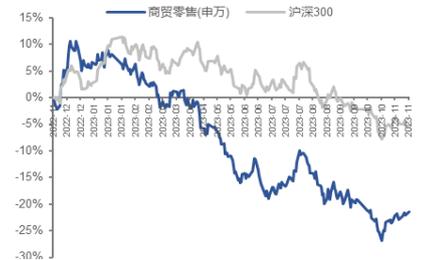


商业贸易行业周报（11.14-11.20）

横向看零售，复盘西方零售业发展轨迹

强于大市（维持评级）

一年内行业相对大盘走势



投资要点：

从工业化到信息化，复盘美国零售行业历史。零售业的发展与技术进步密切相关，每一次技术革新都会带来零售业的变革，从工业化到信息化，零售概念萌芽于远距离货到付款，到连锁化零售融入标准化概念，服务升级，增加零售业服务性属性，再到零售+（新零售），美国的零售业走了近150年。生活需求孕育零售业态，科技的进步及生产力的提升激活零售业进一步升级。

商贸零售略强于大盘。本周上证综指上涨0.51%，报3054.37，中小板下跌0.17%，报6349.81，创业板下跌0.93%，报1986.53。商贸零售同比上涨1.35%，报2099.97，表现强于上证0.84个pct，强于中小板1.51个pct，强于创业板2.28个pct。本周社会服务表现较好，周涨幅为2.15%，为申万一级31个行业中第7名，商贸零售表现较好，周涨幅为1.35%，排名为第12名，美容护理表现弱，周跌幅为0.36%，排名为第27名。细分来看，一般零售表现最优，周涨幅为2.27%，化妆品表现最弱，周跌幅为0.83%。

行业观点：双十一正式启动，持续追踪高弹性商业标的公司表现。

1) 黄金珠宝赛道：Q4旺季到来，秋季订货会或成先行指标，双十一大促，头部品牌变现亮眼，持续看好黄金珠宝类在经济复苏下及高金价背景下持续实现修复。2) 宠物赛道：9月出口数据同比大幅增长，看好Q4低基数下的表现，同时国内双十一活动已经开启，宠物行业迎来大幅增长，看好掌握下游订单和优质品牌的标的。3) 化妆品赛道：十月淡季下，社零数据同比微增，“成分党”观念升级带动具备良好原料复配的功效性护肤品需求高增。4) 旅游赛道：我国调整出入境相关政策，旅游市场发展向好。与过去五年的数据相比，今年的旅游人数和收入创疫情以来新高，但与19年同期相比，旅游市场仍有进一步提升空间。

关注结构性复苏的优质公司。投资主线一：双节旅游高峰有望结构性复苏下的酒店和旅游板块，建议关注锦江酒店、华住、君亭酒店，以及优质景区标的宋城演艺、天目湖，底部免税龙头中国中免。投资主线二：关注强产品力+品牌力的国产化妆品、医美公司，推荐爱美客、珀莱雅、巨子生物。投资主线三：关注出口预期逐季改善且具备高景气度的宠物赛道，建议关注：中宠股份、天元宠物。投资主线四：关注高金价+高消费热情+高分红的黄金公司，推荐潮宏基，建议关注：周大生，老凤祥。

风险提示：疫情影响消费复苏、宏观经济波动影响、食品安全风险、政策风险、经销商资金链问题抛售产品损害品牌、原材料成本大幅波动。

团队成员

分析师 刘畅
执业证书编号：S0210523050001
邮箱：lc30103@hfzq.com.cn

研究助理 杜采玲
邮箱：dcl30189@hfzq.com.cn

相关报告

- 《【华福商业】双十一数据陆续出炉，国货风潮引领品牌结构变化》— 2023.11.13
- 《【华福商业】活力持续，稳健复苏—商业 Q3 总结综述》— 2023.11.07
- 《【华福商业】从宠物生命周期看未来 5 年的产业链变化》— 2023.10.30

正文目录

1	横向看零售，复盘西方零售业发展轨迹	3
1.1	零售萌芽（1865-1900）	3
1.2	专业零售连锁店出现（1900-1930）	4
1.3	重回郊区的服务型零售（1930-1960）	4
1.4	消费升级，服务再升级：新时代，新零售（1960至今）	5
2	商贸零售略强于大盘，同比上涨 1.35%	6
3	行业观点：消费边际持续向上，追踪高弹性商业标的公司表现	9
4	公司公告梳理	14
5	风险提示	14

图表目录

图表 1：美国街角杂货店	3
图表 2：1852 年第一家百货公司（巴黎）	3
图表 3：1930 年 A&P 公司连锁店内景	4
图表 4：西尔斯公司生产线	4
图表 5：第一家郊区服务型零售金卡伦食品公司	5
图表 6：美国零售业历史沿革	6
图表 7：商贸零售近 3 个月内走弱于沪深 300	7
图表 8：商贸零售表现平淡，强于上证综指、创业板指、中小板指	7
图表 9：社会服务表现较好，周涨幅为 2.15%	8
图表 10：一般零售表现佳，周涨幅为 2.27%	8
图表 11：本周表现最佳的标的为联络互动、水羊股份、复锐医疗科技、周大生、名创优品	8
图表 12：本周表现不佳的标的为贝泰妮、名臣健康、珀莱雅、华东医药、百亚股份	9

1 横向看零售，复盘西方零售业发展轨迹

从工业化到信息化，复盘美国零售行业历史：

生活需求孕育零售业态，科技的进步及生产力的提升激活零售业进一步升级。零售业的发展与技术进步密切相关，每一次技术革新都会带来零售业的变革，从工业化到信息化，零售概念萌芽于远距离货到付款，到连锁化零售融入标准化概念，服务升级，增加零售业服务性属性，再到零售+（新零售），美国的零售业走了近 150 年。

图表 1：美国街角杂货店



数据来源：alamy、华福证券研究所

图表 2：1852 年第一家百货公司（巴黎）



数据来源：陈列共和、华福证券研究所

1.1 零售萌芽（1865-1900）

美国现代零售业发展最早可以追溯到 19 世纪 60-70 年代，南北战争结束后，北方工业主的胜利加速了美国工业革命的进程，工业化大发展带动零售业革新。南北战争后美国铁路步入了发展的黄金期，物质交换更为便捷，进一步推动了人口流动及城市规划进程。这一时期邮购业务应运而生，顾客的购买范围不再局限于周边的街角杂货店，顾客通过发送邮件就能向公司购买所需产品，公司提供送货上门的服务方式可以让顾客足不出户就能购买到千里之外的商品。

西尔斯公司创立于 1884 年，以邮购业务为主。在商业零售萌芽期，公司通过采取货到付款和无条件退款的模式为基础，在总部建立了自己的邮购工厂，与客户建立信任的同时，公司还与其他制造商建立代理关系，在减少上游供应链成本的同时，进一步提升了西尔斯公司的利润，直到 1900 年，西尔斯公司成为了美国当时零售行业的霸主。

1.2 专业零售连锁店出现（1900-1930）

在做好邮购的同时，进一步进行增量控本，20 世纪头十年，工业发展扩大对农产品的需求，美国食品价格上涨了 35%，居民生活成本急剧上升，零售业赛道对于低成本、多种类的需求得到催化。为了应对这种情况，连锁型标准化零售店铺开始出现。其有着统一的品牌、统一的大小与统一的商品种类，从同一货源大批量地进货和客户到店购买的方式降低了成本，使得商品物美价廉，深受当时客户们的喜爱。经营及管理标准化助力零售业快速扩大覆盖区域，大批量采购，大批量销售开始成为零售业的服务属性。

美国连锁店的创始公司 A&P 的领导人约翰制定了《经济型商店经理手册》，令所有 A&P 连锁店按手册要求经营，甚至每家店货物的摆放位置都要一致。直到 1930 年初，A&P 公司在全美开了多达 15709 家连锁店，而西尔斯公司在 1931 年时的零售营业额也已经超过其起家的邮购业务。

图表 3：1930 年 A&P 公司连锁店内景



数据来源：psychogenealogist、华福证券研究所

图表 4：西尔斯公司生产线



数据来源：Chicago Museum、华福证券研究所

1.3 重回郊区的服务型零售（1930-1960）

经济大萧条时期，低价郊区大服务型零售接棒连锁店，零售业再升级。从需求端看，消费更追求性价比；此外，1908 年福特公司发明了 T 型汽车后，1930 年左右汽车已经在美国普及开来，驾车去偏僻的郊区并不麻烦；同期冰箱的发明与应用，解决食物存储难题，批量采买赋能郊区服务型零售业发展。

1930 年 8 月 4 日世界上第一家郊区服务型零售金卡伦食品公司正式营业，其地址靠近工厂与产地的特性使得运输配货更加便捷，由于销售产品种类超过千余种，无法采用以往的柜台售货形式，于是金卡伦食品公司首次采取了消费者自助的服务模式，取消了售货员与顾客直接的人对人服务，敞开货架可以让顾客直接接触商品，自由挑

选，顾客购物体验大幅上升，销售效率也随之提高，与大批量采购，大批量销售产生良性循环，相辅相成。金卡伦食品公司以超过千余种低价产品及良好的客户体验成为这一阶段郊区服务型零售业的代表，**零售业大批量采购，大批量销售属性与顾客的大批量采购属性同步增强。**

图表 5：第一家郊区服务型零售金卡伦食品公司



数据来源：newsday、华福证券研究所

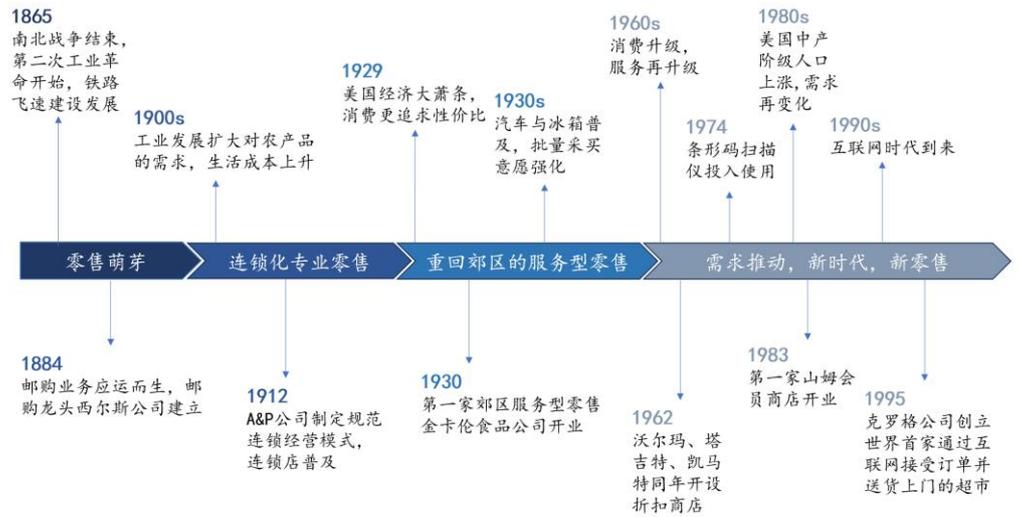
1.4 消费升级，服务再升级：新时代，新零售（1960 至今）

随着零售行业不断的完善以及人们生活水平的提升，传统零售业下的大批量服务型零售已无法完全满足客户的购物需求，顾客想要在购物体验。需求推动服务，部分商家开始开辟新的道路。沃尔玛、塔吉特、凯马特等零售商将超市的业务范围拓展到百货商场，内含多种日用品百货，并且提出常驻打折概念，则有了后来的折扣商店。第一台条形码扫描仪于 1974 年 6 月 26 日在俄亥俄州特洛伊的 Marsh 超市投入使用，数十年间，数千家超市安装了条形码扫描设备。这项发明大幅加快了结账的速度，同时标志着零售行业正式步入数据驱动时代。

80 年代初，随着美国中产阶级人口的上涨，从需求端看，人们在不想把时间成本花费在挑选商品上的同时开始追求消费品质，会员制商店满足了他们的需求。1983 年，第一家山姆会员商店在美国俄克拉荷马州的米得韦斯特城开业，这种商店只对会员开放，成为会员需要定期缴纳一定的会费，成为会员后便可享受他们优质、高端的服务。

而 90 年代后随着互联网时代的到来，人们的需求进一步扩大：顾客希望在购物中享受到互联网带来的便利，线上电商逐渐兴起，1995 年克罗格公司创立世界首家通过互联网接受订单并送货上门的超市。在这个时代的科技进步比以往快的多，这些技术的进步也对零售行业带来了有史以来最大的影响。科技进步使零售业的服务性进一步得到展现，零售+的多元化发展使行业前景广阔。

图表 6: 美国零售业历史沿革



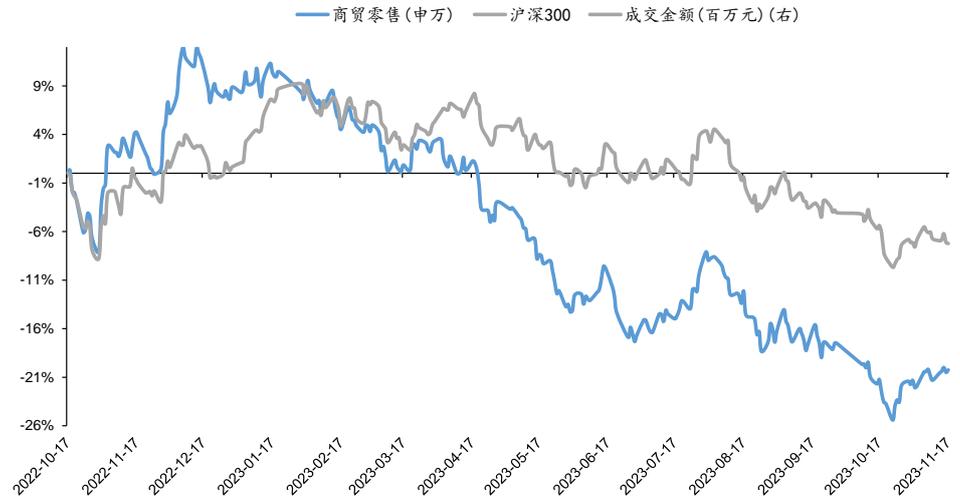
数据来源: 中国连锁经营协会、百度百科、36 氪、company histories、华福证券研究所

从顾客范围只有邻里的居民的普通的街角杂货店,到业务线路遍布全国的邮购业务与连锁店,再到物美价廉的大型超市、折扣店,最后到省时省力且依旧高品质的会员商店与数字化电商,在美国现代零售行业飞速发展的 150 年来,需求的导向与科技的进步推动了行业的发展。铁路建设的发展带来了运力的提升,扩大了零售业的覆盖面;生活成本的上升与标准化连锁店的推广导致人们的活动范围又向城市集中;汽车与冰箱的普及推动了服务型零售的发展,大批量采购,大批量销售重回郊区;新零售时代电视广告、条形码、信用卡等发明使得购物更方便快捷。不同时代不同需求,业态产生变化导致公司的业务重心也会随之有着不同程度的偏移与革新,下沉折扣店与升级会员店均能满足不同消费者的需求。从物物交换到标准化,到服务属性加入,再到多元化新零售,人们对于生活的需求伴随着科技的进步一直是推动零售业发展的基石。

2 商贸零售略强于大盘, 同比上涨 1.35%

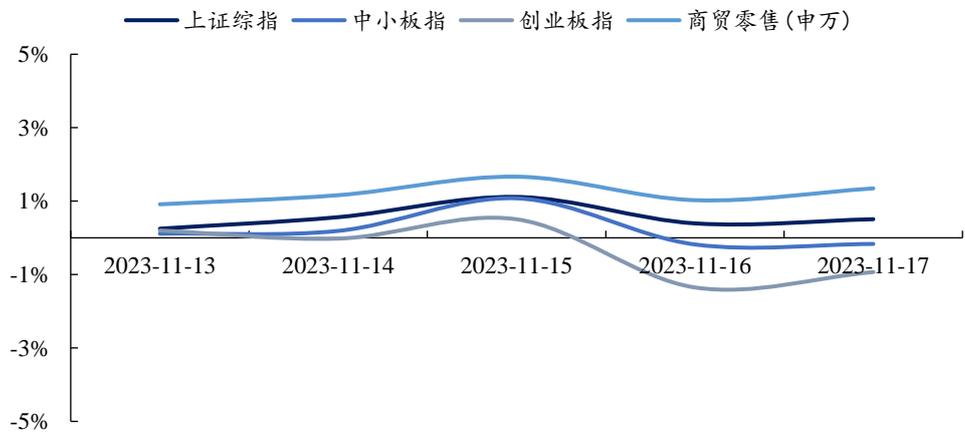
商贸零售略强于大盘。本周上证综指上涨 0.51%, 报 3054.37, 中小板下跌 0.17%, 报 6349.81, 创业板下跌 0.93%, 报 1986.53。商贸零售同比上涨 1.35%, 报 2099.97, 表现强于上证 0.84 个 pct, 强于中小板 1.51 个 pct, 强于创业板 2.28 个 pct。

图表 7: 商贸零售近 3 个月内走弱于沪深 300



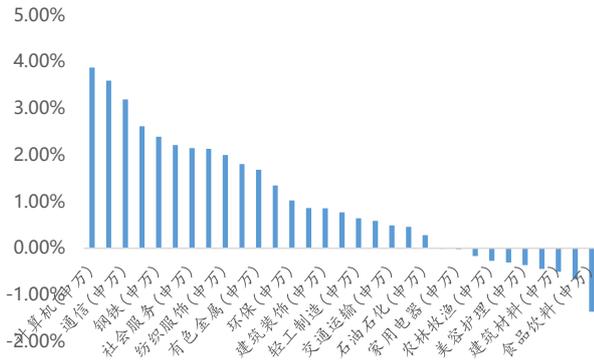
数据来源: Wind、华福证券研究所

图表 8: 商贸零售表现平淡, 强于上证综指、创业板指、中小板指

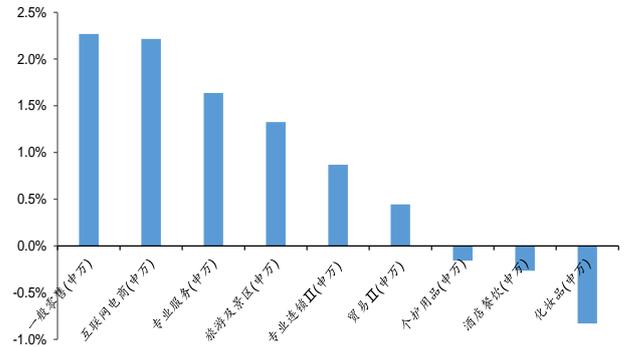


数据来源: Wind、华福证券研究所

社会服务、商贸零售表现较好, 美容护理表现弱。本周社会服务表现较好, 周涨幅为 2.15%, 为申万一级 31 个行业中第 7 名, 商贸零售表现较好, 周涨幅为 1.35%, 排名为第 12 名, 美容护理表现弱, 周跌幅为 0.36%, 排名为第 27 名。细分来看, 一般零售表现最优, 周涨幅为 2.27%, 化妆品表现最弱, 周跌幅为 0.83%。

图表 9：社会服务表现较好，周涨幅为 2.15%


数据来源：Wind、华福证券研究所

图表 10：一般零售表现佳，周涨幅为 2.27%


数据来源：Wind、华福证券研究所

业绩修复带来的投资机会值得关注。本周表现最佳的五个标的为联络互动、水羊股份、复锐医疗科技、周大生、名创优品，涨幅分别为 7.09%/6.43%/5.78%/4.83%/4.15%，表现不佳的五个标的为贝泰妮、名臣健康、珀莱雅、华东医药、百亚股份，跌幅分别为 4.78%/3.96%/3.34%/3.16%/2.29%。

图表 11：本周表现最佳的标的为联络互动、水羊股份、复锐医疗科技、周大生、名创优品

周涨幅 Top5	证券代码	证券简称	收盘价	涨跌幅 (%)
1	002280.SZ	联络互动	3.02	7.09
2	300740.SZ	水羊股份	15.90	6.43
3	1696.HK	复锐医疗科技	5.67	5.78
4	002867.SZ	周大生	14.99	4.83
5	9896.HK	名创优品	51.50	4.15

月涨幅 Top5	证券代码	证券简称	收盘价	涨跌幅 (%)
1	002803.SZ	吉宏股份	23.62	15.73
2	002315.SZ	焦点科技	31.53	15.54
3	002919.SZ	名臣健康	31.07	10.65
4	2367.HK	巨子生物	34.60	10.19
5	300740.SZ	水羊股份	15.90	8.09

年涨幅 Top5	证券代码	证券简称	收盘价	涨跌幅 (%)
1	9896.HK	名创优品	51.50	150.02
2	002315.SZ	焦点科技	31.53	82.35
3	300592.SZ	华凯易佰	24.82	63.83
4	002803.SZ	吉宏股份	23.62	53.20
5	600612.SH	老凤祥	60.46	44.53

数据来源：Wind、华福证券研究所

图表 12：本周表现不佳的标的为贝泰妮、名臣健康、珀莱雅、华东医药、百亚股份

周跌幅 Top5	证券代码	证券简称	收盘价	涨跌幅 (%)
1	300957.SZ	贝泰妮	73.83	-4.78
2	002919.SZ	名臣健康	31.07	-3.96
3	603605.SH	珀莱雅	104.30	-3.34
4	000963.SZ	华东医药	41.33	-3.16
5	003006.SZ	百亚股份	16.67	-2.29
月跌幅 Top5	证券代码	证券简称	收盘价	涨跌幅 (%)
1	2279.HK	雍禾医疗	3.03	-9.01
2	600223.SH	福瑞达	10.13	-7.23
3	300957.SZ	贝泰妮	73.83	-6.47
4	301108.SZ	洁雅股份	36.08	-6.16
5	600200.SH	江苏吴中	9.38	-5.82
年跌幅 Top5	证券代码	证券简称	收盘价	涨跌幅 (%)
1	2279.HK	雍禾医疗	3.03	-74.71
2	2138.HK	医思健康	2.42	-69.53
3	2373.HK	美丽田园	12.68	-56.52
4	300957.SZ	贝泰妮	73.83	-50.10
5	301177.SZ	迪阿股份	31.99	-47.93

数据来源：Wind、华福证券研究所

3 行业观点：消费边际持续向上，追踪高弹性商业标的公司表现

化妆品

十月淡季下，社零数据同比微增。据国家统计局，十月化妆品类零售额同比+1.1%，淡季下整体表现平淡。从双十一情况来看，据星图数据，美容护肤板块销售额同比下降 3.96%至 582 亿元，我们认为这一下降和消费者购买习惯调整有关，消费者消费更偏理性，囤货意愿下降，转向刚需购买。从品牌表现来看，据天下商网，珀莱雅/薇诺娜/自然堂/可复美/夸迪分别位列天猫护肤品牌销售榜 1/5/13/17/18 名，分别同比去年提升 4/1/6/-（可复美去年未上榜）/-2 名，国货品牌整体表现强劲；据星图数据，珀莱雅进入前五行列，以 GMV2.3 亿元位居 TOP4；据亿邦动力和蝉妈妈数据，抖音平台护肤品榜单中，珀莱雅/韩束/可复美分别位列第 1/2/9 位，其中韩束和可复美为新上榜品牌。

化妆品品牌结构来看，“成分党”观念升级带动具备良好原料复配的功效性护肤品需求高增，而雅诗兰黛等部分高端护肤品在疫后增速放缓，品牌结构变动明显。本周推荐个股：具有较强爆品打造能力且副品牌增长强劲的珀莱雅；重组胶原蛋白龙头且品牌力快速提升的巨子生物。

医美

从客流量的角度来说，医美终端客流量边际向好，手术类医美和非手术类医美项

目共振。从政策端来看,政策监管持续趋严,监管处罚及打击非法医疗美容行动严厉,利好当前已获证企业。

医美板块短期看好线下客流回升带来的业绩边际向好,长期看好渗透率提升下医美市场持续景气。**本周推荐个股:注射类产品管线布局完善+监管趋严下龙头集中度提升+股权激励计划三重共振的爱美客;不断拓展注射类和射频类家用美容仪产品,同时持续深化直销渠道的医美设备龙头复锐医疗科技。**

黄金珠宝

据wind,本周(11.13-11.17)伦敦现货黄金价格11月17日收于1,981.05美元/盎司,环比上周上涨2.03%,上海金交所黄金现货收盘价环比上周上涨0.47%至471.65元/克。据中国黄金协会,前三季度我国黄金消费量835.07吨,同比+7.32%,其中,黄金首饰/金条及金币/工业其他用金分别同比+5.72%/+15.98%/-5.53%,我们认为,受益于今年黄金金价持续上行,带动投资类金条及金币的需求量同比高增。据国家统计局,10月金银珠宝类零售额同比+10.4%,高于整体社零增速(+7.6%),单拆量价来看,价增+18.53%,量增-6.86%,我们认为量上略有承压。主要系十一假期出游分流及高金价下消费者略有观望情绪。

Q4旺季到来,秋季订货会或成先行指标。金价上涨下,消费者对黄金买卖双边的需求均热,表明消费者当前对金价的判断存在分歧。从当前时点来看,购物场景丰富,在价增及对黄金消费热情高的背景下,有望对Q4实现“开门红”。同时年内重要性较高的秋季订货会已经陆续开始,加盟商订货的积极性或将成为Q4消费的预判性指标,为Q4旺季消费提供相应指引。

双十一大促,头部品牌表现亮眼。据天下商网,2023年双十一天猫珠宝配饰店铺榜单中,周大福/曼卡龙/周大生/菜百首饰/老庙黄金/潮宏基分别位列1/2/3/6/7/9名,同比提升2/2/-2/3/0/-3名,头部品牌表现持续良好。

当前持续看好黄金珠宝类在经济复苏下及高金价背景下持续实现修复。**推荐:产品及渠道双增长的潮宏基;建议关注:以镶嵌品类为基础,向黄金品类快速扩展的周大生;拥有强渠道和强品牌力的老凤祥。**

宠物

9月宠食出口业务同比、环比大幅改善。根据海关总署,23年9月我国宠食出口量为2431.21吨,同比+42.56%,环比+11.63%,以人民币/美元计价,出口金额同比+37.07%/+29.35%,从单价来看,9月人民币/美元计价下,同比-3.85%/-9.27%,环比-2.85%/-3.37%,单价端有所下降。总结Q3,受益于9月出口数据的大幅改善,Q3宠食出口量7008.88吨,同比+5.43%,实现转正,以人民币/美元计价,出口金额同比+11.18%/+4.75%,分拆单价来看,人民币/美元计价下,同比+5.45%/-0.65%,差异主要源于汇率影响。我们认为海外去库存周期迎来尾声,Q4在出口低基数下,同比有望高增。从汇率端来看,近期汇率水平基本处于高位震荡,对出口企业的影响

较小，出口景气度持续回升。因此短期我们关注出口端的边际改善。

双十一开启，宠物行业迎来大幅增长。

从平台方面看：京东平台宠物预售成交额同比增长 41%，抖音平台开门红当日预售支付 GMV 较去年双 11 同期提升 420%、抖音商城支付 GMV 较去年双 11 同期提升超 260%。天猫国际 10.31-11.3 期间猫冻干粮同比增速超 400%、狗冻干粮同比增速超 700%、猫风干/烘焙粮同比增长超 100%、狗风干/烘焙粮同比增长超 150%、猫全价处方粮同比增长超 500%、狗全价处方粮同比增长超 200%，健康养宠趋势凸显。

天猫平台双十一年终购中，鲜朗、网易严选、蓝氏、诚实一口、阿飞和巴弟分别位列宠物食品 GMV 销售榜前五。抢先购中，petsy、网易严选、麦富迪、卫仕、pidan 位列宠物品牌人气榜；细分猫狗主粮，伯纳天纯、麦富迪、比乐、皇家、纽顿位列狗主粮前五，蓝氏、诚实一口、鲜朗、皇家、instinct 位列猫主粮前五；犬猫零食方面，爵宴、麦富迪、顽皮、zeal、疯狂小狗位列狗零食前五，麦富迪、希宝、朗诺、珍致、网易严选位列猫零食榜前五；用品品牌中，pidan、小佩、霍曼、铂钻、petsy 分别位列前五；药品榜单中，大宠爱、福来恩、海乐妙、爱沃克、nexgard spectra 位列前五。

京东平台双十一年终购中，宠物食品 GMV 销售榜前五分别为皇家、麦富迪、网易严选、生鲜本能、伯纳天纯。抢先购中，犬食品品牌前五分别为伯纳天纯、麦富迪、爱肯拿、海洋之星、渴望；猫湿粮零食品牌前五分别为麦富迪、朗诺、网易严选、地狱厨房、有鱼；宠物用品品牌前五分别为 pidan、霍曼、小佩、高爷家、鸟语花香。

抖音平台双十一年终购中，宠物行业品牌榜前五的品牌分别为麦富迪、喵梵思、网易严选、蓝氏、诚实一口；前五大爆品分别为网易严选全价双拼粮、麦富迪营养森林肉松狗粮、阿飞和巴弟 E76 猫粮、蓝氏猎鸟乳鸽冻干猫粮、pidan 猫咪经典混合猫砂。

从品牌方面看：乖宝宠物旗下麦富迪全网销售额 3.6 亿，同增 28%+，弗列加特全网销售额 6400 万+，同比增长 200%+；中宠股份旗下多品牌位列宠物品类榜单前列，旗下 zeal 0 号罐天猫销量+200%、京东 zeal 整店全期 GMV+110%、抖音顽皮 & zeal GMV+223%；佩蒂股份旗下爵宴全网销售额 2500 万+，同比+67%，获天猫狗零食品类热销店铺 TOP2、抖音宠物零食榜 TOP1、京东狗零食品牌热销榜 TOP2；网易严选全网销售额超 2 亿，旗下网易天成销售额增长 87%；朗诺位列天猫冻干猫零食榜第一，京东店铺销售额同比+62%，抖音平台销售额+649%；SC 天猫海外店新客成交人数+256%，品牌位列天猫国际狗粮超级热卖单品第一；素力高金素鸡位列天猫猫干粮单品进口榜第一；生生不息连续两年位列天猫冻干主粮榜第一。

关注国外恢复较快、国内自有品牌持续深耕的企业。推荐海内外双循环的中宠股份，建议关注：自有品牌三大要素齐具的乖宝宠物，境外业务环比改善、境内业务持续布局的佩蒂股份。

个护

在电商经济和社交电商的带动下，个护品类实现快速成长。细分来看，个护家电受益于直播电商、颜值经济及产品精细化概念的持续火热，美容仪、美牙仪及美发仪快速增长。2022年，美容仪产品线上平台的年零售额/零售量同比+111%/172%，美发系列产品零售额突破百亿规模，同增15%，其中电吹风线上市场规模同增29.7%。

洗护清洁朝精细化趋势发展，引领香氛型日化产品赛道推陈出新；“懒人经济”崛起，要精致，也要省心，助推传统清洁品类再升级。

伴随疫情影响减弱及消费复苏，品牌商于23Q1主动加大营销投入力度，收入端持续回暖，增长兑现良好，看好原材料以石化产品为主的品牌商，23Q1受益于石油价格回落，利润开始兑现，**建议关注：豪悦护理、百亚股份等。**

旅游

全球休闲旅游市场未来10年发展前景乐观。2023年，全球的国际旅行人数预计超过12.6亿人次，恢复到2019年时的86%。其中，休闲旅游板块的复苏比商务旅行更为强劲。2023年，全球休闲旅游总人次占到全部旅行总人次的60%，中国在2023年的国内休闲旅游消费恢复到了2019年的93%。

我国调整出入境相关政策，旅游市场发展向好。2023年11月17日起，外交部积极调整外国人来华签证和入境政策，恢复实施单方面免签政策。我国72/144小时过境免签政策适用国家增至54国。此外，国家移民管理局就口岸签证业务、过境免签政策、区域性入境免签政策进行深化调整。出入境流程趋向便捷化，出入境旅游消费热度攀升，出入境旅游市场向好发展。

春节旅游热度回暖，元旦航班订单量激增。根据航班管家App截止到11月17日的数据显示，国内机票方面，2024年元旦出行的订单量同比增长420%，国内机票（经济舱）均价690元，与2023年元旦基本持平；元旦期间出发的机票搜索量最高的国内目的地top10是：哈尔滨，广州，上海，成都，北京，深圳，重庆，西安，海口，昆明。国际机票方面，2024年元旦出行的订单量同比增长470%，国际机票（经济舱）均价2313元，同比2023年元旦下降了66%；2024元旦期间出发的国际机票搜索量最高的国际目的地top10是：中国香港，新加坡，悉尼，首尔，札幌，吉隆坡，温哥华，阿布扎比，东京，中国澳门。

建议关注：优质景区标的三特索道、宋城演艺、众信旅游、中青旅等。

酒店

我国酒店建设项目创历史新高，中高端酒店保持稳定增长。据LE《2023年第三季度中国酒店建设趋势报告》显示，本季度末，中国酒店建设项目总数创下了3720个项目的历史新高，共有68.6万个房间，按项目划分环比增长3%，同比持平。中国

饭店协会报告显示，截至 2022 年底，我国中高端酒店品牌规模连续五年保持两位数增长；根据沙利文报告预测，国内中高档连锁酒店总收入，2021-2025 年将继续保持高速增长，年均复合增长率（CAGR）有望达到 18.4%。

连锁酒店发展存在上升机遇。其一，国内连锁化率相较美国仍存在较大空间。其二，疫情后市场认知转变，连锁化拥有更大确定性和抗风险能力。其三，酒店行业未来将从增量市场，转为差异化竞争，而连锁酒店品牌更低的获客成本、更健全的管理系统、规模化的耗材采购、完善的会员体系等优势，也有望支撑连锁酒店继续开疆破土。

建议关注两条主线：（1）疫后行业复苏，受益酒店规模化高集中度优势的相关标的：锦江酒店，华住；（2）受益于酒店行业中高端化转型，单店模型盈利能力优秀的相关标的：君亭酒店。

跨境电商

7 月 13 日根据海关总署新闻发言人吕大良介绍，今年上半年跨境电商进出口 1.1 万亿元，同比增长 16%，其中出口 8210 亿元，增长 19.9%，进口 2760 亿元，增长 5.7%，跨境电商行业发展保持了良好发展势头。

2023 年开始海运价格大幅下滑，叠加我国对跨境电商产业持续推出多种政策和配套措施，行业环境在不断改善。而 AIGC 技术在跨境电商的应用不断加深，短期在宣传、智能推荐、智能客服等环节有望带来降本增效，长期将有望提供创新升级的使用体验从而推动行业整体变革。我们认为海外刚需叠加供给优化的背景下，积极布局 AIGC 的跨境电商公司将有望长期持续受益，**建议关注：焦点科技、华凯易佰、吉宏股份等。**

专业零售

【超市】2023 年 1-6 月限额以上零售业单位中超市零售额同比下降 0.4%，表现较为平淡。龙头超市企业内部运营通过提升单店质量、供应链不断优化、线上线下融合来不断提升盈利能力，外部环境因社区团购补贴不断退坡后、疫后人流恢复，竞争环境持续改善，有望迎来业绩持续改善和估值修复。建议关注强供应链能力的标的：红旗连锁、永辉超市。

【百货】2023 年 1-6 月限额以上零售业单位中百货店零售额同比增长 9.8%，疫情受损部分持续恢复中。百货公司 2022 年受疫情影响较为严重，盈利能力承压，但龙头公司通过不断优化门店运营能力和商品结构，加强引流能力和会员管理能力，2023Q1 开始线下人流持续恢复，盈利能力有望环比改善。建议关注疫后经营能力不断提升的标的：天虹股份、重庆百货等。

【母婴】龙头连锁品牌逆势扩张。母婴行业虽受出生率下降及三年疫情影响而受损，进入缩量竞争的时代，但龙头连锁品牌在疫情之下逆势扩张，例如：母婴零售龙

头孩子王于 2023 年 6 月 9 日发布公告，拟以 10.4 亿元现金收购北方母婴连锁零龙头乐友国际 65% 股权；而爱婴室也早于 2021 年 8 月以 2 亿元人民币收购华中母婴龙头贝贝熊，未来行业龙头集中度有望进一步提升。同时相关公司也在不断优化产品组合和店铺效率，不断提升盈利能力。**建议关注行业集中度不断提升的母婴连锁品牌：爱婴室、孩子王。**

【专业零售】专业零售行业受益于疫后修复以及品牌升级，优化单店模型及消费者购物体验，业绩有望持续改善。**建议关注：线下品牌连锁零售龙头名创优品；线下眼镜零售龙头博士眼镜；潮玩零售龙头泡泡玛特。**

4 公司公告梳理

天虹数科商业股份有限公司对全资子公司增资的公告

为提高天虹数科商业股份有限公司及子公司整体质量和运营效率，满足子公司日常经营的资金需求，公司以自有资金对下属的成都市天虹百货有限公司、北京时尚天虹百货有限公司、浙江天虹百货有限公司、绍兴市天虹百货有限公司、株洲市天虹百货有限公司、岳阳市天虹百货有限公司共 6 家全资子公司合计增资 52,100 万元。

爱美客：关于公司董事股份减持计划期限届满暨实施完成的公告

公司于 2023 年 4 月 18 日披露了《关于公司董事减持股份预披露公告》。持有公司股份 6,583,472 股（占公告当时本公司总股本比例 3.04%）的董事王兰柱先生计划在本公告披露之日起 15 个交易日后的 6 个月内以集中竞价方式，减持本公司股份不超过 1,645,868 股（即不超过公告当时公司股份总股本的 0.76%）。

5 风险提示

疫情影响消费复苏、宏观经济波动影响、食品安全风险、政策风险、经销商资金链问题抛售产品损害品牌、原材料成本大幅波动。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn