

社会服务行业2024年投资策略

消费市场景气度缓慢提升，关注细分领域投资机会

西南证券研究发展中心
社会服务研究团队
2023年12月

- **今年消费市场为什么表现低迷？**原因一：三年疫情带来的“疤痕效应”，影响企业端和居民端对未来收入的信心；原因二：国内房地产市场价格在2021Q2达到顶峰后出现明显回调，作为城镇居民核心资产的住房价值下降，居民资产缩水带动居民消费更加谨慎。
- **明年消费市场是否有望出现转机？**2023Q1-Q3居民消费倾向为66.4%，与19年同期的67.6%相比仍有差距，且居民消费乘数大于投资乘数，政府对于消费的政策刺激效果将大于投资刺激效果。中央经济工作会议定调明年将实施积极的财政政策，消费作为拉动经济增长的引擎之一，刺激消费市场进一步扩大的空间还很大。
- **未来的消费趋势怎么看？**今年2023年11月，居民定期存款增速达19.9%，相比19年同期提升4.3个百分点；今年国民总储蓄率预计为44.1%，同比下降2.1个百分点，与疫情前水平相当。居民资产配置方面呈现出储蓄增加，但储蓄率低，居民消费意愿不低，居民消费已经开始更加倾向于悦己消费及服务类消费。未来消费市场的特征：1) 居民消费意愿仍保持强劲，但传统的商品消费占比逐步下降，服务类消费占比上升；2) 居民消费更加偏向消费的个人化，个人的感性、感觉会反应到消费活动和商品的选择上。
- **2024年消费市场的三大方向：**1、有壁垒的高端消费或有差异化的高性价比细分消费；2、服务消费 > 商品消费；3、受政策刺激最明显的消费。
- **细分板块重点介绍。**人力资源服务板块：强顺周期板块，宏观经济复苏的重要抓手，人服行业短期有望迎来政策催化，重点推荐科锐国际（300662），建议关注北京人力（600861）、外服控股（600662）。旅游景区板块：居民旅游意愿高涨，旅游复苏仍有较大空间，相关标的黄山旅游（600054）、众信旅游（002707）。殡葬行业：顺应人口老龄化趋势，市场需求增长加速，建议关注福寿园（1448）。体育行业：政策导向清晰，行业规模提升有望提速，重点推荐力盛体育（002858）。
- **风险提示：**宏观经济增速不及预期、市场需求变动风险、行业竞争加剧风险。

01 今年消费市场为什么表现低迷？

02 明年消费市场是否有望出现转机？

03 未来的消费趋势怎么看？

04 细分板块重点介绍

- **原因一：三年疫情带来的“疤痕效应”，影响企业端和居民端对未来收入的信心**
- **今年消费市场复苏缓慢，2024年有望在政策驱动下回归常态。**受益于防疫政策的放开，市场预期国内经济将会迅速回暖，国内招聘市场景气度在2023Q1实现快速反弹，但后续随着招聘市场需求不及预期，景气度明显下降。23年11月CPI及PPI同比分别下降0.5%、3.0%，23年1-11月的数据在低位徘徊，物价表现整体偏弱，市场需求低迷带来的低通胀和招聘市场景气度下行，疫情所带来的“疤痕效应”在疫后仍然造成明显影响，企业在人员招聘上仍较为谨慎，国内青年失业率持续走高。23年12月中央经济工作会议再次强调扩大内需、刺激消费对经济发展的重要性，明年消费市场有望受益于政策驱动，实现明显复苏。

图.招聘市场景气度尚未修复

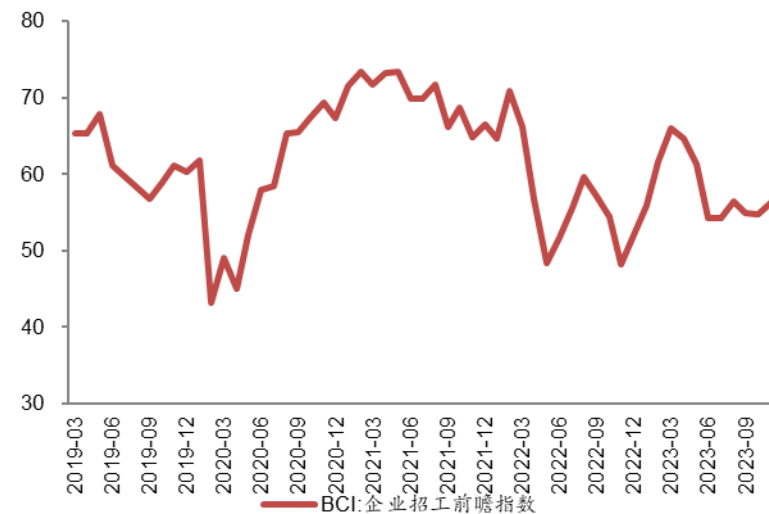


图.中国CPI、PPI同比

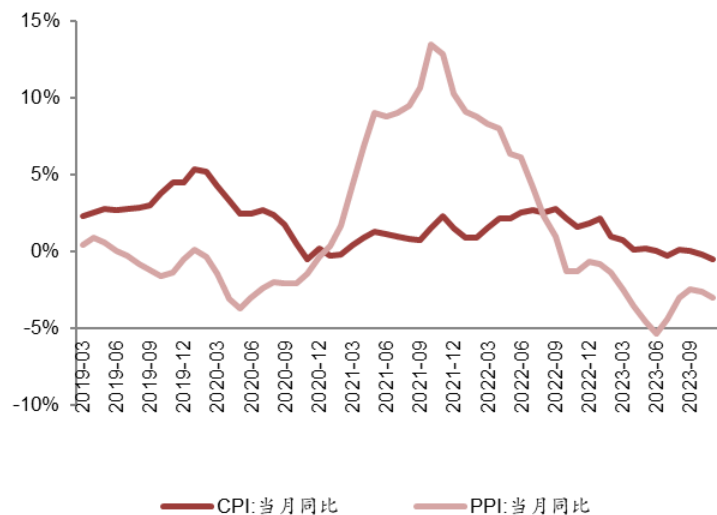


图.企业端PMI从业人员指数处于荣枯线之下

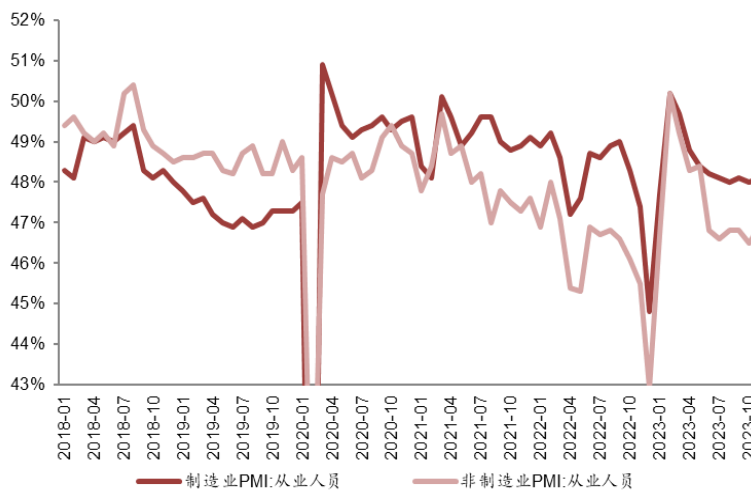
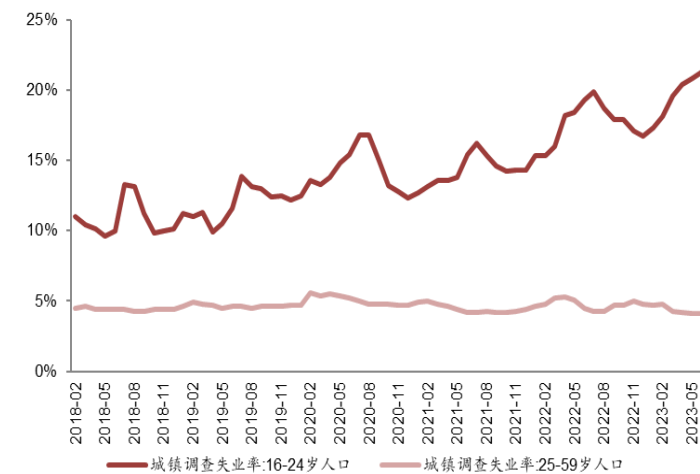


图.截止2023年6月国内青年失业率处在高位



- **原因二：国内房地产市场价格在2021Q2达到顶峰后出现明显回调，居民资产缩水带动居民消费更加谨慎**
- **住房为国内城镇居民资产的核心。**根据中国人民银行调查统计司城镇居民家庭资产负债调查课题组所撰写的《中国人民银行调查统计司城镇居民家庭资产负债调查课题组》，2019年我国城镇居民家庭资产中住房占总资产的59.1%；2019年在居民金融资产结构中，具有较大收入弹性的股票、基金、银行理财、资管产品、信托合计占比为36.7%。
- **近年来，房价上涨对居民消费的财富效应大于挤出效应。**通过复盘2015年到2022年国内省会城市房价和社零的数据可以发现，在剔除价格因素后，房价涨幅前十的城市的平均房价上涨85.0%，社零增长37.8%，而房价涨幅后十的城市的平均房价涨幅为16.0%，社零增长仅为11.7%，在房价水平涨幅较高的城市里，居民消费支出增长得较为明显。

图. 2019年住房为国内城镇居民家庭资产的核心

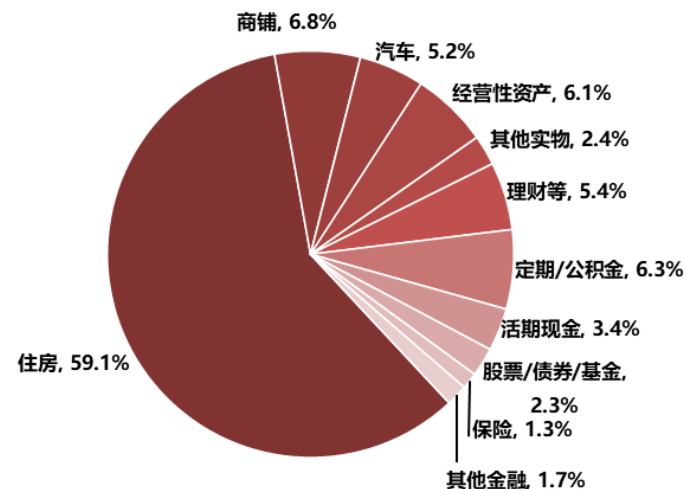


图.房价上涨的财富效应对居民消费有一定的促进作用

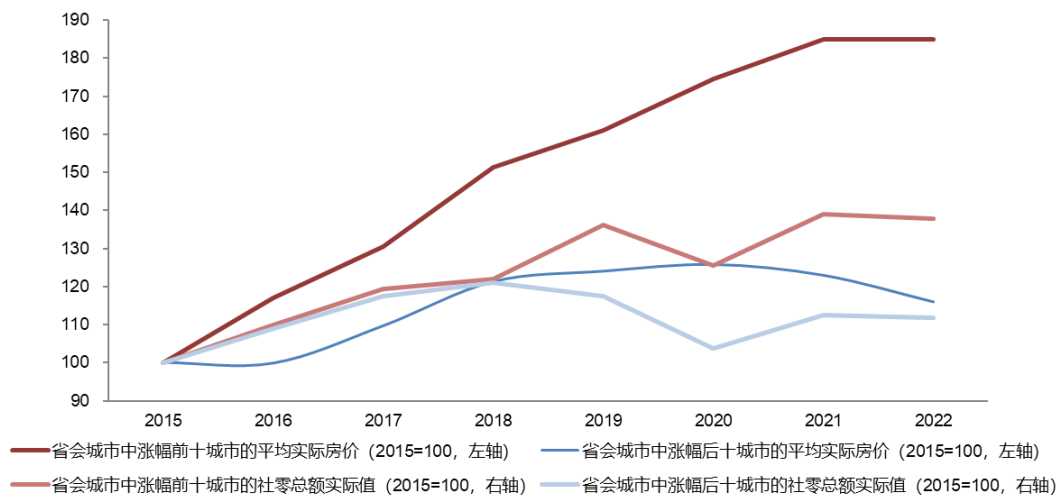
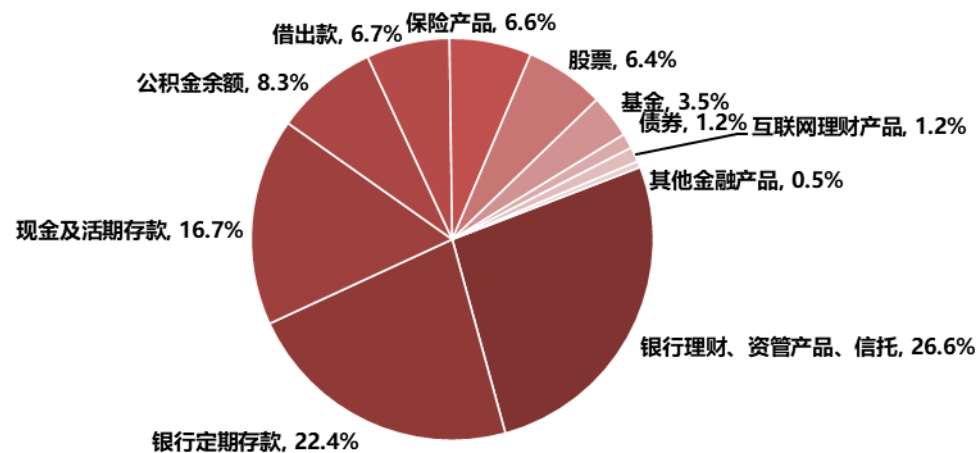


图. 2019年我国居民金融资产结构



- **房价下跌时，对杠杆率更高的居民消费会形成抑制。** 美国经济学家阿蒂夫迈恩与阿米尔苏非在研究美国次贷危机时发现，在房价下跌时，杠杆越高的居民，消费抑制越明显，房价每下降1万美元，个人平均会减少支出500-700美元，购房的杠杆会扩大购房者在房价下跌时的亏损。
- **居民核心资产价值下降，使得居民消费变得更加谨慎。** 从2021年年初开始，国内居民部门杠杆率就维持在63%左右，居民不再像往年一样愿意持续加杠杆，其本质原因在于居民人均可支配收入的增长受疫情影响不及疫情前的水平，且此时房价及证券市场的持续低迷导致及居民部门“资产负债表受损”，对居民消费形成了抑制。

图. 2021年开始国内居民部门杠杆率维持在63%左右

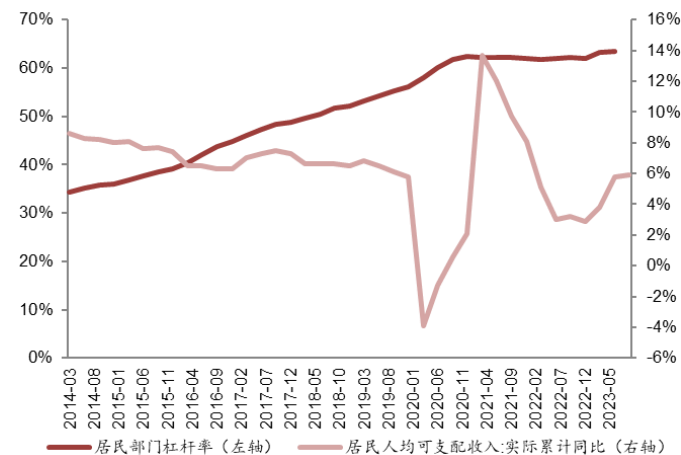


图.美国次贷危机时房价下跌对房贷更多的居民消费形成明显抑制

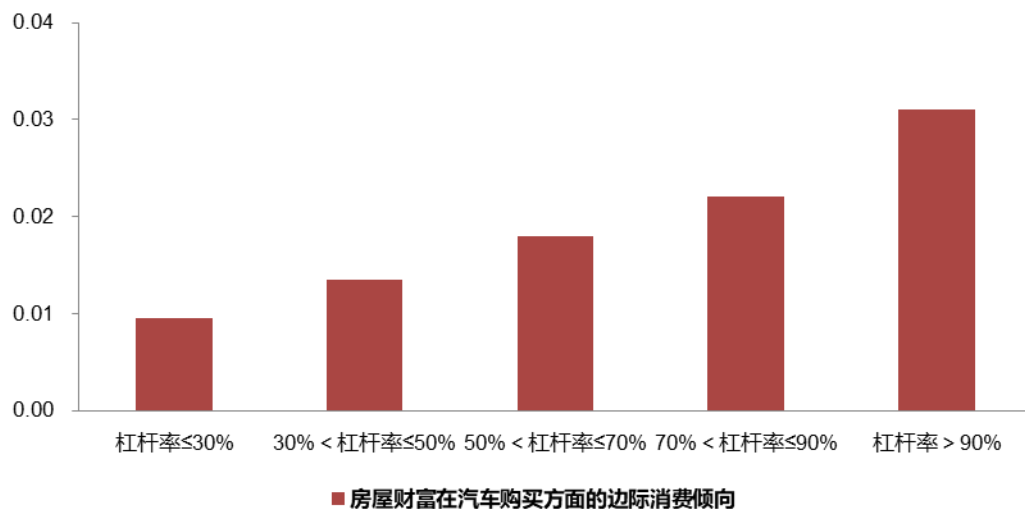
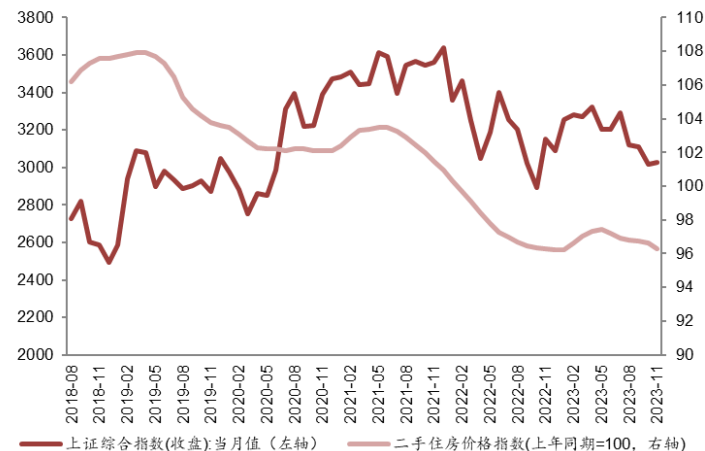


图. 2021年开始国内房价及证券市场下行



01 今年消费市场为什么表现低迷？

02 明年消费市场是否有望出现转机？

03 未来的消费趋势怎么看？

04 细分板块重点介绍

- **在居民消费方面**，随着房地产市场价格震荡下行，原本居民投资房地产的资金更多的流向银行储蓄及提前偿还贷款，2023Q1-Q3居民消费倾向为66.4%，与19年同期的67.6%相比仍有差距。2023年12月24日上海和北京政府官宣优化住房信贷政策和调整普通住房标准，政策调整后，普通住房标准不再看总价、首套房首付比例下降，首套、二套房利率全线下降。在政策催化下，房地产市场价格有望企稳，带动居民消费倾向回升。
- **在政府消费方面**，2023年12月11-12日的中央经济工作会议再次把“扩大内需”作为明年经济工作的重点，推动消费从疫后恢复转向持续扩大，并强调增加城乡居民收入，扩大中等收入群体规模，优化消费环境等方向。落实好结构性减税降费政策，重点支持科技创新和制造业发展。
- 当前居民消费倾向还未恢复到疫情前水平，且居民消费乘数大于投资乘数，政府对于消费的政策刺激效果将大于投资刺激效果。中央经济工作会议定调明年将实施积极的财政政策，消费作为拉动经济增长的引擎之一，刺激消费市场进一步扩大的空间还很大。

图.居民消费倾向尚未恢复到疫情前水平

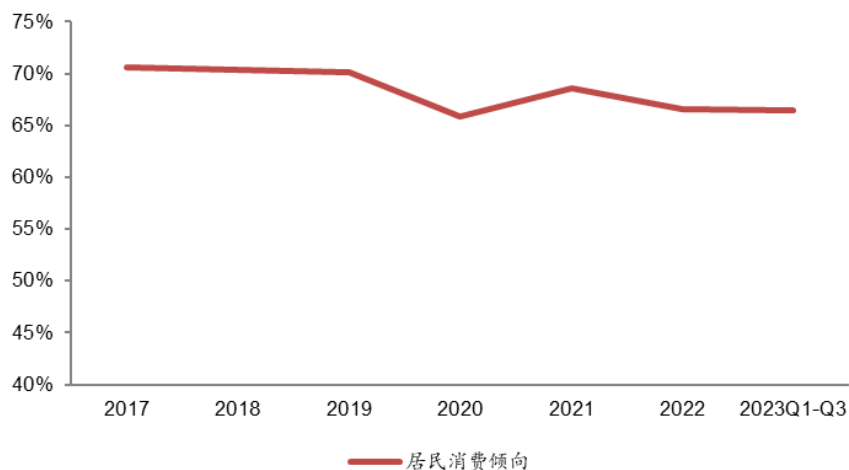
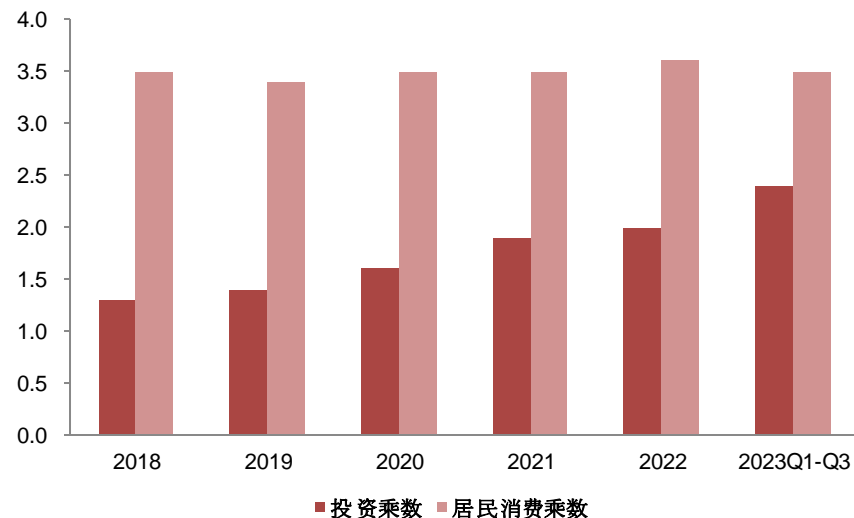


图.居民消费乘数大于投资乘数



01 今年消费市场为什么表现低迷？

02 明年消费市场是否有望出现转机？

03 未来的消费趋势怎么看？

04 细分板块重点介绍

- **今年居民资产配置方面呈现出储蓄增加，但储蓄率低，居民消费意愿不低。**
 2023年11月，居民定期存款增速达19.9%，而活期存款增速仅为4.0%，活期存款增速低代表居民短期消费需求较弱。今年国民总储蓄率预计为44.1%，同比下降2.1个百分点，与疫情前水平相当，这说明了今年大家整体的消费意愿其实不低，但有钱人增加了更多预防性的储蓄。

图.今年国民总储蓄率预计基本恢复到19年水平

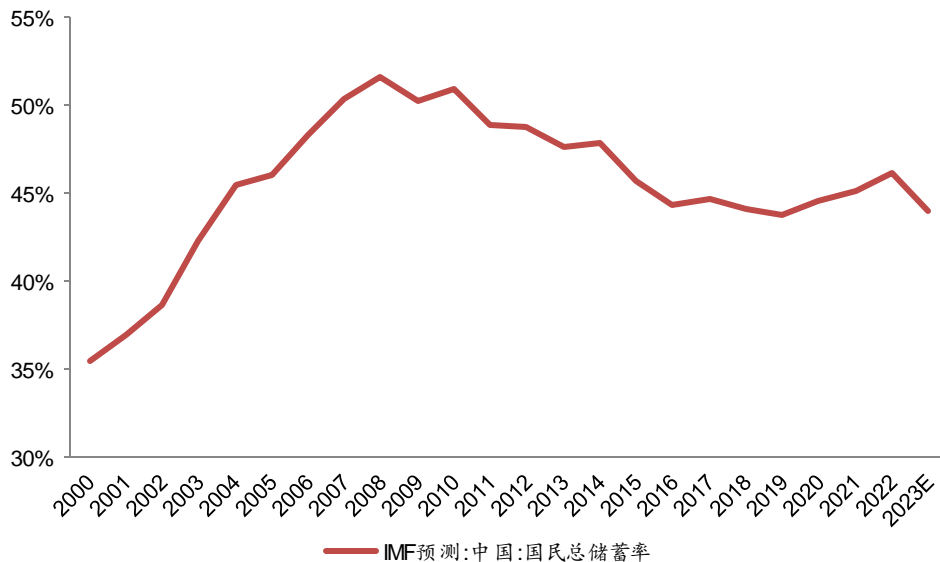


图.居民储蓄意愿保持较高水平

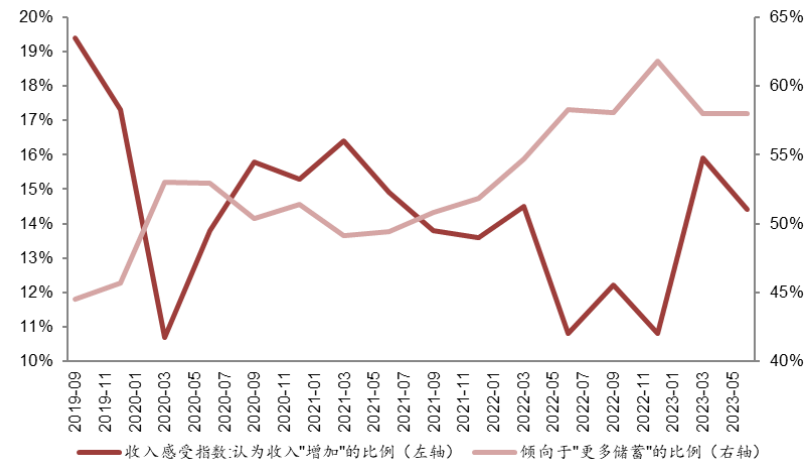
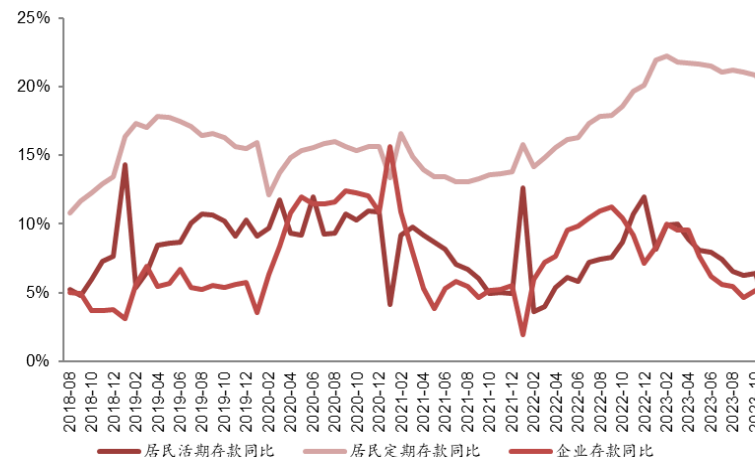


图.国内居民定期存款保持较高增速



- 近年来，居民消费已经开始更加倾向于悦己消费及服务类消费。人们逐渐意识到购物带来的满足感，在购买的一瞬间得到最大化后，便随着时间的流逝而渐渐削弱下去，而服务消费能给自身带来多巴胺的分泌，能够持续带来满足感。
- 中国2021年的人口中位数为37.95岁，相当于日本1992-1993年的情况，劳动力人口数量基本达峰，消费增速开始放缓。日本15至64岁的劳动力人口在1995年达到最大值，之后开始减少，劳动力开始减少，同时日本的经济能力、购买能力开始降低，所以不可避免的带来消费社会的蜕变。我们国家目前的人口结构恰似日本20世纪90年代。

图.年轻人最倾向旅游消费

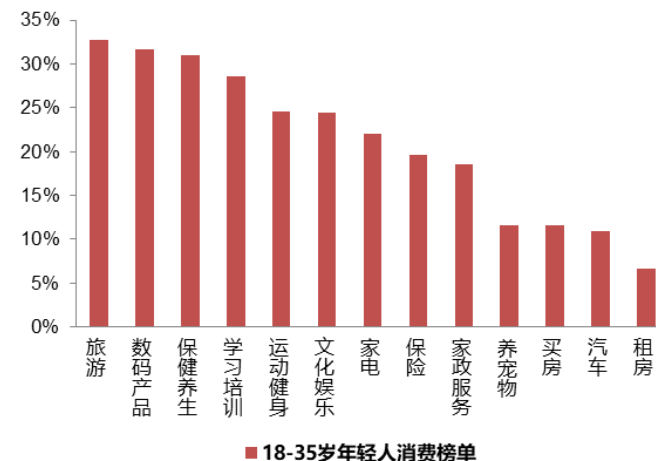


图.老年人最倾向保健养生消费

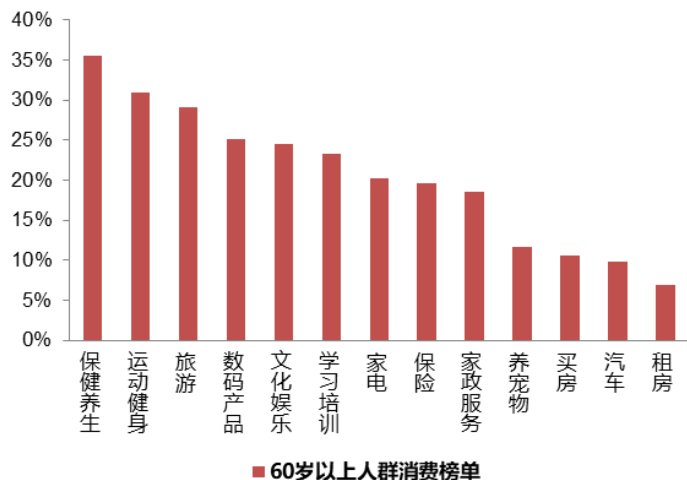


图.中日人口中位数变化

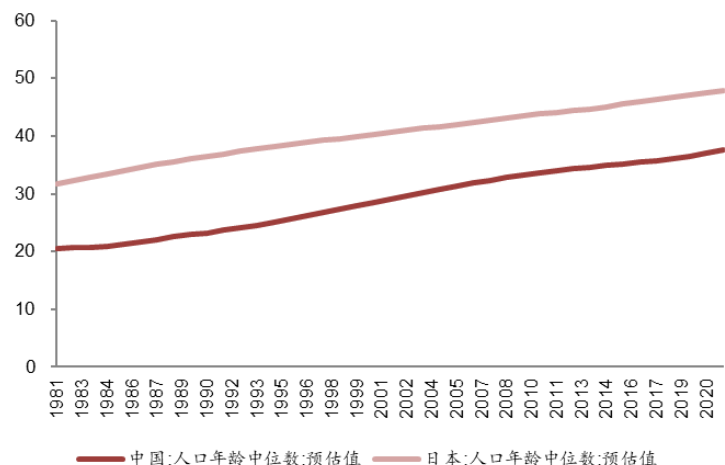
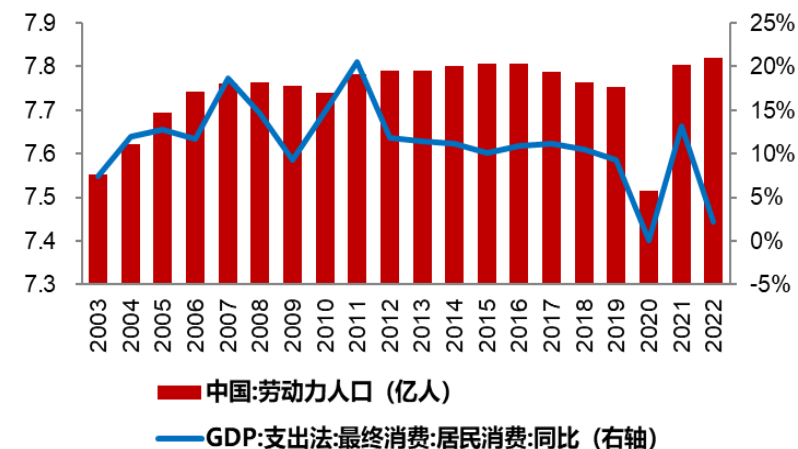


图.劳动力人口达峰后消费增速放缓

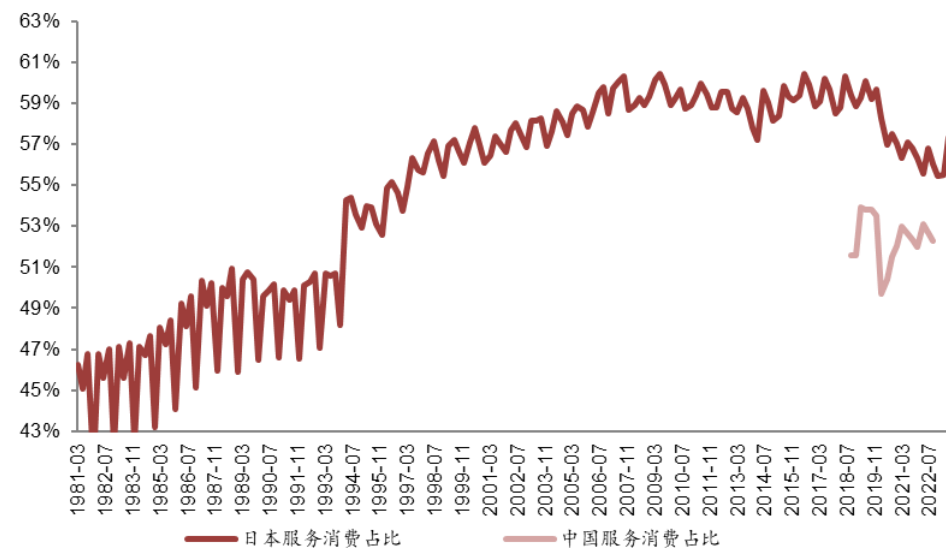


- 日本消费市场在泡沫经济后服务消费占比出现明显的提升趋势，我国当前的消费市场逐渐偏向悦己消费及服务类消费，消费的感性化已经具备日本的“第三消费社会”的基本特征。购物带来的第三消费社会的消费是以物为中心，但是随着中国人口开始减少，消费市场可能在不久的将来开始缩小，国内消费市场将逐步进入第四消费社会，这个重心将会从单纯的物资转移到真正的、人性化的服务上去，服务消费占比有望逐步提升。
- **因此，未来国内消费市场发展的方向应该会出现以下特征：**1) 居民消费意愿仍保持强劲，但传统的商品消费占比逐步下降，服务类消费占比上升；2) 居民消费更加偏向消费的个人化，个人的感性、感觉会反应到消费活动和商品的选择上。

表.日本消费社会的四个阶段以及消费特征

时代划分	第一消费社会 1912-1941	第二消费社会 1945-1974	第三消费社会 1975-2004	第四消费社会 2005-2034
社会背景	从日俄战争胜利开始至日本侵华战争 以东京、大阪等大城市为中心的中产阶级诞生	从战败、复兴、经济高速增长开始至石油危机 大量生产、大量消费 全国一亿人口中产阶级化	从石油危机开始到低增长、泡沫经济、金融破产、小泉改革 差距拉大	霍乱危机、两次大地震、经济长期不景气、不稳定等导致收入减少 人口减少导致消费市场缩小
人口	人口增加	人口增加	人口微增	人口减少
出生率	5%	5%→2%	2%→1.3%→1.4%	1.3%→1.4%
老年人口比率	5%	5%→6%	6%→20%	20%→30%
国民价值观	National 消费属于私有主义，整体来讲重视国家	Family 消费属于私有主义，重视家庭、社会	Individual 私有主义、重视个人	Social 趋于共享、重视社会
消费取向	西洋化 大城市倾向	大量消费 大的就是好的 大城市倾向 美式倾向	个性化 多样化 差别化 品牌倾向 大城市倾向 欧式倾向	无品牌倾向 朴素倾向 休闲倾向 日本倾向 本土倾向
消费主题	文化时尚	每家一辆私家车 私人住宅 三大神器 3C	从量变到质变 每家数辆 每人一辆 每人数辆	联系 几人一俩 汽车分享 住宅分享
消费承担者	中产阶级家庭 时尚男女	小家庭 家庭主妇	单身者 啃老单身	所有年龄层里单一化的个人

图.中国服务消费还有较大提升空间



01 今年消费市场为什么表现低迷？

02 明年消费市场是否有望出现转机？

03 未来的消费趋势怎么看？

04 细分板块重点介绍

- **产业结构升级带动人服需求增长，人口红利消减加剧就业市场供需矛盾。**我国产业结构正加速由工业主导向第三产业主导转变，2022年第三产业就业人数占比增长至47.2%。第三产业以服务业及高科技行业为主，具有劳动力密集、人员流动性强的特点，在劳动力成本持续增长的背景下，企业对外包服务、劳务派遣等人服业务需求有望持续提升。我国劳动力人口占比由2015年的57.9%下降至2022年的55.3%。
- **人服行业短期有望迎来政策催化。**人服行业目前面对的问题在于宏观经济环境弱复苏，居民端和企业端均存在需求不足的问题，疫情期间行业渗透率的提升速度不及行业景气度下行速度。因此，保障和改善民生、提高企业生产和投资预期是短期可能存在政策催化的方向，且今年的中央经济工作会议再度强调要更加突出就业优先导向，确保重点群体就业稳定。在当前市场背景下，人服机构扮演“中间者”的角色，将迎来更多发展机遇。

图.我国三大产业就业人员占比

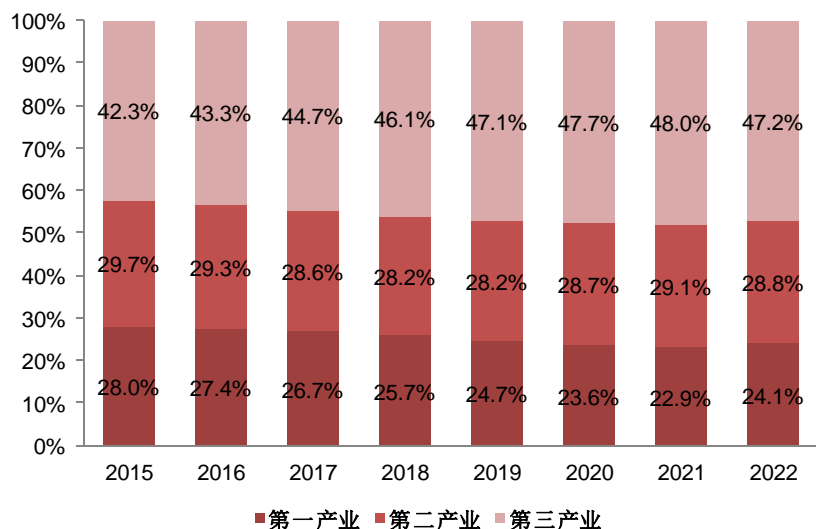
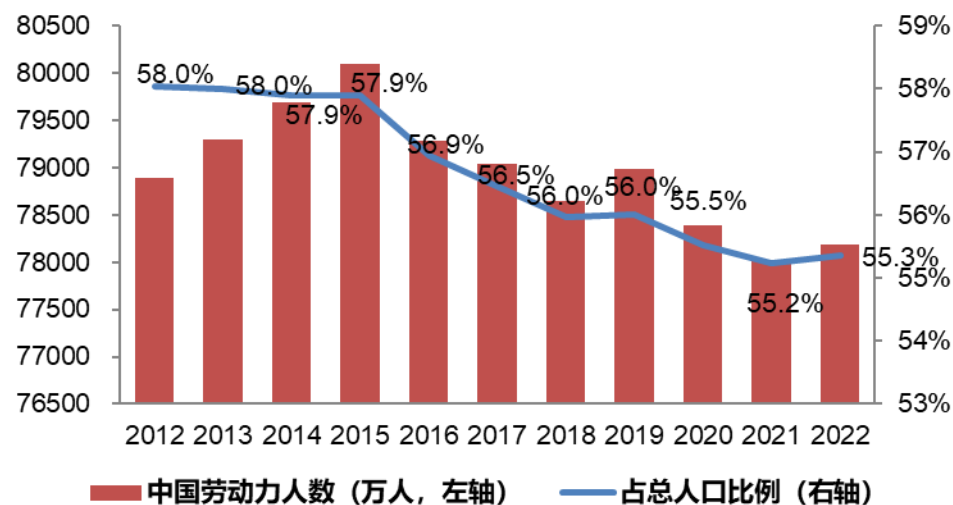


图.我国劳动人口数量及占比呈下降趋势



➤ **人服巨头在行业监管严格的国家，市场占有率越高。**在法国、意大利、德国等国家，由于行业政策较为明确，监管严格，因此龙头公司的市场占有率较高，而监管较为宽松的英国、美国、日本等国家则相反。根据 Lithuanian Free Market Institute 的研究数据，就业灵活度指数（就业灵活度指数越大，代表该国家就业监管越宽松）排名，我国目前的就业市场与英国类似，就业灵活度指数区间预计为70-90。

表.人服巨头德科与任仕达在主要国家的市场占有率

德科 (2021 年)		任仕达 (2022 年)	
地区	市场占有率	地区	市场占有率
法国	21%	比利时&卢森堡	26%
德国	17%	西班牙	20%
意大利	5%	荷兰	18%
		法国	16%
		意大利	14%
		德国	7%
		英国	3%

表.各国用工市场监管政策对比

分类	内容	法国	德国	意大利	英国	日本	美国	中国
2020 年就业灵活度指数		38.4	62.4	70.2	83.2	91	92.4	-
雇佣	永久性工作是否禁止签订定期合同	是	否	否	否	否	否	否
	单次固定期限合同最长期限 (月)	18	无限制	12	无限制	36	无限制	无限制
	个人固定期限合同最长期限 (月)	18	无限制	24	无限制	无限制	无限制	无限制
	全职员工的最低工资 (美元/月)	1803	1802	2033	1401	1568	2578	293
	最长试用期 (月)	2	6	2	6	不适用	不适用	6
工作时长	标准工作时间	7.0	8.0	6.6	8.0	8.0	8.0	8.0
	每周最长工作天数	6	6.0	6	6	6	6	6
	夜班工资补偿 (每小时工资率%)	7.5	0	15	0	25	0	0
	是否有夜班限制	是	否	否	否	否	否	否
	是否有每周休息日工作限制	是	否	否	否	否	否	否
	是否有加班限制	否	否	否	否	是	否	否
	带薪年假 (工作日)	30.3	24	26	28	15.3	0	7
裁员规则	法律是否允许裁员	是	是	是	是	是	是	是
	裁员后是否有再培训或重新分配	是	是	是	否	否	否	否
裁员成本	解雇通知期 (周)	7.2	10	4.5	5.3	4.3	0	4.3
	解雇遣散费 (周)	5.8	11.6	0	4	0	0	23.1

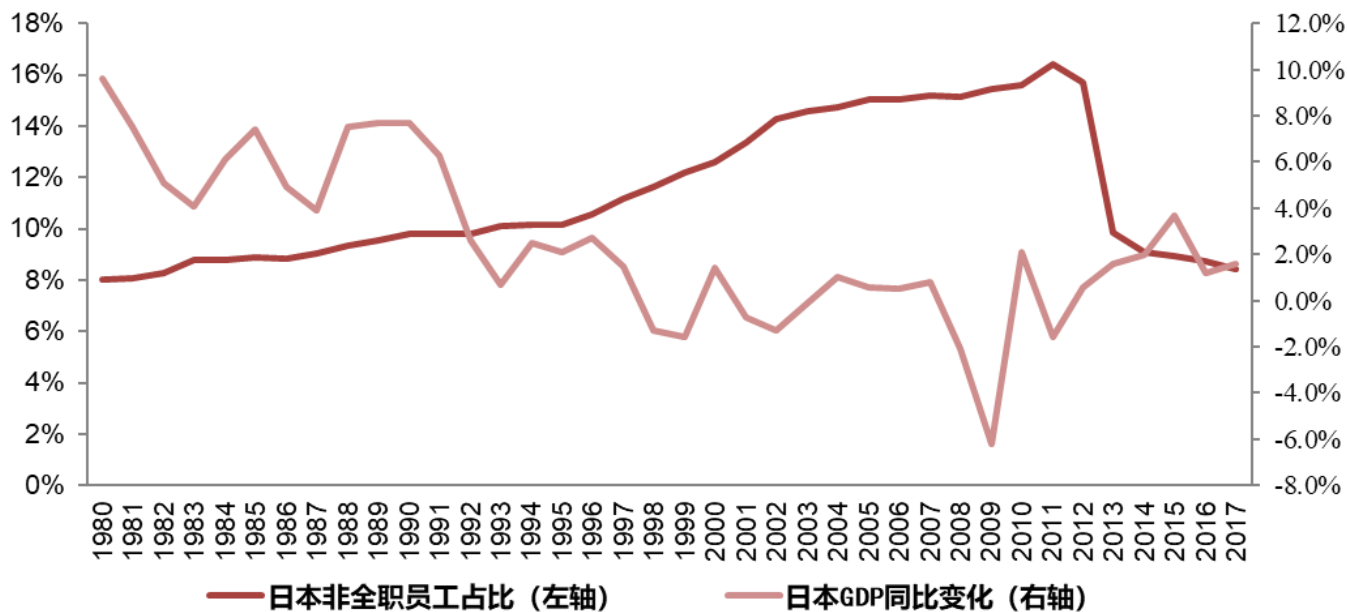
- **我国人服政策逐步完善，参考海外市场发展路径，国内人服市场集中度有望提升。**经过40余年的发展，国内人服行业规模持续扩大、服务业态日趋全面，人服行业已经成为我国实施就业优先、人才强国和推动经济高质量发展的重要支撑。2023年3月，人社部引发《新就业形态劳动者劳动合同和书面协议订立指引（试行）》，进一步明确平台用工合作企业与劳动者需要划分各自承担的责任，保障灵活用工劳动者的合法权益。
- **在明年经济形势“稳中求进、以进促稳、先立后破”的背景下，进一步强调加强新就业形态劳动者权益保障**一方面能够保障灵活用工从业者的个人利益、降低社会矛盾，另一方面也是响应我国为实现共同富裕的长远战略目标。我国已经进入中等老龄化社会，劳动人口占比持续下降的趋势已经成为未来劳动力市场供需矛盾加剧的指向标，国家强调加强新就业形态劳动者权益的保障也是防止未来社会矛盾加剧的前瞻布局。

表.近年人服行业支持性政策

发布时间	政策/纲要	核心内容
2007-03-19	《就业促进法》	首次明确提出发展人才服务业，完善人力资源配置体系，扶持一批具有国际竞争力的人才服务机构，鼓励各类就业服务机构发展。
2010-04-01	《国家中长期人才发展规划纲要（2010-2020年）》	首个中长期人才发展规划：培养和造就规模宏大、结构优化、布局合理、素质优良的人才队伍，确立国家人才竞争比较优势，进入世界人才强国行列，为在本世纪中叶基本实现社会主义现代化奠定人才基础。
2012-06-07	《促进就业规划（2011-2015年）》	规划确定的发展目标是：就业规模持续扩大，就业结构更加合理；有效控制失业，保持就业局势稳定；人力资源开发水平得到明显提高；就业质量得到进一步提升；统一规范灵活的人力资源市场基本形成；劳动者权益保障机制更加完善。
2017-06-07	《服务业创新发展大纲》	鼓励发展招聘、人力资源服务外包和管理咨询、高级人才寻访等业态，规范发展人力资源事务代理、人才测评和技能鉴定、人力资源培训、劳务派遣等服务，发展专业化、国际化人服机构。
2018-06-29	《人力资源市场暂行条例》	国家建立政府宏观调控、市场公平竞争、单位自主用人、个人自主选择、人力资源服务机构诚信服务的人力资源流动机制，促进人才资源自由有序流动。
2019-03-05	《2019政府工作报告》	完善就业政策，加大就业培训力度，加大对灵活就业、新就业形态的支持。
2020-07-31	《国务院办公厅关于支持多渠道灵活就业的意见》	把支持灵活就业作为稳就业和保居民就业的重要举措，清理取消对灵活就业的不合理限制，强化政策服务供给，创造更多灵活就业机会，激发劳动者创业活力和创新潜能，鼓励自谋职业、自主创业，全力以赴稳定就业大局。
2021-01-31	《建设高标准市场体系行动方案》	提升人力资源服务质量，加快发展人力资源服务业，简化优化人力资源服务许可流程，加强人力资源市场事中事后监管。
2022-07-07	《关于展开人力资源服务机构稳就业促就业行动的通知》	主要提出七项具体措施：一是大规模开展求职招聘服务，二是全力促进高校毕业生就业，三是积极助力农民工稳定就业，四是着力保障重点领域用工，五是创新发展灵活用工服务，六是积极支持人力资源服务机构发展，七是加强人力资源市场供求信息监测。
2023-03-02	《新就业形态劳动者劳动合同和书面协议订立指引（试行）》	平台企业采取合作用工方式，由平台用工合作企业招用劳动者并组织其提供平台网络服务的，可与平台用工合作企业就保障劳动者权益签订专项协议或在合作协议中明确各自应承担的责任。
2023-06-30	《人力资源服务机构管理规定》	在行政许可和备案方面，明确了相关条件、程序、材料、时限等规定，进一步简化材料和优化流程，提升政务服务便民化水平。在服务规范方面，针对招聘信息审查、个人信息保护、明示服务信息、开展公平竞争等人力资源服务活动，统一规定了服务原则、事项、标准。在监督管理方面，明确了年度报告、日常检查、诚信建设、社会监督等规定。

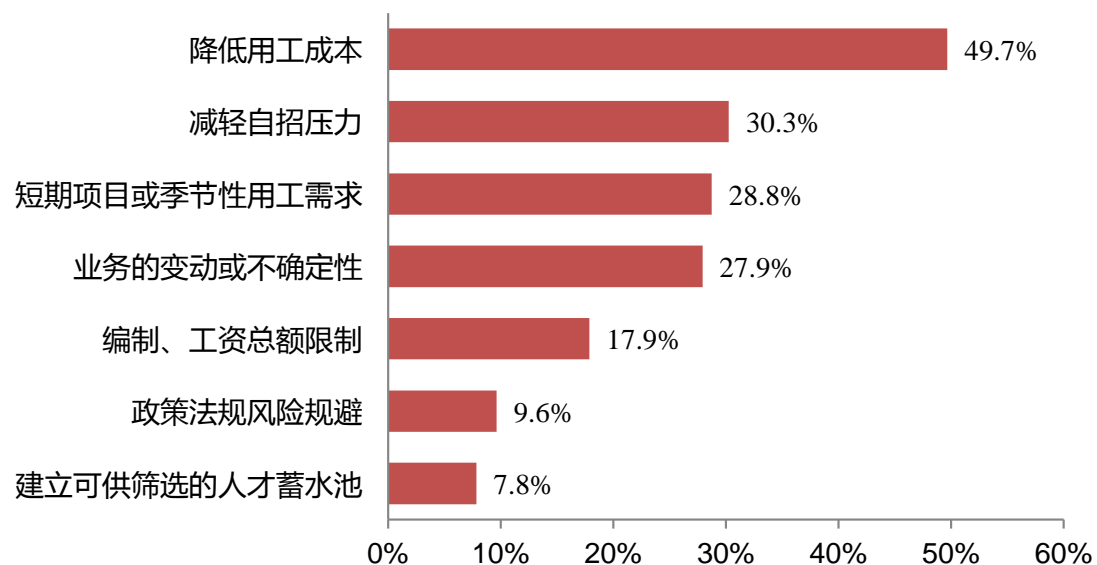
- 灵活用工行业本质为人服行业的细分领域，在顺周期时充分受益于人力资源服市场需求旺盛带来的行业景气度提升，但同时也具备一定抗周期属性，经济下行时期渗透率依然可保持提升。1991年日本泡沫经济破灭，在经济下行的同时灵活用工渗透率（日本非全职员工占比）开始逐渐提升，此后日本经济增速处于较低水平，但灵活用工渗透率出现明显提升。美国灵工渗透率和失业率变化趋势相反，在失业率下降的同时灵工渗透率提升，进而体现灵活用工行业顺周期的特点。

图.日本泡沫经济破灭后非全职员工占比提升



- 反观国内市场，在疫情冲击之下，降低成本成为企业使用灵活用工的主要考量，在宏观经济承压时，渗透率能够得到进一步提升。从用工企业的角度来看，灵活用工主要有以下三点作用：1) **降本提效**：帮助企业减少薪酬福利成本（五险一金、绩效奖金及补助金等）；招聘环节、人员管理由人力资源服务公司完成，节约招聘及管理成本，降低雇佣的机会成本；企业向灵活用工服务商支付服务费作为企业的成本和费用，可以开具增值税发票作为抵消税务支出。2) **季节性用工需求**：企业可以根据业务季节性，合理灵活地调整员工数量，解决企业偿等)转移至人力资源服务公司承担。临时性、辅助性的岗位需求。3) **风险转移**：企业不直接与灵工签订劳动合同，可以将用工过程中产生的工伤风险，劳动风险(劳动纠纷、经济补偿等)转移至人力资源服务公司承担。

图.更多的企业出于降低用工成本而选择灵活用工



- **三年疫情促使灵活用工在企业应用的普及度及深度增强。**中国灵活用工发展报告（2022）的调研数据显示，有61.1%的企业使用灵活用工，该比例同比上升5.5个百分点。灵活用工人数占企业用工总人数百分之三十以上的企业占比达42.6%，51.8%的企业未来愿稳定或扩大灵活用工的适用范围。企业对于灵活用工的了解程度及认可程度得到提升，未来灵活用工市场呈现进一步扩大的趋势。

图.2021年灵活用工的使用深度较高

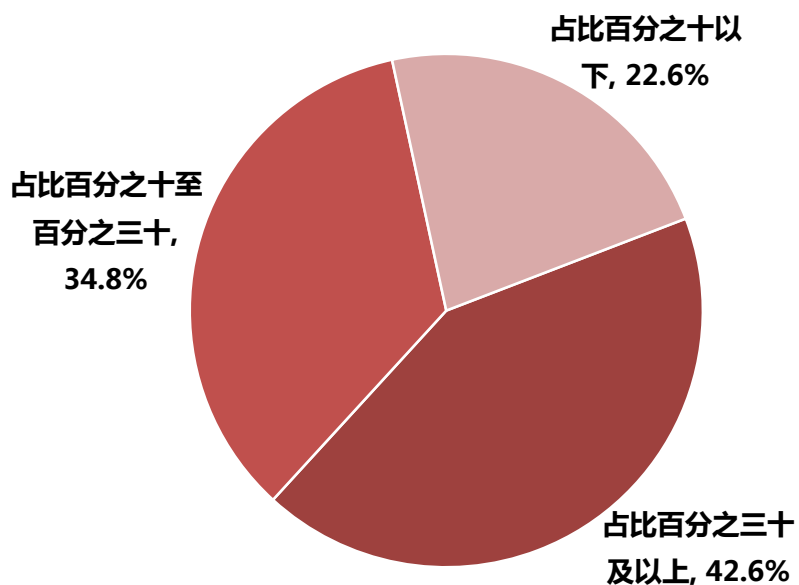
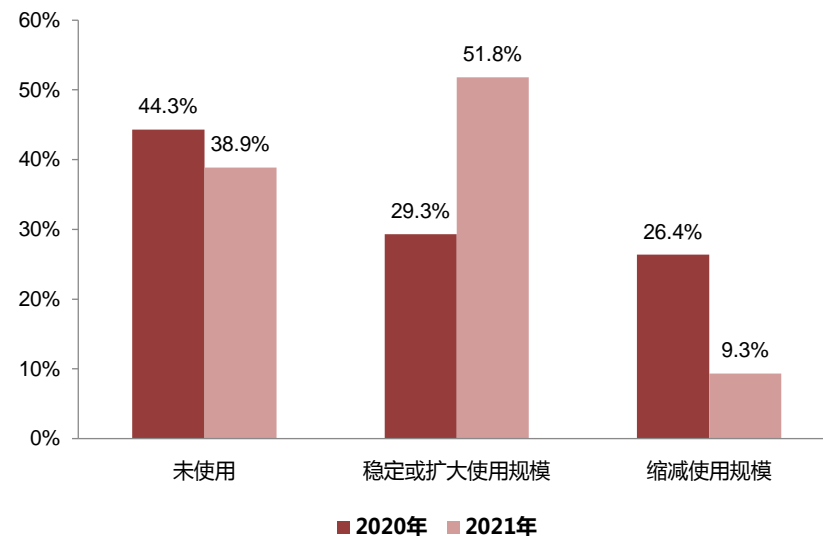


图.企业选择灵活用工意愿提升



- **中国灵活用工市场长坡厚雪，市场空间巨大。**根据艾瑞咨询，2022年，国内灵活用工市场规模约为12067亿元，预计2024年将达17720亿元，2018-2024年CAGR约为28.4%。对比其他国家，美国、日本及欧盟2018年灵活用工渗透率分别为10%/4%/3%，而我国灵活用工渗透率（不包含劳务派遣）仅不到1%，距发达国家有较大差距，考虑到我国用工市场体量大，在行业政策的不断的完善下，灵活用工市场未来高增可期。
- **中长期人服市场怎么看：**1) 目前国内人力资源服务的渗透率与欧美发达国家相比较低，近几年国内的认知也在逐渐改变。**未来：政府监管、合规性要求会越来越高**，倒逼企业将一些岗位转移到供应商（从海外国家的经验看，人服政策越规范，市场集中度也是越高）；2) 随着**国企改革**的进一步推进，国央企更加市场化，国家可能会要求国央企更聚焦于其本身工作和业务的发展，国央企和政府可能会加大采购人力资源服务；3) **人力资源公司在不断发展，越来越成熟**，由只从事基础人事服务转变为有100多项服务，**专业化程度逐渐提高**，能为客户解决的人服问题更多，人服渗透率还有较大提升的空间。

图. 2017-2024年中国灵活用工市场规模

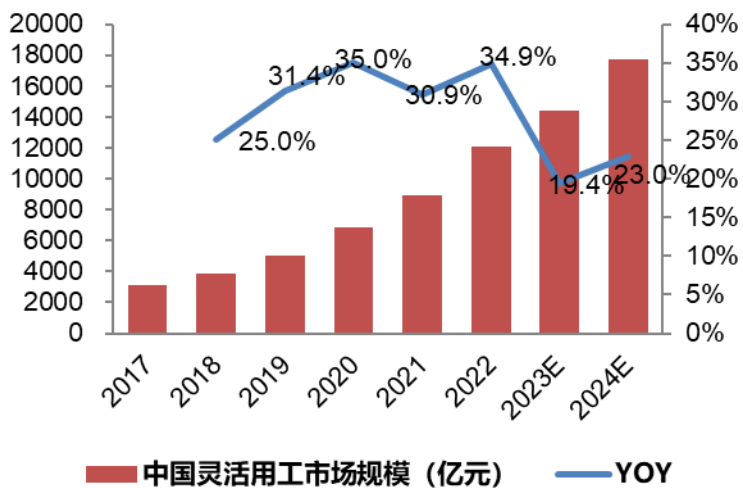
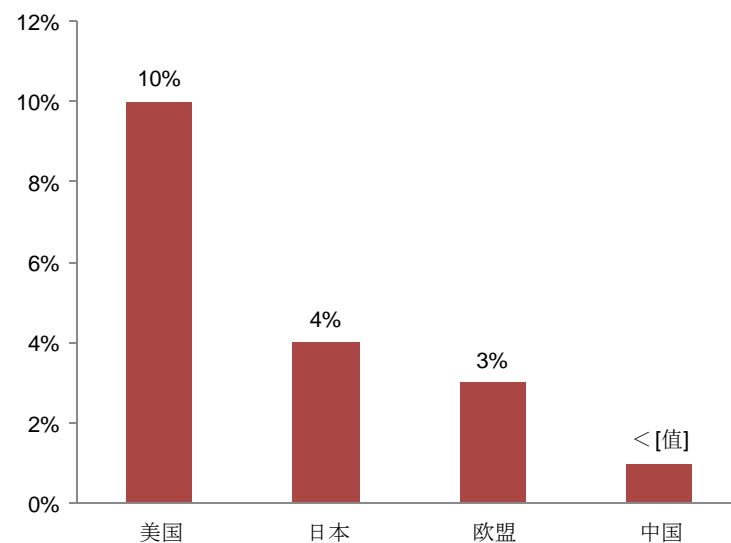


图. 2018年中国灵活用工渗透率仅为1%



- **旅游作为居民消费最为偏好的消费之一，2023Q3恢复度约疫情前八成，明年有望持续复苏。**疫情前，我国旅游市场稳健增长，2015-2019年，国内出游人次由39.9亿增长至60.1亿，国内旅游收入由3.4万亿元增长至5.7万亿元，CAGR为13.8%。2022年底防疫政策全面放开后，文旅市场复苏势头强劲，2023Q1-Q3国内旅游收入为3.7万亿元，恢复至2019年同期80.0%；国内旅游人次为36.7亿人次，恢复至2019年同期84.7%；单看2023Q3，国内旅游总人次12.90亿，恢复至2019年同期85.0%，国内旅游收入为1.4万亿元，恢复至2019年同期88.0%。
- **聚焦节假日数据，国内旅游市场波动修复，2023年国庆假期恢复数据亮眼。**节假日通常为国内旅游出游高峰期，2023年国庆旅游市场复苏势头强劲。根据文旅部数据，2023年国庆假期全国国内旅游出游约8.3亿人次，同比2019年增长4.1%；实现国内旅游收入约7534.3亿元，同比2019年增长1.5%。

图.国内旅游收入及增长率

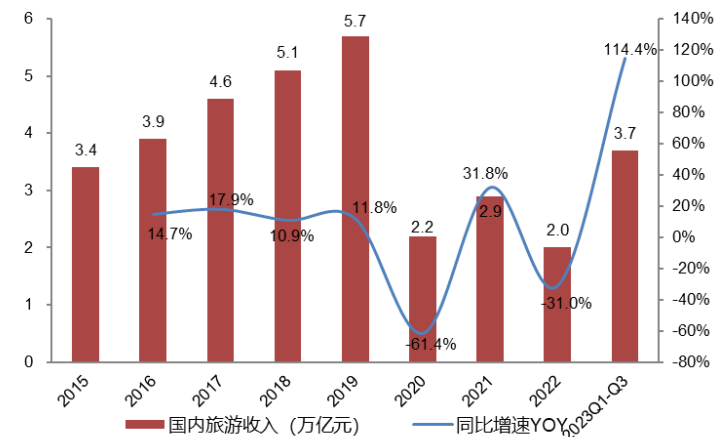


图. 2020-2023年国内节假日旅游恢复情况

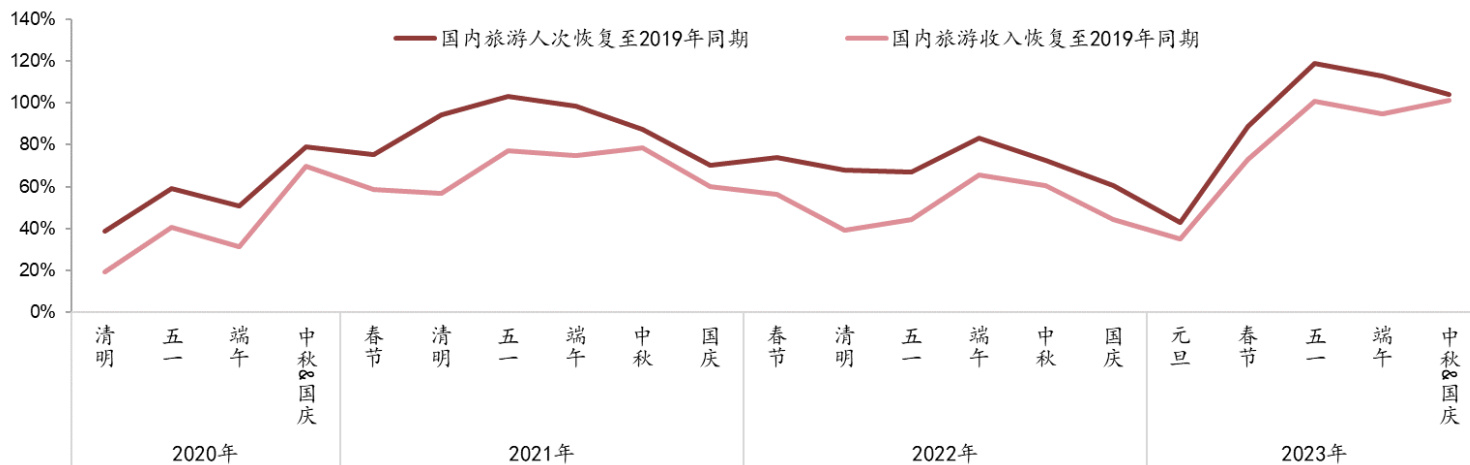
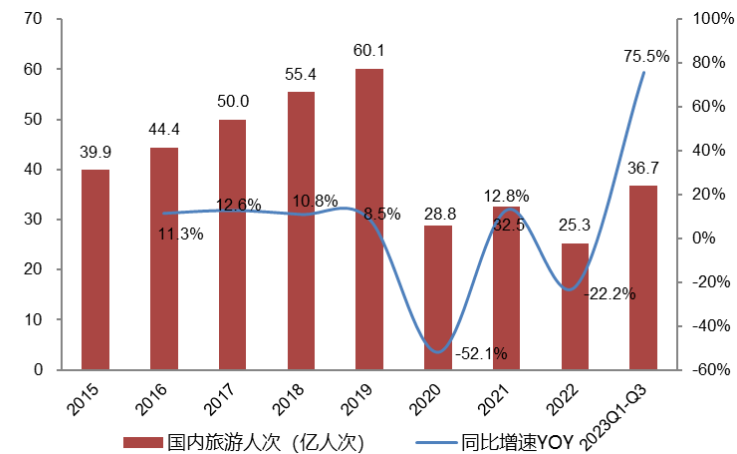


图.国内旅游人次及增长率



- **疫后长线游、跨省游逐步复苏。** 2023年春节假期作为疫后放开的首个小长假，游客平均出游半径达207公里，同比增长57%；目的地平均游憩半径11.2公里，同比增长34.4%，中远程旅游开始释放活力。携程数据显示，春节期间平台跨省、跨市酒店订单占比近7成，预定量反超2019年春节。2023年五一、国庆假期游客平均出游半径为181、190公里，虽不及2019年平均出游半径，但远超2021、2022年同期水平，国内长线游、跨省游有望逐步复苏。
- **旅游等悦己类消费倾向具有可持续性。** DT研究院在今年12月初对1148位年轻人做《2023青年消费调研》数据显示，仍有48.0%的年轻人依然倾向于旅游、演出、医美体验等服务类产品消费，这与国家统计局上半年的《2023年中国美好生活大调查》的数据相吻合，这说明今年旅游市场的火热复苏并不是短暂性的爆发式复苏，旅游消费依然具有可持续性，且单看2023Q3，国内旅游总人次12.90亿，恢复至2019年同期85.0%，在居民旅游消费倾向如此高的情况下，说明整体旅游市场明年仍然有较大的持续复苏空间。

图. 2019-2023年国内节假日平均出游半径及目的地休憩半径

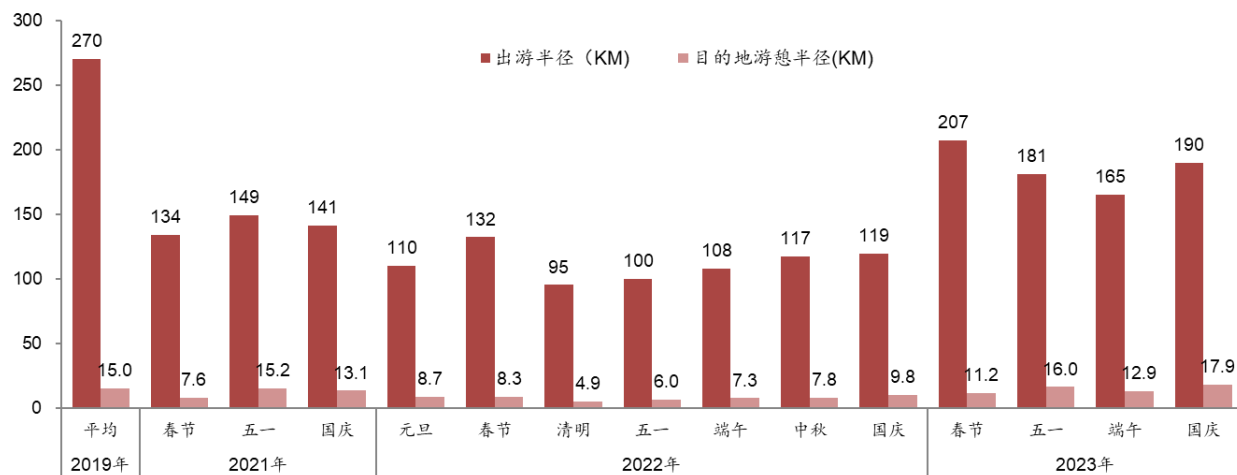
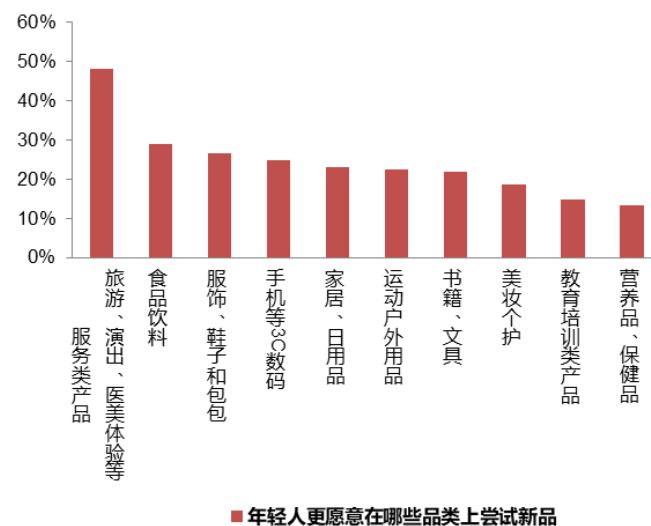


图. 年轻人依旧更倾向旅游等悦己类消费



- 我国先后一共经历三波婴儿潮，2022年出现“死亡交叉”。在二战结束后，全世界范围都掀起一波婴儿潮，这也引起了我国第一波婴儿潮，1954年中国出生人口达到2232万人/YoY+36.3%；在三年困难时期过后，中国又迎来了第二波婴儿潮，1962年我国出生人口达2451万人/YoY+158.3%；第三波婴儿潮则是由于50后和60后进入了结婚生育期，1981-1991年期间，我国的出生人口均维持在较高水平。三波婴儿潮使得我国人口数量增长较快。但后续由于80后90后观念以及生活成本的原因，我国出生人口连续七年下降，2022年出生人口为956万人，死亡人口1041万人，出现“死亡交叉”现象。
- 50年代第一波婴儿潮导致我国人口老龄化严重，预计未来死亡人口持续增加。1950年左右我国掀起了第一波婴儿潮，所以从2010年开始，我国60岁以上人口占比逐年增大，2022年占比达19.8%，人口老龄化问题越发严重。人口老龄化会诱发正常死亡的增加，我国死亡人口数量从2002年821万人上升至2022年1041万人。按照我国平均寿命78岁推算，2027年，我国死亡人口将不低于1200万人，2030年预计将突破1600万人。

图. 1949-2022年中国出生人口数量及增速（万人）

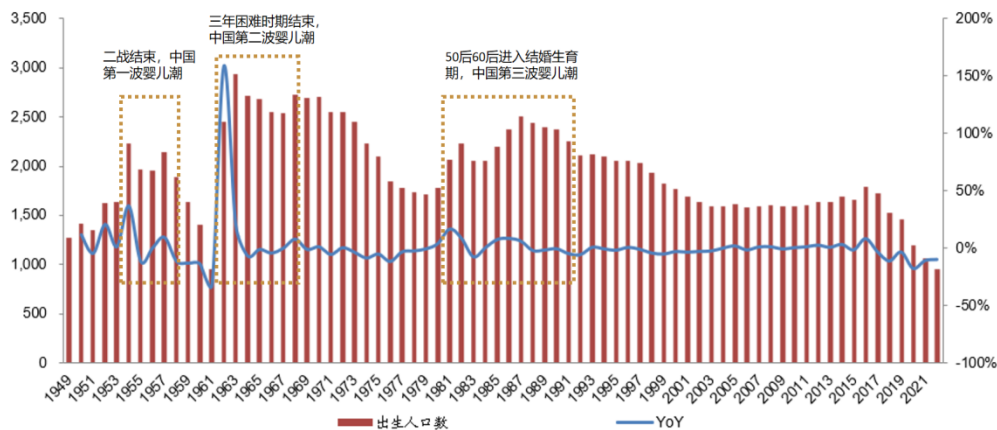


图. 2010-2022年中国人口结构

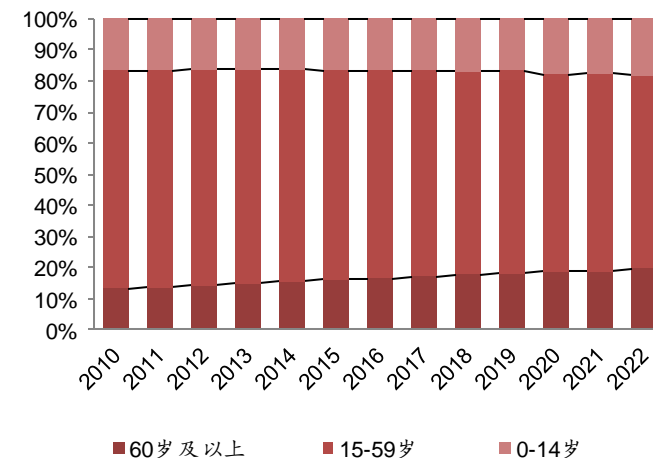
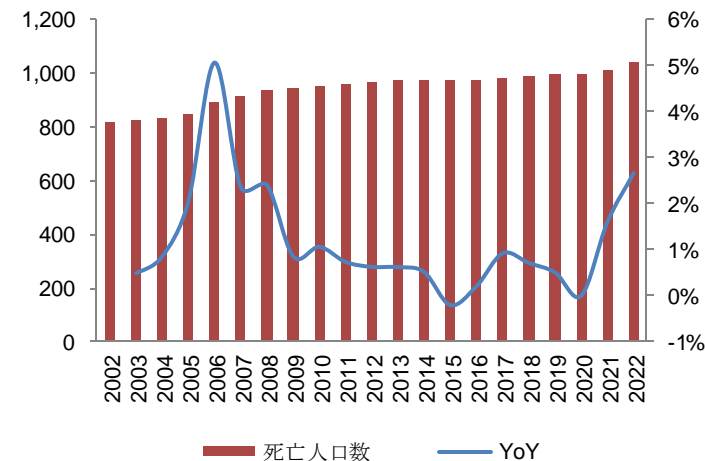


图. 2002-2022年中国死亡人口数量及增速（万人）



- **殡仪馆数量较美日等国有较大差距，90%由国家控制。** 与美日同期数据对比，2020年美国殡仪馆数量为18874个，日本殡仪馆数量为5100个，而我国仅有1722个，不到美国殡仪馆数量十分之一。美国的殡葬馆约89.2%为家庭或个人私有，10.8%由上市公司拥有；中国90%以上的殡仪馆由政府进行管控，未来管控可能会收紧，由国家直接控制的殡仪馆数量将进一步增大，但经营性民企可以参与运营。
- **政策支持实施“放管服”改革，加快经营性和公益性殡葬服务分离。** 虽然我国呈现民政部管理公墓占比较高形态，但殡葬行业仍鼓励社会力量参与，民政部社会事务司司长王金华于2018年公开表示涉及遗体事项需国家相关部门审批，但不涉及遗体事项鼓励社会力量参与；2022年进一步强调要公益和市场分离，实现公益性殡葬服务机构和经营性服务机构的独立经营。

图.中美殡仪馆数量对比（个）

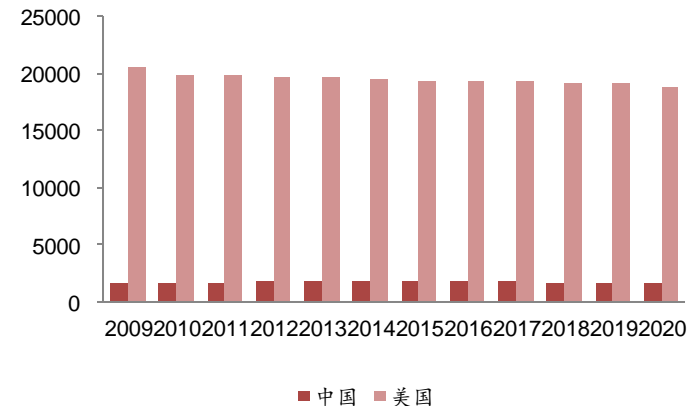
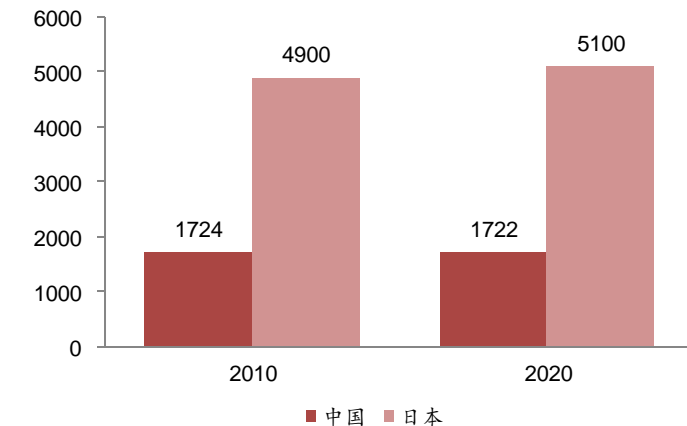


图.民政部社会事务司司长近5年谈及殡葬行业民企参与相关内容

发言时间	公开发言	相关内容
2018年9月	殡葬管理条例(修订草案征求意见稿): 国家建立基本殡葬公共服务制度	直接跟遗体打交道的, 还要实行准入制度, 因为这涉及到公共卫生安全, 所以需要殡仪服务管理部门来审批, 其它不涉及遗体的, 都向社会放开, 让更多的社会力量参与到殡葬服务, 丰富殡葬服务市场
2020年12月	优化专项事务管理, 改善人民生活品质	要实行基本殡葬服务、公益性安葬设施的墓位、格位政府定价, 探索将特大城市和省会城市经营性公墓墓位价格纳入价格监测
2022年6月	厘清殡葬改革本质与出路	1) 加快殡葬设施和服务体系建设, 逐步形成公益性为主、经营性为辅、节地生态为导向的殡葬管理服务新格局; 2) 改革现有殡葬管理体制机制, 加快殡葬领域“放管服”改革, 公益的归公益、市场的归市场, 彻底解决公益性与经营性殡葬服务机构不分的问题

图.中日殡仪馆数量对比（个）



- **中国城镇居民的人均可支配收入增长迅速**：由2011年的人民币21810元增长至2022年的人民币49283元，除2020年、2022年受疫情影响增速较低外，其余年份增速均在7%以上。
- **中产群体日益扩大**：根据麦肯锡发布的《中国消费者调查报告》，我国一二线城市人口中达到中产阶级（年收入在10.6万-22.9万的人群）及以上收入水平的人口从2010年的15%上升到2018年的59%，在经济发展迅速的背景下，居民愿意为新消费支出更多，中央经济工作会议也强调“**增加城乡居民收入，扩大中等收入群体规模，推动消费从疫后恢复转向持续扩大，培育壮大新型消费，积极培育智能家居、文娱旅游、体育赛事、国货“潮品”等新的消费增长点**”。赛车运动为新型体育活动，与消费主义息息相关，呈现出需求上升的潜在趋势。

图. 2011-2022年中国城镇居民人均可支配收入及增速

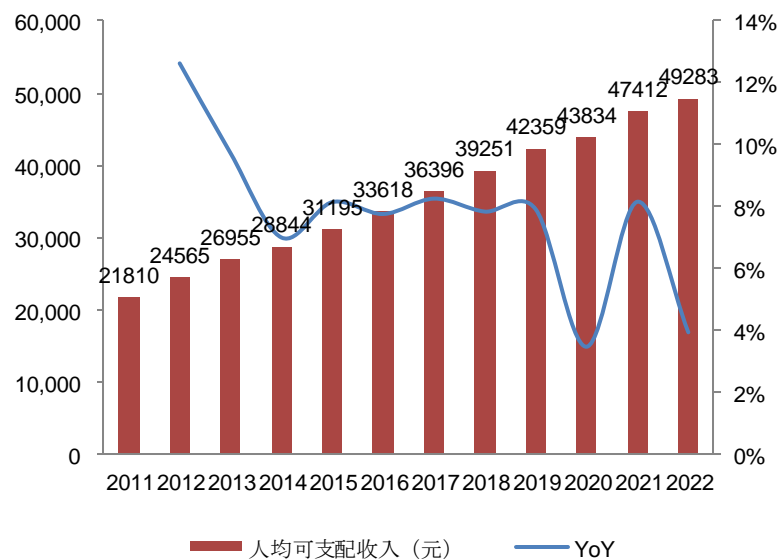
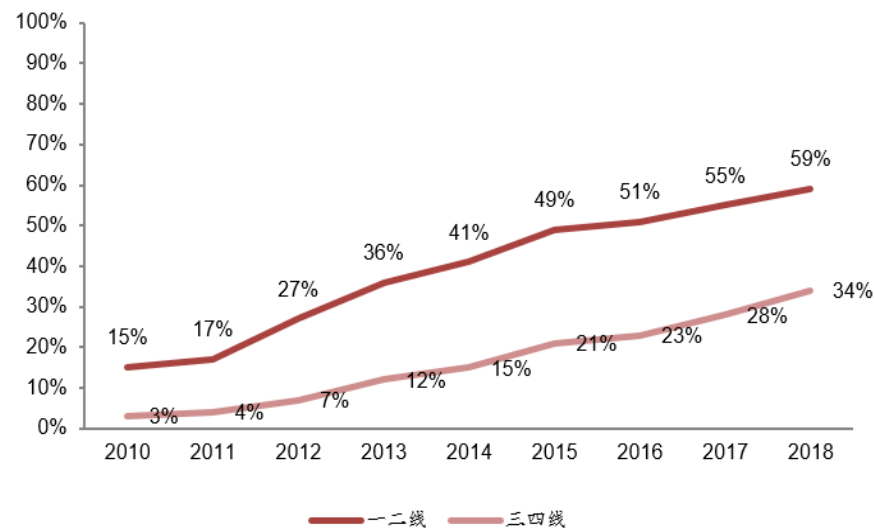


图. 2010-2018年中国中产阶级占比



国务院印发的《全民健身计划（2021—2025年）》规划2025年中国体育产业规模达到5万亿元，产业增加值占国内生产总值比重达到2%。2021年全国体育产业总规模达3.1万亿元，2015-2021年复合增速为10.3%；产业增加值占国内生产总值比重为1.07%，对比十四五规划目标还有较大增长空间。赛车运动作为体育产业的细分领域，行业规模约为13.0亿元，整体弹性较大。

图. 2016-2021年中国赛车运动市场规模及增速

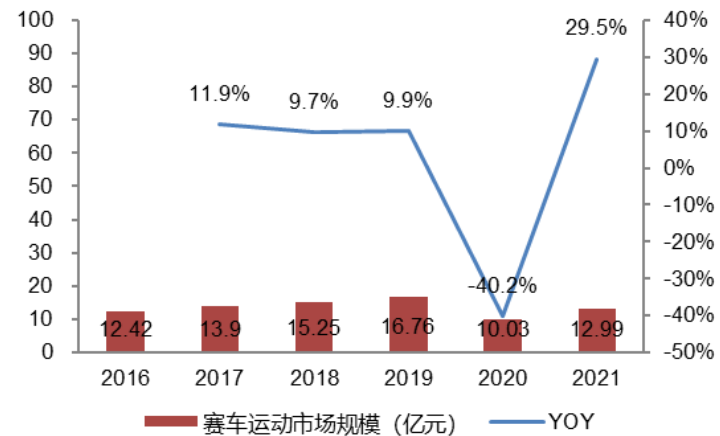


图. 2021年全国体育产业总规模达3.1万亿元

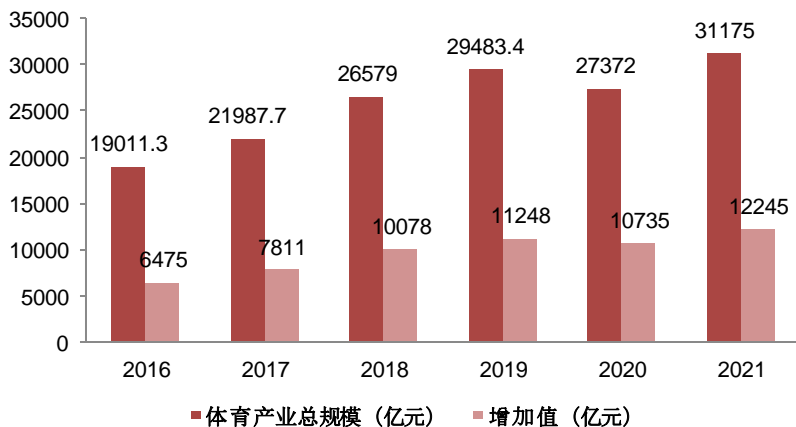
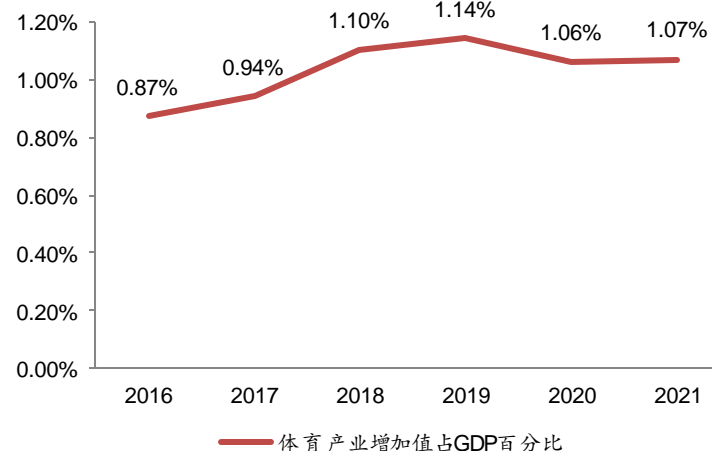


图. 体育产业增加值占GDP的比重持续提升



- 推荐逻辑：国内灵活用工市场尚处于起步阶段，渗透率提升空间较大。** 疫情冲击之下，灵活用工在需求端企业应用的普及度及深度均在增强，供给端服务业劳动力占比提升，需求端及供给端的高景气驱动灵活用工行业蓬勃发展。
- 科锐国际为国内领先的人力资源服务商，数字化建设助力客户粘性提升。** 公司持续进行研发投入，进一步完善“技术+平台+服务”产品生态，平台与技术的发展促进公司链接长尾客户，为公司带来更多新的客户群体，公司通过垂直招聘平台、产业互联平台、SaaS 技术平台触达各类客户2.8万余家，同比增长59.5%，运营招聘岗位16.2万个，同比增长90.9%，链接生态合作伙伴1.0万余家。在数字化管理与技术赋能加持下，公司运营效能不断提升，助力公司营收持续增长。
- 公司始终重视全球化服务体系建设，海外业务表现亮眼。** 公司进一步深化国际化客户跨国跨团队协同服务，持续推进国内外业务协同发展。2022年，公司海外营收为23.4亿元，同比增长48.0%，营收占比为25.7%，同比上升3.2个百分点，其中公司重要海外分支英国Investigo公司，2022年营业收入为19.9亿元，同比增长51.9%。公司即将对子公司Investigo实现100%控股，在国内出入境放开的背景下，国内客户出海意愿的提升将持续助力公司海外业务成长。
- 业绩预测与投资建议：** 预计公司2023-2025年归母净利润分别为2.1、3.2、4.1亿元，未来三年归母净利率复合增长率12.5%，维持“买入”评级。
- 风险提示：** 业务增长或不及预期、市场竞争加剧风险、政策法规变化风险。

业绩预测和估值指标				
指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	9092.06	10025.97	13450.97	16732.16
营业收入增长率	29.69%	10.27%	34.16%	24.39%
归母净利润 (百万元)	290.69	209.84	320.00	413.79
归母净利润增长率	15.11%	-27.81%	52.50%	29.31%
EPS (元)	1.48	1.07	1.63	2.10
P/E	21	27	18	14



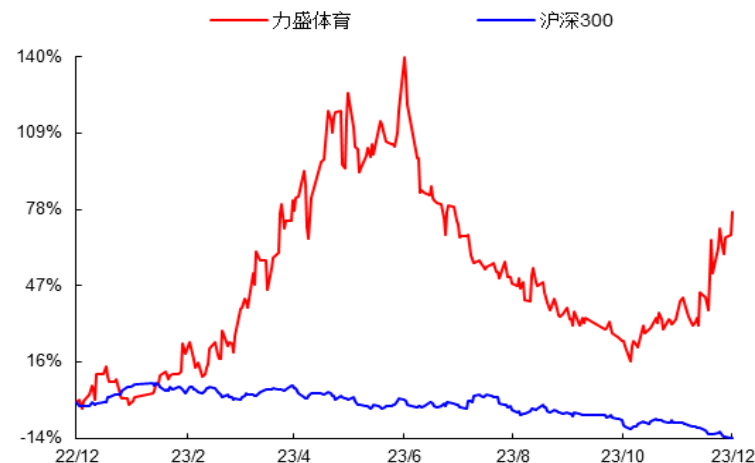
- 投资逻辑：1) 殡葬服务业增长潜力大：**人口老龄化和火葬普及推动行业需求增加，2021年中国殡葬服务行业规模为2808亿元/YoY+9.0%，预计2021-2026年CAGR可达8.1%。**2) 全国多点式分布，墓地资源丰富：**公司覆盖全国19个省份，46座城市，全国化布局帮助公司吸引多区域客户。同时公司在各区域均有丰富墓地储备，2022年可用于墓穴销售土地面积达262万平方米，帮助公司稳固行业龙头地位。**3) 积极拥抱人工智能技术，纵向延伸产业链：**在传统公墓运营、殡仪服务基础上纵向拓展产业链，筹备研发训练福寿园和行业的GPT，积极完善产业链布局，形成协同效应。
- 殡葬服务业增长潜力大，行业规模有望提速增长。**截止2022年，我国60岁以上人口占比为19.8%，建国后第一波“婴儿潮”出生群体正逐步步入老年，预计未来人口老龄化问题持续加剧，耕地保护和城镇化进程致使“人地矛盾”日益凸显，未来火化率将进一步提升，预计2026年行业市场规模可达4114亿元。
- 全国多点式分布，墓地资源丰富。**截止2022年末，公司已覆盖全国19个省份，46座城市，共计管理33个公墓和30个殡仪服务设施，全国化布局帮助公司吸引多区域客户。同时公司在各区域均有丰富墓地储备，2022可用于墓穴销售土地面积达262万平方，经营性墓地审批加严，存量优势展现。
- 积极拥抱人工智能技术，纵向延伸产业链。**除传统公墓运营、殡仪服务以外，公司纵向拓展产业链，先后开展设备制造、追思用品、规划设计、生前事业、“殡葬互联网+”、生命教育等，公司正筹备研发训练福寿园和行业的GPT，利用数字化的方式将逝者信息整合，实现生者与逝者之间跨时空对话。
- 盈利预测与投资建议：**公司是深耕殡葬服务行业龙头企业，具备“区域+运营+产品”竞争优势且经营能力强，预计公司2023-2025年归母净利润分别为8.8、10.3、12.5亿元，对应EPS分别为0.38、0.44、0.54元，建议积极关注。
- 风险提示：**销售数量和客单价增长不及预期风险；收购目标存在隐藏债务及潜在诉讼风险；行业竞争加剧及市场需求变动风险；殡葬行业监管政策变动风险。

业绩预测和估值指标				
指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2171.63	2932.14	3515.59	4297.17
营业收入增长率	-6.63%	35.02%	19.90%	22.23%
归母净利润 (百万元)	658.60	879.97	1027.79	1248.69
归母净利润增长率	-8.53%	33.61%	16.80%	21.49%
EPS (元)	0.28	0.38	0.44	0.54
P/E	21	14	12	10



- 投资逻辑：1) 国务院政策指引，体育行业发展空间广阔：**规划2025年中国体育产业规模达到5万亿元，产业增加值占国内生产总值比重达到2%，2021年全国体育产业总规模达3.1万亿元，公司为国内赛车赛事运营龙头，充分受益于防疫政策放开带来的公司赛车赛事业务实现爆发式复苏。**2) 传统业务基本盘稳固，积极推动“AI+体育”布局。**在AI技术加速发展的当下，公司与百度网讯强强联合，正逐步推动建立国内领先的运动数据与大健康服务平台。**3) 募投项目逐步达产，业绩增长可期：**当前募投项目新能源汽车场地项目预计在24、25年逐步落地达产，将为公司提供较大业绩增量。
- 国务院政策指引，体育行业发展空间广阔。**2021年全国体育产业总规模达3.1万亿元，2015-2021年复合增速为10.3%；产业增加值占国内生产总值比重为1.07%，对比十四五规划目标还有较大增长空间。赛车运动作为体育产业的细分领域，行业规模约为13.0亿元，整体弹性较大。
- 传统业务基本盘稳固，积极推动“AI+体育”布局。**2023Q1，公司海外赛事业务率先复苏发展，业绩扭亏为盈。公司现已实现汽车运动全产业链布局，百度网讯拥有多项人工智能相关专利，与百度网讯的合作有望能够发挥各自领域的优势，在人工智能与体育竞技领域实现协同发展。
- 募投项目逐步达产，业绩增长可期。**根据公司公告披露，募投项目成熟运营后，预计每年合计为公司新增营业收入约3.2亿元，新增净利润7000余万元，与百度网讯的合作将联合行业优质资源推动公司“人工智能数字体育”项目建设。
- 盈利预测与投资建议：**预计公司2023-2025年归母净利润分别为0.7、1.0、1.7亿元，维持“买入”评级。
- 风险提示：**行业受宏观经济波动影响风险、市场竞争加剧风险、体育赛事推广权无法延展或商权费大幅上升风险、募投项目进度或不及预期。

业绩预测和估值指标				
指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	258.30	448.84	610.11	921.34
营业收入增长率	-8.04%	73.76%	35.93%	51.01%
归母净利润（百万元）	-76.40	73.25	104.86	166.36
归母净利润增长率	7.91%	195.88%	43.15%	58.65%
EPS（元）	-0.48	0.45	0.65	1.03
P/E	-51	49	34	21



代码	公司	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			投资评级
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
300662.SZ	科锐国际	28.69	1.48	1.07	1.63	21	27	18	买入
1448.HK	福寿园	5.20	0.28	0.38	0.44	21	14	12	-
002858.SZ	力盛体育	21.99	-0.48	0.45	0.65	-51	49	34	买入

- 宏观经济增速不及预期
- 市场需求变动风险
- 行业竞争加剧等风险



分析师：杜向阳
执业证号：S1250520030002
电话：021-68416017
邮箱：duxy@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	18621310081	jsf@swsc.com.cn	李煜	销售经理	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	clw@swsc.com.cn	卞黎昞	销售经理	13262983309	bly@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	tsz@swsc.com.cn	龙思宇	销售经理	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	xsy@swsc.com.cn	田婧雯	销售经理	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	cyryf@swsc.com.cn	阚钰	销售经理	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	wyyf@swsc.com.cn	魏晓阳	销售经理	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	zmyf@swsc.com.cn				
北京	李杨	销售总监	18601139362	yfly@swsc.com.cn	胡青璇	销售经理	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	张鑫	销售经理	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	王宇飞	销售经理	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	wyf@swsc.com.cn	路漫天	销售经理	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	yhang@swsc.com.cn	马冰竹	销售经理	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn	张文锋	销售经理	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	yxy@swsc.com.cn	陈紫琳	销售经理	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	陈韵然	销售经理	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn				