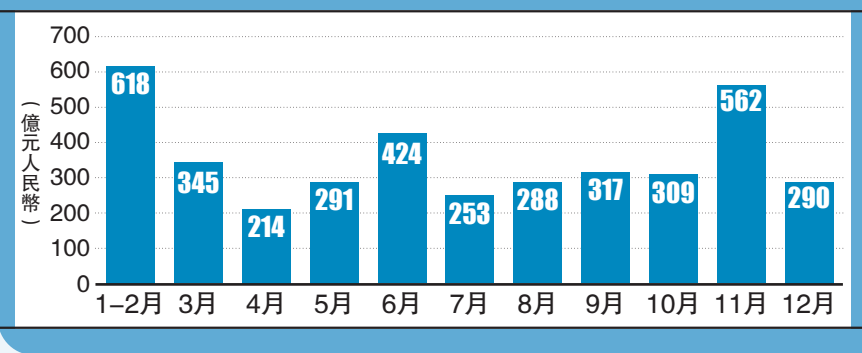
傳統上，中國的高端化妝品市場被蘭蔻、雅詩蘭黛、迪奧等國際主流品牌佔據。國際化妝品企業的毛利率通常在70%至80%。以在中國護膚品市佔率居前的歐萊雅和雅詩蘭黛為例，2021年歐萊雅的毛利率為73.9%，雅詩蘭黛則為76.4%。

對比起來，國貨品牌集中於中低端市場，對應毛利率基本在60%，一般不低於70%。較為突出的是，有玻尿酸研發壁壘的華熙生物和主打藥妝的貝泰妮的毛利率都在80%附近。

近年來，國貨品牌企業的溢價能力逐步增強，部分企業的毛利率顯示出明顯的增長趨勢。例如，珀萊雅以往主打大眾市場，但近年推出高端產品，明顯提升了毛利率。2017年公司的毛利率為61.7%，2022年前三季度已達69.4%。

國際主流化妝品企業較為依賴專營店管道，其滲透率約為30%至45%；在主要海外市場中，2021年除韓國的線上管道佔比達45.4%以外，美國、法國和日本的線上管道佔比僅分別為23.2%、12.1%和11.2%。這給國貨品牌崛起的機遇。

2022年中國化妝品社會零售總額



多年來，中國化妝品線上市場規模的年均增速高達40%以上，2021年線上管道佔比已達38.6%。可見，化妝品企業的網絡行銷能力對銷售尤為關鍵。

近期，網絡流量增量出現了從淘寶、京東等傳統綜合電商平台向抖音、快手等直播電商平台轉移的趨勢。據國元證券研報，2021年淘系化妝品成交額按年下降8.7%。據星圖數據，在2022年雙11大促銷期間，直播電商平台的商品交易總額（GMV）增速高達146%，遠超傳統電商平台3%的GMV增速。

力拓電商 實現高速增长

國貨品牌商對市場反應靈敏，採用網紅和直播帶貨、社交媒體等新型行銷模式，利用線上管道的紅利實現高速發展。與此模式對應的是通常高達40%以上的銷售費用率。

例如，珀萊雅自2018年以來加快管道線上化轉型，自2020年起發力抖音直播管道。2017年至2021年，珀萊雅的營收從17.8億元增長至46.3億元，同期銷售費用由6.4億元增至19.9億元，2022年前三季度線上營收佔比已達88.2%，銷售費用率為42.9%。

相比起來，國際化妝品巨頭的銷售費用率要低不少。2021年和2022年歐萊雅的廣告和促銷費用率分別為32.8%和31.5%。

研發是化妝品企業建立品牌力、持續迭代產品的重要基礎。化妝品企業不僅要對各類原料和成分進行配方研究，還要針對原料和成分作用進行基礎研究；而基礎研究的難度和投入要遠高於配方研究。

國際大牌化妝品企業具有豐厚的研發積累和先發優勢，品牌力本身就較強；儘管其研發費用率在2%至3%，與大多數國貨品牌商相當，但由於其龐大的營收規模，研發的投入規模遠超出國貨品牌商。例如，2022年歐萊雅的研發費用率為3%，對應的是11.4億歐元的研發投入，甚至高於大多數國貨品牌商的年銷售額。

對比起來，國貨品牌商對行銷環節的重視遠超基礎研發，對行銷投入和研發投入的比重通常在15至20倍之間，遠高於國際大牌6至8倍的區間。

2021年，華熙生物、貝泰妮和珀萊雅的研發費用分別為2.8億元、1.1億元和7658萬元。即使是華熙生物2021年的研發費用率已達到5.7%，處於國貨品牌中最高水平，但由於營收體量的不足，其研發費用僅約為歐萊雅三分之一。

自2021年以來，國家針對化妝品行業出台了多項關鍵監管法規，2022年國家藥監局共計完成42款新原料的備案，速度遠超此前。

監管轉變 激化創新需求

監管環境的變化提升了行業對創新功效成分的需求，促使國貨品牌商加大對研發的重視。但不可忽視的是，在科研水平、原料/配方研製和高端人才儲備上，國貨品牌企業與國際巨頭仍存在較大差距。

國際化妝品巨頭面臨組織結構複雜、決策流程較長、管理成本較高的問題，而且跨國分支間存在文化差異、語言等障礙，對市場需求的回饋較慢，推出新產品的周期較長，效率不高。儘管如此，國際化妝品巨頭的盈利能力不弱，仍能實現持續增長。

以歐萊雅為例，即使在中國市場表現不佳，其海外的表現依然出色。歐萊雅每年銷售產品逾70億件，佔全球美容市場約14%。2021至2022年，歐萊雅在毛利率從73.9%下降至72.4%的情況下，淨利率卻由14%升為14.9%。這說明產品集團化、市場跨地區的「多極模式」對於化妝品企業極為重要，可以避免市場需求的快速轉換導致單品業績大幅波動，維持公司整體市場份額穩步提升。

此外，規模增長、多元化加大的另一個顯著益處是企業風險的下降和盈利波動趨緩。大型企業可以採用更高財務槓桿，在銷售淨利率穩定的情況下放大給股東的回報。

在這個維度，國貨品牌商仍處於早期發展階段，開始通過內部孵化或收購的方式，向多品牌和跨品類產品發力。例如，珀萊雅於2019年收購彩妝品牌彩棠，開始持續布局彩妝品類，此後又進軍洗護品類。

但是，當前國貨品牌商嚴重依賴互聯網行銷驅動的增長模式，在高昂的行銷費用之下，企業的淨利率難以得到實質性改善。2022年前三季度，華熙生物、貝泰妮和珀萊雅銷售淨利率分別為15.4%、17.8%和12.7%。儘管處於快速增長中，華熙生物、貝泰妮和珀萊雅在2021年的營收規模尚不足50億元，要超過百億元還尚有時日。

儘管進步顯著，國貨品牌想要對標歐美為主的國際化妝品巨頭，仍有較長的路要走。國貨品牌企業紛紛擴張品類和品類，將面臨較為同質化的激烈角逐。若未來線上流量紅利衰減，國貨品牌能否做好準備與海外一線品牌同台競爭？



供給端的快速修復，展現中國製造業的韌性，為經濟的進一步修復打好基礎。

首置印花稅調低 利好樓市氣氛



樓市智庫 陳永傑
中原地產亞太區副主席
兼任宅部總裁

新一份財政預算案為本港樓市帶來小減辣驚喜，調減1008萬元以下首置印花稅，有利樓市。儘管近期愈來愈多美國聯儲局成員指出通脹頑強，稍後加息有可能其中一次是0.5厘。長遠去看，該段時間加息只是短暫性，樓市長線仍屬正面。

特區政府因時制宜，為去年疲弱的物業市場以減印花稅來振興，筆者表示歡迎。未來私樓供應龐大，加上美國加息步伐未明朗，相信有關物業印花稅的調減，未會令樓價飆升。

上車與換樓人士受惠

據中原研究部資料統計，2022年300萬元以下一二手私人住宅登記2359宗，僅佔整體私人住宅登記5.6%，同年千萬元以下一二手私人住宅登記33350宗，佔整體登記79.3%。財政預算案將物業印花稅稅階擴闊，同時調低了相關稅率，幅度由1.3%至99.8%。1008萬元以下物業成交為市場主流，以

去年為例佔近八成，包攬了上車盤以至中型換樓單位，屬基本民生置業市場，相信有助帶動整體物業成交。

寬減印花稅金額只是數萬元，屬小減辣，但象徵意義重大。以往特區政府房策以壓抑需求為主，多年來只有加辣少見減辣，面對去年疫情年，物業成交量創新低，樓價更大跌逾15%，特區政府今次願意稍為樓市鬆綁，證明亦意識到物業市場乃香港其中重要經濟命脈。

現時香港仍正處於初期復甦階段，相信小減辣未必會大幅度增加物業成交量，此寬減可為今年樓價升幅增添1%至2%，成交量增20%。

物業投資者如果將目光放遠一點，就會發現樓市正有好消息來臨。近期美國通脹頑強是短暫問題，部分聯儲成員更表明3、5及6月其中一次加息或許由0.25厘提高至0.5厘，但相信過了0.5厘的一次加息，加幅又會回復至0.25厘，加息周期可能快將完結。

長線美息終要回落，通脹及經濟升跌是有循環周期的，現時美國經濟數據參差，難以承受長期加息。投資市場定律是：「現在的加息是未來的減息作準備。」投資必有風險，投資者只要量力而為就可以小心駛得萬年船。