



Research and
Development Center

**信达商社 2025 年度策略报告：
景区板块有望迎来新一轮产能扩张，政策利好+线下零售调改带来
行业性变革机遇**

2025 年 1 月 7 日

证券研究报告

行业研究

投资策略报告

行业名称 商业贸易

投资评级 看好

上次评级 看好

宿一赫 社服分析师

执业编号：S1500524080004

联系电话：15721449682

邮箱：suyihe@cindasc.com

蔡昕妤 商贸零售分析师

执业编号：S1500523060001

联系电话：13921189535

邮箱：caixinyu@cindasc.com

张洪滨 社服行业研究助理

联系电话：18916616659

邮箱：zhanghongbin@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B

座

邮编：100031

信达商社 2025 年度策略报告：景区板块有望迎来新一轮产能扩张，政策利好+线下零售调改带来行业性变革机遇

2025 年 1 月 7 日

本期内容提要：

行业核心边际变化：自上而下建设旅游强国，推动行业高质量发展。2024 年 5 月，习近平总书记在对旅游工作的重要指示中强调“着力完善现代旅游业体系，加快建设旅游强国”，“推动旅游业高质量发展行稳致远”。随着宏观层面国家将建设旅游强国、培育文化旅游业为支柱产业提升到战略高度，冰雪经济、低空经济、放宽优化过境免签等政策频频出台，文旅发展呈现新趋势。

24 年消化高基数影响，25 年行业看点在于资源整合，有望迎来新一轮产能扩张、投放周期；中长期看公休假日持续优化与带薪休假改革。我们认为 24 年景区板块受高基数影响，盈利增长相对有限；25 年多数头部景区有望进入新一轮产能扩张期；受自上而下的政策影响以及头部景区利润体量较大，行业的资源整合有望于 25 年启动；此外我们预计 5 年内公休假日或将持续优化，整体思路是放大假日杠杆效应、增加黄金周。

线下零售政策利好频出、龙头积极调改。1) 6 月 25 日国务院提出谋划新一轮财税体制改革，消费税征收环节后移、从中央下划至地方有望带动地方政府对线下零售场景扶持预期强化、有税免税价差扩大，利好购百商超免税标的。2) 12 月 16 日商务部等 7 部门联合印发《零售业创新提升工程实施方案》，要求通过每年确定一批零售业创新提升试点城市，完成一批存量零售商业设施改造，推广一批经验成熟的典型案例，到 2029 年，初步形成供给丰富、布局均衡、渠道多元、服务优质、智慧便捷、绿色低碳的现代零售体系。其中提到了场景化改造、品质化供给、数字化赋能、多元化创新、发行 REITs 等支持举措。3) 消费券政策预期确定性强，类似家居以旧换新补贴政策，当前对于消费券扩大发放范围和延长补贴期限确定性强，持续利好以餐饮和零售为代表的线下业态。

投资建议：景区为代表的文旅产业是服务业最具潜力板块之一，行业增量逻辑在于资产整合：**西域旅游、祥源文旅**；**酒店**实现消费升级，体现了较强的抗通缩属性，行业集中度快速提升后，品牌杠杆有望释放超额利润：**锦江酒店、君亭酒店、金陵饭店**。母婴长期受益于生育支持政策预期（**孩子王**）；跨境电商行业起起伏伏，整体依然维持两位数增长但无法回避进入红海的现实，建议关注技术驱动的跨境电商服务商（**三态股份**）。超市建议关注调改相关标的：**永辉超市、家家悦、重庆百货**。新消费场景（集合店、快闪店、谷子经济）：**名创优品、百联股份、爱婴室**。百货建议重点关注基本面有支撑、同时有收并购&资产注入&调改等事件催化的：**杭州解百、武商集团、大商股份**等。黄金珠宝板块推荐**老铺黄金**。

风险因素：宏观经济增速不及预期风险；行业竞争加剧风险；终端需求疲软风险；原材料价格上涨风险。

目录

一、2025 年商社板块投资逻辑：短中期看好商贸零售、长期社服板块更优.....	5
二、自上而下建设旅游强国，关注景区&酒店投资机会.....	7
三、消费政策利好频出+线下零售调改带来行业性变革机遇.....	15
3.1、实物商品消费线上化率相对稳定，消费政策利好频出、商超百货板块有望受益.....	15
3.2、百货：传统百货商积极拥抱新消费，寻求突破、破圈重生.....	19
3.3、黄金珠宝板块：品牌表现分化，推荐老铺黄金.....	22
投资建议.....	25
风险因素.....	25

表目录

表 1： 商社板块行情与市场比较（2024/9/24 至今）.....	6
表 2： 习近平总书记对文旅行业的批示汇总（2013 年以后）.....	8
表 3： 24Q3 景区业绩总结：营收下滑、毛利率降低，导致三季度净利润普降.....	9
表 4： 新疆 5A 级景区名录与管理公司、实控人信息.....	10

图目录

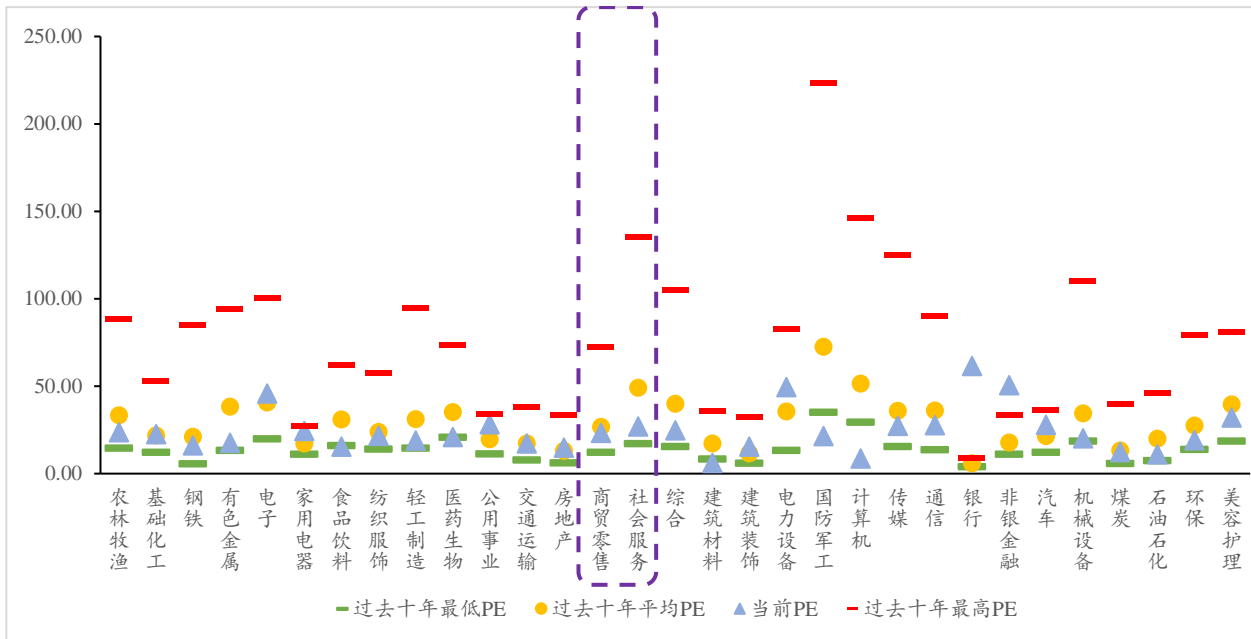
图 1： 申万行业估值表.....	5
图 2： 申万行业涨跌幅（2019.1-2021.2）.....	5
图 3： 申万行业涨跌幅（2023.1 至今）.....	6
图 4： 2000 年至今全国旅游人次&收入及增速.....	7
图 5： 2000 年至今全国旅游人次&收入变迁：客流 CAGR10%，收入 CAGR15%.....	7
图 6： 2014-2023 年中国出生人口规模及出生率.....	12
图 7： 2019-2025 年中国母婴市场消费规模及预测.....	12
图 8： 孩子王与辛选深度合作.....	13
图 9： 孩子王全龄段儿童生活馆实景.....	13
图 10： 全球电商/跨境电商渗透率.....	14
图 11： 公司信息系统和智能化应用贯穿各业务环节.....	14
图 12： 实物商品消费线上化率已达到相对稳定水平.....	15
图 13： 线下零售业态疫情期间零售额波动.....	15
图 14： 国务院提出谋划新一轮财税体制改革.....	15
图 15： 商务部等 7 部门联合印发《零售业创新提升工程实施方案》.....	15
图 16： 永辉超市发布更新至 25 年 1 月 22 日的调改门店规划（共计 40 家）.....	16
图 17： 步步高 2 家门店调改前后平均日销（万元）.....	17
图 18： 步步高 2 家门店调改前后平均客流（万人）.....	17
图 19： 步步高 2 家门店调改前后平均客单（元/人）.....	17
图 20： 重百新世纪超市发布 2025 年调改“作战图”.....	18
图 21： 主要超市标的销售净利率 2021 年以来承压.....	19
图 22： 主要超市标的营收增速 2021 年以来承压.....	19
图 23： 百联股份旗下业态创新情况.....	20
图 24： 王府井业态创新情况.....	21
图 25： 重庆百货“爵士之夜·跨年钟声派对”.....	21
图 26： 解放碑重庆百货大楼景观位咖啡厅.....	21
图 27： 名创优品 IP 乐园全球壹号店开业.....	22
图 28： 爱婴室高达基地苏州店开业.....	22
图 29： 杭州大厦启动外环境焕新改造项目.....	22

图 30: 杭州解百子公司杭州大厦内购节.....	22
图 31: 恒隆地产于中国大陆主要商场项目 24H1 收入承压.....	23
图 32: 太古地产于中国大陆主要零售物业项目 24H1 零售额增速承压.....	23
图 33: 金银珠宝零售 2024 年 4 月开始走弱 (同比, %).....	23
图 34: 2024 年 3 月末以来金价波动较大.....	23

一、2025 年商社板块投资逻辑：短中期看好商贸零售、长期社服板块更优

服务消费估值弹性更高，商贸零售或迎来历史性估值重构；当前社服板块估值仍远低于历史平均，商贸零售持平于历史平均。

图1：申万行业估值表

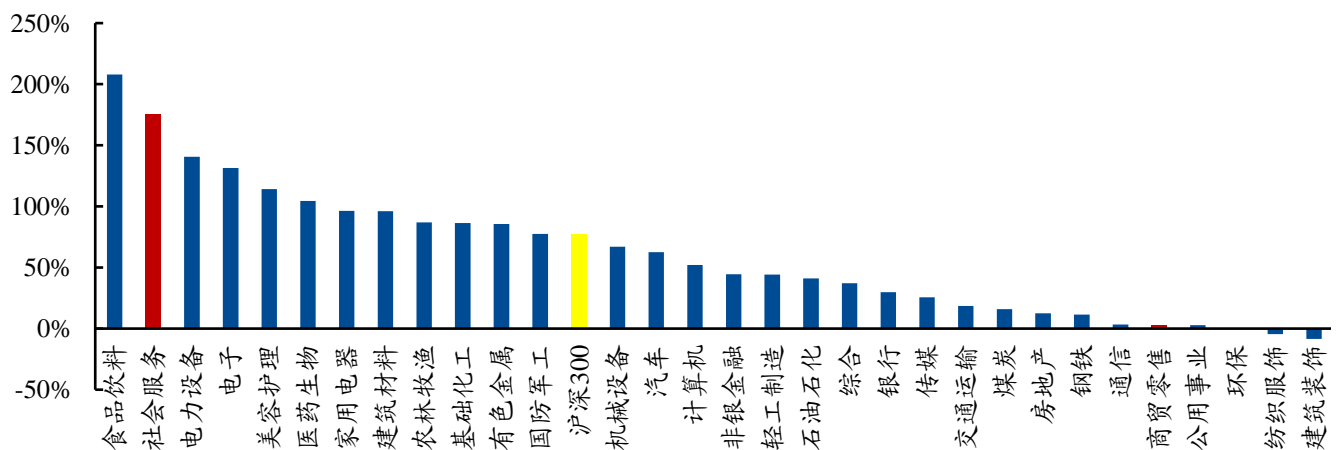


资料来源：iFind，信达证券研发中心

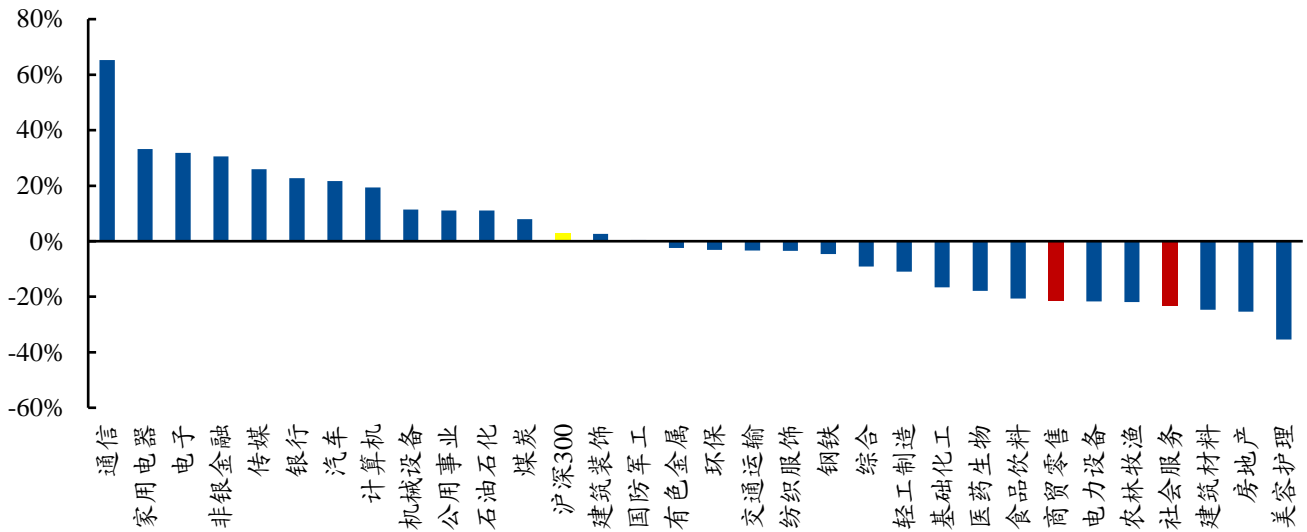
商社板块过去两个月&过去三年的行情表达了什么？

社会服务：社会服务是上一轮牛市领涨板块，但在近两年涨幅排行榜倒数，我们认为复苏的逻辑已经较难产生强支撑。**商贸零售**：商贸零售在上一轮牛市中涨幅倒数，我们认为源自零售线上化进程受损，而现在线上流量见顶、线下业态等来第二春，“永辉胖改”拉开零售重构帷幕。

图2：申万行业涨跌幅（2019.1-2021.2）



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图3：申万行业涨跌幅（2023.1至今）


资料来源：iFind，信达证券研发中心

长期看，我们认为服务消费是引领全社会走出通缩的重要行业；短中期看，线下零售业态重构是商品销售利润链条的利益再分配，线下的超额利润来自于商品零售渠道环节服务属性的加成，我们认可这样的叙事逻辑，也认为线下零售确实迎来了行业基本面与估值的拐点。

表1：商社板块行情与市场比较（2024/9/24至今）

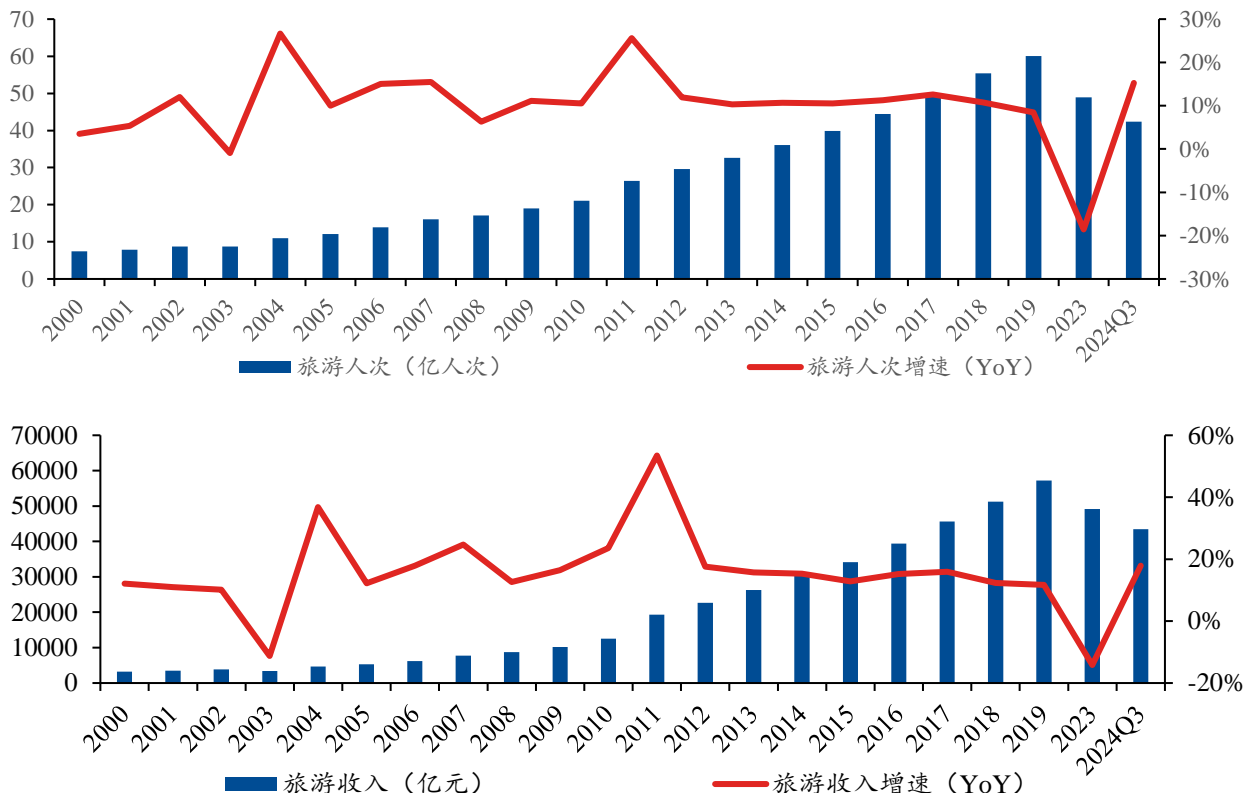
类目	全市场	商社板块	社会服务板块	商贸零售板块
股票个数	5348	178	78	100
涨幅最高	472%	195%	152%	195%
涨幅 100% 以上占比	5.5%	6.2%	3.8%	8.0%
涨幅 50% 以上占比	21.8%	27.0%	16.7%	35.0%
涨幅 20% 以上占比	68.4%	76.4%	64.1%	86.0%
平均涨幅	37.7%	41.7%	32.2%	49.1%
相比于全市场超额	-	4.0%	-5.5%	11.3%
中位数涨幅	28.2%	34.3%	24.7%	39.1%
相比于全市场超额	-	6.1%	-3.5%	10.9%

资料来源：iFind，信达证券研发中心

二、自上而下建设旅游强国，关注景区&酒店投资机会

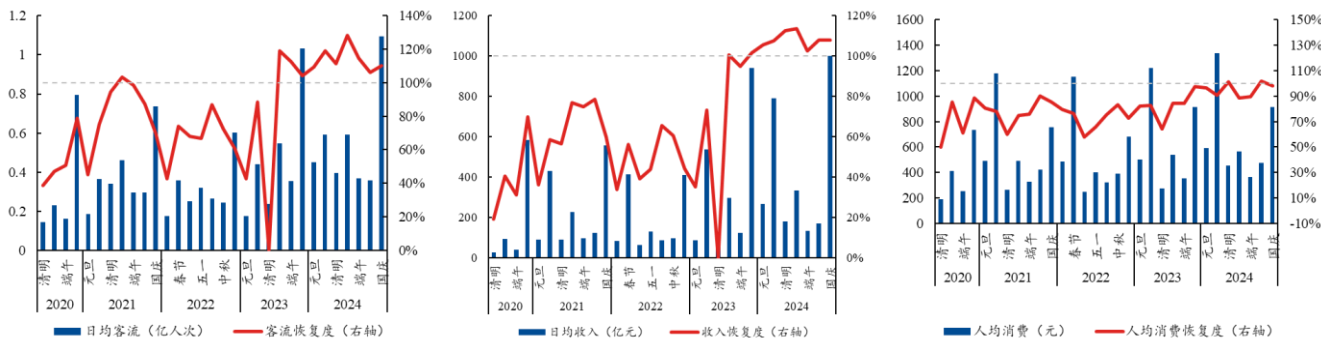
旅游服务行业基本面：24 年接近全面恢复，公休假日延长利好旅游需求释放。 24 年前三季度国内出游人次 42.37 亿，已恢复至 2019 年同期的 92.17%；国内旅游收入 4.35 万亿元，其中，一季度国内旅游收入为 1.52 万亿元，较 2019 年同期增长 14.3%；我们预计 25 年有望全面超越疫前水平。节日数据方面，旅游人数和旅游收入较 19 年同期已实现增长。当前景区旺季更旺、淡季更淡的特点与旅游接待能力上限之间存在矛盾，而随着公休假日延长，这一矛盾或将得到缓解。

图4：2000 年至今全国旅游人次&收入及增速



资料来源：iFind，中国旅游报，信达证券研发中心

图5：2000 年至今全国旅游人次&收入变迁：客流 CAGR10%，收入 CAGR15%



资料来源：文旅部，中国旅游研究院，信达证券研发中心

行业核心边际变化：自上而下建设旅游强国，推动行业高质量发展。2024年5月，习近平总书记在对旅游工作的重要指示中强调“着力完善现代旅游业体系，加快建设旅游强国”，“推动旅游业高质量发展行稳致远”。随着宏观层面国家将建设旅游强国、培育文化旅游业为支柱产业提升到战略高度，冰雪经济、低空经济、放宽优化过境免签等政策频频出台，文旅发展呈现新趋势。

表2：习近平总书记对文旅行业的批示汇总（2013年以后）

年份	时间	地点	事件	内容
2013年	2013年3月	莫斯科克里姆林宫	俄罗斯中国旅游年开幕式	习近平总书记指出，旅游是综合性产业，是拉动经济发展的重要动力。
2014年	2014年3月	河南兰考	考察焦裕禄纪念馆	强调要传承和发扬焦裕禄精神，保护红色文化遗产，发展红色旅游。
	2014年9月	内蒙古	考察内蒙古	把祖国北部边疆这道风景线打造得更加亮丽。
2015年	2015年1月	南昌	全国旅游工作会议	未来35年是我国旅游业的发展黄金期和转型攻坚期，全行业要不断增强产业自信、行业自信、事业自信，努力开辟新常态下中国旅游业发展的新天地。
	2015年2月	陕西	考察陕西西安古城墙	指出西安古城墙是世界级的宝贝，要保护传承好。
	2015年7月	吉林延边	考察吉林	要大力推进生态文明建设，强化综合治理措施，落实目标责任，扩大绿色植被，让天更蓝、山更绿、水更清、生态环境更美好。
2017年	2017年6月	山西	考察云冈石窟	强调发展旅游要以保护为前提，不能过度商业化，让旅游成为人们感悟中华文化、增强文化自信的过程。要深入挖掘云冈石窟蕴含的各民族交往交流交融的历史内涵，增强中华民族共同体意识。
	2017年9月	四川成都	联合国世界旅游组织第22届全体大会	强调旅游是不同国家、不同文化交流互鉴的重要渠道，是发展经济、增加就业的有效手段，也是提高人民生活水平的重要产业。
	2017年10月	北京	中国共产党第十九次全国代表大会	指出推动中华优秀传统文化创造性转化、创新性发展，继承革命文化，发展社会主义先进文化，不忘本来、吸收外来、面向未来，更好构筑中国精神、中国价值、中国力量，为人民提供精神指引、
2018年	2018年6月	山东	考察山东	强调良好生态环境是经济社会持续健康发展的重要基础，要把生态文明建设放在突出地位。
	2018年9月	吉林	考察查干湖	强调保护生态和发展生态旅游相得益彰，这条路要扎实走下去。
2019年	2019年8月	甘肃敦煌	考察敦煌研究院	一定要重视历史文化保护传承，保护好中华民族精神生生不息的根脉。
	2019年9月	河南	考察河南	强调发展乡村旅游不要搞大拆大建，要因地制宜、因势利导，把传统村落改造好、保护好
	2019年9月	北京	中央全面深化改革委员会第九次会议	强调要推动旅游业高质量发展，加强文化旅游融合发展，提升旅游产业的整体竞争力。
2020年	2020年3月	杭州	考察杭州西溪湿地	指出要保护好杭州的自然和文化资源，发展生态旅游和文化旅游，促进地方经济社会发展。
	2020年5月	山西	考察山西	指出治理汾河，不仅关系山西生态环境保护和经济发展，也关系太原乃至山西历史文化传承。
	2020年9月	湖南	考察湖南	指出要保护好湖南的自然和文化遗产，发展红色旅游和生态旅游，促进地方经济和社会发展。
2021年	2021年3月	北京	全国两会	生态本身就是价值。这里面不仅有林木本身的价值，还有绿肺效应，更能带来旅游、林下经济等。
	2021年4月	广西桂林	考察广西桂林	坚持以人民为中心，以文塑旅、以旅彰文，提升格调品位，努力创造宜居、宜乐、宜游的良好环境，打造世界级旅游城市。

	2021年7月	福建福州	第44届世界遗产大会	中国愿同世界各国和联合国教科文组织一道，加强交流合作，推动文明对话，促进交流互鉴，支持世界遗产保护事业，共同守护好全人类的文化遗产瑰宝和自然珍宝，推动构建人类命运共同体。
2022年	2022年1月	北京	考察冬奥会准备工作	强调要充分利用冬奥会的契机，发展冰雪旅游和体育文化，推动文化旅游业的全面发展，提升人民群众的幸福感和获得感。
	2022年10月	北京	中国共产党第二十次全国代表大会	坚持以文塑旅、以旅彰文，推进文化和旅游深度融合。
2023年	2023年7月	四川	考察四川	指出文物保护修复是一项长期任务，要发扬严谨细致的工匠精神，一件一件来，久久为功，做出更大成绩。
	2023年10月	江西九江	考察江西	指出要把长江文化保护好、传承好、弘扬好，延续历史文脉，坚定文化自信。
	2023年10月	浙江乌镇	参观乌镇互联网大会	强调要利用互联网技术推动文化旅游业的数字化转型，提升文旅产品的质量和体验，加强文化和旅游品牌的国际影响力。
2024年	2024年3月	北京	全国两会	指出要继续推动文化和旅游产业的高质量发展，加强文化遗产保护和利用，增强文化软实力，满足人民群众对美好生活的向往。
	2024年5月	北京	全国旅游发展大会	强调着力完善现代旅游业体系，加快建设旅游强国，推动旅游业高质量发展行稳致远。
	2024年9月	甘肃	考察甘肃	强调促进文化和旅游深度融合，把文化旅游业打造成支柱产业。
	2024年10月	福建	考察福建	强调推进文化和旅游深度融合，把文化旅游业培育成为支柱产业。
	2024年10月	安徽	考察安徽	强调要进一步推动文化和旅游融合发展，发展全域旅游，把文化旅游业打造成为支柱产业。

资料来源：中国政府网，新华网，共产党员网，央广网，人民网，农视网，环球时报，北晚在线，中国经济网，人民政协网，光明日报，求是网，中青在线，共青团中央，四川在线，中国旅游报，文旅部，国家旅游局网站，中国侨网，党建网微平台，人民日报，信达证券研发中心

景区投资逻辑梳理：板块特许经营、高毛利、高净利、高分红，攻守兼备。从主要景区上市公司24Q3财报来看，平均毛利率超50%，平均归母净利润率超30%，较强的盈利能力源于其特许经营的本质，上市景区资源禀赋优越并且可永续经营。我们认为景区板块的进攻属性源于市场关注度持续提升、题材机会多；防守属性源于受消费大环境影响较小且分红比例高。

24年消化高基数影响，25年有望迎来新一轮产能扩张、投放周期；25年行业新看点在于资源整合；中长期看公休假日持续优化与带薪休假改革。我们认为24年景区板块受高基数影响，盈利增长相对有限；25年多数头部景区有望进入新一轮产能扩张期；受自上而下的政策影响以及头部景区利润体量较大，行业的资源整合有望于25年启动；此外我们预计5年内公休假日或将持续优化，整体思路是放大假日杠杆效应、增加黄金周，同时带薪休假制度有望进一步落实。

表3：24Q3 景区业绩总结：营收下滑、毛利率降低，导致三季度净利润普降

24Q3 景区业绩总结：营收下滑、毛利率降低→三季度净利润普降								
24Q3	603099.SH 长白山	300859.SZ 西域旅游	000888.SZ 峨眉山A	603199.SH 九华旅游	600054.SH 黄山旅游	002033.SZ 丽江股份	603136.SH 天目湖	
营收	总营收	3.40	1.66	2.98	1.74	5.78	2.51	1.41
	yoy	3.2%	-4.3%	-9.9%	-4.1%	-3.3%	0.6%	-26.3%
利润	毛利润	1.97	1.20	1.76	0.81	3.35	1.66	0.76
	yoy	-5.6%	-6.9%	-5.1%	-2.7%	-12.4%	6.9%	-33.4%

毛利率	58%	72%	59%	46%	58%	66%	54%
毛利率变化%	-5.4%	-2.0%	3.0%	0.7%	-6.0%	3.9%	-5.7%
归母净利润	1.27	0.86	1.11	0.39	1.53	0.80	0.33
yoy	-9.0%	-8.6%	-3.7%	-2.9%	-26.4%	-11.9%	-43.0%
归母净利率	37%	52%	37%	23%	27%	32%	23%
归母净利率变化%	-5.0%	-2.4%	2.4%	0.3%	-8.3%	-4.5%	-6.8%
扣非归母净利润	1.28	0.85	1.11	0.37	1.48	0.80	0.32
yoy	-7.4%	-8.8%	-3.3%	-3.9%	-28.2%	-10.0%	-41.4%
2023 分红率	15.07%	44.04%	46.30%	50.06%	36.05%	84.57%	67.93%

资料来源：iFind，信达证券研发中心

西域旅游：实控人变更为新疆文旅投，有望转型文旅资产整合平台。天山天池景区运营权是西域旅游当前核心资产，景区内摆渡车、索道和游船占营收比重超 90%。24 年 10 月，公司实控人从州国资委变更为新疆文旅投集团。新疆文旅投成立于 2019 年，2021 年变更为国有控股，2023 年确定整合文旅资源的战略定位，并注入出版资源等文化产业。新疆文旅投作为文旅资产整合平台着眼于全疆 A 级旅游资源，此次实控人变更后，西域旅游有望从单一景区转向区域优质旅游资源整合平台，并持续受益于资产注入的外延扩张与自身运营能力提升带动存量资产价值重估，同时享受新疆旅游高景气度。

新疆文旅资源丰富，但整体呈现“小、散、弱”格局，有待强有力的资源整合提升运营效益。新疆旅游资源丰富，但资源分散、整体盈利能力不佳。一方面是新疆旅游市场起步较晚，仍有待深度开发；另一方面是因为各自为政，同一目的地多个运营主体的情况时有发生，价格战往往导致无序竞争进而劣币驱逐良币。当前新疆进入新的历史时期，旅游被定位为第九大产业集群，是拉动有效投资、提升市场形象的重要手段，基于新疆旅游行业所处发展阶段，自治区力推新疆文旅投作为资产整合平台，推动新疆文旅良性发展。

表4：新疆 5A 级景区名录与管理公司、实控人信息

5A 级景区	地州	管理公司	实控人
喀什地区帕米尔旅游区	喀什地区	喀什文化旅游投资（集团）有限责任公司	喀什地区国有资产监督管理委员会
喀什地区喀什噶尔老城景区（喀什古城）	喀什地区	喀什古城旅游文化开发有限公司	喀什市财政局
喀什地区泽普金湖杨景区	喀什地区	泽普金湖杨旅游发展有限公司	泽普县国有资产管理局
阿拉尔市塔克拉玛干·三五九旅文化旅游区	新疆生产建设兵团	新疆塔里木文旅集团有限公司	新疆生产建设兵团第一师国有资产监督管理委员会
巴音郭楞蒙古自治州博斯腾湖景区	巴音郭楞蒙古自治州	新疆博斯腾湖旅游有限公司	新疆巴音郭楞蒙古自治州人民政府国有资产监督管理委员会
巴音州和静巴音布鲁克景区	巴音郭楞蒙古自治州	巴州天鹅湖旅游开发有限责任公司	和静县财政局
吐鲁番市葡萄沟风景区	吐鲁番市	新疆文旅发展股份有限公司	新疆维吾尔自治区人民政府国有资产监督管理委员会
乌鲁木齐天山大峡谷景区	乌鲁木齐市	乌鲁木齐天山大峡谷景区管理集团有限公司	私营
天山天池风景名胜	昌吉回族自治州	新疆天池控股有限公司	阜康市国有资产监督管理局

江布拉克景区	昌吉回族自治州	新疆江布拉克旅游开发建设有限公司	中华人民共和国国务院
伊犁那拉提旅游风景区	伊犁州	新源县那拉提旅游投资经营有限责任公司	伊犁哈萨克自治州人民政府国有资产监督管理委员会
伊犁州喀拉峻景区	伊犁州	新疆喀拉峻投资股份有限公司	伊犁哈萨克自治州人民政府国有资产监督管理委员会
博尔塔拉蒙古自治州赛里木湖景区	博州	新疆赛里木湖景区旅游发展有限责任公司	博州国有资产监督管理委员会
克拉玛依市世界魔鬼城景区	克拉玛依市	克拉玛依魔鬼城旅游开发有限责任公司	克拉玛依市国有资产监督管理委员会
阿勒泰地区富蕴可可托海景区	阿勒泰地区	富蕴县可可托海泰蕴旅游投资发展有限公司	阿勒泰地区国有资产监督管理委员会
阿勒泰地区喀纳斯景区	阿勒泰地区	新疆喀纳斯旅游发展股份有限公司	阿勒泰地区国有资产监督管理委员会
新疆生产建设兵团第十师白沙湖景区	新疆生产建设兵团	新疆白沙湖旅游发展有限公司	新疆生产建设兵团第十师国有资产监督管理委员会（北屯市国有资产监督管理委员会）

资料来源：新疆文旅厅，企查查，信达证券研发中心

酒店行业核心边际变化与投资逻辑：成功实现通过消费升级对抗通缩的服务业，品牌杠杆蓄势、行业格局优化、供给拐点将至。

我们认为酒店行业是为数不多的验证了抗通缩能力并且实现了消费升级的行业：抗通缩体现为有涨价能力，消费升级体现为产品与服务质量提升（中高端占比提升）。

行业格局持续优化，头部品牌加速份额集中：5年时间，连锁化率从26%增长至41%，头部品牌份额持续提升。我们认为连锁化率提升与品牌杠杆蓄势有望直接导致客流集中和价格中枢上移。

24年行业入住率承压主要源于头部酒店近两年的快速扩张，但扩张拐点有望发生在25年年中：由于供给增长过快导致入住率有所下滑，供给增长一方面源自消化疫情期间的储备店，另一方面酒店作为投资产品仍有不小的优势。当前行业扩张主力是头部品牌，但我们预计高速扩张期有望在25年中结束，行业入住率或将在25年下半年见底。

锦江酒店：周期成长、顺周期高贝塔弹性品种，25年看点在于重回正轨。

锦江酒店的实际盈利情况与理论盈利水平存在背离：23年以来偏离理论盈利水平的主要原因如下：①海外大额亏损；②改革费用激增（优化费用）；③直营板块成本管控不佳；④改革或导致内部管理空转，组织架构冗余度高。

为什么25年之后锦江可以实现重回正轨，盈利能力回升？我们认为锦江当前困境或源于内部改革路线问题以及人才未能尽其用，当前催化是上海收紧对国有企业的管理。锦江酒店需要重新回归酒店管理运营本质，对改革路线重新认识、重新定位。

下一个行业上行期，锦江酒店是否还有优势，是否能赚到超额利润？酒店行业中，规模是最大的优势，布局与布点是关键要素，而签约一般为长租期，这意味着如果行业回暖，前期有布局的品牌具备身位优势，后起之秀较难向上挑战。

君亭酒店：酒店板块阿尔法标的，25年看点在于重启直营店扩张，持续放大直营杠杆。

君亭酒店过去两年在做什么？①提升品牌势能，一方面与文旅集团、酒店集团联名合作，会员共享，扩大客群基础；另一方面与业主方（如建发）签署合作框架，提升物业获取能力；

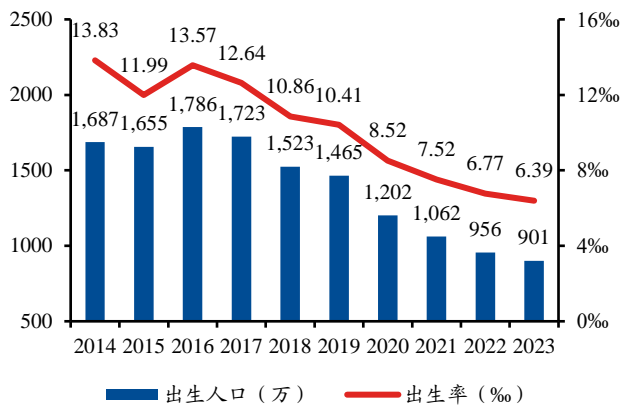
②提升资产管理能力：由以往酒店行业销售人员“扫楼扫街”开拓市场转向布局酒店资产管理业务、利用资本杠杆加速拓展。③团队建设：为进一步扩张做人才储备。

君亭的最佳成长路径？从规模上有望对标亚朵，做精选酒店的头部品牌；从能力上有望对标喜达屋，具备资产管理能力，通过标志性的项目孵化优质品牌。

金陵饭店：酒店餐饮混合标的，顺周期品种，25年看点在于江苏文旅资源整合。人事变动之后的金陵饭店更加市场化，25年存在进一步整合集团、江苏其他文旅企业资源的可能性。

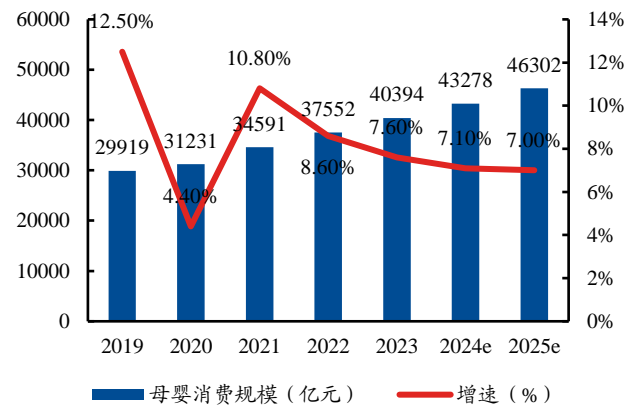
母婴零售：尽管生育率有待提升，但母婴市场消费欣欣向荣。近年生育率出现下降趋势，2023年出生率仅为6.39%，为鼓励生育，21年至今，政府和地方推出育儿补贴，颁发多项激励生育政策，以减缓出生率下降态势。尽管生育率有待提升，但母婴消费韧性凸显，优生优育理念深入人心，平均育儿投入提升带动了母婴市场消费规模的持续增长。艾瑞咨询数据显示，2023年母婴市场消费规模已超4万亿，并预计未来仍将保持7%左右的增长态势。这一增长背后，是家庭对母婴产品和服务的更高需求，以及母婴品牌在营销策略上的不断创新。

图6：2014-2023年中国出生人口规模及出生率



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图7：2019-2025年中国母婴市场消费规模及预测



资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

母婴零售基本面变化：从效率、服务与科技出发。

商品效率：重构供应链。母婴零售的商品效率问题，核心在于供应链能力的提升。需要从“被动采购”转向“主动设计”。一是直采模式：建立供应链源头直采体系，减少中间环节的成本损耗，同时保证商品品质。二是动态调拨：借助大数据技术，实时调整门店库存配置，降低滞销率。三是商品创新：推动从传统品类（奶粉、纸尿裤）向新兴品类（儿童营养品、智能育儿设备）的创新转型。

服务体验：做深场景化运营。母婴消费者对“专业与情感”的需求持续提升，服务的差异化成为吸引客流的核心，这里面包括：专业咨询，为消费者提供育儿知识、营养方案等专业服务，通过母婴顾问等角色建立信任。情感场景，打造“第三空间”，让门店不仅是购物场所，更是亲子互动、知识学习的情感交流场。

科技赋能：提升精细化运营能力。未来零售的核心在于科技化的精细运营，比如数据驱动选品，利用数据分析消费偏好，精准调整SKU组合。比如私域营销，通过微信社群和小程序建立品牌私域阵地，减少对大平台的流量依赖。比如智能化门店，引入数字化支付、自助结

算和 AR 试用体验，提高门店运营效率。

孩子王：线上起量赋能线下，推动毛利改善、品类优化。

转让 5% 股权、与辛选深度绑定。通过与辛选深度合作，孩子王有望承接线上流量红利，实现场景、业态、品类的扩圈。投资设立合资公司杭州链启未来有限责任公司，前期以线上直播带货为主，选品基于辛选和孩子王的深度合作供应链，依托于母婴但并不局限在母婴赛道，聚焦新家庭直播电商零售，品类拓宽但产品更优，我们预计伴随电商直播零售内容沉淀推动品类和场景拓宽，GMV 预期有进一步提升可能性。

加盟门店聚焦下沉市场，开启发展新篇章。产品端公司发起“非标之战”，大力发展非标及差异化供应链，建立自有品牌及非标自营能力，有望推动收入及毛利率双提升。加盟门店计划 3 年新开千店并采用大店加盟模式，目标是做下沉市场的品牌集合店。其独特的“商品+服务+社交”门店模型，为县镇市场开辟蓝海。

图8：孩子王与辛选深度合作



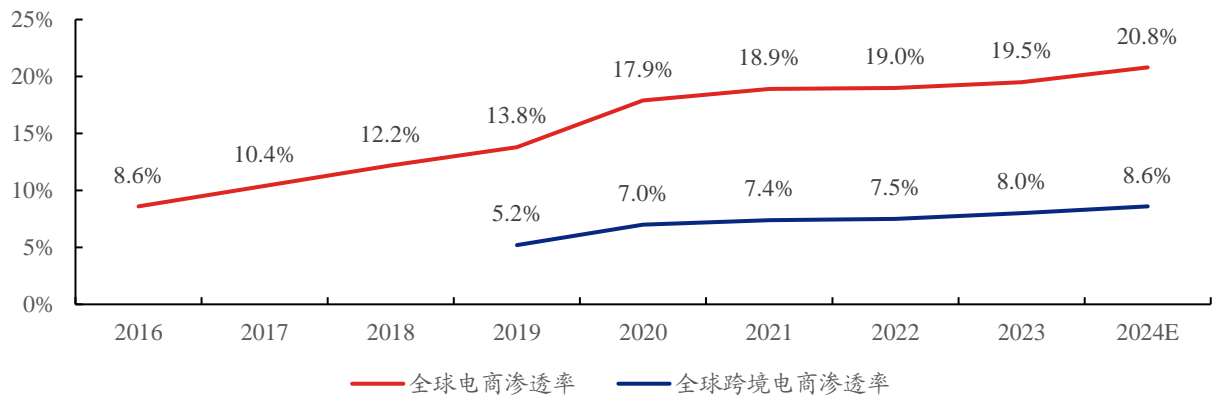
资料来源：财联社，信达证券研发中心

图9：孩子王全年龄段儿童生活馆实景



资料来源：财联社，信达证券研发中心

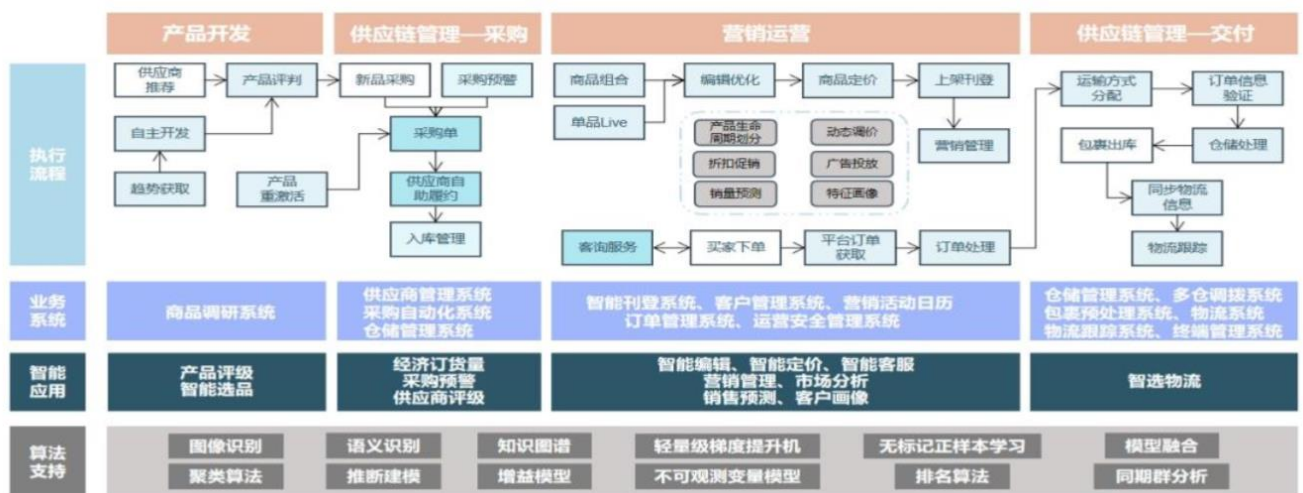
跨境电商（服务商）：全球电商渗透率持续提升，新兴市场具备广阔的市场空间。据海关统计数据显示，2024 年上半年，我国货物贸易进出口总值 21.17 万亿元/同比+6.1%。长期来看，全球电商渗透率持续提升，我国跨境电商出口增长空间较大。从海外市场来看，当前美国、欧洲是我国跨境电商出口核心市场，东南亚、中东、拉美等新兴市场正成为我国跨境电商出口新增长点。据《2023 新兴市场出海白皮书》显示，新兴市场如东南亚、拉美、中东和非洲等地区的跨境电商增速高达 20%，为跨境电商企业提供了广阔的市场空间。

图10：全球电商/跨境电商渗透率


资料来源：三态股份公司公告，信达证券研发中心

AI 助力跨境电商行业合规化发展。跨境出口电商的合规化不可或缺，目前跨境电商合规服务行业正在尝试融合更多 AI 技术以降低人工成本、提高服务精准度和效率。中国跨境出口电商合规服务主要包括如税务、知识产权与产品等分类，然而由于跨境出口电商仍然以中小微企业为主要群体，建立完善的法务团队需高成本的投入，且考虑熟知海外各国司法环境难度极大，因此与第三方合规服务商合作成为跨境卖家的重要合规发展方向。根据艾瑞咨询《2024 年中国跨境电商软件服务行业报告》数据显示，2023 年中国跨境出口电商合规 SaaS 市场规模约 33 亿元，预计 2028 年由于 SaaS 化程度的提升以及跨境出口电商市场的扩张等因素将达约 62 亿元。

三态股份：AIGC 赋能业务全链路数智化、精细化运营，实现提质增效。公司自研的信息系统及智能化应用实现了包括商品开发、运营管理及供应链管理等核心业务环节的信息化、数字化和智能化。同时，公司数据科学团队以 AARRR 漏斗模型为流程框架，通过对公司积淀的数据资产不断分析、挖掘和测试，以智能化的手段提升数据利用率，将数据科学前沿技术与公司运营有机结合，打造企业自适应增长飞轮。

图11：公司信息系统和智能化应用贯穿各业务环节


资料来源：三态股份公司公告，信达证券研发中心

三、消费政策利好频出+线下零售调改带来行业性变革机遇

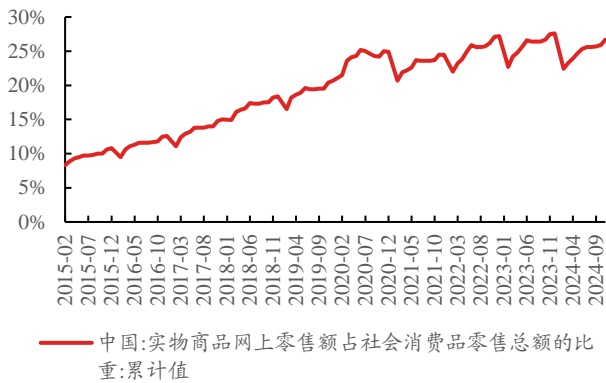
3.1、实物商品消费线上化率相对稳定，消费政策利好频出、商超百货板块有望受益

经历电商渠道的早些年的快速发展，天猫、抖音、拼多多等货架电商/社交电商/极致低价等各类电商平台的先后崛起，当前我国实物商品消费线上化率已达到相对稳定水平。各消费品类或是更适合线上消费场景而使得线上化率已达到较高水平（如美护），或是本身就更依赖线下消费场景（如低客单、需依靠场景打造激发冲动消费、线上履约成本高的生活日用品类、零食类等，以及高客单、依赖线下门店体验及售后服务的黄金珠宝、高端美妆等）。2020年以来，百货零售业态受疫情防控、客流减少、消费力减弱、线上化冲击等多因素影响，表现承压，我们认为随线上化率达到相对稳定水平，叠加今年以来消费相关的政策利好频出，龙头商场百货标的更有望发挥自身经营优势、积极调改存量门店，充分受益于政策扶持下的消费修复。

1) 6月25日国务院提出谋划新一轮财税体制改革，消费税征收环节后移、从中央下划至地方有望带动地方政府对线下零售场景扶持预期强化、有税免税价差扩大，有望利好购百商超免税标的。

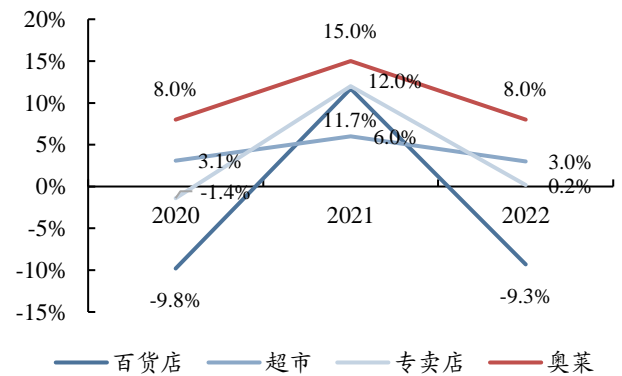
2) 12月16日商务部等7部门联合印发《零售业创新提升工程实施方案》，要求通过每年确定一批零售业创新提升试点城市，完成一批存量零售商业设施改造，推广一批经验成熟的典型案例，到2029年，初步形成供给丰富、布局均衡、渠道多元、服务优质、智慧便捷、绿色低碳的现代零售体系。其中提到了场景化改造、品质化供给、数字化赋能、多元化创新、发行REITs等支持举措。

图12：实物商品消费线上化率已达到相对稳定水平



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图13：线下零售业态疫情期间零售额波动



资料来源：中国百货商业协会，信达证券研发中心

图14：国务院提出谋划新一轮财税体制改革

党的二十届三中全会提出，深化财税体制改革。王东伟表示，在完善税收制度改革方面，有以下具体安排：

一是拓展地方税源。将推进消费税征收环节后移并稳步下划地方，统筹考虑中央与地方收入划分、税收征管能力等因素，分品种、分步骤稳妥实施。拓展地方收入来源，引导地方改善消费环境，研究把城市维护建设税、教育费附加、地方教育附加合并为地方附加税，授权地方在一定幅度内确定具体适用税率。改革环境保护税，将挥发性有机物纳入征收范围。

二是适当扩大地方税权。在中央统一立法和税种开征权的基础上，探索研究在地方税制要素确定以及具体实施上赋予地方更大自主权。

三是规范非税收入管理。将适当下沉部分非税收入管理权限，由地方结合实际差别化管理。把依托行政权力、政府信用、国有资源资产获取的收入全部纳入政府预算管理。

资料来源：国务院新闻办公室，信达证券研发中心

图15：商务部等7部门联合印发《零售业创新提升工程实施方案》

零售业关系国计民生，是现代商贸流通体系的重要组成部分，也是引导生产、扩大消费、吸纳就业、保障民生的重要载体。在繁荣市场、畅通经济循环等方面发挥着重要作用。我国零售市场规模庞大、经营主体多，存在发展不平衡、优质供给不足、“内卷式”竞争等问题，亟待优化调整。为贯彻落实党的二十大和二十届二中、三中全会精神，以及中央财经委员会第四次会议精神，完善现代商贸流通体系和扩大消费长效机制，加快生活性服务业多样化发展，制定本方案。

一、总体要求

坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，完整、准确、全面贯彻新发展理念，按照“全面部署、试点探索”思路，聚焦零售商业设施改造提升，健全工作机制，创新工作方式，强化支持政策，通过推动场景化改造、品质化供给、数字化赋能、多元化创新、供应链提升，实现零售业高质量发展。

通过每年确定一批零售业创新提升试点城市，完成一批存量零售商业设施改造，推广一批经验成熟的典型案例，到2029年，初步形成供给丰富、布局均衡、渠道多元、服务优质、智慧便捷、绿色低碳的现代零售体系。

资料来源：中国政府网，信达证券研发中心

超市：永辉“胖改”进展顺利，超市龙头积极调改有望带动明年业绩显著修复

- 2024年5月20日，永辉超市在2023年度股东大会上宣布将学习引进胖东来模式，在省区落地，将与胖东来合作在郑州和新乡进行门店改造，具体调改细节包括卖场规划、商品结构、供应链、优化卖场服务以及员工薪酬等，并在永辉超市调改门店上架部分胖东来商品。
- 5月31日，经过一个月的前期准备，胖东来参与调改的首家永辉门店——郑州信万广场店，正式启动闭店改造，并于6月19日恢复营业。该店7月完整月份销售额达到5835万元，日均销售额为187万元，是调改前日均销售额的13.9倍；客流量达约1.3万人次。距离郑州信万广场2公里的第二家胖东来帮扶调改店——郑州瀚海海尚店于8月7日恢复营业，截至8月22日的日均销为108万元，为调改前的8.2倍，客流提升近10倍。24年9月，郑州信万店顺利实现盈利。
- 除“胖改”之外，永辉亦在2024年加快闭店决策，主动关闭表现不佳门店，提升运营效率，2024年截至12月11日，公司已累计关闭212家门店，主要为尾部门店；截止2025年1月7日，全国营业门店总数降至774家，2025年有望“轻装上阵”。
- 截至12月24日，永辉全国已有24家门店完成调改并开业。公司亦发布了截至2025年1月22日的门店调改计划，将在25年春节前实现全国调改门店数达到至少40家。

图16：永辉超市发布更新至25年1月22日的调改门店规划（共计40家）

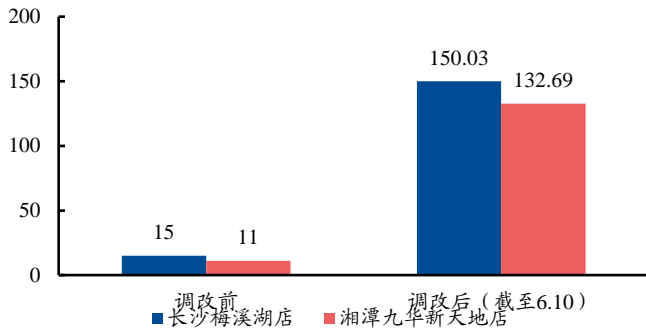


资料来源：永辉同道公众号，信达证券研发中心

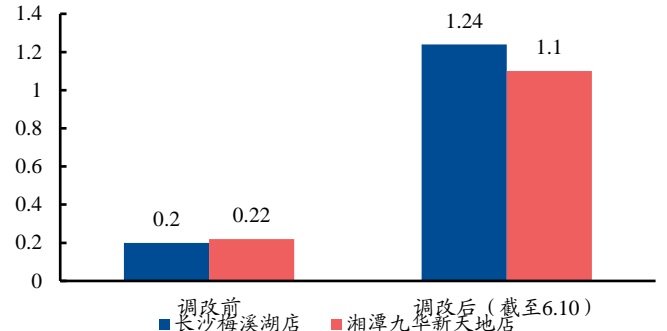
除永辉超市之外，今年以来胖东来还对步步高、中百等进行了帮扶。2024年3月31日，胖东来正式决定对步步高进行帮扶。计划用2-3个月的时间，改造2-3家步步高超市门店，目前已调改开业的为长沙梅溪湖店、湘潭九华新天地店。其余步步高门店则将参照调改样本门店，后续由步步高团队主导下进行全面改造。

- 长沙梅溪湖店4月11日调改正式启动，5月1日恢复营业，至5月中旬逐步调改到位。

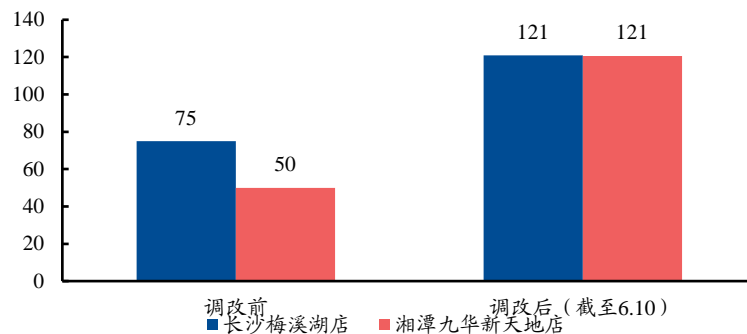
- 湘潭九华新天地店 5 月 15 日启动调改，5 月 22 日恢复营业，5 月底逐步调改到位。
- 2 家调改店端午小长假销售表现优异，6 月截至 10 日，长沙梅溪湖店日均销售额为 150 万元，日均客流量 1.24 万人次，相较于调改前，日均销售额增长了 9.0 倍，客流量提升了 5.2 倍；湘潭九华新天地店自恢复营业以来的 2 周内，6 月截至 10 日的日均销售额为 132.69 万元，日均客流量为 1.1 万人次，相较于调改前，日均销售额增长了 11.1 倍，客流量提升了 4.0 倍。
- 截至 2024 年 12 月 11 日，步步高已开业调改门店 11 家，公司预计至 25 年春节前会达到 15-18 家。

图17：步步高 2 家门店调改前后平均日销（万元）


资料来源：步步高时间公众号，信达证券研发中心

图18：步步高 2 家门店调改前后平均客流（万人）


资料来源：步步高时间公众号，信达证券研发中心

图19：步步高 2 家门店调改前后平均客单（元/人）


资料来源：步步高时间公众号，信达证券研发中心

重百新世纪超市发布 2025 年调改“作战图”，至少调改 38 家门店。除“胖改”之外，部分区域商超龙头亦在自主进行选品、服务、供应链等方面进行自主调改，包含重庆百货、家家悦等。

- 重庆百货旗下重百新世纪超市于 5 月启动自主调改，5 月底首家调改门店——新世纪超市加州店恢复营业，从传统超市升级为“生鲜+硬折扣”业态，并于开业当月实现盈利；6 月 26 日第二家调改店——新世纪超市南岸区白鹤路店恢复营业，开业当天，门店销售额同比增长超 5 倍，至 6 月末，白鹤路店未税销售额同比增长 205%，日均交易次数同增 110%，净毛利额增长 96.8%。重百超市门店主要调改内容包括：加大对优质生鲜产品的采购力度，同时推出大量折扣商品；针对不同消费者需求，实施差异化商品策略；积极推进数字化转型（包括直播带货、即时零售业务等）等。
- 截至 2024 年 11 月 29 日，重百新世纪超市已开设超级市集 6 家、精致生活店 2 家和品

质生活馆 1 家。

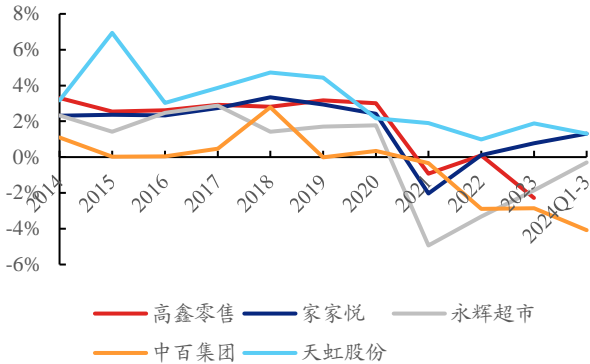
- 2025 年，重百新世纪超市计划至少调改 38 家门店，除 2 月份外，每个月都将有不同数量的门店进行调改升级，并预计在未来 2 至 3 年内完成所有门店的调改升级工作。
- 本轮调改涉及 15 个区县的重百新世纪门店，具体包括：调改 2 家精致生活馆、18 家商圈品质店、13 家社区品质店以及 5 家“生鲜+折扣店”超级市集。

图20：重百新世纪超市发布 2025 年调改“作战图”

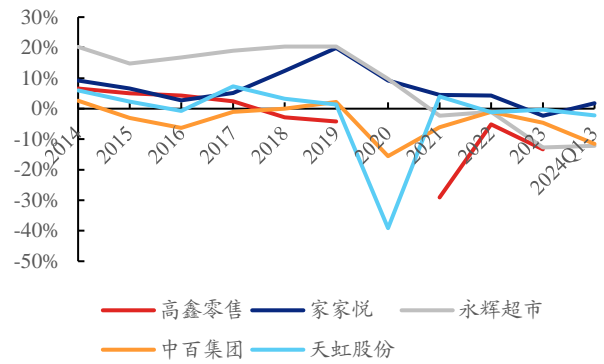


资料来源：百年重百公众号，信达证券研发中心

主要超市标的 2021 年以来均出现收入增长但盈利能力承压的情况，我们认为主要与新业态冲击及公司自身经营思路有关。超市业态成本大部分为固定支出，包含租金、折旧摊销、人工、营销、水电等，若门店客流下降、销售额承压，对盈利有直接影响，因此 2021 年以来永辉、高鑫零售、中百等不同程度出现亏损情况，而 2020 年及以前，如家家悦、高鑫零售、永辉超市的净利率普遍在 2% 及以上。龙头的积极调改有望带动 2025 年业绩端的显著修复，建议持续关注调改门店销售表现。

图21：主要超市标的销售净利率 2021 年以来承压


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图22：主要超市标的营收增速 2021 年以来承压


资料来源：Wind，信达证券研发中心

3.2、百货：传统百货商积极拥抱新消费，寻求突破、破圈重生

Z 世代消费群体崛起，个性化需求凸显、引领消费趋势。根据上海市文化与旅游局，2022 年底中国 Z 世代人口的规模约 2.64 亿，占总人口的比重不到 20%，但所贡献的消费规模已经占到 40%。在单纯的购物消费以外，Z 世代追求沉浸体验、打卡互动等新兴消费体验及社交场景。

传统百货商百联股份积极拥抱新消费，寻求突破、破圈重生。在电商等新渠道、新业态的冲击叠加过去三年的疫情影响下，传统百货的生存空间被不断挤占，经营分别 15 年、25 年的广州天河城百货、上海置地广场等老牌百货店渐次停业，传统零售商业亟待转型升级。百联股份等传统企业把握消费群体及消费趋势的变化，挖掘线下商业的情感、体验及社交功能，通过业态创新来促进年轻客群、细分客群的消费，由商品零售的渠道商转变为消费场景的渠道商。

百联 TX 淮海：定位于策展型零售，开业之初即明确主打年轻力，平均每月举办超 10 场展览、快闪及各类各种跨界活动，以触达不同圈层的年轻客群；并积极推动国潮，零售店铺中较多来自于国内原创设计师及原创国潮品牌；同时，善用社群经济，通过建立兴趣内容标签的社群达成活跃互动，吸引消费者从线上走到线下。从销售情况来看，TX 淮海开业一年半即已实现盈利，近 0.7 万平米的零售面积可实现数千万的月销售额，其中一楼 VANS 亚洲首店作为国内坪效最高的门店，营业额高于同品牌同规模门店 30-50%，三楼国潮集合店 11 家门店月销售额平均超百万。

百联 ZX 创趣场：为国内首座聚焦二次元文化的商业体，以动漫及二次元文化为核心打造圈层社交和沉浸式体验，除吸引核心二次元粉丝外，还通过潮流文化、动漫主题活动辐射泛二次元消费者。汇聚了超过 40 家“谷子店”，其中涵盖 3 家全球首店，18 家全国首店和 7 家上海首店，各级各类首店占比接近 70%。数据显示，开业首年，百联 ZX 就凭借年度举办的 450 余场线下活动，吸引顾客近千万人次，创造了 3 亿元的年销售额；2024 年 1-11 月，百联 ZX 创趣场销售同比上升 76%，客流同比上升 40%，单日最高客流 9 万。凭借百联 ZX 创趣场在推动国内谷子经济的快速增长和持续发展方面的重要贡献，百联股份在众多竞争者中脱颖而出，一举荣获 2024 “鲸 V 奖年度‘谷子经济’领军企业奖项”。

百联 ZX 造趣场：将于 12 月 28 日开业，是百联集团在上海打造的第二座“ZX”项目，定位为“次元文化商业体”，以“二次元”、“泛二次元”、潮流青年三大人群为主力客群。项目所在地临近哔哩哔哩、叠纸游戏等二次元文化强相关公司的总部，还有复旦、同济、上海财

大等多所大学，已经形成了一定的二次元氛围。

此外，百联股份正在持续探索融合剧院、艺术展、博物馆等空间的 UNEX 潮引力中心，以及设计师品牌时尚买手店 the balancing 等。

图23：百联股份旗下业态创新情况

创新业态	百联TX淮海年轻力中心	淮海755新意空间	百联ZX创趣场	时尚买手店the balancing	UNEX潮引力中心
					
前身	华亭伊势丹	东方商厦淮海店	华联商厦中联店	-	-
目标客群	95后、00后新生代年轻人	年轻时尚群体	18-25岁次元文化爱好者	20-35岁消费者	游客
开业时间	2019年12月31日试营业 2020年12月23日开业	2015年12月更名升级 2022年再次更新改造	2023年1月15日试营业	2017年9月2日首家开业	2023年首次亮相消博会
体量	商业面积2.7万平米 (其中零售面积近0.7万平米)	建筑面积2.3万平米 实际营业面积1.7万平米	建筑面积0.96万平米	单店300-1200平米	-
标签	全球首个策展型零售商业体	策展型年轻感商场 年轻人社交活动平台	国内首座聚焦次元文化商业体 二次元文化圣地	本土特色+国际视野精品买手店 设计师品牌首秀首展平台	旅游+零售全新空间产品
特色	每月举办超10场快闪、艺术展、派对、品牌活动等触达不同圈层年轻客群；引入较多原创国潮品牌	将设计、艺术、展演与零售空间融合，创造温暖、年轻态、有趣的新意思空间	引入大量国内外知名动漫品牌和流量IP，覆盖零售、娱乐、餐饮次元文化全业态	打通聚合跨国时尚供应链，沉淀超200个核心品牌及独家品牌库	设置潮奢定制生活方式、时尚先锋基地、数字娱乐体验馆、野趣露营俱乐部、世界美食艺术博、主题精品酒店6大模块
客流	21年日均客流2万-2.5万人次	16年全年近500万人次，较此前正常经营年份平均客流翻倍；23年节假日客流增长强劲	平均日客流2万+人次；23年五一客流突破7.5万	22年会员增长12%，复购率达40%	-
销售额	每月均可达数千万	-	最高日销售超200万元，有品牌单日最高销售达92万元（与一些奢侈品坪效相当）	22年东方商厦店业绩增长24%	-

资料来源：黄浦区商务委员会、赢商网、港汇恒隆广场、华东师大亚欧商学院、商业绘、上海国资、地产与观察，信达证券研发中心

王府井积极推进一店一策转型，顺应年轻群体需求。在城市更新浪潮下，王府井集团精准定位目标客群，对历史悠久的传统百货项目进行改造升级，满足当下消费群体需求。其中，**东安睿锦**作为北京首个买手制百货，转型自具有百年历史的东安市场重装亮相，品牌矩阵集合超 600 个国际一线奢侈品牌、设计师品牌和高街品牌，建筑形态兼具年轻潮流与传统文化魅力，主要面向年轻潮流群体；**王府井喜悦购物中心**定位于首个新国潮购物中心，于 2023 年年底开业，其应用日晷、榫卯、乾坤等传统元素，融合创新业态和新国潮文化，引入零售品牌中近 60%为首进王府井商圈品牌，超 70%为具有国潮属性的零售及餐饮品牌，促进王府井大街商业年轻化。此外，王府井还有多家商业存量项目如友谊商店、西单商城正在进行升级改造，有望推动王府井传统业务焕发新生机。

图24：王府井业态创新情况

创新业态	东安睿铸	王府井喜悦购物中心	友谊商店	西单商场
			改造中	改造中
前身	东安市场	新燕莎金街购物广场	友谊商店	西单商场
目标客群	潮流时尚群体	16-36岁年轻客群	-	由中老年群体转向年轻人
开业时间	2022年1月19日开业	拟于2023年年底开业	预计2023年秋改造完毕	预计2023年下半年开始施工
体量	经营建筑面积1.1万平米	建筑面积7.8万平米	1.5万平米	营业面积3万+平米
标签	北京首个买手制百货 国际化、年轻化、潮流范新消费地标	国内首个新国潮购物中心	城市典藏商业生活艺术中心	都市新生活引力场
特色	集合600余个国际一线奢侈品牌、 独立设计师品牌和高街潮牌	“中国核，潮流壳”，应用日晷、 榫卯、乾坤等传统元素；即将入驻 的200+个零售品牌中，近6成为首进 王府井商圈品牌，国潮属性零售与 餐饮品牌超7成	园林绿色生态设计风格，将内院多 间房舍设计为策展中心、花园米其 林餐厅、花店茶室、院落式酒吧、 咖啡馆、艺术书店、潮玩店等	集时尚零售、品质餐饮、社群娱乐、 人文体验于一体的综合性商业，并 增设时代人文主题街区、剧场或家 展空间

资料来源：新京报、北京交通广播、商业地产观察，信达证券研发中心

重庆百货：于2024年12月31日在重百大楼举办“爵士之夜·跨年钟声派对”，邀请知名爵士乐队 LUCKY BLUE、爵士歌手杜恰等，上百位嘉宾汇聚于距离解放碑仅38米的露台，近距离与上万人一起等待跨年，满足年轻人的仪式感需求。

位于解放碑核心商圈的重百大楼通过动线改造，增加新的消费业态，将传统的封闭卖场打通，在二楼、三楼开辟出可观景打卡的咖啡茶饮空间，满足年轻人社交需求。

图25：重庆百货“爵士之夜·跨年钟声派对”


资料来源：解放碑重百大楼公众号，信达证券研发中心

图26：解放碑重庆百货大楼景观位咖啡厅


资料来源：十三席微信公众号，信达证券研发中心

名创优品：24年国庆名创优品IP乐园（MINISO LAND）全球壹号店落户上海市南京路步行街，是全球首个场景式IP联名集合店，该门店占地面积近2000平方米，涵盖Hello Kitty、史迪奇、疯狂动物城、宝可梦等广受欢迎的知名IP。

爱婴室：12月20日高达基地 SATELLITE 苏州店开业。该店由万代南梦宫与爱婴室联手打造，有望成为高达模型爱好者的新打卡地标，并推动金鸡湖周边商圈的年轻消费。

图27：名创优品IP乐园全球壹号店开业


资料来源：上海黄浦公众号，信达证券研发中心

图28：爱婴室高达基地苏州店开业


资料来源：快消品网公众号，信达证券研发中心

杭州解百：杭州大厦动线调改。杭州大厦3.0版本商业空间全面重塑，集“盒子+街区+智慧停车场”三大亮点于一体，AB座广场、媒体中心、C座好运湾让杭州大厦从商场向公共空间拓展延伸。**内购表现：**实现销售额5.5亿，同比增长6.6%，家电品类同比增长56%，童装品类同比增长29%；吸纳新会员超13000人，同比增加276.90%，为后续消费增长提供持续动力。

图29：杭州大厦启动外环境焕新改造项目


资料来源：MAG解百集团公众号，信达证券研发中心

图30：杭州解百子公司杭州大厦内购节


资料来源：上海证券报，信达证券研发中心

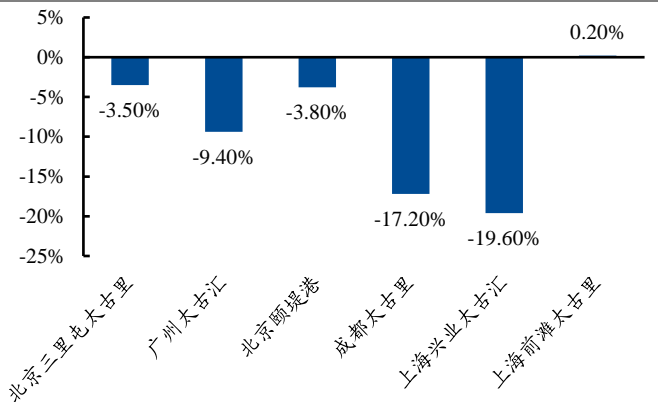
3.3、黄金珠宝板块：品牌表现分化，推荐老铺黄金

2024年以来国内消费力走弱，线下零售业态零售额普遍出现下滑。高端商业物业代表性的如恒隆地产、太古地产旗下大部分项目在24H1出现不同程度零售额同比下滑。

图31：恒隆地产于中国大陆主要商场项目 24H1 收入承压

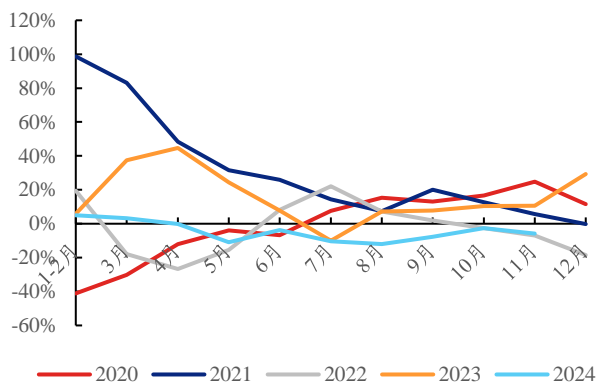
物業租賃 — 內地商場組合 (截至 6 月 30 日止六個月)						
所在城市商場名稱	收入			期末租出率		
	(人民幣百萬元)			2024 年	2023 年	2023 年
	2024	2023	變動	6 月	12 月	6 月
高端商場						
上海恒隆廣場	819	891	-8%	100%	100%	100%
上海港匯恒隆廣場	589	613	-4%	97%	99%	98%
瀋陽市府恒隆廣場	43	50	-14%	82%	81%	84%
無錫恒隆廣場	226	226	-	99%	98%	99%
大連恒隆廣場	144	133	8%	93%	90%	89%
昆明恒隆廣場	152	154	-1%	98%	98%	97%
武漢恒隆廣場	119	122	-2%	83%	82%	81%
	2,092	2,189	-4%			
次高端商場						
瀋陽皇城恒隆廣場	80	78	3%	92%	90%	86%
濟南恒隆廣場	158	156	1%	92%	93%	89%
天津恒隆廣場	84	73	15%	94%	90%	80%
	322	307	5%			
總額	2,414	2,496	-3%			

资料来源：恒隆地产公司公告，信达证券研发中心

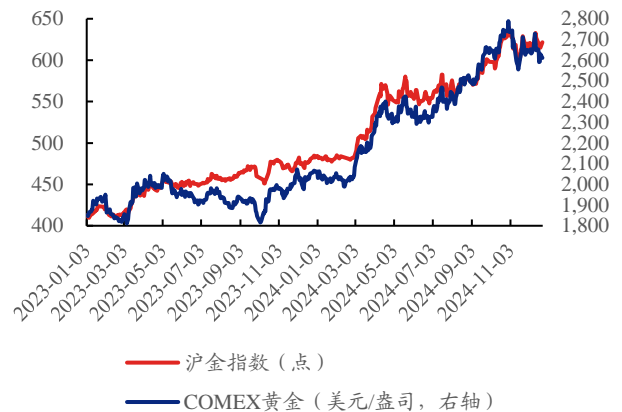
图32：太古地产于中国大陆主要零售物业项目 24H1 零售额增速承压


资料来源：太古地产公司公告，信达证券研发中心

黄金珠宝零售方面，由于 24 年 3 月末以来金价的大幅波动，消费者对于黄金首饰类消费采取观望态度，消费力走弱、客流承压和金价波动导致社零数据表现不佳，据国家统计局统计的金银珠宝零售情况，24 年 4 月开始零售额月度同比持续为负增长。

图33：金银珠宝零售 2024 年 4 月开始走弱 (同比, %)


资料来源：iFind，信达证券研发中心

图34：2024 年 3 月末以来金价波动较大


资料来源：iFind，信达证券研发中心

在线下零售、黄金珠宝消费双双承压的背景下，老铺黄金 24H1 业绩表现逆势高增，我们认为核心与其品牌定位、产品差异化、定价模式有关。

公司为我国古法金概念第一品牌，定位高端、专注古法金、且全直营。据公司招股书及 24H1 业绩预告，2023-24H1 取得了靓丽的业绩增长，我们认为这核心来源于：1) 中国高净值人群的投资&消费理念变化，更青睐黄金产品，同时又追求品牌溢价，这使得兼具“黄金”+“高端”两大属性的老铺黄金充分受益，带动 2023-24H1 同店销售的大幅增长；2) 契合品牌高端的调性，公司自身对产品设计研发及工艺生产的重视程度高，所有产品均为自主研发设计并布局了较高比例的自主生产产能，在黄金珠宝赛道较为激烈的同质化竞争当中保障了设计的独创性、工艺的壁垒，使得其产品更具投资及收藏的价值。3) 全直营的模式下，单个门店的成本相对固定，例如人工、租金、折旧摊销等，因而在品牌美誉度大幅提升驱动的单店销售增长之下，公司盈利水平获得较大提升空间，带动了利润的大幅增长。

定价模式方面，1) 高净值人群投资理念变化，黄金成为首选。据胡润百富，2023 年老铺黄

金在中国高净值人群最青睐的珠宝品牌排名中首次进入前十，成为继周大福之后第二个上榜的中国黄金珠宝品牌。老铺黄金作为稀缺的以黄金为主要原材料、定位高端的品牌，充分承接了高净值人群对黄金投资&收藏的需求增量。2) 先后推出古法金、黄金镶钻等系列引领行业潮流，品牌影响力大幅提升。公司所有产品均为自主设计研发，并能够持续迭代优化，保持核心大单品竞争力的同时高效推新及迭代，2021 年以来每年百余款产品的迭代、百余款新品的更新频率，迭代产品及新品在 2021-2023 年每年各稳定贡献中高个位数的收入占比。3) 公司所有产品均为按件计价，定价逻辑更类似奢侈品珠宝，区别于主流黄金珠宝品牌按克计价的模式，在金价较快上涨时老铺产品均价涨幅或慢于金价涨幅，具备一定价格优势。

经营模式方面，直营模式下单店利润弹性可观，2023 年盈利水平提升显著。2023 年公司实现净利润 4.16 亿元，同增 340%，远超 2017-2022 历年年度净利润水平。2023 年净利率为 13.09%，较历史年度有显著提升。公司预计 2024H1 将实现净利润 5.5-6 亿元，同比增幅达到 180%-205%。我们认为这主要得益于公司全直营门店的经营模式下，同店增长带来的可观利润弹性。拆分盈利指标来看，2021 年以来公司毛利率总体平稳，净利率的大幅提升主要得益于费用率的下降。2023 年销售/管理/研发费用率分别为 18.2%/5.3%/0.3%，同比下降 4.7/2.0/0.3PCT。其中销售费用分项的购物中心及平台佣金费、租金开支，以及管理费用分项的银行手续费随收入增长而同比增长，为可变成本，而员工成本、折旧摊销、广告及推广开支等与收入规模扩张无直接关联，属于相对固定的成本项，其占收入的比例随规模扩张而逐渐下降，为费用率改善的主要原因。

展望未来公司成长性，我们认为其对标海外高奢珠宝仍有较大的开店空间，包括但不限于中国大陆持续进驻高端/次高端商场、开设二店、加速大中华区渠道扩张等。长期来看，基于国内消费者&海外华人群体对黄金的喜爱、对老铺品牌的认知度持续加强，公司成长为亚太区域甚至全球性的古法金高端品牌龙头值得期待。

投资建议

投资建议:景区为代表的文旅产业是服务业最具潜力板块之一,行业增量逻辑在于资产整合:**西域旅游、祥源文旅**;酒店实现消费升级,体现了较强的抗通缩属性,行业集中度快速提升后,品牌杠杆有望释放超额利润:**锦江酒店、君亭酒店、金陵饭店**。母婴长期受益于生育支持政策预期(**孩子王**);跨境电商行业起起伏伏,整体依然维持两位数增长但无法回避进入红海的现实,建议关注技术驱动的跨境电商服务商(**三态股份**)。超市建议关注调改相关标的:**永辉超市、家家悦、重庆百货**。新消费场景(集合店、快闪店、谷子经济):**名创优品、百联股份、爱婴室**。百货建议重点关注基本面有支撑、同时有收并购&资产注入&调改等事件催化的:**杭州解百、武商集团、大商股份**等。黄金珠宝板块推荐**老铺黄金**。

风险因素

宏观经济增速不及预期风险:如宏观经济增速低于预期,或将影响市场出行需求,拖慢消费行业复苏节奏,同时或将影响消费者收入预期,影响线下消费复苏。

行业竞争加剧风险:行业过度竞争损伤企业盈利能力与生产经营积极性,收入利润增速或受下行影响。

终端需求疲软风险:消费复苏不及预期或将降低人均支出,需求疲软或导致行业量价下行。

原材料价格上涨风险:原材料价格上涨影响成本端,或导致中下游消费企业毛利率下降。

研究团队简介

宿一赫，信达证券商社负责人，南安普顿大学金融硕士，同济大学工学学士，CFA 三级，曾任西南证券交运与社服行业分析师，2022 年 12 月加入信达证券研究所，覆盖出行链、酒旅餐饮、博彩等行业。

蔡昕妤，商社分析师，圣路易斯华盛顿大学金融硕士，曾任国金证券商贸零售研究员，2023 年 3 月加入信达证券研究所，主要覆盖黄金珠宝、培育钻石板块。

张洪滨，商社研究员，复旦大学金融学硕士，复旦大学经济学学士，2023 年 7 月加入信达证券研究所，主要覆盖酒店、景区。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 15% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5%~15%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

评级说明

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。