

# 海外消费旺季需求较旺，中国跨境电商有望受益

## 核心观点

海外消费旺季需求较旺，美国“网络星期一”的线上销售达到创纪录的124亿美元。本周一消费者在线上的消费支出较去年的113亿美元增长9.6%，超过了Adobe增长6.1%至120亿美元的预测。“网购周”（从感恩节到“网络星期一”的五天）的网络销售额共计380亿美元，超过了Adobe预测的372亿美元，建议关注出口跨境电商维持高速增长的华凯易佰、安克创新、赛维时代。

## 行业动态信息

本周（11.24-12.1）中信消费者服务行业涨跌幅、商业贸易行业涨跌幅分别为1.09%、1.02%，相对上证综指，分别跑赢1.39pct、1.33pct，相对沪深300分别跑赢2.65pct、2.58pct，在中信一级行业中排名第6、7。

### 板块表现：

**社服：**景区板块涨跌幅第一（-0.26%），酒店>出境游>免税>餐饮，涨跌幅分别为-1.29%、-1.53%、-5.37%、-9.53%。

**商贸零售：**电商及服务板块涨跌幅第一（+4.06%），贸易>专业市场经营>专营连锁>一般零售，涨跌幅分别为+1.54%、+1.43%、+0.65%、-0.13%。

### 板块跟踪：

**免税：**1、韩国外国游客10月销售额8.10亿美元，同比2019年-48.4%/-34.1%（上月为-49.5%/-31.6%），环比-0.2%。2、韩国经济副总理兼企划财政部长官秋庆镐表示，2024年1月1日起将把外国游客在韩退税店购物时可享受的退税消费上限提升至单次100万韩元（约合人民币5488元）和总额500万韩元。

**酒店：**锦江酒店拟以协议转让方式收购上海锦江资本有限公司持有的锦江国际酒店管理有限公司100%股权，交易价格合计为4.61亿元人民币。2023年11月28日，公司与锦江资本、酒管公司签署了《股权转让协议》。

**零售：**居然之家董事长汪林朋表示，居然之家要重塑价值链，从“固定收租”转向“销售分成”，与工厂、经销商形成命运共同体；并要打造数字化产业服务平台，为工厂和经销商进行流量和效率赋能。居然之家执行总裁王宁透露，三年内居然之家要完成80%以上直营分店招商模式的转型。

**海外消费：**“网络星期一”的线上销售达到创纪录的124亿美元。周一，同比增加9.6%，超过了Adobe增长6.1%至120亿美元的此前预期。“网购周”（从感恩节到“网络星期一”的五天）的网络销售额共计380亿美元，超过了Adobe预测的372亿美元。

## 社会服务

维持

强于大市

刘乐文

liulewen@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521080003

SFC 编号:BPC301

陈如练

chenrulian@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520070008

SFC 编号:BRV097

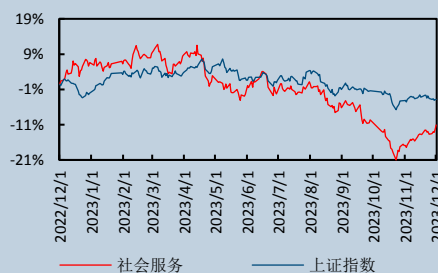
于佳琪

yujiaqibj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521110003

发布日期：2023年12月03日

## 市场表现



## 相关研究报告

- |            |  |
|------------|--|
| 2023-11-27 | 【中信建投社服商贸】：社服商贸2024年投资策略报告：供给侧迭代竞争夺秒，性价比赛道如火如荼 |
| 2023-11-19 | 【中信建投社服商贸】：10月社零增速超预期，黄金珠宝领先可选品类               |
| 2023-11-05 | 【中信建投社服商贸】：关注消费恢复态势，寻找企业增长动能                   |
| 2023-11-04 | 【中信建投社服商贸】：积蓄财务改善基础，迎接来年增长动力                   |
| 2023-10-30 | 【中信建投社服商贸】：双11大促预售开启，板块公司Q3业绩整体稳健              |

## 目录

板块表现及投资建议 .....	1
（一）重点数据跟踪 .....	1
（二）投资建议 .....	5
（三）板块行情 .....	10
（四）子行业表现 .....	12
公司动态 .....	18
（一）休闲服务板块 .....	18
（二）商业贸易板块 .....	20
行业动态 .....	21
（一）休闲服务板块 .....	21
（二）商业贸易板块 .....	23
风险分析 .....	25

## 板块表现及投资建议

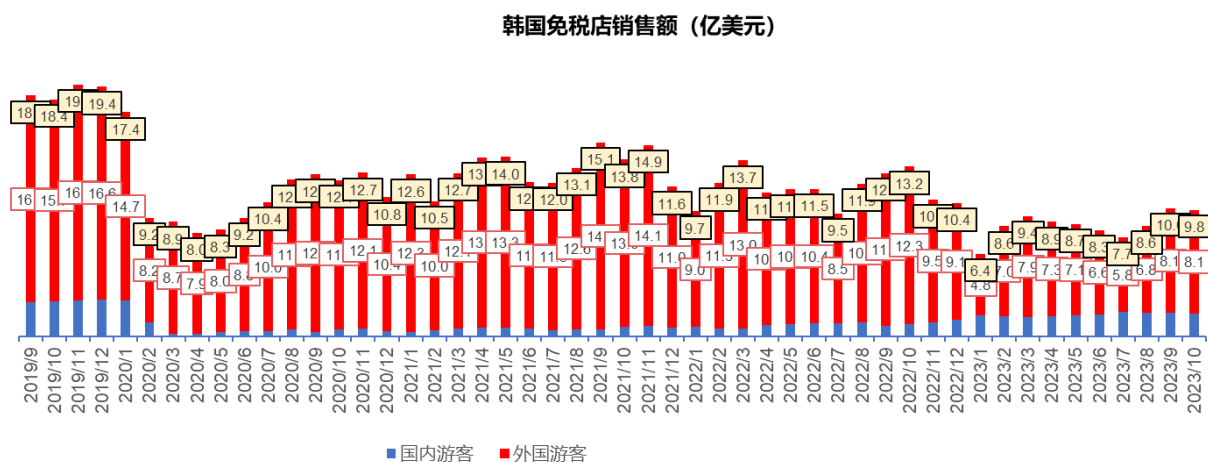
### （一）重点数据跟踪

**韩国免税：**外国游客：10月销售额 8.10 亿美元，同比 2019 年-48.4%/-34.1%（上月为-49.5%/-31.6%），环比-0.2%；其中购物人次同比 2019 年-62.3%/+207.1%，客单价达到 1189.6 美元，同比 2019 年+37%/-79%；年初至今累计销售额 69.52 亿美元，同比 2019 年-52%/-36%。10月机场/市内店购物人次分别恢复至 19 年的 52%/27%，9 月为 52%/25%，国庆长假催化恢复并不明显。

10 月总销售额 9.84 亿美元，同比-47%/-26%。其中市内和机场的本土购物人次分别为 19 年的 58%/66%，较上月的 62%/65%市内店反而走弱，整体韩国本地人的购物也未完全恢复。年初至今累计销售额 86.35 亿美元（618 亿人民币），同比-50%/-26%。

从国际免税商三季报来看，Dufry 已合并餐饮 Autogrill 更名为 Avolta，免税业务占比进一步下降至 37%，同样对于拉格代尔也是有税免税结合模式，对于纯免税业务两欧美运营商都不再重点提及。而韩国方面新世界/新罗免税利润率分别 3%/-2%，代购体量更大的新世界较 19 年规模也仅不到 6 成。对于中免来看重点不再仅仅是海外，而是国内消费结构和渠道的变化，这对企业经营的要求将更高，后续关注机场租金进度。

图 1:韩国免税市场



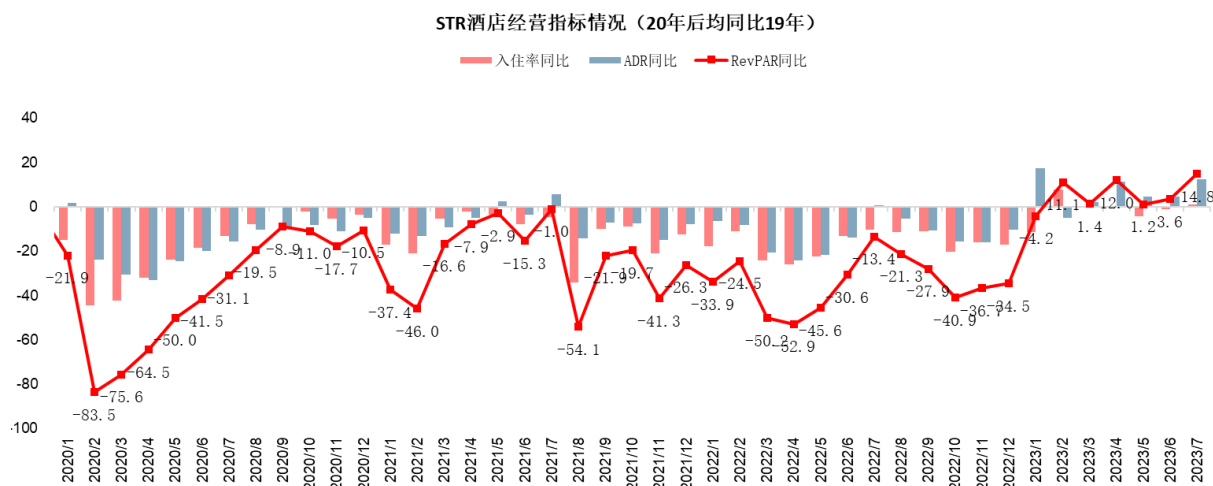
数据来源：KDFA，中信建投证券

8 月 6 日-9 月 2 日的 28 天内入住率 71.9%，与 19 年持平（7 月+1.22pct），房价同比+6.2%（7 月为+12.44%），综合 RevPAR 恢复至 2019 年的 106%（7 月为 114.77%），恢复度较 7 月有一定放缓。9 月两周数据来看 9.3-9.9RevPAR 仍为 19 年的 107.4%，9.10-9.16 回落至 92%。（注：同比均为与 2019 年相比）

相比 19 年：8 月恢复环比 7 月放缓主要集中在中高端的房价提升幅度上。9 月一来入住率相对稳定，ADR 较 19 年有一定下降，其中 9.10-9.16 一线城市 ADR 同比 19 年-11.5%，商旅部分的需求有一定减弱。

锦江 9 月 1-10 日、11-20 日境内 RevPAR 分别为 19 年同期的 104%/117.02%，仍然有一定延续性，市场对于暑期之后酒店数据回落以及国庆休闲需求的再度爆发本身都是有充分预期的，所以落实到投资角度更多的是启动节点或者顺周期是否有行业性推动，中期需要关注经济对商务活动的传导性以及新增供给的进入速度，长期以成长开店为核心指导指标。

图 2:STR 酒店情况（%，同比 2019 年）



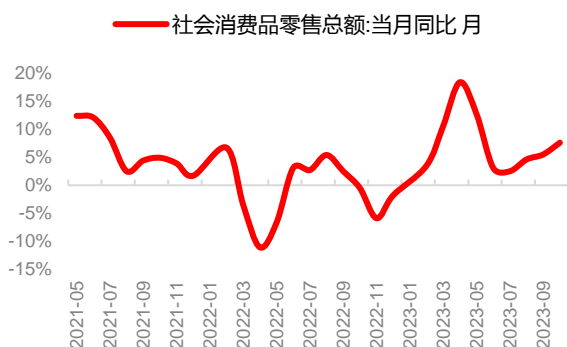
数据来源: STR Global, 中信建投证券

10 月社零总额 43333 亿元(+7.6%，2 年复合增速为 3.5%，4 年复合增速为 3.3%)，好于 wind 预期(+7.3%)，除汽车以外同比 +7.2%。1-10 月份，全国网上零售额 122915 亿元，同比增长 11.2%。其中，实物商品网上零售额 103010 亿元，增长 8.4%，占社会消费品零售总额的比重为 26.7%。

10 月餐饮收入同比+17.1%（上月+13.8%）；限额以上单位商品零售同比+7.9%，其中，粮油、食品类同比+4.4%；饮料类同比+6.2%；中西药品类同比+8.2%；化妆品类同比+1.1%；金银珠宝类同比+10.4%；服装、鞋帽、针纺织品类同比+7.5%；家电类同比+9.6%。按零售业态分，1-10 月份，限额以上零售单位中便利店、专业店、品牌专卖店、百货店零售额同比分别增长 7.3%、4.7%、3.6%、7.2%，超市零售额同比下降 0.6%。

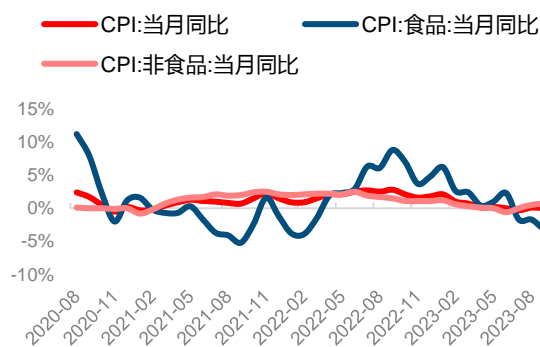
国庆期间出游需求释放后需待明年春节，本地消费有所分流，黄金珠宝等消费进入淡季。消费者更加注重娱乐支出，体育用品和娱乐用品继续实现高增长。化妆品同比微增，双十一期间化妆品销售出现一定幅度下滑，但是细分来看，国产品牌存在赶超趋势。

图 3:社会零售总额月度同比增速



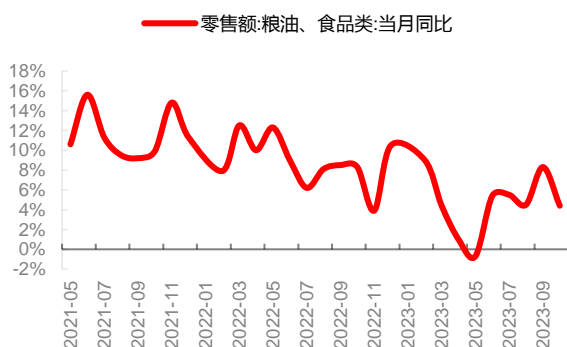
数据来源: Wind, 中信建投证券

图 4: CPI 同比变化



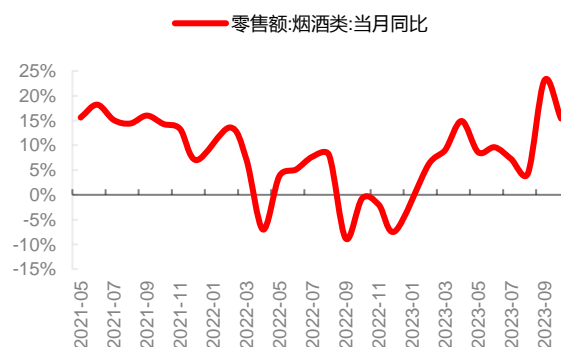
数据来源: Wind, 中信建投证券

图 5:粮油、食品类零售额同比增速



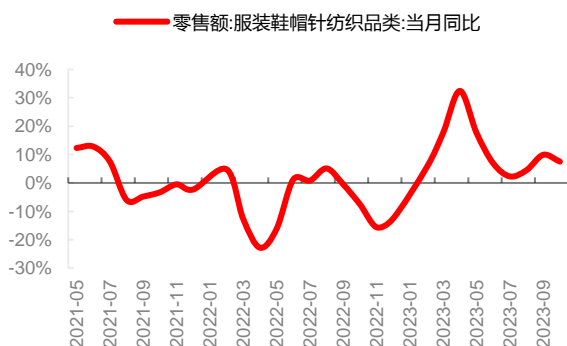
数据来源: Wind, 中信建投证券

图 6:烟酒类零售额同比增速



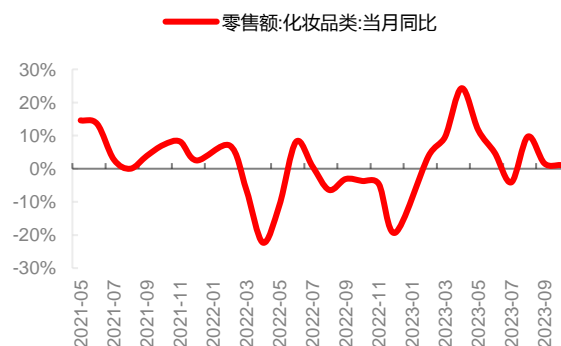
数据来源: Wind, 中信建投证券

图 7:服装鞋帽针纺织品类零售额同比增速



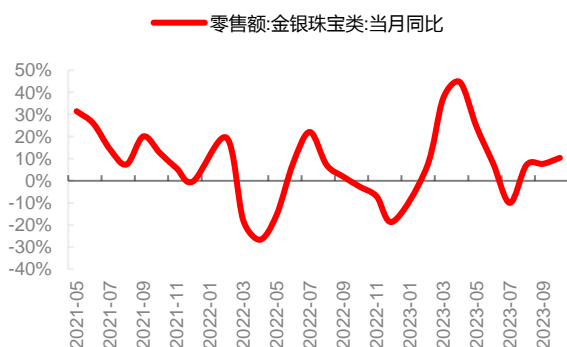
数据来源: Wind, 中信建投证券

图 8:化妆品类零售额同比增速



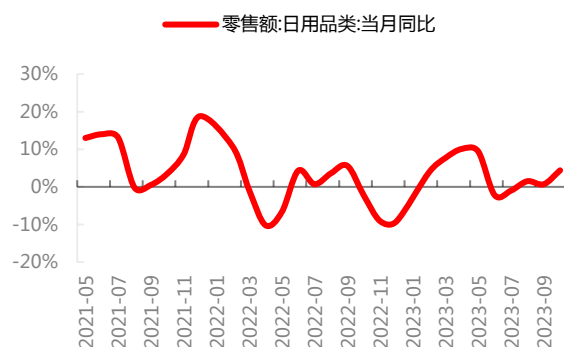
数据来源: Wind, 中信建投证券

图 9:金银珠宝类零售额同比增速



数据来源: Wind, 中信建投证券

图 10:日用品类零售额同比增速



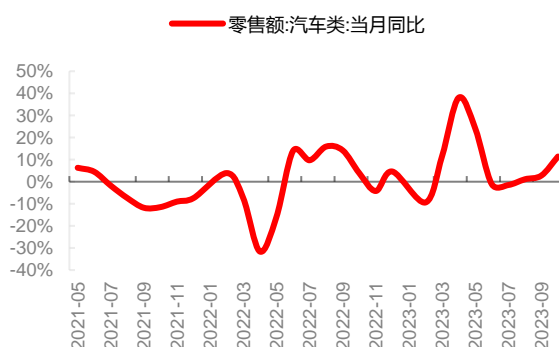
数据来源: Wind, 中信建投证券

图 11:家具类零售额同比增速



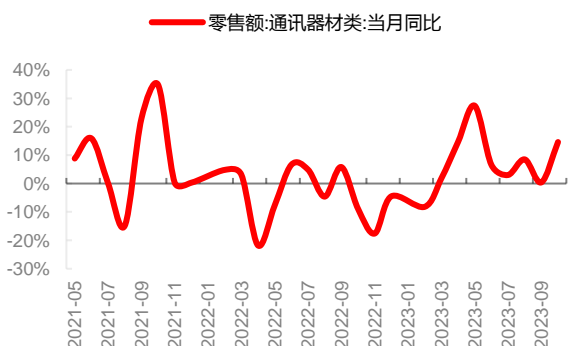
数据来源: Wind, 中信建投证券

图 12:汽车类零售额同比增速



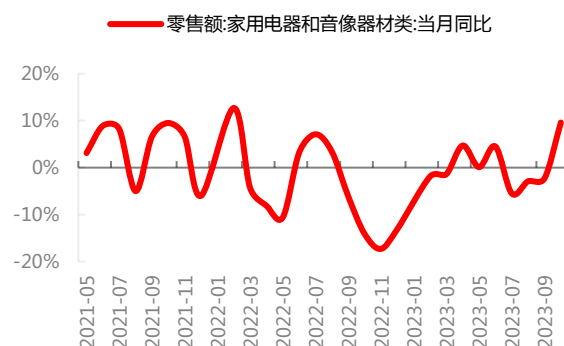
数据来源: Wind, 中信建投证券

图 13:通讯器材类零售额同比增速



数据来源: Wind, 中信建投证券

图 14:家电类零售额同比增速



数据来源: Wind, 中信建投证券



## （二）投资建议

**免税板块：**中免逐步进入三亚物业和品牌新一轮落地期，重奢后续开业或促进引流且改善三亚整体旅游商业环境、基础设施环境等。海口新海客运枢纽于 11 月 29 日正式运营。2024 预计持续转型期关注政策端、全产业链及产品结构调整能力、供应链能力、海外等区域业务拓展机会等。三季报业绩总体符合预期，公司前三季度单季毛利率分别为 28.75%、32.47%、34.27%，呈现环比提升态势，分别同比提升-5.0pct，-1.1pct，+9.6pct，公司毛利率逐步回升并于 Q3 同比超过去年同期，在促销模式和商品结构上的明显优化得到继续验证。中秋国庆假期海口海关共监测离岛免税销售额 13.3 亿元，免税购物人次 17 万，从日均销售额及客单价来看，均在稳定恢复区间。结合中免年内业绩表现，产品结构、运营能力、渠道差异化等调整渐显成效。2023 年前 7 个月，海口海关监管海南离岛免税销售额 289.3 亿元，免税购物人次 419.9 万人次，免税购物件数 3403 万件，7 月单月离岛免税销售额 26.4 亿元，同比-34%，免税购物人次约 46.6 万人次，同比-2%，客单价 5671 元，同比-32%；线上小程序渠道和积分逐步整合，日上百花积分逐步并入中免积分体系，渠道整体体验逐步改善带动线上线下销售额；北京大兴机场单日旅客流量突破 15 万人次，创开航以来最高纪录。**边际端：**（1）10 月，三亚全市离岛免税零售额 19.22 亿元，同比增长 39.8%。1-10 月份，全市社会消费品零售总额 416.89 亿元，同比增长 14.1%。全市离岛免税零售额 235.86 亿元，同比增长 18.3%；（2）海口新海客运枢纽于 11 月 29 日正式运营，紧邻海口免税城；（3）今年“双十一”购物节，海南多地政府发放离岛免税消费券。据了解，三亚 11 月 6 日起发放离岛免税消费券，最高可享 1200 元优惠，活动将持续至 19 日；海口“双十一”当日起，发放总额超百万元的免税线上会员购消费券；（4）据海口海关统计，从今年 4 月 1 日至 11 月 3 日，海口海关共监管“即购即提”购物件数 230.26 万件，购物人数 103.21 万人次，销售金额 20 亿元；**数据端：**（1）截至 11 月 25 日 7 天平均的凤凰机场架次 346，较 2019 同期-7.7%，美兰机场 486，较 2019 同期+5.2%；（2）**韩国免税：**外国游客：9 月销售额 8.12 亿美元，同比-49.5%/-31.6%（上月为-55.8%），环比+20%；其中购物人次同比-63.11%/+287%，客单价达到 1273 美元，同比+37%/-82%；年初至今累计销售额 61.42 亿美元，同比-52.5%/-36.0%。9 月机场/市内店购物人次分别恢复至 19 年的 52%/25%，两渠道客单价环比差异不大，主要是市内店客流恢复有一定提升（市内店更多代表旅游&代购需求），9/10 月双节假期预计对旅游客群有一定带动。整体市场：9 月总销售额 9.97 亿美元，同比-47%/-22%。其中市内和机场的本土购物人次分别为 19 年的 62%/65%，较上月的 54%/60%均有较明显提升。

格局总体稳定，折扣力度仍有提升趋势，部分品类销售承压状态下预计 Q4 各类促销和新物业培育力度较大。龙头品类丰富度和结构在边际改善，渠道运营能力持续迭代，存货结构优化，逐步进入海南新物业的落地验证期，同时行业处在结构调整和渠道能力的变革期，关注龙头匹配度。折扣体系和积分体系均动态调整，会员渠道逐步整合。海南省内形成中免优质核心物业为主导的离岛免税格局，但在当前产品结构下也受到过去两年主要消费人群香化产品库存变化的影响。年内中免调整积分政策，对毛利率改善预计有正向作用，但也或存在购买折扣及积分倍数弱化后的市场比价选择，近两季度龙头毛利率持续改善。海南计划 2025 年封关，并已于年内开启封关测试准备及测试工作，预计封关后零售产品简并为销售税并不会对离岛免税市场产生明显冲击。但离岛免税市场的持续增长仍然有赖于产品结构的深度调整、渠道品牌的升级迭代、新市场的开拓，若当前品类结构逐渐改变优化，丰富的上游品牌商进入免税渠道并形成稳定价格体系，免税运营商作为渠道品牌的差异化服务、物业条件、专业化服务持续提升，一带一路等海外市场积极开拓，市内免税店政策及限额的可能调整带动出入境免税发展，则国内免税市场有望迎来持续增量因素。预计未来免税市场将与有税市场有机协同，完善自身差异化定位，运营商有望逐步向旅游零售方向发展，提升渠道综合竞争力和品牌认知，并成为拉动消费的重要差异化场景。上海机场参股部分免税资产，预计后续与中国中免继续深化合作，提升免税业务参与度和机场口岸流量运营能力，提升整体市场规模和价值，或打造具备全球竞争力的机场免税渠道；中国中免在各场景和格局端维持较稳健优势，深度参与自贸港建设等环节，在主要场景端竞争格局均维持稳定。中国中免预计

年内毛利率仍受影响主要因所销售库存仍受去年汇率变动的影响，且折扣持续波动，同比尚未明显收窄，后续有望改善。未来发展空间核心关注产品结构的调整、政策、差异化场景和运营能力，预计龙头逐步寻求渠道品牌和优质场景服务差异化的打造，海外市场的拓展等。凤凰机场免税店二期试营业，以及临近的三亚海棠湾一期二号地等、河心岛升级、重奢渐落地培育、三期建设推进，年内后续销售仍望持续改善。

**酒店板块：**近一月全国 RevPAR 走势较 19 同期略有下滑，根据 STR 数据，10 月中国内地 RevPAR 同比 2019 同期下滑 7%，为今年 1 月以来最大跌幅月份，成都、北京、广州、西安入住率均达 70% 以上。国庆假期，根据 STR 全国 RevPAR 指数达到 112，表现相对稳定。Q3 龙头的 RevPAR 恢复度继续环比提升，9、10 月在暑期旅游客流减少的情况下，较疫前或总体在稳定水平，从龙头 Q3 披露的经营数据也可见该趋势。全年供给回补速度稳定提升且基本接近 19 年总体量，而考虑龙头寻求的物业属性与出清物业存在明显差异，故其需求稳定性预计持续有支撑，Q4 或迎来展会等商旅需求的持续恢复。龙头集团同店端入住率较疫前缺口也明显收窄，海外业务明显减亏或恢复常态，签约开店有所加速，但整体仍为紧平衡状态，开店目标维持稳健。中高端产品线的进展预计仍需费用端的投入，且头部间竞争趋紧，中高端品牌竞争较激烈，后续降费均有预期。疫后主要关注各龙头拓店和储备成长性、行业供需格局变化、中高端市场竞争和创新力、集团化赋能能力对效率和降费能力的提升。短期仍关注 RevPAR 边际变化趋势。预计在周期波动中酒店板块贝塔叠加阿尔法的属性仍将持续。关注各家拓店及储备数量和质量，过去三年中高端爬坡和签约占比提升，且费用率下降趋势下关注业绩弹性。**华住集团-S：**23Q3 整体业绩亮眼，23Q3 公司整体 Occ/ADR/RevPAR 分别为 85.9%/324 元/278 元，同比 -1.8pct/32.1%/29.4%，Q2 分别为 -5.1pct/28.9%/21.4%。入住率及房价增速均边际向上，带动经营指标明显领先行业，10 月华住 RevPAR 恢复到 19 年的 120%，在大盘下滑背景下仍强劲。23Q3 剔除 DH 总开 545 家，关店 139 家，净开 406 家，开店节奏较预期展现较强态势。中秋国庆入住率指数基本与 2019 持平。加盟业态带动业绩弹性，pipeline 提升明显，Q2 内地整体 RevPAR 较 2019 同期+21%，较 Q1 修复程度更好。Q2 签约数量明显领先，降费逐步推进。公司预计 Q3 的 revpar 恢复 125-128%，收入+43-47%（不考虑 DH 为 49-53%），全年收入预期从 42%~46% 提升至 48%~52%。预计全年 revpar 恢复 114-121%，收入+48-52%（不考虑 DH 为 54-58%）。全年指引开店 1400 家，闭店 600-650 家（2022 年开店 1257 家，关闭 544 家；2021 年开店 1540 家，关闭 499 家），pipeline 增长明显，但开店速度并未显著提速，预计与部分软品牌清退相关。疫后 pipeline 和中高端品牌布局成关键。中后台降费等措施初见成效，中高端及以上由品牌事业部调整为全国六大区，但中后台人员数量仍有明显下降；未来更注重质量发展，预计逐步清退怡莱等部分软品牌；中央渠道加盟费抽成望优化；海外效率恢复较好，会员体系逐步整合。加盟比提升也将带来净利率结构性提升。整体向好，后续重点验证其优质效率对于中高端酒店市场竞争的助力作用；**锦江酒店：**锦江 23Q3 净利润总体稳健，卢浮扭亏为盈，持续改善趋势明显。单季度净利率 10.87%，环比+0.75pct。费用端来看公司 23Q3 整体销售费用率同比-3.01pct，管理费用率同比-1.08pct，整体期间费用率同比-3.07pct，环比-3.84pct，降费趋势逐步明显。总收入端基本与 19Q3 持平，利润有所增长；2023Q3 公司新开 313 家酒店，退出 116 家，净开 197 家，其中经济型净增 8 家，中高端净增 189 家，总体开店和净开环比 Q2 有所下滑。中高端房间数占比提升至 66.12%，加盟门店数比例提升至 93.67%（房间数占比 92.52%）。2023 前三季度累计新开了 898 家门店，净开 578 家。2023 前三季度锦江总开店不及去年（去年前三季度为 945 家，23H1 基本与 22H1 持平），净开较 22 前三季度净减 60 家；经营指标锦江较 19 同期修复度环比 23Q2 略升 3.28pct，主要驱动仍是 ADR 表现优异；公司后续盈利重点仍关注费用改善、海外减亏幅度、直营减亏、存量改造进度、Wehotel 费率梳理完成后带来 CRS 增量进度、中高端培育等。疫后酒店市场龙头间竞争程度合理提升；**首旅酒店：**前三季度公司预计归母净利润 6.6-7 亿元，扣非净利润 6-6.4 亿元，对应 Q3 单季度归母净利润 3.80-4.20 亿元，扣非净利润 3.67-4.07 亿元，去年存在低基数增幅明显。若按上下限中值来算，此次单季度分别较 2019Q3 公司归母净利润 3.52 亿元，扣非净利润 3.54 亿元增长 13.66%/9.31%。若不计轻管理则 7、8 月恢复度为 124%、122%。轻管理酒店仍然为年内开店主力，占比预计超 60%，且从上半年看，轻管理对整体 RevPAR 的修复有一定拖累，不含轻管理为 109.1%。Q1 景区业务盈利能力表现亮眼。2023 年计



划新开酒店 1500-1600 家，关店 600-650 家，公司开发团队预计增加至 400 人并调动门店员工，提升整体激励，扩大对中高端布局。高端部分纳入后，主要以整合为主，结合自身奢华部分，计划 5 月上线新高端会员体系，包括人才建设共享等。逸扉品牌预计今年走出爬坡期，开店预计在 25-30 家。人房比优化明显。开发团队将扩容且改善激励，周期性叠加成长性共振。开店 Q2 并入了诺金和凯宾斯基 24 家门店。pipeline 小幅上升至 2000 家，其中轻管理占比一半以上。关注整合后增长弹性充足，加盟品牌尚品落地，pagoda 表现强势，且聚焦中高端精细化管理的君亭酒店，与中旅酒店合作会员互通，Q3 业绩受扰动主要系直营的摊销及部分物业调整等影响，整体发展态势契合疫后中高端市场竞争的大趋势，杭州 pagoda、深圳 pagoda、成都 pagoda、君亭尚品等品牌近期均取得良好表现；亚朵：推出 4.0 产品，预计常态化下 RevPAR 超 400 元，投资回收期约 3.5 年。23Q3 业绩及酒店经营效率恢复持续优质，零售业务发展优质，签约拓店环比 Q2 略慢，但仍处行业领先地位，新模型回收期缩短叠加亚朵轻居预计快速扩张，在中端和中高端市场的领先优势逐步扩大，当前国内中高端连锁化率仍较低，虽商务恢复速度需要周期，但公司品牌作为头部品牌和供给优势较大。

持续关注供需结构性机会及需求修复韧性，规上工业企业利润降幅收窄或带动商旅需求持续复苏。同时由于行业回补供给本身与龙头的主流物业并无太多重叠，预计供给回补对龙头议价能力冲击有限。优质点位储备仍是竞争关键。酒店业成长叠加周期的属性仍突出，高线城市中高端品牌创新发展及生态位的替换，以及下沉市场优质物业的获取成为年内主题，精细化管理及数字化为发展重要趋势。

餐饮板块：10 月餐饮社零持续优质，行业头部均更重视创新和精细化管理，重视年内综合壁垒增长成长潜力和第二曲线优的龙头 α 机会，当前关注中报业绩整体较好对发展模式和降费的验证。近 4 年餐饮社零保持稳健的年化 CAGR，反映线下本地消费景气度。高频创新已成为餐饮业常态化打法，并且年内由于供给进入较多使整体盈利能力受冲击，上下游议价能力受到压制，月度边际数据略有回落。关注部分龙头发展模式转变，如放开合伙加盟、管理及组织架构深度调整等，望取得较好效果和增量，2024 年预计供给端仍拥挤，要求头部核心竞争力+营销精准度共具，且部分优质赛道竞争格局或逐渐清晰。线下场景消费倾向恢复主要一定周期，但本地生活恢复韧性强，龙头基础能力迭代升级。成本控制力、创新准确度、组织管理提升成关键，餐饮部分新趋势明显，关注中式快餐等优势赛道 IPO 机会。关注下沉市场和合作加盟模式的拓展。九毛九：23H1 业绩符合预期，剔除汇兑影响，经调纯利润率近 10%，海外初期进展顺利。总经营效率及开店或超预期，2023 年计划太二开店 120 家，总品牌经营效率优质预计进入快速发展期，年内新开业的总运营效率亮眼。未来几年每年 capex 预计主要为开店和供应链建设。下沉市场太二新模型调整顺利推进，中长线加密和下沉空间仍具。赖美丽完成产品打造及少量门店扩张。多地供应链中心建设顺利推进，赋能大单品和多 sku 的中央厨房，人才培养和激励机制逐步完善，自研数字化系统不断改善，预计中远期各品牌发展节奏及单店模型稳健。多品牌逻辑逐渐跑通，在细分赛道具较强壁垒，餐饮行业中横向对比 α 较突出，预计在修复环境下具优质提升空间；同庆楼：公司在 Q3 传统淡季表现优质，营收较 19Q3 增 86.42% 创下新高，利润率受波动与新店培育期以及利润率较低的食品业务快速成长相关。报告期内近两年落地的富茂等核心门店运营和爬坡表现较好，利润率优质，现金流向好支撑后续建设。预计 2023 新增门店的成熟面积超 16 万平米，未来仍有更多优质门店落地，预计 2024 年新开 15-21 家。公司在细分赛道物业议价能力和储备优势持续扩大，“三轮驱动”带动增长。富茂持续拓展以及食品业务产能发力可长期期待，持续参与优质物业竞标，异地逻辑预计 2024 年将逐步验证。2023 年以来经营逐步修复至正常状态，盈利能力稳定。核心优势为大酒楼细分赛道中竞争格局优质，缺乏竞对，物业议价力突出，且在手储备项目充足。食品业务预制菜等稳健发展，深度拓展线上增长线下渠道。预计正常年份每年新增酒楼及婚礼会馆稳定，每年数家富茂开业，轻资产输出有望逐步增长，后续预计逐步投入预制菜相关工厂建设，业绩增量预计较优质；奈雪的茶：公司 Q3 录得净新增 166 间奈雪的茶直营门店，关停 5 间奈雪的茶直营门店。截至 2023 年 9 月 30 日，公司共经营 1360 间奈雪的茶直营门店。上半年验证了模式盈利、多区域扩张等能力，正式开放合伙人模式，对于聚焦运营赋能能力和开拓下沉市场提升规模效应助益较大，门店保持稳健增长，后续总

部费用摊薄及加盟提升利润率等推进。赛道逻辑有所改善，2022 年门店数突破千家，开店兑现度高，参股乐乐茶改善竞争格局且受益协同，北京、上海等原先偏弱区域的品牌议价能力和物业选位能力明显提升，推新成功率高展现较强的赛道认知能力，强化 9~19 元产品价格带，会员数量仍保持稳健增速。人员等成本优化力度较大，浮动租金模式对于成本灵活更优优势，外卖占比在 2023 年有所下降逐步回到正常区间；**百胜中国：Q3 业绩整体表现强韧**，经营利润、净增门店等创季度新高。数字化、会员建设、外送等持续升级迭代，Lavazza 望快速扩张，KFC 单店模型及回收期优化助力下沉扩张；**瑞幸咖啡：Q3 业绩总体稳定，预计杯数环比再提升，归母净利润相对稳定**，咖啡奶茶化心智的引领者，数字化能力和机制使得创新风险变成核心竞争力，各项数据稳健修复，万店后持续进行供应链建设、高线加密及下沉。公司在咖啡奶茶化这一细分赛道规模优势突出，且竞争优势较大；**海底捞：降费预期持续推进**，保本翻台维持较稳定水平，边际翻台率环比提升明显，预计后续仍稳健拓展和优化开店模式，现金流状况较优质。

**景区及休闲度假游板块：**年内著名景区的客流修复优质，部分景区较 2019 同期已实现较突出的增长态势，目前暑期预订情况较热，旅游年内仍有较好需求释放，景气度持续。关注业务逐步拓展和具备成长空间的标的。**宋城演艺：Q3 收入超 2019 同期，业绩基本与 19Q3 持平，恢复亮眼。**中秋国庆千古情演出场次超 2019 同期约 25%，上半年业绩优质，暑期人次和收入望超疫前水平。上海项目 7 月 1 日开园，预计下半年逐步贡献业绩，旗下其他项目 23Q2 基本运营正常。后续核心验证城市演艺模式；**天目湖：**预计年末或明年初逐步推进南山小镇二期建设，且内部多个项目推进中，落地后将带来较好盈利水平，受益国资对当地旅游市场开发，积极探索外延项目。年内在旅游需求快速释放下，前期所投入的内部改善、房间数量提升开始释放业绩弹性。未来公司参与的动物王国项目也有望贡献增量投资收益。有序推进外延等项目预期。**中青旅：**乌镇客流稳健恢复，客单提升，古北水镇营收稳健修复，轻资产逐步推进增厚业绩，关注改善趋势。濮院 3 月开业或进一步提升客流；持续关注**长白山**等交通改善、内生增长、外延产品丰富预期。

**博彩板块：**客流端，中秋国庆假期前 7 日赴澳门内地游客日均 9.48 万人次，同比 2019 恢复到约 83%。9 月访澳旅客 230.1 万人次，约恢复至 2019 同期的 82.6%，恢复度较 8 月下滑约 5.2pct，与 9 月 ggr 恢复的下滑相匹配，而 10 月预计客流恢复度将再度提升，澳门“双节”假期入境旅客录得逾 93 万人次，恢复至 2019 年八成以上，酒店房价与 2019 同期持平。1-9 月访澳旅客约 1993 万，约恢复至 2019 同期 66%。7 月酒店业场所入住率达到 92.2%，达到疫情以来最高。**2023 年 10 月澳门博彩 ggr 为 195.01 亿澳门元，再创疫后单月新高，约恢复至 2019 同期的 73.7%，**环比 9 月恢复度提升 6.0pct，恢复度较 8 月再度提升来到年内新高。今年 1-10 月博彩 ggr 合计 1484.49 亿澳门元，约恢复至 2019 同期的 60.2%，环比 1-9 月合计恢复度再提升 1.7pct，累计恢复度逐步好转。在 9 月恢复度略有下降后 10 月迅速回暖，考虑全年及未来恢复状态，仍考虑中场业务替代 VIP 虽然整体盈利能力更好，但预计对收入的弥补程度有限，故恢复节奏逐步进入稳健上升期。澳门博彩本身在东南亚地区的稀缺性较强，酒店存在供不应求情况，其修复预计具备较强韧性，与经济效应的关联度或不明显。作为内地出境旅游目的地，具有较高性价比，供给有限情况下，修复的韧性较强，头部消费者稳定。头部企业 GGR 恢复程度明显领先行业，且未来两年仍有较充分的酒店物业和非博彩业务增量空间。同时考虑到中场业务和高端中场业务的 EBITDA 盈利能力较强，预计对于 VIP 业务下降的部分有较好的盈利能力弥补，有助于头部博企快速修复至 2019 年的盈利水平且取得长远的发展空间。博企将设立海外赌客博彩专区，并会以电子赌台及电子筹码来识别外国客产生的赌收，且推动交通发展。澳门政府 11 月 1 日公布经济适度多元发展规划内容，涵盖规划期内“1+4”等重点产业板块需落实的主要任务和重点项目，包括综合旅游休闲业、中医药大健康产业、现代金融业、高新技术产业及传统产业转型升级、会展商贸及文化体育产业等重点产业板块。总体目标提到提升四大产业比重，争取未来非博彩业占本地生产总值约 6 成。2028 年计划非博彩就业人数占比维持在 80%左右，国际旅客及留宿旅客人次恢复至 2019 并逐步提升，平均逗留时间及人均消费维持增长，特区政府对科创研发投入累计不少于 50 亿元，会展场馆面积超 26 万平米等。预计此规划将有利于澳门长期旅游业和旅客吸引力提升。头部

博企暑期中场业务恢复优质，部分已明显超疫情前，关注金沙中国、银河娱乐等头部博企。**关注金沙中国、银河娱乐等头部博企在 ggr 逐步快速修复至接近疫前的情况下，也逐步开始释放非博彩业务的增量弹性。**金沙中国：公司 23Q3 净收益及业绩修复稳健优质且符合我们对年内的预期，23Q3 经调整 EBITDA 较 2019 同期恢复至约 83.6%，与净收益恢复度匹配度较高，领先行业水平，持续提升服务能力。博彩中场业务恢复突出，贵宾业务恢复度也环比明显提升，核心物业如威尼斯人 EBITDA 率已较疫前基本持平，伦敦人经调整 EBITDA 额基本恢复持平，且仍具翻新增长预期。零售业务整体恢复较快，受益中场业务和非博彩业务契合发展趋势，澳门博彩规模最大且较早布局中场业务和非博彩业务，过去两年投资建设的实际酒店房间面积增量较大。疫后接待客群修复速度领先，一体化度假村概念仍具备可观的非博彩业务增量；**银河娱乐**：23Q3 业绩受到 Q3 净赢率偏低的影响，但总体 EBITDA 保持稳健环比增长，中场业务恢复度亮眼，四期稳健推进建设，现金流及负债结构优质。恢复与收入匹配度较高，综合运营和控费提效能力突出，疫后客流修复领先，暑期以来预期中场业务收入已达 2019 同期 120%。现金流及资产负债端较优。后续 capex 基本可通过现金流滚动，三四期落地丰富综合能力，中长期酒店和物业持续改造、利用率提升、非博彩业务发展共同支撑成长。

**可选消费板块：**线下消费整体恢复预计提速，性价比消费较突出，社零中尤其是餐饮、金银珠宝、化妆品等业态表现良好。当中仍建议关注可选消费中运营效率优质、控费和创新能力强、低估值标的。**建议关注：**①医美化妆品赛道具备修复逻辑，建议关注经营效率和弹性和龙头的研发创新趋势，**珀莱雅**；②建议关注细分赛道龙头的长期发展空间，如黄金珠宝板块**中国黄金、周大生、周大福**；

**专业零售板块：**关注**农产品**，农批市场具有战略地位，Reits 带来资产价值重估；关注**百联股份**，奥莱业态年内持续快速修复。公司拟将上海又一城购物中心项目开展公开募集基础设施证券投资基金（REITs）。本次开展公募 REITs 有助于公司由传统的重资产运营模式向轻资产发展模式转变，丰富公司业务结构、推动公司战略转型，探索公司第二增长曲线。

**跨境电商板块：**海外经济环境复杂，消费者生活成本较高，但是收入增速较低，储蓄率维持低位，银行恐慌下消费信贷紧缩，海外消费降级趋势依旧。同时人民币国际化业务快速推进，中国外贸韧性强化，汇率波动风险有望减小。小商品出口仍为需求持续稳定且供给端能力改善明显的赛道，且头部企业的平台化赋能能力突出，产品品质持续升级，推荐关注以泛品贸易为主，且精品业务和亿迈平台赋能能力不断增强的跨境电商服务商**华凯易佰**；关注科技驱动、品牌化能力较强、全产业链赋能、柔性供应链差异化、平台持续开拓的**赛维时代**。

表 1:重点公司盈利预测

行业	公司	代码	股价/元	市值	EPS 元/股					PE	
			2023/12/1	亿元	22 年	E23	E24	E25	E23	E24	E25
免税	中国中免	601888.SH	87.90	1,818.5	2.43	3.39	3.92	4.61	25.9	22.4	19.1
	王府井*	600859.SH	17.49	198.5	0.17	0.84	1.08	1.32	20.8	16.1	13.2
酒店类	锦江酒店	600754.SH	33.49	358.4	0.11	1.21	1.67	2.09	27.6	20.1	16.0
	首旅酒店	600258.SH	17.11	191.1	-0.52	0.72	0.95	1.16	23.8	17.9	14.7
	华住集团（港元）	1179.HK	28.00	914.3	-0.60	1.22	1.45	1.73	22.9	19.3	16.2
景区类	中青旅*	600138.SH	10.91	79.0	-0.46	0.47	0.78	1.00	23.0	14.0	11.0
	黄山旅游*	600054.SH	11.50	83.9	-0.18	0.57	0.65	0.73	20.3	17.6	15.8
	丽江股份*	002033.SZ	8.35	45.9	0.01	0.43	0.49	0.54	19.2	17.1	15.6

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。



行业动态报告

	峨眉山 A*	000888.SZ	9.40	49.5	-0.28	0.57	0.63	0.74	16.5	14.9	12.8
	宋城演艺	300144.SZ	10.49	274.8	0.00	0.34	0.50	0.59	30.5	20.9	17.9
	天目湖	603136.SH	19.51	36.3	0.11	0.95	1.24	1.47	20.6	15.7	13.3
出境游	众信旅游*	002707.SZ	7.41	72.8	-0.23	0.02	0.21	0.34	402.7	35.6	21.5
	岭南控股*	000524.SZ	8.81	59.0	-0.27	0.14	0.34	0.42	63.9	26.2	21.1
餐饮	同庆楼	605108.SH	32.57	84.7	0.36	1.08	1.51	1.95	30.2	21.5	16.7
	广州酒家*	603043.SH	20.66	117.5	0.91	1.10	1.35	1.60	18.8	15.3	12.9
医美	爱美客	300896.SZ	298.00	644.8	5.84	8.77	12.27	15.91	34.0	24.3	18.7
	朗姿股份	002612.SZ	20.03	88.6	0.04	0.53	0.69	0.83	38.1	29.0	24.2
化妆品	珀莱雅	603605.SH	100.09	397.2	2.06	2.86	3.64	4.55	35.0	27.5	22.0
	贝泰妮	300957.SZ	70.70	299.5	2.48	3.18	4.03	5.01	22.2	17.6	14.1
	华熙生物*	688363.SH	69.75	336.0	2.02	1.79	2.22	2.71	38.9	31.5	25.7
	巨子生物（港元）	2367.HK	35.65	354.7	1.08	1.44	1.84	2.25	24.8	19.4	15.8
	上海家化	600315.SH	23.12	156.3	0.70	1.05	1.22	1.39	22.1	19.0	16.6
	丸美股份	603983.SH	26.30	105.5	0.43	0.67	0.84	1.00	39.0	31.3	26.3
	福瑞达	600223.SH	10.17	103.4	0.04	0.35	0.41	0.50	29.4	24.5	20.4
商贸零售	家家悦	603708.SH	13.88	89.9	0.08	0.31	0.43	0.57	44.2	32.1	24.5
	红旗连锁	002697.SZ	5.42	73.7	0.36	0.40	0.43	0.47	13.5	12.7	11.6
	天虹股份*	002419.SZ	5.57	65.1	0.10	0.25	0.29	0.34	21.9	19.1	16.5
	重庆百货	600729.SH	27.45	111.6	2.17	3.10	3.71	4.07	8.8	7.4	6.7
	百联股份	600827.SH	10.18	181.6	0.38	0.39	0.46	0.56	25.8	22.2	18.2
	华致酒行	300755.SZ	19.49	81.2	0.88	1.80	2.22	2.81	10.8	8.8	6.9
	安克创新	300866.SZ	86.12	350.0	2.81	3.83	3.96	4.77	22.5	21.7	18.1
	苏美达	600710.SH	7.49	97.9	0.70	0.78	0.87	0.96	9.6	8.6	7.8
	壹网壹创*	300792.SZ	26.01	62.0	0.75	0.96	1.14	1.31	27.1	22.8	19.8
	华凯易佰	300592.SZ	28.00	81.0	0.75	1.39	1.72	2.09	20.2	16.3	13.4
	居然之家	000785.SZ	3.66	230.1	0.26	0.30	0.36	0.45	12.4	10.1	8.2
	孩子王	301078.SZ	8.89	98.7	0.11	0.15	0.33	0.40	59.3	26.6	22.1
	农产品	000061.SZ	6.87	116.6	0.12	0.22	0.26	0.30	31.1	26.1	23.1
珠宝零售	周大生	002867.SZ	15.52	170.1	1.00	1.25	1.49	1.73	12.4	10.4	9.0
	潮宏基	002345.SZ	6.53	58.0	0.22	0.44	0.55	0.66	15.0	11.8	9.9
	迪阿股份*	301177.SZ	30.94	123.8	1.82	0.49	0.98	1.38	63.7	31.5	22.4
	中国黄金	600916.SH	10.01	168.2	0.46	0.71	0.86	0.93	14.0	11.7	10.7
	老凤祥	600612.SH	66.13	345.9	3.25	4.20	4.77	5.36	15.7	13.9	12.3
	菜百股份	605599.SH	13.60	105.8	0.59	0.93	1.03	1.17	14.6	13.2	11.6

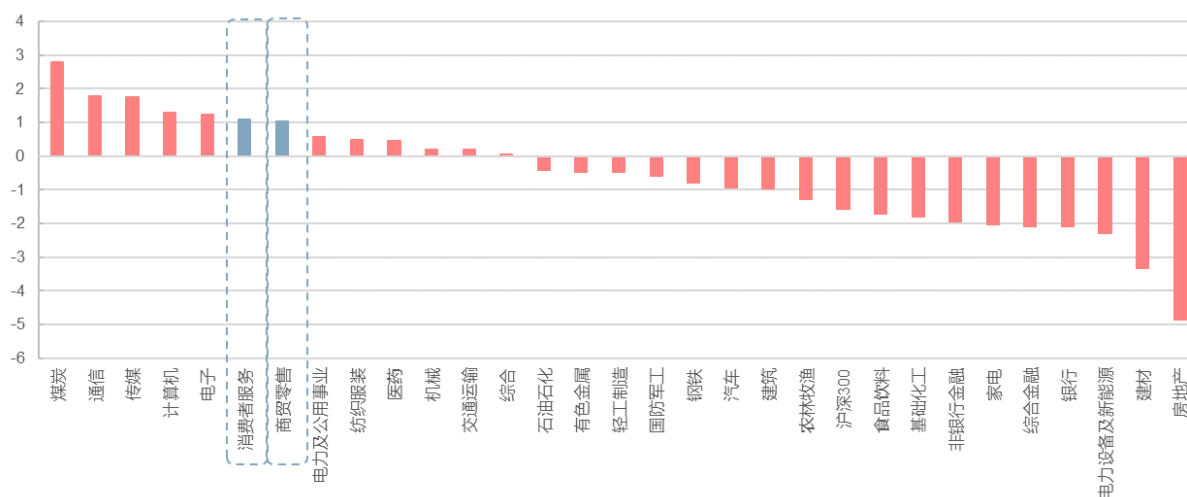
资料来源：Wind，中信建投证券，注：\*采用wind一致预期。

### （三）板块行情

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

本周消费者服务行业涨跌幅 1.09%，跑赢上证综指 1.39 pct，跑赢沪深 300 指数 2.65 pct，在中信一级指数排名第 6；商业贸易行业涨跌幅 1.02%，跑赢上证综指 1.33 pct，跑赢沪深 300 指数 2.58 pct，在中信一级指数排名第 7。

图 15:本周各板块指数涨跌幅（单位，%）



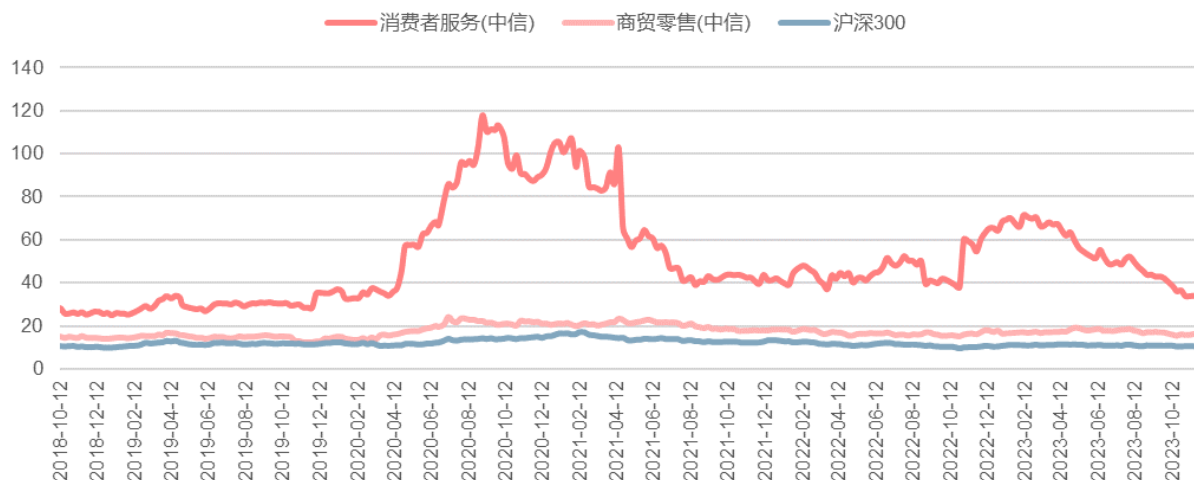
数据来源: Wind, 中信建投证券

截至 2023 年 12 月 1 日，中信消费者服务板块 PE TTM 为 33.56，较上周的 33.74 下降 0.19。2020-2021 年，休闲服务板块个股业绩普遍出现大幅下滑，同时龙头中国中免受益海南离岛免税新政，估值在 2020 年内得到大幅提升，共同作用使得休闲服务板块市盈率水平明显高于沪深 300 及全部 A 股。2022 年中国中免三季报发布，业绩依赖非日常经营性部分维持，但股价回调明显，使得板块估值有所下修，其他标的多数也出现回调。2023 年第二季度以来，消费复苏存在一定压力，休闲服务板块估值有所下降。

截至 2023 年 12 月 1 日，中信商贸零售板块 PE TTM 为 16.52，较上周的 16.43 上升 0.09。2020 年以来，商贸零售板块企业受到外部冲击，板块净利润有所下滑，带动板块整体 PE 呈上升趋势，2023 年随着消费加速复苏，PE 呈现震荡下行的趋势。23Q1 以黄金珠宝公司为代表的业绩实现高增长，板块估值上升。



图 16: 沪深 300、CS 消费者服务、CS 商业贸易板块市盈率对比



数据来源: Wind, 中信建投证券

## (四) 子行业表现

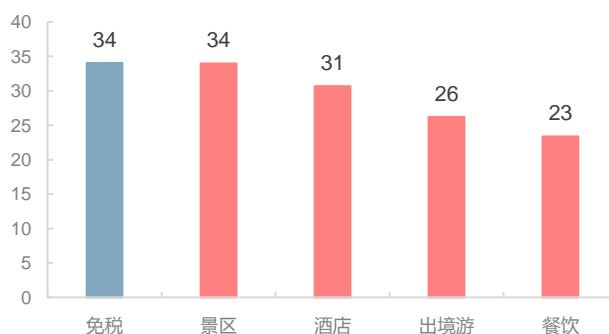
休闲服务行业子板块中, 景区板块本周涨跌幅第一, 涨跌幅为-0.26%。其余板块中, 酒店>出境游>免税>餐饮, 涨跌幅分别为-1.29%、-1.53%、-5.37%、-9.53%。免税板块估值水平最高, PE 达 34 倍。其余板块中, 景区>酒店>出境游>餐饮, 分别为 34、31、26、23 倍。

图 17: 休闲服务子行业涨跌幅 (单位: %)



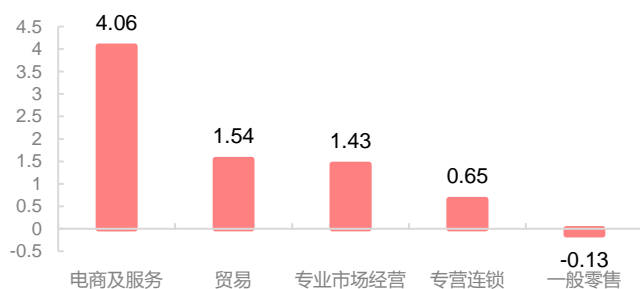
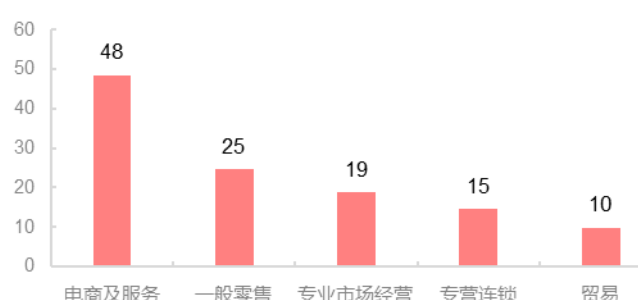
数据来源: Wind, 中信建投证券, 注: 总市值加权平均

图 18: 休闲服务子行业 PE (TTM 整体法, 剔除负值)



数据来源: Wind, 中信建投证券

商贸零售行业子板块中, 电商及服务板块本周涨跌幅第一, 涨跌幅为+4.06%。其余板块中, 贸易>专业市场经营>专营连锁>一般零售, 涨跌幅分别为+1.54%、+1.43%、+0.65%、-0.13%。估值方面, PE 自高而低分别为电商及服务>一般零售>专业市场经营>专营连锁>贸易, PE 分别为 48、25、19、15、10 倍。

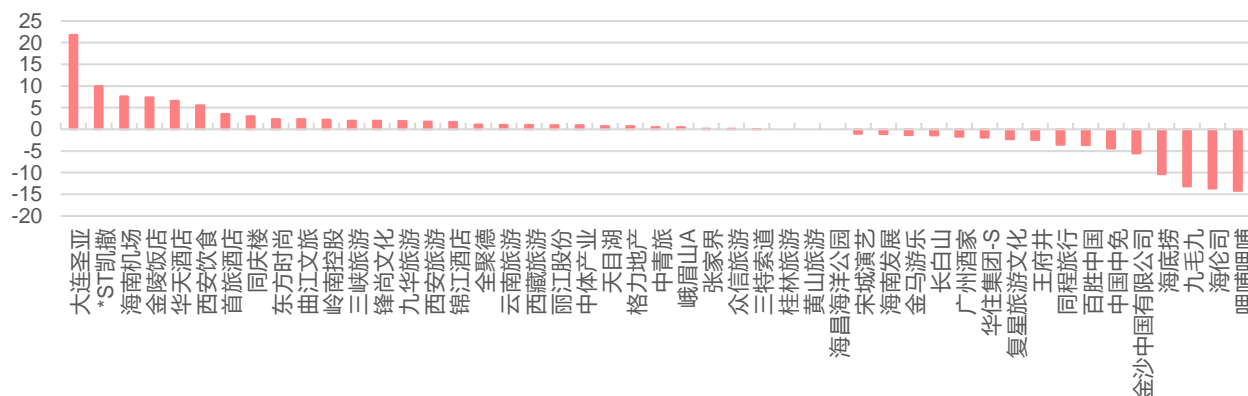
**图 19:商业贸易子行业涨跌幅（单位：%）**

**图 20:商业贸易子行业 PE（TTM，剔除负值）**


数据来源: Wind, 中信建投证券

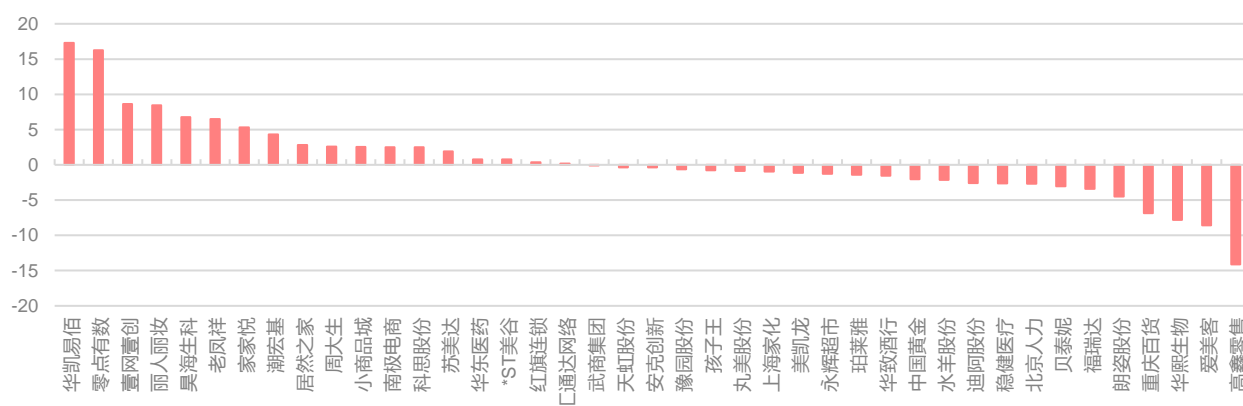
数据来源: Wind, 中信建投证券

**个股表现: (1) 休闲服务:** 个股周涨跌幅方面, 本周中信消费者服务板块涨幅前五公司分别为大连圣亚、\*ST 凯撒、海南机场、金陵饭店、华天酒店; 跌幅前五公司分别为金沙中国有限公司、海底捞、九毛九、海伦司、呷哺呷哺。

**(2) 商业贸易:** 个股周涨跌幅方面, 本周中信商贸零售板块涨幅前五公司分别为华凯易佰、零点有数、壹网壹创、丽人丽妆、昊海生科; 跌幅前五公司分别为朗姿股份、重庆百货、华熙生物、爱美客、高鑫零售。

**图 21:本周休闲服务板块个股涨跌幅 (%)**


数据来源: Wind, 中信建投证券

**图 22:本周商业贸易板块个股涨跌幅(%)**


数据来源: Wind, 中信建投证券

**表 2: 大盘及社服商贸板块个股涨跌幅(%)**

指数		消费者服务				商业贸易			
		涨幅前五		换手率前五		涨幅前五		换手率前五	
上证综指	-0.31	大连圣亚	21.77	西安饮食	15.68	华凯易佰	17.30	零点有数	36.54
深证成指	-1.21	*ST 凯撒	9.97	金陵饭店	11.24	零点有数	16.26	美凯龙	18.80
上证 50	-1.63	海南机场	7.61	曲江文旅	10.84	壹网壹创	8.65	丽人丽妆	13.01
沪深 300	-1.56	金陵饭店	7.38	长白山	10.16	丽人丽妆	8.43	家家悦	7.12
创业板指	-0.60	华天酒店	6.60	华天酒店	8.81	昊海生科	6.78	壹网壹创	7.01
消费者服务	1.09	跌幅前五		换手率前五		跌幅前五		换手率前五	
商贸零售	1.02	金沙中国	-5.54	海伦司	0.58	朗姿股份	-4.48	北京人力	0.68
道琼斯	2.42	海底捞	-10.36	同程旅行	0.44	重庆百货	-6.85	稳健医疗	0.67
标普 500	0.77	九毛九	-13.12	复星旅游文化	0.27	华熙生物	-7.80	豫园股份	0.63
纳斯达克	0.38	海伦司	-13.64	百胜中国	0.15	爱美客	-8.59	高鑫零售	0.34
USD/CNY	-0.07	呷哺呷哺	-14.15	华住集团-S	0.12	高鑫零售	-14.10	汇通达网络	0.22

资料来源: Wind, 中信建投证券, 注: 周换手率统计 A 股中板块换手情况(基于自由流通股)

**休闲服务沪深港通持股:** 休闲服务板块沪深港通持股仍呈现龙头集中趋势。沪港通中持股占总股本比排名前三为中国中免、锦江酒店、广州酒家。本周中国中免沪港通持股水平较上周下降 0.33 pct 至 7.20%。深港通持股占比中, 宋城演艺持股占比较大, 本周较上周下降 0.06 pct 至 2.46%。港股通持股占比中, 呷哺呷哺、九毛九占比较大, 本周分别上升 0.22 pct 至 18.78%、上升 0.25 pct 至 15.18%。

**商业贸易沪深港通持股:** 沪港通中持股占总股本第一为珀莱雅, 其沪港通持股较上周下降 0.68 pct 至 20.87%。持股比例较高的其他标的为重庆百货、中国黄金、华熙生物、大商股份, 其中重庆百货持股比例本周上升 0.1 pct 至 3.97%; 深港通持股占比中, 安克创新本周上升 0.3 pct 至 8.85%, 红旗连锁本周下降 0.44 pct 至 4.79%, 爱美客本周上升 0.21 pct 至 3.41%; 港股通中, 高鑫零售本周上升 0.06 pct 至 2.47%。

表 3: 休闲服务沪（深）港通持股一览（截至 2023. 12. 1）

分类	证券代码	股票简称	持股数量/万股	持股占比	上周持股占比	年初持股占比
沪股通	601888.SH	中国中免	14,059.75	7.20%	7.53%	10.81%
	600754.SH	锦江酒店	3,600.29	3.93%	4.79%	3.92%
	603043.SH	广州酒家	1,601.16	2.81%	2.75%	2.80%
	600258.SH	首旅酒店	1,745.26	1.56%	1.76%	2.42%
	600054.SH	黄山旅游	466.76	0.90%	0.82%	0.10%
	600185.SH	格力地产	1,668.53	0.88%	0.91%	0.94%
	600859.SH	王府井	733.32	0.67%	0.76%	0.32%
	600138.SH	中青旅	427.22	0.59%	0.63%	0.16%
	605108.SH	同庆楼	127.56	0.49%	0.62%	1.20%
深股通	300144.SZ	宋城演艺	6,457.71	2.46%	2.52%	5.32%
	002163.SZ	海南发展	721.26	0.85%	0.74%	0.60%
	002707.SZ	众信旅游	217.41	0.22%	0.16%	0.01%
	000863.SZ	三湘印象	235.58	0.19%	0.15%	0.00%
	000796.SZ	凯撒旅业	46.47	0.05%	0.05%	0.18%
	000888.SZ	峨眉山 A	0.02	0.00%	0.00%	0.00%
港股通	0520.HK	呷哺呷哺	20,394	18.78%	18.56%	18.01%
	9922.HK	九毛九	22,088	15.18%	14.93%	22.57%
	2255.HK	海昌海洋公园	65,096	8.02%	7.99%	5.17%
	0880.HK	澳博控股	50,991	7.18%	7.05%	7.05%
	0780.HK	同程旅行	13,838	6.14%	6.14%	5.13%
	1880.HK	中国中免	546	4.69%	4.64%	2.85%
	0200.HK	新濠国际发展	6,047	3.99%	3.78%	3.37%
	6862.HK	海底捞	20,688	3.71%	3.69%	4.33%
	1128.HK	永利澳门	14,114	2.69%	2.65%	2.82%
	1992.HK	复星旅游文化	3,125	2.51%	2.48%	2.79%
	0308.HK	香港中旅	11,448	2.06%	2.04%	1.96%
	2282.HK	美高梅中国	6,612	1.74%	1.78%	2.58%
	0341.HK	大家乐集团	573	0.97%	0.97%	4.09%
	1928.HK	金沙中国有限公司	7,314	0.90%	0.90%	1.12%
	0027.HK	银河娱乐	2,244	0.52%	0.52%	0.71%

资料来源: Wind, 中信建投证券

表 4: 商业贸易沪（深）港通持股一览（截至 2023. 12. 1）

分类	证券代码	股票简称	持股数量/万股	持股占比	上周持股占比	年初持股占比
沪股通	603605.SH	珀莱雅	8,240.93	20.87%	21.55%	22.94%

深港通	600729.SH	重庆百货	1,599.02	3.97%	3.87%	3.17%
	688363.SH	华熙生物	533.59	2.69%	2.82%	2.77%
	600694.SH	大商股份	758.26	2.58%	2.72%	0.30%
	600826.SH	兰生股份	1,072.56	2.56%	2.64%	0.73%
	600655.SH	豫园股份	8,542.45	2.19%	2.17%	1.79%
	600612.SH	老凤祥	681.95	2.15%	2.21%	1.76%
	600755.SH	厦门国贸	3,728.26	1.83%	1.94%	2.92%
	600916.SH	中国黄金	1,312.30	1.59%	3.03%	2.77%
	600415.SH	小商品城	7,628.29	1.39%	1.36%	1.22%
	601933.SH	永辉超市	11,595.05	1.27%	1.04%	0.38%
	600828.SH	茂业商业	2,112.65	1.22%	1.15%	0.08%
	603708.SH	家家悦	686.15	1.12%	0.97%	1.35%
	688366.SH	昊海生科	145.43	1.05%	0.95%	1.98%
	600738.SH	丽尚国潮	753.50	0.99%	0.91%	0.29%
	600315.SH	上海家化	466.58	0.69%	0.68%	0.46%
	600682.SH	南京新百	797.02	0.68%	0.71%	0.50%
	600811.SH	东方集团	2,319.93	0.63%	0.55%	1.05%
	600814.SH	杭州解百	444.22	0.62%	0.81%	0.07%
	600223.SH	鲁商发展	599.55	0.58%	0.48%	0.93%
	600827.SH	百联股份	863.11	0.53%	0.68%	0.20%
	601828.SH	美凯龙	1,308.72	0.36%	0.40%	0.68%
	605136.SH	丽人丽妆	134.78	0.33%	0.45%	0.29%
	600693.SH	东百集团	177.70	0.20%	0.20%	0.20%
	300866.SZ	安克创新	3,598.72	8.85%	8.55%	2.25%
	002697.SZ	红旗连锁	6,524.90	4.79%	5.23%	4.66%
	300896.SZ	爱美客	739.52	3.41%	3.20%	2.58%
	300957.SZ	贝泰妮	1,203.91	2.84%	2.59%	2.14%
	000963.SZ	华东医药	4,706.31	2.68%	2.73%	3.21%
	002867.SZ	周大生	2,618.71	2.38%	2.54%	2.33%
	000829.SZ	天音控股	2,382.53	2.32%	0.74%	0.95%
	002416.SZ	爱施德	2,297.49	1.85%	1.69%	1.16%
	002419.SZ	天虹股份	1,929.22	1.65%	1.76%	1.29%
	002127.SZ	南极电商	3,916.72	1.59%	1.52%	3.21%
	002612.SZ	朗姿股份	618.85	1.39%	1.87%	0.68%
	300740.SZ	水羊股份	489.74	1.25%	1.16%	0.20%
	301078.SZ	孩子王	1,279.66	1.15%	0.93%	0.05%
	000626.SZ	远大控股	525.05	1.03%	1.05%	1.43%
	300792.SZ	壹网壹创	183.37	0.76%	0.89%	0.80%
	002818.SZ	富森美	556.02	0.74%	0.76%	0.37%
	000861.SZ	海印股份	1,776.71	0.70%	0.77%	0.42%



	300755.SZ	华致酒行	291.20	0.69%	0.86%	0.54%
	000501.SZ	武商集团	511.87	0.66%	0.76%	1.45%
	000785.SZ	居然之家	2,626.47	0.41%	0.42%	0.43%
	301177.SZ	迪阿股份	35.12	0.08%	0.09%	0.05%
	002024.SZ	苏宁易购	515.88	0.05%	0.05%	0.24%
	000882.SZ	华联股份	134.35	0.04%	0.04%	0.07%
港股通	6808.HK	高鑫零售	23,508	2.47%	2.41%	1.65%
	1929.HK	周大福	10,762	1.08%	1.03%	0.65%

资料来源: Wind, 中信建投证券

## 公司动态

### （一）休闲服务板块

#### 1. 【张家界】（代码：000430.SZ）

**关于持股 5%以上股东股份解除质押的公告：**公司于近日收到公司股东张家界市武陵源旅游产业发展有限公司的通知，产业公司将其持有的本公司部分股份办理了解除质押手续，本次解除质押数量 1511.99 万股，占其所持股份比例 50%，占公司总股本的比例 3.735%，质押起始日 2013 年 12 月 23 日，解除质押日 2023 年 11 月 22 日。

#### 2. 【云南旅游】（代码：002059.SZ）

**关于所属全资子公司签署投资协议的公告：**为满足公司的战略发展规划及不断扩大的市场需求，公司全资子公司深圳华侨城文化旅游科技集团有限公司所属全资子公司深圳华侨城卡乐技术有限公司与安徽滁州经济技术开发区管理委员会拟签署《滁州华侨城文旅装备产业园项目投资协议书》及《滁州华侨城文旅装备产业园项目补充协议书》，就卡乐技术在滁州经济技术开发区拟投资建设华侨城文旅装备产业园项目的建设内容、投资计划及政府支持等事项进行了原则约定。华侨城文旅装备产业园项目全生命周期计划总投资约 5 亿元（包括固定资产投资、流动资金等运营性费用）。

#### 3. 【金陵饭店】（代码：601007.SH）

**关于董事长、董事辞职并提名董事候选人的公告：**公司董事会于 2023 年 11 月 30 日收到公司董事长李茜女士、董事陈建伟先生提交的书面辞职报告。董事长李茜女士因工作调动，申请辞去公司董事长、董事职务，同时一并辞去董事会专门委员会相关职务。辞职后，李茜女士不在公司及公司控股子公司担任其他职务。董事陈建伟先生因工作调动，申请辞去公司董事及董事会专门委员会相关职务，不在公司继续任职。截止 2023 年 12 月 1 日，李茜女士、陈建伟先生未直接或间接持有公司股份。经公司董事会提名委员会审查，公司董事会同意提名毕金标先生、张胜新先生、张萍女士为公司第七届董事会董事（非独立董事）候选人，任期同第七届董事会。

**关于向控股股东续借部分资金暨关联交易的公告：**本公司拟向控股股东南京金陵饭店集团有限公司借款不超过人民币 1.84 亿元，用于偿还前期有息负债、补充流动资金等。借款期限为自资金到账之日起不超过 36 个月，借款利率不低于金陵饭店集团超短融债券发行成本，不高于 1 年期 LPR，资金来源为金陵饭店集团发行债 2 券所筹集的资金。公司董事会提请股东大会授权经营层在额度范围内签订借款协议等，并根据相关规定组织资金的使用。根据《上海证券交易所股票上市规则》的规定，本次交易构成关联交易，但不构成《上市公司重大资产重组管理办法》规定的重大资产重组。截至 2023 年 12 月 1 日，公司累计向金陵饭店集团借款 1 次，累计借款余额为 1.84 亿元（含本次拟授权的借款额度），占公司最近一期经审计净资产 11.73%

#### 4. 【锦江酒店】（代码：600754.SH）

**关于收购锦江国际酒店管理有限公司 100%股权暨关联交易的公告：**公司拟以协议转让方式收购上海锦江资本有限公司持有的锦江国际酒店管理有限公司 100%股权，交易价格合计为 4.61 亿元人民币。2023 年 11 月

28 日，公司与锦江资本、酒管公司签署了《股权转让协议》。锦江资本为公司控股股东。根据《上海证券交易所股票上市规则》、《公司章程》、《关联交易管理制度》等规定，本次交易构成关联交易。

## （二）商业贸易板块

### 1. 【永辉超市】（代码：601933.SH）

**关于持股 5%以上股东股份变动超 1%的提示性公告：**为保障购买股票质押信托产品的广大投资人利益，减少投资人的损失，公司持股 5%以上股东、董事张轩宁先生协助信托公司于 2023 年 11 月 28 日~2023 年 11 月 29 日通过大宗交易处置其持有的公司股份 108,841,400 股，占公司总股本的 1.20%。

### 2. 【红旗连锁】（代码：002697.SZ）

**关于聘任高级管理人员的公告：**公司于 2023 年 11 月 30 日召开第五届董事会第十一次会议，因公司经营发展需要，根据《公司法》及《公司章程》等规定，经公司总经理曹世如女士提名，公司董事会提名委员会审核通过，会议审议通过了《关于聘任公司高级管理人员的议案》，公司董事会同意聘任牛灏先生为公司副总经理，任期自本次董事会会议审议通过之日起至第五届董事会任期届满之日止。

### 3. 【老凤祥】（代码：600612.SH）

**关于放弃控股子公司上海老凤祥有限公司部分非国有股股权优先购买权的公告：**央地融合（上海）工艺美术股权投资中心（有限合伙）拟将其持有的上海老凤祥有限公司 3.30%非国有股股权进行转让，股权转让的金额合计为人民币 6.89 亿元，公司及下属全资子公司中国第一铅笔有限公司放弃上述转让股权的优先购买权。

### 4. 【中国黄金】（代码：600916.SH）

**关于股东中信证券投资有限公司集中竞价减持股份结果公告：**近日，公司收到中信证券投资出具的《关于减持股份结果的告知函》，中信证券投资已于 2023 年 5 月 31 日至 2023 年 11 月 24 日期间通过集中竞价交易方式减持 20,740,300 股的公司股份，占目前公司总股本的 1.23%。截至本公告披露日，本次减持计划时间区间届满，本次减持计划结束。

### 5. 【丽人丽妆】（代码：605136.SH）

**关于持股 5%以上股东股份协议转让的提示性公告：**公司于近日收到公司持股 5%以上股东阿里网络的通知，阿里网络于 2023 年 11 月 30 日与杭州灏月签署了《关于上海丽一二人丽妆化妆品股份有限公司之股份转让协议》，阿里网络拟以协议转让的方式将其持有的全部公司 7037.67 万股无限售流通股股份按 11.26 元/股的价格，合计 7.92 亿元，转让至杭州灏月。本次股份转让后，阿里网络将不再持有公司股份，杭州灏月将持有公司 70,376,745 股。

### 6. 【昊海生科】（代码：688366.SH）

**关于以集中竞价交易方式回购公司 A 股股份进展的公告：**截至 2023 年 11 月 30 日，上海昊海生物科技股份有限公司已累计回购公司 A 股股份 107.91 万股，占公司总股本 1.71 亿股的比例为 0.63%，最高成交价为 113.50 元/股，最低成交价为 96.19 元/股，成交总金额为人民币 1.16 亿元（不含印花税、交易佣金等交易费用）。

## 行业动态

### （一）休闲服务板块

#### 1. 澳门 Q3 会展活动增加 2.3 倍，前三季参与人数已恢复 96%

11 月 27 日，澳门特别行政区政府统计暨普查局发布《2023 年第 3 季会议及展览统计》。统计结果显示，今年第 3 季会展活动共 245 项，同比增加 2.3 倍；与会者/入场观众数目上升 59.9%至 54.5 万人次。2023 年首三季会展活动共 757 项，同比增加 1.9 倍与会者/入场观众上升 50.3%至 122.0 万人次；两项指标分别恢复至 2019 年同期的 70.4%及 96.1%。

资料来源：<https://mp.weixin.qq.com/s/D5bmaM3RkBGyQPb1YDMY3g>

#### 2. 云南旅游拟 5 亿投资建设滁州华侨城文旅装备产业园项目

11 月 29 日，云南旅游披露关于所属全资子公司签署投资协议的公告。云南旅游全资子公司深圳华侨城文化旅游科技集团有限公司所属全资子公司卡乐技术，与滁州经济技术开发区拟签署《滁州华侨城文旅装备产业园项目投资协议书》及《滁州华侨城文旅装备产业园项目补充协议书》。根据公告，卡乐技术拟在滁州经济技术开发区投资建设华侨城文旅装备产业园项目，项目全生命周期计划总投资约 5 亿元。

资料来源：[https://mp.weixin.qq.com/s/0ivd\\_T3QpLa7ICAINLcyBQ](https://mp.weixin.qq.com/s/0ivd_T3QpLa7ICAINLcyBQ)

#### 3. 韩国提升退税消费额上限

据韩联社 11 月 27 日报道，韩国经济副总理兼企划财政部长官秋庆镐表示，2024 年 1 月 1 日起将把外国游客在韩退税店购物时可享受的退税消费额上限提升至单次 100 万韩元(约合人民币 5488 元)和总额 500 万韩元。此举旨在促进外国游客在韩购物，提振韩国旅游业。届时，外国游客每人每趟旅程可享受的离境退税店退税购物额上限将分别从现有的单次 50 万韩元提高到 100 万韩元，总额从 250 万韩元提升至 500 万韩元。

资料来源：[https://mp.weixin.qq.com/s/Qy\\_e77UmoU5UsjSiBCFKYg](https://mp.weixin.qq.com/s/Qy_e77UmoU5UsjSiBCFKYg)

#### 4. 美团：三季度营收 764.7 亿元 同比增长 22.1%

美团发布 2023 年第三季度财报。财报显示，该季度美团实现营收 764.7 亿元，同比增长 22.1%。其中，核心本地商业实现营收 576.9 亿元，同比增长 24.5%；新业务分部实现营收 187.8 亿元，同比增长 15.3%。该季度美团实现净利润 35.9 亿元，同比增长 195.3%。截至三季度末，即时配送总订单量达到 62 亿笔，同比增长 23%，带动包括餐饮外卖、美团闪购及到店酒旅业务在内的核心本地商业分部季度收入增长至 577 亿元；餐饮外卖日订单峰值于本季度突破 7800 万单，美团闪购日订单峰值突破 1300 万单。

资料来源：<https://mp.weixin.qq.com/s/rkhaR1BkPvF7nnseZF3k1Q>

#### 5. 南航副董事长：国际航班已恢复至 2019 年同期六成以上



11月27日下午，南航召开2023年第三季度业绩说明会。南航副董事长、总经理韩文胜表示，公司加快构建成本经营责任体系，提升了包括辅助收入在内的各项收入水平，重点提升了结构性、源头性成本管理效能。当下正值冬春新航季，韩文胜表示，南航的国际航班持续稳步恢复，新航季后已恢复至2019年同期六成以上，其中中西亚、中东、欧洲和澳新航线恢复较快。

资料来源：<https://www.traveldaily.cn/article/178258>

## 6. “尚客优”稳居“小城连锁酒店”品类第一

11月28日，第一财经商业数据中心（CBNData）发布的《2023小城住宿行业趋势洞察报告》指出，我国三线及以下的小城商旅繁荣助推各地住宿业持续升级。在我国10大连锁酒店集团中，尚美数智科技集团旗下尚客优酒店荣登“小城连锁酒店行业品牌影响力”总榜第一，并以1503家的小城酒店规模、81.94%的覆盖率以及均分4.99分的口碑分稳居各榜单第一。此外在小城连锁酒店门店数量TOP10的省份中，尚客优在山东、河北、河南和山西四省小城市市场位居榜首，再度证实尚客优在小城连锁酒店品类第一的优势。

资料来源：<https://www.traveldaily.cn/article/178285>

## （二）商业贸易板块

### 1. 拼多多第三季度营收 688.4 亿元 大超预期

拼多多第三季度营收 688.4 亿元，同比增长 94%，预估 548.7 亿元；第三季度调整后每 ADS 收益 11.61 元，预估 8.81 元。拼多多三季度 NON-GAAP 净利润 170.3 亿元，同比增 37%。

资料来源：<https://mp.weixin.qq.com/s/i6xuaXc9a8qvVQHcjVwitA>

### 2. 美国“网络星期一”在线销售额创新高

美国电商研究机构 Adobe Analytics 周二公布的数据显示，“网络星期一”的线上销售达到创纪录的 124 亿美元，从美容产品、玩具到电子产品的各种商品的超低折扣，吸引了消费者圣诞前大肆采购。周一，消费者在线上的消费支出较去年的 113 亿美元跃升 9.6%，超过了 Adobe 增长 6.1% 至 120 亿美元的此前预期。“网购周”（从感恩节到“网络星期一”的五天）的网络销售额共计 380 亿美元，超过了 Adobe 预测的 372 亿美元。Adobe 此前发布的数据显示，“黑色星期五”这一天，美国购物者在网上花费了创纪录的 98 亿美元，较去年增长 7.5%。

资料来源：<https://mp.weixin.qq.com/s/i6xuaXc9a8qvVQHcjVwitA>

### 3. Temu 计划再投“超级碗”广告

Temu 计划在 2024 年 2 月 11 日举办的美国超级碗比赛中，再次投放 30 秒的广告，这将是 Temu 连续第二年在美国超级碗亮相。今年 2 月，Temu 在超级碗以“像百万富翁一样购物”的口号迅速走红美国，迎来流量、订单量暴涨。在此后的时间里，Temu 仍在美国各大社交平台持续投放广告，一度推高了各大平台的广告价格。（路透社）

资料来源：[https://mp.weixin.qq.com/s/2z59od\\_kNpAoabgt\\_SX4gA](https://mp.weixin.qq.com/s/2z59od_kNpAoabgt_SX4gA)

### 4. Shopify 黑五网一战报：商家销售额突破 93 亿美元

Shopify 宣布，黑五至网一大促期间，Shopify 商家创下了 93 亿美元的销售记录，比去年增长了 24%；每分钟的销售高峰出现在美国东部时间 11 月 24 日下午 12:01，为 420 万美元；全球有 6100 万消费者购买了由 Shopify 提供支持的品牌；跨国订单占全球订单总量的 15%；通过 Shop Pay 产生的销售额较去年增长了 60% 等。

资料来源：[https://mp.weixin.qq.com/s/2z59od\\_kNpAoabgt\\_SX4gA](https://mp.weixin.qq.com/s/2z59od_kNpAoabgt_SX4gA)

### 5. TikTok Shop 全托管黑五战报：美国市场订单量增长 205%

TikTok Shop 黑五战报出炉。根据官方数据，在 11 月 14 日-11 月 20 日的黑五大促活动中，TikTok Shop 全托管在美国市场的订单量增长 205%，动销商品数量增长 177%；在英国市场的订单量增长 142%，动销商品数量增长 133%。

资料来源：<https://mp.weixin.qq.com/s/ndwJYBFy5Tmfq-osOz3i-w>

## 6. 从“固定收租”到“销售分成”，居然之家要改招商模式了

从引入国资到宣布招商模式转型，居然之家一直在为成为实体商业第一运营商而努力。2023 年 12 月 1 日，在居然之家大湾区发展规划暨三店联合招商发布会上，居然之家董事长汪林朋表示，居然之家要自我变革，重塑商业模式，首先是重塑价值链，从“固定收租”转向“销售分成”，与工厂、经销商形成命运共同体；其次要打造数字化产业服务平台，为工厂和经销商进行流量和效率赋能。居然之家执行总裁王宁透露，三年内居然之家要完成 80% 以上直营分店招商模式的转型。

资料来源：<https://mp.weixin.qq.com/s/YF3KTM-NeBoyUm-gDHBPYg>

## 风险分析

- 1、离岛免税客单价、渗透率、品牌数量提升可能的不及预期。
- 2、酒店行业在过去几年中明确供给出清，但物业和加盟商的争取依旧激烈，头部企业如果签约和储备门店数量增速不足以支撑后续展店，也会在成长属性上受到极大压制。
- 3、行业竞争加剧：零售企业一方面面临同业间竞争，另一方面面临互联网巨头的竞争。互联网巨头凭借其资金和体量优势，在某一细分赛道的加码布局会导致竞争加剧。
- 4、渠道扩张不及预期：企业渠道扩张中面临诸多不确定因素，有可能导致扩张不及预期。
- 5、居民边际消费倾向下降：在外部冲击下，居民消费支出可能更加保守，导致边际消费倾向下滑。

## 分析师介绍

### 刘乐文

美国约翰霍普金斯大学金融硕士学位，现任中信建投商贸社服行业首席分析师。拥有六年证券研究从业经验，主要研究领域社会服务、商贸零售、医美化妆品等多个服务类板块。

### 陈如练

社服商贸行业分析师，上海财经大学国际商务硕士，2018 年加入中信建投证券研究发展部，曾有 2 年国有资本风险投资经验。目前专注于免税、餐饮、酒店、旅游等细分板块研究。2018、2019、2020 年 Wind 金牌分析师团队成员，2019、2022 年新浪金麒麟最佳分析师团队成员。

### 于佳琪

上海财经大学统计学学士、硕士，现任中信建投社服商贸行业分析师。拥有六年证券研究从业经验，主要覆盖方向有免税、酒店、旅游、化妆品等多个服务类板块。

## 研究助理

### 孙英杰

sunyingjie@csc.com.cn



## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅 -5%—5% 之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅 -10—10% 之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将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。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

## 中信建投证券研究发展部

北京  
东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B  
座 12 层  
电话：（8610） 8513-0588  
联系人：李祉瑶  
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
上海浦东新区浦东南路 528 号  
南塔 2103 室  
电话：（8621） 6882-1600  
联系人：翁起帆  
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
福田区福中三路与鹏程一路交  
汇处广电金融中心 35 楼  
电话：（86755） 8252-1369  
联系人：曹莹  
邮箱：caoying@csc.com.cn

## 中信建投（国际）

香港  
中环交易广场 2 期 18 楼  
电话：（852） 3465-5600  
联系人：刘泓麟  
邮箱：charleneliu@csci.hk