

2025年年度策略

——商贸零售 & 社会服务行业

分析师 杜玥莹

执业证书编号: S0680520080008

邮箱: duyueying@gszq.com

分析师 程子怡

执业证书编号: S0680524080004

邮箱: chengziyi@gszq.com

研究助理 陈天明

执业证书编号: S0680123110020

邮箱: chentianming@gszq.com

打造极致专业与效率

01

2024年年度回顾

- 股价回顾: **2024**年商贸零售/社会服务涨幅分别约为**21.8%/6.6%**
- 板块内部: 分子行业区间涨幅有异, 社会服务估值处于近**10**年较低分位, 商贸零售处于中位区间
- 基本面分析: 跨境电商出口维持**10%+**增长, 社零增速约个位数, 服务零售好于商品零售, 部分企业营收规模提升, 盈利能力有所下降
- 回顾**2022**年底预判: 有所不同

02

变化

- 趋势**1**: 质价比
- 趋势**2**: 求变及降本增效
- 趋势**3**: 内容化及营销(文化**IP**及**IP**出海)
- 积极政策仍在持续落地

03

板块投资策略

- 投资主线**1**: 持续关注零售业态变革及标的改善
- 投资主线**2**: 景气行业标的
- 投资主线**3**: 个股**alpha**及顺周期改善弹性
- 投资主线**4**: 稳增+股息率标的

04

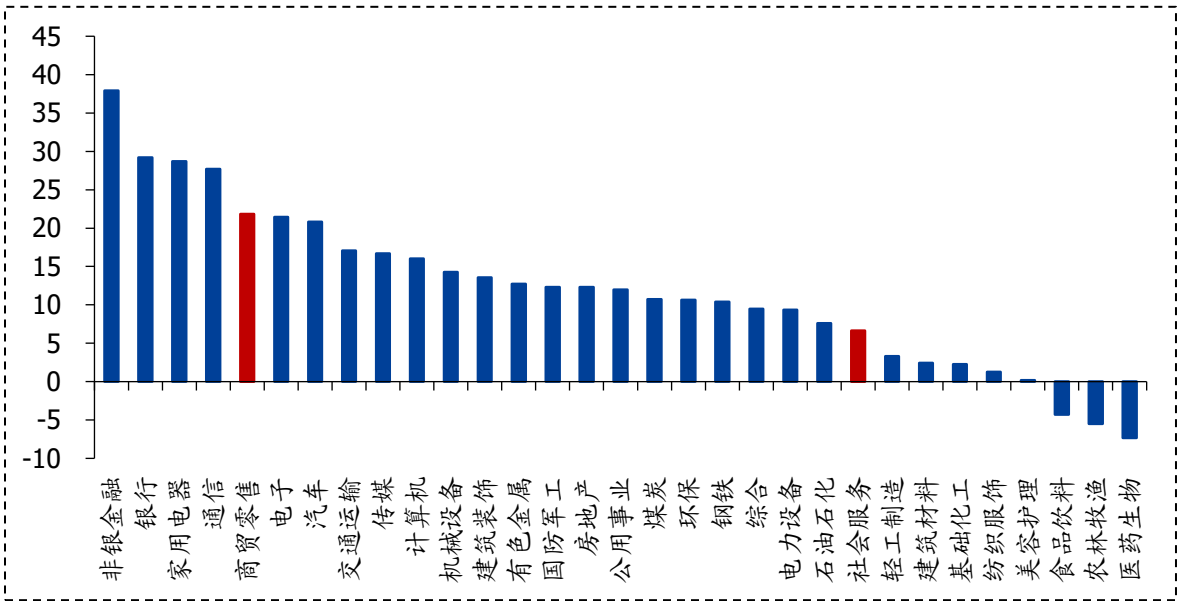
盈利预测及风险提示

1.1. 股价回顾： 2024年商贸零售/社会服务涨幅分别约为21.8%/6.6%

2024年年初至今（截至12月11日），商贸零售/社会服务（申万一级指数）区间涨幅分别为21.83%/6.64%，同期上证指数区间涨幅为15.38%；

其中，2024Q4（至12月11日），商贸零售/社会服务（申万一级指数）区间涨幅分别为26.71%/11.94%，同期上证指数区间涨幅为2.88%。

2024年至今申万一级行业涨跌幅比较



2024年至今商贸服务/社会服务（申万一级行业）指数走势



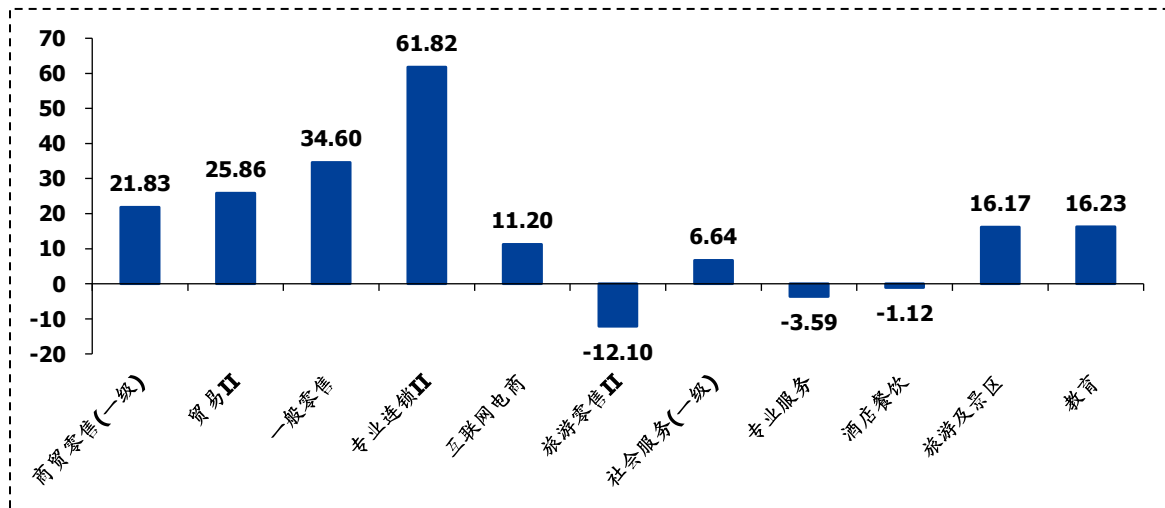
1.2. 板块内部：分子行业区间涨幅有异

把标的按市值区分：100亿以上市值公司平均涨幅>50-100亿市值公司平均涨幅>50亿元以下市值公司平均涨幅。

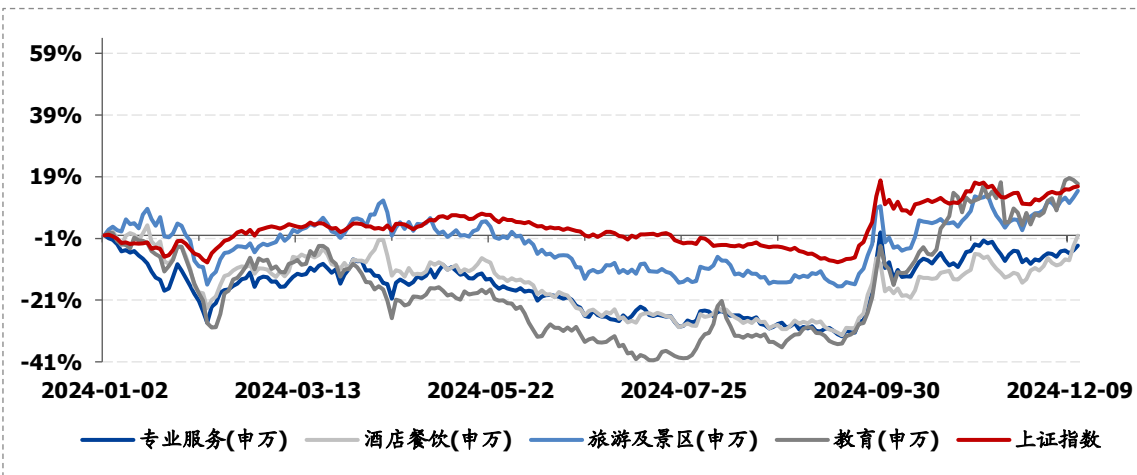
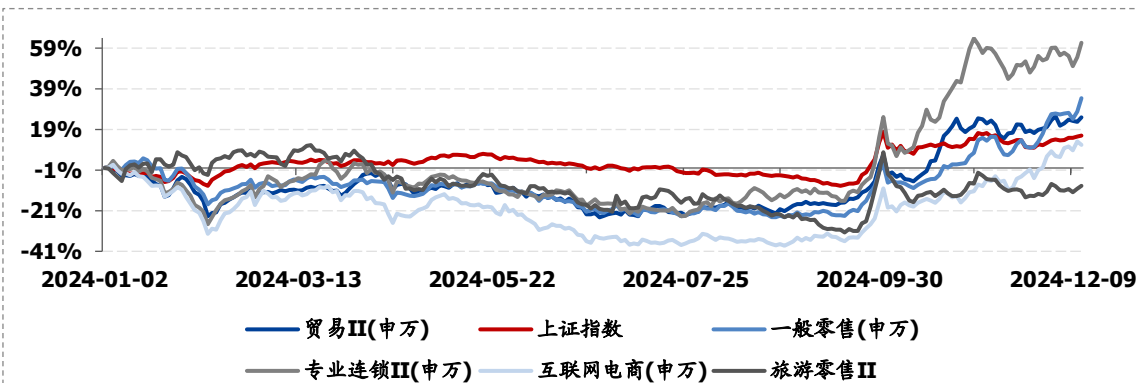
分子行业看：专业连锁/一般零售/贸易/互联网电商/旅游零售涨幅分别为62%/35%/26%/11%/-12%，旅游景区/教育/酒店餐饮/专业服务涨幅分别为16%/ 16% /-1%/-4%。

	年初以来算术平均涨跌幅（%）	
总市值区间	商贸零售	社会服务
100亿及以上	37.15	52.40
50-100亿元	22.97	18.40
50亿元以下	12.17	4.09

商贸零售各子行业指数年初至今变化



商贸零售/社会服务各子行业指数年初至今变化



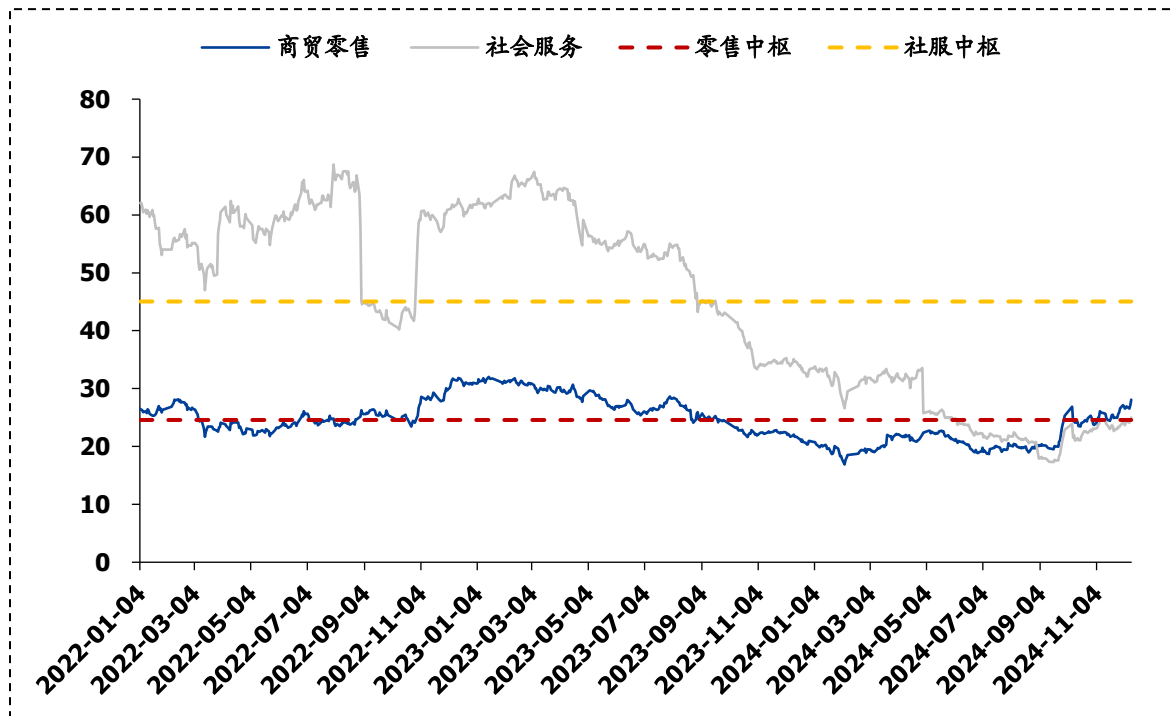
1.2. 板块内部：社会服务估值处于近10年较低分位，商贸零售处于中位区间

PE-TTM角度：

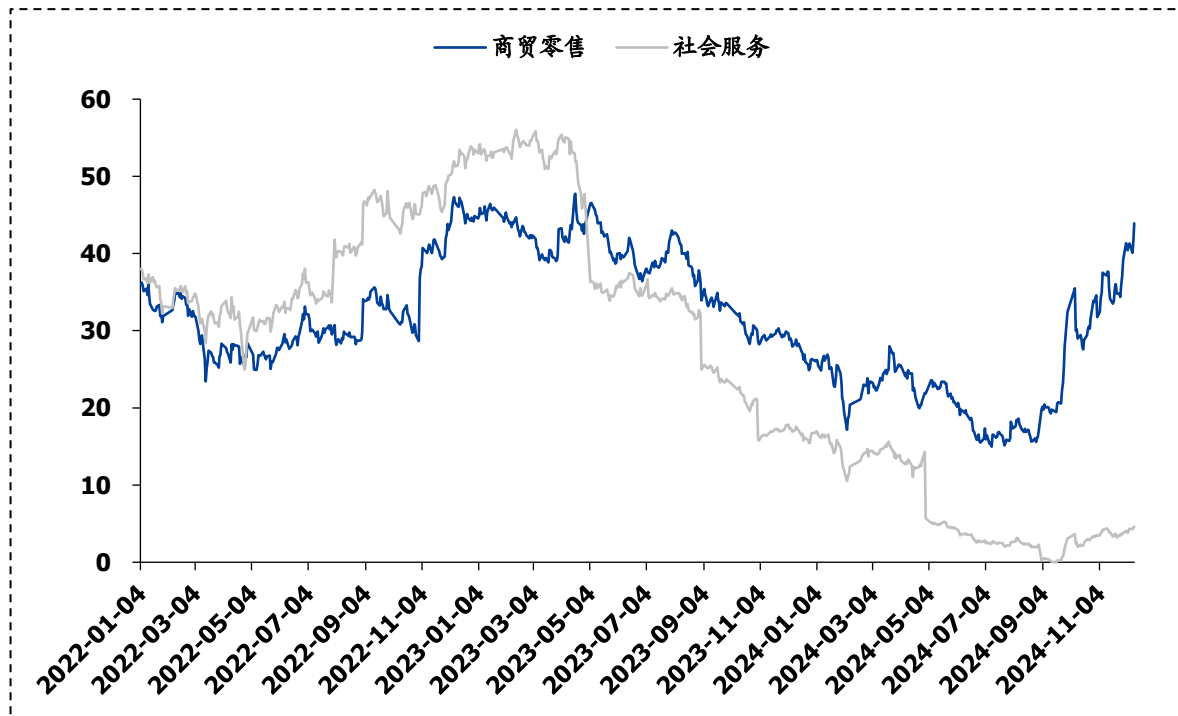
社会服务（申万一级指数）随企业盈利增加有所回落，目前处于近10年较低分位；

商贸零售（申万一级指数）估值整体稳定，处于近10年40-50%估值区间。

2022年初至今板块PE-TTM估值（倍）变化



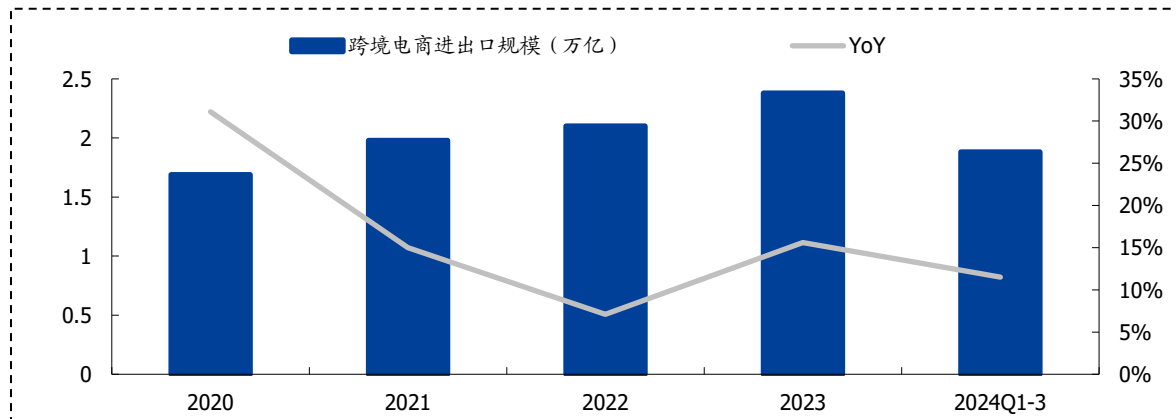
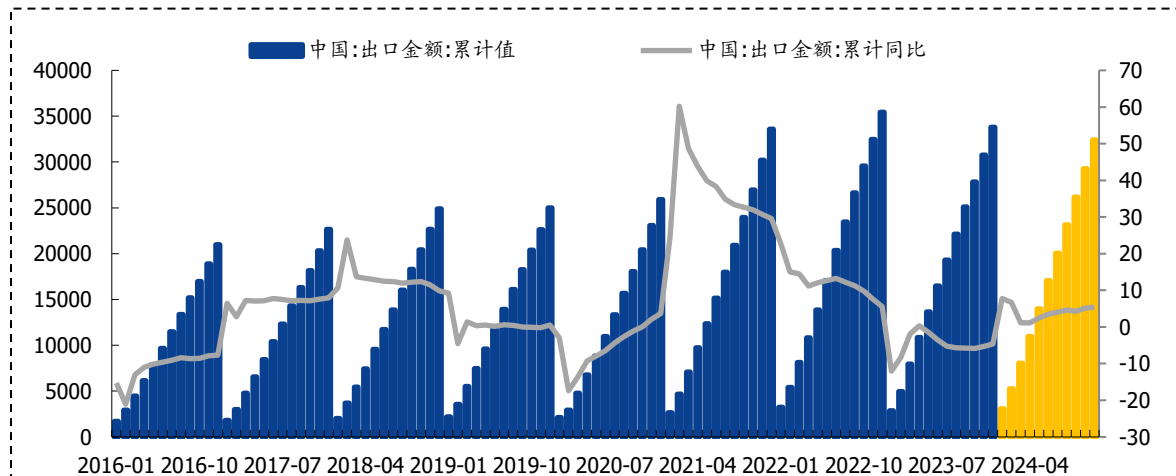
2022年初至今板块PE估值分位（%）变化



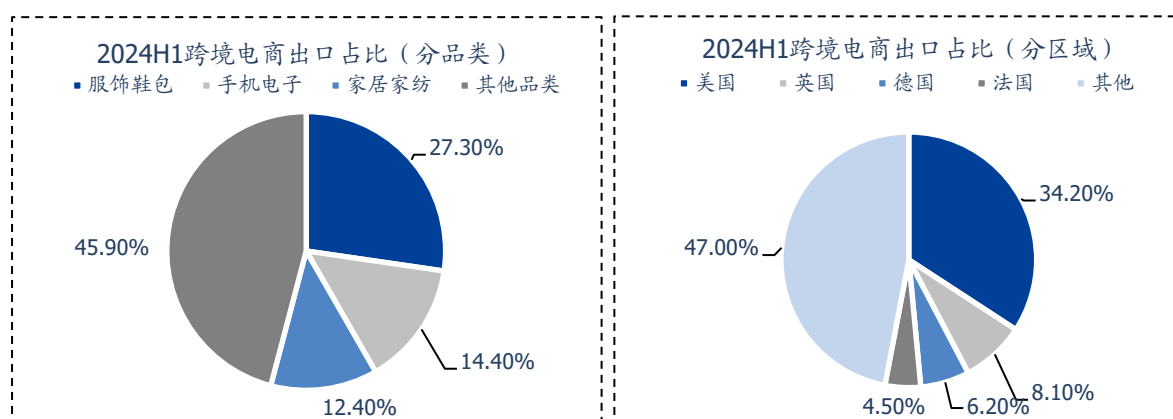
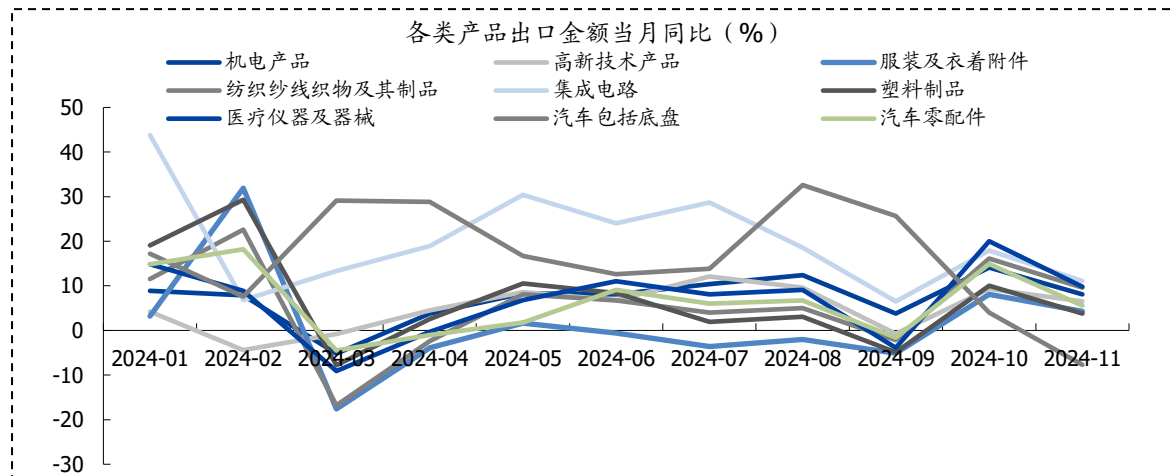
1.3. 基本面：国内社零增速为低个位数，跨境电商维持10%+增长

出口增速有所修复，跨境电商优于出口大盘：2024M1-11国内出口总额达3.2万亿美元/同比+5.4%，跨境电商Q1-3进出口规模达1.88万亿/同比+11.5%。结构上，2024H1国内跨境电商出口：分品类看，服饰鞋包/手机电子/家居家纺占比为27.3%/14.4%/12.4%；分地区看，美国/英国/德国/法国分别占比34.2%/8.1%/6.2%/4.5%，东南亚及日本等国家表现亦比较活跃。

出口增速有所修复，跨境电商优于出口大盘



2024M1-11跨境出口结构分析



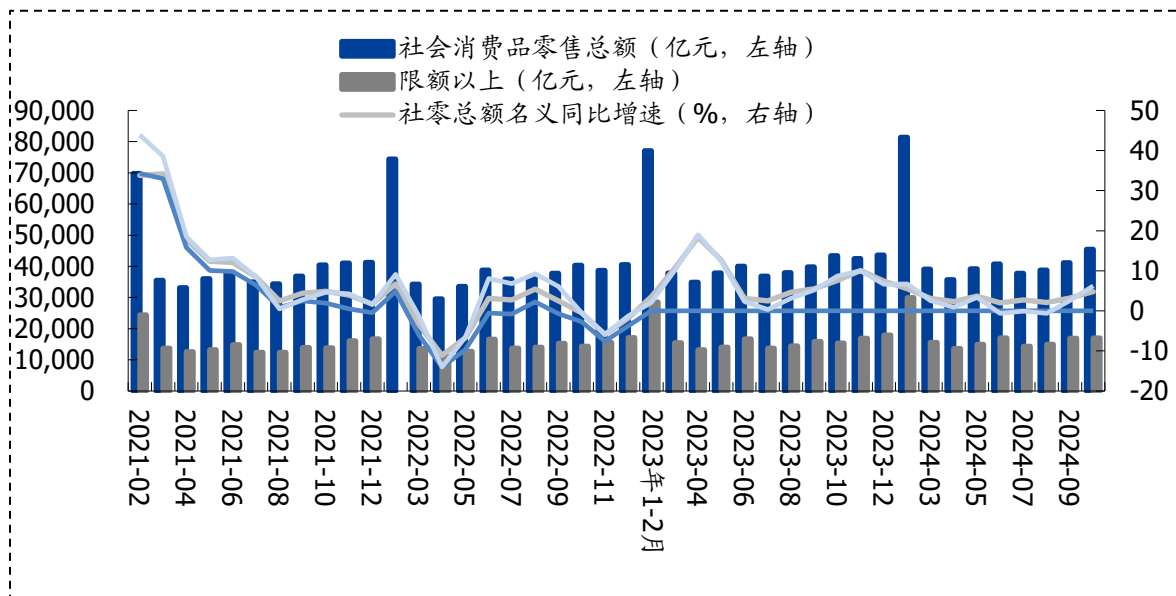
1.3. 基本面：国内社零增速为低个位数，跨境电商维持10%+增长

国内社零方面：2024年CPI温和上涨，社零总额增速维持在低个位数水平，单10月数据有所转好。

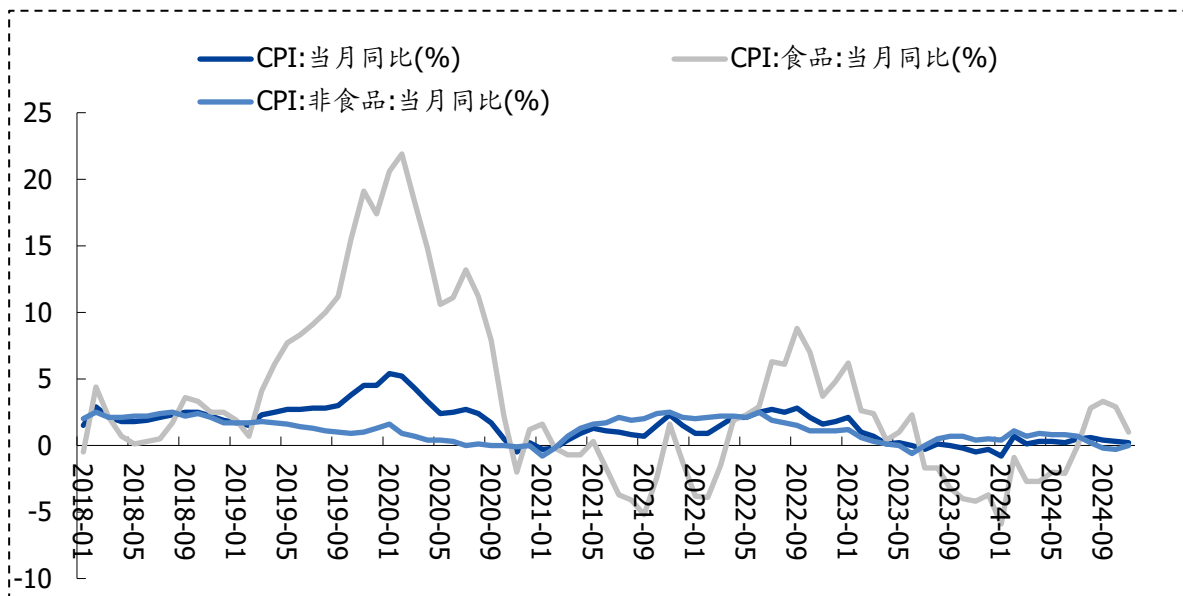
双十一来看：根据星图数据，全网实现GMV达14418亿元/同比+26.6%，其中综合电商/直播电商/即时零售分别实现GMV11093/3325/281亿元，分别同比+20.1%/54.6%/+19.1%；考虑2023与2024年的促销周期不同，预计本年实际同比增速较低，根据易观分析，统一促销周期后（10.14-11.11），2024年双十一主要平台全周期成交额同比+11.4%，其中综合电商平台同比+10.2%，主流内容平台（抖快）同比+17.1%。

11月社零品类数据：分品类看，必选品类有升有降，可选中家电品类增速环比收窄，化妆品同环比均大幅下滑。

2024年社零总额增速维持在低个位数水平



CPI指数温和上涨



1.3. 基本面：服务零售好于商品零售

社零口径：1-11月服务零售额同比增长6.4%，优于商品零售。

上市公司口径：在高基数及2024Q1/Q3较多天气影响的前提下，2024Q1/2024Q2/2024Q3仍有8/7/5家旅游上市公司的营收同比增速高于社零增速。

2024Q1以来旅游上市公司营收增速与商品消费增速对比

景区上市公司	2024Q1营收 同比2023Q1 增速	2024Q1营收 恢复至 2019 年同期水平	2024Q2营收 同比2023Q2 增速	2024Q2营收 恢复至 2019 年同期水平	2024Q3营收 同比2023Q3 增速	2024Q3营收 恢复至 2019 年同期水平	社零2024Q1 同比增速	2024Q1社零 恢复至 2019 年同期水平	社零2024Q2 同比增速	2024Q2社零 恢复至 2019 年同期水平	社零2024Q3 同比增速	2024Q3社零 恢复至 2019 年同期水平
宋城演艺	138.7%	67.9%	22.1%	104.2%	-4.7%	106.0%	4.7%	123.0%	2.6%	118.7%	2.7%	115.9%
九华旅游	-6.1%	134.7%	14.2%	137.3%	-4.1%	137.0%	4.7%	123.0%	2.6%	118.7%	2.7%	115.9%
黄山旅游	-0.4%	127.3%	-0.4%	107.2%	-3.3%	113.2%	4.7%	123.0%	2.6%	118.7%	2.7%	115.9%
西域旅游	44.4%	193.6%	4.4%	163.9%	-4.3%	112.0%	4.7%	123.0%	2.6%	118.7%	2.7%	115.9%
长白山	83.7%	259.5%	29.0%	158.8%	3.2%	132.7%	4.7%	123.0%	2.6%	118.7%	2.7%	115.9%
丽江股份	0.0%	140.1%	-3.5%	107.9%	0.6%	104.5%	4.7%	123.0%	2.6%	118.7%	2.7%	115.9%
峨眉山A	6.6%	99.3%	0.3%	93.1%	-9.9%	86.5%	4.7%	123.0%	2.6%	118.7%	2.7%	115.9%
中青旅	16.0%	75.6%	-3.7%	73.4%	5.5%	73.0%	4.7%	123.0%	2.6%	118.7%	2.7%	115.9%
天目湖	-11.3%	120.0%	-3.7%	119.7%	-26.3%	84.5%	4.7%	123.0%	2.6%	118.7%	2.7%	115.9%
金马游乐	-38.8%	77.3%	-23.5%	99.2%	-35.8%	119.1%	4.7%	123.0%	2.6%	118.7%	2.7%	115.9%
三特索道	-11.4%	130.4%	-5.7%	97.3%	1.1%	101.1%	4.7%	123.0%	2.6%	118.7%	2.7%	115.9%
众信旅游	643.4%	41.7%	143.3%	48.4%	67.1%	54.8%	4.7%	123.0%	2.6%	118.7%	2.7%	115.9%
岭南控股	89.0%	49.6%	32.4%	55.2%	8.9%	54.1%	4.7%	123.0%	2.6%	118.7%	2.7%	115.9%
祥源文旅	3.8%	94.7%	60.0%	172.9%	-14.4%	160.9%	4.7%	123.0%	2.6%	118.7%	2.7%	115.9%
大连圣亚	31.8%	206.7%	-3.0%	126.5%	5.6%	156.2%	4.7%	123.0%	2.6%	118.7%	2.7%	115.9%

1.3. 基本面：对比2019年，仅部分企业营收规模超过，盈利能力有所下降

仅部分企业营收规模超过**2019**年：2024Q1-Q3，个别龙头企业规模超过2019年同期，扩张及新需求是主要原因。受环境影响，盈利能力普遍下滑。以2024Q1-Q3为例，贸易/一般零售/专业连锁/旅游零售/互联网电商净利率分别为1.2%/3.7%/0.6%/9.1%/2.1%，同比2019年-0.1pct/-0.9pct/-3.6pct/-2.7pct/-6.4pct；酒店餐饮/旅游景区/专业服务净利率分别为6.2%/11.0%/5.1%，同比2019年-0.6pct/+2.2pct/-1.9pct（其中旅游景区净利率上升主要系会计口径调整）。

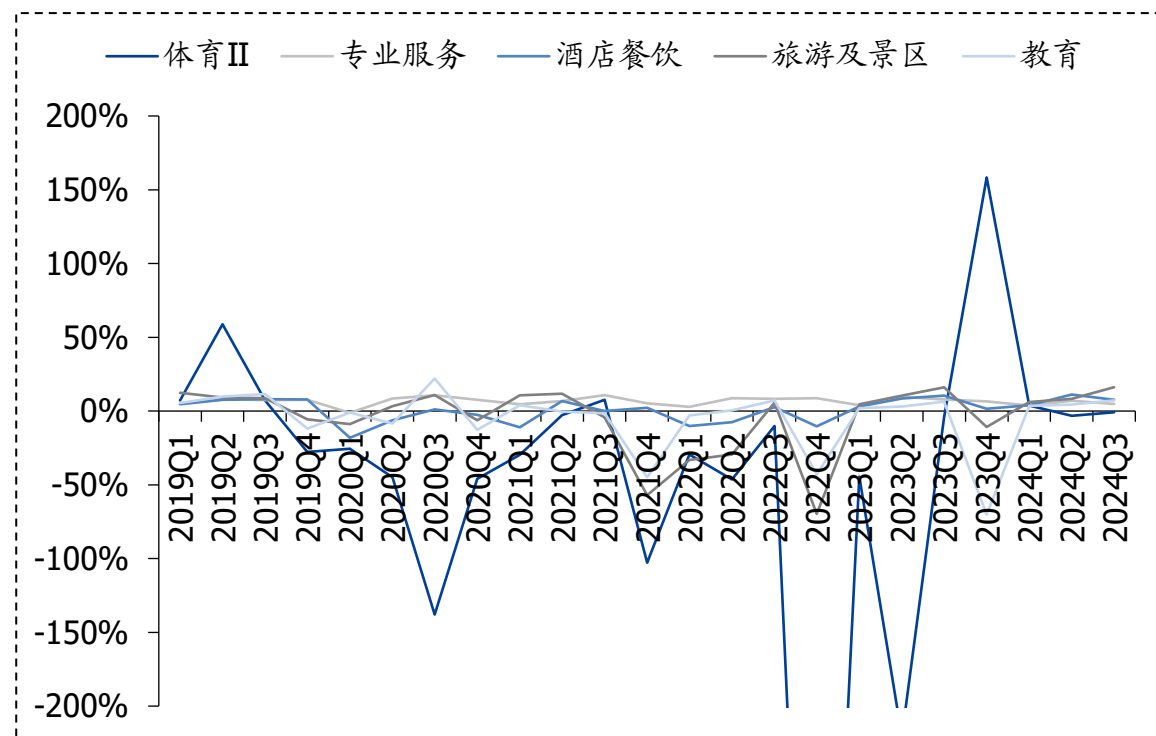
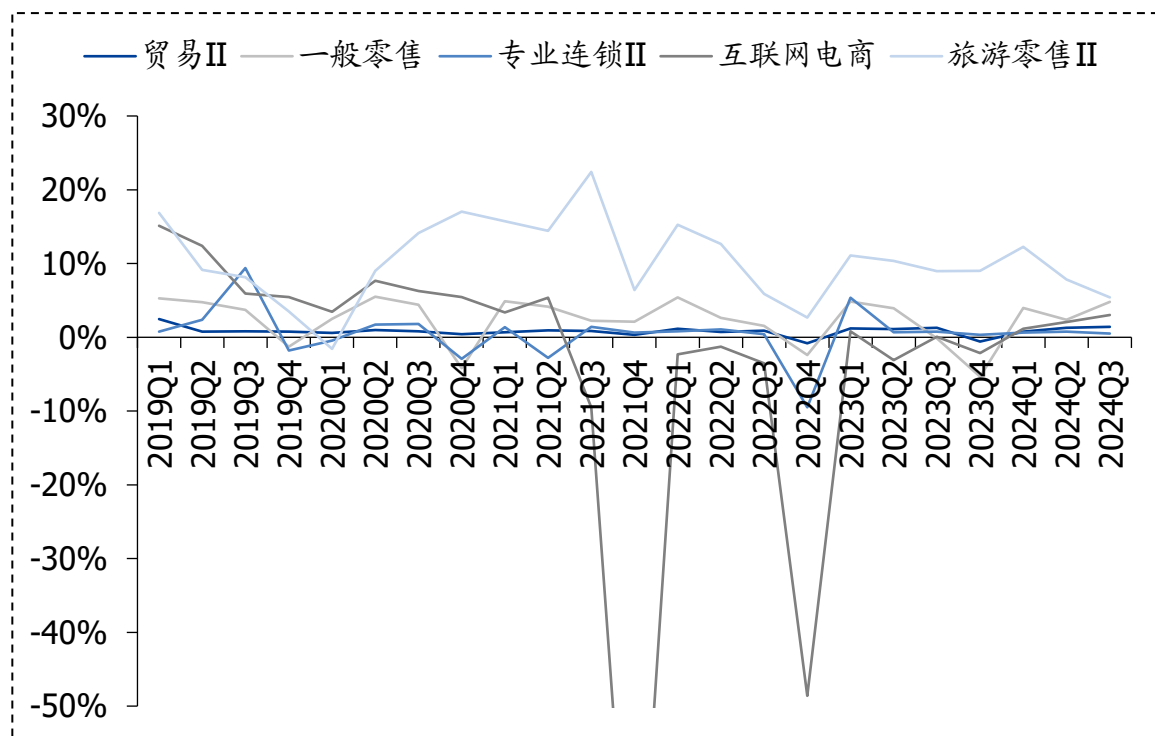
	中国中免	锦江酒店	首旅酒店	百胜中国	九毛九	海底捞	同庆楼	永辉超市	家家悦	红旗连锁	安克创新	华凯易佰	泡泡玛特	爱婴室	名创优品	孩子王
2019Q1-3营收收入（亿元） （个别港股为2019H1）	355.8	112.8	62.3	67.5	12.4	117.2	10.6	635.4	112.7	58.9	45.4	2.7	5.5	17.4	无2019年数据	无2019年数据
2024Q1-Q3营收收入（亿元） （个别港股为2024H1）	430.2	107.9	58.9	87.1	30.7	215.8	18.7	545.5	141.3	77.7	164.5	61.2	45.9	24.7	77.6	68.0
同比增长 （无2019年数据公司为2023年相对2019年增加）	20.9%	-4.4%	-5.5%	29.1%	148.0%	84.1%	75.9%	-14.2%	25.4%	31.9%	262.0%	2125.1%	740.3%	41.7%	22.1%	6.2%

1.3. 基本面：对比2019年，仅部分企业营收规模超过，盈利能力有所下降

仅部分企业营收规模超过**2019**年：2024Q1-Q3，个别龙头企业规模超过2019年同期，扩张及新需求是主要原因。

受环境影响，盈利能力普遍下滑。以2024Q1-Q3为例，贸易/一般零售/专业连锁/旅游零售/互联网电商净利率分别为1.2%/3.7%/0.6%/9.1%/2.1%，同比2019年-0.1pct/-0.9pct/-3.6pct/-2.7pct/-6.4pct；酒店餐饮/旅游景区/专业服务净利率分别为6.2%/11.0%/5.1%，同比2019年-0.6pct/+2.2pct/-1.9pct（其中旅游景区净利率上升主要系会计口径调整）。

受环境影响，子行业盈利能力普遍下滑（净利润率）



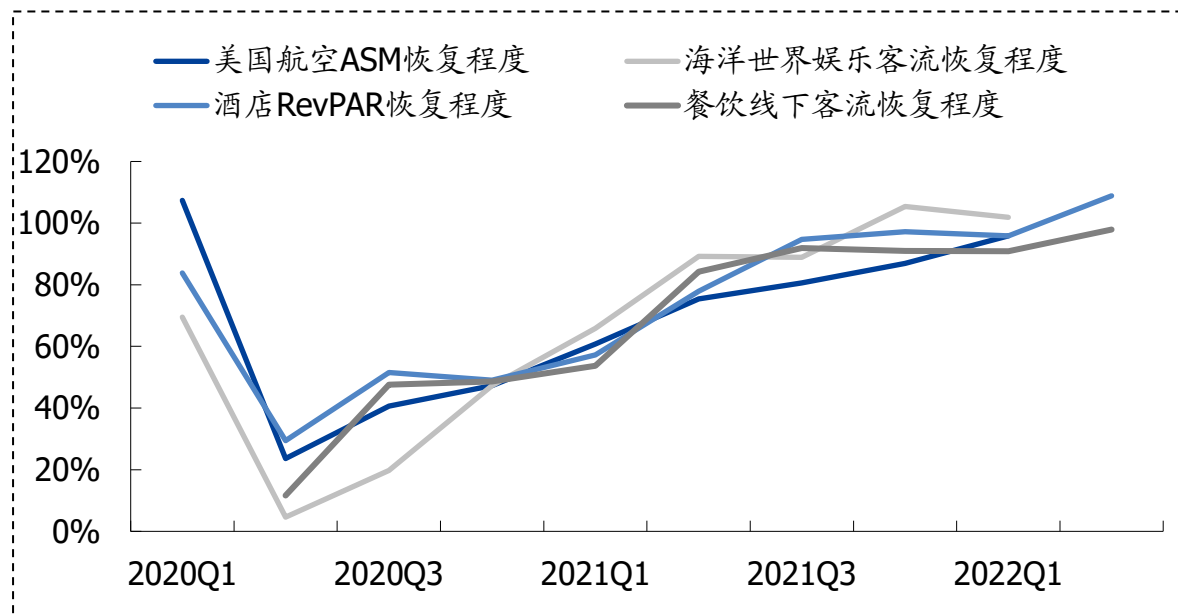
1.4. 回顾2022年底预判：有所不同

复盘海外公共卫生事件影响后复苏节奏：本地-出行-跨境，整体恢复时长1年-1年半，子行业有先后区别。

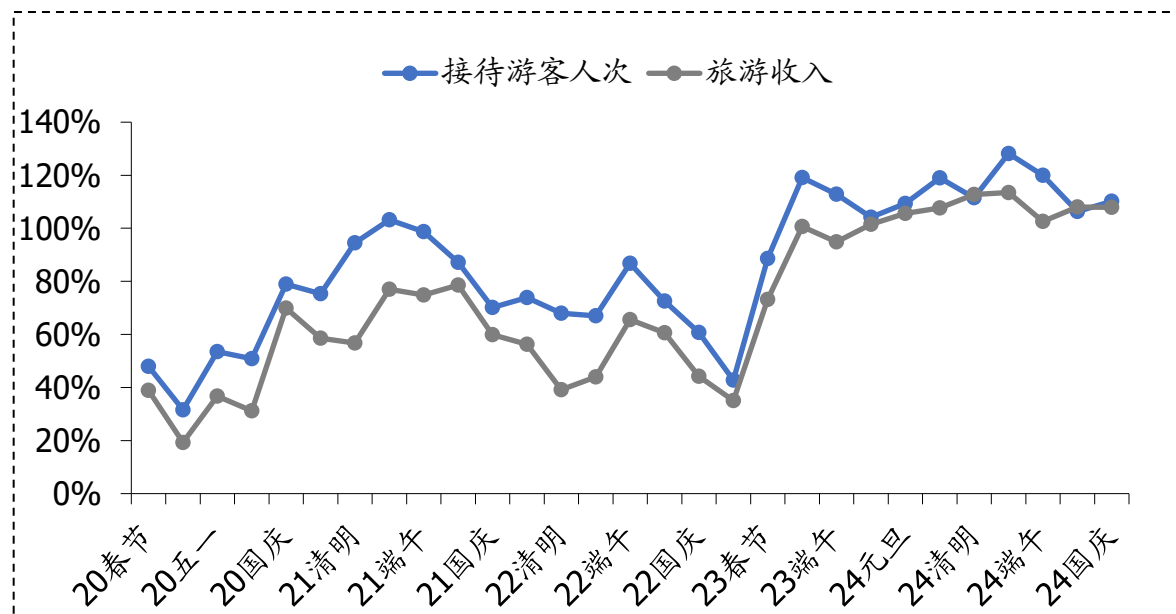
国内目前复苏：餐饮同店恢复约至2019年6-9成不等，酒店RevPAR约恢复至2019年9成-1.1倍不等，主流景区单店大约恢复至2019年7成-1.3倍，商超专业连锁单店程度恢复至2019年8成-1.1倍不等，百货单店恢复至2019年6成左右（以王府井为例），免税客单价恢复至2021年8成左右，出境游恢复至2019年8成左右。

存在阶段超预期：以旅游市场为例，于2024年中秋及清明，客单价相继超过2019年同期。

美国各个子行业恢复程度



旅游市场节假日接待人次及旅游收入



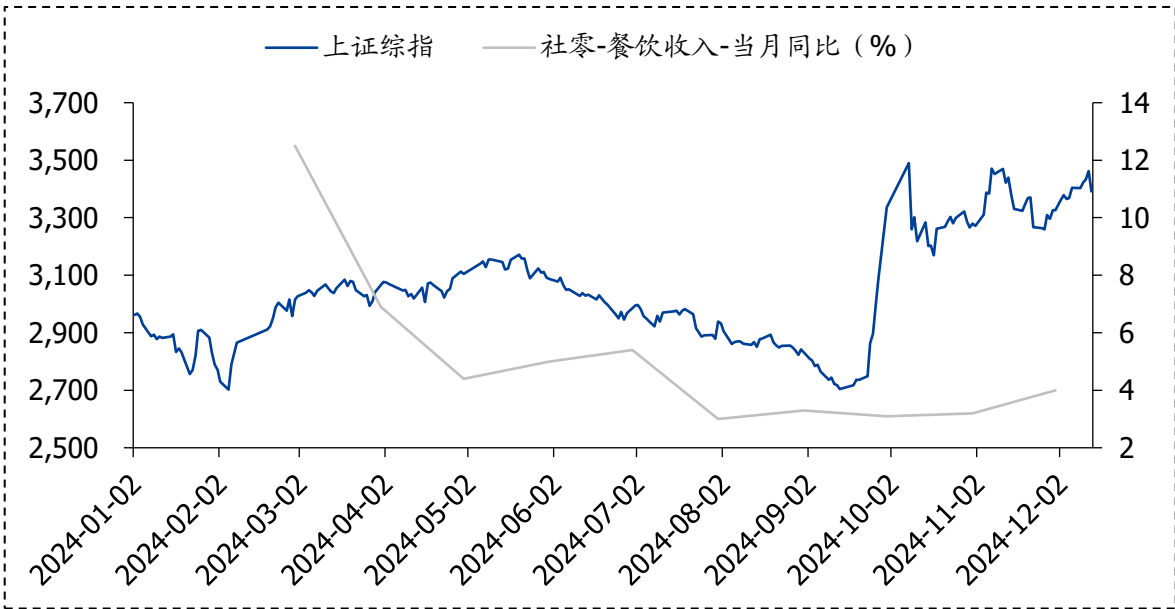
1.4. 回顾2022年底预判：有所不同

以餐饮为例： 2024年Q3，百胜中国及九毛九旗下多品牌同比下降幅度相对2024Q2环比改善；10月/11月社零-餐饮收入分别同比+ 3.2 %/+ 4.0%，环比三季度增速有所提升。

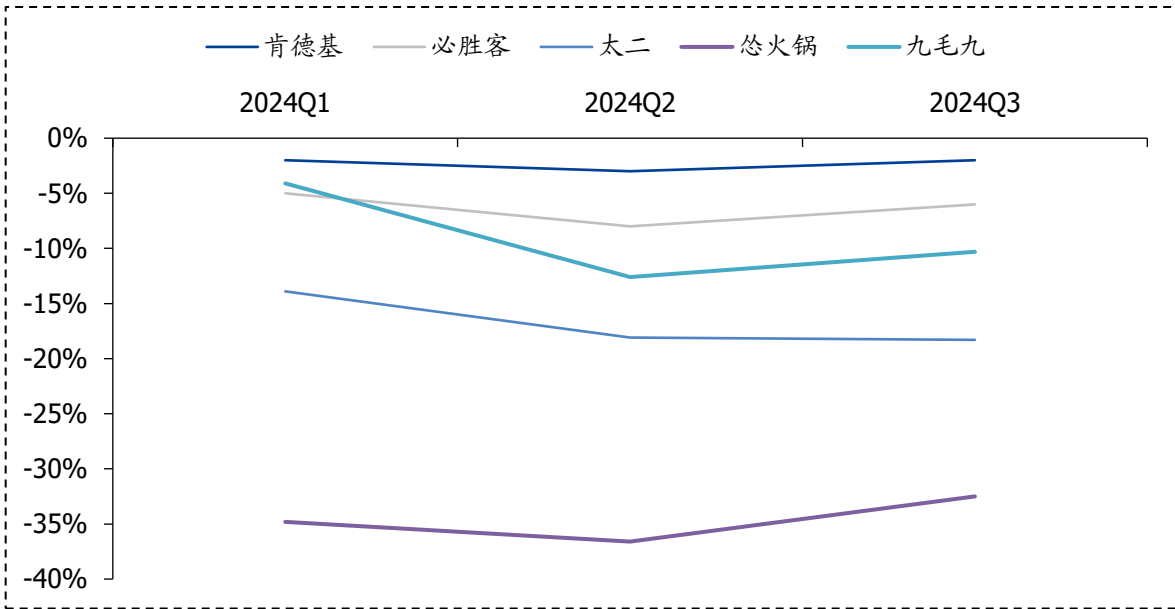
聚焦国庆市场（背景是股市回暖及消费券发放）：据中国烹饪协会开展的“2024年国庆假期餐饮业经营情况调研”数据显示，受访餐饮企业国庆假期营业收入与去年国庆假期7天相比+2.0%；客流量与去年国庆假期7天相比+5.6%。美团数据显示，今年国庆假期的前5天，餐饮堂食消费日均值相比2023年同期+33.4%；分消费时段来看，夜间时段消费较2023年同期+44.8%。

进入Q4：上述数据持续性有待观察。

2024年上证综指、社零餐饮指标变化（截至12.13）



2024Q1-3百胜中国、九毛九旗下品牌同店销售同比



01

2024年年度回顾

- 股价回顾: **2024**年商贸零售/社会服务涨幅分别约为**21.83%/6.64%**
- 板块内部: 分子行业区间涨幅有异, 社会服务估值处于近**10**年较低分位, 商贸零售处于中位区间
- 基本面分析: 跨境电商出口维持**10%+**增长, 社零增速约个位数, 服务零售好于商品零售, 部分企业营收规模提升, 盈利能力有所下降
- 回顾**2022**年底预判: 有所不同

02

变化

- 趋势**1**: 质价比
- 趋势**2**: 求变及降本增效
- 趋势**3**: 内容化及营销(文化**IP**及**IP**出海)
- 积极政策仍在持续落地

03

板块投资策略

- 投资主线**1**: 持续关注零售业态变革及标的改善
- 投资主线**2**: 景气行业标的
- 投资主线**3**: 个股**alpha**及顺周期改善弹性
- 投资主线**4**: 稳增+股息率标的

04

盈利预测及风险提示

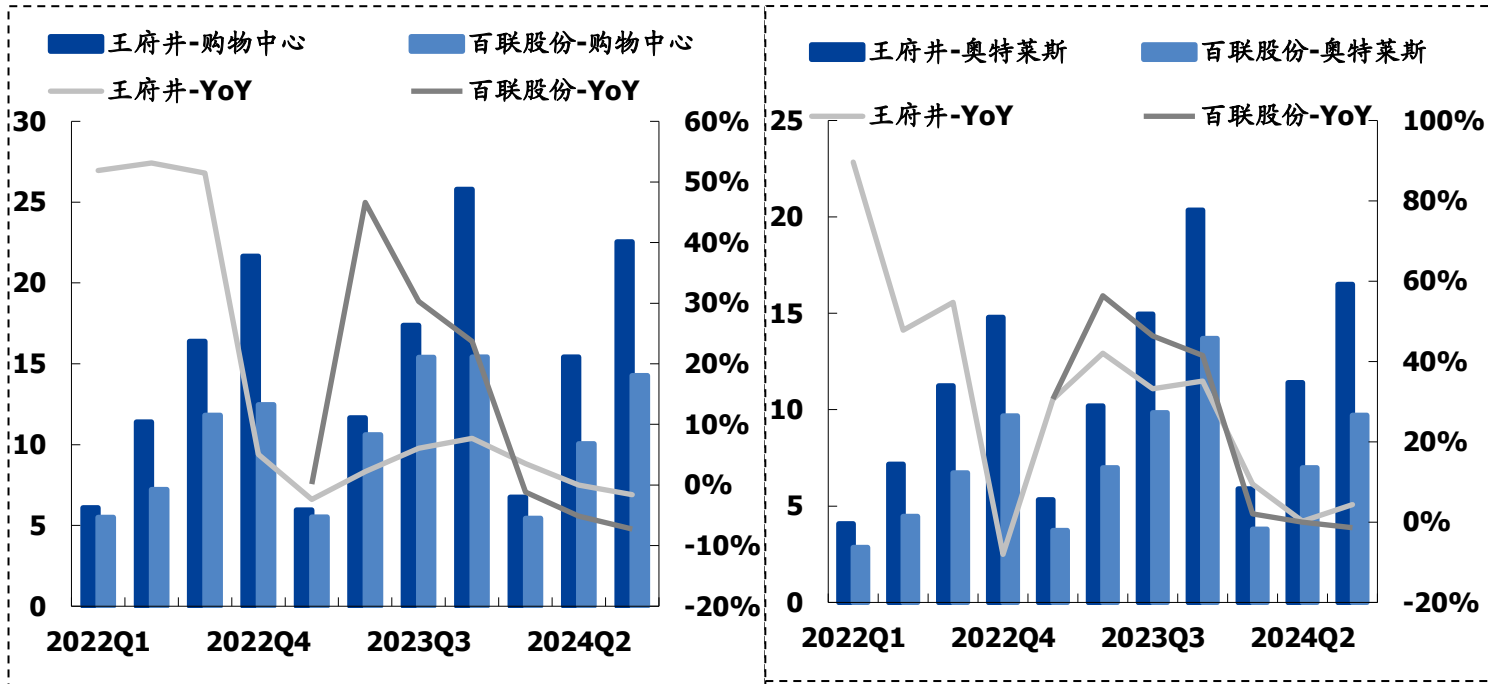
2.1. 趋势1 - 质价比

零售业态转型

- 1) 胖东来改造：**重视产品品质及顾客满意度，调整品类结构（提高加工类产品占比），减少促销及后台毛利率，以高坪效对冲成本费用，打造优质单店模型。
- 2) 折扣店转型：**舍弃后台毛利，以折扣吸引客流，追求毛利额提升，同时节约单店人工。
- 3) 山姆会员店：**依靠成熟的选品模式以及稳定交付高质量商品，实现近千亿国内营收规模。
- 4) 购物中心及奥莱业态：**相对百货业态等保有一定经营韧性，但亦受到大环境影响。

	胖东来	重百生鲜折扣店
初始投资（万）	4000	80
门店面积（m²）	3500	1200
日均单量（万）	1.09	0.27
客单价（元）	110	35
年营收（万元）	43800	3449
坪效（万元/年/m²）	12.51	2.87
人效（万元/年）	125	84.13
毛利率	22.0%	17.0%
员工费用率	7.99%	7.00%
员工数（人）	350	41
员工工资（元/月）	8333	4907.5
租金费用率	0.58%	1.25%
水电费用率	1.50%	3.50%
折旧及摊销	4%	0.23%
其他	4%	2.00%
门店经营利润率	4.9%	3.0%
门店经营利润（万）	2161	104.0
所得税率	25%	25%
现金利润（考虑税）（万元）	3373	86.0

王府井及百联股份各业态营收（亿元）变化

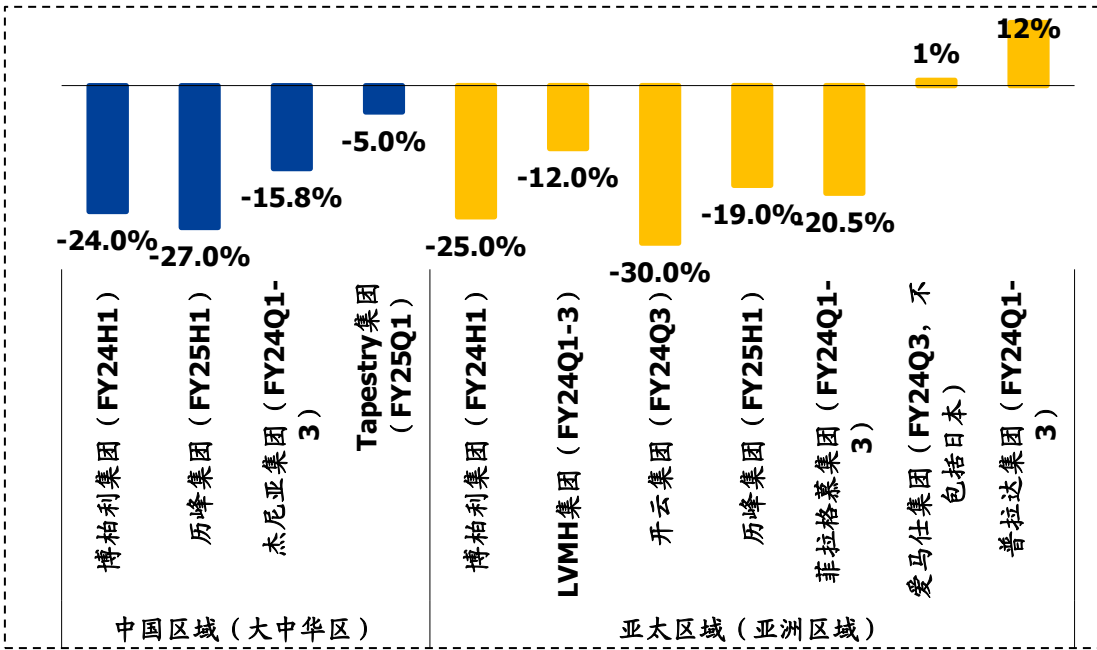
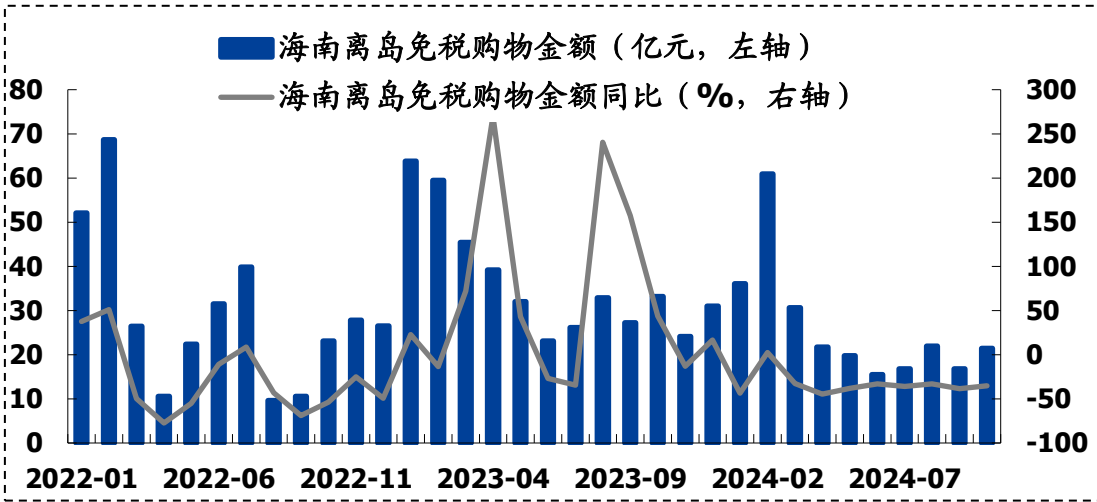
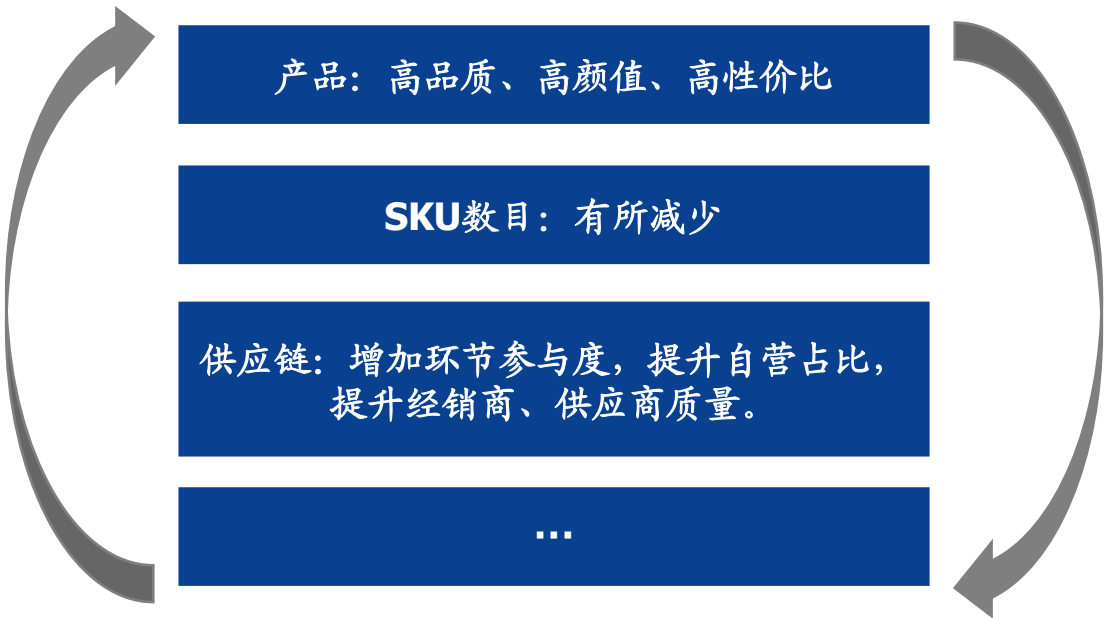


2.1. 趋势1 - 质价比

南极电商转型《=》免税奢侈品市场

- 1) 南极电商：增加自营比重（目前），增加供应链环节的参与度，SKU减少，同时减少供应商及经销商数量，提升公司产品质量、品牌形象。
- 2) 免税&奢侈品：由于出境游回暖以及消费市场较为疲软，国内免税市场以及奢侈品市场均维持承压。根据海口海关，2024M1-10海南离岛免税销售额同比下滑31.6%；根据贝恩公司，2024年中国奢侈品市场销售预计下滑18%~20%。

南极电商转型



2.1. 趋势1 - 质价比

景区/餐饮/酒店行业供给端变化:

- 1) 景区性价比:** 景区方面通过优惠套票、新增游玩项目等方式提高自身性价比体验。
- 2) 餐饮注重一人食&优化单店模型:** 餐饮企业关注单人客群, 通过打造性价比一人食产品吸引客流。如太二推出一人食酸菜鱼套餐提高外卖点击率; 持续优化单店模型, 如肯德基单店投资维持150万元, 投资回收期约2年, 必胜客单店投资现为120万元, 投资回报期缩短至2-3年; 必胜客在老店基础上改造出WOW模型, 强调品质好价, 11月门店数已达到150家。
- 3) 酒店单店模型:** 如家商旅/如家精选由于单店投资成本较低, 投资回报相对稳健, 受到加盟商青睐。

如家商旅单店	
单房面积 (平)	28
客房数 (间)	130
物业租金 (元/日/m ²)	2
其他装修费用	40
单房投资费用 (万元/间)	9
品牌使用/合作费	65
OCC	77%
ADR	300
RevPAR	231.0
客房收入	1096.1
客房收入占比	88%
餐饮+其他收入合计	124.6
收入合计	1220.7
人房比	0.25
人工成本 (万元)	202.8
人工成本占比	16.6%
能源+消耗品成本占比	15.0%
折旧摊销费率	10%
租金费用	25%
毛利率	33.1%
管理服务+品牌推广	6.0%
CRS费用	5.0%
OTA费用	4.5%
税前利润率	17.6%
所得税率	25%
净利润率	13.2%
年现金流 (万元)	282.3
投资回收期 (年)	4.5

天目湖南山竹海 优惠套票

【一票全含】看熊猫、登第一峰、南山竹海大门票+双程轻轨+双程索道+单程小火车 (含小鸟天堂体验)

【含地轨】可到熊猫馆、南山竹海大门票+双程轻轨 (可到鸡鸣村、熊猫馆) (含小鸟天堂体验)

会员价
¥260 ¥237.5

+

会员价
¥140 ¥156

+

上海千古情景区开放 4层以上空间项目布局



太二推出一人食套餐, 必胜客推出WOW新店型



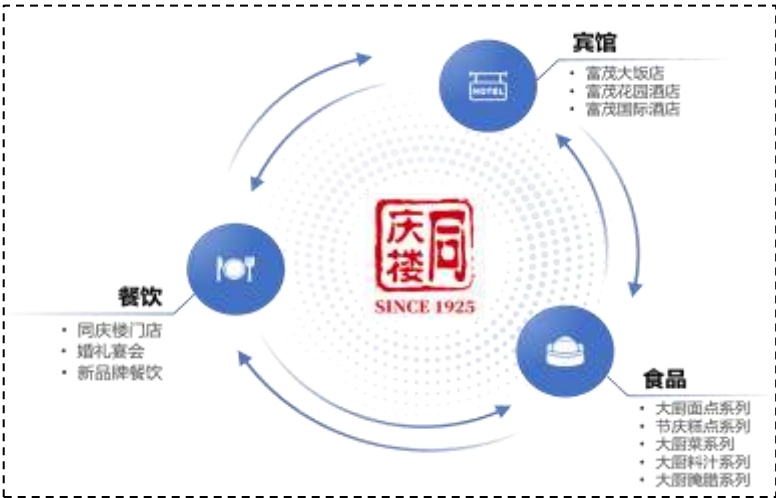
2.2. 趋势2 - 求变及降本增效

休闲服务领域:

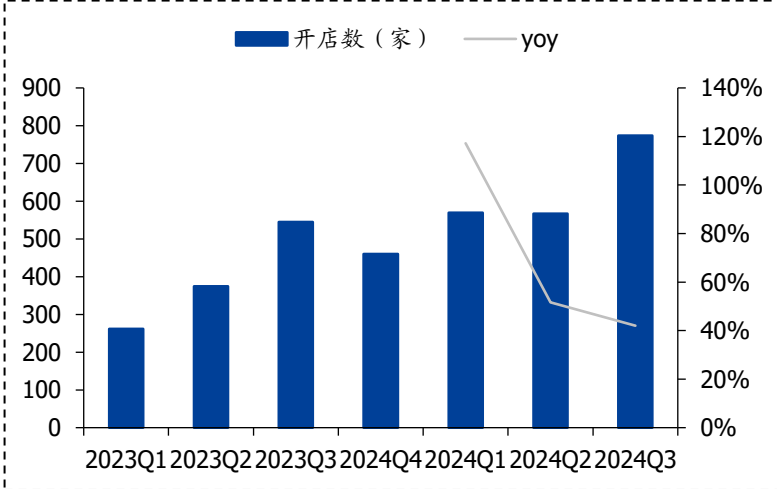
- 1) 景区:** 积极外延新项目。如九华旅游动工狮子峰项目，祥源文旅收购莽山、丹霞山项目，西域旅游新拓展演艺项目。
- 2) 餐饮:** 拓展新品牌、新业态。如海底捞启动“红石榴计划”，孵化餐饮新品牌；同庆楼以餐饮为核，拓展住宿、食品业务。
- 3) 酒店:** 加速开店。如华住集团2024年加速开店，全年开店指引再提高至2400家。
- 4) 人力:** 聚焦大客户。如北京人力进一步完善大客户集团化管理机制，促进大客户保留与开发，提升大客户业务渗透率和贡献率；科锐国际持续巩固大客户策略，持续夯实商圈垂直，通过聚焦区域，为区域的高质量腰部客户提供产品和服务。

降本增效: 2024年社服类上市公司普遍面临税收优惠减少、市场竞争加大而投入更多销售费用的情况，但整体仍在寻求各类降本增效措施。以峨眉山为例，全年紧扣“改革发展质效年”工作主题，明确工作目标，狠抓成本控制、提高服务质量、加强市场营销，2024年各季度毛利率/销售费用率/管理费用率控制良好，2024Q3三项比率同比+3.0/-1.0/+2.1pct至59.1%/2.4%/12.6%。

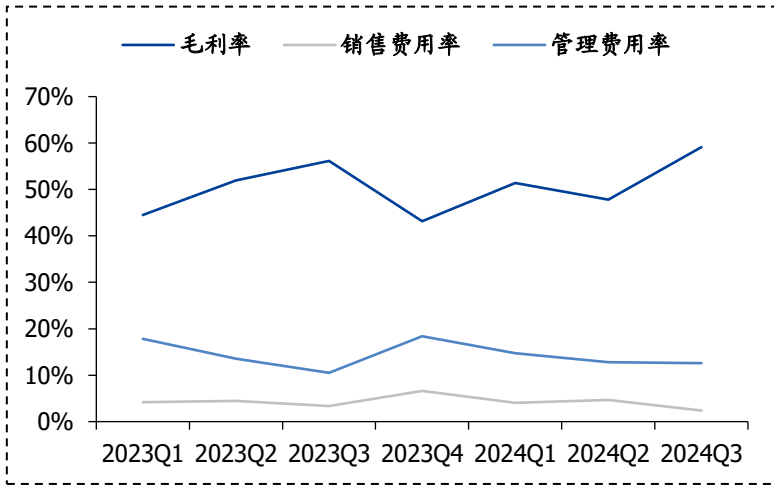
同庆楼餐饮、宾馆、食品业务三轮驱动



华住集团全年开店数两次上调



峨眉山2023Q1-2024Q3主要财务比率



2.2. 趋势2 - 求变及降本增效

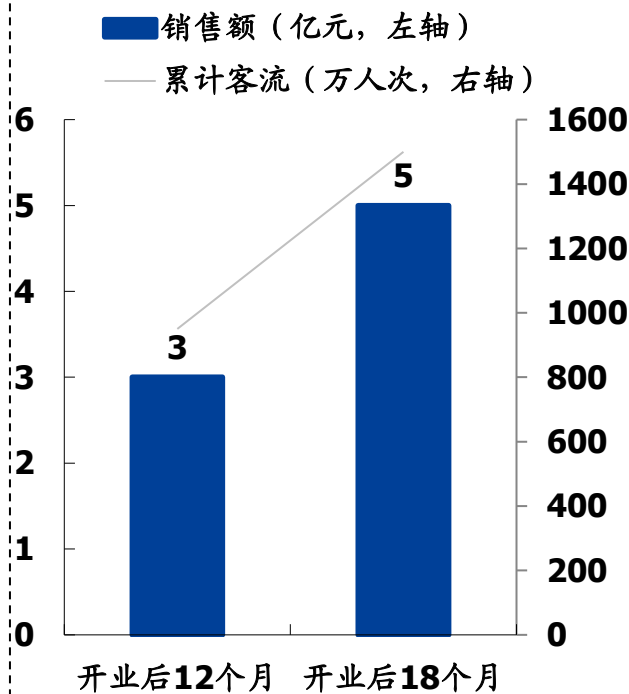
商贸零售领域:

以百货业态：推进场店改造，聚焦“谷子”消费。例如，百联ZX创趣场由原华联商厦转型改造而来，2023年1月重新开业，聚焦全球二次元文化的精神消费，为Z世代客群创造出极富沉浸式体验的社交共振场，截至2023年底开业店铺39家，首店比例超60%；王府井喜悦2023年12月开业，聚焦Z世代年轻群体，将地下二层整体调整为二次元主题文化空间，引进二次元谷店36家。优化费用把控。面临消费市场情绪低迷，零售各板块近年均呈现出控费增效趋势，包括减少单店员工及控制员工费用等。

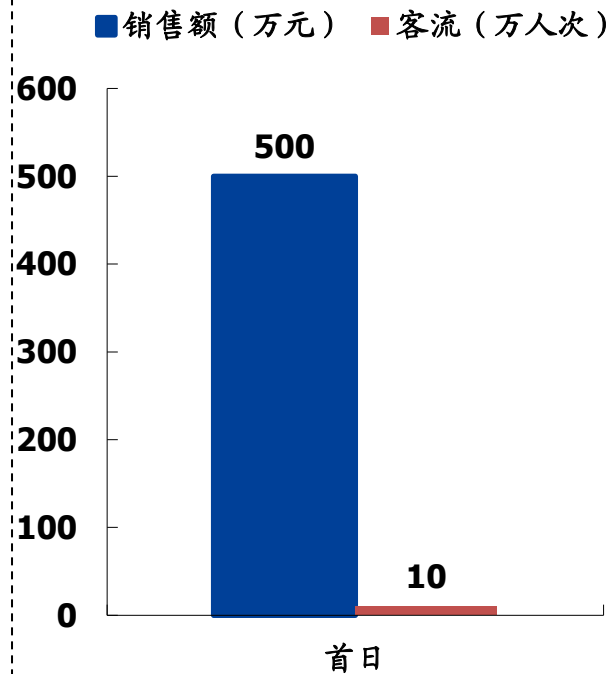
百联、王府井、新世界等场店重点拓展谷子场域



ZX创趣场客流与销额双稳增



王府井喜悦开业首日客流



2.2. 美日子领域龙头：于经济低迷期通过模式创新&性价比转型逆势扩张

美国历次经济危机、日本经济低迷期，虽然环境无法支撑企业按原有规模扩张，但仍然不乏消费类龙头能在困境中逆势增长、穿越周期。

1) 酒店：万豪集团在低谷时期进行商业模式更新。1990年代初美国房地产价格下跌、中东局势紧张等因素使得经济陷入衰退，此前靠自建酒店扩张的万豪集团因此债务负担沉重。公司于1993年将轻重资产分拆，一方面，原母公司更名为万豪地产（Host Marriott）掌握原有的酒店地产，后1999年万豪地产获得REITs资质并在主板上市；另一方面，将原来的国际酒店业务新成立公司为Marriott International负责万豪品牌连锁酒店的管理和经营。经过轻资产化后，公司管理加盟和特许经营成为主要拓店模式，使得公司拥有了持续扩张的能力。

2) 餐饮：在日本经济低迷期间，餐饮行业走向了连锁化、集中化。日本餐饮行业CR100从1981年的10.5%上升至2011年的23.2%，行业像头部企业集中，在此期间跑出了一批优秀的连锁企业，例如食其家、萨利亚等。同时，餐饮向便利化、性价比高的趋势发展。例如属于快餐行业的牛丼饭快速发展，1990-2019年，日本牛丼饭连锁行业市场规模持续扩张，由558亿日元增至3649亿日元，年复合增长率达7%。

3) 母婴：在日本低生育率的背景下，日本母婴店仍然有西松屋（NISHIMATSUYA）与阿卡将本铺等母婴店逆势扩张，实现了连锁化的发展。他们通过合理的门店布局、发展自有品牌商品、布局差异化供应链、注重数字化等策略，实现门店数量扩张和收入稳健增长。其中西松屋2015年-2024财年期间，门店总数从874家增至1159家，营收从1285.2亿日元增长至1880.0亿日元，位列行业市占率第一（截至2024年5月）。

4) 大卖场：沃尔玛于折扣店兴起年代，从小镇开始，实现全美及海外扩张。模式上，以成本控制支撑低价，以系统优化支撑效率，并丰富会员店等业态。

2.3. 趋势3 - 内容化及营销（文化IP及IP出海）

景区运用IP吸引客流：1）自创IP：吸引客流&带动二消。如黄山旅游上线“黄山好礼”官方平台，积极拓展上新相关IP 文旅产品；天目湖采用南山竹海景区竹笋形象打造“南山一只笋”IP，进行文创雪糕等产品的销售；祥源文旅有动漫及其衍生业务，同时雅安碧峰峡景区拥有熊猫IP，致力于打造“文化IP+旅游+科技”的特色文旅产业模式。2）联名IP：部分影视剧、游戏等文化内容的创作涉及现实中景区场景，与这些文化IP联名推广可以吸引大量受众。如《黑神话：悟空》山西省取景地多达27处，带动小西天、玉皇庙等客流显著增长，山西文旅顺势启动“跟着悟空游山西”活动，上线《黑神话：悟空》主题线路，并推出黑悟空雪糕等文创产品。2024年国庆期间，山西共接待国内游客约3650万人次/同比+85%，游客旅游消费近230亿元，较上年同期翻一番。

宋城演艺：2024Q4，举行“火人狂欢节”，在各大景区加入火焰表演、音乐会、篝火狂欢等活动吸引客流；同时，在杭州宋城、杭州乐园、上海千古情、西安千古情、广东千古情共同开启万圣节“千古情奇妙夜”活动，邀请众多抖音达人作为活动NPC，提前优惠预售。

景区文创产品



2024Q4，宋城演艺举行火人狂欢节及千古情奇妙夜

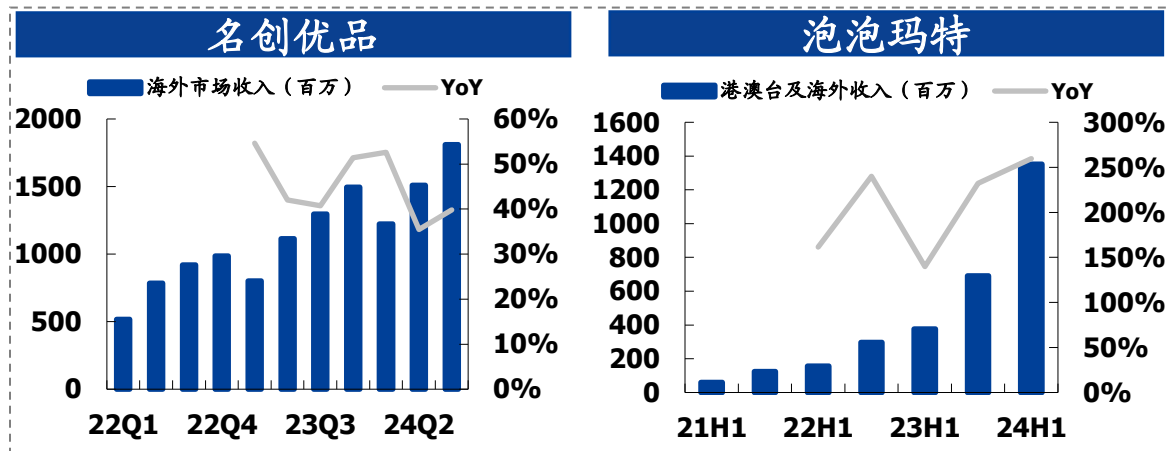


2.3. 趋势3 - 内容化及营销（文化IP及IP出海）

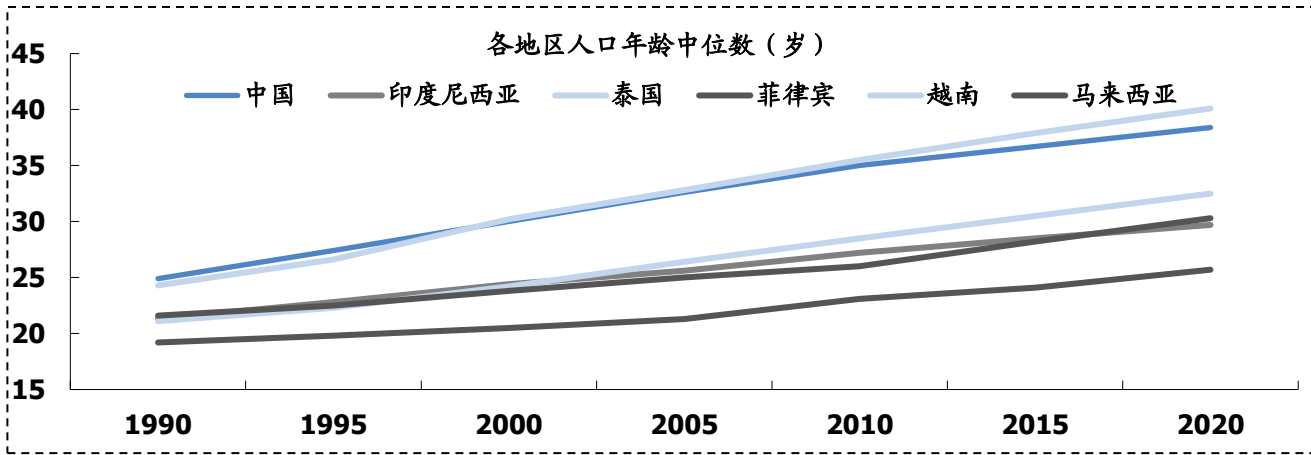
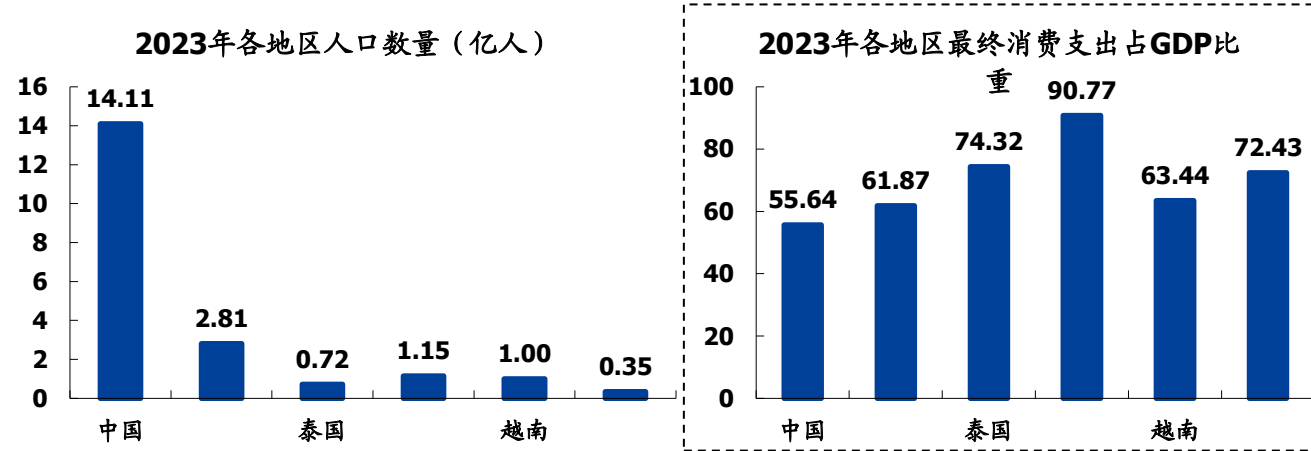
IP出海高景气：2023年以来，名创优品海外市场保持40%左右增速，泡泡玛特积极拓展、财报略超预期，IP出圈。

以东南亚市场为例：其人口基数大、居民消费占GDP比重高，年龄结构较为年轻，呈现高景气度。

泡泡玛特及名创优品海外市场高速增长



以东南亚市场为例



生育政策：国家持续出台促生育政策，如支持二孩、三孩生育，促进人口高质量发展。

旅游政策：政策层面明确旅游业为国民经济的战略性支柱产业，持续发布的政策有助于打造旅游行业的良好营商环境，促进行业持续高质量发展，为消费者提供更多高质量、高性价比的文旅服务。

跨境出海政策：如：支持义乌深化重点领域和关键环节改革，着力解决深层次体制机制问题，加强内外贸一体化标准建设，推进“一带一路”沿线合作，创新支持中欧班列高质量发展，为我国转变贸易发展方式、加快建设贸易强国探索经验，为拓展国内国际市场、畅通国内国际双循环作出更大贡献。

消费券：各地消费券发放活动频出，如上海浦东新区补贴1亿元发放12批“乐享浦东”餐饮消费券，静安区截至12月21日已发放5轮总面值超3000万元的“静安区商圈活力消费券”；河南省自10月以来安排财政资金2亿元分4期发放“金秋”消费券；吉林省文旅厅携全省重点冰雪企业，联合中国银联，向全国冰雪爱好者发放总规模1亿元的“2024-2025年吉林省冰雪消费券”。

鼓励并购分红：证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，多地发布鼓励并购重组政策，如上海市发布《上海市支持上市公司并购重组行动方案（2025—2027年）》；于上市公司监管指引中，提出鼓励董事会制定并披露中长期分红规划，增加分红频次，优化分红节奏，合理提高分红率，增强投资者获得感。

01

2024年年度回顾

- 股价回顾: **2024**年商贸零售/社会服务涨幅分别约为**21.8%/6.6%**
- 板块内部: 分子行业区间涨幅有异, 社会服务估值处于近**10**年较低分位, 商贸零售处于中位区间
- 基本面分析: 跨境电商出口维持**10%+**增长, 社零增速约个位数, 服务零售好于商品零售, 部分企业营收规模提升, 盈利能力有所下降
- 回顾**2022**年底预判: 有所不同

02

变化

- 趋势**1**: 质价比
- 趋势**2**: 求变及降本增效
- 趋势**3**: 内容化及营销(文化**IP**及**IP**出海)
- 积极政策仍在持续落地

03

板块投资策略

- 投资主线**1**: 持续关注零售业态变革及标的改善
- 投资主线**2**: 景气行业标的
- 投资主线**3**: 个股**alpha**及顺周期改善弹性
- 投资主线**4**: 稳增+股息率标的

04

盈利预测及风险提示

1) 学习胖东来调改:

②步步高：4月底开始步步高梅溪湖店调改开业，现有门店78家（截至2024H1），目前调改12家。

2) 自主调改:

②家家悦等：现有门店800+家，目前改造1家标杆店，改造计划尚未具体规划。

永辉超市调改计划：年底40-50家

步步高调改进度：目前已调改**12家**

重百调改计划：
生鲜折扣/精致生活馆/品质店



3.1. 投资主线1 - 持续关注零售业态变革及标的改善（商超百货）

调改成效：1）永辉胖改投入较高且最全面，涵盖商品、员工、环境等多个方面，日销改善较为明显。2）重百、家家悦等自主调改门店改动幅度较小但较为灵活。例如重百针对不同的点位及客群采取不同的调改模式，包含生鲜折扣、品质生活、精致生活馆等多种模式，瞄准不同客群；家家悦由于为山东省区域商超，具备当地熟食自有供应链，预计能够在省内快速铺开，兼具成本优势。

稳定性：市场对于永辉超市的调改成效的稳定性较为关注。商超渠道本质需要为消费者提供差异化商品与体验，对应优质商品力与良好服务，线下零售品牌核心在于信任。我们认为，胖东来之成功核心在于稳定的商品品质与IP化的胖东来文化，从而构建起的深厚消费者信任，山姆之成功核心在于稳定的品控与优质的产品开发能力。以永辉为例，目前短期借势胖东来IP获取消费者信任，重点开发选品能力与维持品控以获取消费者信任，从而获得稳定的日销表现。

	百联股份 世纪联华中环店	永辉超市 合肥方圆荟店	步步高 株洲天元店	重庆百货 融汇半岛店超级市集	重庆百货 九龙坡店品质生活馆	重庆百货 江南商都店精致生活馆
调改情况	至11月26日，24家世纪联华门店全面完成了焕新一体化工作	截至12月18日全国开业调改门店已达23家，预计春节前达到40家	截至12月18日全国调改门店已达12家	截至12月18日已调改6家超级市集	首家品质生活馆于11月19日开业	截至12月18日已改造2家精致生活馆
调改内容	调改后，门店面积由近9700平方到3970平方，SKU数由18000个到8000个，在商品上更加聚焦品类的管理、商品结构的优化与自有品牌和新品的开发引进。	调改后共规划了15400多支单品，整体的上新率达到65.4%左右，商品结构达到胖东来商品结构的80%，烘焙、熟食等鲜食比例进一步放大，从原先的5%增至20%-30%。同时提高员工福利	下架单品数14197个，下架单品数8236个，新增单品占比66.91%，梳理后商品结构达到胖东来商品结构的90%以上	通过“好物好价，爆款+新品”持续调整商品。精选3800+个SKU，其中自营直采商品占比大幅度提升。	调改前门店商品8000余支，升级精选后单品数量减少700多，汰换商品400余支，为顾客提供品质好又具有性价比的产品。	从灯光亮度、门店整洁度、货架陈列等实现了全面升级提升。3R（即烹、即热、即食）品类也得到了丰富。在售商品单品逾10000支，较调改之前淘汰商品近4400支，新增商品超过3400支。
效果	开业一个月后同比增长35%。客流增长20%。	日销售额突破220万	-	首日门店销售额较平时增长6倍，其中禽类、水产销售增幅超过30倍。	开业当天，门店全渠道销售同比增长近840%，交易数同比增长248%。	首日日销增长4倍多，客流提升近3倍。

3.1. 投资主线1 - 持续关注零售业态变革及标的改善（商超百货）

永辉超市：公司为强生鲜供应链的全国性线下超市龙头，2020年以来受新型渠道影响经营压力上升。公司自2024年6月开启“学习胖东来”调改，从商品、员工、门店布局等方面展开调改，截至12月已调改20+家门店，调改成效明显，日销大幅改善且能够维持销售稳定性，具备全国规模化铺开前景，预计将对利润恢复形成有效支撑。

家家悦：公司为山东区域商超龙头，省内地位持续巩固。近年来公司拓展零食店、折扣店等新业态，激发经营活力；对于传统超市，公司推进闭店调整，并于2024年10月底推出SPAR调改店，日销明显优化，预计明年门店调改为公司经营重点。公司作为省内商超龙头，熟食等品类自有央厨及供应链完备，本地经营优势凸显。

红旗连锁：公司作为国内稀缺规模化盈利便利店龙头，深耕四川。公司以调整门店商品结构、提升装修档次、调整店型作为年度经营重点，同时开拓线上引流、门店落地功能，拉动收入增长；此外，新网银行业务风险表现稳定，伴随甘肃红旗股权剥离，投资收益表现有望恢复。年内四川商投入主红旗连锁，预计未来商投集团旗下供应链等业务将与红旗连锁主业形成协同。

重庆百货：公司为深耕西南的百年零售龙头。12月公司股东物美方完成增持，经营效率进一步释放。1）主业方面，电器业态公司紧抓以旧换新机遇；超市业态推进调改，以超级市集/精致生活馆/商圈品质店/社区品质店四种模式推进，适配不同门店点位及客群；百货业态加大资源投入，争取奥莱商品资源，扩大促销及引流效应；汽贸业态优选新能源汽车品牌；2）投资方面，马消经营稳定，利润释放确定性强。

大商股份：公司为深耕东北区域的零售龙头。公司积极调整零售经营策略，在百货业态全面调整商品结构，增加体验项目；在超市业态主要经营食品生鲜品类，以自营模式为主从而把控商品品质及成本，预计将逐步推进门店调改；在电器业态开拓“自营+加盟”模式，拓宽销售渠道。12月3日，公司选举陈德力为新任总经理，陈总历任凯德集团、万达地产、新城控股、宝龙地产高管，具备丰富商业管理经验，推动业态调改落地。

王府井：公司为北京零售龙头，主业经营相对良好。公司在主业方面持续改造，例如2023年底开业的喜悦购物中心聚焦Z世代年轻群体，拓展谷子消费；公司2023年1月万宁离岛免税港开业，8月中标哈尔滨/牡丹江机场免税，后续有望申请北京市内免税落地，完善免税全业态布局。

百联股份：公司为华东区域老牌零售商，百货/超市/奥莱等零售业态并行发展。1）公司持续推进存量场店改造。2023年1月聚焦二次元场域的ZX创趣场开业，截至2024年8月吸引客流1500万人次，销售额破5亿元，次元文化商业体“ZX造趣场”预计将于年底开业，同时年轻力中心淮海TX与Lady 淮海陆续开业，大幅提升经营效能；2）公司8月又一城REITS落地，进一步盘活存量资产。3）市内免税政策落地。公司具备上海区域场店点位优势与有税商品规模优势，有望获得市内免税牌照。

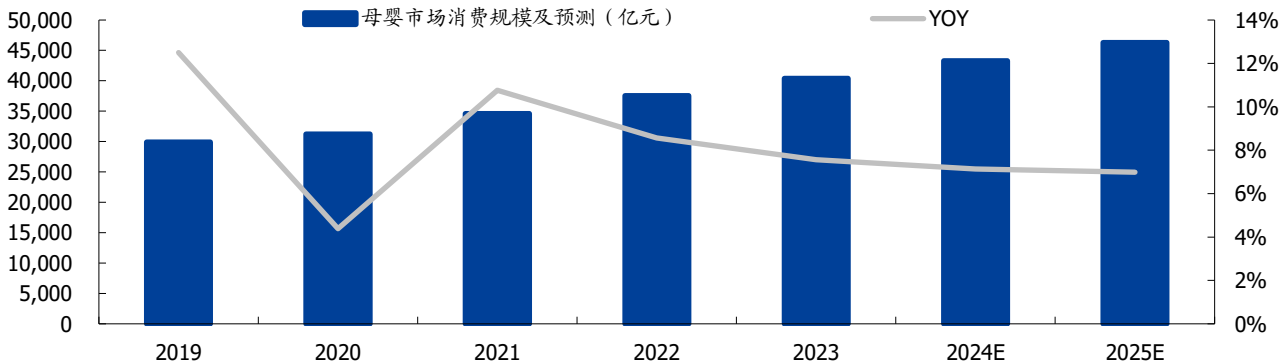
3.1. 投资主线1 - 持续关注零售业态变革及标的改善（母婴）

母婴行业：政策持续落地，龙头有所变化。

孩子王：1）围绕“全球优选差异化供应链+本地亲子成长服务+同城即时零售”策略定位，不断“深耕会员、全渠道经营、全球优选差异化供应链、本地生活、全域营销、新项目”六大战略，并不断升级数字化，当前均有突破，2024年加速推进加盟模式，加快占领下沉市场，同时加快升级全龄段儿童生活馆。2）与辛选控股成立合资公司，优势互补布局直播电商；同时，辛未来私募证券投资基金受让公司5%股权。

爱婴室：1）公司为口碑、产品组合调整能力、效率优势突出的母婴连锁龙头。2021年收购贝贝熊后逐步进行门店、供应链调整，力图区域互补，增强龙头地位，同时线上业务于近年不断发展，顺应行业趋势；产品渠道多方面优化，未来将继续拓展线下门店布局、推动双线资源整合、提升运营效能，同时积极创新带动品牌增值。2）12月20日，苏州高达基地开业，后续有望推进新业态扩张。

母婴市场行业规模维持稳增



资料来源：艾瑞咨询公众号，爱婴室公众号，草根调研，国盛证券研究所

某连锁业态分析	
初始投资 (万)	500
门店面积 (m²)	200
日均单量 (万)	0.03
客单价 (元)	300
年营收 (万元)	3000
坪效 (万元/年/m²)	15.00
人效 (万元/年)	375.00
毛利率	40%
员工费用率	2.56%
员工数 (人)	8
员工工资 (元/月)	8000
租金费用率	0.7%
其他	3%
水电费用率	1%
折旧及摊销	1.67%
门店经营利润率	31.0%
门店经营利润 (万元)	931.3
所得税率	25%
现金利润 (考虑税) (万元)	748.5
现金投资回收期 (年)	0.67

3.1. 投资主线1 - 持续关注零售业态变革及标的改善（连锁及线上）

名创优品：1）国内门店稳步扩张，2024Q3国内MINISO门店净增135家/增量环比+54家，至期末门店数量达4250家/同比+448家，门店稳步扩张；1-9月同店销售同比下降中单位数（1-6月公司同店下降1.7%）；2）海外直营门店加速拓展，集中于亚洲及北美地区，Q3海外门店环比新增183家/增量环比+26家，至2024Q3期末海外区域门店共计2936家/同比+623家，其中直营/三方门店分别达422/2514家，分地区看，新增门店主要集中在亚洲及北美，亚洲（除中国外）/北美/拉美环比新增88/60/14家至1572/294/598家；3）毛利率再创新高：2024Q3公司毛利率同比+3.1pct至44.9%。后续仍可关注业态丰富、IP&渠道拓展、产品推新、盈利能力提升等多个方面。

华致酒行：国内酒水流通领域龙头经销商，上游合作关系稳定，具备强渠道、品牌与运营能力，并逐步拓展精品酒业务。2024年以来，稳步推动3.0门店高端升级迭代，产品推进上新，但受制于需求端变化，业绩有所承压，若环境复苏，收入利润具备改善可能。

南极电商：主营包含时间互联及品牌综合服务，为行业龙头。当前：1）南极人转型成功，抖音新起点进入，旧货全面退出，新货全面上新，全平台打新货。10月于抖音开始发力的自营品类日销势起，预计目前维持在2000万左右；2）百家好品牌23年实现至25亿元GMV，24年上半年已实现25亿GMV，预计全年40-50亿，明年继续扩平台/扩品类。

青木科技：面向全球品牌提供一站式综合电商服务，深耕代运营服务，已构建全面的电商服务生态体系，在大服饰等领域拥有广泛且优质的品牌客户基础。未来公司将持续在大服饰领域拓展头部品牌客户，稳定代运营服务基本盘；加大力度投入品牌孵化业务，重点布局大健康/宠物食品板块，打造第二增长曲线；同时逐步提升数据化服务水平与技术服务能力，伴随消费环境回暖，公司业绩也有望进一步释放。

3.1. 投资主线1 - 持续关注零售业态变革及标的改善（连锁及线上）

若羽臣：公司为美妆类头部代运营企业，通过收购自有品牌绽家切入品牌孵化业务。1）代运营业务，公司主要经营国内美妆、大健康、母婴等领域的代运营业务，具备深厚积淀；2）品牌业务，绽家深耕家清市场，通过持续推新与打造爆品形成优质产品力，同时抖音渠道延续高增，产品+渠道双线扩张，增长确定性强。

值得买：公司具备用户、内容、口碑优势的平台，深入布局消费内容、营销服务、消费数据三大核心业务板块，不断推进产品及内容优化升级；主站流量维持稳健，积极推进GEN2优化与出海布局，有望陆续落地。

遥望科技：公司作为国内直播电商行业头部MCN，已实现三大平台覆盖，拥有强大供应链资源及主播矩阵。2024年以来公司持续拓展直播电商业务规模，同时探索海外、IP变现、即时零售市场。预计2024年仍将延续亏损，主要系鞋履业务规模收缩、新消费项目成本摊销与股权激励成本计提等负面因素影响，后续预计伴随鞋履出清及业务规模重回增长，业绩有望扭亏。

吉宏股份：公司为东南亚跨境社交电商龙头，同时经营纸业包装。1）跨境电商：2024年公司主动控制日韩等汇率波动较大区域的营销投放，导致收入有所下滑，2024H1电商业务13.84亿元/同比-31.53%。2）包装业务：2024H1包装业务10.13亿元/同比+2.40%，9月公司与中东烟草巨头BMJ Industries达成合作，在中东开设包装厂，推进包装业务出海，后续有望和电商业务形成协同。

3.2. 投资主线2 -景气行业标的（跨境）

跨境出口电商当前景气度仍然较高。伴随特朗普当选、政策主张落地，对行业后续发展产生影响仍有待观察。

义乌基于市场采购模式，重点发展一带一路国家贸易，在多变的国际环境下有望维持较强韧性。

特朗普政策主张

影响

特朗普曾主张将现行的21%公司税率降至15%，并同时取消小费税和社会保障付款税，并撤销电动汽车的税收优惠，同时减少监管，并限制政府职能范围。

美国计划**对全球商品征收10%至20%的关税，特别是对中国商品征收高达60%的关税。**

美国将终止边境开放政策，并计划启动大规模的移民驱逐行动，同时支持在边境部署军队，建造更多的边境墙。

这些措施可能会提高财政赤字，并刺激国内需求，从而促进美国经济增长。

这可能会导致美国的贸易条件恶化，增加贸易成本，进而推高美国进口商品的价格。

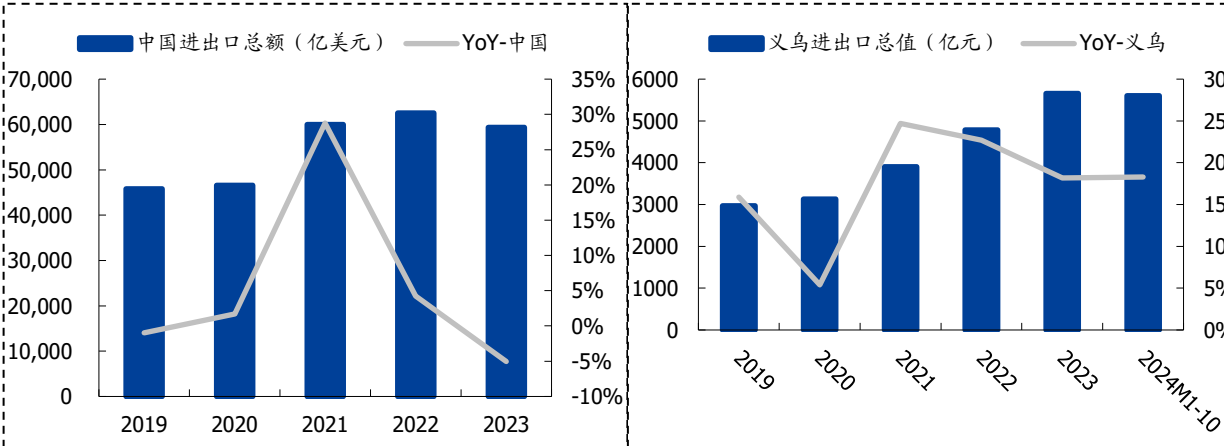
这可能会扩大农业、建筑和低端服务业等行业的劳动力短缺，从而推高工资水平。

义乌市地方政策重点推动地方内外贸发展

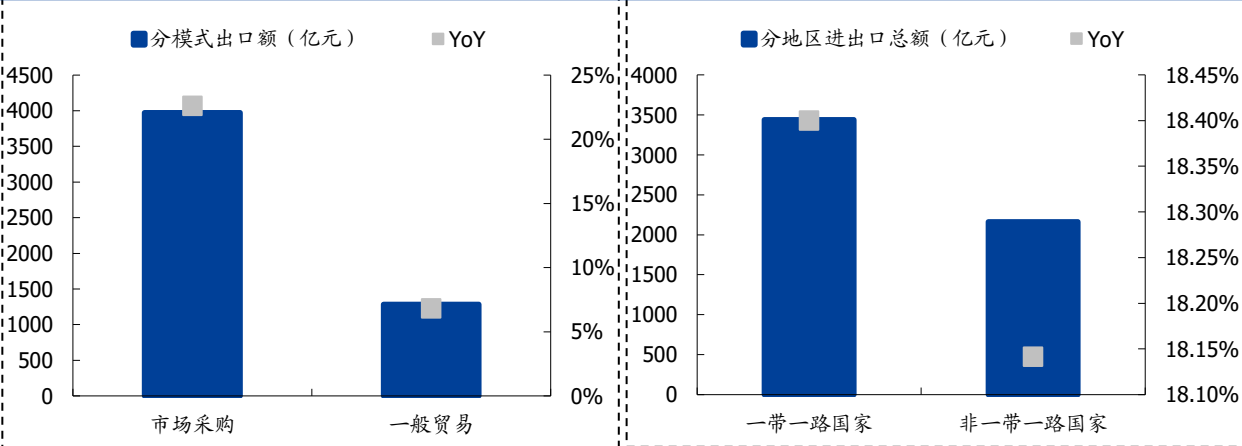
着力解决深层次体制机制问题，**加强内外贸一体化标准建设，推进“一带一路”沿线合作**，创新支持中欧班列高质量发展，为我国转变贸易发展方式、加快建设贸易强国探索经验，为拓展国内国际市场、畅通国内国际双循环作出更大贡献。

《浙江省义乌市深化国际贸易综合改革总体方案》
2024.12.6

义乌进出口增速显著优于国内整体增速



义乌基于市场采购模式，重点发展一带一路贸易（2024M1-10分类出口额）



3.2. 投资主线2 -景气行业标的（跨境）

小商品城：公司为全球最大的小商品批发市场，1）市场经营业务中，2024年义乌进出口市场火热，1-10月进出口总值达5601.6亿元/同比+18.3%，全球数贸中心目前招商情况火热，预计市场涨租及选位费预期落地的确定性较强；2）贸易服务业务中，业务进入加速增长阶段，Chinagoods业务中公司通过AI提供商家设计、翻译、智能客服等深度定制化服务，满足市场内商家需求，进一步提升增值服务渗透率；Yiwu Pay积极开展跨境数字人民币系统试点，同时跨境支付交易额持续增长，盈利有望释放。

安克创新：1）海外需求高景气，三大品类稳步发展。2024Q3公司收入同比+44.05%至68亿元，增速环比提升，主要系：①海外市场线上需求景气度较高，亚马逊Prime会员大促日销量再创历史新高；②公司专注发展核心业务，三大品类持续推新。2）分地区看，公司2024Q1-3于境内/海外分别实现营收5.73/158.75亿元，分别同比+31.52%/+39.86%；分渠道看，2024Q1-3线上/线下渠道分别实现营业收入114.97/49.52亿元，分别同比+41.70%/34.82%，其中公司独立站贡献收入16.46亿元/同比+104.52%，占比10.01%。公司为中国出海品牌标杆，既成就了现有产品/品牌/渠道等多方面的核心竞争力，亦印证管理层战略眼光；现有基础积淀构建基石，面对广阔市场不断迭代，大有可为。

华凯易佰：知名跨境电商卖家，泛品为基，同时积极拓展精品、亿迈等新业务模式，深入研发提升数据化能力，渠道拓展、品类优化，业绩持续高增。当前新老班组完成交接，进一步聚焦跨境业务、激发核心团队潜力，收购通拓科技并公布新股权激励计划；2024Q1-Q3跨境业务平稳增长，并积极布局海外新兴平台，关注精品业务进展及规模、盈利增长。

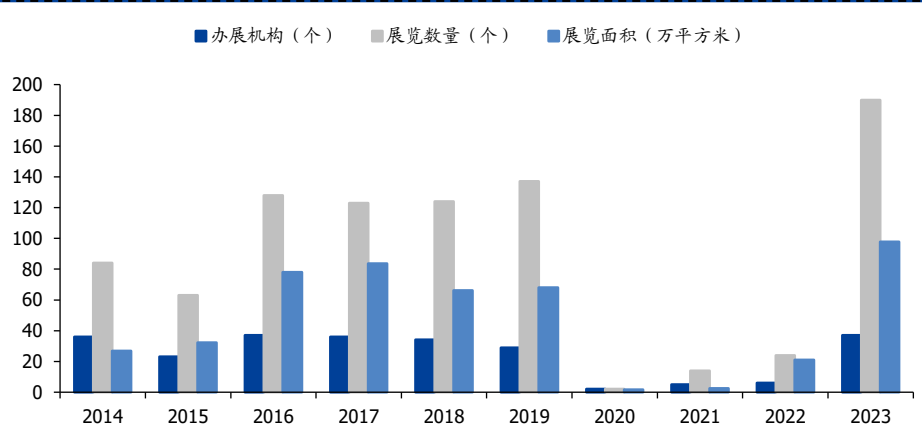
3.2. 投资主线2 -景气行业标的（会展及出境游）

企业出海景气度较高，会展出境办展规模增长。2023年中国境外办展数量为190个，较2019年增长38.69%，展览总面积为97.72万平方米，较2019年增长43.88%。

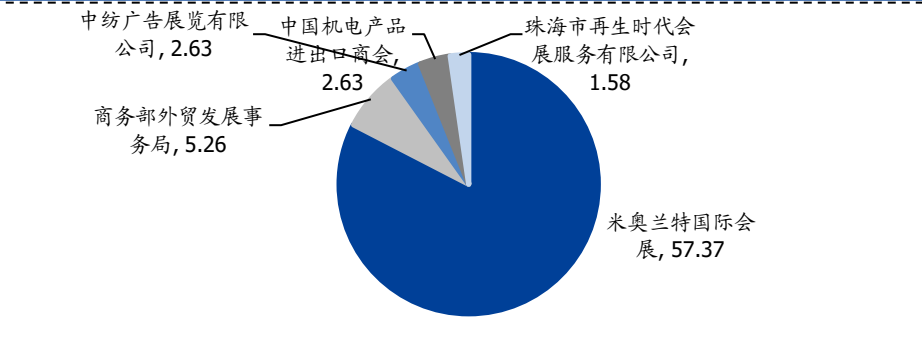
出境办展行业集中度高。2023年中国境外办展数量最多的机构为米奥兰特国际会展，占比高达57.37%。

会展当前仍然是企业商业交流、获取订单、开拓国际市场的重要方式和渠道，有望作为首发经济落地平台，继续获得政策支持。

2014-2023年中国主办方境外办展统计



2023年中国境外办展数量排名前5机构占比情况 (%)



时间	地区	政策
2023年6月	上海市	上海市推动会展经济高质量发展 打造国际会展之都三年行动方案（2023-2025年）。目标为到2025年，上海会展配置全球资源能力进一步提升，上海会展的全球影响力和国际竞争力进一步增强，市场机制更加成熟、会展企业更有活力、品牌会展更加集聚，国际会展之都全面建成
2023年8月	江苏省	1) 对在苏州固定举办的展会。取得国际展览业协会（UFI）等权威机构认证的，或已成为UFI等权威机构会员的苏州会展场馆，给予不超过15万元一次性奖励；对在苏州举办的国际性会议，取得国际大会和会议协会认可的，给予不超过10万元一次性奖励。 2) 对会展企业年度会展业务收入首次超过5000万元，给予最高50万元奖励；年度会展业务收入首次超过1亿元，给予最高100万元奖励（含前档）；对年度会展业务收入首次超过1.5亿元，最高给予150万元奖励（含前档）。
2023年9月	北京市	积极引进国际会展高端资源；提升本市会展主体市场竞争力；推动会展与产业融合发展 高水平规划建设会展场馆；提升会展配套服务功能；加强会展服务统筹协调；鼓励培育和引进人才。
2023年11月	辽宁省	保证会展规模稳步增长，保持东北地区领先；计划年度举办规模以上会展活动超过300场 会展活动总面积突破400万平方米；做强做优6个国家级展会，品牌取得新突破，打造自主品牌会展活动70个。
2023年12月	湖南省	培育壮大会展企业；支持引进知名会展机构；办好重大经贸展会；培育特色产业展会；鼓励发展大型展会；引进知名品牌展会；引进高端国际会议；加强项目国际宣传；支持企业境外办展；鼓励展会数字化发展；加强高层次人才引进；推进会展市场化进程。
2024年12月	成都市	为确保“蓉品出海”实效，成都市贸促会将成都市企业在境外举办经中国贸促会批准的展览会给予扶持，对参加纳入年度境外展计划的参展企业，将给予相应的补贴政策；同时，在服务会展企业开拓海外业务、加强海外市场调研为成都企业提供详实资讯、为参展企业提升增值服务等方面给予支持。

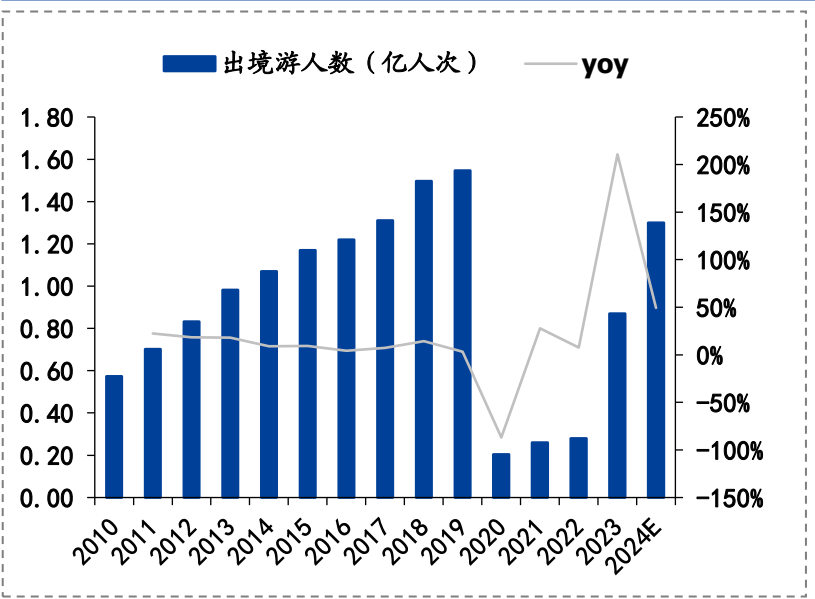
3.2. 投资主线2 -景气行业标的（会展及出境游）

出境游人数逐年增长。2015-2019年出境游人次CAGR为7.22%，至2019年增至1.55亿人，多年稳居世界第一位；2020-2023年有所波动，2023年底出境游人次恢复至8700万人次，预计2024年出境旅游人数为1.3亿人次（对应2019年水平的84.07%）。

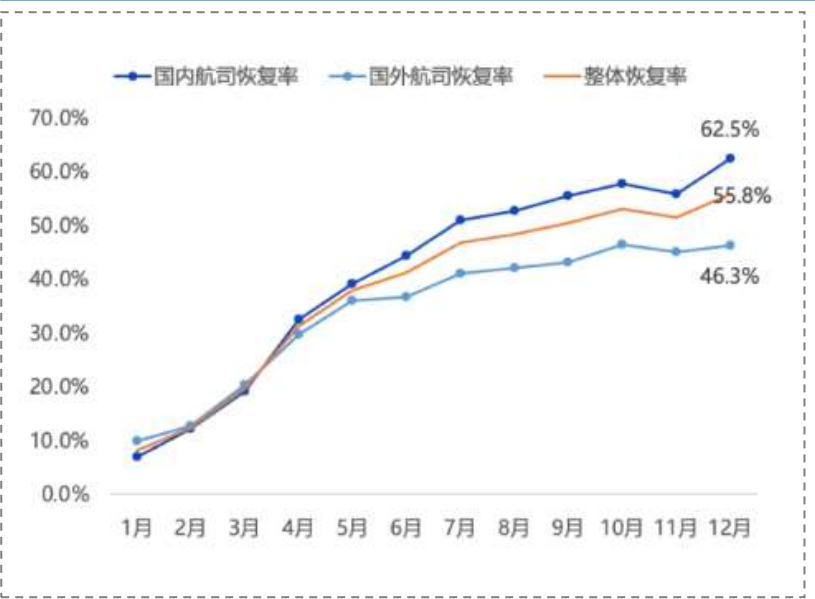
出境旅游支出大幅提高，客单价稳增。至2019年，出境游客单约6000元，2015-2019年CAGR约1.8%，行业整体规模约9228亿元，2015-2019年CAGR约9.1%。

2024年行业大幅恢复。2023年，航班较2019年恢复至4成，出境游人次较2019年恢复至5成多；2024年，航班较2019年恢复至7成，出境游人次较2019年恢复至8成。

我国出境游人次及同比



2023年国际客运航线恢复率月趋势



2024年国际客运航线恢复率月趋势



3.2. 投资主线2 -景气行业标的（会展及出境游）

米奥会展：出境自办展龙头，具备品牌、运营、数字化能力。2023年公司总办展面积26万平方米，其中展位净面积近12万平方米、实际组织境外参展企业数量近8800家、展位数达1.3万个，占2023年我国审批执行的出国办展项目各参数比重均超过50%。2）全球布局基本完成，深耕“一带一路”以及RCEP市场，办展已覆盖一带一路关键节点国家（波兰、阿联酋、土耳其）、RCEP成员国（日本、印尼、越南）、新兴市场国家（巴西、墨西哥、南非）及展会发达国家（德国、美国），2025年有望新增沙特市场、并重回印度市场。

众信旅游：作为出境团游龙头，业务持续恢复，布局不断丰富。骨干团队及供应链稳定，运营能力较强；产品及品牌价值优秀，具备一定供应链及资源整合能力；线上线下全渠道布局，同时积极拓展渠道及外采比例，顺应行业发展变化，不断提升市场化能力。2024年以来业绩持续高增，2024Q1-Q3实现营收47.23亿元/同比+130.05%，归母净利润1.23亿元/同比+773.86%。

大丰实业：1）国内演艺装备行业唯一主板上市公司，已形成覆盖演艺全链路的国产化系列设备；同时具备数艺科技运营能力，为城市文化软实力、景区和全域旅游提供赋能升级。2）保持较强拿订单能力，境内外业务不断落子。10月2日，公司与亚奥理事会签署独家合作，成为亚奥理事会重量级系列赛事的开闭幕式创意策划与实施领域独家合作伙伴；10月15日，公告中标巴州文化艺术中心舞台、浙江省文化广电和旅游厅新时代文化艺术创研基地剧场、大运会文化产业发展剧院3个合计1.8亿元的合作项目。存量项目开工率有望转好，后续订单充沛，业绩有望提升。

兰生股份：1）上海国资旗下唯一会展、赛事平台，具备工博会、广印展等国际展会业协会认证展会，2023年主承办及服务各类展会赛项目50余场，展会规模近120万平方米，服务观众近150万人次；2）逐步对外扩展，针对世界人工智能大会成立子公司，并推动其进一步发展，当前已经在新加坡、沙特与其他展会合作举办；于香港设立全资子公司，搭建境外业务平台及投融资平台。3）拥有上海马拉松正式成为我国唯一大满贯赛事。业绩、分红相对稳健。

3.2. 投资主线2 -景气行业标的（旅游）

中国居民人均消费结构变化:

- 1) 旅游、餐饮、衣着等休闲人均目前都低于公共卫生事件前；教育稍弱（或与政策背景有关）；
- 2) 交通、居住、生活用品相对刚性；
- 3) 医疗、烟酒食品高于公共卫生事件前（后者多被白酒解释，烟解释少，外出用餐减少，或带来居家食品消费增加）。

2014-2023年中国居民人均消费结构变化（单位：元）

	居民人均消费支出	人均旅游花费	占比	人均餐饮消费支出	占比	人均教育、文化和娱乐支出	占比	人均衣着支出	占比	人均食品烟酒消费支出	占比
2014	14491	840	5.8%			1536	10.6%	1099	7.6%	4494	31.0%
2015	15712	857	5.5%			1723	11.0%	1164	7.4%	4814	30.6%
2016	17111	888	5.2%			1915	11.2%	1203	7.0%	5151	30.1%
2017	18322	913	5.0%			2086	11.4%	1238	6.8%	5374	29.3%
2018	19853	926	4.7%	3191	16.1%	2226	11.2%	1289	6.5%	5631	28.4%
2019	21559	953	4.4%	3428	15.9%	2513	11.7%	1338	6.2%	6084	28.2%
2020	21210	774	3.6%	2863	13.5%	2032	9.6%	1238	5.8%	6397	30.2%
2021	24100	899	3.7%	3320	13.8%	2599	10.8%	1419	5.9%	7178	29.8%
2022	24538	809	3.3%	3112	12.7%	2469	10.1%	1365	5.6%	7481	30.5%
2023	26796	1005	3.7%	3752	14.0%	2904	10.8%	1479	5.5%	7983	29.8%
2023年同比2019年			-0.7%		-1.9%		-0.8%		-0.7%		1.6%

	人均交通和通信支出	占比	人均生活用品及服务消费支出	占比	人均医疗保健消费支出	占比	人均居住消费支出	占比	加总	差额
2014	1869	12.9%	890	6.1%	1045	7.2%	3201	22.1%	14973	-482
2015	2087	13.3%	951	6.1%	1165	7.4%	3419	21.8%	16180	-468
2016	2338	13.7%	1044	6.1%	1308	7.6%	3746	21.9%	17593	-482
2017	2499	13.6%	1121	6.1%	1451	7.9%	4107	22.4%	18789	-467
2018	2675	13.5%	1223	6.2%	1685	8.5%	4647	23.4%	23492	-3639
2019	2862	13.3%	1281	5.9%	1902	8.8%	5055	23.4%	25416	-3857
2020	2762	13.0%	1260	5.9%	1843	8.7%	5215	24.6%	24384	-3174
2021	3156	13.1%	1423	5.9%	2115	8.8%	5641	23.4%	27750	-3650
2022	3195	13.0%	1432	5.8%	2120	8.6%	5882	24.0%	27863	-3325
2023	3652	13.6%	1526	5.7%	2460	9.2%	6095	22.7%	30856	-4060
2023年同比2019年		0.4%		-0.2%		0.4%		-0.7%		

3.2. 投资主线2 -景气行业标的（旅游）

旅游标的：成长&稳健兼具。

各旅游公司稳定性、成长性分析

公司名称	稳定性要素	成长性要素	风险点	2023年分红比例
九华旅游	1) 四大佛教名山之一，寺庙游热度和粘性带来稳定客流增长 2) 索道缆车、客运业务稳定贡献收入业绩	1) 2026年狮子峰项目新索道 2) 池黄高铁、九华山机场后期引流作用持续发挥	1) 消费降级导致乘索率下降 2) 素食餐厅项目业绩待观察	50.1%
长白山	传统避暑游目的地	1) 新增冰雪游热点，冰雪经济政策持续刺激 2) 沈白高铁2025年开通预计持续引流	高铁引流效果不及预期	15.1%
峨眉山	1) 四大佛教名山之一，寺庙游热度和粘性带来稳定客流增长 2) 山高陡峭，乘索具有一定刚性	1) 金顶索道改扩建有望明后年落地 2) 总规修订后有望开发更多项目	1) 演艺项目业绩拖累 2) 景区门票收入部分进上市公司，免票等优惠影响收入	46.3%
西域旅游	1) 新疆游热度持续 2) 客运、索道、游船等贡献主要收入业绩	1) 和亿航合资公司拥有新疆区域低空飞行项目运营权 2) 实控人从县级市财政局变更为自治区国资委，未来存在新疆文旅资源注入可能	1) 新疆旅游主要时间为夏秋两季，春冬两季基本亏损 2) 新增演艺项目表现未知 3) 资产注入进度未知	44.0%
宋城演艺	项目分散在全国重点旅游城市，利润率高	轻资产项目邀约方较多，且轻资产模式拓展对公司压力较小	1) 老项目恢复度 2) 当前无明确新项目地点	-238.4%
黄山旅游	本身具备吸引客流的高知名度	1) 池黄高铁、云谷索道下半段建设项目有望吸引更多客流 2) 东黄山可开发释放承载量	1) 景区门票收入部分进上市公司，免票等优惠影响收入 2) 徽菜板块亏损 3) 东黄山建设启动时间待定	36.0%
三特索道	项目全国分散，索道盈利性好	1) 梵净山扩容 2) 千岛湖二期等新项目	1) 原大股东“当代系”股权问题尚未完全落地 2) 海南猴岛索道后续待翻新重建	30.6%
天目湖	1) 现有资源四季皆旺 2) 短假周边游仍具需求	1) 转为国资后更多合作项目持续推进 2) 2024年底沪苏湖高铁开通有望便捷上海方向游客	1) 周边游热度难回之前水平 2) 消费大环境对公司主要营收项酒店业务影响较大	67.9%
中青旅	1) 乌镇景区知名度较高 2) 中青博联行业龙头地位稳固，旅行社业务恢复	出入境游热度持续，利好公司旅行社业务	周边游热度难回之前水平，古北水镇客流下行	31.7%
丽江股份	1) 客流稳健增长 2) 索道稳定贡献营收	存在整合丽江、滇西北及其他地区优质旅游资源和企业的可能	酒店业务恢复不及预期	84.6%
祥源文旅	优质项目全国分布，所在地自然客流稳健增长	1) 持续收并购的能力优秀 2) 增加二消+加强推广有望进一步提振业绩 3) 低空飞行项目有望落地	1) 客流、客单增长不及预期 2) 后续收并购资产质量有待观察	0.0%
岭南控股	1) 全旅游产业链布局 2) 区域优势明显	1) 银发经济政策利好旅行社、住宿业务 2) 出境游热度持续	商旅住宿业务恢复不及预期	0.0%

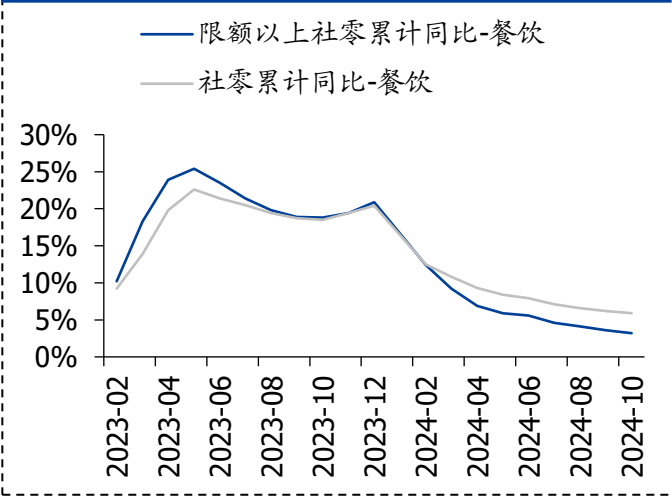
3.3. 投资主线3 -个股alpha及顺周期弹性（餐饮）

2024年以来，限额以上餐饮企业总额表现未超过大盘。2023年限额以上餐饮企业表现优于大盘，2024年出现反转，或系弱复苏下新创企业加入餐饮市场给予限额以上餐饮企业更大压力。据辰智大数据，**2023Q3**全国餐饮门店数相较年初减少**13.2**万家，而**2024Q3**相对年初增加**5.6**万家，在头部餐饮企业谨慎开店的情况下，新增门店或主要为限额以下餐饮企业，供给增加增大限额以上餐饮企业压力。

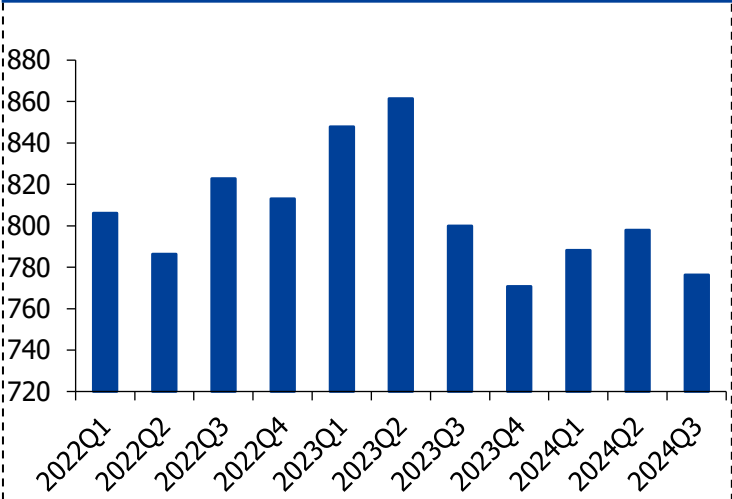
消费券的影响：发放平台美团的数据显示，11月浦东新区餐饮堂食消费额相较10月环比增长**19.8%**，日均堂食消费者数量月环比增长**10.8%**，由于消费券面值普遍在**200、300**元以上，往往会带动客单同比提高。但消费券刺激的边际效应可能减弱，据上海市商务委/消费市场大数据实验室，截至10月11日24时，“乐品上海”餐饮消费券第一轮前二批累计共发放**133.9**万张，资金撬动比达**5.1**，前两批发放期间上海市餐饮业线下消费**163.06**亿元/同比**+37.8%**；而截至11月26日，前两轮“乐品上海”餐饮消费券累计共发放超过**603**万张，资金撬动比降为**4.2**，消费券发放期间，全市线下餐饮消费合计**583.9**亿元/同比**+11.4%**，增幅收窄。

头部餐饮公司门店表现：从2018年以来肯德基、必胜客、海底捞和太二的净增门店数和同店销售同比来看，**2024**年头部品牌同店销售增长和开店存在较大压力，预计**2025**年多头部品牌仍将谨慎扩张，同店销售同比增长或仍有压力。

2023-2024社零-餐饮限额比较



2022-2024Q3全国餐饮门店数（万家）



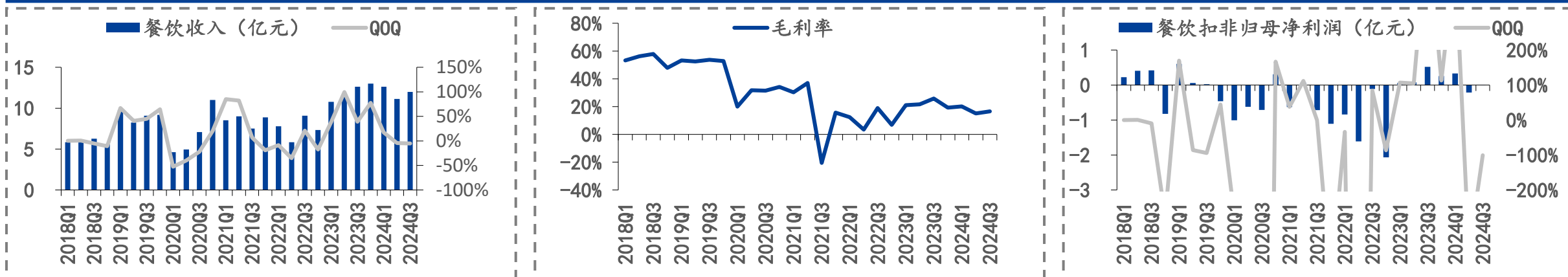
头部餐饮公司2018年以来门店表现

	净增店（家）				同店销售同比			
	肯德基	必胜客	海底捞	太二	肯德基	必胜客	海底捞	太二
2018	422	45		37	2%	-5%		7.7%
2019	624	41		61	4%	1%		4.1%
2020	632	74		107	-8%	-14%		-9.3%
2021	1002	235		117	-3%	7%		5.7%
2022	926	313	22	100	-7%	-6%	-14.4%	-22.3%
2023	1202	409	3	128	7%	6%	27.7%	18.3%
2024H1	635	192	-31	36	-3%	-7%	15.3%	-15.5%
2024Q1-3	987	294		76	-2%	-6%		-18.3%

3.3. 投资主线3 -个股alpha及顺周期弹性（餐饮）

餐饮板块持续承压。2024Q3，A股餐饮板块（SW 2021）营收持续承压，毛利率同比下降，整体扣非归母净利润仍处于亏损状态。披露2024Q3经营信息的港股餐饮中，百胜中国营收再创历史最高季度，开店依然保持较快速度，奈雪拓店更为谨慎。

A股餐饮板块2024年前三季度营收承压、毛利率同比下滑、利润出现亏损



企业分别积极采取对策：

- 1) 业态及产品变化；
- 2) 加盟模式引进、渠道下沉、出海布局；
- 3) 通过组织架构梳理、管理优化等提升企业经营效率；
- 4) 维持规模、品牌、企业运营、供应链、数字化等方面的持续迭代。

同庆楼依托餐饮研发优势，积极开拓食品业态



太二、瑞幸、奈雪均出海布局东南亚市场



海底捞推出“红石榴计划”，加快孵化新品牌



3.3. 投资主线3 -个股alpha及顺周期弹性（餐饮）

百胜中国：2024Q3实现收入30.7亿美元/同比+5%，为历史最高季度；同店销售整体同比-3%，虽延续下滑，但环比改善；门店持续扩张，单季度净新增438家门店；新商业模式的肯悦咖啡和必胜客WOW门店数已在Q3财务业绩公告日达到500/150家。未来肯德基/必胜客将加快加盟店扩张进度，聚焦战略点位和偏远、低线城市；2024-2026年股东回报从30亿美元增加至45亿美元。

海底捞：2024H1收入/核心经营利润创同期历史新高，上市以来首次年中分红；上半年门店谨慎扩张，下半年预计拓店数量大幅增加；引入海底捞加盟、推出“红石榴计划”孵化发展餐饮新品牌，有望稳步提高集团经营效率。

同庆楼：依靠门店扩张，2024年前三季度营收同比+10.8%，前期高基数，同店收入同比2023年-13.4%，但同比2019年基本持平，具有韧性；现已形成餐饮+宾馆+食品三轮驱动发展格局，2025年新开店陆续达到成熟经营期，有望迎来业绩释放。

达势股份：得益于达美乐中国在现有城市的深入渗透和新城市的成功扩展，2024H1，公司在所有市场均实现显著增长，总营收同比+48.3%，净利润和经调整净利润首次双双转正，已实现连续28个季度的同店销售增长。

锅圈：作为中国领先的在家吃饭餐食产品品牌，得益于规模优势所带来的更好成本控制能力、自产比例的持续提升以及部分新产品开发和原有产品升级所产生的额外毛利，毛利率从2023H1的20.9%提高至2024H1的22.8%。

全聚德：2024H1，公司围绕“餐饮运营商业化”“餐饮产品食品化”，精进管理，融合发展堂食、外卖和食品业务“双主场”，满足多元化场景消费新需求，实现收入6.87亿元/同比+2.87%，归母净利润0.29亿元/同比+5.08%。

广州酒家：坚持“食品+餐饮”双主业协同发展战略，通过业务拓展、品牌建设、研发创新、组织革新、数字化建设等系列举措，巩固和提升公司核心竞争力，2024前三季度实现营收41.0亿元/同比+5.86%，归母净利润4.5亿元/同比-8.87%。

九毛九：作为中国领先的中餐厅品牌管理商及运营商，具有多品牌运营管理能力，且在持续进行品牌组合优化。当前环境下，公司采取更审慎的扩张策略，持续加强供应链能力建设，引入加盟及合作新模式，在降低环境对自身经营负面影响的同时，为将来的快速扩张奠定基础。

海伦司：公司坚定进行平台化战略转型，存量门店持续优化，合伙人门店快速扩张，社区空间复合模型开始验证，自身供应链能力较强，后续消费环境改善及新商业模式跑通后有望支持业绩快速释放。

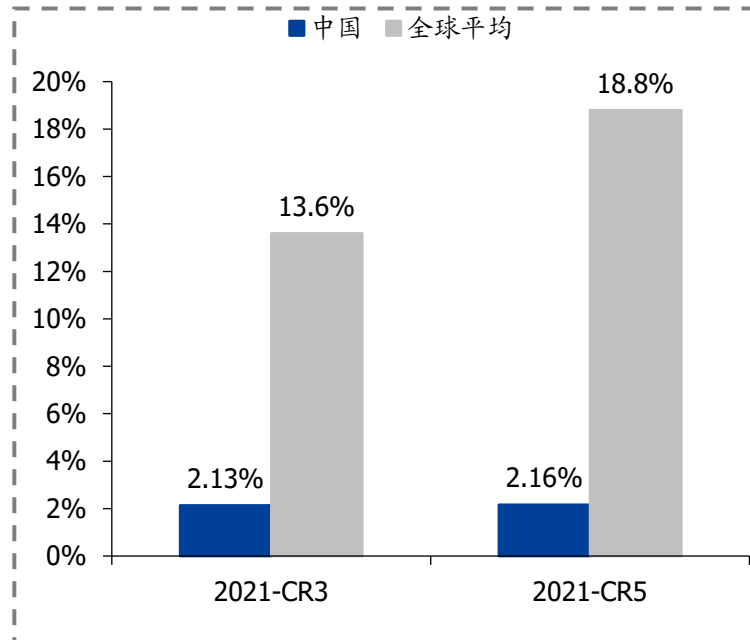
3.3. 投资主线3 -个股alpha及顺周期弹性（人力）

行业集中度仍较低：据观研天下，2021年中国人力资源服务行业CR3/CR5分别为2.13%/2.16%，相对全球平均的13.6%/18.8%仍有较大提升空间。

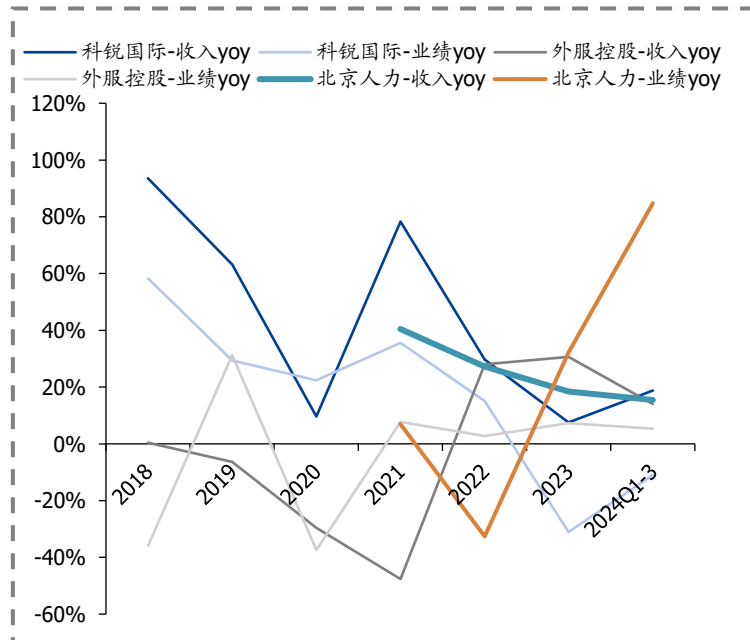
顺周期及稳定性兼具：从2021年、2024Q1-3科锐国际和外服控股的收入同比增速可以看出，人服行业兼具顺周期及稳定性属性，当经济环境下行时，行业收入有下行压力，但积极寻找细分行业机会业务，或有稳定增长机会。科锐国际2018年以来收入持续增长或与其自身加大技术投入，进一步完善“技术+平台+服务”的产品生态模式，及时把握宏观政策导向，洞察行业发展趋势，积极调整业务重点布局有关。

当前估值处于低位：截至2024年12月13日，科锐国际、北京人力、外服控股的PE均处于历史中位数以下水平。

中国人力资源服务行业集中度尚低



2018-2024前三季度科锐国际&北京人力&外服控股收入&业绩增速比较



科锐国际&北京人力&外服控股历史估值复盘

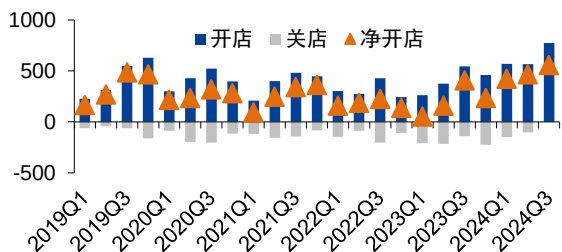


3.3. 投资主线3 - 个股alpha及顺周期弹性（酒店）

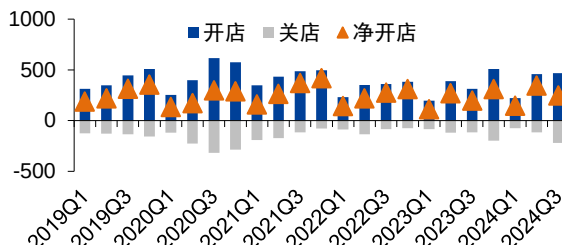
行业连锁化率仍有较大空间，龙头企业持续开店。据中国饭店协会，截止2023年底，国内酒店连锁化率约41%，距离美国73%左右连锁化率仍有提升空间。龙头企业持续开店：华住集团/锦江酒店/首旅酒店全年开店目标均高于2023年。

ADR承压明显带动RevPAR同比下滑，预计Q4收窄。 2024Q3，华住集团/锦江酒店/首旅酒店（不含轻管理）ADR分别同比-7.1%/-10.5%/-5.4%，OCC分别同比-1.0/+1.7/-1.8pct，RevPAR分别同比-7.9%/-8.4%/-8.1%。

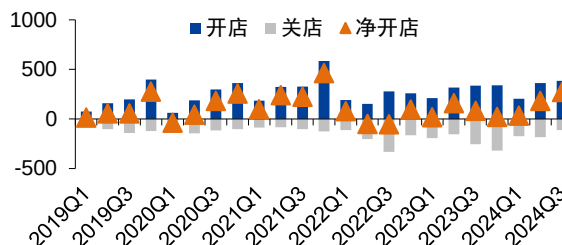
华住集团



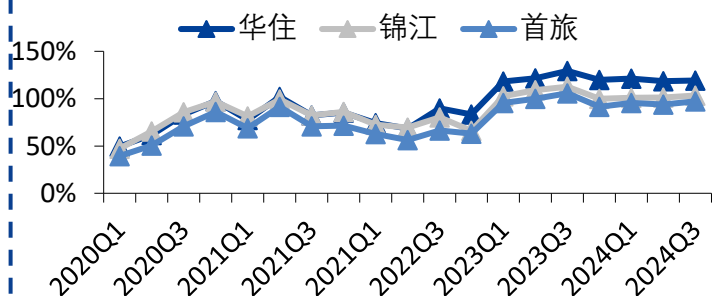
锦江酒店



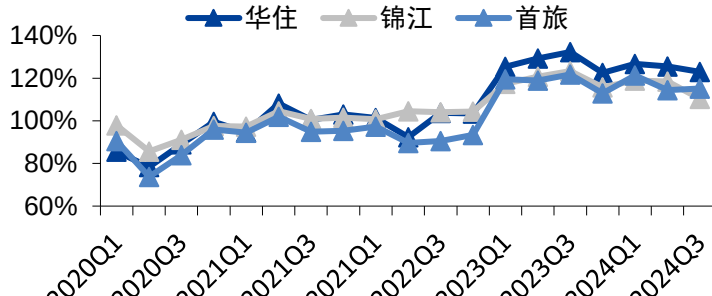
首旅酒店



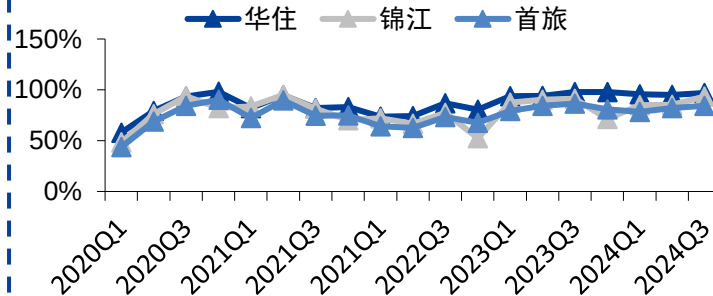
酒店龙头RevPar相对于2019年恢复程度



酒店龙头ADR相对于2019年恢复程度



酒店龙头OCC（%）相对于2019年恢复程度



3.3. 投资主线3 -个股alpha及顺周期弹性（酒店）

分产品看，2024Q1-Q3

》华住集团：汉庭/你好净增459家/124家，全季/星程/漫心/美居/桔子精选/桔子水晶/美仑净增592家/53家/25家/26家/154家/41家/35家。

》锦江酒店：IU/白玉兰净增54/64家，七天/锦江之星/派分别净增-22家/-34家/-15家，维亚纳系列/欢朋/喆啡/希岸/丽枫净增195家/69家/60家/64家/105家。

》首旅酒店：如家净增19家，如家精选/如家商旅净增74/84家，艾扉/璞隐/逸扉分别净增34家/12家/13家。

部分龙头CRS比重预计仍然有所上升。

费用严控，管理优化，海外布局均有收窄。

华住集团2024Q1-Q3净开店	
汉庭	459
你好	124
全季	592
星程	53
漫心	25
美居	26
桔子精选	154
桔子水晶	41
美仑	35

锦江酒店2024Q1-Q3净开店	
IU	54
白玉兰	64
七天	-22
锦江之星	-34
派	-15
维也纳系列	195
欢朋	69
喆啡	60
希岸	64
丽枫	105

首旅酒店2024Q1-Q3净开店	
如家	19
如家精选	74
如家商旅	84
艾扉	34
璞隐	12
逸扉	13

3.3. 投资主线3 -个股alpha及顺周期弹性（酒店）

华住集团：1）龙头持续提升自身能力。全年展店指引两次上调，酒店网络持续扩张，产品升级继续，并以卓越服务、会员体系建设持续加强核心竞争优势，扩张及运营能力优异，逐步淘汰欠佳门店，并推动优质酒店扩张，长期来看经营质量将不断提升。2）强调派息及股份回购：公布3年股东回报计划，即可向本公司股东做出最多20亿美金分派总额，同期公司已宣布2024H1宣派现金股息2亿美金；2024年Q1-Q3，公司已回购约2.7亿美元股票，通过分红和股票回购向股东返还约4.7亿美元。

锦江酒店：1）过去几年逆势扩张，门店结构持续完善，签约储备稳定；2）2024年，公司稳步发展，高基数基础上境内RevPAR有所下降，但力图提质增效，境外经营相对稳定；3）未来重点关注产品、运营、管理及资本结构等多方面改善带来的版图进一步扩张。

首旅酒店：1）2024年计划开店1200-1400家，扩大规模同时注重量质齐升、产品迭代，标准店比重有所提升，同时发展中高端核心品牌，并致力会员体系建设及技术、数字化运用，提升运营效率。2）Q2以来，受基数影响，公司RevPAR同比有所下降，整体收入端相对稳健，直营改善相对明显，加盟稳步开店，附以降本增效。

君亭酒店：1）多年深耕中高端，精于单店、扩张稳健，并购君澜、景澜助力公司产品矩阵完善、规模跃迁，定增助力成长。2）当前或迎来扩张拐点，2023年直营及委托管理均加速开店，同时公司新设立上海君达城启动资产管理业务，并不断完善会员体系；但因门店开业及筹建，业绩短期有所影响。国内中高端酒店格局未定、高端本土酒店有望突围。

金陵饭店：1）酒店业务相对具有韧性，预计全年RevPAR基本稳定；2）酒馆业务有所梳理，预计后续有所拓展；3）不断延伸上下游产业链，巩固酒类贸易、商业综合体运营、物业管理、食品科技等多元化协同产业链战略布局。

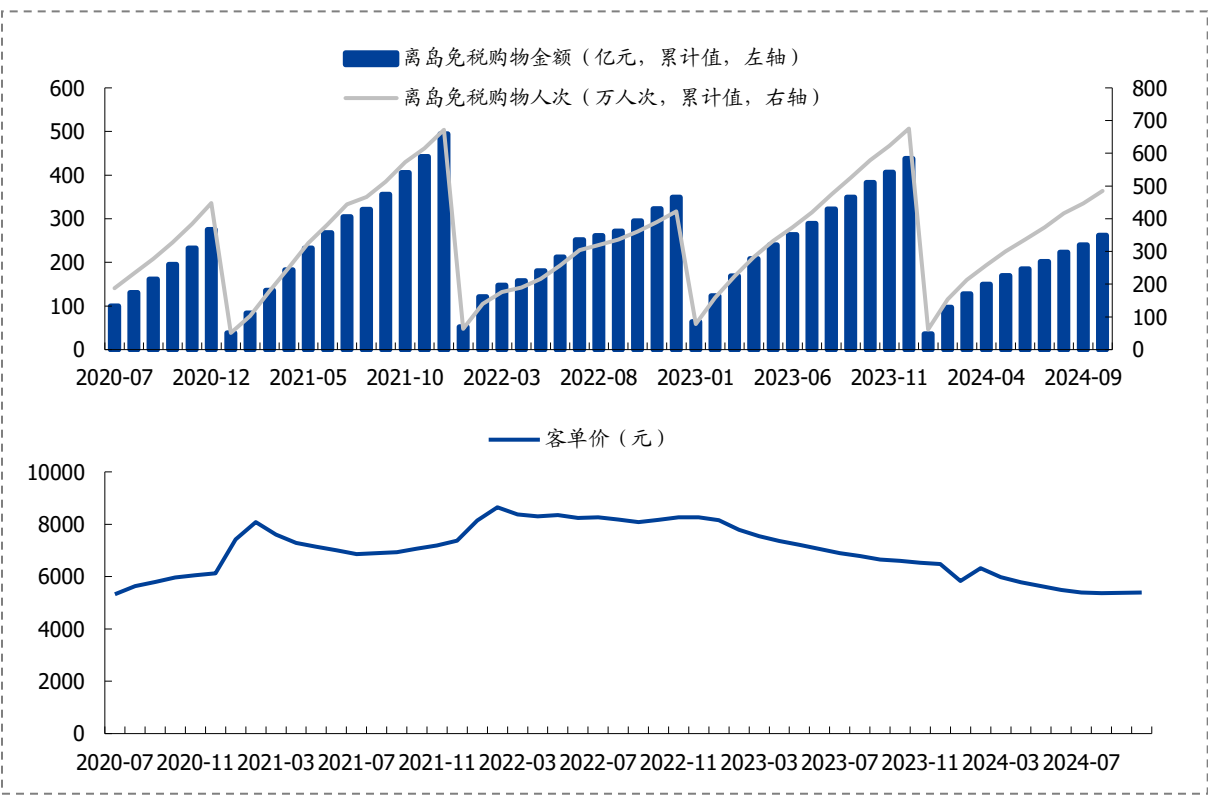
3.3. 投资主线3 -个股alpha及顺周期弹性（免税）

离岛免税：受国内消费市场疲软以及出境游市场回暖，离岛免税量价均受影响，2024M1-10销售额达261.50亿元/同比-31.6%，购物人次达485.4万人次/同比-16.2%，客单价为5388元/同比-18.4%。海南自贸港今年将全面完成封关软硬件建设，同步对政策制度、封关设施、系统平台、管理能力进行全方位、全流程压力测试，并于2025年底实现封关运作。

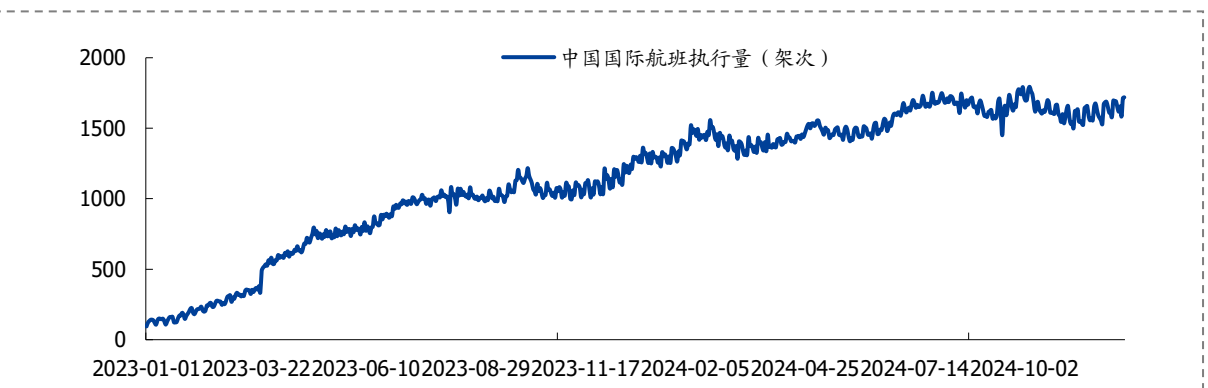
市内免税：8月20日《市内免税店管理办法》出台，并于10月1日开始施行，首批市内免税店包括6家中免的市内免税店、1家港中旅的外汇商品免税店、12家中出服的外汇商品免税店，均为中免控股或参股。

口岸免税：伴随国际航班执行量持续恢复，出入境客流常态化，口岸免税销售表现有望持续复苏。

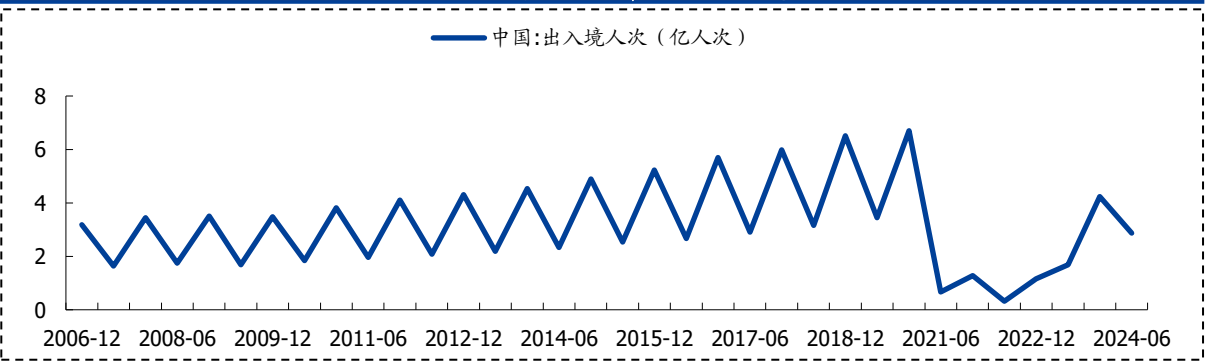
离岛免税市场疲软，客流/客单均明显下滑



口岸免税有望随国际航班恢复持续复苏



出入境客流仍未完全恢复



3.3. 投资主线3 -个股alpha及顺周期弹性（免税）

中国中免：公司作为免税龙头，消费回流大背景下，离岛、口岸、市内免税等多方面均存在修复及成长空间。1）离岛免税：2024M1-10离岛免税购物金额261.50亿元/同比-31.64%，受离岛免税市场疲软影响，2024H1三亚市内免税店营收119.9亿元/同比-28.97%，归母净利润5.37亿元/yoy-68.20%。2）口岸免税：公司陆续在境内中标白云机场、长水机场等项目经营权，在境外中标樟宜机场、爱达魔都号邮轮等项目经营权，同时受出入境客流恢复带动，2024H1日上上海营收85.00亿元/同比+3.70%，归母净利润3.10亿元/上年同期为0.08亿元。3）市内免税：8月20日《市内免税店管理暂行办法》出台，现存19家市内店均为中免参股或控股，伴随存量市内免税店改造落地，公司预计将成为市内免税政策主要受益标的，进一步贡献业务增量。

海南发展：1）主业业务，公司主业位列全国幕墙业前列，过往因行业景气度、房地产政策等因素略受扰动，有望伴随宏观经济复苏有所恢复。2）免税业务，海南控股承诺在2022年5月非公开发行完成后的三年内，通过不限于协议转让、发行股份购买资产等方式稳妥推进下属免税品经营主体控股权注入公司的相关工作，目前注入期限临近。

海汽集团：1）主业方面，2024H1公司完成客运量1026.77万人次/同比+1.34%，公司班车客运收入、客运站场经营收入等同比有所增长，整体实现营业收入4.56亿元/同比+18.84%，客运基本盘稳定。同时客运主业加快转型发展，积极延伸主业经营产业链。2）免税业务，由于离岛免税市场疲软，公司拟对海旅收购方案做出调整，由原先通过发行股份及支付现金的方式购买海南旅投持有的海旅免税100%股权，同时拟向不超过35名符合条件的特定投资者发行股票募集配套资金的方案，调整为：拟通过向海南旅投支付现金及/或资产方式，收购剥离华庭项目后的海旅免税控制权。

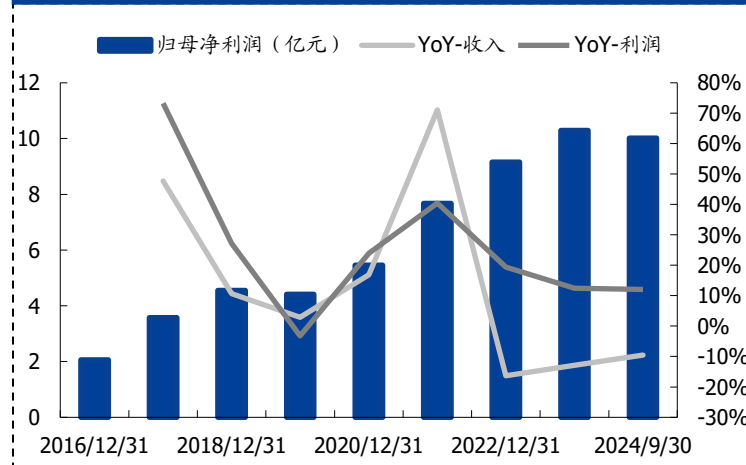
美兰空港：1）航空性业务，2024年以来客流进一步恢复，2024H1公司处理旅客吞吐量达1449万人次/同比+20.30%，飞机起落架次达9.9万架次/同比+15.89%，货邮吞吐量11.6万吨/同比+25.01%，客流情况均出现明显增长。2024H1实现收入6.04亿元/同比+22.09%。2）非航空性业务，由于东南亚等境外旅游热度增加导致境外购物分流严重、消费者购物习惯改变所致，离岛免税市场表现疲软，公司特许经营权收入2.4亿元/同比-27.04%。

3.4. 投资主线4—稳增长+股息率标的

苏美达

公司为“供应链+产业链”双轮驱动的外贸央企，依托深厚的央企资源与成熟的员工激励机制，多年来公司的利润总额实现稳健增长。2024年以来供应链业务延续下滑，但仍具韧性；产业链业务中服装业务规模稳步扩张，贡献主要利润来源，船舶业务迎量价齐升周期，成为拉动利润总额的第二曲线。

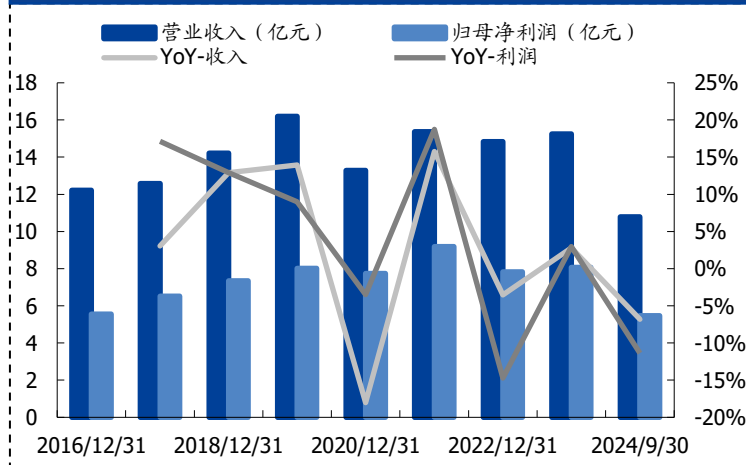
苏美达营收、业绩变化



富森美

公司为西南地区家居卖场龙头，目前持有物业面积110万平米。1) 存量项目中，2024年以来市场经营环境严峻，公司持续推进减租降租举措，经营情况稳定；2) 增量项目中，天府新区门店以“总部港+直播港”模式开启招商，积极引入外部资源，预计将对明年业绩形成贡献。

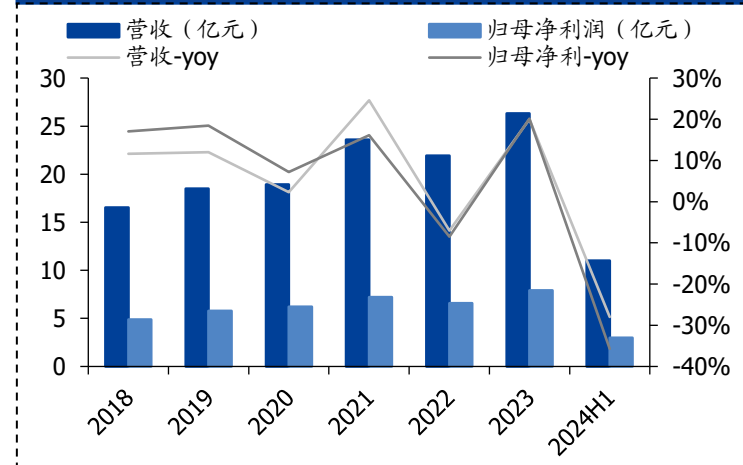
富森美营收、业绩变化



福寿园

公司为国内领先的殡葬及生命科技服务提供商，主营墓园、殡仪、其他服务业务。2018-2019及2023年营收、业绩增速相对稳定，2024H1受前期高基数和当期经济环境影响，有所下降。但公司持续分红，2024年3月宣派特别股息21.39港仙/股，2024中报再次宣派股息6.38港仙/股。

福寿园营收、业绩变化



01

2024年年度回顾

- 股价回顾: **2024**年商贸零售/社会服务涨幅分别约为**21.83%/6.64%**
- 板块内部: 分子行业区间涨幅有异, 社会服务估值处于近**10**年较低分位, 商贸零售处于中位区间
- 基本面分析: 跨境电商出口维持**10%+**增长, 社零增速约个位数, 服务零售好于商品零售, 部分企业营收规模提升, 盈利能力有所下降
- 回顾**2022**年底预判: 有所不同

02

变化

- 趋势**1**: 质价比
- 趋势**2**: 求变及降本增效
- 趋势**3**: 内容化及营销(文化**IP**及**IP**出海)
- 积极政策仍在持续落地

03

板块投资策略

- 投资主线**1**: 持续关注零售业态变革及标的改善
- 投资主线**2**: 景气行业标的
- 投资主线**3**: 个股**alpha**及顺周期改善弹性
- 投资主线**4**: 稳增+股息率标的

04

盈利预测及风险提示

公司代码	公司名称	归母净利润 (亿元)			PE			分红率	股息率
		2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E		
601888.SH	中国中免	67.14	55.10	65.78	21.4	26.1	21.8	50.8%	2.0%
600859.SH	王府井	7.09	5.18	5.73	25.0	34.3	31.0	31.9%	0.9%
600827.SH	百联股份	3.99	16.52	5.23	48.5	11.7	37.0	53.6%	4.6%
603069.SH	海汽集团	-0.69	-	-	-87.1	-	-	0.0%	-
0357.HK	美兰空港	-1.36	-2.47	2.87	-29.3	-17.5	15.0	0.0%	0.0%
600515.SH	海南机场	9.53	10.12	11.56	46.4	43.7	38.2	0.0%	0.0%
9919.HK	艾德韦宣	1.08	1.10	1.24	5.5	5.9	5.2	79.1%	13.4%
601933.SH	永辉超市	-13.29	-3.05	-2.59	-41.7	-181.8	-214.1	0.0%	0.0%
600729.SH	重庆百货	13.15	12.36	13.17	10.4	11.0	10.4	45.4%	4.1%
603708.SH	家家悦	1.36	1.67	1.80	50.9	41.5	38.5	88.0%	2.1%
002697.SZ	红旗连锁	5.61	5.44	5.54	14.0	14.4	14.2	30.1%	2.1%
301078.SZ	孩子王	1.05	1.81	2.87	133.6	77.6	48.9	52.6%	0.7%
603214.SH	爱婴室	1.05	1.08	1.36	29.5	28.6	22.7	46.3%	1.6%
300755.SZ	华致酒行	2.35	1.77	2.73	31.1	41.4	26.8	20.1%	0.5%
9896.HK	名创优品	22.53	25.30	32.00	25.1	24.1	19.1	58.2%	2.4%
002416.SZ	爱施德	6.55	7.30	8.26	26.7	23.9	21.2	75.6%	3.2%
000829.SZ	天音控股	0.84	1.80	3.61	155.5	72.5	36.0	30.6%	0.4%
301381.SZ	赛维时代	3.36	3.86	5.14	27.8	24.2	18.2	59.6%	2.5%
300866.SZ	安克创新	16.15	20.88	25.77	31.7	24.5	19.8	50.3%	2.1%
301376.SZ	致欧科技	4.13	4.03	5.49	19.7	20.2	14.8	48.6%	2.4%
300592.SZ	华凯易佰	3.32	3.49	4.74	18.1	17.2	12.6	34.8%	2.0%
002803.SZ	吉宏股份	3.45	2.00	2.87	15.9	27.5	19.2	61.6%	2.2%
301110.SZ	青木股份	0.52	1.51	2.20	140.0	48.3	33.1	76.1%	1.6%
300785.SZ	值得买	0.75	0.78	1.25	112.9	108.3	67.6	37.2%	0.3%
002291.SZ	遥望科技	-10.50	-4.65	-1.93	-6.5	-14.7	-35.4	0.0%	0.0%
600710.SH	苏美达	10.30	11.37	12.53	12.3	11.2	10.1	41.9%	3.7%
002818.SZ	富森美	8.06	7.52	8.11	13.2	14.2	13.1	100.3%	7.1%
600694.SH	大商股份	5.05	5.87	6.33	15.3	13.2	12.2	56.3%	4.3%
3690.HK	美团-W	138.56	357.24	466.07	47.69	26.2	20.1	0.0%	0.0%
9961.HK	携程集团-S	99.18	166.08	177.88	22.67	23.1	21.6	0.0%	0.0%
0780.HK	同程旅行	15.54	20.19	26.02	19.96	22.4	17.4	20.5%	0.9%

公司代码	公司名称	归母净利润 (亿元)			PE			分红率	股息率
		2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E		
1179.HK	华住集团-S	40.9	38.4	45.2	19.0	20.2	17.1	52.8%	2.6%
600754.SH	锦江酒店	10.0	12.73	14.13	28.0	22.1	19.9	53.4%	2.4%
600258.SH	首旅酒店	8.0	9.5	11.3	20.7	17.3	14.6	30.9%	1.8%
301073.SZ	君亭酒店	0.3	0.2	0.6	142.8	198.1	71.4	95.6%	0.5%
601007.SH	金陵饭店	0.6	0.5	0.7	46.5	60.2	41.3	78.6%	1.3%
300144.SZ	宋城演艺	-1.1	10.7	12.8	-	23.5	19.6	-	-
603199.SH	九华旅游	1.7	1.8	2.1	21.5	20.9	17.8	50.1%	2.4%
600054.SH	黄山旅游	4.2	3.68	4.26	19.9	22.8	19.7	36.0%	1.6%
300859.SZ	西域旅游	1.1	1.23	1.54	59.6	51.1	40.9	44.0%	0.9%
603099.SH	长白山	1.4	1.70	2.12	85.3	69.4	55.5	15.1%	0.2%
002033.SZ	丽江股份	2.3	2.18	2.50	21.7	22.6	19.8	84.6%	3.7%
000888.SZ	峨眉山A	2.3	2.67	2.99	32.1	27.4	24.4	46.3%	1.7%
600138.SH	中青旅	1.9	1.4	2.0	38.8	52.7	38.6	31.7%	0.6%
603136.SH	天目湖	1.5	1.1	1.4	21.5	27.9	22.1	67.9%	2.4%
300756.SZ	金马游乐	0.5	0.2	0.2	53.0	153.0	128.8	34.1%	0.2%
002159.SZ	三特索道	1.3	1.72	1.96	23.1	17.0	15.0	30.6%	1.8%
002707.SZ	众信旅游	0.3	1.48	2.44	228.4	49.9	30.2	0.0%	0.0%
300662.SZ	科锐国际	2.0	2.01	2.53	22.2	22.1	17.6	7.9%	0.4%
600662.SH	外服控股	5.9	6.25	6.80	20.8	19.5	17.9	50.7%	2.6%
600861.SH	北京人力	5.5	8.56	9.58	19.9	12.8	11.4	50.0%	3.9%
605108.SH	同庆楼	3.0	1.61	3.09	20.5	38.8	20.2	34.9%	0.9%
002186.SZ	全聚德	0.6	0.71	1.03	61.3	51.9	35.8	0.0%	0.0%
603043.SH	广州酒家	5.5	5.35	6.22	17.8	18.4	15.8	49.6%	2.7%
300795.SZ	米奥会展	1.9	2.34	3.09	18.46	13.7	10.4	40.6%	2.2%
600826.SH	兰生股份	2.8	2.65	2.92	14.37	13.0	11.7	52.6%	3.7%
9922.HK	九毛九	4.5	2.1	3.5	10.3	21.9	13.3	43.3%	2.0%
6862.HK	海底捞	45.0	45.7	49.4	19.5	19.2	17.7	92.9%	4.8%
9869.HK	海伦司	1.8	1.4	1.7	16.5	22.1	17.7	302.9%	13.7%
9987.HK	百胜中国	8.3	8.8	9.5	22.4	21.2	19.6	27.3%	8.1%
1405.HK	达势股份	-0.3	0.37	1.21	-	260.0	79.6	0.0%	0.0%
1448.HK	福寿园	7.9	7.05	7.92	10.5	11.7	10.5	42.7%	3.6%

备注：以上盈利参考已发布公司点评最新盈利预测，未覆盖标的均来自wind一致预期（截至2024年12月24日）。PE估值计算时，使用总市值截至2024年12月24日。另，达势股份单位为亿美元。

- 消费需求整体疲软。若2025年消费及经济环境严重不及预期，可能对企业经营造成不利影响。
- 行业竞争大幅加剧或龙头扩张、迭代不及预期。随着行业发展背景变化，竞争环境也会有所变化，若龙头扩张、迭代不及预期，或行业竞争大幅加剧，可能对文章假设产生影响。
- 上市公司营销、创新、展店投入明显增大。若以上投入大幅增加，可能影响企业盈利状况及后续业务开展能力。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）
内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京	上海	南昌	深圳
地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层	地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋	地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦	地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
邮编：100077	邮编：200120	邮编：330038	邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com	电话：021-38124100	传真：0791-86281485	邮箱：gsresearch@gszq.com
	邮箱：gsresearch@gszq.com	邮箱：gsresearch@gszq.com	