

社服零售团队•年度行业策略报告

渐进复苏，把握细分方向机会

分析师：吴东炬 SAC 执业证书编号：S0800521060001

报告日期：2023年10月30日

本报告仅供华金证券客户中的专业投资者参考
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

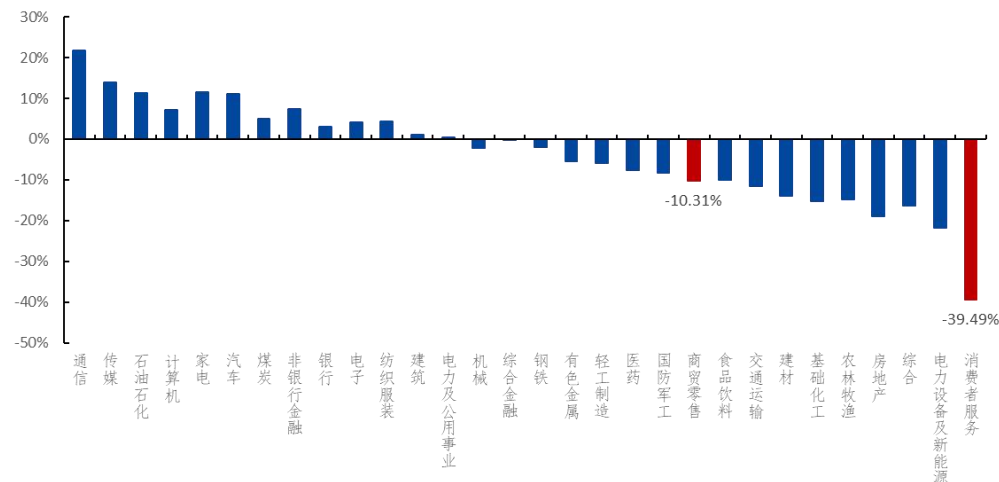
- 01 市场表现：板块深入回调，估值回归低位
- 02 景区/出境游：回归理性，关注增量逻辑
- 03 酒店：需求仍有支撑，连锁化率提升有望加快
- 04 餐饮：看好继续修复，关注下沉进展
- 05 免税：离岛及口岸免税继续修复，关注市内免税进展
- 06 黄金珠宝：金价上行、悦己需求催化金饰消费
- 07 人服：招聘需求拐点可期，灵工赛道成长确定
- 08 投资建议
- 09 风险提示

- ◆ **景区**：今年补偿性旅游需求释放明显，展望2024年，预计旅游出行需求回归理性，但在假期延长等推动下仍具备一定韧性，重点关注交通改善、项目扩张、内容扩张以及国企改革等因素带来的增量方向。
- ◆ **酒店**：23年酒店恢复情况较好，展望2024年，前期集中释放后，休闲旅游需求增速将逐步放缓，而伴随宏观经济的进一步修复，商旅需求逐步迎来释放，有望支撑酒店RevPAR进一步提升。
- ◆ **餐饮**：展望2024年，伴随线下客流进一步改善、消费逐步复苏，看好餐饮明年表现，关注下沉市场、数字化、连锁化率提升。
- ◆ **免税**：展望2024年，离岛免税：伴随消费力、客流的逐步回暖，有望带动离岛免税购物金额、客单价的进一步复苏。口岸免税：伴随国际客流进一步修复，有望带动口岸免税销售额提升。市内免税：建议关注市内免税政策的进展情况。
- ◆ **黄金珠宝**：展望2024年，黄金珠宝公司持续拓店，销售额有望维持增长。长期来看，基于悦己性、礼品性需求渗透率的提升，以及消费人群趋向年轻化，叠加黄金保值属性，黄金饰品有望持续向好。
- ◆ **人力资源服务**：受国内经济影响，今年人服板块有所承压，展望2024年，我们认为人力资源服务行业建议关注（1）宏观经济有望加速改善，推动企业用工需求提升；（2）灵工渗透率较低，短期有望受益于经济波动，长期具备较大提升空间。
- **风险提示**：市场竞争加剧及扩张风险、消费力恢复不及预期风险、宏观经济增长不及预期等。

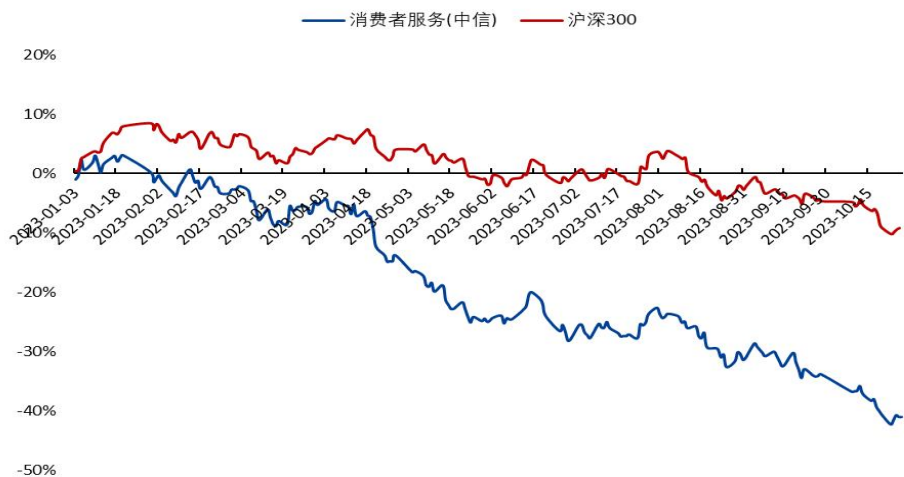
消费者服务板块深入回调，跑输沪深300指数

- ◆ 今年以来消费者服务板块持续回调，跑输沪深300指数。根据中信一级行业划分来看，今年以来，消费者服务整体下调39.49%，大幅跑输沪深300指数31.50个百分点，位于中信30个行业末尾。
- ◆ 细分子板块来看，旅游休闲/酒店及餐饮跌幅相对较大，年初至今跌幅分别为46.83%/40.00%，综合服务/教育跌幅相对较少，年初至今跌幅分别为12.40%/15.23%。

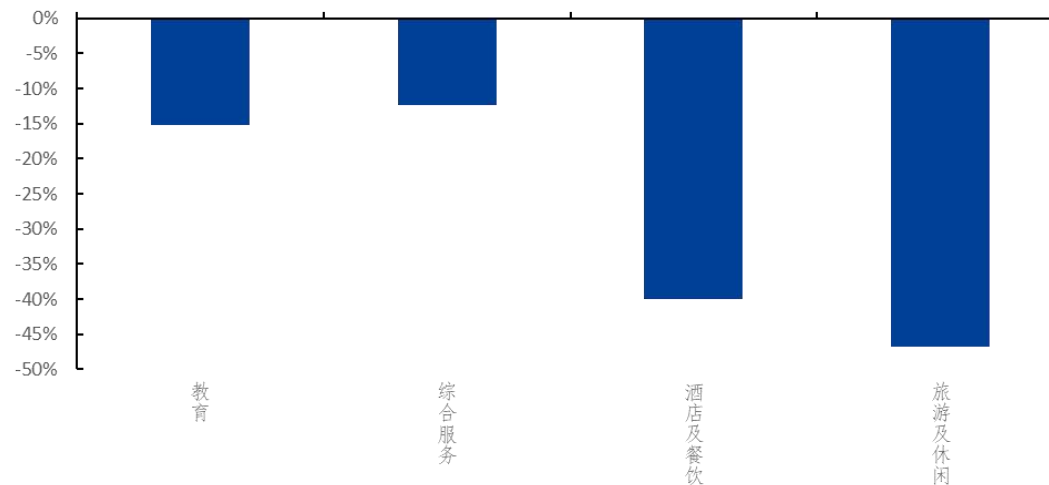
图：中信消费者服务板块涨跌幅



图：中信消费者服务板块2023年以来累计涨跌幅



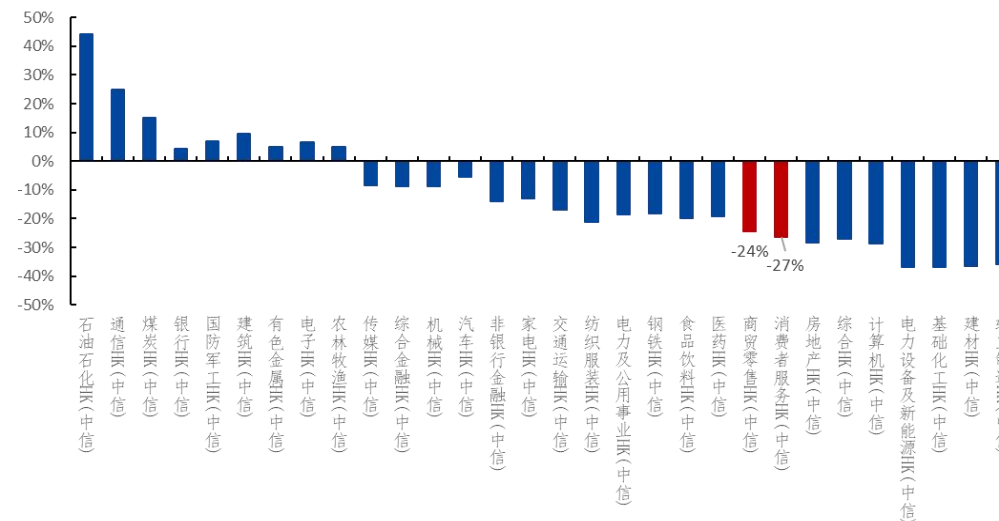
图：年初至今中信消费者服务板块子行业涨跌幅



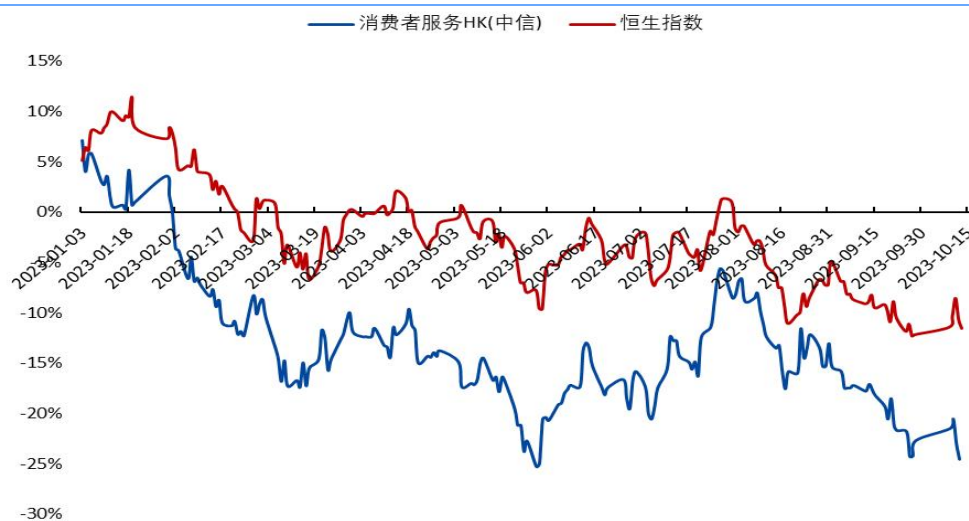
消费者服务板块深入回调，跑输沪深300指数

- ◆ 港股消费者服务板块表现弱于恒生指数。港股消费者服务（HK）指数年初至今（2023年10月27日）下跌27%，相对恒生指数（-12.05%）落后14.50个百分点。
- ◆ 餐饮板块达势股份、特海国际领涨，年初至今涨幅分别为39%、32%，其他个股普遍下跌。教育板块天立国际控股、博彩板块美高梅中国涨幅分别位居第三、第四，年初至今涨幅分别为16%、14%。

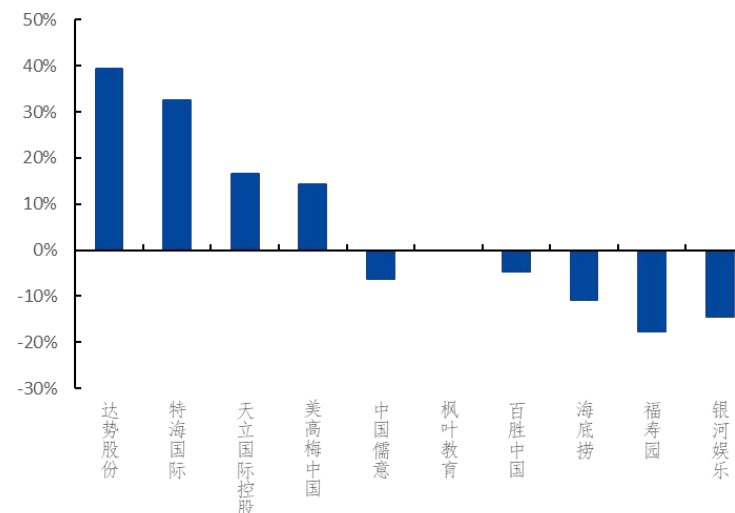
图：中信消费者服务（HK）板块涨跌幅



图：中信消费者服务板块（HK）2023年以来累计涨跌幅



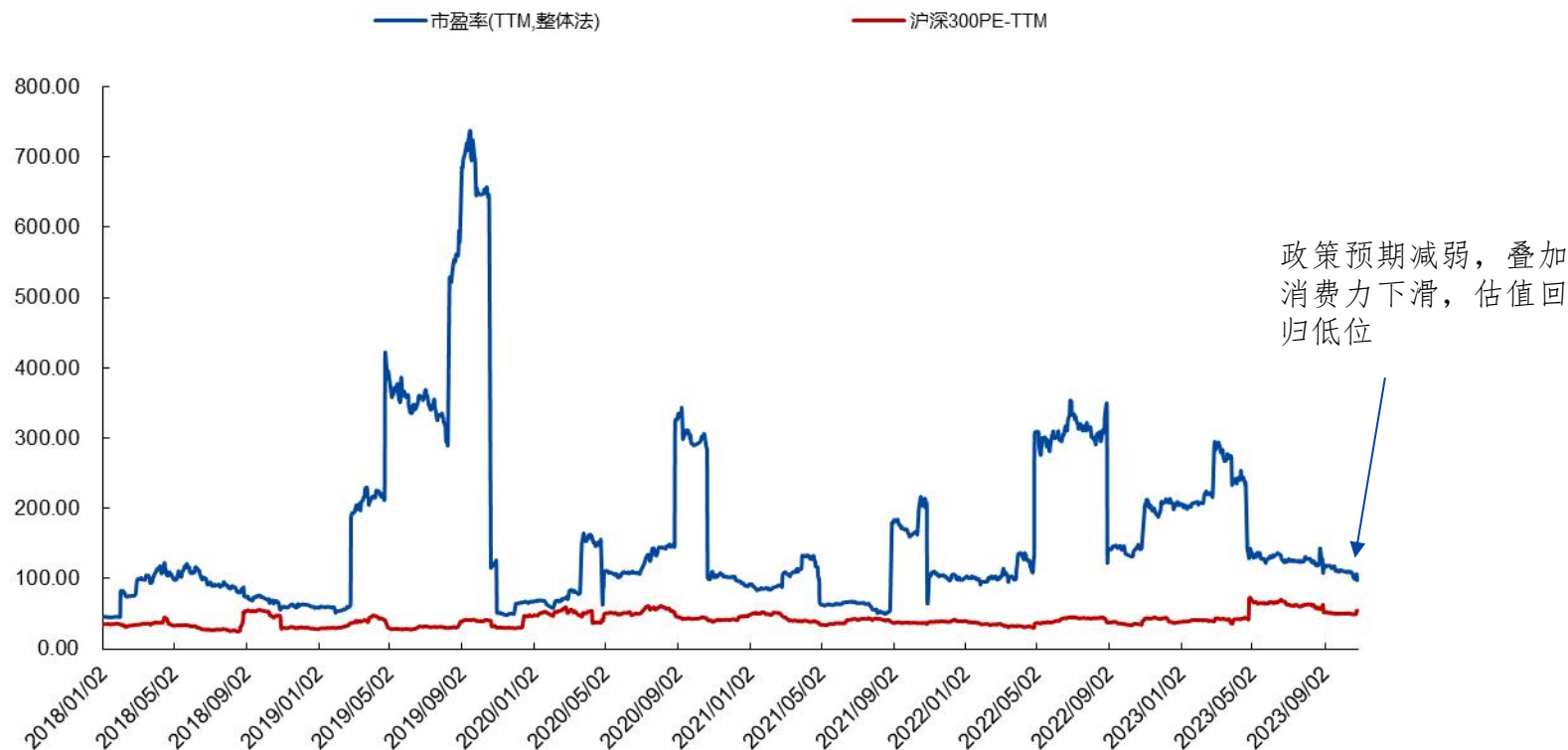
图：年初至今中信消费者服务板块（HK）部分个股涨跌幅



消费者服务板块深入回调，跑输沪深300指数

◆ 消费者服务板块估值已回归低位。截至23年10月27日，中信消费者服务板块整体估值（市盈率（TTM，整体法））为98.44倍，已回归2018年以来的相对低位。

图：中信消费者服务板块估值走势



- 01 市场表现：板块深入回调，估值回归低位
- 02 景区/出境游：回归理性，关注增量逻辑
- 03 酒店：需求仍有支撑，连锁化率提升有望加快
- 04 餐饮：看好继续修复，关注下沉进展
- 05 免税：离岛及口岸免税继续修复，关注市内免税进展
- 06 黄金珠宝：金价上行、悦己需求催化金饰消费
- 07 人服：招聘需求拐点可期，灵工赛道成长确定
- 08 投资建议
- 09 风险提示

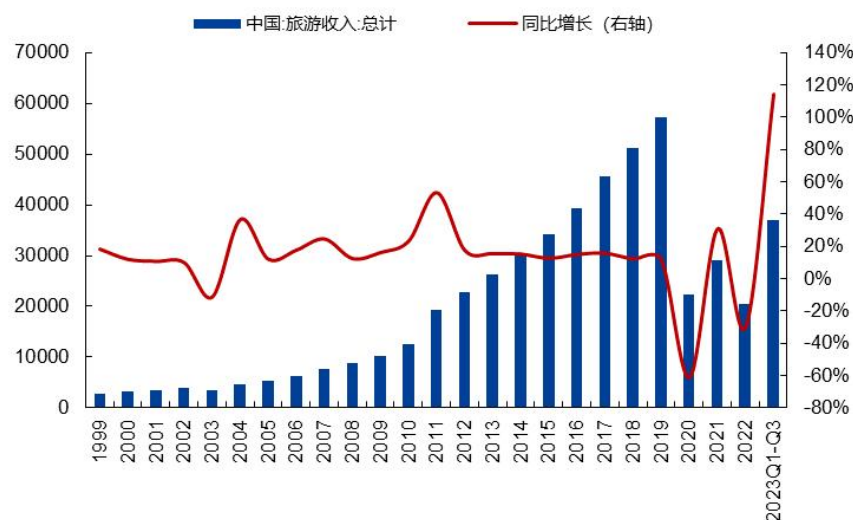
景区：2023年出行人次恢复程度较好

- ◆ 疫后补偿性消费需求释放下，2023年出行人数复苏程度较好。根据国家统计局数据，2023年前三季度中国旅游人次为3674万人次，在22年低基数下（受疫情因素干扰）实现同比增速75.5%，恢复至2019年同期的79.92%，旅游收入实现3.69万亿元，同比增长114.4%。
- ◆ 根据文化和旅游部数据统计，今年中秋国庆假期全国国内旅游出游人数为8.26亿人次，同比增长71.3%，较2019年同期增长4.1%，恢复度相较五一/端午逐步变弱（五一/端午恢复度为119.1%/112.8%）；实现国内旅游收入7534.3亿元，同比增长129.5%，较2019年同期增长1.5%。

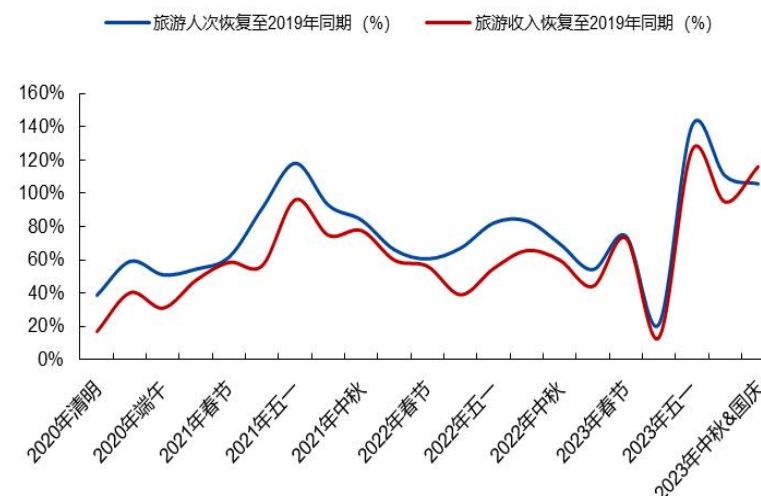
图：我国国内旅游人数（百万人次）



图：我国国内旅游收入（亿元）



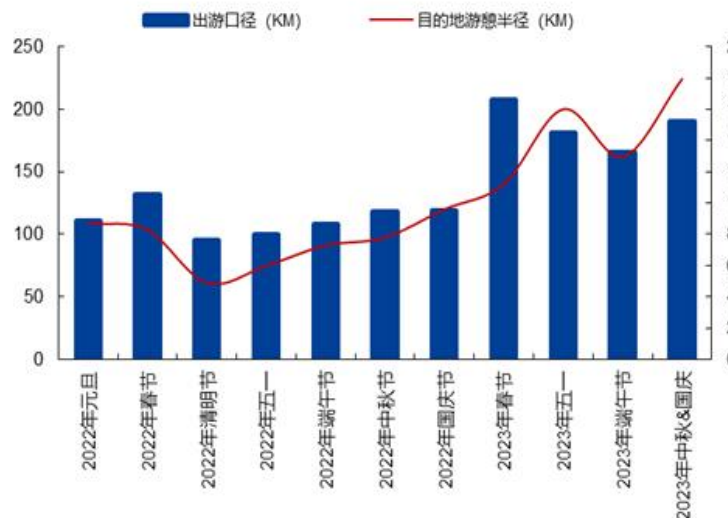
图：旅游人次、旅游收入恢复情况



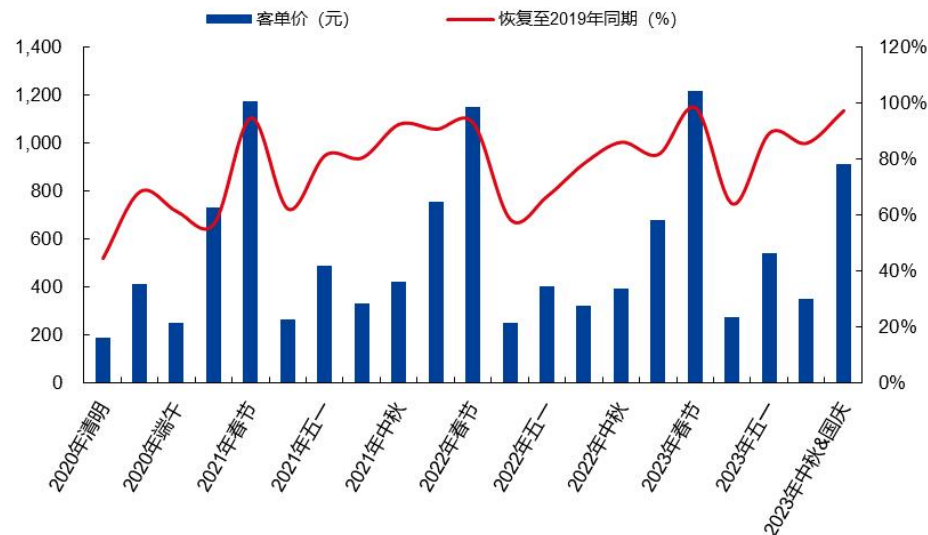
景区：客单价尚未完全恢复

- ◆ **客单价尚未完全恢复。**补偿性需求释放下，旅游人次复苏较快，但旅游收入恢复程度慢于旅游人次，上半年旅游市场复苏呈现先“量”后“价”。下半年受益于假期时间较长、出行半径扩大、亲子游需求释放，客单价恢复较好，十一假期客单价恢复至19年同期的97.5%（五一/端午恢复度分别为89.5%/85.9%）。
- ◆ **展望2024年，**出游需求回归理性，建议关注（1）利好政策加快旅游行业高质量发展，促消费政策带动需求释放；（2）文旅产品迭代升级，满足游客多样化需求；（3）2024年春节假期延长一天，全年节假日32天高于23年和19年。假期延长利好长途出行链和加快客单价的修复。

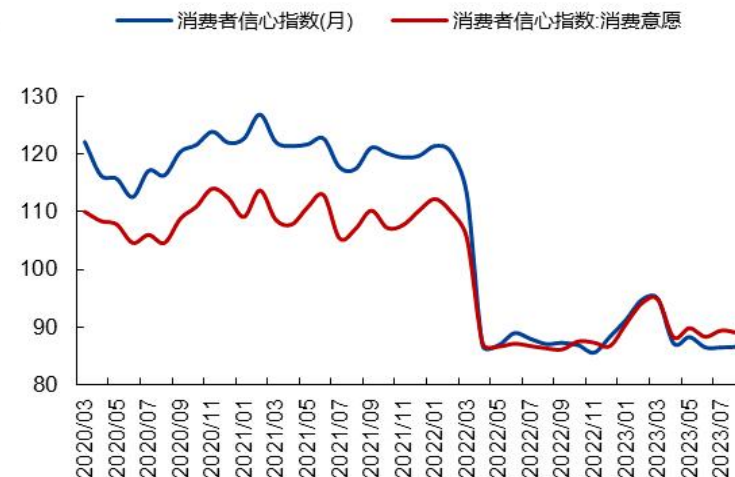
图：出游口径及目的地游憩半径逐步扩大



图：客单价恢复情况



图：消费者信心呈现渐进式复苏态势



景区：关注交通改善+项目扩张+内容创新+国企改革

- ◆ **交通改善+项目扩张**：出行放开后，部分企业通过交通改善+配套扩容有望打开客流上限；新项目开发+异地项目复制扩张有望贡献客流增量。
- ◆ **内容创新**：为旅游注入“文化IP”，将其打造成更具备深厚文化底蕴的人文景观，通过运用城市深厚文化底蕴和特色民俗软实力完成流量变现。
- ◆ **国企改革**：在国企改革强化利润考核评估压力下，景区国企有望通过降本增效、优化费用率，推动其营收和业绩表现持续良好增长。

图：沈白高线线路图



图：盛唐密盒“房谋杜断”组合



表：历年国企改革考核标准变化

年份	简称	考核评估指标
2019-2020年	“两利三率”	净利润、利润总额、资产负债率、 营收利润率、研发经费投入率
2021-2022年	“两利四率”	净利润、利润总额、资产负债率、 营收利润率、研发经费投入率、 全员劳动生产率
2023年	“一利五率”	利润总额、净资产收益率、资产 负债率、营业现金比率、全员劳 动生产率和研发经费投入率

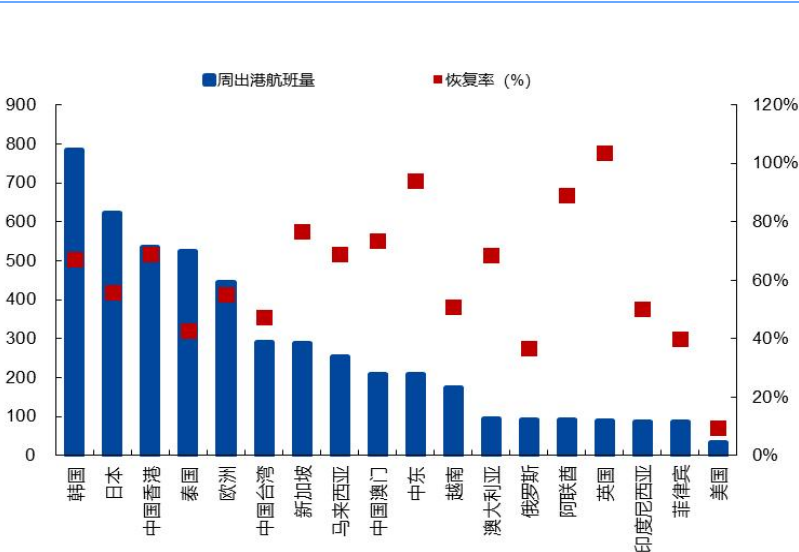
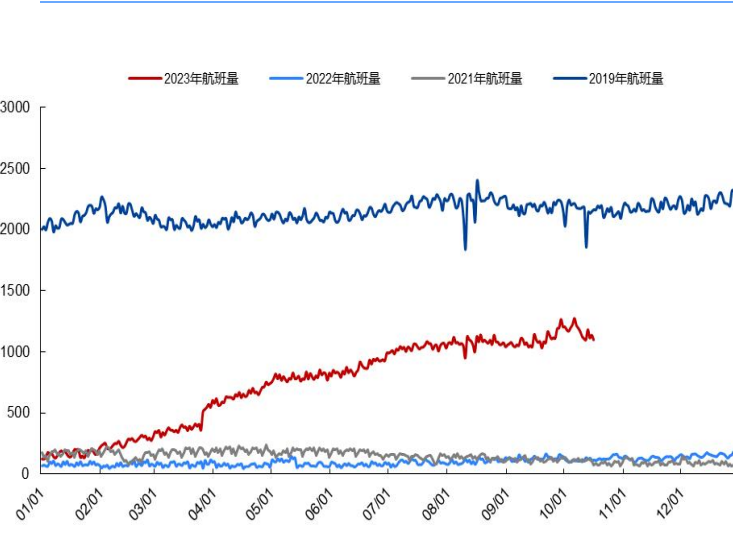
出境游：关注航班运力、签证等改善后的边际修复

- ◆ 待24年国际航空运力、签证等因素限制逐步改善后，出入境游有望迎来加速修复。
- ◆ 展望2024年，国际航空运力、签证等限制预计得到改善：（1）出境跟团游目的地再次扩容。自2023年8月10日文旅部发布第三批出境团队游名单后，恢复出境跟团游国家数量已达到138个；（2）国际航班运力有望进一步修复。根据航班管家数据统计，截至2023年10月22日，国际航线客运航班量恢复至2019年同期的51.3%。冬航季民航国际客运航班量预计恢复至2019年同期的80%左右；（3）签证有望逐步恢复。9月23日，中俄宣布启动互免签证团体旅游政策；10月11日，北京英国和爱尔兰签证申请中心正式运营。

图：国际航线执行航班量（架次）（截至2023年10月16日）

图：主要国家/地区/区域航班量及恢复率

表：出境跟团游恢复安排



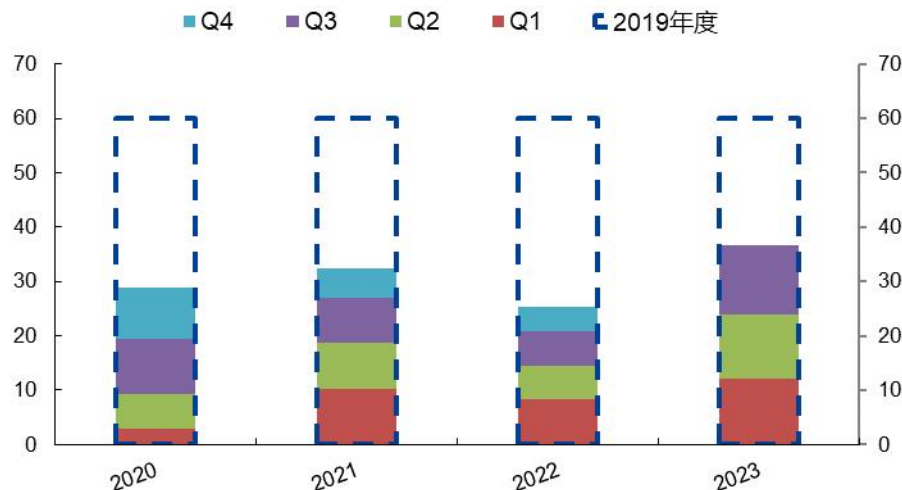
批次	时间	国家和地区数量	国家和地区名单
第一批	2月6日	20	泰国、印度尼西亚、柬埔寨、马尔代夫、斯里兰卡、菲律宾、马来西亚、新加坡、老挝、阿联酋、埃及、肯尼亚、南非、俄罗斯、瑞士、匈牙利、新西兰、斐济、古巴、阿根廷。
第二批	3月15日	40	尼泊尔、文莱、越南、蒙古、伊朗、约旦、坦桑尼亚、纳米比亚、毛里求斯、津巴布韦、乌干达、赞比亚、塞内加尔、哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦、格鲁吉亚、阿塞拜疆、亚美尼亚、塞尔维亚、克罗地亚、法国、希腊、西班牙、冰岛、阿尔巴尼亚、意大利、丹麦、葡萄牙、斯洛文尼亚、瓦努阿图、汤加、萨摩亚、巴西、智利、乌拉圭、巴拿马、多米尼加、萨尔瓦多、多米尼克、巴哈马。
第三批	8月10日	78	阿曼、巴基斯坦、巴林、韩国、卡塔尔、黎巴嫩、孟加拉国、缅甸、日本、土耳其、以色列、印度、阿尔及利亚、埃塞俄比亚、贝宁、博茨瓦纳、赤道几内亚、佛得角、加纳、喀麦隆、科特迪瓦、卢旺达、马达加斯加、马拉维、马里、摩洛哥、莫桑比克、塞舌尔、圣多美和普林西比、突尼斯、爱尔兰、爱沙尼亚、安道尔、奥地利、白俄罗斯、保加利亚、北马其顿、比利时、波兰、波兰、德国、芬兰、荷兰、黑山、捷克、拉脱维亚、立陶宛、列支敦士登、卢森堡、罗马尼亚、马耳他、摩纳哥、挪威、瑞典、塞浦路斯、斯洛伐克、英国、安提瓜和巴布达、巴巴多斯、格林纳达、哥斯达黎加、美国、墨西哥、特立尼达和多巴哥、牙买加、秘鲁、厄瓜多尔、哥伦比亚、圭亚那、苏里南、委内瑞拉、巴布亚新几内亚、库克群岛、密克罗尼西亚联邦、北马里亚纳群岛联邦、法属波利尼西亚、法属新喀里多尼亚。

- | | | | |
|--|-------------------------|--|----------------------|
|  01 | 市场表现：板块深入回调，估值回归低位 |  07 | 人服：招聘需求拐点可期，灵工赛道成长确定 |
|  02 | 景区/出境游：回归理性，关注增量逻辑 |  08 | 投资建议 |
|  03 | 酒店：需求仍有支撑，连锁化率提升有望加快 |  09 | 风险提示 |
|  04 | 餐饮：看好继续修复，关注下沉进展 | | |
|  05 | 免税：离岛及口岸免税继续修复，关注市内免税进展 | | |
|  06 | 黄金珠宝：金价上行、悦己需求催化金饰消费 | | |

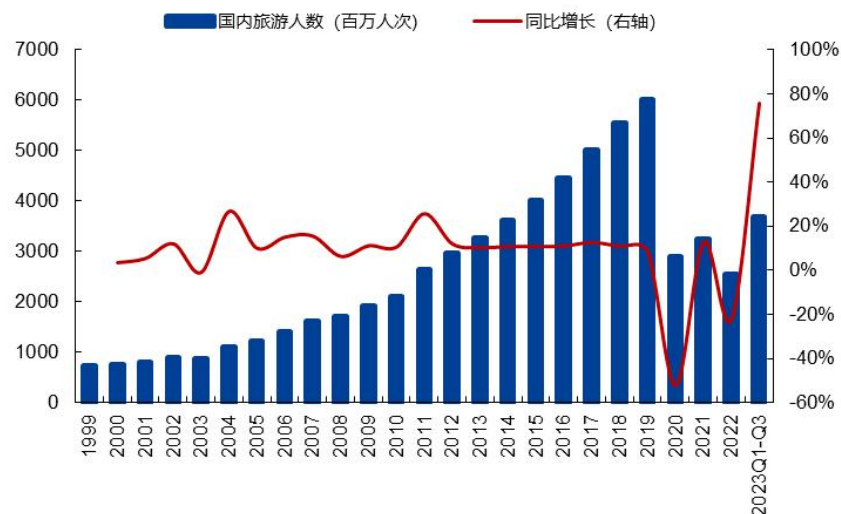
酒店：供需格局错位，龙头整合提速

- ◆ 2023年休闲旅游需求回暖，国内酒店市场复苏进一步向好。
- 2023年基于旺盛的旅游出行需求，国内酒店RevPAR恢复向好。中国旅游研究院上调全年预期，预计下半年旅游出行数据恢复程度较上半年进一步提高。
- ◆ 展望2024年，考虑到休闲旅游需求集中释放后，增速将逐步放缓。伴随经济的进一步修复，商旅需求有望迎来释放，支撑酒店RevPAR进一步提升。

图：我国23Q3旅游人数恢复至19年同期的85%（亿人次）



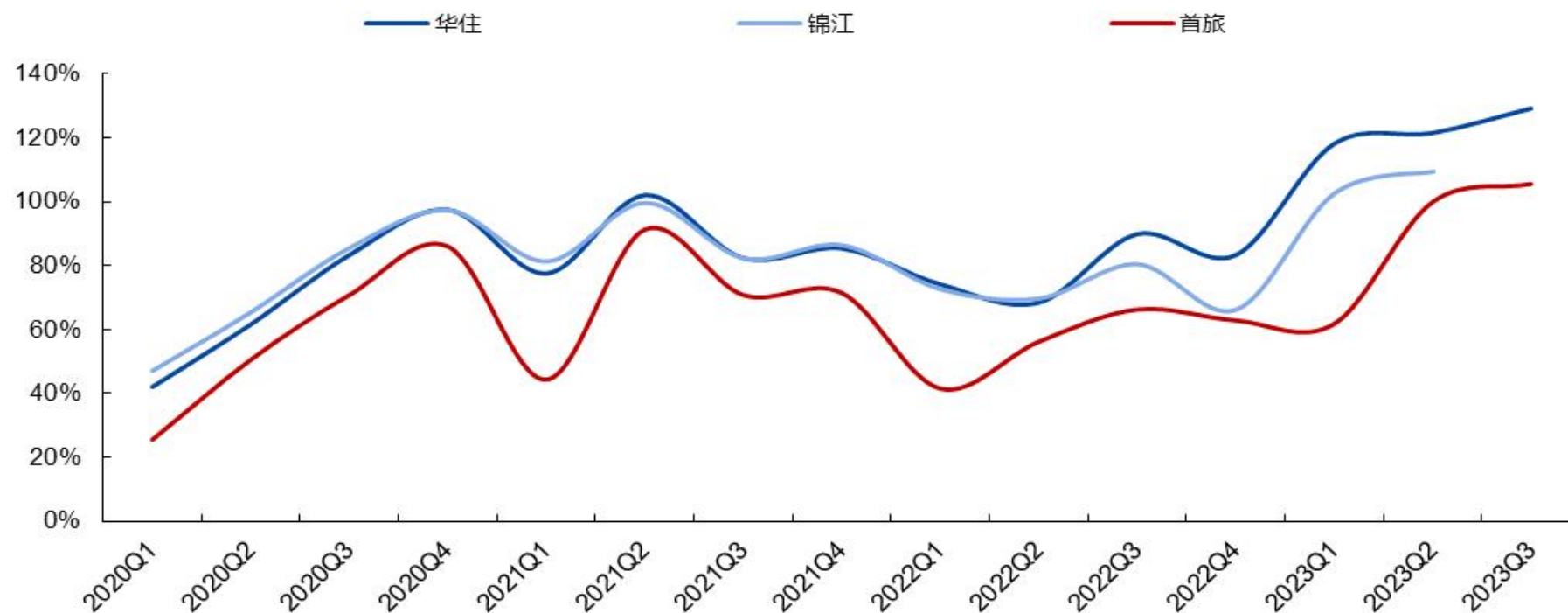
图：休闲旅游需求景气度上调



酒店：年初至今各酒店RevPAR恢复度持续提升

- ◆ 各酒店RevPAR表现亮眼，年初至今恢复度持续提升。
- 受益于商旅、休闲旅游需求回暖，各酒店RevPAR表现亮眼，年初至今恢复度持续提升。截至2023Q2，华住、锦江酒店、首旅酒店RevPAR较19年同期分别为121.36%、109.30%、100%。受暑期旺季以及双节催化带动下，23Q3华住、首旅酒店RevPAR恢复度提升至129%、105.71%。

图：RevPAR较2019年同期恢复度持续提升



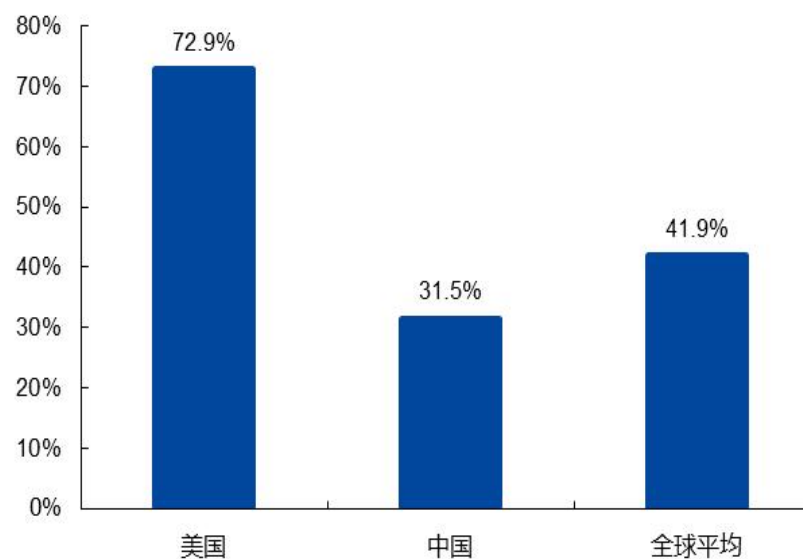
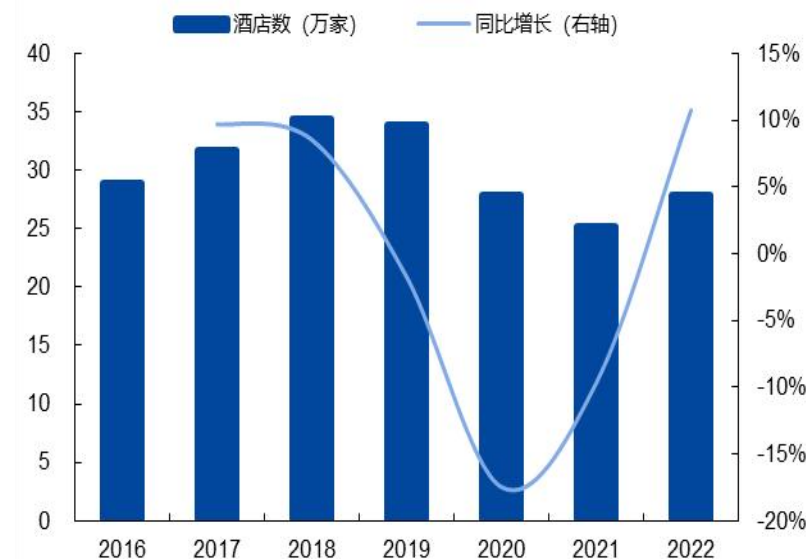
酒店：连锁化进程加速

- ◆ 中长期来看，酒店行业连锁化率进程加速。
- 疫情期间单体酒店加速出清，连锁酒店抗风险能力较强，行业连锁化率有望提升。根据亚朵招股说明书，国内酒店连锁化率为31.5%，远低于全球平均的41.9%及美国的72.9%，未来国内连锁化率具备较大的提升空间。同时，根据迈点研究院数据统计，自疫情爆发以来，国内酒店连锁化率开始加速提升，自2019年的23.4%提升至2022年的39%。

图：疫情加速酒店行业出清

图：2020年连锁酒店渗透率

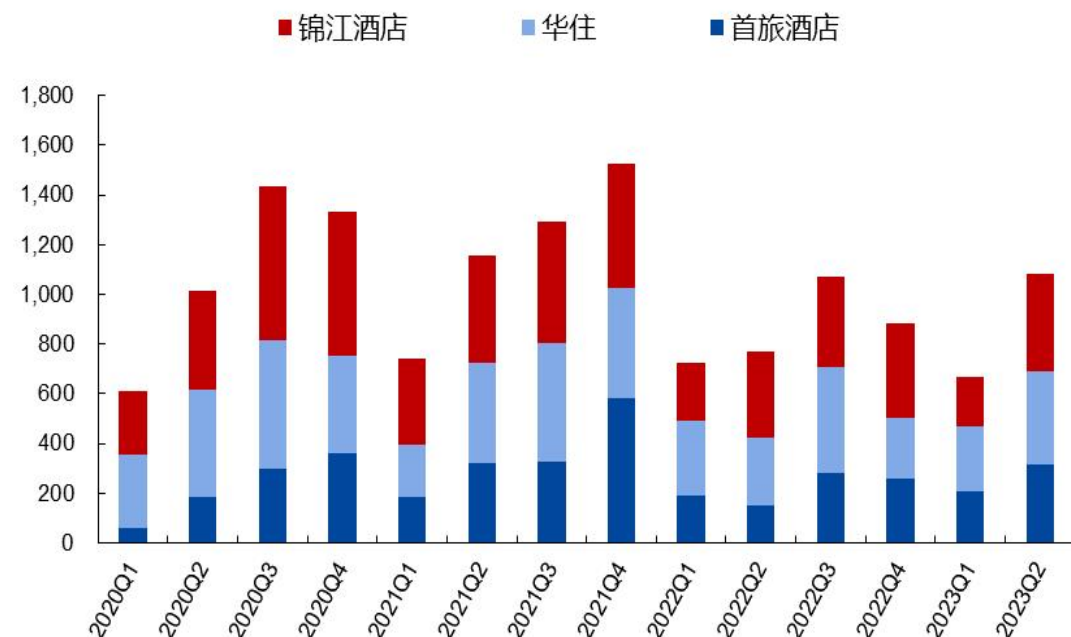
图：国内酒店连锁化率持续提升



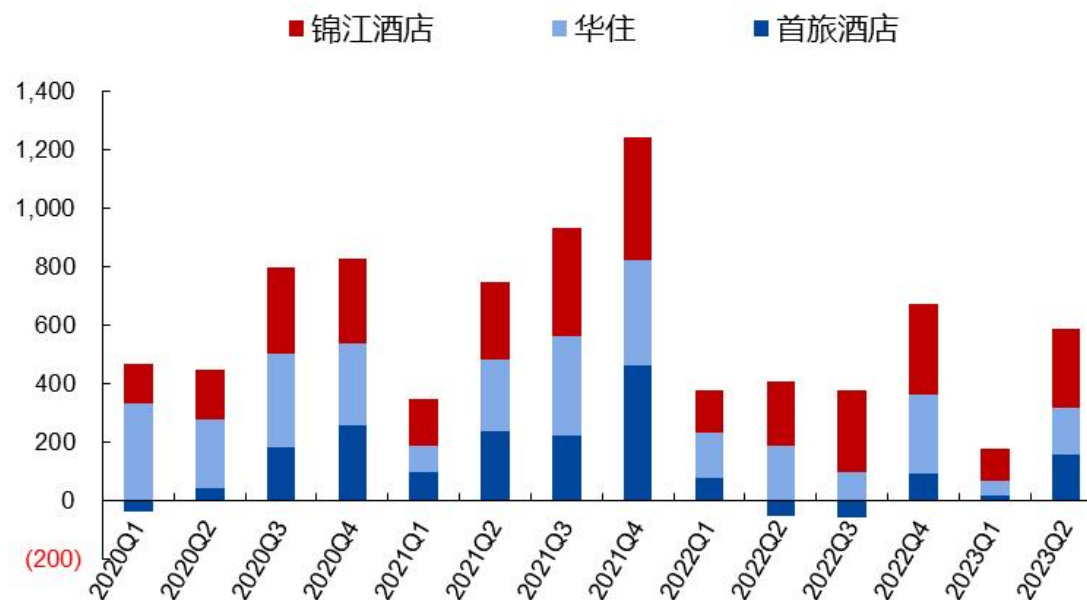
酒店：供给回升，龙头拓店环比提速

◆ 酒店供给回升，龙头拓店环比提速。疫情加速酒店行业供给出清，疫后供给逐步回升。根据数智酒店数据统计，2023年上半年酒店供应整体同比2022年同期增长14%。2023Q2锦江酒店/华住/首旅酒店新开门店390/374/316门店，环比增长100%/42.75%/50.48%；净开门店270/158/160家，环比增长143.24%/222.45%/788.89%。龙头拓店环比提速，连锁化率有望持续增长。

图：三大酒店新开店情况



图：三大酒店净开店情况



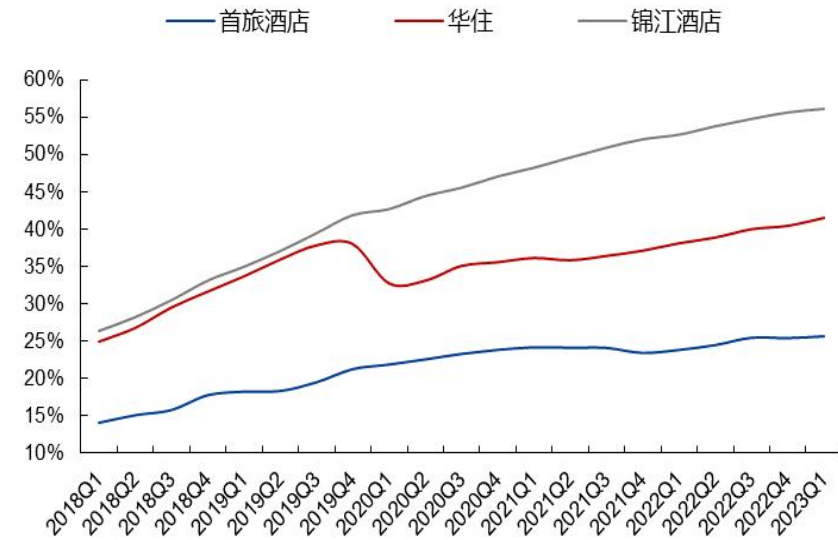
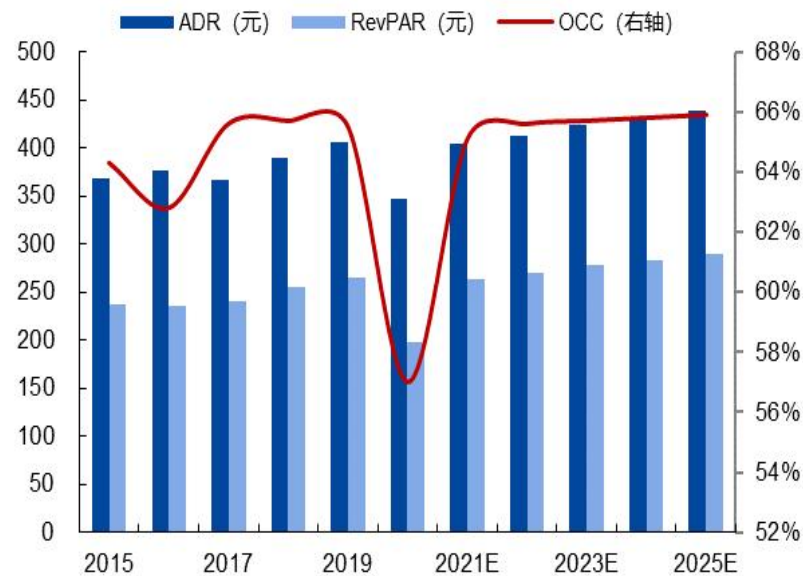
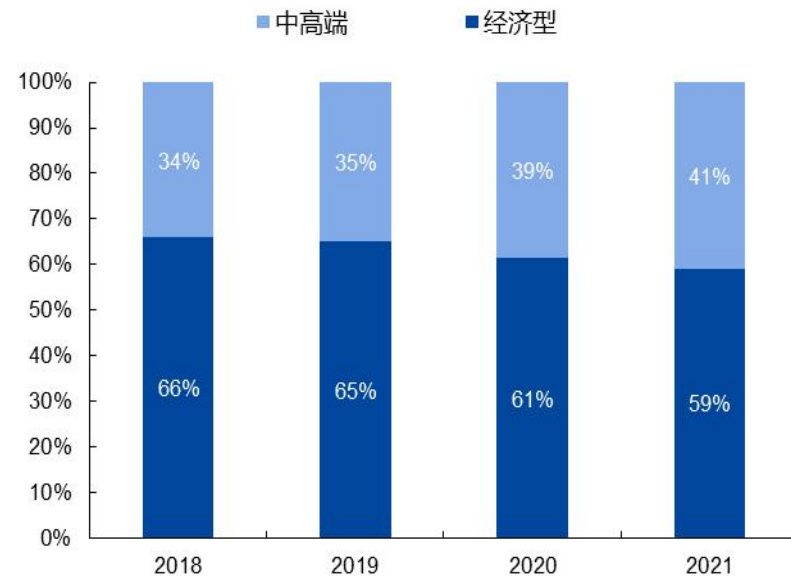
酒店：中高端占比提升

- ◆ 中长期来看，消费升级及成本增加驱动下，国内中高端酒店占比逐年提升。
- 在消费升级驱动下，消费者倾向于选择更高端及服务质量更好、品牌辨识度更高的中高端酒店品牌。
- 考虑到通货膨胀下人工、租金运营等成本不断增加，中长期而言RevPAR必须保持上涨趋势才能维持或提升盈利能力，门店结构升级或将成为众多头部酒店企业的选择。

图：中高端酒店占比持续提升

图：国内中高端连锁酒店经营数据表现

图：首旅/华住/锦江中高端占比持续提升



- 01 市场表现：板块深入回调，估值回归低位
- 02 景区/出境游：回归理性，关注增量逻辑
- 03 酒店：需求仍有支撑，连锁化率提升有望加快
- 04 餐饮：看好继续修复，关注下沉进展
- 05 免税：离岛及口岸免税继续修复，关注市内免税进展
- 06 黄金珠宝：金价上行、悦己需求催化金饰消费
- 07 人服：招聘需求拐点可期，灵工赛道成长确定
- 08 投资建议
- 09 风险提示

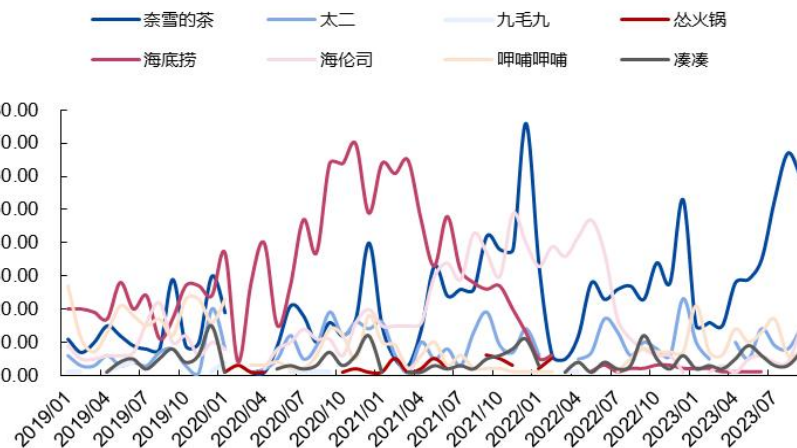
餐饮：购物中心客流回暖，线下餐饮销售额快速修复

- 根据汇客运数据统计，4月场均日客流已恢复至2019年同期的95%水平。伴随全国购物中心客流回暖，外出用餐场景快速修复。根据国家统计局数据，2023年1-9月全国餐饮收入实现3.71万亿元，同比增长18.70%，增速快于社零总额同比增速的6.8%，以及商品零售总额同比增速的5.5%。
- 根据窄门餐眼，自2023年初至9月底，海底捞/太二/怂火锅/凑凑/呷哺呷哺/奈雪的茶/海伦司/九毛九新开店9/75/23/40/101/318/38/1家。太二/怂火锅/凑凑/呷哺呷哺/奈雪的茶计划全年新开店120/35/45/140/600家。怂火锅年中上调全年开店目标，凑凑中报宣布下调全年开店数量。
- 2023年餐饮数据整体恢复较好，但同店经营指标较19年仍有一定差距。展望2024年，伴随客流进一步改善、消费逐步复苏，看好各公司业绩表现，关注下沉市场、数字化、连锁化率提升。

图：餐饮社零收入及较19年同期恢复情况（亿元）

图：主要餐饮企业2019年以来新开店情况

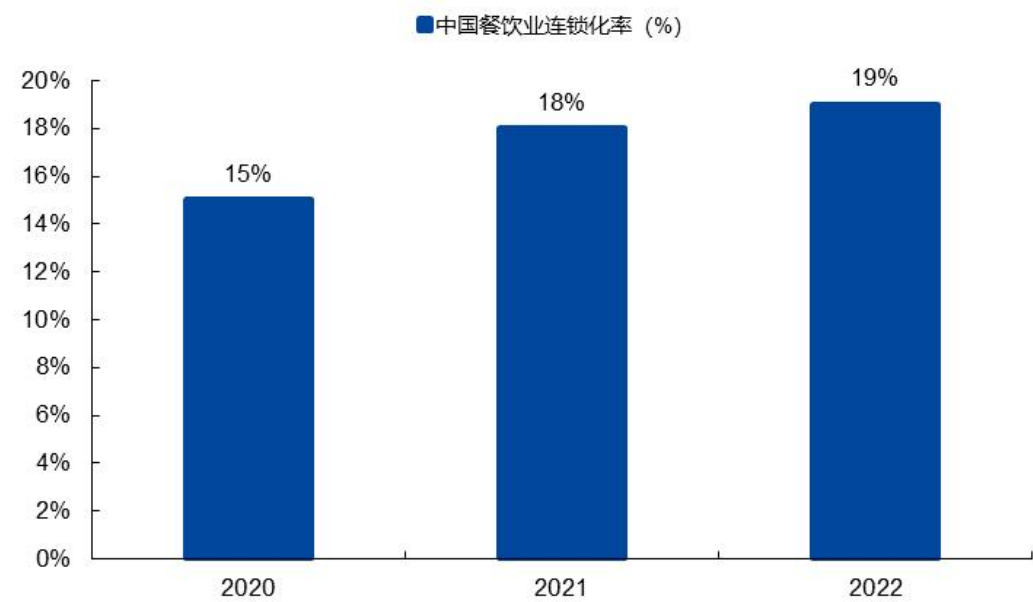
图：全国月度场均日客流及同比



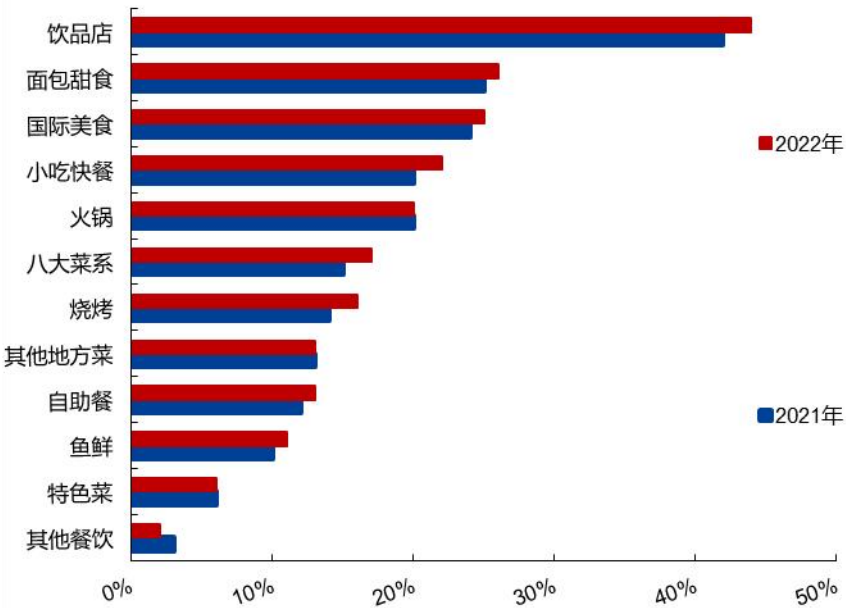
趋势一：连锁化、品牌化进程加速

- ◆ 连锁化、品牌化进程加速。
- 根据美团数据统计，中国餐饮业连锁化率逐年提升，2022年连锁化率为19%。相较于美国54%的餐饮连锁化率，中国餐饮连锁化率仍然具备较大的提升空间。各餐饮品类连锁化率位列前三的依次为饮品店、面包甜点、国际美食，其中饮品店的连锁化率提升至44%。

图：中国餐饮业连锁化率提升



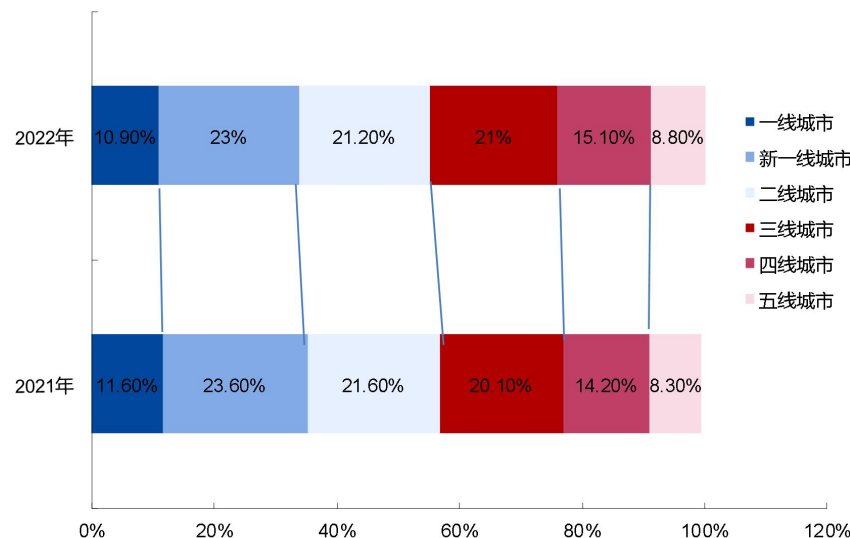
图：2021-2022年各品类连锁化率走势



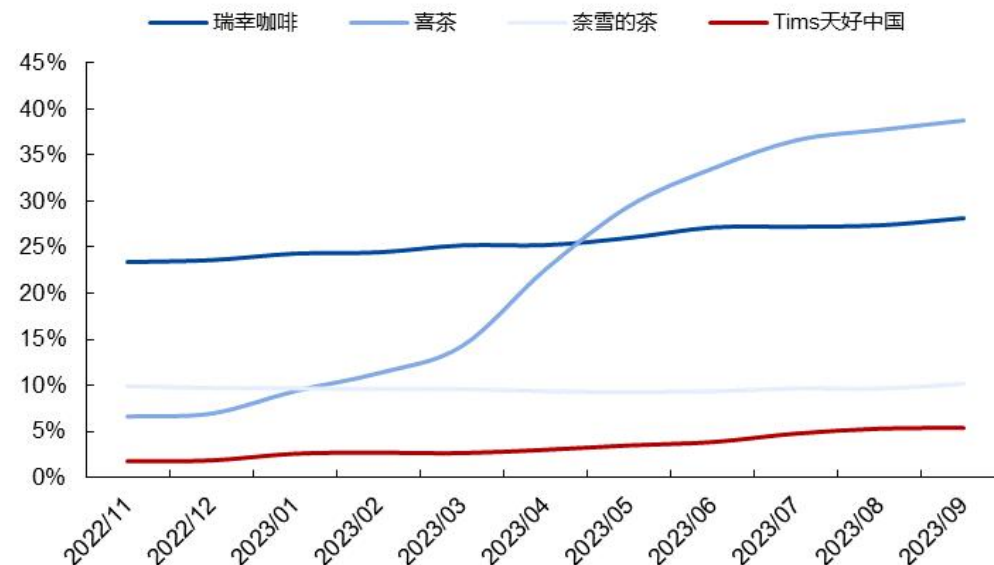
趋势二：二级及以下市场潜力逐步释放

- ◆ 二级及以下市场有望成为品牌餐饮的新蓝海。
- 消费理性背景下，平价消费成为市场主流选择。下沉市场连锁品牌门店的比重逐步增加。根据美团数据统计，2021-2022年餐饮连锁门店区域分布中，三线、四线、五线城市的连锁门店分布提升显著，2022年连锁门店在三线及四线城市的分布均提升0.9pct。
- 2023年7月茶饮品牌喜茶、奈雪的茶相继开放加盟。瑞幸咖啡于今年1月以及去年12月分别在多个低线城市开启新一轮“加盟”。2023年1月Tims中国部署进入更多三四线城市，持续加大下沉市场的拓展力度。

图：中国餐饮业连锁化率提升



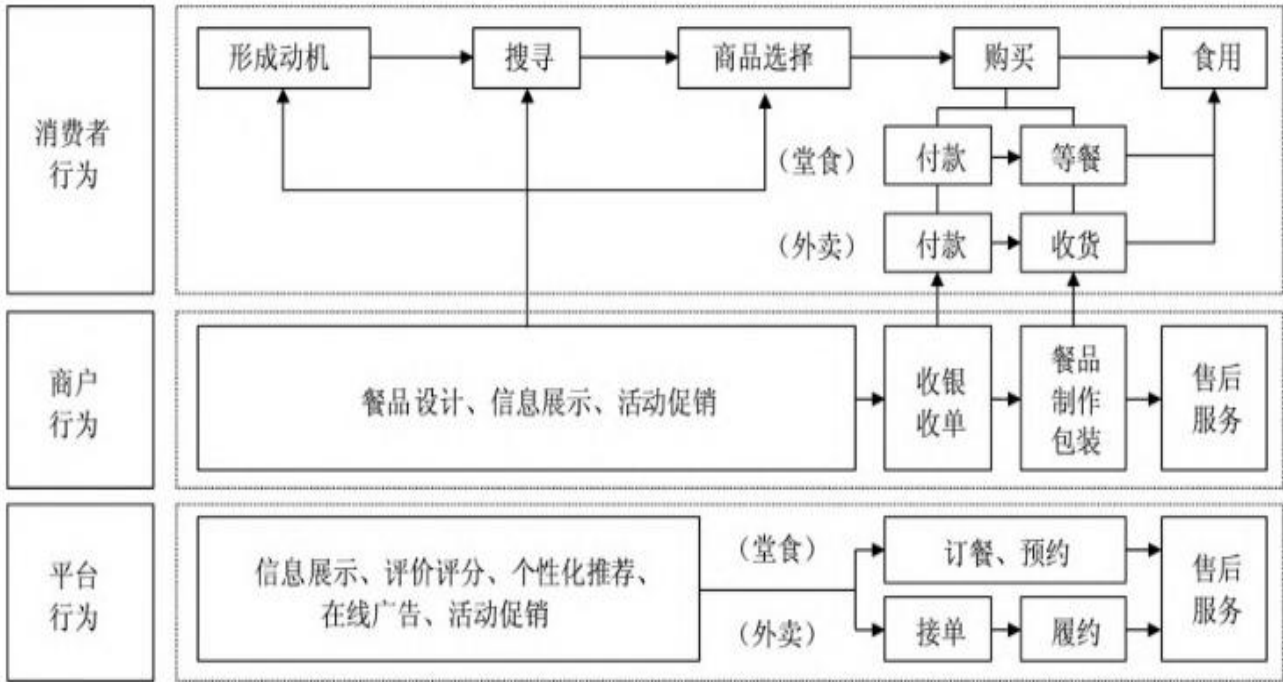
图：多家品牌三四五线城市占比逐月提升



趋势三：数字化赋能餐饮，发展智慧餐饮新势能

- ◆ 数字化赋能餐饮：通过数字技术带动餐饮行业实现边际效率改善、服务体验升级和全要素生产率提升。
- ◆ 餐饮数字化转型外延丰富，从应用场景和面向对象来看，主要分为两大类，（1）面向消费者的营销数字化；（2）商户内部的经营数字化。

图：营销数字化中各市场主体的行为示意图



表：餐饮数字化的多重外延

一级维度	二级维度	基本含义	应用案例
营销数字化	线上化	消费者部分或全部消费转移到线上	在线预定、线上营销、外卖点单
	信息化（可视化/数据化）	记录分析经营数据并提供可视化结果	财务、人事管理系统、在线办公
经营数字化	自动化	将人的基础劳动过程转化为按预定程度运行的自动过程	收银点单、开票、叫号、进销存管理
	智能化	部分或者完全取代人工高级劳动或智力决策过程	智能选址、销售预测

- 01 市场表现：板块深入回调，估值回归低位
- 02 景区/出境游：回归理性，关注增量逻辑
- 03 酒店：需求仍有支撑，连锁化率提升有望加快
- 04 餐饮：看好继续修复，关注下沉进展
- 05 免税：离岛及口岸免税继续修复，关注市内免税进展
- 06 黄金珠宝：金价上行、悦己需求催化金饰消费
- 07 人服：招聘需求拐点可期，灵工赛道成长确定
- 08 投资建议
- 09 风险提示

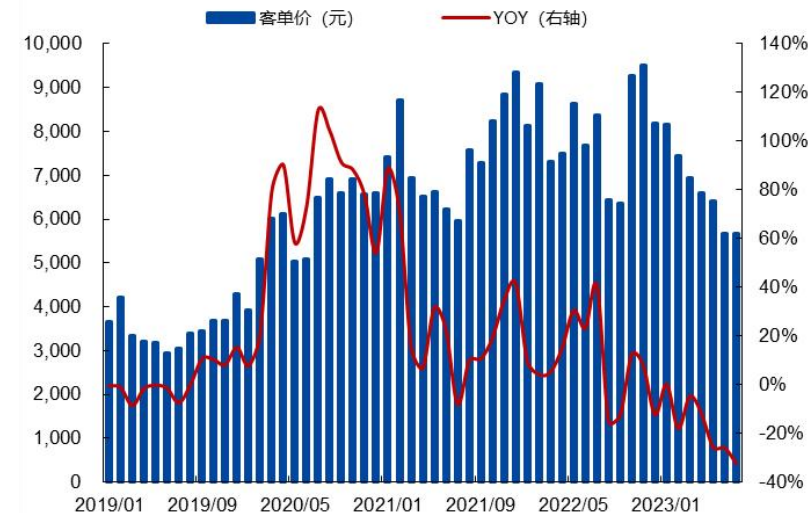
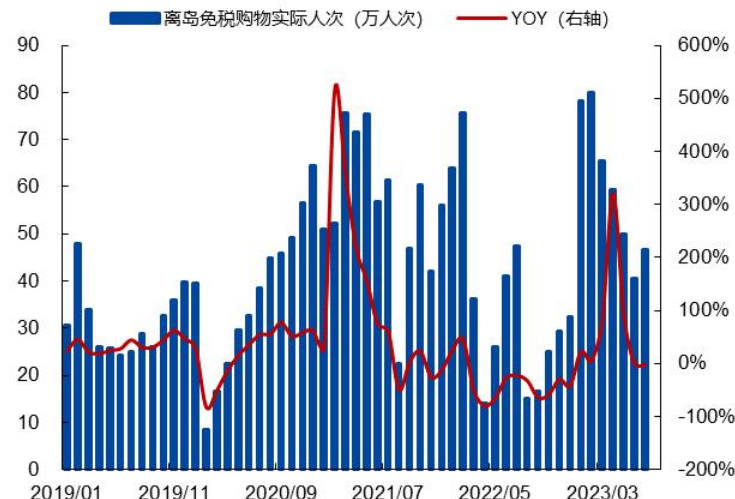
离岛免税：收入端稳步复苏，客单价尚未恢复

- ◆ 根据海口海关统计，2023年前三季度海南离岛免税购物金额为349.4亿元，同比增长28.6%，较2021年同期下降1.7%；购物人次525万人次，同比增长56.3%，较2021年同期增长2.33%；客单价约6655元，同比下降17.70%，较2021年同期下降3.94%。其中2023年8-9月，海南离岛免税销售额60.1亿元，购物人次约105.1万人次，客单价约5723元。
- ◆ 2023年中秋国庆假期前7天（9月29日至10月6日），海口海关共监管离岛免税销售金额13.3亿元，同比增长117%，免税购物人数为17万人次，同比增长143%。客单价7823元/人，恢复至23年五一、21年国庆的96.58%、95.80%。

图：离岛免税购物金额及同比增速

图：离岛免税购物实际人次及同比增速

图：离岛免税购物客单价及同比增速



离岛免税：消费复苏、供给扩容，需求有望持续恢复

◆ 展望2024年，我们认为伴随消费力、客流的逐步回暖，有望带动离岛免税购物金额、客单价的进一步复苏。同时三亚免税城二期有望于2023年开业，三亚免税城三期等重磅项目有望于2024年逐步落地，建议关注离岛免税经营面积再扩的中国中免。

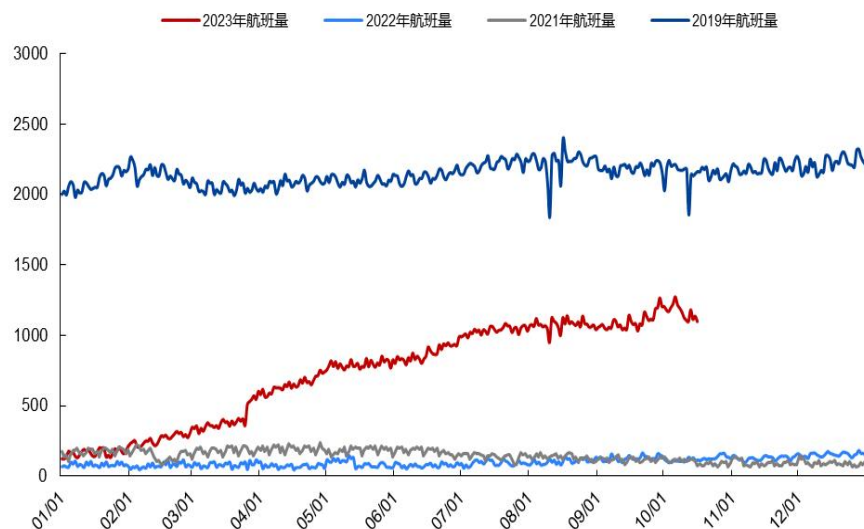
表：离岛免税店开店时间

分类	免税店	运营商	开业时间
原有门店	三亚海棠湾免税店	中免	2014年9月试营业
	海口美兰机场免税店	中免控股海免	2011年12月21日
	海口日月广场免税店	中免控股海免	2019年1月19日/2019年6月1日启动二期
	琼海博鳌免税店	中免控股海免	2019年1月19日
新增门店	中服三亚国际免税购物公园	中服免税	2020年12月30日一期开业/2021年10月1日升级亮相
	三亚海旅免税城	海旅投	2020年12月30日
	海控全球精品（海口）免税城	海发控	一期2021年1月31日/二期8月30日/三期2022年10月26日开业
在建门店	三亚国际免税城一期2号地	中免	进入联合竣工验收阶段，预计23年开业
	三亚国际免税城海棠湾三期	中免与太古里各50%	预计2024年起分阶段落成

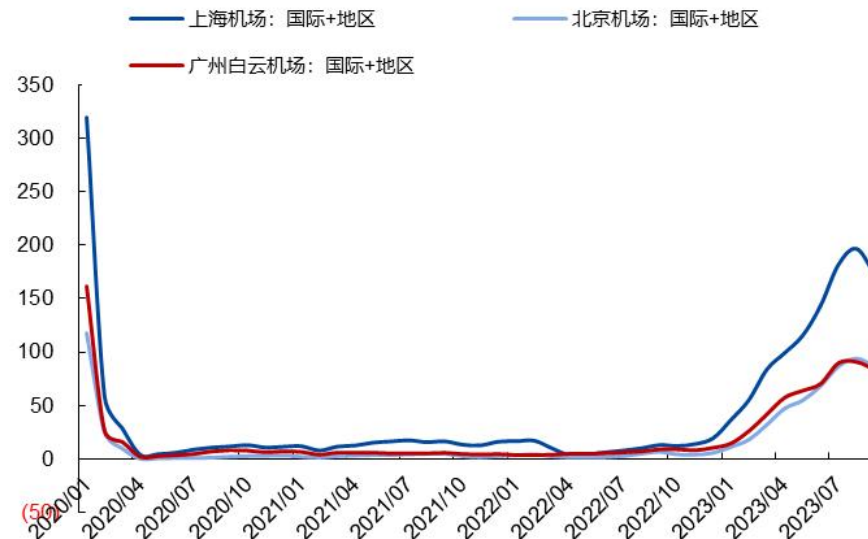
口岸免税：国际客流进一步修复，有望带动口岸免税销售额

- ◆ 根据航班管家数据，截至10月22日，国际航线客运航班量恢复至2019年同期的51.3%。冬航季民航国际客运航班量预计恢复至2019年同期的80%左右。近期中美航班将增加，根据美国交通部新命令，自1月9日允许中方航司每周执行最多35个中美直航客运航班，若美方航司对等，中美将会有每周70个直航航班。
- ◆ 根据三大机场披露数据统计，2023年第三季度上海浦东机场、北京首都机场、广州白云机场国际航线吞吐量分别恢复至19年同期的55.28%、53.06%、54.97%，恢复度环比二季度进一步提升，有望带动口岸免税销售。

图：国际航线执行航班量（架次）（截至2023年10月16日）



图：三大机场国际客流逐步修复



市内免税：建议关注市内免税政策的进展情况

- ◆ 市内免税：建议关注市内免税政策的进展情况。
- ◆ 政策端来看，2023年3月国家发改委发布《关于关于促进消费扩容提质加快形成强大的国内市场的实施意见》，完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店。鼓励有条件的城市对市内免税店的建设经营提供土地、融资等支持，在机场口岸免税店为市内免税店设立离境提货点。在出入境客流持续修复的背景下，市内免税政策有望加速落地。

表：2020年至今市内免税相关政策

发布时间	发文主体	政策名称	政策要点
2022年2月	深圳市商务局	《深圳市关于加快建设国际消费中心城市的若干措施》	争取国家政策支持，推动建设具有深圳特色的 <u>市内免税店</u> ，引导境外消费回流。优化通关和签证便利措施，完善境外旅客服务中心等配套，优化“离境退税”服务和加强消费维权，推动“即买即退”政策落地，探索“电子退税”政策试点，力争到2025年在全市新增200家离境退税定点商店。
2021年10月	中共中央、国务院	《成渝地区双城经济圈建设规划纲要》	支持符合条件的地区建设 <u>市内免税店</u> 、口岸免税店、离境提货点。优化离境退税服务，促进国际消费便利化。
2021年9月	山西省商务厅	《陕西省商务发展“十四五”规划》	加快 <u>西安市内免税店开业</u> ，对标韩国、日本等国市内免税店发展经验实施高标准经营，设置国际品牌商品、陕西特色商品等多元商品陈设柜台，推动市内购买与机场提货等购物流程衔接。增加离境退税商店密度，优化离境退税流程与服务
2021年8月	山西省人民政府	《山西省“十四五”“一带一路”开放型经济发展及对外开放新高地建设规划的通知》	积极跟踪国家免税店政策，争取建设山西特色 <u>市内免税店</u> ，提升购物退税服务水平，持续吸引国际游客赴我省旅游消费。
2021年5月	浙江省发改委	《浙江省国内贸易发展“十四五”规划和浙江省自由贸易发展“十四五”规划》	引进国外消费品牌，扩大优质消费品进口，打造进口商品世界超市；建设免税店、免税购物街区，优化退税流程；进一步集聚长三角、中西部和全球消费资源，吸引外来消费，培育具有全球影响力的国际消费中心城市，打造国内大循环战略支点。
2020年2月	发展改革委	《关于促进消费扩容提质加快形成强大的国内市场的实施意见》	完善市内免税店政策，建设一批 <u>中国特色市内免税店</u> 。鼓励有条件的城市对 <u>市内免税店</u> 的建设经营提供土地、融资等支持，在机场口岸免税店为市内免税店设立离境提货点。

资料来源：财政部，商务海关总署，华金证券研究所整理

- 01 市场表现：板块深入回调，估值回归低位
- 02 景区/出境游：回归理性，关注增量逻辑
- 03 酒店：需求仍有支撑，连锁化率提升有望加快
- 04 餐饮：看好继续修复，关注下沉进展
- 05 免税：离岛及口岸免税继续修复，关注市内免税进展
- 06 黄金珠宝：金价上行、悦己需求催化金饰消费
- 07 人服：招聘需求拐点可期，灵工赛道成长确定
- 08 投资建议
- 09 风险提示

黄金珠宝：社零金银珠宝零售额数据表现亮眼

- ◆ **社零金银珠宝零售额数据表现亮眼。**根据国家统计局数据，2023年前三季度社零金银珠宝零售额为2471.6亿元，同比增长12.2%。
- ◆ 根据中国黄金协会数据统计，2023年前三季度，全国黄金消费量835.07吨，与2022年同期相比增长7.32%。其中：黄金首饰552.04吨，同比增长5.72%；金条及金币222.37吨，同比增长15.98%；工业及其他用金60.66吨，同比下降5.53%。
- ◆ **展望2024年**，黄金珠宝公司持续拓店，销售额有望维持增长。长期来看，基于悦己性、礼品性需求渗透率的提升，以及消费人群趋向年轻化，叠加黄金保值属性，黄金饰品有望持续向好。

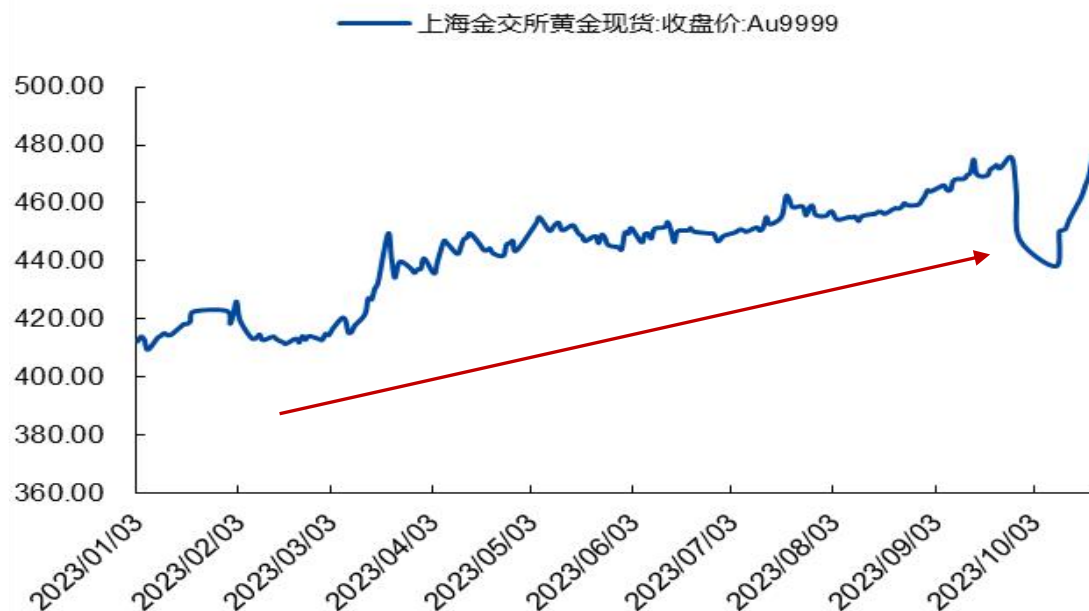
图：黄金珠宝社零数据表现亮眼



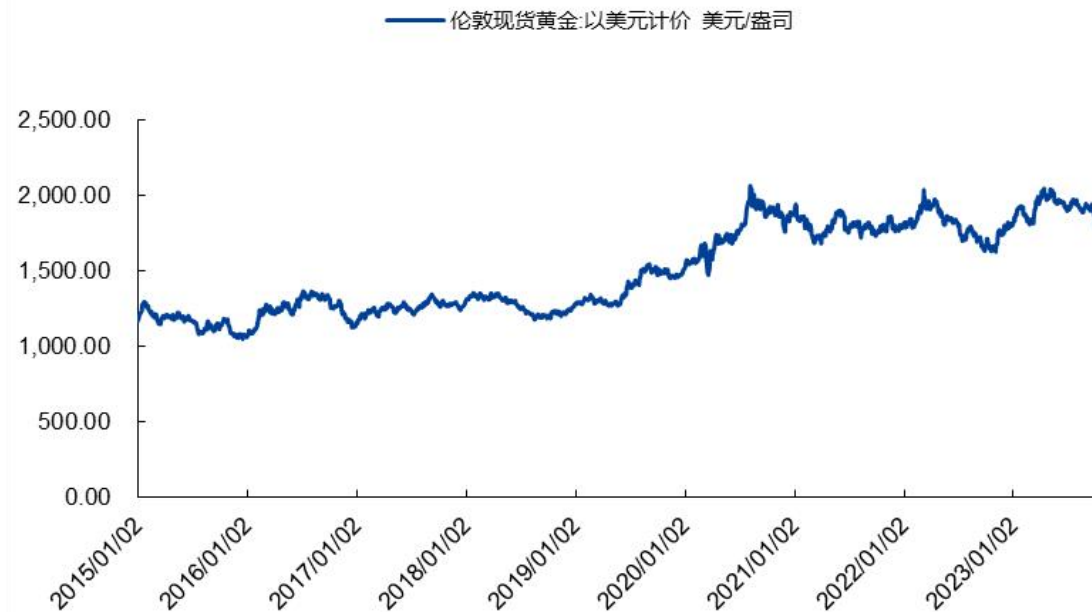
黄金珠宝：金价上行催化金饰消费

- ◆ 行业需求：（1）金价上行催化金饰消费；（2）需求场景拓展，消费人群年轻化。
- 黄金饰品终端价格跟金价具备相关性，金价波动会直接影响居民购买黄金珠宝的购买成本和消费意愿。
- 2023年以来，金价呈现出持续上涨的趋势。根据上海金交所数据，截至2023年10月20日，黄金均价为474.84元/克，相较年初涨幅达到15.18%。巴以冲突避险情绪高涨，叠加美联储鸽派表态，金价有望上行。黄金珠宝板块受益于金价反弹，叠加年末年初为销售旺季，有望带动销售上行。

图：2023年以来黄金价格持续上涨（元/克）



图：黄金价格持续上涨（美元/盎司）



黄金珠宝：需求场景拓展，消费人群年轻化

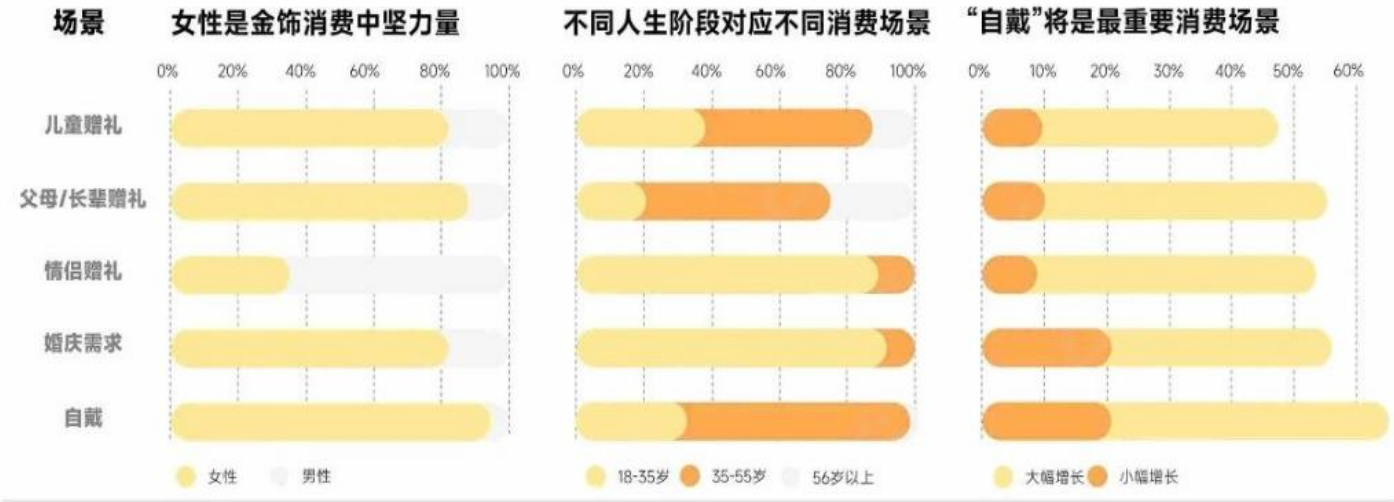
- ◆ 行业需求：（1）金价上行催化金饰消费；（2）需求场景拓展，消费人群年轻化。
- 需求场景逐渐拓展。随居民生活水平提高，以及黄金饰品款式增多、工艺复杂化，黄金饰品从单一的戒指消费逐步拓展至吊坠、耳钉、手链等个性化、套系化的饰品，这表明自戴、礼品馈赠需求渗透率仍在持续提升。
- 消费人群年轻化。根据《2021中国黄金珠宝消费调查白皮书》显示，中国黄金珠宝消费主力正朝着年轻化方向发展，金店主要消费人群集中在25-50岁之间，其中25-35岁群体的消费比例高达75.59%。同时，线上电商渠道提供的优惠、丰富的SKU、便利的送货上门服务及其本身自带的金融属性，带动了年轻消费群体网购黄金首饰的热潮。

图：黄金饰品工艺创新

产品类别	工艺	价格	重量 (与同类产品比)	硬度	产品款式	主要消费群体
普通足金	基础	取决于克重 工费低	100%	硬度低，易变形	款式传统单一	消费群体覆盖广泛，整体年龄偏高
3D硬金	电铸	按件/按克 计价 克重小 溢价/工费 较高	30%	硬度高，不易变形，脆而易断	款式时尚	单价敏感度最低，消费活跃度最高的年轻消费人群
5D硬金	无氰电铸		20%	硬度更高韧性更强	款式时尚多变	
5G黄金	精密车磨打		55%	硬度高韧性更强	款式时尚多变	
古法黄金	古老铸金	取决于克重 工费差异大	166.67%	硬度较高韧性更强	古色古香，哑光质感，细节精致	消费能力较强的30-45岁中产人群为主力

新式工艺

图：金饰受“悦己”消费、“她经济”驱动，自戴场景和女性消费者为市场重要推手

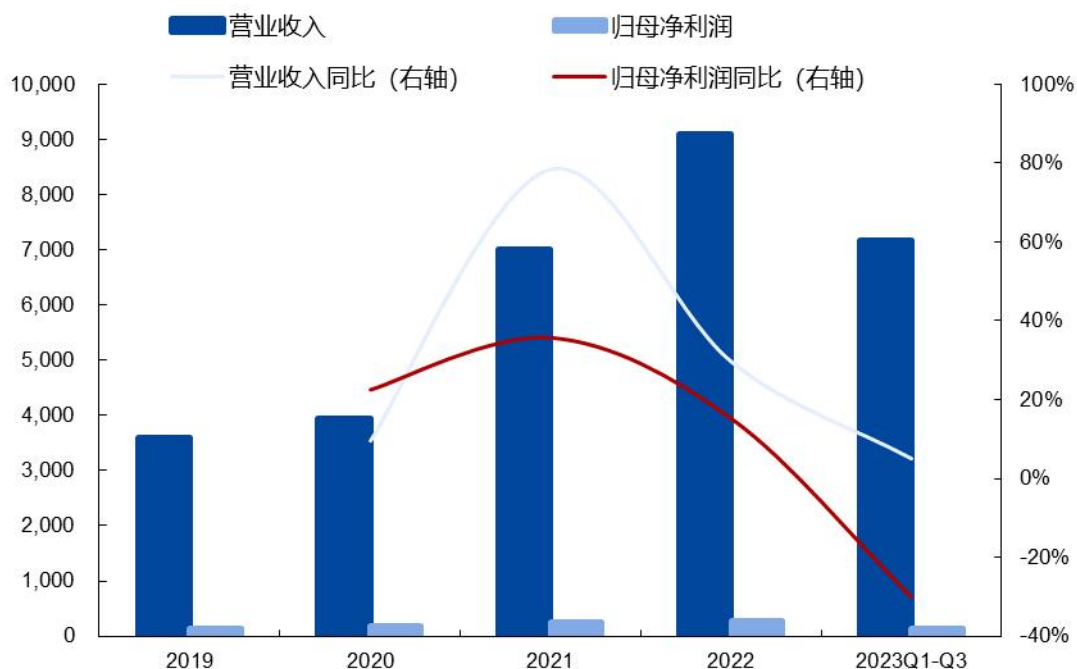


- 01 市场表现：板块深入回调，估值回归低位
- 02 景区/出境游：回归理性，关注增量逻辑
- 03 酒店：需求仍有支撑，连锁化率提升有望加快
- 04 餐饮：看好继续修复，关注下沉进展
- 05 免税：离岛及口岸免税继续修复，关注市内免税进展
- 06 黄金珠宝：金价上行、悦己需求催化金饰消费
- 07 人服：招聘需求拐点可期，灵工赛道成长确定
- 08 投资建议
- 09 风险提示

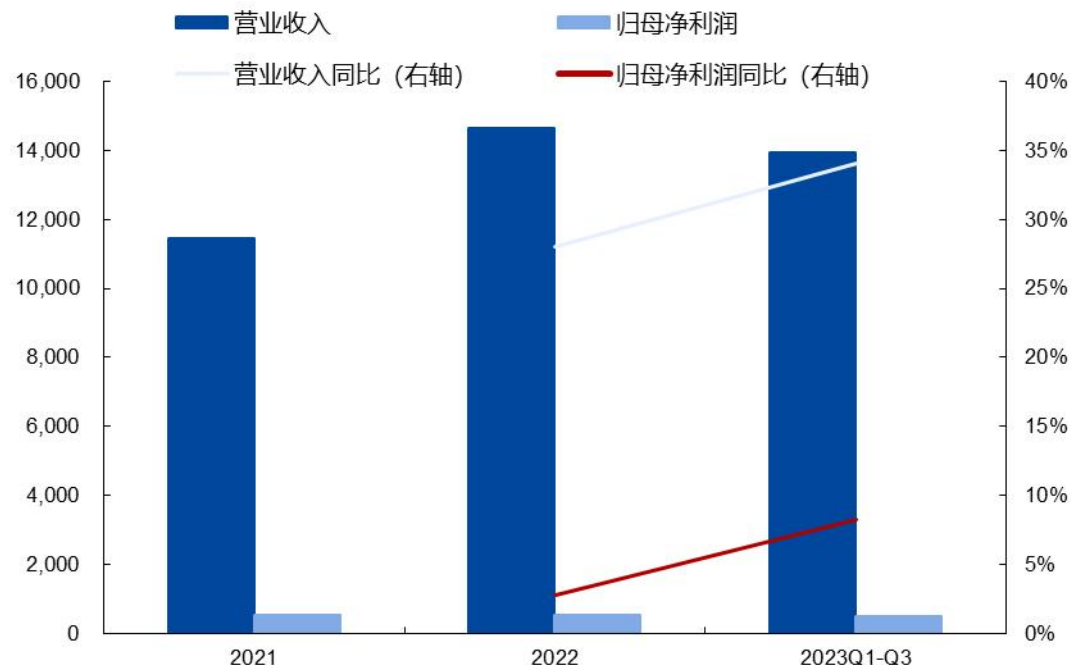
人服：2023年人服企业韧性较强，前三季度归母略承压

- ◆ 人服企业2023年前三季度归母略承压。人力资源服务上市公司2023年前三季度实现营收211.29亿元，同比增长22.63%，归母净利润6.28亿元，同比下降4.42%。其中科锐国际实现营收71.7亿元，同比增长5.17%，归母净利润4.76亿元，同比下降30.12%；外服控股实现营收139.59亿元，同比增长34.07%，归母净利润4.76亿元，同比增长8.28%

图：科锐国际营收及归母净利润（百万元）



图：外服控股营收及归母净利润（百万元）



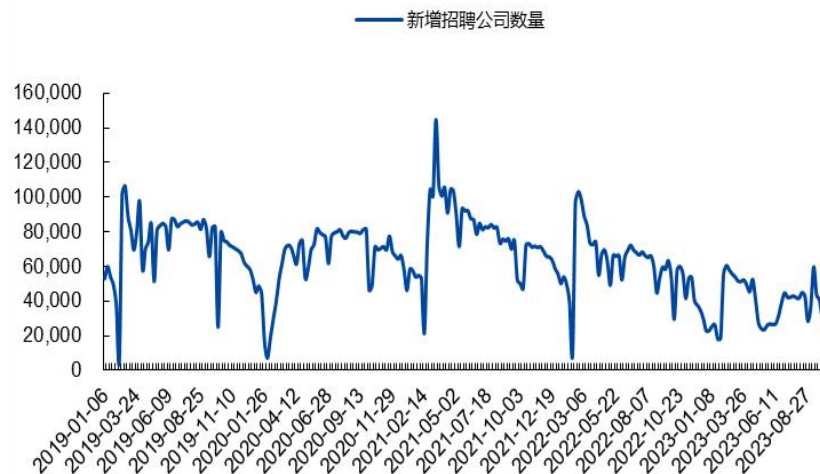
人服：伴随经济回暖，招聘需求有望迎来改善

- ◆ 青年失业率持续提升。自2018年以来至今城镇失业率总体维持在5%左右，但16-24岁青年失业率逐年走高，2023年失业率水平明显高于2019年同期水平，主要系毕业人数增加以及企业端招聘需求萎缩。
- ◆ 受经济复苏预期影响，企业端招聘需求亟待修复。2023年前三季度招聘企业增量共计401万个，恢复至2019年同期的45.5%。2023年前三季度招聘帖数增量共计154.6万个，恢复至2019年同期的52.3%。我们认为伴随宏观经济的逐步复苏，招聘需求有望迎来改善。

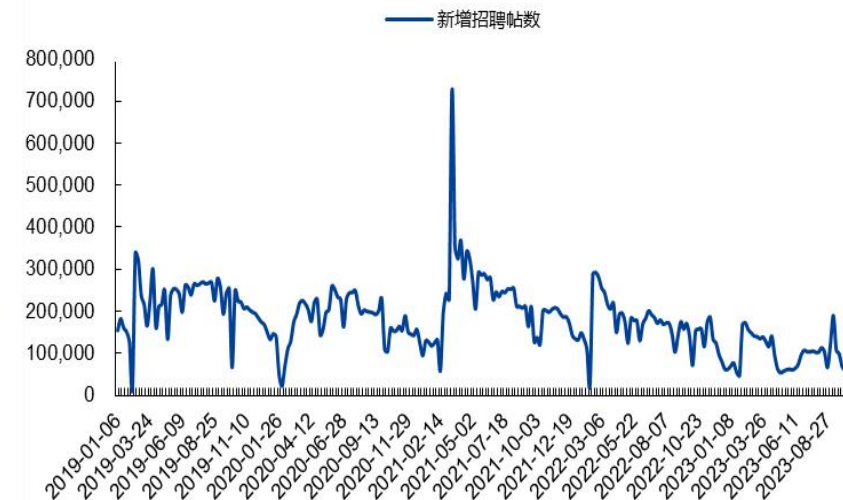
图：青年失业率持续提升



图：新增招聘公司数量（个）



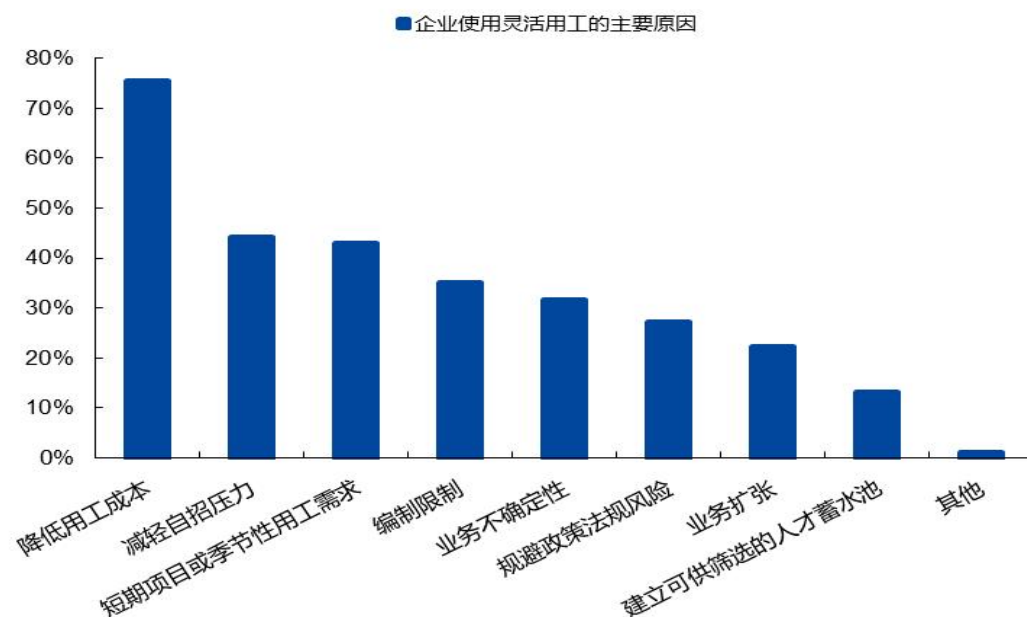
图：新增招聘帖数（个）



人服：企业应对经济波动，催生灵活用工需求

- ◆ 企业应对经济波动需求增加，催生灵活用工需求。
- ◆ 在宏观经济不确定性提升和经济增长乏力的背景下，企业生产经营面临众多困难，为了节约成本和提升业务灵活性，企业更倾向于选择灵活用工这种更富有弹性的人才组织形式，以提升人才资源配置效率。

图：企业使用灵活用工的主要原因



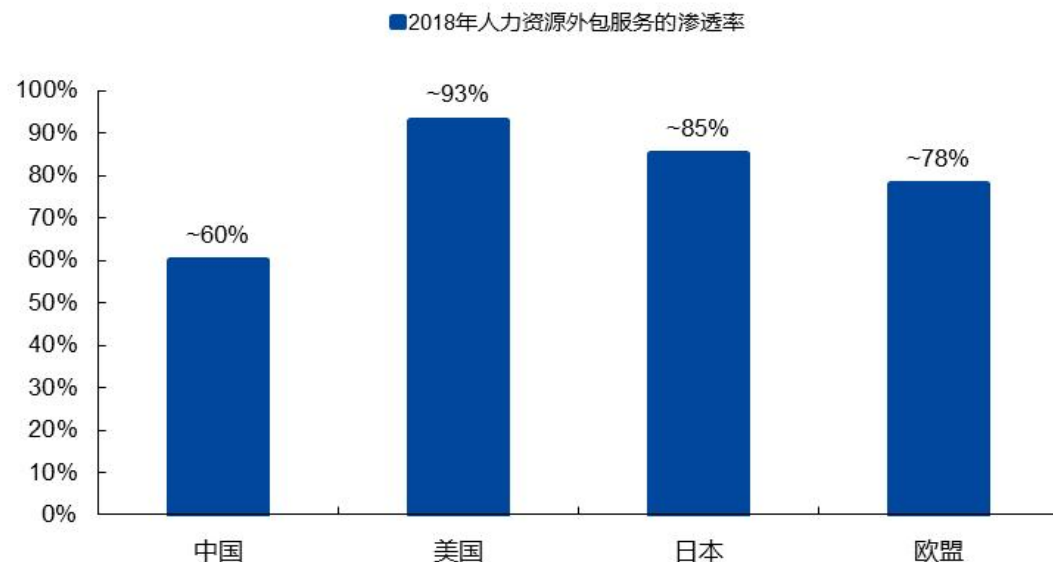
图：招聘指数和PMI滞后一期指数基本成正比



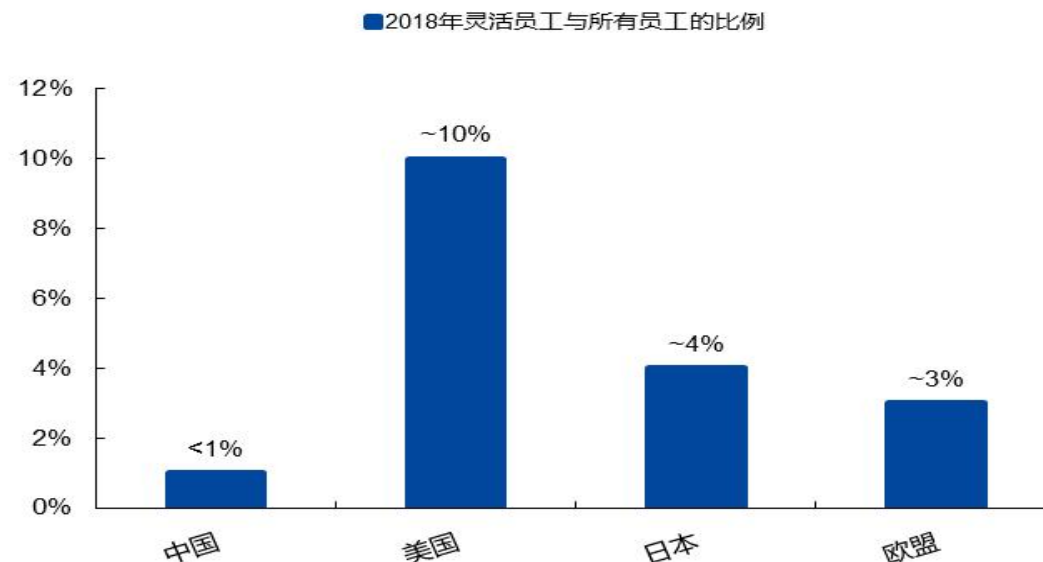
人服：我国灵活用工渗透率较低，未来具备较大提升空间

- ◆ 我国灵活用工渗透率较低，未来具备较大提升空间。
- ◆ 根据人瑞人才招股说明书，2018年我国灵活用工渗透率不足1%，低于日本、美国的4%、10%水平。伴随着企业规模扩大，处于扩张期和整合期的企业在降低人力成本以及转移风险的双重需求驱动下，未来我国灵活用工渗透率具备较大提升空间。
- ◆ 展望2024年，我们认为人服行业建议关注（1）宏观经济复苏拐点，推动企业用工需求提升；（2）我国灵工渗透率较低，未来具备较大提升空间。

图：外包服务渗透率



图：灵活用工渗透率



- 01 市场表现：板块深入回调，估值回归低位
- 02 景区/出境游：回归理性，关注增量逻辑
- 03 酒店：需求仍有支撑，连锁化率提升有望加快
- 04 餐饮：看好继续修复，关注下沉进展
- 05 免税：离岛及口岸免税继续修复，关注市内免税进展
- 06 黄金珠宝：金价上行、悦己需求催化金饰消费
- 07 人服：招聘需求拐点可期，灵工赛道成长确定
- 08 投资建议
- 09 风险提示

◆ 分板块来看，景区板块，今年补偿性旅游需求释放明显，展望2024年，预计旅游出行需求回归理性，但在假期延长等推动下仍具备一定韧性，重点关注交通改善、项目扩张、内容扩张以及国企改革等因素带来的增量方向，建议关注长白山、天目湖、峨眉山A、中青旅、黄山旅游、三特索道、宋城演艺；酒店板块，展望2024年，前期集中释放后，休闲旅游需求增速将逐步放缓，而伴随宏观经济的进一步修复，商旅需求逐步迎来释放，有望支撑酒店RevPAR进一步提升，建议关注华住集团-S、首旅酒店、锦江酒店、君亭酒店；餐饮板块，展望2024年，伴随线下客流进一步改善、消费逐步复苏，看好餐饮明年表现，关注下沉市场、数字化、连锁化率提升，建议关注九毛九、海伦司、达势股份、海底捞、奈雪的茶；免税板块，展望2024年，离岛免税：伴随消费力、客流的逐步回暖，有望带动离岛免税购物金额、客单价的进一步复苏。口岸免税：伴随国际客流进一步修复，有望带动口岸免税销售额提升。市内免税：建议关注市内免税政策的进展情况。建议关注离岛免税经营面积再扩的中国中免；黄金珠宝板块，展望2024年，黄金珠宝公司持续拓店，销售额有望维持增长。长期来看，基于悦己性、礼品性需求渗透率的提升，以及消费人群趋向年轻化，叠加黄金保值属性，黄金饰品有望持续向好，建议关注老凤祥、周大生、潮宏基、菜百股份；人力资源服务板块，展望2024年，我们认为人力资源服务行业建议关注（1）宏观经济有望加速改善，推动企业用工需求提升；（2）灵工渗透率较低，短期有望受益于经济波动，长期具备较大提升空间，建议关注北京人力、科锐国际、外服控股。

重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	收盘价	总市值（亿元）	EPS			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
601888.SH	中国中免*	93.90	1,943	3.44	4.67	5.84	27.29	20.10	16.07
600861.SH	北京人力*	23.31	132	1.32	1.82	2.15	17.60	12.82	10.83
600258.SH	首旅酒店	16.46	184	0.69	0.95	1.20	23.85	17.32	13.67
600754.SH	锦江酒店*	32.89	352	1.30	1.83	2.29	25.34	17.97	14.38
9869.HK	海伦司*	5.88	74	0.26	0.34	0.44	23.00	17.48	13.50
1179.HK	华住集团-S*	29.80	973	1.17	1.24	1.47	25.38	24.08	20.34
6862.HK	海底捞*	19.84	1,106	0.83	0.95	1.10	24.04	20.87	18.04
9922.HK	九毛九*	8.70	127	0.39	0.63	0.84	22.49	13.90	10.34
300144.SZ	宋城演艺	11.19	293	0.34	0.47	0.60	32.91	23.81	18.65
300662.SZ	科锐国际	30.99	61	1.29	1.77	2.24	24.02	17.51	13.83
603136.SH	天目湖*	19.13	36	0.97	1.22	1.44	19.80	15.62	13.28
603099.SH	长白山	14.73	39	0.60	0.70	0.81	24.55	21.04	18.19
2150.HK	奈雪的茶*	3.74	64	0.13	0.28	0.43	28.51	13.28	8.72
600662.SH	外服控股*	5.16	118	0.28	0.33	0.38	18.61	15.83	13.57
000888.SZ	峨眉山A*	9.57	50	0.56	0.63	0.74	17.03	15.24	13.02
1992.HK	复星旅游文化*	7.00	87	0.38	0.53	0.71	18.47	13.28	9.87
605599.SH	莱百股份	14.30	111	0.94	1.09	1.20	15.21	13.12	11.92
600612.SH	老凤祥*	62.30	326	4.26	4.93	5.62	14.62	12.63	11.08
002345.SZ	潮宏基*	6.57	58	0.45	0.55	0.67	14.63	11.86	9.83
002867.SZ	周大生*	16.55	181	1.27	1.50	1.74	13.08	11.06	9.52
1405.HK	达势股份*	64.00	83	-0.54	-0.25	0.65	-118.87	-256.00	99.06
600515.SH	海南机场*	3.81	435	0.10	0.13	0.16	40.02	29.42	24.49
605108.SH	同庆楼	29.60	77	1.08	1.48	1.88	27.41	20.00	15.74

- 01 市场表现：板块深入回调，估值回归低位
- 02 景区/出境游：回归理性，关注增量逻辑
- 03 酒店：需求仍有支撑，连锁化率提升有望加快
- 04 餐饮：看好继续修复，关注下沉进展
- 05 免税：离岛及口岸免税继续修复，关注市内免税进展
- 06 黄金珠宝：金价上行、悦己需求催化金饰消费
- 07 人服：招聘需求拐点可期，灵工赛道成长确定
- 08 投资建议
- 09 风险提示

- ◆ **市场竞争加剧及扩张风险：**酒店行业的品牌连锁化增长空间较大，行业头部企业将持续扩大门店数量，以保持和提高市场份额，稳固行业领先地位。如果相关公司未来的扩张速度显著落后于其他竞争对手，将会对公司的市场占有率造成不利影响；
- ◆ **消费力恢复不及预期风险：**出行放开之后，居民根据自身情况进行消费活动，若消费力恢复不及预期，将会影响消费修复进程；
- ◆ **宏观经济增长不及预期：**若宏观经济出现衰弱，可能传导至包括酒店、餐饮业在内的中端消费环节，企业商务差旅、会务会议等造成缩减；同时，居民可支配收入预期下降，休闲旅游出行消费需求也会相应降低，将会对相关公司的盈利能力产生负面影响。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上；
- 增持 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%；
- 中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%；
- 卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上。

风险评级：

- A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；
- B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动。

行业评级体系

收益评级：

领先大市 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数10%以上；

同步大市 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-10%至10%；

落后大市 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数10%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；

B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动。

分析师声明

吴东炬声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。

在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示:

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址:

上海市浦东新区杨高南路759号陆家嘴世纪金融广场30层

北京市朝阳区建国路108号横琴人寿大厦17层

深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦10楼05单元

电话: 021-20655588

网址: www.huajinsc.cn