
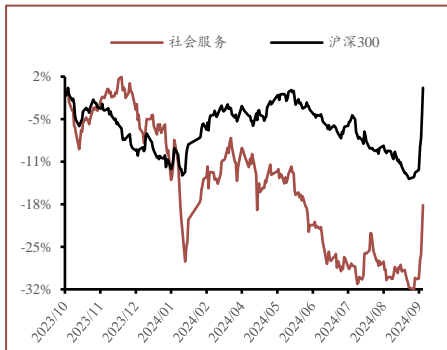


风险偏好修复，紧抓消费行情反弹机遇

 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

- 《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
- 《短期核心关注美国大选边际变化对薪酬就业的影响》
2024-09-10

核心观点

- ❖ **文旅**: 关注本轮顺周期行情带动出行个股。免税方面关注中国中免(市值大,目前估值相对合理,业务方面市占率高,公司的市内免税店四季度有望开业,有事件催化)。其余关注此次顺周期对免税业务收并购个股(格力地产,海汽集团,海南发展)、以及市内免税店开店预期博弈个股(核心为王府井)的带动。旅游关注携程集团-S与宋城演艺(出行两大市值票,携程集团-S目前是出行弹性股+出境游修复主题股,宋城演艺各项目目前运营稳健)。
- ❖ **酒店**: 9月第三周,酒店量、价分别恢复至去年同期的89.03%、95.78%,我们认为今年国庆仍呈现量稳价跌趋势,据华住集团数据,国庆整体预订率与去年基本持平。上海发布住宿餐饮消费券,有望提升市民出行消费意愿。三季度预计绩优龙头开店表现仍然亮眼,关注新品牌孵化以及新产品迭代进展。
- ❖ **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。
- ❖ **医美化妆品**: 1) **医美**: 医美作为可选消费具备较大超跌反弹空间,医美行业中长期渗透率提升逻辑下具备稳定成长性,短期具备新品催化的公司表现较优。个股来看,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。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。2) **美妆**: 行业方面,三季度为美妆常规淡季,受宏观环境、消费需求复苏较弱等因素影响,化妆品销售承压明显。9月26日政治局召开会议,提出多项提振内需、促进消费的利好政策,彰显促消费决心,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,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。
- ❖ **零售**: 1. **线下零售**: 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,叠加十一消费旺季即将来临,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(600655.SH)、大商股份(600694.SH)、百联股份(600827.SH)等。2. **跨境电商**: 美联储降息周期开始,高频数据持续验证,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。建议关注出海手工具龙头巨星科技(002444.SZ)、电动工具龙头创科实业(0669.HK)、锂电OPE龙头品牌象峰控股(2285.HK)、燃油OPE龙头大叶股份(300879.SZ)。
- ❖ **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	人力资源	16
1.5	医美	17
1.6	美妆	18
1.7	文旅	19
1.8	餐饮	22
1.9	零售	24
1.10	主要国家人口年龄结构	28
2	本周绝对估值变化.....	36
3	商社行业估值概览.....	39
4	附录：本周商社各子版块覆盖标的估值变化趋势.....	41
4.1	免税行业相关标的估值情况	41
4.2	餐饮行业相关标的估值情况	42
4.3	酒店行业相关标的估值情况	43
4.4	医美化妆品行业相关标的估值情况.....	44
4.5	人服行业相关标的估值情况	45
4.6	文旅行业相关标的估值情况	46
4.7	珠宝行业相关标的估值情况	47
4.8	零售行业相关标的估值情况	48
5	风险提示.....	49

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 (%)	16
图 23. 中国:城镇调查失业率:16-24 岁劳动力(不含在校生, %).....	16
图 24. 国际航班恢复情况 (截止 2024.9.28)	19
图 25. 各餐饮品类月度平均店效同比情况.....	22
图 26. 各餐饮品类月度客单价情况 (元)	22
图 27. 2024 年餐饮企业新注册量减少.....	23
图 28. 下沉市场餐饮门店数占比持续提升.....	23
图 29. 2023 年中国餐饮连锁化率达 22%.....	23
图 30. 下沉市场餐饮门店数占比持续提升.....	23
图 31. MBA 抵押贷款申请活动指数	26
图 32. 美国月度新屋开工数及增速.....	26
图 33. 分地区 CCFI 集装箱运价指数.....	26
图 34. 美元/欧元对人民币即期汇率.....	26
图 35. 日本人口结构 (百万人)	28
图 36. 泰国人口结构 (百万人)	29
图 37. 马来西亚人口结构 (百万人)	30

图 38. 巴西人口结构 (百万人)	31
图 39. 墨西哥人口结构 (百万人)	32
图 40. 阿根廷人口结构 (百万人)	33
图 41. 沙特阿拉伯人口结构 (百万人)	34
图 42. 南非人口结构 (百万人)	35
图 1. 万得 A 股 PE(TTM).....	36
图 2. 消费者服务(中信)预测 PE.....	37
图 3. 商贸零售(中信)预测 PE.....	38
图 4. 各公司估值情况 (2024E)	39
图 5. 各公司估值情况 (2025E)	40
图 6. 免税行业估值情况 (2024E)	41
图 7. 免税估值 (2024E)	41
图 8. 免税估值 (2025E)	41
图 9. 中国中免估值变化趋势.....	41
图 10. 海汽集团估值变化趋势.....	41
图 11. 餐饮行业估值情况 (2024E)	42
图 12. 餐饮估值 (2024E)	42
图 13. 餐饮估值 (2025E)	42
图 14. 海底捞估值变化趋势.....	42
图 15. 九毛九估值变化趋势.....	42
图 16. 酒店行业估值情况 (2024E)	43
图 17. 酒店估值 (2024E)	43
图 18. 酒店估值 (2025E)	43
图 19. 锦江酒店估值变化趋势.....	43
图 20. 君亭酒店估值变化趋势.....	43
图 21. 医美化妆品行业估值情况 (2024E)	44
图 22. 医美化妆品估值 (2024E)	44
图 23. 医美化妆品估值 (2025E)	44
图 24. 珀莱雅估值变化趋势.....	44
图 25. 爱美客估值变化趋势.....	44
图 26. 人服行业估值情况 (2024E)	45
图 27. 人服估值 (2024E)	45
图 28. 人服估值 (2025E)	45

图 29. 科锐国际估值变化趋势.....	45
图 30. 外服控股估值变化趋势.....	45
图 31. 文旅行业估值情况（2024E）	46
图 32. 文旅估值（2024E）	46
图 33. 文旅估值（2025E）	46
图 34. 长白山估值变化趋势.....	46
图 35. 天目湖估值变化趋势.....	46
图 36. 珠宝行业估值情况（2024E）	47
图 37. 珠宝估值（2024E）	47
图 38. 珠宝估值（2025E）	47
图 39. 老凤祥估值变化趋势.....	47
图 40. 周大生估值变化趋势.....	47
图 41. 零售行业估值情况（2024E）	48
图 42. 零售估值（2024E）	48
图 43. 零售估值（2025E）	48
图 44. 小商品城估值变化趋势.....	48
图 45. 吉宏股份估值变化趋势.....	48
表 1. 1H2024 上市餐企同店收入增速承压.....	22
表 2. 零售个股当前市值、PB、2023 年分红比例、股息率指标.....	25

1 商社板块观点

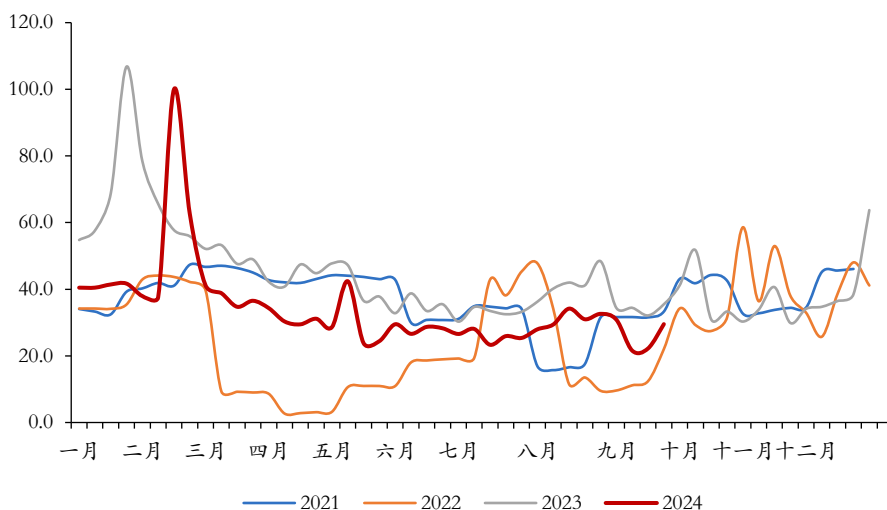
1.1 免税

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，受到台风影响，客流短期仍在修复。

（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

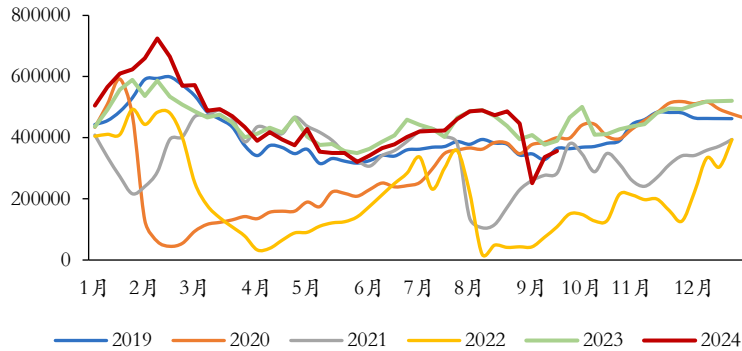
➤ 海南客流情况（2024年9月16日至9月22日）

海南三家机场：客流 35.6 万人次，环比+6.0%，恢复至 2019 年同期 97.7%

海口机场：客流 19.7 万人次，环比+29.0%，恢复至 2019 年同期 95.1%

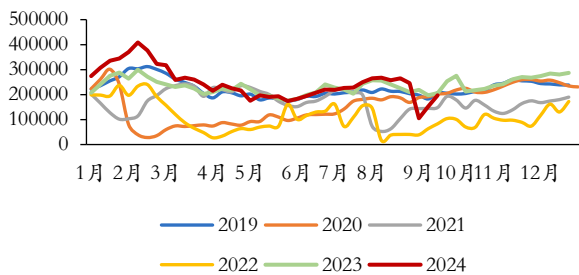
三亚机场：客流 15.6 万人次，环比-12.4%，恢复至 2019 年同期 99.2%

图2.海南省机场进港客流情况（人次）



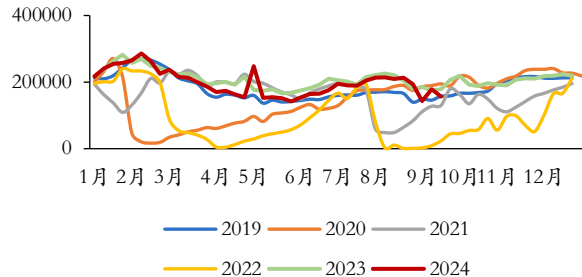
数据来源：飞常准 APP，财通证券研究所

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、深圳、广州、长沙、杭州、重庆、西安、武汉；

北京→海南：客流 3.1 万人次，环比-3.2%，恢复至 2019 年同期 139.8%

上海→海南：客流 2.5 万人次，环比-6.1%，恢复至 2019 年同期 100.7%

广州→海南：客流 1.8 万人次，环比-0.9%，恢复至 2019 年同期 76.0%

深圳→海南：客流 1.9 万人次，环比+11.4%，恢复至 2019 年同期 102.7%

成都→海南：客流 2.3 万人次，环比+9.9%，恢复至 2019 年同期 200.5%

重庆→海南：客流 1.4 万人次，环比-6.6%，恢复至 2019 年同期 90.9%

长沙→海南：客流 1.8 万人次，环比+8.9%，恢复至 2019 年同期 85.0%

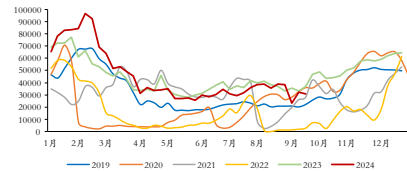
郑州→海南：客流 1.3 万人次，环比+1.8%，恢复至 2019 年同期 85.0%

武汉→海南：客流 1.4 万人次，环比-5.1%，恢复至 2019 年同期 105.3%

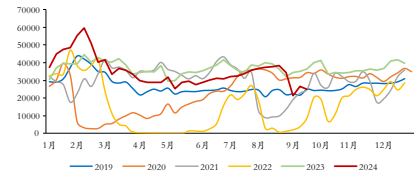
杭州→海南：客流 1.5 万人次，环比-4.0%，恢复至 2019 年同期 119.7%

图5.北上广深进港客流（人次）

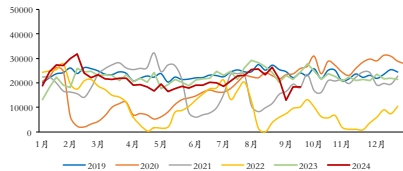
北京客流恢复到2019年139.8%，恢复到2023年83.5%



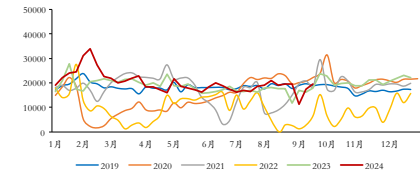
上海客流恢复到2019年100.7%，恢复到2023年68.7%



广州客流恢复到2019年76.0%，恢复到2023年74.4%



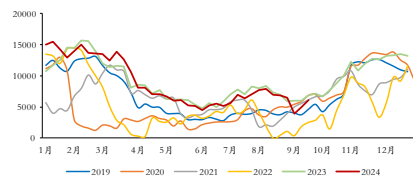
深圳客流恢复到2019年102.7%，恢复到2023年109.4%



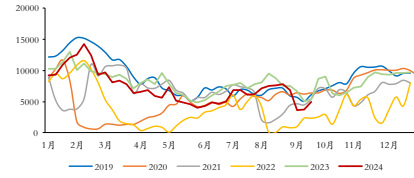
数据来源：飞常准 APP，财通证券研究所

图6.北部地区进港客流（人次）

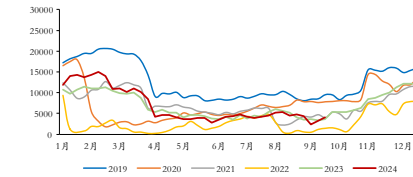
沈阳客流恢复到 2019年131.3%，恢复到2023年88.5%



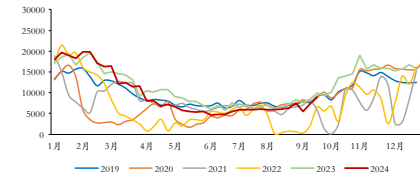
济南客流恢复到2019年82.1%，恢复到2023年92.8%



天津客流恢复到 2019年43.4%，恢复到2023年112.8%



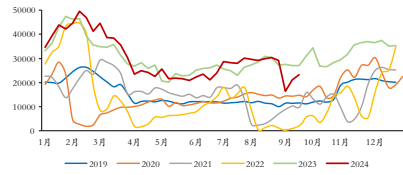
哈尔滨客流恢复到 2019年96.9%，恢复到2023年88.8%



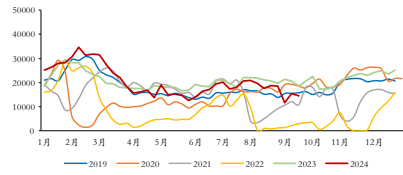
数据来源：飞常准 APP，财通证券研究所

图7.西南地区进港客流（人次）

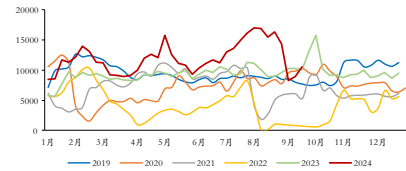
成都客流恢复到2019年200.5%，恢复到2023年86.1%



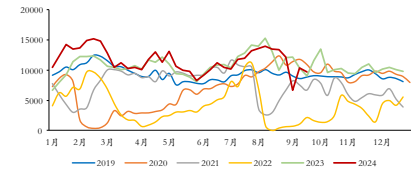
重庆客流恢复到2019年90.9%，恢复到2023年78.2%



贵阳客流恢复到 2019年138.1%，恢复到2023年104.7%



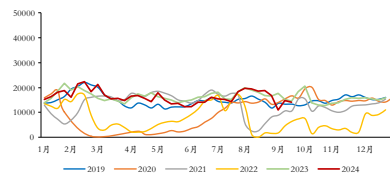
昆明客流恢复到 2019年109.6%，恢复到2023年106.7%



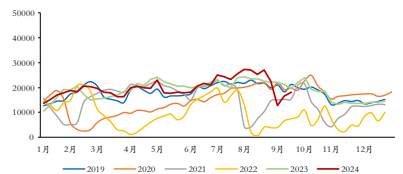
数据来源：飞常准 APP，财通证券研究所

图8.华中地区进港客流（人次）

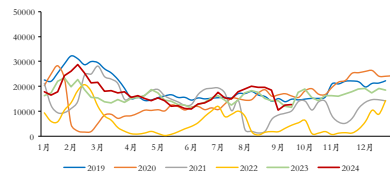
武汉客流恢复到2019年105.3%，恢复到2023年95.9%



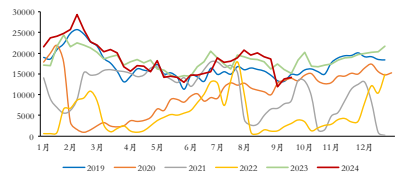
长沙客流恢复到2019年85.0%，恢复到2023年92.0%



郑州客流恢复到2019年85.0%，恢复到2023年110.5%



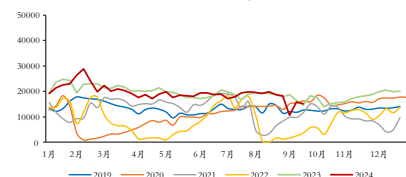
西安客流恢复到2019年95.3%，恢复到2023年93.9%



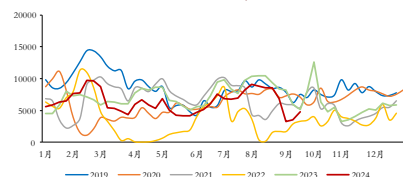
数据来源：飞常准 APP，财通证券研究所

图9.江南及广西地区进港客流（人次）

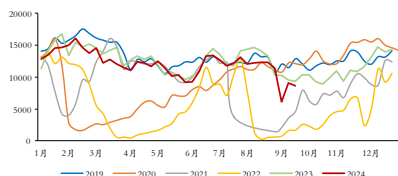
杭州客流恢复到2019年119.7%，恢复到 2023年103.5%



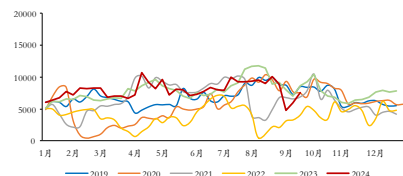
南昌客流恢复到 2019年63.3%，恢复到2023年93.1%



南京客流恢复到2019年67.3%，恢复到2023年92.3%



南宁客流恢复到 2019年89.4%，恢复到2023年87.4%



数据来源：飞常准 APP，财通证券研究所

公司跟踪

中国中免：公司9月27日在投资者互动平台表示，根据《关于完善市内免税店政策的通知》，公司目前在北京、上海、青岛、厦门、大连、三亚开设的6家市内免税店可以自10月1日起按照新的政策运营；公司全资子公司运营的哈啰外汇商品免税店，及公司参股49%的中出服经营的12家外汇商品免税店，将在政策实施后3个月内，按照政策要求转型为市内免税店进行经营。对于其他8个城市，公司将积极争取市内免税业务经营权。

投资建议：关注本轮顺周期行情带动出行个股。免税方面关注中国中免（市值大，目前估值相对合理，业务方面市占率高，公司的市内免税店四季度有望开业，有事件催化）。其余关注此次顺周期对免税业务收并购个股（格力地产，海汽集团，海南发展）、以及市内免税店开店预期博弈个股（核心为王府井）的带动。

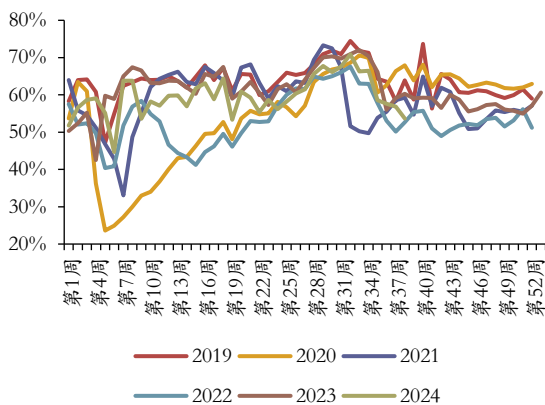
1.2 酒店

2024年第38周酒店数据:

1、全国数据: 全国 OCC 为 53.67%, 环比上周-3.14pct, 同比-6.61pct, 较 2019 年同期-10.23pct, 上周 OCC 较 2019 年同期-8.50pct; 全国 ADR 为 202.33 元, 环比上周 2.91%, 同比-4.22%, 较 2019 年同期-5.94%, 上周 ADR 较 2019 年同期-4.14%; 全国 RevPAR 为 108.59 元, 环比上周-2.78%, 同比-14.72%, 较 2019 年同期-21.00%, 上周 RevPAR 较 2019 年同期-6.56%。

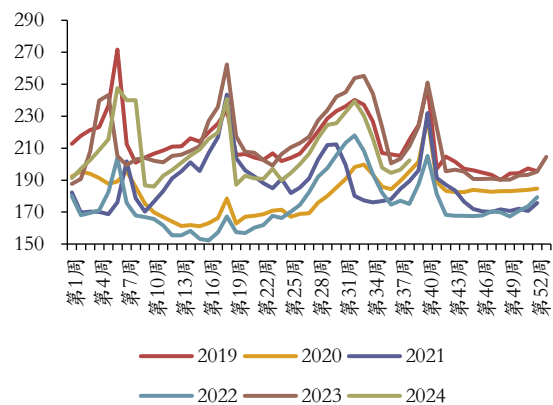
2、分类型: 经济型酒店 OCC 为 54.92%, 同比去年同期-5.71pct, 较 2019 年同期-8.21pct; 中档型酒店 OCC 为 52.30%, 同比去年同期-9.43pct, 较 2019 年同期-14.65pct; 高档型酒店 OCC 为 47.80%, 同比去年同期-4.85pct, 较 2019 年同期-16.87pct。

图10.全国酒店 OCC



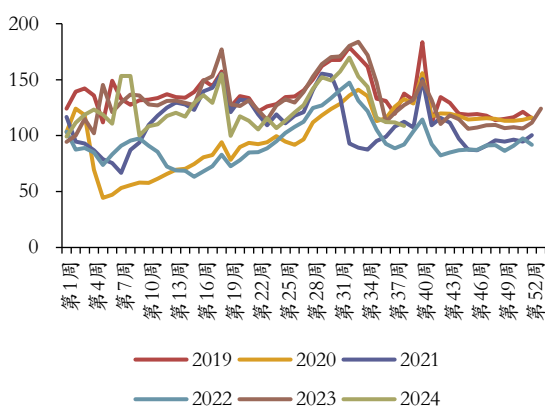
数据来源: 酒店之家、财通证券研究所

图11.全国酒店 ADR (元)



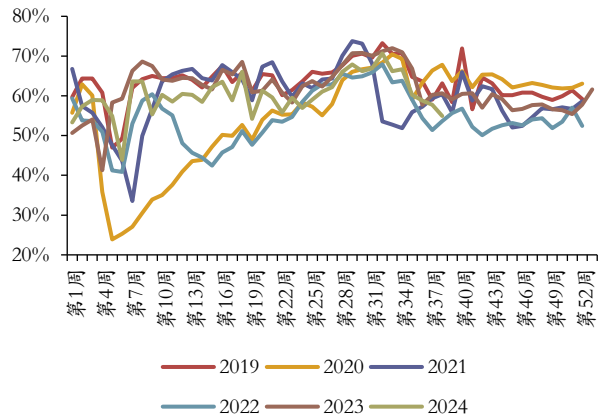
数据来源: 酒店之家、财通证券研究所

图12.全国酒店 RevPAR (元)

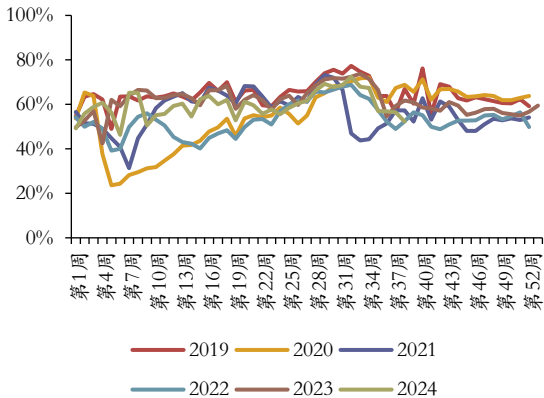


数据来源: 酒店之家、财通证券研究所

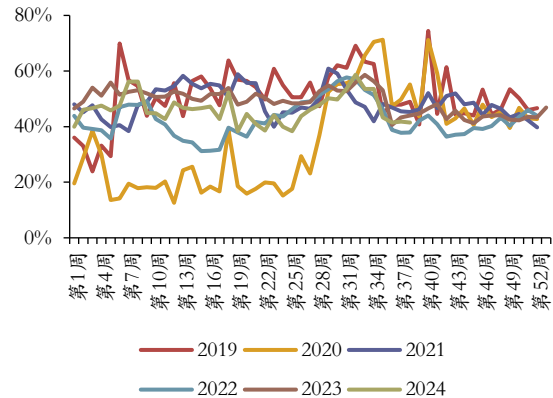
图13.经济型酒店 OCC



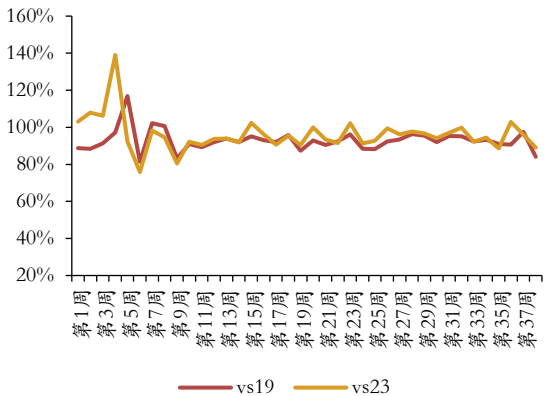
数据来源: 酒店之家、财通证券研究所

图14.中档型酒店 OCC


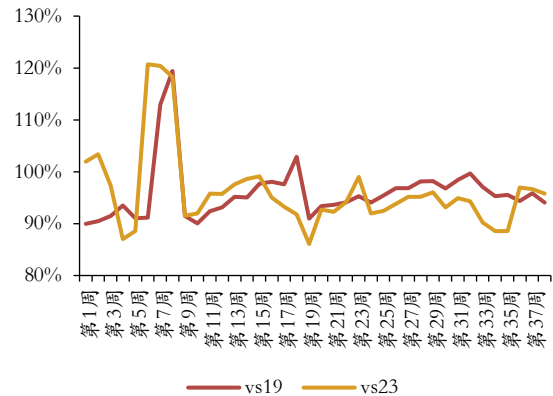
数据来源：酒店之家、财通证券研究所

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

上海发放 5 亿元消费券，其中住宿资金 9000 万元。9 月 25 日，上海决定面向餐饮、住宿、电影、体育等四个领域发放“乐·上海”服务消费券。本轮服务消费券投入市级财政资金 5 亿元，按照各领域消费占比和市民需求情况，消费券资金分配为：餐饮 3.6 亿元、住宿 9000 万元、电影 3000 万元、体育 2000 万元。消费券将直接提升市民的消费意愿，进一步提升消费市场的活力。除了上海，广东近期也推出了文旅消费券、海南发放“机票+免税”消费券。

华住国庆整体预订率与去年基本持平。据华住集团数据，截至 9 月 23 日，10 月 2 日和 10 月 3 日是预订高峰，北京市酒店预订率居一线城市首位，北方及西部等热门城市酒店也备受欢迎。

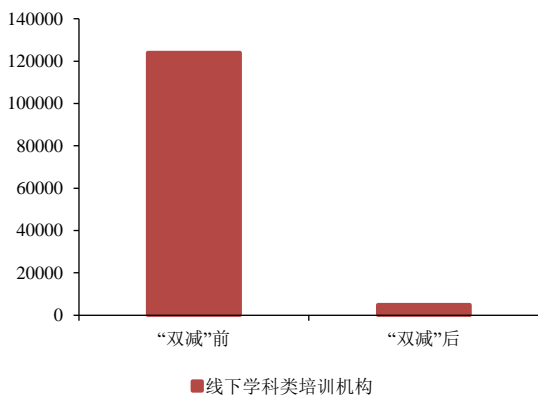
投资建议：短期我们建议关注上调全年开店预期的华住集团（1179.HK）、亚朵（ATAT.O）；中长期建议关注改革成效逐步兑现的锦江酒店（600754.SH）

1.3 教育

K12：教培公司经营业绩高增，关注头部

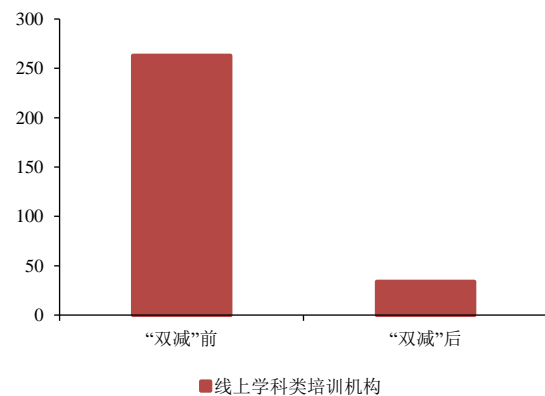
2024年9月26日，国新办发布会聚焦全面推进教育强国建设，“双减”工作实现“双降双升”。教育部将全力以赴落实总书记重要讲话精神，全面推进教育强国任务的落实，全面落实好党的二十届三中全会部署的关于教育综合改革的重大任务。针对“双减”问题，教育部三年来扎实推进“双减”工作，概括起来就是“双降双升”。第一个“降”是义务教育阶段学科类培训机构数量大幅度下降，大规模学科类培训无序发展趋势已经基本上得到了遏制。第二个“降”是学生作业负担和校外培训负担的下降。第一个“升”是全国20多万所义务教育阶段学校普遍开展了课后服务，自愿参加课后服务的学生比例由“双减”前的50%左右提升到目前的90%以上。第二个“升”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



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

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

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

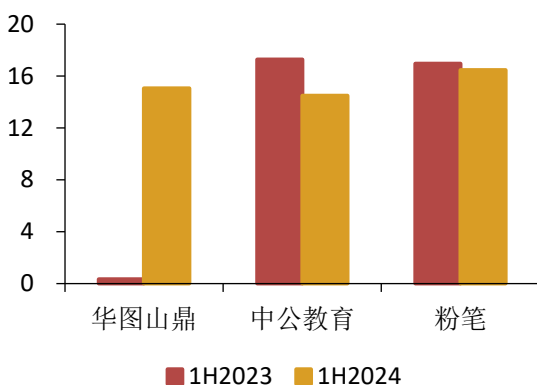
持较快增长。建议关注全国化机构学大教育（000526.SZ）、新东方-S（9901.HK）、好未来（TAL.N）；区域 K12 培训龙头昂立教育（600661.SH）、卓越教育集团（3978.HK）、思考乐教育（1769.HK）。

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。

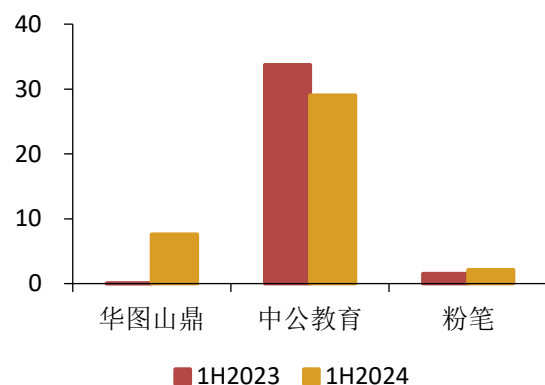
中公教育战略定位升级为“就业与再就业服务提供商”。中公教育召开战略升级发布会，为 18-45 周岁的群体提供成长+就业服务。中公教育将会开展两个关键行动：①搭建高质量的就业服务网络。中公将在原有的遍布 300 多个地级市、2800 多个县的自营渠道网络的基础上，还要在 3000 多所高校、2800 多个县区中布局轻资产网点，以建设线上和线下相结合的就业服务网络平台。②建设数字化 AI+就业服务平台。中公将结合全息维度人才测评、职业路径规划咨询、精准就业与岗位推荐、高效成长蓝图等方式，塑造学员的数据化形象和企业职位的数据化形象，最终实现供需匹配。

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，华图宏吧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)。

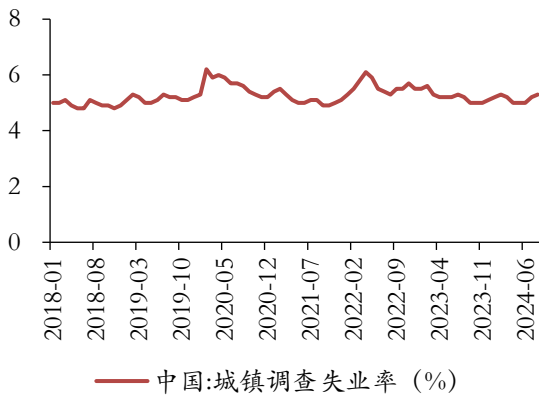
- **招聘侧**我国广义公职人员 5000-6000 万人，全国人口结构看 50-54 岁/55-59 岁占比 8.84%/8.14% (2022)，退休换岗招聘量大，同时国家加大政策性岗位供给，公职岗位招聘量有望在 2024 年 150 万人基础上稳中有升。
- **报考侧** 2024 年应届毕业生人数将达 1179 万人，创历史新高。根据我国出生人口数，我们预计 2024-2036 年我国高等教育毕业生人数（含研究生）将维持在 1100-1200 万人。

1.4 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。

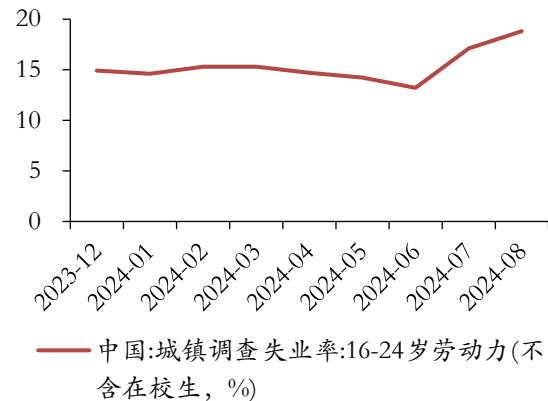
就业形势总体稳定，城镇调查失业率小幅上升。1-8月份，全国城镇调查失业率平均值为5.2%，比上年同期下降0.1个百分点。8月份，全国城镇调查失业率为5.3%，比上月上升0.1个百分点。本地户籍劳动力调查失业率为5.4%；外来户籍劳动力调查失业率为4.9%，其中外来农业户籍劳动力调查失业率为4.6%。31个大城市城镇调查失业率为5.4%。全国企业就业人员周平均工作时间为48.7小时。

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,2024.4.30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)。

1.5 医美

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 42.0%/24.5%/19.5%，优质基本面公司在市场情绪转好背景下具备较高弹性。我们认为，医美行业中长期渗透率提升逻辑下具备稳定成长性，短期具备新品催化的公司表现较优。个股来看，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。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：

- 1) **巨子生物**：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**：薇旎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) **敷唯**：在研产品“重组Ⅲ型人源化胶原蛋白冻干纤维”通过中国医学科学院整形外科医院临床试验伦理委员会的伦理审查，并在黑龙江省药品监督管理局完成医疗器械临床试验备案，可以开展临床试验。本次临床试验目的为评价公司研制的冻干纤维产品用于改善面部皮肤状态的有效性和安全性；临床用途为通过所含胶原蛋白的保湿、补水作用，改善皮肤状态。该产品为公司首款浅层注射填充类产品，本次获得临床试验备案，标志着公司可以开始该产品的临床试验，对公司开拓医美院线市场、丰富产品线具有重要意义。
- 2) **华东医药**：下属公司 Viora Ltd. 强脉冲光射频治疗仪 V20 获批上市。该产品是公司核心子公司 Sinclair 的全资子公司 Viora 开发的集射频、强脉冲光能量源为一体的医美多功能操作平台，拥有 CORE 双极射频、PCR 强脉冲光专有技术，可搭载 V-IPL、V-ST 操作手柄，能根据不同人群、不同肤质问题，灵活搭配专属治疗方案，提供面部及身体的全面解决方案，可用于改善皮肤皱纹、脱毛、血管和色素病变、痤疮。V 系列产品兼容性强，可适配未来 Viora 开发的新技术。目前，V20 已获得美国 FDA、欧盟 CE 注册认证。

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)。

1.6 美妆

润本股份本周发布公告，以自有或自筹资金投资人民币 7 亿元建设“润本智能制造未来工厂项目”，本次建设内容主要包含办公区、研发区、生活区、生产制造区、园区配套工程，用于开展个护用品、化妆品制造、医疗器械和医药制造产品的研发及生产等。公司坚持研产销一体化战略，自主生产占比高，公司优势在于拥有供应链能给带来成本节约。公司目前已建成广州、义乌两大生产基地，产能利用率逐步上升，随着产销规模的增大公司产能瓶颈逐渐凸显，为了进一步提高产能，公司将进一步扩大自产产能。

新品方面，华熙生物旗下品牌润百颜上新胶原紧塑霜，华熙生物在合成生物、再生医学等生命科学多个领域进行布局与规划，并将再生医学“细胞精准调控”创新成果 BloomCell 细胞营养液运用在胶原紧塑霜中，标志着华熙生物在科技护肤领域的又一重大突破，看好双 11 大促放量。

投资建议：行业方面，三季度为美妆常规淡季，受宏观环境、消费需求复苏较弱等因素影响，化妆品销售承压明显。9 月 26 日政治局召开会议，提出多项提振内需、促进消费的利好政策，彰显促消费决心，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，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。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)：韩束快速重回增长，多品牌持续调整下有望贡献第二增长曲线。

1.7 文旅

旅游：关注座谈会对于文旅消费的重视

重要数据跟踪

- 宋城演艺：公众号数据，2024年9月23日至2024年9月29日排片量为151场，同比2019年增长23.77%，同比2023年增长3.42%。
- 出境游航班恢复情况

根据飞常准 APP 数据，2024年9月28日中国内地-地区/国际航班执行量为2262架次，恢复至2019年基期的84.69%。

图24.国际航班恢复情况（截止2024.9.28）



数据来源：飞常准 APP，财通证券研究所

行业跟踪

- 飞常准预计2024年国庆的旅客运输量峰值低于2024年暑运期间，但高于2023年国庆期间峰值。运输量较同期暑运减少较明显。2023年中秋国庆相连，假期更长，彼时报复性旅游休闲需求尚未释放，中秋、国庆运输量规模峰值接近暑运。2024年中秋与国庆假期间隔，预计峰值显著低于2024年暑运。国际游方面，2024年9月底至10月2号期间，国际地区航线上以中国旅客出境为主；10月6日起，以进港中国旅客为主。总体上，国庆期间国际地区航线单向性较正常日期将有显著提高。
- 根据交通运输部研判，今年国庆假期公众出行主要以外出旅游和返乡探亲为主，预计全社会跨区域人员流动量约19.4亿人次，日均约2.77亿人次，比去年同期日均增长0.7%。交通运输部副部长李扬表示，预计今年国庆期间自驾出行的比例将超过80%，达15.26亿人次。预计假期前一日，9月30日下

午路网交通压力将逐渐增大，去程客流高峰出现在 10 月 1 日，返程客流在 10 月 5 日以后逐步增长，返程客流有所错峰。

公司跟踪

- **张家界：**9 月 25 日晚，2024 年“中华益动行”红色体育大会（张家界站）暨第二届张家界旅游发展大会在桑植县洪家关白族乡文化广场开幕。大会以“元帅故里 民歌之乡”为主题，旨在以盛会的举办展示桑植县丰富的文旅资源，力促张家界文旅产业高质量发展。大会从 24 日持续到 27 日，将举行奥运健儿老区行、会见、中国（张家界）红色旅游发展交流会暨第二届张家界旅游发展大会主旨演讲、张家界市文旅融合发展项目推介暨招商签约会、项目观摩、张家界市旅游产业发展推进会等七个主体活动和南 韶 起 义 汾 水 战 役 桑 植 烈 士 遗 骸 坟 土 安 放 仪 式 一 个 平 行 活 动。

投资建议：本轮顺周期行情下建议关注携程集团-S 与宋城演艺（出行链两大市值票，携程集团-S 目前是出行弹性股+出境游修复主题股，宋城演艺各项目目前运营稳健），九华旅游、峨眉山 A（目前估值合理，具有寺庙游主题、都具备新项目预期），西域旅游、祥源文旅（具备资产注入整合预期），丽江股份（景区核心分红概念股），三特索道（目前估值较低，具备新项目预期）。

会展版块：

- **海上丝路指数：**9月14日至9月20日，宁波航运交易所发布的海上丝绸之路指数之宁波出口集装箱运价指数 (NCFI)报收于 1665.27 点，较上周下跌 8.39%。
- **米奥会展：**当地时间 9 月 26 日，第八届南非中国出口品牌联展（以下简称“南非联展”）在约堡加拉格尔会展中心圆满落幕。此次联展展览面积近 10,000 平方米，吸引了来自全国 33 个地市超 290 家优秀企业参展。展期三天，吸引了南非及周边国家超 12,000 人次专业买家到场，包括制造商、品牌商、工厂、设计师、跨境电商、商协会、当地政府机构、综合商超、购物中心和批发城等，展现了展会的强大号召力和广泛影响力。

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：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健身器材供应商舒华体育（605299.SH）。

1.8 餐饮

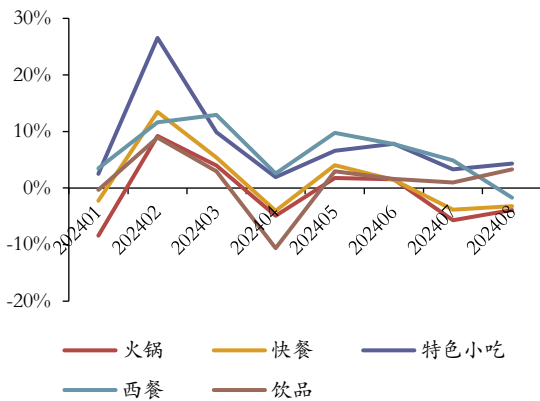
上半年同店承压，性价比消费和经营效率领先的餐企韧性更强。性价比趋势明显，九毛九、肯德基等客单价偏低的餐饮品牌，一季度同店增长小幅下滑，但高客单的正餐品类，如太二等客流相对承压。而根据我们在久谦平台高频数据的监测，海底捞上半年同店实现双位数正增长，表现亮眼，核心原因是在奖励机制改革后，基层服务创新能力提升拉动客流和翻台率的回升。达势股份在新增长市场销售表现亮眼，同店实现连续 27 个季度正增长。

表 1.1H2024 上市餐企同店收入增速承压

	1H2021	2021	1H 2022	2022	1H 2023	2023	Q12024	Q22024
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%	/	/

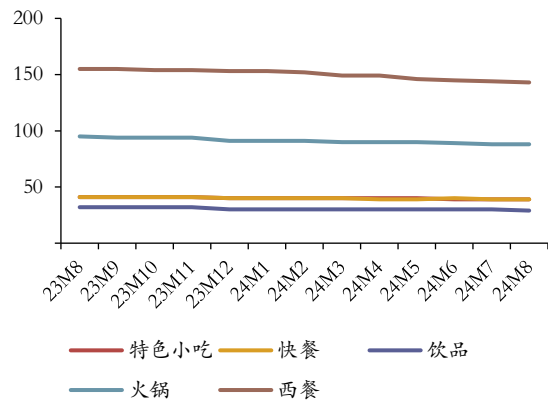
数据来源：公司公告、财通证券研究所

图 25.各餐饮品类月度平均店效同比情况



数据来源：久谦平台、财通证券研究所

图 26.各餐饮品类月度客单价情况 (元)

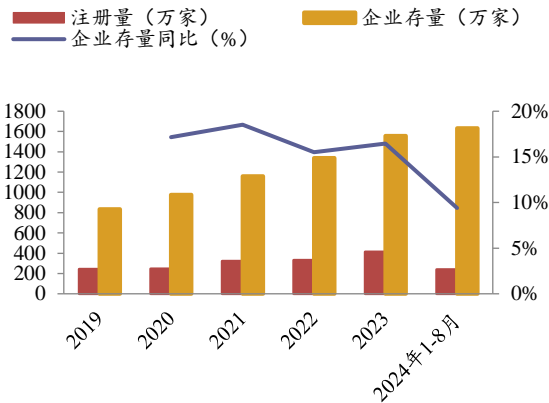


数据来源：久谦平台、财通证券研究所

供需竞争加剧，餐企扩张放缓。企查查数据显示，2024 年 1—8 月全国餐饮相关企业注册量较 2023 年同期减少 44.4 万家。截止 2024 年 8 月，全国餐饮行业相关企业的注销吊销量超 160 万家，超 2023 年全年注销吊销量的 9 成。

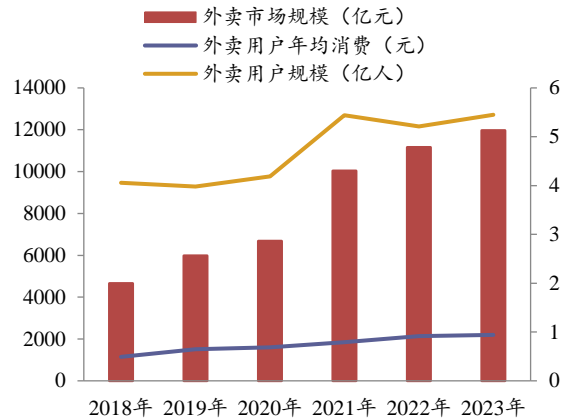
外卖成为餐饮市场重要增长引擎。红餐大数据显示，2023 年中国餐饮外卖市场规模约为 1.2 万亿元，占全国餐饮收入的 22.6%。2018—2023 年，外卖市场规模的复合增长率超过 20%。

图27.2024 年餐饮企业新注册量减少



数据来源：美团、红餐网、财通证券研究所

图28.下沉市场餐饮门店数占比持续提升

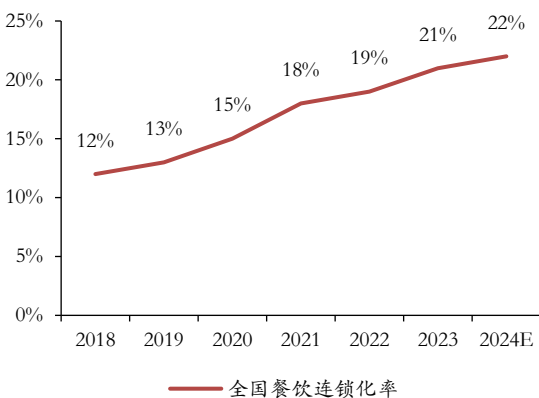


数据来源：CNNIC、美团、红餐网、财通证券研究所

我国餐饮连锁化水平逐年提升。美团数据显示，我国餐饮行业的连锁化率从2018年的12%提高到2023年的21%，红餐网预计2024年将提升至24%。从连锁餐饮品牌的门店规模来看，门店数在100家以上的品牌数占比逐年增长。红餐大数据显示，与2023年相比，截至2024年9月，门店数在100~500家以上的品牌数占比提升了1.97pct，门店数在500家以上的品牌数占比提升了0.38pct。

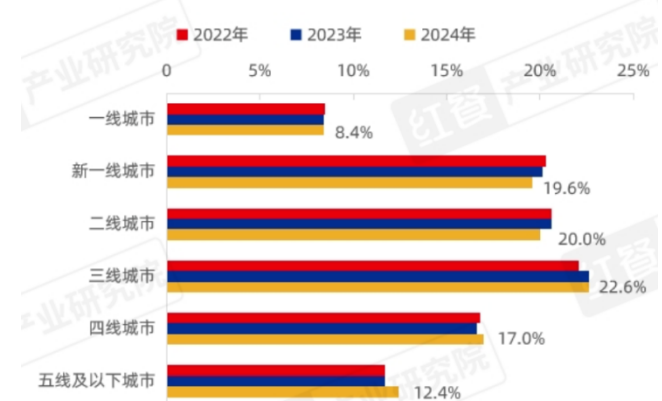
餐饮品牌在下沉市场寻求新增长点。红餐大数据显示，截至2024年9月，全国三线及以下城市的餐饮门店数占比达到了52%，比2022年提升了1.4pct。2024年以来头部品牌均积极探索面积更紧凑、运营效率更高的轻量型门店，如卫星店、mini店、便携店、外带店等。据美团数据，全国已有100余个品牌累计开出超800家卫星店，包括老乡鸡、农耕记、海底捞、大龙燻、木屋烧烤、太二酸菜鱼、醉得意等。

图29.2023 年中国餐饮连锁化率达 22%



数据来源：美团、红餐网、财通证券研究所

图30.下沉市场餐饮门店数占比持续提升



数据来源：美团、红餐网、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）。

1.9 零售

线下零售：

近期利好政策频出，有望带动消费回暖。1) 国家近期出台政策降低存量房贷利率和统一房贷最低首付比例，存量房贷利率预计平均降幅大约在 0.5 个百分点左右，并将全国层面的二套房贷款最低首付比例由当前的 25% 下调到 15%。该政策有望减轻存量房贷借款人利息支出压力，有利于稳定居民消费预期；2) 中共中央、国务院发布关于实施就业优先战略促进高质量充分就业的意见，意见提出促进劳动报酬合理增长、确保青年就业水平总体稳定。该政策有望降低失业率、带动居民收入提升，进而提振消费。3) 十一假期临近，多地开始发放消费券刺激假期消费，如上海本轮服务消费券投入市级财政资金 5 亿元，其中餐饮 3.6 亿元、住宿 9000 万元、电影 3000 万元、体育 2000 万元，消费券有满 300-50、满 500-100 等多个档位。近期政策利好频出，叠加十一消费旺季即将来临，可选消费有望回暖。

关注政策推动下破净、高股息零售个股投资机会。1) 破净公司迎市值管理风口，估值有望修复。9 月 24 日证监会发布《上市公司监管指引第 10 号——市值管理（征求意见稿）》，要求长期破净公司披露估值提升计划，包括目标、期限及具体措施，并在年度业绩说明会中就估值提升计划执行情况进行专项说明。零售板块中目前有多个破净标的，且多为地方国企，拥有较多核心地段优质物业，当前价值明显低估。2) 9 月 24 日，央行行长潘功胜提出创设股票回购增持专项再贷款，引导银行向上市公司和主要股东提供贷款，支持回购、增持上市公司股票，首期额度为 3000 亿元，利率为 2.25%，未来可视运用情况扩大规模。这一政策有助于大股东以较低成本增持股份，从而可能提高分红率，利好高股息个股。

表2.零售个股当前市值、PB、2023年分红比例、股息率指标

代码	公司名称	9月26日市值(亿元)	PB	2023年分红比例	股息率
601828.SH	美凯龙	124.8	0.2	0.00%	0.00%
600697.SH	欧亚集团	16.9	0.4	93.41%	1.22%
002277.SZ	友阿股份	36.2	0.5	31.54%	0.62%
000882.SZ	华联股份	41.6	0.6	0.00%	0.00%
002344.SZ	海宁皮城	45.9	0.5	31.07%	0.95%
000501.SZ	武商集团	62.4	0.6	18.39%	0.88%
600655.SH	豫园股份	229.5	0.6	36.49%	2.63%
600694.SH	大商股份	55.8	0.6	56.34%	5.91%
000417.SZ	合百集团	36.2	0.6	32.49%	1.96%
600828.SH	茂业商业	49.0	0.6	92.15%	0.38%
600693.SH	东百集团	28.1	0.6	99.28%	0.17%
000419.SZ	通程控股	27.2	0.7	50.33%	2.91%
600827.SH	百联股份	145.7	0.7	53.64%	4.30%
600859.SH	王府井	167.3	0.8	31.88%	1.27%
000785.SZ	居然之家	171.0	0.8	29.89%	2.18%
601010.SH	文峰股份	35.5	0.8	50.89%	1.89%
600790.SH	轻纺城	52.8	0.8	63.33%	2.42%
002187.SZ	广百股份	37.7	0.9	58.40%	0.49%
600858.SH	银座股份	23.4	0.9	0.00%	0.00%
600327.SH	大东方	31.9	0.9	32.47%	1.92%

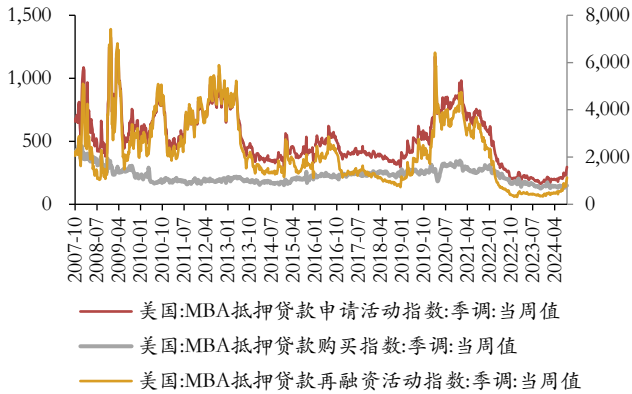
数据来源：Wind，财通证券研究所（标红为破净且股息率大于2.25%的标的，股息率计算方法为2023年分红比例除以PE，美凯龙、欧亚集团、武商集团、豫园股份、大商股份、百联股份、王府井、居然之家、银座股份、大东方用Wind一致预期2024年净利润对应的PE，其余公司无Wind一致预期，采用PE(TTM)）

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，叠加十一消费旺季即将来临，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) 继续关注三季度高增长标的，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：美联储将息超预期，美国地产链向上拐点出现

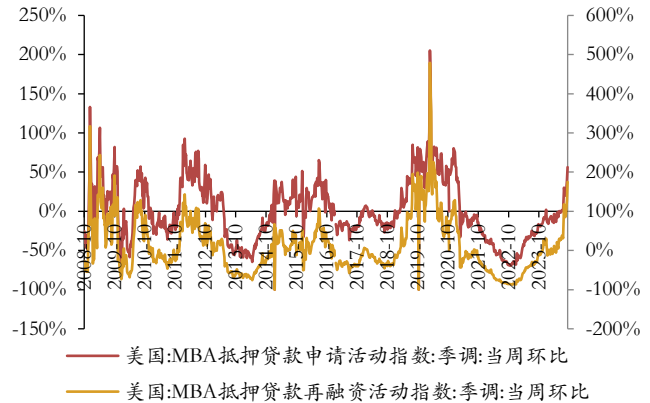
高频数据来看，美国购房及再融资抵押贷款回暖持续。9月20日至9月25日当周美国MBA购房抵押贷款申请指数环比上涨1.0%，再融资抵押贷款申请指数环比上涨20%，持续高增。

图31. MBA 抵押贷款申请活动指数



数据来源: ifind, 财通证券研究所

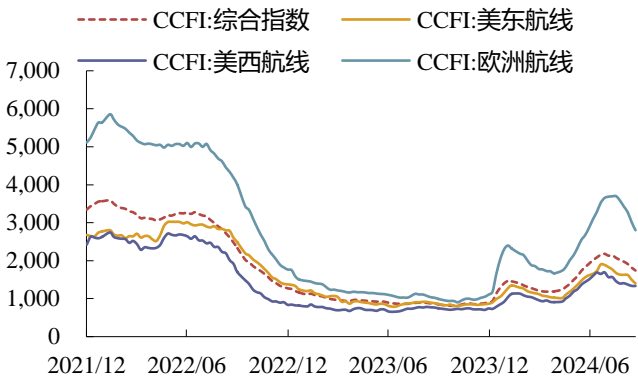
图32. 美国月度新屋开工数及增速



数据来源: ifind, 财通证券研究所

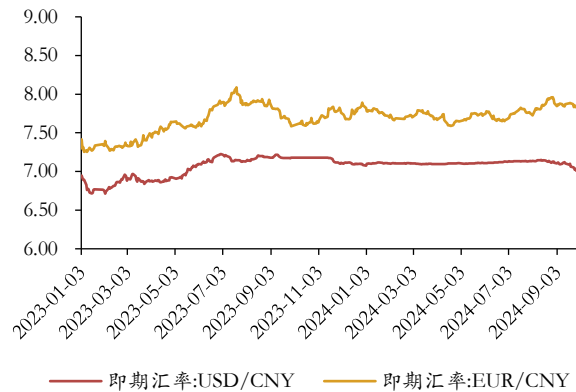
成本端, 关税、海运费担忧边际缓解, 三季度人民币兑美元汇率基本稳定, 预计业绩影响有限。9月20日至9月27日的一周中, 欧线海运价环比大幅下降10.1%, 美东、美西价格分别环比-4.0%/-2.3%, 海运综合指数环比下降6.0%。

图33. 分地区 CCFI 集装箱运价指数



数据来源: iFind, 财通证券研究所

图34. 美元/欧元对人民币即期汇率



数据来源: iFind, 财通证券研究所

美国降息周期开启, 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)。

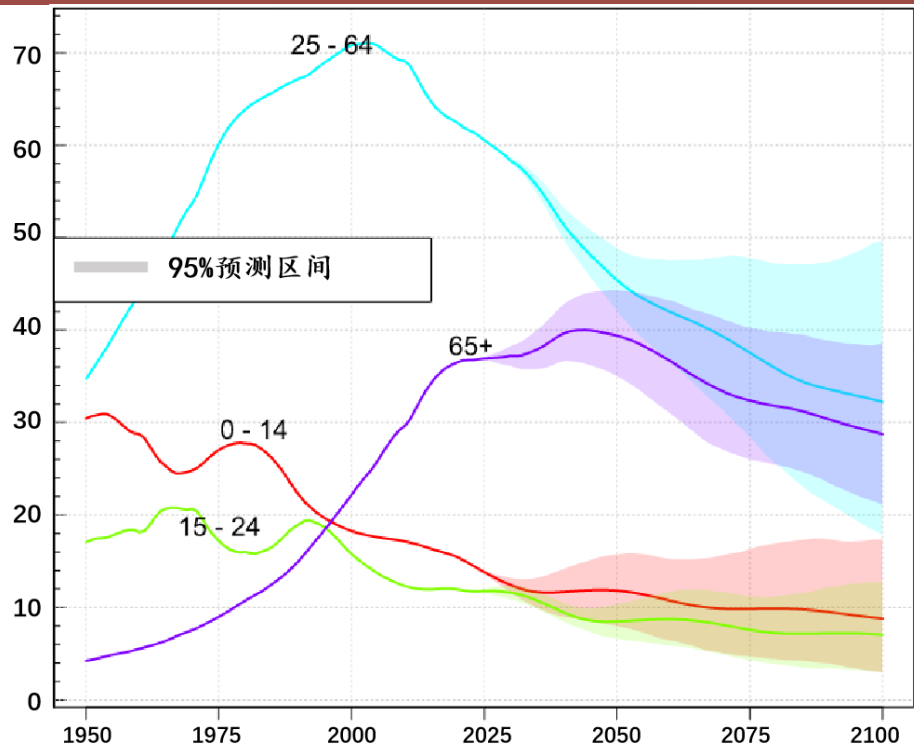
1.10 主要国家人口年龄结构

日本

日本 14 岁及以下人口从 30 年前开始持续减少，到如今只有 1410 万人，不足当时的 70%，65 岁及以上人口已经增加到当时的 2 倍以上。

劳动年龄人口减少是少子老龄化的日本面临的最严峻问题之一。外国人已经成为支撑日本劳动力的重要组成部分。居住在日本的外国人口总数超过 332 万人，较去年同期增加近 33 万人。其中劳动年龄人口占外国人整体的比例高达 85.22%。在日本的便利店、快餐店等服务行业内，年轻外国留学生、技能实习生挑起“大梁”的现象屡见不鲜，外国人已经成为日本劳动力的重要补充。

图35.日本人口结构（百万人）



数据来源：联合国世界人口展望 2024，财通证券研究所

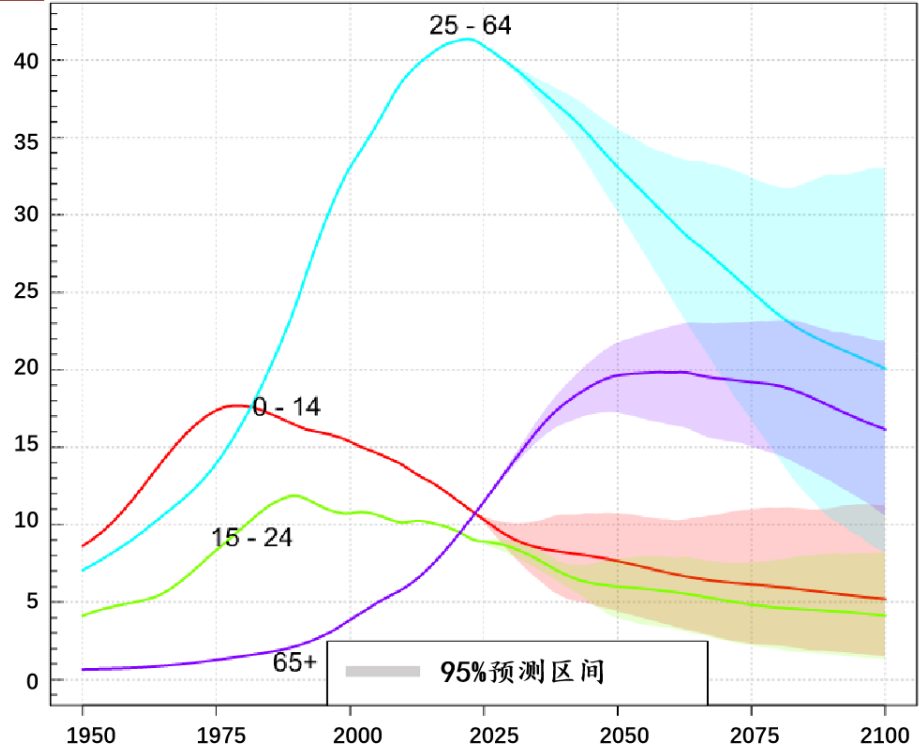
泰国

当前，泰国正逐步迈向老龄化社会。根据泰国国家经济和社会发展委员会发布的报告，截至今年 1 月，泰国 60 岁以上公民的数量已达到 1320 万人，约占全国总人口的 20%。预计到 2040 年，老年人口将增至 2040 万人，占比将超过 31%。

泰国正在经历重大数字化转型，很多老年人面前都有一道难以逾越的“数字鸿沟”。该国 60 岁以上的老年人中，有近 40% 的人不会上网，与城市居民相比，农村地区

的老年人面临更大的挑战，44.2%的人不会使用互联网，18%的人无法操作智能手机。

图36.泰国人口结构（百万人）



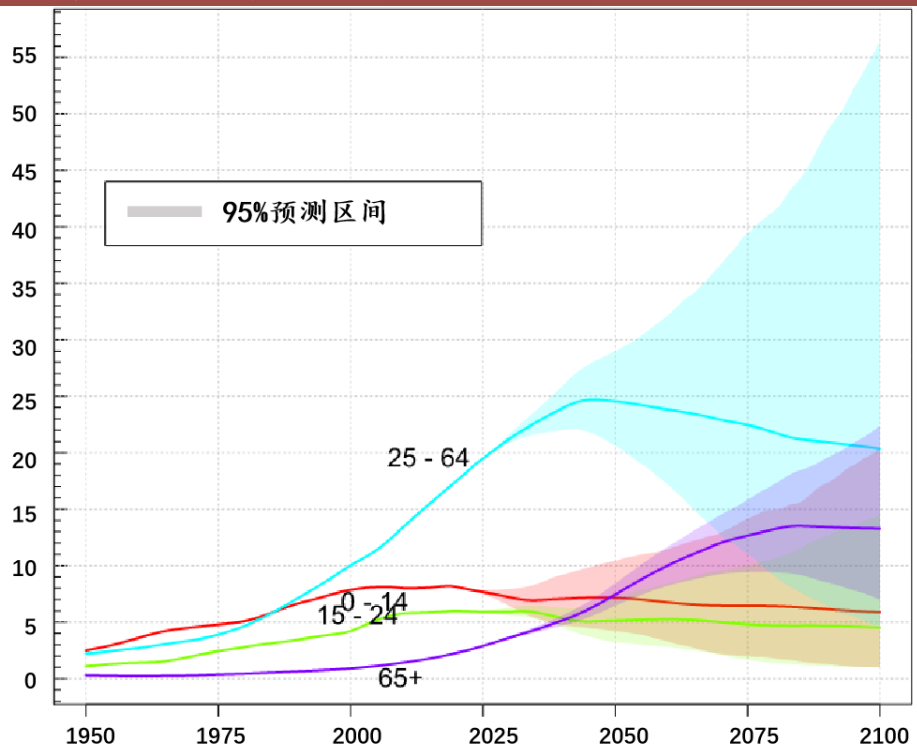
数据来源：联合国世界人口展望 2024，财通证券研究所

马来西亚

马来西亚的老龄化少子化问题日益严峻，预计到 2050 年，65 岁以上人口将首次超过 14 岁以下人口。马来西亚整体生育率从 1970 年的 4.9 下降至 2022 年的 1.6，远低于 2.1 的人口世代更替标准。同时，居民的平均预期寿命却从 1970 年的 61.6 岁攀升至 2023 年的 74.8 岁。

马来西亚华人群体中，60 岁以上和 65 岁以上的人口比例达到了 15.7%和 9.9%，显著高于其他族群。这一现象部分反映了不同族群在生育率和寿命上的差异。

图37.马来西亚人口结构（百万人）



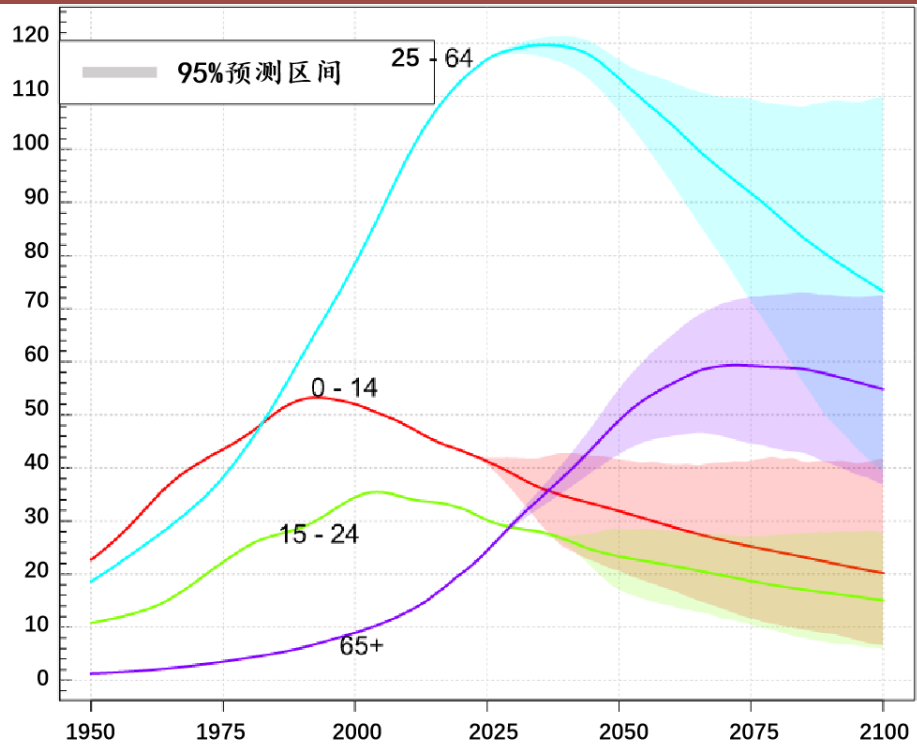
数据来源：联合国世界人口展望 2024，财通证券研究所

巴西

作为现今的第七大人口大国,巴西的人口可能在 2042 年达到峰值,约为 2.2 亿人。巴西 65 岁及以上人口的比例达到总人口的 10.9%, 高于 2010 年的 7.4%。预计 30 年后, 老年人将占巴西人口的 18%, 到本世纪末, 这一比例将接近三分之一。

巴西和拉美地区各国的人口结构变化速度比欧洲要快得多。人口老龄化速度更快, 一旦人口红利结束, 可能会对巴西国内生产总值 (GDP) 和经济收入产生影响。

图38.巴西人口结构（百万人）



数据来源：联合国世界人口展望 2024，财通证券研究所

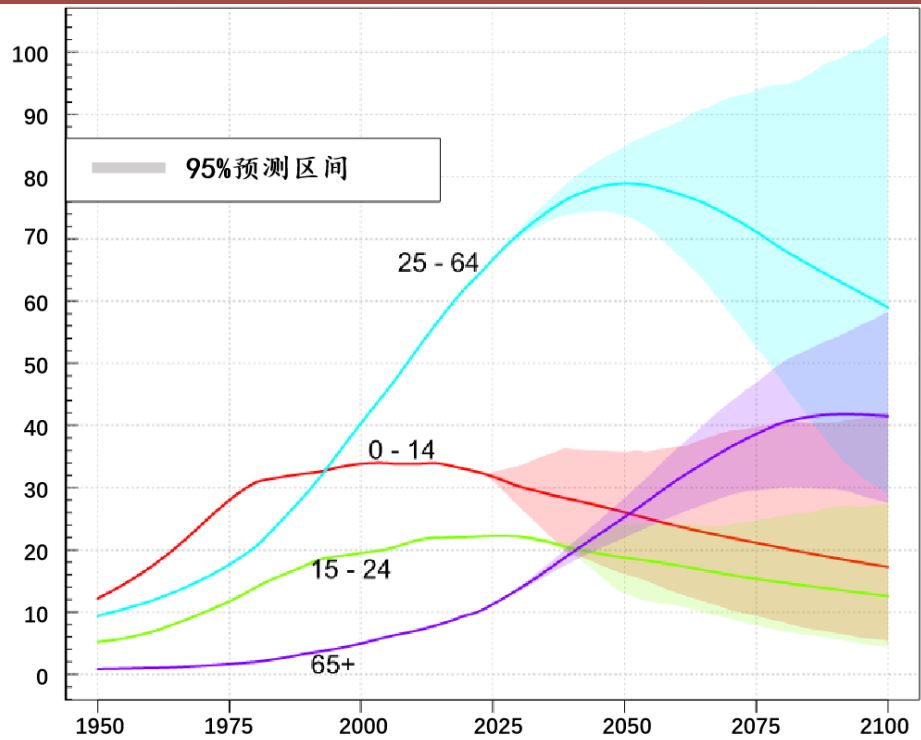
墨西哥

墨西哥人口老龄化速度很快，可是，由于没有全民养老金和全民医保体系的保障，该国目前的养老服务行业不发达。

大多数老龄化国家同时也很富裕，能够为老年人提供良好的公共服务。可是对于墨西哥这样不富裕的国家来说，迅速的老龄化带来了更棘手的问题。

墨西哥没有全面的公共护理系统，私人护理员花费很高、公共医疗卫生体系并不完善，这也导致墨西哥的新冠肺炎死亡病例超过 50 万人。新冠疫情可能减缓了老龄化趋势，但也相对有限。

图39.墨西哥人口结构（百万人）



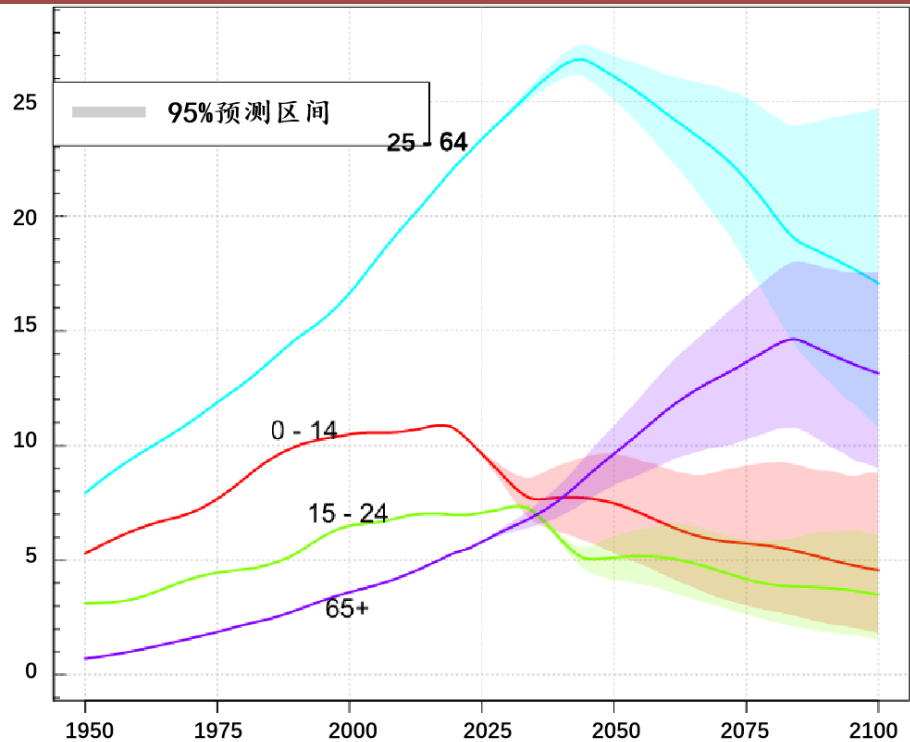
数据来源：联合国世界人口展望 2024，财通证券研究所

阿根廷

由于人口增加，阿根廷将成为拉丁美洲地区第三大人口最多的国家，仅次于巴西和墨西哥。尽管人口数量仍在增加，但随着预期寿命的提高，老龄化程度将会加剧。

到 2050 年，年轻人和儿童的数量将缓慢但持续下降，而将有两成人口年满 65 岁，50 岁以上的成年人和老年人的数量将大幅增加。人口年龄中位数将从 29.5 岁增加到 46.7 岁。在未来，阿根廷的人口将适度增长，到 21 世纪末将达到约 5680 万人的峰值。这种增长在很大程度上将是由于移民造成的。

图40.阿根廷人口结构（百万人）



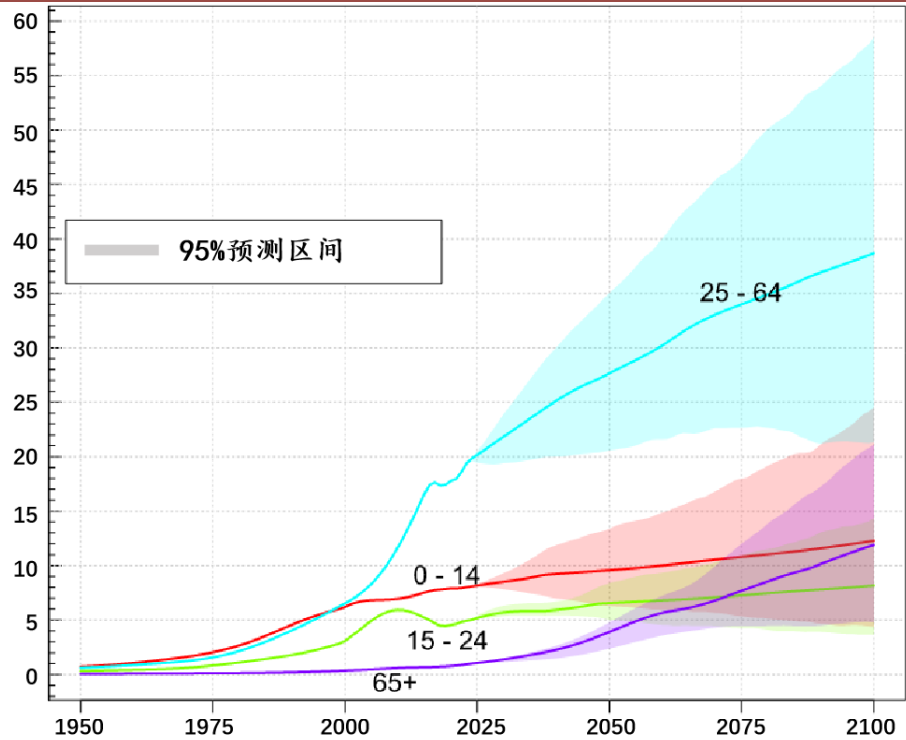
数据来源：联合国世界人口展望 2024，财通证券研究所

沙特阿拉伯

在其他国家都忙着处理老龄化的问题时，相比之下沙特人口更为年轻，据 2022 年数据统计，沙特总人口 3220 万人，其中 63% 的沙特人都在 30 岁以下。国际经济组织预计，未来的 5-10 年，沙特也将保持“人口年轻化”的趋势。

一方面，人口结构的变化在一定时期内构成了“人口红利”，这为沙特的社会经济发展提供了大量劳动力。同时，随着婴童比例的下降，沙特社会的抚养比也随之下降，社会负担减轻；另一方面，人口结构过于年轻化，青年失业率居高不下。

图41.沙特阿拉伯人口结构（百万人）



数据来源：联合国世界人口展望 2024，财通证券研究所

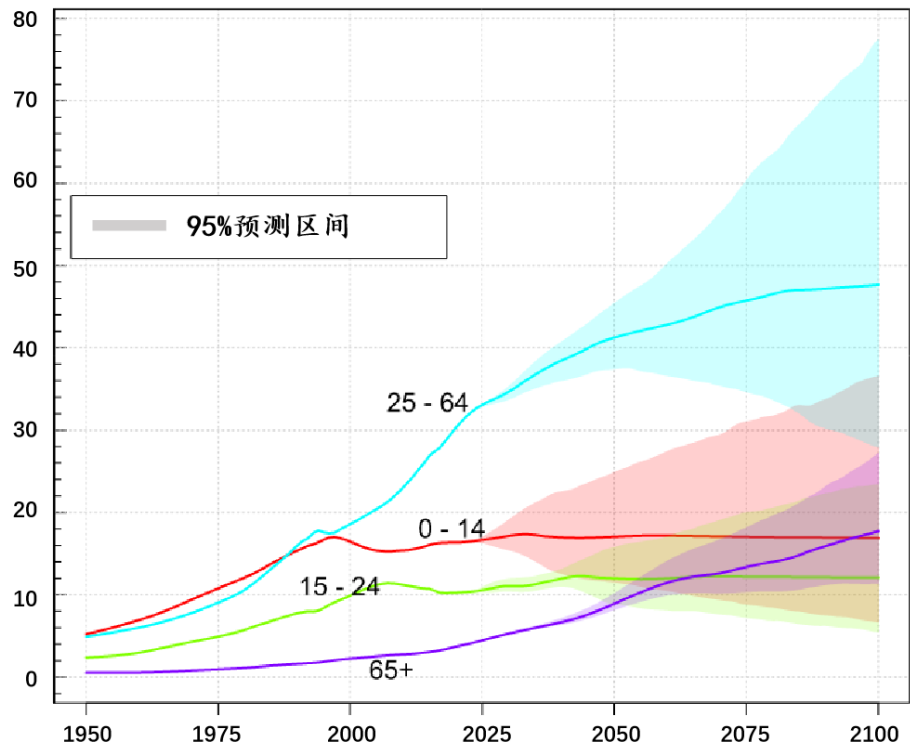
南非

南非人口在一年内增加了 835,513 人，截至今年 7 月达到了 6302 万人。这一增长率为 1.33%，其中女性占比超过一半。

南非拥有庞大的年轻人口，近 30% 的人口年龄在 15 岁以下。同时，60 岁及以上的老年人口占总人口的 9.7%，约为 613 万人。

2024 年出生的南非人预期寿命估计为 66.5 岁，相较于 2005 年的 53.6 岁有显著提高。女性预期寿命达到了 69.2 岁，男性为 63.6 岁。预期寿命的增长得益于医疗服务的改善和药物获取的增加，如艾滋病患者的抗逆转录病毒疗法推广以及新冠疫苗和治疗的普及。

图42.南非人口结构（百万人）

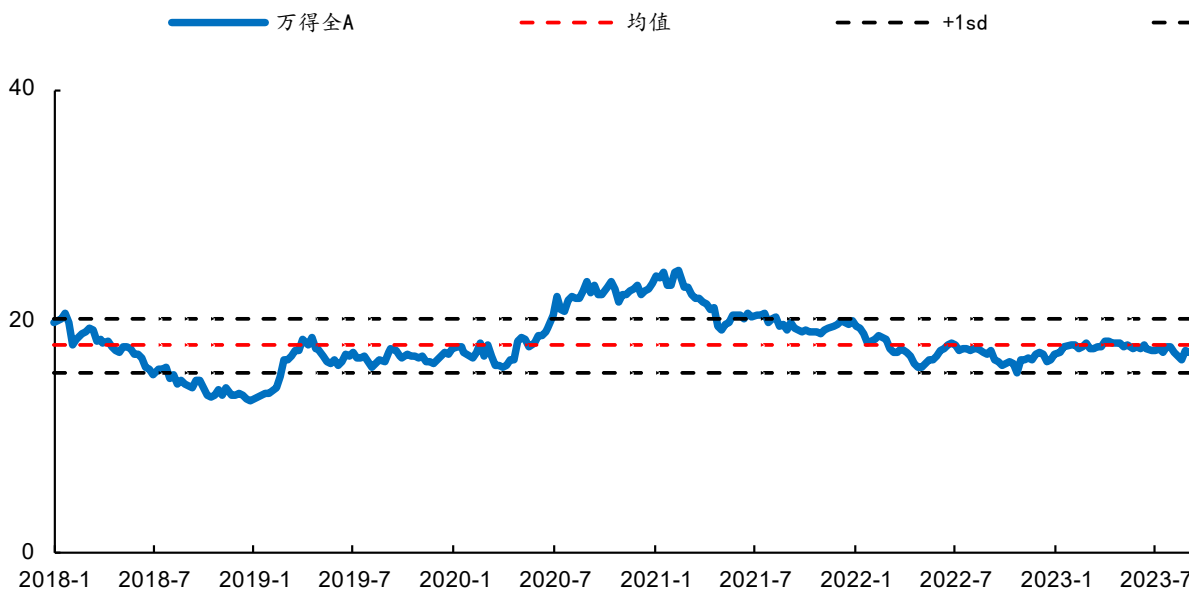


数据来源：联合国世界人口展望 2024，财通证券研究所

2 本周绝对估值变化

本周（2024年9月16日-9月25日，下同），万得A股PE(TTM)为16.95倍，低于17.95倍的历史均值，较上周的

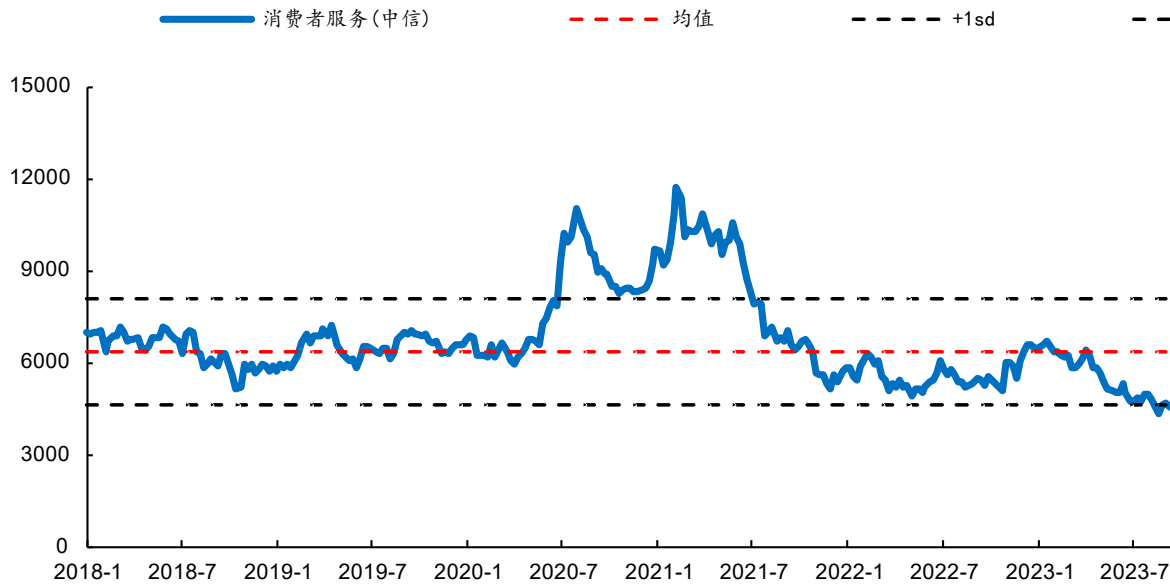
图1.万得A股PE(TTM)



数据来源：Wind，财通证券研究所

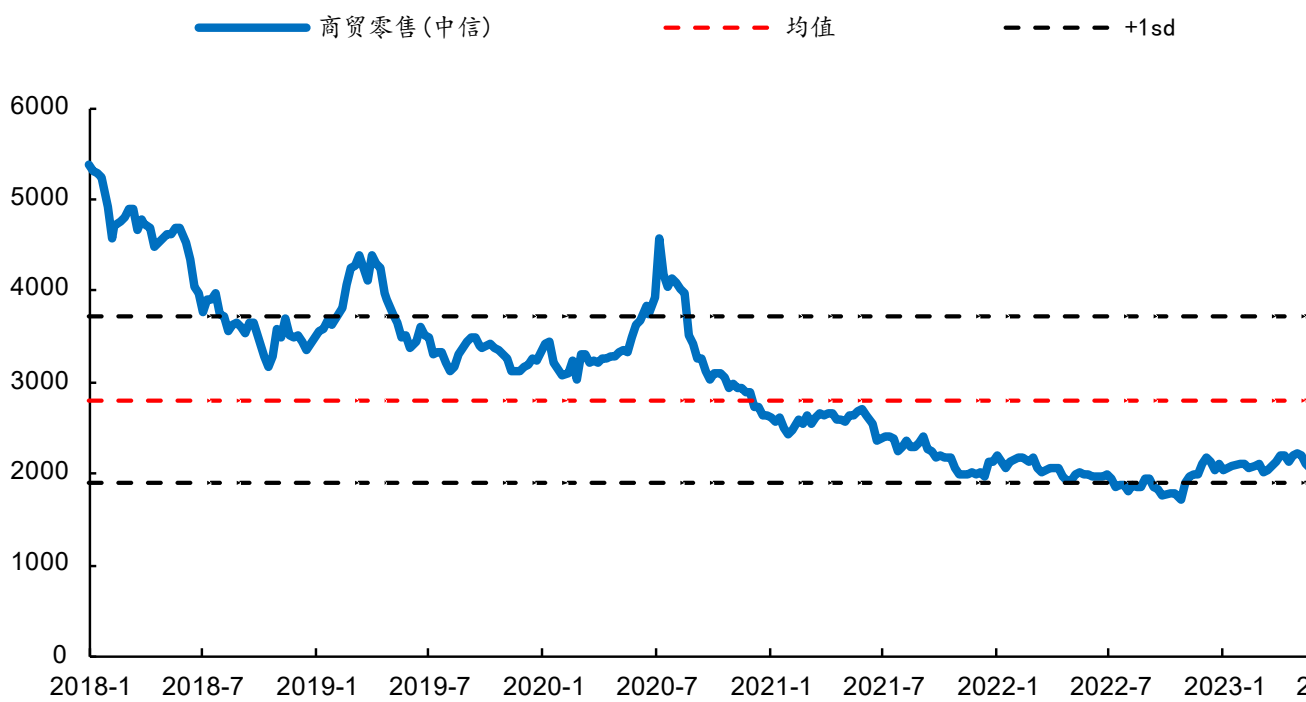
注：指数预测PE基于Wind一致预期，下同

图2.消费者服务(中信)预测 PE



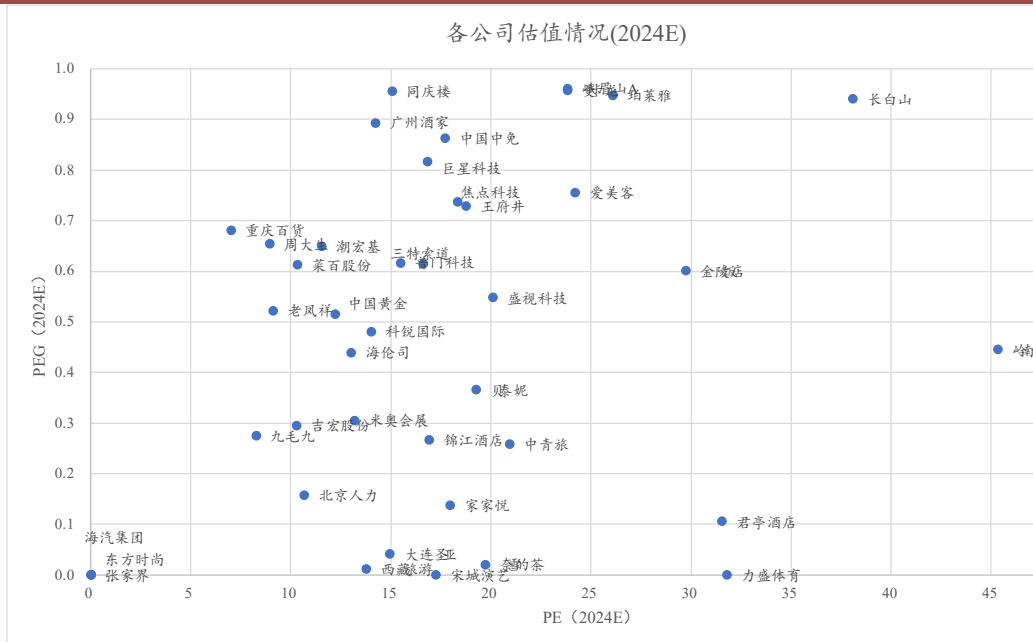
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图3.商贸零售(中信)预测 PE



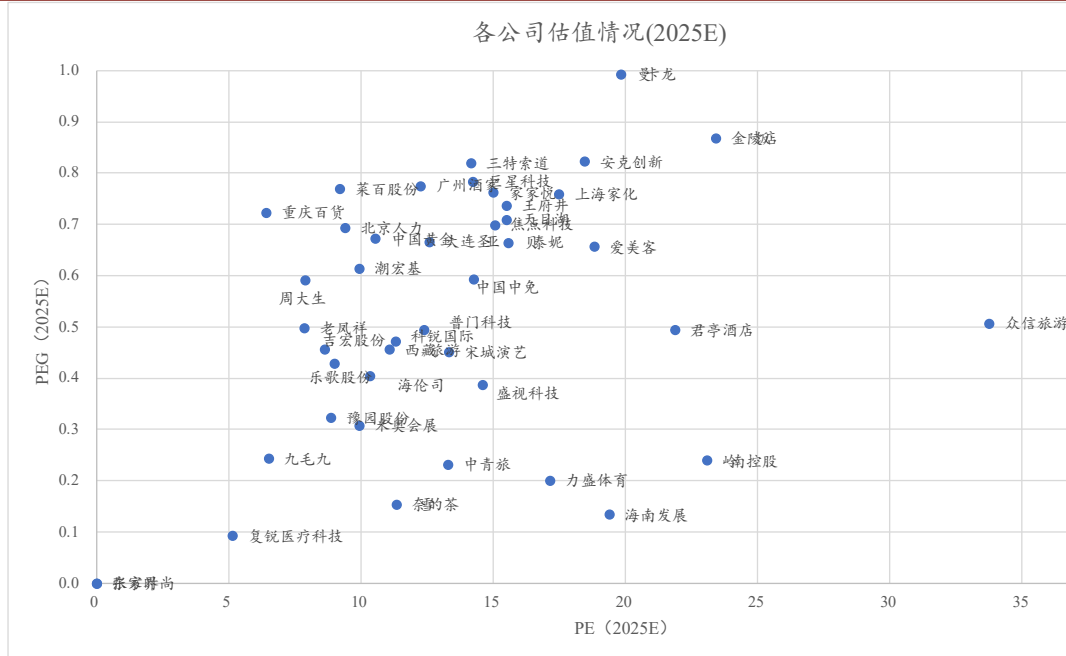
3 商社行业估值概览

图4.各公司估值情况 (2024E)



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图5.各公司估值情况 (2025E)

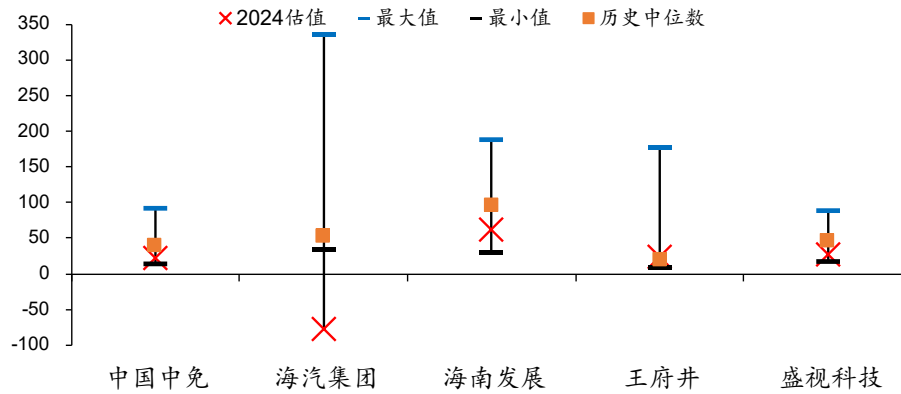


数据来源: Wind, 财通证券研究所

4 附录：本周商社各子版块覆盖标的估值变化趋势

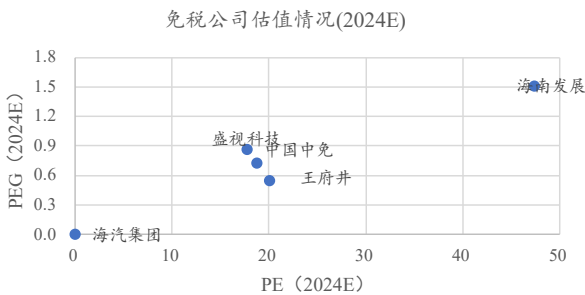
4.1 免税行业相关标的估值情况

图6.免税行业估值情况 (2024E)



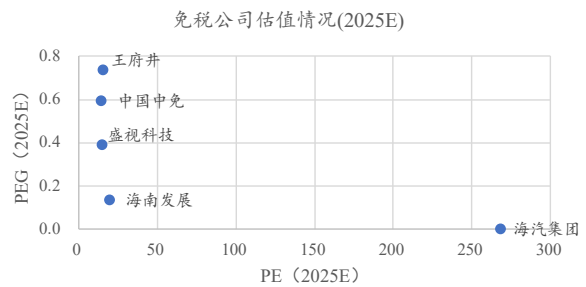
数据来源：Wind，财通证券研究所

图7.免税估值 (2024E)



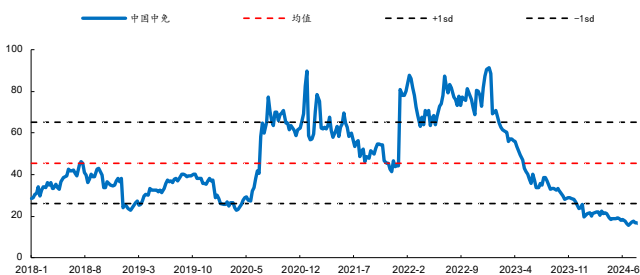
数据来源：Wind，财通证券研究所

图8.免税估值 (2025E)



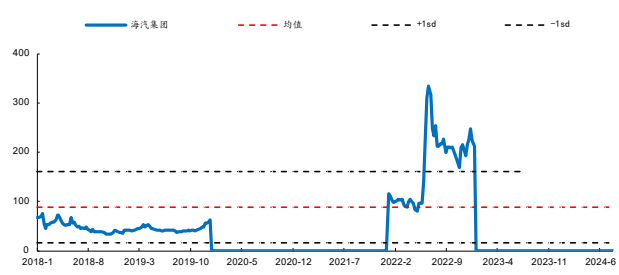
数据来源：Wind，财通证券研究所

图9.中国中免估值变化趋势



数据来源：Wind，财通证券研究所

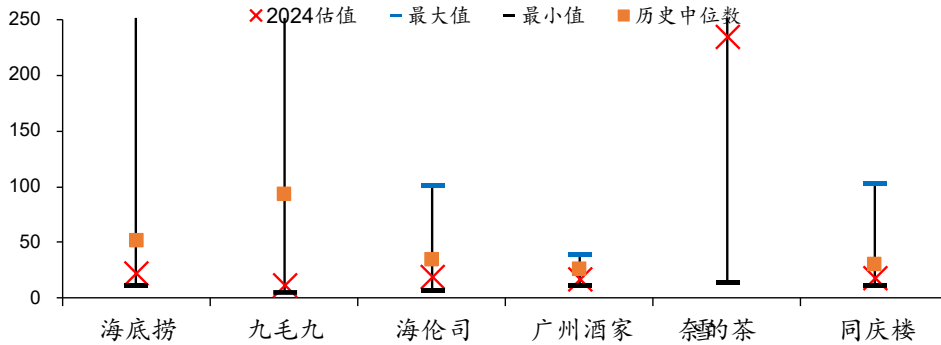
图10.海汽集团估值变化趋势



数据来源：Wind，财通证券研究所

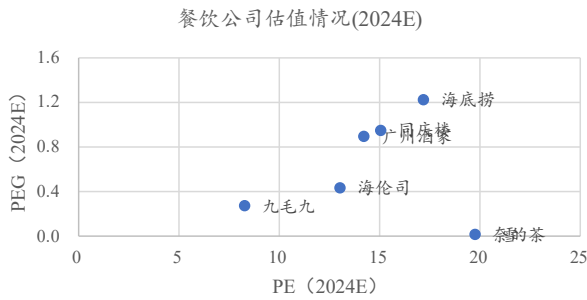
4.2 餐饮行业相关标的估值情况

图11.餐饮行业估值情况 (2024E)



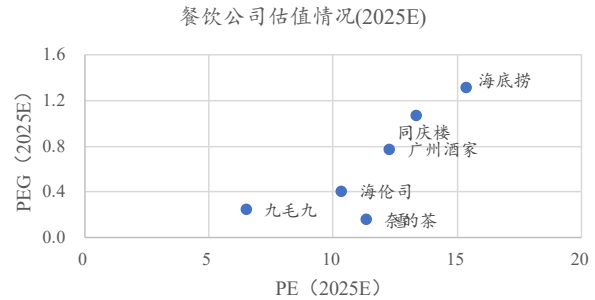
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图12.餐饮估值 (2024E)



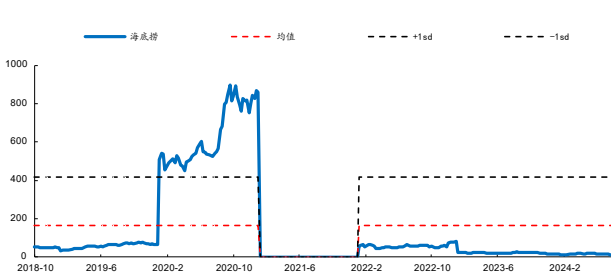
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图13.餐饮估值 (2025E)



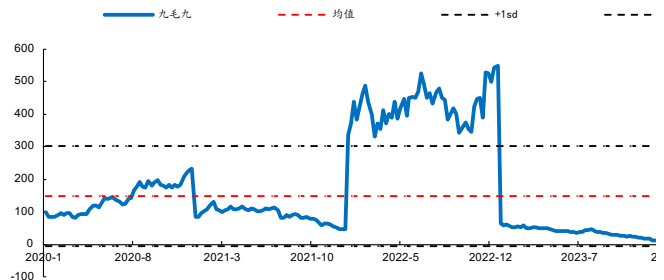
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图14.海底捞估值变化趋势



数据来源: Wind, 财通证券研究所

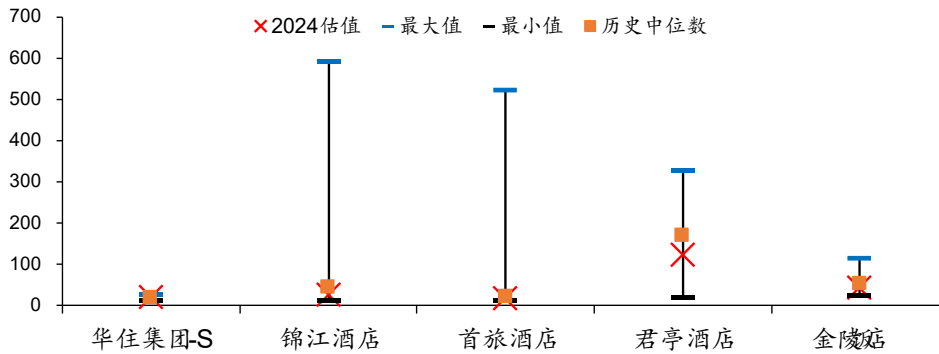
图15.九毛九估值变化趋势



数据来源: Wind, 财通证券研究所

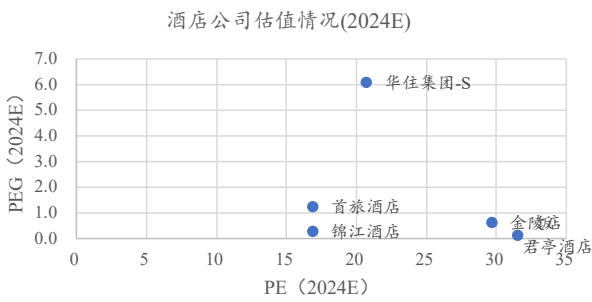
4.3 酒店行业相关标的估值情况

图16.酒店行业估值情况 (2024E)



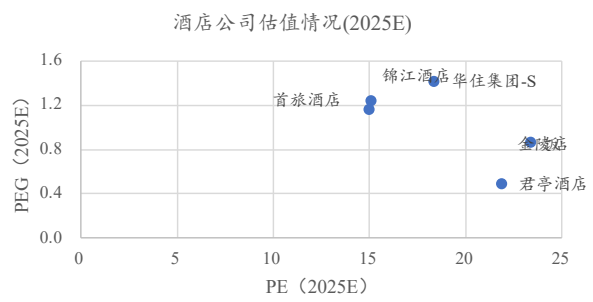
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图17.酒店估值 (2024E)



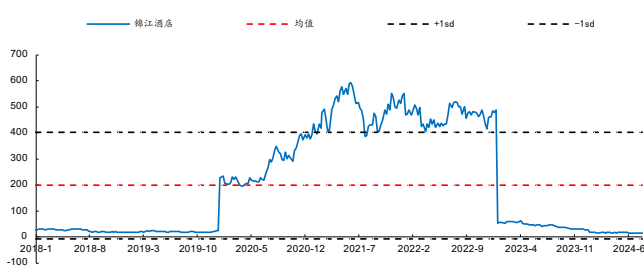
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图18.酒店估值 (2025E)



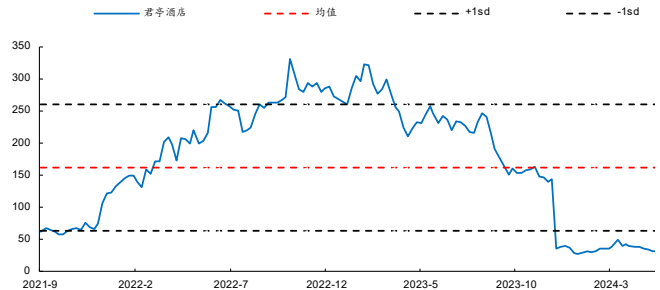
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图19.锦江酒店估值变化趋势



数据来源: Wind, 财通证券研究所

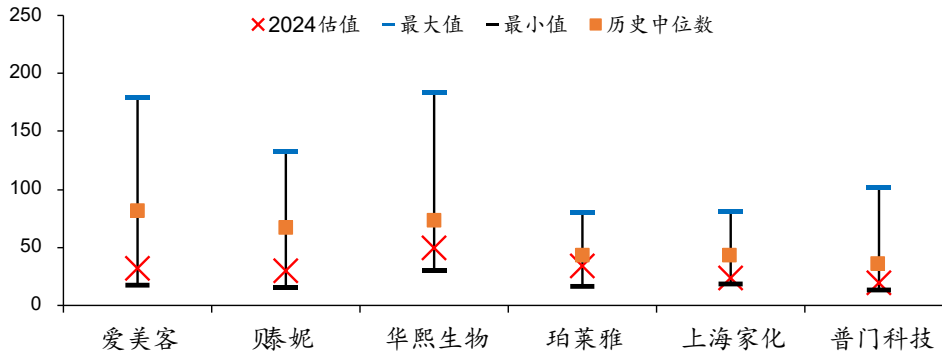
图20.君亭酒店估值变化趋势



数据来源: Wind, 财通证券研究所

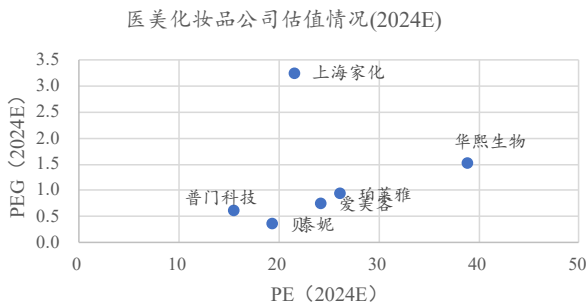
4.4 医美化妆品行业相关标的估值情况

图21.医美化妆品行业估值情况（2024E）



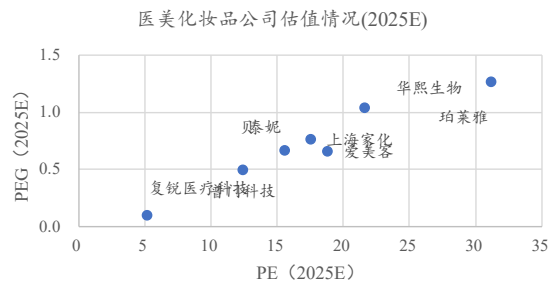
数据来源：Wind，财通证券研究所

图22.医美化妆品估值（2024E）



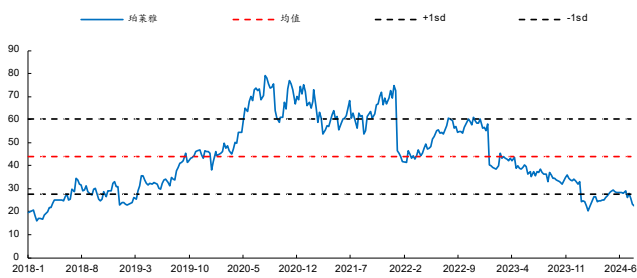
数据来源：Wind，财通证券研究所

图23.医美化妆品估值（2025E）



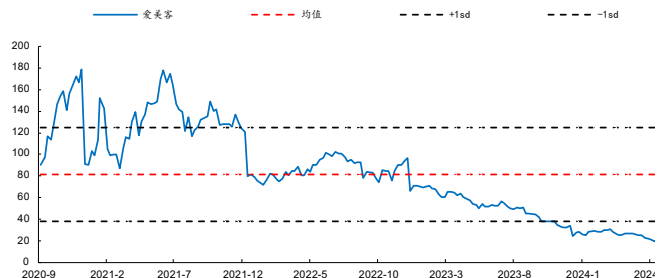
数据来源：Wind，财通证券研究所

图24.珀莱雅估值变化趋势



数据来源：Wind，财通证券研究所

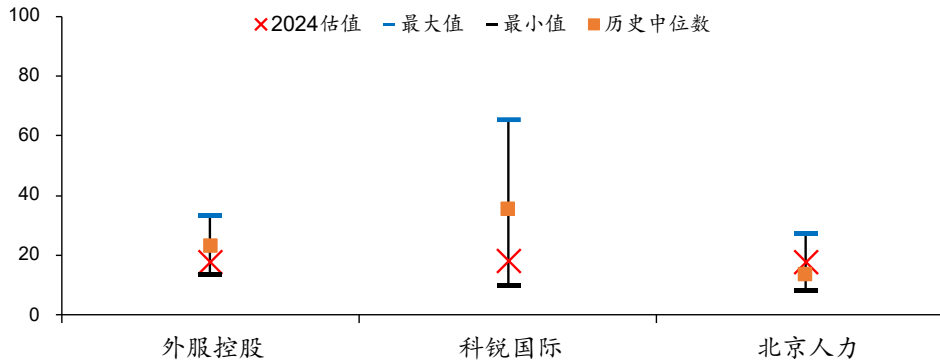
图25.爱美客估值变化趋势



数据来源：Wind，财通证券研究所

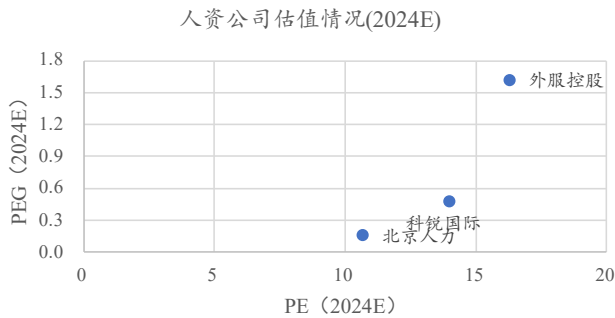
4.5 人服行业相关标的估值情况

图26.人服行业估值情况 (2024E)



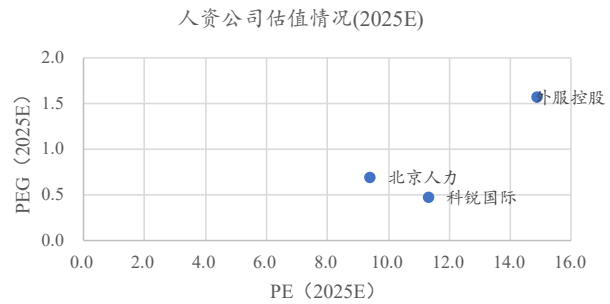
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图27.人服估值 (2024E)



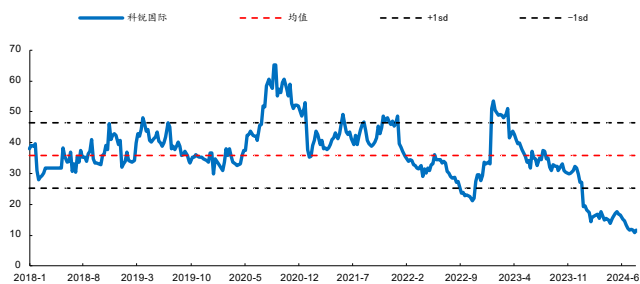
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图28.人服估值 (2025E)



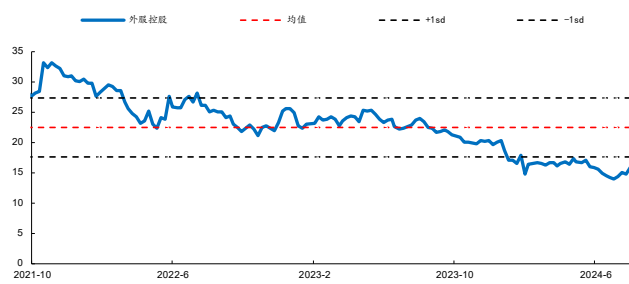
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图29.科锐国际估值变化趋势



数据来源: Wind, 财通证券研究所

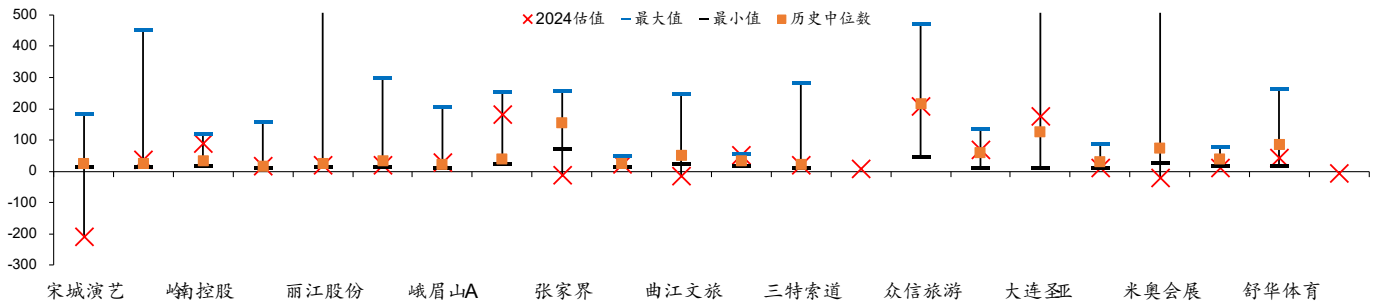
图30.外服控股估值变化趋势



数据来源: Wind, 财通证券研究所

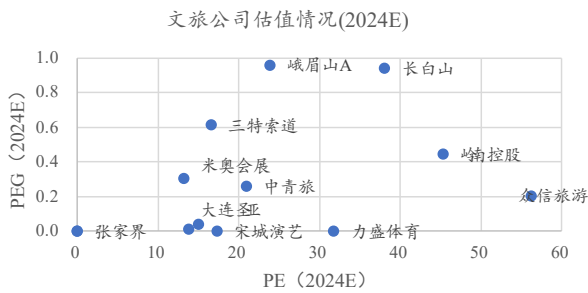
4.6 文旅行业相关标的估值情况

图31.文旅行业估值情况 (2024E)



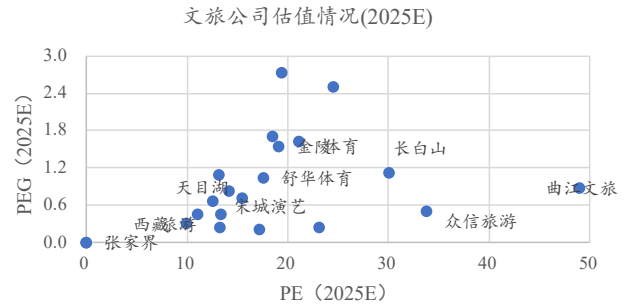
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图32.文旅估值 (2024E)



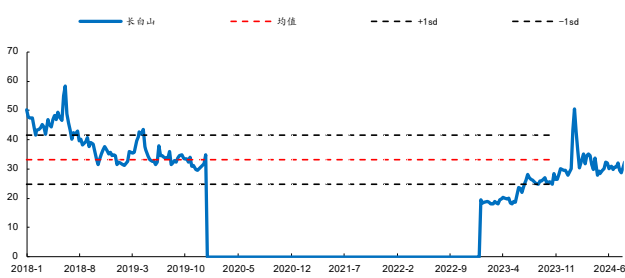
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图33.文旅估值 (2025E)



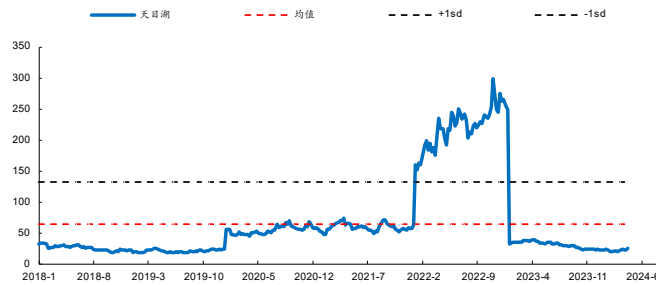
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图34.长白山估值变化趋势



数据来源: Wind, 财通证券研究所

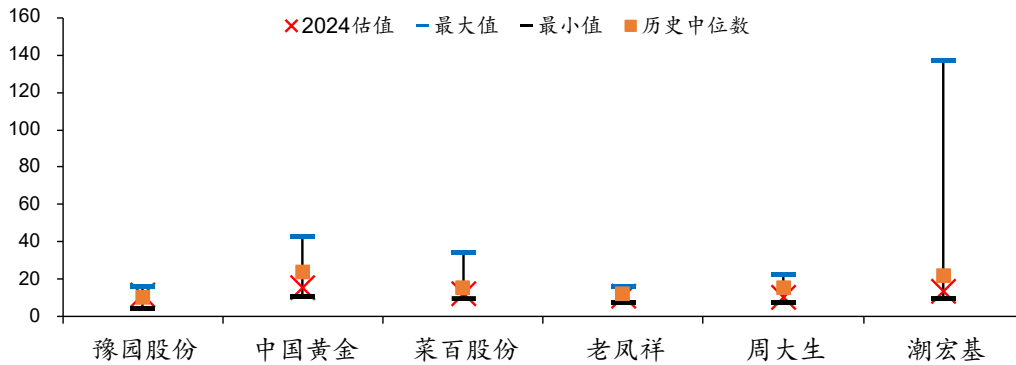
图35.天目湖估值变化趋势



数据来源: Wind, 财通证券研究所

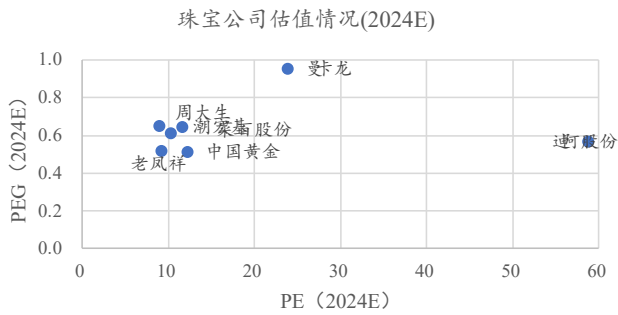
4.7 珠宝行业相关标的估值情况

图36.珠宝行业估值情况 (2024E)



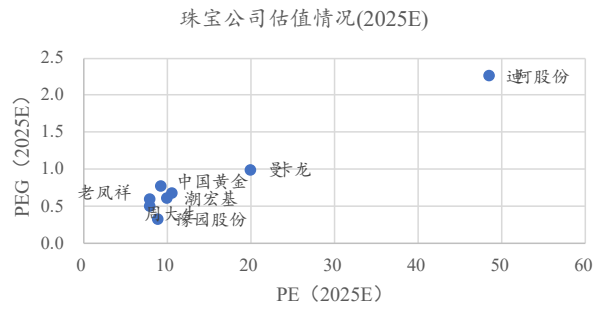
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图37.珠宝估值 (2024E)



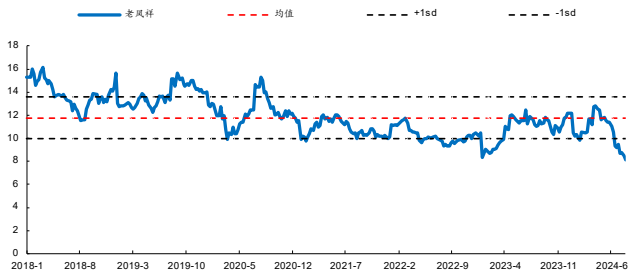
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图38.珠宝估值 (2025E)



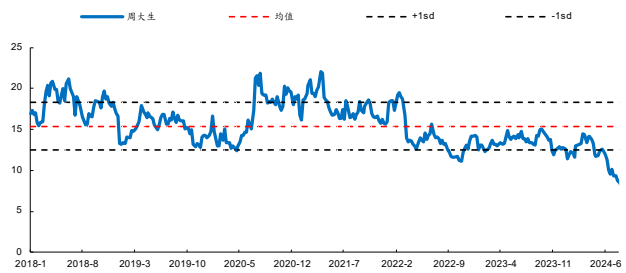
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图39.老凤祥估值变化趋势



数据来源: Wind, 财通证券研究所

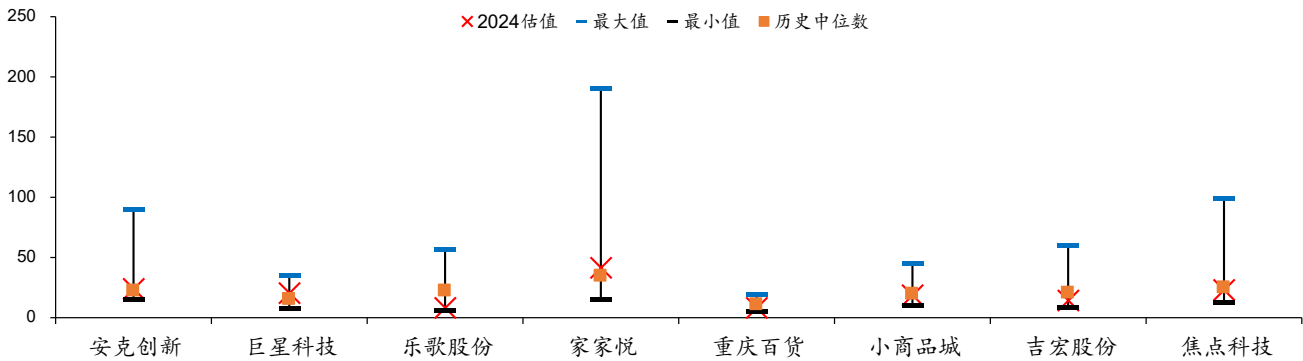
图40.周大生估值变化趋势



数据来源: Wind, 财通证券研究所

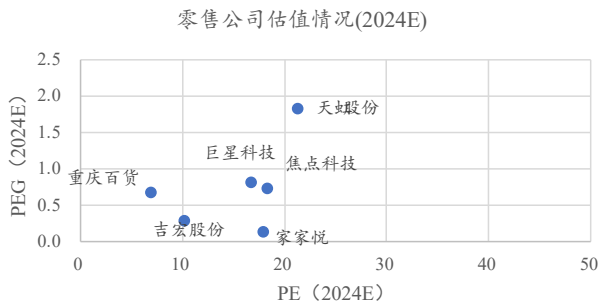
4.8 零售行业相关标的估值情况

图41.零售行业估值情况 (2024E)



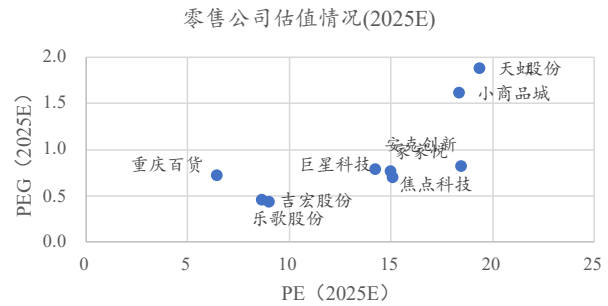
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图42.零售估值 (2024E)



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图43.零售估值 (2025E)



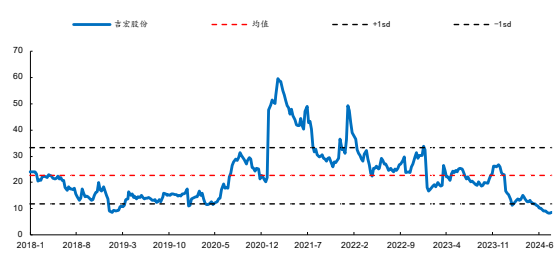
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图44.小商品城估值变化趋势



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图45.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；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；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。