

出口增速回正外需向好，关注跨境电商增长

核心观点

11月我国进出口总值 37.96 万亿元人民币，与去年同期持平。其中，出口 21.6 万亿元，增长 0.3%；进口 16.36 万亿元，下降 0.5%；贸易顺差 5.24 万亿元，扩大 2.8%。按美元计价，11 月我国进出口总值 5.41 万亿美元，下降 5.6%。其中，出口 3.08 万亿美元，下降 5.2%；进口 2.33 万亿美元，下降 6%；贸易顺差 7481.3 亿美元，收窄 2.7%。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（12.1-12.8）中信消费者服务行业涨跌幅、商业贸易行业涨跌幅分别为-3.77%、-2.92%，相对上证综指，分别跑输 1.72pct、跑输 0.88pct，相对沪深 300 分别跑输 1.37pct、跑输 0.53pct，在中信一级行业中排名第 28、21。

板块表现：

社服：景区板块涨跌幅第一（-2.80%），出境游>酒店>免税>餐饮，涨跌幅分别为-3.20%、-3.33%、-6.78%、-6.95%。

商贸零售：贸易板块涨跌幅第一（+0.02%），专营连锁>电商及服务>专业市场经营>一般零售，涨跌幅分别为-2.93%、-3.74%、-3.74%、-3.95%。

板块跟踪：

消费：11 月 CPI 同比-0.5%，主要是能源价格同比由涨转降，对 CPI 同比的下拉影响比上月增加 0.19 个百分点所致。CPI 环比-0.5%，主要是天气偏暖农产品供应充足、国际油价下行和出行等服务消费需求季节性回落影响。

旅游：“周末向北 沈阳最美”沈阳城市推介会（北京）在网易北京研发中心火爆举行，活动由沈阳市文化旅游和广播电视局主办，沈阳市文化旅游和广播电视局党组书记、局长刘克斌盛情邀约北京的年轻朋友们周末到沈阳。

贸易：11 月我国进出口总值 37.96 万亿元人民币，与去年同期持平。其中，出口 21.6 万亿元，增长 0.3%；进口 16.36 万亿元，下降 0.5%；贸易顺差 5.24 万亿元，扩大 2.8%。按美元计价，11 月我国进出口总值 5.41 万亿美元，下降 5.6%。其中，出口 3.08 万亿美元，下降 5.2%；进口 2.33 万亿美元，下降 6%；贸易顺差 7481.3 亿美元，收窄 2.7%。

珠宝：央行数据显示，11 月末黄金储备报 7158 万盎司（约 2226.39 吨），环比增加 38 万盎司（约 11.82 吨），为连续第 13 个月增持黄金储备。中国 11 月外汇储备 31718.1 亿美元，前值 31012.2 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

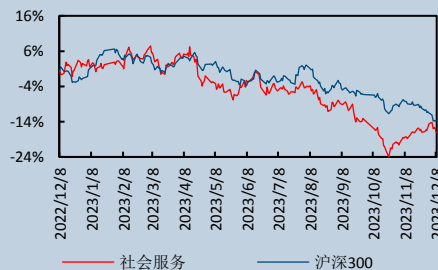
于佳琪

yujiaqibj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521110003

发布日期： 2023 年 12 月 10 日

市场表现



相关研究报告

- | | |
|------------|--|
| 2023-12-03 | 【中信建投社服商贸】：海外消费旺季需求较旺，中国跨境电商有望受益 |
| 2023-11-27 | 【中信建投社服商贸】：社服商贸 2024 年投资策略报告：供给侧迭代竞争分秒，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 |

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	11
（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	22
（一）休闲服务板块	22
（二）商业贸易板块	24
风险分析	25

板块表现及投资建议

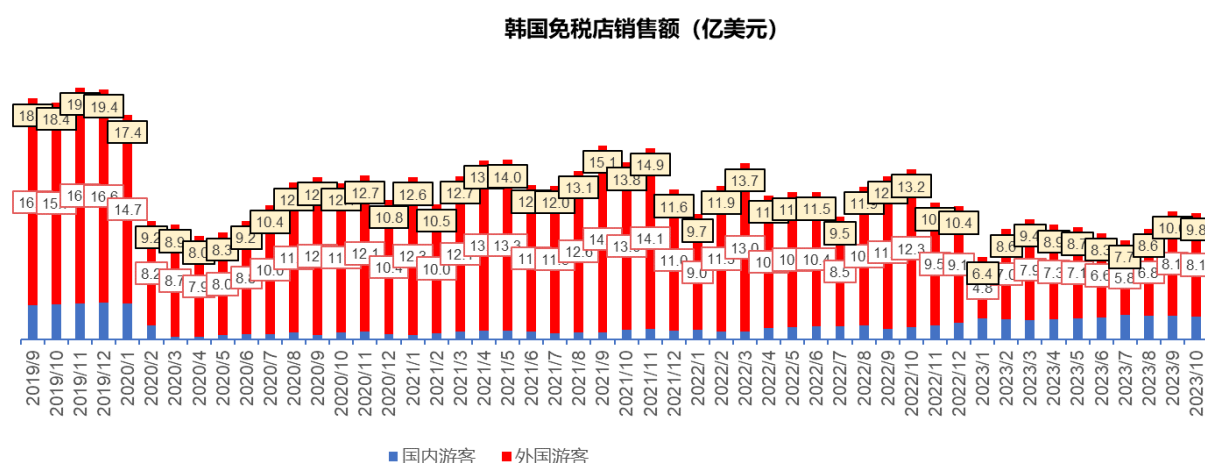
（一）重点数据跟踪

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



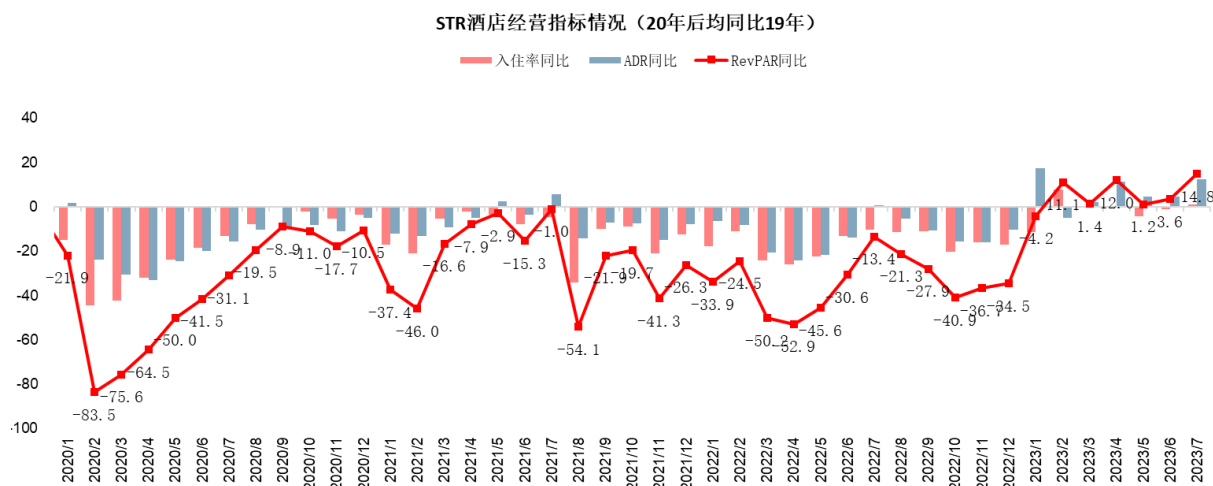
数据来源：KDFA，中信建投证券

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）



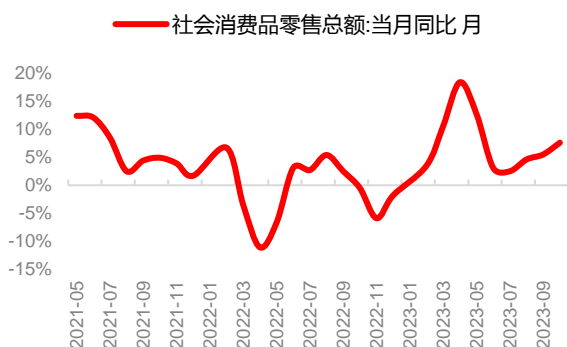
数据来源: STR Global, 中信建投证券

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%。

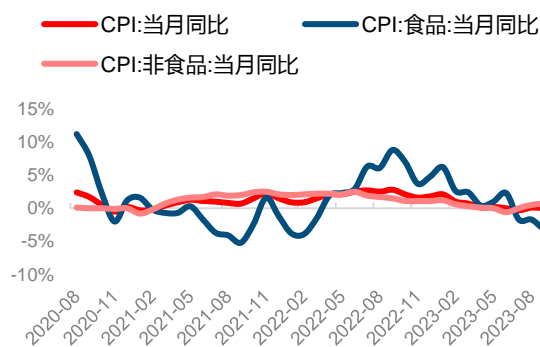
国庆期间出游需求释放后需待明年春节，本地消费有所分流，黄金珠宝等消费进入淡季。消费者更加注重娱乐支出，体育用品和娱乐用品继续实现高增长。化妆品同比微增，双十一期间化妆品销售出现一定幅度下滑，但是细分来看，国产品牌存在赶超趋势。

图 3:社会零售总额月度同比增速



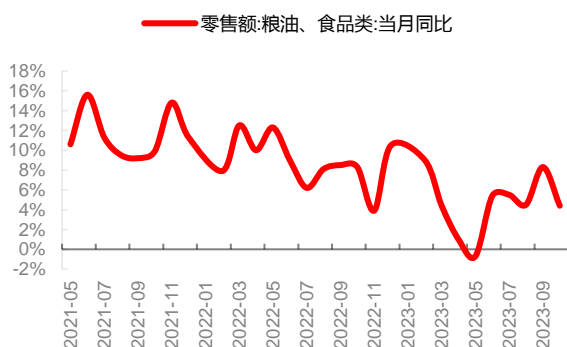
数据来源: Wind, 中信建投证券

图 4: CPI 同比变化



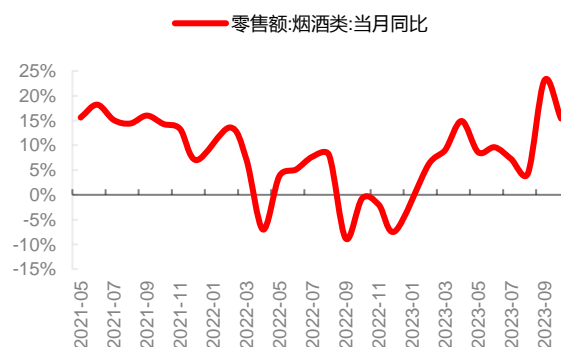
数据来源: Wind, 中信建投证券

图 5:粮油、食品类零售额同比增速



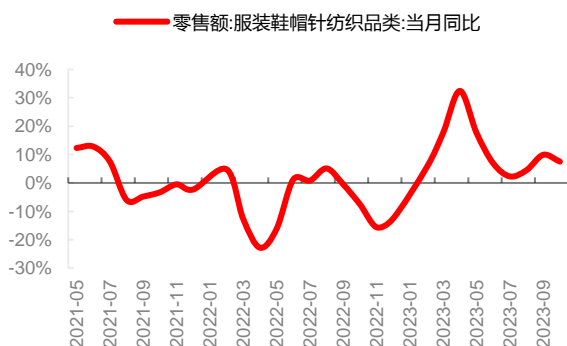
数据来源: Wind, 中信建投证券

图 6:烟酒类零售额同比增速



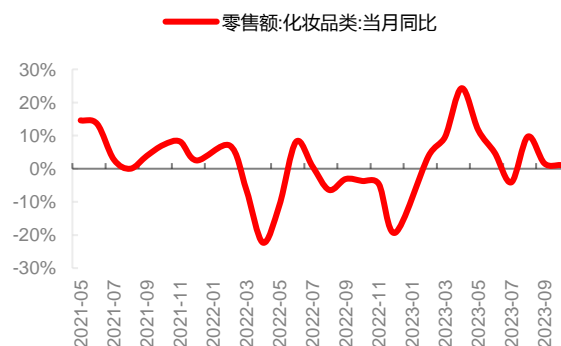
数据来源: Wind, 中信建投证券

图 7:服装鞋帽针纺织品类零售额同比增速



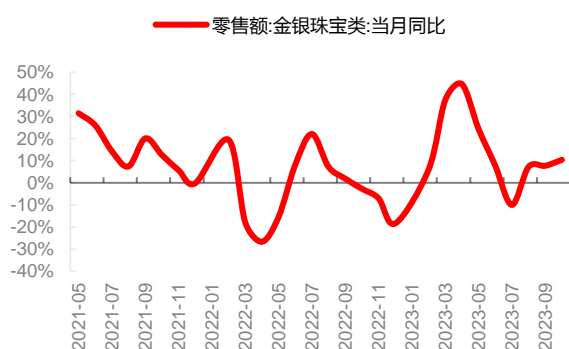
数据来源: Wind, 中信建投证券

图 8:化妆品类零售额同比增速



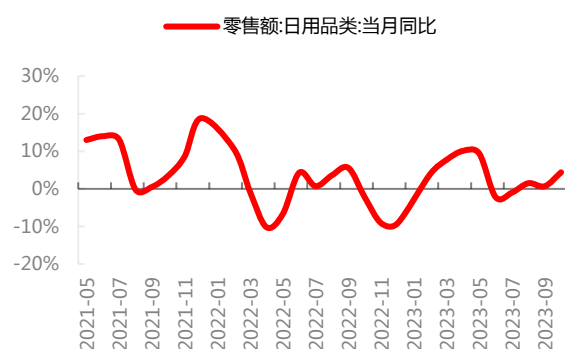
数据来源: Wind, 中信建投证券

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



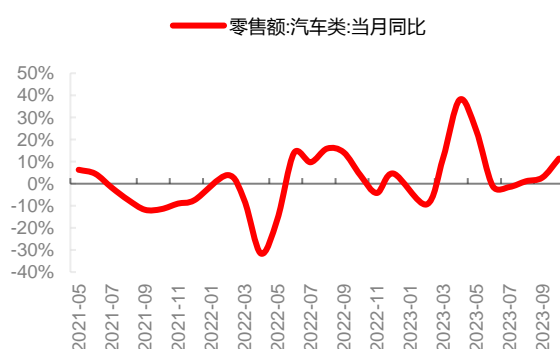
数据来源: Wind, 中信建投证券

图 11:家具类零售额同比增速



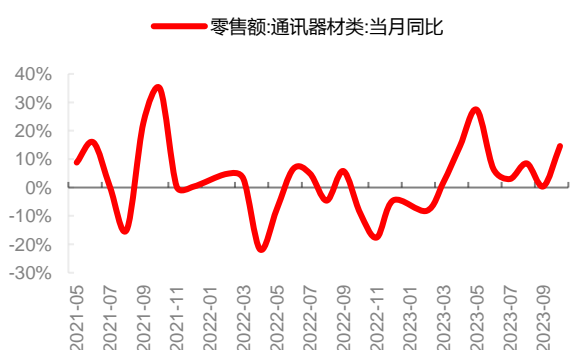
数据来源: Wind, 中信建投证券

图 12:汽车类零售额同比增速



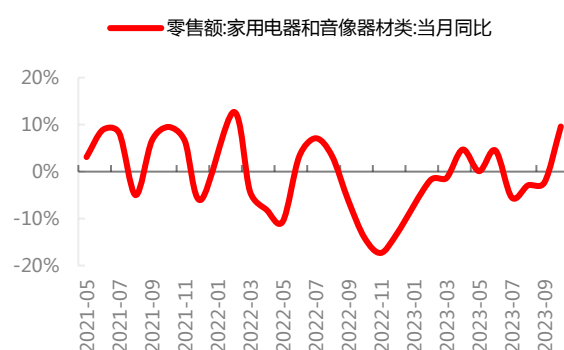
数据来源: Wind, 中信建投证券

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）今年前 11 个月，海口海关共监管离岛免税购物金额 407 亿元，同比增 26.1%，免税购物人数 623 万人次，同比增 59.6%，免税购物件数 4799 万件，同比增长 4.5%；（2）全国首个旅游新零售商业体三亚海旅超体开业；（3）12 月 6 日，珠海免税集团旗下横琴口岸出境免税店正式开业，面积 92 平米；（4）海口新海客运枢纽于 11 月 29 日正式运营，紧邻海口免税城；（5）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 12 月 9 日 7 天平均的凤凰机场执飞架次 360，较 2019 同期-3.7%，美兰机场 516，较 2019 同期+9.8%；（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，短期边际或有企稳态势。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。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，十一假期后有所回落。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。中高端品牌和模型打造的升级迭代逐步加速。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。中后台降本等措施初见成效，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，组织人事有所调整展现发展动力。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，23Q4 预计需求端和价格端稳定。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，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：头部餐企 11 月修复度整体环比稳定。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。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较强，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：海外初期进展顺利，香港太二开业。总经营效率及开店表现稳定，太二开店较稳定，总品牌经营效率优质预计进入快速发展期。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：泰国门店开业，国内加盟业态渐落地。截至 2023 年 11 月 30 日，公司共经营 1437 间奈雪的茶直营门店，全年开店兑现度较好。上半年验证模式盈利、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。赛道逻辑实际有所改善，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门店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。后续关注国内现制咖啡赛道成长空间，以及海外市场拓展能力；**海底捞：Q4 经营效率仍稳定优质**。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。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。

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。11 月澳门博彩 ggr 为 160.43 亿澳门元，约恢复至 2019 同期的 70.1%，环比 9 月恢复度下降 3.6pct，仍在稳健恢复区间内。今年 1-11 月博彩 ggr 合计 1644.92 亿澳门元，约恢复至 2019 同期的 61.0%，环比 1-10 月合计恢复度再提升 0.8pct，累计恢复度向好。在 10 月恢复度再创年内新高后 11 月恢复在稳定区间内波动，符合我们此前判断，考虑全年及未来恢复状态，若中场业务替代 VIP 下降部分，虽然整体盈利能力更好，但预计对收入的弥补程度有限，若在桌子利用率明显提升情况下有望接近疫前收益水平，故当前恢复节奏进入稳健上升期。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%，桌子利用率仍有提升空间。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体能力，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**老凤祥**、**菜百股份**；

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：黑五及网一表现优质，美国“黑色星期五”的网上购物额支出同比增长 7.5%，“网络星期一”的网购额更是有望达到 120 亿美元，同比增长 6.1%。海外经济环境复杂，超额储蓄有逐步消退趋势，若美国明年财政政策力度实际放缓，则物美价廉偏向刚需属性的消费仍将持续受益。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、平台持续开拓且受益亚马逊平台对服装类产品特定单价以内降佣金率的**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	
			2023/12/8	亿元	22 年	E23	E24	E25	E23	E24	E25
免税	中国中免	601888.SH	82.30	1,702.7	2.43	3.39	3.92	4.61	24.3	21.0	17.8
	王府井*	600859.SH	16.62	188.6	0.17	0.84	1.08	1.32	19.7	15.3	12.6
酒店类	锦江酒店	600754.SH	30.88	330.4	0.11	1.21	1.67	2.09	25.5	18.5	14.8
	首旅酒店	600258.SH	16.47	183.9	-0.52	0.72	0.95	1.16	22.9	17.2	14.2
	华住集团（港元）	1179.HK	27.00	881.7	-0.60	1.22	1.45	1.73	22.1	18.6	15.6
景区类	中青旅*	600138.SH	10.83	78.4	-0.46	0.47	0.77	0.99	22.9	14.1	11.0
	黄山旅游*	600054.SH	11.05	80.6	-0.18	0.57	0.65	0.73	19.5	16.9	15.1
	丽江股份*	002033.SZ	8.03	44.1	0.01	0.43	0.49	0.54	18.5	16.4	15.0

行业动态报告

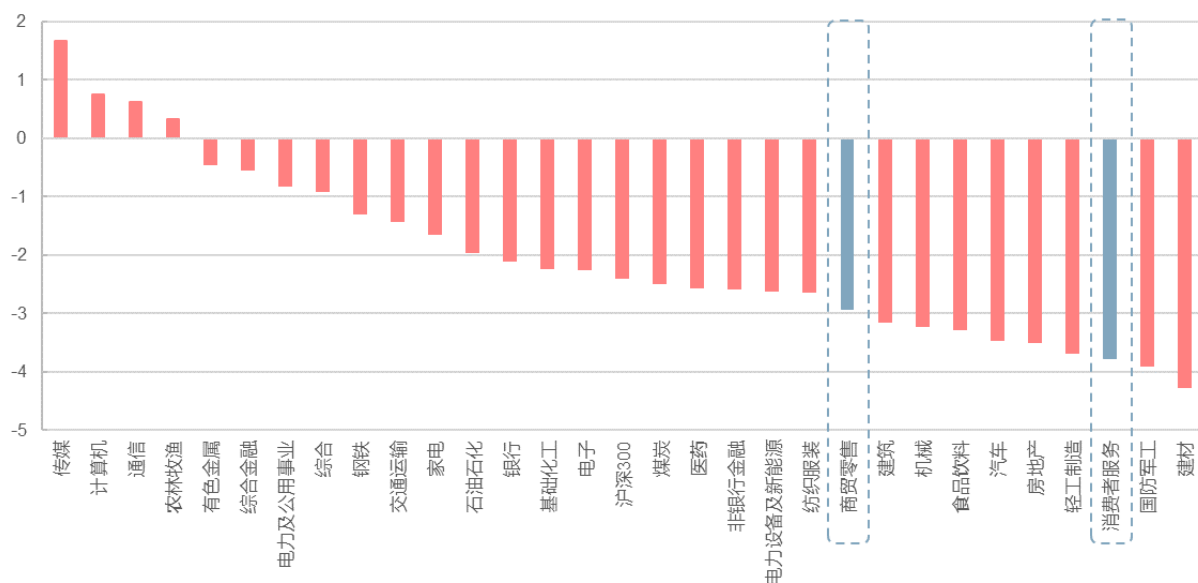
	峨眉山 A*	000888.SZ	8.80	46.4	-0.28	0.57	0.63	0.74	15.5	14.0	12.0
	宋城演艺	300144.SZ	10.27	269.1	0.00	0.34	0.50	0.59	29.8	20.5	17.5
	天目湖	603136.SH	18.32	34.1	0.11	0.95	1.24	1.47	19.4	14.7	12.5
出境游	众信旅游*	002707.SZ	7.55	74.2	-0.23	0.02	0.21	0.34	410.3	36.3	21.9
	岭南控股*	000524.SZ	8.57	57.4	-0.27	0.14	0.34	0.42	62.1	25.5	20.5
餐饮	同庆楼	605108.SH	30.64	79.7	0.36	1.08	1.51	1.95	28.4	20.2	15.7
	广州酒家*	603043.SH	20.14	114.6	0.91	1.10	1.34	1.59	18.4	15.0	12.6
医美	爱美客	300896.SZ	281.07	608.1	5.84	8.77	12.27	15.91	32.1	22.9	17.7
	朗姿股份	002612.SZ	19.26	85.2	0.04	0.53	0.69	0.83	36.6	27.8	23.2
化妆品	珀莱雅	603605.SH	103.00	408.8	2.06	2.86	3.64	4.55	36.0	28.3	22.6
	贝泰妮	300957.SZ	68.01	288.1	2.48	3.18	4.03	5.01	21.4	16.9	13.6
	华熙生物*	688363.SH	67.81	326.6	2.02	1.78	2.21	2.70	38.0	30.7	25.1
	巨子生物（港元）	2367.HK	32.90	327.4	1.08	1.44	1.84	2.25	22.9	17.9	14.6
	上海家化	600315.SH	22.12	149.6	0.70	1.05	1.22	1.39	21.1	18.2	15.9
	丸美股份	603983.SH	24.93	100.0	0.43	0.67	0.84	1.00	37.0	29.6	24.9
	福瑞达	600223.SH	9.75	99.1	0.04	0.35	0.41	0.50	28.1	23.5	19.5
商贸零售	家家悦	603708.SH	14.12	91.4	0.08	0.31	0.43	0.57	44.9	32.6	24.9
	红旗连锁	002697.SZ	5.28	71.8	0.36	0.40	0.43	0.47	13.2	12.3	11.3
	天虹股份*	002419.SZ	5.37	62.8	0.10	0.25	0.29	0.34	21.1	18.4	15.9
	重庆百货	600729.SH	26.61	108.2	2.17	3.10	3.71	4.07	8.6	7.2	6.5
	百联股份	600827.SH	9.72	173.4	0.38	0.39	0.46	0.56	24.6	21.2	17.4
	华致酒行	300755.SZ	18.45	76.9	0.88	1.80	2.22	2.81	10.2	8.3	6.6
	安克创新	300866.SZ	87.77	356.7	2.81	3.83	3.96	4.77	22.9	22.1	18.4
	苏美达	600710.SH	7.29	95.3	0.70	0.78	0.87	0.96	9.4	8.3	7.6
	壹网壹创*	300792.SZ	25.08	59.8	0.75	0.96	1.14	1.31	26.2	22.0	19.1
	华凯易佰	300592.SZ	27.20	78.7	0.75	1.39	1.72	2.09	19.6	15.8	13.0
	居然之家	000785.SZ	3.41	214.4	0.26	0.30	0.36	0.45	11.5	9.4	7.6
	孩子王	301078.SZ	8.90	98.8	0.11	0.15	0.33	0.40	59.3	26.6	22.1
	农产品	000061.SZ	6.72	114.0	0.12	0.22	0.26	0.30	30.4	25.5	22.6
珠宝零售	周大生	002867.SZ	15.16	166.1	1.00	1.25	1.49	1.73	12.1	10.1	8.7
	潮宏基	002345.SZ	6.50	57.8	0.22	0.44	0.55	0.66	14.9	11.7	9.8
	迪阿股份*	301177.SZ	29.52	118.1	1.82	0.49	0.98	1.38	60.8	30.1	21.4
	中国黄金	600916.SH	10.00	168.0	0.46	0.71	0.86	0.93	14.0	11.7	10.7
	老凤祥	600612.SH	67.11	351.1	3.25	4.20	4.77	5.36	16.0	14.1	12.5
	菜百股份	605599.SH	13.66	106.2	0.59	0.93	1.03	1.17	14.7	13.3	11.7

资料来源：Wind，中信建投证券，注：*采用wind一致预期。

（三）板块行情

本周消费者服务行业涨跌幅-3.77%，跑输上证综指 1.72 pct，跑输沪深 300 指数 1.37 pct，在中信一级指数排名第 28；商业贸易行业涨跌幅-2.92%，跑输上证综指 0.88 pct，跑输沪深 300 指数 0.53 pct，在中信一级指数排名第 21。

图 15:本周各板块指数涨跌幅（单位，%）

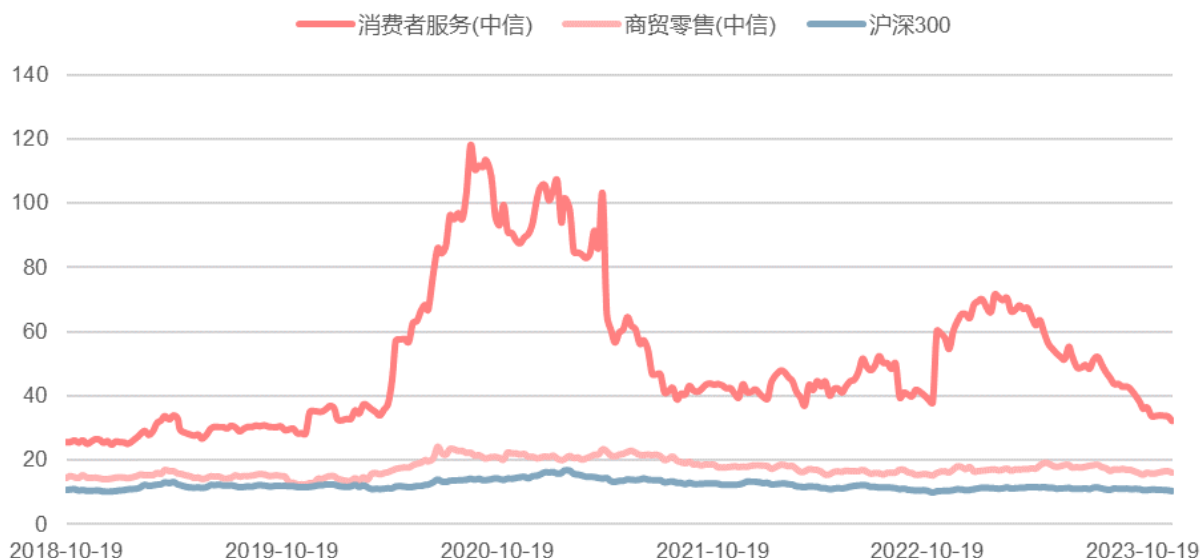


数据来源：Wind，中信建投证券

截至 2023 年 12 月 8 日，中信消费者服务板块 PE TTM 为 32.12，较上周的 33.56 下降 1.44。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，消费持复苏存在一定压力，休闲服务板块估值有所下降。

截至 2023 年 12 月 8 日，中信商贸零售板块 PE TTM 为 16.05，较上周的 16.52 下降 0.47。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

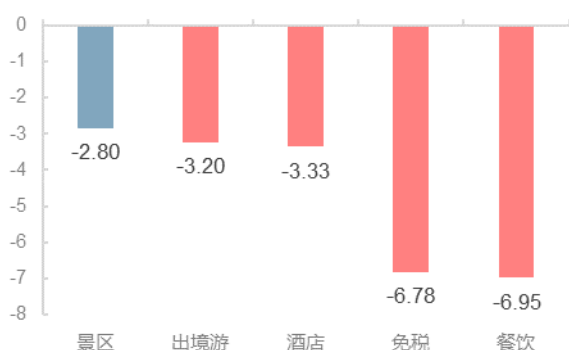


数据来源: Wind, 中信建投证券

(四) 子行业表现

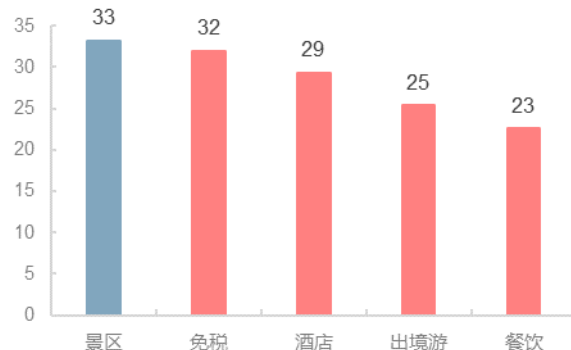
休闲服务行业子板块中, 景区板块本周涨跌幅第一, 涨跌幅为-2.80%。其余板块中, 出境游>酒店>免税>餐饮, 涨跌幅分别为-3.20%、-3.33%、-6.78%、-6.95%。景区板块估值水平最高, PE 达 33 倍。其余板块中, 免税>酒店>出境游>餐饮, 分别为 32、29、25、23 倍。

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

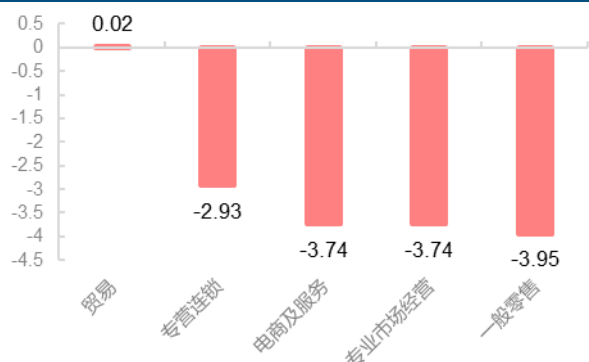
图 18: 休闲服务子行业 PE (TTM 整体法, 剔除负值)



数据来源: Wind, 中信建投证券

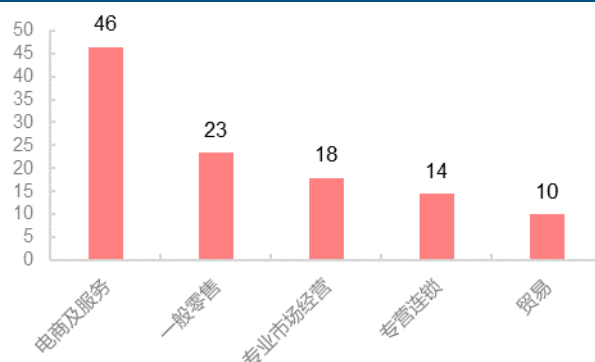
商贸零售行业子板块中, 贸易板块本周涨跌幅第一, 涨跌幅为+0.02%。其余板块中, 专营连锁>电商及服务>专业市场经营>一般零售, 涨跌幅分别为-2.93%、-3.74%、-3.74%、-3.95%。估值方面, PE 自高而低分别为电商及服务>一般零售>专业市场经营>专营连锁>贸易, PE 分别为 46、23、18、14、10 倍。

图 19:商业贸易子行业涨跌幅（单位：%）



数据来源: Wind, 中信建投证券

图 20:商业贸易子行业 PE (TTM, 剔除负值)

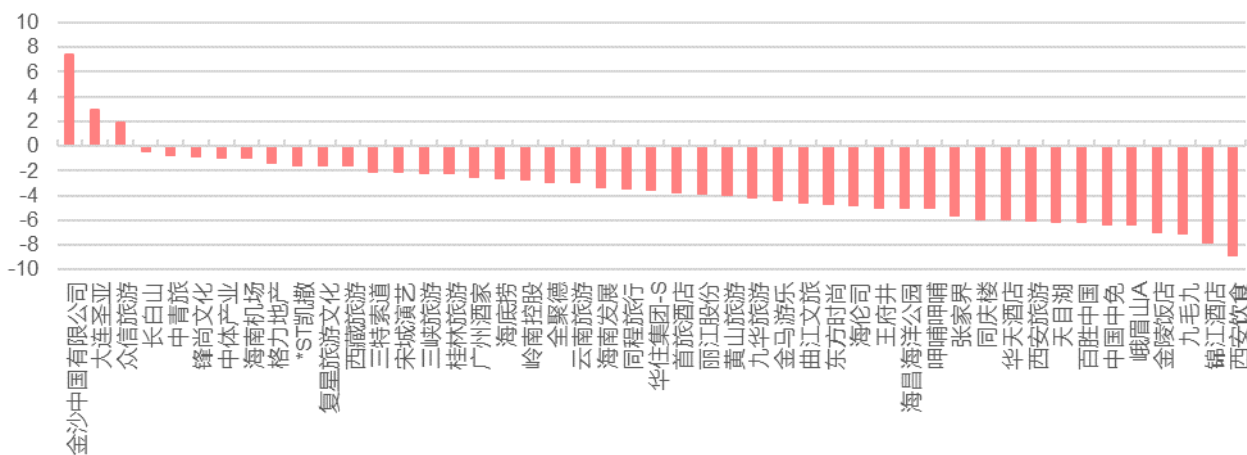


数据来源: Wind, 中信建投证券

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金沙中国有限公司、大连圣亚、众信旅游、长白山、中青旅; 跌幅前五公司分别为峨眉山 A、金陵饭店、九毛九、锦江酒店、西安饮食。

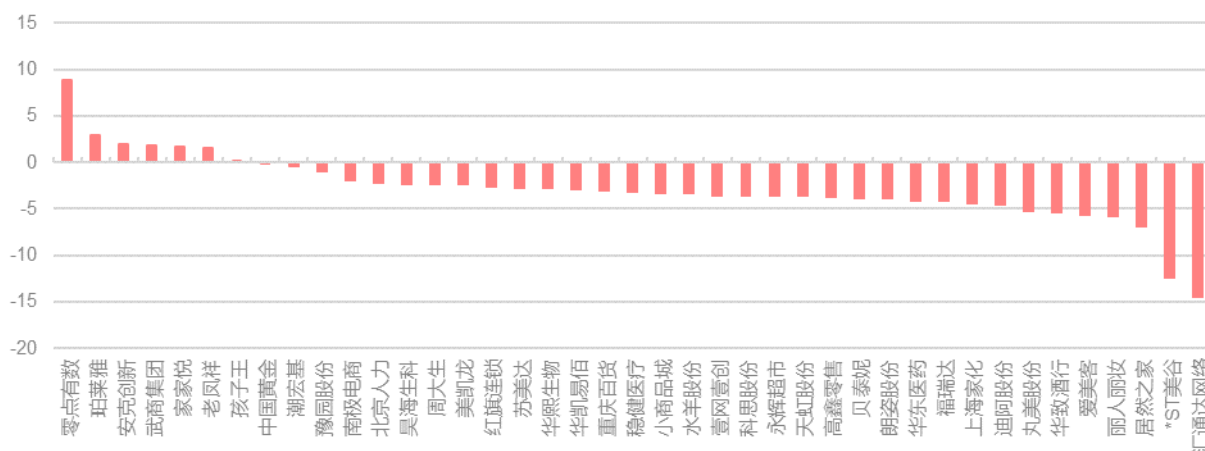
(2) **商业贸易:** 个股周涨跌幅方面, 本周中信商贸零售板块涨幅前五公司分别为零点有数、珀莱雅、安克创新、武商集团、家家悦; 跌幅前五公司分别为爱美客、丽人丽妆、居然之家、*ST 美谷、汇通达网络。

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	-2.05	金沙中国有限公司	7.40	大连圣亚	27.09	零点有数	8.86	零点有数	31.62	
深证成指	-1.71	大连圣亚	2.96	西安饮食	14.43	珀莱雅	2.91	美凯龙	18.80	
上证 50	-2.99	众信旅游	1.89	金陵饭店	10.65	安克创新	1.92	丽人丽妆	13.57	
沪深 300	-2.40	长白山	-0.39	曲江文旅	10.02	武商集团	1.81	壹网壹创	7.26	
创业板指	-1.77	中青旅	-0.73	长白山	8.30	家家悦	1.73	华凯易佰	6.05	
消费者服务	-3.77	跌幅前五		换手率前五			跌幅前五		换手率前五	
商贸零售	-2.92	峨眉山 A	-6.38	同程旅行	0.40	爱美客	-5.68	北京人力	0.76	
道琼斯	0.01	金陵饭店	-6.98	海伦司	0.31	丽人丽妆	-5.73	重庆百货	0.74	
标普 500	0.21	九毛九	-7.06	复星旅游文化	0.19	居然之家	-6.83	豫园股份	0.65	
纳斯达克	0.69	锦江酒店	-7.79	百胜中国	0.13	*ST 美谷	-12.44	汇通达网络	0.51	
USD/CNY	0.03	西安饮食	-8.89	华住集团-S	0.13	汇通达网络	-14.38	高鑫零售	0.16	

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 0.11 pct 至 7.09%。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 0.14 pct 至 2.32%。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 0.06 pct 至 18.84%、上升 0.14 pct 至 15.32%。

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 0.26 pct 至 20.61%。持股比例较高的其他标的为重庆百货、华熙生物、大商股份、兰生股份, 其中重庆百货持股比例本周下降 0.05 pct 至 3.92%; 深港通持股占比中, 安克创新本周上升 0.14 pct 至 8.99%, 红旗连锁本周上升 0.06 pct 至 4.85%, 爱美客本周上升 0.15 pct 至 3.56%; 港股通中, 高鑫零售本周下降 0.07 pct 至 2.40%。

表 3: 休闲服务沪（深）港通持股一览（截至 2023.12.8）

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	13,846.11	7.09%	7.20%	10.81%
	600754.SH	锦江酒店	2,969.53	3.24%	3.93%	3.92%
	603043.SH	广州酒家	1,613.21	2.83%	2.81%	2.80%
	600258.SH	首旅酒店	1,929.34	1.72%	1.56%	2.42%
	600054.SH	黄山旅游	521.82	1.01%	0.90%	0.10%
	600185.SH	格力地产	1,406.72	0.74%	0.88%	0.94%
	600859.SH	王府井	637.75	0.58%	0.67%	0.32%
	605108.SH	同庆楼	147.99	0.56%	0.49%	1.20%
	600138.SH	中青旅	333.70	0.46%	0.59%	0.16%
深股通	300144.SZ	宋城演艺	6,100.82	2.32%	2.46%	5.32%
	002163.SZ	海南发展	712.04	0.84%	0.85%	0.60%
	000863.SZ	三湘印象	358.81	0.30%	0.19%	0.00%
	002707.SZ	众信旅游	129.54	0.13%	0.22%	0.01%
	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	20,467	18.84%	18.78%	18.01%
	9922.HK	九毛九	22,279	15.32%	15.18%	22.57%
	2255.HK	海昌海洋公园	67,937	8.37%	8.02%	5.17%
	0880.HK	澳博控股	51,836	7.30%	7.18%	7.05%
	0780.HK	同程旅行	13,771	6.10%	6.14%	5.13%
	1880.HK	中国中免	556	4.78%	4.69%	2.85%
	0200.HK	新濠国际发展	6,067	4.00%	3.99%	3.37%
	6862.HK	海底捞	20,656	3.71%	3.71%	4.33%
	1128.HK	永利澳门	14,247	2.72%	2.69%	2.82%
	1992.HK	复星旅游文化	3,122	2.51%	2.51%	2.79%
	0308.HK	香港中旅	11,368	2.05%	2.06%	1.96%
	2282.HK	美高梅中国	6,619	1.74%	1.74%	2.58%
	0341.HK	大家乐集团	551	0.94%	0.97%	4.09%
	1928.HK	金沙中国有限公司	7,192	0.88%	0.90%	1.12%
	0027.HK	银河娱乐	2,287	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 2023.12.8）

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	8,139.80	20.61%	20.87%	22.94%

深港通	600729.SH	重庆百货	1,578.30	3.92%	3.97%	3.17%
	688363.SH	华熙生物	599.05	3.02%	2.69%	2.77%
	600694.SH	大商股份	739.63	2.51%	2.58%	0.30%
	600826.SH	兰生股份	1,008.74	2.41%	2.56%	0.73%
	600612.SH	老凤祥	742.51	2.34%	2.15%	1.76%
	600655.SH	豫园股份	8,251.84	2.12%	2.19%	1.79%
	600916.SH	中国黄金	1,444.99	1.75%	1.59%	2.77%
	600755.SH	厦门国贸	3,310.99	1.62%	1.83%	2.92%
	603708.SH	家家悦	899.84	1.47%	1.12%	1.35%
	600828.SH	茂业商业	2,297.06	1.32%	1.22%	0.08%
	600415.SH	小商品城	7,041.13	1.29%	1.39%	1.22%
	600738.SH	丽尚国潮	935.69	1.23%	0.99%	0.29%
	601933.SH	永辉超市	8,752.68	0.96%	1.27%	0.38%
	600814.SH	杭州解百	472.11	0.66%	0.62%	0.07%
	600315.SH	上海家化	436.99	0.64%	0.69%	0.46%
	600223.SH	鲁商发展	571.33	0.56%	0.58%	0.93%
	688366.SH	昊海生科	73.49	0.53%	1.05%	1.98%
	600811.SH	东方集团	1,870.52	0.51%	0.63%	1.05%
	600827.SH	百联股份	735.98	0.45%	0.53%	0.20%
	600682.SH	南京新百	514.05	0.44%	0.68%	0.50%
	601828.SH	美凯龙	1,246.47	0.34%	0.36%	0.68%
	600693.SH	东百集团	177.70	0.20%	0.20%	0.20%
	605136.SH	丽人丽妆	75.26	0.18%	0.33%	0.29%
	300866.SZ	安克创新	3,657.69	8.99%	8.85%	2.25%
	002697.SZ	红旗连锁	6,600.20	4.85%	4.79%	4.66%
	300896.SZ	爱美客	771.46	3.56%	3.41%	2.58%
	000963.SZ	华东医药	4,964.05	2.82%	2.68%	3.21%
	300957.SZ	贝泰妮	1,119.93	2.64%	2.84%	2.14%
	002867.SZ	周大生	2,651.12	2.41%	2.38%	2.33%
	002419.SZ	天虹股份	2,501.24	2.13%	1.65%	1.29%
	002416.SZ	爱施德	2,109.76	1.70%	1.85%	1.16%
	000829.SZ	天音控股	1,619.39	1.57%	2.32%	0.95%
	002127.SZ	南极电商	3,553.26	1.44%	1.59%	3.21%
	002818.SZ	富森美	933.49	1.24%	0.74%	0.37%
	300740.SZ	水羊股份	472.35	1.21%	1.25%	0.20%
	002612.SZ	朗姿股份	504.39	1.14%	1.39%	0.68%
	300792.SZ	壹网壹创	150.99	0.63%	0.76%	0.80%
	300755.SZ	华致酒行	228.92	0.54%	0.69%	0.54%
	000501.SZ	武商集团	420.53	0.54%	0.66%	1.45%
	000861.SZ	海印股份	1,244.48	0.49%	0.70%	0.42%

	301078.SZ	孩子王	510.14	0.45%	1.15%	0.05%
	000785.SZ	居然之家	2,688.49	0.42%	0.41%	0.43%
	000626.SZ	远大控股	160.86	0.31%	1.03%	1.43%
	301177.SZ	迪阿股份	32.55	0.08%	0.08%	0.05%
	002024.SZ	苏宁易购	512.58	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	22,873	2.40%	2.47%	1.65%
	1929.HK	周大福	10,470	1.05%	1.08%	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. 【金沙中国】（代码：1928.HK）

关于控股股东增持本公司股权意向的公告：本公司控股股东 Las Vegas Sands Corp. 拟增持其于本公司的股权，并已促使直接控股股东及 Las Vegas Sands Corp. 的间接全资附属公司 Venetian Venture Development Intermediate II 与 1 间金融机构订立购股交易，其将支付最多 1,951,325,000 港元以购买本公司股份。根据于购股交易日期于香港联合交易所有限公司所报的收市价每股 20.20 港元计算，融资金额相等于约 96,600,247 股股份的总价格，相当于已发行股份总数约 1.19%。

2. 【澳博控股】（代码：0880.HK）

关于财务总监变更的公告：由于管理层重组，卓河祓先生，现为本公司首席财务总监及澳娱综合首席营运总监，将自 2023 年 12 月 6 日起获委任为澳娱综合首席营运总监。叶思明先生将自 2023 年 12 月 6 日起获委任为本公司之财务总监。叶先生，54 岁，在投资、房地产交易及企业财务具有丰富经验，曾于 2021 年 1 月至 2023 年 3 月期间担任香港上海大酒店有限公司之执行董事及财务总裁，曾于怡和集团、摩根士丹利和德意志银行分别担任高级管理层之职务，持有美国布朗大学国际关系学士学位及英国伦敦商学院工商管理硕士学位。

3. 【众信旅游】（代码：002707.SZ）

关于终止转让全资子公司股权并注销的公告：鉴于互联网金融行业监管政策发生变化，上述股权交易事项迟迟未能取得相关主管部门的许可，导致本次交易事项历时较长。为切实维护上市公司及全体股东利益，经公司审慎研究并与交易各方友好协商，决定终止上述股权转让事项并签署《股权转让协议之解除协议》，公司在 30 个工作日内退还预收的股权转让款 13,000 万元，并在 2 个月内收回中企信租赁的全部股权。

4. 【岭南控股】（代码：000524.SZ）

公司收购报告书：岭南商旅本次拟通过国有产权无偿划转的方式受让岭南集团直接持有的岭南控股 45.12% 股份、东酒集团 100% 股权和流花集团 82.96% 股权。本次收购完成后，上市公司的直接控股股东由岭南集团变更为岭南商旅，实际控制人仍为广州市国资委。本次收购是广州市国资委为有效整合广州市属商旅产业资源、全面推动消费升级、打造全国具有领先地位的商旅产业集团的进一步举措。

5. 【长白山】（代码：603099.SH）

2022 年度向特定对象发行 A 股股票预案：本次向特定对象发行拟发行股票数量不超过本次发行前公司总股本的 30%，即不超过 80,001,000 股（含 80,001,000 股）。本次向特定对象发行募集资金总额不超过 50,000.00 万元，扣除发行费用后拟投资于长白山火山温泉部落二期、长白山旅游交通设备提升项目和补充流动资金。

6. 【桂林旅游】（代码：000978.SZ）

关于公司董事兼副总裁被采取留置措施的公告：公司党委委员、董事、副总裁阎林先生因涉嫌违纪违法被立案调查、实施留置。截至本公告日，公司尚未知悉调查的进展及结论。公司其他董事、高级管理人员及监事均正常履职，董事会依法履行相关职责，生产经营管理情况正常。

7. 【格力地产】（代码：600185.SH）

关于公司全资子公司拟公开征集转让其参股企业 5%股份的公告：公司下属全资子公司珠海保联投资控股有限公司（简称“珠海保联”）拟通过公开征集受让方的方式协议转让其参股企业上海科华生物工程股份有限公司（简称“科华生物”）5%股份，同时为保障科华生物治理结构和经营稳定，珠海保联拟将其持有的科华生物 10.64%股份对应的表决权委托给本次公开征集转让的受让方）。

（二）商业贸易板块

1. 【高鑫零售】（代码：6808.HK）

截至 2023 年 9 月 30 日止 6 个月的中期报告：公司报告期内实现收入 357.68 亿元人民币，同比-11.9%；实现经营溢利 1900 万元，同比-96.2%；实现股东应占亏损 3.59 亿元，同比大幅扩大 420.3%。报告期内公司新开 3 家大卖场，7 家中型超市及 1 家 M 会员店。

2. 【名创优品】（代码：9896.HK）

自愿性公告股价及成交量不寻常波动和管理层股份购买计划：截至 2023 年 12 月 5 日，本集团的业务营运正常且顺利，日常营运和财政状况并没有发生任何重大不利变动。此外，本公司首席财务官兼副总裁张靖京先生，名创优品海外代理市场总经理兼副总裁黄铮先生，与名创优品中国运营总经理兼副总裁姚建政先生计划于未来一个月内在公开市场购买若干股份。

3. 【家家悦】（代码：603708.SH）

关于获得政府补助的公告：公司及部分下属子公司、孙公司于 2023 年 8 月 1 日至 2023 年 11 月 30 日，陆续收到政府补助合计 1044.57 万元，均为与收益相关的政府补助。

关于控股股东进行股票质押式回购交易的公告：本次质押股东为公司控股股东家家悦控股集团股份有限公司，质押数量为 2,300 万股，占其所持股份比例 5.72%，占公司总股本比例 3.55%。本次股份质押融资是补充日常流动资金需求。本次质押后，家家悦控股累计质押公司股份 66,650,000 股，占其持股总数的 16.59%，占公司总股本的 10.30%。

4. 【华致酒行】（代码：300755.SZ）

关于实际控制人、董事长提议公司回购股份的提示性公告：公司实际控制人、董事长吴向东先生提议公司使用自有资金通过深圳证券交易所交易系统以集中竞价交易方式回购公司已发行的部分人民币普通股（A 股）股票。回购股份的资金总额不低于人民币 1 亿元（含），且不超过人民币 1.5 亿元（含），具体以董事会及股东大会审议通过的回购方案为准。

5. 【武商集团】（代码：000501.SZ）

关于全资子公司拟签署房屋土地征收补偿协议的公告：本次被征收的标的位于硚口区解放大道 24 号和 28 号的房屋和土地，征收方为武汉市硚口区城区改造更新局。按照会计准则有关规定，本次征收补偿费用总额约 19,835.11 万元，经公司初步测算，预计扣除相关成本后将增加公司 2023 年度非经常性收入约 12,455.63 万元，净利润约 8,709 万元，增加公司 2024 年度非经常性收入约 3,625.89 万元，净利润约 2,699 万元。

6. 【丸美股份】（代码：603983.SH）

关于公司高级管理人员辞职的公告：董事会于近日收到公司原总裁助理及电商部总经理王熙雯女士提交的书面辞职报告。王熙雯女士因个人原因申请辞职，辞职后将不再在公司担任任何职务。公司已在今年七月根据线上不同业务渠道的属性不同，调整建立了更为有效的线上业务组织架构及人才梯队，设立了以天猫为代表的货

架电商部、以抖快为代表的自播电商部和达播电商部。

7. 【华东医药】（代码：000963.SZ）

关于全资子公司获得药物临床试验批准通知书的公告：公司全资子公司杭州中美华东制药有限公司（以下简称“中美华东”）收到国家药品监督管理局（NMPA）核准签发的《药物临床试验批准通知书》，由中美华东申报的西罗莫司口服溶液临床试验申请获得批准，该药物适应症为 18 周岁以下结节性硬化症相关癫痫。

行业动态

（一）休闲服务板块

1. 沈阳文旅局局长快闪出圈北京中关村

12月8日，“周末向北 沈阳最美”沈阳城市推介会（北京）在网易北京研发中心火爆举行，活动由沈阳市文化旅游和广播电视局主办，沈阳市文化旅游和广播电视局党组书记、局长刘克斌和 20 余家媒体朋友参加了本次推介会，200 余位北京青年参与了此次活动。刘克斌局长表示，沈阳和北京是两座很近的城市，乘高铁仅需 2.5 小时，本次推介会是沈阳为北京的年轻朋友们举办的专场推介会，我们盛情邀约北京的年轻朋友们周末到沈阳。

资料来源：<https://mp.weixin.qq.com/s/YaMrIJ7MgK1vlvc8ufGKzw>

2. 外交部领事司：阶段性减免来华签证费

据外交部领事司消息，2023 年 1 月 8 日对新冠病毒感染实施“乙类乙管”后，中国持续优化外国人来华签证和入境政策，促进中外人员往来。作为临时措施，中国驻外使领馆自 2023 年 12 月 11 日至 2024 年 12 月 31 日，按现行收费标准的 75%收取来华签证费。此外，中国驻马来西亚、泰国、日本、韩国等大使馆相继宣布，自 2023 年 12 月 11 日至 2024 年 12 月 31 日，对赴华签证规费进行调减。

资料来源：<https://mp.weixin.qq.com/s/dVLS4NHgWFmlG-xmopdrQ>

3. “免签新政”落地，白云机场六国出入境人员超 6300 人次

从 12 月 1 日起，中国对法国、德国、意大利、荷兰、西班牙、马来西亚 6 国持普通护照人员实施免签入境政策。政策实施以来，广州白云机场相关国家入境旅客明显增加。从广州白云机场边检站了解到，免签入境政策实施以来，截至 12 月 5 日 9 点，共查验 6 国出入境人员超 6300 人次。

资料来源：<https://mp.weixin.qq.com/s/9r0GSq-xw0b851Q-HdYYqQ>

4. 携程：春节出境游订单同比去年增长近 20 倍

携程发布的最新数据显示，截至 12 月 5 日，春节国内单程含税机票均价为 833 元，春节国内游订单整体预订量同比去年增长 134%。春节出境游订单整体同比去年增长近 20 倍，春节出境游热门目的地包括：东京、新加坡、曼谷、普吉岛、大坂、吉隆坡、悉尼、首尔等。

资料来源：https://mp.weixin.qq.com/s/mUi017IBL_uB6Cs04kbOLQ

5. 三亚凤凰国际机场旅客吞吐量突破历史新高

三亚凤凰国际机场宣布，截至 12 月 6 日，今年旅客吞吐量已达到 2019 万人次，创下历史新高。同时，机场累计保障运输航班起降 12.6 万架次，标志着三亚机场再次迈入“两千万级空港”行列。今年以来，三亚旅游市场火爆，带动了航空市场的快速增长。为满足市场需求，三亚机场积极加大航空市场开发力度，优化航线网络，

加密北京、成都、重庆等航线，并拓展优化国际及地区航线，恢复了 9 条国际及地区航线。此外，海南省首条第五航权定期客运航线“金边-三亚-新加坡”也在三亚机场落地，为海南自贸港建设提供了战略支撑。（民航资源网）

资料来源：https://mp.weixin.qq.com/s/mUi017IBL_uB6Cs04kbOLQ

6. 爱彼迎新设首席商务官一职，迎来发展的新拐点

Airbnb（爱彼迎）近日宣布 3 个重要的高管人事安排：（1）现任首席财务官 Dave Stephenson 被任命为公司的第一任首席商务官，他从 2019 年以来就一直担任爱彼迎的 CFO。（2）同时，加入公司已经 11 年的老员工 Ellie Mertz 被任命为爱彼迎的新任 CFO。（3）另外，负责掌管爱彼迎全球房东事宜的 Catherine Powell 将转为顾问角色，并在明年离开 Airbnb。爱彼迎 CEO Brian Chesky 在评价公司新设立首席商务官时提到，爱彼迎正处于发展的转折点，设立首席商务官是为了让公司迎来新的发展阶段。

资料来源：<https://mp.weixin.qq.com/s/9r0GSq-xw0b851Q-HdYYqQ>

7. 全国首个旅游新零售商业体即将于 12 月 10 日开业

12 月 10 日，今年三亚商业的压轴项目三亚海旅超体将正式开业。海旅超体建筑面积约 10 万方，地处迎宾路商圈、临近湿地公园，与三亚海旅免税城的直线距离不足 1 公里，是三亚居住、办公密集的核心 CBD，同时距三亚凤凰国际机场仅 20 分钟车程。截至目前，海旅超体已累计引进品牌超过 1,500+ 个一线品牌，涵盖香水高化、珠宝腕表、重奢轻奢、潮牌、黄金珠宝、儿童玩具、进口食品、家居生活等近乎全业态组合。在服务体验层面，海旅超体的一大优势在于线上线下打通，海旅超体小程序已先行上线。

资料来源：<https://mp.weixin.qq.com/s/WdEd76I-adcZySG-ufrrFQ>

（二）商业贸易板块

1. 前 11 个月我国进出口总值 37.96 万亿元 与去年同期持平

据海关统计，今年前 11 个月，我国进出口总值 37.96 万亿元人民币，与去年同期持平。其中，出口 21.6 万亿元，增长 0.3%；进口 16.36 万亿元，下降 0.5%；贸易顺差 5.24 万亿元，扩大 2.8%。按美元计价，今年前 11 个月，我国进出口总值 5.41 万亿美元，下降 5.6%。其中，出口 3.08 万亿美元，下降 5.2%；进口 2.33 万亿美元，下降 6%；贸易顺差 7481.3 亿美元，收窄 2.7%。

资料来源：https://mp.weixin.qq.com/s/o_gRj8QHCamuezZvUDZ96w

2. 欧元区 10 月零售销售环比上涨 0.1%

欧盟统计局 12 月 6 日发布数据，欧元区 10 月零售销售同比下降 1.2%，环比上涨 0.1%，此前市场预期环比上涨 0.2%；欧盟 10 月零售销售同比下降 0.9%，环比上涨 0.3%。

资料来源：<https://mp.weixin.qq.com/s/tWf0nWFIsk0deAllnuHLeg>

3. Temu 在美国折扣商店占据了近 17% 的市场份额

根据数据分析公司 Earnest Analytics 的数据，截至上个月，Temu 在美国折扣商店类别中占据了近 17% 的市场份额。相比之下，美元连锁店 Five Below 占据了 8% 的份额，Dollar General 占据了 43%，Dollar Tree 占据了 28%。有分析指出，Temu 在家居用品和日用品上的低价使其对一元店等实体店的折扣销售商构成了更大的威胁，而不是其他在线市场。

资料来源：<https://mp.weixin.qq.com/s/b2byTRbe8S2BGm6F7FB3PQ>

4. 11 月 CPI 同比下降 0.5%

12 月 9 日，国家统计局发布了 2023 年 11 月份全国 CPI（居民消费价格指数）和 PPI（工业生产者出厂价格指数）数据。数据显示，11 月份，CPI 同比下降 0.5%，同比降幅比上月扩大 0.3 个百分点；PPI 同比下降 3.0%，降幅比上月扩大 0.4 个百分点。从环比看，CPI 下降 0.5%。环比下降主要是天气偏暖农产品供应充足、国际油价下行和出行等服务消费需求季节性回落影响。从同比看，CPI 下降 0.5%。同比降幅比上月扩大 0.3 个百分点，主要是能源价格同比由涨转降，对 CPI 同比的下拉影响比上月增加 0.19 个百分点所致。

资料来源：<https://mp.weixin.qq.com/s/9ytd7TlbArPRxAA1fblGzw>

5. 央行连续 13 个月增持黄金

12 月 7 日央行公布数据显示，11 月末黄金储备报 7158 万盎司（约 2226.39 吨），环比增加 38 万盎司（约 11.82 吨），为连续第 13 个月增持黄金储备。央行数据显示，中国 11 月外汇储备 31718.1 亿美元，前值 31012.2 亿美元。

资料来源：<https://mp.weixin.qq.com/s/3LaD7S1QWEZneOM9ZbiXvg>

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