商贸零售行业跟踪周报

粉笔港股上市，关注职教投资机会

增持（维持）

2023 年 01 月 09 日

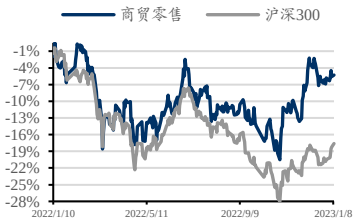
证券分析师 吴劲草
执业证书：S0600520090006
wujc@dwzq.com.cn
证券分析师 石旖瑄
执业证书：S0600522040001
shiyx@dwzq.com.cn
证券分析师 张家璇
执业证书：S0600520120002
zhangjx@dwzq.com.cn
证券分析师 谭志千
执业证书：S0600522120001
tanzhq@dwzq.com.cn
研究助理 阳靖
执业证书：S0600121010005
yangjing@dwzq.com.cn

关键词：#困境反转

本周行业观点（本周指 2023 年 1 月 3 日至 1 月 6 日，下同）

- **粉笔港股上市**：非学历职业教育培训公司粉笔于 2023 年 1 月 9 日登陆港股，本次公开发行价格拟定为 9.90 港元/股，发行股份数量为 2000 万股，募集资金净额约 1.2 亿港元，主要用于公司丰富课程内容和扩大学员群体、加强内容和技术开发能力、开展营销活动以及补充营运资本。
- **粉笔是中国领先的非学历职业教育培训服务供应商**：公司专注于职业考试培训服务，主要业务包含提供线上、线下培训服务及教辅资料销售。公司是职业教育培训行业知名企业，截至 2022 年 6 月，拥有全职讲师 3796 名，线下营运中心 276 个，覆盖中国 31 个省的 220 多个城市。根据弗若斯特沙利文数据，2021 年粉笔在中国非学历职业教育培训行业中市占率为 1.4%，排名第三；在职业考试培训行业中以 4.3%的市场份额位列第二。2021 年公司实现营业收入 34.4 亿，同比增长 61%；归母净利润-20.5 亿元，2022 年 H1 公司实现营收 14.6 亿元，同比-22.5%，亏损 3.9 亿元，亏损幅度有收窄。
- **第一大业务板块公务员考试培训收入占比达 67%**。将公司培训服务营收按考试类别拆分，2021 年公职人员考试 20.6 亿元，同比增速 43.5%，占总培训业务收入比重达到 67%，其次第二大培训业务为事业单位培训，2021 年收入 5.9 亿元，同比+110%，占总培训业务收入比重约 20%。
- **付费人次总量稳步增长，正价课及协议班付费人次占比持续提升**。公司培训业务付费人次逐年增加，由 2019 年的 607.1 万人次增加至 2021 年的 973.6 万人次。2021 年整体付费人次增速放缓，主要因为公司在缩减推广课的规模，公司除了培训课程外，提供的产品还包括在线学习产品，包括会员礼包和新手训练营，仅看培训课程的付费人次，2021 年达到 774 万人次。
- **公司线下渠道稳步拓展**：2019 年以来，公司加大了线下渠道的拓展力度，其中运营中心数量也从 2019 年的 31 个增长到 2021 年的 363 个，2022 年上半年受疫情影响有调整，从区域来看，公司重点布局的优势地区包括山东、江苏、广东和云南等地。
- **相关标的：推荐中教控股，中公教育，中国东方教育，关注东方时尚，中国科培，希望教育，新高教集团等。**
- **风险提示**：政策风险，疫情反复、招生不及预期等

行业走势



相关研究

《出行复苏数据跟踪周报（2023 年第 1 周）：短途出行见底回升显著，长途数据底部已现》

2023-01-04

《免税数据跟踪周报（2023 年第 1 周）：元旦期间赴岛游客继续回升，线上折扣稳中略升》

2023-01-03

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 本周行业观点 4
1.1. 公司业务为职业考试类培训，营收规模高速增长 4
1.2. 付费人次稳步增长，正价班占比快速提升 6
1.3. 渠道：公司线上培训起家，线下业务稳步拓展 8
1.4. 财务指标：2022 年以来毛利率和净利率均有明显回升 9
1.5. 股权架构：创始团队为公司控股股东 10
2. 细分行业观点及估值表 11
3. 本周发布报告 14
4. 本周行情回顾 15
5. 本周行业重点公告 15
6. 本周行业重点新闻 17
7. 风险提示 17

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表目录

图 1: 中国非学历职业教育培训行业竞争格局.....4
图 2: 中国职业考试培训行业竞争格局.....4
图 3: 公司营业收入及同比增长.....5
图 4: 公司经调整净利润及同比增长.....5
图 5: 公司各类型考试培训收入情况.....5
图 6: 公司各类型考试培训收入占比情况.....5
图 7: 公司各类型考试培训收入增速.....5
图 8: 公司付费人次总数及增速（万人次）.....6
图 9: 培训课程总计付费人次（万人次）.....6
图 10: 付费培训课程中，正价课人次占比逐渐提升.....6
图 11: 正价课付费人次.....6
图 12: 线下协议班收入占线下培训收入的比重.....7
图 13: 线下协议班付费人次占线下培训人次的比重.....7
图 14: 各产品平均每付费人次收入（元/人次）.....7
图 15: 公司营收按业务拆分.....8
图 16: 公司线下运营中心数量.....8
图 17: 截至 2022H1 公司渠道分布情况.....8
图 18: 公司毛利率与净利率水平.....9
图 19: 公司各业务毛利率水平.....9
图 20: 公司全职讲师数量（名）.....9
图 21: 公司全职讲师学历情况.....9
图 22: 公司期间费用率情况.....10
图 23: 公司股权架构（IPO 之后）.....10
图 24: 本周各指数涨跌幅.....15
图 25: 年初至今各指数涨跌幅.....15

表 1: 行业公司估值表（更新至 1 月 7 日）.....12

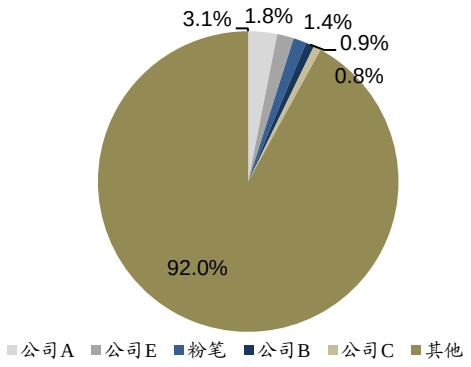
请务必阅读正文之后的免责声明部分

1. 本周行业观点

粉笔港股上市：非学历职业教育培训公司粉笔于 2023 年 1 月 9 日登陆港股，本次公开发行价格拟定为 9.90 港元/股，发行股份数量为 2000 万股，募集资金净额约 1.2 亿港元，主要用于公司丰富课程内容和扩大学员群体、加强内容和技术开发能力、开展营销活动以及补充营运资本。

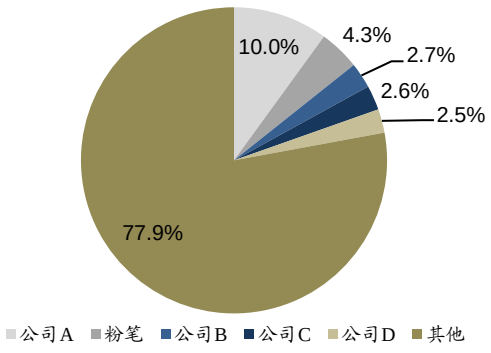
粉笔是中国领先的非学历职业教育培训服务供应商：公司专注于职业考试培训服务，主要业务包含提供线上、线下培训服务及教辅资料销售。粉笔的线上职业教育培训业务最早可追溯至 2013 年，2017 年扩展至线下培训，于 2020 年重组并自 YUAN Inc 中拆分。公司是职业教育培训行业知名企业，截至 2022 年 6 月，拥有全职讲师 3796 名，线下营运中心 276 个，覆盖中国 31 个省的 220 多个城市。**根据弗若斯特沙利文数据，2021 年粉笔在中国非学历职业教育培训行业中市占率为 1.4%，排名第三；在职业考试培训行业中以 4.3%的市场份额位列第二。**

图1：中国非学历职业教育培训行业竞争格局



数据来源：弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

图2：中国职业考试培训行业竞争格局



数据来源：弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

1.1. 公司业务为职业考试类培训，营收规模高速增长

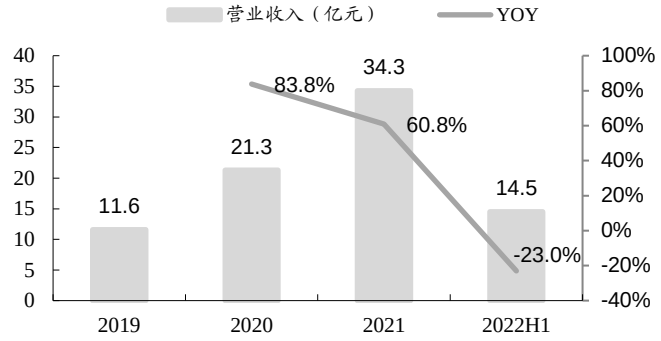
公司业务主要为职业考试类培训，具体包括公务员，事业单位和教师资格证及招录等相关考试。粉笔为谋求在公共职务和事业单位以及其他若干专业和行业发展的成人学员提供全套的招录和资格考试培训课程，其中培训服务**按考试类别**可分为公职人员考试培训、事业单位雇员考试培训、教师资格证及招录类培训和其他考试培训。

营收高速增长，亏损有所收窄。2021 年公司实现营业收入 34 亿，同比增长 61%；归母净利润-20.5 亿元，净利润亏损主要原因为大力推广线下课程带来高额前期投入，导致营业成本增加。2022 年 H1 公司实现营收 14.5 亿元，同比-23%，亏损 3.9 亿元，收入下降主要系 2022 年上半年疫情反复，多地长时间封控影响线下培训服务，但亏损幅度

请务必阅读正文之后的免责声明部分

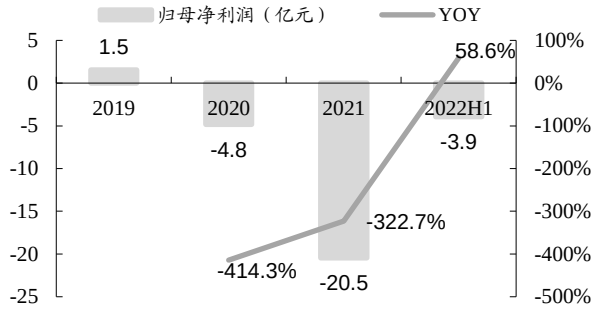
有收窄。

图3：公司营业收入及同比增长



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

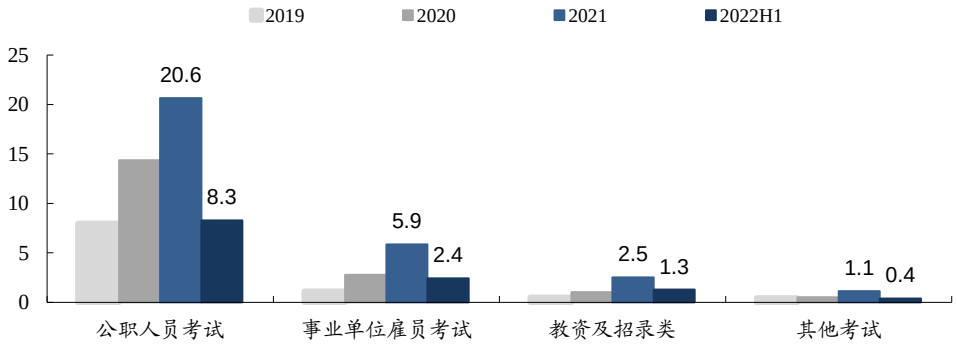
图4：公司经调整净利润及同比增长



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

第一大业务板块公务员考试培训收入占比达 67%。将公司培训服务营收按考试类别拆分，2021 年公职人员考试 20.6 亿元，同比增速 43.5%，占总培训业务收入比重达到 68%，其次第二大培训业务为事业单位培训，2021 年收入 5.9 亿元，同比+110%，占总培训业务收入比重约 20%。

图5：公司各类型考试培训收入情况

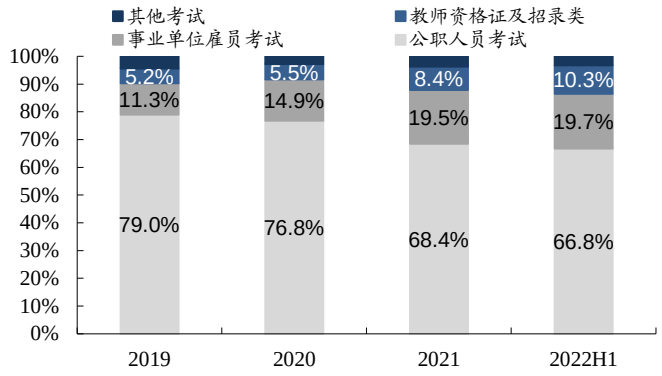


数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

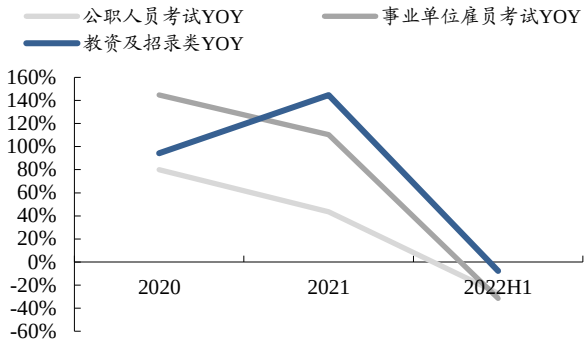
图6：公司各类型考试培训收入占比情况

图7：公司各类型考试培训收入增速

请务必阅读正文之后的免责声明部分



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

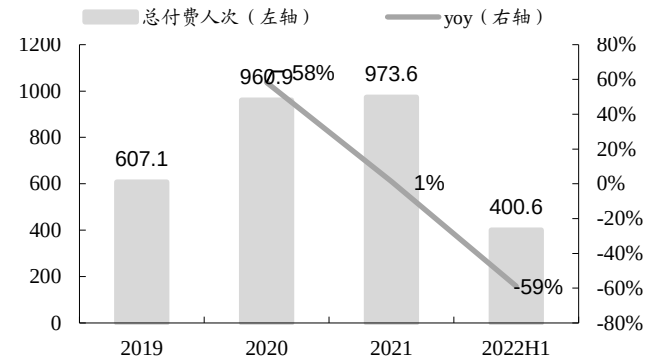


数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

1.2. 付费人次稳步增长，正价班占比快速提升

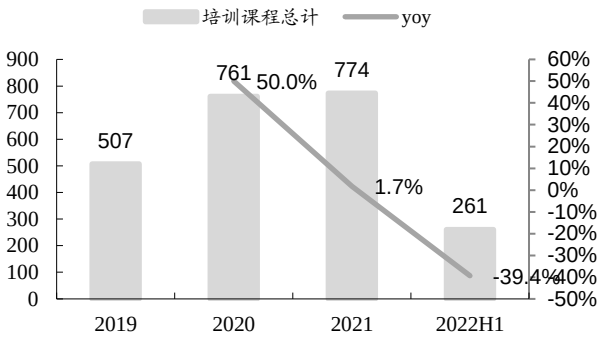
付费人次总量稳步增长，正价课及协议班付费人次占比持续提升。公司培训业务付费人次逐年增加，由 2019 年的 607.1 万人次增加至 2021 年的 973.6 万人次。2021 年整体付费人次增速放缓，主要因为公司在缩减推广课的规模，公司除了培训课程外，提供的产品还包括在线学习产品，包括会员礼包和新手训练营，仅看培训课程的付费人次，2021 年达到 774 万人次。

图8：公司付费人次总数及增速（万人次）



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图9：培训课程总计付费人次（万人次）

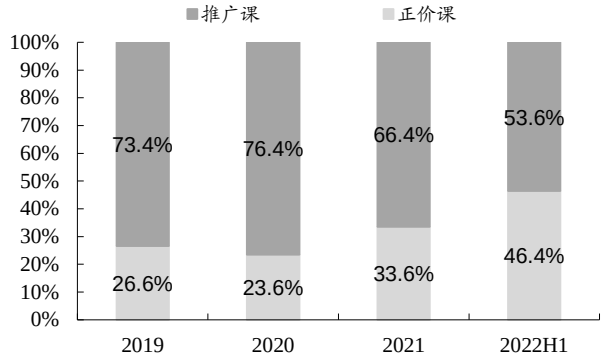


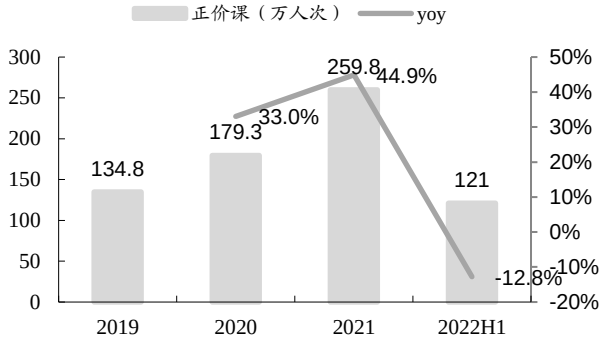
数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图10：付费培训课程中，正价课人次占比逐渐提升

图11：正价课付费人次

请务必阅读正文之后的免责声明部分





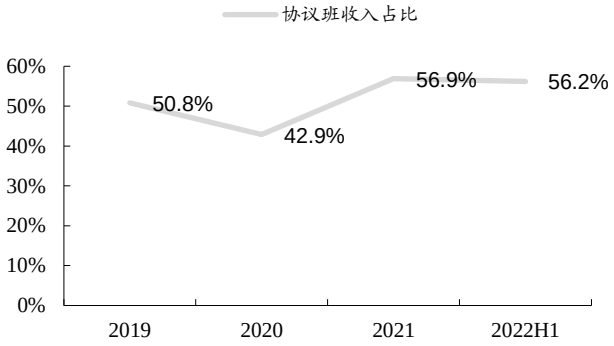
数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

注：线上线下推广课标准分别为低于 99 元和 500 元

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

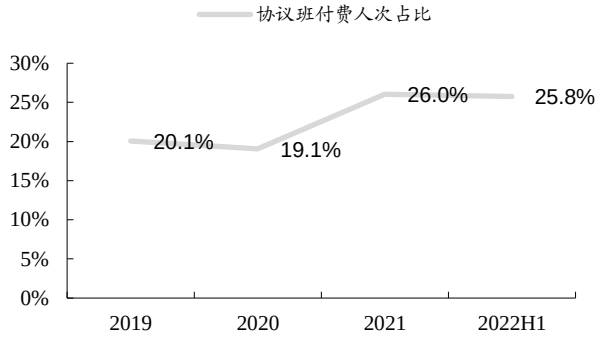
线下协议班收入占比达到 57%，付费人次占比达到 26%。公司 2021 年开始线下协议班付费人次和收入占比均有明显提升，2021 年公司线下协议班付费人次占线下培训人次的比重为 26%，线下协议班收入占线下培训收入的比重为 57%。

图12：线下协议班收入占线下培训收入的比重



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图13：线下协议班付费人次占线下培训人次的比重

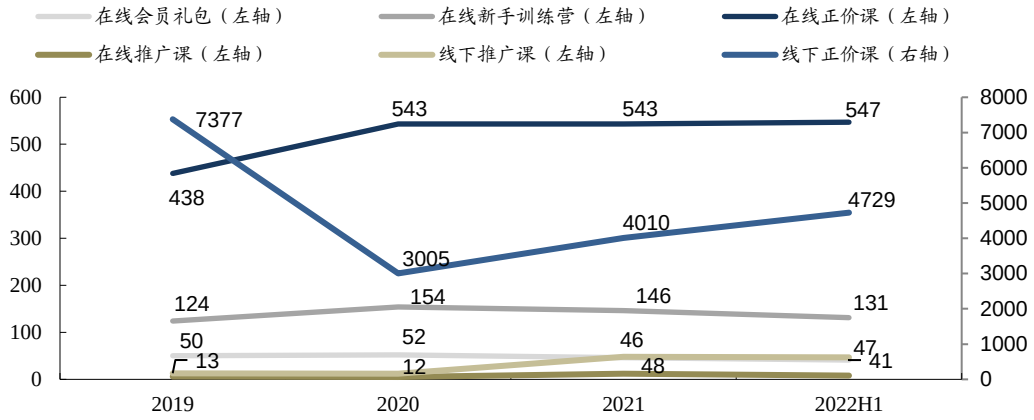


数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

2020 年以来线下正价课平均每付费人次收入整体呈增长态势。在各培训产品中，线下正价课的平均每付费人次收入最高，2021 年为 4010 元/人次；其次为在线正价课，2021 年平均每付费人次收入达 543 元/人次；会员礼包、线上及线下推广课的平均每付费人次收入较低，分别为 46/12/48 元/人次。除在线学习产品即会员礼包和新手训练营，线上和线下培训课程的平均每付费人次收入均稳步增长。

图14：各产品平均每付费人次收入（元/人次）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

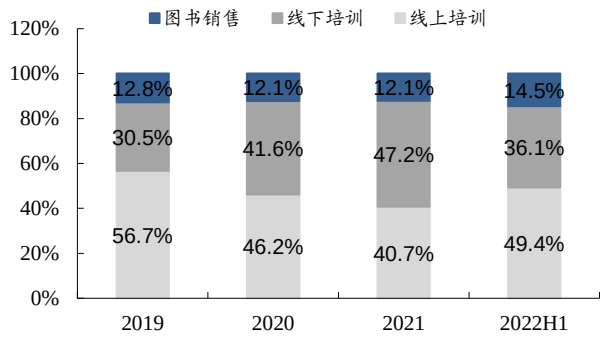


数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

1.3. 渠道：公司线上培训起家，线下业务稳步拓展

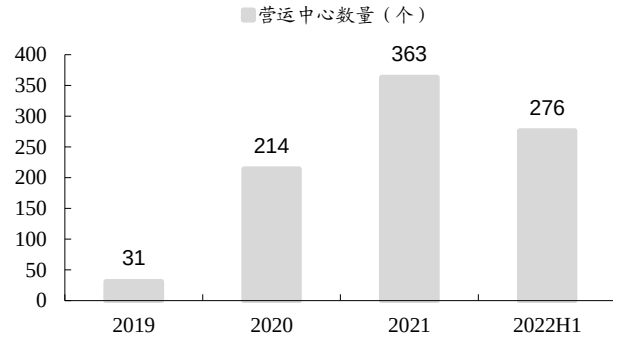
公司为线上业务起家，线下培训占比稳步提升。2021 年公司线上培训业务营收 14.0 亿元，同比增长 41.6%；线下培训业务营收 16.2 亿元，同比增长 82.3%；图书销售业务营收 4.2 亿元，同比增长 5.0%。随着公司自 2020 年起大力推广线下培训服务，线下培训业务营收占比稳步提升，由 2019 年的 30.5%提升至 2021 年的 47.2%，2022 年上半年因疫情封控影响，线下培训营收占比下滑至 36.1%。

图15：公司营收按业务拆分



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图16：公司线下运营中心数量

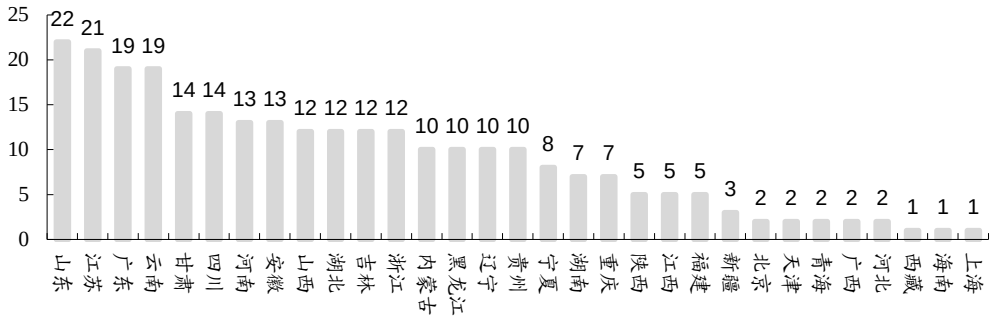


数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

公司线下渠道稳步拓展：2019 年以来，公司加大了线下渠道的拓展力度，其中运营中心数量也从 2019 年的 31 个增长到 2021 年的 363 个，2022 年上半年受疫情影响有调整，从区域来看，公司重点布局的优势地区包括山东，江苏，广东和云南等地。

图17：截至 2022H1 公司渠道分布情况

请务必阅读正文之后的免责声明部分

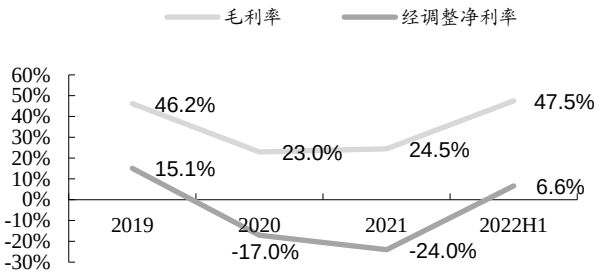


数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

1.4. 财务指标：2022 年以来毛利率和净利率均有明显回升

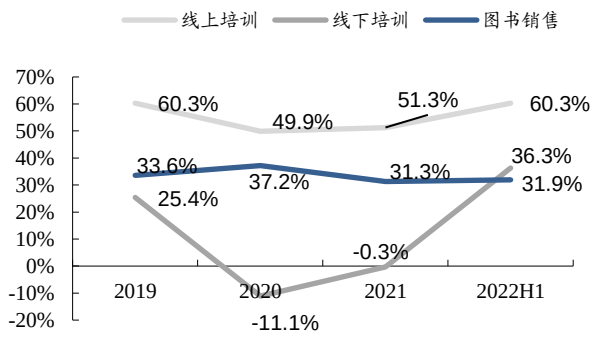
公司盈利水平回升。2020 年以来，受疫情冲击、线下培训业务扩张带来大量成本费用投入，公司盈利水平有所下滑，2021 年公司毛利率为 24.5%，经调整净利率为-24.0%。随着有选择性关闭亏损营运中心及线下培训业务实现正毛利，2022 年 H1 公司毛利率回升为 47.5%，经调整净利率为 6.6%。根据业务拆分，2022 年 H1 线上培训业务毛利率最高为 60.3%，线下培训业务及图书销售毛利率分别为 36.3%/31.9%。

图18：公司毛利率与净利率水平



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图19：公司各业务毛利率水平

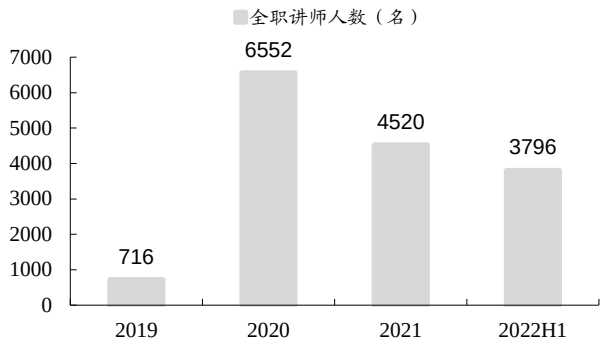


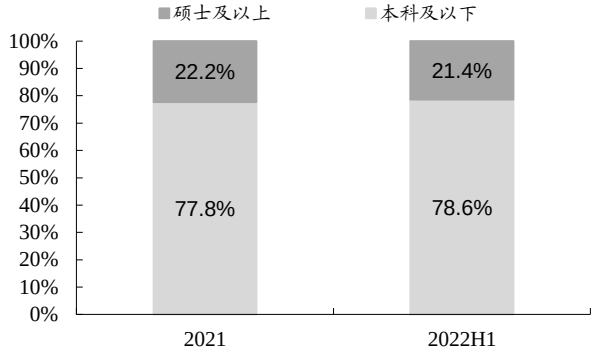
数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图20：公司全职讲师数量（名）

图21：公司全职讲师学历情况

请务必阅读正文之后的免责声明部分



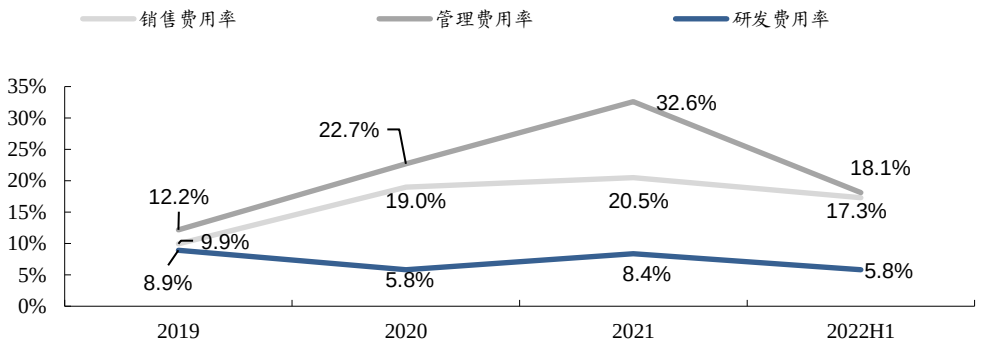


数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

公司销售费率及管理费率稳步提升，研发费率较为稳定。由于规模扩张及线下培训服务推广，公司的销售费率及管理费率由 2019 年的 9.9%/12.2%逐年提升为 2021 年的 20.5%/32.6%。公司注重研发投入，维持较高的研发费率，2021 年研发费率为 8.4%。受益于管理优化和运营效率提升，2022H1 公司销售费率、管理费率及研发费率分别为 17.3%/18.1%/5.8%。

图22：公司期间费用率情况



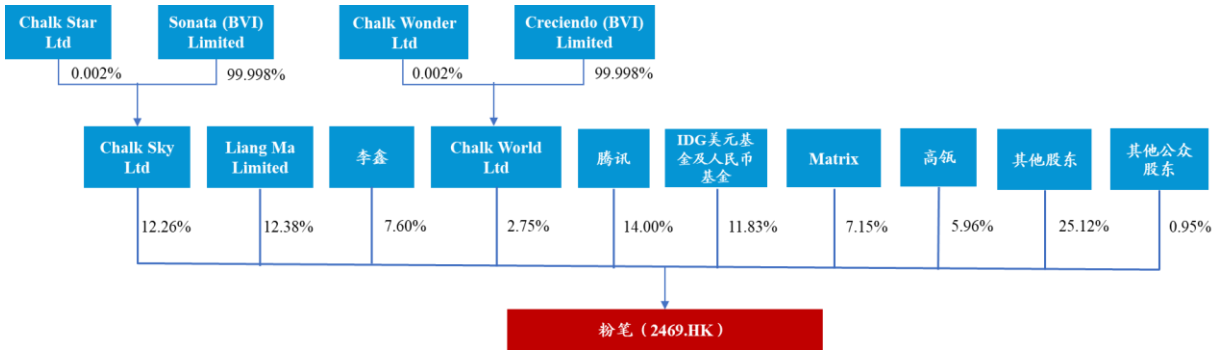
数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

1.5. 股权架构：创始团队为公司控股股东

创始团队控股，管理经验丰富。本次公开发行后，一致行动人张小龙先生、魏亮先生、李勇先生、李鑫先生及各自控制的中间实体（即 Chalk Sky Ltd、 Chalk Star Ltd、Chalk World Ltd、 Chalk Wonder Ltd、 Liang Ma Limited、 Green Creek Holding Limited 及 Taurus Fund L.P.）为公司控股股东，持股比例为 35%。

图23：公司股权架构（IPO 之后）

请务必阅读正文之后的免责声明部分



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

风险提示：内容开发成果不及预期，付费人次增加不及预期，行业竞争愈加激烈

2. 细分行业观点及估值表

【医美化妆品板块】医美部分，渗透率处于持续提升的过程当中，95 后&00 后接受程度更高，随着年轻人群消费能力增强，市场有望进一步扩容。3 大逻辑，渗透率提升+轻医美提升+国产化提升。水光针合规化要求下迎来机会，再生针剂推广效果好，肉毒素等待国产合规产品批复中，胶原蛋白护肤品+注射双管齐下，多产品类目均值得期待。

化妆品部分，随着 2021 年新规推行以来，对于上游的披露要求变得越来越严格，整个行业的准入门槛大幅提升，可以说化妆品行业入场门票已经握在现有的几个大集团当中，新进壁垒越来越高。电商依然是最重要的渠道，天猫层面更注重品牌力塑造，抖音渠道 更倾向于品牌力变现，近年来化妆品集团向抖音倾向显著。此外，2021 年新规推行以来 ，对于研发的要求也越来越高，对于上游研发的重视程度进一步提升。

推荐：爱美客，雍禾医疗，贝泰妮，珀莱雅，华熙生物，科思股份，上海家化。

【电商板块】持续推荐产业互联网板块。2C 电商内卷严重，渗透率已经到了更高的地步，而淘系的男女两位超头主播也不可复制。产业互联网渗透率低，在持续提升的过程当中，增速快，空间大，目前产业互联网还有非常大的改善空间，工业品类电商也空间广阔。

推荐：国联股份，密尔克卫，汇通达网络，厦门象屿。

【钻石黄金珠宝板块】持续推荐培育钻石，渗透率快速提升下的景气行业，中国在培育钻石产业链中占据重要位置有着核心工艺壁垒，属于供需两旺的一个状态。未来 2-3 年预计依然会持续保持高增，相关制造类企业有望显著受益。此外，首饰类品牌公司迪阿股份，有着良好的品牌溢价认知和扩张空间，几乎没有显著竞争对手，在疫情期间预期悲观给予了良好的估值。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

推荐：中兵红箭，力量钻石，迪阿股份，周大生，周大福；建议关注：四方达等。

【免税旅游出行板块】2022 年整体受新冠疫情影响范围大、影响人数多，对出行相关产业链受波及较大。随着“二十条”和“新十条”的出台，全国各地对疫情防控措施进行调整，2023 年国内出行有望逐步恢复，带动产业链相关公司业绩回暖。赴海南岛跟团游+自由行政策均已放开，游客数有望逐月向好。中免的海口国际免税城开业有望带动增量客流。看好国内疫情复苏带来的旅游零售景气度提升。

推荐：中国中免、上海机场、海南机场；建议关注：海南发展、美兰空港、海汽集团、北京首都机场、白云机场。

【教育板块】对于职业教育及高校等板块，政策一直处于支持程度较高的状态。此前因为 K12 教育政策压制带来的悲观预期，也给予了整个板块良好的估值，高校很多公司，有着优秀的经营能力，但已经出现一二级市场倒挂，一级市场 15x，二级市场仅 7-8x，随着时间推移，会看到重要的机会。此外，在职教这个层面，类似于公务员，教师，等编制类考试，近年需求持续增强，龙头公司内部关系理顺后也值得重点关注。

推荐中教控股，中公教育，中国东方教育，关注东方时尚，中国科培，希望教育，新高教集团等。

【线下零售及专业零售板块】超市仍然具备重要的供应链能力和价值，在社区团购补贴退坡以后，有望迎来恢复，在疫情保供期间展现了重要的经营组织管理和供应链能力，关注超市板块的恢复。此外，供应链品牌化的零售企业如名创优品，已经经过很大调整，处于非常值得关注的位置。

推荐：名创优品，明月镜片。

【小家电板块】投影仪和扫地机器人都属于品牌化的前端阶段。投影仪等品类，更重要的是渗透率提升过程中，品牌力的塑造和形成。中国在制造小家电的供应链上本身就具备得天独厚的优势，目前一方面是国内品牌力的持续塑造，另一方面在出海方面也有着重要拓展，关注投影仪及扫地机上下游的情况。

推荐：极米科技；建议关注：光峰科技，石头科技。

表1：行业公司估值表（更新至 1 月 7 日）

代码	简称	总市值(亿元)	收盘价（元）	归母净利润（亿元）			P/E			投资评级
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
化妆品&医美										
603605.SH	珀莱雅	479	169.00	5.76	7.49	9.23	83	64	52	买入
300957.SZ	贝泰妮	613	144.78	8.63	11.87	16.33	71	52	38	买入
603983.SH	丸美股份	135	33.65	2.48	2.95	3.43	54	46	39	未评级
600315.SH	上海家化	211	31.15	6.49	5.71	8.73	33	37	24	买入
600223.SH	鲁商发展	116	11.40	3.62	4.27	5.68	32	27	20	买入

请务必阅读正文之后的免责声明部分

688363.SH	华熙生物	633	131.48	7.82	9.81	12.32	81	64	51	买入
300896.SZ	爱美客	1231	569.19	9.58	14.33	21.15	129	86	58	买入
300792.SZ	壹网壹创	68	28.45	3.27	3.79	4.76	21	18	14	未评级
605136.SH	丽人丽妆	56	13.97	4.11	1.97	3.21	14	28	17	未评级
300856.SZ	科思股份	91	53.99	1.33	3.79	4.77	69	24	19	买入
000615.SZ	奥园美谷	64	8.36	-2.53	3.09	4.05	-	21	16	未评级
2279.HK	雍禾医疗	51	11.10	1.20	0.90	2.21	43	57	23	买入
0460.HK	四环医药	83	1.01	4.17	0.71	0.33	20	117	251	未评级
300740.SZ	水羊股份	54	13.99	2.36	2.73	4.10	23	20	13	未评级
300132.SZ	青松股份	39	7.46	-9.12	1.98	2.43	-	19	16	未评级
2367.HK	巨子生物	291	33.20	8.28	10.02	13.09	35	29	22	买入
培育钻石&珠宝										
000519.SZ	中兵红箭	278	19.94	4.85	10.40	17.69	57	27	16	买入
301071.SZ	力量钻石	179	123.80	2.40	4.94	8.65	75	36	21	买入
301177.SZ	迪阿股份	247	61.63	13.02	11.22	16.07	19	22	15	买入
002867.SZ	周大生	164	15.00	12.25	12.30	14.12	13	13	12	买入
1929.HK	周大福	1529	17.38	67.12	66.00	86.00	23	23	18	买入
002345.SZ	潮宏基	48	5.41	3.51	3.39	4.12	14	14	12	未评级
600612.SH	老凤祥	235	44.98	18.76	18.20	20.83	13	13	11	未评级
600916.SH	中国黄金	217	12.89	7.94	9.13	11.10	27	24	20	买入
免税旅游出行										
601888.SH	中国中免	4648	224.67	96.54	72.47	141.31	48	64	33	买入
600009.SH	上海机场	1418	57.00	-17.11	-26.43	18.84	-	-	75	增持
0357.HK	美兰空港	95	22.85	3.28	0.67	5.64	29	142	17	未评级
002163.SZ	海南发展	98	11.65	3.28	0.13	1.14	30	736	86	未评级
600258.SH	首旅酒店	269	24.07	3.28	-2.97	8.31	82	-	32	增持
600754.SH	锦江酒店	605	56.53	3.28	2.02	18.55	184	299	33	未评级
1179.HK	华住集团-S	967	34.15	3.28	-12.70	22.37	295	-	43	未评级
600859.SH	王府井	317	27.90	3.28	7.22	11.36	97	44	28	未评级
产业互联网										
603613.SH	国联股份	484	97.00	5.78	11.11	19.07	84	44	25	买入
603713.SH	密尔克卫	195	118.33	4.32	6.27	8.46	45	31	23	买入
600057.SH	厦门象屿	233	10.33	21.60	27.03	35.13	11	9	7	买入
9878.HK	汇通达网络	195	39.40	3.28	4.79	6.94	59	41	28	买入
600415.SH	小商品城	280	5.11	13.34	12.55	20.10	21	22	14	买入
600755.SH	厦门国贸	159	7.22	34.12	34.40	32.94	5	5	5	未评级
600153.SH	建发股份	449	14.93	60.98	65.34	75.68	7	7	6	未评级
000906.SZ	浙商中拓	62	9.07	8.19	11.12	14.93	8	6	4	未评级
小家电										
300866.SZ	安克创新	249	61.15	9.82	11.11	12.47	25	22	20	买入
688696.SH	极米科技	135	193.01	4.83	4.90	6.58	28	28	21	买入

请务必阅读正文之后的免责声明部分

603486.SH	科沃斯	433	75.53	20.10	23.53	32.94	22	18	13	未评级
688169.SH	石头科技	254	270.96	14.02	12.59	15.37	18	20	17	未评级
					超市&其他专业连锁					
MNSO.N	**名创优品**	**271**	**12.51**	**7.21**	**12.77**	**14.41**	**38**	**21**	**19**	**增持**
601933.SH	**永辉超市**	**315**	**3.47**	**-39.44**	**1.31**	**11.47**	**-**	**240**	**27**	**增持**
603708.SH	家家悦	72	11.76	-2.93	2.65	3.66	-	27	20	未评级
002697.SZ	红旗连锁	72	5.28	4.81	5.00	5.46	15	14	13	未评级
3998.HK	**波司登**	**390**	**4.07**	**20.62**	**23.95**	**29.40**	**19**	**16**	**13**	**买入**
301101.SZ	**明月镜片**	**84**	**62.50**	**0.82**	**1.18**	**1.59**	**102**	**71**	**53**	**买入**
603214.SH	爱婴室	26	18.55	0.73	1.58	1.86	35	16	14	未评级

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注 1：表中加粗部分 EPS 预测为东吴证券研究所预测；未加粗部分 EPS 预测采用 Wind 一致预期；

注 2：除收盘价为原始货币外，其余货币单位均为人民币。PE 按港币：人民币=0.88:1，美元：人民币=6.84:1 换算（对应 2023.1.7 汇率）；

注 3：名创优品、汇通达网络的归母净利润项均采用经调整归母净利润；名创优品财年为 0630，表中 2021A 对应 FY2022A。

注 4：未评级标的盈利预测采用 wind 一致预期

3. 本周发布报告

《鲁商发展：发布资产出售草案，地产剥离推进顺利，持续聚焦大健康板块》

公司发布重大资产出售暨关联交易报告书草案，拟以 59.07 亿现金将标的资产转让予商业集团下属全资子公司山东城发集团。交易完成后，公司将转型为以生物医药板块为主业，聚焦化妆品、医药、原料及添加剂的研发、生产与销售。剥离地产开发业务后，资产结构有望得到优化，盈利水平有望改善，运营能力有望提升。我们维持公司 2022-24 年归母净利润预测 4.3/5.7/7.2 亿元（暂不剔除地产业务），分别同增 18.0%/33.0%/27.6%，当前市值对应 2022-24 年 PE29/22/17X，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧，疫情反复，资产重组推进存在不确定性。

《周跟踪：短途出行见底回升显著，长途数据底部已现》

随着“二十条”、“新十条”、“乙类乙管”政策逐步落实，全国与疫情挂钩的出行限制基本取消。市内出行方面，元旦当周，一二线城市地铁客流普遍呈现触底反弹的情况，国内出行放开后出现由于疫情传播导致的“二次冲击”影响正在逐渐减弱。长途出行方面，11 月公路/铁路/民航恢复程度较 10 月走低，预估铁路、公路、民航 12 月恢复程度仍在相对低位，2023 年 1 月后长途出行意愿有望出现持续修复。

风险提示：消费恢复不及预期，宏观经济波动，疫情反复等。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

《周跟踪：元旦期间赴岛游客继续回升，线上折扣稳中略升》

自 2020 年 7 月离岛免税新政实施后，经过一年的红利释放期，免税购物金额与海南旅客数量走势逐渐同步，呈现同涨同跌、涨跌幅基本一致的情况，离岛免税销售与赴岛游客人数有较大相关性。自海南省 11 月 15 日优化赴岛游客管理措施后，赴岛游客流有明显回升，12 月中旬受疫情扩散影响略有回落，元旦假期客流继续提升至往年旺季水平。近期由于双十一、黑五等国内外主题营销活动，整体折扣波动范围加大，元旦期间环比价格较节前稳中略升。相关标的推荐中国中免、海南机场、上海机场，关注海南发展、海汽集团、美兰空港、北京首都机场、白云机场。

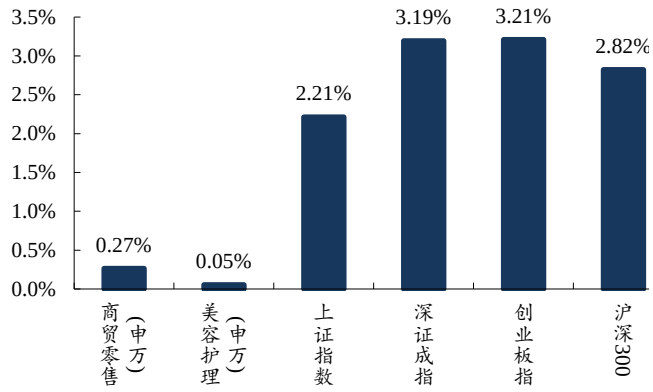
风险提示：疫情反复造成出行意愿下降；终端消费景气度下降；市场竞争加剧等。

4. 本周行情回顾

本周(1 月 2 日至 1 月 6 日),申万商贸零售指数涨跌幅 0.27%,申万美容护理 0.05%,上证综指 2.21%，深证成指 3.19%，创业板指 3.21%，沪深 300 指数 2.82%。

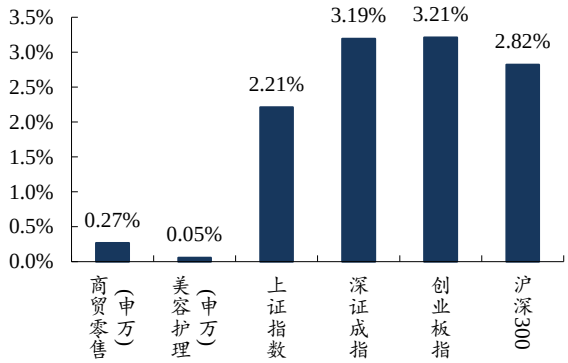
年初至今（1 月 2 日至 1 月 6 日，下同），申万商贸零售指数涨跌幅 0.27%，申万美容护理 0.05%,上证综指 2.21%,深证成指 3.19%,创业板指 3.21%,沪深 300 指数 2.82%。

图24：本周各指数涨跌幅



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图25：年初至今各指数涨跌幅



数据来源：Wind，东吴证券研究所

5. 本周行业重点公告

壹网壹创：关于转让控股子公司部分股权暨关联交易的公告

2023 年 1 月 6 日，杭州壹网壹创科技股份有限公司与宁波好贝企业管理咨询合伙企

请务必阅读正文之后的免责声明部分

业签订了《股权转让协议二》，公司拟将控股子公司浙江上佰电子商务有限公司 12.75%的股权转让给宁波好贝，交易金额以目标公司 2022 年 12 月 31 日（基准日）的暂定评估值 70,000 万元作为依据，初步确定为 8,925 万元（最终交易金额以经评估后的公允价值为基础确定）。

奥园美谷：关于控股股东持股比例因公司注销回购股份被动增加至 30%以上的提示性公告

奥园美谷科技股份有限公司于 2022 年 12 月 30 日注销回购股份合计 18,200,600 股，回购股份注销完成后，公司总股本由 781,180,319 股变更为 762,979,719 股，导致控股股东深圳奥园科星投资有限公司持有公司的股份比例由 29.34%被动增至 30.04%。

家家悦：家家悦集团股份有限公司关于可转债转股结果的公告

截至 2022 年 12 月 31 日，累计共有人民币 88,000 元“家悦转债”转为公司普通股，因转股形成的股数为 2320 股，占可转债转股前公司发行股份总额的 0.00038%。尚未转股的“家悦转债”金额为 644,912,000 元，占“家悦转债”发行总量的比例为 99.9864%。

明月镜片：关于更换持续督导保荐代表人的公告

明月镜片股份有限公司于 2023 年 1 月 3 日收到保荐机构东方证券承销保荐有限公司《关于更换明月镜片股份有限公司首次公开发行股票持续督导保荐代表人的情况说明》，东方投行作为公司首次公开发行股票并在创业板上市的保荐机构，原持续督导保荐代表人孙帅鲲先生因工作变动，不再继续从事对公司的持续督导工作，东方投行现委派保荐代表人温畅先生接替孙帅鲲先生担任公司持续督导期间的保荐代表人，负责持续督导保荐工作，本次保荐代表人变更后，公司持续督导保荐代表人为郑睿先生和温畅先生，持续督导期至 2024 年 12 月 31 日止。

海南发展：关于开展应收账款保理业务的公告

为加速流动资金周转，满足公司日常经营资金需求，公司及子公司拟与金融机构、类金融机构开展保理业务，拟申请授权保理业务总额度不超过人民币 4.20 亿元。根据《深圳证券交易所股票上市规则》等相关法律法规和《公司章程》的规定，本项业务不构成关联交易，不需经公司股东大会审议通过，亦不构成《上市公司重大资产重组管理办法》规定的重大资产重组。

密尔克卫：密尔克卫化工供应链服务股份有限公司对外担保进展公告

密尔克卫化工供应链服务股份有限公司此次分别向密尔克卫化工物流、密尔克卫化工储存提供担保金额人民币 21,600 万元、12,000 万元。截至目前，公司及其子公司对外担保余额为人民币 284,344.50 万元，占公司最近一期经审计的归属于上市公司股东净资产的比例为 90.19%。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

极米科技：关于以集中竞价交易方式回购股份进展公告

截至 2022 年 12 月 31 日，极米科技股份有限公司已累计回购股份 127,883 股，占公司总股本的比例为 0.18%，购买的最高价为 234.00 元/股、最低价为 165.00 元/股，已支付的总金额为 23,322,588.01 元（不含印花税、交易佣金等交易费用）。

6. 本周行业重点新闻

携程商旅与付迅合作 搭建国内酒店 GDS 公付平台

电商报 2023 年 1 月 6 日讯，携程商旅 Biz Hotel Pay 集中支付解决方案近日正式上线。作为方案的重要组成部分之一，携程商旅现已和上海付迅信息科技有限公司&上海付迅旅行社有限公司正式建立合作关系，共同搭建国内酒店 GDS 公付平台。该平台拥有每天 3 亿多条价格库存数据与数 10 万商家交易数据的处理能力。今后，携程商旅为企业客户提供的酒店公付月结服务将更进一步覆盖至国内 GDS 酒店。

2022 年抖音平台知识创作者数量突破 50 万，同比增长 70%

电商报 2023 年 1 月 6 日讯， 2022 年抖音平台知识创作者数量突破 50 万，同比增长 70%; 万粉以上的知识创作者整体规模增幅超 90%。截至目前，已经有 127 所双一流高校、近 400 位认证的高校教授入驻抖音平台。抖音图书销售订单量已突破 2.5 亿单，直播、短视频分别带动图书 GMV 同比增长 44%、41%。抖音方面表示，抖音图书行业的蓬勃发展，得益于高价值人群的渗透、商业化流量的引导与商家自营业务的成熟。其中商业化流量引导成交是图书生意增长主因：广告成交中 AD 占比达 46%，直播、短视频中广告流量引导 GMV 同比增长 118%、292%。

国美零售再获黄光裕 1.5 亿港元免息无抵押贷款

联商网 2023 年 1 月 6 日讯，国美零售于 1 月 6 日发布自愿性公告，国美零售获控股股东黄光裕全资拥有的公司国美管理有限公司提供 1.5 亿港元免息及无抵押贷款。贷款为免息及无抵押，初始期限不超过六个月，可由订约双方于届满前以书面形式延长。贷款所得款项将由国美零售用作一般营运资金。黄光裕旗下公司分别于 2022 年 12 月 8 日、12 月 14 日先后向国美零售提供了 1.5 亿港币、2 亿港币的免息贷款。截至目前，总计 7.8 亿港元。

7. 风险提示

政策风险，疫情反复、招生不及预期。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn