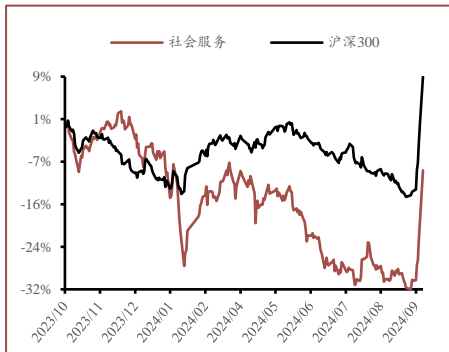


政策强支撑，把握消费估值提升机会

■ 证券研究报告

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

- 《风险偏好修复，紧抓消费行情反弹机遇》 2024-09-30
- 《国庆出行旺季将至，关注文旅催化》 2024-09-22
- 《把握底部机会，关注成长标的》 2024-09-16

核心观点

- ❖ **文旅:** 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。
- ❖ **教育:** 1) 公职考培: 政策鼓励职业技能培训，形成以市场化培训为主导、行业企业自主培训为主体的职业技能培训供给体系。2025 年公职考培周期开启，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: 2024 年 9 月 26 日，国新办发布会聚焦全面推进教育强国建设，“双减”工作实现“双降双升”。下一步，教育部将持续巩固“双减”成果，营造良好的教育生态。头部公司合规转型完毕，预计 3Q2024 经营业绩持续高增，近期政策引导积极，关注质优头部。
- ❖ **医美:** 医美作为可选消费具备较大超跌反弹空间，龙头标的爱美客/巨子生物/锦波生物周内涨幅达 20.0%/17.7%/16.8%，优质基本面公司在市场情绪转好背景下具备较大弹性。医美行业中长期渗透率提升逻辑下具备稳定成长性，消费信心及预期修复有望带来终端医美消费提升，短期具备新品催化的公司表现较优。Q4 下游机构密集促销，有望迎来医美旺季，关注新品上市及获批进展。
- ❖ **美妆:** 双 11 大促临近，各平台继续抢跑拉长大促时间，政治局提出多项提振内需、促进消费的利好政策的背景下，看好后续政策落地美护行业市场情绪提振带来估值修复行情。个股方面，优质龙头估值压制缓解，建议关注超跌优势白马和成长性突出标的，关注 Q4 双 11 大促节点的催化，把握美护板块配置机会。
- ❖ **国内零售:** 近期就业、房地产等政策利好频出，有利于稳定居民消费预期，叠加十一消费旺季，可选消费有望回暖，前期承压明显的百货板块有望迎来向上机会。近期央行推出股票回购增持再贷款创新工具，证监会发布关于长期破净标的的市值管理意见，因此我们推荐破净高股息组合，关注豫园股份、大商股份、百联股份等。
- ❖ **跨境电商:** 美国 9 月就业数据超预期，衰退预期边际缓解，降息周期下推荐地产后周期工具链，有望戴维斯双击: 1) 渠道端，当前海外渠道库存底部，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; 2) 需求端，美国房地产长期处于供给短缺状态，降息有望催化交易景气度回升，工具出口链公司与美国连锁零售商超绑定程度较深，有望优先受益降息及地产链回暖; 3) 估值角度，国内工具龙头渠道市占率提升是行业趋势，伴随行业 β 向上共振，板块长期业绩增速优势突出，估值有望提升。
- ❖ **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	19
1.6	文旅	20
1.7	餐饮	23
1.8	零售	25
2	本周绝对估值变化.....	28
3	商社行业估值概览.....	30
4	附录：本周商社各子版块覆盖标的估值变化趋势.....	33
4.1	免税行业相关标的估值情况	33
4.2	餐饮行业相关标的估值情况	34
4.3	酒店行业相关标的估值情况	35
4.4	医美化妆品行业相关标的估值情况.....	36
4.5	人服行业相关标的估值情况	37
4.6	文旅行业相关标的估值情况	38
4.7	珠宝行业相关标的估值情况	39
4.8	零售行业相关标的估值情况	40
5	风险提示.....	41

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. 高档型酒店 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. 双减前后线下学科类培训机构数量 (个)	13
图 19. 双减前后线上学科类培训机构数量 (个)	13
图 20. 公考培训公司营业收入 (亿元)	14
图 21. 公考培训公司合同负债 (亿元)	14
图 22. 中国:城镇调查失业率 (%)	19
图 23. 中国:城镇调查失业率:16-24 岁劳动力(不含在校生, %).....	19
图 24. 国际航班恢复情况 (截止 2024.10.05)	20
图 25. 各餐饮品类月度平均店效同比情况.....	23
图 26. 各餐饮品类月度客单价情况 (元)	23
图 27. 美国新增非农就业人数.....	26
图 28. 美国失业率及劳动参与率情况.....	26
图 29. CME 美联储观察对未来降息预期	27
图 30. 万得 A 股 PE(TTM).....	28
图 31. 消费者服务(中信)预测 PE.....	29
图 32. 商贸零售(中信)预测 PE.....	30
图 33. 各公司估值情况 (2024E)	31
图 34. 各公司估值情况 (2025E)	32
图 35. 免税行业估值情况 (2024E)	33
图 36. 免税估值 (2024E)	33
图 37. 免税估值 (2025E)	33
图 38. 中国中免估值变化趋势.....	33
图 39. 海汽集团估值变化趋势.....	33

图 40. 餐饮行业估值情况（2024E）	34
图 41. 餐饮估值（2024E）	34
图 42. 餐饮估值（2025E）	34
图 43. 海底捞估值变化趋势.....	34
图 44. 九毛九估值变化趋势.....	34
图 45. 酒店行业估值情况（2024E）	35
图 46. 酒店估值（2024E）	35
图 47. 酒店估值（2025E）	35
图 48. 锦江酒店估值变化趋势.....	35
图 49. 君亭酒店估值变化趋势.....	35
图 50. 医美化妆品行业估值情况（2024E）	36
图 51. 医美化妆品估值（2024E）	36
图 52. 医美化妆品估值（2025E）	36
图 53. 珀莱雅估值变化趋势.....	36
图 54. 爱美客估值变化趋势.....	36
图 55. 人服行业估值情况（2024E）	37
图 56. 人服估值（2024E）	37
图 57. 人服估值（2025E）	37
图 58. 科锐国际估值变化趋势.....	37
图 59. 外服控股估值变化趋势.....	37
图 60. 文旅行业估值情况（2024E）	38
图 61. 文旅估值（2024E）	38
图 62. 文旅估值（2025E）	38
图 63. 长白山估值变化趋势.....	38
图 64. 天目湖估值变化趋势.....	38
图 65. 珠宝行业估值情况（2024E）	39
图 66. 珠宝估值（2024E）	39
图 67. 珠宝估值（2025E）	39
图 68. 老凤祥估值变化趋势.....	39
图 69. 周大生估值变化趋势.....	39
图 70. 零售行业估值情况（2024E）	40
图 71. 零售估值（2024E）	40
图 72. 零售估值（2025E）	40

图 73. 小商品城估值变化趋势.....	40
图 74. 吉宏股份估值变化趋势.....	40

1 商社板块观点

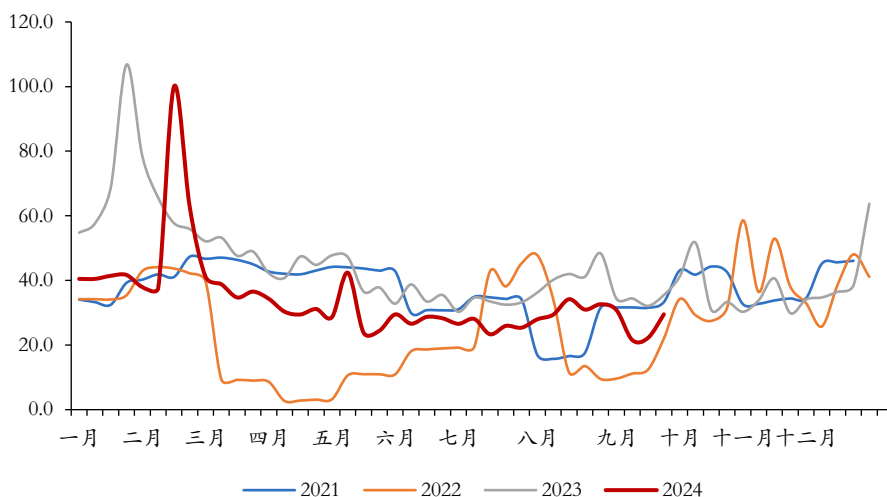
1.1 免税

海南离岛免税

- 免税销售景气度指数：2024年9月16日至9月22日，免税销售额指数为29.5，关注近期国庆长假催化。

（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

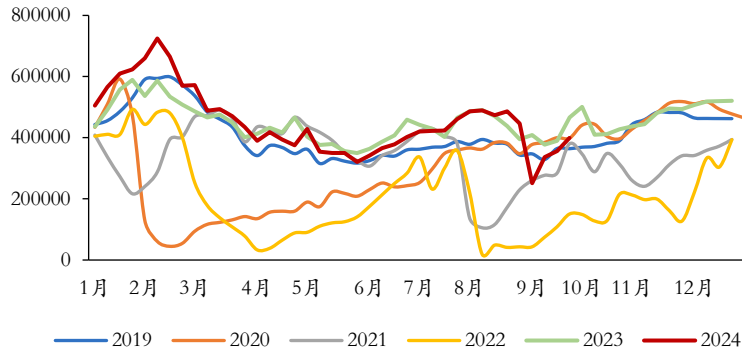
- 海南客流情况（2024年9月23日至9月29日）

海南三机场：客流 39.9 万人次，环比+12.1%，恢复至 2019 年同期 109.7%；

海口机场：客流 22.5 万人次，环比+14.2%，恢复至 2019 年同期 109.5%；

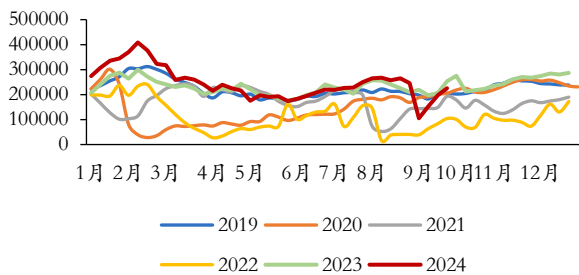
三亚机场：客流 16.9 万人次，环比+8.5%，恢复至 2019 年同期 106.8%。

图2.海南省机场进港客流情况 (人次)



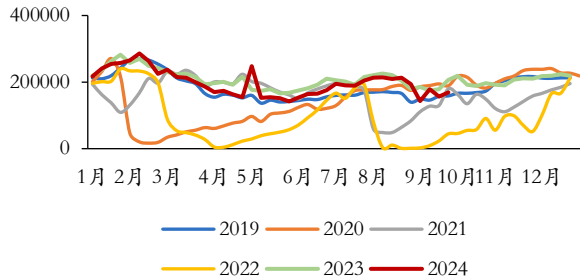
数据来源：飞常准 APP，财通证券研究所

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、广州、成都、深圳、长沙、杭州、武汉、郑州、重庆；

北京→海南：客流 3.7 万人次，环比+20.8%，恢复至 2019 年同期 145.5%；

上海→海南：客流 2.9 万人次，环比+16.4%，恢复至 2019 年同期 120.9%；

广州→海南：客流 2.5 万人次，环比+38.1%，恢复至 2019 年同期 109.9%；

深圳→海南：客流 2.2 万人次，环比+12.5%，恢复至 2019 年同期 113.4%；

成都→海南：客流 2.3 万人次，环比+0.9%，恢复至 2019 年同期 209.1%；

重庆→海南：客流 1.4 万人次，环比+0.7%，恢复至 2019 年同期 88.8%；

长沙→海南：客流 1.8 万人次，环比+1.9%，恢复至 2019 年同期 92.5%；

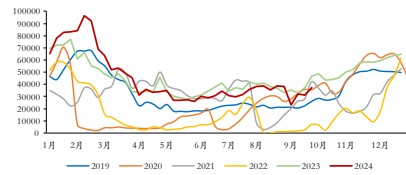
郑州→海南：客流 1.5 万人次，环比+15.4%，恢复至 2019 年同期 100.2%；

武汉→海南：客流 1.5 万人次，环比+9.9%，恢复至 2019 年同期 121.6%；

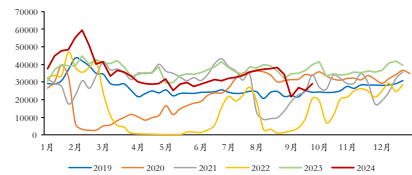
杭州→海南：客流 1.6 万人次，环比+5.8%，恢复至 2019 年同期 128.0%。

图5.北上广深进港客流（人次）

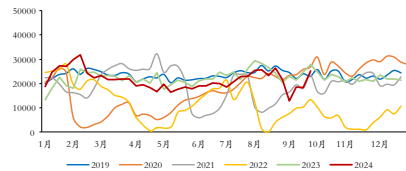
北京客流恢复到2019年145.5%，恢复到2023年80.0%



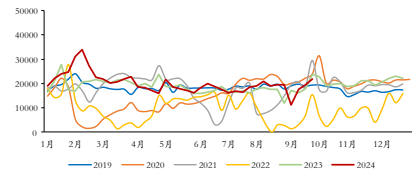
上海客流恢复到2019年120.9%，恢复到2023年73.1%



广州客流恢复到2019年109.9%，恢复到2023年90.9%



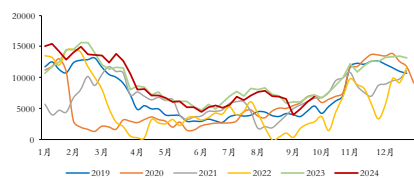
深圳客流恢复到2019年113.4%，恢复到2023年92.2%



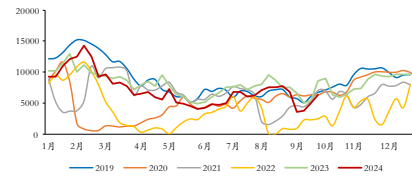
数据来源：飞常准 APP，财通证券研究所

图6.北部地区进港客流（人次）

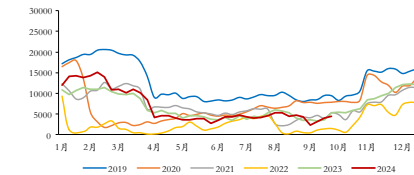
沈阳客流恢复到2019年127.9%，恢复到2023年96.8%



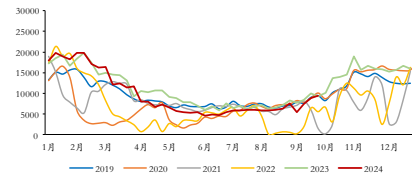
济南客流恢复到2019年94.5%，恢复到2023年73.5%



天津客流恢复到2019年48.1%，恢复到2023年84.2%



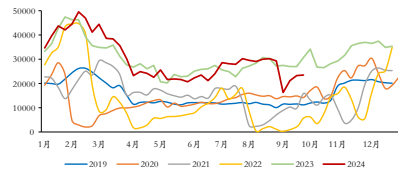
哈尔滨客流恢复到2019年99.7%，恢复到2023年101.6%



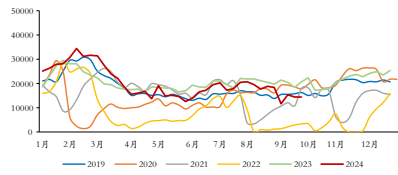
数据来源：飞常准 APP，财通证券研究所

图7.西南地区进港客流（人次）

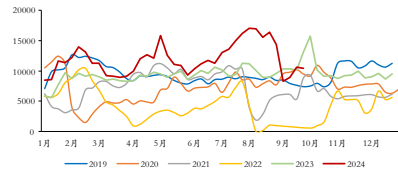
成都客流恢复到2019年209.1%，恢复到2023年76.1%



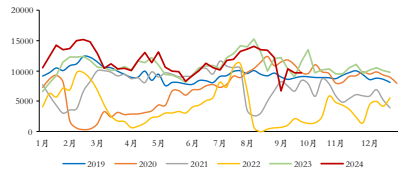
重庆客流恢复到2019年88.8%，恢复到2023年70.1%



贵阳客流恢复到2019年139.6%，恢复到2023年79.2%



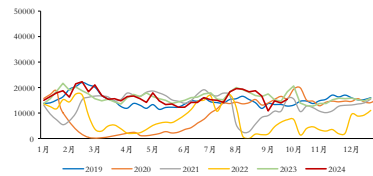
昆明客流恢复到2019年106.4%，恢复到2023年83.4%



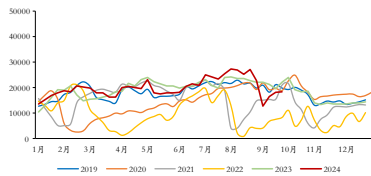
数据来源：飞常准 APP，财通证券研究所

图8.华中地区进港客流（人次）

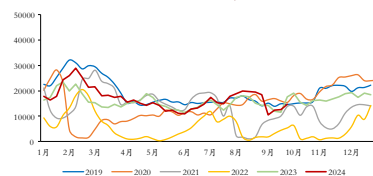
武汉客流恢复到2019年121.6%，恢复到2023年84.3%



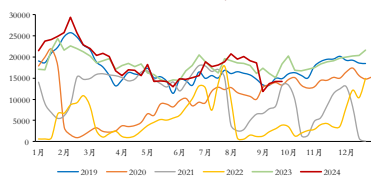
长沙客流恢复到2019年92.5%，恢复到2023年82.9%



郑州客流恢复到2019年100.2%，恢复到2023年82.8%



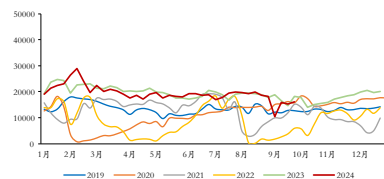
西安客流恢复到2019年95.7%，恢复到2023年77.5%



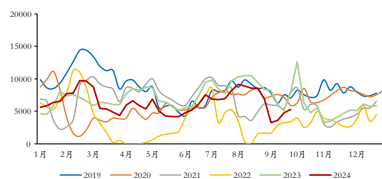
数据来源：飞常准 APP，财通证券研究所

图9.江南及广西地区进港客流（人次）

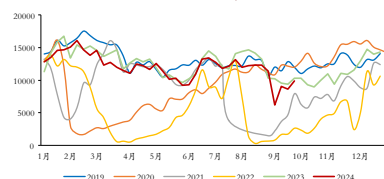
杭州客流恢复到2019年128.0%，恢复到2023年88.1%



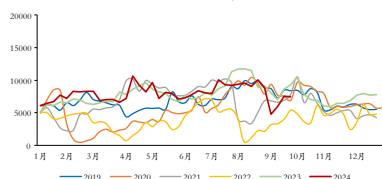
南昌客流恢复到2019年74.6%，恢复到2023年65.3%



南京客流恢复到2019年82.2%，恢复到2023年95.3%



南宁客流恢复到2019年89.4%，恢复到2023年80.6%



数据来源：飞常准 APP，财通证券研究所

行业跟踪

- 据 Avolta 消息，作为全球领先的零售和餐饮旅游体验商，Avolta 已与香港新创建集团有限公司（0659.HK）达成收购 Free Duty 100%股权的交易。本次收购并未进行任何额外融资。交易达成后，Avolta 将有机会接触到中国香港连接的地区 1.5 亿人次旅客，并使该地区的销售额增加 2.5 亿法郎，助力其早日在亚太地区实现其“目的地 2027”战略。

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）。

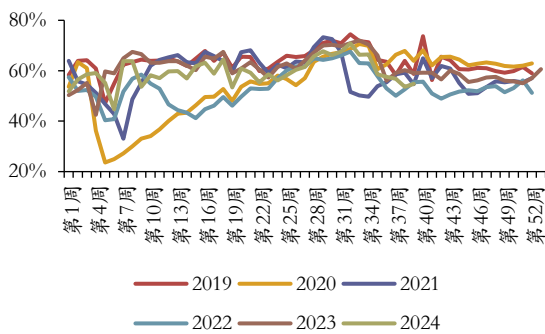
1.2 酒店

2024年第39周(9/23-9/29)酒店数据:

1、全国数据: 全国 OCC 为 54.77%, 环比上周 1.10pct, 同比-4.32pct, 较 2019 年同期-3.96pct, 上周 OCC 较 2019 年同期-12.77pct; 全国 ADR 为 218.31 元, 环比上周 7.90%, 同比-2.35%, 较 2019 年同期-2.83%, 上周 ADR 较 2019 年同期-5.94%; 全国 RevPAR 为 119.57 元, 环比上周 10.11%, 同比-9.49%, 较 2019 年同期-9.38%, 上周 RevPAR 较 2019 年同期-21.00%。

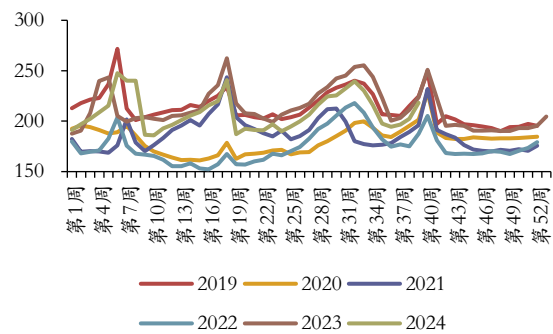
2、分类型: 经济型酒店 OCC 为 54.90%, 同比去年同期-4.25pct, 较 2019 年同期-3.49pct; 中档型酒店 OCC 为 56.08%, 同比去年同期-4.86pct, 较 2019 年同期-4.28pct; 高档型酒店 OCC 为 47.34%, 同比去年同期-4.73pct, 较 2019 年同期-11.57pct。

图10.全国酒店 OCC



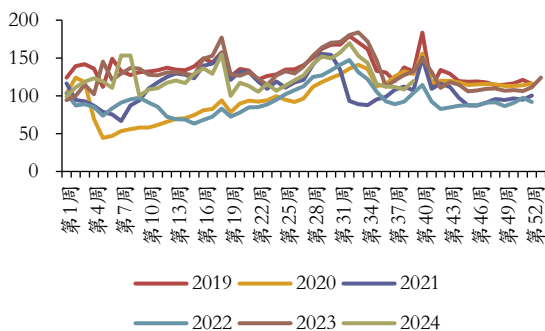
数据来源: 酒店之家、财通证券研究所

图11.全国酒店 ADR (元)



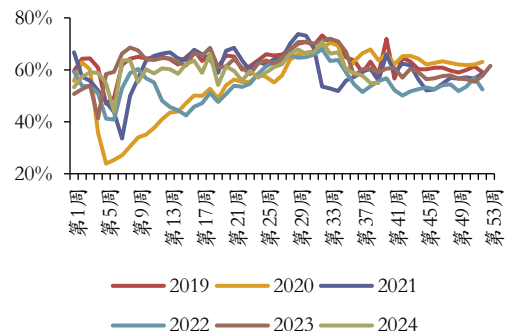
数据来源: 酒店之家、财通证券研究所

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

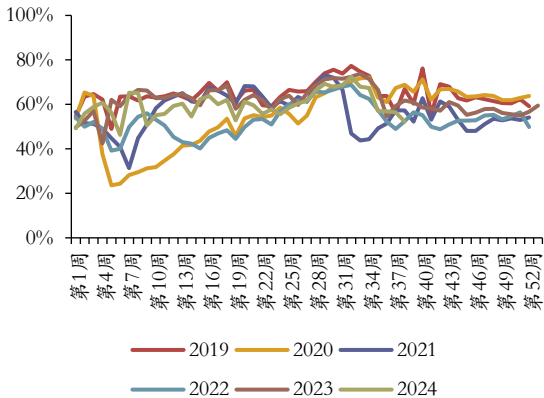
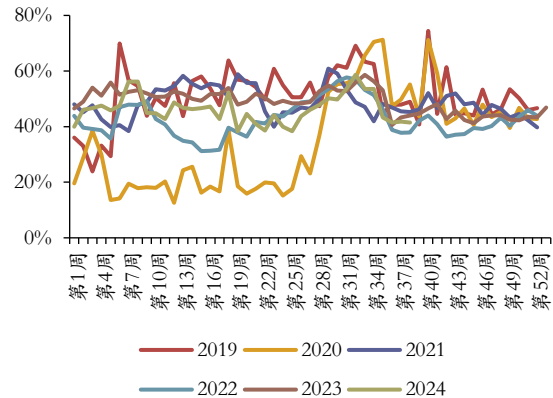


图15.高档型酒店 OCC



数据来源：酒店之家、财通证券研究所

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

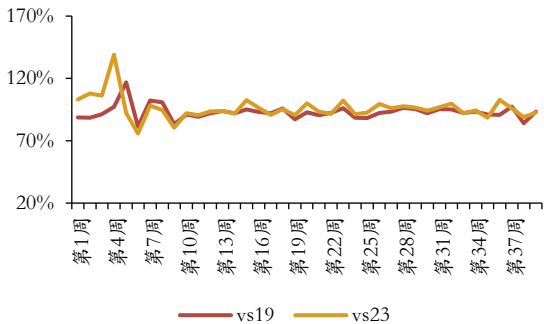
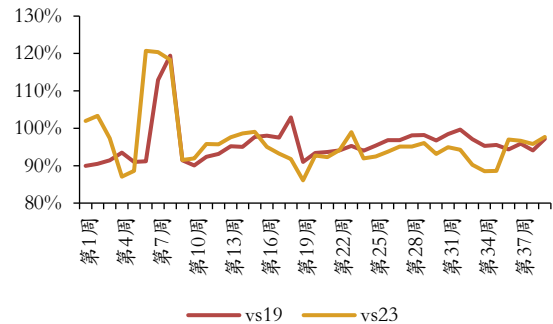


图17.全国酒店 ADR 较 2019 和 2023 年恢复度



数据来源：酒店之家、财通证券研究所

数据来源：酒店之家、财通证券研究所

8 同日本酒店均价同比上涨 13%。据 STR，8 月日本国内酒店的平均客房单价为 22,137 日元（约合人民币 1043.9 元）。受益于强劲的入境游客（访日游客）需求，较上年同月上涨了 13.2%，自 2000 年以来首次突破 22,000 日元大关。由于全球迎来夏季旅游旺季，东京、大阪、京都等访日游客集中的地区引领了单价的上升。

国庆期间全国生活服务到店消费规模同比增长超 4 成。据美团，全国生活服务到店消费规模同比增长 41.2%，游客日均消费规模较上年假期同比增长 69.6%，从住宿（含酒店和民宿）情况看，游客规模前五名的省份分别为广东省、山东省、四川省、江苏省、河南省。

国庆期间香港住宿入住率达 9 成。国庆当天有逾 22 万人次旅客访港，创近两年单日新高，餐饮业生意额预计达 3 亿港元。业界预料，整个黄金周访港旅行团可达 1100 个，超出预期，旅客人数破百万人次，酒店入住率达九成。

投资建议：短期我们建议关注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：预计教培公司 Q3 经营业绩高增，关注头部

2024 年 9 月 26 日，国新办发布会聚焦全面推进教育强国建设，“双减”工作实现“双降双升”。教育部将全力以赴落实总书记重要讲话精神，全面推进教育强国任务的落实，全面落实好党的二十届三中全会部署的关于教育综合改革的重大任务。针对“双减”问题，教育部三年来扎实推进“双减”工作，概括起来就是“双降双升”。第一个“降”是义务教育阶段学科类培训机构数量大幅度下降，大规模学科类培训无序发展趋势已经基本上得到了遏制。第二个“降”是学生作业负担和校外培训负担的下降。第一个“升”是全国 20 多万所义务教育阶段学校普遍开展了课后服务，自愿参加课后服务的学生比例由“双减”前的 50%左右提升到目前的 90%以上。第二个“升”是义务教育阶段学生教学质量明显提升。下一步，教育部将持续巩固“双减”成果，营造良好的教育生态。

图 18. 双减前后线下学科类培训机构数量（个）

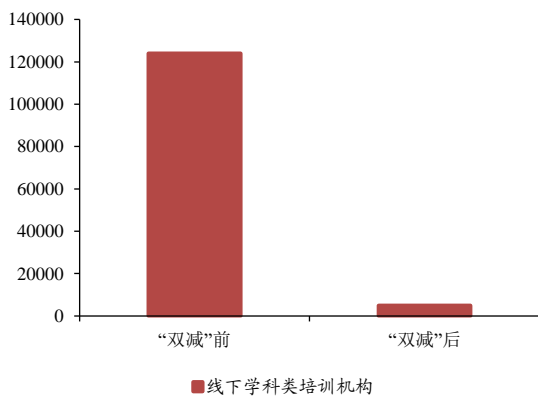
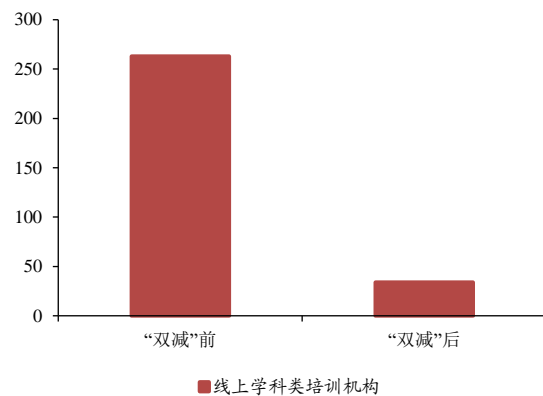


图 19. 双减前后线上学科类培训机构数量（个）



数据来源：中国人大网，财通证券研究所
注：截至 2022 年 10 月 28 日

数据来源：中国人大网，财通证券研究所
注：截至 2022 年 10 月 28 日

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）、

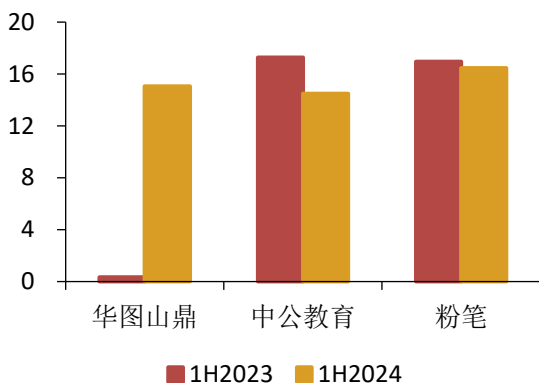
好未来 (TAL.N); 区域 K12 培训龙头昂立教育 (600661.SH)、卓越教育集团 (3978.HK)、思考乐教育 (1769.HK)。

职教：2025 年公职考培周期开启，关注头部公司

政策鼓励职业技能培训。《中共中央、国务院关于实施就业优先战略促进高质量充分就业的意见》指出，健全终身职业技能培训制度。实施技能中国行动，大力开展职业技能培训，全面推行企业新型学徒制培训，构建贯穿劳动者学习工作终身、覆盖职业生涯全程的技能培训制度。加强公共实训基地、高技能人才培训基地建设，鼓励企业建设职业技能培训基地，形成以市场化培训为主导、行业企业自主培训为主体的职业技能培训供给体系。

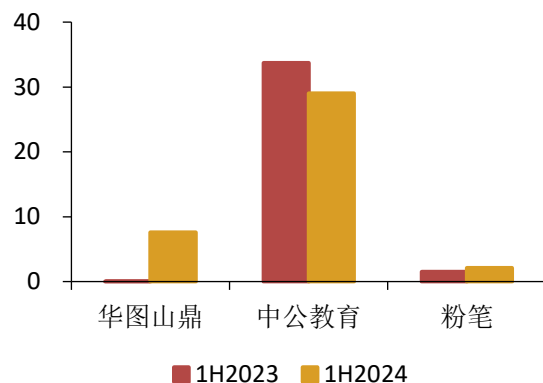
中公教育战略定位升级为“就业与再就业服务提供商”。中公教育召开战略升级发布会，为 18-45 周岁的群体提供成长+就业服务。中公教育将会开展两个关键行动：①搭建高质量的就业服务网络。中公将在原有的遍布 300 多个地级市、2800 多个县的自营渠道网络的基础上，还要在 3000 多所高校、2800 多个县区中布局轻资产网点，以建设线上和线下相结合的就业服务网络平台。②建设数字化 AI+就业服务平台。中公将结合全息维度人才测评、职业路径规划咨询、精准就业与岗位推荐、高效成长蓝图等方式，塑造学员的数据化形象和企业职位的数据化形象，最终实现供需匹配。

图20. 公职培训公司营业收入（亿元）



数据来源：Wind，财通证券研究所

图21. 公职培训公司合同负债（亿元）



数据来源：Wind，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 医美化妆品

医美端：

消费板块情绪快速升温，医美作为可选消费具备较大超跌反弹空间。龙头标的爱美客/巨子生物/锦波生物周内涨幅达 20.0%/17.7%/16.8%（其中爱美客、锦波生物节前休市），优质基本面公司在市场情绪转好背景下具备较高弹性。

- 1、**行业层面：**医美行业中长期渗透率提升逻辑下具备稳定成长性，消费信心及预期修复有望带来终端医美消费提升，短期具备新品催化的公司表现较优。Q4 下游机构密集促销，有望迎来医美旺季，关注新品上市及获批进展。推荐重点关注基本面优质的龙头标的。
- 2、**标的层面：**重组胶原龙头巨子、锦波&再生新品艾塑菲处于放量阶段的江苏吴中具备较高成长性。推荐关注：**1) 巨子生物：**港股消费龙头，主品牌可复美势能持续向上&持续破圈，以焦点面霜为主的第二梯队产品稳步崛起中，双十一&医美械三管线有望陆续提供催化剂；**2) 爱美客：**沪深 300 成分股，医美龙头强者恒强；**3) 锦波生物：**薇旖美短期仍占据重组胶原医美赛道红利，并储备多款械三管线。

新品进展方面：

- 1) **科笛-B：**CU-20401（重组突变胶原酶）治疗额下脂肪堆积 II 期临床试验完成所有受试者出组。CU-20401 是一种重组突变胶原酶，其靶向肥胖、超重或其他与局部脂肪堆积相关的代谢疾病。CU-20401 采用创新的作用机制，作为一种胶原酶，可选择性地作用于附着在脂肪组织上的细胞外基质。经局部注射后，CU-20401 通过降解皮下脂肪层中的细胞外基质胶原蛋白，导致脂肪细胞凋亡，预计可有效减少局部脂肪堆积。CU-20401 通过技术改进，以较低速率催化胶原蛋白降解，具有温和的催化活性，从而减少野生型胶原酶的副作用，如淤青及疼痛。

投资建议：2024H2 医美新品迎来密集上市期，同时低基数下医美市场有望具备较高增长确定性。建议关注中报业绩超预期，美妆双品牌势能抬升+医美管线储备中的巨子生物(2367.HK)；业绩持续兑现的重组胶原医美龙头锦波生物(832982.BJ)；韩版童颜针国内渠道顺利放量，领先布局重组人胶原蛋白的江苏吴中(600200.SH)。

美妆端：

双 11 大促临近，平台继续抢跑拉长大促时间。

1、**天猫**：预售期为 10 月 14 日 20:00-10 月 21 日 20:00，第一波现货/预售尾款时间为 10 月 21 日 20:00-10 月 24 日 24:00，第二波现货为 10 月 31 日 20:00-11 月 11 日 24:00。与去年相比预售期提前了 10 天，平台继续抢跑拉长大促时间，同时今年 618 期间取消的预售制又将开启，平台活动仍以跨店满 300-50 或官方立减为主。商户型，平台将投入数百亿，助商家生意增长和经营降本，主要集中在以下三点：1) 今年天猫双 11 将在满减、立减活动基础上，额外再投入 300 亿元消费券及红包，为全体商家全面促成交，额度为历届最高。2) 天猫双 11 将投入百亿元购买流量，通过与超 200 家互联网平台合作，全面为商家拓客流，商家可轻松触达全网消费者。3) 在天猫双 11 开启前夕，淘宝天猫正式支持支付宝、微信等多种支付方式，为全体商家拉增长，获得更多生意增量。

2、**京东**：继续取消预售机制，开启跨店满 200 减 20 元的促销活动，鼓励商家以全店形式报名参与。活动共分为 5 个阶段，包括抢先购、开门红、专场期、高潮期和返场期。和天猫一样，京东双十一大促开启时间也将提前，10 月 17 日晚 8 点首先进入抢先购阶段。商户型，平台将在大促主会场、商品详情页、用券场景等关键位置增加流量分发，助力商家在大促期间实现店铺流量和销售量的双增长。此外，京东还特别推出“厂货百亿补贴”项目，提供专属的流量、价格和物流补贴，助力产业带商家打造爆品提升日销。

3、**抖音**：整体分为两个阶段：10 月 8 日-10 月 17 日为抢先期，锁定国庆节后的购物需求；10 月 18 日-11 月 11 日为正式期。其中前三天（10.18-10.20）为开门红 BigDay，后三天（11.9-11.11）为狂欢 BigDay，中间日期为品类日，包括彩妆、运动户外等。今年抖音商城双 11 大促核心玩法是官方立减 15%和一件直降，在此基础上，平台消费券将会继续发放。商户型，抖音电商将投入亿级现金补贴和千亿级流量资源。

投资建议：双 11 大促临近，各平台继续抢跑拉长大促时间，政治局提出多项提振内需、促进消费的利好政策的背景下，看好后续政策落地美护行业市场情绪提振带来估值修复行情。个股方面，优质龙头估值压制缓解，建议关注超跌优势白马和成长性突出标的，关注 Q4 双 11 大促节点的催化，把握美护板块配置机会，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) 巨子生物(2367.HK)：受益重组胶原蛋白赛道红利，推荐关注美妆新品推新&大单品放量，医美产品获批催化在即；

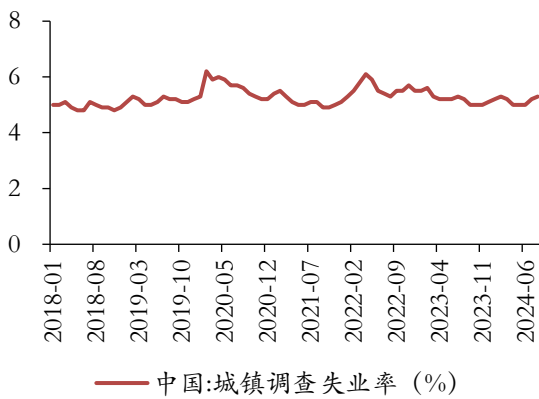
- 3) 婴童产业链优选的润本股份 (2367.HK): 深耕驱蚊、婴童护理领域, 产品矩阵丰富细分程度高, 高性价比卡位大众市场, 下半年蛋黄油&洋甘菊系列新品布局, 11 月份预计上新全新抗痘系列产品;
- 4) 上美股份 (2145.HK): 韩束爆发式重回增长, 多品牌持续调整下有望贡献第二增长曲线;
- 5) 有望边际改善的贝泰妮、福瑞达、丸美股份、水羊股份、上海家化、华熙生物等。

1.5 人力资源

政策持续发力，促进高质量充分就业。2024年9月25日，《中共中央、国务院关于实施就业优先战略促进高质量充分就业的意见》发布。《意见》总体要求为：经过努力，就业机会充分、就业环境公平、就业结构优化、人岗匹配高效、劳动关系和谐的局面逐步形成，系统集成、协调联动、数字赋能、管理科学、法治保障的就业工作体系更加健全。城镇就业稳定增长，失业水平有效控制，劳动参与率基本稳定，现代化人力资源加快塑造，就业公共服务体系更加完善，中等收入群体规模稳步扩大，社会保险覆盖面不断扩大，劳动者就业权益有效维护，使人人都有通过辛勤努力实现自身发展的机会。

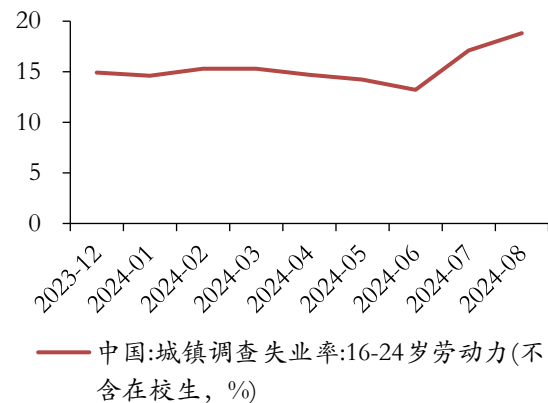
就业形势总体稳定，城镇调查失业率小幅上升。1-8月份，全国城镇调查失业率平均值为5.2%，比上年同期下降0.1个百分点。8月份，全国城镇调查失业率为5.3%，比上月上升0.1个百分点。本地户籍劳动力调查失业率为5.4%；外来户籍劳动力调查失业率为4.9%，其中外来农业户籍劳动力调查失业率为4.6%。31个大城市城镇调查失业率为5.4%。全国企业就业人员周平均工作时间为48.7小时。

图22.中国:城镇调查失业率 (%)



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图23.中国:城镇调查失业率:16-24岁劳动力(不含在校生, %)



数据来源: 国家统计局、Wind, 财通证券研究所

投资建议：2024年政府工作报告提出全年新增城镇就业1200万人以上，2024年4月30日最新中共中央政治局会议上提出“加大对实体经济支持力度、突出就业优先导向”等，有望带动用工回升。稳就业下建议关注板块内具备资金、平台、渠道优势的头部企业北京人力（600861.SH）。

1.6 文旅

旅游：关注座谈会文旅消费的重视

重要数据跟踪

- 宋城演艺：公众号数据，2024年9月30日至2024年10月06日排片量为343场，同比2019年增长22.94%，同比2023年增长68.97%。
- 出境游航班恢复情况：根据飞常准APP数据，2024年10月05日中国内地-地区/国际航班执行量为2231架次，恢复至2019年基期的84.14%。

图24.国际航班恢复情况（截止2024.10.05）



数据来源：飞常准APP，财通证券研究所

行业跟踪

- 交通运输部数据显示，10月1日至3日，全社会跨区域人员流动量近9亿人次；记者从中国国家铁路集团有限公司了解到，铁路黄金周运输启动以来，全国铁路旅客发送量已连续4天超1700万人次；国庆假期，中老铁路迎来大客流，9月30日至10月3日发送旅客28.74万人次，较去年同期增长超40%。

公司跟踪

- 黄山旅游：2024年国庆假期前三天黄山风景区分别接待游客约2.4、3.4、3.4万人。
- 峨眉山A：2024年国庆假期首日峨眉山景区接待游客29355人。
- 祥源文旅：2024年国庆假期第二天，齐云山生态文化旅游度假区、百龙天梯、莽山五指峰的单日营收，皆刷新十一假期历史最高纪录，分别增长44%、12%、13%，较2023年同期也分别增长193%、122%、134%；碧峰峡休闲旅游度假

区、黄龙洞、丹霞山休闲旅游度假区单日营收较 2023 年同期分别增长 38%、35%、123%。

- **张家界：**截至 10 月 3 日，天门山景区接待游客 10 万人左右。预计接下来的国庆假期里，游客数量还将持续攀升。
- **云南旅游：**2024 年国庆假期前三天，玉龙雪山景区预计接待海内外游客 17.5 万人次，日均接待 2.5 万人次左右，比 2023 年同期增长 3.55%。

投资建议：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。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)。

会展板块：

- **兰生股份：**2024 年 9 月 28-29 日，2024 上海赛艇公开赛在苏州河上举办。同时，2025 世界赛艇锦标赛将于 2025 年 9 月 21 日-28 日在上海市水上运动中心举行。这是世界最高级别的赛艇盛会即将首次来到中国，这一顶尖赛艇赛事落户上海，使得这座迸发着活力的国际化大都市将以赛艇为媒，见证中西文化的交流和碰撞。

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**：2024 年，舒华正式启动“5551 长海计划”，“长海计划”来源于李白的《行路难》“长风破浪会有时，直挂云帆济沧海”。后续舒华健身将继续聚焦健身器材销售、科学健身服务和企业健康管理三个业务模块，预计 2030 年实现“开设 5000 家门店、用 5 万个教练服务 500 万个 C 端用户+1 万家 B 端企业的愿景，进而帮助更多人实现健康目标，同时实现企业新一轮的增长。

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

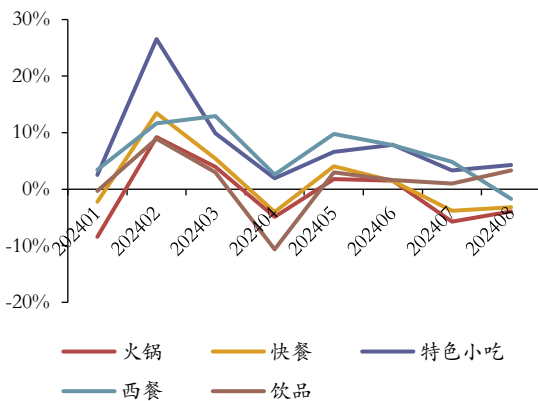
上半年性价比消费和经营效率领先的餐企韧性更强。性价比趋势明显，九毛九、肯德基等客单价偏低的餐饮品牌，一季度同店增长小幅下滑，但高客单的正餐品类，如太二等客流相对承压。

表1.2024H1 上市餐企同店收入增速承压

	1H2021	2021	1H2022	2022	1H2023	2023	1Q2024	2Q2024
九毛九	/	25%	-10%	-11%	8%	7%	-4%	-13%
太二	/	6%	-23%	-22%	16%	18%	-14%	-18%
海伦司	104%	33%	-33%	-34%	9%	5%	/	/
海底捞	29%	2%	-11%	-14%	16%	22%	/	/
呷哺呷哺	30%	-8%	-44%	-23%	29%	10%	/	/
百胜中国	27%	-1%	-25%	-22%	9%	7%	-3%	-4%
达势股份	/	/	14%	14%	9%	9%	/	/

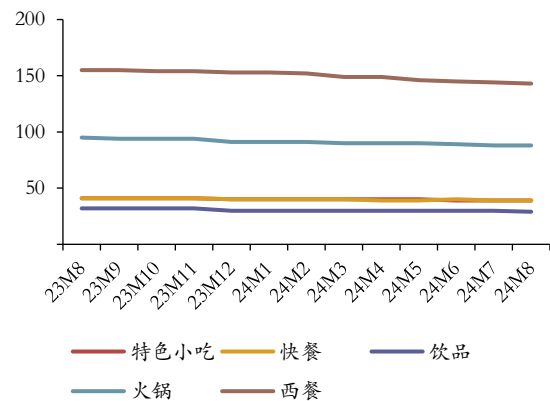
数据来源：各公司公告、财通证券研究所

图25.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26.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

青岛的餐饮企业也纷纷推出节日特色菜品与优惠套餐。达美乐推出“盛世国庆”套餐抽奖活动，实现营业额增长1倍以上；瑞幸抓住国庆消费机遇，推出与知名IP形象 Butterbear 黄油小熊联名咖啡，客流量超去年同期50%以上；康乐大饭店、都源酒店等餐饮企业充分利用线上平台进行营销与推广，实现餐饮消费同比增长。

国庆期间餐饮客流复苏：

海底捞：2024年10月1日当天，全国海底捞火锅门店共计接待顾客超190万人次，同比增长超5%。

九毛九：国庆首日九毛九旗下怂火锅厂全国 79 家门店总营业额超 472.1 万元，总接待人数约为 4.5 万人，排队总人数超 1.3 万人。旗下太二酸菜鱼品牌总营业额超 1887 万元；总接待人数超 24 万人；总排队取号大约有 4 万个；其中营业额最好的是太二深圳金光华门店，营业额突破 9.5 万元。

奈雪的茶：国庆首日全国多地门店爆单，部分门店较节前销量提升明显。深圳、成都、厦门、杭州等多地奈雪门店业绩喜人，在国庆出游热的带动下，深圳机场店和杭州萧山机场店同时登上奈雪门店销量前十。

假期前 4 天北京重点商圈客流增两成。市商务局发布数据显示，假期前 4 日，市商务局重点监测的百货、超市、专业专卖店、餐饮和电商等业态企业实现销售额 43.8 亿元；全市 60 个重点商圈客流量 2696.9 万人次，同比增长 20.9%。假期前 4 日，市商务局重点监测的紫光园、庆丰包子铺销售额同比分别增长 7.3%、5.8%。

国庆假期前三天，四川自贡高新区消费热度持续攀升。大型餐饮宴席预订率和上座率均超过 90%，商务酒店入住率达到 90% 以上，全区重点监测 6 家商超实现销售额 2366 万元。

上海市政府审议通过《我市服务消费券发放方案》，决定面向餐饮、住宿、电影、体育等四个领域发放“乐·上海”5 亿元服务消费券。“乐品上海”餐饮消费券发放总额为 3.6 亿元。第一轮发放时间从 9 月 28 日 10 点开始，分四周发放，每周额度分别为 9000 万元、3000 万元、3000 万元和 3000 万元。第二轮发放时间为 11 月，根据第一轮发放情况，确定每周分配额度。“乐游上海”住宿消费券发放总额为 9000 万元。发放对象包括本市、外省市、外籍人员等。住宿消费券发放安排两个轮次，第一轮发放时间为 9 月底至 10 月底，计划 9 月 28 日上午 11:00 开放抢券通道，按周发放，共安排 4000 万元；第二轮发放时间为 11 月初至 12 月底，安排 5000 万元。“乐影上海”电影消费券发放总额为 4500 万元。9 月 28 日至 12 月 31 日期间，用户登录淘票票、猫眼平台（含 APP 客户端、小程序等），领取消费券后，购买我市影院电影票最高可享单张 30 元优惠、单笔消费 60 元优惠。本次活动预计可惠及超 150 万观影人次。

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

线下零售:

商超行业竞争激烈，格局仍在变化，继名创优品入股永辉后，行业的震荡或仍将持续。

1) **山姆在中国扩张加速，第 50 家门店 10 月即将开业。**截至 2024 年 9 月底，山姆会员店已在全国 24 个城市开设 49 家门店。中国第 50 家门店东莞山姆会员店将于 10 月 18 日正式开业。该店位于寮步镇-东莞篮球中心旁，总投资约 4.86 亿元，总占地面积超 2.3 万平方米。其中有 13 座城市有 2 家或 2 家以上的山姆门店，上海门店数量最多达到了 6 家。从山姆目前的开店情况看，其主要选址在一、二线城市以及部分经济发达的三四线城市，这些城市人口密度高、收入水平较高，且拥有庞大的中产阶级消费群体。据山姆官方此前表示，预计未来每年将开出 6-7 家新店。预计到 2026 年山姆的门店数将超过 60 家。

2) **大润发母公司涉收并购停牌。**近日，大润发的母公司高鑫零售以执行董事兼 CEO 沈辉名义发出公告，表示 9 月 27 日上午 9 时 39 分起在港交所短暂停牌，与收并购事项有关。

3) **传统商超调改优化仍在进行中。**9 月 28 日，中百集团自主调改的第四家仓储大卖场中百仓储超市吴家山购物广场重装开业。选择调改中百仓储超市吴家山购物广场是中百集团紧跟市场趋势和消费者需求，加快实施仓储业态“分兵突围”的战略举措。此次调改从商品、服务、购物体验等多方面全面调改。其中门店对商品结构进行了彻底革新，淘汰了近万个单品，同时引进了六千多个新品，使商品结构更加符合消费者需求。通过优化采购模式，实现平均价格降幅达到 20%，部分商品降价接近 40%。

4) **零食有鸣全面进军批发超市，国庆期间 189 家门店同开。**早在今年 6 月 15 日，零食有鸣就在成都推出第一家折扣超市测试门店，开业后生意火爆远超预期，也为此次全面进军折扣超市奠定了基础。据零食有鸣官方披露，批发超市共有 3000+sku，除了原有的休闲零食水饮外，还增加了纸品日化、日用百货、米面粮油等日用和民生商品。其选址也是以社区、菜市场、农贸市场为主，更加贴近家庭消费需求。

投资建议: 1) 近期就业、房地产等政策利好频出，有利于稳定居民消费预期，部分地区发放新一轮消费券刺激消费，叠加十一消费旺季，可选消费有望回暖，前期承压明显的百货板块有望迎来向上机会。2) 央行推出股票回购增持再贷款创新工具，利好高股息，证监会发布市值管理意见，关注长期破净标的，因此我们推荐破净高股息组合，关注豫园股份（600655.SH）、大商股份（600694.SH）、百联

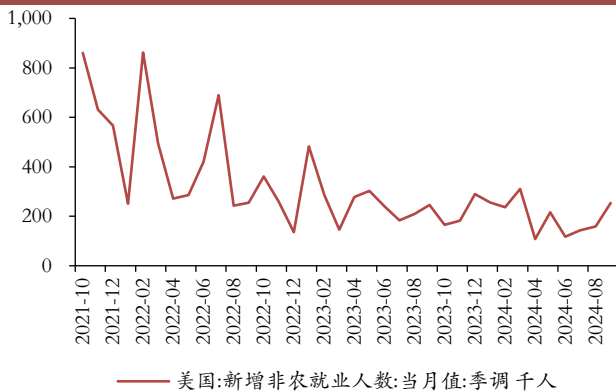
股份(600827.SH)等。3)继续关注下半年高增长标的,推荐小商品城(600415.SH),下半年投资收益高基数因素影响消除,公司利润预计高增,新董事长上任,期待下半年公司新老业务顺利推进,利润进一步释放。

跨境电商: 美联储降息超预期, 美国地产链向上拐点出现

9月美国失业率及非农数据边际优化, 缓解衰退担忧。美国劳工统计局数据显示, 美国9月季调后非农就业人口增加25.4万人, 超过预期的15万人; 同时, 8月的数据上修1.7万人至15.9万人, 7月上修5.5万人至14.4万人。分行业来看, 食品服务和饮酒场所、医疗保健、政府、社会救助和建筑行业的就业继续呈上升趋势。

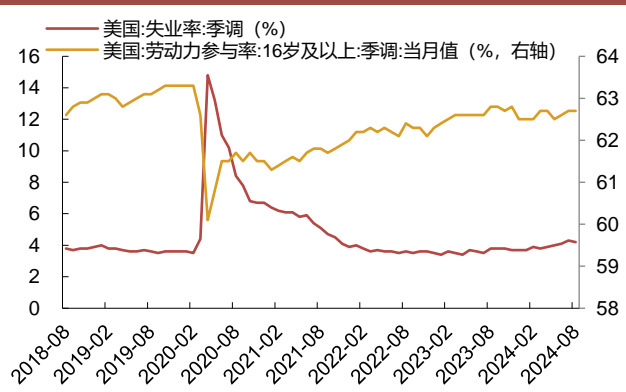
美国9月失业率录得4.1%, 为2024年6月以来新低, 低于预期的4.2%, 低于前值的4.2%。

图27. 美国新增非农就业人数



数据来源: ifind, 财通证券研究所

图28. 美国失业率及劳动参与率情况



数据来源: ifind, 财通证券研究所

强劲就业数据背景下, 市场预期美联储降持续降息, 但幅度收窄。根据 CME 美联储观察, 市场预期美联储大概率将在 11 月和 12 月分别降息 25 个基点, 11 月降息 25 个基点的概率为 94.5%, 降息 50 个基点的概率为 5.5%; 至 12 月累计降息 50 个基点的概率为 71.7%, 累计降息 75 个基点的概率为 26.9%, 累计降息 100 个基点的概率为 1.3%。

图29. CME 美联储观察对未来降息预期

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2024/11/7						0.0%	0.0%	0.0%	5.5%	94.5%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	26.9%	71.7%	0.0%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	24.9%	68.1%	5.8%	0.0%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	21.1%	61.2%	15.8%	0.9%	0.0%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	12.8%	44.7%	34.5%	7.0%	0.4%	0.0%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.3%	7.7%	31.3%	38.8%	18.6%	3.2%	0.2%	0.0%
2025/7/30	0.0%	0.1%	3.1%	16.5%	34.1%	31.3%	12.8%	2.1%	0.1%	0.0%
2025/9/17	0.0%	1.1%	7.7%	22.5%	33.1%	24.9%	9.1%	1.4%	0.1%	0.0%
2025/10/29	0.3%	2.8%	11.3%	25.1%	31.1%	21.0%	7.2%	1.1%	0.0%	0.0%

数据来源：CME 美联储观察工具，财通证券研究所

美国9月就业数据超预期，衰退预期边际缓解，美联储降息有望催化美国地产链需求回暖：1) 新屋方面，贷款利率下降有望驱动刚需购房上车，并提升地产开发商信心，加速新屋供给；2) 成屋方面，利率“锁定效应”解除后，有望释放市场二手房流动性，驱动房价回归至合理水平，激发交易活跃度。美联储降息或带动新房和成屋依次回暖，从而催化新一轮工具类产品需求和补库订单，与新房、二手房翻修需求直接相关的手工具、电动工具、OPE等品类有望直接受益。

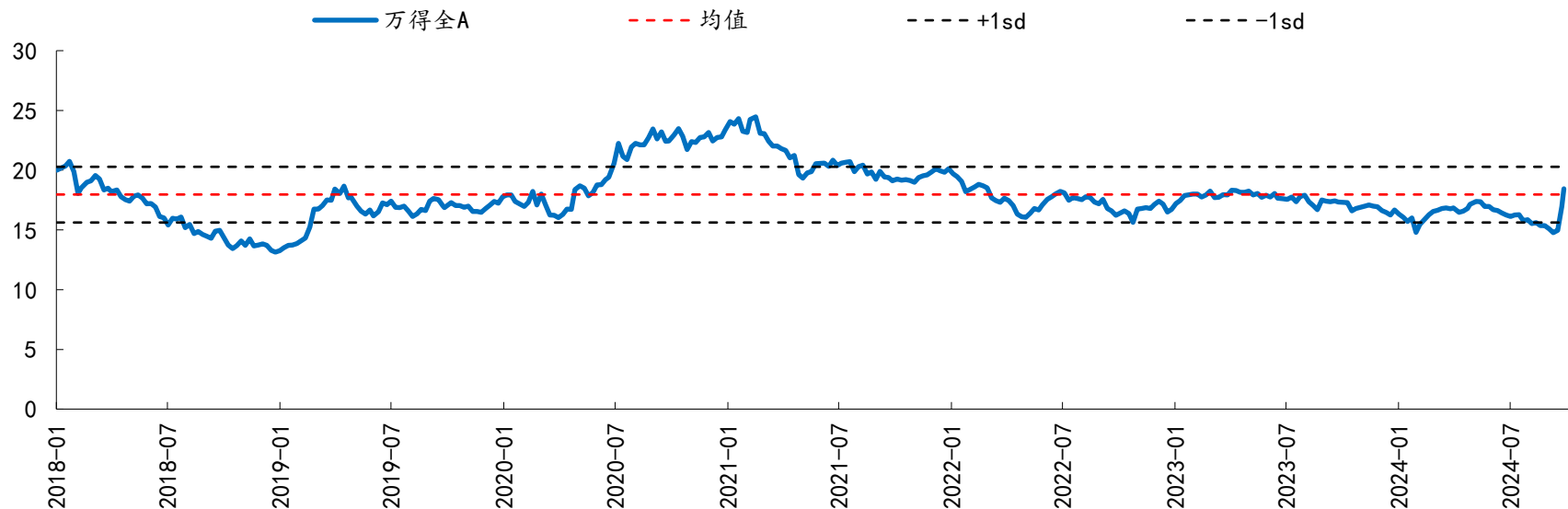
成本端，伴随海运价格边际改善及Q4美国大选落地，板块估值有望回暖。建议关注具备强品牌资源及溢价能力的标的，或在行业中具备较高供应链地位的公司，业绩稳定性具备相对优势，并优先受益降息带来的需求回暖。

投资建议：1) 建议关注具备强品牌资源 or 强供应链管理能力的跨境电商公司，有望率先快速把握新兴平台红利，Q3收入端高增有望持续。推荐跨境电商3C品牌运营龙头安克创新(300866.SZ)，2024年受益充电接口统一及氮化镓技术普及，中小充持续支撑主业增速韧性，长期有望受益手机AI换机潮，同时拓品类持续，智能安防、智能家居、阳台储能等新兴品类有望持续超预期；建议关注跨境电商泛品类龙头华凯易佰(300592.SZ)，同期低基数+新渠道起量+通拓并表，关注Q3情绪&业绩拐点。2) 推荐下半年有望受益降息催化的美国地产链头部供应商，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)、大叶股份(300879.SZ)。

2 本周绝对估值变化

本周（2024年9月30日-9月30日，下同），万得A股PE(TTM)为18.45倍，高于17.95倍的历史均值，较上周的16.95倍有小幅上升。

图30.万得A股PE(TTM)



数据来源：Wind，财通证券研究所

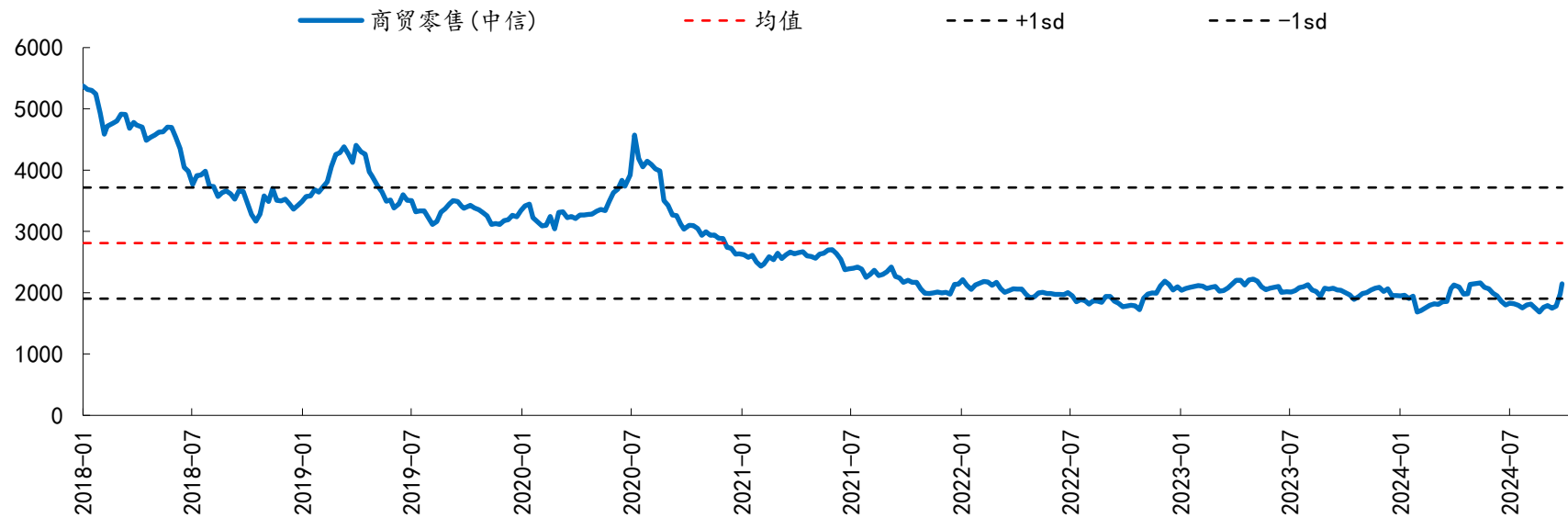
注：指数预测PE基于Wind一致预期，下同

图31.消费者服务(中信)预测 PE



数据来源: Wind, 财通证券研究所

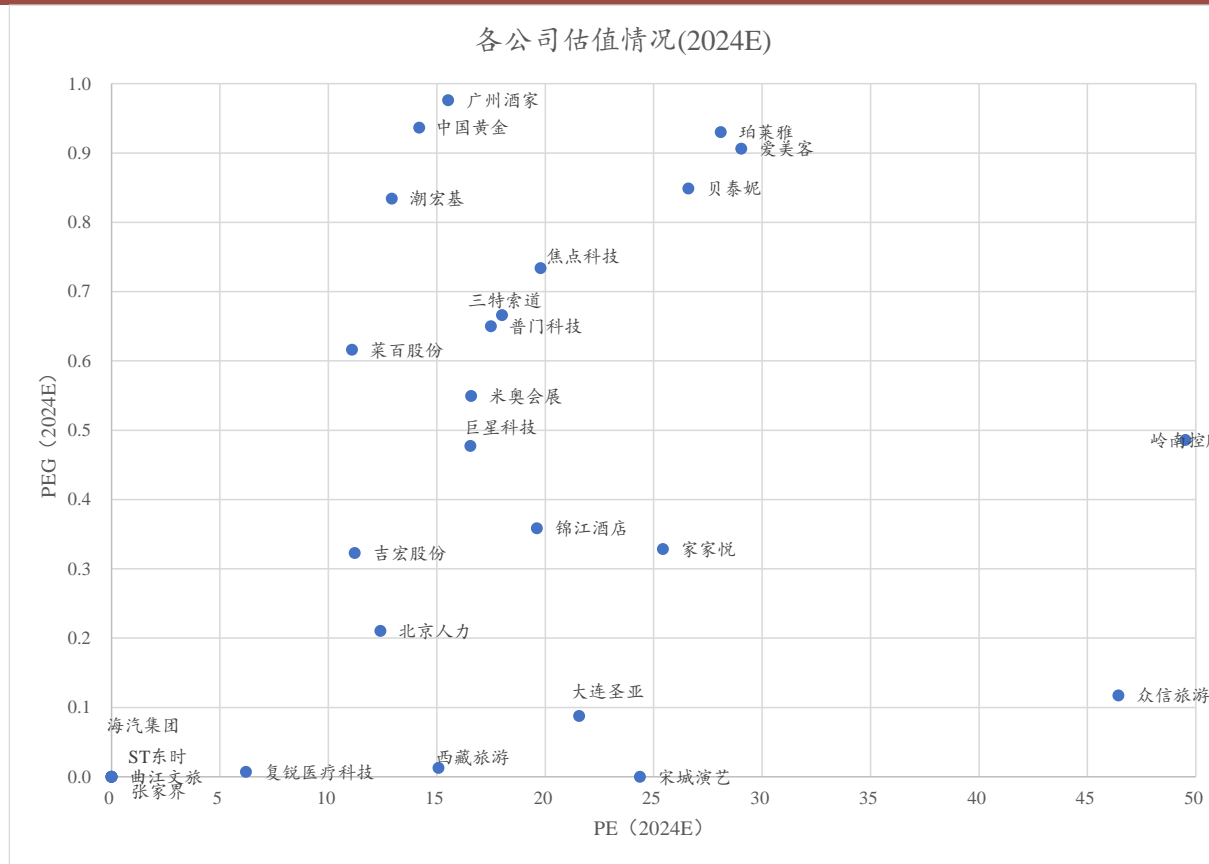
图32.商贸零售(中信)预测 PE



数据来源: Wind, 财通证券研究所

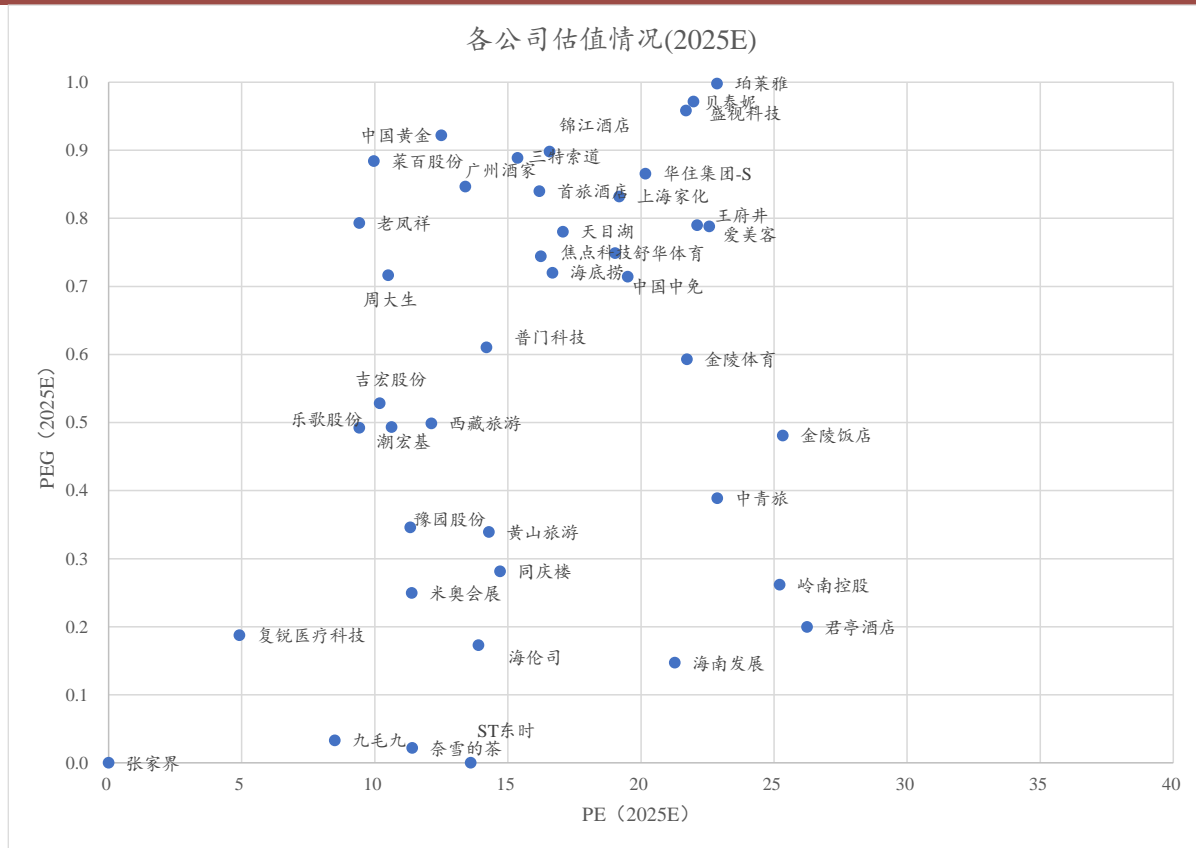
3 商社行业估值概览

图33.各公司估值情况 (2024E)



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图34.各公司估值情况 (2025E)

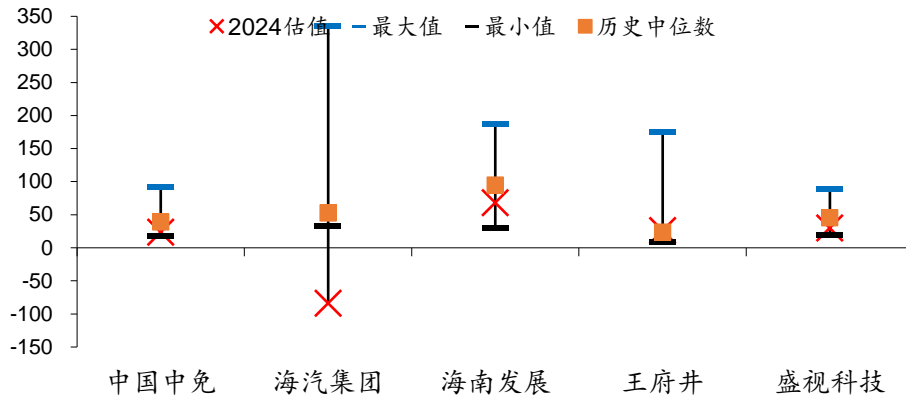


数据来源: Wind, 财通证券研究所

4 附录：本周商社各子版块覆盖标的估值变化趋势

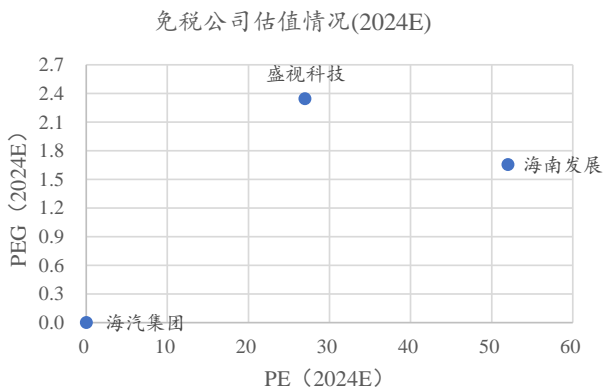
4.1 免税行业相关标的估值情况

图35.免税行业估值情况 (2024E)



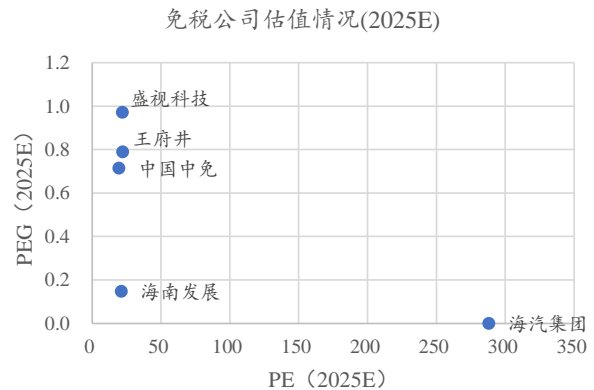
数据来源：Wind，财通证券研究所

图36.免税估值 (2024E)



数据来源：Wind，财通证券研究所

图37.免税估值 (2025E)



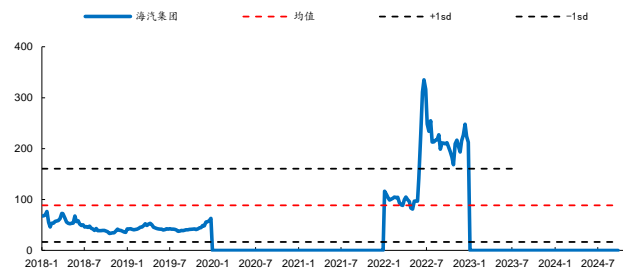
数据来源：Wind，财通证券研究所

图38.中国中免估值变化趋势



数据来源：Wind，财通证券研究所

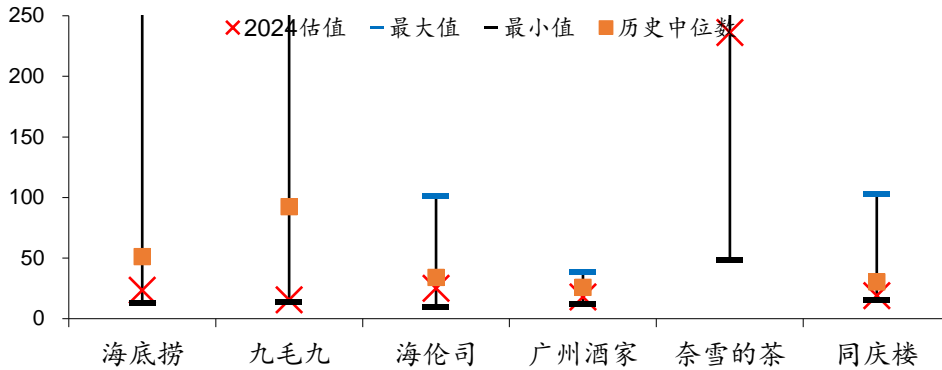
图39.海汽集团估值变化趋势



数据来源：Wind，财通证券研究所

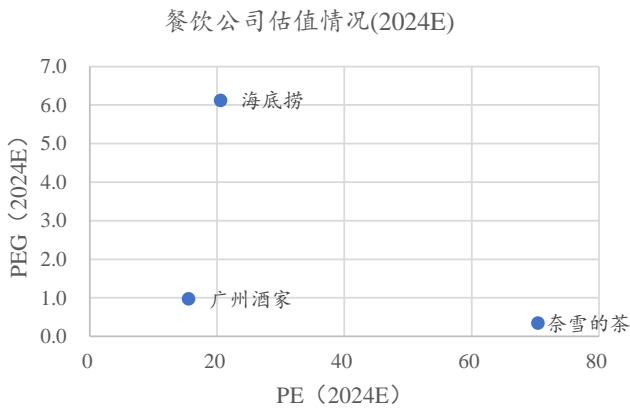
4.2 餐饮行业相关标的估值情况

图40.餐饮行业估值情况 (2024E)



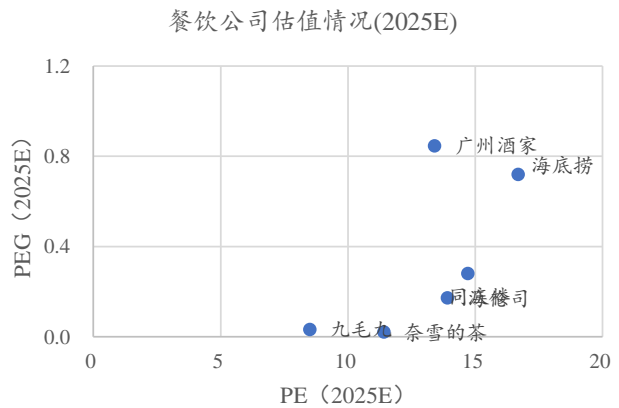
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图41.餐饮估值 (2024E)



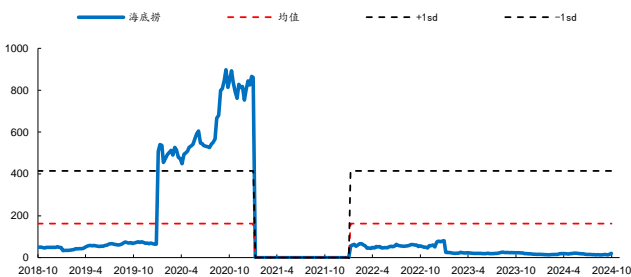
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图42.餐饮估值 (2025E)



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图43.海底捞估值变化趋势



数据来源: Wind, 财通证券研究所

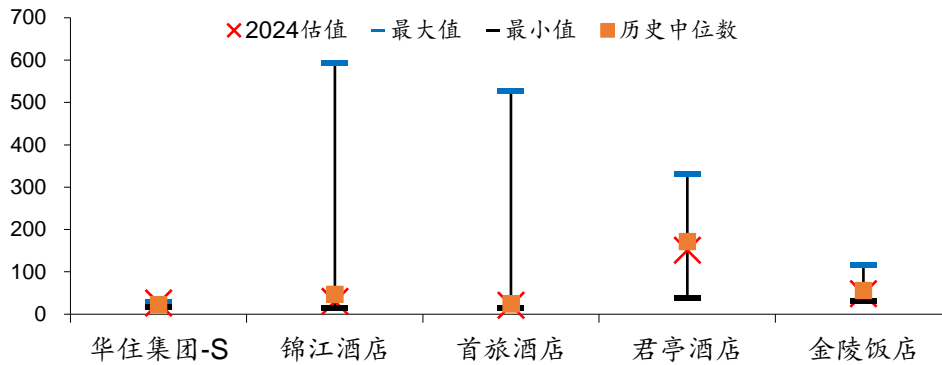
图44.九毛九估值变化趋势



数据来源: Wind, 财通证券研究所

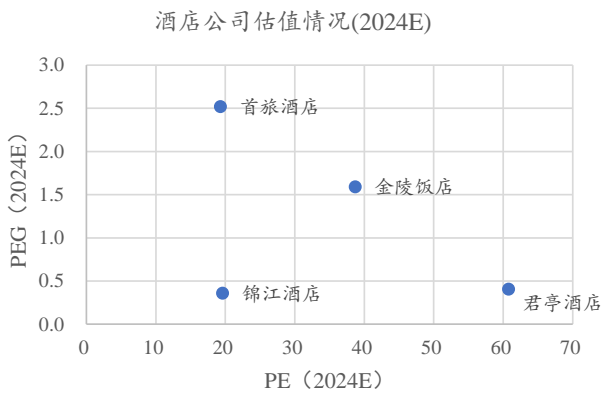
4.3 酒店行业相关标的估值情况

图45.酒店行业估值情况 (2024E)



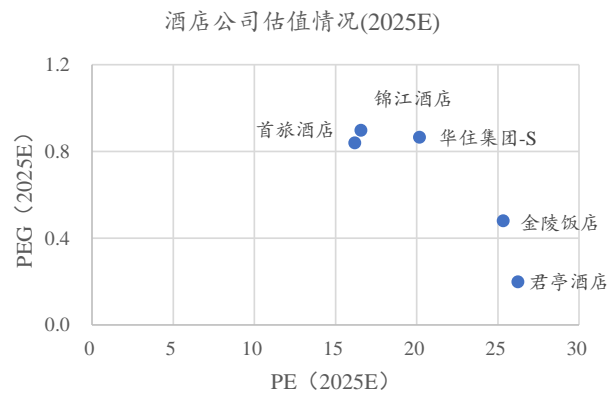
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图46.酒店估值 (2024E)



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图47.酒店估值 (2025E)



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图48.锦江酒店估值变化趋势



数据来源: Wind, 财通证券研究所

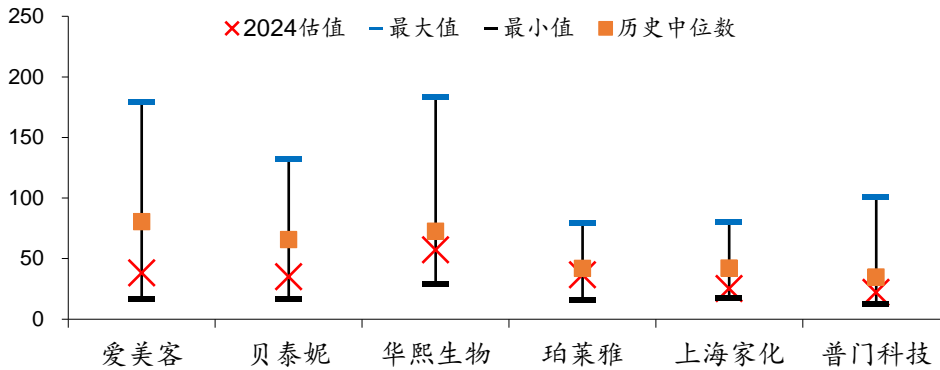
图49.君亭酒店估值变化趋势



数据来源: Wind, 财通证券研究所

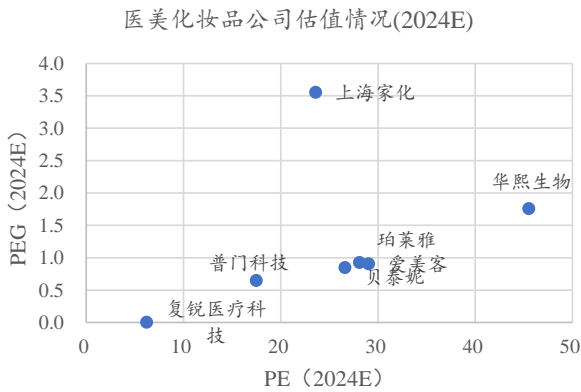
4.4 医美化妆品行业相关标的估值情况

图50.医美化妆品行业估值情况（2024E）



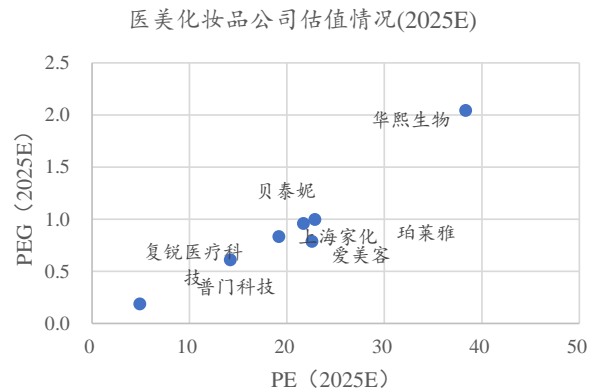
数据来源：Wind，财通证券研究所

图51.医美化妆品估值（2024E）



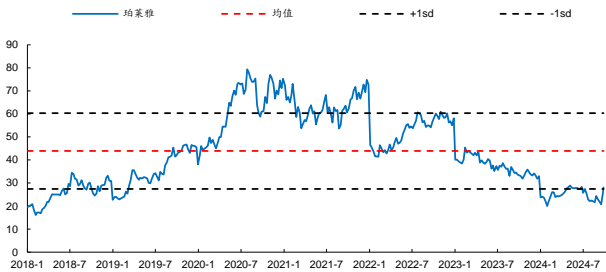
数据来源：Wind，财通证券研究所

图52.医美化妆品估值（2025E）



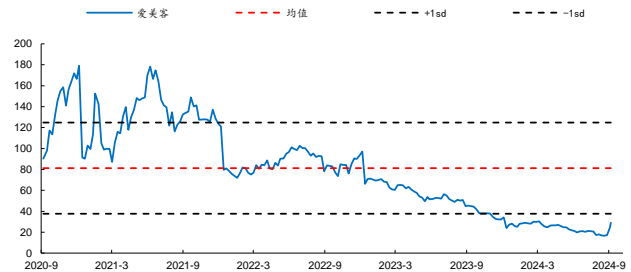
数据来源：Wind，财通证券研究所

图53.珀莱雅估值变化趋势



数据来源：Wind，财通证券研究所

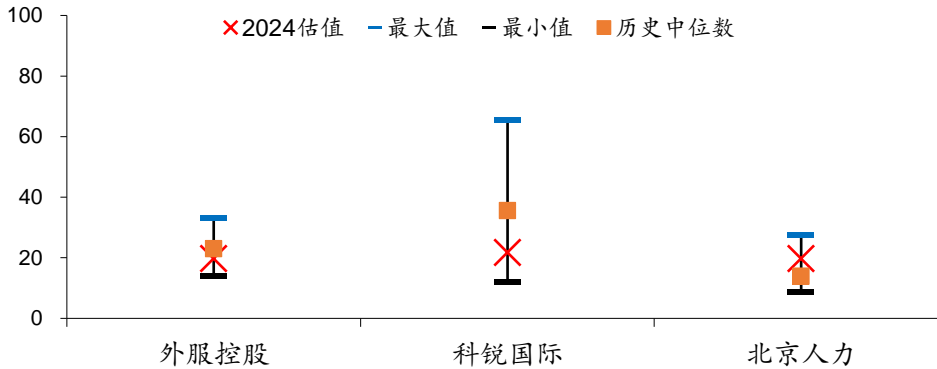
图54.爱美客估值变化趋势



数据来源：Wind，财通证券研究所

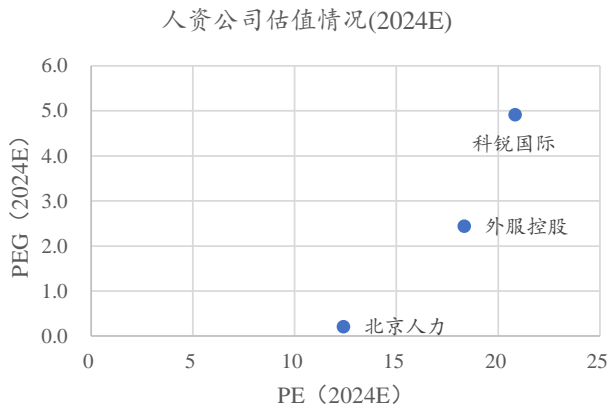
4.5 人服行业相关标的估值情况

图55.人服行业估值情况 (2024E)



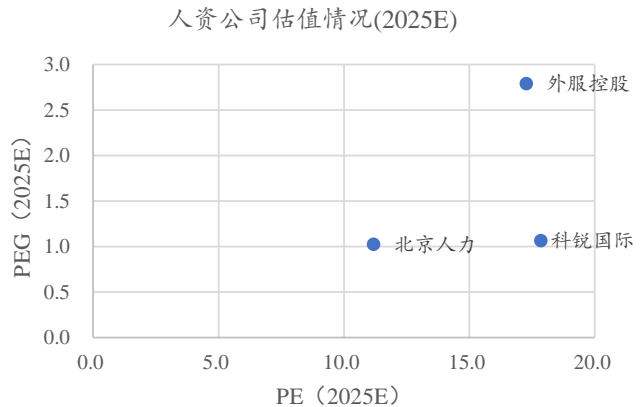
数据来源：Wind，财通证券研究所

图56.人服估值 (2024E)



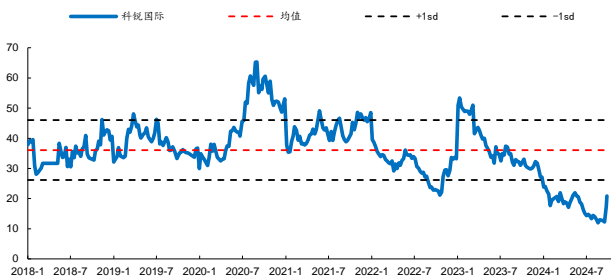
数据来源：Wind，财通证券研究所

图57.人服估值 (2025E)



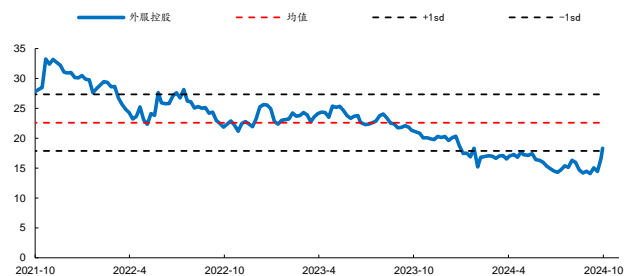
数据来源：Wind，财通证券研究所

图58.科锐国际估值变化趋势



数据来源：Wind，财通证券研究所

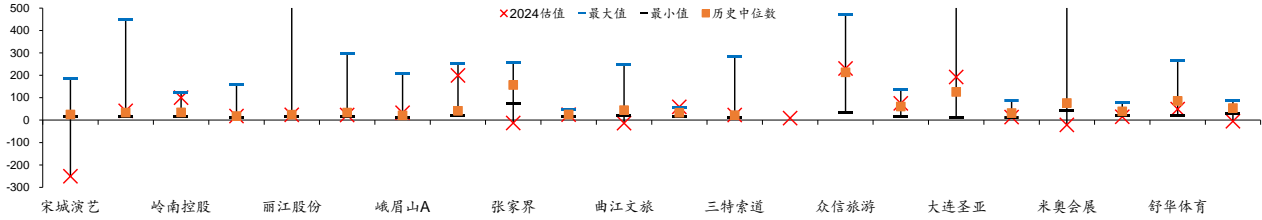
图59.外服控股估值变化趋势



数据来源：Wind，财通证券研究所

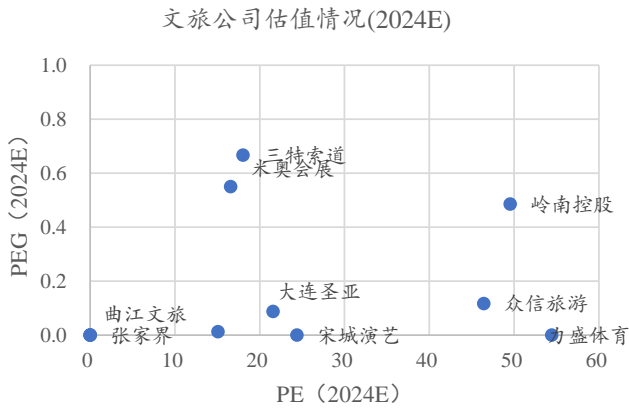
4.6 文旅行业相关标的估值情况

图60.文旅行业估值情况 (2024E)



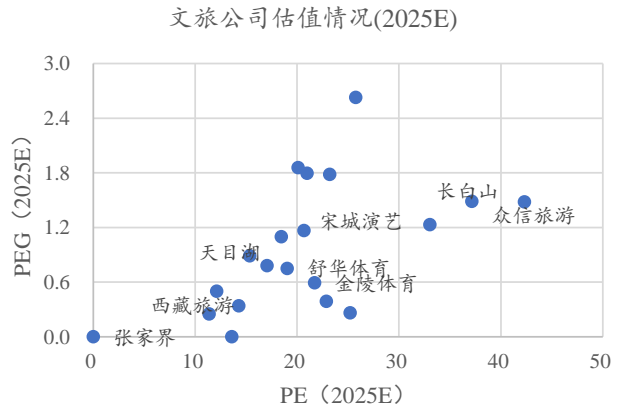
数据来源：Wind，财通证券研究所

图61.文旅估值 (2024E)



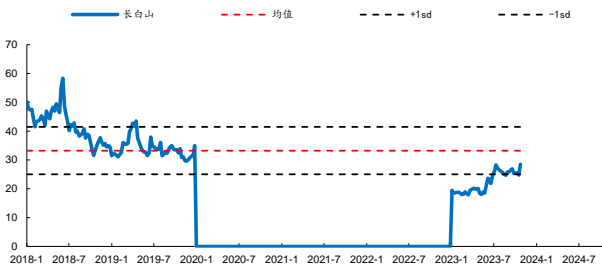
数据来源：Wind，财通证券研究所

图62.文旅估值 (2025E)



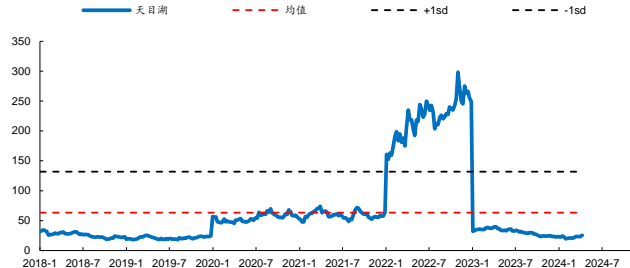
数据来源：Wind，财通证券研究所

图63.长白山估值变化趋势



数据来源：Wind，财通证券研究所

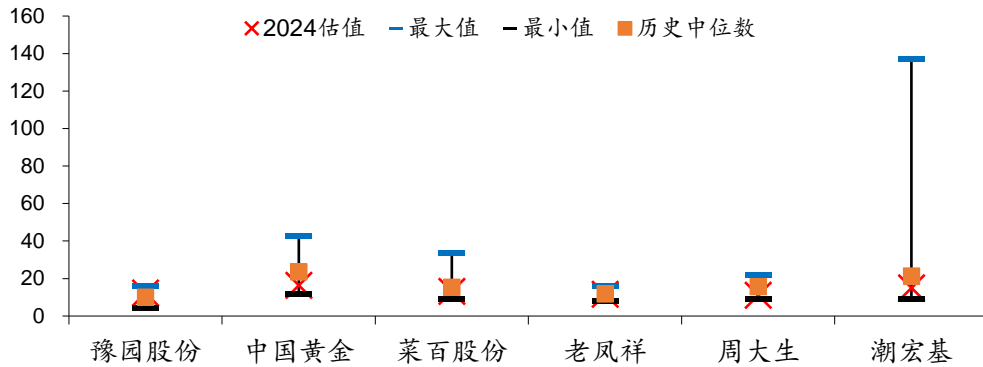
图64.天目湖估值变化趋势



数据来源：Wind，财通证券研究所

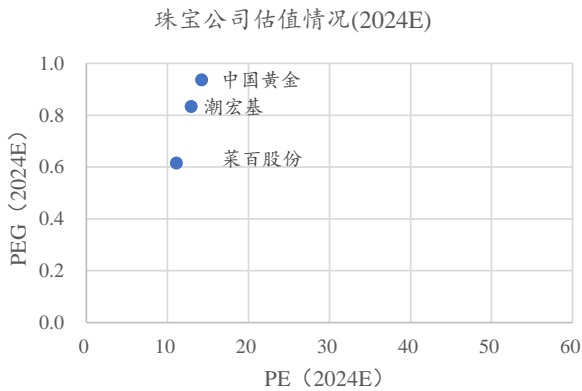
4.7 珠宝行业相关标的估值情况

图65.珠宝行业估值情况 (2024E)



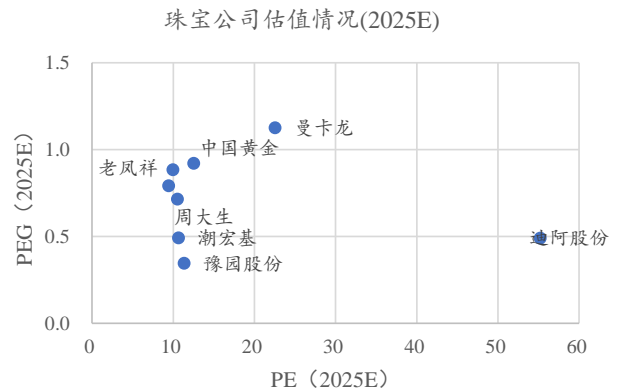
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图66.珠宝估值 (2024E)



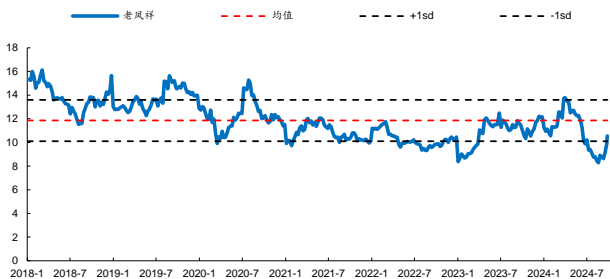
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图67.珠宝估值 (2025E)



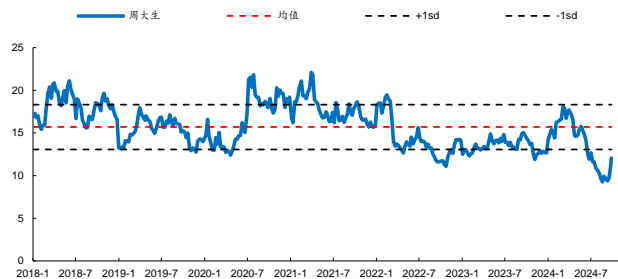
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图68.老凤祥估值变化趋势



数据来源: Wind, 财通证券研究所

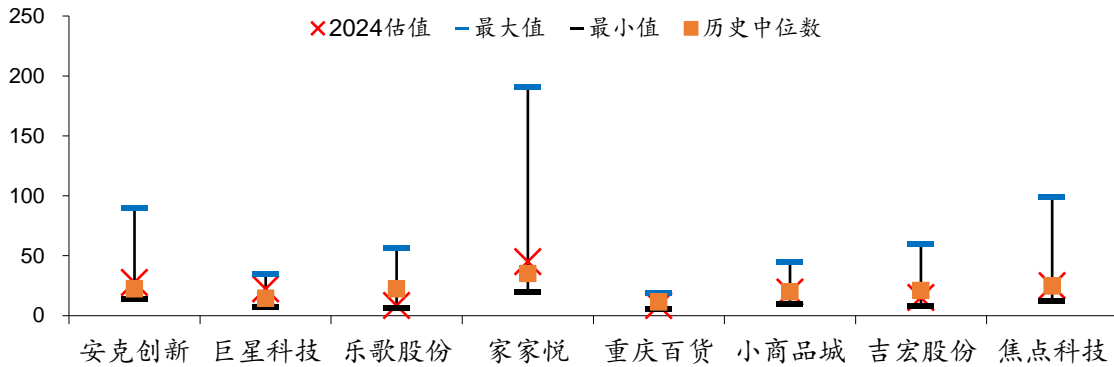
图69.周大生估值变化趋势



数据来源: Wind, 财通证券研究所

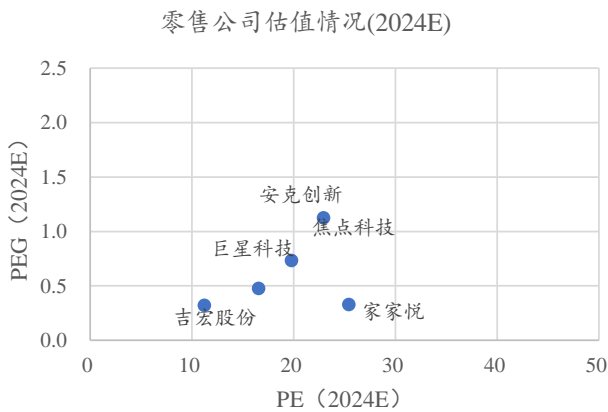
4.8 零售行业相关标的估值情况

图70.零售行业估值情况 (2024E)



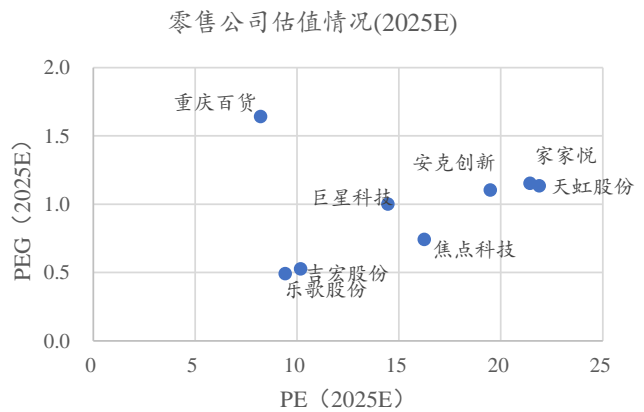
数据来源：Wind，财通证券研究所

图71.零售估值 (2024E)



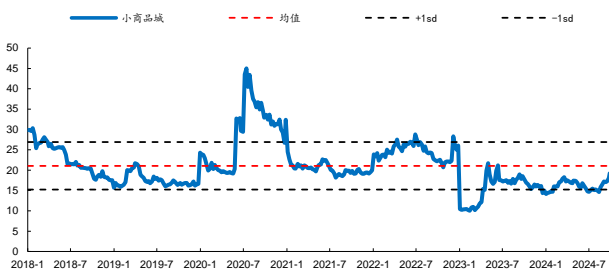
数据来源：Wind，财通证券研究所

图72.零售估值 (2025E)



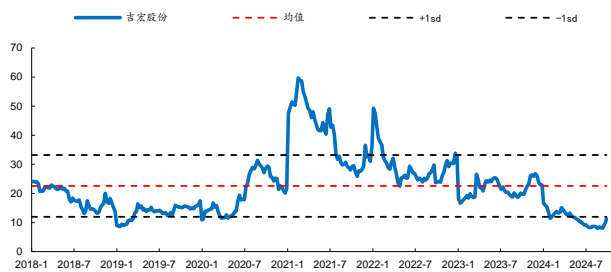
数据来源：Wind，财通证券研究所

图73.小商品城估值变化趋势



数据来源：Wind，财通证券研究所

图74.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。