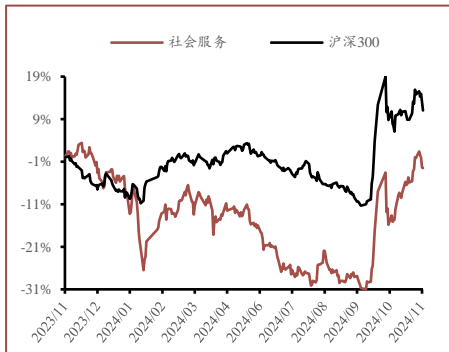


投资评级:看好(维持)

最近 12 月市场表现



分析师 刘洋

SAC 证书编号: S0160521120001

liuyang01@ctsec.com

分析师 于健

SAC 证书编号: S0160522060001

yujian@ctsec.com

相关报告

- 《政策发力持续，关注顺周期标的》
2024-11-10
- 《政策引导积极，消费整体受益》
2024-11-04
- 《从“59 到 115”，黄金周到小长假》
2024-11-02

核心观点

- ❖ **文旅:** 假期延长叠加冰雪游热度提升，四季度旅游有望维持景气。免税方面关注顺周期下免税客单价修复逻辑，以及四季度起市内免税店开业催化。回顾 2024 年 Q2 与 Q3，客单价是海南免税销售额下滑的重要因素之一，目前顺周期预期下，海南旅游大盘有望得到修复，同时可以展望客单价修复对于销售额回暖的带动。旅游出行方面，本轮顺周期行情 OTA 受益于出行链热度提升，估值有望上调，建议关注 OTA 渗透率提升以及竞争格局改善逻辑，个股关注港股 OTA 携程集团-S 与同程旅行。
- ❖ **酒店:** 前三季度龙头开店增速和开店结构均有亮眼表现，供需差拐点短期未见，但四季度 RevPAR 基数影响有望边际收窄，关注管理提质增效龙头。凯悦、万豪等国际酒店集团加码大中华区建设，开店签约仍保持强劲势头，需求端，万豪初步预计明年大中华区经营数据同比持平。
- ❖ **教育:** 1) 公职考培: 公务员、事业单位等政策岗位作为高校应届生重要就业去向，持续扩招稳定就业。2025 年军队文职招考 34784 人，同比+4.20%。在高校应届毕业生人数走高背景下，公职岗位报考人数有望新高。头部公司纷纷加大基地班建设投入，并研发长周期班型满足市场需求，市占率有望持续提升; 2) K12: 北京市实施《〈中华人民共和国民办教育促进法〉办法(修订草案征求意见稿)》，明确校外培训机构设立应符合“双减”工作要求，学科类校外培训机构由区级教育行政部门审批。近期政策引导积极，关注质优头部。
- ❖ **医美:** 医美作为顺周期板块有望随相关刺激政策落地迎来消费层面和情绪层面同步复苏，关注医美终端景气度恢复及对于上游优质基本面企业的带动效应，标的层面建议关注出海业务及新品管线进展。
- ❖ **美妆:** 在经历弱复苏等多因素影响下 Q1-Q3 行业景气度有所下行，行业分化格局态势进一步突出，美妆作为大促重要支撑品类，在大促旺季催化下景气度有所恢复，在国货认可度提升下头部美妆品牌具备发展动能，韧性继续彰显。
- ❖ **零售:** 美国消费韧性持续，大选落地短期或带来一定情绪波动，建议关注后续降息持续性及低估值标的的机会: 1) 具有溢价能力的跨境电商品牌，面对外部影响业绩相对优势凸显，推荐安克创新、致欧科技、乐歌股份，海运费回落后业绩有望得到释放; 2) 美联储降息若持续有望催化地产后周期工具链需求回暖，头部零售商家得宝上调业绩预期，建议关注供应链龙头。推荐手工工具龙头巨星科技、电动工具品牌龙头创科实业，关注泉峰控股。
- ❖ **风险提示:** 宏观经济波动; 居民消费意愿恢复不及预期; 行业竞争加剧。

内容目录

1	商社板块观点.....	6
1.1	免税	6
1.2	酒店	11
1.3	教育	13
1.4	医美化妆品	16
1.5	人力资源	22
1.6	文旅	23
1.7	餐饮	30
1.8	零售	32
2	本周绝对估值变化.....	34
3	商社行业估值概览.....	36
4	附录：本周商社各子版块覆盖标的估值变化趋势.....	39
4.1	免税行业相关标的估值情况	39
4.2	餐饮行业相关标的估值情况	40
4.3	酒店行业相关标的估值情况	41
4.4	医美化妆品行业相关标的估值情况.....	42
4.5	人服行业相关标的估值情况	43
4.6	文旅行业相关标的估值情况	44
4.7	珠宝行业相关标的估值情况	45
4.8	零售行业相关标的估值情况	46
5	风险提示.....	47

图表目录

图 1.	免税销售景气度指数.....	6
图 2.	海南省机场进港客流情况（人次）	7
图 3.	海口机场进港客流情况（人次）	7
图 4.	三亚机场进港客流情况（人次）	7
图 5.	北上广深进港客流（人次）	8
图 6.	北部地区进港客流（人次）	8

图 7. 西南地区进港客流 (人次)	9
图 8. 华中地区进港客流 (人次)	9
图 9. 江南及广西地区进港客流 (人次)	9
图 10. 全国酒店 OCC.....	11
图 11. 全国酒店 ADR (元)	11
图 12. 全国酒店 RevPAR (元)	11
图 13. 经济型酒店 OCC.....	11
图 14. 中档型酒店 OCC.....	12
图 15. 豪华型酒店 OCC.....	12
图 16. 全国酒店 OCC 较 2019 和 2023 年恢复度.....	12
图 17. 全国酒店 ADR 较 2019 和 2023 年恢复度.....	12
图 18. 2025 年国考过审人数达 341.6 万.....	14
图 19. 创健医疗 2022-2023 年营业收入及增速	16
图 20. 创健医疗 2022-2023 年归母净利润及增速	16
图 21. 创健医疗 2022-2023 年各产品收入占比 (%)	16
图 22. 2020-2024 年双 11 全网销售总额及增速.....	18
图 23. 2020-2024 年双 11 分平台销售额.....	18
图 24. 2021-2024 年双 11 分平台销售增速.....	18
图 25. 2020-2023 年双 11 美妆 (护肤&彩妆) 销售额及增速	19
图 26. 天猫 618、双 11 美容护肤销售榜单.....	20
图 27. 抖音 618、双 11 美容护肤销售榜单.....	20
图 28. 中国:城镇调查失业率 (%)	22
图 29. 国际航班恢复情况 (截止 2024.11.17)	26
图 30. 各餐饮品类月度平均店效同比情况.....	30
图 31. 各餐饮品类月度客单价情况 (元)	30
图 32. 10 月社零餐饮增速环比回升.....	31
图 33. 10 月限额以上企业社零餐饮增速环比回落.....	31
图 34. 火焰官门店.....	31
图 35. 火焰官菜单.....	31
图 36. 家得宝分季度收入及同比增速 (亿美元)	32
图 37. 家得宝分季度存货同比及库销比数据.....	32
图 38. 各航线 CCFI 海运集装箱指数.....	33
图 39. 美元/欧元兑人民币汇率同比变化.....	33

图 40. 万得 A 股 PE(TTM).....	34
图 41. 消费者服务(中信)预测 PE.....	35
图 42. 商贸零售(中信)预测 PE.....	36
图 43. 各公司估值情况 (2024E)	37
图 44. 各公司估值情况 (2025E)	38
图 45. 免税行业估值情况 (2024E)	39
图 46. 免税估值 (2024E)	39
图 47. 免税估值 (2025E)	39
图 48. 中国中免估值变化趋势.....	39
图 49. 海汽集团估值变化趋势.....	39
图 50. 餐饮行业估值情况 (2024E)	40
图 51. 餐饮估值 (2024E)	40
图 52. 餐饮估值 (2025E)	40
图 53. 海底捞估值变化趋势.....	40
图 54. 九毛九估值变化趋势.....	40
图 55. 酒店行业估值情况 (2024E)	41
图 56. 酒店估值 (2024E)	41
图 57. 酒店估值 (2025E)	41
图 58. 锦江酒店估值变化趋势.....	41
图 59. 君亭酒店估值变化趋势.....	41
图 60. 医美化妆品行业估值情况 (2024E)	42
图 61. 医美化妆品估值 (2024E)	42
图 62. 医美化妆品估值 (2025E)	42
图 63. 珀莱雅估值变化趋势.....	42
图 64. 爱美客估值变化趋势.....	42
图 65. 人服行业估值情况 (2024E)	43
图 66. 人服估值 (2024E)	43
图 67. 人服估值 (2025E)	43
图 68. 科锐国际估值变化趋势.....	43
图 69. 外服控股估值变化趋势.....	43
图 70. 文旅行业估值情况 (2024E)	44
图 71. 文旅估值 (2024E)	44
图 72. 文旅估值 (2025E)	44

图 73. 长白山估值变化趋势.....	44
图 74. 天目湖估值变化趋势.....	44
图 75. 珠宝行业估值情况（2024E）	45
图 76. 珠宝估值（2024E）	45
图 77. 珠宝估值（2025E）	45
图 78. 老凤祥估值变化趋势.....	45
图 79. 周大生估值变化趋势.....	45
图 80. 零售行业估值情况（2024E）	46
图 81. 零售估值（2024E）	46
图 82. 零售估值（2025E）	46
图 83. 小商品城估值变化趋势.....	46
图 84. 吉宏股份估值变化趋势.....	46

1 商社板块观点

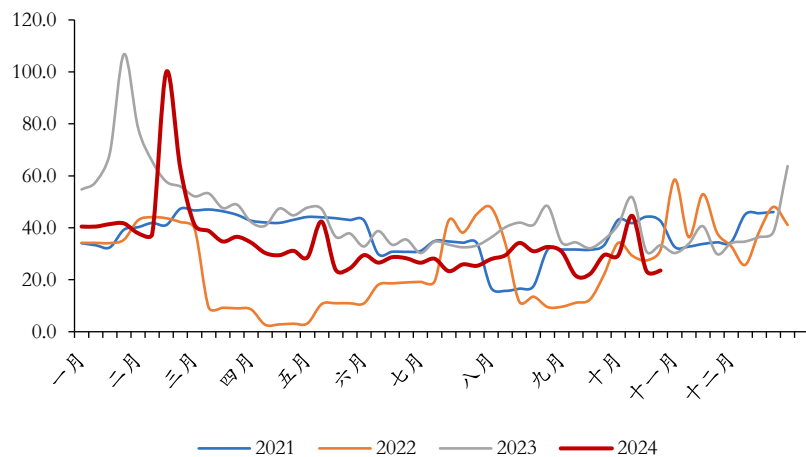
1.1 免税

海南离岛免税

- 免税销售景气度指数：2024年10月21日至10月27日，免税销售额指数为23.6，旅游淡季，客流短期承压。

（注：景气度指数综合三亚海口客流绝对值、客流恢复速度及草根调研销售热度所得，50为景气度中间值，高于50认为处于高景气区间，低于50认为景气度有待提升。）

图1.免税销售景气度指数



数据来源：飞常准 APP，财通证券研究所

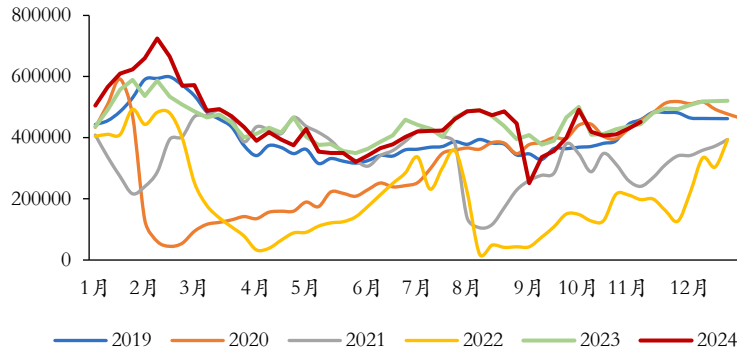
- 海南客流情况（2024年11月4日至11月10日）

海南三机场：客流 45.1 万人次，环比+5.0%，恢复至 2019 年同期 98.4%

海口机场：客流 24.1 万人次，环比+5.9%，恢复至 2019 年同期 98.4%

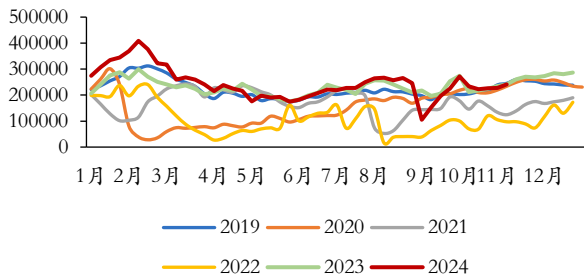
三亚机场：客流 20.1 万人次，环比+3.4%，恢复至 2019 年同期 98.5%

图2.海南省机场进港客流情况 (人次)



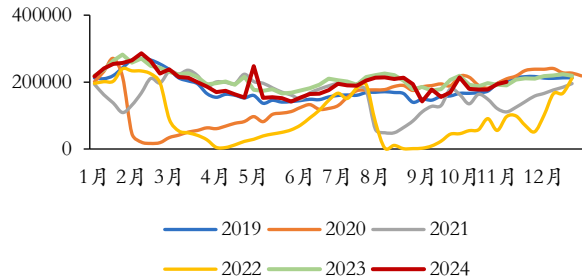
数据来源：飞常准 APP，财通证券研究所

图3.海口机场进港客流情况 (人次)



数据来源：飞常准 APP，财通证券研究所

图4.三亚机场进港客流情况 (人次)



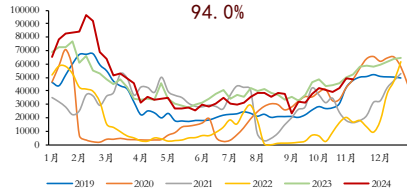
数据来源：飞常准 APP，财通证券研究所

分客源看客流：

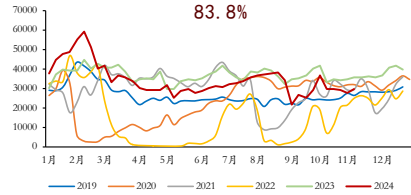
- 北京→海南：客流 4.9 万人次，环比-0.5%，恢复至 2019 年同期 102.1%
- 上海→海南：客流 3.0 万人次，环比+6.7%，恢复至 2019 年同期 112.5%
- 广州→海南：客流 2.2 万人次，环比+15.2%，恢复至 2019 年同期 102.7%
- 深圳→海南：客流 2.1 万人次，环比+5.2%，恢复至 2019 年同期 132.9%
- 成都→海南：客流 3.1 万人次，环比+4.3%，恢复至 2019 年同期 153.9%
- 重庆→海南：客流 1.6 万人次，环比-0.7%，恢复至 2019 年同期 75.8%
- 长沙→海南：客流 1.5 万人次，环比+5.3%，恢复至 2019 年同期 108.6%
- 郑州→海南：客流 1.9 万人次，环比+19.8%，恢复至 2019 年同期 89.3%
- 武汉→海南：客流 1.3 万人次，环比-3.1%，恢复至 2019 年同期 83.6%
- 杭州→海南：客流 1.7 万人次，环比+4.9%，恢复至 2019 年同期 136.6%

图5.北上广深进港客流（人次）

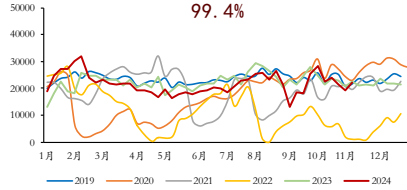
北京客流恢复到2019年102.1%，恢复到2023年



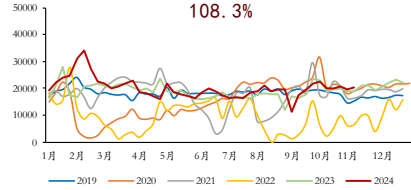
上海客流恢复到2019年112.5%，恢复到2023年



广州客流恢复到2019年102.7%，恢复到2023年



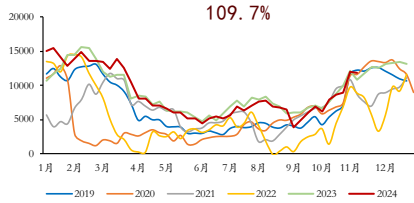
深圳客流恢复到2019年132.9%，恢复到2023年



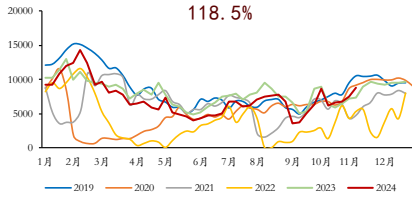
数据来源：飞常准 APP，财通证券研究所

图6.北部地区进港客流（人次）

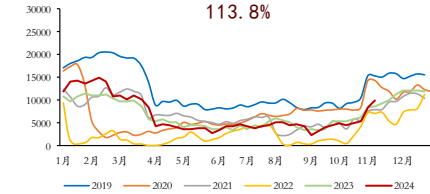
沈阳客流恢复到2019年97.2%，恢复到2023年



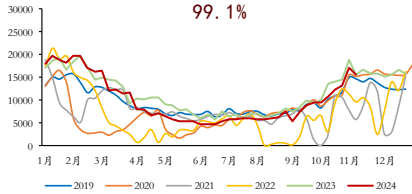
济南客流恢复到2019年83.0%，恢复到2023年



天津客流恢复到2019年64.8%，恢复到2023年



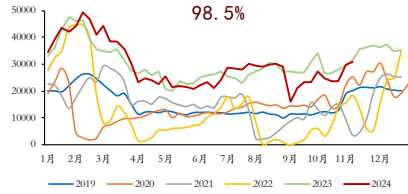
哈尔滨客流恢复到2019年105.1%，恢复到2023年



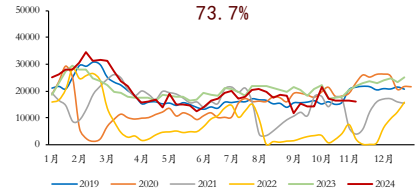
数据来源：飞常准 APP，财通证券研究所

图7.西南地区进港客流（人次）

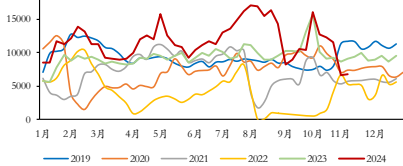
成都客流恢复到2019年153.9%，恢复到2023年98.5%



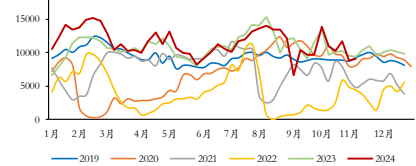
重庆客流恢复到2019年75.8%，恢复到2023年73.7%



贵阳客流恢复到2019年58.0%，恢复到2023年73.7%



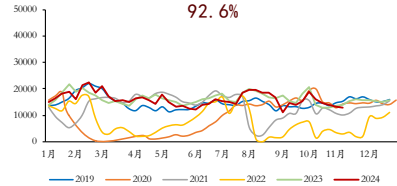
昆明客流恢复到2019年98.2%，恢复到2023年96.2%



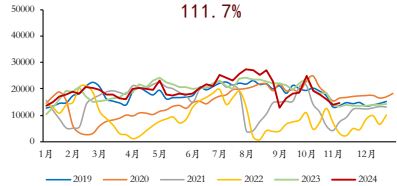
数据来源：飞常准 APP，财通证券研究所

图8.华中地区进港客流（人次）

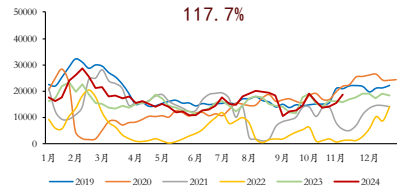
武汉客流恢复到2019年83.6%，恢复到2023年92.6%



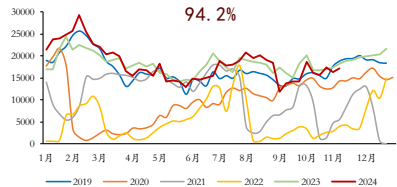
长沙客流恢复到2019年108.6%，恢复到2023年111.7%



郑州客流恢复到2019年89.3%，恢复到2023年117.7%



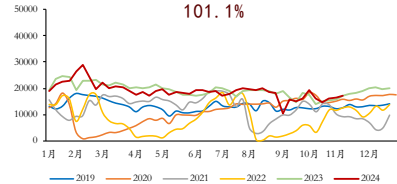
西安客流恢复到2019年91.4%，恢复到2023年94.2%



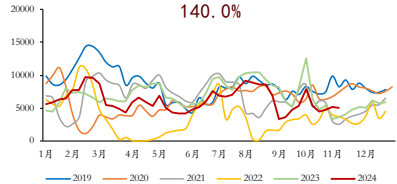
数据来源：飞常准 APP，财通证券研究所

图9.江南及广西地区进港客流（人次）

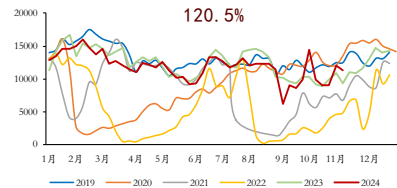
杭州客流恢复到2019年136.6%，恢复到2023年101.1%



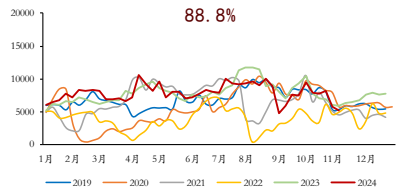
南昌客流恢复到2019年60.4%，恢复到2023年140.0%



南京客流恢复到2019年90.1%，恢复到2023年120.5%



南宁客流恢复到2019年96.7%，恢复到2023年88.8%



数据来源：飞常准 APP，财通证券研究所

公司跟踪

王府井：双十一期间，王府井集团表现亮眼。通过其全新打造一体化线上商城，以协同全国门店共同发展的理念，聚合各门店的精选优惠商品 400 余件，实现“线上商城+门店”一体化模式。通过整合资源、打通渠道，一体化商城带动了门店营销能力提升，实现了在流量高峰期的广泛覆盖和高效转化。同时，线上商城的访问量和订单量激增，覆盖的客户群体和辐射范围比以往更加广泛。各门店上线的 10 万余件商品动销率达到了 30% 以上，客单价实现 3000+，同时阶段复购率也达到了 35% 以上。

投资建议：免税方面关注顺周期下免税客单价修复逻辑，以及四季度起市内免税店开业催化。回顾 2024 年 Q2 与 Q3，客单价是海南免税销售额下滑的重要因素之一，目前顺周期预期下，海南旅游大盘有望得到修复，同时可以展望客单价修复对于销售额回暖的带动。建议关注：市内免税牌照方中国中免（601888.SH）与王府井（600859.SH）。

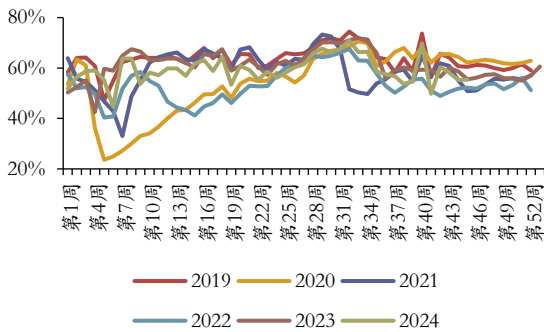
1.2 酒店

2024年第45周（11/04-11/10）酒店数据：

1、全国数据：全国 OCC 为 55.46%，环比上周 0.21pct，同比-0.12pct，较 2019 年同期-5.05pct，上周 OCC 较 2019 年同期-5.43pct；全国 ADR 为 185.15 元，环比上周 0.08%，同比-2.90%，较 2019 年同期-5.61%，上周 ADR 较 2019 年同期-6.11%；全国 RevPAR 为 102.68 元，环比上周 0.46%，同比-3.11%，较 2019 年同期-13.49%，上周 RevPAR 较 2019 年同期-14.51%。

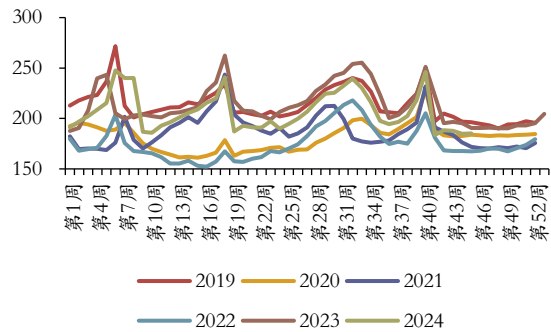
2、分类型：经济型酒店 OCC 为 56.25%，同比去年同期-0.13pct，较 2019 年同期-3.93pct；中档型酒店 OCC 为 55.28%，同比去年同期-0.06pct，较 2019 年同期-6.50pct；高档型酒店 OCC 为 45.78%，同比去年同期-3.81pct，较 2019 年同期-18.41pct。

图10.全国酒店 OCC



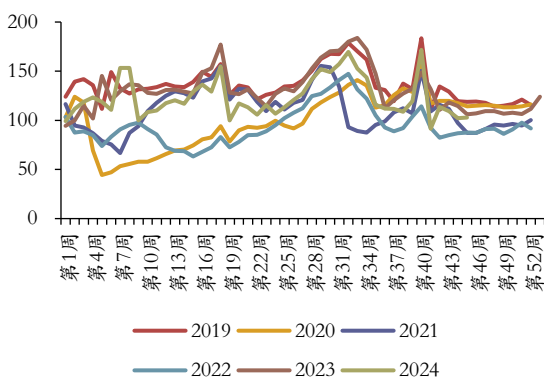
数据来源：酒店之家、财通证券研究所

图11.全国酒店 ADR (元)



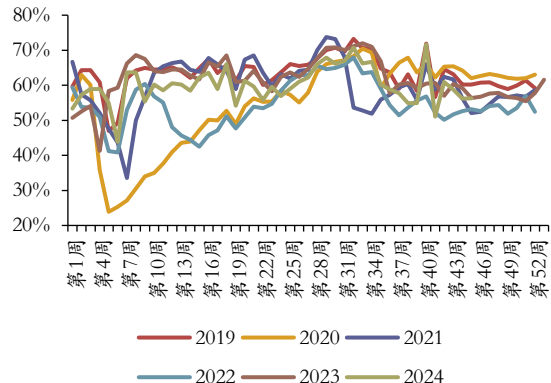
数据来源：酒店之家、财通证券研究所

图12.全国酒店 RevPAR (元)

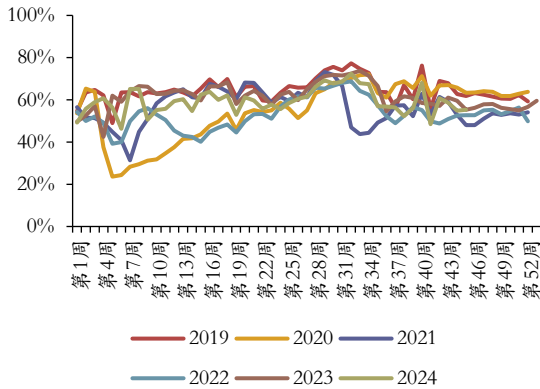


数据来源：酒店之家、财通证券研究所

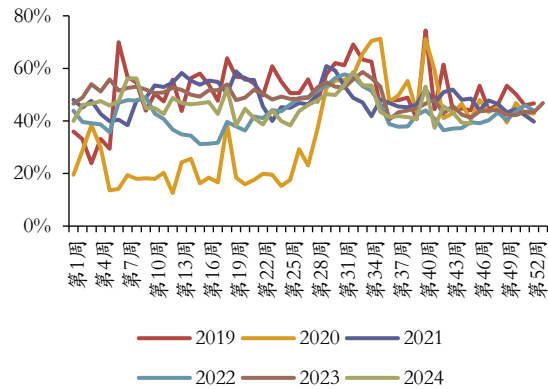
图13.经济型酒店 OCC



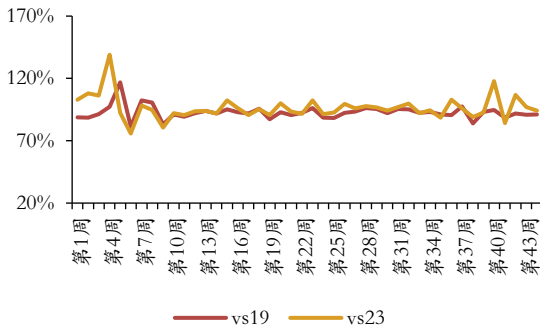
数据来源：酒店之家、财通证券研究所

图14.中档型酒店 OCC


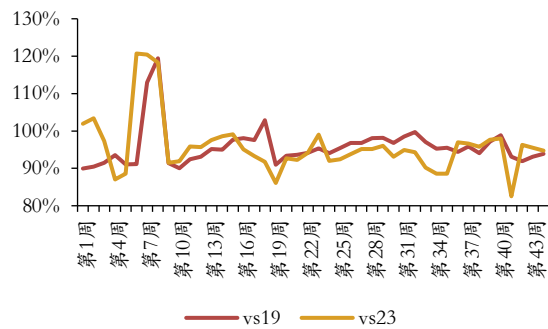
数据来源：酒店之家、财通证券研究所

图15.豪华型酒店 OCC


数据来源：酒店之家、财通证券研究所

图16.全国酒店 OCC 较 2019 和 2023 年恢复度


数据来源：酒店之家、财通证券研究所

图17.全国酒店 ADR 较 2019 和 2023 年恢复度


数据来源：酒店之家、财通证券研究所

凯悦拟未来五至八年内将亚太地区酒店数量增加 70%。未来五至八年间，凯悦集团将把亚太地区的酒店数量从目前的约 300 家增加到超 500 家。目前，其在全球拥有 1300 多家酒店，其中，美洲有 800 多家，亚太地区的规模仅次于美洲。

万豪集团计划通过裁员实现降本增效。万豪计划进行近十年来最大规模的组织调整，预计从 2025 年起每年节省 8000 万到 9000 万美元，其中包括在公司层面的裁员。裁员事宜，预计到 2025 年第一季度结束前基本完成。三季度万豪全球 RevPAR 同比+3%，其中大中华区-7.9%。大中华区开店签约仍保持强劲势头，公司预计明年经营数据表现持平。

投资建议：短期我们建议关注管理提质增效的首旅酒店(600258.SH)；上调全年开店预期的华住集团(1179.HK)、亚朵(ATAT.O)；中长期建议关注改革成效逐步兑现的锦江酒店(600754.SH)。

1.3 教育

K12：政策引导积极，关注头部公司

北京市教委、人社局发布《北京市实施〈中华人民共和国民办教育促进法〉办法（修订草案征求意见稿）》。文件提及：加强校外培训治理。一是明确校外培训机构设立应符合“双减”工作要求。同时对校外培训机构审批权限做出规定：学科类校外培训机构由区级教育行政部门审批，非学科类校外培训机构由区级教育行政部门根据同级业务主管部门意见审批；线上开展校外培训，采用线下校外培训同样的机制进行审批，但由相关市级政府部门执行。二是健全校外培训综合执法机制。各级政府相关部门健全校外培训综合执法检查机制，对擅自开展校外培训等行为，教育部门会同科技、文化旅游、体育部门将问题线索移交市场监督管理部门，由市场监督管理部门依法予以处理。

表1.《北京市实施〈中华人民共和国民办教育促进法〉办法（修订草案征求意见稿）》内容

学校类型	权限审批要求
本科以上高等学历教育的民办学校	按照有关规定报国务院教育行政部门审批。
专科教育的民办学校	由市人民政府审批，报国务院教育行政部门备案。
中等及中等以下学历教育、学前教育以及其他文化教育的民办学校	由区教育行政部门审批，报市教育行政部门备案。
校外培训机构	学科类校外培训的机构，由区教育行政部门审批，其中，利用互联网技术在线开展学科类校外培训活动的，由市教育行政部门审批；设立实施非学科类校外培训的机构，由区教育行政部门根据同级科技、文化旅游、体育等部门意见审批，其中，利用互联网技术在线开展非学科类校外培训活动的，由市教育行政部门根据同级科技、文化旅游、体育等部门意见审批。
以职业技能为主的职业资格培训、职业技能培训的机构	由区人力资源社会保障行政部门审批，抄送同级教育行政部门备案；设立民办技工学校，由市人力资源社会保障行政部门审批，设立民办技师学院，由市人民政府审批，报国务院人力资源社会保障行政部门备案。

数据来源：北京市人民政府官网，财通证券研究所

政策引导积极，关注质优龙头。2024年8月，国务院发布《关于促进服务消费高质量发展的意见》，提出“推动高等院校、科研机构、社会组织开放优质教育资源，满足社会大众多元化、个性化学习需求；推动社会培训机构面向公众需求提高服务质量。”各级各类社会培训机构应持续提高服务质量，提升参训学员的文化素质、科学素养和劳动技能等。

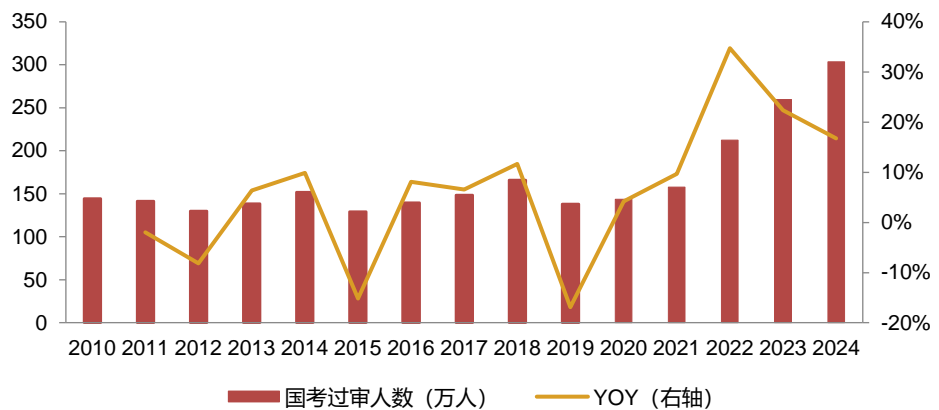
投资建议：龙头机构合规化转型完毕，供给出清下素质教育业务、高中学科辅导业务快速发展，同时纷纷加大人员投入满足终端素质教育培训需求，业绩有望保持较快增长。建议关注全国化机构学大教育(000526.SZ)、新东方-S(9901.HK)、

好未来 (TAL.N); 区域 K12 培训龙头昂立教育 (600661.SH)、卓越教育集团 (3978.HK)、思考乐教育 (1769.HK)。

职教：公职类岗位持续扩招，看好龙头业务拓展

公职类岗位持续扩招，报考端双位数增长。公务员、事业单位等政策岗位作为高校应届生重要就业去向，持续扩招稳定就业。2025 年军队文职招考 34784 人，同比+4.20%。2025 年国家公务员考试共计招录职位数 20813 个，同比+9.8%；招录人数 39721 人，同比+0.4%。毕业生人数新高背景下，2025 年国考 341.6 万人通过资格审查，同比+12.6%。

图18.2025 年国考过审人数达 341.6 万



数据来源：央视网、华图教育公众号、中公教育公众号，财通证券研究所

华图山鼎非学历培训业务顺利推进，聚焦教育业务做大做强。公司子公司华图教育科技已实际开展成人非学历培训业务，华图宏阳已不再从事该等领域业务。2024 年，一部分省份的公务员省考笔试成绩、事业单位笔试成绩以及一部分省份的事业单位招考公告会在二季度发布。公司将坚持“好老师”之本，确保交付质量持续领先；巩固“好课程”之基，以产品铸就品牌；坚持“好服务”之路，不断赢得学员口碑；对内狠抓科学治理与管理，打造公平有序、充满活力的组织结构和薪酬体系。未来合适时机不排除考虑向产品横向多元化和用户纵向延伸服务两个方面扩大市场基数。

投资建议：公职类考培行业有望长期维持高景气，稳就业下供给增加、毕业生人数新高下报考人群扩大，受益于供给扩大及报考需求释放，公职类考培龙头有望受益，建议关注华图山鼎(300492.SZ)、粉笔(2469.HK)、中公教育(002607.SZ)。

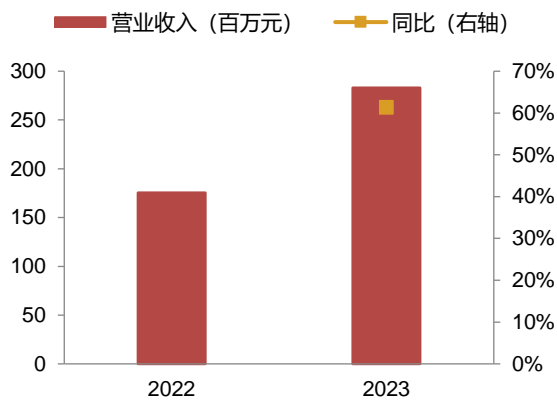
- **招聘侧**我国广义公职人员 5000-6000 万人,全国人口结构看 50-54 岁/55-59 岁占比 8.84%/8.14% (2022), 退休换岗招聘量大, 同时国家加大政策性岗位供给, 公职岗位招聘量有望在 2024 年 150 万人基础上稳中有升。
- **报考侧** 2024 年应届毕业生人数将达 1179 万人, 创历史新高。根据我国出生人口数, 我们预计 2024-2036 年我国高等教育毕业生人数(含研究生)将维持在 1100-1200 万人。

1.4 医美化妆品

医美端：

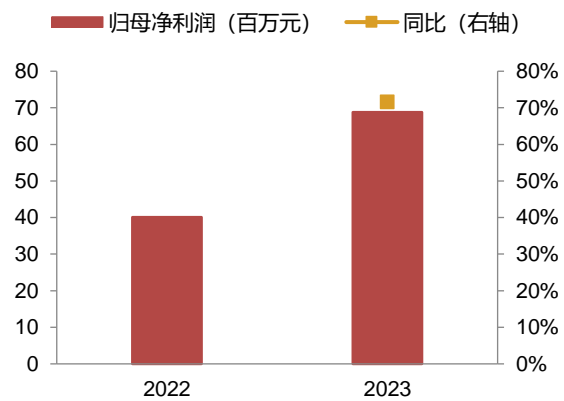
重组胶原蛋白头部企业创健医疗本周正式新三板挂牌交易。公司于2015年成立，旗下业务主要包括重组胶原蛋白原料及终端产品。2023年实现营业收入2.83亿元，同比增长61%，实现归母净利润0.69亿元，同比增长72%。其中2023年重组胶原蛋白原料收入1.42亿元，同比增长66.2%；重组胶原蛋白终端产品收入1.40亿元，同比增长55.8%。

图19.创健医疗 2022-2023 年营业收入及增速



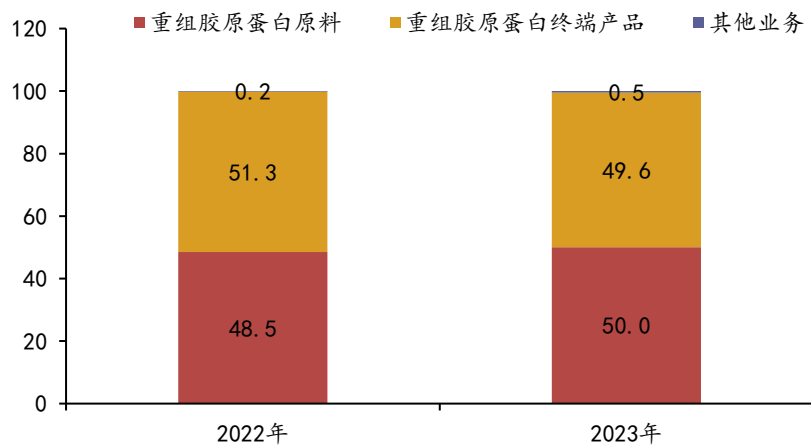
数据来源：创健医疗转让说明书，财通证券研究所

图20.创健医疗 2022-2023 年归母净利润及增速



数据来源：创健医疗转让说明书，财通证券研究所

图21.创健医疗 2022-2023 年各产品收入占比 (%)



数据来源：创健医疗转让说明书，财通证券研究所

新品进展：

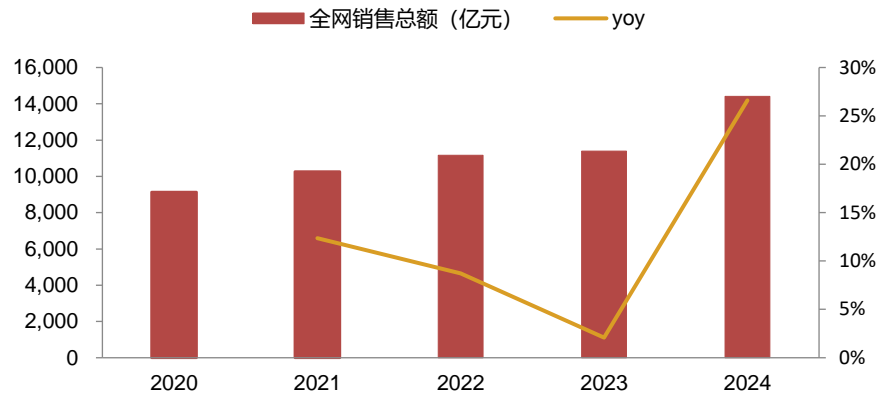
- 1、科笛-B：全球首个外用米诺环素国内获批。**米诺环素是一种四环素类抗生素，用于治疗多种细菌感染及寻常痤疮。目前可用的米诺环素产品主要是口服药物。该产品是全球首个亦是目前为止唯一一个获批准用于寻常痤疮治疗的外用米诺环素。其他主要的抗痤疮抗生素及传统口服药相比，外用米诺环素泡沫剂全身药物暴露量低，副作用较少，耐药性较低且患者配合度可能较高。
- 2、雅信生物：丝素蛋白械二敷料获批。**公司注册申报的“医用丝素蛋白液体敷料”成功获得江苏省药品监督管理局审批，产品由丝素蛋白和注射用水组成，以玻璃瓶灌装而成，适应症用于浅表性创面及周围皮肤的护理。
 - **丝素蛋白：**从蚕丝中提取的一种天然蛋白质，与人表皮蛋白是同源蛋白，能直接被人体吸收利用，降解产生的氨基酸和多肽可以被细胞吸收利用。丝素蛋白在组织修复及再生医学中具备三大特点：1) 具备良好的生物相容性，促进组织修复再生；2) 具有适当的结构和良好的通透性，支持氧气、营养素运输，实现并维持细胞间的相互作用；3) 具有多种活性功能点位，加速伤口闭合、新血管生成以及伤口愈合过程。

投资建议：医美作为顺周期板块有望随相关刺激政策落地迎来消费层面和情绪层面同步复苏，建议关注医美终端景气度恢复及对于上游优质基本面企业的带动效应。推荐关注业绩持续兑现且械三出海业务率先落地的重组胶原医美龙头锦波生物（832982.BJ）美妆双品牌势能抬升，具备医美管线获批预期的巨子生物（2367.HK）；。

美妆端：

根据星图数据，2024年双11全网销售总额为14418亿元，同比+26.6%，2021至2023年同比增速逐年下降，分别为+12.4%/+8.7%/+2.1%，24年同比增速重回增长。

图22. 2020-2024年双11全网销售总额及增速

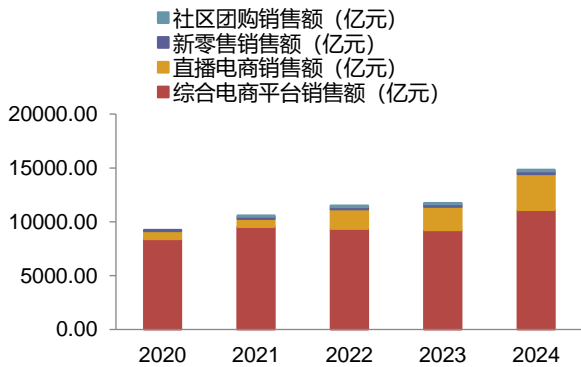


数据来源：星图数据、财通证券研究所

注：今年双十一大促周期与去年有较大差异，由于各平台大促周期的调整，同比增长数据的可比性受到影响，因此报告中同比增长仅供参考。本报告中同比增长计算口径：同比去年大促周期；例：2024年10月14日-11月11日 VS 2023年10月24日-11月11日；全网销售总额包含综合电商平台、直播电商平台，不包含新零售及社区团购

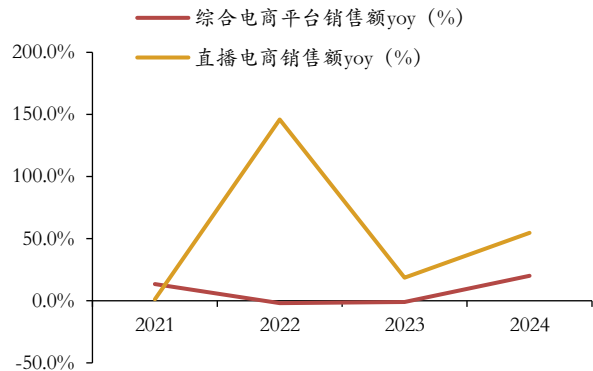
1) 分平台来看，2024年双11综合电商平台/直播电商/新零售/社区团购平台分别实现销售总额11093/3325/281/138亿元。综合电商平台2022-2024年增速分别为-1.9%/-1.1%/+20.1%；直播电商平台2022-2024年增速分别为+145.9%/+18.6%/+54.58%。其中，综合电商平台排名前三为天猫、京东、拼多多；直播平台排名前三为抖音、快手、点淘。

图23.2020-2024年双11分平台销售额



数据来源：星图数据，通证证券研究所

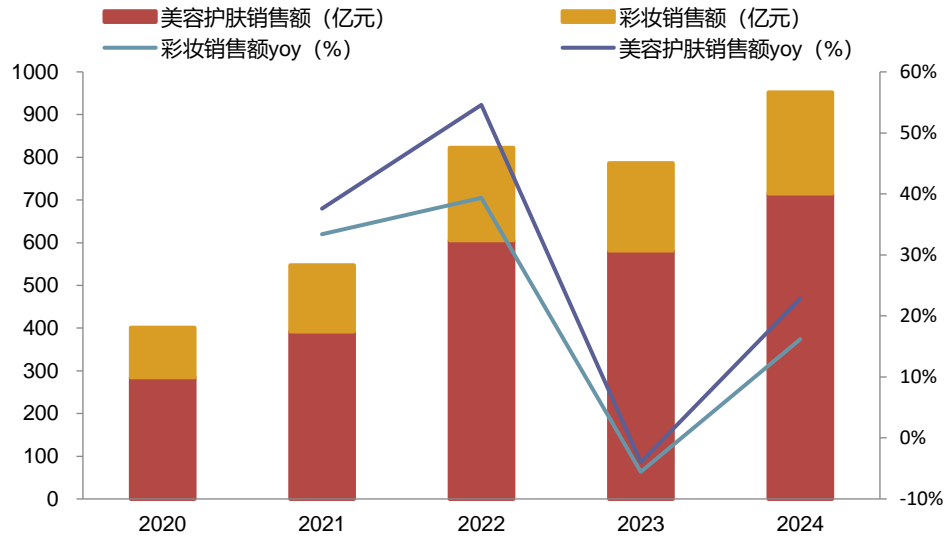
图24.2021-2024年双11分平台销售增速



数据来源：星图数据，财通证券研究所

2) 分品类来看，美妆板块2024年双11整体销售额963亿元，同比+22.5%；其中，美容护肤销售额715亿元，同比+22.9%；彩妆销售额237亿元，同比+16.2%。

图25. 2020-2023 年双 11 美妆（护肤&彩妆）销售额及增速



数据来源：星图数据、财通证券研究所

3) 分品牌来看：国际品牌增速回暖，国货成熟品牌优势明显。

从排名上看，天猫 TOP10 品牌的变动并不大，珀莱雅高基数下稳定放量，稳居第一，薇诺娜排名第十；抖音今年双 11 国产品牌与外资品牌平分秋色，TOP10 品牌排名波动较大，珀莱雅第一，韩束第二，可复美第四，自然堂第六，薇诺娜第九。从增速上看，由于大促时间拉长多数国际品牌和国货成熟品牌实现了翻倍增长，抖音美妆白牌则在双 11 败退，主要原因在于白牌赖以生存的流量打法被验证失灵，而稳定的品质、专业的直播内容、可信赖的品牌形象成为主要增长支点。从大促趋势上看，从 2023 年 618 活动以来，国货品牌奋起直追，珀莱雅蝉联天猫大促榜首，韩束已蝉联 2024 年抖音美妆月度冠军 9 次，并连续 14 个月占据抖音美妆排行榜首位，头部国货品牌展现出优异的成长性。

图26.天猫 618、双 11 美容护肤销售榜单

	2024年双11	2024年618	2023年双11	2023年618	2022年双11	2022年618	2021年双11	2021年618
TOP1	PROYA/ 珀莱雅	PROYA/ 珀莱雅	PROYA/ 珀莱雅	L'OREAL/ 欧莱雅	L'OREAL/ 欧莱雅	L'OREAL/ 欧莱雅	EsteeLauder/ 雅诗兰黛	L'OREAL/ 欧莱雅
TOP2	L'OREAL/ 欧莱雅	L'OREAL/ 欧莱雅	L'OREAL/ 欧莱雅	Lancome/ 兰蔻	EsteeLauder/ 雅诗兰黛	EsteeLauder/ 雅诗兰黛	L'OREAL/ 欧莱雅	EsteeLauder/ 雅诗兰黛
TOP3	Lancome/ 兰蔻	Lancome/ 兰蔻	Lancome/ 兰蔻	EsteeLauder/ 雅诗兰黛	Lancome/ 兰蔻	Lancome/ 兰蔻	Lancome/ 兰蔻	Lancome/ 兰蔻
TOP4	EsteeLauder/ 雅诗兰黛	EsteeLauder/ 雅诗兰黛	EsteeLauder/ 雅诗兰黛	PROYA/ 珀莱雅	PROYA/ 珀莱雅	Olay/玉兰油	Thehistoryofwhooh/ 后	Olay/ 玉兰油
TOP5	LAMER/ 海蓝之谜	LAMER/ 海蓝之谜	Winona/ 薇诺娜	Olay/ 玉兰油	Olay/ 玉兰油	PROYA/ 珀莱雅	SHISEIDO/ 资生堂	SHISEIDO/ 资生堂
TOP6	HR/ 赫莲娜	SKINCEUTICALS/ 修丽可	LAMER/ 海蓝之谜	LAMER/ 海蓝之谜	Winona/ 薇诺娜	LAMER/ 海蓝之谜	Winona/ 薇诺娜	LAMER/ 海蓝之谜
TOP7	SKINCEUTICALS/ 修丽可	HR/ 赫莲娜	Olay/ 玉兰油	HR/ 赫莲娜	SK-II	Winona/ 薇诺娜	Olay/ 玉兰油	SK-II
TOP8	SK-II	SK-II	SKINCEUTICALS/ 修丽可	SK-II	LAMER/ 海蓝之谜	HR/ 赫莲娜	SK-II	Thehistoryofwhooh/ 后
TOP9	Winona/ 薇诺娜	Olay/ 玉兰油	HR/ 赫莲娜	SKINCEUTICALS/ 修丽可	HR/ 赫莲娜	SKINCEUTICALS/ 修丽可	LAMER/ 海蓝之谜	HR/ 赫莲娜
TOP10	Olay/ 玉兰油	Winona/ 薇诺娜	CANDO/ 娇兰	Winona/ 薇诺娜	SHISEIDO/ 资生堂	SHISEIDO/ 资生堂	HR/ 赫莲娜	Kiehl's/ 科颜氏

数据来源：天猫大美妆公众号、亿邦动力、财通证券研究所

图27.抖音 618、双 11 美容护肤销售榜单

	2024年双11	2024年618	2023年双11	2023年618	2022年双11	2022年618	2021年双11	2021年618
TOP1	PROYA/ 珀莱雅	Kans/ 韩束	EsteeLauder/ 雅诗兰黛	HR/ 赫莲娜	Thehistoryofwhooh/ 后	Thehistoryofwhooh/ 后	Thehistoryofwhooh/ 后	Thehistoryofwhooh/ 后
TOP2	Kans/ 韩束	PROYA/ 珀莱雅	Kans/ 韩束	极萌	AMIRO/觅光	EsteeLauder/ 雅诗兰黛	雅萌	Lancome/ 兰蔻
TOP3	L'OREAL/ 欧莱雅	HR/ 赫莲娜	LAMER/ 海蓝之谜	EsteeLauder/ 雅诗兰黛	EsteeLauder/ 雅诗兰黛	雅萌	Sulwhasoo/ 雪花秀	EsteeLauder/ 雅诗兰黛
TOP4	Comfy/ 可复美	极萌	Lancome/ 兰蔻	LAMER/ 海蓝之谜	LAMER/ 海蓝之谜	PROYA/ 珀莱雅	Floralis/ 花西子	Sulwhasoo/ 雪花秀
TOP5	Thehistoryofwhooh/ 后	EsteeLauder/ 雅诗兰黛	HR/ 赫莲娜	Lancome/ 兰蔻	L'OREAL/ 欧莱雅	Floralis/ 花西子	CHANDO/ 自然堂	OSM/ 欧诗漫
TOP6	CHANDO/ 自然堂	Lancome/ 兰蔻	Thehistoryofwhooh/ 后	Thehistoryofwhooh/ 后	SK-II	L'OREAL/ 欧莱雅	Winona/ 薇诺娜	PROYA/ 珀莱雅
TOP7	EsteeLauder/ 雅诗兰黛	Thehistoryofwhooh/ 后	PROYA/ 珀莱雅	YA-MAN/雅萌	YA-MAN/雅萌	SK-II	PROYA/ 珀莱雅	AOEO
TOP8	Olay/ 玉兰油	L'OREAL/ 欧莱雅	AMIRO/觅光	SK-II	HR/ 赫莲娜	飞科	OSM/ 欧诗漫	L'OREAL/ 欧莱雅
TOP9	Winona/ 薇诺娜	Comfy/ 可复美	L'OREAL/ 欧莱雅	PROYA/ 珀莱雅	PROYA/ 珀莱雅	BIOHYALUX/ 润百颜	Kans/ 韩束	Kans/ 韩束
TOP10	SK-II	LAMER/ 海蓝之谜	极萌	Kans/ 韩束	Olay/ 玉兰油	JoMaloneLondon/ 祖玛珑	Laneige/ 兰芝	SK-II

数据来源：抖音商城，飞瓜数据、财通证券研究所

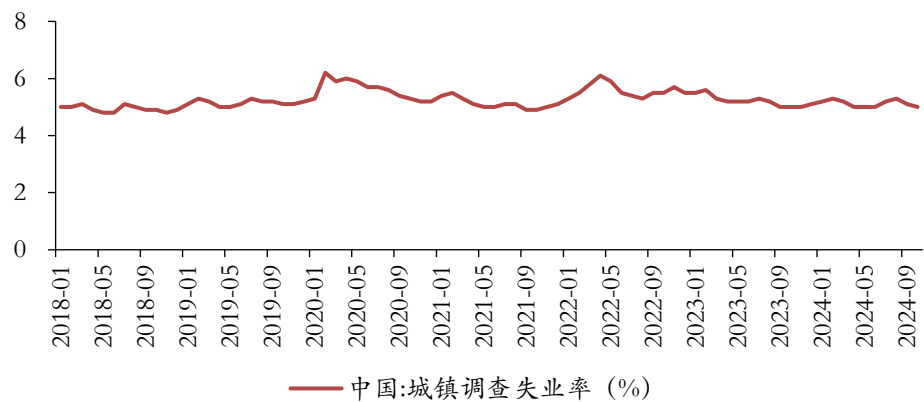
投资建议：美妆行业在经历弱复苏等多因素影响下 Q1-Q3 行业景气度有所下行，行业分化格局态势进一步突出，国内龙头企业韧性强，美妆作为大促重要支撑品类，在大促旺季催化下景气度有所恢复，在国货认可度提升下头部美妆品牌具备发展动能，韧性继续彰显，建议关注珀莱雅（603605.SH）、润本股份（2367.HK）、

上美股份 (2145.HK)，以及有望边际改善的贝泰妮、福瑞达、丸美股份、水羊股份、上海家化、华熙生物。

1.5 人力资源

就业形势总体稳定，城镇调查失业率下降。1-10 月份，全国城镇调查失业率平均值为 5.1%，比上年同期下降 0.2 个百分点。10 月份，全国城镇调查失业率为 5.0%，比上月下降 0.1 个百分点。本地户籍劳动力调查失业率为 5.1%；外来户籍劳动力调查失业率为 4.8%，其中外来农业户籍劳动力调查失业率为 4.7%。31 个大城市城镇调查失业率为 5.0%，比上月下降 0.1 个百分点。全国企业就业人员周平均工作时间为 48.6 小时。

图28.中国:城镇调查失业率 (%)



数据来源：Wind，财通证券研究所

投资建议：政策端稳增长促就业，2024 年 9 月提出实施就业优先战略促进高质量充分就业，有望带动用工回升。此前主要公司招聘相关业务承压，边际改善下业绩弹性较强，建议关注板块内具备资金、平台、渠道优势的头部企业科锐国际（300662.SZ）、北京人力（600861.SH）。

1.6 文旅

旅游:

行业数据、趋势、政策跟踪

- 从飞猪 11 月 12 日零时披露的数据来看，双 11 活动商品成交额同比去年双位数增长，交易用户数同比增长 40%。在成交快速增长的基础上，预约使用进度也进一步加快，已预约的活动商品成交额同比增长近 90%，共计有 22 个品牌的活动商品成交额突破 1 亿元。
- 具体来看，即便在“消费降级”的背景下，高端品牌、高客单价商品成交额却表现亮眼。这一方面受益于“大牌加低价”的促销策略，另一方面得益于预售模式的包容性逐渐增强。首先，在酒店供给增加，消费者信心不足，OCC 下滑的背景下，酒店行业存量竞争激烈，高端和经济酒店都通过严控房价和预约套餐来提高未来的入住率。其次，“囤货游”的预售模式提供了一种不确定日期、不确定计划的消费方式，消费者可以与酒店协商入住日期，具有更高的出行自由度，购买预售产品的体验感提高。同时，飞猪接受花呗支付和开展“0 元囤权益”灰度测试，允许消费者延期付款，释放了现金流，进一步促进预售产品的销售额。然而，虽然近期的销售数据有所增长，但长期的预售和核销数据还需继续观察。
- 分领域来看，在长假出境游人数逐渐恢复的背景下，双 11 与出境游有关的商品更受消费者青睐，出境游活动商品销量占比同比增长 30%。并且，欧美澳新等长线游目的地的增长比日韩东南亚更加明显。
- 同程旅行国际化步伐再次加速，旗下国际旅游预订平台 HopeGoo 推出 111 万港币补贴促进香港地区的旅游市场。此次补贴政策从 11 月 1 日开始至月末，每天中午 11:11 分向香港市民以及在港人士推出 5 折机票、酒店、火车优惠券，并在双 11 当日发放 1111 港币旅行优惠券大奖。在补贴活动期间，每天都会有低至 4 折的机票和低至 5 折的酒店推出。
- 作为两岸往来的“黄金通道”，厦金“小三通”航线今年出入境客流量稳步增长，已突破 100 万人次，其中台胞数量占比 9 成以上。尤其是 10 月以来，随着厦金“小三通”航线航班班次增加、海峡文博会等文化活动以及人员交流日盛，客流量迅猛增长，10 月日均客流近 4000 人次，环比 9 月增长超 25%，其中 10 月 20 日，厦金“小三通”客运航线单日查验出入境人员超 5100 人次，创 2023 年复航以来新高。
- 国台办将继续推进大陆居民赴岛内团体旅游。2024 年 9 月 27 日，福建省居民赴金门旅游正式恢复。2024 年 11 月 13 日，国台办表示，据出入

境管理部门统计，截至10月31日，共受理大陆居民赴金门、马祖旅游签注申请58735人，其中赴金门申请54319人，赴马祖申请4416人；赴金、马旅游人数5074人，其中赴金门旅游4551人，赴马祖旅游523人。数据表明，大陆居民赴金、马旅游热情较高。国台办提到，将按照既定工作安排，继续推进大陆居民赴岛内团体旅游。希望民进党当局正视台湾旅游业界和基层民众的呼声和诉求，尽早撤除对两岸人员往来的阻挠禁限。

- 关于两岸人员往来的限制情况，国台办曾于2024年3月27日表示，民进党当局尚未解除对大陆民间赴台交流的禁限，也尚未解除对台湾民众来大陆团队游的禁令。
- 2024年11月7日，中所（罗门群岛）政府签署互免持普通护照公民签证的协定。
- 2024年11月7日，中方决定面向湄公河五国颁发“澜湄签证”为符合条件的商务人员签发5年多次来华签证。
- 深圳免签入境外国人再增长，“新马泰”占比超5成。深圳出入境边防检查总站表示，截至11月11日，今年以来深圳免签入境外国人超60万人次，同比增长超7倍。其中，外国人免签来华旅游、商贸分别占比66%、16%。免签入境来源国以亚欧国家居多，“新马泰”3个互免国家免签入境人员占比超五成。
- 全国首个旅游列车专属基地车站在蓉建成。11月10日，国铁集团在成都展示我国首个旅游列车专属基地车站——安靖站。该车站距成都市中心10公里，共有3站台6线，衔接宝成、达成、沪蓉、川青、成昆、成雅等多方向线路，可为直通普速旅游列车抵蓉后提供快捷接驳，方便旅客快捷去往青城山、都江堰、黄龙、九寨沟等著名景点。
- 东航将于12月7日恢复开通烟台-福冈航线，每周一、三、六执飞3班；
- 12月13日，北京大兴-悉尼往返航线将正式开启，班期为每周一、三、五、日；
- 2025年1月8日起重庆至斯里兰卡、马尔代夫国际航线复航；
- 11月7日，大湾区航空开通香港至舟山航线，每周三个班次；
- 阿联酋航空计划将飞往中国的航班数量增加40%；

- 白俄罗斯航空公司将于12月16日开通乌鲁木齐—明斯克航线。该航线是白俄罗斯航空在中国开通的首条航线。
- 行业政策
- 2025年法定假期公布，春节假期旅游热情有望释放。
- 2024年11月12日，国务院办公厅发布2025年部分节假日安排的通知：自2025年1月1日起，全体公民放假的假日增加2天，即农历除夕、5月2日。增加后，春节放假4天（农历除夕、正月初一至初三），劳动节放假2天（5月1日、2日）。放假总天数从11天增加至13天。
- 安排公布当晚，携程平台上2025年春节期间的机票搜索量增长1.7倍，除夕当天的机票搜索量增长2.5倍；去哪儿、飞猪、同程等平台搜索量都出现翻倍增长。以当前预订情况看，携程平台上春节假期整体旅游订单预订热门国内目的地为：上海、北京、哈尔滨、广州、三亚、西安、成都、深圳，出境热门目的地为：东京、曼谷、吉隆坡、中国香港、新加坡。同时，三亚、昆明、丽江等国内避寒游目的地机票搜索量增长60%以上。去哪儿平台上，春节期间国内游搜索热度较高的城市是三亚、大理、哈尔滨、海口、西双版纳等，出境游目的地热度增长较明显的是德国柏林、韩国釜山和澳大利亚墨尔本。
- 2025年的节假日安排在放假天数和调休上都更加人性化，国庆和春节的8天长假便于旅客错峰出行，缓解假期集中出游压力，旅行体验感得到提升，有助于提高假期出游人次。
- 国家文旅部11月12日发布的关于公布首批文化和旅游部技术创新中心名单的通知指出，11个文化和旅游部技术创新中心筹建期满，已验收合格，现批准正式运行。技术创新中心的建设，有助于健全产学研用深度融合的科技创新体系，促进产学研用协同，提升我国文化和旅游行业创新能力与核心竞争力。
- 邮轮旅游热度高涨，国内现存相关企业744家。在11月8日举办的2024吴淞口论坛上，《中国邮轮游船游艇行业发展报告》指出，邮轮旅游热度高涨，自主发展加快步伐，行业迈入快速复苏的车道，长线的游船发挥稳定，短线游船多点开花。邮轮经济产业链长、涉及面广、带动性强、国际化程度高，涵盖制造和服务两类部门、运营涉及船上和岸下两个场景、市场面向国内和国际两大客群，被誉为“漂浮在黄金水道上的黄金产业”。
- 行业定期数据

根据飞常准 APP 数据, 2024 年 11 月 17 日中国内地-地区/国际航班执行量为 2151 架次, 恢复至 2019 年基期的 82.17%。

图29. 国际航班恢复情况 (截止 2024.11.17)



数据来源: 飞常准 APP, 财通证券研究所

公司跟踪

西域旅游: 11 月 12 日, 公司表示将在条件允许的情况下开展天山天池景区冬季冰雪娱乐项目, 目前天山天池景区冬季冰雪娱乐项目主要包括: 冰上龙舟赛、碰碰车、雪爬犁、滑雪圈、电动雪地摩托等近 20 项冰上项目。

曲江文旅: 11 月 13 日, 曲江文旅发布公告, 经股东大会审议, 通过了免去董事耿琳的议案, 同时增补庄莹为公司董事。同时公司董事会决议选举庄莹为公司第十届董事会董事长, 同时代行董事会秘书职责, 公司将尽快完成董事会秘书的聘任工作。

峨眉山 A: 11 月 8 日, 公司公告, 由于整体经营发展需要, 董事会同意将峨眉山旅游股份有限公司金顶索道分公司峨眉山金顶大酒店更名为峨眉山旅游股份有限公司金顶大酒店分公司。

祥源文旅: 2024 年 11 月 14 日, 公司完成了祥源通航航空发展(上海)有限公司这一全资子公司的注册登记, 并取得了上海市闵行区市场监督管理局颁发的《营业执照》。祥源文旅注册祥源通航航空发展(上海)有限公司, 是考虑到在全国范围内的旅游目的地布局及未来通用航空与旅游市场相结合的广阔前景, 同时响应国家新质生产力提升的政策号召, 丰富旅游目的地产品多样化供给, 进一步提升游客旅游体验。

云南旅游: 云南旅游全资子公司文旅科技于近日收到了国家文旅部发布的《文化和旅游部关于公布首批文化和旅游部技术创新中心名单的通知》。文

旅科技作为依托单位，与中国联合网络通信有限公司深圳市分公司和深圳技术大学联合共建的“主题乐园设施集成与智能管理文化和旅游部技术创新中心”成功通过验收，成为首批 11 个正式运行的文化和旅游部技术创新中心之一。

技术创新中心聚焦两大核心研究方向：一是主题乐园游乐设施的研发与集成；二是游乐设施安全监测与运维管理技术。上述研究旨在解决当前大型游乐设施创新不足、运行安全监测与预警技术滞后等关键问题，拟通过技术创新驱动文旅产品的持续迭代升级，提升主题乐园的整体品质和游客体验，从而推动文化旅游产业的高质量可持续发展。技术创新中心筹建期间，重点产业化项目《动感飞行影院》荣获 2024 年全国文化和旅游装备技术提升优秀案例，展示了技术创新中心的研发实力和成果转化能力。此次技术创新中心获批正式运行，标志着公司全资子公司文旅科技在推动文旅产业技术创新方面迈出重要一步。

众信旅游：众信旅游在 11 月 8 日召开的中肯旅游合作对话会上表示，近年来众信旅游持续深耕非洲入、出境旅游市场。自去年出境游市场恢复以来，到 2024 年 9 月，众信旅游已经累计输送超过 17000 名游客前往非洲旅行，其中超过 1200 人到访了肯尼亚，相较去年同期赴肯旅游人数增长超过 100%。11 月 8 日，众信旅游发布公告称，公司于近日收到独立董事黄振中先生的书面辞职报告。黄振中先生因个人原因申请辞去公司第五届董事会独立董事及第五届董事会审计委员会委员职务，辞职后将不在公司担任任何职务。

投资建议：旅游出行方面，明年假期延长与冰雪游热度提升对市场带动明显，建议关注 OTA 渗透率提升以及竞争格局改善逻辑，个股关注港股 OTA 携程集团-S 与同程旅行。景区个股目前推荐关注三个主题：

- 1) 东北、西北的三季度业绩兑现能力：暑期作为东北与西北的核心旺季，有望营造旅游热点，关注长白山（603099.SH）、西域旅游（300859.SZ）；
- 2) 机构关注度高、成长性好的个股：核心关注有新项目/交通改善的九华旅游（603199.SH）、峨眉山 A（000888.SZ）、黄山旅游（600054.SH）等；
- 3) 低空经济重塑景区交运产品矩阵机遇：核心关注目前与亿航智能成立子公司的西域旅游（300859.SZ）、岭南控股（300859.SZ）。

会展版块：

行业数据、趋势跟踪

- 11月8日，国务院总理李强主持召开国务院常务会议，审议通过《关于促进外贸稳定增长的若干政策措施》。会议指出，要切实抓好促进外贸稳定增长工作，为经济持续回升向好提供有力支撑。要加大金融支持力度，扩大出口信用保险承保规模和覆盖面，用足用好小微外贸企业政策性贷款，在授信、放款、还款等方面持续改进对外贸企业的金融服务，优化跨境贸易结算，帮助企业提升汇率风险管理水平。要壮大外贸新动能，促进跨境电商发展，推进海外智慧物流平台建设。要强化外贸企业服务保障，推动绿色贸易、边民互市贸易、保税维修创新发展，提升外贸海运保障能力，加大对外贸企业减负稳岗的支持力度。要吸引和便利商务人员跨境往来，稳妥推进与更多国家商签互免签证协定。
- 据海关统计，前10个月，我国货物贸易进出口总值36.02万亿元，同比（下同）增长5.2%。其中，出口20.8万亿元，增长6.7%；进口15.22万亿元，增长3.2%；贸易顺差5.58万亿元，扩大17.6%。
- 中国开放指数升幅位居全球前列。进博会期间举办的第七届虹桥国际经济论坛发布了《世界开放报告2024》。报告显示，中国在对外开放方面不断推出务实举措，并取得显著成就。2008年至2023年，中国开放指数从0.6789升至0.7596，提高11.89%，升幅位居全球前列；2023年，中国开放指数在129个经济体中排名第38位，比2022年提升1位
- 部分航线需求减弱，海上丝路综合指数小幅下跌。11月4日至11月8日，宁波航运交易所发布的海上丝绸之宁波出口集装箱运价指数(NCFI)报收于1750.6点，较上周下跌1.1%。21条航线中有11条航线运价指数上涨，10条航线运价指数下跌。“海上丝绸之路”沿线地区主要港口中，6个港口运价指数上涨，9个港口运价指数下跌，1个港口运价指数基本持平。

公司跟踪

- 2025年，米奥兰特将与汉诺威展览再续合作，共同举办2025TIN印尼工业装备及零部件（联）展，定档黄金六月，四天长展示交易周期，共同为中国高品质企业搭建中印尼工业机械行业绝佳合作交流平台。此前，由米奥兰特与汉诺威展共同举办的TIN2024印尼工业装备和零部件（联）展受到来自中印尼双方诸多展商、买家及政府协会的高度肯定。展会汇聚了近500家高品质的中国工业机械品牌商、制造商及工业供应链商参与，使用四个专业展馆近1.5万平方米的展出面积，为期四天的展会共吸引了38000+名专业观众莅临现场参观交流。

- 11月10日，米奥会展承办的第七届中国国际进口博览会在国家会展中心（上海）圆满收官。展览为期6天，接待了来自129个国家和地区近3500家参展商、约800个采购团体。按年计，本届进博会意向成交额800.1亿美元，比上届增长2.0%。

投资建议：米奥会展：下半年公司展位数量预计同比增幅有所改善，关注业绩兑现情况，同时建议关注出海beta，公司作为出海会展稀缺标的有望受益。

长期来看：建议持续关注米奥会展（300795.SZ）一带一路、RCEP政策扶持下境外自办展及海外合作办展带来业绩增长机会，关注兰生股份（600826.SH）作为国内头部会展公司通过运营国内知名IP提升影响力、收并购小型会展IP机遇。

体育板块：

行业政策：

推进冰雪装备器材产业高质量发展政策发布。国务院办公厅11月6日印发《关于以冰雪运动高质量发展激发冰雪经济活力的若干意见》，提出加快突破一批“卡脖子”技术、开发一批满足人民群众多样化冰雪运动需求的装备器材、加强特色园区建设、培育“专精特新”中小企业等举措，全面部署推进冰雪装备器材产业高质量发展。

公司追踪：

舒华体育：双十一期间，舒华体育官方旗舰店荣获天猫京东双第一，分别是天猫大型健身器械行业排名第一和京东健身训练类目销售第一。2024年11月16日至18日，第25届广东国际体育用品博览会暨第21届粤港澳国际体育用品博览会将在广州广交会展馆B区盛大举办。此次展会，舒华体育将携其体能训练解决方案亮相。

投资建议：巴黎奥运会带动国内体育赛事关注度提升，全民健身参与度提升，建议关注F1赛事及巴黎奥运会热度催化下体育产业投资机会，全民健身与数字体育标的力盛体育（002858.SZ），巴黎奥运会中国代表团队健身器材供应商舒华体育（605299.SH）。

1.7 餐饮

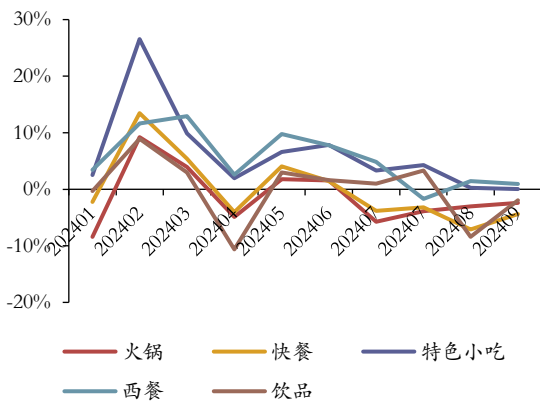
上半年性价比消费和经营效率领先的餐企韧性更强。性价比趋势明显，九毛九、肯德基、达势等客单价偏低、偏快餐类的品牌，同店下滑幅度小于以年轻客流为主的高客单正餐品类。下半年餐饮品牌主动性缩减折扣力度，预计客单价在客流旺季将逐步回升，我们认为明年龙头的同店弹性主要来自客单价的增长，而场景受损较为严重的餐饮品牌，弹性主要来自客流的修复。

表 1.上市餐企同店收入变化

	1H2021	2021	1H2022	2022	1H2023	2023	1H2024	3Q2024
九毛九		25%	-10%	-11%	8%	7%	-9%	-10%
太二		6%	-23%	-22%	16%	18%	-16%	-18%
海伦司	104%	33%	-33%	-34%	9%	5%	-29%	/
海底捞	29%	2%	-11%	-14%	16%	22%	15%	/
呷哺呷哺	30%	-8%	-44%	-23%	29%	10%	19%	/
百胜中国	27%	-1%	-25%	-22%	9%	7%	-3%	-3%
达势股份			14%	14%	9%	9%	4%	/

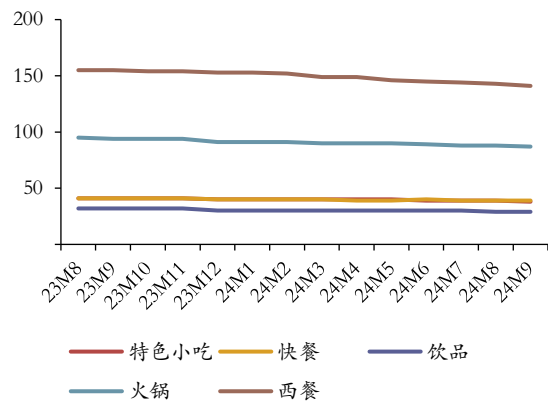
数据来源：各公司公告、财通证券研究所

图30.各餐饮品类月度平均店效同比情况



数据来源：久谦中台、财通证券研究所

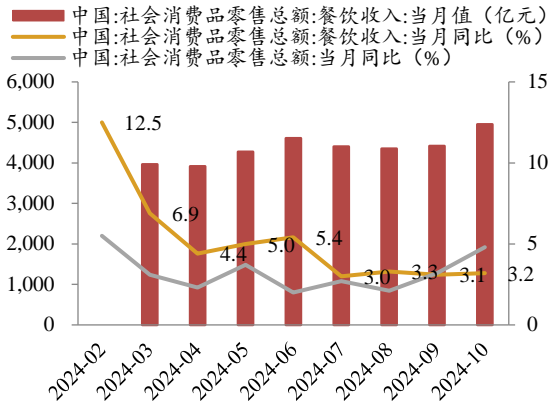
图31.各餐饮品类月度客单价情况 (元)



数据来源：久谦中台、财通证券研究所

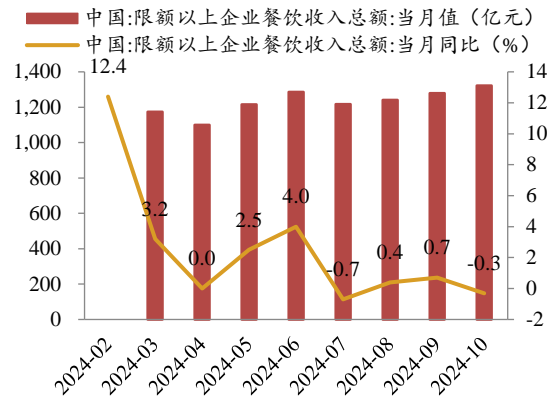
10月社零餐饮收入增速环比回升0.1pct。10月，全国社零零售总额4.54万亿元，同比增长4.8%，较上月+1.6pct。餐饮收入4952亿元，同比增长3.2%，环比+0.1pct；限额以上企业餐饮收入同比-0.3%，环比-1pct。三季度以来，餐饮增速明显放缓，渠道需求仍在修复过程中，规模餐饮企业供需竞争仍然激烈。

图32.10月社零餐饮增速环比回升



数据来源: Wind、财通证券研究所

图33.10月限额以上企业社零餐饮增速环比回落



数据来源: Wind、财通证券研究所

得益于对新餐饮服务客户的销售, Oatly 大中华区 Q3 收入同比提升 13.7%。第三季度营收同比增长 10.9%, 其中欧洲和国际、北美洲、大中华区分别同比提升 6.1%、18.1%和 13.7%。三季度大中华区约 72% 收入来自餐饮服务渠道, 去年同期为 68%, 主要得益于大中华区咖啡连锁店增加以及燕麦奶使用比例的提升。

海底捞推出首个烤串品牌“火焰官”。海底捞旗下烤串品牌火焰官 BarBecue 近日落地无锡。该品牌融合了烧烤、酒饮、社交, 是海底捞旗下首个烤串品牌, 未来布局会选择新一线及二线城市。目前, 海底捞已孵化焰请烤肉铺子、小嗨爱炸、小嗨火锅、苗师兄香锅等子品牌, 在多个赛道“跨界”。主打产品为澳洲 M6-7 级和牛烤串, 另外还提供呼伦贝尔羊肉、澳洲牛肋条、鲜活生蚝等多种高品质食材。人均消费约 90 元, 其中牛肉串的价格在 7 元至 8.8 元之间, 猪肉串在 4 元至 7 元, 羊肉串价格为 66 元/打。

图34.火焰官门店



数据来源: 赢商网、财通证券研究所

图35.火焰官菜单



数据来源: 大众点评、财通证券研究所

投资建议: 我们建议关注经营相对稳健、盈利能力得到验证、同店表现相对韧性的百胜中国 (9987.HK)、达势股份 (1405.HK)。

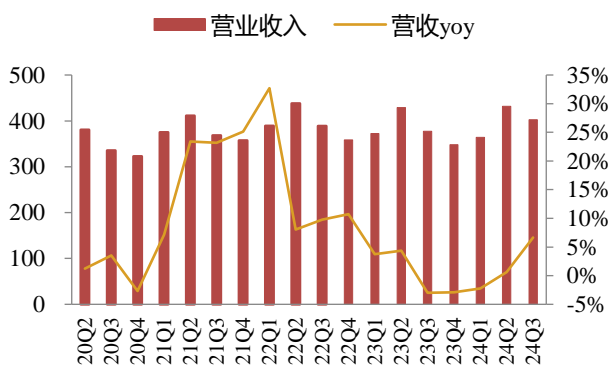
1.8 零售

家得宝三季度收入增长超预期，可比销售额增速改善。家得宝 Q3 营收达 402.2 亿美元，同比增长 6.6%，高于市场预期 392.7 亿美元；Q3 家得宝可比销售额下降 1.3%，其中美国下降 1.2%，较上半年公司可比销售额同比的-3.1%有所改善。公司预计收入增长超预期预计主要得益于收购新业务、飓风修复需求增长，以及美国多地区气候条件改善促进家装需求。

根据三季度业绩，家得宝上调全年业绩预期，预计全年销售额同比增长 4%，此前预期为 2.5-3.5%（含收购及额外的第 53 周）；预计同店销售额同比下滑 2.5%，较此前的下滑 3-4%降幅缩小，预计将持续受益于专业承包商需求强劲，以及飓风相关支出提振。

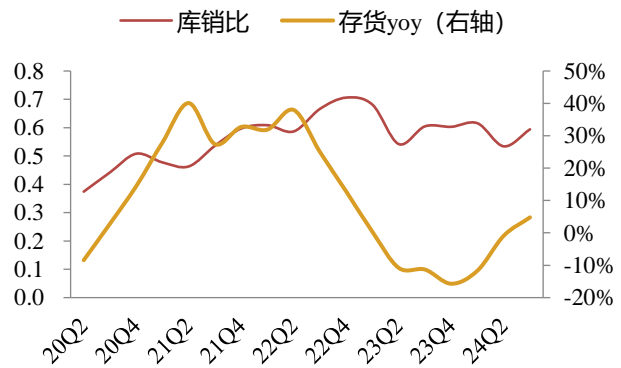
家得宝库销比基本健康，四季度旺季可期。三季度家得宝库销比 0.59，较 2022 年及 2023 年的 0.67/0.60 同比下降，去库促销压力显著消化；同时，存货同比增长 4.8%，为 2023 年以来的最大增幅，或开启小幅补库为旺季备货准备。

图36. 家得宝分季度收入及同比增速（亿美元）



数据来源：Wind，财通证券研究所

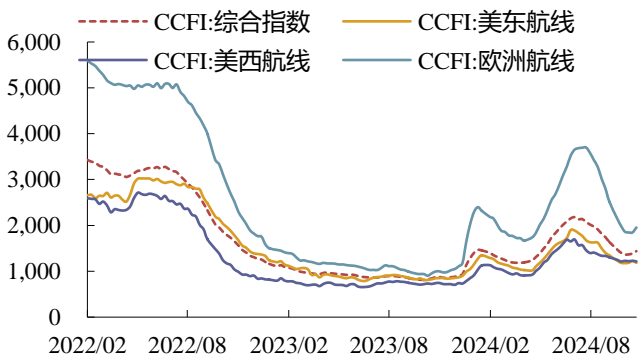
图37. 家得宝分季度存货同比及库销比数据



数据来源：Wind，财通证券研究所

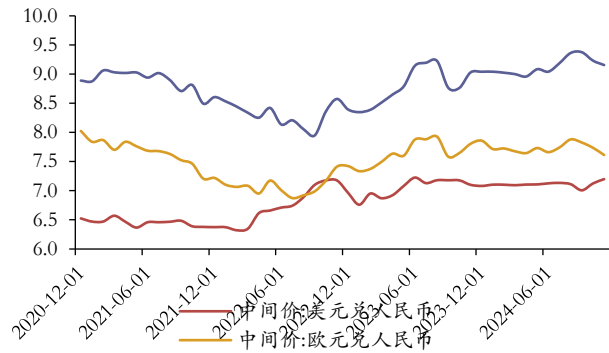
成本端，受旺季备货影响海运费短期小幅回升，Q4 美元兑人民币汇率小幅提升。11 月 8 日至 11 月 15 日的一周中，海运综合指数环比上升 1.5%，美东、美西、欧线分别环比+3.4%/+0.6%/+0.0%；截至目前 11 月份美元兑人民币中间价分别为 7.2，环比+1.4%，外贸出口行业成本端或有边际改善。

图38.各航线 CCFI 海运集装箱指数



数据来源: ifind, 财通证券研究所

图39. 美元/欧元兑人民币汇率同比变化



数据来源: ifind, 财通证券研究所

美国消费韧性持续，大选落地短期或带来一定情绪波动，建议关注后续降息持续性
及低估值标的的机会：

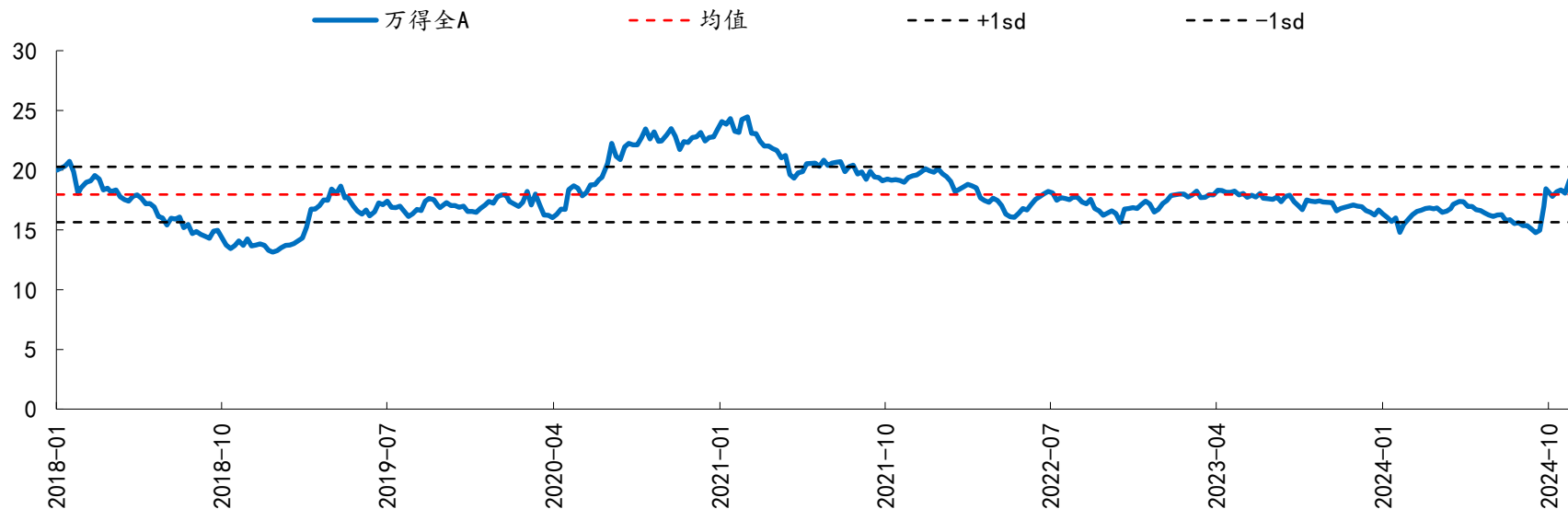
1) 具有溢价能力的跨境电商品牌，业绩相对优势凸显。建议关注跨境电商 3C 品牌运营龙头安克创新 (300866.SZ)，充电类韧性持续，新品类增速回暖超预期，品牌及供应链具备相对优势，市占率有望持续提升，有望带动业绩高增持续；关注致欧科技 (301376.SZ)、乐歌股份 (300729.SZ)，海外供应链持续完善，海运费回落后业绩有望得到释放。

2) 美联储降息若持续有望催化地产后周期工具链需求回暖，头部零售商家得宝上调业绩预期，建议关注供应链龙头。当前美国渠道库存底部，伴随降息周期开启，头部公司订单有望与终端需求同步，驱动业绩回暖；美国房地产长期处于供给短缺状态，降息有望释放长景气周期，伴随国内工具龙头市占率提升，业绩增速优势突出，估值有望提升。推荐手工具龙头巨星科技 (002444.SZ)、电动工具品牌龙头创科实业 (0669.HK)，关注泉峰控股 (2285.HK)。

2 本周绝对估值变化

本周（2024年11月11日-11月15日，下同），万得A股PE(TTM)为18.49倍，高于17.96倍的历史均值，较上周的19.15倍有小幅下降。

图40.万得A股PE(TTM)



数据来源：Wind，财通证券研究所

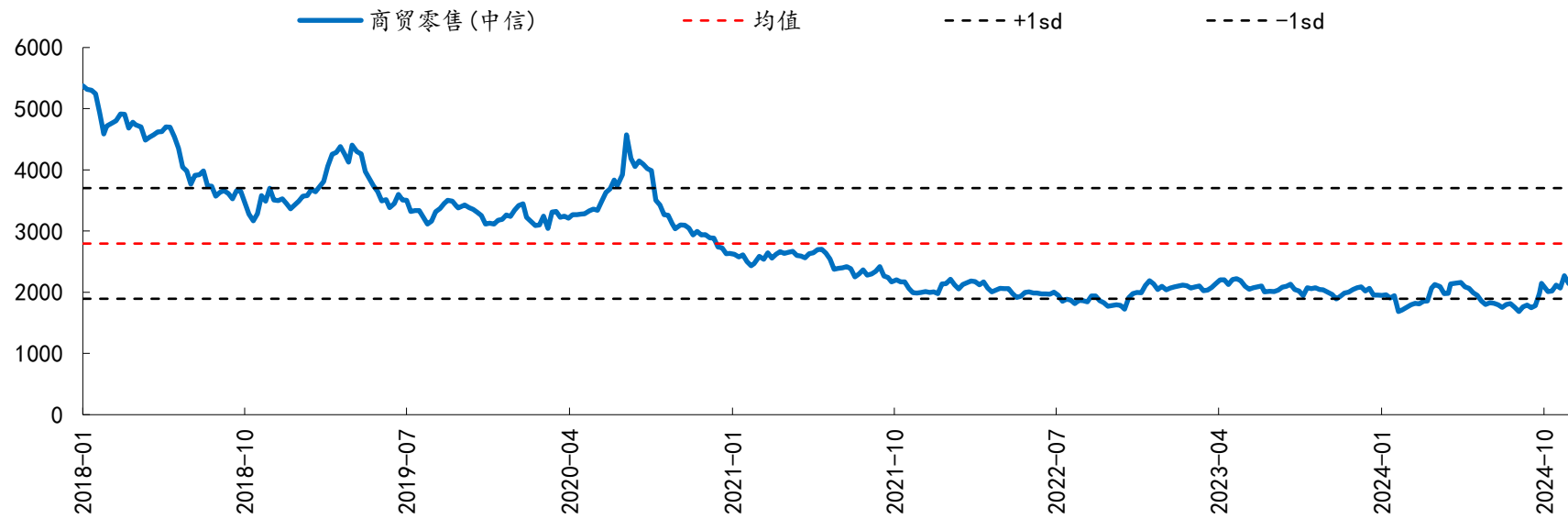
注：指数预测PE基于Wind一致预期，下同

图41.消费者服务(中信)预测 PE



数据来源: Wind, 财通证券研究所

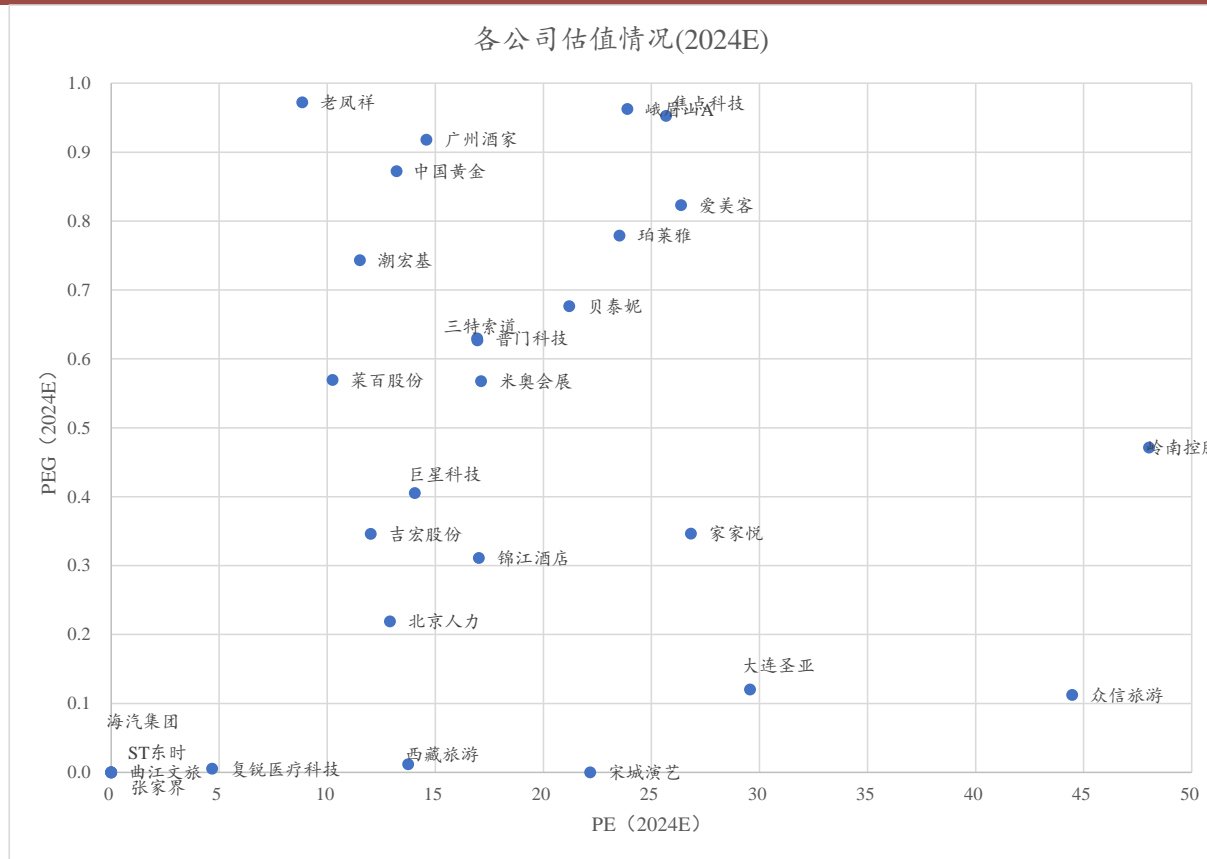
图42.商贸零售(中信)预测 PE



数据来源: Wind, 财通证券研究所

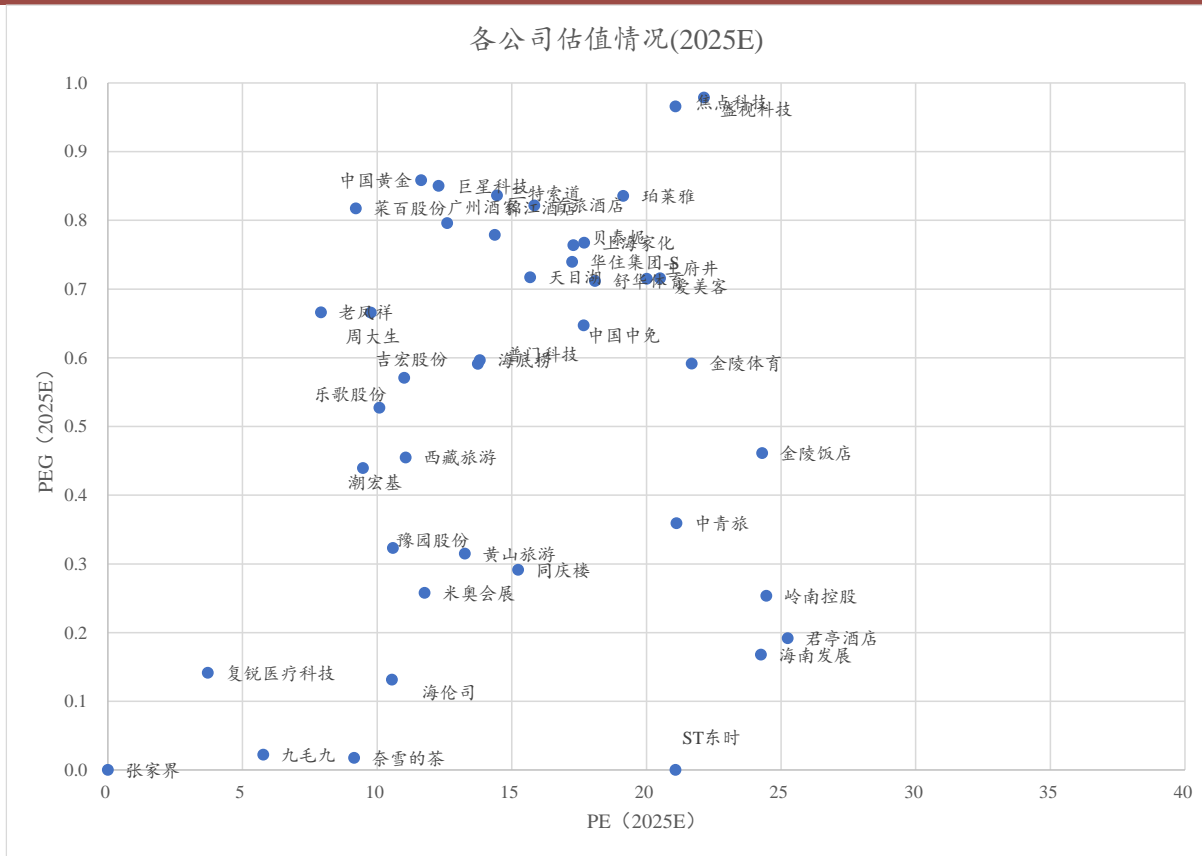
3 商社行业估值概览

图43.各公司估值情况 (2024E)



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图44.各公司估值情况 (2025E)

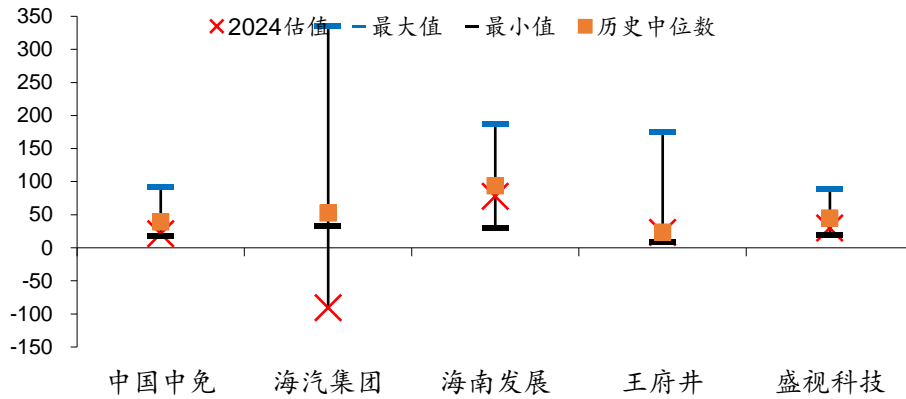


数据来源: Wind, 财通证券研究所

4 附录：本周商社各子版块覆盖标的估值变化趋势

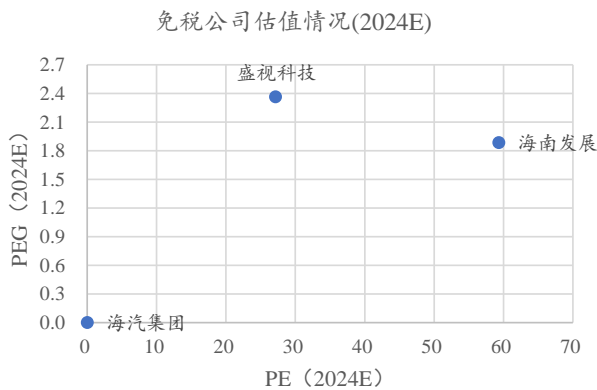
4.1 免税行业相关标的估值情况

图45.免税行业估值情况 (2024E)



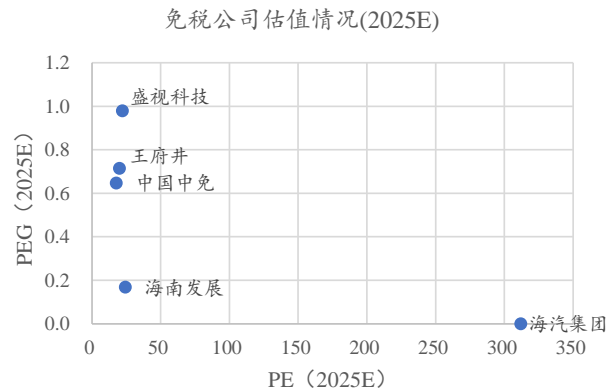
数据来源：Wind，财通证券研究所

图46.免税估值 (2024E)



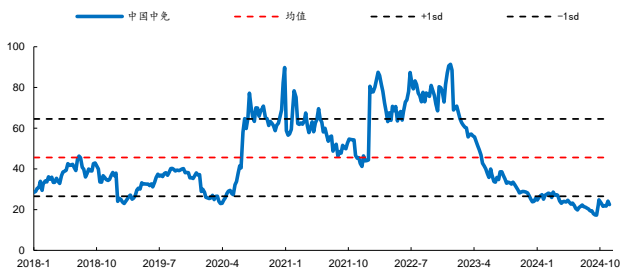
数据来源：Wind，财通证券研究所

图47.免税估值 (2025E)



数据来源：Wind，财通证券研究所

图48.中国中免估值变化趋势



数据来源：Wind，财通证券研究所

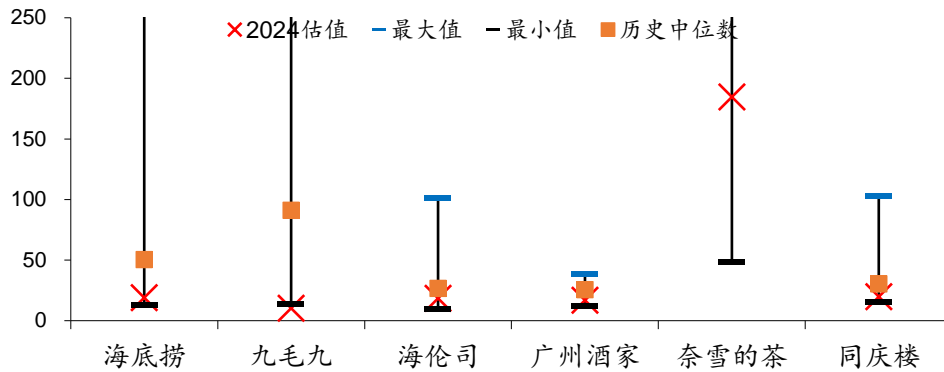
图49.海汽集团估值变化趋势



数据来源：Wind，财通证券研究所

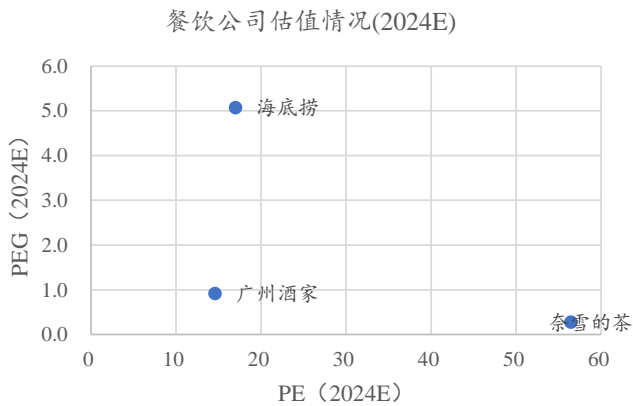
4.2 餐饮行业相关标的估值情况

图50.餐饮行业估值情况 (2024E)



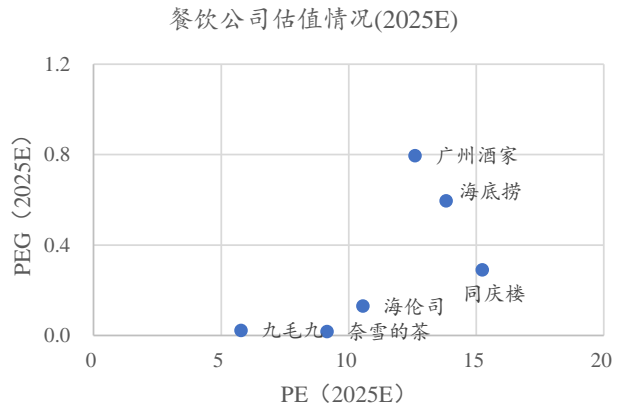
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图51.餐饮估值 (2024E)



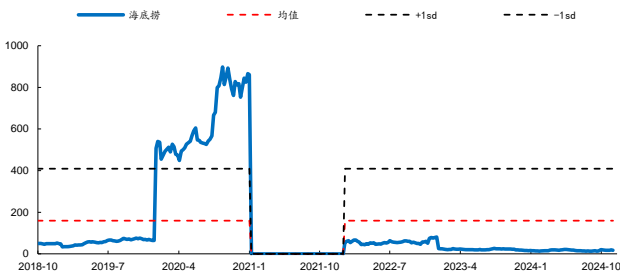
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图52.餐饮估值 (2025E)



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图53.海底捞估值变化趋势



数据来源: Wind, 财通证券研究所

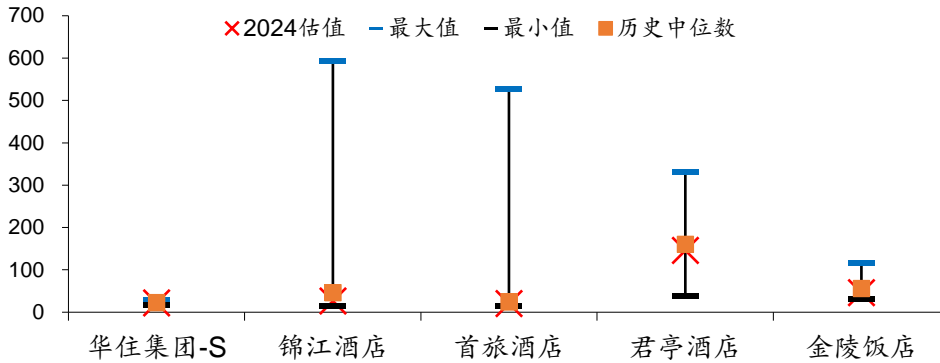
图54.九毛九估值变化趋势



数据来源: Wind, 财通证券研究所

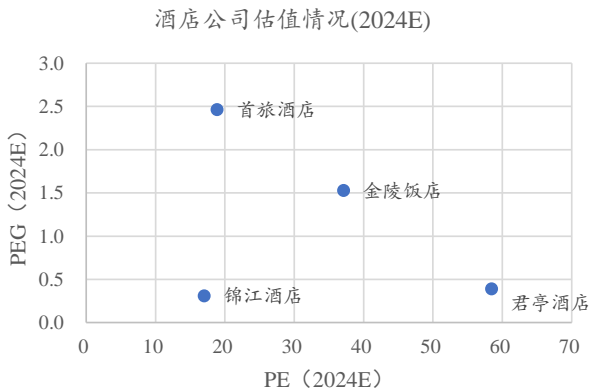
4.3 酒店行业相关标的估值情况

图55.酒店行业估值情况 (2024E)



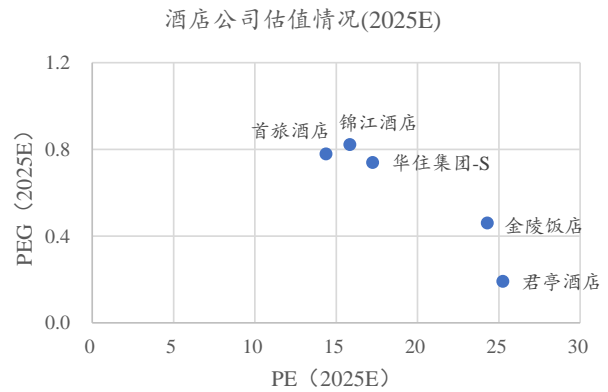
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图56.酒店估值 (2024E)



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图57.酒店估值 (2025E)



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图58.锦江酒店估值变化趋势



数据来源: Wind, 财通证券研究所

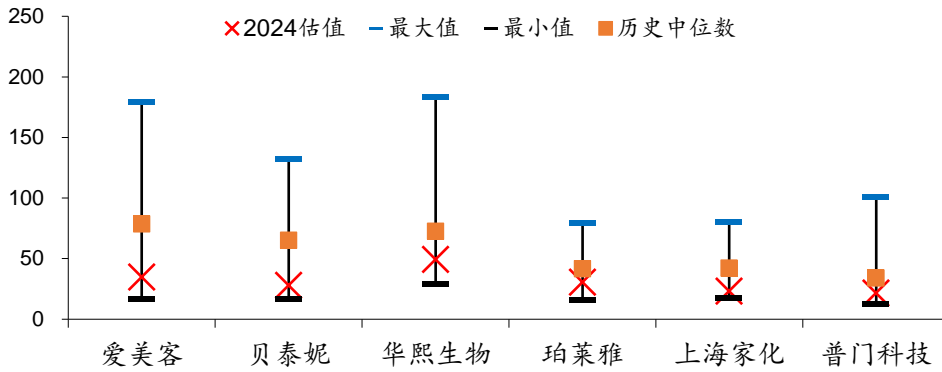
图59.君亭酒店估值变化趋势



数据来源: Wind, 财通证券研究所

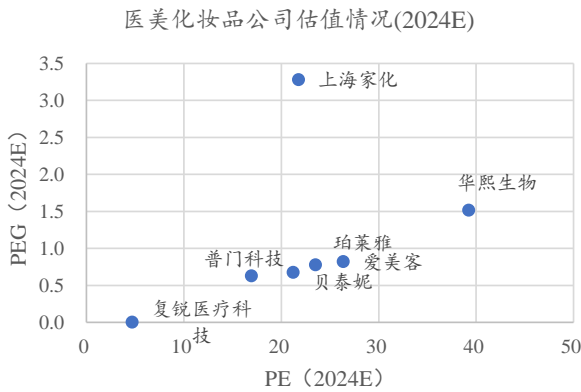
4.4 医美化妆品行业相关标的估值情况

图60.医美化妆品行业估值情况（2024E）



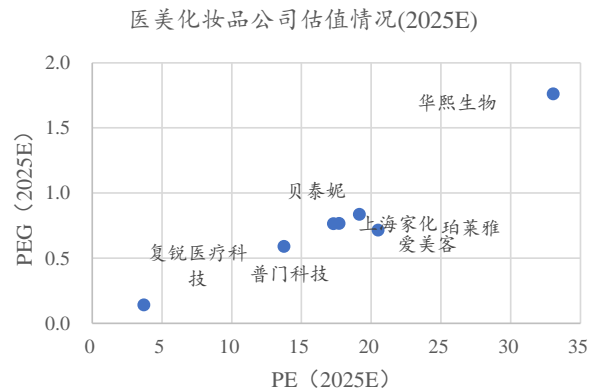
数据来源：Wind，财通证券研究所

图61.医美化妆品估值（2024E）



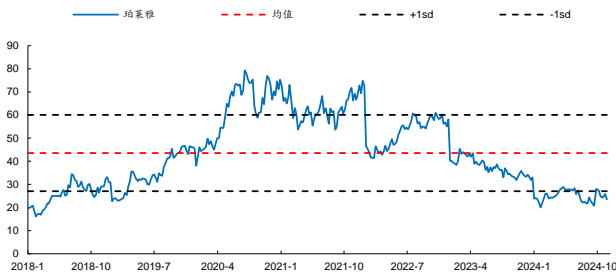
数据来源：Wind，财通证券研究所

图62.医美化妆品估值（2025E）



数据来源：Wind，财通证券研究所

图63.珀莱雅估值变化趋势



数据来源：Wind，财通证券研究所

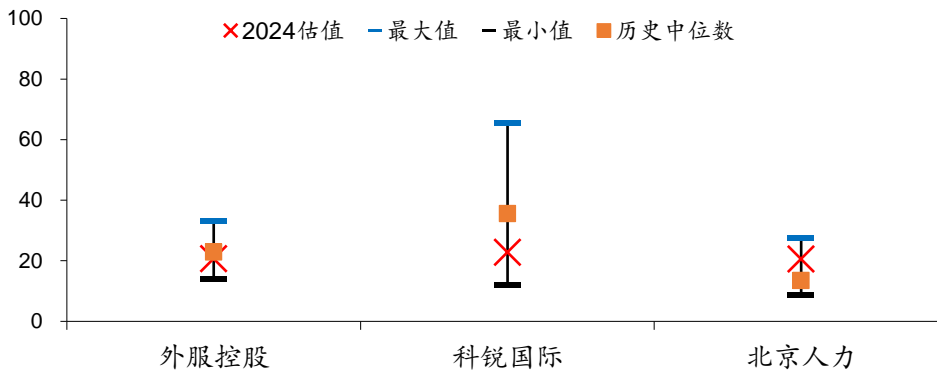
图64.爱美客估值变化趋势



数据来源：Wind，财通证券研究所

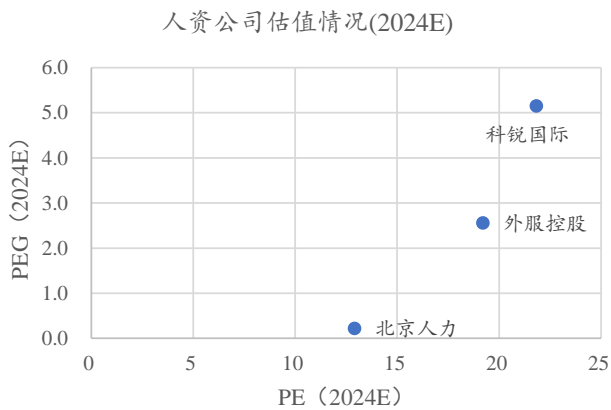
4.5 人服行业相关标的估值情况

图65.人服行业估值情况 (2024E)



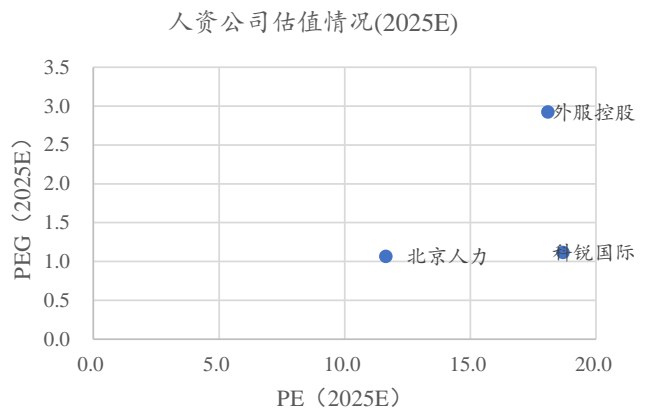
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图66.人服估值 (2024E)



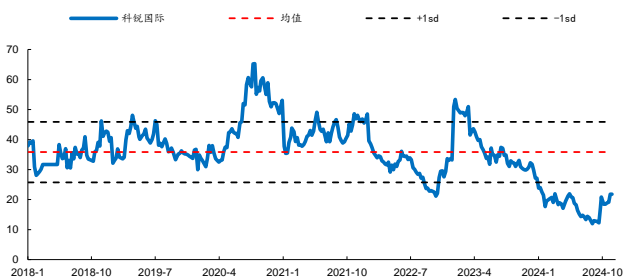
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图67.人服估值 (2025E)



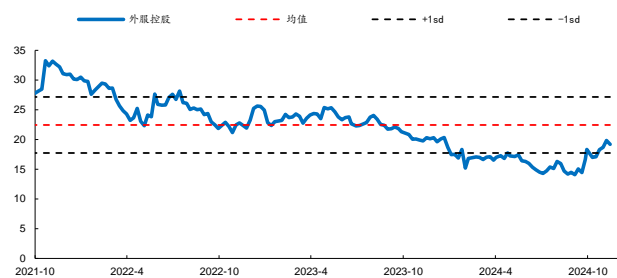
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图68.科锐国际估值变化趋势



数据来源: Wind, 财通证券研究所

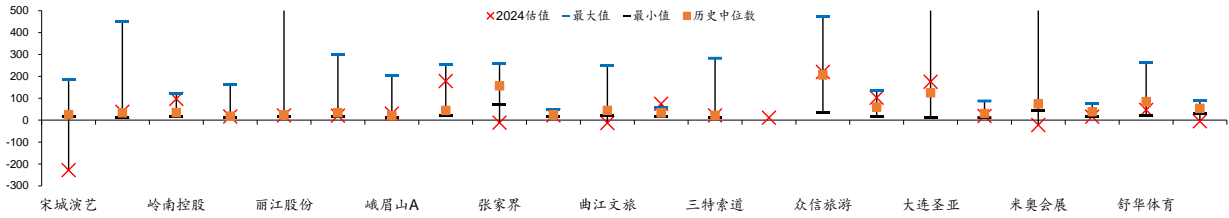
图69.外服控股估值变化趋势



数据来源: Wind, 财通证券研究所

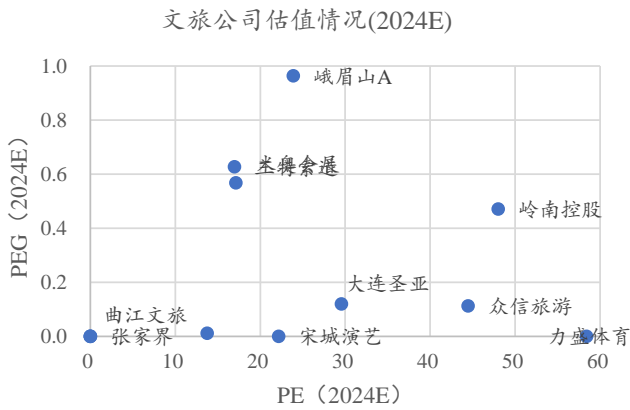
4.6 文旅行业相关标的估值情况

图70.文旅行业估值情况 (2024E)



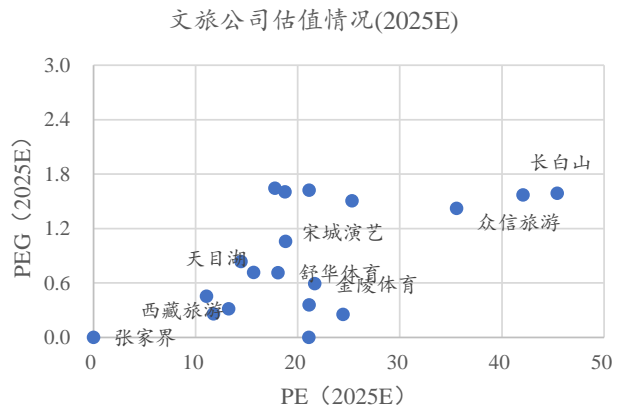
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图71.文旅估值 (2024E)



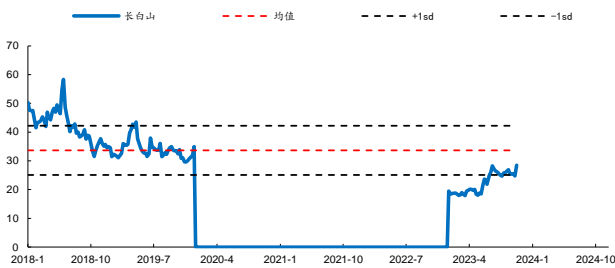
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图72.文旅估值 (2025E)



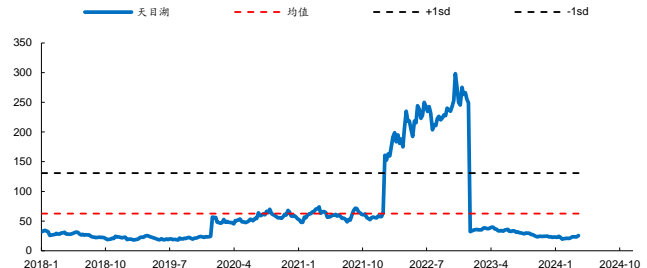
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图73.长白山估值变化趋势



数据来源: Wind, 财通证券研究所

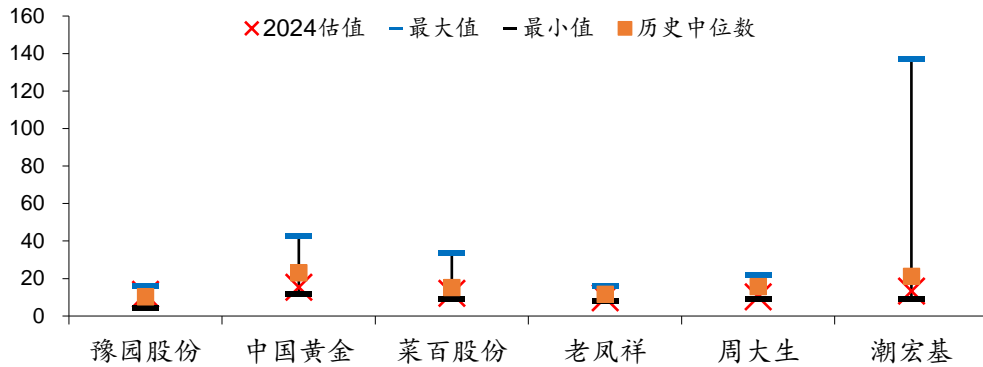
图74.天目湖估值变化趋势



数据来源: Wind, 财通证券研究所

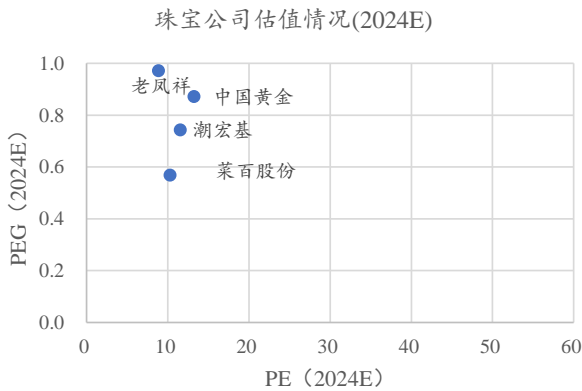
4.7 珠宝行业相关标的估值情况

图75.珠宝行业估值情况 (2024E)



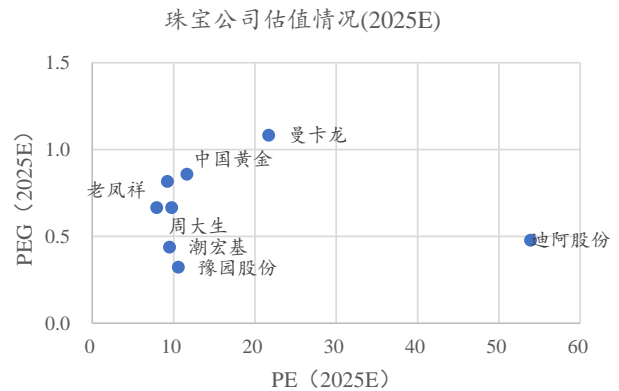
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图76.珠宝估值 (2024E)



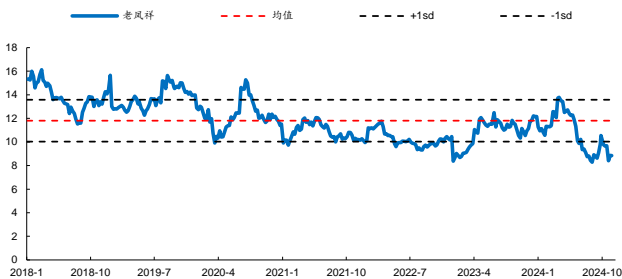
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图77.珠宝估值 (2025E)



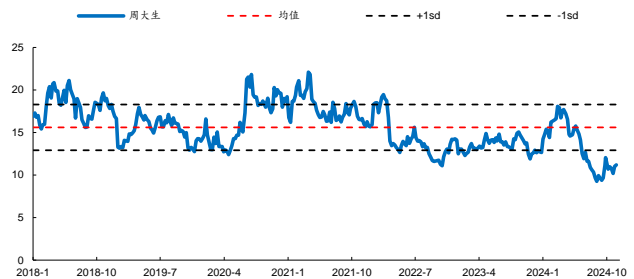
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图78.老凤祥估值变化趋势



数据来源: Wind, 财通证券研究所

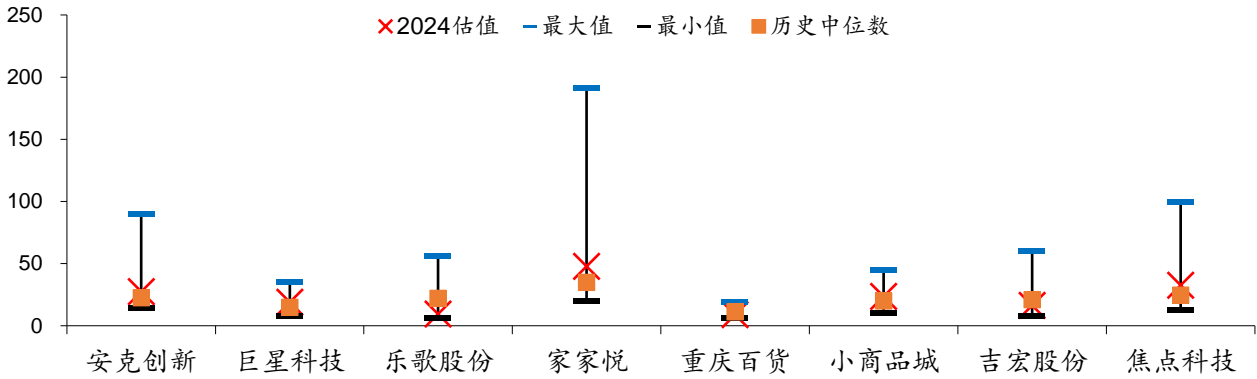
图79.周大生估值变化趋势



数据来源: Wind, 财通证券研究所

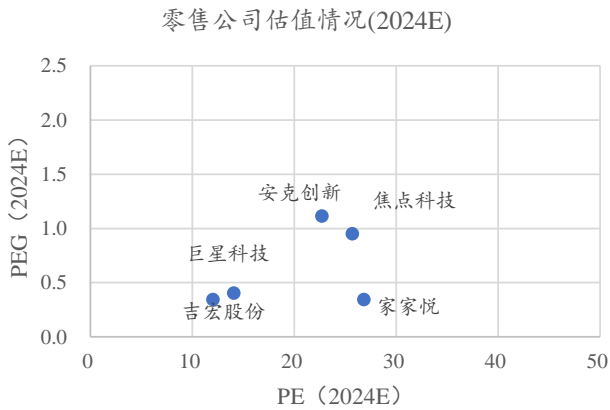
4.8 零售行业相关标的估值情况

图80.零售行业估值情况 (2024E)



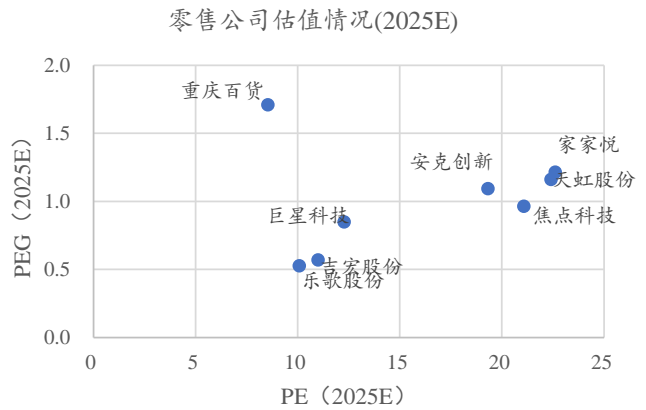
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图81.零售估值 (2024E)



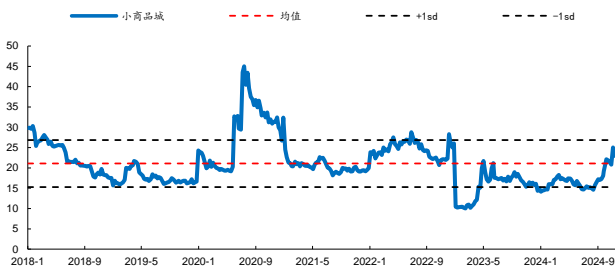
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图82.零售估值 (2025E)



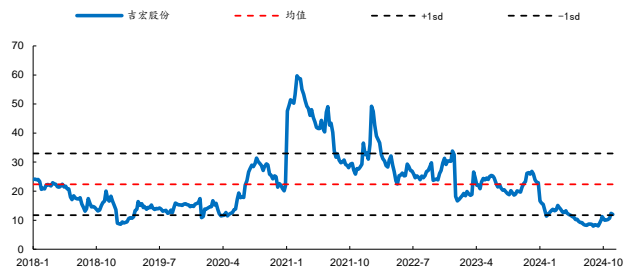
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图83.小商品城估值变化趋势



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图84.吉宏股份估值变化趋势



数据来源: Wind, 财通证券研究所

5 风险提示

宏观经济波动；居民消费意愿恢复不及预期；行业竞争加剧。

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。