

景气拐点将现，破旧立新迎春来

社服零售 2025 年度投资策略

政策信号积极，景气拐点将现

2024 年国内消费总体延续弱复苏态势，消费信心仍需进一步提振，服务消费和线下零售相关企业经营短期内持续承压；外需表现总体好于内需，消费出海热度依旧不减，出海企业业绩高增。12 月中央政治局会议和中央经济工作会议释放出多重积极信号，会议指出，明年要实施更加积极的财政政策和适当宽松的货币政策。2025 年是“十四五”规划收官之年，2024 年中央经济工作会议将“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”放在 2025 年重点任务的首位，展现了扩内需的决心和重要性。

展望 2025 年，建议关注五条投资主线

- 1) 线下流量回归，传统业态调改潜力大，契合首发经济的政策方向，有望掀起持续的流量热潮，带动经营复苏，相关受益标的包括：永辉超市、孩子王、百联股份、中百集团、家家悦、重庆百货等；
- 2) AI 技术持续升级，AI 应用渗透率有望持续提升，相关受益标的包括焦点科技、兰生股份、青木科技、凯淳股份、南极电商、博士眼镜等；
- 3) 消费者为情绪价值买单意愿增强，高景气新零售赛道有望持续获得超预期表现，相关受益标的包括：名创优品、泡泡玛特、爱婴室等；
- 4) 促内需背景下，顺周期板块有望低位复苏，从而释放业绩弹性，相关受益标的包括：同庆楼、海底捞、百胜中国、锦江酒店、首旅酒店、君亭酒店、科锐国际、祥源文旅、众信旅游等；
- 5) 消费出海前景广阔，近年来政策不断加大对国货品牌出海的支持力度，建议关注出海服务商以及产品力较强的消费出海，相关受益标的包括：米奥会展、小商品城、安克创新、赛维时代、特海国际、泡泡玛特、名创优品、潮宏基、周大福等。

风险提示

宏观经济下行，居民收入及消费意愿恢复不及预期，行业竞争加剧。

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：许光辉

邮箱：xugh@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523020002

联系电话：

分析师：徐晴

邮箱：xuqing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523080002

联系电话：

分析师：王璐

邮箱：wanglu2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523040001

联系电话：

盈利预测与估值

股票 代码	股票 名称	收盘价 (元)	投资 评级	重点公司							
				EPS (元)				P/E			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600754.SH	锦江酒店	26.86	买入	0.94	1.17	1.36	1.62	28.6	23.0	19.8	16.6
600258.SH	首旅酒店	14.67	买入	0.71	0.86	0.99	1.08	20.7	17.1	14.8	13.6
600415.SH	小商品城	13.41	增持	0.49	0.54	0.57	0.80	27.4	24.8	23.5	16.8
002315.SZ	焦点科技	41.68	增持	1.21	1.47	1.75	2.03	34.4	28.4	23.8	20.5
300795.SZ	米奥会展	20.01	增持	1.24	0.92	1.30	1.65	16.1	21.8	15.4	12.1
600826.SH	兰生股份	8.60	买入	0.52	0.4	0.43	0.46	16.5	21.5	20.0	18.7
300592.SZ	华凯易佰	14.28	增持	1.23	0.94	1.24	1.43	11.6	15.2	11.5	10.0
600861.SH	北京人力	19.35	增持	1.08	1.56	1.72	1.85	17.9	12.4	11.3	10.5
605108.SH	同庆楼	24.51	增持	1.17	0.59	1.12	1.58	20.9	41.5	21.9	15.5
6862.HK	海底捞	14.79	买入	0.83	0.82	0.90	0.96	17.8	18.0	16.4	15.4
9987.HK	百胜中国	348.01	增持	1.99	2.21	2.48	2.70	22.4	20.2	18.0	16.5
9658.HK	特海国际	20.46	增持	0.05	0.06	0.08	0.10	52.5	43.7	32.8	26.2
002345.SZ	潮宏基	5.81	买入	0.38	0.41	0.48	0.55	15.3	14.2	12.1	10.6
600612.SH	老凤祥	54.27	买入	4.23	4.62	5.01	5.32	12.8	11.7	10.8	10.2
002867.SZ	周大生	14.53	买入	1.21	1.1	1.36	1.56	12.0	13.2	10.7	9.3
605599.SH	菜百股份	11.35	增持	0.91	0.97	1.08	1.22	12.5	11.7	10.5	9.3
603199.SH	九华旅游	33.75	增持	1.58	1.84	2.06	2.21	21.4	18.3	16.4	15.3
002707.SZ	众信旅游	7.39	增持	0.03	0.15	0.28	0.32	246.3	49.3	26.4	23.1
9690.HK	途虎-W	16.74	买入	0.30	0.78	1.38	2.03	55.8	21.5	12.1	8.2
600859.SH	王府井	15.41	增持	0.63	0.55	0.72	0.82	24.5	28.0	21.4	18.8
9992.HK	泡泡玛特	83.37	增持	0.81	1.57	2.11	2.67	102.9	53.1	39.5	31.2
9896.HK	名创优品	43.76	增持		2.12	2.73	3.32		20.6	16.0	13.2

资料来源: wind, 华西证券研究所

注: 百胜中国、特海国际 EPS 为美元, 收盘价和汇率均取自 2024/12/31, 1HKD=0.93CNY, 1USD=7.19CNY

正文目录

1. 回顾及展望	6
1.1. 回顾 2024：强外需弱内需，结构性亮点涌现	6
1.2. 展望 2025：政策信号积极，景气拐点将现	10
2. 主线一：线下流量回归，关注传统零售渠道变革经营反转	12
2.1. 商超：爆改焕发活力，关注传统商超底部反转	13
2.2. 母婴：孩子王线下+线上渠道扩张	16
2.3. 百货：关注首发经济对百货企业的经营带动	17
3. 主线二：AI 技术迭代，关注 AI 应用渗透率提升及线上增量业务	19
3.1. AI 应用商业化：焦点科技	19
3.2. 世界人工智能大会服务商：兰生股份	20
3.3. 社交电商+AI 提效，电商代运营增量空间	22
4. 主线三：情绪消费不断破圈，关注潮玩等高景气赛道	24
4.1. 潮玩：切中情绪痛点，从轻奢小众走向大众平价	24
5. 主线四：顺周期低基数下有望释放高业绩弹性	27
5.1. 餐饮：需求回暖，有望带动量价修复	27
5.2. 酒店：供给侧增速放缓，revpar 有望低位复苏	29
5.3. 人力资源服务：强顺周期属性，有望迎来底部修复	31
6. 主线五：消费出海景气度延续，关注强品牌企业和出海平台	33
6.1. 餐饮：国际市场空间广阔，中餐出海进入新阶段	33
6.2. 潮玩：IP 涌现，文化出海正当时	35
6.3. 黄金珠宝：品牌出海初期，看好头部品牌潜力	37
6.4. 出海平台：价值不断提升，推荐米奥会展、小商品城	39
6.5. 跨境电商：海外需求韧性，国际运费形式尚不明朗，关注定价权强的出海品牌	42
7. 风险提示	43

图表目录

图 1 国内消费总体呈现弱复苏态势	6
图 2 国内消费信心仍需进一步提振	6
图 3 乡村市场销售增速快于城镇	7
图 4 服务消费恢复快于商品零售	7
图 5 分品类的限额以上单位商品零售额增速	7
图 6 2024 年 1-11 月我国出口总额同比+6.7%	8
图 7 2024 年前三季度我国跨境电商出口同比+15.2%	8
图 8 2024 年以来消费者服务板块、商贸零售板块股价表现	9
图 9 2024 年以来消费者服务重点子板块股价表现	9
图 10 2024 年以来商贸零售重点子板块股价表现	10
图 11 2024 年以来线上及线下社会零售额累计同比增速	12
图 12 部分传统零售公司 24Q1-Q3 收入同比增速 (%)	12
图 13 永辉调改门店开业首日销售额	15
图 14 2024 年三季度末家家悦各业态门店数量	16
图 15 2024 年前三季度超市百货公司营业利润率比较	16
图 16 孩子王 2018-2024 门店数量 (家)	16
图 17 乐友国际收入及利润规模 (万元)	16
图 18 公司与辛选合资公司股权架构图	17
图 19 中国制造网付费会员数量 (个)	19
图 20 公司归母净利润同比增速	19
图 21 2024H1 公司收入结构	21

图 22	公司核心项目列示	21
图 23	公司货币资金与交易性金融资产充足	21
图 24	公司保持较高分红率	21
图 25	中国潮玩零售市场规模及增速	24
图 26	分品类的中国潮玩零售市场规模 (亿元)	24
图 27	潮玩消费年龄结构 (2021 年)	25
图 28	潮玩消费地域结构 (2021 年)	25
图 29	2024 上半年公司门店区域结构	26
图 30	爱婴室历年门店数量 (家)	26
图 31	2024 年 1-11 月全国餐饮收入同比+5.7%	27
图 32	2024H1 连锁餐饮品牌同店和客单价普遍承压	27
图 33	餐饮市场开店率和关店率	28
图 34	全国餐饮门店规模波动向下	28
图 35	2024Q3 餐饮门店分布及增长率 (较 2023 年底)	28
图 36	连锁餐饮品牌直营开店放缓	28
图 37	海底捞露营店	29
图 38	“蜡笔小新”主题餐厅	29
图 39	酒店连锁集团入住率尚未恢复到疫情前	30
图 40	23Q1-24Q3 锦江、首旅、华住 revpar 恢复率	30
图 41	企业异地办会需求及预算占比	30
图 42	全球会展规模预测 (十亿美元)	30
图 43	Roberthalf 外包业务 (contract solutions) 在下行周期韧性更强	31
图 44	科锐国际灵活用工外派人次	32
图 45	新增招聘帖子数量 (个) 与招聘年薪资 (元)	32
图 46	近两年国内人口增长停滞	33
图 47	东南亚新兴消费市场增速相对较快	33
图 48	预计 2024 年国际餐饮市场规模 3.57 万亿美元	34
图 49	预计 2024 年国际中餐市场规模 3653 亿美元	34
图 50	全球潮玩市场呈现出强劲的增长势头	36
图 51	近两年金价持续攀升	37
图 52	2023 年全球金饰消费量达 2093 吨	38
图 53	2023 年全球各地区金饰消费量 (吨)	38
图 54	周大福海外门店分布 (截至 2024 年 9 月底)	39
图 55	泰国宋干女神佩戴黄金配饰	39
图 56	2023 米奥会展市占率 (按参展企业数量)	40
图 57	2023 年米奥会展市占率 (按展览面积)	40
图 58	公司 CG 平台 GMV (亿元)	42
图 59	公司跨境人民币业务结算额 (亿元)	42
图 60	7-8 月我国出口金额分别同比+6%/+8%	42
图 61	美国红皮书商业零售额三季度稳健增长 (%)	42
图 62	国际运价仍在波动中	43
图 63	美元兑人民币中间价	43
表 1	社服及零售细分板块业绩表现	8
表 2	2024 年 12 月中央政治局会议和中央经济工作会议重要表述	10
表 3	近期全国各地消费券发放情况 (部分)	11
表 4	各地首发经济相关政策整理	13
表 5	传统商超调改策略梳理	14
表 6	孩子王加盟店加盟标准	17
表 7	AI 麦可发展历程	20
表 8	2023 年电商代运营公司收入占比最高业务规模及占比	22
表 9	电商代运营企业 AI 应用整理	23
表 10	科锐国际股权激励草案	32
表 11	部分餐饮品类的出海情况	35
表 12	潮玩出海三大目标市场总结	37

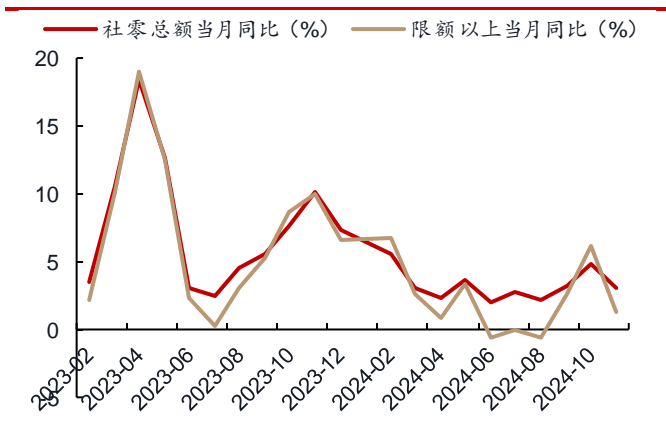
表 13 国内头部黄金珠宝品牌出海进程及发展战略	38
表 14 米奥 2025 年展会安排	40
表 15 《浙江省义乌市深化国际贸易综合改革总体方案》及义乌进口贸易创新发展试点	41

1. 回顾及展望

1.1. 回顾 2024：强外需弱内需，结构性亮点涌现

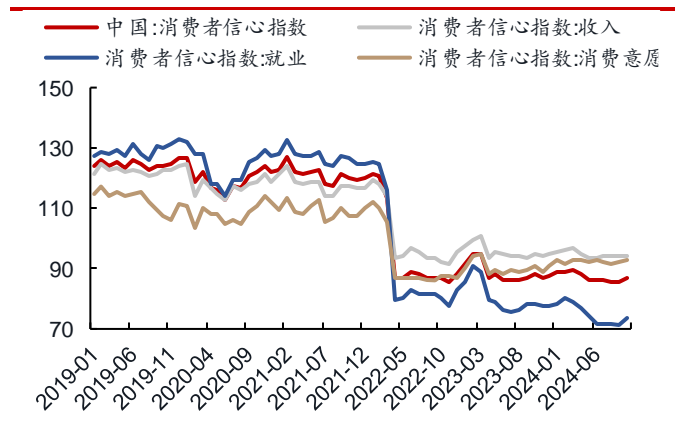
国内消费总体延续弱复苏态势，消费信心仍需进一步提振。据国家统计局数据，2024 年 1-11 月，社零总额累计同比+3.5%，限额以上社零累计同比+2.6%，国内消费市场延续弱复苏态势。我国消费者信心指数自 2024 年 4 月份以来连降 6 个月，10 月份消费者信心指数环比回升 1.2 至 86.9；其中，收入状况满意指数、消费意愿满意指数高于总指数，而就业状况满意指数较低。

图 1 国内消费总体呈现弱复苏态势



资料来源：wind, 华西证券研究所

图 2 国内消费信心仍需进一步提振

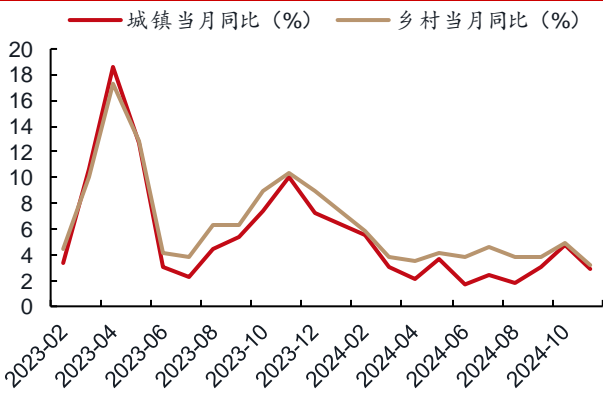


资料来源：wind, 华西证券研究所

弱复苏下仍具结构性亮点，部分细分品类保持较快增长。1) 下沉市场消费较高线市场更具活力，按城市层级划分¹，据各市统计局数据，2024 年前三季度，一线城市/新一线城市/二线城市的社零增速平均值分别为-1.1%/+2.7%/+3.7%，一线及新一线城市社零增速低于全国总体增速 3.3%；按城乡划分，2024 年 1-11 月，乡村/城镇社零累计同比分别+4.3%/+3.3%，县乡消费市场表现更优。2) 服务消费恢复快于商品零售，2024 年 1-11 月，服务零售额累计同比+6.4%，增速高于商品零售额 3.2pct。3) 部分细分商品品类表现亮眼，体育娱乐用品类增长较快，2024 年 1-11 月限额以上单位零售额累计同比+10.5%；以旧换新政策带动家电、家具、汽车等品类销售，限额以上单位家用电器和音响器材类商品零售额自 9 月份以来连续 3 个月保持高速增长态势。

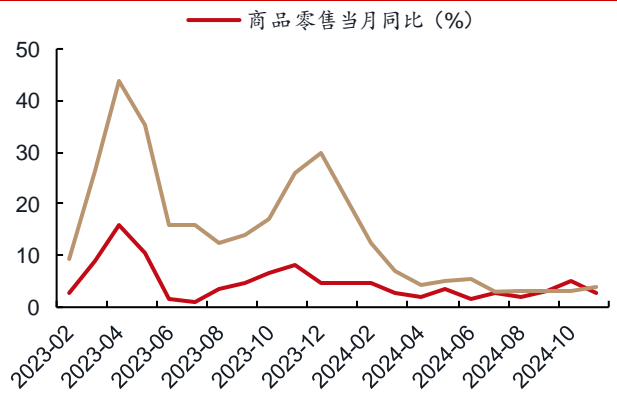
¹ 城市分级根据《2023 城市商业魅力排行榜》划分，样本数据包括一线城市 4 个、新一线城市 15 个、二线城市 30 个。

图3 乡村市场销售增速快于城镇



资料来源: wind, 华西证券研究所

图4 服务消费恢复快于商品零售



资料来源: wind, 华西证券研究所

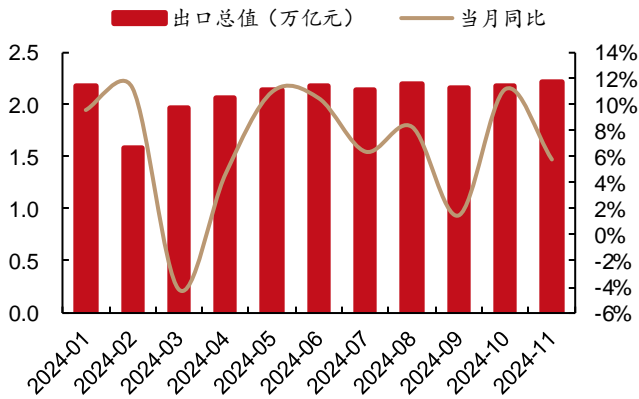
图5 分品类的限额以上单位商品零售额增速

品类	当月同比 (%)	2024-02	2024-03	2024-04	2024-05	2024-06	2024-07	2024-08	2024-09	2024-10	2024-11	2024M1-M11
粮油食品		9.0	11.0	8.5	9.3	10.8	9.9	10.1	11.1	10.1	10.1	9.9
饮料		6.9	5.8	6.4	6.5	1.7	6.1	2.7	-0.7	-0.9	-4.3	3.2
烟酒		13.7	9.4	8.4	7.7	5.2	-0.1	3.1	-0.7	-0.1	-3.1	5.2
日用品		-0.7	3.5	4.4	7.7	0.3	2.1	1.3	3.0	8.5	1.3	2.7
化妆品		4.0	2.2	-2.7	18.7	-14.6	-6.1	-6.1	-4.5	40.1	-26.4	-1.3
服装鞋帽针纺织品		1.9	3.8	-2.0	4.4	-1.9	-5.2	-1.6	-0.4	8.0	-4.5	0.4
金银珠宝		5.0	3.2	-0.1	-11.0	-3.7	-10.4	-12.0	-7.8	-2.7	-5.9	-3.3
文化办公用品		-8.8	-6.6	-4.4	4.3	-8.5	-2.4	-1.9	10.0	18.0	-5.9	-1.3
体育娱乐用品		11.3	19.3	12.7	20.2	-1.5	10.7	3.2	6.2	26.7	3.5	10.5
家用电器和音像器材		5.7	5.8	4.5	12.9	-7.6	-2.4	3.4	20.5	39.2	22.2	9.6
家具		4.6	0.2	1.2	4.8	1.1	-1.1	-3.7	0.4	7.4	10.5	2.9
汽车		8.7	-3.7	-5.6	-4.4	-6.2	-4.9	-7.3	0.4	3.7	6.6	-0.7

资料来源: wind, 华西证券研究所

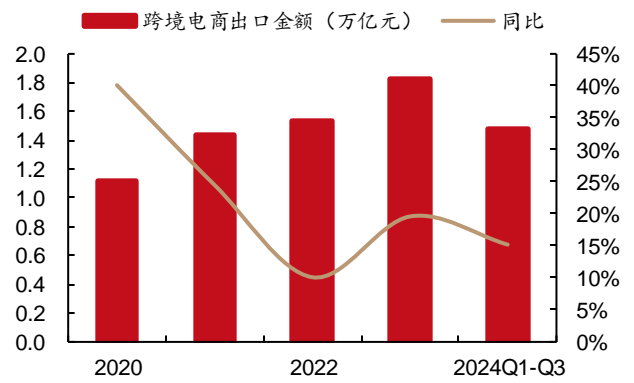
外需表现总体好于内需，消费出海热度依旧不减。据海关总署数据，2024年1-11月，人民币计价下，我国出口总额同比+6.7%；2024年前三季度，我国跨境电商出口总额同比+15.2%，出口保持较高增速。随着国内市场竞争加剧，跨境电商和海外物流仓等配套设施发展成熟，中国消费企业积极出海寻找增量，包括餐饮、茶饮、潮玩、黄金珠宝等细分赛道。全球蓝海市场红利驱动出海企业业绩高增，据公司公告，2024年前三季度，名创优品来自海外市场的收入同比+41.5%；2024H1，泡泡玛特来着中国港澳台及海外市场的收入同比+259.6%，2024Q3中国港澳台及海外收入同比+440%-445%。

图 6 2024 年 1-11 月我国出口总额同比+6.7%



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 7 2024 年前三季度我国跨境电商出口同比+15.2%



资料来源: 海关总署, 华西证券研究所

从业绩端来看, 人力资源服务、旅游及景区板块表现较为突出。从社会服务细分板块来看, 2024 年前三季度, 人力资源服务板块收入和归母净利润同比分别+16%/+31%, 灵活用工景气延续、招聘需求回暖带动板块业绩高增; 旅游及景区板块收入和归母净利润同比分别+18%/+11%, 受益于国内旅游供给持续优化、出入境政策不断优化等, 国内旅游、出入境旅游市场强劲复苏; 酒店板块收入和归母净利润同比分别基本持平/+8%; 餐饮板块收入和归母净利润同比分别+2%/-73%; 会展服务板块收入和归母净利润同比分别-4%/-24%; 免税板块收入和归母净利润同比分别-15%/-25%, 出入境旅游恢复对海南客流有所分流。从商贸零售细分板块来看, 2024 年前三季度, 跨境电商板块收入和归母净利润同比分别+5%/-12%, 收入端保持增长, 利润端受运费上涨、汇率波动等影响有所承压; 钟表珠宝板块收入和归母净利润同比分别-2%/-3%, 金价急涨抑制终端动销; 百货板块收入和归母净利润同比分别-8%/-17%; 超市板块收入和归母净利润同比分别-9%/+527%。

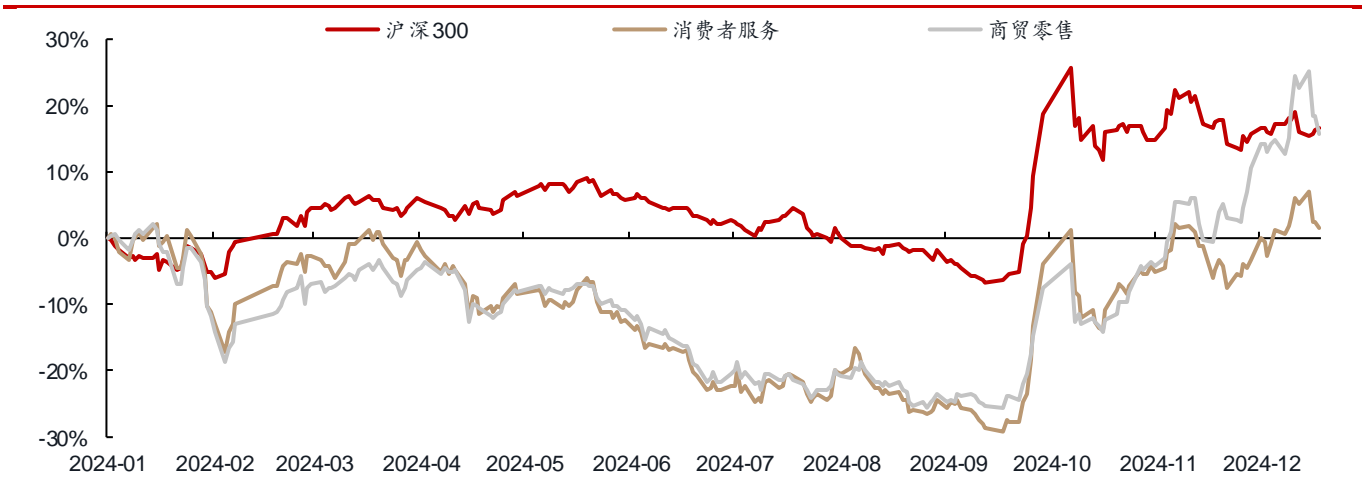
表 1 社服及零售细分板块业绩表现

SW 细分行业	营收增速				归母净利润增速			
	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q1-Q3	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q1-Q3
人力资源服务	158%	-25%	18%	16%	140%	-6%	23%	31%
会展服务	108%	-9%	-17%	-4%	44%	-47%	32%	-24%
酒店	12%	-4%	-6%	0%	55%	47%	-29%	8%
餐饮	17%	-4%	-5%	2%	74%	-209%	-94%	-73%
旅游及景区	44%	18%	6%	18%	92%	-8%	10%	11%
免税	-9%	-17%	-22%	-15%	0%	-38%	-53%	-25%
百货	-6%	-6%	-11%	-8%	-25%	-44%	125%	-17%
超市	-6%	-8%	-12%	-9%	15%	5%	368%	527%
跨境电商	12%	1%	5%	5%	30%	-17%	-34%	-12%
钟表珠宝	8%	7%	-23%	-2%	11%	12%	-32%	-3%

资料来源: wind, 华西证券研究所

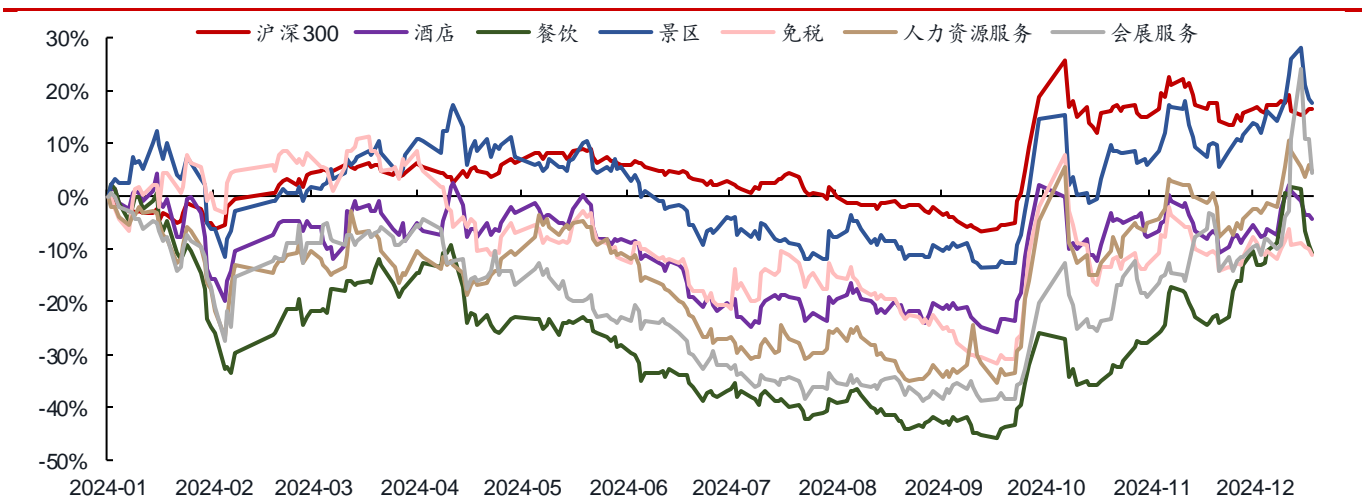
复盘今年以来消费者服务板块和商贸零售板块的股价表现：2024/1/2-9/23，板块整体呈现承压回调态势，大幅跑输大盘，中信消费者服务指数、商贸零售指数累计跌幅 28%、24%，分别跑输大盘 23pct、19pct；子板块中，餐饮、会展服务、人力资源服务、免税、酒店、景区板块累计跌幅 43%、38%、34%、31%、24%、13%，跨境电商、超市、钟表珠宝、百货板块累计跌幅 45%、30%、26%、22%。9月24日国新办发布会宣布央行创设互换便利和股票回购增持专项再贷款两项新工具支持资本市场，9月26日中央政治局会议果断部署一揽子增量政策，有效提振社会信心，新一轮行情开始启动。2024/9/24-12/19，中信消费者服务指数、商贸零售指数累计涨幅 35%、48%，分别跑赢大盘 17pct、31pct；具体来看，前序跌幅较深的细分子板块弹性更大，会展服务、餐饮、人力资源服务板块累计涨幅 62%、50%、48%，超市、百货、跨境电商板块累计涨幅 103%、67%、62%，其中，超市板块还受调改催化、百货板块部分公司存在较大并购重组预期，反弹幅度最为显著。

图 8 2024 年以来消费者服务板块、商贸零售板块股价表现



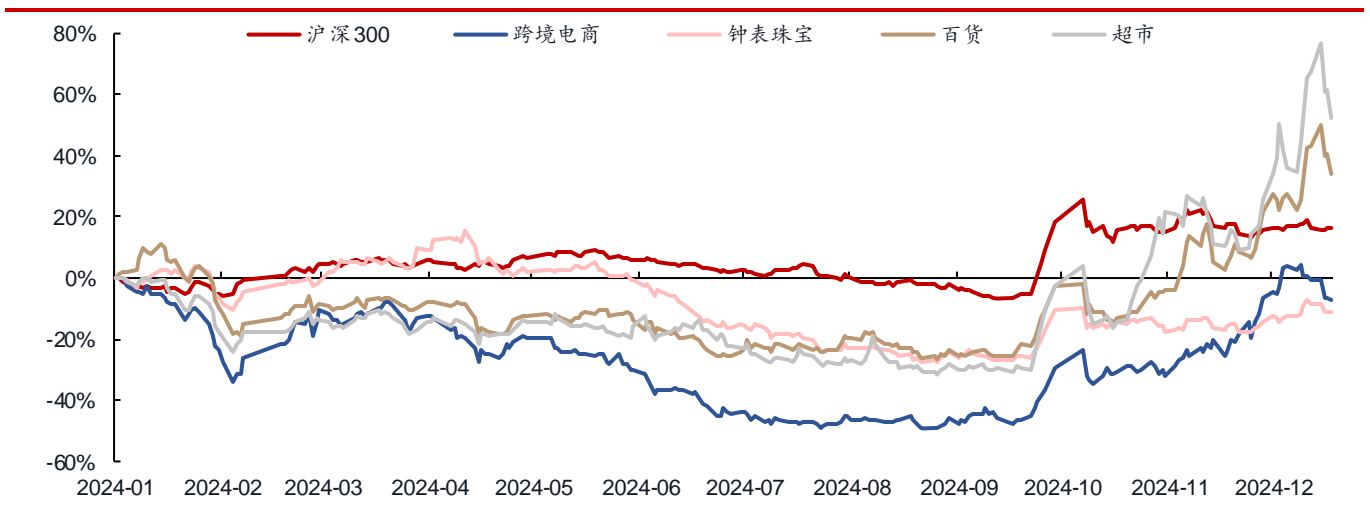
资料来源：wind，华西证券研究所

图 9 2024 年以来消费者服务重点子板块股价表现



资料来源：wind，华西证券研究所

图 10 2024 年以来商贸零售重点子板块股价表现



资料来源：wind，华西证券研究所

1.2. 展望 2025：政策信号积极，景气拐点将现

政策信号积极，明年将大力提振消费、扩大内需。2024 年 12 月中央政治局会议和中央经济工作会议释放出多重积极信号，会议指出，明年要实施更加积极的财政政策和适当宽松的货币政策。2025 年是“十四五”规划收官之年，2024 年中央经济工作会议将“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”放在 2025 年重点任务的首位，展现了扩内需的决心和重要性。

表 2 2024 年 12 月中央政治局会议和中央经济工作会议重要表述

	2024 年 12 月中央政治局会议 (12.9)	2024 年中央经济工作会议 (12.11-12.12)
宏观	实施更加积极的财政政策和适当宽松的货币政策，充实完善政策工具箱，加强超常规逆周期调节，打好政策“组合拳”。	实施更加积极的财政政策，提高财政赤字率，加大财政支出强度，增加发行超长期特别国债；实施适度宽松的货币政策，适时降准降息；打好政策“组合拳”。
消费	大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。	大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。实施提振消费专项行动，推动中低收入群体增收减负，提升消费能力、意愿和层级；加力扩围实施“两新”政策，创新多元化消费场景，扩大服务消费，促进文化旅游业发展；积极发展首发经济、冰雪经济、银发经济。
资本市场	稳住楼市股市。	深化资本市场投融资综合改革，打通中长期资金入市卡点堵点，增强资本市场制度的包容性、适应性。

资料来源：新华社，华西证券研究所

今年以来，一系列扩内需促消费政策持续发力，成效显著。9 月 26 日中央政治局会议以来，全国多地开启新一轮消费券发放，涵盖餐饮、住宿、电影、体育、零售等多个领域。作为短期刺激手段，消费券的发放能够产生乘数效应，快速提振消费信

心，激活市场需求。以“乐·上海”服务消费券为例，据人民网上海公众号报道，据上海市商务委介绍，前两轮“乐品上海”餐饮消费券累计共发放超过603万张餐饮消费券，资金撬动比约为4.2；据消费大数据实验室（上海）数据，自9月28日第一轮发放以来，截至11月26日，餐饮消费券发放期间上海线下餐饮消费合计583.9亿元/+11.4%，参与活动的上海正餐企业10月份营业额同比降幅明显收窄。

表3 近期全国各地消费券发放情况（部分）

地区	开始时间	类型	金额
上海	2024.9.28	“乐·上海”服务消费券	5亿元，其中，餐饮3.6亿元、住宿9000万元、电影3000万元、体育2000万元
	2024.11.8	“乐享浦东”餐饮消费券	1亿元
	2024.11.15	静安区商圈活力消费券	
	2024.12.8	上海浦东旅游消费券	
河南	2024.10.2	金秋消费券	2亿元，面向餐饮、住宿、电影三个领域
	2024.12.1	郑州市文商消费券	第一期1800万元，面向餐饮、零售、住宿、电影等领域
北京	2024.11.3	冰雪消费券	不少于3万张
江苏	2024.12.12	常州市“苏新消费·喜迎元旦”餐饮、老字号专项消费券	100万元
四川	2024.12.26	“天府精品”迎春消费月	将发放各类惠民大礼包超10亿元，包括美食、家用电器、供货商、零售商、茶叶、汽车、酒业、丝绸、跨境电商、特色商业街等十个领域

资料来源：上海市政府，上海市商务局，上海市静安区政府，郑州市政府，郑州市商务局，北京市体育局，常州日报，四川在线，华西证券研究所

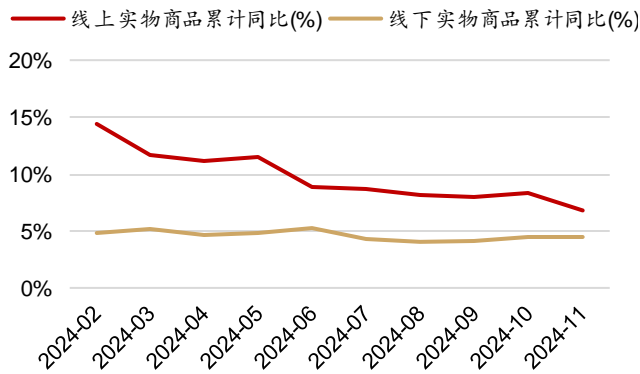
展望 2025 年，我们建议关注以下投资主线：

- 1) 线下流量回归，传统业态调改潜力大，契合首发经济的政策方向，有望掀起持续的流量热潮，带动经营复苏，相关受益标的包括：永辉超市、孩子王、百联股份、中百集团、家家悦、重庆百货等；
- 2) AI 技术持续升级，AI 应用渗透率有望持续提升，相关受益标的包括焦点科技、兰生股份、青木科技、凯淳股份、南极电商、博士眼镜等；
- 3) 消费者为情绪价值买单意愿增强，高景气新零售赛道有望持续获得超预期表现，相关受益标的包括：名创优品、泡泡玛特、爱婴室等；
- 4) 促内需背景下，顺周期板块有望低位复苏，从而释放业绩弹性，相关受益标的包括：同庆楼、海底捞、百胜中国、锦江酒店、首旅酒店、君亭酒店、科锐国际、祥源文旅、众信旅游等；
- 5) 消费出海前景广阔，近年来政策不断加大对国货品牌出海的支持力度，建议关注出海服务商以及产品力较强的消费出海，相关受益标的包括：米奥会展、小商品城、安克创新、赛维时代、特海国际、泡泡玛特、名创优品、潮宏基、周大福等。

2. 主线一：线下流量回归，关注传统零售渠道变革经营反转

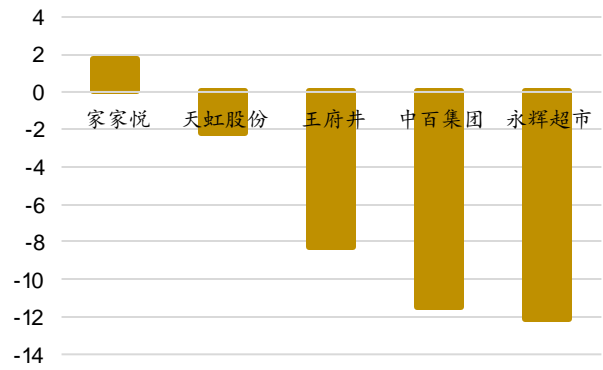
线上线下社会零售额增速差收窄，线下零售经营或已触底。根据社零数据，2024 年线下实物商品累计销售额增速较为平稳，与线上的差距有所收窄，从上市的头部商超和百货 2024 年前三季度的收入增长来看，多处于微增或下滑的状态，我们认为线下传统零售企业经营或已进入磨底阶段。

图 11 2024 年以来线上及线下社会零售额累计同比增速



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图 12 部分传统零售公司 24Q1-Q3 收入同比增速 (%)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

山姆、开市客、胖东来等品质超市爆火，供应商合作意愿强烈，线下渠道价值提升。近年来，山姆、开市客、胖东来、奥乐齐等品质商超掀起一阵采购风潮，此类商超纷纷发力自有品牌，打造差异化和提升利润率，优质商超由此成为众多食品代工厂的 KA 客户。在合作品牌方面，根据食品板公众号报道，众多知名食品品牌如农夫山泉、伊利乳业、海天味业、统一面业、盼盼食品、洽洽食品等均推出山姆定制款。在标品方面，美妆、服装等品牌也纷纷入驻品质商超，且提供有竞争力的价格，据每日人物报道，多个海外一线美妆品牌商品在山姆的售价低于国内线上平台。我们认为线上虽具备流量优势，但流量分配机制复杂、达播抽佣率较高，而品质商超客群稳定、渠道费用相对较低，渠道价值有望持续提升，商超货品供给有望持续优化。

政策全面支持传统零售创新转型，给予“首店”“首发”较大扶持力度。今年以来，多地政府对首发经济出台支持政策，2024 年 12 月，商务部副部长盛秋平在中国国际经济交流中心举行的 2024—2025 中国经济年会上表示，商务部将加快出台推动首发经济的政策文件，指导各地找准定位、因地制宜发展首发经济。2024 年 12 月，商务部等 7 部门联合印发《零售业创新提升工程实施方案》，《方案》提出推动场景化改造，鼓励融合性商业，创新时尚型商业，倡导策展型商业，培育主题式商业，完善社区型商业。

表 4 各地首发经济相关政策整理

时间	城市	内容简述
2024 年 12 月	商务部	商务部将加快出台推动首发经济的政策文件，指导各地找准定位、因地制宜发展首发经济
2024 年 4 月	上海	<ol style="list-style-type: none"> 1. 打响“首发上海”品牌，每年 3 月至 5 月打造“首发上海·firstinshanghai”全球新品首发季 2. 支持具有引领性的国内外品牌在沪开设高能级首店，对亚洲及以上级别首店予以 100 万元的一次性奖励，活动期间开设的亚洲及以上级别首店，予以 120 万元的一次性奖励 3. 支持在沪举办首发首秀首展，对高规格首发首秀首展给予最高 100 万元的补贴，活动期间举办的具有国际影响力和市场引领性活动的最高给予 120 万元补贴。 4. 构建首发经济专业服务生态圈，对专业机构组织开展的相关项目按实际投入的 30%，给予最高 100 万元的资金支持 5. 优化首发活动报批报备管理，对 1000 人以上大型新品首发活动，推行同一场地同类活动一次许可报批制度 6. 提供进口首发新品通关便利，建立涉及首发首秀首展首店的进口商品通关便利“企业服务包”
2023 年 8 月	武汉	<ol style="list-style-type: none"> 1. 加快培育和引进高能级品牌首店等，丰富品牌首店资源 2. 助力品牌首店选址落地，对有选址需求的国际品牌所属企业或授权代理商，协助进行选址指导或对接商业设施产权人 3. 优化品牌首店首发服务，靠前协调服务，建立品牌首发首秀活动管家一站式服务机制
2023 年、2024 年	北京	<ol style="list-style-type: none"> 1. 建立品牌首店首发服务体系，推出北京首店服务专题 2. 零售企业按照项目核定实际投资总额的最高 50% 予以支持，亚洲首店最高补贴 500 万元，中国（内地）首店最高补贴 200 万元，北京首店、旗舰店、创新概念店最高给予 100 万元支持；餐饮企业按照项目核定实际投资总额的最高 20% 进行补贴，最高支持 50 万元。
2024 年 1 月	广州	<ol style="list-style-type: none"> 1. 对成功引进品牌首店，且签订 2 年及以上入驻协议，具有独立法人资格的商业设施运营方、街区运营管理机构等择优给予奖励，每新引进 1 家品牌首店奖励不超过 10 万元，每年同一机构最高奖励 200 万元 2. 对签订 2 年及以上入驻协议在穗开设亚洲首店、中国（内地）首店、华南首店、广州首店的国内外品牌企业给予支持，开设首店的租金和装修总成本不低于 100 万元的，择优按照不超过项目核定实际投资成本 20%、最高 300 万元，分档给予支持 3. 对签订 2 年及以上入驻协议开设的国内外品牌独立法人性质各类门店升级为品牌旗舰店的，且上年度营业额不低于 500 万元、装修总成本超过 200 万元的，择优按照不超过项目核定实际投资成本 20%、最高 200 万元给予支持
2024 年 1 月	重庆	<ol style="list-style-type: none"> 1. 对商业运营商按年度引进落地商业品牌首店的层级、数量、运营成效及经济影响等情况综合评定，给予最高不超过 200 万元的资金奖励 2. 对协助引进首店的第三方机构，按协助引进首店的层级、数量及经济影响等情况综合评定，给予最高不超过 100 万元的资金奖励 3. 鼓励培育创建中华老字号、重庆老字号名店，对在商圈、特色街区、旅游景区等区域新开设面积达 200 平方米以上的直营门店，按不超过投资额 30%、最高不超过 100 万元的标准给予资金奖励 4. 对市外连锁经营商贸企业来渝设立全球总部、区域总部及结算中心并在渝开设直营门店，最高给予 100 万元资金奖励

资料来源：央视网，上海市商务委，武汉市商务局，北京日报，北京市人民政府、广州市商务局，重庆市商务委，华西证券研究所

2.1. 商超：爆改焕发活力，关注传统商超底部反转

传统零售全面进入“去 KA”时代，发挥选品及供应链优势，提升经营水平。以往，实体商超大部分采用 KA 制，会向供应商（一般是品牌商于当地的经销商）收取一道广告费（进场费、货架费等），是商超的重要利润来源。在 KA 体系下，货品展

示为供应商竞价的结果，生意本质为“卖货架”，商超弱化选品及运营能力，价格也不具备竞争力。2023年盒马开启去KA战略，今年以来永辉、联华、家家悦纷纷强推“裸采”，取消进场费、条码费等后端费用，专注货品经营。我们认为去KA模式下，由于砍掉后端毛利，商超会更多关注C端需求，追求商品结构和周转效率，从而使经营情况发生根本性变化。

传统商超纷纷加入调改大军，提出较为明确的调改计划，具体措施涵盖：1) 向优秀商超学习选品思路，进行供应链改革；2) 缩小门店面积，精简SKU；3) 调整品类结构，增加鲜食占比；4) 提升服务水平、优化购物环境等。调改店短期内销售额均取得明显提升，我们认为大型传统商超过去在属地供应链方面有一定能力沉淀，新的一年随着调改经验日渐丰富、线下人气回归，传统商超有望实现底部反转，建议关注调改力度大的传统商超，相关收益标的包括：

表5 传统商超调改策略梳理

调改方面	具体举措	案例
购物环境	拓宽购物通道，采用更加科学合理的卖场布局和顾客动线规划，确保顾客购物舒适愉快；对门店进行装修升级，打造宽敞明亮、整洁美观的购物环境	永辉超市广州南沙万达店重新梳理了卖场布局，拓宽了主副购物通道，入口附近便是果蔬和烘焙区；门店降低了货架高度，取消了强制动线，规划了双出入口收银线；中百集团武汉关山光谷店增设顾客休息区，增加微波炉、一次性纸杯、直饮水、智能洗手台、充电宝、休息椅等便民设备
商品结构	精选优质商品，丰富商品种类，严格控制商品品质；增加自有品牌比例，打造具有差异化竞争优势的自有品牌产品；根据周边市民的购物习惯和市场需求，下架低效冗余的商品，上架符合新生活需求的商品	永辉超市广州南沙万达店规划商品从原先的14000多支减少至约9800支，其中新引入单品近5000支，更新率约60%，商品结构接近胖东来门店商品结构的80%，还引入了约40支胖东来的爆款自有商品；中百集团武汉关山光谷店淘汰了老商品13448个，商品淘汰率80%。对标引进新商品6366个，增加趋势性、潮流性品类，增加网红商品；重庆百货旗下新世纪超市超级市集-加州店按“宽类窄品”的逻辑，围绕“一日三餐”的生活必需品，聚焦高性价比和高品质商品，SKU数同比减少70%以上，提升动销和周转
商品陈列	增加介绍立牌，安排多项试吃活动，让消费者在购物的同时能够亲身体验商品的品质	联华超市世纪联华中环店增加了介绍立牌，并安排多项试吃活动
价格策略	优化采购渠道，过滤商品价格，保证实实在在的商品定价，合理的利润；推出“总有新低价”等活动，通过自有品牌来控制成本和质量，提供低价商品	永辉超市通过推动裸价和控后台的策略，全面掌握商品的主导权；中百集团武汉关山光谷店所有商品取消促销形式，一律一价到底，平均降价幅度20%，部分类别降价近40%；重庆百货旗下新世纪超市超级市集-加州店坚持EDLP，对标竞争对手，保持价格优势
服务质量	加强员工培训，提高员工的服务意识和专业技能，确保每一位员工都能以饱满的热情和专业的态度为顾客提供周到细致的服务；增设顾客休息区，提供餐桌餐具、洗手台、插座等配套设施，甚至配备免费的充电器；推出3公里商圈内“买贵退差”等多项无忧服务	永辉超市广州南沙万达店每个区域都有服务配套，如宠物寄存区、便民服务区，为特殊群体提供放大镜和血压测量仪等设施，休息区提供微波炉、直饮水、冰袋、纸巾、吸管等；中百集团武汉关山光谷店在服务台、收银台、顾客服务处，增设了筷子、勺子、吸管、手套等免费服务便民用具；联华超市世纪联华中环店推出“三公里内买贵退差”的承诺
员工待遇	提高员工薪资水平、完善员工福利制度，如减少工时、增加休假等福利待遇	永辉超市广州南沙万达店普通员工月工资提升至6000元起，工作时间平均每日不超过8小时，工作满一年即可享受10天带薪年假；中百集团武汉关山光谷店试点门店员工工作时长缩短了1小时，增加带薪年假，平均一个员工每月工资上涨500-5000元
数字化转型	启用智能购物车，具备智能导航、在线支付、个性化推荐功能；开展线上线下全渠道经营策略，如自建网购平台，与大电商平台合作	联华超市世纪联华中环店首次启用智能购物车

资料来源：南方都市报、金羊网、百联官网、重庆百货公告、武汉市商务局，华西证券研究所

- 1) **永辉超市**：自公司 2024 年 6 月第一家学习胖东来调改门店开业以来，截至 2024 年 12 月 30 日赢商网报道，全国调改门店开业数量以达到 29 家。根据超级快消圈公众号报道，永辉超市副总裁、全国调改组负责人王守诚表示，与半年前郑州信万广场店调改相比，随着经验的积累，调改效率在提升，预计春节前调改后的开业门店将超过 40 家，明年全年还要对至少 100 家门店进行调改。据公司官网披露，截至 10 月 30 日，已开业门店总数 810 家。较上半年末减少了 133 家。

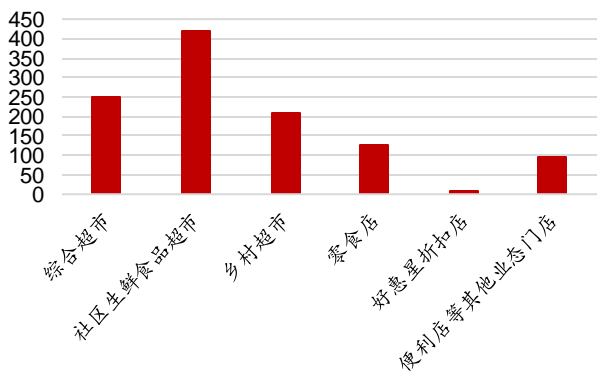
图 13 永辉调改门店开业首日销售额

已开业的永辉调改门店销售数据		
门店	开业时间	开业日销售额
郑州信万广场店	2024/6/19	188万元
郑州瀚海尚店	2024/8/7	108万元
西安中贸广场店	2024/8/31	160万元
合肥东风大道店	2024/9/2	121万元
福州公园道店	2024/9/12	110万元
成都文化广场	2024/10/11	140万元
北京喜隆多店	2024/10/19	170万元
深圳卓悦汇店	2024/11/8	200万元

资料来源：界面新闻，华西证券研究所

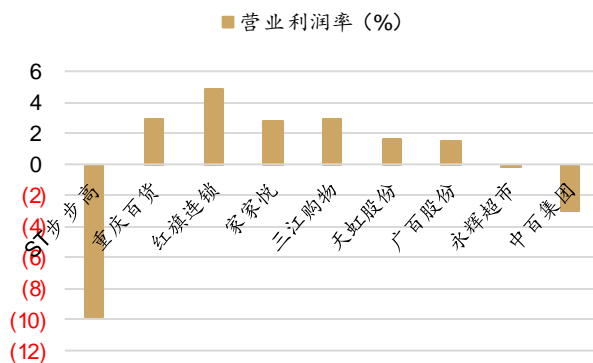
- 2) **中百集团**：根据公司 2024 年半年报，公司门店总数为 1686 家，其中大卖场及综合超市 192 家，社区超市及便利店 1470 家，百货购物中心 7 家，电器专卖店 17 家。2024 年 5 月底，中百集团仓储超市公司派遣调改学习小组，通过专题培训、现场跟学、同行交流、市场调研等方式，赴郑州参加胖东来帮扶调改教学。7 月 20 日，中百集团学习胖东来后首家调改门店中百仓储关山光谷店恢复营业。根据中国商界杂志社援引集团官网信息，截至 12 月，中百超市“调改店”数已超 80 家，7—11 月，中百超市“调改店”销售额同比提升超 20%，来客数同比提升超 30%。
- 3) **家家悦**：公司在山东省内拥有密集的门店网络，形成了较强的区域优势。2024 年前三季度，公司归母净利润 1.88 亿元，同比-12.33%。2023 年起，公司发力量贩零食、硬折扣超市等新业态，关闭经营能力较差的门店，营业利润率在同行中处于较高水平。截至 2024 年三季度末，公司门店总数 1103 家，其中直营门店 973 家、加盟店 130 家。按业态分布，截至 2024 年三季度末，公司新业态零食店、好惠星折扣店数量分别达到 125 家、10 家。同时，根据联商网，家家悦威海通诚店于 2024 年 10 月 31 日调改升级焕新开业，由 SPAR 国际专业团队参与打造，精简了 3000 多个同质化商品，引进了 900 多个时尚个性化的新品。增设了专业烘焙区、休闲零食区和糖果专区，更好地满足年轻消费群体的需求。面食区开放式厨房，熟食品类达到 230 余种。

图 14 2024 年三季度末家家悦各业态门店数量



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 15 2024 年前三季度超市百货公司营业利润率比较



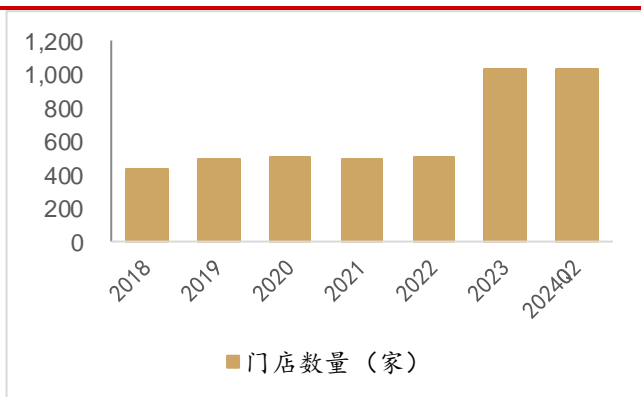
资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.2.母婴：孩子王线下+线上渠道扩张

传统专业零售同样进行渠道变革，母婴龙头孩子王从线下母婴专营店到“大店+小店+加盟+直播电商”的多元业态扩充：

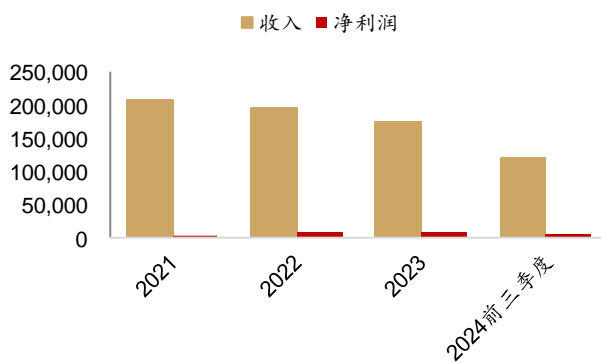
母婴童用品龙头，2024 年收购乐友国际利润大幅增长。成立于 2009 年，是一家以母婴童零售为主营业务的上市公司。截至 2024 上半年，公司门店数量达到 1035 家，覆盖全国 200 多个城市。2024 年前三季度实现营业收入约 67.98 亿元，同比增长 7.10%；归属于上市公司股东的净利润约 1.31 亿元，同比增长 12.24%。2024 年 12 月 25 日晚，孩子王发布 2024 年度业绩预告，预计 2024 年实现归属上市公司股东净利润为 1.6 亿元至 2.11 亿元，同比增长 52.21% 至 100.73%；扣非后净利润预计为 1.2 亿元至 1.6 亿元，同比大幅增长 91.92% 至 155.90%。利润大幅增长主要由于公司 2023 年收购乐友国际商业集团有限公司、“三扩”战略持续发力、全力实施降本增效等积极因素。

图 16 孩子王 2018-2024 门店数量（家）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 17 乐友国际收入及利润规模（万元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

线下渠道变革：开放大店加盟，深耕下沉市场。2024 年正式开放大店加盟业务，通过“品牌授权+数字化能力”整店模型输出的加盟模式，与加盟商共享已有的门店数字化管理和会员精准营销的核心能力。从截至 2024 年 10 月，已开设 4 家加盟精

选店，分别为四川广汉百伦广场精选店、内蒙古包头苏宁广场精选店、河南商丘柘城精选店及浙江丽水精选店，根据新民周刊，其中首家精选店四川广汉百伦广场精选店表现亮眼，9月日销环比增加43%，10月日销环比增加62%。根据央广网报道，未来3年，孩子王规划覆盖1000个县城，基本实现“一县一店”。

表6 孩子王加盟店加盟标准

项目	具体要求
物业标准	门店面积优选 800 m ² 左右；
选址标准	核心商圈、城市副中心、区级商业中心、优秀社区商业中心；辐射人口（3公里）25—40万人；公共交通不少于5条（含轨道交通）；满足顾客停车需求
资质要求	要求加盟商具备母婴等相关零售行业经验，最好有新型引流工具，并倾向让房地产、饭店、超市等行业相关从业者加入
已开门店经营情况	孩子王四川广汉百伦广场精选店自2024年7月开业以来，销售情况良好，9月日销额环比增长43%，10月日销额环比增长62%（全国首家加盟店）

资料来源：央广网、中国产业融媒网、孩子王文化窗、华西证券研究所

联手头部主播，直播业务空间广阔：2024年10月，公司携手广东辛选控股有限公司，共同注资成立杭州链启未来有限责任公司，开展新家庭电商直播零售业务，并探索线下新零售业务的发展。股权比例为：公司及一致行动人持股45%，辛选控股持股10%，辛选核心高管郑伽柏持股10%；当家主播、辛选一姐“蛋蛋”杨润心持股5%。根据每日经济新闻报道，泛母婴品类在辛选年度GMV500亿的占比约80%约400亿元。根据母婴日报报道，12月18日辛选主播蛋蛋近日开启辛选与孩子王合作后首次母婴专场直播，单场销售额突破2亿元。

图18 公司与辛选合资公司股权架构图

孩子王儿童用品股份有限公司	广东辛选控股有限公司	郑伽柏	周通	杜晨鹏	行凌伟	汪建国	杨润心	徐卫红	侍光磊
33.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	5.00%	5.00%	4.00%	3.00%
杭州链启未来网络科技有限公司									

资料来源：公司公告，华西证券研究所（标红为孩子王及一致行动人）

2.3. 百货：关注首发经济对百货企业的经营带动

传统百货也是各类“首店”的重要落地载体。我们认为，百货上市公司多为省属/市属国企，在当地核心区域拥有物业设施，是各类新业态、新品牌“首店”落地的极佳场景，有望为传统百货再添活力，相关受益标的包括：

- 1) **百联股份：**公司实控人为上海国资委，公司以百货商店、连锁超市、购物中心、奥特莱斯为核心业务，根据公司财报，公司旗下拥有第一八佰伴、永安百货、东方商厦（旗舰店）等多个知名商业品牌及一批地理位置优越的物业，其中不乏历史保护建筑。百货、购物中心业态致力于提质增效，依托在地文化精心打磨年轻化、差异化的空间产品，形成策展型商业空间百联TX淮海、二次元文化地标百联ZX创趣场、新意思中心淮海755等年轻力商业体；奥特莱斯业态在中国奥莱行业处于领先地位，覆盖上海、杭州、南京、武汉、

无锡、济南、青岛、长沙等多个核心城市。根据上海国资委及蓝鲸新闻，**旗下 ZX 创趣场为二次元垂类商场，首店占比超过 60%，自 2023 年 1 月开始营业，18 个月营业额累计超过 5 亿元。**

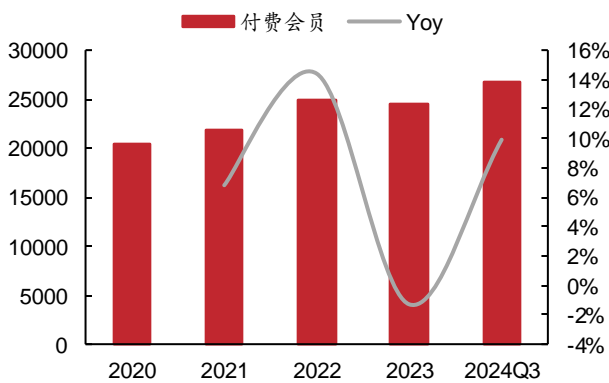
- 2) **武商集团：公司为湖北省最大的综合性商业企业，其前身为 1959 年创建的中苏友好商场，实际控制人为武汉国资委。目前已实现跨区域发展布局，根据公司 2024 年半年报，公司下属有武商 MALL、武商 MALL·世贸、武商梦时代、南昌武商 MALL 等主要购物中心 11 家，分别坐落于湖北武汉、襄阳、仙桃、黄石、十堰、老河口及江西南昌等核心商圈，购物中心自有物业建筑面积约 217.8 万平方米；超市业态拥有 68 家门店，包括鄂州、荆州、黄冈、襄阳、宜昌、十堰、孝感、黄石、咸宁、仙桃及江西南昌。12 月 26 日公司发布公告称，将与王府井集团共同成立“王府井武商免税品经营有限责任公司”，共同运营武汉首家市内免税店。**
- 3) **重庆百货：深耕重庆市场，持股马消贡献稳健投资收益。截至 2024 年第三季度，公司线下零售门店共 273 家，其中百货业态门店 50 家，超市业态门店 149 家，电器业态门店 42 家，汽贸业态门店 32 家。2024 年第三季度百货业务收入 4.51 亿元，同比下降 15.09%，占总营业收入的比例约为 11.2%。持有重庆马上消费金融股份有限公司 31.06% 的股份，2024 年 1-3Q 公司投资收益 4.79 亿元，同比下降 3%，其中 3Q 投资收益 1.47 亿元，同比增长 96%。**

3.主线二：AI 技术迭代，关注 AI 应用渗透率提升及线上增量业务

3.1.AI 应用商业化：焦点科技

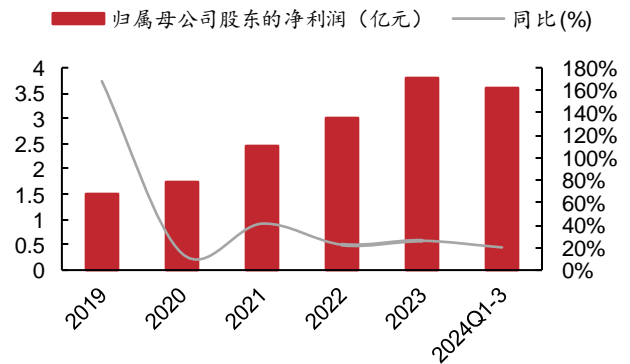
外贸 B2B 线上平台龙头，付费会员稳步增长。公司旗下的中国制造网创立于 1998 年，是全链路外贸服务综合平台，为中国供应商和海外采购商挖掘全球商机，提供一站式外贸服务。2023 年，该业务实现营业收入 12.46 亿元，占公司全部营收的 82.0%。2024 年前三季度公司实现营业收入 12.06 亿元，同比增长 7.77%；归母净利润 3.58 亿元，同比增长 20.17%；扣非后归母净利润 3.53 亿元，同比增长 19.76%

图 19 中国制造网付费会员数量（个）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 20 公司归母净利润同比增速



资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司研发外贸领域 AI 工具 AI 麦可，持续进行功能迭代。2023 年 4 月，AI 麦可首次亮相，初步展现了其在外贸 B2B 领域应用的潜力，为后续的完善与拓展奠定了基础。紧接着在 7 月，2.0 版本问世，其功能覆盖范围大幅拓展，涵盖了平台运营、内容生产、商机跟进等外贸工作的关键场景，标志着 AI 麦可向多功能综合性工具的方向迈进。2023 年 9 月，AI 麦可 3.0 以“数智化 AI 助手”的崭新姿态登场，在智能程度和实用性上实现了质的飞跃，全方位提升了外贸人的工作效率，进一步赢得了市场的认可和用户的青睐。步入 2024 年，研发进程持续加速，2 月时，AI 麦可已涵盖文字、图片、视频等多种媒体形式，并规划在企业知识库构建应用及数字人优化升级等方面重点发力。直至 11 月，AI 麦可升级至 4.0 版本，成功实现从“AI 外贸助手”向全流程“AI 外贸能手”的关键跃升，不仅能自动规划与执行整个外贸 workflow，还具备主动“学习”知识库的能力，成为外贸领域不可或缺的智能伙伴，引领着外贸业务的智能化变革。根据公司 2024 年半年报，AI 麦可实现现金回款超 1300 万元购买，AI 麦可会员共 6095 位（不含试用体验包客户），较一季度末增加了 1454 位。

表 7 AI 麦可发展历程

时间	AI 麦可发展内容
2023 年 4 月	AI 麦可首次亮相，焦点科技将 AI 技术综合应用于外贸 B2B 领域
2023 年 7 月	2.0 版本问世，拓展应用范围，功能覆盖平台运营、内容生产、商机跟进等外贸工作领域全场景
2023 年 9 月	AI 麦可 3.0 以“数智化 AI 助手”全新姿态面向用户，全面提升外贸人工作效率
2024 年 2 月	涵盖文字、图片、视频等多种媒体形式，计划在企业知识库构建应用及数字人优化升级等方面重点迭代
2024 年 11 月	AI 麦可升级至 4.0 版本，从“AI 外贸助手”跃升为全流程“AI 外贸能手”，能完成外贸 workflow 自动规划与执行，且能主动“学习”知识库

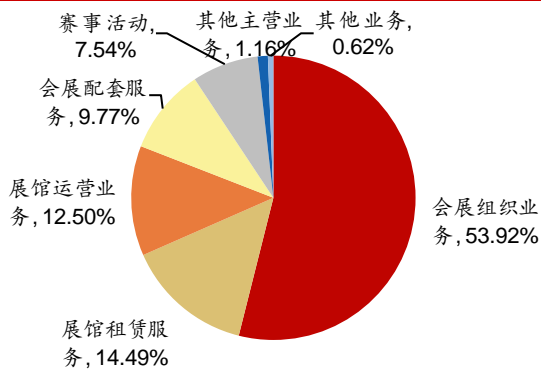
资料来源：公司投关记录表，华西证券研究所

成立 AI 事业部，完善 AI 生态圈。根据公司 10 月 31 日投资者关系活动记录表，公司 AI 事业部在今年 7 月正式发布了开放平台 Focus AIM，Focus AIM 旨在依托焦点科技 20 余年的数字化外贸推广经验，为出海企业提供智能化、自动化产品和解决方案，帮助企业更快、更准地捕获优质商机。Focus AIM 平台已囊括四大 AI 产品，除此前已发布的中国制造网 AI 麦可、独立站 AI 助手 Moli AI，面向全球买家的采购助手 SourcingAI 外，AI 事业部还在今年三季度正式推出为全球分销商和跨境电商商家提供解决选品、货源查找、店铺运营等多方面运营难题的 AI Agent 产品 Mentarc，从而实现让每个人能“低进入门槛、高发展空间”地轻松做起跨境生意，用 AI 颠覆传统工作方式，用 AI 实现跨境生意闭环。我们预期未来 2-3 年公司 AI 收入规模或有望快速提升，形成公司新增长极。

3.2.世界人工智能大会服务商：兰生股份

公司实控人为上海国资委，拥有工博会、上海马拉松、世界人工智能大会等多项优质会展资产。公司业务由会展组织、展馆租赁服务、展馆运营、会展配套服务、赛事活动等构成，2024 上半年以上各项业务收入占比分别为 54%、15%、13%、10%、8%。2023 年起，线下会展全面爆发。2024 年公司在高基数下实现平稳发展，2024 年前三季度公司实现营业收入 9.32 亿元，同比-3.3%，实现归母净利润 2.02 亿元，同比-16.53%，收入下滑原因除世博展馆举办赛事有所减少之外，我们认为与会展及赛事收入确认节奏有关：截止 2024 年 9 月 30 日，公司合同负债 2.98 亿元，同比增加 15%，为 Q4 收入增长提供良好基础。

图 21 2024H1 公司收入结构



资料来源：公司公告，华西证券研究所

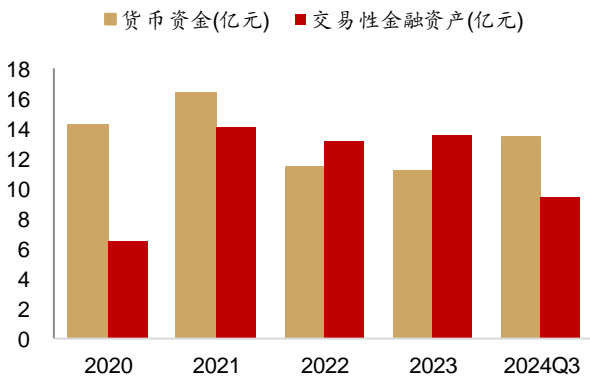
图 22 公司核心项目列示

分类	项目名称
会展	中国国际工业博览会、上海国际广告印刷包装纸业展览会、上海国际绿色建筑建材博览会、上海国际照明展览会、中国自主品牌博览会、中国（上海）国际技术进出口交易会、中国华东进出口商品交易会、俄罗斯家庭用品及礼品展、土耳其 worldfood 国际食品展、2024 东京国际礼品展、它博会
赛事	上海马拉松、上海赛艇公开赛、上马 speedx 系列赛·耐克少儿跑、首届“上帆”、2024 年世界泳联游泳世界杯（上海站）
会议活动	世界人工智能大会、上海国际广告节、第四届“海聚英才”全球创新创业峰会、它博小课·第二季

资料来源：公司公告，华西证券研究所

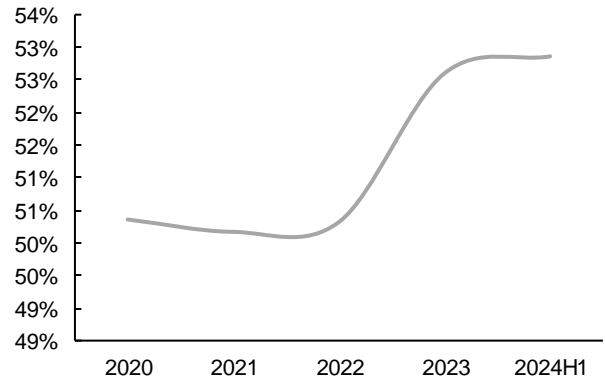
公司账上现金充足，重组以来保持较高的分红水平，同时实现外延扩张。公司采用轻资产的业务模式，现金流良好，截止 2024 年 9 月 30 日，公司账面货币资金和交易性金融资产分别为 13 亿元、9 亿元。公司充足的资金一方面可以保证较高的分红率，公司自 2020 年完成重组以来保持 50% 以上的分红比例；另一方面也为公司外延发展提供基础，公司 2023 年 9 月公告联合关联方上海东瑞慧展私募投资基金合伙企业通过协议受让及定向增资的方式，取得上海它布斯展览有限公司 40.74% 的股权。其中，兰生股份拟出资 4230 万元，持有 34.81% 的股权。根据 2024 年 12 月公司投资者关系活动记录表，它博会今年 4 月顺利在世博展览馆满馆举办，连续两年展览面积达 7 万平方米。明年它博会将扩大展览规模，预计超 10 万平方米。

图 23 公司货币资金与交易性金融资产充足



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 24 公司保持较高分红率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

成立子公司，重点打造世界人工智能大会项目。根据公司 2024 年三季度报告，为使世界人工智能大会（WAIC）项目能够进一步实现跨越式发展，公司同意出资 5,000 万元成立上海东浩兰生威客引力有限公司（暂定名），打造具有全球影响力、以人工智能大会为核心的生态服务商。为进一步推进公司全球战略，加快拓展海外市场，提升专业性及竞争力，积极打造“世界知名，国内首选”的会展服务品牌。综合考虑融资成本、税收成本、法律风险和区域优势等因素，同意出资 1,000 万美元，在香港设立全资子公司，东浩兰生会展集团（香港）有限公司（暂定名），搭建境外业务平台及投融资平台。根据 2024 年 12 月公司投资者关系活动记录表，威客引力不

仅仅是传统意义上的会展公司，未来还将打造知识付费、资源付费、活动付费等多元化的盈利模式，我们认为公司有望围绕 WAIC 打造新的成长曲线。

3.3. 社交电商+AI 提效，电商代运营迎增量空间

微信抖音相继开通“送礼物”功能。12月17日，微信小店开启“送礼物”功能灰度测试，除珠宝首饰以及教育培训&其他类目以及商品原价高于1万元的商品外，符合微信小店准入及运营规则的商品均将默认支持“送礼物”功能。

微信小店自2024年8月正式上线，为微信电商重要一环，临近节假日“送礼物”功能有望再添热度。2024年8月25日，视频号小店正式升级为微信小店：1) 扩大了小店的连接范围，此前视频号小店只连接视频号、公众号、小程序、朋友圈，微信小店还会出现在搜一搜等更多场域；2) 商家入驻门槛降低，只要是个体工商户就可以直接开通微信小店，甚至支持满足一定条件的商家0元保证金试运营。腾讯24Q3财报中，电商业务微信小店被首次写进财报。在当晚的电话会议上，腾讯高管重点提及微信小店，称腾讯正在围绕微信小店来升级整个电商战略。据《晚点 LatePost》报道，微信视频号电商2023年的成交总额（GMV）在一千亿元左右，与同行差距较大。从12月到2月，横跨圣诞、元旦、春节、情人节等众多高送礼需求节假日，微信小店有望借助“送礼物”吸引更多商家入驻以及实现更多增量消费需求。

我们认为微信小店“送礼物”功能将线下拆礼物带来的惊喜体验复制到线上，赋予电商购物更高的情绪价值以及用户间更深层的情感链接，有望派生更多的增量消费需求，利好种草或送礼场景较多的细分品类（美妆、食品等）。

品牌方在微信渠道投入增加有望为电商代运营企业带来增量需求。上市代运营公司业务模式主要包含：1) 品牌销售；2) 品牌运营及营销；3) 提供整体解决方案等，我们认为随着商家入驻微信电商的意愿增强，有助于代运营企业为客户提供增量服务从而提升报价水平。

表 8 2023 年电商代运营公司收入占比最高业务规模及占比

公司	收入占比最高的业务	该业务收入(亿元)	该业务收入占比(%)
丽人丽妆	美妆洗护品类电商零售	27.08	98.03
微盟集团	订阅解决方案收入 (SAAS)	13.49	60.57
有赞	商家服务	11.32	78.18
凯淳股份	品牌线上销售	3.33	52.32
青木科技	电商代运营服务	4.87	50.29
壹网壹创	品牌线上营销服务	4.62	35.85

资料来源：各公司年报，华西证券研究所

AI 技术在电商代运营企业中应用广泛，助力降本增效。电商代运营为人力密集型企业，AI 技术广泛应用在电商代运营企业当中，优化客服、设计、店铺运营、直播电商等环节效率，助力公司降本增效。

表 9 电商代运营企业 AI 应用整理

公司名称	AI 应用
青木科技	将青木数据中台结合 AI 技术进行了升级，开发了青木青灵，在电商运营服务的客服环节、设计环节、店铺运营环节、电商直播环节等进行了应用，如在客服的售前环节，结合商品的特点进行卖点生成、咨询自动问答、客户流失分析，售中环节进行导购回复指引，还能在售后环节进行客服问答、质检和评价分析等；在设计环节，能用人工智能技术对图片和短视频进行智能编辑、图片智能识别，并能简单对短视频进行剪辑；在店铺运营环节，能够自动生成商品标题、营销文案等；在电商直播环节，公司还在进行虚拟数字人直播的尝试和测试
凯淳股份	已实现生成式 AI 在多个场景的广泛应用，包括但不限于生成式文字内容、创意图片设计、编程辅助、AGENT 智能代理、数据处理等，具体体现为一句话提炼产品核心卖点、设计适用于多种场景的创意图像、运营商品 AI 赋能、构建内部业务系统的问答 ChatBot、以及智能助手、智能客服服务等
微盟	推出面向中小微电商从业者的 AI 产品“WIME”，具有多模态创作能力，能提供从商拍、物料设计到营销推广的全链路提效，包括爆款仿写、批量输出图文等；还可按商家风格生成匹配不同渠道的内容素材；此外，微盟的 WAi 产品矩阵可助力不同规模 and 需求的商家智能化升级
有赞	智能客服功能，有赞 Jarvis 能够自动回复客户咨询，实现个性化设置和订单跟踪；在店铺管理方面，AI 技术帮助商家进行商品、库存和订单管理，优化运营流程；AI 技术在数据分析功能中的应用，使得销售数据、会员数据和流量分析更加精准，为商家提供数据驱动的决策支持；通过客户偏好标签进行精准营销、智能化客户运营系统激活导购等
南极电商	南极电商子公司时间互联在数字营销领域引进了先进人工智能工具，在撰写邮件、视频脚本、方案、关键词生成、代码生成等方面助力员工提升效率，在内容生成方面，研发部署本地化应用，提高输出素材、视频内容的速度和质量
壹网壹创	已部署 AI 内容分析，在过去协同品牌服务消费者的过程中积累了大量的数据，通过数据采集、数据分析，能够在与品牌合作过程中，反向为客户提供品牌内容传递的重点信息建议；公司的技术生态体系内已部署虚拟人偶服务能力，主要应用于各种特定场景，如在美妆教学场景中有效植入虚拟人偶的技术等

资料来源：金融界、每经网、IT 时报、有赞学堂、南极电商投资者互动平台、华西证券研究所

我们认为，微信及抖音的“送礼物”功能同样符合“首发经济”的政策思路，站在促内需的大背景下，消费尚未确定性恢复，建议关注任何刺激消费、有望带来增量需求的创新方法与业态，有望带动相关公司估值持续提升，相关受益标的包括：

- 1) 电商代运营企业：青木股份、凯淳股份、壹网壹创、值得买等；
- 2) 品牌势能向上的线上零售品牌：南极电商、若羽臣、水样股份、丽人丽妆等。

4.主线三：情绪消费不断破圈，关注潮玩等高景气赛道

随着新一代消费群体崛起，消费者越来越重视消费过程中的情感体验和消费品质，更多关注商品的个性化特征、情感附加、文化内涵等，渴望从中获取情绪价值和能量；比如多巴胺营销带来的瞬间快乐、演唱会带来的自由氛围、香氛香水带来的放松舒缓，或是各种新兴消费品牌推出的 IP 联名款、定制设计款，都通过挖掘 IP 的内涵实现和消费者的情绪共振。

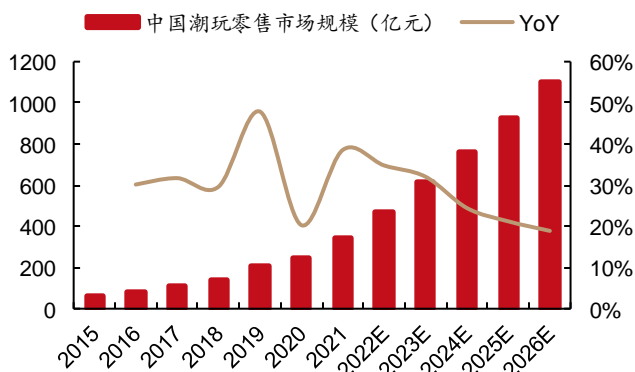
4.1.潮玩：切中情绪痛点，从轻奢小众走向大众平价

“潮玩”概念起源于 20 世纪末的中国香港，21 世纪初美国、日本潮玩开始萌芽，包括 KAWS 在内的大批艺术家涌现。早期潮玩主要以工作室或独立设计师的形式出现，对潮玩的定义也多局限于艺术玩具或设计师玩具，由于限量生产、设计独特、价格高昂，属于小众圈子的爱好。2015 年日本厂商推出了以盲盒形式的 Sonny Angel 系列，2016 年泡泡玛特联合 Kenny 推出 Molly 星座盲盒系列，潮玩逐渐打破小众圈层，开始走向大众视野。自此，全球潮玩市场开始迅速发展，原创潮玩 IP 及潮玩品牌不断涌现，潮玩的边界也不断扩展，现在广义的潮玩已经包含了手办、雕像、BJD、棉花娃娃、卡牌、积木等。

中国潮玩行业仍处于高速增长阶段，渗透率有望进一步提升。随着国内社会经济文化的不断发展，消费者愈发渴望从消费中获得多元价值和情感共鸣，对文娱产品和服务需求不断增加，潮玩产业随之迅速发展。据泡泡玛特招股书和名创优品招股书援引的弗若斯特沙利文数据，中国潮玩零售市场规模从 2015 年的 63 亿元增长至 2021 年的 345 亿元，CAGR+32.8%，预计 2024 年将达 764 亿元；但中国潮玩市场人群的消费金额和渗透率与日本、韩国、新加坡等成熟市场仍存在较大差距，在人均潮玩消费贡献度上仅为日本市场的 1/5、新加坡市场的 1/6（据新华网联合中国社会科学院财经战略研究院发布的《潮玩产业发展报告（2023）》），中国潮玩市场有望进一步扩容。

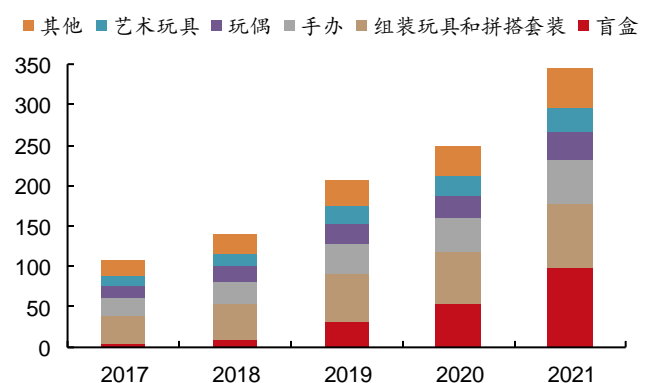
分品类来看，中国潮玩市场中盲盒类增速最快，零售市场规模从 2017 年的 4 亿元增长至 2021 年的 97 亿元，CAGR+121.9%，2021 年占整个潮玩市场的 28%。

图 25 中国潮玩零售市场规模及增速



资料来源：弗若斯特沙利文，华西证券研究所

图 26 分品类的中国潮玩零售市场规模（亿元）



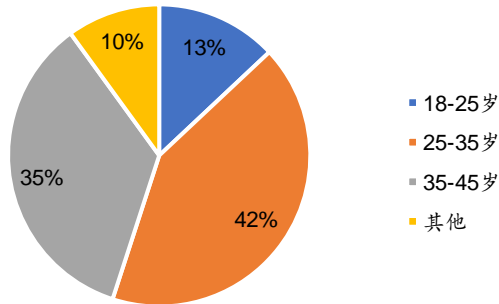
资料来源：弗若斯特沙利文，华西证券研究所

以 Z 世代为代表的年轻人为潮玩市场的消费主力。Z 世代具备三大消费动机，一是社交需求，消费被看作是获寻认同的表达、维护社交的方式；二是人设需求，通过

购买不同产品来打造专属人设；三是悦己需求，通过消费直接获得当下满足感和幸福感。而潮玩正是以 Z 世代为代表的年轻人休闲、交流的重要载体，据京东超市数据，在购买潮玩的人群中，18-35 岁的消费者占比达 55%。

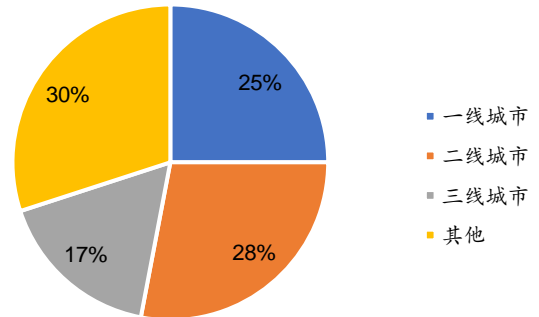
一二线城市是目前主要的潮玩消费市场。据京东超市数据，潮玩消费一线城市/二线城市/三线城市占比分别约为 25%/28%/17%，一二线城市消费占比达一半以上。未来随着下沉市场消费不断升级，下沉消费者对泛娱乐等精神消费的需求将不断上升，三线及以下城市或将成为国内潮玩产业进一步发展的重要驱动力。

图 27 潮玩消费年龄结构（2021 年）



资料来源：京东超市，华西证券研究所

图 28 潮玩消费地域结构（2021 年）



资料来源：京东超市，华西证券研究所

➤ 泡泡玛特：国内潮玩先锋，多元化全球化打开增长空间

国内潮玩行业领航者，竞争优势稳固。公司成立于 2010 年，起于潮流百货，发于潮玩。公司最核心的商业模式是建立了一个覆盖潮玩全产业链的一体化平台，通过艺术家挖掘、IP 运营、消费者触达以及潮玩推广等环节连接小众设计师和广大潮玩爱好者。十余年来，公司孵化出了多个爆款 IP，IP 挖掘和运营能力不断被证明；同时，借助灵敏、创新的供应链体系，实现产品品类的不断拓展；此外，借助先发优势以及盲盒占据消费者心智，快速建立起了行业领先的销售渠道网络，截至 2024 年 6 月底，公司在中国内地共有 374 家零售店、2189 家机器人商店，在中国港澳台及海外共有 83 家零售店（包括合营共 92 家）、143 家机器人商店（包括合营及加盟共 162 家），线上渠道主要包括泡泡抽盒机、天猫旗舰店、抖音平台和其他国内外主流电商平台。

步入大潮玩时代，向上努力向外看。中国内地业务仍是公司的基本盘，2024H1 收入占比 70%，增长具有可持续性：1) 门店升级提升消费者体验和运营效率，叠加产品品类不断拓展，驱动门店店效提升；渠道布局以高线城市为主，下沉市场有待进一步渗透，门店仍有扩张空间；2) 抖音渠道高增及新渠道拓展带动线上渠道增长；3) 乐园、游戏、IP 授权等业务进一步拓宽 IP 变现渠道。中国港澳台及海外业务是公司的第二增长曲线，2024H1 收入占比进一步提升至 30%，随着公司及旗下 IP 的知名度不断提升、本地化运营持续深化以及渠道加速扩张，高增长有望延续。

➤ 名创优品：兴趣+性价比零售，国内海外开店空间广阔

公司提供具有性价比的兴趣消费产品，集团全球门店超过 7000 家。公司门店网络遍布全球，基于兴趣消费提供具有性价比的产品。截至 2024 年 6 月 30 日，公司 MINISO 全球门店 6868 家，TOP TOY 门店数量达到 195 家。公司在售 SKU 超过 1 万个，月均推新 SKU 超过 900 个，24H1 国内 MINISO 商品平均售价为 14.2 元，属

于性价比消费品，公司通过 IP 联名结合丰富的供应链积极拓展垂直领域的兴趣消费用户，有性价比的同时商品具备差异化。根据 21 世纪经济报道，截至 12 月，名创优品已与超 150 个知名 IP 形象在全球范围内开展合作。全球前 10 大 IP 授权商有 6 个、前 20 大 IP 授权商有 9 个，均已和名创优品达成合作。

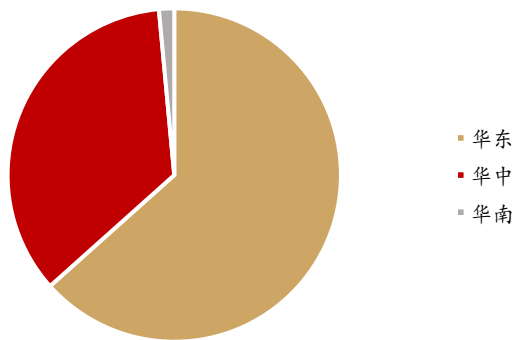
公司发布 5 年计划，预计 2024-2028 年收入 cagr 不低于 20%，门店网络翻倍。 2024 年初公司发布五年战略规划，就网络扩张、收入目标、产品升级等方面提出目标。公司计划 2024-2028 每年净增 900-1100 家门店，2028 年末全球门店数较 2023 年末数据接近翻倍；2024-2028 年集团收入复合增速不低于 20%；2028 年 IP 产品占比超过 50%。

增加二次元 IP 储备，计划明年每月推出谷子新品。 根据 21 世纪经济报道，在二次元的 IP 储备方面，名创优品已经和头部日漫、游戏这些二次元人群喜爱的热度 IP 达成授权合作，预计明年将每月推出名创自研开发的谷子类周边产品，致力于为更多消费者打造沉浸式的二次元体验。此外，名创优品已联动了业内多个实力二次元 IP 在特定门店打造二次元专区，2024 年 Q3 相较于 Q2，设有二次元专区的门店增加了 300 家，二次元类目的销售业绩环比提升了 50%。

➤ **爱婴室：获得万代授权，IP 零售带来新增量**

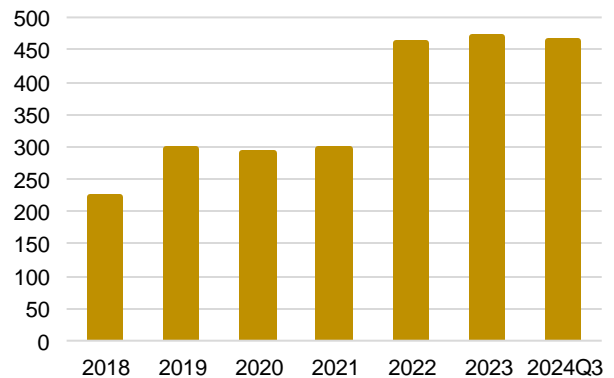
公司为华东区域母婴龙头，门店数量近 500 家。公司在上海、无锡、宁波、杭州、南通、绍兴、嘉兴、厦门、福州等地开设了近 500 家大型母婴品质生活馆，主要聚焦华东、华中，并扎实推进西南、华南等地区的拓展。根据证券时报报道，自 2024 年 12 月到农历新年期间，公司将陆续新增 20 家门店。这些新增门店位于长沙、潜江、盐城、常州、成都、金华、厦门、上海、南京、苏州、无锡、武汉、漳州、镇江等城市。

图 29 2024 上半年公司门店区域结构



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 30 爱婴室历年门店数量（家）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

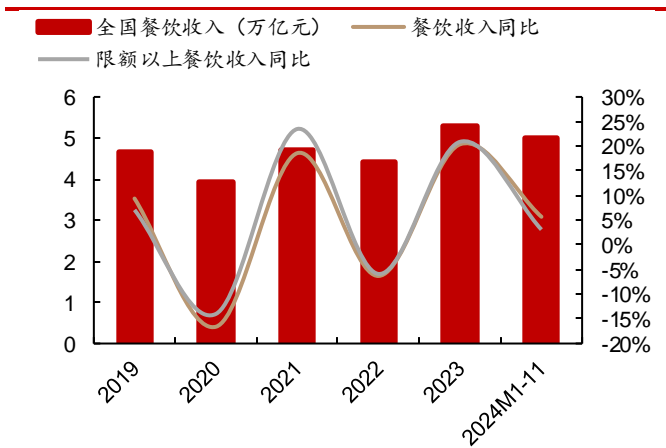
进入潮玩赛道，IP 能级高。 2024 年 12 月 20 日，经万代南梦宫（上海）娱乐有限公司授权，由爱婴室旗下的上海麦趣乐商业有限公司运营的 THE GUNDAM BASE SATELLITE（高达基地）苏州店在苏州中心正式开业。根据 36KR 报道，经计算，万代南梦宫 2023 年实现销售额 10189 亿日元（约合人民币 488.0 亿元），三大 IP（高达、龙珠、海贼王）销售总额为 3939 亿日元。

5. 主线四：顺周期低基数下有望释放高业绩弹性

5.1. 餐饮：需求回暖，有望带动量价修复

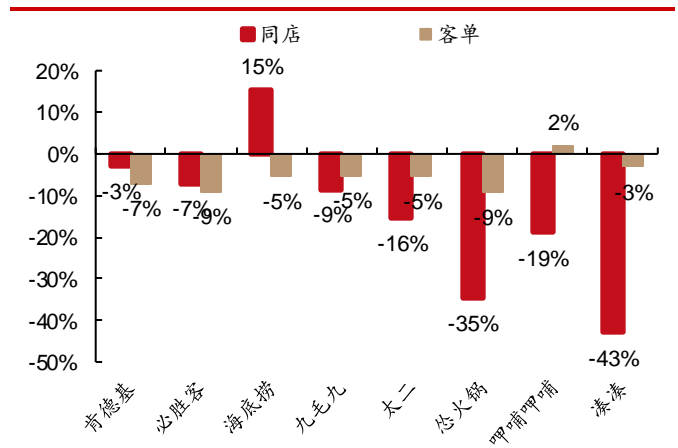
餐饮大盘收入延续增长态势，连锁餐饮品牌同店和客单价普遍承压。据国家统计局数据，2024年1-11月，全国餐饮收入5.02万亿元/+5.7%，限额以上企业餐饮收入同比+3.1%，低于整体增速，主要系限额以上企业基数较高、市场竞争加剧以及消费者消费观念变化等因素影响。从2024H1重点连锁餐饮品牌表现来看，同店和客单价普遍承压，同店降幅3%-43%、客单价降幅3%-9%，个别品牌保持增长。

图 31 2024 年 1-11 月全国餐饮收入同比+5.7%



资料来源：wind, 华西证券研究所

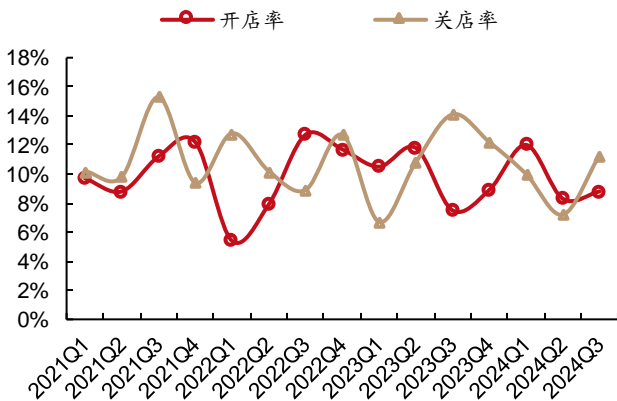
图 32 2024H1 连锁餐饮品牌同店和客单价普遍承压



资料来源：公司公告, 华西证券研究所

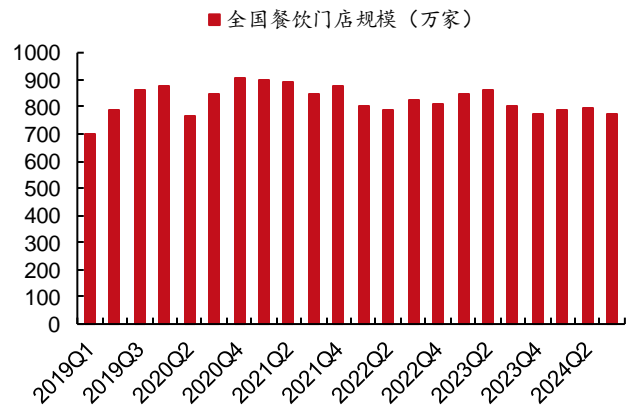
餐饮门店规模波动向下，连锁餐饮品牌直营开店放缓。餐饮行业的进入门槛相对较低，竞争较为激烈，据中国烹饪协会和辰智大数据联合发布的《2024 中国餐饮大数据白皮书》，从开店情况来看，2024H1 餐饮市场开店率高于关店率，2024Q3 关店率超过开店率。从门店规模来看，截至 2024 年三季度末，我国餐饮门店达 776.3 万家，整体呈现波动下降的趋势；其中，餐饮品牌逐渐聚焦下沉市场，截至 2024 年三季度末，一线城市/二线城市/下沉市场门店较 2023 年底分别-5.5%/-3.6%/+5.4%。从重点连锁餐饮品牌开店来看，一方面，开店节奏放缓，部分餐饮品牌呈现净关店状态；另一方面，开放加盟，以轻资产模式扩张，海底捞、太二等品牌纷纷开放加盟，肯德基、必胜客新店加盟占比也逐步提升。

图 33 餐饮市场开店率和关店率



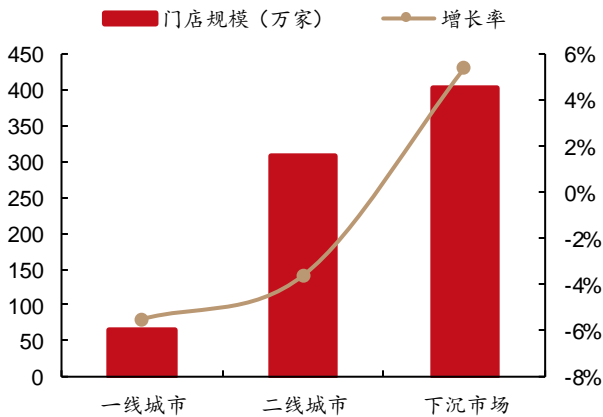
资料来源:《2024 中国餐饮大数据白皮书》, 华西证券研究所

图 34 全国餐饮门店规模波动向下



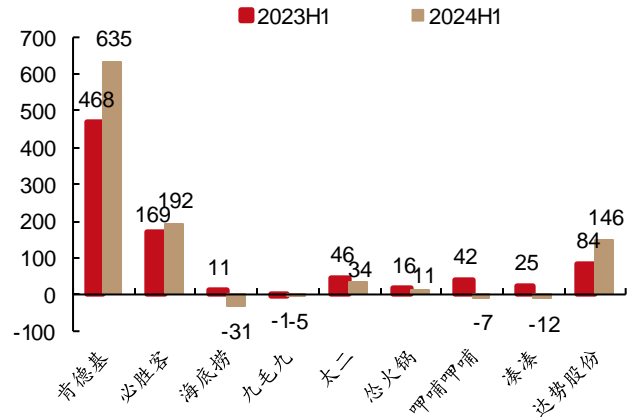
资料来源:《2024 中国餐饮大数据白皮书》, 华西证券研究所

图 35 2024Q3 餐饮门店分布及增长率(较 2023 年底)



资料来源:《2024 中国餐饮大数据白皮书》, 华西证券研究所

图 36 连锁餐饮品牌直营开店放缓



资料来源:公司公告, 华西证券研究所

前端多元化、后端集中化，进一步打开餐饮企业盈利空间。随着消费客群和消费观念的变化，餐饮消费从简单满足品质、饱腹需求升级到个性化、多元化就餐体验，从而为消费者提供情绪价值。为此，餐饮企业主动进行业态创新：1) 打造场景化的用餐体验，如主题餐厅、体验式餐厅等；2) 增加“烟火气”品类，如湘式小炒、广式砂锅等；3) 延长营业时间，全时段运营，并根据时间场景同适合的产品，如日咖夜酒、日餐夜酒等；4) 多渠道融合，利用堂食+外卖+零售+团购等多栖复合经营模式覆盖更广泛的消费人群。前端多元化的同时，提升后端供应链的效率，实现从原材料产地、加工工厂、仓储物流到门店的闭环体系，确保产品供应的稳定和成本的控制，从而打开盈利空间，并进一步驱动前端业态的创新和迭代。

图 37 海底捞露营店



资料来源：南翔生活网，华西证券研究所

图 38 “蜡笔小新”主题餐厅



资料来源：搜狐网，华西证券研究所

相关受益标的：

1) 同庆楼：婚宴需求有望反弹叠加新店逐步爬坡，2025 年业绩弹性释放可期。受制于“无春年”民俗效应及门店快速扩张带来的大量费用，2024 年前三季度，公司营收和归母净利润同比分别+11%/-59%，短期业绩承压。展望 2025 年，在“双春年”民俗效应下婚宴需求有望反弹，同时，在促消费政策的拉动下包厢需求也有望改善；2024 年底公司计划完成 10 家富茂主体业态开业，2025 年随着富茂陆续到达成熟经营期，需求回暖下业绩弹性有望释放。

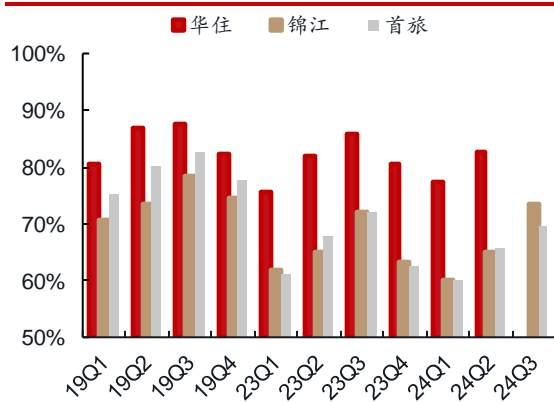
2) 海底捞：主品牌经营稳健，红石榴计划助力新品牌孵化。海底捞翻台表现显著优于同业，新店经营质量较高，2024H1，海底捞餐厅整体翻台率 4.2 次/+0.9 次，同店翻台率 4.2 次/+0.8 次，新开店翻台率 4.6 次；持续优化经营效率，核心经营利润率维持稳定，2024H1，公司核心经营利润率 13.0%/-0.1pct；此外，积极回馈股东，2024H1 派息率高达 95%。展望 2025 年，内需改善下海底捞翻台有望维持稳定，营销精准化下客单有望回暖，拓店策略有望更为积极；公司推出红石榴计划，鼓励孵化和发展餐饮新品牌，据赢商网报道，目前已试水烤肉、炸鸡、平价小火锅、烧烤等业态，其中，据官方小程序，“焰请·烤肉铺子”已开业 37 家，有望成为公司第二增长曲线，打开业绩增长空间。

3) 百胜中国：门店新模式有望助力店效提升，展店稳步推进，股东回报再度加码。公司聚焦性价比，通过产品创新拓宽价格带，推动客流量增长，2024Q1-Q3，公司整体同店同比分别-3%/-4%/-3%，总体保持较强韧性；持续推进降本增效，启动 fresh eye、red eye 计划，推进智能化应用，提高运营效率；此外，2024 年前三季度，通过股票回购和现金股息的形式累计向股东回馈 12.4 亿美元，接近 2023 年同期的三倍。展望 2025 年，消费需求回暖叠加门店模式创新（肯悦咖啡、必胜客 WOW 店）有望助力店效提升，门店拓展稳步推进，计划到 2026 年门店数量达 20000 家；同时，公司将继续致力于将多余的现金回馈给股东，计划在 2025-2026 年间向股东回馈 30 亿美元。

5.2. 酒店：供给侧增速放缓，revpar 有望低位复苏

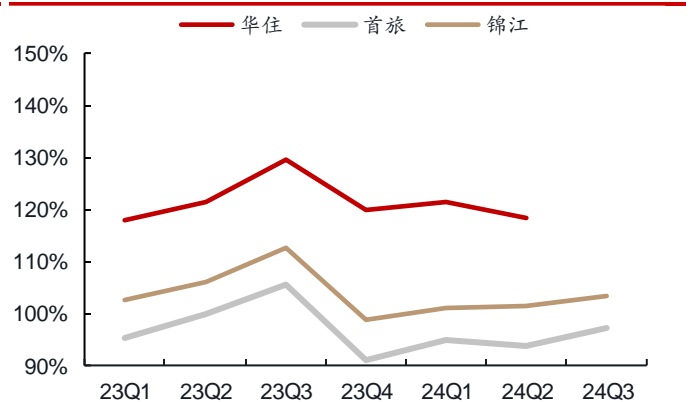
2024 年酒店集团 revpar 承压，主要由于入住率下滑导致。受需求端影响，三大酒店连锁集团华住、锦江、首旅疫后入住率尚未恢复至疫情前。受到产品升级影响，房价相对坚挺，但在去年的高基数效应下，今年以来酒店集团 revpar 明显承压。

图 39 酒店连锁集团入住率尚未恢复到疫情前



资料来源：公司公告，华西证券研究所

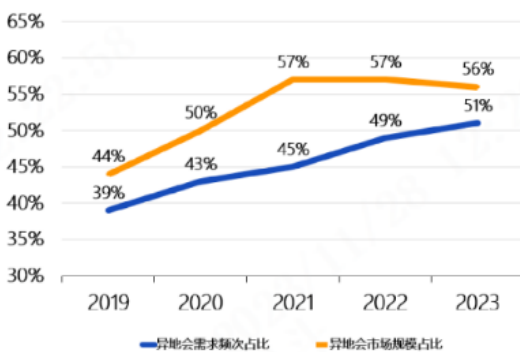
图 40 23Q1-24Q3 锦江、首旅、华住 revpar 恢复率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

商务活动持续复苏，为连锁酒店集团 revpar 提供支撑。根据中国饭店业协会数据，企业异地办会需求频次占比逐年提升，为商务住宿需求带来良好基础。同时根据 GLOBEX 预测，全球展会在 2023-2025 年将持续增长。连锁酒店集团商务客占比较高，商务活动的逐步复苏将为 revpar 提供有力支撑。

图 41 企业异地办会需求及预算占比



资料来源：中国饭店业协会，华西证券研究所

图 42 全球会展规模预测 (十亿美元)



资料来源：GLOBEX，华西证券研究所

各地发放消费券促进旅游消费，进一步刺激需求。近期，多地陆续发放酒店住宿消费券以刺激消费、拉动经济增长。上海于 2024 年 12 月 28 日上午发放最后一周“乐游上海”住宿消费券，券面多样，全国消费者可在云闪付、支付宝、微信等平台领取，在多个在线旅游平台预订上海酒店时核销使用。北京石景山区在 2024 年 12 月 27 日至 2025 年 2 月 12 日发放 300 万住宿餐饮消费券，每周五上午 10 点在抖音 APP 领取，领取后 72 小时内支付有效。深圳则从 2024 年 12 月 6 日至 2025 年 1 月 31 日发放 2000 万元消费券，其中包含酒店住宿券，券额不等，全国用户（港澳台除外）实名认证后可领，且截至 2025 年 3 月 31 日每天 10 点至 23 点还有特定满减券可领，这些举措旨在促进当地旅游与酒店业的繁荣发展，为消费者带来实惠。

个股方面推荐锦江酒店：

1) 境外业务减亏：24H1 境外酒店 revpar 同比下滑 0.63%，归母净利润-2347 万欧元，同比减亏 750 万欧元，主要由于上半年资产处置收益 1.29 亿元，同比增加 0.8 亿元。报告期内，公司通过优化债务结构、债务重组以降低流动性风险及财务费用，4 月完成对海路投资 3 亿欧元增资，未来有望降低财务费用压力。

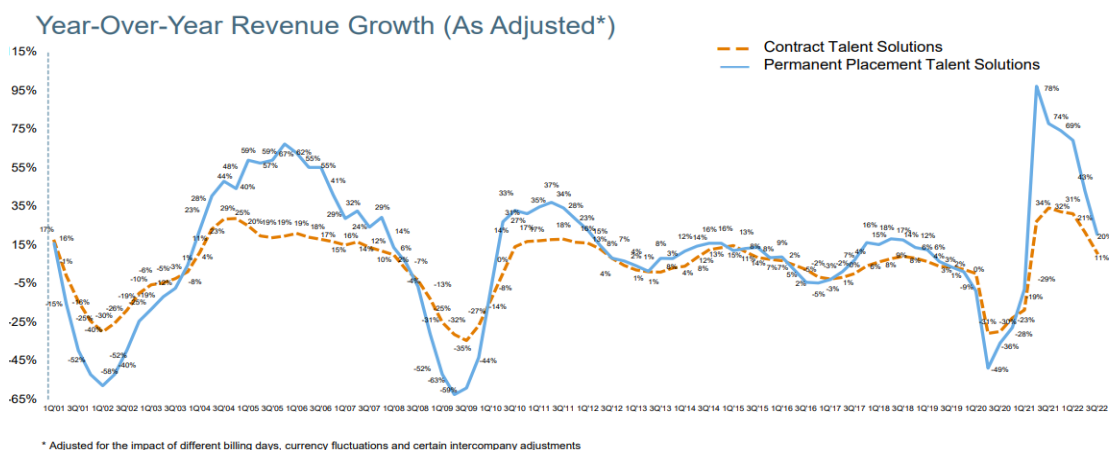
2) CRS 直销佣金增长：根据公司《关于回复中证中小投资者服务中心股东质询函的公告》，wehotel 当前费率标准为 2% 左右，同时根据公司披露的 2022 年直销预订间夜量计算，CRS 收费占比仅 20% 左右，根据环球旅讯报道，公司计划逐步将费率标准统一为 5%，有望带来可观业绩增量。

3) 收购少数股权，增厚业绩，助力股权激励目标达成：公司发布公告，拟通过全资子公司 Plateno Investment Limited 收购下属三家控股子公司少数股东股权，交易对价合计约 17.15 亿元。所涉三家控股子公司分别为 Lavande Holdings Limited、Xana Hotelle Holdings Limited、Coffetel Holdings Limited 的股权收购，交易价格分别为 11.01 亿元、2.90 亿元和 3.24 亿元，交易完成后 Lavande、Xana、Coffetel 将成为公司全资子公司。根据公司公告，2024 年 1-9 月，丽枫、希岸、喆啡净利润及综合收益总额分别为 19006.66/5868.36/5839.67 万元，2023 年净利润分别为 26862/8179/7719 万元，本次收购对价对应 2023 年 PE 分别为 10.64、10.66、10.62 倍，估值处于合理范围。交易完成后，有望增厚公司业绩，同时无新增商誉。

5.3. 人力资源服务：强顺周期属性，有望迎来底部修复

人力资源服务受宏观经济周期影响较大，其中外包业务抗周期性较强。外包（灵活用工）、招聘（中高端人才访寻）、人事代理、薪酬福利管理为我国上市人力资源公司的主要业务。以科锐国际为例，灵活用工业务相比猎头业务在宏观经济承压的背景下需求韧性更强。拉长周期来看，参照海外人力资源龙头 Roberthalf，contract solution（合同制短期用工）在历次经济下行周期表现都相对稳健，而猎头业务在经济上行周期则会带来更大的弹性。

图 43 Roberthalf 外包业务（contract solutions）在下行周期韧性更强

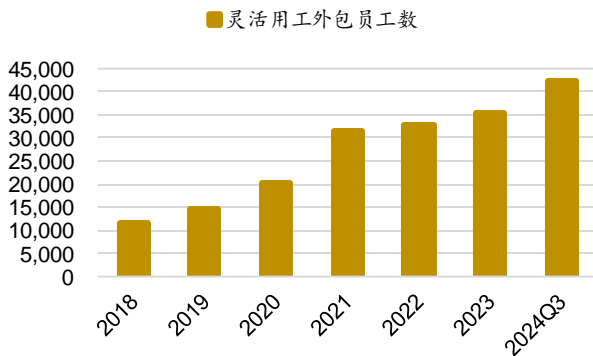


资料来源：Roberthalf 公司公告，华西证券研究所

当前用工需求出于磨底回升阶段，明年业绩弹性可期。根据 datayes 数据，10 月起全行业新增招聘帖子数量以及招聘年均薪资均呈现回暖迹象。科锐国际第三季度

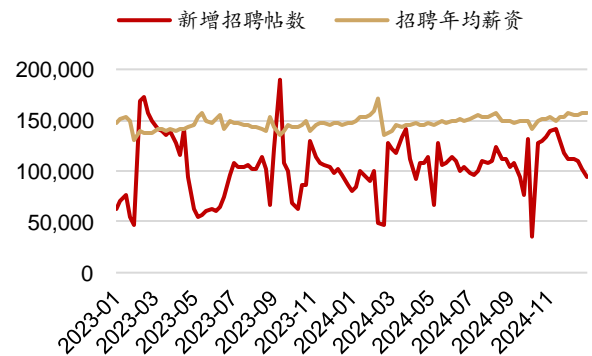
实现营业收入 29.75 亿元，同比增长 23.12%，增长环比提速。我们认为当前企业用工需求逐步完成筑底，后续有望持续回升。

图 44 科锐国际灵活用工外派人次



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 45 新增招聘帖子数量（个）与招聘年薪资（元）



资料来源：datayes，华西证券研究所

相关受益标的：1) **科锐国际：**股权激励草案发布彰显公司经营信心。公司 2023 年 12 月发布股权激励草案，以 2023 年为基数，公司层面 100% 归属目标为 2023-2026 年收入或归母净利润 CAGR27%；2) **北京人力：**以外包业务为主，抗周期性强，收入利润增长稳健。

表 10 科锐国际股权激励草案

归属安排	业绩考核 (An)	业绩考核 (Am)
	公司层面可归属比例=100%	公司层面可归属比例=80%
1	满足下列条件之一： 1、以 2023 年营业收入为基数，2024 年营业收入增长率不低于 30.00% 2、以 2023 年净利润为基数，2024 年净利润增长率不低于 30.00%	满足下列条件之一： 1、以 2023 年营业收入为基数，2024 年营业收入增长率不低于 24.00% 2、以 2023 年净利润为基数，2024 年净利润增长率不低于 24.00%
2	满足下列条件之一： 1、以 2023 年营业收入为基数，2025 年营业收入增长率不低于 62.00% 2、以 2023 年净利润为基数，2025 年净利润增长率不低于 62.00%	满足下列条件之一： 1、以 2023 年营业收入为基数，2025 年营业收入增长率不低于 50.00% 2、以 2023 年净利润为基数，2025 年净利润增长率不低于 50.00%
4	满足下列条件之一： 1、以 2023 年营业收入为基数，2026 年营业收入增长率不低于 103.00% 2、以 2023 年净利润为基数，2026 年净利润增长率不低于 103.00%	满足下列条件之一： 1、以 2023 年营业收入为基数，2026 年营业收入增长率不低于 82.00% 2、以 2023 年净利润为基数，2026 年净利润增长率不低于 82.00%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

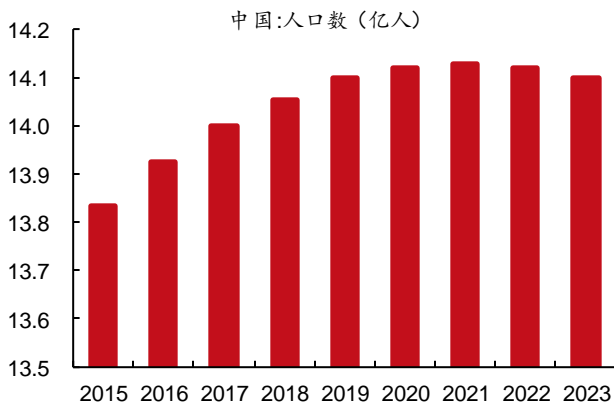
6. 主线五：消费出海景气度延续，关注强品牌企业和出海平台

2024 年中国消费企业出海已成为新常态，一方面，国内人口增长停滞，消费市场增速放缓，且不少行业竞争加剧，“内卷”明显，企业面临增长瓶颈，而国际市场拥有庞大的人口基数与广阔的消费市场空间，需求更加多样，细分赛道机会众多；另一方面，国内国际“双循环”、“一带一路”、区域全面经济伙伴关系协定等背景下，更多政策条件利好中国企业出海发展。因此，为了寻求更大的发展机遇，越来越多的中国消费企业开启出海征程，出海品类也越来越广，从电子产品到日用百货，从餐饮服务到文化创意。

随着全球贸易保护主义抬头和国际贸易壁垒增加，企业出海的成本和风险随之增加，也对出海企业提出了新的要求。一方面，做好供应链出海，实现渠道、产品、品牌、供应链的全球联动式出海；另一方面，打造自主品牌，在价格优势受限时更加注重品牌建设，通过提升品牌知名度和忠诚度产生品牌溢价；此外，开拓新兴蓝海市场，在“一带一路”的倡议推进，以及发达国家“逆全球化”不确定因素加剧的影响下，积极掘金东南亚、中东、拉美等市场。

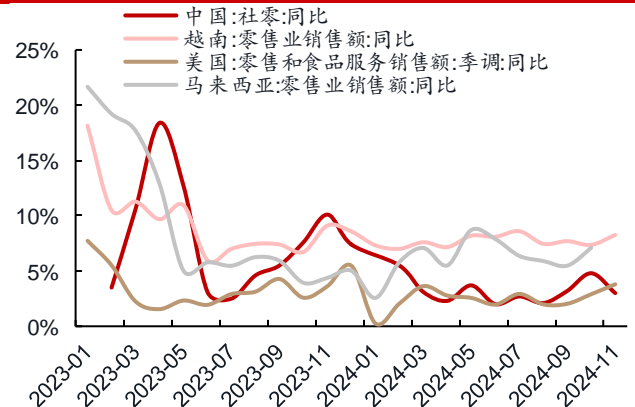
全球消费市场空间广阔，中国消费企业出海潜力依然很大，我们认为出海仍然是 2025 年确定性较高的方向，看好具备品牌、产品竞争力以及经营本土化的中国消费企业和出海平台。

图 46 近两年国内人口增长停滞



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 47 东南亚新兴消费市场增速相对较快



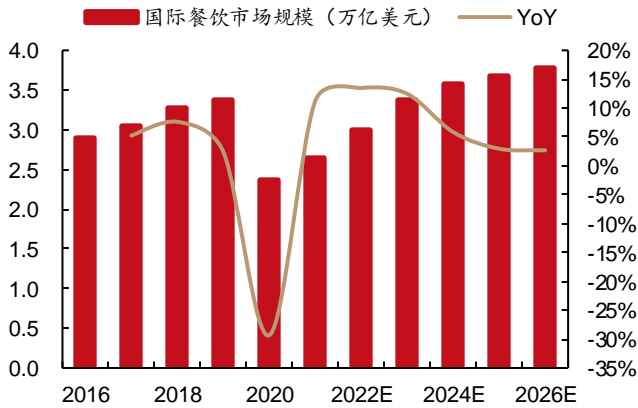
资料来源: wind, 华西证券研究所

6.1. 餐饮：国际市场空间广阔，中餐出海进入新阶段

国际餐饮市场空间广阔，中国餐饮出海进入新阶段。据特海国际招股书援引的弗若斯特沙利文数据，2019 年国际餐饮市场规模达 3.36 万亿美元，预计 2024 年恢复至 3.57 万亿美元，其中，中式餐饮市场规模约 3653 亿美元，占比 10.2%。据红餐产业研究院发布的《中国餐饮出海发展报告 2024》，中国餐饮出海最早可追溯到 19 世纪中叶，由早期的中国移民将中餐带到海外，彼时的中餐馆以夫妻小店为主；20 世纪 90 年代，随着改革开放的深入推进，部分国营餐饮品牌开始探索海外市场，但因缺乏对当地市场的了解、缺少国际化的专业人才以及较为粗放的经营管理模式等问题，这些品牌出海多以失败告终；2010 年左右，以海底捞、眉州东坡、黄记煌为代表的

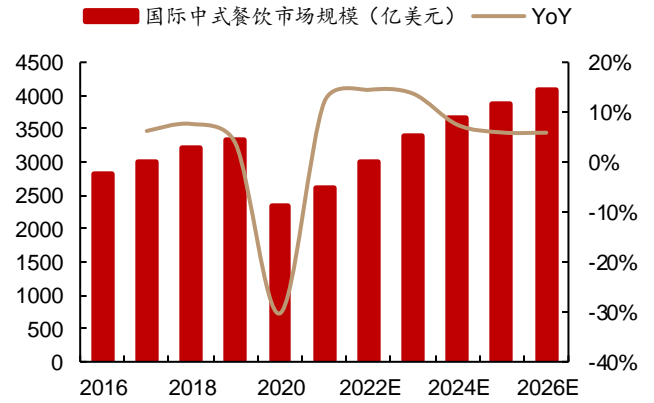
餐饮品牌开始新一轮的海外布局，从华人较多的国家开始布局开店，并调整经营策略，根据当地消费者的口味偏好和供应链情况，及时调整菜单，逐渐融入了当地市场；随着国内餐饮行业竞争加剧，2023 年以来，众多连锁餐饮品牌加快出海步伐，上游供应链端也有不少企业出海，如颐海国际等调味料企业、思念食品等食材供应企业、美团外卖等外卖平台，为餐饮品牌在海外发展助力，中国餐饮出海进入了一个全新的发展阶段。

图 48 预计 2024 年国际餐饮市场规模 3.57 万亿美元



资料来源：特海国际招股书，弗若斯特沙利文，华西证券研究所

图 49 预计 2024 年国际中餐市场规模 3653 亿美元



资料来源：特海国际招股书，弗若斯特沙利文，华西证券研究所

出海品类以火锅和现制饮品为主，出海首站以东南亚和北美地区为主。从细分赛道来看，目前火锅、茶饮、咖啡、麻辣烫等品类都有较多的品牌在海外发展出了一定规模，主要系这些品类标准化程度较高，易于连锁化发展，以及这些品类在海外市场出现的时间较长，市场教育较为成熟。从目标市场来看，大部分餐饮品牌出海首站选择了华人较多的东南亚和北美地区，据红餐大数据不完全统计，出海首站选择东南亚/北美地区的品牌占比分别为 34.8%/29.5%。

表 11 部分餐饮品类的出海情况

品类	品牌	出海时间	海外门店数	主要分布区域
火锅	海底捞	2012 年	110+家	新加坡、美国、日本、马来西亚、越南、泰国、印尼、英国、澳大利亚、菲律宾等
	重庆刘一手火锅	2010 年	70+家	阿联酋、新加坡、加拿大、美国、西班牙、法国、澳大利亚、韩国等
	快乐小羊	2016 年	50+家	美国、英国、加拿大、澳大利亚、新加坡、柬埔寨等
	小龙坎火锅	2017 年	40+家	新西兰、加拿大、美国、德国、西班牙、新加坡等
	谭鸭血	2020 年	30+家	澳大利亚、美国、加拿大、日本、法国、新加坡等
茶饮	蜜雪冰城	2018 年	4000+家	越南、印度、印尼、马来西亚、新加坡、澳大利亚等
	日出茶太	2006 年	2000+家	美国、英国、法国、澳大利亚、日本、马来西亚等
	茶主张	2022 年	1000+家	印尼、加拿大、泰国、马来西亚、老挝、文莱等
	挞柠	2019 年	600+家	越南、新加坡、泰国、英国、马来西亚、加拿大等
	CoGo 都可	2011 年	300+家	美国、马来西亚、印尼、菲律宾、澳大利亚等
咖啡	库迪咖啡	2023 年	240+家	韩国、泰国、新加坡、日本、加拿大、阿联酋等
	瑞幸咖啡	2023 年	30+家	新加坡

资料来源：红餐大数据，华西证券研究所

注：门店数据截至 2024 年 9 月，红色标注为该品牌出海首站。

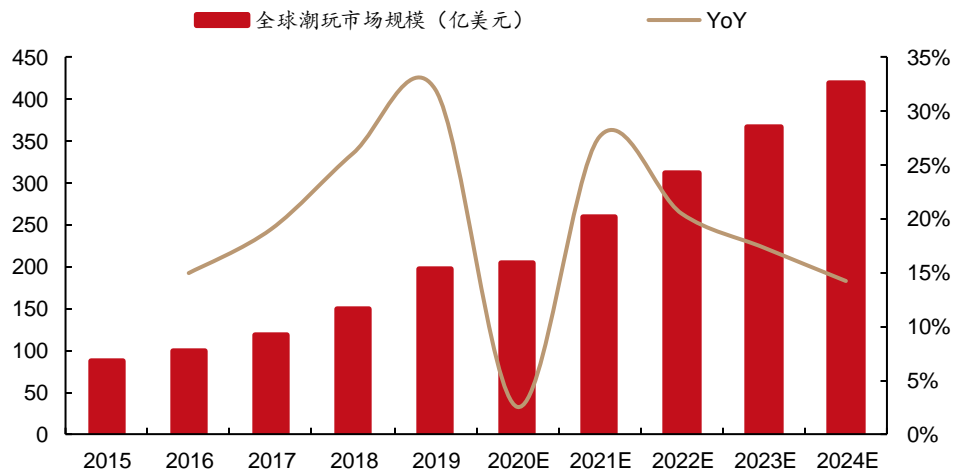
相关受益标的：

特海国际：餐饮出海最强音，经营效率提升，长期增长潜力有待释放。公司经营表现优异，精细化管理持续加强，2024Q3 整体平均翻台率为 3.8 次/+0.1 次，平均客单价为 25.8 美元/+2.1 美元，毛利率同比+1.5pct，经营利润率 7.5%/+1.8pct。短期开店较为谨慎，长期增长潜力有待释放，2024 年前三季度累计净增 6 家门店，截至 2024 年 9 月底，共有 121 家门店；目前海底捞品牌在国际火锅市场的市占率远低于国内，未来开店仍具有较大提升潜力。此外，积极探索新业态，覆盖更广阔的人群，据澎湃新闻报道，清真火锅、面馆仍在持续打磨产品和单店模型中，烤肉、快餐品类已在筹备原型店。

6.2. 潮玩：IP 涌现，文化出海正当时

全球潮玩市场需求强劲，中国潮玩企业积极出海。据泡泡玛特招股书援引的弗若斯特沙利文数据，预计全球潮玩市场规模从 2019 年的 198 亿美元增长至 2024 年的 418 亿美元，CAGR+16.1%，呈现出强劲的增长势头。近年来，以泡泡玛特、名创优品、52Toys、ToyCity 等为代表的潮玩企业加速出海，积极开拓国际市场。潮玩是具有高度文化属性的消费品，潮玩出海实则是文化出海，面对不同的文化背景和风俗差异，想要更好地融入本地市场就需要深入的本地化探索，获得本地消费者的认同感。

图 50 全球潮玩市场呈现出强劲的增长势头



资料来源：泡泡玛特招股书，弗若斯特沙利文，华西证券研究所

就目前的潮玩企业出海情况来看，主要有东南亚、日韩、欧美三大目标市场：

东南亚：近年来经济发展速度快、互联网渗透率高，且年轻消费者对于新鲜的潮玩文化接受度较高，加上华人占比高、消费喜好相似等优势，东南亚成为我国潮玩企业出海的重点区域。从 IP 特点来看，东南亚消费者对全球知名度高的欧美日系 IP 及独立艺术家尤其是本土艺术家设计的潮流 IP 接受度都较高。

日韩：受发达的动漫及娱乐产业影响，日韩两国潮玩市场相对成熟，影响力辐射全球。从 IP 特点来看，日韩两国潮玩更多依托于动漫作品、电视剧及 K-pop 等故事性和文化属性强的 IP，且本土竞争者众多、潮流更新迭代速度快。

欧美：全球体量最大、消费群最为成熟、竞争最为激烈的潮玩市场，具有深厚的粉丝文化沉淀，忠诚度和黏性强，且由于东西方文化差异，欧美潮玩市场壁垒比东南亚和日韩市场更强。从 IP 特点来看，欧美市场以超级英雄、科幻类电影、体育赛事等展现力量、挑战极限精神的 IP 以及街头文化 IP 为主。

相关受益标的包括泡泡玛特、名创优品等。

表 12 潮玩出海三大目标市场总结

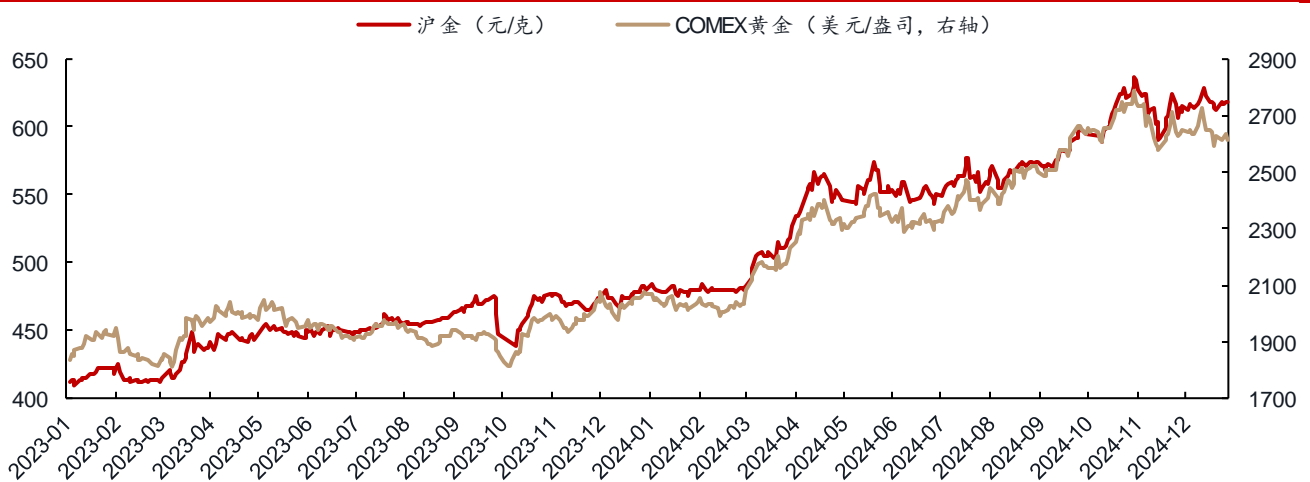
	东南亚	日韩	欧美
市场	人口年轻，对潮玩文化接受快，华人占比高、喜好相似	市场成熟，对亚太乃至欧美都有一定影响力	全球体量最大、消费群最成熟，竞争也最激烈，产业辐射能力最强
用户	最年轻，集中在 20-35 岁，女性占比较高，喜好受社交媒体影响大	集中在 15-40 岁，男女比例相对均衡，男性更爱炫酷、精致的拼装模型，而女性更偏好可爱、治愈风	核心年龄段 25-45 岁，喜好相对传统，以男性审美占主导，偏爱潮酷、阳刚硬核风格，女性群体在扩大
IP	既爱欧美日韩 IP，也爱独立艺术家尤其是本土艺术家原创 IP	丰富多元，故事性和文化属性强	超级英雄科幻类动漫、电影、体育类、街头文化 IP 为主，复古影视、玩具 IP 有超越之势
挑战	语言和信仰多元，市场分散	竞争者众多、内容要求高、潮流更新迭代速度极快	粉丝文化沉淀深厚，忠诚度和黏性强，文化壁垒强

资料来源：中外玩具全媒体中心《2024 全球潮玩产业发展报告》，华西证券研究所

6.3. 黄金珠宝：品牌出海初期，看好头部品牌潜力

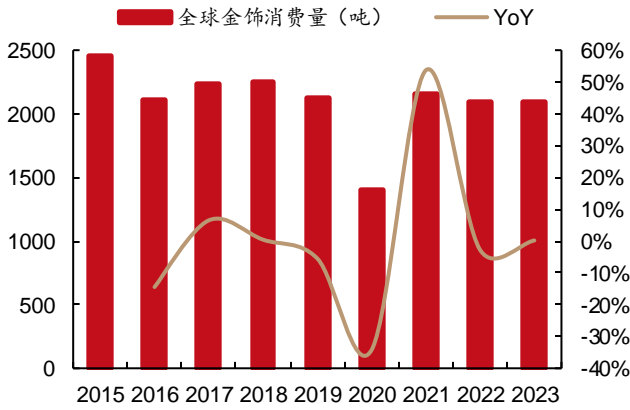
金价屡创新高抑制金饰需求，中国黄金珠宝品牌开始探索海外新市场。据世界黄金协会数据，2023 年全球金饰消费量达 2093 吨，在金价持续攀升下略有增长，按价值计算，金饰需求增长 8%至 1310 亿美元；分地区来看，中国和印度是金饰消费需求最大的国家，2023 年消费量分别达 630/562 吨，东南亚地区金饰消费量约 68 吨。2024 年以来，金价屡创新高，金饰需求持续受到抑制，据世界黄金协会数据，前三季度全球金饰消费量同比-9%，其中，中国市场同比-22%；面对国内疲软的市场需求及全球消费者的巨大需求，国内头部黄金珠宝企业开始布局海外市场。

图 51 近两年金价持续攀升



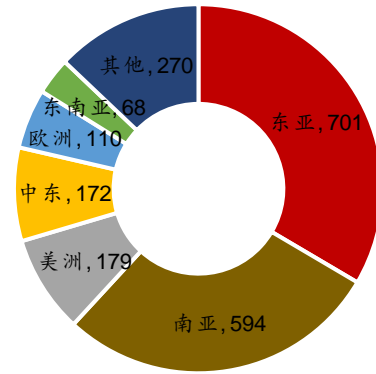
资料来源：wind，华西证券研究所

图 52 2023 年全球金饰消费量达 2093 吨



资料来源：世界黄金协会，华西证券研究所

图 53 2023 年全球各地区金饰消费量 (吨)



资料来源：世界黄金协会，华西证券研究所

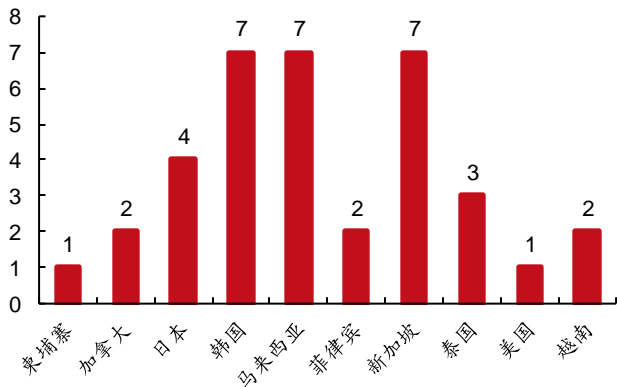
黄金珠宝品牌出海尚处于初期阶段，目标市场以东南亚地区为主。目前积极探索品牌出海的黄金珠宝企业有周大福、老凤祥、潮宏基、周六福等，截至 2024 年 9 月底，周大福共有海外门店 36 家，其中东南亚地区 22 家，潮宏基、周六福出海首站分别为马来西亚和泰国，东南亚地区是当前黄金珠宝品牌出海的主要目标市场。东南亚地区对黄金有着独特的热爱，黄金婚嫁首饰套装是马来西亚传统的一部分，黄金饰品在泰国许多传统节日和庆典中也被广泛使用，如婚礼和寺庙祭祀等。随着东南亚国家的中产阶层崛起及经济增长，加上当地旅游业复苏，黄金珠宝需求有望持续向好，为出海品牌带来潜在增长机遇。

表 13 国内头部黄金珠宝品牌出海进程及发展战略

黄金珠宝品牌	出海进程及发展战略
周大福	截至 2024 年 9 月底，共有海外门店 36 家，其中东南亚地区 22 家。2024 年 9 月，宣布委任范嘉碧女士为国际业务总经理，负责领导集团在东南亚及其他国际市场的策略性业务扩展，并将于新加坡建立团队以支持该区域的业务发展。
老凤祥	2012 年，海外首家老凤祥银楼澳洲悉尼专卖店正式落地；截至 2024 年 6 月底，老凤祥拥有 15 海外银楼。
潮宏基	2024 年 8 月，海外首店在马来西亚开业，标志着品牌迈出了国际化发展的坚实步伐；12 月，泰国首店开业。
周六福	2024 年 9 月，海外首店在泰国开业，标志着周六福珠宝成功迈出品牌国际化发展的第一步，接下来，周六福将继续推进品牌海外发展布局，陆续进驻泰国、越南、新加坡等国家，并以东南亚市场为基础，逐步向欧美市场迈进。

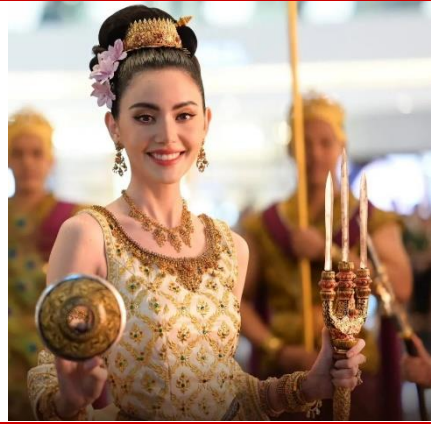
资料来源：公司财报，周大福官网，周六福珠宝公众号，泰国头条新闻，华西证券研究所

图 54 周大福海外门店分布（截至 2024 年 9 月底）



资料来源：周大福财报，华西证券研究所

图 55 泰国宋干女神佩戴黄金配饰



资料来源：暹罗天地 ICONSTIAM 公众号，华西证券研究所

中国黄金珠宝企业具有独特优势，看好头部品牌出海潜力。一方面，中国黄金珠宝企业具有技术优势，能够将黄金的纯度提升到较高水平，从而满足不同人群的需求；另一方面，积累千年的黄金制作工艺让中国黄金珠宝品牌在金饰加工上拥有全球领先的能力，如花丝工艺、篆刻工艺等；此外，中国黄金珠宝品牌善于将传统文化与现代时尚元素相融合，打造出具有独特文化内涵的黄金产品。看好中国黄金珠宝品牌出海潜力，受益标的包括周大福、潮宏基、老凤祥等。

6.4.出海平台：价值不断提升，推荐米奥会展、小商品城

外贸服务商在国货出海的过程中意义重大，是中小企业得以实现海外“首发”的重要平台，相关受益标的包括：米奥会展、小商品城。

1) 米奥会展：

Q3 收入利润高增，企业出海需求旺盛：单 Q3 公司实现营业收入 1.65 亿元，同比+42.29%，实现归母净利润 0.27 亿元，同比+395.58%。2024 年三季度展会规模相对较大：根据公司官方公众号，美国展会超 400 家企业参展，展览面积达 1 万平；墨西哥展超 700 家企业参展，较上届展会实现翻倍增长；巴西展会超过 400 家企业参展，展览面积达 1.2 万平；南非展超 290 家企业参展，展览面积近 1 万平。

明年新增沙特、印度市场，业绩有望释放弹性：根据米奥兰特官方公众号，对比 2024 年，2025 年新增沙特和印度市场，日本展会由 3 场增加至 4 场，有望为 2025 年展位销售带来可观增量。同时，我们认为规模效应释放叠加费控措施有望助力公司利润率持续提升，从而释放高业绩弹性。

表 14 米奥 2025 年展会安排

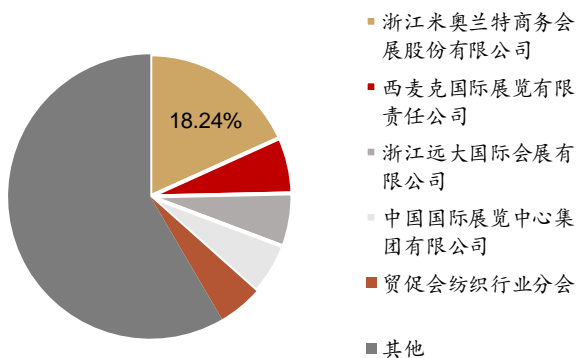
展会时间	展会举办国	城市	展会场馆
04.08 - 04.10	日本	大阪	大阪 My Dome 展馆 My Dome Osaka
05.14 - 05.16	越南	胡志明市	西贡会展中心 Saigon Exhibition and Convention Center (SECC)
06.04 - 06.07	印尼	雅加达	雅加达国际展览中心 Jakarta International Expo
06.09 - 06.11	日本	东京	东京 BIG SIGHT
06.11 - 06.13	阿联酋	迪拜	迪拜世贸中心 Dubai World Trade Centre
09.02 - 09.04	墨西哥	墨西哥城	墨西哥城圣达菲会展中心 Expo Santa Fe
09.09 - 09.11	美国	洛杉矶	洛杉矶会展中心 Los Angeles Expo Center
09.16 - 09.18	巴西	圣保罗	圣保罗会展中心 Sao Paulo Exhibition & Convention Center
09.23 - 09.25	南非	约翰内斯堡	约堡加拉格尔会展中心 Gallagher Convention Centre
10.21 - 10.23	日本	大阪	大阪 My Dome 展馆 My Dome Osaka
11.12 - 11.14	波兰	华沙	华沙 PTAK 展览中心 PTAK Warsaw Expo
11.19 - 11.21	日本	东京	东京 BIG SIGHT
11.26 - 11.29	印尼	雅加达	雅加达国际展览中心 Jakarta International Expo
12.17 - 12.19	阿联酋	迪拜	迪拜世贸中心 Dubai World Trade Centre
12.22 - 12.24	沙特	利雅得	利雅得前沿会展中心 Riyadh Front Exhibition & Conference Center
12.24 - 12.26	印度	孟买	孟买国际展览中心 Bombay Convention & Exhibition Centre

资料来源：米奥兰特公众号，华西证券研究所

政策端对优质展会支持力度大，企业参展意愿有望保持。根据米奥兰特公众号，米奥兰特国际会展 13 场境外展项目被纳入 2025 年“粤贸全球”广东商品境外展览平台名录，广东省内注册经营的外贸企业，参加列入“粤贸全球”广东商品境外展览平台的展会，即可获得相应专项支持。

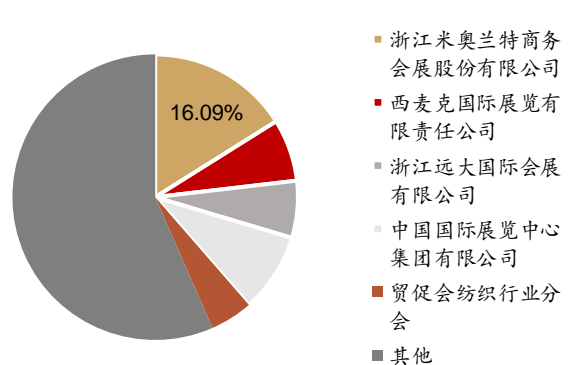
长期看，会展行业商业模式优，龙头壁垒强：按展位销售数量、参展企业、参展面积统计，公司 2023 年市占率均为行业第一。虽然利润率与规模与龙头公司相比仍有一定差距，但我们认为公司在 1) 展馆资源；2) 境外买家资源；3) 品牌力等方面已经建立了较为深厚的壁垒。会展行业现金流好、龙头利润率高，具备良好的商业模式。

图 56 2023 米奥会展市占率（按参展企业数量）



资料来源：贸促会，华西证券研究所

图 57 2023 年米奥会展市占率（按展览面积）



资料来源：贸促会，华西证券研究所

2) 小商品城:

《浙江省义乌市深化国际贸易综合改革总体方案》发布，商城集团为进口贸易创新发展唯一试点单位。《浙江省义乌市深化国际贸易综合改革总体方案》于 2024 年 12 月 24 日发布，商城集团作为首批唯一试点企业，从现有跨境电子商务零售进口商品清单中选取国外成熟流通、国内市场需求大、消费者已广泛使用的商品，制定首批试点商品清单，涵盖儿童玩具、日用杂货和家电三大品类，落地进口正面清单首单业务，探索优化事前证照管理方式，以“144 监管体系”实现事中事后全流程监管，开发全流程数字化联合监管平台，为进口商品提供“家门口”的检测认证一站式服务，海关实行便利化通关。我们认为政策推动下公司有望在进口贸易方面创造突破，从而挖掘全新增长点。

表 15 《浙江省义乌市深化国际贸易综合改革总体方案》及义乌进口贸易创新发展试点

改革任务	具体举措
深化市场采购贸易改革	开展贸易企业信用分类分级管理；实施市场采购组货人制度；优化“先查验后装运”监管模式等
推动进口贸易创新发展	商城集团作为首批唯一试点企业，从现有跨境电子商务零售进口商品清单中选取国外成熟流通、国内市场需求大、消费者已广泛使用的商品，制定首批试点商品清单，涵盖儿童玩具、日用杂货和家电三大品类，落地进口正面清单首单业务，探索优化事前证照管理方式，以“144 监管体系”实现事中事后全流程监管，开发全流程数字化联合监管平台，为进口商品提供“家门口”的检测认证一站式服务，海关实行便利化通关
提升贸易平台功能	实现保税区与海外仓、商品市场、铁路场站、航空口岸等联动；
推动完善跨境电商规则	在数据流动、商品溯源、电子签名、争端解决、知识产权保护、消费者权益保护等方面，
加强内外贸一体化标准建设	建立小商品标准体系，推动“标准进市场”；实施小商品标准制度型开放试点等
创新支持中欧班列高质量发展	支持义乌市先行先试对接国际铁路多式联运规则；提升中欧班列区域集结能力等
加强“一带一路”沿线合作	支持开展欧亚公路运输业务，构建联通国际主要贸易节点城市的货运集散网络
完善要素市场制度和规则	推动资本、土地、人才、数据等更好支撑贸易转型、产业升级、城市功能提升
打造一流营商环境	全面落实外商投资准入前国民待遇加负面清单管理制度。营造产权保护和企业家合法权益保护的良好法治环境。完善符合中小企业特点的知识产权保护制度，增强海外知识产权纠纷应对指导地方分中心功能。

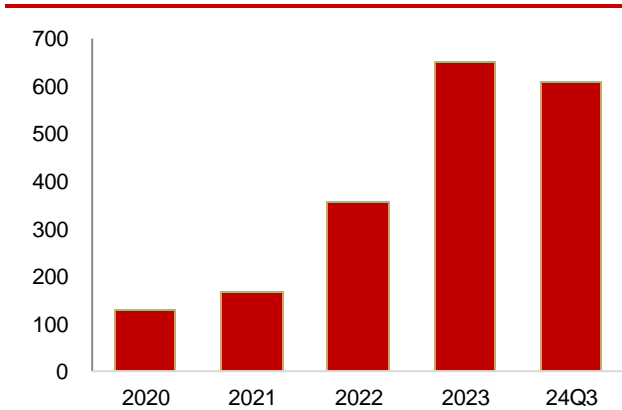
资料来源：发改委、央视新闻，华西证券研究所

线下市场景气度高，助力公司主营业务高增长。公司 24Q3 归母净利润同比增长 176.73%。根据公司年报，2023 年末公司对市场到期商位的租金进行调整，租金平均上浮 5.5%，预计未来三年增长率将不低于 5%。公司拟投资 83 亿打造义乌数字贸易中心，以数字经济赋能传统小商品贸易。2023 年 4 月，公司发布公告，拟投资 83 亿元人民币打造义乌全球数字自贸中心，定位国际商贸城第六代市场，项目总建筑面积约 123.64 万平方米，包含市场、写字楼、商业街区、公寓、品牌中心等多个区域。公司将以全球数贸中心为载体，将数字经济发展生态和数字基础设施深度植入小商品贸易的各个环节，加快实现公司向国际贸易综合服务商转型。

平台业务快速发展，长期空间广阔：2024 年 3 季度 CG 平台新增 GMV 达到 608 亿元，同比增长 16%；公司发布《2024 提质增效重回行动方案》，2024 年 chinagoods 平台 GMV 不低于 800 亿元人民币。截至 24Q3 公司跨境人民币结算额达到 200 亿元，公司发布《2024 提质增效重回行动方案》，2024 年义支付新增跨境人民币支付业务交易额不低于 30 亿美元。12 月 24 日，义乌市委书记王健在浙江省义乌市深化国际贸易综合改革新闻发布会上表示，义乌市将以“义支付”为平台，优化跨境人民币与外汇服务，提供合规、安全、高效的跨境支付解决方案，有序探索数

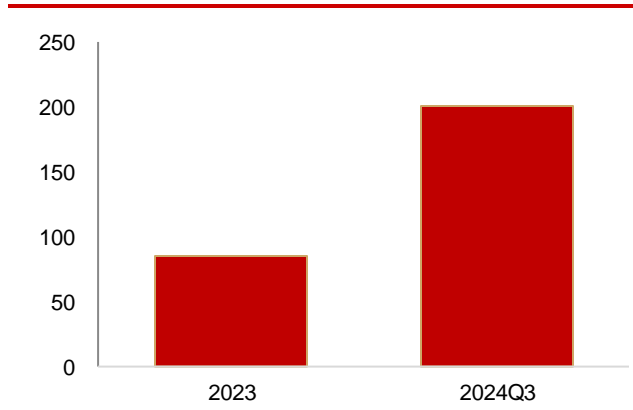
字人民币在跨境贸易领域的试点，为贸易出海保驾护航。力争 2025 年“义支付”跨境支付交易规模达 50 亿美元，2026 年突破 100 亿美元。

图 58 公司 CG 平台 GMV (亿元)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 59 公司跨境人民币业务结算额 (亿元)

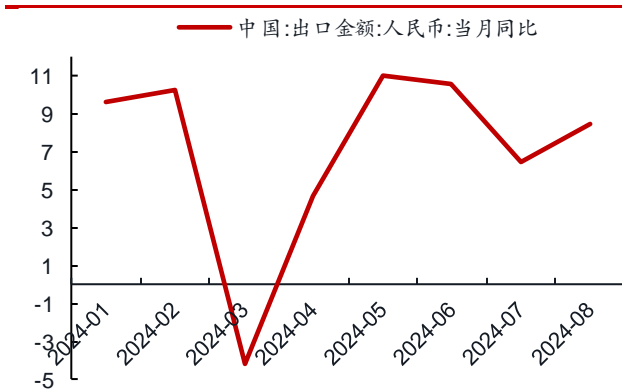


资料来源: wind, 华西证券研究所

6.5.跨境电商：海外需求韧性，国际运费形式尚不明朗，关注定价权强的出海品牌

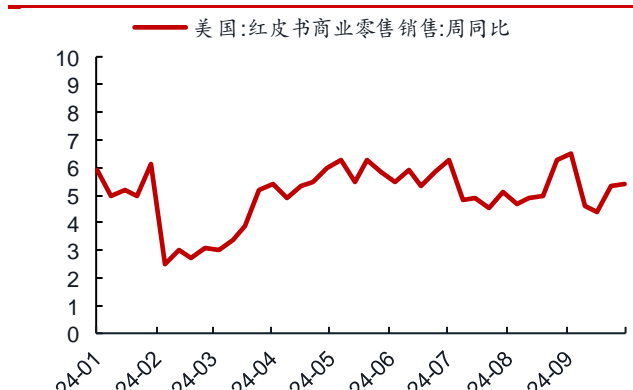
三季度出口整体稳健发展，美国消费保持韧性，我们预计跨境电商企业收入端二季度保持较快增长。人民币口径下，2024 年 7、8 月我国出口金额分别同比+6%、+8%，出口需求整体保持稳健增长。美国为跨境电商企业的重要出口国，2024 年 7 月以来，美国红皮书商业零售额（周度）同比增速大部分时间保持在 5% 以上，美国消费具有韧性。根据 Adobe Analytics 的数据，2023 年亚马逊 Prime Day 期间（7 月 11 日至 12 日）美国消费者的总花费达到了 127 亿美元，同比增长 6.1%。

图 60 7-8 月我国出口金额分别同比+6%/+8%



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 61 美国红皮书商业零售额三季度稳健增长 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

当前美线运价仍有波动，明年形式尚不明朗。根据海运网数据，虽然 7-9 月国际海运费有一定下行趋势，但自 11 月以来，上海-美东、上海-美西运价又呈现上升趋势。

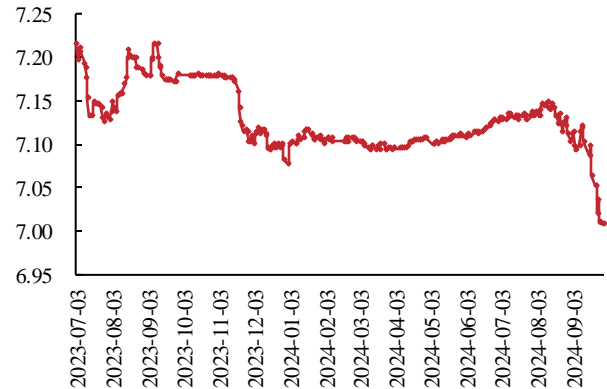
势，地中海航运（MSC）、中远海运、阳明海运、马士基、达飞轮船（CMA CGM）及 HMM 等海运巨头均发布了 2025 年涨价通知。

图 62 国际运价仍在波动中



资料来源：海运网，华西证券研究所

图 63 美元兑人民币中间价



资料来源：wind，华西证券研究所

我们认为欧美降息背景下欧美消费力有望得到提振，我国物美价廉的商品产品力有望提升，相关企业收入端有望保持高增长，鉴于地缘政治、国际运费、汇率存在不确定性，建议关注产品力强、定价能力强的出海品牌，相关受益标的包括安克创新、赛维时代等。

7. 风险提示

- 1) 宏观经济下行；
- 2) 居民收入及消费意愿恢复不及预期；
- 3) 行业竞争加剧。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。