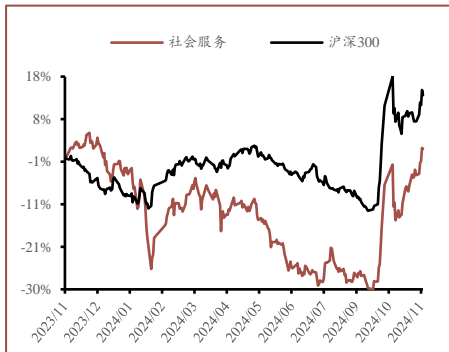


投资评级:看好(维持)

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
- 《关注政策催化》 2024-10-27

核心观点

- ❖ **文旅：**出行总体关注本周对于明年假期延长的预期带动。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，关注管理持续提质增效的龙头头部酒店集团重视会员业务建设，君亭与希尔顿签署战略合作协议，共同推动在国内高端及度假酒店业务的发展。
- ❖ **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：**国内医美内卷加剧背景下，出海成为 25 年医美头部企业的重要战略。近期锦波获批越南医疗器械注册证，医美产业出海迈出重要一步，国内多家头部医美企业均积极布局出海，锦波率先完成东南亚械三布局，再次彰显公司前瞻布局眼光+强落地能力。
- ❖ **美妆：**2024Q3 美护板块整体表现平淡，近期在大促旺季催化下整体美护景气度有所恢复，随着提振内需促进消费的利好政策发力有望迎来美护行业市场情绪提振，化妆品消费有望提速回暖，关注双 11 大促表现亮眼的标的。
- ❖ **跨境：**美国消费韧性持续，大选落地短期内或带来一定情绪波动，建议关注具备相对优势的品牌公司以及低估值机会：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（300866.SZ）、致欧科技（301376.SZ）、乐歌股份（300729.SZ），海运费回落后业绩有望得到释放；2) 11 月美联储议息将近，推荐业绩有望受益降息催化的美国工具链头部供应商，伴随终端动销回暖及渠道信心增强，有望迎来戴维斯双击，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）。
- ❖ **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..... | 5 |
| 1.1 | 免税 | 5 |
| 1.2 | 酒店 | 9 |
| 1.3 | 教育 | 11 |
| 1.4 | 人力资源 | 13 |
| 1.5 | 医美化妆品 | 14 |
| 1.6 | 文旅 | 16 |
| 1.7 | 餐饮 | 21 |
| 1.8 | 跨境 | 23 |
| 2 | 本周绝对估值变化..... | 25 |
| 3 | 商社行业估值概览..... | 28 |
| 4 | 附录：本周商社各子版块覆盖标的估值变化趋势..... | 30 |
| 4.1 | 免税行业相关标的估值情况 | 30 |
| 4.2 | 餐饮行业相关标的估值情况 | 31 |
| 4.3 | 酒店行业相关标的估值情况 | 32 |
| 4.4 | 医美化妆品行业相关标的估值情况..... | 33 |
| 4.5 | 人服行业相关标的估值情况 | 34 |
| 4.6 | 文旅行业相关标的估值情况 | 35 |
| 4.7 | 珠宝行业相关标的估值情况 | 36 |
| 4.8 | 零售行业相关标的估值情况 | 37 |
| 5 | 风险提示..... | 38 |

图表目录

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

| | |
|--|----|
| 图 8. 华中地区进港客流 (人次) | 8 |
| 图 9. 江南及广西地区进港客流 (人次) | 8 |
| 图 10. 全国酒店 OCC..... | 9 |
| 图 11. 全国酒店 ADR (元) | 9 |
| 图 12. 全国酒店 RevPAR (元) | 10 |
| 图 13. 经济型酒店 OCC..... | 10 |
| 图 14. 中档型酒店 OCC..... | 10 |
| 图 15. 高档型酒店 OCC..... | 10 |
| 图 16. 全国酒店 OCC 较 2019 和 2023 年恢复度..... | 10 |
| 图 17. 全国酒店 ADR 较 2019 和 2023 年恢复度..... | 10 |
| 图 18. 2025 年国考过审人数达 341.6 万..... | 12 |
| 图 19. 主要人服公司 3Q2024 营业收入及增速..... | 14 |
| 图 20. 国际航班恢复情况 (截止 2024.11.08) | 18 |
| 图 21. 各餐饮品类月度平均店效同比情况..... | 22 |
| 图 22. 各餐饮品类月度客单价情况 (元) | 22 |
| 图 23. 美国 10 年及 20 年期国债收益率..... | 23 |
| 图 24. CME 美联储观察工具 12 月降息预期 | 23 |
| 图 25. 各航线 CCFI 海运集装箱指数..... | 23 |
| 图 26. 美元/欧元兑人民币汇率同比变化..... | 23 |
| 图 27. 万得 A 股 PE(TTM)..... | 25 |
| 图 28. 消费者服务(中信)预测 PE..... | 26 |
| 图 29. 商贸零售(中信)预测 PE..... | 27 |
| 图 30. 各公司估值情况 (2024E) | 28 |
| 图 31. 各公司估值情况 (2025E) | 29 |
| 图 32. 免税行业估值情况 (2024E) | 30 |
| 图 33. 免税估值 (2024E) | 30 |
| 图 34. 免税估值 (2025E) | 30 |
| 图 35. 中国中免估值变化趋势..... | 30 |
| 图 36. 海汽集团估值变化趋势..... | 30 |
| 图 37. 餐饮行业估值情况 (2024E) | 31 |
| 图 38. 餐饮估值 (2024E) | 31 |
| 图 39. 餐饮估值 (2025E) | 31 |
| 图 40. 海底捞估值变化趋势..... | 31 |

| | |
|--------------------------------|----|
| 图 41. 九毛九估值变化趋势..... | 31 |
| 图 42. 酒店行业估值情况（2024E） | 32 |
| 图 43. 酒店估值（2024E） | 32 |
| 图 44. 酒店估值（2025E） | 32 |
| 图 45. 锦江酒店估值变化趋势..... | 32 |
| 图 46. 君亭酒店估值变化趋势..... | 32 |
| 图 47. 医美化妆品行业估值情况（2024E） | 33 |
| 图 48. 医美化妆品估值（2024E） | 33 |
| 图 49. 医美化妆品估值（2025E） | 33 |
| 图 50. 珀莱雅估值变化趋势..... | 33 |
| 图 51. 爱美客估值变化趋势..... | 33 |
| 图 52. 人服行业估值情况（2024E） | 34 |
| 图 53. 人服估值（2024E） | 34 |
| 图 54. 人服估值（2025E） | 34 |
| 图 55. 科锐国际估值变化趋势..... | 34 |
| 图 56. 外服控股估值变化趋势..... | 34 |
| 图 57. 文旅行业估值情况（2024E） | 35 |
| 图 58. 文旅估值（2024E） | 35 |
| 图 59. 文旅估值（2025E） | 35 |
| 图 60. 长白山估值变化趋势..... | 35 |
| 图 61. 天目湖估值变化趋势..... | 35 |
| 图 62. 珠宝行业估值情况（2024E） | 36 |
| 图 63. 珠宝估值（2024E） | 36 |
| 图 64. 珠宝估值（2025E） | 36 |
| 图 65. 老凤祥估值变化趋势..... | 36 |
| 图 66. 周大生估值变化趋势..... | 36 |
| 图 67. 零售行业估值情况（2024E） | 37 |
| 图 68. 零售估值（2024E） | 37 |
| 图 69. 零售估值（2025E） | 37 |
| 图 70. 小商品城估值变化趋势..... | 37 |
| 图 71. 重庆百货估值变化趋势..... | 37 |

1 商社板块观点

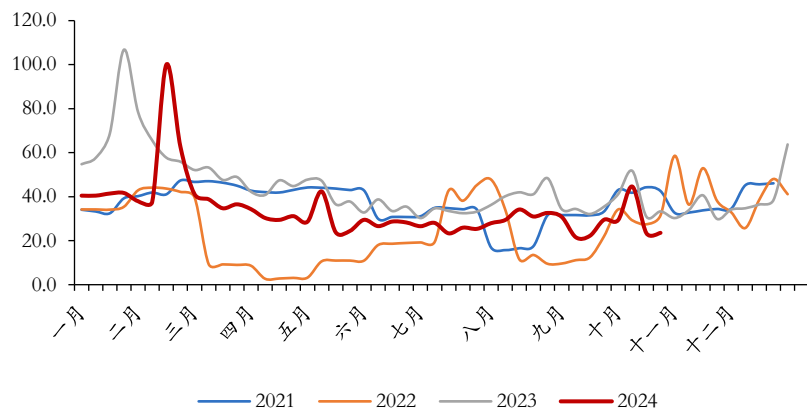
1.1 免税

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

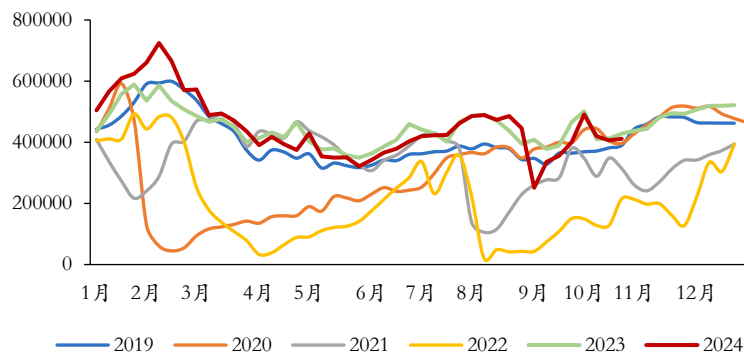
➤ 海南客流情况（2024年10月28日至11月3日）

海南三机场：客流 43.0 万人次，环比+4.5%，恢复至 2019 年同期 97.0%

海口机场：客流 22.8 万人次，环比+0.4%，恢复至 2019 年同期 95.3%

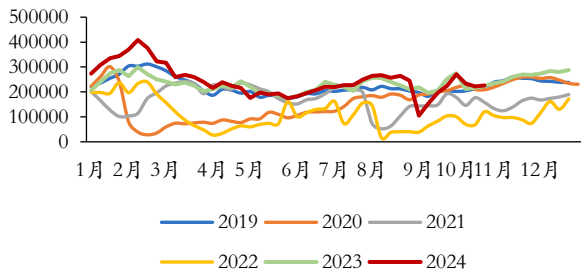
三亚机场：客流 19.4 万人次，环比+9.1%，恢复至 2019 年同期 99.3%

图2.海南省机场进港客流情况（人次）



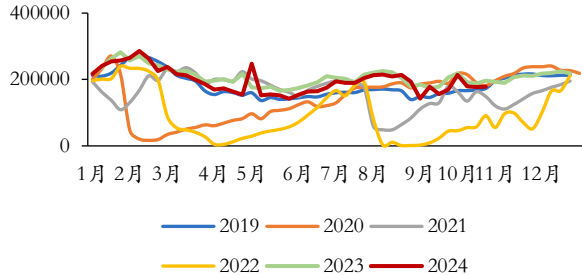
数据来源：飞常准 APP，财通证券研究所

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

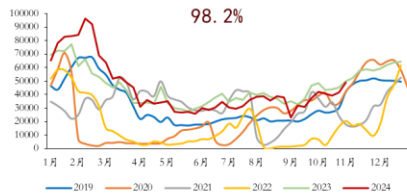
➤ 分客源看客流：

海南前 10 大客源城市依次为：北京、上海、成都、广州、深圳、西安、重庆、杭州、长沙、武汉；

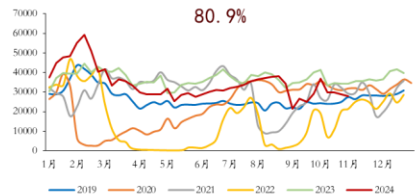
- 北京→海南：客流 4.9 万人次，环比+17.5%，恢复至 2019 年同期 115.6%
- 上海→海南：客流 2.8 万人次，环比-3.7%，恢复至 2019 年同期 101.3%
- 广州→海南：客流 1.9 万人次，环比-9.6%，恢复至 2019 年同期 93.1%
- 深圳→海南：客流 1.9 万人次，环比-5.7%，恢复至 2019 年同期 132.5%
- 成都→海南：客流 3.0 万人次，环比+24.9%，恢复至 2019 年同期 157.0%
- 重庆→海南：客流 1.6 万人次，环比-0.5%，恢复至 2019 年同期 79.7%
- 长沙→海南：客流 1.4 万人次，环比-11.8%，恢复至 2019 年同期 107.3%
- 郑州→海南：客流 1.6 万人次，环比+11.9%，恢复至 2019 年同期 74.5%
- 武汉→海南：客流 1.3 万人次，环比-5.7%，恢复至 2019 年同期 89.5%
- 杭州→海南：客流 1.6 万人次，环比+2.4%，恢复至 2019 年同期 134.2%

图5.北上广深进港客流（人次）

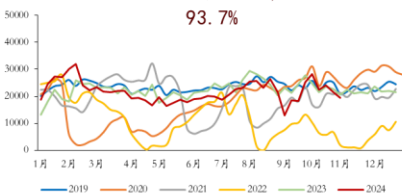
北京客流恢复到2019年115.6%，恢复到2023年



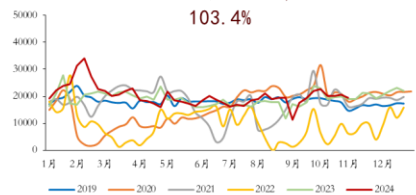
上海客流恢复到2019年101.3%，恢复到2023年



广州客流恢复到2019年93.1%，恢复到2023年



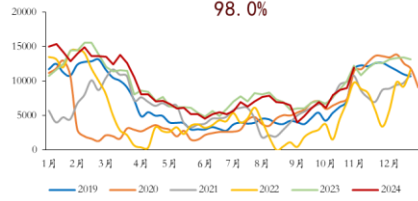
深圳客流恢复到2019年132.5%，恢复到2023年



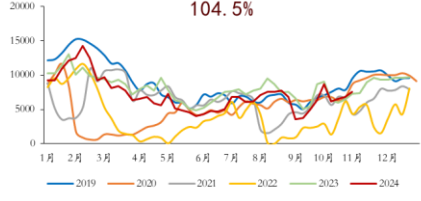
数据来源：飞常准 APP，财通证券研究所

图6.北部地区进港客流（人次）

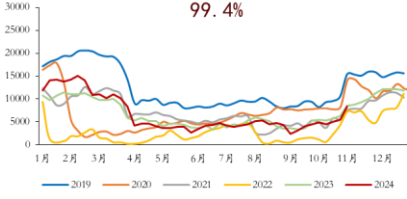
沈阳客流恢复到2019年102.6%，恢复到2023年98.0%



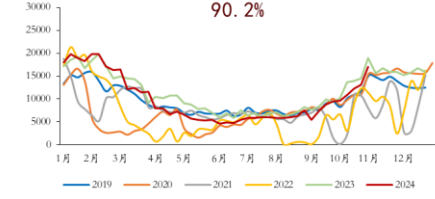
济南客流恢复到2019年79.2%，恢复到2023年104.5%



天津客流恢复到2019年54.8%，恢复到2023年99.4%



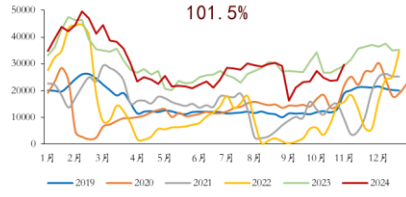
哈尔滨客流恢复到2019年112.8%，恢复到2023年90.2%



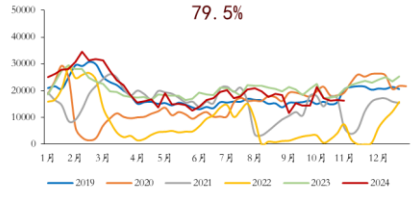
数据来源：飞常准 APP，财通证券研究所

图7.西南地区进港客流（人次）

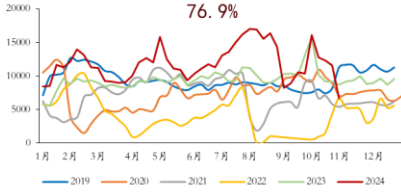
成都客流恢复到2019年157.0%，恢复到2023年101.5%



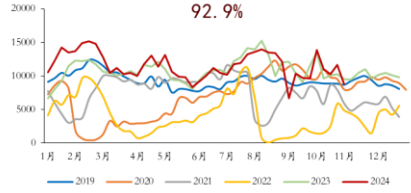
重庆客流恢复到2019年79.7%，恢复到2023年79.5%



贵阳客流恢复到2019年59.3%，恢复到2023年76.9%

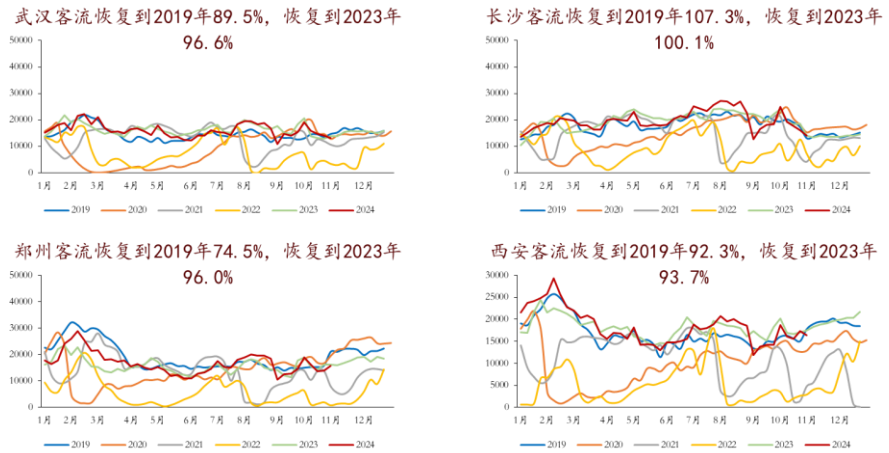


昆明客流恢复到2019年101.2%，恢复到2023年92.9%



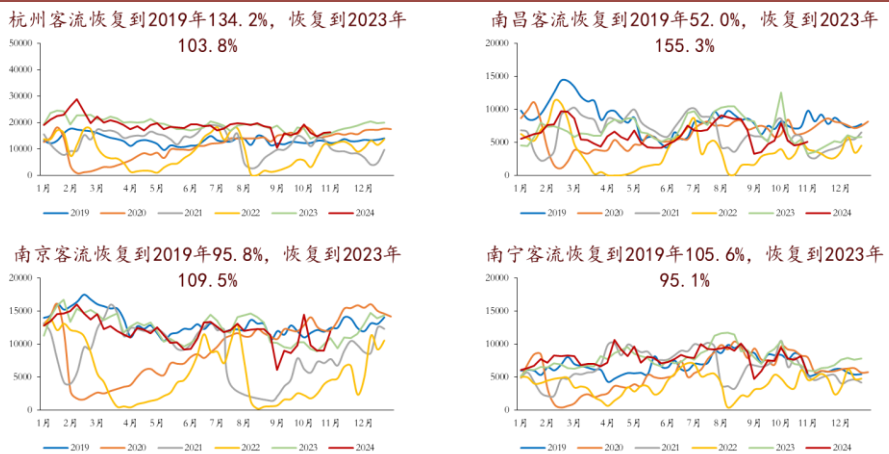
数据来源：飞常准 APP，财通证券研究所

图8.华中地区进港客流（人次）



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）



数据来源：飞常准 APP，财通证券研究所

公司跟踪

中国中免：2024年11月5日，中国免税品（集团）有限责任公司（中免集团）与越南 Imex Pan Pacific Group（IPP 集团）昨天宣布签署合作备忘录（MOU），正式建立战略合作伙伴关系。中免集团和 IPP 集团将在越南各地具战略意义的地点包括机场和主要旅游目的地，共同运营免税店。IPP 集团将会提供重要的当地支持，包括物流和促进审批程序，以确保合营业务的运作和管理畅顺。两家公司为了提升客户体验和 提高销售，将与酒店、银行及数字平台合作，以施展更全面的营销策略。两家企业的合作旨在拓展旅游和旅游零售行业的业务契机，同时助力推动中国与越南的经贸合作。

海南免税亮相第七届进博会：2024年11月5日第七届进博会上海开幕，海南馆“国际会客厅”重点展示海南离岛免税形象与热销品。中免集团旗下海南智科携

60 余件热销品参展，已与 900 多品牌供应商合作，借进博会提升知名度，推进“旅游+免税”融合。中国中免在进博会上展示旗下海南免税业务，进一步强化其在免税行业的品牌影响力与市场号召力，将助力自贸港与国际旅游消费中心建设。

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）。

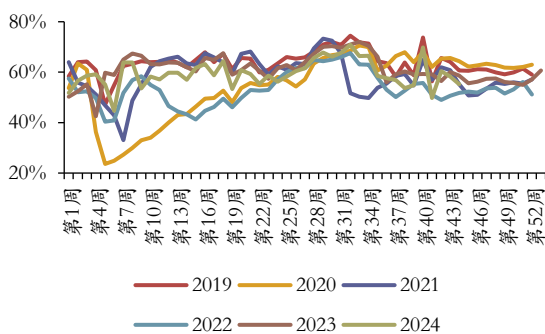
1.2 酒店

2024 年第 44 周（10/28-11/03）酒店数据：

1、全国数据：全国 OCC 为 55.25%，环比上周-2.95pct，同比-3.45pct，较 2019 年同期-5.43pct，上周 OCC 较 2019 年同期-5.94pct；全国 ADR 为 185.00 元，环比上周-1.40%，同比-5.25%，较 2019 年同期-6.11%，上周 ADR 较 2019 年同期-6.93%；2024 年第 44 周全国 RevPAR 为 102.21 元，环比上周-6.40%，同比-10.82%，较 2019 年同期-14.51%，上周 RevPAR 较 2019 年同期-15.55%。

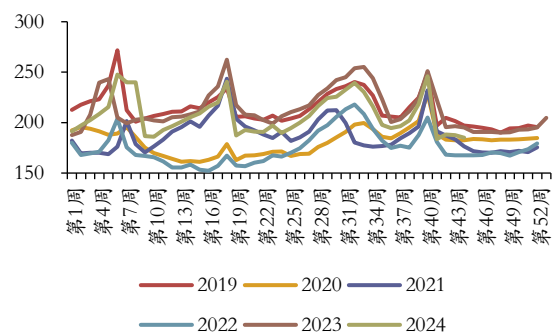
2、分类型：经济型酒店 OCC 为 56.16%，同比去年同期-3.00pct，较 2019 年同期-4.04pct；中档型酒店 OCC 为 54.82%，同比去年同期-4.68pct，较 2019 年同期-7.90pct；高档型酒店 OCC 为 46.43%，同比去年同期-5.33pct，较 2019 年同期-15.98pct。

图10.全国酒店 OCC

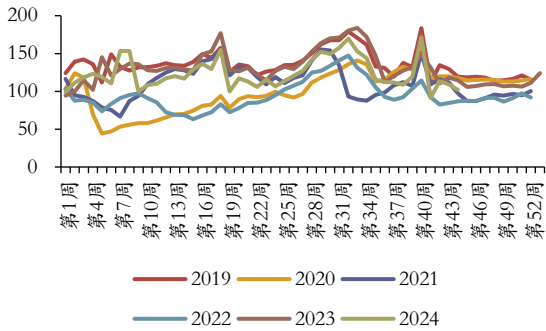


数据来源：酒店之家、财通证券研究所

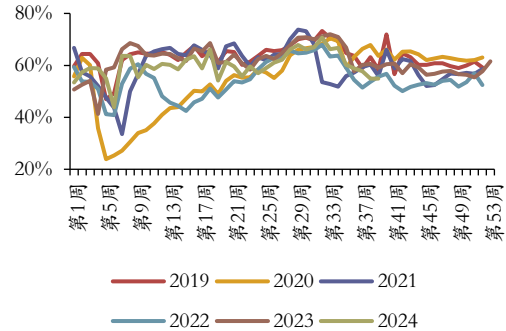
图11.全国酒店 ADR（元）



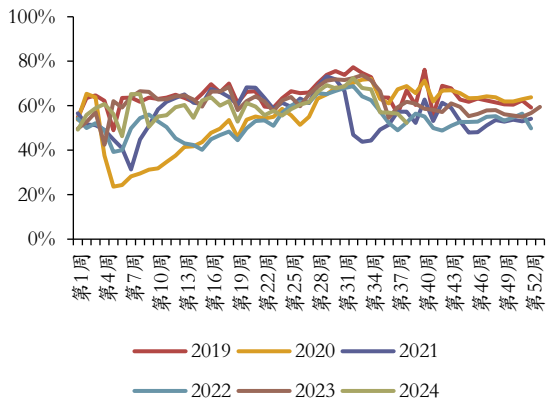
数据来源：酒店之家、财通证券研究所

图12.全国酒店 RevPAR (元)


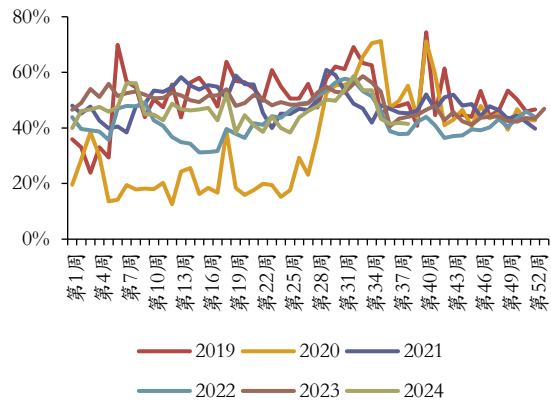
数据来源：酒店之家、财通证券研究所

图13.经济型酒店 OCC


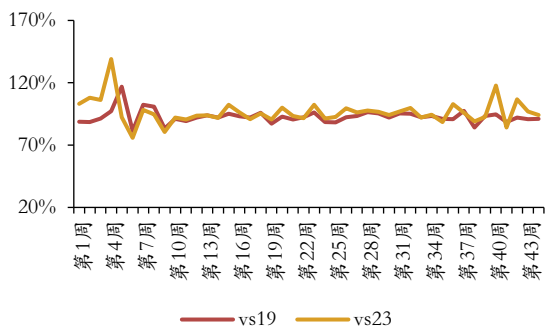
数据来源：酒店之家、财通证券研究所

图14.中档型酒店 OCC


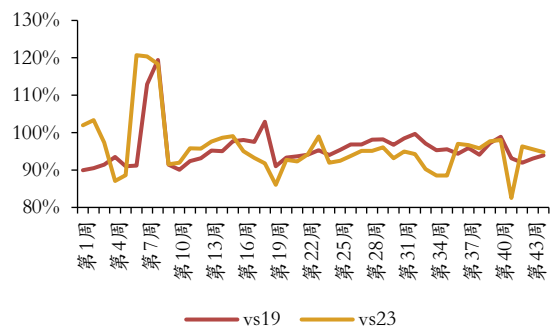
数据来源：酒店之家、财通证券研究所

图15.高档型酒店 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

君亭酒店与希尔顿集团签署战略合作意向书。基于该意向书，双方拟建立长期、全面的合作伙伴关系，共同推动在中国大陆地区高端酒店及目的地度假村方面的发展，为宾客带来更为丰富的会员权益和更多元的产品选择，同时，为业主创造更优价值。

国际酒店集团陆续发布三季度业绩。万豪国际 24Q3 总营收达 62.55 亿美元，同比增长 6%；净利润为 5.84 亿美元，同比下降 22%。凯悦 24Q3 总营收达 16.29 亿美元，同比增长 0.43%；净利润为 4.71 亿美元，同比增长 592.65%。其中，净利润大幅增长主要是由于 5.14 亿美元的房地产销售及其他收益，去年同期为 1800 万美元。凯悦预计今年系统可比酒店的 RevPAR 同比增长 3-4%，全年净利润约 14-14.5 亿美元。

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联合执法检查机制，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

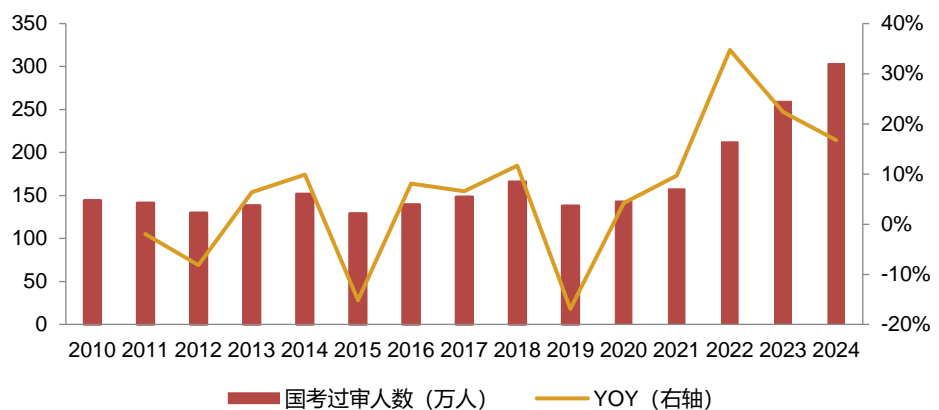
政策引导积极，关注质优龙头。2024年8月，国务院发布《关于促进服务消费高质量发展的意见》，提出“推动高等院校、科研机构、社会组织开放优质教育资源，满足社会大众多元化、个性化学习需求；推动社会培训机构面向公众需求提高服务质量。”各级各类社会培训机构应持续提高服务质量，提升参训学员的文化素质、科学素养和劳动技能等。

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

的事业单位招聘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)。

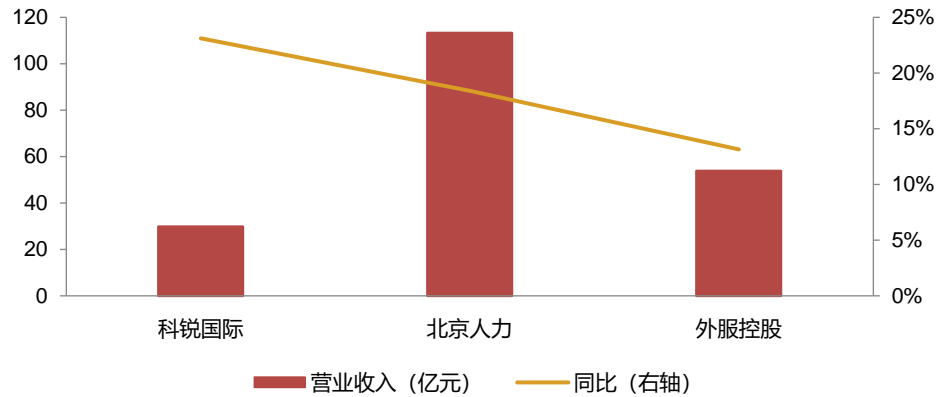
- **招聘侧**我国广义公职人员 5000-6000 万人，全国人口结构看 50-54 岁/55-59 岁占比 8.84%/8.14% (2022)，退休换岗招聘量大，同时国家加大政策性岗位供给，公职岗位招聘量有望在 2024 年 150 万人基础上稳中有升。
- **报考侧** 2024 年应届毕业生人数将达 1179 万人，创历史新高。根据我国出生人口数，我们预计 2024-2036 年我国高等教育毕业生人数（含研究生）将维持在 1100-1200 万人。

1.4 人力资源

求是网刊发《促进高质量充分就业》。文章提及：促进高质量充分就业，是新时代新征程就业工作的新定位、新使命。要坚持以人民为中心的发展思想，全面贯彻劳动者自主就业、市场调节就业、政府促进就业和鼓励创业的方针，以推动高质量发展为基础，以实施就业优先战略为引领，以强化就业优先政策为抓手，以深化就业体制机制改革为动力，持续促进就业质的有效提升和量的合理增长，不断增强广大劳动者的获得感幸福感安全感，为以中国式现代化全面推进强国建设、民族复兴伟业提供有力支撑。

主要人服公司 Q3 稳健增长，我们估计外包服务贡献主要增量。3Q2024，科锐国际营业收入为 29.75 亿元，同比+23.12%；北京人力营业收入为 113.13 亿元，同比+18.39%；外服控股营业收入为 53.74 亿元，同比+13.14%。

图19.主要人服公司 3Q2024 营业收入及增速



数据来源：公司公告，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）。

1.5 医美化妆品

国内医美内卷加剧背景下，出海成为 25 年医美头部企业的重要战略：

1) 锦波生物：近期锦波获批越南医疗器械注册证，医美产业出海迈出重要一步，公司于近日获得越南主管当局颁发的一项 D 类医疗器械注册证，品牌名称为 A youth，规格包含 2/4/6/8/10mg，用于面部真皮组织填充以纠正额部动力性皱纹（包括眉间纹、额头纹和鱼尾纹）。

国内多家头部医美企业均积极布局出海，锦波率先完成东南亚械三布局，再次彰显公司前瞻布局眼光+强落地能力。重组胶原蛋白在海外属于空白领域，薇旖美作为在国内具备高知名度的国产原创材料出海，具备天然销售优势。此次获证为公司获得的首个境外重组Ⅲ型人源化胶原蛋白注射用医疗器械，是公司拓展海外市场取得的重大突破，继此前与欧莱雅集团合作美妆原料之后，再次完成国产成分在医美械三领域的反向输出，我们认为公司核心医美产品迈向国际化将为长远发展及业绩增长带来重要提振。

2) 美柏生物：湖南美柏生物旗下一款“胶原蛋白伤口护理凝胶”产品顺利获得越南主管当局医疗器械注册证，产品中的 ECM 重组人胶原蛋白成分，与人体同源同型同比例，三螺旋四级结构，全长序列 130KD，具有再生性、生物活性、长效

性、安全性等优势，能够“用胶原再生胶原”，重建皮肤胶原网络，修复受损细胞，预防疤痕产生。

政策端，据 NMPA 分类结果，干细胞外泌体不作为医疗器械管理。国家药品监督管理局医疗器械标准管理中心对外发布《2024 年第二次医疗器械产品分类界定结果汇总》，其中建议按照 III 类医疗器械管理的产品 36 个，建议按照 II 类医疗器械管理的产品 111 个，建议按照 I 类医疗器械管理的产品 15 个，建议按照药械组合产品判定程序界定管理属性的产品 17 个（仅给出按药械组合管理的初步建议，其具体管理属性的确定，请按药械组合产品属性界定相关要求确定），建议视具体情况而定的产品 14 个，建议不作为医疗器械管理的产品 33 个。其中，针对干细胞外泌体为建议不作为医疗器械管理的产品。

新品进展：

- 1) **光电领域：**复锐医疗科技推出 Alma Harmony 的全新版本，新 Alma Harmony 为客户提供更多的治疗选择和简单智能的使用体验，患者个性化功能融合了五项最受欢迎的技术及增强的能量，配备了先进的自动化功能，例如可自订的预设模式、符合人体工学设计的治疗手柄，以及实现无缝操作的功能。
- 2) **埋植线领域：**普丽妍（南京）医疗科技有限公司申报的“聚对二氧环己酮面部埋植线”成功获 NMPA 批准上市

投资建议：推荐关注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）；业绩持续兑现的重组胶原医美龙头锦波生物（832982.BJ）；艾塑菲快速放量+具备 PDRN、胶原蛋白等新品管线催化的江苏吴中（600200.SH）。

美妆端：双 11 大促接近尾声，时间前置拉动美妆大盘高增：

根据星图数据，10 月 14 日-10 月 30 日双 11 第一阶段，全网累计销售额达到 8450 亿元人民币，因大促前置刷新了 10 月历史销售记录，其中综合电商平台（天猫（含点淘）、京东、拼多多等）占比 80.3%，直播电商平台（抖音、快手等）占比 19.7%。个护美妆行业累计销售额为 650 亿，占比 7.7%。

- 1) 抖音：10 月 8 日-10 月 20 日第一阶段抢先期商城 GMV 同比增长 91%，搜索 GMV 同比增长 77%，商品卡 GMV 同比增长 64%，货架场景的 GMV 占大盘的 43%。截至 10 月 20 日，近 8000 个品牌成交额同比增长超 200%，超 1 万个品牌成交额同比翻倍。在流量策略升级下，联盟作者流量同比增长 23%，GMV 同比增长 68%，已有 380 个直播间成交额突破千万。

2) 淘宝天猫：10月14日-10月31日天猫累计373个品牌成交破亿，88VIP下单购买人数同比去年同阶段增长超60%，人均购买金额同比增长超30%，访问量同比增长50%。

3) 快手：10月12日-10月28日成交破百万直播间数量超1300个，成交同比增长超200%卖家数超5万个，大牌大补百万GMV单品数同比增长1390%，成交破千万品牌数超250个，成交超百万的超级单品数超2800个。10月19日快手电商双11正式期首日，GMV破历史峰值，同比增长94%，首日GMV同比增长超100%的品牌超5900个，首日泛货架GMV同比增长128%，10月19-20日17点，超1.6万位主播单场GMV超过去年双十一峰值。

行业更新：中国证监会发布《关于毛戈平化妆品股份有限公司境外发行上市及境内未上市股份“全流通”备案通知书》，显示毛戈平拟发行不超过1.15亿股境外上市普通股并在香港联合交易所上市，14名股东所持合计约1.72亿股境内未上市股份将转为境外上市股份，并在香港联合交易所上市流通。

投资建议：2024Q3美护板块整体表现平淡，近期在大促旺季催化下整体美护景气度有所恢复，随着提振内需促进消费的利好政策发力有望迎来美护行业市场情绪提振，化妆品消费有望提速回暖，关注双11大促表现亮眼的标的，建议关注：

- 1) 强业绩兑现度的珀莱雅(603605.SH)：美白、能量、防晒、洗护等多品类扩张，下半年至明年预计推出美白重磅单品；
- 2) 婴童产业链优选的润本股份(2367.HK)：深耕驱蚊、婴童护理领域，产品矩阵丰富细分程度高，高性价比卡位大众市场，下半年蛋黄油&洋甘菊系列新品布局，11月份预计上新全新抗痘系列产品；
- 3) 上美股份(2145.HK)：韩束爆发式重回增长，多品牌持续调整下有望贡献第二增长曲线；
- 4) 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。

1.6 文旅

旅游：

行业数据、趋势、政策跟踪

- 北方多地雪场即将开启新雪季，冰雪游正逐渐成为冬季旅游度假的重要选择，冰雪经济热度持续攀升。

- 去哪儿平台数据显示，11月以来，全国冰雪景区预订量同比增长三成。“滑雪”“冰雪”“雪场”等关键词的搜索热度环比上周增加了三倍。从酒店预订增速来看，哈尔滨酒店预订量同比增长超过五成，带动大兴安岭、伊春、齐齐哈尔等地预订量分别同比增长140%、52%和45%。同时，漠河、齐齐哈尔、伊春、佳木斯的机票预订量也同比增长超四成。
 - 携程数据显示，截至11月7日，今冬（11月至次年1月）北方滑雪酒店的预订量同比增长22%。其中，黑龙江、河北、新疆的预订增速尤为明显，冬季河北和新疆的滑雪酒店预订量均同比增长超过70%，而去年大热的黑龙江也实现34%的增长，再创新高。同时，白山市、吉林市、张家口等城市的雪场酒店订单较多，北京、杭州、上海、苏州、广州成为热门冰雪游客源地。
 - 据途牛近日发布的《2023-2024冰雪季旅游消费趋势预测》，预计2023-2024冰雪季用户出游人次及旅游消费将迎来爆发式增长。途牛截至目前最新数据显示，中秋国庆假期后至10月31日，途牛冰雪游相关产品搜索量迎来持续增长，搜索量较9月同期增长124%。从用户年龄分布看，90后、00后已成为途牛冰雪游产品的消费主力，预订订单占比达到了60%。从地域上看，南方用户主导冰雪游消费的趋势显著，预订订单占比接近70%。从境内冰雪游热门目的地分布来看，南方省份在冰雪游市场中的权重正在逐步上升，有望成为冰雪游消费新增长点。
- 双11预约出行规模显著增长
- 飞猪平台披露，2024年双11期间酒店套餐销量已显著超越去年总量，预约酒店间夜量也远超去年同期。截至11月5日24时，国内酒店套餐售出超过200万件，出境游酒店套餐的销售额在双11开售后三天内已超过去年全年表现。此外，飞猪数据显示，截至11月5日24时，双11国内酒店日历房闪促的成交额同比增长超过80%。
- 行业政策
- 11月6日，国务院办公厅日前印发《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》，旨在巩固和扩大“带动三亿人参与冰雪运动”成果，以冰雪运动为引领，带动冰雪文化、冰雪装备、冰雪旅游全产业链发展，推动冰雪经济成为新增长点。《意见》提出，到2027年，冰雪经济总规模达到1.2万亿元，到2030年，冰雪经济总规模达到1.5万亿元。
 - 今年10月，2024国际冬季运动（北京）博览会发布了《中国冰雪产业发展研究报告（2024）》，报告数据显示，自2015年以来，中国冰雪产业

规模实现了显著增长，从最初的 2700 亿元迅速扩张到 2023 年的 8900 亿元。预计 2024 年产业规模将达到 9700 亿元，并在次年突破万亿元大关，具体数值预估为 10053 亿元。

- 中方决定对 9 国试行免签政策。为进一步便利中外人员往来，中方自 2024 年 11 月 8 日起对包括韩国在内的 9 个国家持普通护照人员试行免签政策。根据外交部信息，此次免签政策覆盖斯洛伐克、挪威、芬兰、丹麦、冰岛、安道尔、摩纳哥、列支敦士登、韩国。试行期截至 2025 年 12 月 31 日，期间上述国家的公民在来华进行经商、旅游观光、探亲访友及过境活动时，若停留不超过 15 天，可免办签证入境。
- 南非推出“团体签”简化政策吸引中印游客。南非计划于 2025 年 1 月起推出简化版“团体签”政策，以吸引更多中国和印度游客。

➤ 行业定期数据

- 根据飞常准 APP 数据，2024 年 11 月 8 日中国内地-地区/国际航班执行量为 2121 架次，恢复至 2019 年基期的 80.79%。

图 20. 国际航班恢复情况（截止 2024.11.08）



数据来源：飞常准 APP，财通证券研究所

公司跟踪

- **峨眉山 A:** 面对正在到来的冰雪季，公司在 11 月 7 日在投资者互动平台表示，峨眉山高山区建有滑雪场，可进行滑板滑雪、冰雪奇缘海盗船、雪地转转等娱乐项目。
- **中青旅:**
国庆假期后，公司的景区业务基本保持了前三季度的趋势，旅行社业务同比仍然提升，整体趋势比较平稳。2024 年前三季度，公司的旅行社业务收入同

比增长 75%，主要依靠出境游。十月之后，旅游行业进入传统淡季，绝对额较低，但不会对全年经营数据产生较大影响。

乌镇的门票收入占比稳定，人均消费受对 70 岁以上老人免票政策影响有所下降。在会议会展方面，尽管今年会议市场整体形势并不乐观，乌镇在今年表现出较强的市场韧性。11 月乌镇将举办世界互联网大会并进入年会季节，预计 11-12 月的业绩将超过市场平均水平。此外，新开的堤上酒店满足了对高端会议设施的需求，有助于吸引更多高端会议和客户。

古北水镇由于京郊游压力大，业绩有所下滑，但在同业中仍然保持了较好的位置。

投资建议：旅游出行方面，核心关注市场近期对于明年假期延长的预期，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

- 据中国物流与采购联合会航空物流分会统计，10 月份全国共新开 18 条国际货运航线，每周将增加超过 30 个往返航班。从航向结构来看，欧洲航线 8 条，亚洲航线 7 条，北美航线 3 条。共涉及 14 家航空公司，包括 7 家国内航司。货物结构方面，出口货物主要以跨境电商货物、生鲜产品和电子产品为主。
- 10 月 28 日至 11 月 1 日，宁波航运交易所发布的海上丝绸之路之宁波出口集装箱运价指数(NCFI)报收于 1769.5 点，较上周上涨 7.3%。21 条航线中有 21 条航线运价指数上涨。“海上丝绸之路”沿线地区主要港口中，16 个港口运价指数上涨。

- 来自 RCEP 产业合作委员会的数据显示，今年前三季度中国与 RCEP 其他 14 个成员国的贸易总额为 9.63 万亿元人民币，占中国外贸总额的 29.8%。其中，中国与东盟的贸易总额 5.09 万亿元人民币，增长 9.4%，占中国外贸总额的 15.8%。在与 RCEP 其他 14 个成员国中，中国的前五大贸易伙伴依次为韩国、日本、越南、澳大利亚、马来西亚。
- 前三季度，杭州外贸进出口总值 5953.1 亿元，增长 6.7%，其中，出口 4165.1 亿元，实现增长 8.8%，占全省出口总值的 14.3%。从单月来看，自今年 6 月以来，杭州已连续四个月出口规模破 500 亿元，堪称“史上首次”。

公司跟踪

- **米奥会展：**波兰华沙时间 11 月 6 日，米奥会展与政府机构共同承办第十四届波兰中国出口品牌联展。本次会展吸引了来自全国 8 个省，31 个市近 300 家优秀企业参展，展览面积达 10,000 平方米。公司利用独有的网展贸 O2O 数字化平台，实现展前、展中、展后全链路商机数字化，全流程服务智能化。同时，利用“AI+数据”双轮驱动模式，提升展商和买家的对接效率，通过 AI 技术生成商品图、开发信等，提前邀约买家到展，锁定商机。此外，在展会结束后，公司提供买家 CRM 管理和智能化买家推荐服务，结合可视化参展报告，让商机不仅限于展会期间。
- **兰生股份：**11 月 6 日上午，东浩兰生集团与中国住友商事 Group 举行签约仪式，各方将延续过去合作的基础，进一步深化合作。

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：

舒华体育：公司联合中国体育科学学会打造的“运动健康促进中心”概念，主要面向健康大众、亚健康人群、慢性病风险人群及疾病康复人群开展健康促进，目前该中心在江苏、福建等地进行了落地试点。

2024 上半年舒华体育自主品牌在国际市场的销售额同比增长超 50%，品牌在国际市场上的影响力显著增强。

近日,舒华体育参加了在迪拜世界贸易中心举办的2024年阿联酋迪拜体育用品及健身器材展览会。本次展出的产品包含舒华68系列、69系列、78系列以及88将领系列高端力量训练器械以及V10+系列跑步机、椭圆机、健身车等多款高端商用有氧产品。以上产品均为舒华的明星商用产品,曾服务于北京冬奥会、杭州亚运会等国际性重大赛事,得到全球顶尖运动员的亲身验证。展会首日便吸引诸多现场观众和专业健身俱乐部关注和体验。

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

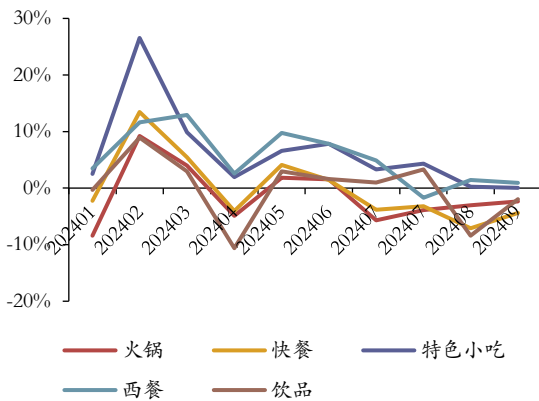
上半年性价比消费和经营效率领先的餐企韧性更强。性价比趋势明显,九毛九、肯德基、达势等客单价偏低、偏快餐类的品牌,同店下滑幅度小于以年轻客流为主的高客单正餐品类。下半年餐饮品牌主动性缩减折扣力度,预计客单价在客流旺季将逐步回升,我们认为明年龙头的同店弹性主要来自客单价的增长,而场景受损较为严重的餐饮品牌,弹性主要来自客流的修复。

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% | / |

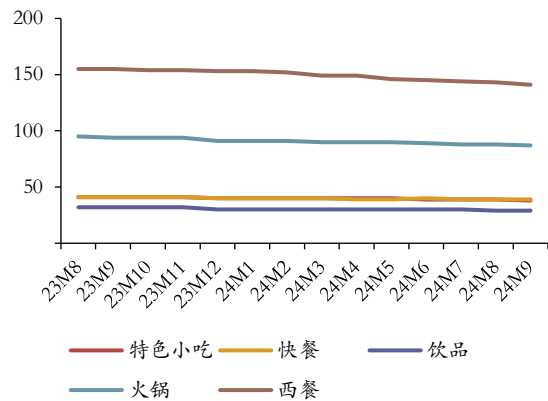
数据来源:公司公告、财通证券研究所

图21.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22.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

百胜中国第三季度净利润同比高增，系统销售额同比增长4%。3Q2024 公司实现营收 30.7 亿美元，同比增长 5%；实现净利润 2.97 亿美元，同比+22%。第三季度系统销售额同比+4%，得益于 7% 新开店贡献；同店增速-3%，其中交易量同比+1%，连续 7 个季度保持正增长。分品牌来看，肯德基系统销售额/同店销售额分别同比+6%/-2%；必胜客系统销售额/同店销售额分别同比+2%/-6%。第三季度公司净增 438 家门店，加盟店占比 33%，未来将持续提升。24Q3 肯德基净增 352 家，必胜客净增 102 家。肯悦咖啡和必胜客 wow 门店数量分别达到 500 家和 150 家，拓展速度好于预期。

百胜中国第三季度经营利润持续超预期，进一步提高股东回报。第三季度整体餐厅利润率为 17.0%，剔除 1500 万美元影响餐饮层面可比性项目，餐厅利润率较去年+0.5pct，主要得益于经营效益提升。分品牌，肯德基餐厅利润率 18.3%，同比-0.3pct，剔除一次性影响后同比+0.3pct，材料/员工/租金及其他成本率分别同比+0.4/+0/-0.1pct。必胜客餐厅利润率 12.8%，同比+0.1pct，材料/员工/租金及其他成本率分别同比+1.5/-0.6/-1.0pct。第三季度经营利润率为 12.1%，同比+1.0pct；核心经营利润率为 12.1%。2024-2026 年股东回馈金额提高 50%，从 30 亿美元提升至 45 亿美元；2024 全年向股东回馈 15 亿美元，截止 24Q3 已向股东回馈 12.4 亿美元。

第三季度麦当劳净利润承压。第三季度麦当劳实现营收 68.73 亿美元，同比增长 2%；实现净利润 22.55 亿美元，同比下滑 3%。前三季度实现营收 195.32 亿美元，同比增长 2%；净利润 62.07 亿美元，同比下降 3%。第三季度，麦当劳全球同店销售额同比下降 1.5%，美国同店销售额上涨 0.3%，中国、法国和英国市场表现不佳。美国同店增长主要是因为推出 5 美元套餐吸引低收入消费者的青睐，并带动了客流量的增长。截止三季度末，麦当劳全球门店数为 42819 家，较去年同期增加 1621 家，中国的门店为 6543 家，较去年同期增加 961 家，未来将更多向低线城市下沉。

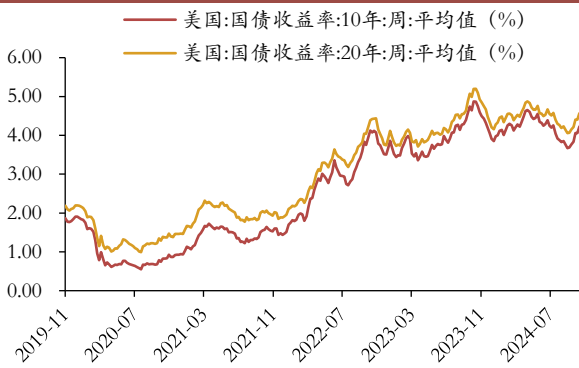
海底捞旗下第三家企业火锅于郑州比亚迪生产基地试营业。营业对象为该园区数万职工，这也是海底捞企业火锅店继陕西西安、江苏南京两地的华为研究所之后，第一次进入大型汽车工业园区。该店位于工厂一期生活区商业中心二层，面积约400平米，比亚迪员工在此消费时能够享受专享价。

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 跨境

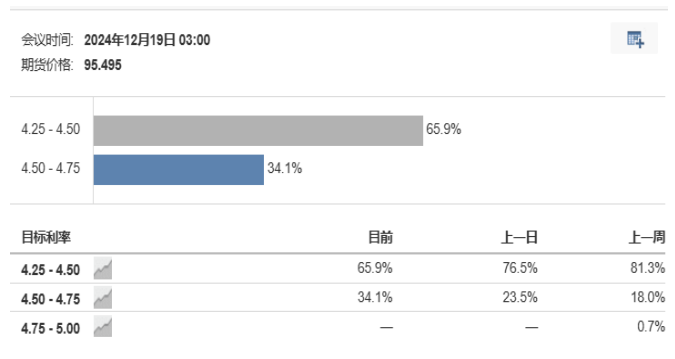
11月7日，美联储宣布将联邦基金利率区间下调25个基点至4.50%-4.75%，符合市场普遍预期。11月9日当周10年期美债收益率收涨4.32%，环比+0.02pct，CME 美联储观察工具显示，市场目前预计美联储下次会议降息25个基点的可能性仍为65.9%，较11月宣布降息前的80%+有所下降。

图23.美国10年及20年期国债收益率



数据来源：ifind，财通证券研究所

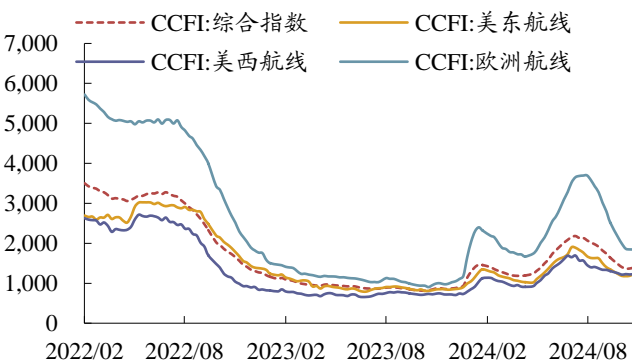
图24. CME 美联储观察工具12月降息预期



数据来源：英为财经，财通证券研究所

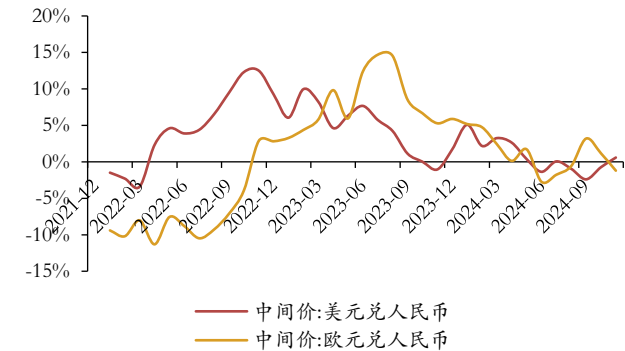
成本端，海运费旺季小幅回升，三季度起美元兑人民币汇率波动较大，但波幅已有收敛。11月1日至11月8日的一周中，海运综合指数环比提升1.5%，美东、美西、欧线分别环比+3.4%/+0.6%/0.0%；11月截至第一周美元、欧元兑人民币中间价分别为7.14/7.71，波动有所收窄。

图25.各航线 CCFI 海运集装箱指数



数据来源：ifind，财通证券研究所

图26. 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，建议关注业绩优质低估值标的机会：

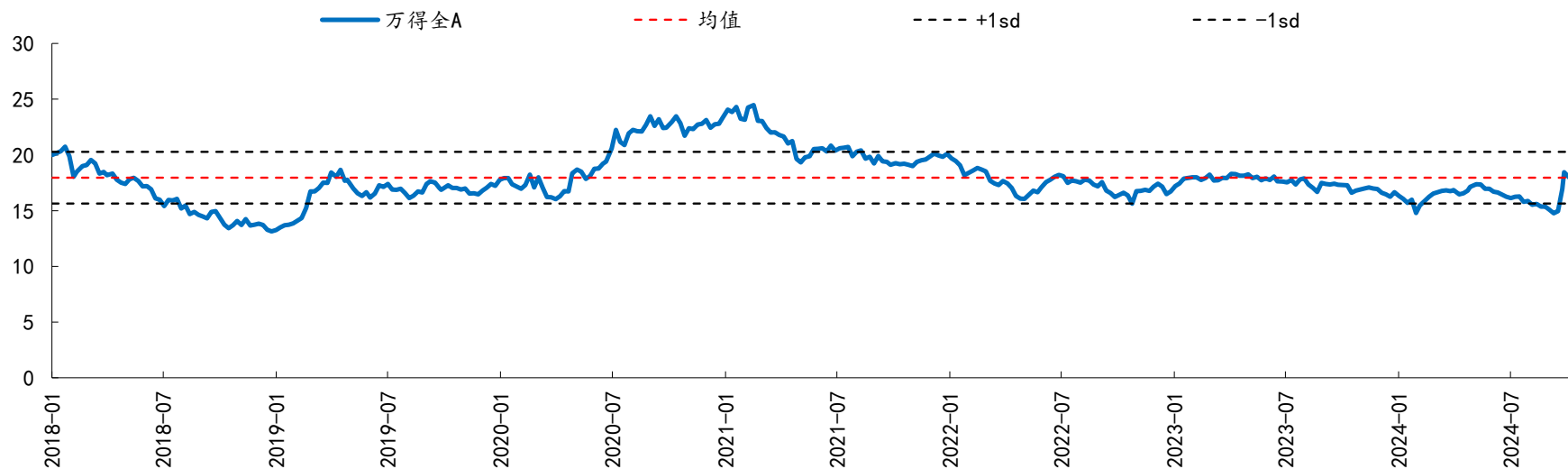
1) 具有溢价能力的跨境电商品牌，业绩相对优势凸显。建议关注跨境电商 3C 品牌运营龙头安克创新 (300866.SZ)，充电类韧性持续，新品类增速回暖超预期，品牌及供应链具备相对优势，市占率有望持续提升，有望带动业绩高增持续；关注致欧科技 (301376.SZ)、乐歌股份 (300729.SZ)，海外供应链持续完善，海运费回落后业绩有望得到释放。

2) 11 月美联储议息将近，推荐业绩有望受益降息催化的美国工具链头部供应商，伴随终端动销回暖及渠道信心增强，有望迎来戴维斯双击。当前美国渠道库存底部，伴随降息周期开启，H2 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1日-11月8日，下同），万得A股PE(TTM)为19.15倍，高于17.96倍的历史均值，较上周的18.06倍有所提升。

图27.万得A股PE(TTM)



数据来源：Wind，财通证券研究所

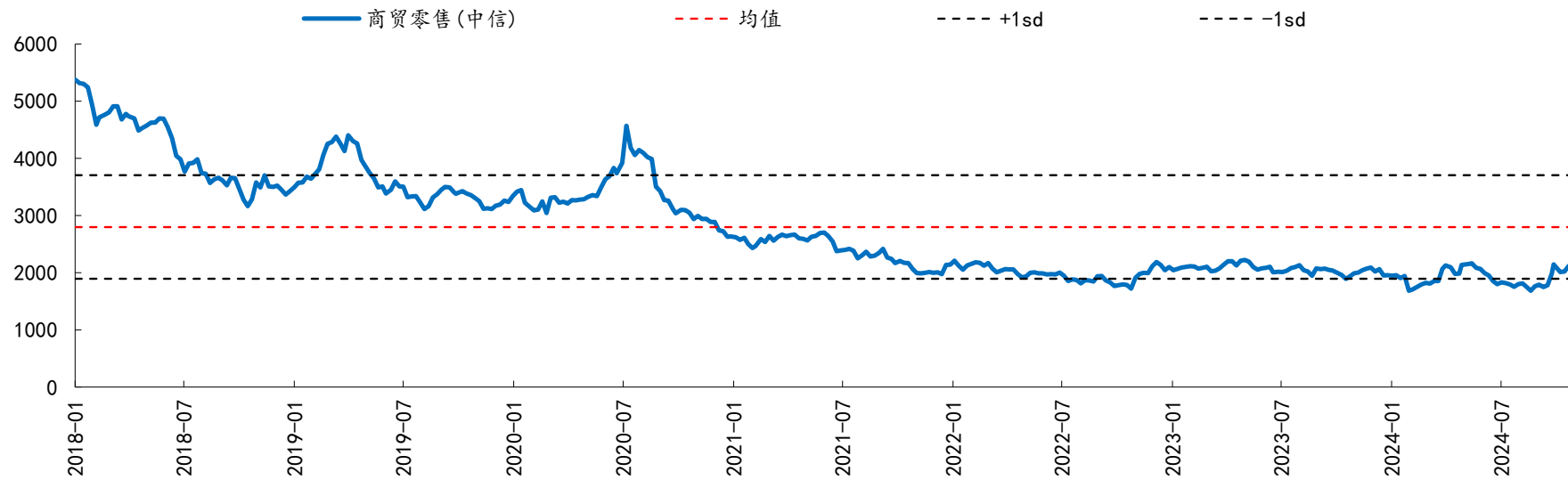
注：指数预测PE基于Wind一致预期，下同

图28.消费者服务(中信)预测 PE



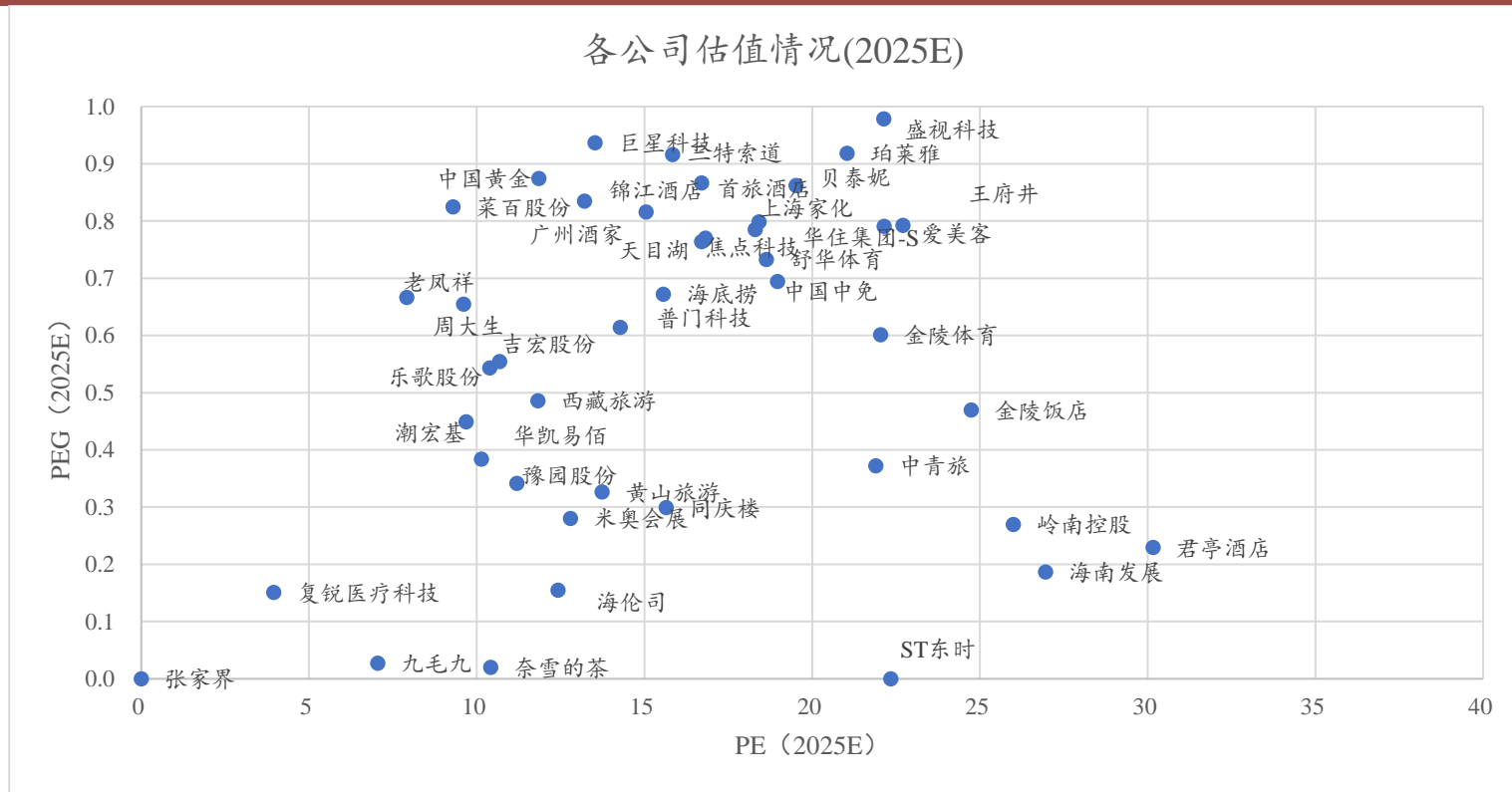
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图29.商贸零售(中信)预测 PE



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图31.各公司估值情况 (2025E)

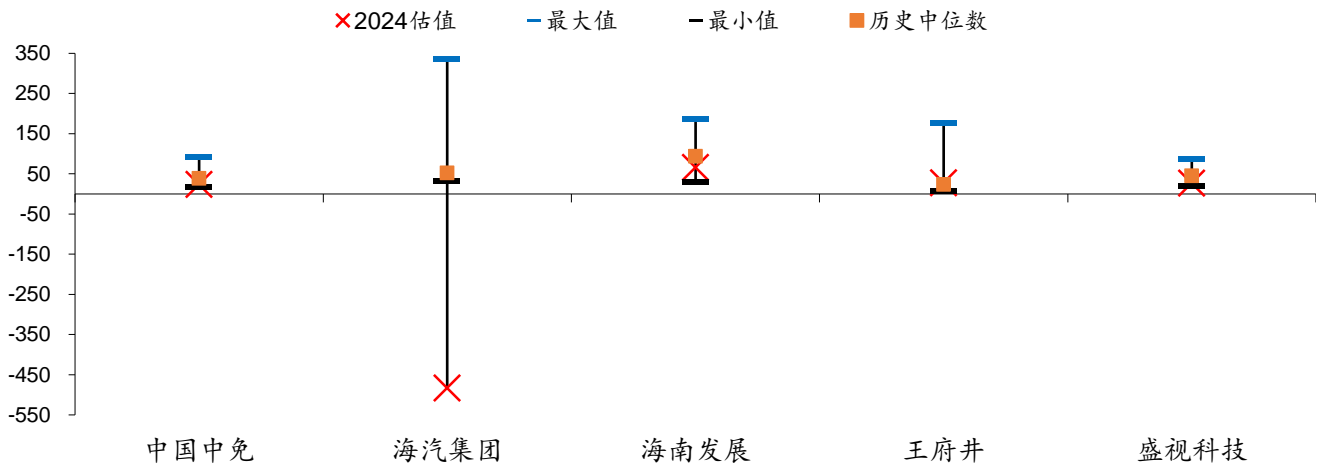


数据来源: Wind, 财通证券研究所

4 附录：本周商社各子版块覆盖标的估值变化趋势

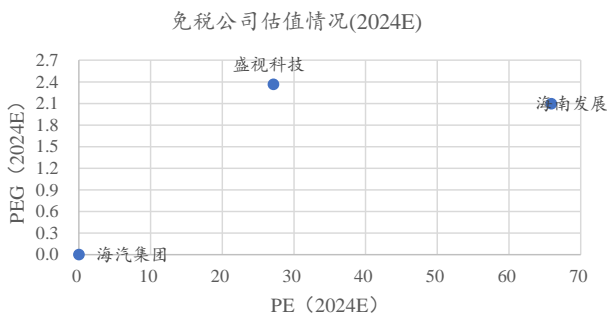
4.1 免税行业相关标的估值情况

图32.免税行业估值情况 (2024E)



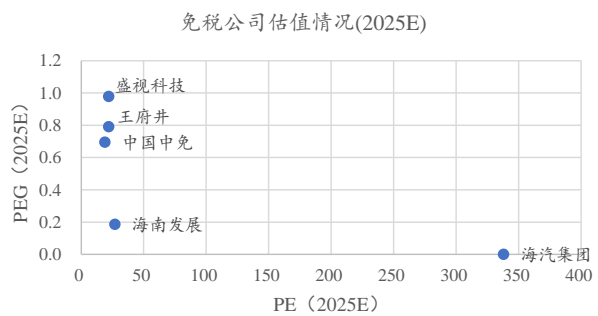
数据来源：Wind，财通证券研究所

图33.免税估值 (2024E)



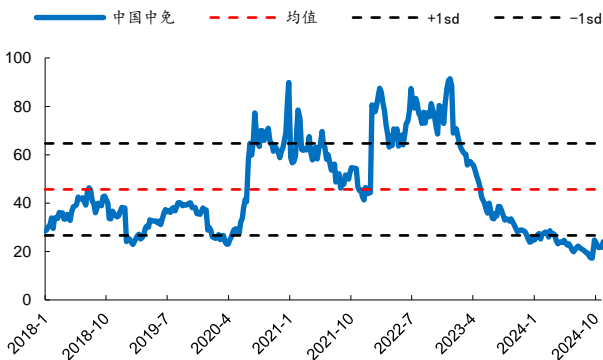
数据来源：Wind，财通证券研究所

图34.免税估值 (2025E)



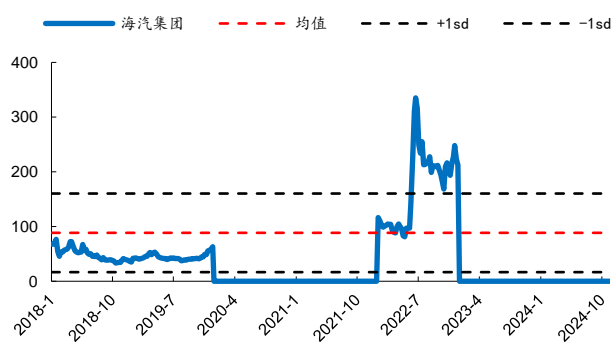
数据来源：Wind，财通证券研究所

图35.中国中免估值变化趋势



数据来源：Wind，财通证券研究所

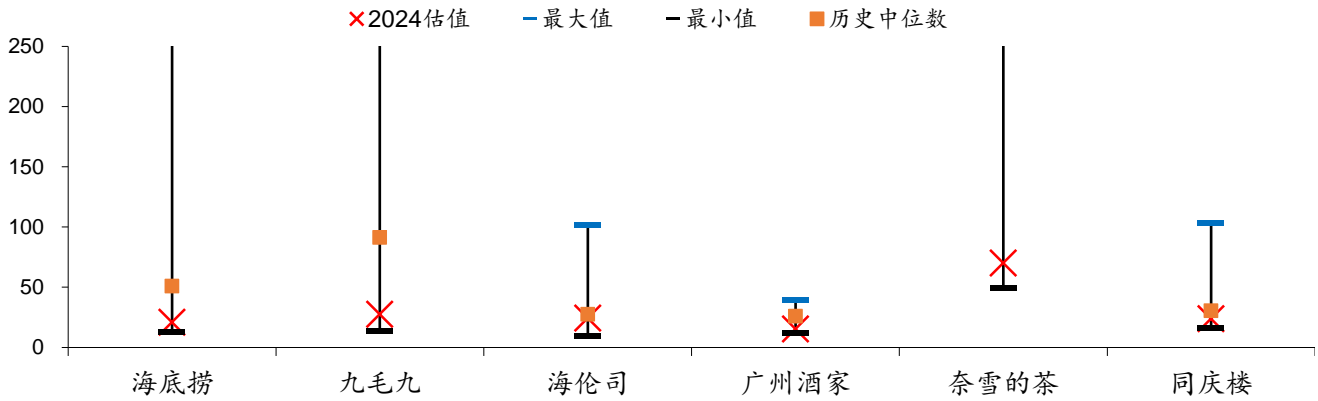
图36.海汽集团估值变化趋势



数据来源：Wind，财通证券研究所

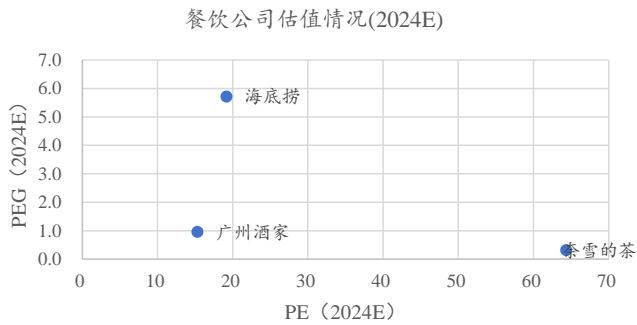
4.2 餐饮行业相关标的估值情况

图37.餐饮行业估值情况 (2024E)



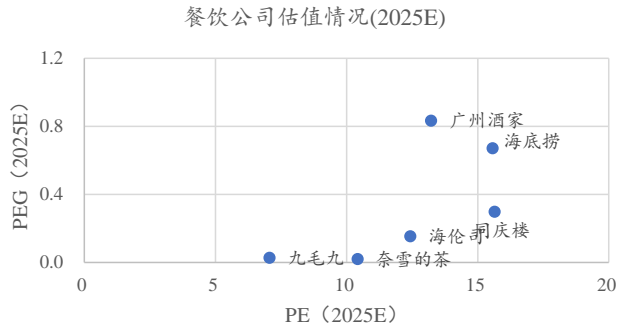
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图38.餐饮估值 (2024E)



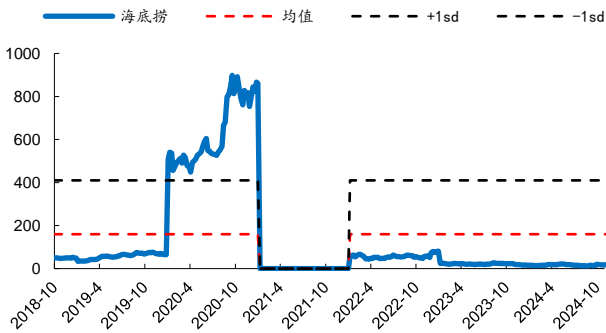
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图39.餐饮估值 (2025E)



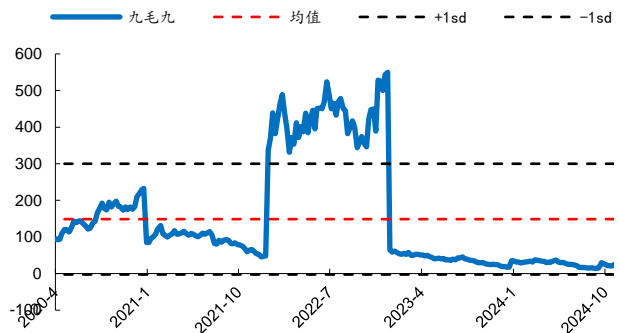
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图40.海底捞估值变化趋势



数据来源: Wind, 财通证券研究所

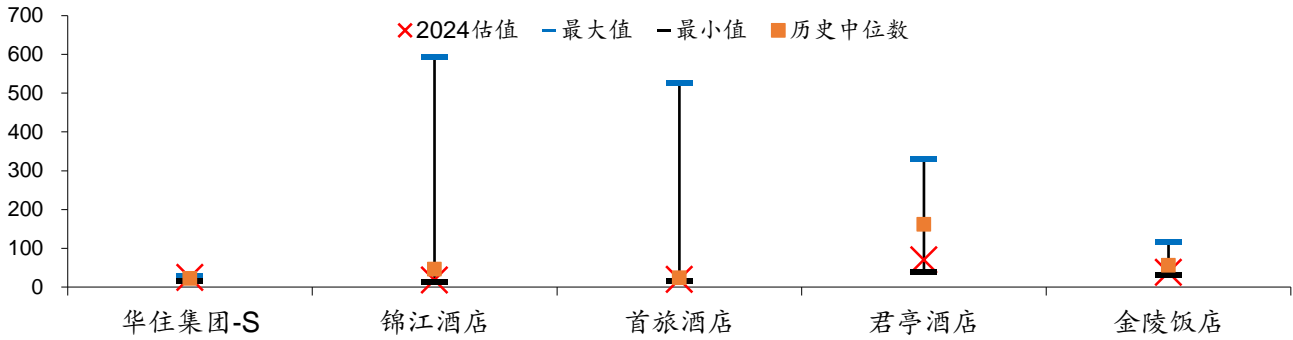
图41.九毛九估值变化趋势



数据来源: Wind, 财通证券研究所

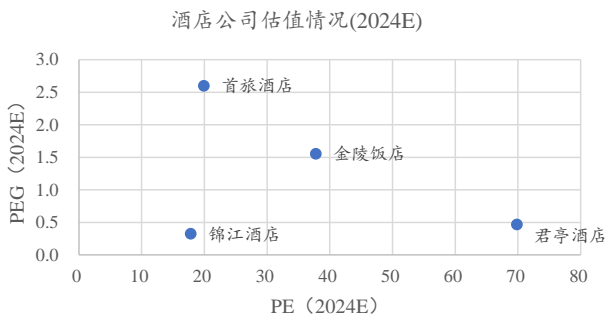
4.3 酒店行业相关标的估值情况

图42.酒店行业估值情况 (2024E)



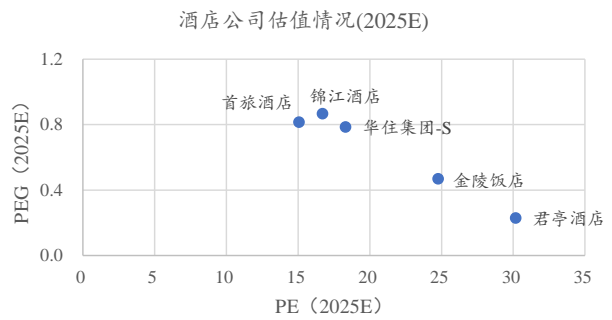
数据来源：Wind，财通证券研究所

图43.酒店估值 (2024E)



数据来源：Wind，财通证券研究所

图44.酒店估值 (2025E)



数据来源：Wind，财通证券研究所

图45.锦江酒店估值变化趋势



数据来源：Wind，财通证券研究所

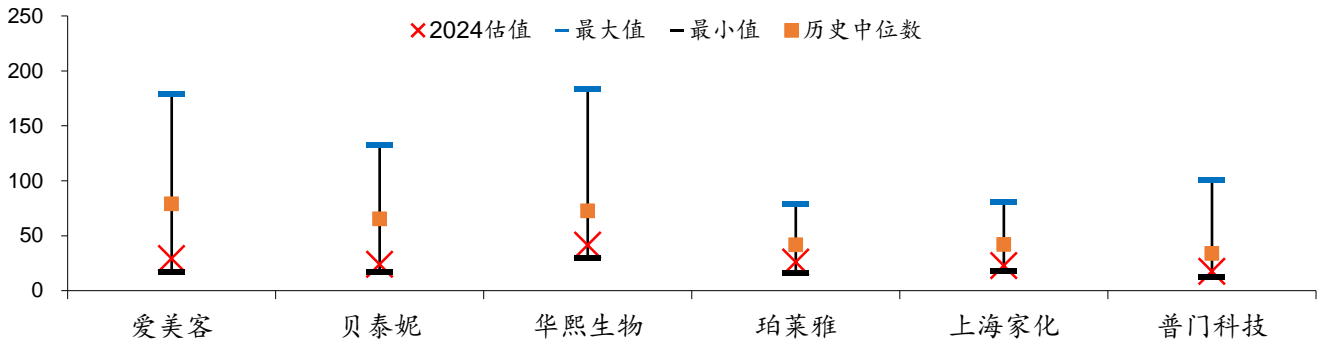
图46.君亭酒店估值变化趋势



数据来源：Wind，财通证券研究所

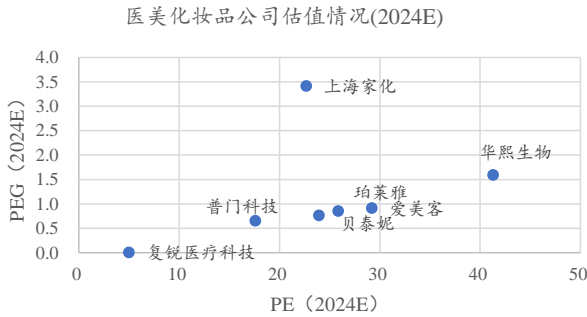
4.4 医美化妆品行业相关标的估值情况

图47.医美化妆品行业估值情况（2024E）



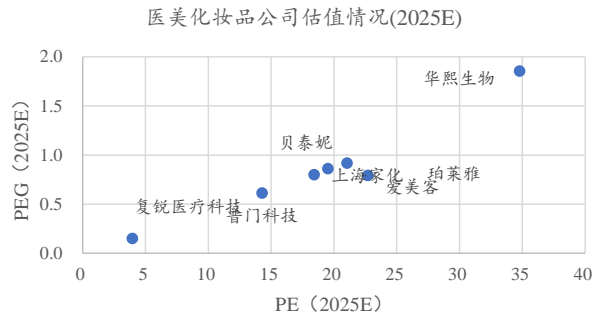
数据来源：Wind，财通证券研究所

图48.医美化妆品估值（2024E）



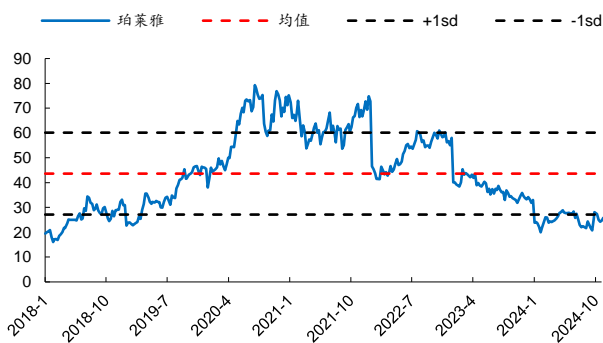
数据来源：Wind，财通证券研究所

图49.医美化妆品估值（2025E）



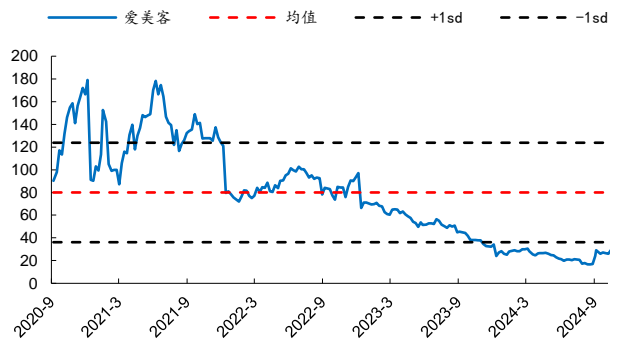
数据来源：Wind，财通证券研究所

图50.珀莱雅估值变化趋势



数据来源：Wind，财通证券研究所

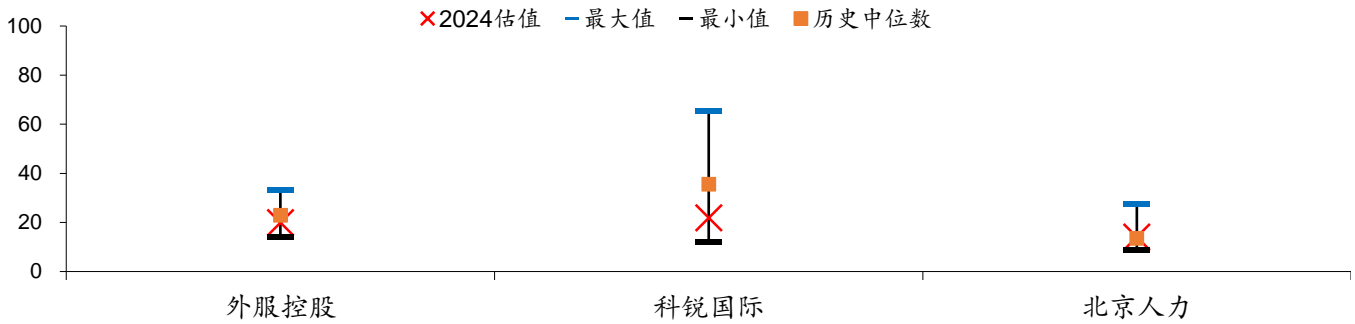
图51.爱美客估值变化趋势



数据来源：Wind，财通证券研究所

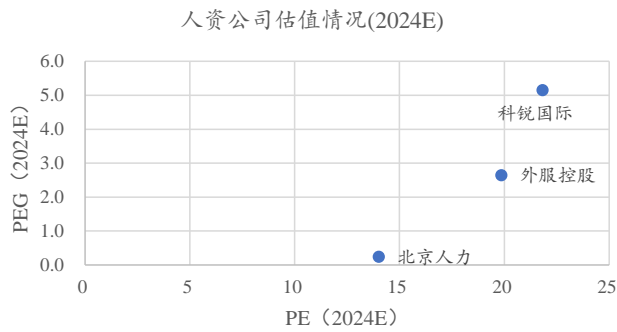
4.5 人服行业相关标的估值情况

图52.人服行业估值情况 (2024E)



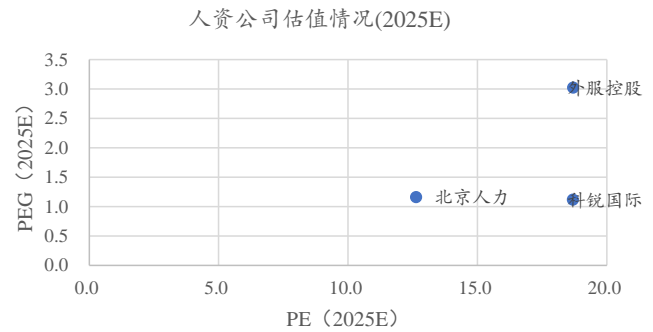
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图53.人服估值 (2024E)



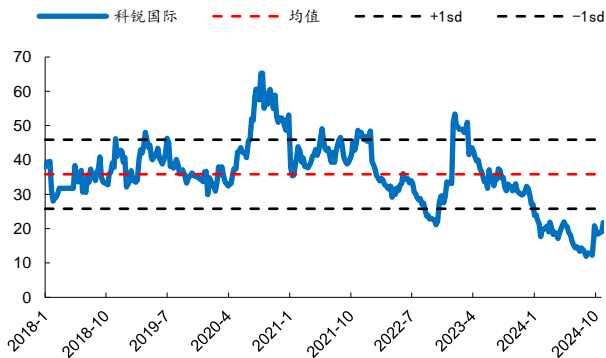
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图54.人服估值 (2025E)



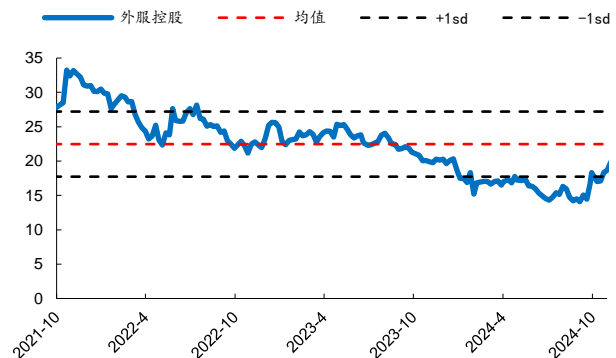
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图55.科锐国际估值变化趋势



数据来源: Wind, 财通证券研究所

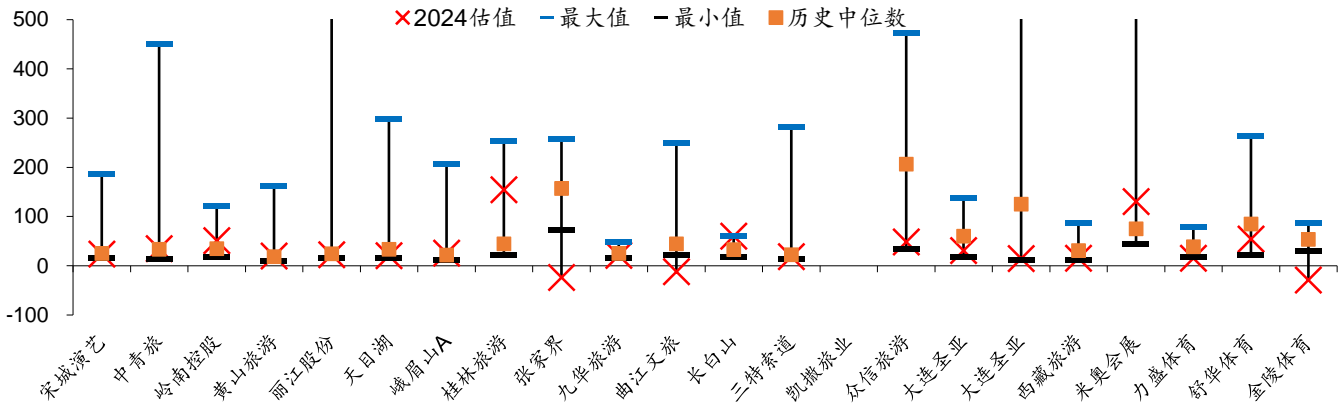
图56.外服控股估值变化趋势



数据来源: Wind, 财通证券研究所

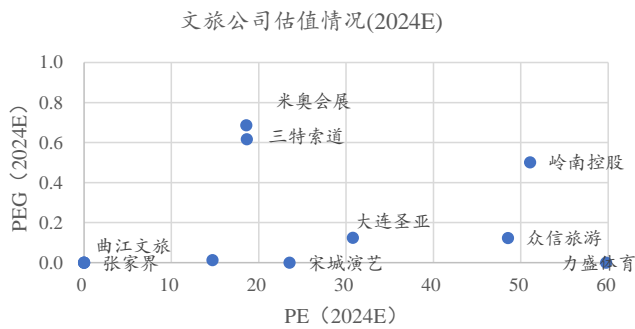
4.6 文旅行业相关标的估值情况

图57.文旅行业估值情况 (2024E)



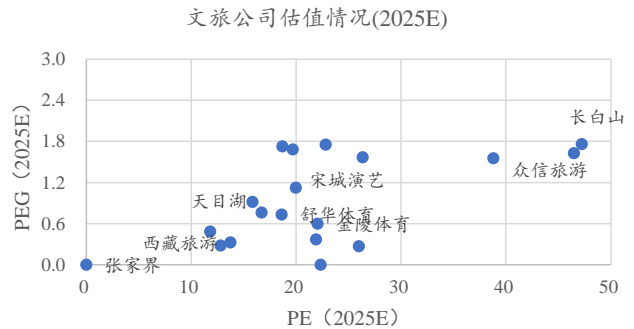
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图58.文旅估值 (2024E)



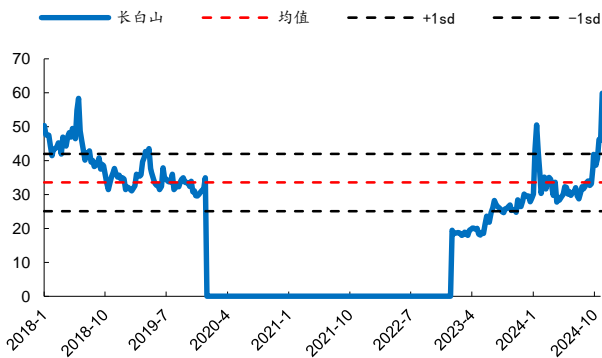
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图59.文旅估值 (2025E)



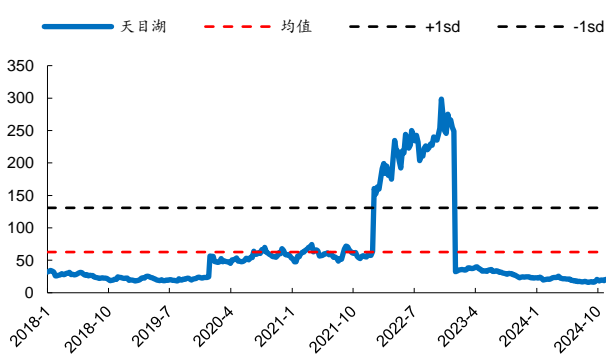
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图60.长白山估值变化趋势



数据来源: Wind, 财通证券研究所

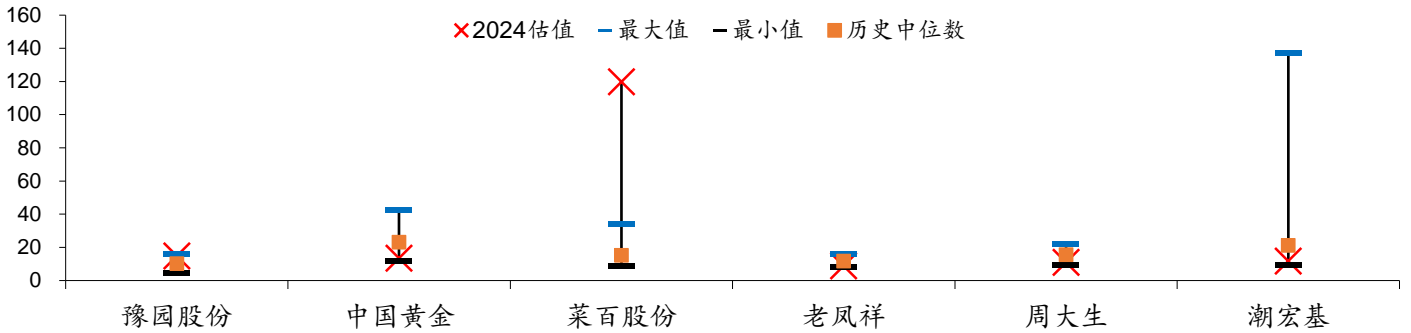
图61.天目湖估值变化趋势



数据来源: Wind, 财通证券研究所

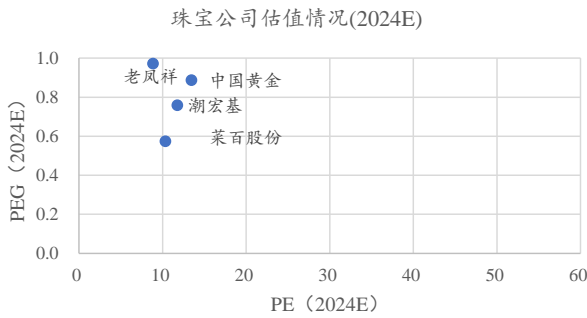
4.7 珠宝行业相关标的估值情况

图62.珠宝行业估值情况 (2024E)



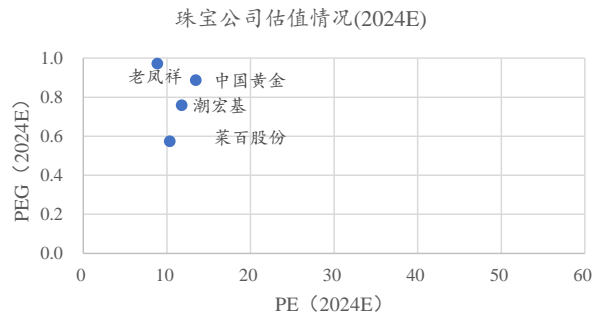
数据来源：Wind，财通证券研究所

图63.珠宝估值 (2024E)



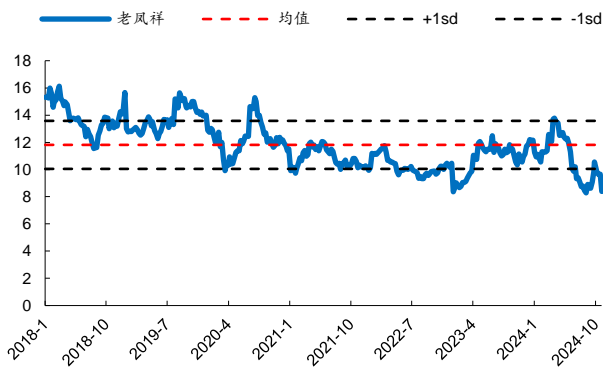
数据来源：Wind，财通证券研究所

图64.珠宝估值 (2025E)



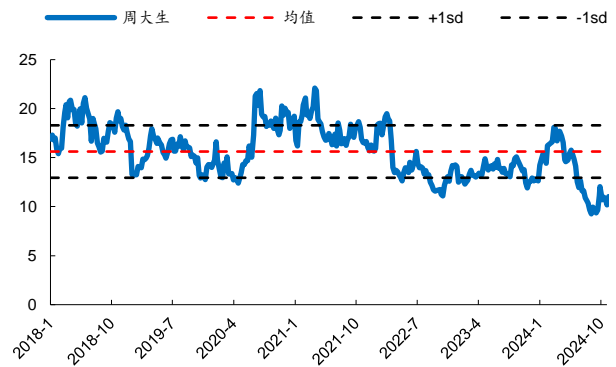
数据来源：Wind，财通证券研究所

图65.老凤祥估值变化趋势



数据来源：Wind，财通证券研究所

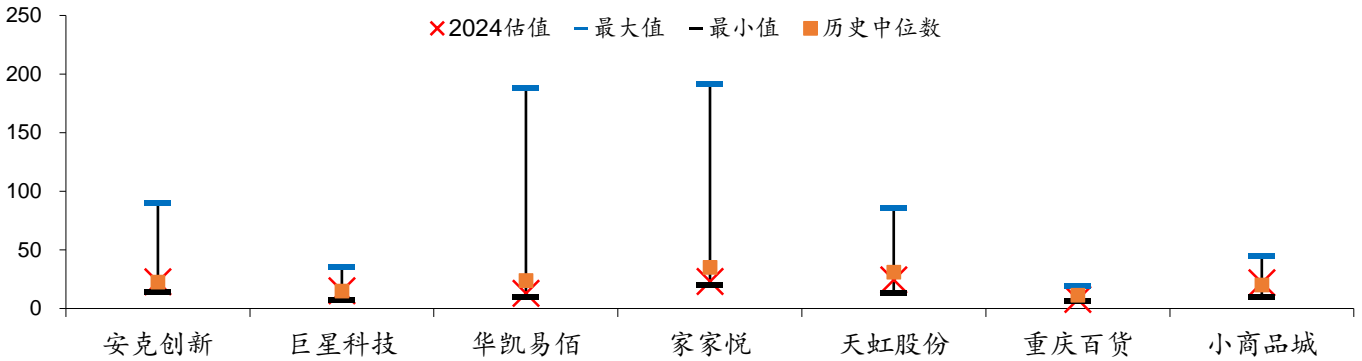
图66.周大生估值变化趋势



数据来源：Wind，财通证券研究所

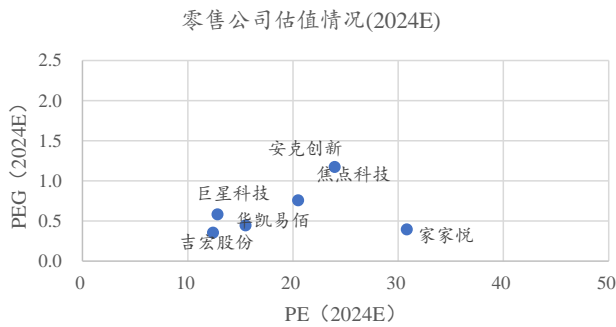
4.8 零售行业相关标的估值情况

图67.零售行业估值情况 (2024E)



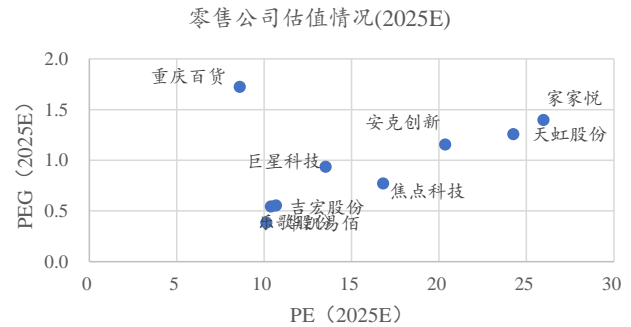
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图68.零售估值 (2024E)



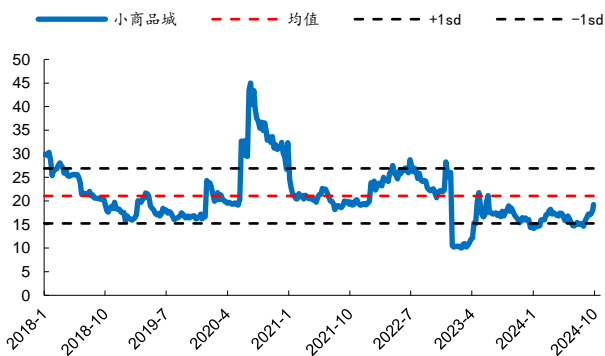
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图69.零售估值 (2025E)



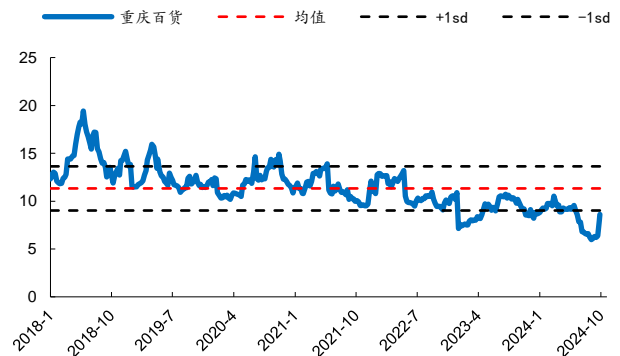
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图70.小商品城估值变化趋势



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图71.重庆百货估值变化趋势



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。