

社服零售 2024 年度投资策略

理性消费稳基本盘，出海破局寻新增量

► 板块复盘：需求回归理性，估值具备吸引力

2023 年前三季度弱复苏背景下全国社零总额增速逐季度回落，但区域间存在分化，重庆、安徽等省份社零较疫前增速依然亮眼，而河北、辽宁等省份呈收缩态势；国内出行链业绩验证复苏与分化态势，海外需求持续亮眼提振出海个股业绩。从 23 年初至 11 月底的股价与估值表现看，弱复苏遇上高预期致消费者服务、商贸零售板块分别下跌 37.7%/7.0%，整体表现欠佳；但伴随估值消化，当前板块已至阶段低位，较有吸引力。

► 消费环境：消费趋向性价比，新兴市场更具活力

国内消费方面，当前结构性就业压力较大，居民收入仍处修复中，消费信心居于低位；从年初至今消费趋势看，受资产、收入缩水等压力，消费者预算被动压缩，消费决策更加谨慎理性，更加注重性价比。从海外消费环境看，欧美消费支出增速回落，且高通胀下消费者被迫购买更便宜的产品；但东南亚、拉美等新兴市场仍展现出充足的消费潜力和电商渗透空间。

► 子行业复盘：如期复苏、表现分化

复盘 2023 年前三季度各细分行业表现，1) 出行链（包括免税、景区、酒店、餐饮）板块先复苏再分化，其中，与出行意愿强相关的景区、酒店景气度延续，收入、利润逐季度改善；而免税、餐饮则受居民消费力等多重因素影响，收入端波动式修复，盈利能力改善下 Q3 利润恢复环比向好。2) 跨境电商、专业服务总体呈现较好的经营韧性，尤其跨境电商受益于海外需求持续回暖，前 3 季度收入、利润延续亮眼表现。

► 子行业展望：理性消费、出海破局

展望 2024 年，国内消费预计理性温和增长，性价比趋势延续，顺周期相关行业仍有结构性机会，供应链强、效率高者有望赢得优势；海外需求仍具韧性，我国企业有望承接欧美降级下的需求，直面 C 端抢夺市场份额，亦有望受益于新兴市场渠道扩张和电商渗透率提升机会。

► 投资建议

1) 消费出海：虽然美国消费市场存在增速放缓可能，但当前其库存健康，性价比商品更是表现出明显优势，预计即使消费放缓但中国供应链仍将受益；且东南亚、拉美等市场仍然是增量，看好供应链出海标的抢占欧美市场份额，持续渗透拉美、东南亚等新兴市场，建议关注名创优品、华凯易佰、米奥会展、致欧科技等。

2) 顺周期修复：随着估值的消化，预期的理性调整，我们认为后续需正视宏观经济弱复苏背景、性价比消费趋势，跟踪供给侧改革、效能激发与模式创新个股，建议关注北京人力、锦江酒店、中国中免、同庆楼、王府井、首旅酒店、九毛九等标的。

风险提示：宏观经济增长放缓风险；消费复苏不及预期风险；免税市场竞争加剧超预期；新市场开拓不及预期风险。

重点推荐标的

| 简称 | EPS (元/股) | | | PE (X) | | | CAGR-3 | 评级 |
|------|-----------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|----|
| | 2023E | 2024E | 2025E | 2023E | 2024E | 2025E | | |
| 名创优品 | 1.9 | 2.2 | 2.5 | 18 | 16 | 14 | 22% | 增持 |
| 华凯易佰 | 1.3 | 1.9 | 2.3 | 18 | 13 | 10 | 46% | 买入 |
| 锦江酒店 | 1.2 | 1.6 | 2.1 | 24 | 18 | 14 | 172% | 买入 |
| 首旅酒店 | 0.7 | 0.9 | 1.1 | 22 | 18 | 15 | - | 买入 |
| 同庆楼 | 1.1 | 1.5 | 1.9 | 29 | 21 | 16 | 75% | 增持 |
| 中国中免 | 3.2 | 4.6 | 5.5 | 25 | 17 | 14 | 31% | 买入 |

数据来源：公司公告，iFinD，国联证券研究所预测，股价取 2023 年 12 月 22 日收盘价

投资建议：强于大市（维持）

上次建议：强于大市

相对大盘走势



作者

分析师：邓文慧

执业证书编号：S0590522060001

邮箱：dengwh@glsc.com.cn

分析师：曹晶

执业证书编号：S0590523080001

邮箱：caojing@glsc.com.cn

联系人：郭家玮

邮箱：guojw@glsc.com.cn

相关报告

1、《社会服务：从人服大会看行业发展趋势：“人服出海+数字化赋能”是关键词》2023.12.10
2、《社会服务：酒店供给分析：头部酒店集团优势延续》2023.11.26

正文目录

| | |
|----------------------------------|-----------|
| 1. 板块复盘：需求回归理性，估值具备吸引力 | 5 |
| 1.1 业绩综述：需求理性回落 | 5 |
| 1.2 行情复盘：板块低迷，估值低位 | 7 |
| 2. 消费环境：消费趋向性价比，新兴市场更具活力 | 11 |
| 2.1 消费支出：收入水平/消费意愿仍待修复 | 11 |
| 2.2 消费趋势：理性+性价比趋势明显 | 13 |
| 2.3 海外消费：欧美降级，新兴市场具备潜力 | 15 |
| 3. 子行业复盘与展望：理性消费延续，出海抢夺市场 | 19 |
| 3.1 免税：关注政策演进与竞争格局 | 19 |
| 3.2 酒店：静待商旅修复 | 22 |
| 3.3 餐饮：同店压力或延续 | 28 |
| 3.4 旅游景区：出入境有望加速复苏 | 31 |
| 3.5 人力资源：出海背景下市场空间大 | 34 |
| 3.6 零售出海：供应链出海曙光初现 | 38 |
| 4. 主线梳理：消费出海&顺周期修复 | 43 |
| 4.1 消费出海：供应链出海继续抢占市场份额 | 43 |
| 4.2 顺周期：关注业绩拐点与性价比趋势 | 44 |
| 5. 风险提示 | 45 |

图表目录

| | |
|---|-----------|
| 图表 1：2019-2023M10 社零数据统计 | 5 |
| 图表 2：23 年前三季度社零累计同比增速 | 5 |
| 图表 3：23 年前三季度社零相对 19 年同期复合增速 | 5 |
| 图表 4：2023 年来，国内民航客运量波动式修复，国际民航客运量渐进式复苏 | 6 |
| 图表 5：中国星级饭店价格较疫情前有所上涨 | 6 |
| 图表 6：前三季度，国内旅游人次尚未突破 19 年水平 | 6 |
| 图表 7：主要细分板块业绩综述（单位：亿元） | 7 |
| 图表 8：中信一级子行业年初至今涨跌幅度 | 8 |
| 图表 9：重点子行业中仅跨境电商跑赢沪深 300 | 8 |
| 图表 10：年初至今，重点子行业中仅跨境电商跑赢沪深 300 | 9 |
| 图表 11：2022 年来，消费者服务股价及估值表现 | 9 |
| 图表 12：2022 年来，商贸零售股价及估值表现 | 10 |
| 图表 13：消费者服务/商贸零售板块持仓变化 | 10 |
| 图表 14：2023 年 2 季度来，消费者服务重点公司持仓 | 11 |
| 图表 15：2023 年 2 季度来，商贸零售重点公司持仓 | 11 |
| 图表 16：城镇居民可支配收入 Q3 边际向下 | 11 |
| 图表 17：城镇居民人均可支配收入差距收窄 | 11 |
| 图表 18：消费税仍在下行区间内，个人所得税收入降幅收窄 | 12 |
| 图表 19：青年失业率较高，整体失业率平稳向下 | 12 |
| 图表 20：中国消费者信心谷底震荡 | 13 |
| 图表 21：边际消费倾向略上升 | 13 |
| 图表 22：2022 年中国总人口首次负增长 | 13 |
| 图表 23：中国出生人口逐年走低 | 13 |
| 图表 24：中国 60 岁及以上人口占比持续走高 | 14 |
| 图表 25：中国老龄化率持续上升 | 14 |
| 图表 26：X 世代与 Y 世代人口和收入占比更高 | 14 |

| | | |
|--------|--|----|
| 图表 27: | X 世代和 Y 世代仍是消费的主要驱动力 | 14 |
| 图表 28: | 疫情后, 性价比消费趋势明显, 大众消费、奢侈品消费增速中枢下移 | 15 |
| 图表 29: | 美国疫后消费支出保持强劲增长 | 15 |
| 图表 30: | 欧洲消费上行后回落明显 | 15 |
| 图表 31: | 英国消费者按类别支出增加的净百分比 | 16 |
| 图表 32: | 美国零售业需求稳健韧性更强, 服务业弹性更高 | 16 |
| 图表 33: | 过去 12 个月, 消费者采取各项措施节省开支 | 17 |
| 图表 34: | 23 年美国网络星期一产品折扣力度普遍上行 | 17 |
| 图表 35: | 2022 年东南亚地区主要国家人口数量 | 17 |
| 图表 36: | 2021 年东南亚主要国家人口年龄分布 | 17 |
| 图表 37: | 2023-2025 年预计越南、菲律宾、印尼及马来西亚实际 GDP 增长率均超过全球、中国及美国增长水平 | 18 |
| 图表 38: | 2022 年拉美地区电商市场概况 | 18 |
| 图表 39: | 2023 年来, 海南旅游收入高增长 | 19 |
| 图表 40: | 2023 年来, 海南旅游维持高景气 | 19 |
| 图表 41: | 离岛免税延续平稳销售 | 19 |
| 图表 42: | 23M1-11 销售金额/购物旅客/客单价恢复度环比回落 | 19 |
| 图表 43: | 2023 年来出入境人数渐进式恢复 | 20 |
| 图表 44: | 23H1 日上上海销售额同比提升 50.3% | 20 |
| 图表 45: | 韩国免税销售额渐进式复苏 | 20 |
| 图表 46: | 韩国免税亦受到消费力制约 | 20 |
| 图表 47: | 中免销售费用率持续上行 | 21 |
| 图表 48: | 中免毛利率向上修复, 净利率承压向下 | 21 |
| 图表 49: | LV 集团亚太区增长回归理性温和 | 21 |
| 图表 50: | 截至 2023 年 6 月, 国药中服免税全国免税店布局 | 22 |
| 图表 51: | 2023 年来酒店业景气度波动 | 23 |
| 图表 52: | 2023 年来, 亚朵营收同比增速领先明显 | 23 |
| 图表 53: | 2023 年来, 华住营收较疫情前恢复度最高 | 23 |
| 图表 54: | 除君亭外, 其他酒店集团业绩逐季度好转 (亿元) | 24 |
| 图表 55: | 23Q3 锦江/首旅/华住净利率高于 19Q3 | 24 |
| 图表 56: | 美国酒店行业复苏可持续 | 24 |
| 图表 57: | 美国休闲需求持续强劲, 商业和团体需求持续复苏 | 25 |
| 图表 58: | 中国酒店 RevPAR 波动式复苏 | 25 |
| 图表 59: | 中国酒店 ADR 齐头并进, 大幅超疫前 | 25 |
| 图表 60: | 年初至 10 月末数据表明: 休闲游目的地酒店 OCC、ADR 数据均好于商务型目的地市场 | 26 |
| 图表 61: | 截至 10 月末酒店数量恢复至 19 年末 102% | 26 |
| 图表 62: | 截至 10 月末酒店客房数恢复至 19 年末 98% | 26 |
| 图表 63: | 2022 年 11 月来, 连锁化率加速推进 | 27 |
| 图表 64: | 连锁酒店继续向头部集中 | 27 |
| 图表 65: | 23Q3 华住新开店数量领先 (家) | 27 |
| 图表 66: | 中高端占比持续提升 | 27 |
| 图表 67: | 22 年来, 万豪北美有限服务型酒店各项指标较 2019 年持续恢复 | 27 |
| 图表 68: | 23 年来, 锦江境内中端酒店持续恢复 | 28 |
| 图表 69: | 23 年来, 锦江境内经济型酒店持续恢复 | 28 |
| 图表 70: | 23 年 9 月来, 全国餐饮收入增长略显乏力 | 28 |
| 图表 71: | 23 年来, 限额以上餐企营收表现相对更佳 | 28 |
| 图表 72: | 23 年来, 肯德基、必胜客同店销售增长 | 29 |
| 图表 73: | 2023 财年来, 萨莉亚中国同店销售大幅增长 | 29 |
| 图表 74: | 23 年 9 月来, 品牌餐饮同店震荡式修复 | 29 |
| 图表 75: | 23Q3 肯德基同店销售恢复度走低 | 29 |
| 图表 76: | 餐饮企业 Q3 营收增速环比均回落 | 29 |
| 图表 77: | 除全聚德外, Q3 餐企营收均超疫情前 | 29 |
| 图表 78: | 23Q3 餐饮企业归母净利润超疫情前 | 30 |

| | | |
|---------|-------------------------------------|----|
| 图表 79: | 23 年来, 百胜中国季度新开门店稳步向上..... | 30 |
| 图表 80: | 海外中餐市场主要集中于中国移民人口众多的地区..... | 30 |
| 图表 81: | 22 年后, 美国餐饮客流受基数影响增速转负..... | 31 |
| 图表 82: | 消费力存压情况下, 日本餐饮客单价长期下行..... | 31 |
| 图表 83: | 高客单价餐饮品牌开店完成率较低..... | 31 |
| 图表 84: | 吉野家从出海到海外门店破百家历时 22 年..... | 31 |
| 图表 85: | 23 年来节假日出游数据强劲复苏..... | 32 |
| 图表 86: | 23Q3 国内游总人次恢复度环比下滑..... | 32 |
| 图表 87: | 23Q3 国内游客单价超疫情前..... | 32 |
| 图表 88: | 2023 年来中国出境航线客运量恢复情况..... | 33 |
| 图表 89: | 2023 年来中国出入境人员渐进恢复..... | 33 |
| 图表 90: | 上市自然景区接待旅客量快速上行..... | 33 |
| 图表 91: | 华侨城旗下主题公园业务接待旅客量回升..... | 33 |
| 图表 92: | 上市自然景区营收较 19 年恢复度持续领先..... | 34 |
| 图表 93: | 上市人工景区归母净利润恢复度环比好转..... | 34 |
| 图表 94: | 旅游景区企业销售净利率..... | 34 |
| 图表 95: | 2019 年至今新增招聘公司数量 (家)..... | 35 |
| 图表 96: | 2019 年至今新增招聘帖数量 (个)..... | 35 |
| 图表 97: | 日本失业率和灵活用工渗透率对比..... | 36 |
| 图表 98: | 科锐国际主要业务同比增速 (%)..... | 36 |
| 图表 99: | 外服控股主要业务同比增速 (%)..... | 36 |
| 图表 100: | 中国境外企业年末雇佣员工总数 (百万人)..... | 37 |
| 图表 101: | 中国出海人力资源服务市场规模 (亿元)..... | 37 |
| 图表 102: | 制造业企业海外人力资源服务需求..... | 37 |
| 图表 103: | 当前服务机构开展海外人力资源业务情况..... | 37 |
| 图表 104: | 科锐国际不同区域营收增速 (%)..... | 38 |
| 图表 105: | 上海外服海外业务..... | 38 |
| 图表 106: | 美国零售/食品服务销售额环比增速 (%)..... | 38 |
| 图表 107: | 23 年 1-10 月美国零售主要分项季调后累计增速 (%)..... | 39 |
| 图表 108: | 美国网上零售额占总零售的比例上升..... | 39 |
| 图表 109: | 美国 CPI 与 Adobe DPI 对比..... | 39 |
| 图表 110: | 中国出口集装箱运价指数 (CCFI)..... | 40 |
| 图表 111: | 美国前 100 大银行消费贷款拖欠率 (%)..... | 40 |
| 图表 112: | 美国商业银行信用卡利率 (%)..... | 40 |
| 图表 113: | 美国个人储蓄变动趋势..... | 41 |
| 图表 114: | 美国超额储蓄规模测算..... | 41 |
| 图表 115: | 2019-2025E 东南亚电商市场规模..... | 41 |
| 图表 116: | 2018-2025 年拉美电商市场增长情况..... | 41 |
| 图表 117: | 华凯易佰“亿迈”平台六大业务中包含拉美海外仓和美容多孵化..... | 42 |
| 图表 118: | 名创优品海外收入占比恢复并提升..... | 42 |
| 图表 119: | 名创优品海外门店扩张向好..... | 42 |
| 图表 120: | 主要国家制造业增加值占全球的比重 (%)..... | 43 |
| 图表 121: | 主要国家工业制成品出口全球占比变化 (%)..... | 43 |
| 图表 122: | 纺织服装、服饰业亏损企业数量及比例..... | 44 |
| 图表 123: | 家具制造业亏损企业数量及比例..... | 44 |
| 图表 124: | 文教、工美、体育和娱乐用品制造业亏损企业数量及比例..... | 44 |
| 图表 125: | 板块重点公司估值表..... | 45 |

1. 板块复盘：需求回归理性，估值具备吸引力

1.1 业绩综述：需求理性回落

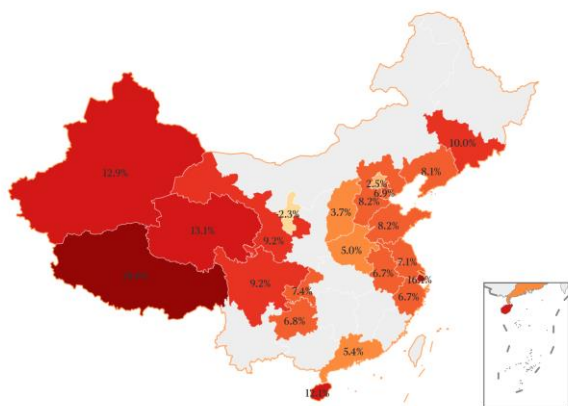
社零：社零增速环比放缓，重庆/安徽势头强劲。从社零数据看，23年前三季度全国社零总额为34.2万亿元，同比增速6.8%，相对2019年同期复合增速为3.6%；同样以2019年同期作为基数来看，三季度社零增速环比放缓（23Q1/23H1社零总额相对19年同期复合增速分别为4.1%/3.9%）。10月份单月社零总额为4.3万亿，同比增速7.6%，相对2019年7月复合增速为3.3%，社零增速进一步环比放缓。分不同细分行业看，餐饮、化妆品、金银珠宝等可选消费品类在疫后呈现阶段性高复苏弹性，拉长时间看，饮料、烟酒类等必选消费品较19年保持较高增速。分省份看，中西部消费展现强劲势头，重庆、安徽等省份在疫后展现出更高的增速水平，23年前三季度社零总额相对2019年同期复合增速均在15%的水平，远超全国大盘，而河北、辽宁等省份23年前三季度社零总额相对19年呈现收缩态势。

图表1：2019-2023M10社零数据统计

| | 23M10 | 23Q1-3 | 23H1 | 23Q1 | 2022全年 | 2021全年 | 2020全年 | 2019全年 |
|------------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 社零总额(亿) | 43,333 | 342,107 | 227,588 | 114,922 | 439,733 | 440,823 | 391,981 | 411,649 |
| YOY | 7.6% | 6.8% | 8.2% | 5.8% | -0.2% | 12.5% | -3.9% | 8.0% |
| 餐饮 | 17.1% | 18.7% | 21.4% | 13.9% | -6.3% | 18.6% | -16.6% | 9.4% |
| 粮油、食品类 | 4.4% | 5.3% | 4.8% | 7.5% | 8.7% | 10.8% | 9.9% | 10.2% |
| 饮料类 | 6.2% | 2.0% | 1.0% | 1.8% | 5.3% | 20.4% | 14.0% | 10.4% |
| 烟酒类 | 15.4% | 9.8% | 8.6% | 6.8% | 2.3% | 21.2% | 5.4% | 7.4% |
| 服装鞋帽、针纺织品类 | 7.5% | 10.6% | 12.8% | 9.0% | -6.5% | 12.7% | -6.6% | 2.9% |
| 化妆品类 | 1.1% | 6.8% | 8.6% | 5.9% | -4.5% | 14.0% | 9.5% | 12.6% |
| 金银珠宝类 | 10.4% | 12.2% | 17.5% | 13.6% | -1.1% | 29.8% | -4.7% | 0.4% |

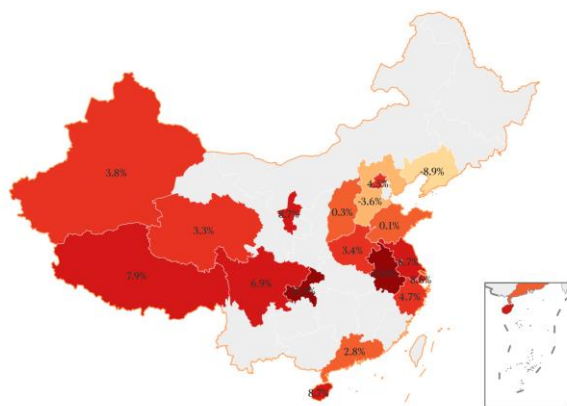
资料来源：国家统计局，国联证券研究所整理

图表2：23年前三季度社零累计同比增速



资料来源：各地统计局，国联证券研究所

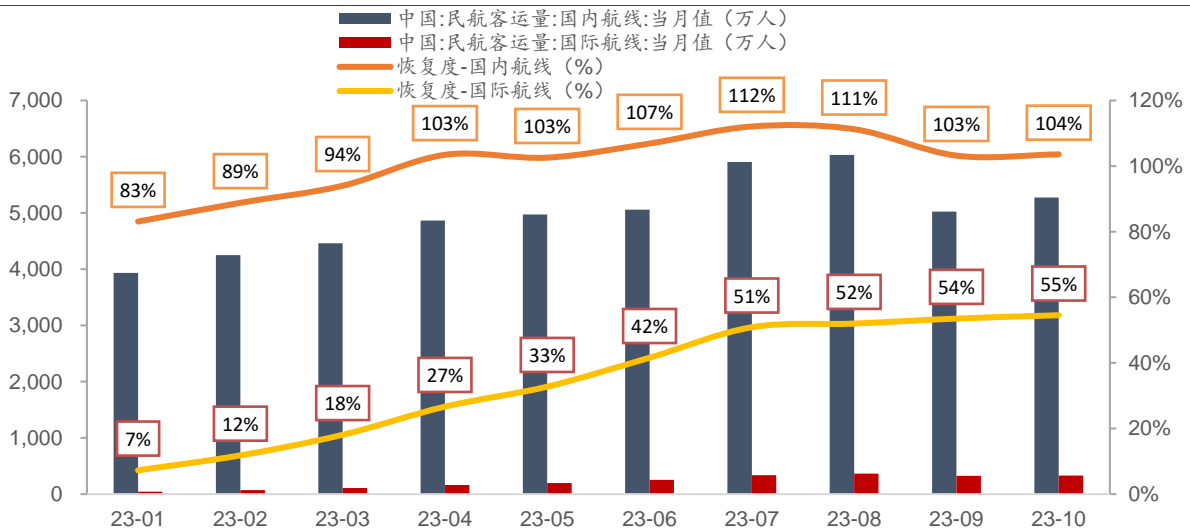
图表3：23年前三季度社零相对19年同期复合增速



资料来源：各地统计局，国联证券研究所

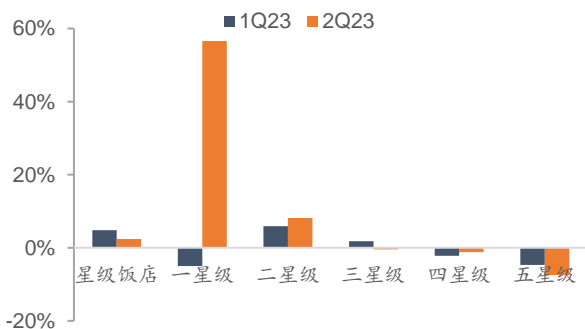
出行：出游需求集中释放，价升效应明显。从23年初至今的出行数据看，国内游持续高景气，但暑期旅游需求集中释放后，9月/10月出行人次恢复度有所回落。出入境方面受制于航班供给、签证办理、安全因素等呈现渐进式复苏态势，10月，国际航线客运量恢复至19年同期55%。对比历年节假日公路客运量数据和海外数据可以明显看出跟困游的复苏缓慢。分量价看，与国际复苏保持一致，疫后价先于量恢复，2023年前三季度，中国国内游人次恢复至19年同期79.9%，而人均旅游支出恢复至19年同期的106.3%；酒店数据指向同样结果，但拆分结构数据可看出消费平价化趋势明显，如低星级酒店入住率、价格涨幅高于高星级。

图表4：2023年来，国内民航客运量波动式修复，国际民航客运量渐进式复苏



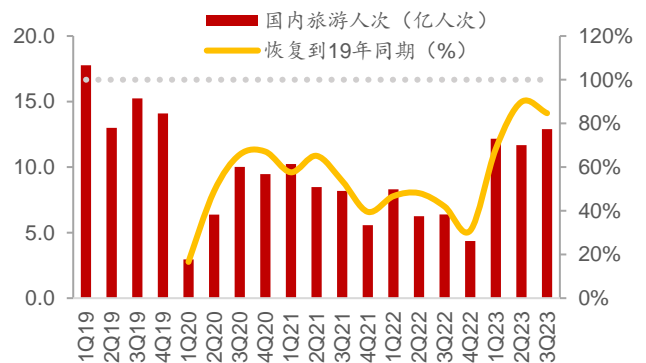
资料来源：中国民航局，国联证券研究所

图表5：中国星级饭店价格较疫情前有所上涨



资料来源：国家旅游局，国联证券研究所

图表6：前三季度，国内旅游人次尚未突破19年水平



资料来源：文旅部，国联证券研究所

业绩：年初至今，国内出行链复苏后分化，海外需求持续亮眼。选取板块内代表性上市公司作为样本进行业绩综述，总体看，1) 出行链（包括免税、景区、酒店、餐饮）板块先复苏再分化，其中，与出行意愿强相关的景区、酒店景气度延续，收入、利润逐季度改善，酒店板块Q2开始收入、利润持续超疫情前水平；而免税、餐饮则

受居民消费力等多重因素影响，收入端波动式修复，盈利能力改善下 Q3 利润恢复环比向好。2) 跨境电商、专业服务总体呈现较好的经营韧性，尤其跨境电商受益于海外需求持续回暖，前 3 季度收入、利润延续亮眼表现。

图表7：主要细分板块业绩综述（单位：亿元）

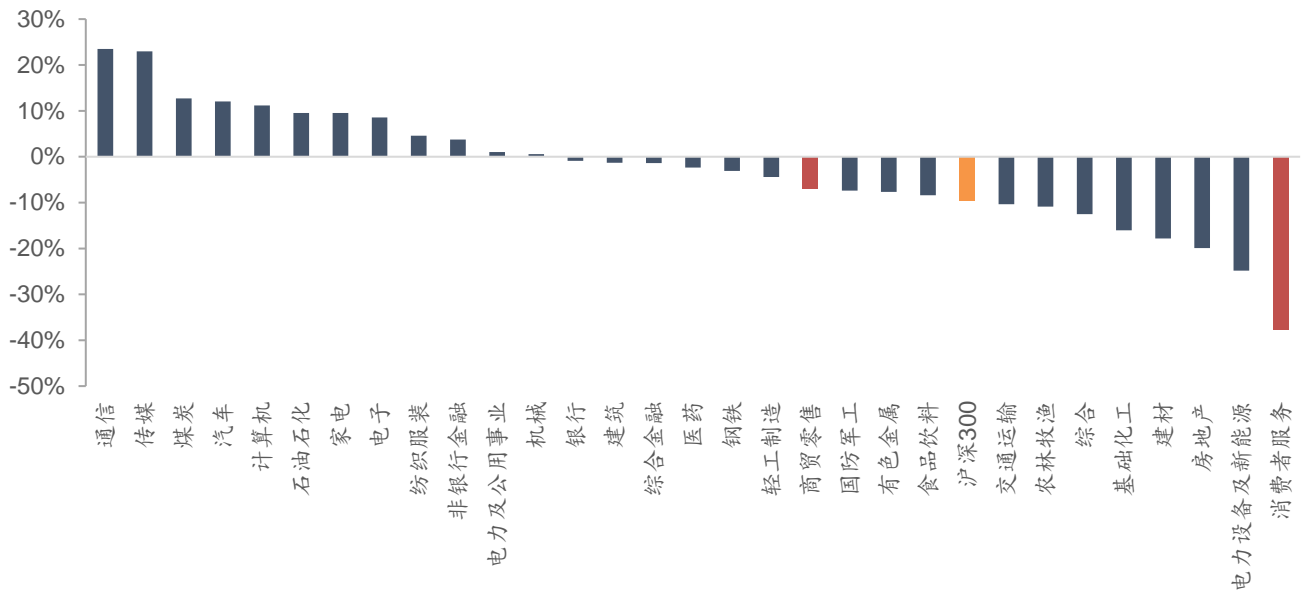
| | 23Q1 | | | 23Q2 | | | 23Q3 | | |
|------|-------|------|-----------|-------|------|-----------|-------|------|-----------|
| | 营收 | Yoy | 较 19 年恢复度 | 营收 | Yoy | 较 19 年恢复度 | 营收 | Yoy | 较 19 年恢复度 |
| 免税 | 241 | 20% | 117% | 181 | 36% | 92% | 179 | 24% | 104% |
| 景区 | 26 | 44% | 65% | 39 | 131% | 83% | 46 | 57% | 83% |
| 酒店 | 91 | 46% | 118% | 114 | 57% | 130% | 127 | 47% | 135% |
| 餐饮 | 15 | 25% | 154% | 14 | 36% | 184% | 27 | 13% | 154% |
| 跨境电商 | 31 | 25% | | 38 | 33% | | 39 | 41% | |
| 专业服务 | 163 | 23% | | 171 | 32% | | 168 | 16% | |
| | 23Q1 | | | 23Q2 | | | 23Q3 | | |
| | 归母净利润 | Yoy | 较 19 年恢复度 | 归母净利润 | Yoy | 较 19 年恢复度 | 归母净利润 | Yoy | 较 19 年恢复度 |
| 免税 | 25.3 | -14% | 81% | 18.6 | 35% | 68% | 14.7 | 103% | 138% |
| 景区 | 2.1 | | 43% | 6.1 | | 62% | 9.7 | | 98% |
| 酒店 | 12.0 | | 252% | 16.1 | | 137% | 21.9 | | 202% |
| 餐饮 | 1.4 | | 122% | 0.8 | | 140% | 4.7 | | 165% |
| 跨境电商 | 2.0 | 65% | | 3.9 | 75% | | 3.3 | 38% | |
| 专业服务 | 5.6 | 31% | | 4.8 | 19% | | 3.3 | 10% | |

资料来源：wind，国联证券研究所（注：各细分板块选取代表性上市公司，免税为相对 2021 年恢复度，北京人力调整为 FESCO 的收入和利润）

1.2 行情复盘：板块低迷，估值低位

23 年初至今，商社一级行业表现不佳。年初至今（截至 11 月 30 日），消费者服务（中信）板块涨跌幅为-37.7%，商贸零售（中信）板块涨跌幅为-7.0%，整体表现欠佳，其中消费者服务跑输沪深 300 指数。年初至今，我们重点跟踪的细分行业中，仅跨境电商板块相对沪深 300 拥有 25.0%超额收益，其余细分行业均跑输沪深 300，就相对收益而言，跨境电商、专业服务、景区相对较为领先。

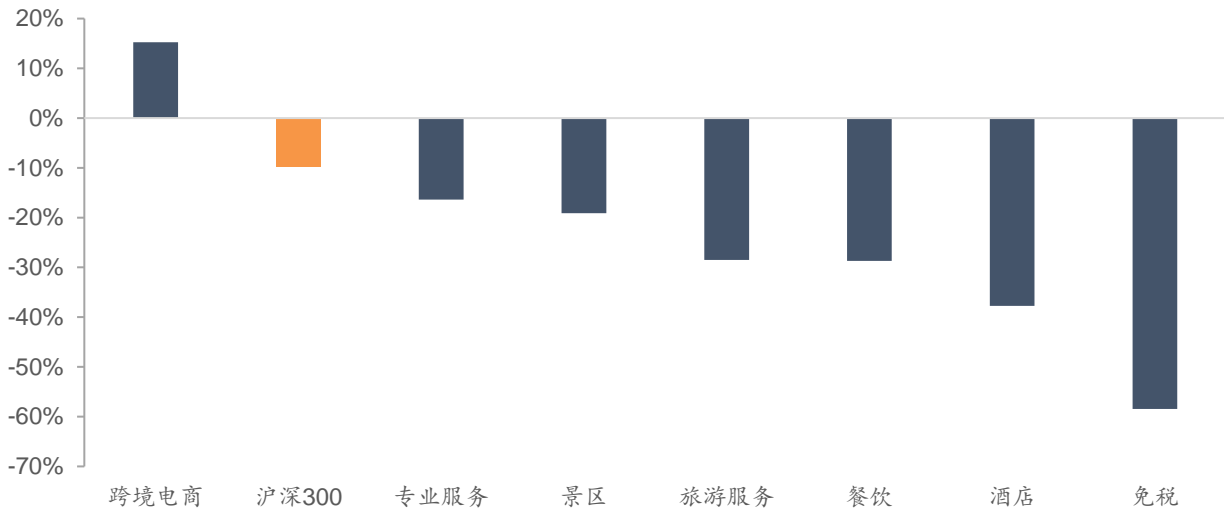
图表8：中信一级子行业年初至今涨跌幅度



资料来源：wind，国联证券研究所

注：时间统计区间为：2023.01.01-2023.11.30

图表9：重点子行业中仅跨境电商跑赢沪深300



资料来源：wind，国联证券研究所

注：时间统计区间为：2023.01.01-2023.11.30

图表10：年初至今，重点子行业中仅跨境电商跑赢沪深300

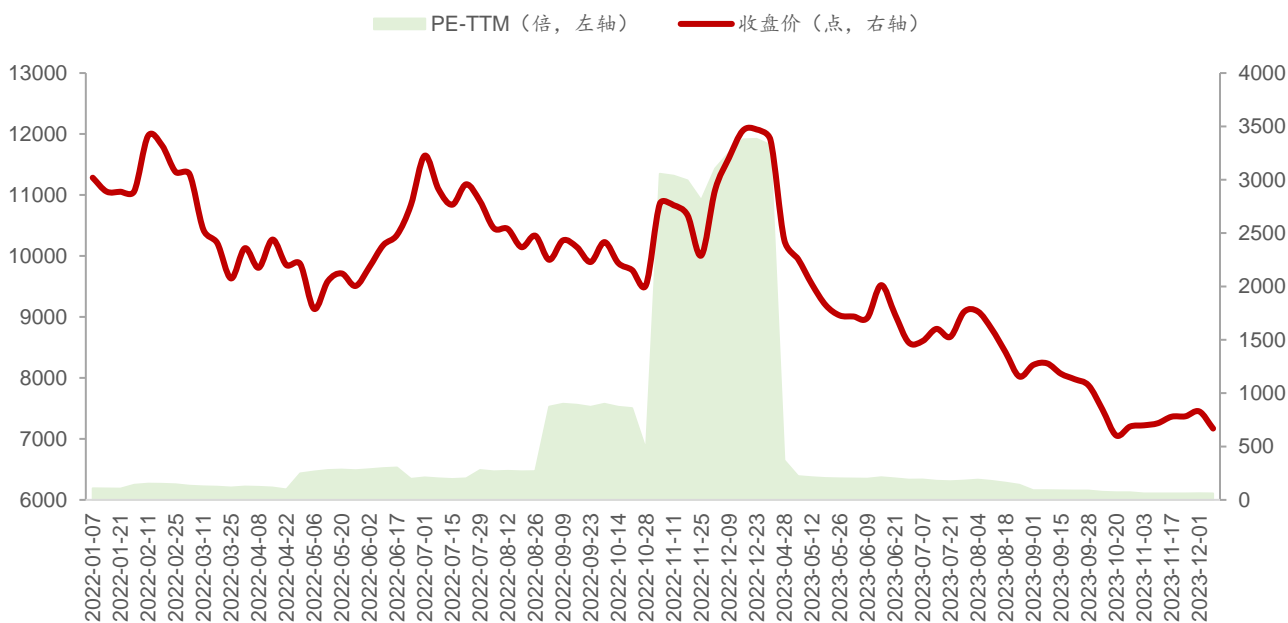
| | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 23M10-11 | 年初至今 |
|------|--------|--------|-------|-------|--------|--------|-------|----------|--------|
| 旅游服务 | 40.7% | -22.5% | 0.5% | 34.8% | -11.2% | -13.9% | 1.5% | 2.1% | -18.8% |
| 免税 | -10.6% | 35.5% | 0.9% | 7.2% | -19.8% | -34.5% | 0.5% | -10.6% | -48.7% |
| 景区 | 19.5% | 10.6% | -6.1% | 28.9% | -0.9% | -5.3% | -1.4% | -2.6% | -9.4% |
| 酒店 | 2.4% | 16.4% | 3.8% | 8.6% | -4.8% | -21.9% | -5.8% | -0.1% | -28.0% |
| 餐饮 | 5.4% | 14.9% | 5.3% | 92.0% | -19.6% | -11.3% | 6.4% | 3.3% | -19.0% |
| 跨境电商 | 5.3% | -15.5% | 0.3% | 22.7% | 17.6% | 2.8% | -2.5% | 8.5% | 25.0% |
| 专业服务 | -8.6% | -0.6% | 3.4% | 7.8% | -3.7% | 1.7% | -3.1% | -2.4% | -6.7% |

资料来源：wind，国联证券研究所

注：时间统计区间为：2023.01.01-2023.11.30

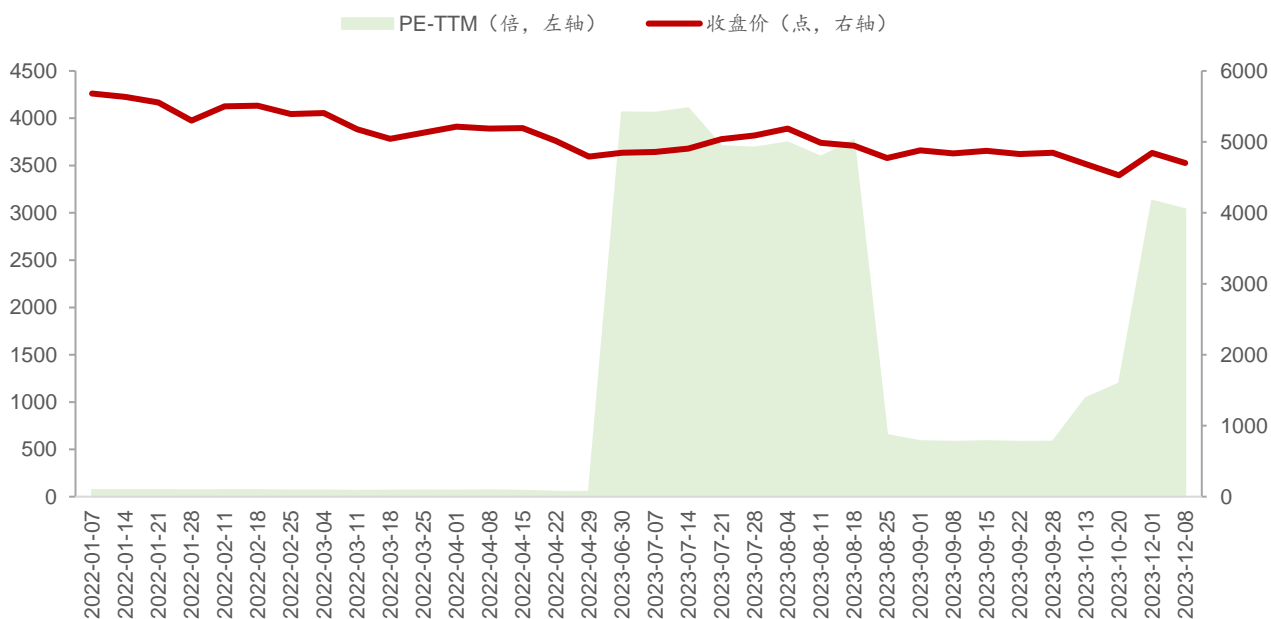
股价调整主要由于消化高估值及高预期，当前估值已较有吸引力。复盘年初至今整个基本面与股价走势，年初商社板块存在高预期及高估值的问题（市场提前1年博弈了消费复苏，对线下及线上消费复苏程度均有较高预期），当复苏呈现结构性而非全面复苏时，股价开始调整以消化高估值及高预期。当前弱消费力的背景下，行业后续景气度仍待跟踪，但按调整后盈利预测看，2024年板块估值内含悲观预期，估值水平已经具有较高吸引力。

图表11：2022年来，消费者服务股价及估值表现



资料来源：wind，国联证券研究所整理

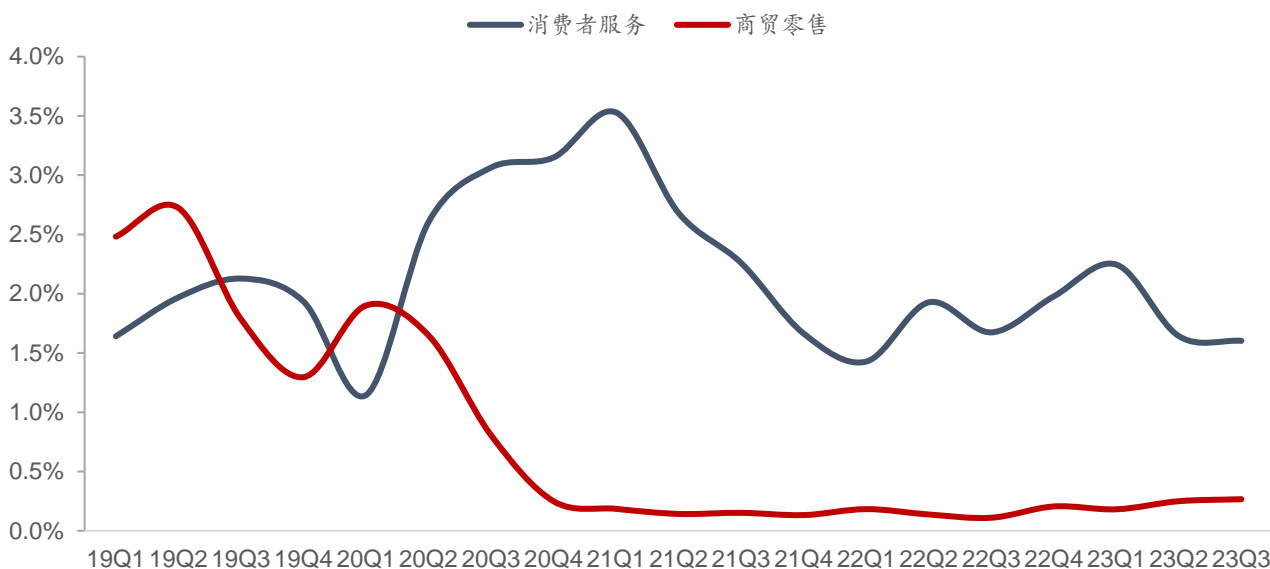
图表12：2022 年来，商贸零售股价及估值表现



资料来源：wind，国联证券研究所整理

持仓占比：板块持仓处于历史低分位数水平。2023 年来，消费者服务和商贸零售板块持仓比例分化，其中消费者服务板块持仓占比持续下滑，而商贸零售板块持股比例持续小幅上行，但 23Q3 两个板块持仓占比均处于历史低分位数水平。分重仓股看，23Q3 小商品城/重庆百货获明显增持，锦江酒店/周大生/潮宏基环比减持。

图表13：消费者服务/商贸零售板块持仓变化



资料来源：wind，国联证券研究所整理

图表14：2023年2季度来，消费者服务重点公司持仓

| 名称 | 23Q3持仓占比 (%) | 23Q2持仓占比 (%) | 持股变化 |
|------|--------------|--------------|--------|
| 中国中免 | 0.15% | 0.14% | 0.01% |
| 锦江酒店 | 0.05% | 0.06% | -0.01% |
| 宋城演艺 | 0.05% | 0.05% | 0.00% |
| 北京人力 | 0.03% | 0.02% | 0.01% |
| 首旅酒店 | 0.03% | 0.03% | 0.00% |
| 科锐国际 | 0.02% | 0.02% | 0.00% |
| 同庆楼 | 0.01% | 0.00% | 0.01% |
| 米奥会展 | 0.01% | 0.01% | 0.00% |
| 峨眉山A | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 九华旅游 | 0.00% | 0.00% | 0.00% |

资料来源：Wind，国联证券研究所

图表15：2023年2季度来，商贸零售重点公司持仓

| 名称 | 23Q3持仓占比 (%) | 23Q2持仓占比 (%) | 持股变化 |
|------|--------------|--------------|-------|
| 王府井 | 0.04% | 0.04% | 0.1% |
| 小商品城 | 0.03% | 0.03% | 0.7% |
| 老凤祥 | 0.02% | 0.02% | -0.1% |
| 重庆百货 | 0.02% | 0.01% | 0.6% |
| 周大生 | 0.01% | 0.01% | -0.4% |
| 潮宏基 | 0.01% | 0.01% | -0.3% |
| 厦门国贸 | 0.00% | 0.00% | 0.0% |
| 中国黄金 | 0.00% | - | - |
| 天虹股份 | 0.00% | 0.00% | 0.1% |
| 莱百股份 | 0.00% | 0.00% | -0.1% |

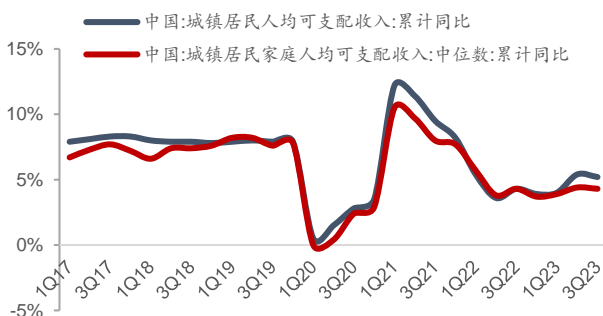
资料来源：Wind，国联证券研究所

2. 消费环境：消费趋向性价比，新兴市场更具活力

2.1 消费支出：收入水平/消费意愿仍待修复

消费能力：居民收入仍在修复中，结构性就业压力较大。疫情前，国内城镇居民平均人均可支配收入增速整体维持在8%。2020年疫情后，消费行业受到较大冲击，国内城镇居民人均可支配收入增速下降明显。2022年底全面放开后，23Q1/23Q2连续两个季度居民人均可支配收入呈现环比改善趋势，但Q3开始，增速边际向下，2023年前三季度增速为5.2%。从更加高频的税收数据看，国内消费税、个人所得税仍在下行区间内，但个人所得税降幅边际收窄；结合已披露的失业数据，整体失业情况震荡向下，但青年失业水平仍处高位，结构性就业压力较大或在一定程度上影响了居民收入和所得税水平。**从居民资产的视角出发**，参考美国、日本经验，在美国，当房价上涨时，消费会增加，但当房价下跌时，消费往往会减少；日本经济产业省调查结果显示，土地或股票价格下跌的消费者减少了消费支出，特别是教育和娱乐支出，预计房产价格的低迷一定程度上影响居民消费支出。

图表16：城镇居民人均可支配收入 Q3 边际向下



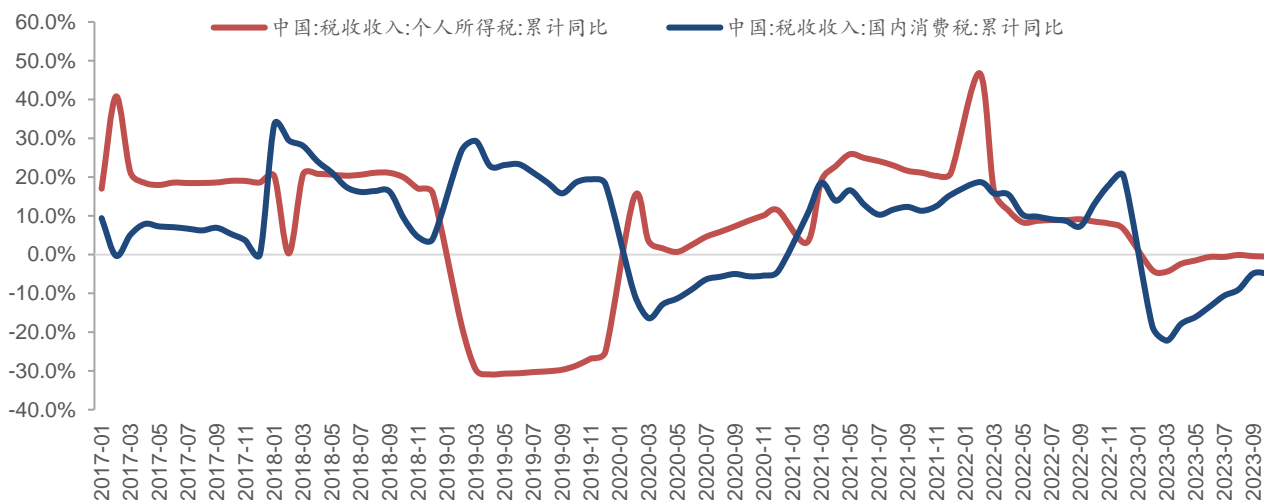
资料来源：国家统计局，国联证券研究所

图表17：城镇居民人均可支配收入差距收窄



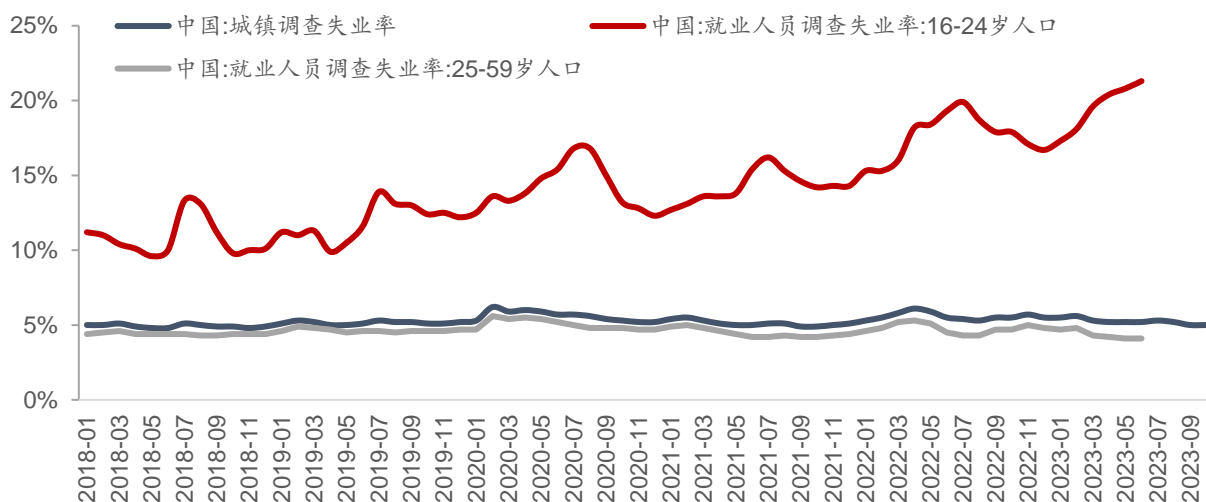
资料来源：国家统计局，国联证券研究所

图表18: 消费税仍在下行区间内, 个人所得税收入降幅收窄



资料来源: 财政部, 国联证券研究所整理

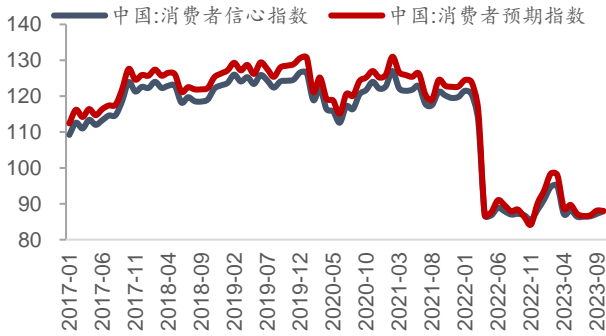
图表19: 青年失业率较高, 整体失业率平稳向下



资料来源: 国家统计局, 国联证券研究所整理

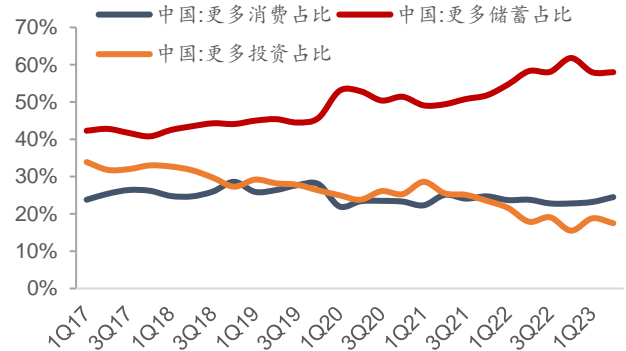
消费意愿: 消费者信心仍在低位, 边际消费倾向渐有回升。22年11月以来, 伴随系列政策调整、外在环境企稳回升, 居民风险偏好上行, 消费者信心指数和消费者预期指数触底反弹, 但23年春节后环比连续回落, 4月后消费信心止步不前, 持续在历史低位徘徊。从边际消费倾向看, 疫后消费意愿有所复苏, 储蓄率有所下行, 23年上半年边际消费倾向环比略回暖。

图表20: 中国消费者信心谷底震荡



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表21: 边际消费倾向略上升

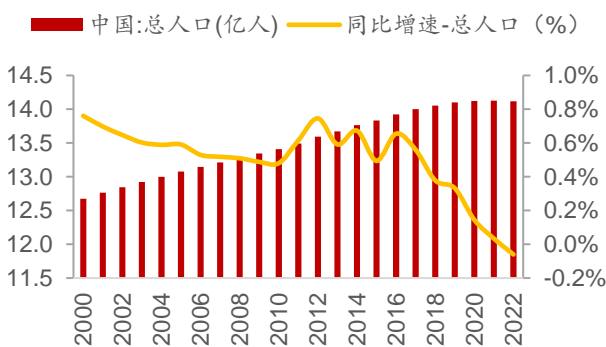


资料来源: 国家统计局, 国联证券研究所

2.2 消费趋势: 理性+性价比趋势明显

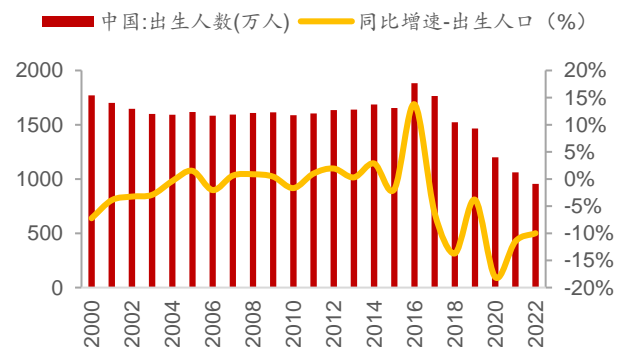
消费人群: 老龄化持续加深, X+Y 世代仍是消费主力军。2022 年末, 中国人口总数为 14.1 亿, 60 年来首次出现负增长, 且近年出生人口也在持续下降。从人口结构看, 中国老龄化持续加深, 目前已步入深度老龄化阶段。截至 2022 年末, 全国 60 周岁及以上老年人口 28,004 万人, 占总人口的 19.8%; 全国 65 周岁及以上老年人口 20,978 万人, 占总人口的 14.9%。从当前人口基数、收入水平和人均消费意愿看, X 世代和 Y 世代仍是未来一段时间的消费主力军。

图表22: 2022 年中国总人口首次负增长



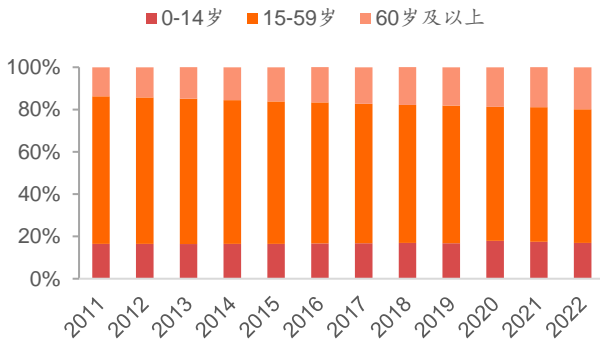
资料来源: 国家统计局, 国联证券研究所

图表23: 中国出生人口逐年走低



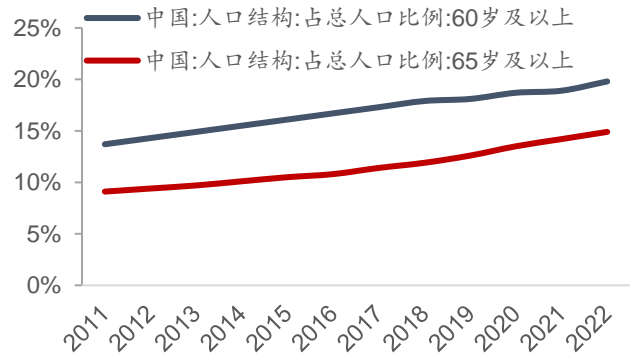
资料来源: 国家统计局, 国联证券研究所

图表24：中国60岁及以上人口占比持续走高



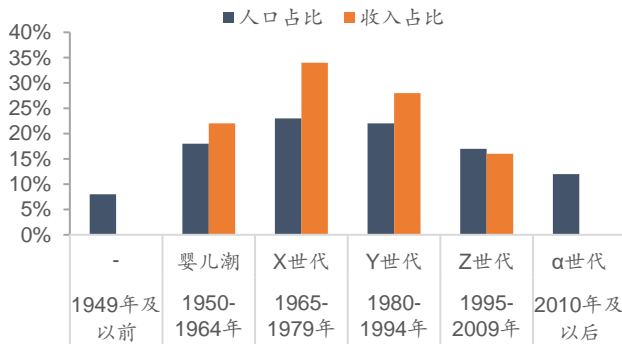
资料来源：国家统计局，国联证券研究所

图表25：中国老龄化率持续上升



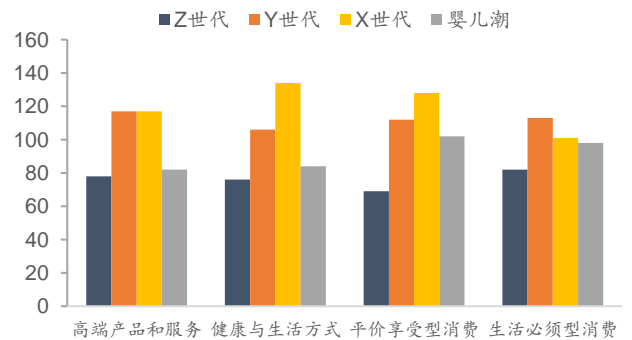
资料来源：国家统计局，国联证券研究所

图表26：X世代与Y世代人口和收入占比更高



资料来源：中国统计年鉴，BCG，国联证券研究所

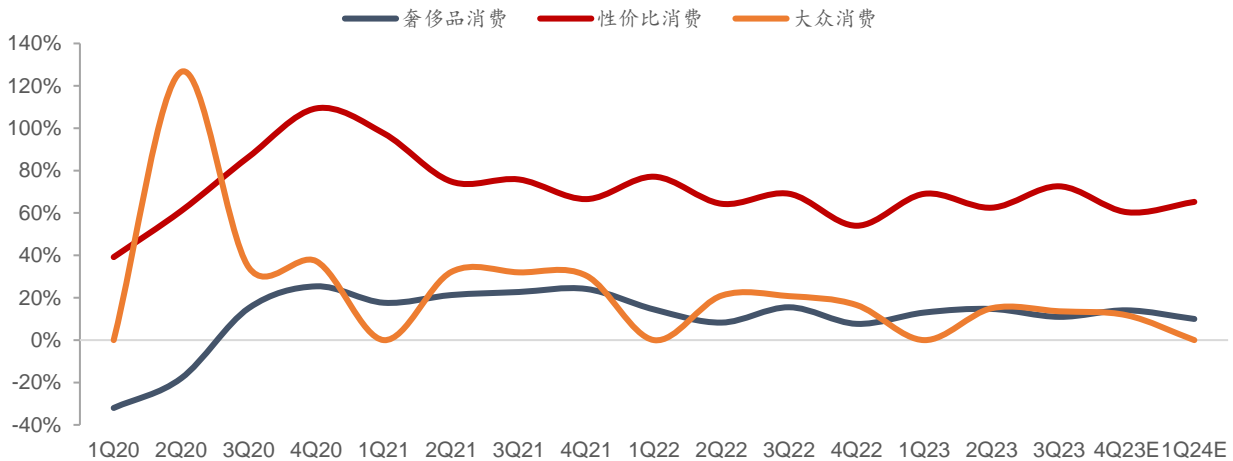
图表27：X世代和Y世代仍是消费的主要驱动力



资料来源：中国统计年鉴，BCG，国联证券研究所

消费理念：消费更加谨慎，性价比趋势明显。从今年来的消费趋势看，受资产、收入缩水等压力，消费者消费预算被动压缩，消费决策更加谨慎理性，消费者更加注重性价比，对价值的重视程度大于价格；奢侈品市场中高净值人士和中产阶级之间的消费模式分化，高净值消费者对奢侈品市场的消费能力仍贡献较大。从金融市场对2024年的收入展望看，性价比消费趋势预计维持，奢侈品消费和大众消费存在一定增速压力。

图表28：疫情后，性价比消费趋势明显，大众消费、奢侈品消费增速中枢下移



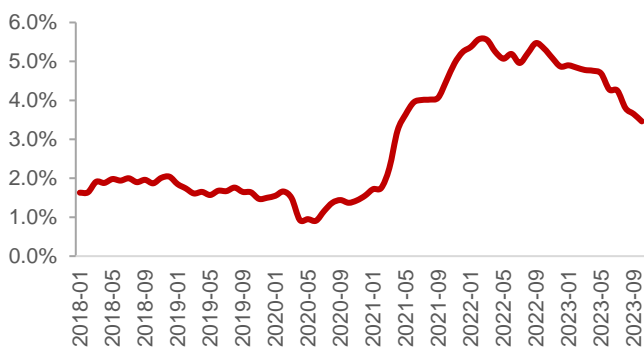
资料来源：Bloomberg，国联证券研究所整理

注：分别选取 LV（除日本外的亚洲区）、拼多多、京东作为奢侈品消费、性价比消费和大众消费的观察指标

2.3 海外消费：欧美降级，新兴市场具备潜力

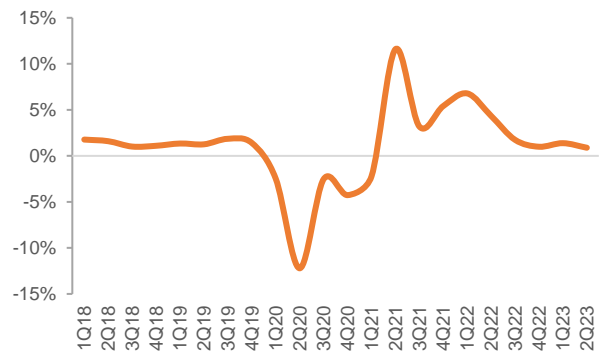
欧美消费支出增速回落。2023 年来，美国消费支出表现良好，消费者信心指数持续回升。美国经济分析局公布的数据显示，美国 10 月核心 PCE 同比增长 3.5%，环比 9 月 3.7% 的增速有所回落，但较疫情前仍保持在较高的水平。从欧洲数据看，受收入水平、通胀因素和地缘政治影响，欧洲消费者在报复消费后消费能力明显回落，2Q23 最终消费支出同比增速回落至 0.9% 的水平；麦肯锡调研数据显示，欧洲消费者在所有类别上的支出都在减少，其中时尚、家居装饰和外出就餐等非必需品类上的支出减少最多，而在食品杂货、婴儿用品、个人护理和宠物用品上的支出则基本保持不变。

图表29：美国疫后消费支出保持强劲增长



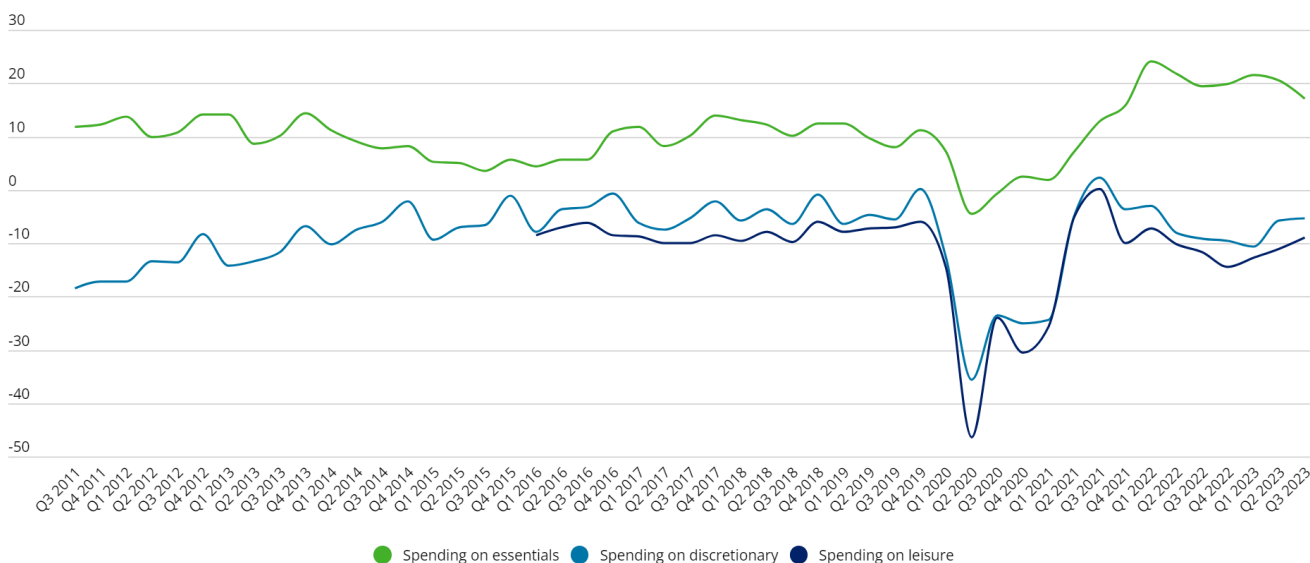
资料来源：美国经济分析局，国联证券研究所

图表30：欧洲消费上行后回落明显



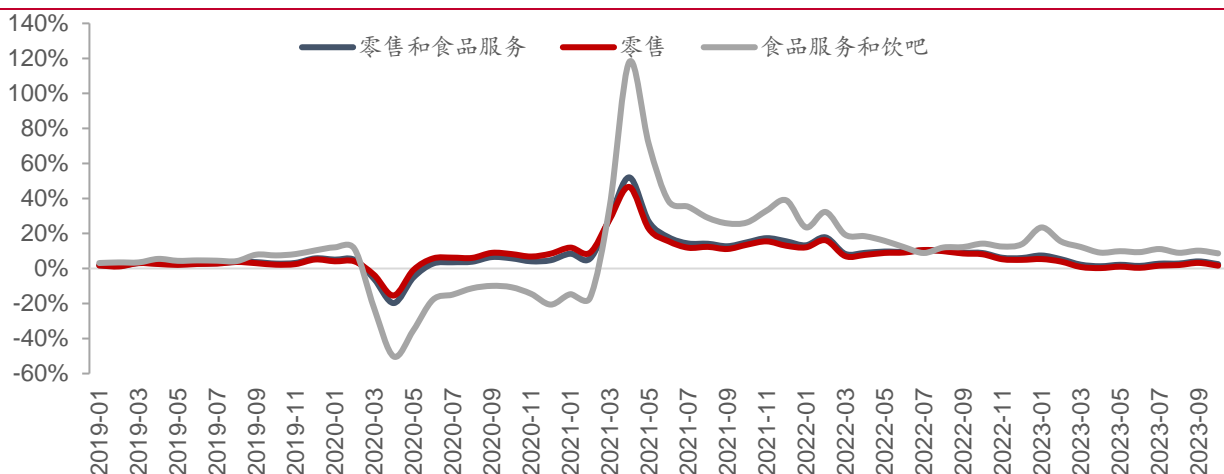
资料来源：欧盟统计局，国联证券研究所

图表31：英国消费者按类别支出增加的净百分比



资料来源：德勤，国联证券研究所整理

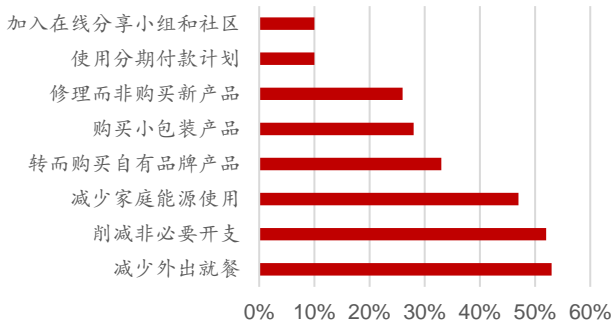
图表32：美国零售业需求稳健韧性高，服务业弹性更高



资料来源：美国商务部普查局，国联证券研究所整理

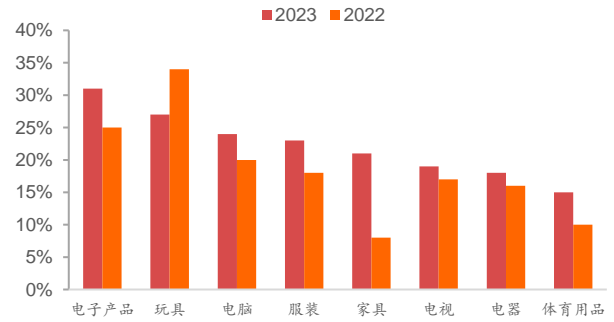
消费趋势：情绪价值+性价比路线。在经济不确定性、政治动荡和气候灾难的大背景下，消费者更加追求“小确幸”，购物者愈发寻求能够创造情绪价值、引发情感共鸣的产品，欧睿国际调查显示，55%的消费者选择在创造沉浸式体验感的商店购物。与此同时，高通胀给消费者带来压力，近75%的消费者对日常用品价格上涨表示担忧，人们被迫大幅削减开支，购买更便宜的产品。在高通胀背景下，假日购物季通过较大的折扣力度刺激消费者的购买欲望，2023年网络星期一大部分产品折扣力度创历史新高，其中电子产品折扣为31%（去年同期25%），计算机折扣为24%（去年同期20%），电视机折扣为19%（去年同期17%）等。

图表33：过去12个月，消费者采取各项措施节省开支



资料来源：欧睿国际消费者之声调查，国联证券研究所
注：调查时间为2023年1月-2月，(n=17,757)

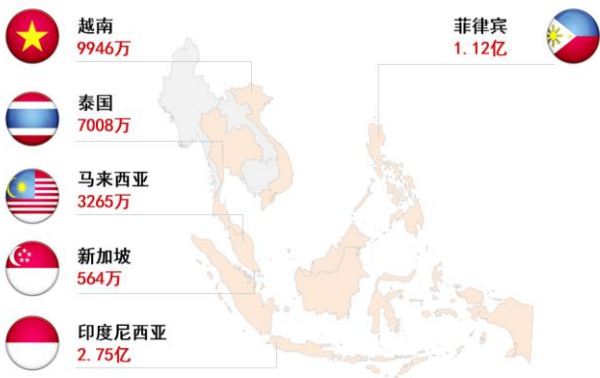
图表34：23年美国网络星期一产品折扣力度普遍上行



资料来源：Adobe Analytics，国联证券研究所

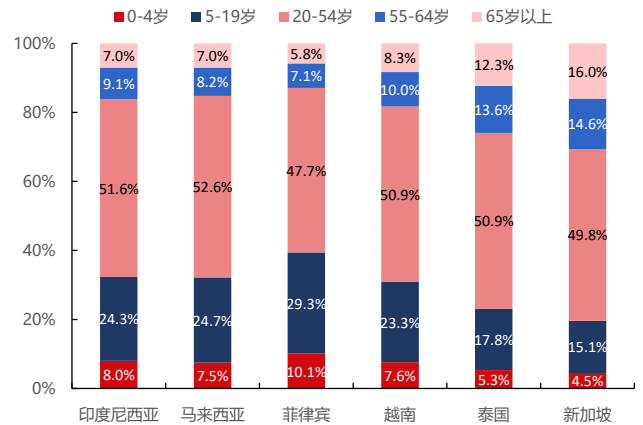
当前东南亚经济整体相对落后，但人口优势将成为东南亚未来经济增长的重要驱动力，消费增长潜力大。东南亚2022年人均GDP为5390美元，在全球主要地区中仅高于非洲，低于南美和中东等地区。人口方面，东南亚地区人口基数较大并且人口结构呈现年轻化趋势，2022年东南亚人口约6.7亿，印尼及菲律宾人口最多，分别为2.75亿及1.12亿，且人口年龄结构相对年轻，尤其是印度尼西亚、马来西亚、菲律宾和越南四国，55岁以下人口占比超过80%，未来经济和消费增长潜力可观，国际货币基金组织预测23-25年越南、菲律宾、印尼及马来西亚实际GDP增长率超过全球、中国及美国增长水平。

图表35：2022年东南亚地区主要国家人口数量



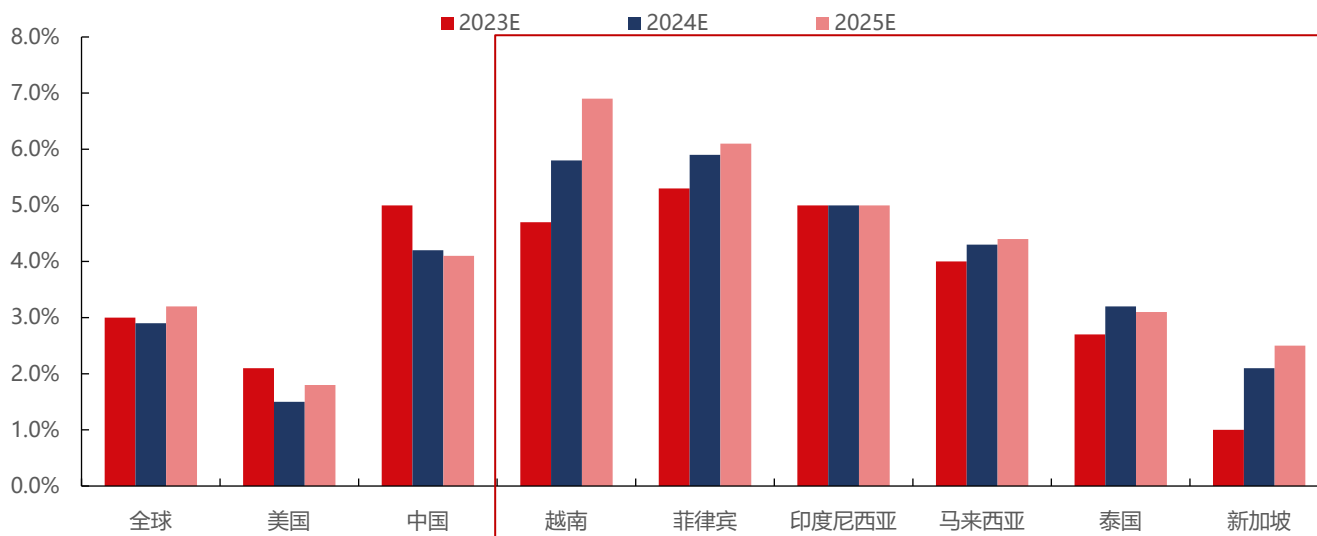
资料来源：IMF，国联证券研究所

图表36：2021年东南亚主要国家人口年龄分布



资料来源：Statista，国联证券研究所

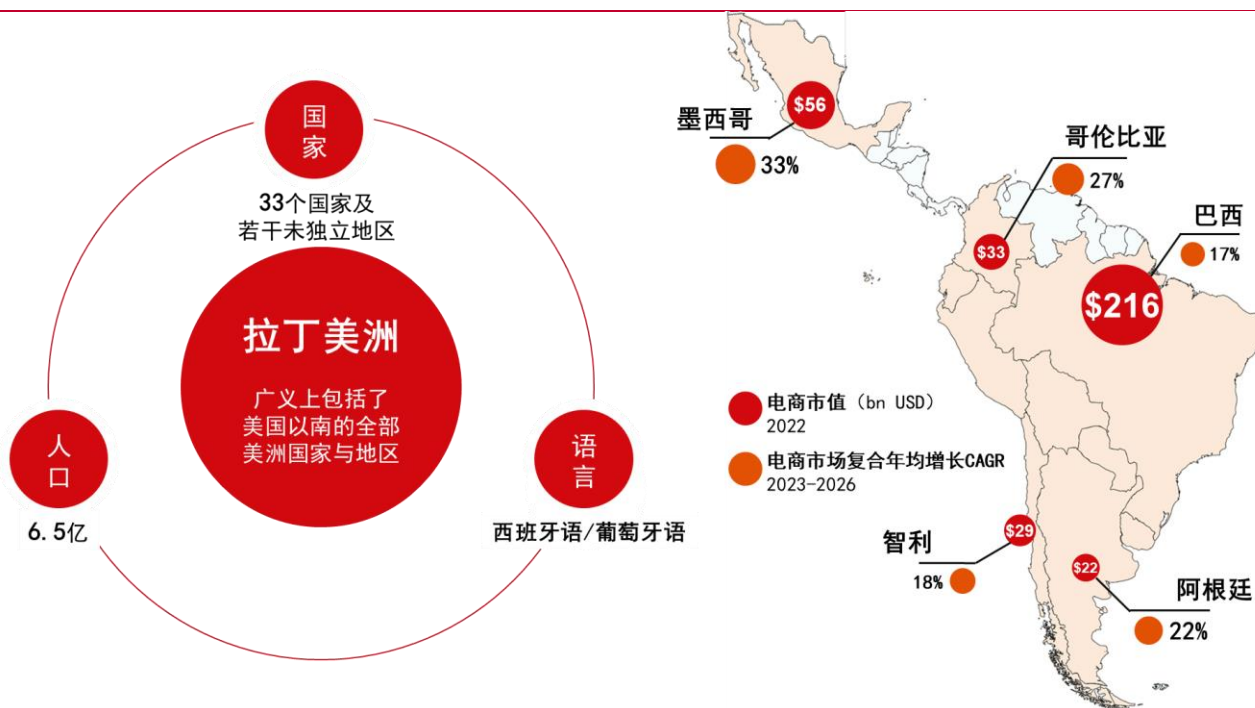
图表37：2023-2025年预计越南、菲律宾、印尼及马来西亚实际GDP增长率均超过全球、中国及美国增长水平



资料来源：IMF，国联证券研究所

拉美地区经济较为发达，是全球电商增速最快的市场之一。拉美地区人口基数大，2022年拉美地区人口约6.5亿，人口体量与东南亚相近。拉美地区经济较为发达，从人均GDP看，2022年主要经济体人均GDP在6,500美元以上，墨西哥等部分国家在1万美元以上（vs.美国/中国/印尼22年人均GDP分别为76340/12670/4800美元），销售产品客单价相对东南亚和非洲更高。拉美地区是全球电商增长量最大的市场之一，其中墨西哥/哥伦比亚/阿根廷/智利/巴西2023-2026年电商市场复合年均增速分别为33%/27%/22%/18%/17%。

图表38：2022年拉美地区电商市场概况



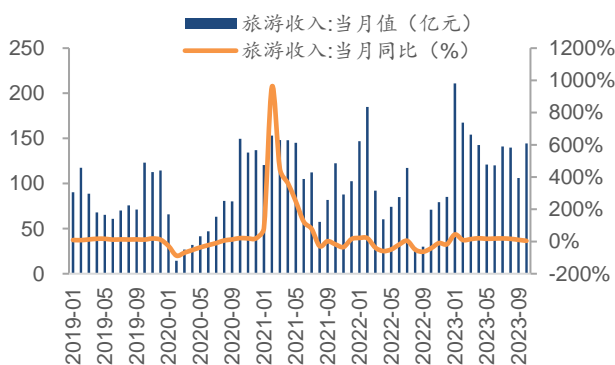
资料来源：Americas Market Intelligence, Mercado libre, 国联证券研究所

3. 子行业复盘与展望：理性消费延续，出海抢夺市场

3.1 免税：关注政策演进与竞争格局

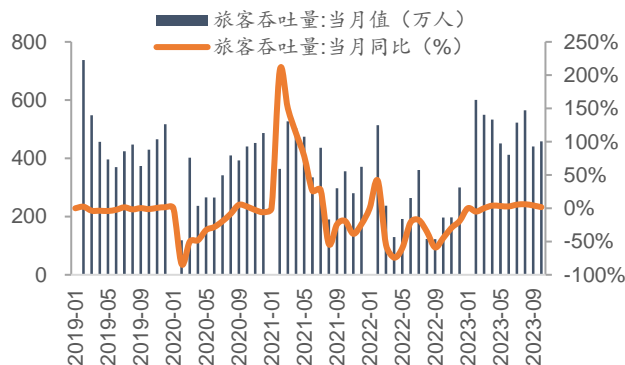
离岛免税购买意愿/消费力仍弱。2023 年前 10 月海南全省接待国内外游客 5026.75 万人次，同比增长 47.2%，恢复至 21 年同期的 108.2%，客流恢复带动免税销售向 2021 年同期看齐。2023 年 1-11 月，海口海关共监管离岛免税购物金额 407 亿元，同比增长 26.1%，恢复至 2021 年同期 92%，环比前三季度 98% 的恢复度进一步下滑。免税购物人数 623 万人次，增长 59.6%，恢复至 2021 年同期的 101.2%。免税购物件数 4799 万件，增长 4.5%，恢复至 2021 年同期的 75.5%。根据购物金额、购物人次测算前 11 月免税购物客单价、转化率较 21 年同期亦有所下滑。

图表39：2023 年来，海南旅游收入高增长



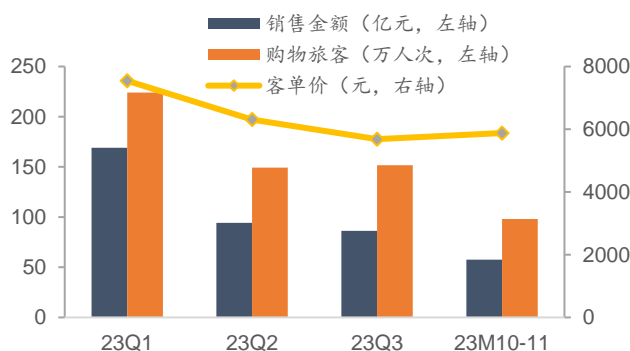
资料来源：海南省旅游局，国联证券研究所
注：2023 年增速数据为相对 19 年复合增速

图表40：2023 年来，海南旅游维持高景气



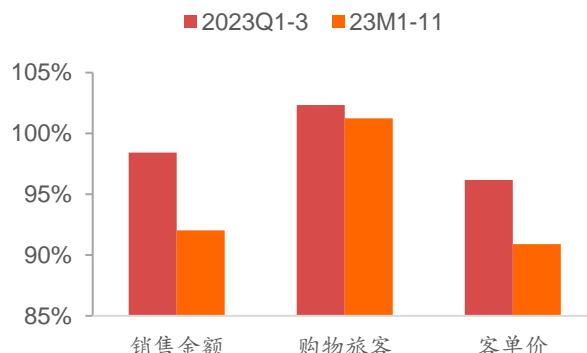
资料来源：海口海关，国联证券研究所
注：2023 年增速数据为相对 19 年复合增速

图表41：离岛免税延续平稳销售



资料来源：海口海关，国联证券研究所

图表42：23M1-11 销售金额/购物旅客/客单价恢复度环比回落

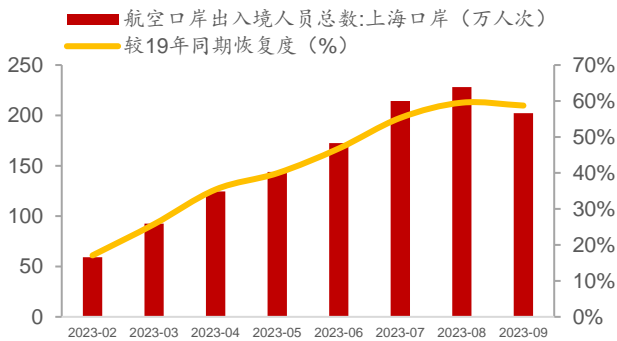


资料来源：海口海关，国联证券研究所

机场免税低基数下高增长，韩免受到消费力制约，高端消费外流。伴随政策放开，出入境客流进一步恢复，前三季度上海机场边检站查验出入境人员总量分别为 189 万、378 万、565 万人次，二季度查验量是一季度的 2 倍，三季度查验量较二季度增加近 50%，为一、二季度总和。根据韩国免税业协会，10 月免税店销售额为 13292 亿韩元，环比增加 0.14%，同比下降 29.50%，其中 10 月国内销售额 2355 亿

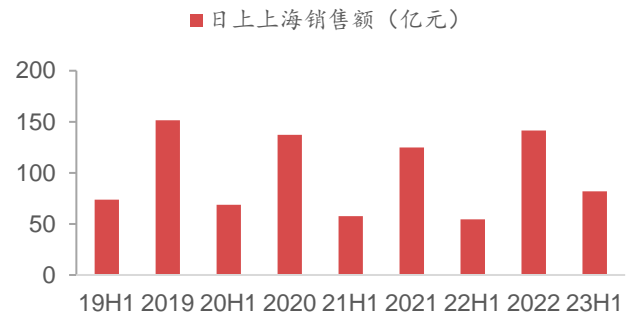
韩元，环比下降 4.59%，国外销售额 10937 亿韩元，同比增长 1.22%，预计与中国游客购买量下降所致。从高端消费看，根据 LVMH 财报数据，中国大陆买家前往境外购物的人数持续增加，3 季度全球范围内中国顾客贡献的时装和皮具销售额较 2021 年同期增长 40%，中国顾客境外贡献的比例是去年的两倍达到 30%，但钟表和珠宝部门中国买家境外购买比例不到 20%。

图表43：2023 年来出入境人数渐进式恢复



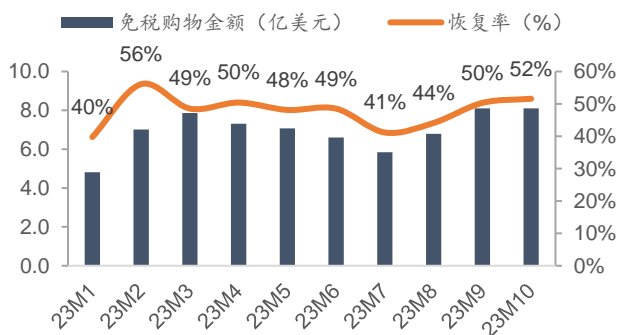
资料来源：上海口岸服务平台，国联证券研究所

图表44：23H1 日上上海销售额同比提升 50.3%



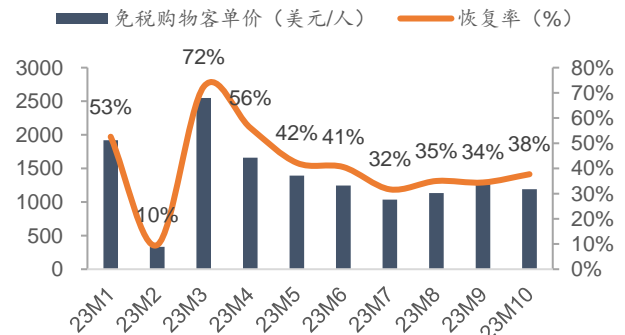
资料来源：海口海关，国联证券研究所

图表45：韩国免税销售额渐进式复苏



资料来源：韩国免税业协会，国联证券研究所

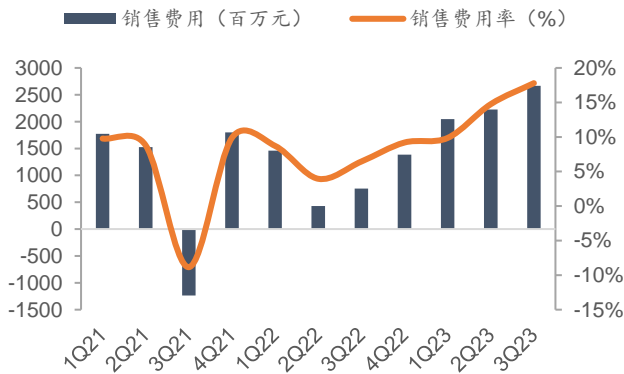
图表46：韩国免税亦受到消费力制约



资料来源：韩国免税业协会，国联证券研究所

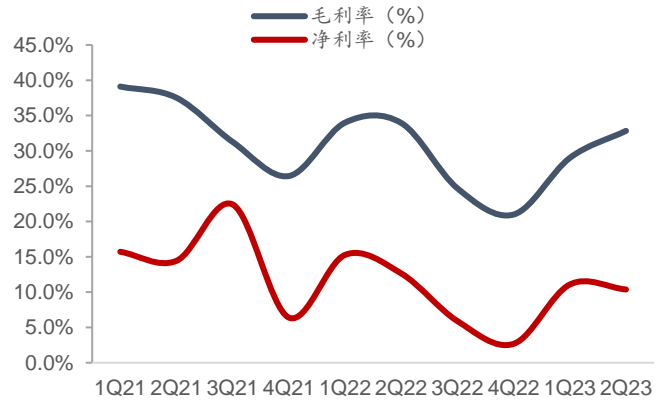
免税企业销售略分化，租金费用压力延续。从上市公司数据看销售略有分化，23Q1/Q2/Q3 中免实现营收 207.7/150.9/149.8 亿元，同比增 23.8%/38.8%/27.9%，其中三季度营收与二季度基本持平；23Q1/Q2/Q3 王府井免税实现营收 0.5/0.8/0.6 亿元，Q3 环比下滑 22.1%。23 年前三季度中免通过推动全岛统一定价、优化促销折扣力度、改善品类销售结构等措施提升主营业务毛利率至 34.27%，环比 23Q1/Q2 的 28.75%/32.47%进一步上行。费用端看，前三季度重点机场客流恢复导致租赁费用压力增大，23Q3 公司销售费用率达到 17.8%，环比 23Q2 的 14.8%继续上行。

图表47：中免销售费用率持续上行



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表48：中免毛利率向上修复，净利率承压向下

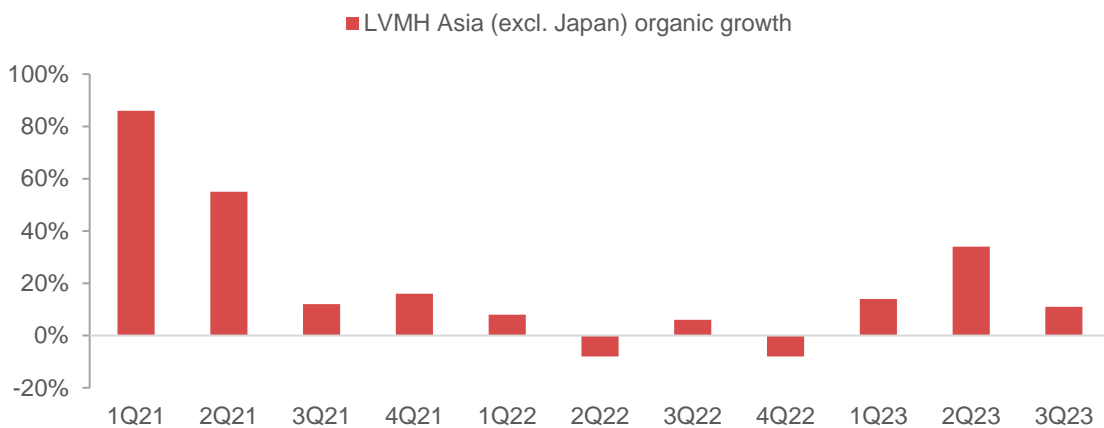


资料来源：公司公告，国联证券研究所

LV、DIOR 相继落子海棠湾，中免一期 2 号地开业或持续强化中免流量优势。

10月27日，国际奢侈品牌巨头 LOUIS VUITTON 三亚店在三亚国际免税城二期正式开门营业，以有税业态的形式入驻海棠湾；11月1日，DIOR 海南首家精品店也在三亚国际免税城二期正式开业。顶奢相继落位印证海南、三亚发展活力和海棠湾区位优势，高奢集群入驻有望显著提升海棠湾影响力和吸引力，扩容高端消费客群，提振免税销售。此外，三亚国际免税城一期二号地商业项目已顺利进入联合竣工验收阶段，项目总建筑面积 77943 平方米，项目开业后将成为全球唯一独栋经营香化品类和核心品牌双层旗舰店项目，中免商业面积扩容有望增强客流接待能力，进一步提升客群吸引力。

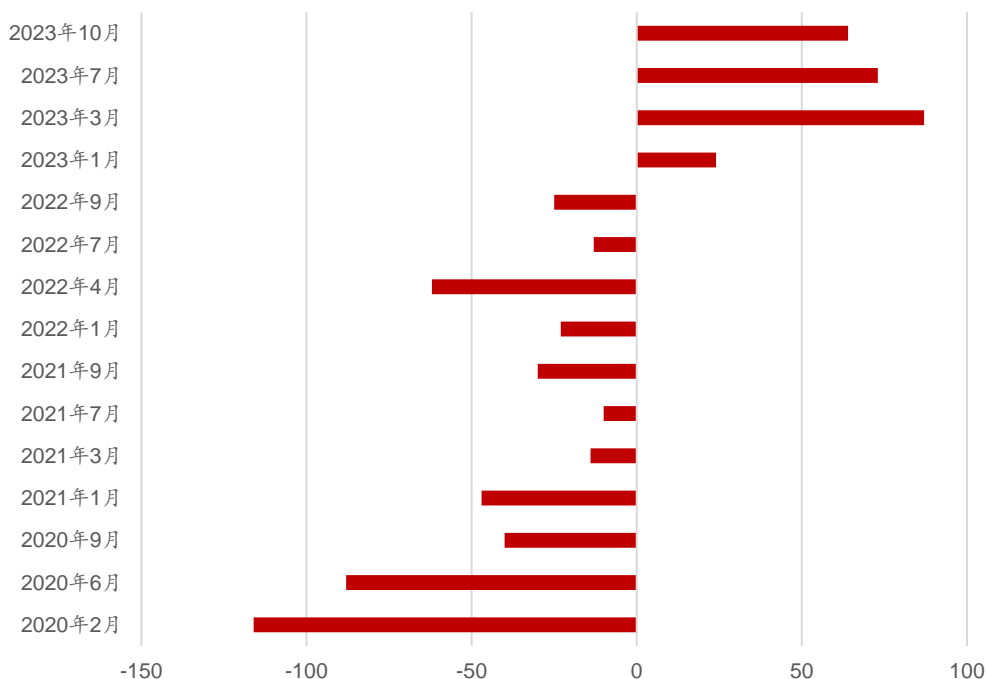
图表49：LV 集团亚太区增长回归理性温和



资料来源：LVMH 公告，国联证券研究所

海南商业体涌现，国际旅游零售巨头加码中国，竞争格局有待观察。2023年10月1日，全球领先的奢侈品旅游零售商 DFS 迪斐世正式宣布，将与中国领先的开发商申亚集团合作，于 2026 年前建成三亚首个世界级的七星奢侈品零售和休闲娱乐胜地—DFS 迪斐世亚龙湾项目。随后的 12 月，全球知名旅游零售商 Avolta (原 Dufry) 与珠海免税集团初步达成合作意向，强强联合、携手赋能“三亚湾壹号”项目，打造

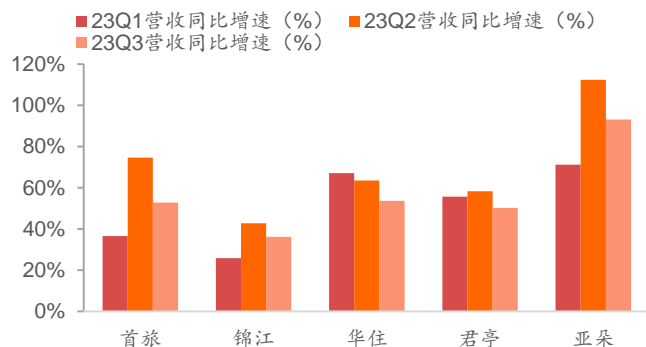
图表51：2023 年来酒店业景气度波动



资料来源：浩华咨询，国联证券研究所整理

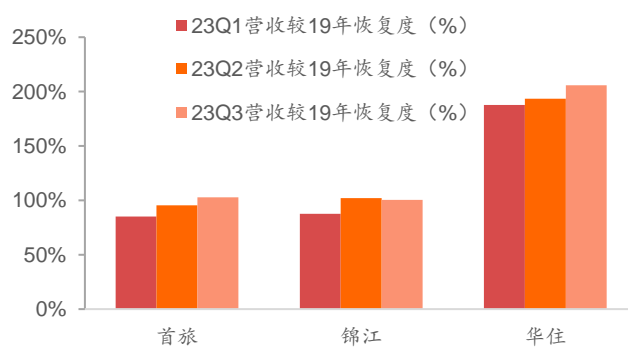
头部酒店营收持续恢复，盈利能力上行。2023 年开年来，商旅和休闲出行需求明显释放，营业收入持续恢复，归母净利润向好。23Q1 酒店集团总营收约恢复至 2019 年同期 129% 水平，净利润端成功扭亏；23Q2 总营收约恢复至疫情前同期的 144%，锦江/华住归母净利润超越疫情前；23Q3 总营收约恢复至疫情前同期的 151% 水平，环比 Q2/Q1 上行，从利润端看，Q3 旺季直营酒店展现高弹性、酒店集团效率改善明显，板块整体净利率环比上行，且超疫情前。

图表52：2023 年来，亚朵营收同比增速领先明显



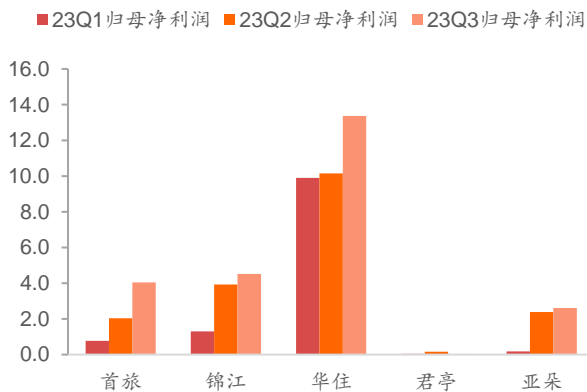
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表53：2023 年来，华住营收较疫情前恢复度最高



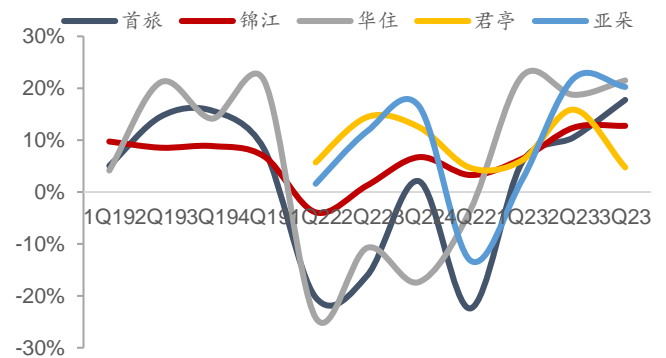
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表54：除君亭外，其他酒店集团业绩逐季度好转（亿元）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

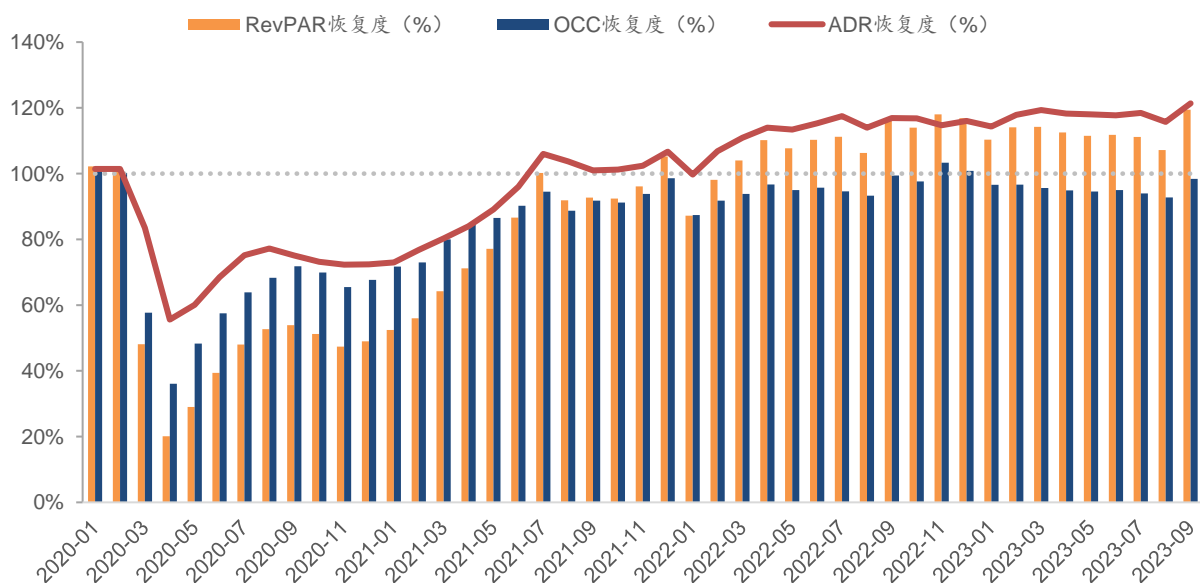
图表55：23Q3 锦江/首旅/华住净利率高于 19Q3



资料来源：公司公告，国联证券研究所

对比中美，ADR 推动 RevPAR 强势复苏，需求释放助力 OCC 上行。从美国市场看，休闲复苏的持续强劲+商务需求的持续恢复推动酒店行业持续恢复。从 RevPAR 复苏节奏和高度看，2021 年下半年来，酒店行业波动式向上恢复，旺季更旺，淡季稍显平淡；RevPAR 较 19 年最高恢复度在 120%左右，长期维持在 110%的恢复水平。从结构看，受通胀及休闲需求撬动更高的价格等因素影响，ADR 持续强势，OCC 旺季可突破 19 年同期水平，但持续性存在压力。国内酒店较美国市场复苏节点较晚，但复苏强度更高、速度更快。年初以来，旅游需求快速释放带动 OCC 回暖，需求释放+结构升级+收益管理下 ADR 继续强势并助力 RevPAR 复苏。从复苏节奏看，酒店行业脉冲式复苏，与美国类似，休闲游需求先行释放，后续旺季更旺；与美国不同的是，中国复苏更强劲，结构升级带动下 ADR 弹性高出美国 10pct，RevPAR 恢复度最高可达 140%。

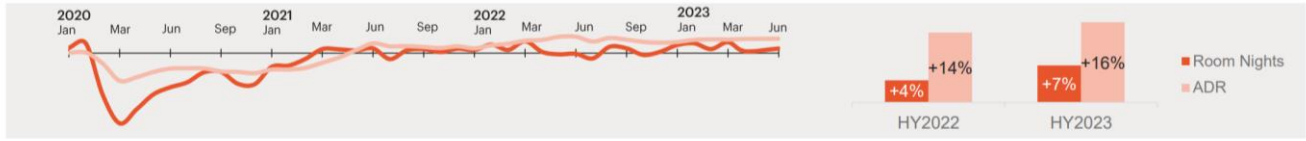
图表56：美国酒店行业复苏可持续



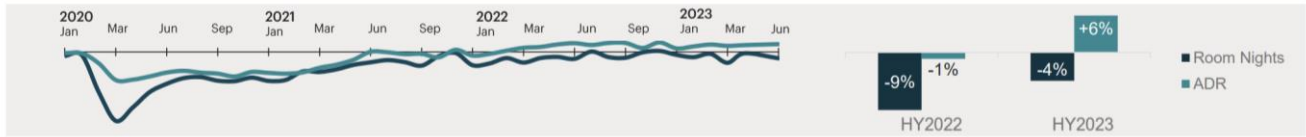
资料来源：STR，国联证券研究所整理

图表57: 美国休闲需求持续强劲, 商业和团体需求持续复苏

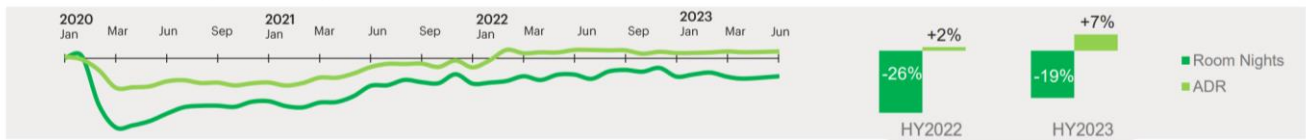
IHG US estate Leisure demand performance (both charts vs 2019)



IHG US estate Business demand performance (both charts vs 2019)

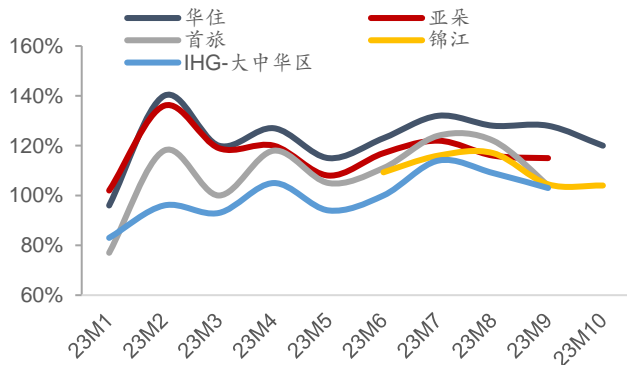


IHG US estate Groups demand performance (both charts vs 2019)



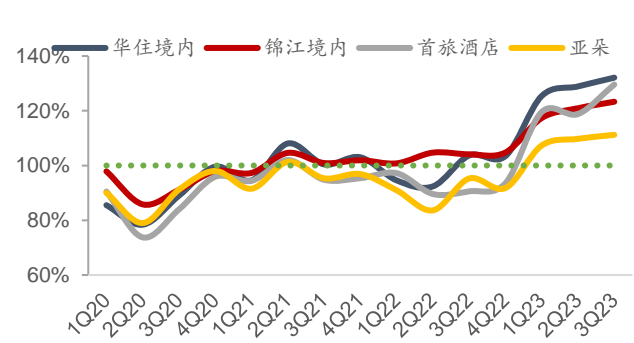
资料来源: IHG, 国联证券研究所整理

图表58: 中国酒店 RevPAR 波动式复苏



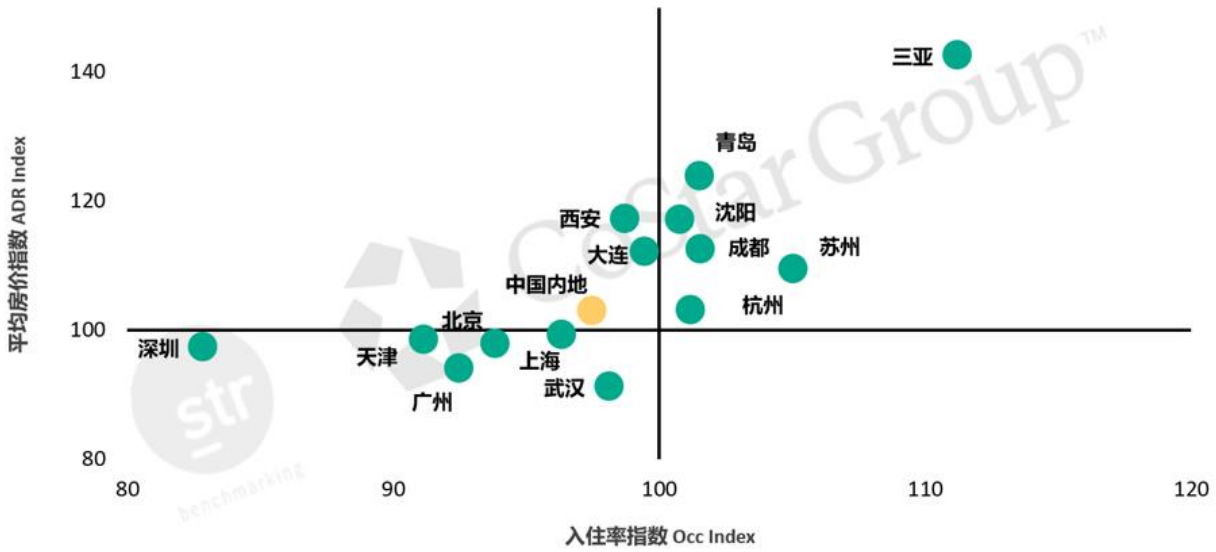
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表59: 中国酒店 ADR 齐头并进, 大幅超疫前



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表60：年初至10月末数据表明：休闲游目的地酒店 OCC、ADR 数据均好于商务型目的地市场



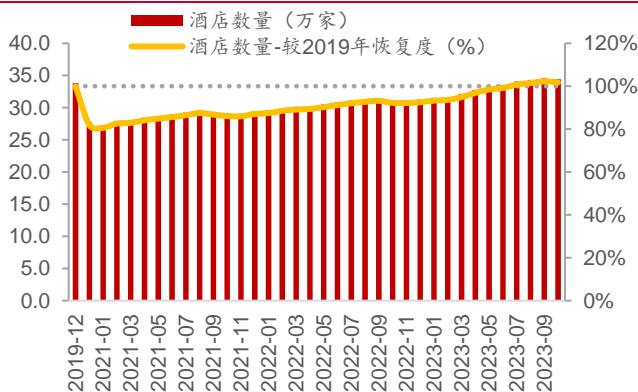
中国内地主要市场，年累计入住率及平均房价指数，基于2019年同期，2023年10月
Mainland China Key Markets, YTD Occupancy and ADR Indexed to 2019, Oct 2023

Source: STR, © 2023 CoStar Group 8

资料来源：STR，国联证券研究所整理

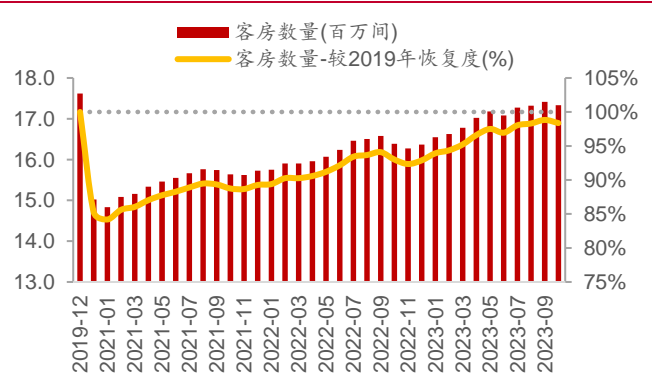
头部酒店集团优势延续，坚持高质量拓店。从酒店大盘数据看，截至23年10月末，中国酒店（15间房以上）数量已超过19年末2%，但客房数较疫情前仍有2%的缺口，这背后主要系投资更为灵活的小房量门店率先回归。分类别看，后疫情时代，酒店投资更为理性，非连锁酒店与连锁酒店趋势分化，连锁化率持续提升。从头部酒店集团拓店和品牌数据看，2023年来，以华住、锦江、首旅为代表的头部酒店集团拓店更为强势，继续抢占市场份额，国内连锁酒店行业CR3持续增长。具体看，23年前三季度华住/锦江/首旅分别新开店1181/898/863家，华住、首旅Q3开店好于Q2；锦江3季度新开店数有所下滑；首旅闭店数有所增加，3季度旗下云酒店净减少11家。从各家中高端占比看，中高端战略持续落实，9月末华住/锦江/首旅中高端占比环比提升1.0/0.6/0.6pct，首旅酒店中高端占比达到27.9%，呈现加速扩张态势。

图表61：截至10月末酒店数量恢复至19年末102%



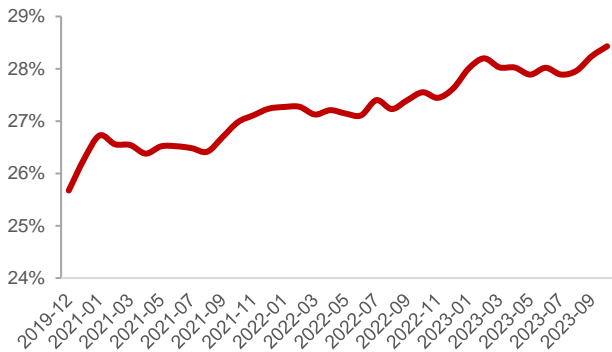
资料来源：中饭协，酒店之家，国联证券研究所

图表62：截至10月末酒店客房数恢复至19年末98%



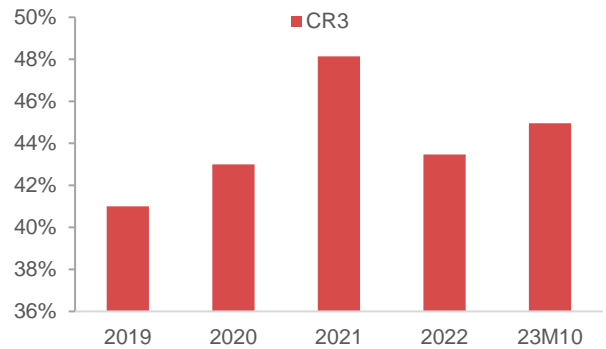
资料来源：中饭协，酒店之家，国联证券研究所

图表63：2022年11月以来，连锁化率加速推进



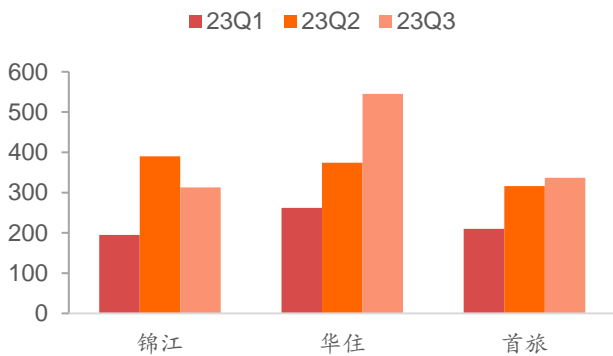
资料来源：中饭协，酒店之家，国联证券研究所

图表64：连锁酒店继续向头部集中



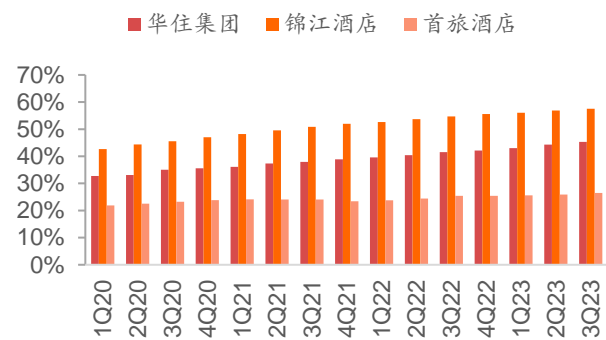
资料来源：中饭协，酒店之家，国联证券研究所

图表65：23Q3 华住新开店数量领先（家）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

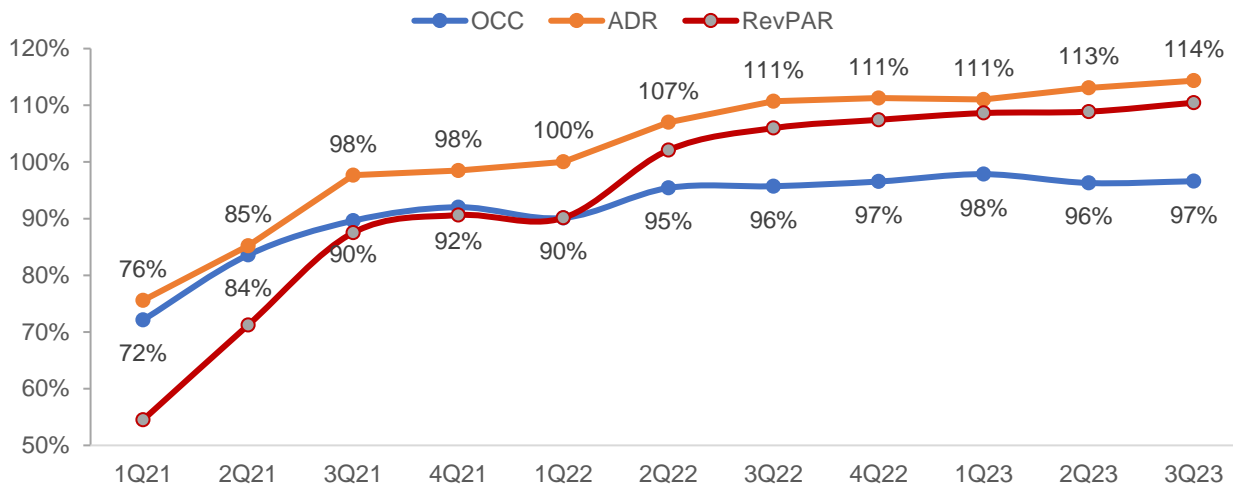
图表66：中高端占比持续提升



资料来源：公司公告，国联证券研究所

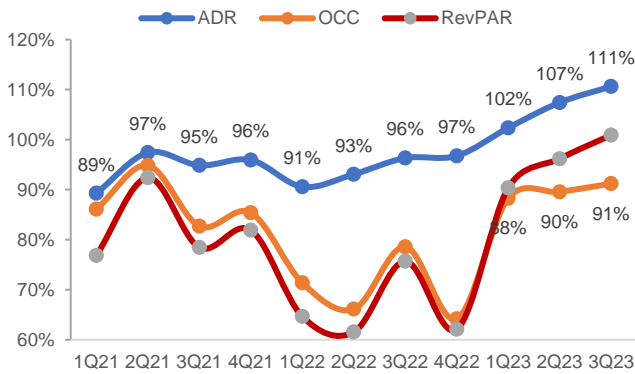
RevPAR 恢复具备持续性。参考美国酒店复苏进程，伴随休闲出行的持续强劲，商务出行和团队出行的渐进恢复，酒店业 ADR、OCC 均展现出持续向好的趋势，RevPAR 恢复具备较好持续性。展望 2024 年，伴随国内休闲游需求延续、商旅边际向好，入境人次同比增加，叠加头部酒店集团品牌、经营更占优的 30 间-69 间以上的酒店客房数尚未完全恢复，预计头部酒店集团 RevPAR 仍可实现温和增长。

图表67：22 年来，万豪北美有限服务型酒店各项指标较 2019 年持续恢复



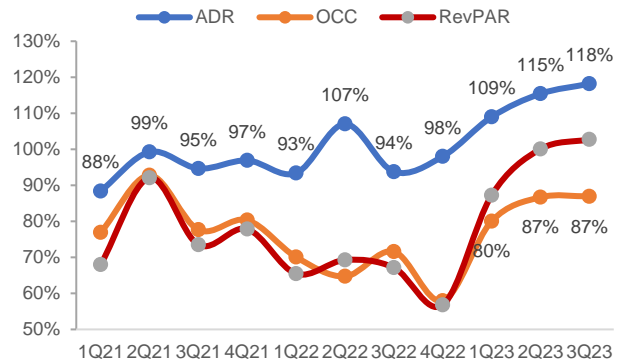
资料来源：万豪公告，国联证券研究所整理

图表68：23年来，锦江境内中端酒店持续恢复



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表69：23年来，锦江境内经济型酒店持续恢复



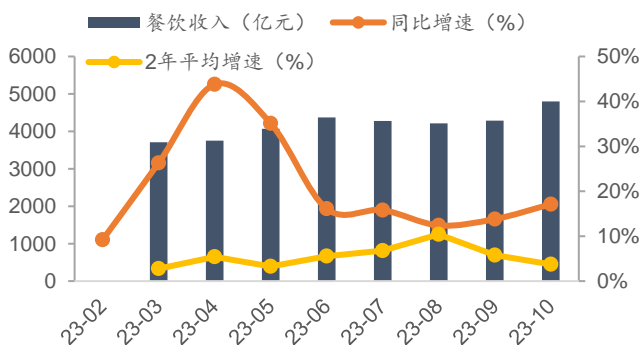
资料来源：公司公告，国联证券研究所

高质量增长延续，看好强中台、强品牌龙头穿越周期。从2023年的趋势看，头部酒店集团拓店分化，标准化优质品牌在动荡的环境中更受投资者青睐，软品牌增长乏力，正加速退出市场；经营数据端，ADR大幅提升的背景下，会员强区位优的酒店集团仍可同步实现高OCC恢复度。2024年，酒店集团面临更加具有挑战性的市场环境，酒店投资人、消费者将更加理性，高基数背景下预计拓店数据、品牌数据延续分化，强中台、强会员、强执行力的公司可延续高质量的增长。

3.3 餐饮：同店压力或延续

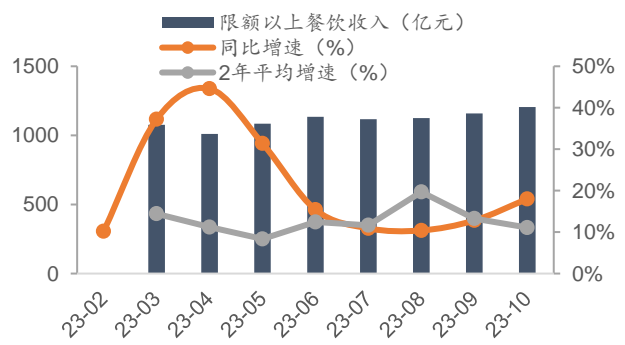
9月后增速明显乏力，性价比趋势明显。2023年春节后，外部环境改善带动餐饮类服务行业经营恢复。3月/4月/5月/6月/7月/8月/9月/10月社零餐饮收入分别为3707/3752/4070/4371/4277/4212/4287/4800亿元，对应2年平均增速分别为2.8%/5.4%/3.3%/5.6%/6.8%/10.4%/5.8%/3.7%，限额以上餐饮企业营收对应增速为14.4%/11.2%/8.3%/12.4%/11.6%/19.7%/13.3%/11.1%，限额以上餐饮企业营收表现及增速均高于餐饮整体，但二者在9月后增速均出现下滑，且延续至10月。对比萨莉亚与百胜中国同店增速数据，明显发现以性价比取胜的萨莉亚增长更为强劲。

图表70：23年9月以来，全国餐饮收入增长略显乏力



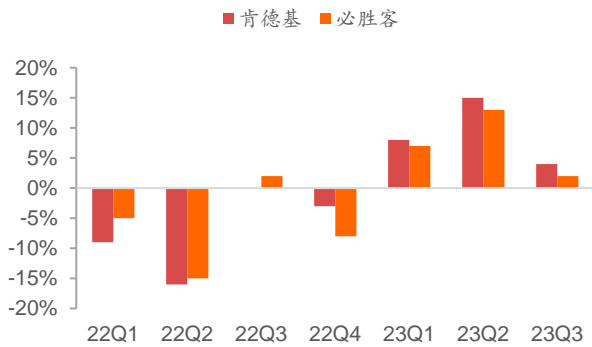
资料来源：国家统计局，国联证券研究所

图表71：23年来，限额以上餐企营收表现相对更佳



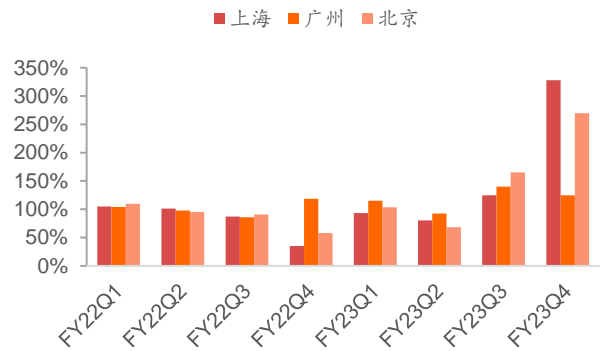
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表72：23年来，肯德基、必胜客同店销售增长



资料来源：百胜中国，国联证券研究所

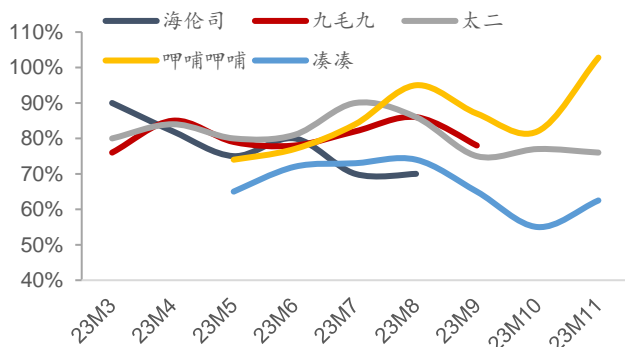
图表73：2023财年来，萨莉亚中国同店销售大幅增长



资料来源：萨莉亚公告，国联证券研究所

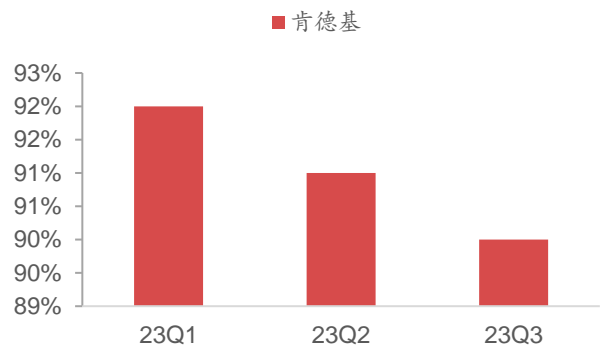
同店销售波动复苏中，较疫情前仍有差距。受消费弱复苏，客单价下滑影响，23Q3 品牌餐饮同店销售仍仅恢复至疫情前 8 成左右，肯德基同店销售较优，但 Q3 也仅恢复至 19 年同期的 90%，且恢复度环比弱于 Q1、Q2；但在新开门店助力下，23Q3 上市餐饮企业整体营收超越疫情前，同庆楼营收恢复至疫情前 186%水平，恢复度领衔上市餐饮企业。费控平稳之下，23Q3 同庆楼/广州酒家/百胜中国等归母净利润超疫情前。

图表74：23年9月以来，品牌餐饮同店震荡式修复



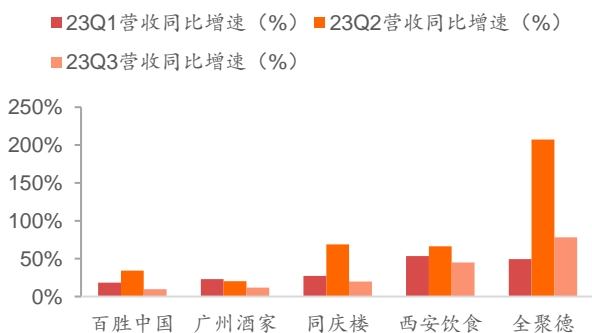
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表75：23Q3 肯德基同店销售恢复度走低



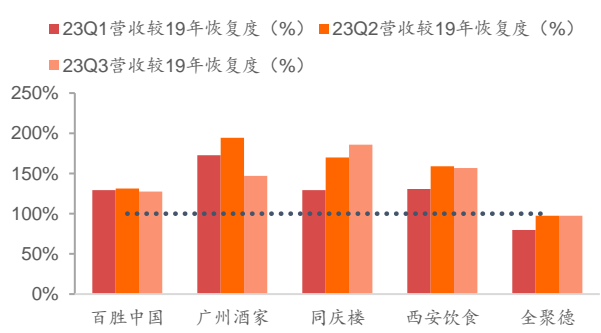
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表76：餐饮企业 Q3 营收增速环比均回落



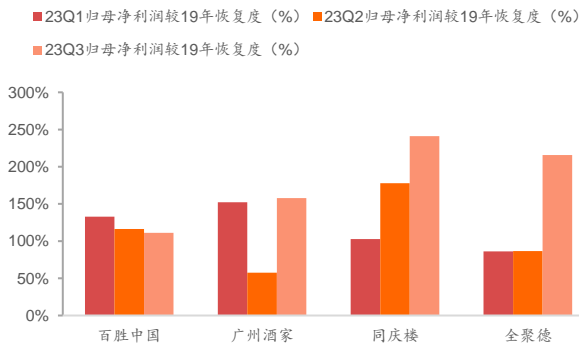
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表77：除全聚德外，Q3 餐企营收均超疫情前



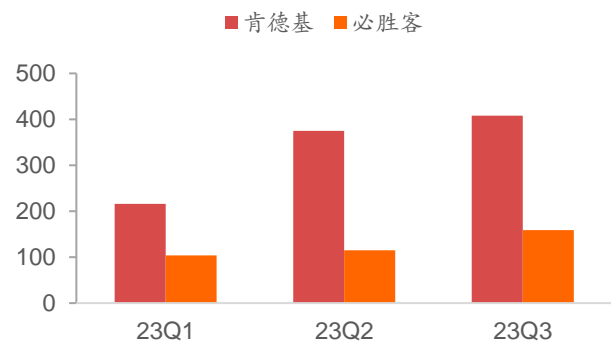
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表78：23Q3 餐饮企业归母净利润超疫情前



资料来源：公司公告，国联证券研究所

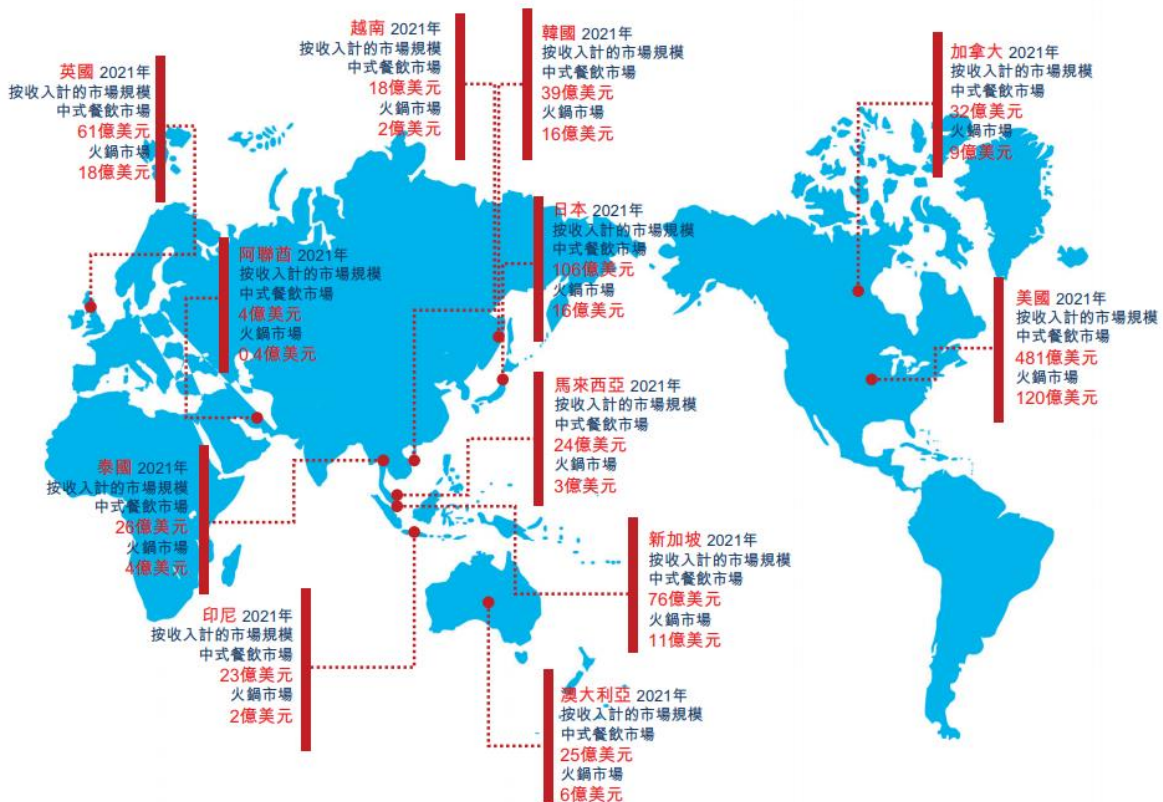
图表79：23 年来，百胜中国季度新开门店稳步向上



资料来源：公司公告，国联证券研究所

布局低客单价品牌拓宽客群，出海寻求新机遇。受外在经济影响，餐饮复苏进程中客单价承压，辰智调研显示，截至 2023 第二季度，多个快餐品牌平均客单价降价 1-2 元。在弱消费力背景下，各家餐企纷纷布局平价产品和品牌，拓宽价格带以吸引更多更广的客群，如海底捞推出嗨捞小火锅，定位 80 元价格带；必胜客继续拓展 50 元以下价格带披萨产品等。与此同时，“内卷”的餐饮企业把眼光投向海外，力图实现餐饮全球化。2023 年 1 月，海底捞海外业务“特海国际”休整门店复开，整体翻台率同比去年 1 月提升 25% 以上；呷哺呷哺 2023 计划在新加坡开出 6 家门店并延伸至马来西亚。2023 年 8 月，蜜雪冰城海外的门店突破 3000 家。

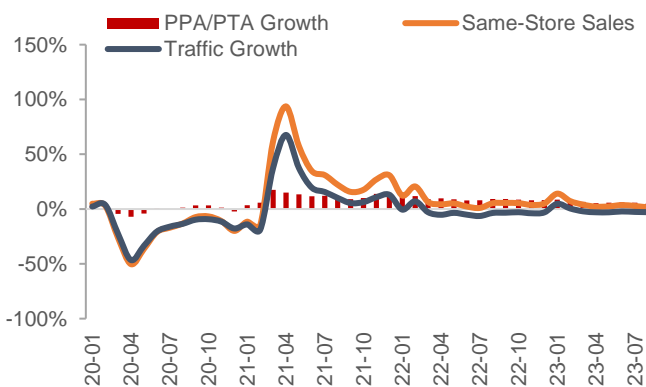
图表80：海外中餐市场主要集中于中国移民人口众多的地区



资料来源：美国人口普查、日本食品服务协会、新加坡统计局、弗若斯特沙利文分析，国联证券研究所整理

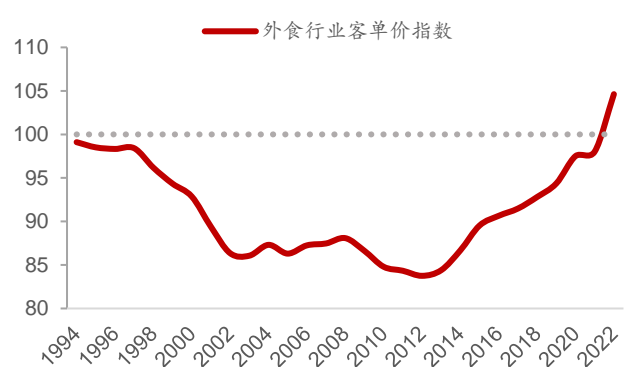
同店销售或存压力，期待新品牌+下沉市场+品牌出海突破成长空间。疫后消费意愿集中释放留下高基数，美国经验显示，后续居民外出就餐意愿边际放缓往往造成客流同比下滑压力；借鉴日本经验，在宏观经济承压、弱消费力的背景下，日本餐饮客单价长期下行。展望 2024 年，预计弱复苏背景下，全国品牌餐饮同店销售或仍存在压力，细分看，预计需求偏刚性的婚宴压力小于品牌餐饮，区域消费力强的地方餐饮压力小于全国布局餐饮企业。从门店端看，近年来，品牌餐企积极下沉与出海，从今年的拓店数据看，高客单价的餐饮品牌新开店较年初指引完成度较低，偏性价比品牌餐饮拓店符合预期，预计 24 年拓店仍将维持这一趋势。

图表81：22年后，美国餐饮客流受基数影响增速转负



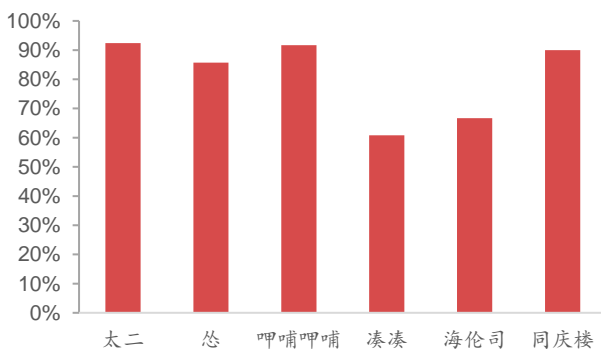
资料来源：Black BOX，国联证券研究所

图表82：消费力存压情况下，日本餐饮客单价长期下行



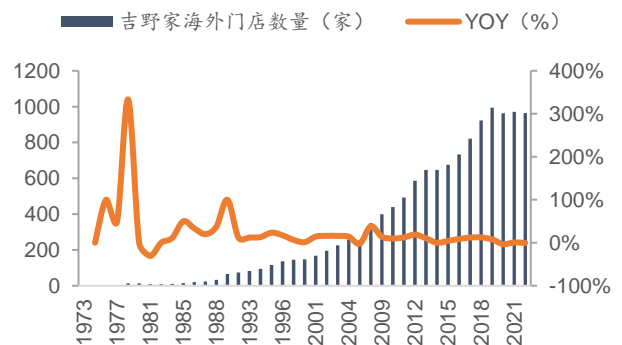
资料来源：日本餐饮业协会，国联证券研究所

图表83：高客单价餐饮品牌开店完成率较低



资料来源：窄门餐眼，公司公告，国联证券研究所
注：海伦司、同庆楼开店数据来自公司公告，其他取自窄门餐眼

图表84：吉野家从出海到海外门店破百家历时 22 年



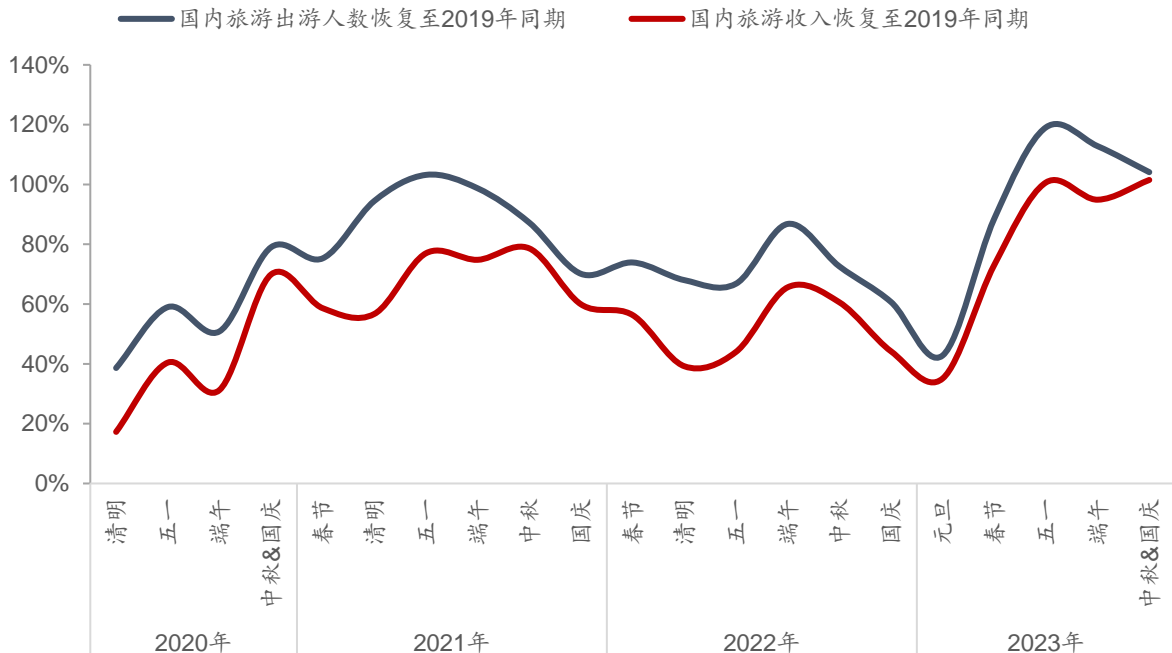
资料来源：吉野家官网，国联证券研究所

3.4 旅游景区：出入境有望加速复苏

国内游人次渐趋理性，旅游客单价超疫情前。2023 年来，旅游市场高开稳走，一季度/二季度/三季度国内旅游总人次为 12.16/11.68/12.90 亿，分别恢复至 2019 年同期的 68%/90%/85%，从客单价看，前三季度旅游客单价均超 2019 年。假期出行上，五一前旅游数据持续强劲，五一全国国内旅游出游人次按可比口径恢复至 2019 年同期的 119.09%，国内旅游收入按可比口径恢复至 2019 年同期的 100.66%；五一后出游人次恢复数据稍有弱化，客单价上行支撑收入表现，国庆中秋假期国内旅游

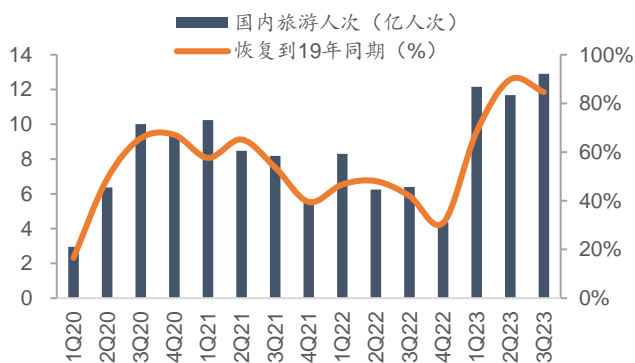
出游人数按可比口径较 2019 年增长 4.1%；国内旅游收入按可比口径较 2019 年增长 1.5%。

图表85：23 年来节假日出游数据强劲复苏



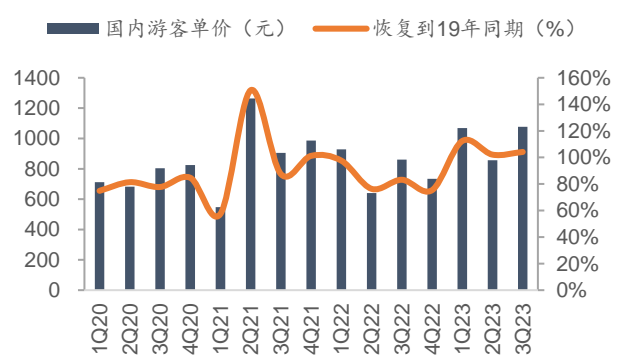
资料来源：文旅部，国联证券研究所

图表86：23Q3 国内游总人次恢复度环比下滑



资料来源：文旅部，国联证券研究所

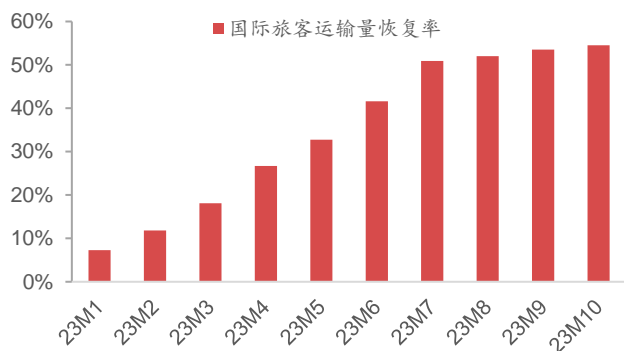
图表87：23Q3 国内游客单价超疫情前



资料来源：文旅部，国联证券研究所

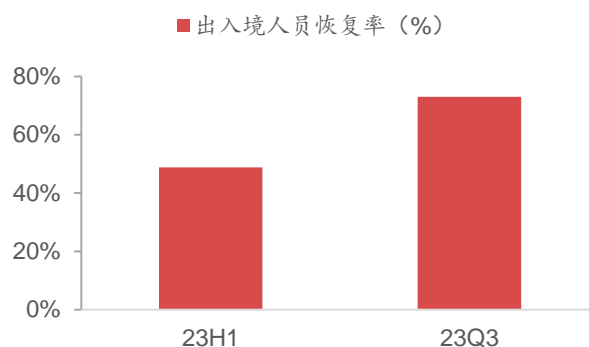
出入境渐进式复苏，旅游团队恢复缓慢。国际航线客运量数据验证出入境渐进式复苏进程，2023 年 7/8/9/10 月国际航线客运量分别恢复至疫情前的 51%/52%/54%/55%，这其中公商务旅客恢复较快，旅游团队占比始终偏低。国庆中秋双节假期数据验证团客恢复仍较缓慢，香港旅游业监管局资料显示，“双节”假期共有约 780 个内地入境旅行团到港，涉及旅客约为 2.68 万人次，仅占整体约 2%。

图表88：2023年来中国出境航线客运量恢复情况



资料来源：民航局，国联证券研究所

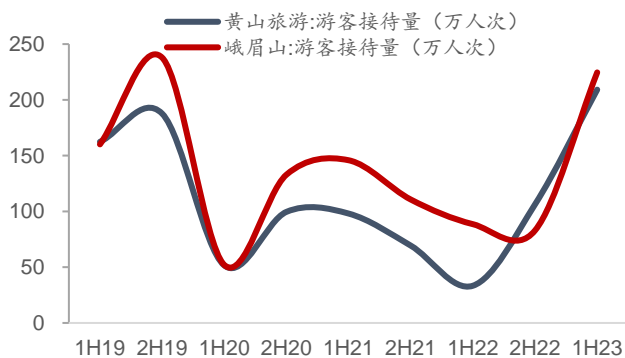
图表89：2023年来中国出入境人员渐进恢复



资料来源：国家移民管理局，国联证券研究所

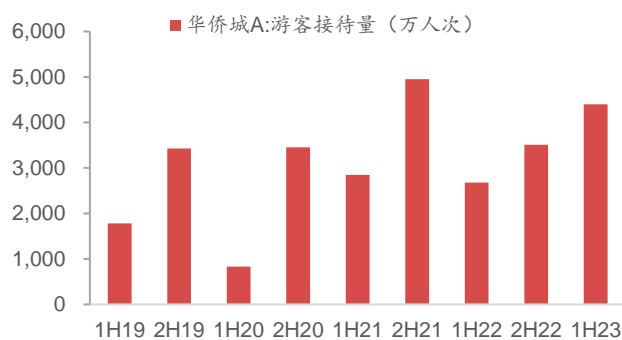
上市景区中，自然景区延续高景气，人工景区/旅游服务企业加速回暖。23年来，在长途游需求集中释放+增量项目投运带动下，旅游景区整体营收持续向好，23Q3营收恢复至19年同期59.3%，其中自然景区恢复度为110.6%，延续年初以来的高景气，且持续领先于人工景区75.9%，旅游服务33.2%的恢复水平；边际视角看，自然景区/人工景区/旅游服务恢复度环比+6.2/2.9/9.2pct。归母净利润方面，伴随需求释放，旅游景区企业主动降本增效，23Q3旅游景区企业整体实现盈利，但出境游相关的旅游服务企业受供需影响依然在亏损边缘徘徊；边际视角看，自然景区企业归母净利润恢复度下滑，人工景区归母净利润恢复度进一步上行。

图表90：上市自然景区接待旅客量快速上行



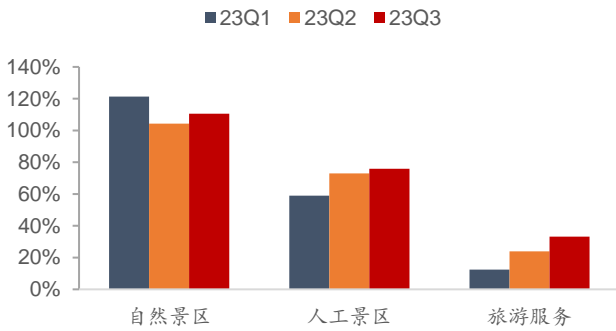
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表91：华侨城旗下主题公园业务接待旅客量回升



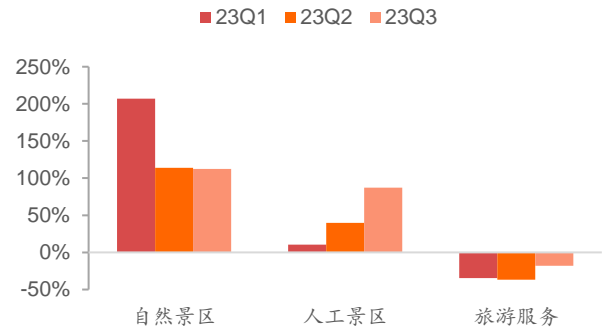
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表92：上市自然景区营收较 19 年恢复度持续领先



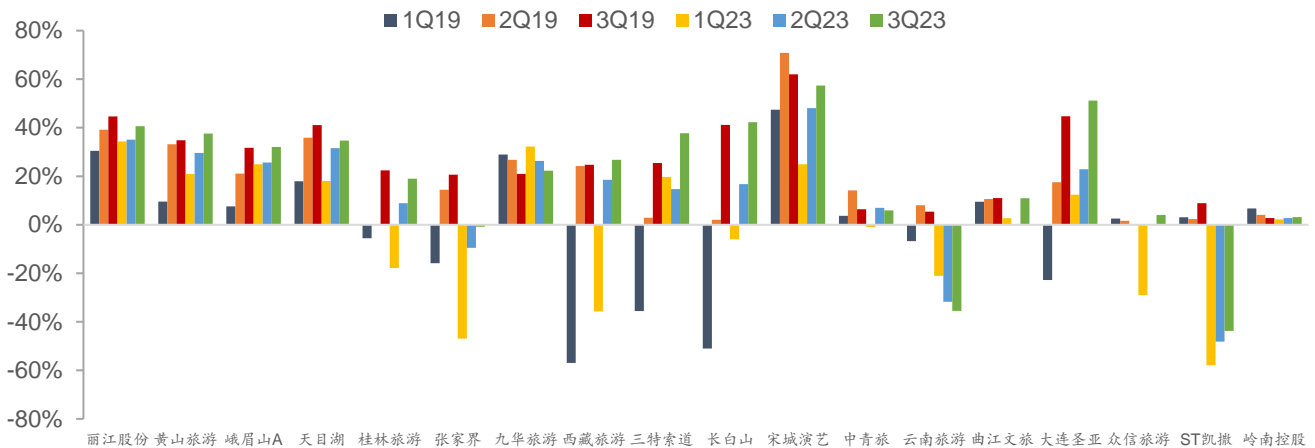
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表93：上市人工景区归母净利润恢复度环比好转



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表94：旅游景区企业销售净利率



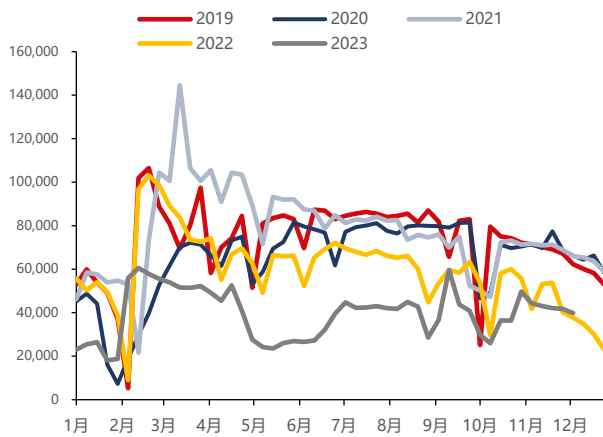
资料来源：公司公告，国联证券研究所

出入境利好不断，看好 24 年出境游、入境游加速恢复。疫情放开首年，国内游需求集中释放，预计明年行业在高基数下增速将较为平稳，看好具备增量项目、交通改善、运营优异逻辑的景区企业在温和增长的市场环境中持续获取客流。而本年出境游、入境游领域受航班供给、签证办理、地缘政治等因素，恢复度明显低于国内游。伴随出境团队游持续放开，免签政策推进，预计明年出入境需求充分释放，出入境旅游、商务相关产业链均有望受益。

3.5 人力资源：出海背景下市场空间大

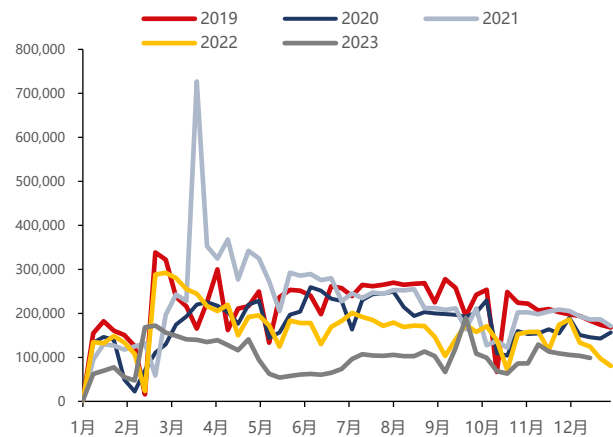
招聘赛道持续承压，但较 3 季度略微有所改善。1) 新增招聘公司数量情况：3 季度国内新增招聘公司数量恢复至 2019 年同期 51.37%；4 季度截止 12 月 3 日，国内新增招聘公司数量恢复至 2019 年同期的 56.05%，新增招聘公司数量较疫情前水平仍有较大差距，但较 3 季度有所改善；2) 新增招聘帖数量情况：3 季度国内新增招聘帖数量恢复至 2019 年同期 43.07%；4 季度截止 12 月 3 日，国内新增招聘帖数量恢复至 2019 年同期的 47.37%，新增招聘帖数量较疫情前水平仍有较大差距，但较 3 季度有所改善。

图表95: 2019 年至今新增招聘公司数量 (家)



资料来源: Datayes, 国联证券研究所

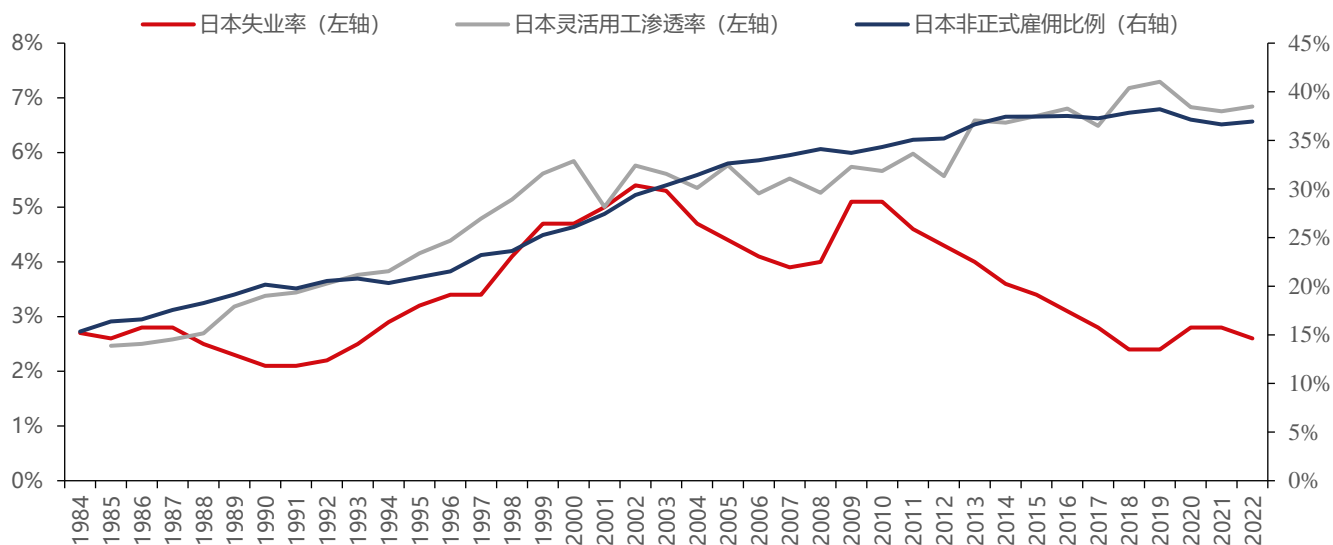
图表96: 2019 年至今新增招聘帖数量 (个)



资料来源: Datayes, 国联证券研究所

主要公司外包业务韧性较强。从日本非正式雇佣比例、灵活用工渗透率以及失业率的发展趋势来看,外包业务在发展初期的高增速能够对冲宏观经济下行的影响,呈现一定的抗周期属性;行业发展成熟后增速放缓,顺周期属性特征明显。国内外包行业还处于高速发展期,因此抗周期性较强。23 年上半年主要公司外包服务表现均优于招聘业务,其中 23H1 外服控股业务外包服务维持较高增速,同比增长 44.41%,同期人才派遣服务同比下滑 1.46%;科锐国际灵活用工业务同比增长 12.95%,中高端人才访寻和招聘流程外包分别同比下滑 38.48%/46.97%。

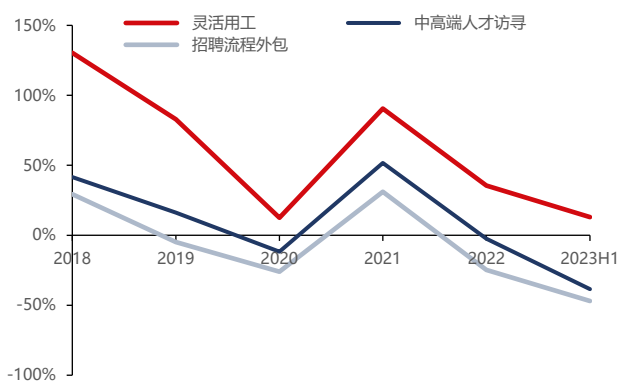
图表97：日本失业率和灵活用工渗透率对比



资料来源：日本总务省统计局，wind，国联证券研究所

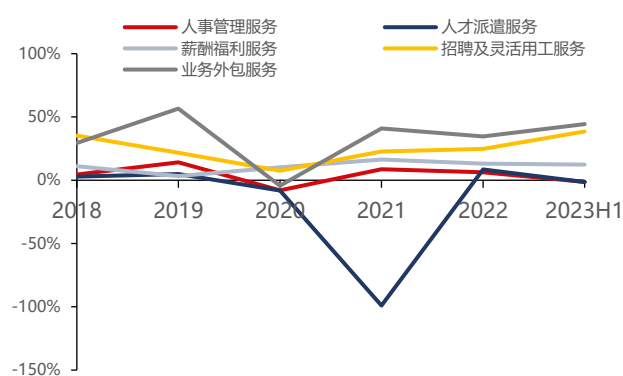
注：根据日本总务省统计局的统计口径，灵活用工属于非正式用工中的一种；日本灵活用工渗透率计算方式为日本灵活用工人数占日本就业者比重；日本非正式雇佣比例计算方式为非正式雇佣人数占正式雇佣人数和非正式雇佣人数之和的比例

图表98：科锐国际主要业务同比增速（%）



资料来源：iFinD，国联证券研究所

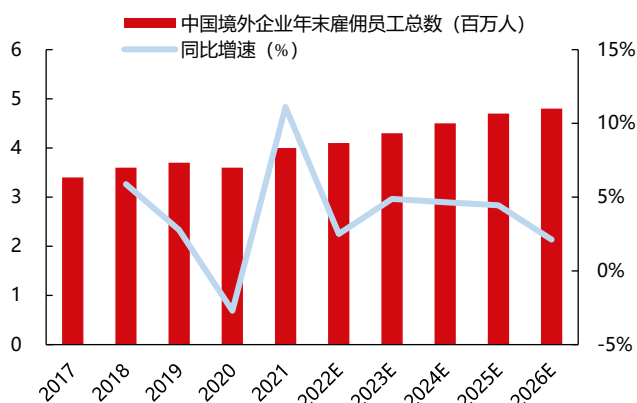
图表99：外服控股主要业务同比增速（%）



资料来源：iFinD，公司公告，国联证券研究所

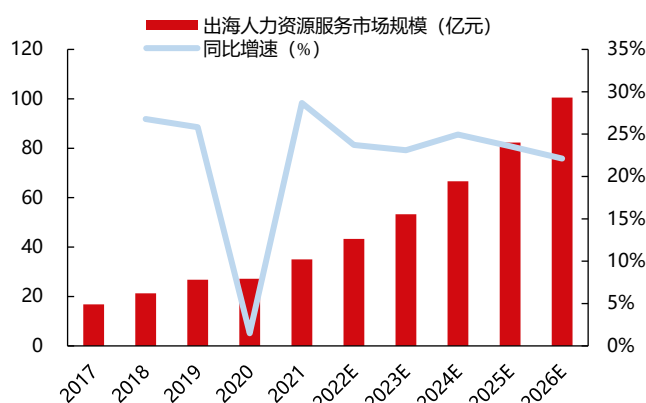
随着我国企业出海融入全球市场，海外人力资源服务的需求也在日益增长。2022年，中国对外直接投资流量 1631.2 亿美元，为全球第 2 位，连续 11 年列全球前三。截止 2022 年末，中国境内投资者共在全球 190 个国家和地区设立境外企业 4.7 万家。随着中国企业持续在海外进行投资，中国企业在境外雇佣的员工数量也不断增长。2022 年底中国企业在境外雇佣的员工数量超 410 万人。灼识咨询预计到 2026 年底，中国境外企业雇佣的员工数量预计将接近 500 万人。中国企业境外雇佣员工数量持续增长，催生了出海人力资源服务解决方案的需求。中国出海人力资源服务市场规模从 2017 年的 16.8 亿元人民币增长至 2021 年的 35.0 亿元人民币，对应 CAGR 为 20.2%，预计 2021-2026 的 CAGR 为 23.5%。

图表100: 中国境外企业年末雇佣员工总数 (百万人)



资料来源: 灼识咨询, 国联证券研究所

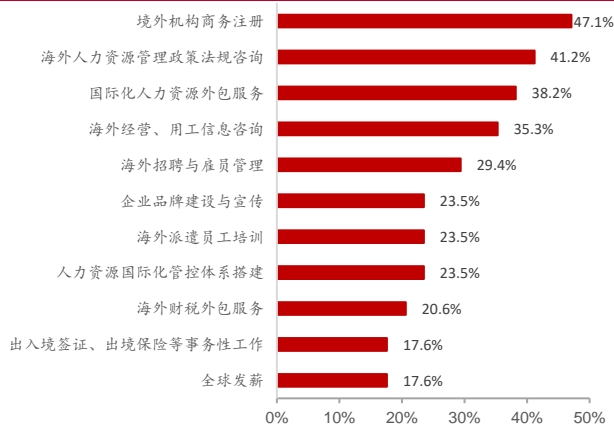
图表101: 中国出海人力资源服务市场规模 (亿元)



资料来源: 灼识咨询, 国联证券研究所

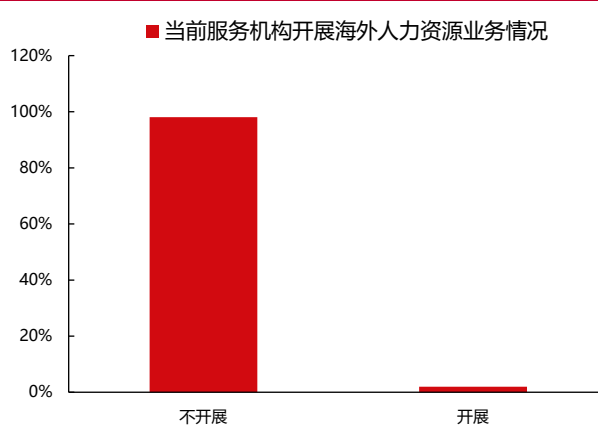
目前我国人力资源服务企业海外业务拓展不足。伴随着中国企业出海, 海外人力资源服务的需求日益增长。中智股份《制造业等实体经济人力资源服务供需调查》发现四成以上企业都是有海外人力资源服务的需求, 但仅有 1.9% 的受访人力资源服务机构可以提供海外服务, 并且是以招聘为主。具体需求方面, 境外的机构在商务注册、目标区域海外人力资源管理法规咨询、国际人力资源外包服务需求排在海外人力资源服务需求的前 3 名。

图表102: 制造业企业海外人力资源服务需求



资料来源: 中智股份《制造业等实体经济人力资源服务供需调查报告》, 国联证券研究所

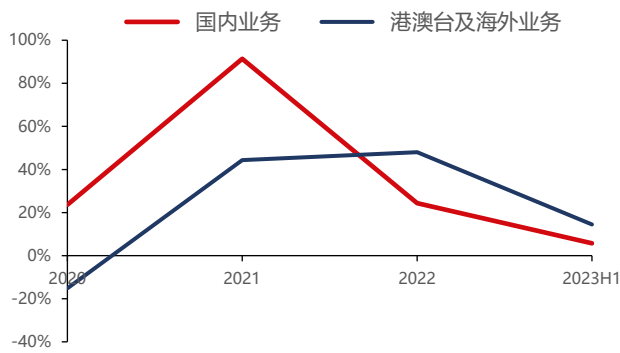
图表103: 当前服务机构开展海外人力资源业务情况



资料来源: 中智股份《制造业等实体经济人力资源服务供需调查报告》, 国联证券研究所

科锐国际和外服控股通过外延并购拓展海外业务。1) 科锐国际: 公司在 2018 年上市后积极通过外延并购布局海外业务, 子公司 HK AP 于 2018 年收购英国猎头和灵活用工服务商 Investigo 52.5% 股权; 2019 年通过 Investigo 收购英国人力咨询公司 Caraffi LTD; 23 年发布公告计划收购 Investigo 剩余 37.5% 股权。23 年上半年公司港澳台及海外业务营收同比增长 14.47%, 高于国内业务的同比增长 5.74%。2) 上海外服: 公司在 2020 年收购了总部位于新加坡的人力资源服务企业 FFG TG 公司 35% 的股份, 成为公司开展海外业务的主要抓手。目前在全球拥有 10 家全资分支机构, 签约海外中资企业客户 70 余家。

图表104：科锐国际不同区域营收增速（%）



资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表105：上海外服海外业务

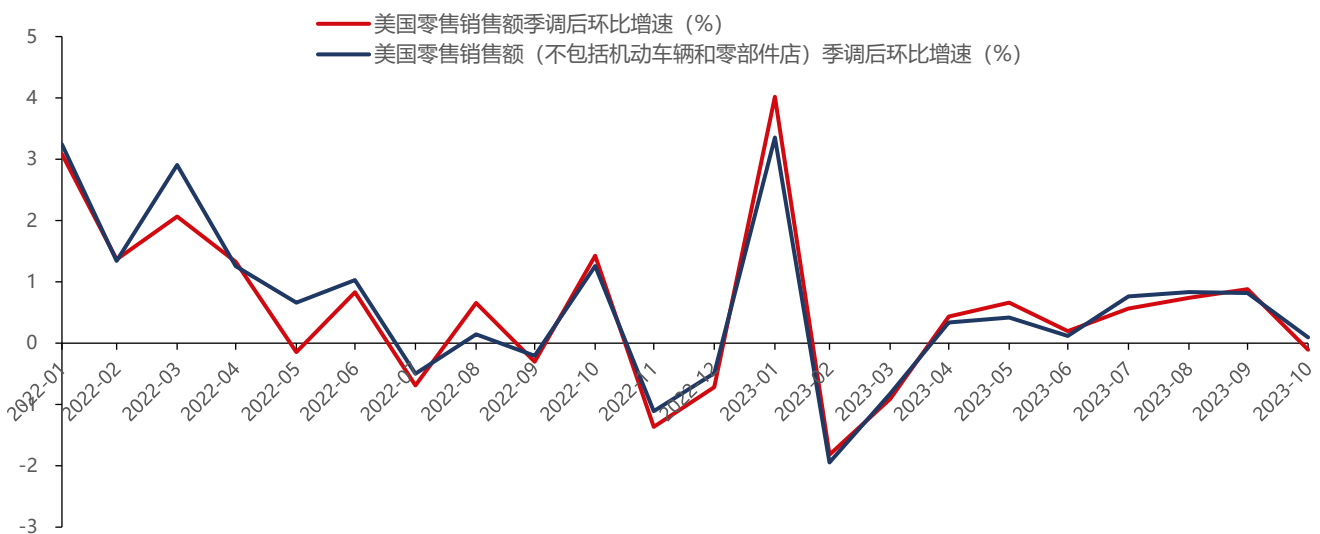


资料来源：上海外服《服务大局，激发动能，推动人力资源服务业高质量发展》，国联证券研究所

3.6 零售出海：供应链出海曙光初现

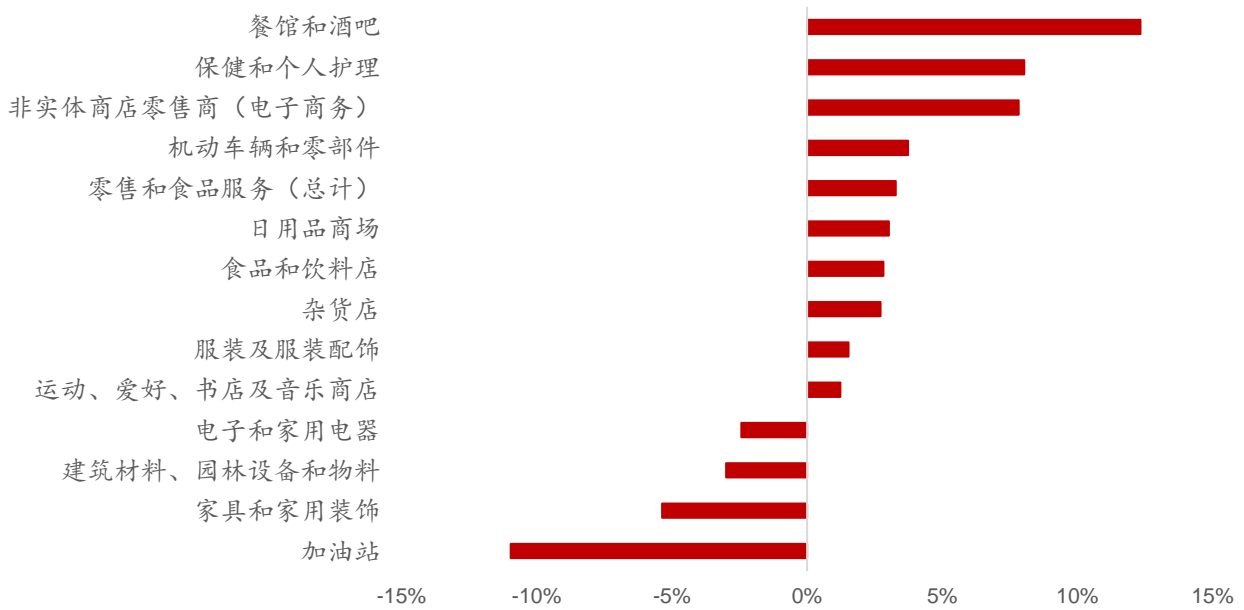
美国电商增速表现靓丽，性价比商品吸引力提升。10月份前，美国零售销售额已实现连续6个月增长。具体分品类看，2023年1-10月零售市场各品类表现分化明显，其中餐馆和酒吧/保健和个人护理/非实体商店零售额（电子商务）分别位列前三，累计增速分别为12.33%/8.03%/7.82%，电商渠道表现靓丽，优于总体零售额表现。归因电商渠道的优异表现，一方面，疫情后居家办公、远程办公等习惯的养成促进了美国电商渗透率的提升，美国每月的网上零售额占总零售额的比重从2019年10%左右提升至目前15%左右。另一方面，今年以来相较于美国消费市场整体处于高通胀，在高通胀背景下消费者各项生活成本不断上涨，电商渠道高性价比商品具有较强的吸引力。

图表106：美国零售/食品服务销售额环比增速（%）



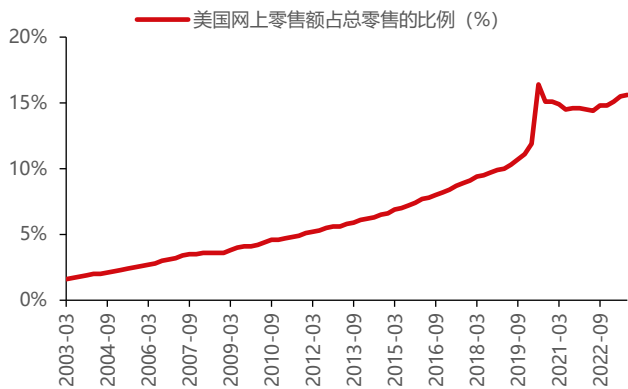
资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表107: 23年1-10月美国零售主要分项季调后累计增速(%)



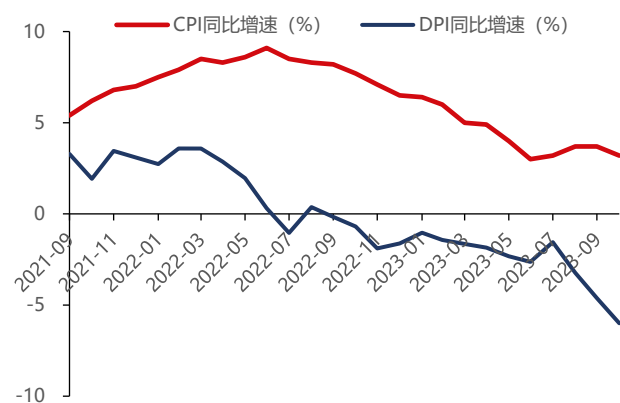
资料来源: iFinD, 国联证券研究所

图表108: 美国网上零售额占总零售的比例上升



资料来源: iFinD, 国联证券研究所

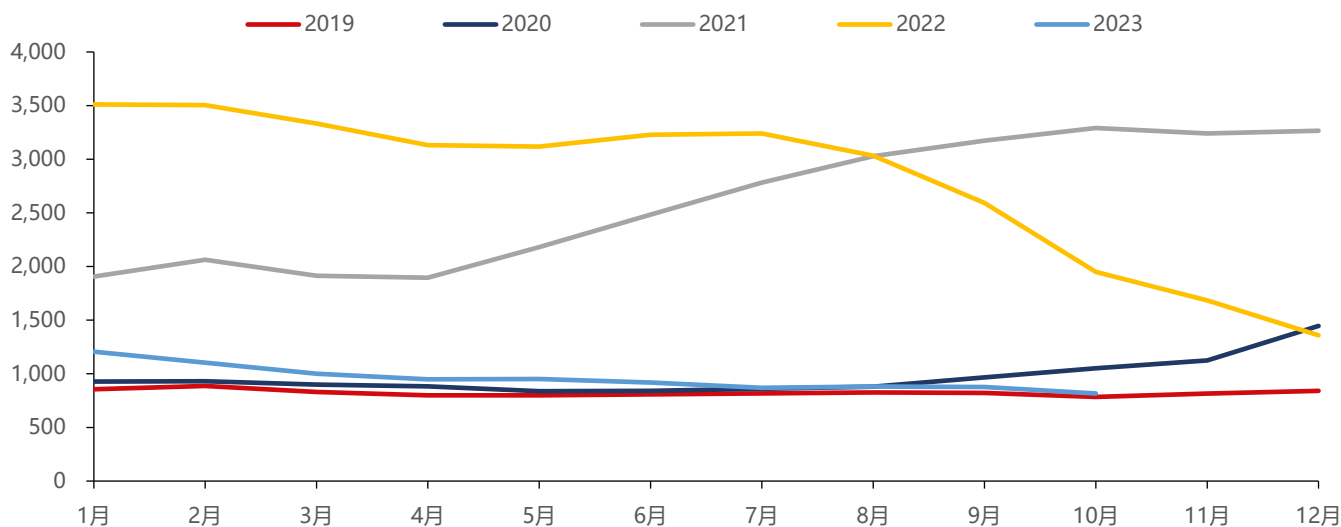
图表109: 美国 CPI 与 Adobe DPI 对比



资料来源: iFinD, Adobe, 国联证券研究所

相对较低的国际海运费用提升行业整体的盈利能力。弗若斯特沙利文报告显示中国跨境出口 B2C 电商卖家最大成本开支为商品成本和物流成本, 占比分别为 25-35%, 15%-30%, 物流成本变动对跨境电商企业的盈利水平有重大影响。受疫情影响下船舶运转效率明显下滑、船员供给紧张等因素影响, 2020 年 Q4 国际集装箱市场运价持续上涨, 至 2022 年达到历史高点后开始下滑, 2023 年前三季度中国出口集装箱运价指数基本 (CCFI) 已接近 2019 年同期水平, 其中 23 年 6/7/8/9/10 月分别为 2019 年同期的 114%/107%/107%/107%/104%。

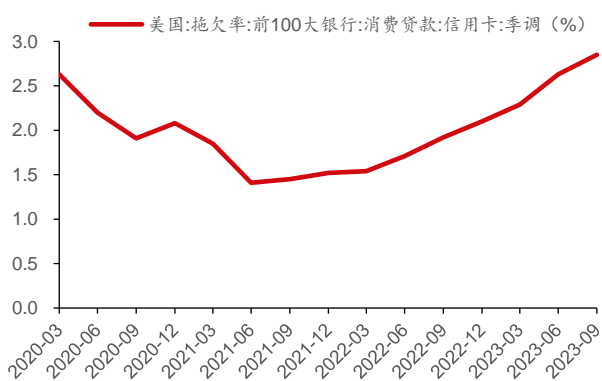
图表110: 中国出口集装箱运价指数 (CCFI)



资料来源: iFinD, 国联证券研究所

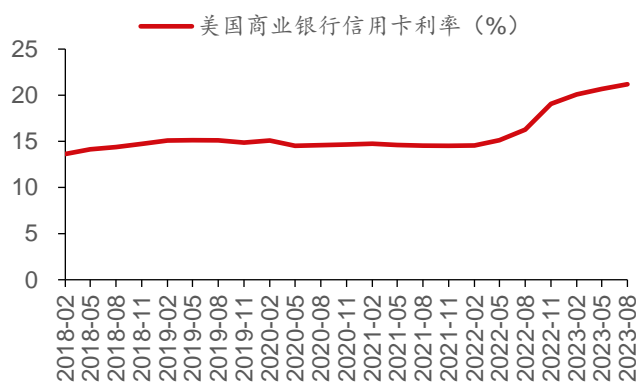
明年美国的消费增速存在下滑的可能，但高性价比产品消费预计韧性较强。今年以来美国信用卡利率和消费贷款拖欠率持续上升，其中美国前 100 大银行消费贷款拖欠率从 22 年底的 2.1% 提升至 23 年 3 季度的 2.85%；美国商业银行信用卡利率从 22 年底的 19.07% 提升至 23 年 8 月的 21.19%。此外根据美国旧金山联储的测算，疫情期间美国政府发放巨额补贴所形成的“超额储蓄”截止 23 年 9 月还剩约 4,300 亿美元，这些超额储蓄预计会在 2024 年二季度耗尽。我们预计上述不利因素将阻碍消费额的继续增长，2024 年美国的消费增速存在下滑的可能，但是在消费降级背景下高性价比商品消费预计韧性较强。

图表111: 美国前 100 大银行消费贷款拖欠率 (%)



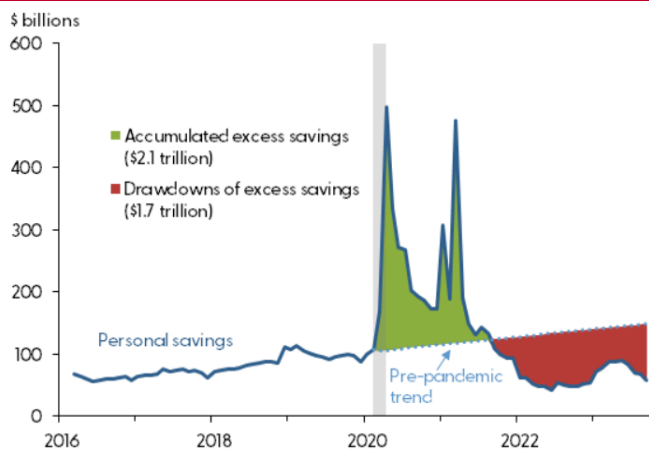
资料来源: iFinD, 国联证券研究所

图表112: 美国商业银行信用卡利率 (%)



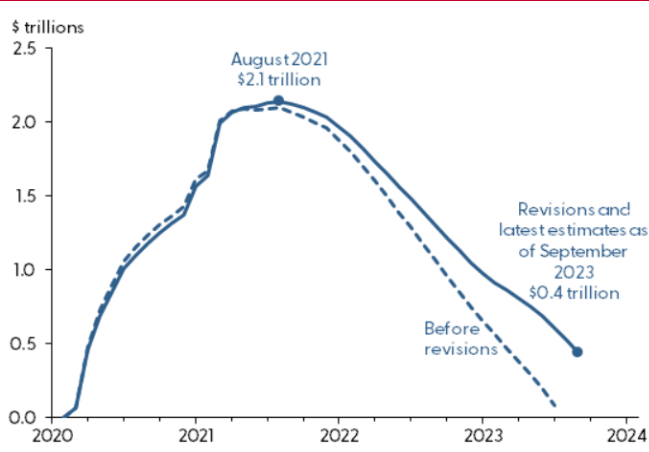
资料来源: MacroMicro, 国联证券研究所

图表113: 美国个人储蓄变动趋势



资料来源: 美国旧金山联储, 国联证券研究所

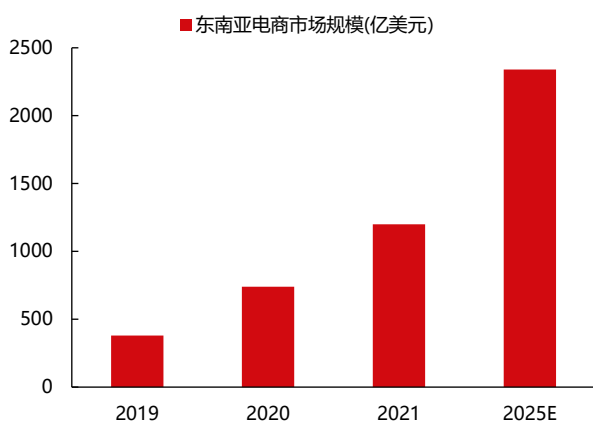
图表114: 美国超额储蓄规模测算



资料来源: 美国旧金山联储, 国联证券研究所

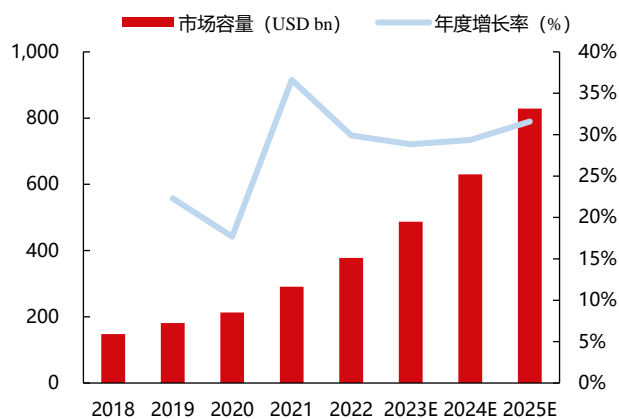
拉美和东南亚市场未来有望维持高增长, 其中拉美电商市场在 2025 年仍有望保持 25% 以上的增速。拉美和东南亚市场受益于人口基数大、年龄结构年轻, 电商渗透率低等因素, 预计未来仍有望维持较高的增速。其中东南亚电商市场规模预计将从 2021 年的 1200 亿美元增长至 2025 年的 2340 亿美元, 对应 CAGR 为 18.17%; 拉美电商市场预计将从 2022 年的 378 亿美元增长至 2025 年的 829 亿美元, 对应 CAGR 为 29.92%。我们看好积极布局新兴市场的公司, 华凯易佰自建 12000+ 平方米墨西哥仓、1000+ 平方米智利仓, 拟建巴西、哥伦比亚、秘鲁 3 大海外仓作为未来拉美市场业务发展的重要支点; 致欧科技已在墨西哥新成立子公司, 23 上半年已入驻拉美龙头电商平台美客多。

图表115: 2019-2025E 东南亚电商市场规模



资料来源: e-Conomy SEA 2021, 亿邦智库, 国联证券研究所

图表116: 2018-2025 年拉美电商市场增长情况



资料来源: AMI, World Bank, 国联证券研究所

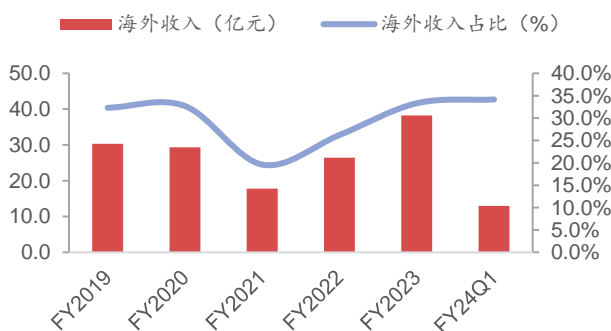
图表117：华凯易佰“亿迈”平台六大业务中包含拉美海外仓和美客多孵化

| | |
|----------------|--|
| 供应链集成共享 | 通过自身强大的供应链资源优势沉淀，为卖家提供企业经营全链路解决方案并落地实施，帮助企业完成战略升级与供应链优化，持续提升卖家业绩与利润。 |
| 亚马逊孵化 | 开放大卖成熟的运营打法、高效系统、供应链资源，并提供全程运营实操指导，让所有想参与跨境电商事业的人轻松复制大卖稳健长盈的全球生意。 |
| 美客多孵化 | 面向拉美蓝海市场，为跨境卖家提供运营打法赋能、运营实操指导、本土化海外仓产品库、本土化供应链、高效运营系统支持，助力快速掘金。 |
| 亿迈云仓 | 开放免费ERP系统支持，提供跨境电商全球小包直发、国际物流服务，帮助卖家以更低成本、更快时效完成订单履约与交付。 |
| 拉美海外仓 | 专注为跨境电商卖家提供拉美（墨西哥、智利、巴西）海外仓储派送、整柜拼柜分拣预约派送、贴换标等服务，打造拉美供应链生态！ |
| AI广告投放 | 专为铺货型卖家与精铺型卖家打造的智能广告系统，支持亚马逊全站海量Listing广告优化，快速提升流量与业绩。 |

资料来源：华凯易佰公司公告，国联证券研究所

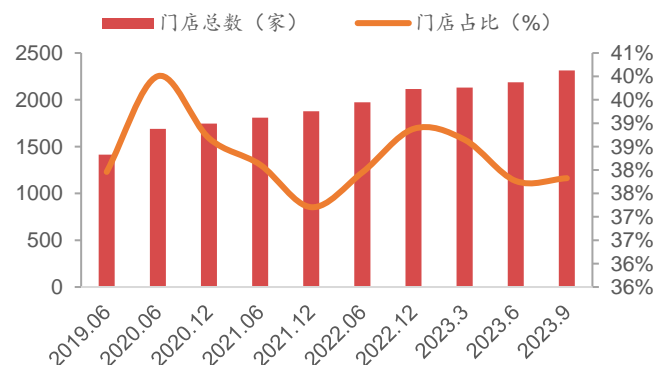
名创优品：性价比+兴趣消费受益者，中国供应链出海先驱。年初至今，名创优品业绩持续带给市场惊喜，以名创23年3季度为例，单三季度公司营收/利润率/净开店创历史新高。公司实现收入37.9亿元，同比+36.7%/环比+16.6%，其中国内收入为24.9亿元，同比+34.7%；海外收入13.0亿元，同比+40.8%，海外直营市场更是延续2季度来的强劲势头，收入同比增速在保持80%+。受益于海外直营市场收入占比上行至46%、国内商品利润率的提升和对折扣的把控，公司毛利率达到41.8%，同比+6.1pct/环比+1.9pct；扣除外汇影响，当期公司经调净利率为17.1%，均实现历史新高。展望2024年，公司国内业务仍有望受益于性价比和兴趣消费趋势，实现门店持续扩张；过往高增速印证名创海外发展潜力，展望未来，名创仍享有品牌+产品+运营红利，门店扩张、单店增长仍有支撑。

图表118：名创优品海外收入占比恢复并提升



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表119：名创优品海外门店扩张向好



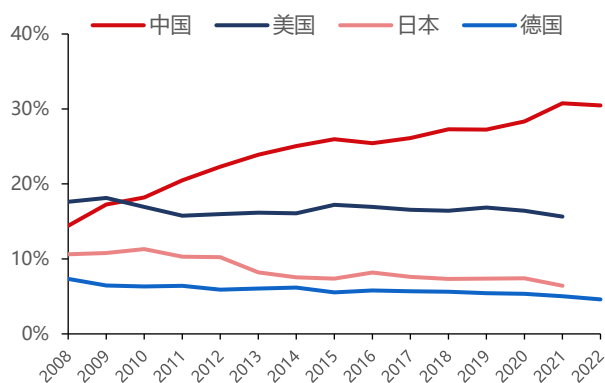
资料来源：公司公告，国联证券研究所

4. 主线梳理：消费出海&顺周期修复

4.1 消费出海：供应链出海继续抢占市场份额

中国制造业规模优势明显。我国是全世界唯一拥有联合国产业分类中全部工业门类的国家，产业链供应链韧性较强，规模优势明显。2008-2021 年中国制造业增加值从 1.5 万亿美元增加 4.9 万亿美元、期间年复合增速达 9.7%，中国制造业增加值占全球比重从 2008 年的 14.42% 上升至 2022 年的 30.46%，在 2010 年超过美国居世界第一位。与此同时中国工业制成品出口规模占全球比重持续提升，从 2011 年的 14.33% 提升至 2022 年的 19.81%，明显高于美国、日本和德国等制造业大国，世界各国对中国供应链高度依赖。

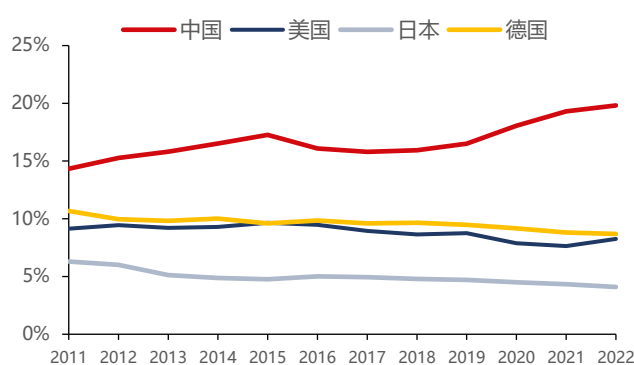
图表120：主要国家制造业增加值占全球的比重（%）



资料来源：世界银行，国联证券研究所

注：以现价美元测算

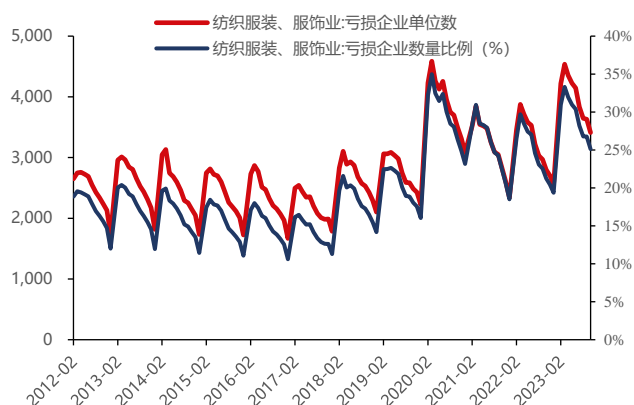
图表121：主要国家工业制成品出口全球占比变化（%）



资料来源：UN Comtrade，国联证券研究所

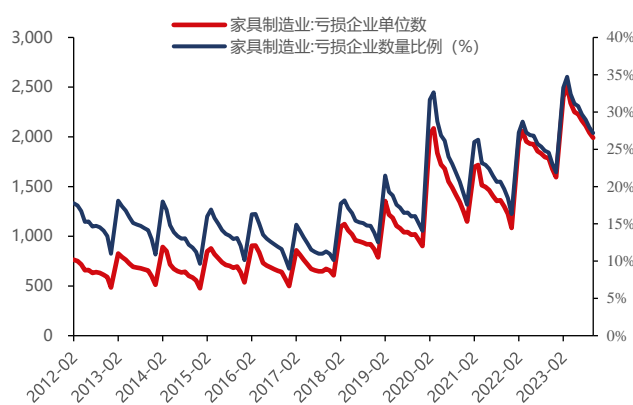
消费品出海可以消化当前我国部分行业的过剩产能。近年来我国以纺织服装、家具以及文教、工美、体育和娱乐用品为代表的轻工业产能过剩问题日益凸显，2012 年至今相关亏损企业数量和比例均呈现上升趋势，其中纺织服装、服饰业亏损企业比例从 17% 左右提升至 27% 左右；家具制造业亏损企业数量比例从 15% 左右提升至 28% 左右；文教、工美、体育和娱乐用品制造业亏损企业数量比例从 15% 左右提升至 25% 左右。因此产品出海已成为支撑我国轻工业企业未来增长的关键。

图表122：纺织服装、服饰业亏损企业数量及比例



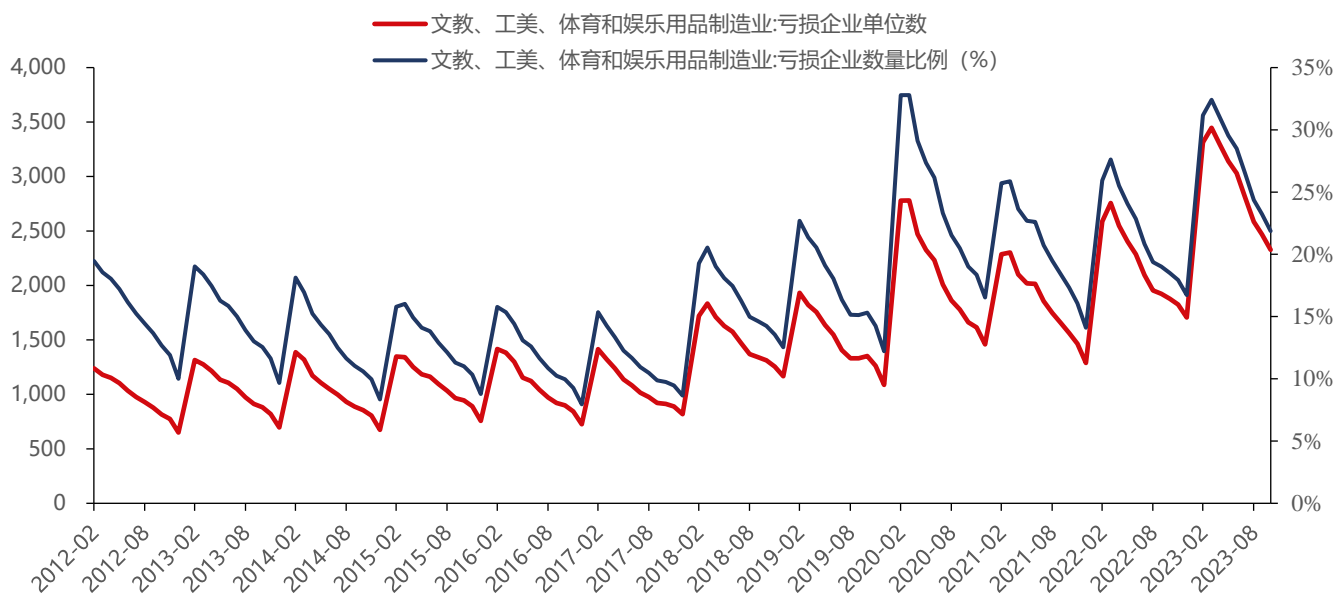
资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表123：家具制造业亏损企业数量及比例



资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表124：文教、工美、体育和娱乐用品制造业亏损企业数量及比例



资料来源：iFinD，国联证券研究所

2023年，在国内弱复苏的背景下，海外需求的韧性表现格外亮眼，名创优品、华凯易佰、米奥会展等企业受益于海外需求高增+国内企业出海意愿强业绩斐然。展望2024年，虽然美国消费市场存在增速放缓可能，但当前其库存健康，性价比商品更是表现出明显优势，预计即使消费放缓但中国供应链仍将受益；且东南亚、拉美等市场仍然是增量，看好供应链出海标的抢占欧美市场份额，持续渗透拉美、东南亚等新兴市场，推荐名创优品、华凯易佰，建议关注米奥会展、致欧科技等。

4.2 顺周期：关注业绩拐点与性价比趋势

2023年，顺周期主线面临高估值、高预期、高位的“三高问题”，即使业绩有所兑现，但股价表现依然不佳。随着估值的消化，预期的理性调整，我们认为底部区域无需过度悲观。展望2024年，正视宏观经济弱复苏背景、性价比消费趋势，把握估值充分消化后板块配置机会，跟踪供给侧改革、效能激发、模式创新的个股，建议关

注北京人力、锦江酒店、中国中免、同庆楼、王府井、首旅酒店、九毛九等标的。

图表125：板块重点公司估值表

| 代码 | 简称 | 市值 (亿元) | 归母净利润 (亿元) | | | | PE | | | |
|-----------|------|------------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E |
| 9896.HK | 名创优品 | 430 | 6.4 | 17.7 | 23.7 | 27.6 | 67 | 24 | 18 | 16 |
| 300592.SZ | 华凯易佰 | 70 | -0.9 | 2.2 | 3.9 | 5.5 | -80 | 32 | 18 | 13 |
| 600861.SH | 北京人力 | 108 | -0.6 | -2.2 | 5.9 | 10.1 | -170 | -50 | 18 | 11 |
| 601888.SH | 中国中免 | 1636 | 96.5 | 50.3 | 65.4 | 95.7 | 17 | 33 | 25 | 17 |
| 600859.SH | 王府井 | 179 | 13.4 | 1.9 | 8.7 | 13.0 | 13 | 92 | 21 | 14 |
| 600754.SH | 锦江酒店 | 310 | 1.0 | 1.1 | 13.1 | 17.6 | 308 | 273 | 24 | 18 |
| 600258.SH | 首旅酒店 | 176 | 0.6 | -5.8 | 8.0 | 9.7 | 316 | -30 | 22 | 18 |
| 605108.SH | 同庆楼 | 80 | 1.4 | 0.9 | 2.8 | 3.8 | 55 | 85 | 29 | 21 |
| 9922.HK | 九毛九 | 78 | 3.4 | 0.5 | 5.6 | 8.7 | 23 | 158 | 14 | 9 |
| 603136.SH | 天目湖 | 33 | 0.5 | 0.2 | 1.5 | 2.3 | 64 | 164 | 22 | 14 |

资料来源：wind，国联证券研究所整理
 注：股价取自 2023 年 12 月 22 日

5. 风险提示

1) 宏观经济增长放缓风险。消费行业受宏观经济影响较大，若经济增长放缓超预期，将影响行业恢复。

2) 消费复苏不及预期风险。若居民收入、消费意愿下行超预期，或将严重影响线下消费复苏。

3) 免税市场竞争加剧超预期。若免税商业供给增加，则现有免税渠道的盈利能力将出现恶化。

4) 新市场开发不及预期风险。出海与下沉逐渐成为共识，但是若新开拓市场消费能力不及预期，消费习惯差异过大，则新市场存在开发收效甚微风险。

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|------|------|------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上 |
| | | 增持 | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间 |
| | | 持有 | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间 |
| | | 卖出 | 相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上 |
| | 行业评级 | 强于大市 | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上 |
| | | 中性 | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间 |
| | | 弱于大市 | 相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上 |

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼