



## 商贸零售

优于大市（维持）

### 证券分析师

赵雅楠

资格编号：S0120523070002

邮箱：zhaoyan@tebon.com.cn

易丁依

资格编号：S0120523070004

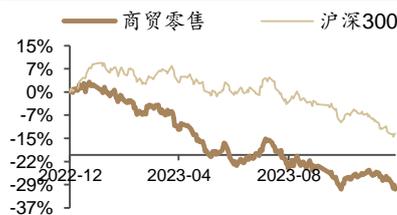
邮箱：yidy@tebon.com.cn

### 研究助理

张望

邮箱：zhangwang@tebon.com.cn

### 市场表现



### 相关研究

- 《商社行业 2024 年度策略：静待复苏，行稳致远》，2023.12.18
- 《立体渠道与多维营销赋能的数科先行者-商社周报 1210：教培剩者为王，关注供需错配下的投资机遇》，2023.12.11
- 《华致酒行（300755.SZ）：实控人提议回购股份，彰显公司长期信心》，2023.12.7
- 《立体渠道与多维营销赋能的数科先行者-商社周报 1203：黑五销售创新高，关注教育反转投资机会》，2023.12.3
- 《奢侈品行业：穿越周期，稀缺性管理打造品牌资产》，2023.12.2

# 商社周报 1224：鼎龙科技：染发剂龙头企业拟 IPO 上市，赛道高成长+提价能力强

## 投资要点：

- 本周专题：新股分析-鼎龙科技：前身成立于 1989 年，2000 年前后合作欧莱雅及威娜公司，2006 年建立集团研发中心，23 年已过会、拟 IPO 上市。公司 IPO 市值为 39.57 亿元，对应 PE 为 26.37X（22 年扣非后）。鼎龙科技染发剂头部企业，赛道高成长+提价能力强，盈利能力稳步走高，将公司与防晒剂龙头的科思股份做多维度比较：

- （1）细分赛道：染发剂市场展现更高成长性：1）染发剂：中国 17-21 年 CAGR 达到 44.8%至 220 亿元，全球预计 25 年达到 302.9 亿美元，20-25 年 CAGR 为 8.4%；2）防晒剂：欧睿咨询数据显示，25 年全球防晒化妆品规模达 155 亿美金，21-25 年 CAGR 达 6.88%，发展功效化+重视细分场景。

- （2）市场竞争：染发剂市场格局弱于防晒剂：1）染发剂：品牌端呈现由知名品牌领导、小品牌并存的格局，欧莱雅、施华蔻（汉高旗下品牌）、威娜（科蒂/威娜旗下品牌）、莉婕（花王旗下品牌）等品牌主导和引领染发剂市场，而原料端市场呈现“小而散”的局面，行业集中度较低；2）防晒剂：仍处于专利期产品高毛利且竞争不激烈，巴斯夫、德之馨等大型跨国公司以规模、技术、市场优势领先，科思股份在传统防晒剂领域竞争力更强，招股书披露，17-19 年科思市占率分别为 20.65%/25.67%/27.88%，防晒剂进入门槛更高。

- （3）盈利能力：产品结构调整下逐步走高：1）毛利率：鼎龙科技及科思股份均受到上游原材料成本上涨冲击，21 年前后毛利率略有承压，两家公司的产品结构均有所调整，高毛利率的产品占比提升带动综合毛利率走高，鼎龙科技 23Q1-Q3 为 41.0%，23Q3 进一步提升至 48.5%、接近科思股份、在精细化工行业中保持领先地位。3）归母净利率：鼎龙科技 23Q1-Q3 归母净利率提升至 23.1%，为 19 年以来峰值水平，低于科思股份的 30.2%。

- （4）提价能力：结构调整带来综合单价变动，但提价能力弱于防晒剂：1）鼎龙科技：20-23H1 染发剂原料单价分别为 29.29/26.29/31.42/31.83 万元/吨，主要来自于细分产品销售单价调整及产品结构变化导致，公司高毛利率的 DHBO 和 MDAB 产品销量占比提升，带动单价走高；2）科思股份：传统防晒剂单价低于 10 万/吨、单价低于防晒剂，物理防晒剂更好效果、逐步取代传统防晒剂，从产品结构的变化带来提价能力更优，毛利率环比逐步走高。

- （5）客户结构：鼎龙科技客户集中度更高：1）鼎龙科技：与欧莱雅、汉高、威娜等公司合作约 20 年，CR3 销售额占染发剂业务营收比重为 54%-60%，整体较为稳定，大客户依赖度更高；2）科思股份：合作帝斯曼、拜尔斯道夫、宝洁、欧莱雅、强生等大集团，22 年前五大客户销售额占比为 62%，客户更为多元化。

- 本周回顾：消费弱复苏节奏下，股价承压表现延续。

- 本周（12.18-12.22）：商贸零售/社会服务/美容护理跌幅分别为-4.66%/-5.39%/-2.19%，东方甄选+10%/金沙教育+5%涨幅居前。重点公司公告方面：1）红旗连锁：实控人变更为四川国资委，曹世如继续担任董事长；2）科锐国

际：发布 23 年激励计划，按照 100% 目标达成，24-26 年营收或归母净利润 YOY 分别为 30%/25%/25%；3) 东方甄选：原 CEO 孙东旭辞任，俞敏洪担任 CEO。行业新闻方面：1) 亚马逊：2024 年欧洲站物流费用和销售佣金调整和促销；2) 2024 年 1 月 1 日起我国调整部分商品进出口关税。

- **投资建议：消费板块弱复苏节奏下，商社板块已逐步回调至配置底部，由零售要素人、货、场出发，我们优选四条复苏主线中的优质个股机遇：**
  - **教育供需错配，剩者为王。**供需错配，剩者为王。K12 双减此前强监管下边际面放松，首推教培赛道龙头公司，关注职教培训龙头，公司困境反转机会。建议关注【学大教育/新东方/好未来/卓越教育集团/思考乐教育】，建议关注职教龙头【华图山鼎/中公教育/粉笔/行动教育】
  - **电商深度出海：**海外电商渗透率提升，外需市场仍在高增速区间。海外去库存近尾声叠加成本费用优化，行业盈利拐点已现，建议关注优质供应链及跨境电商平台【安克创新/致欧科技/赛维时代】，品牌升级与精细化管理走向深度出海【名创优品/泡泡玛特】。
  - **美护旺季&反弹机遇：**美护板块整体已回调至估值低位，配置性价比逐步凸显。1) 化妆品双十一期间行业分化明显，国货品牌强势崛起，持续推荐加码品牌力塑造的美妆集团【珀莱雅/巨子生物/福瑞达】；2) 节后本地客流回暖看好医美在 Q4 同期低基数下旺季反弹，核心推荐【爱美客/锦波生物】。
  - **社服板块待复苏：**等待宏观经济周期复苏，酒店板块估值修复有望延续，产品中高端结构升级利好格局优化，龙头品牌加盟签约信心充足，拓店进度不止，建议关注【锦江酒店/首旅酒店/君亭酒店】；餐饮板块在出行客流拉动下翻台率明显改善，建议关注单店爬坡与盈利修复的龙头标的【达势股份/海底捞/百胜中国】。
- **风险提示：**终端需求疲软、政策变化风险、研发取证风险、线下客流缩减

#### 行业相关股票

| 股票代码      | 股票名称 | EPS   |       |       | PE    |       |       | 投资评级 |    |
|-----------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|----|
|           |      | 2022  | 2023E | 2024E | 2022  | 2023E | 2024E | 上期   | 本期 |
| 603605.SH | 珀莱雅  | 2.9   | 2.78  | 3.67  | 33.1  | 34.5  | 26.1  | 买入   | 买入 |
| 2367.HK   | 巨子生物 | 0.7   | 1.33  | 1.67  | 43.6  | 22.9  | 18.3  | 买入   | 买入 |
| 600223.SH | 福瑞达  | 0.04  | 0.35  | 0.4   | 236.3 | 27.0  | 23.6  | 买入   | 买入 |
| 300896.SZ | 爱美客  | 5.84  | 8.87  | 12.04 | 47.3  | 31.1  | 22.9  | 买入   | 买入 |
| 832982.BJ | 锦波生物 | 1.75  | 4.23  | 6.42  | 146.3 | 60.5  | 39.9  | 买入   | 买入 |
| 9922.HK   | 九毛九  | 0.03  | 0.39  | 0.65  | 184.0 | 14.2  | 8.5   | 买入   | 买入 |
| 600754.SH | 锦江酒店 | 0.11  | 1.3   | 1.76  | 263.6 | 22.3  | 16.5  | 买入   | 买入 |
| 600258.SH | 首旅酒店 | -0.52 | 0.71  | 0.93  | -     | 22.2  | 16.9  | 买入   | 买入 |

资料来源：Wind、各公司公告、德邦研究所

## 内容目录

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 1. 投资观点.....                          | 4  |
| 2. 一周专题-鼎龙科技：染色剂头部企业，盈利能力走高.....      | 6  |
| 2.1. 鼎龙科技：染色剂龙头企业.....                | 6  |
| 2.2. 经营业绩：营收规模保持稳定，产品结构调整释放利润.....    | 7  |
| 2.3. 染发剂市场：中国4年CAGR超40%，未来持续高速增长..... | 8  |
| 2.4. 产品能力：矩阵丰富，结构调整带动综合单价提升.....      | 9  |
| 2.5. 客户结构：深度合作欧莱雅、施华蔻，CR5超50%.....    | 10 |
| 3. 一周市场表现回顾.....                      | 11 |
| 3.1. 板块涨跌幅.....                       | 11 |
| 3.2. 个股涨跌幅.....                       | 12 |
| 4. 公司公告与新闻回顾.....                     | 15 |
| 4.1. 公司公告.....                        | 15 |
| 4.2. 行业新闻动态.....                      | 16 |
| 5. 风险提示.....                          | 17 |

## 1. 投资观点

消费板块弱复苏节奏下，商社板块已逐步回调至配置底部，结构性行情下，服务类优于商品类、必选类优于可选类，由零售要素人、货、场出发，我们优选四条复苏主线中的优质个股机遇：

**教育供需错配，剩者为王。**供需错配，剩者为王。K12 双减此前强监管下边际面放松，首推教培赛道龙头公司，关注职教培训龙头，公司困境反转机会。建议关注标的【学大教育/新东方/好未来/卓越教育集团/思考乐教育】，建议关注职教龙头【华图山鼎/中公教育/粉笔/行动教育】

**电商深度出海：**海外电商渗透率提升，外需市场仍在高增速区间。海外去库存尾叠加成本费用优化，行业盈利拐点已现，建议关注优质供应链及跨境电商平台【安克创新/致欧科技/赛维时代】，品牌升级与精细化管理走向深度出海【名创优品/泡泡玛特】。

**美护旺季&反弹机遇：**美护板块整体已回调至估值低位，配置性价比逐步凸显。1) 化妆品双十一期间行业分化明显，国货品牌强势崛起，持续推荐加码品牌力塑造的美妆集团【珀莱雅/巨子生物/福瑞达】；2) 节后本地客流回暖看好医美在 Q4 同期低基数下旺季反弹，核心推荐【爱美客/锦波生物】。

**社服板块待复苏：**等待宏观经济周期复苏，酒店板块估值修复有望延续，产品中高端结构升级利好格局优化，龙头品牌加盟签约信心充足，拓店进度不止，建议关注【锦江酒店/首旅酒店/君亭酒店】；餐饮板块在出行客流拉动下翻台率明显改善，建议关注单店爬坡与盈利修复的龙头标的【达势股份/海底捞/百胜中国】。

表 1：投资标的估值表（收盘价 2023/12/22）

| 板块   | 代码        | 简称    | 收入    |       |       | 归母净利润 |       |       | PE-24 年 |
|------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|
|      |           |       | 2023E | 2024E | 2025E | 2023E | 2024E | 2025E |         |
| 医美   | 300896.SZ | 爱美客   | 29.5  | 41.5  | 56.1  | 19.2  | 26.1  | 34.4  | 22.9    |
|      | 688366.SH | 昊海生科  | 27.0  | 32.8  | 39.0  | 4.5   | 5.6   | 6.9   | 26.5    |
|      | 832982.BJ | 锦波生物  | 7.5   | 11.4  | 15.6  | 2.9   | 4.4   | 6.0   | 39.9    |
|      | 002612.SZ | 朗姿股份  | 48.8  | 58.9  | 66.3  | 2.5   | 3.4   | 4.4   | 24.2    |
| 化妆品  | 603605.SH | 珀莱雅   | 83.2  | 107.5 | 135.4 | 11.0  | 14.6  | 18.6  | 26.1    |
|      | 2367.HK   | 巨子生物  | 34.1  | 44.8  | 57.5  | 13.2  | 16.6  | 20.9  | 16.5    |
|      | 600223.SH | 福瑞达   | 45.0  | 45.8  | 55.2  | 3.6   | 4.1   | 5.6   | 23.5    |
|      | 300957.SZ | 贝泰妮   | 64.2  | 81.3  | 101.5 | 12.6  | 16.5  | 21.7  | 16.8    |
|      | 688363.SH | 华熙生物  | 64.0  | 73.9  | 88.1  | 8.1   | 9.6   | 11.5  | 32.0    |
|      | 603983.SH | 丸美股份* | 22.8  | 27.9  | 33.2  | 2.8   | 3.6   | 4.4   | 27.1    |
|      | 300740.SZ | 水羊股份* | 53.0  | 59.9  | 68.5  | 3.0   | 4.0   | 4.8   | 15.6    |
|      | 603193.SH | 润本股份  | 11.2  | 13.9  | 16.3  | 2.2   | 2.9   | 3.4   | 26.2    |
|      | 301371.SZ | 敷尔佳   | 19.4  | 21.5  | 23.6  | 7.9   | 8.6   | 9.4   | 17.6    |
|      | 600612.SH | 老凤祥*  | 741.1 | 847.2 | 958.4 | 23.4  | 27.0  | 30.9  | 10.0    |
| 黄金珠宝 | 002867.SZ | 周大生*  | 154.6 | 186.9 | 215.8 | 14.0  | 16.5  | 19.2  | 10.2    |
|      | 002345.SZ | 潮宏基*  | 57.2  | 68.8  | 80.7  | 4.0   | 4.9   | 5.9   | 11.8    |
|      | 600415.SH | 小商品城* | 112.3 | 135.8 | 158.8 | 25.5  | 28.0  | 31.9  | 13.7    |
| 跨境电商 | 301381.SZ | 赛维时代* | 63.5  | 81.6  | 103.6 | 3.7   | 5.0   | 6.6   | 24.0    |
|      | 300592.SZ | 华凯易佰* | 64.6  | 84.4  | 103.7 | 3.9   | 5.5   | 6.8   | 12.6    |
|      | 002315.SZ | 焦点科技* | 17.3  | 21.2  | 26.5  | 3.8   | 4.8   | 6.0   | 21.5    |
|      | 301376.SZ | 致欧科技* | 62.1  | 75.1  | 90.0  | 4.0   | 4.9   | 6.0   | 20.4    |
|      | 300866.SZ | 安克创新* | 173.4 | 204.4 | 237.7 | 16.3  | 19.1  | 22.1  | 18.1    |
|      | 6862.HK   | 海底捞*  | 410.5 | 477.9 | 531.1 | 46.0  | 53.0  | 61.3  | 12.0    |
| 社会服务 | 9922.HK   | 九毛九   | 68.0  | 92.2  | 120.0 | 5.7   | 9.5   | 12.2  | 8.3     |

|      |            |         |       |       |        |      |      |       |       |
|------|------------|---------|-------|-------|--------|------|------|-------|-------|
|      | 9987. HK   | 百胜中国*   | 109.8 | 122.1 | 135.3  | 8.3  | 9.5  | 10.6  | 115.9 |
|      | 1405. HK   | 达势股份*   | 29.1  | 38.4  | 50.6   | -0.7 | -0.2 | 1.1   | -     |
|      | 600754. SH | 锦江酒店    | 143.8 | 167.5 | 187.8  | 14.0 | 18.9 | 24.4  | 13.6  |
|      | 600258. SH | 首旅酒店    | 79.7  | 88.2  | 96.0   | 8.0  | 10.4 | 12.9  | 16.9  |
|      | 301073. SZ | 君亭酒店*   | 5.7   | 8.2   | 11.0   | 0.5  | 1.5  | 2.2   | 28.9  |
|      | 300144. SZ | 宋城演艺    | 20.4  | 27.6  | 31.8   | 9.1  | 12.7 | 15.3  | 20.1  |
|      | 603136. SH | 天目湖     | 6.5   | 7.4   | 8.3    | 1.5  | 2.0  | 2.5   | 16.7  |
|      | 601888. SH | 中国中免    | 686.3 | 880.9 | 1080.1 | 68.5 | 91.9 | 113.7 | 17.6  |
|      | 300662. SZ | 科锐国际    | 104.8 | 133.2 | 163.9  | 2.0  | 2.8  | 3.5   | 19.6  |
|      | 600662. SH | 外服控股*   | 194.6 | 245.2 | 299.9  | 6.1  | 7.2  | 8.3   | 16.5  |
|      | 600861. SH | 北京人力    | 402.7 | 491.1 | 576.4  | 8.3  | 9.2  | 10.7  | 11.7  |
|      | 605098. SH | 行动教育*   | 7.0   | 8.9   | 10.9   | 2.2  | 2.8  | 3.5   | 16.1  |
|      | 000526. SZ | 学大教育*   | 22.4  | 26.3  | 30.5   | 1.4  | 1.9  | 2.4   | 31.6  |
|      | 002607. SZ | 中公教育*   | 38.1  | 53.2  | 67.4   | 5.1  | 8.7  | 14.7  | 28.1  |
| 教育人服 | 2469. HK   | 粉笔*     | 32.3  | 39.2  | 47.6   | 2.6  | 5.0  | 6.7   | 19.6  |
|      | 1773. HK   | 天立国际控股* | 21.0  | 29.0  | 45.0   | 3.2  | 5.6  | 8.6   | 9.9   |
|      | 0839. HK   | 中教控股*   | 56.2  | 64.8  | 74.0   | 13.8 | 21.6 | 24.3  | 5.0   |
|      | 0667. HK   | 中国东方教育* | 42.6  | 48.7  | 55.1   | 4.4  | 6.5  | 8.9   | 7.9   |
|      | 1765. HK   | 希望教育*   | 35.8  | 39.3  | 42.7   | 2.1  | 8.9  | 10.0  | 3.4   |
|      | 003032. SZ | 传智教育*   | 6.5   | 8.1   | 10.1   | 1.4  | 2.1  | 2.5   | 26.4  |
|      | 002659. SZ | 凯文教育*   | 3.0   | 3.7   | 4.3    | -0.3 | 0.1  | 0.2   | 380.6 |
|      | 300192. SZ | 科德教育*   | 8.4   | 9.7   | 11.2   | 1.3  | 1.7  | 2.1   | 19.4  |

资料来源: Wind, 德邦研究所;

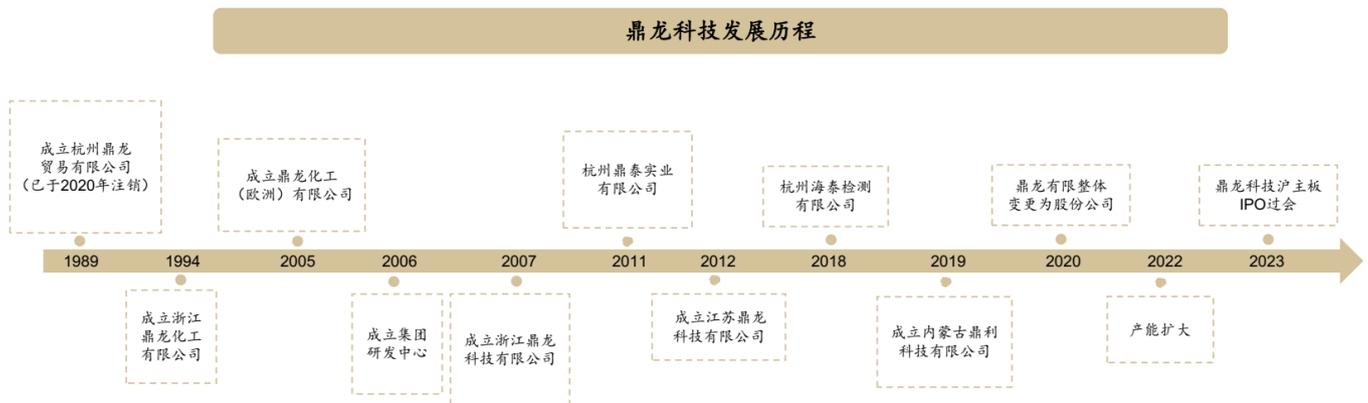
注: 标记“\*”来自于wind一致预测, 其余来自德邦研究所预测, 采用0.914港币兑人民币汇率

## 2. 一周专题-鼎龙科技：染色剂头部企业，盈利能力走高

### 2.1. 鼎龙科技：染色剂龙头企业

鼎龙科技为染色剂龙头企业。2007年5月鼎龙有限成立，注册资本为1500万美元。自成立以来，公司一直秉承科技创新、绿色环保的发展理念，始终致力于研发高技术、高附加值、自主创新的精细化工产品，积极拓展产品应用领域与行业前沿技术。2020年鼎龙有限整体变更为股份公司。

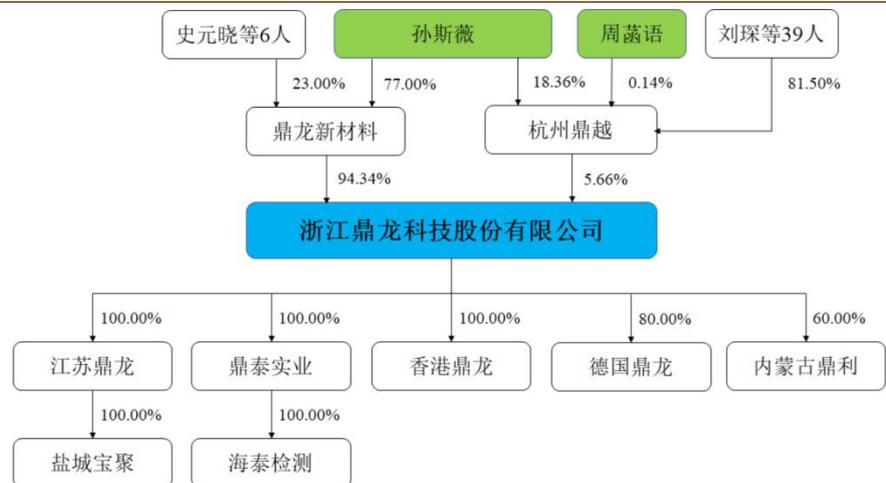
图1：鼎龙科技发展历程



资料来源：鼎龙科技官网、鼎龙科技招股书、德邦研究所

截至招股意向书签署日，公司拥有5家子公司、2家孙公司、1家参股公司。公司为家族企业，控股权集中，其中孙斯薇通过鼎龙新材料、杭州鼎越间接持股74%，周菡语为第二位实际控制人。公司采用间接持股的方式对公司员工进行股权激励，充分调动员工的积极性和创造性，提升团队凝聚力，有利于稳定核心员工和提高公司的经营业绩。

图2：鼎龙股份股权结构图（公开发行前）

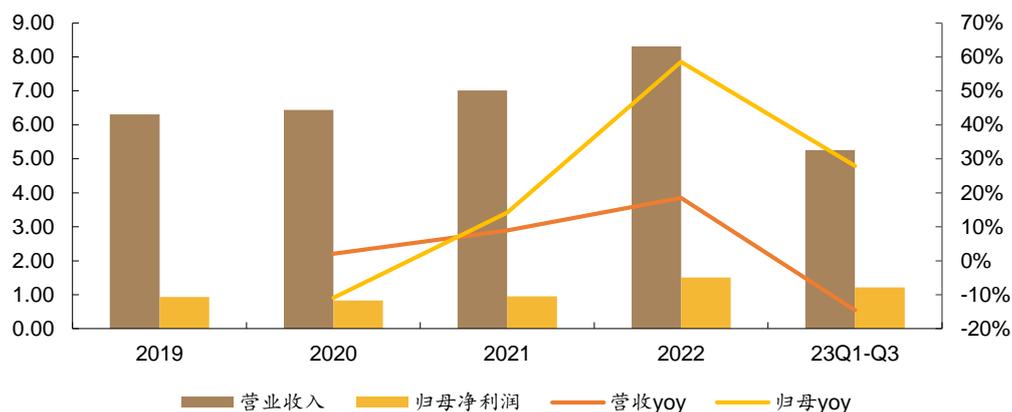


资料来源：鼎龙科技招股书、德邦研究所

## 2.2. 经营业绩：营收规模保持稳定，产品结构调整释放利润

营收规模略有波动，利润快于营收表现。19-22 年营收 CAGR 为 9.6%，保持稳健增长，23Q1-Q3 受到产品结构调整、营收规模回落至 5.26 亿/yoy-14.6%；19-22 年归母净利润 CAGR 为 17.3%，23Q1-Q3 持续增长 28%至 1.21 亿元，利润端展现更高弹性。

图 3：鼎龙科技 2019-23Q3 收入及归母净利润规模、增速（亿，%）



资料来源：鼎龙科技招股书、德邦研究所

产品结构调整带动毛利率稳中走高，规模效应形成摊薄期间费用，盈利能力走向峰值。（1）毛利率：鼎龙科技及科思股份均受到上游原材料成本上涨冲击，21 年前后毛利率略有承压，两家公司的产品结构均有所调整，高毛利率的产品占比提升带动综合毛利率走高，鼎龙科技 23Q1-Q3 为 41.0%，23Q3 进一步提升至 48.5%、接近科思股份、在精细化工行业中保持领先地位。（2）期间费率：随着规模扩大整体呈现摊薄趋势，22 年鼎龙科技的期间费率降低至 8.9%，销售/管理/研发费率分别为 1.5%/5.0%/4.1%。（3）归母净利率：稳步走高，逐步恢复，鼎龙科技 23Q1-Q3 归母净利率提升至 23.1%，为 19 年以来峰值水平。

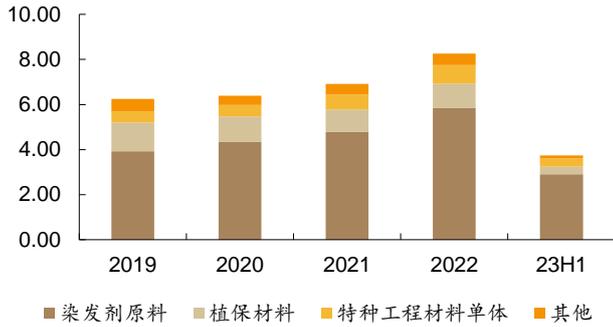
表 2：鼎龙科技 vs 科思股份：盈利能力及期间费率对比

| 项目      | 鼎龙科技  |       |       |       |         | 科思股份  |       |       |       |         |
|---------|-------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|-------|-------|---------|
|         | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 23Q1-Q3 | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 23Q1-Q3 |
| 毛利率     | 34.3% | 37.9% | 31.0% | 30.6% | 41.0%   | 30.8% | 33.0% | 26.8% | 36.7% | 49.6%   |
| 期间费率合计  | 14.7% | 13.9% | 14.6% | 8.9%  | 11.0%   | 13.7% | 13.7% | 13.7% | 10.1% | 12.8%   |
| 其中：销售费用 | 2.3%  | 1.6%  | 1.7%  | 1.5%  | 2.0%    | 3.3%  | 0.9%  | 1.2%  | 1.0%  | 1.4%    |
| 管理费用    | 8.7%  | 7.6%  | 6.9%  | 5.0%  | 6.0%    | 6.0%  | 7.3%  | 7.5%  | 6.0%  | 7.4%    |
| 研发费用    | 2.9%  | 3.2%  | 3.9%  | 4.1%  | 4.8%    | 3.1%  | 3.9%  | 4.2%  | 4.6%  | 4.7%    |
| 财务费用    | 0.7%  | 1.5%  | 2.1%  | -1.7% | -1.9%   | 1.3%  | 1.6%  | 0.9%  | -1.5% | -0.7%   |
| 归母净利率   | 14.8% | 12.9% | 13.5% | 18.1% | 23.1%   | 14.0% | 16.2% | 12.2% | 22.0% | 30.2%   |

资料来源：鼎龙科技招股书、科思股份公告、德邦研究所

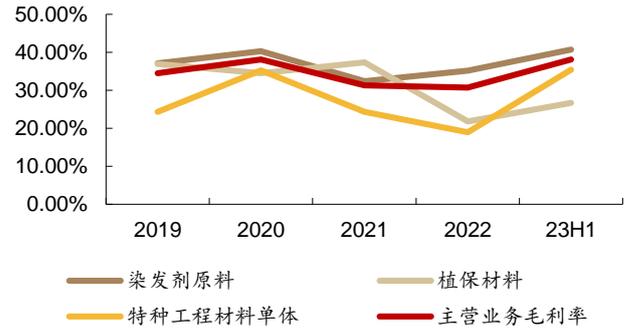
分产品结构：染发剂原料为核心业务，单价波动略有影响。拆分收入结构，染发剂原料/植保材料/特种工程材料单体 19-22 年营收 CAGR 分别为 14.2%/5.5%/18.9%，染发剂原料营收占比提升至 22 年的 70.8%。染发剂原料的单价波动较大，20 年疫情影响行业产能带来价格走高，21 年产能恢复+产品结构变化带动单价及毛利率均下修，22 年美元升值同时高单价产品(DAHE、EPDA 及 MAHB)销量占比提升，带动单价提升至 31.4 万元/吨、同比增长 19.55%。

图 4：分业务：染发剂原料领先增长（营收-亿元）



资料来源：鼎龙科技招股书、德邦研究所

图 5：产品结构调整，毛利率略有波动

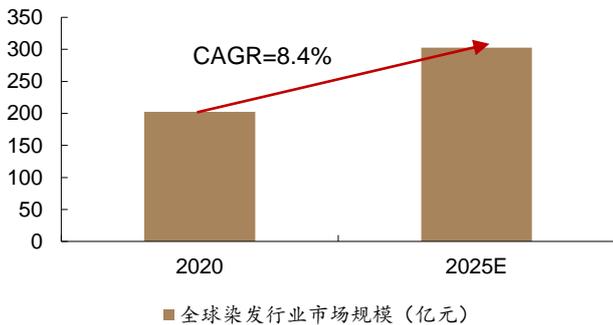


资料来源：鼎龙科技招股书、德邦研究所

### 2.3. 染发剂市场：中国 4 年 CAGR 超 40%，未来持续高速增长

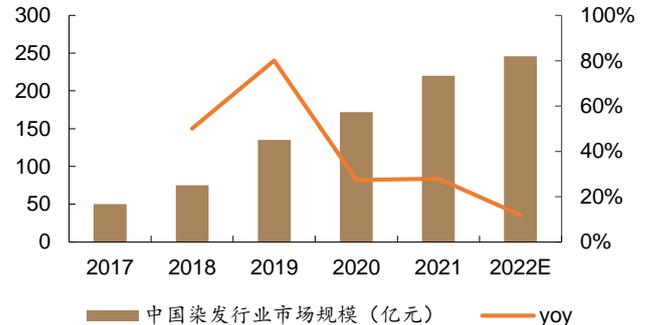
染发剂行业快速发展，消费者追求美带来高速增长。在全球消费结构升级的背景之下，染发剂正成为高端化妆品市场增长最快的品类之一。据统计与咨询机构 Global Info Research，预计全球染发剂市场规模 2020-2025 年将以 8.4% 的 CAGR 快速增长，到 2025 年预计全球染发剂市场规模将达到 302.90 亿美元。中国染发市场快速发展，从 2017 年的 50 亿元增至 2021 年的 220 亿元，复合增速达到 44.8%。

图 6：预计 2025 年全球染发剂市场规模将超 300 亿美元



资料来源：鼎龙科技招股书、Global Info Research、德邦研究所

图 7：中国染发剂市场近 5 年 CAGR 约 37.5%



资料来源：鼎龙科技招股书、中商产业研究院、共研网、德邦研究所

中国染发剂市场前景广阔，多方驱动行业未来发展。1) 市场需求增长：中国经济社会不断发展，消费升级时代来临，更年轻的客群追求新潮流，对烫染接受度不断提高，染潮色的频次也在升高。此外，随着中国银发、白发人士逐渐增多，染发需求最为旺盛的人群占人口比例的上升，预计市场对于染发剂的需求将进一步释放，染发剂行业将得到进一步发展。2) 技术创新：新技术的不断涌现和研发推动了染发剂产品的更新换代，同时也提高了产品的质量和安全性，满足了消费者对染发产品更高的要求。3) 绿色环保：随着环保意识的增强，消费者对于产品的环保性能和成分安全性要求越来越高，因此未来推动该行业发展的重要力量之一将是绿色环保染发产品的研发和生产。4) 品牌营销：品牌和营销将继续在染发剂行业中发挥重要作用，通过品牌塑造和市场营销策略的创新，染发剂企业能够更好地触达消费者并建立品牌忠诚度。

染发剂市场格局由知名品牌领导，小品牌并存。中国 2023 染发剂十大品牌排行榜中，科颜氏、肌美精、欧莱雅占据前三。欧莱雅、施华蔻（汉高旗下品牌）、

威娜（科蒂/威娜旗下品牌）、莉婕（花王旗下品牌）等品牌主导和引领染发剂市场，另有爱茉莉、露华浓、章华、温雅等知名品牌，形成了国际大品牌、知名品牌与众多小品牌并存的市场格局。

表 3：染发剂主要品牌

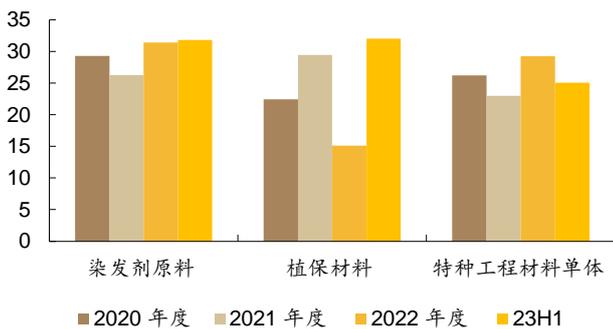
| 品牌  | 成立时间   | 产品品类                     |
|-----|--------|--------------------------|
| 科颜氏 | 1851 年 | 脸部、身体、秀发的顶级保养产品          |
| 肌美精 | 2007 年 | 面膜、染发剂                   |
| 欧莱雅 | 1907 年 | 化妆品、玻尿酸、男士洗面奶、精华液、醒肤露、染发 |
| 汉典  | 2008 年 | 洗黑、洗发水、护发素、弹力素、柔顺王       |
| 爱茉莉 | 1945 年 | 茉莉、发酵茶、脸部按摩仪、紫云膏、口红盘、白花菇 |

资料来源：品牌网、德邦研究所

## 2.4. 产品能力：矩阵丰富，结构调整带动综合单价提升

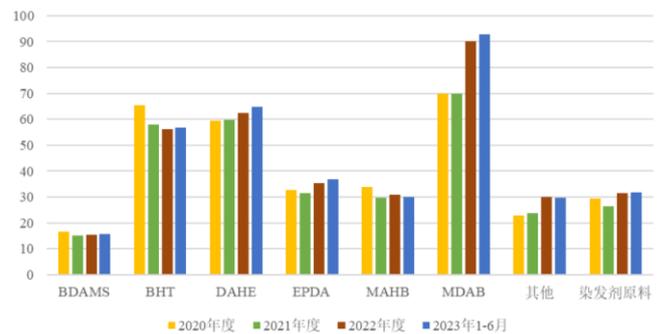
**产品单价：整体稳定，结构带来综合单价变动。**以染发剂为例，20-23H1 产品单价分别为 29.29/26.29/31.42/31.83 万元/吨，主要来自于细分产品销售单价调整及产品结构变化导致，例如 21 年疫情后产能恢复带来产品单价下降，同时低价格的 BDAMS 产品占比提升，而 2022 年及 23H1，公司高毛利率的 DHBO 和 MDAB 产品销量占比提升，带动单价走高。产品结构调整带来单价变化，植保材料及特种工程材料单体价格略有波动。

图 8：产品单价：整体稳定，结构带来综合单价变动（万元/吨）



资料来源：鼎龙科技招股书、德邦研究所

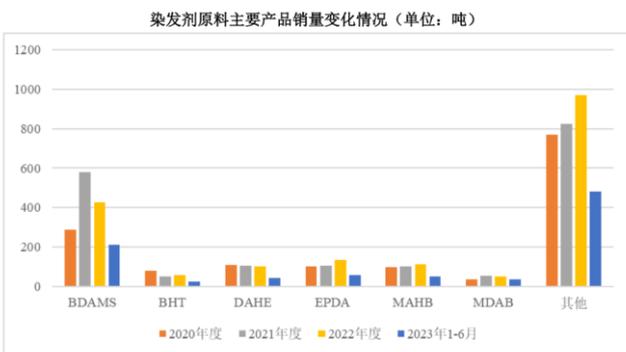
图 9：染发剂原料主要产品销售单价变化情况（万元/吨）



资料来源：鼎龙科技招股书、德邦研究所

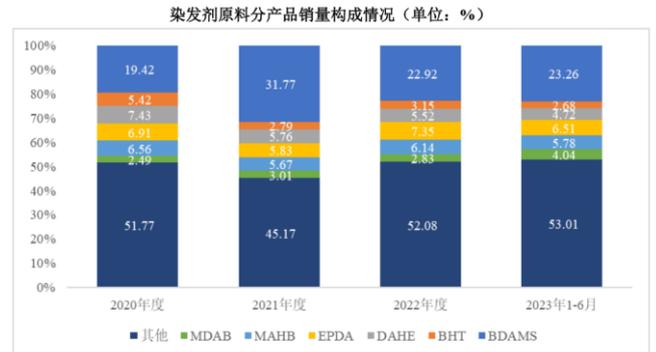
销量角度，以 BDAMS 为代表的低价产品占据主导，22 年及 23H1 销量占比约 23%，其他染发剂产品销量占比超 50%，我们预计当前市场仍旧以中低端产品为主，未来若下游产品端进行配方升级，有望带动上游公司的中高端产品需求量增加。

图 10：染发剂原料主要产品销量变化（吨）



资料来源：鼎龙科技招股书、德邦研究所

图 11：染发剂原料主要产品销量构成情况（%）



资料来源：鼎龙科技招股书、德邦研究所

## 2.5. 客户结构：深度合作欧莱雅、施华蔻，CR5 超 50%

**客户结构：深度合作欧莱雅、施华蔻，CR5 超 50%。**染发剂领域，鼎龙科技和欧莱雅、汉高、威娜公司建立深度合作关系，分别在 2000 年/2005 年/2000 年开始合作，三家公司累计营收 19-22 年 CAGR 为 16%，占染发剂原料业务营收比例为 54%-60%，整体较为稳定，对头部客户依赖度较高。在植保材料合作组合化学、ARYSTA，其中组合化学的采购额占到植保材料总营收比例超过 55%；特种工程材料单体领域合作三井化学、ARYSTA、成都新晨等公司。综合来看，公司前五大客户营收占比贡献超过 50%，大客户合作优势突出。

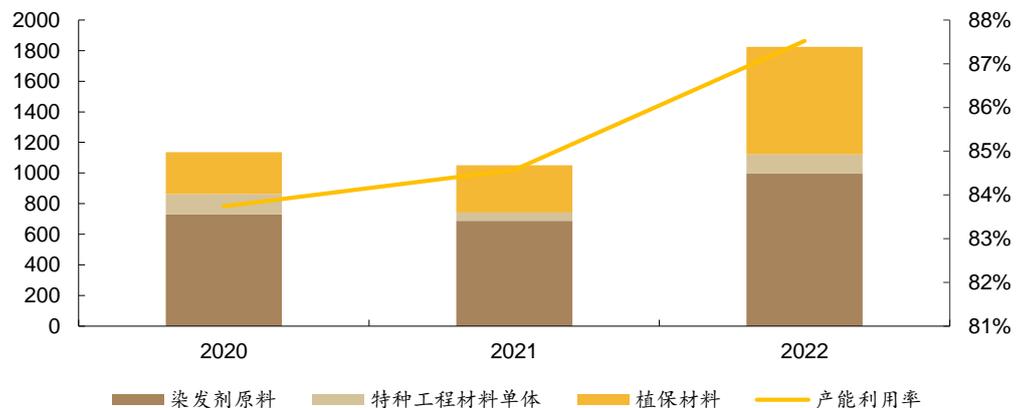
表 4：鼎龙科技-客户结构：深度合作欧莱雅、施华蔻、威娜品牌

| 客户名称       | 对应品牌 | 开始合作时间 | 合作内容                | 销售额（万元）       |               |               |               | 销售额占总营收比例（%） |              |              |              |
|------------|------|--------|---------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|            |      |        |                     | 19 年          | 20 年          | 21 年          | 22 年          | 19 年         | 20 年         | 21 年         | 22 年         |
| 欧莱雅        | 欧莱雅  | 2000 年 | 染发剂原料               | 8,563         | 11,242        | 12,018        | 16,073        | 13.58        | 17.47        | 17.14        | 19.35        |
| 汉高         | 施华蔻  | 2005 年 | 染发剂原料               | 5,413         | 5,957         | 7,501         | 8,767         | 8.59         | 9.26         | 10.7         | 10.55        |
| 威娜公司       | 威娜   | 2000 年 | 染发剂原料               | 7,327         | 7,210         | 9,056         | 8,419         | 11.62        | 11.2         | 12.92        | 10.13        |
| 组合化学       | -    | 2000 年 | 植保材料                | 8,751         | 7,122         | 7,194         | 6,059         | 13.88        | 11.07        | 10.26        | 7.29         |
| 三井化学       | -    | 2000 年 | 特种工程材料单体            |               |               |               | 3,476         |              |              |              | 4.18         |
| ARYSTA     | -    | 1989 年 | 植保材料、特种工程材料单体、染发剂原料 | 2,418         | 2,368         | 2,018         |               | 3.84         | 3.68         | 2.88         |              |
| 成都新晨       | -    | 2018 年 | 特种工程材料单体            |               |               |               |               |              |              |              |              |
| <b>CR5</b> |      |        |                     | <b>32,472</b> | <b>33,900</b> | <b>37,787</b> | <b>42,794</b> | <b>51.51</b> | <b>52.68</b> | <b>53.90</b> | <b>51.50</b> |

资料来源：鼎龙科技招股书、德邦研究所

**公司产能不足，计划扩产并优化布局。**公司主要产品有染发剂原料、特种工程材料单体和植保材料，整体产能扩大，2020 年主要产品总产能为 2020 吨，2022 年 3 条产线已试生产结束，新增产能 1030 吨，根据最新招股书披露，公司另有 4 条产线计划在 2023 年末完成设备安装调试。以生产线投料情况测算，2020-2022 年产能利用率分别为 83.74%/84.57%/87.52%，产能负荷率较高。同时，公司在原材料的自主生产、承接江苏鼎龙产能、贸易品转自产和优势产品的产能补充四个核心方面补充产能。

图 12：鼎龙科技 2020-2023 年产能利用率接近饱和（左轴-产品-吨，右轴-产能利用率-%）



资料来源：鼎龙科技招股书、德邦研究所

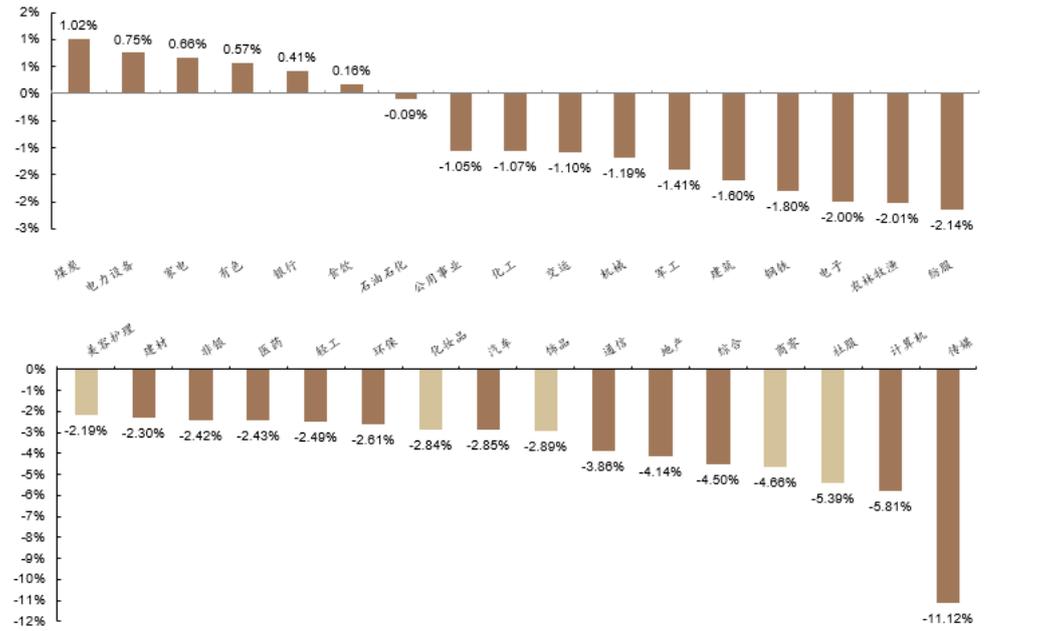
注：以各产线的投料天数计算产能来测算公司产能利用率

### 3. 一周市场表现回顾

#### 3.1. 板块涨跌幅

本周（12.18-12.22）：商贸零售/社会服务/美容护理/化妆品/饰品跌幅分别为-4.66%/-5.39%/-2.19%/-2.84%/-2.89%，板块涨跌幅位于行业中下游。

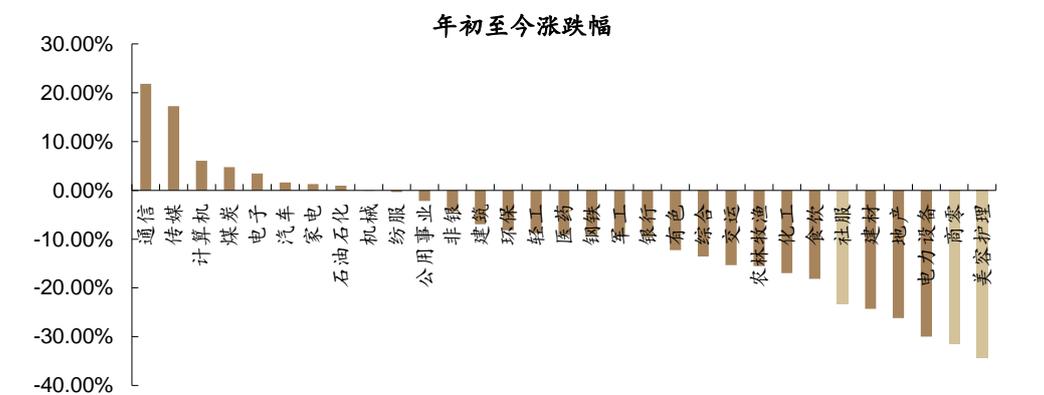
图 13：板块涨跌幅回顾（涨跌幅选取 12 月 18 日-12 月 22 日）



资料来源：Wind、德邦研究所

年初至今（1.1-12.22）：按申万行业分类，美容护理/商贸零售/社会服务板块跌幅分别为-34.34%/-31.53%/-23.21%，整体涨跌幅位于行业下游。

图 14：板块涨跌幅回顾（涨跌幅选取 1 月 1 日-12 月 22 日）



资料来源：Wind、德邦研究所

### 3.2. 个股涨跌幅

教育人服板块：

一周涨幅：中国东方教育（+3%）、竞业达（+2%）、中国春来（+1%）

一周跌幅：思考乐教育（-17%）、科德教育（-14%）、力盛体育（-13%）

图 15：教育人服板块本周涨跌幅（涨跌幅选取 12 月 18 日-12 月 22 日）

| 教育人服 | 股票代码      | 股票简称   | 市值(亿元) | 收盘价(元) | 年初至今涨跌幅 | 月度涨跌幅 | 本周涨跌幅 | 本周成交量(百万股) | 本周成交额(亿元) | 流通盘占比  | 基金持股比例 |
|------|-----------|--------|--------|--------|---------|-------|-------|------------|-----------|--------|--------|
| 1    | 0667.HK   | 中国东方教育 | 51     | 2.58   | -56%    | 0%    | 3%    | 22         | 0.56      | 24.16% | 0.00%  |
| 2    | 003005.SZ | 竞业达    | 51     | 34.50  | -14%    | 6%    | 2%    | 49         | 17.39     | 28.51% | 0.00%  |
| 3    | 1969.HK   | 中国春来   | 67     | 6.17   | 78%     | 3%    | 1%    | 4          | 0.23      | 19.50% | 0.00%  |
| 4    | 600861.SH | 北京城乡   | 108    | 19.08  | -13%    | 0%    | -2%   | 12         | 2.20      | 36.80% | 15.31% |
| 5    | 0839.HK   | 中教控股   | 109    | 4.68   | -51%    | 1%    | -2%   | 27         | 1.29      | 39.47% | 0.00%  |
| 6    | 605098.SH | 行动教育   | 45     | 38.20  | 41%     | 1%    | -3%   | 4          | 1.68      | 37.20% | 23.41% |
| 7    | 300651.SZ | 金陵体育   | 25     | 19.41  | -13%    | 4%    | -3%   | 7          | 1.36      | 42.89% | 0.00%  |
| 8    | 605299.SH | 舒华体育   | 42     | 10.09  | -11%    | 6%    | -4%   | 8          | 0.84      | 99.66% | 0.48%  |
| 9    | 6100.HK   | 同道猎聘   | 25     | 5.38   | -41%    | 1%    | -4%   | 3          | 0.14      | 33.67% | 0.00%  |
| 10   | 2469.HK   | 粉笔     | 98     | 4.75   | -57%    | 3%    | -5%   | 32         | 1.53      | 45.82% | 0.00%  |
| 11   | 002599.SZ | 盛通股份   | 36     | 6.76   | 31%     | 7%    | -8%   | 79         | 5.54      | 60.52% | 0.21%  |
| 12   | 300688.SZ | 创业黑马   | 45     | 27.18  | 63%     | 0%    | -9%   | 28         | 8.04      | 70.12% | 0.00%  |
| 13   | 600158.SH | 中体产业   | 75     | 7.82   | -10%    | 6%    | -9%   | 59         | 4.78      | 72.16% | 0.51%  |
| 14   | 002607.SZ | 中公教育   | 245    | 3.97   | -14%    | 9%    | -9%   | 615        | 25.52     | 68.50% | 0.47%  |
| 15   | 000526.SZ | 学大教育   | 60     | 49.20  | 176%    | 9%    | -9%   | 25         | 12.87     | 59.44% | 7.01%  |
| 16   | 300662.SZ | 科锐国际   | 54     | 27.64  | -43%    | 6%    | -9%   | 12         | 3.34      | 69.58% | 11.72% |
| 17   | 603377.SH | 东方时尚   | 35     | 4.86   | -24%    | 0%    | -10%  | 41         | 2.06      | 55.03% | 0.00%  |
| 18   | 600661.SH | 昂立教育   | 30     | 10.31  | -5%     | 10%   | -10%  | 115        | 12.53     | 61.95% | 0.00%  |
| 19   | 3650.HK   | KEEP   | 77     | 16.22  | -44%    | 11%   | -11%  | 3          | 0.49      | 23.63% | 0.00%  |
| 20   | 002659.SZ | 凯文教育   | 26     | 4.37   | -4%     | 3%    | -12%  | 124        | 5.81      | 70.00% | 0.00%  |
| 21   | 1773.HK   | 天立国际控股 | 56     | 2.84   | 44%     | 0%    | -12%  | 19         | 0.58      | 55.02% | 0.00%  |
| 22   | 003032.SZ | 传智教育   | 55     | 13.55  | -21%    | 2%    | -13%  | 89         | 12.94     | 42.42% | 0.12%  |
| 23   | 1765.HK   | 希望教育   | 25     | 0.34   | -51%    | 2%    | -13%  | 223        | 0.78      | 49.01% | 0.00%  |
| 24   | 002858.SZ | 力盛体育   | 29     | 17.96  | 30%     | 10%   | -13%  | 167        | 34.74     | 77.57% | 1.40%  |
| 25   | 300192.SZ | 科德教育   | 32     | 9.83   | 37%     | 0%    | -14%  | 100        | 10.64     | 61.24% | 2.20%  |
| 26   | 1769.HK   | 思考乐教育  | 13     | 2.61   | 64%     | 54%   | -17%  | 65         | 1.90      | 46.24% | 0.00%  |

资料来源：Wind、德邦研究所

美妆板块：

一周涨幅：科思股份（+0.4%）、锦波生物（+0.3%）、华东医药（+0.1%）

一周跌幅：江苏吴中（-4.5%）、珀莱雅（-4.3%）、福瑞达（-3.9%）

图 16：美妆板块本周涨跌幅（涨跌幅选取 12 月 18 日-12 月 22 日）

| 美妆板块 | 股票代码      | 股票简称  | 市值(亿元) | 收盘价(元) | 年初至今涨跌幅 | 月度涨跌幅 | 本周涨跌幅 | 本周成交量(百万股) | 本周成交额(亿元) | 流通盘占比  | 基金持股比例 |
|------|-----------|-------|--------|--------|---------|-------|-------|------------|-----------|--------|--------|
| 1    | 300856.SZ | 科思股份  | 103    | 60.98  | 18%     | -5%   | 0%    | 3          | 2.00      | 34.36% | 10.27% |
| 2    | 832982.BJ | 锦波生物  | 174    | 256.00 | 128%    | -7%   | 0%    | 1          | 3.51      | 29.64% | 1.58%  |
| 3    | 000963.SZ | 华东医药  | 696    | 39.67  | -15%    | -3%   | 0%    | 29         | 11.72     | 41.72% | 7.71%  |
| 4    | 300957.SZ | 贝泰妮   | 276    | 65.23  | -56%    | -9%   | 0%    | 12         | 7.96      | 30.20% | 4.11%  |
| 5    | 300896.SZ | 爱美客   | 597    | 276.06 | -51%    | -9%   | -1%   | 13         | 35.27     | 43.95% | 21.27% |
| 6    | 6993.HK   | 蓝月亮集团 | 103    | 1.93   | -62%    | -5%   | -1%   | 5          | 0.11      | 14.86% | 0.00%  |
| 7    | 603983.SH | 丸美股份  | 97     | 24.17  | -28%    | -9%   | -2%   | 4          | 1.09      | 19.20% | 2.81%  |
| 8    | 002612.SZ | 朗姿股份  | 83     | 18.65  | -33%    | -6%   | -2%   | 16         | 2.91      | 43.66% | 2.61%  |
| 9    | 688363.SH | 华熙生物  | 306    | 63.63  | -53%    | -11%  | -2%   | 8          | 4.98      | 33.99% | 14.96% |
| 10   | 300740.SZ | 水羊股份  | 62     | 15.97  | 6%      | -3%   | -3%   | 38         | 6.26      | 53.10% | 1.90%  |
| 11   | 001328.SZ | 登康口腔  | 48     | 27.97  | -50%    | -2%   | -3%   | 8          | 2.26      | 25.00% | 1.49%  |
| 12   | 600315.SH | 上海家化  | 142    | 21.00  | -34%    | -9%   | -3%   | 16         | 3.39      | 47.74% | 1.33%  |
| 13   | 688366.SH | 昊海生科  | 149    | 99.35  | 2%      | -8%   | -4%   | 2          | 1.84      | 35.28% | 2.03%  |
| 14   | 600223.SH | 福瑞达   | 96     | 9.45   | -11%    | -7%   | -4%   | 34         | 3.26      | 45.72% | 0.42%  |
| 15   | 603605.SH | 珀莱雅   | 380    | 95.85  | -19%    | -7%   | -4%   | 7          | 6.61      | 50.03% | 3.78%  |
| 16   | 600200.SH | 江苏吴中  | 57     | 8.00   | 5%      | -12%  | -5%   | 48         | 3.96      | 82.38% | 3.07%  |

资料来源：Wind、德邦研究所

黄金珠宝板块：

一周跌幅：豫园股份（-5.0%）、六福集团（-4.4%）、力量钻石（-4.0%）

图 17：珠宝板块本周涨跌幅（涨跌幅选取 12 月 18 日-12 月 22 日）

| 黄金珠宝 | 股票代码      | 股票简称 | 市值(亿元) | 收盘价(元) | 年初至今涨跌幅 | 月度涨跌幅 | 本周涨跌幅 | 本周成交量(百万股) | 本周成交额(亿元) | 流通盘占比  | 基金持股比例 |
|------|-----------|------|--------|--------|---------|-------|-------|------------|-----------|--------|--------|
| 1    | 0116.HK   | 周生生  | 55     | 8.96   | -10%    | 2%    | 0%    | 0          | 0.02      | 41.05% | 0.00%  |
| 2    | 600612.SH | 老凤祥  | 269    | 69.52  | 66%     | 8%    | -1%   | 5          | 3.62      | 18.53% | 3.48%  |
| 3    | 002867.SZ | 周大生  | 167    | 15.27  | 15%     | 0%    | -1%   | 13         | 1.99      | 36.00% | 3.66%  |
| 4    | 1929.HK   | 周大福  | 1,008  | 11.10  | -23%    | 0%    | -1%   | 14         | 1.57      | 17.48% | 0.00%  |
| 5    | 301177.SZ | 迪阿股份 | 116    | 29.09  | -53%    | -7%   | -2%   | 4          | 1.14      | 10.00% | 1.76%  |
| 6    | 605599.SH | 菜百股份 | 107    | 13.79  | 41%     | 2%    | -2%   | 10         | 1.40      | 37.26% | 0.22%  |
| 7    | 002345.SZ | 潮宏基  | 58     | 6.54   | 28%     | 2%    | -2%   | 36         | 2.43      | 59.56% | 10.98% |
| 8    | 600916.SH | 中国黄金 | 161    | 9.56   | -22%    | -5%   | -4%   | 37         | 3.53      | 43.18% | 0.84%  |
| 9    | 300945.SZ | 壹卡龙  | 36     | 13.78  | 8%      | -8%   | -4%   | 18         | 2.57      | 29.34% | 6.90%  |
| 10   | 000519.SZ | 中兵红箭 | 190    | 13.67  | -30%    | -8%   | -4%   | 56         | 7.70      | 57.66% | 1.03%  |
| 11   | 301071.SZ | 力量钻石 | 81     | 31.03  | -53%    | -9%   | -4%   | 16         | 4.90      | 50.45% | 0.01%  |
| 12   | 0590.HK   | 六福集团 | 110    | 20.60  | 5%      | 2%    | -4%   | 2          | 0.37      | 28.34% | 0.00%  |
| 13   | 600655.SH | 豫园股份 | 238    | 6.11   | -16%    | -5%   | -5%   | 58         | 3.66      | 48.23% | 0.20%  |

资料来源：Wind、德邦研究所

零售板块：

一周涨幅：东方甄选（+10%）、名创优品（+2%）、致欧科技（+1%）

一周跌幅：国联股份（-14%）、小商品城（-11%）、焦点科技（-9%）

图 18：零售板块本周涨跌幅（涨跌幅选取 12 月 18 日-12 月 22 日）

| 零售电商 | 股票代码      | 股票简称  | 市值(亿元) | 收盘价(元) | 年初至今涨跌幅 | 月度涨跌幅 | 本周涨跌幅 | 本周成交量(百万股) | 本周成交额(亿元) | 流通盘占比  | 基金持股比例 |
|------|-----------|-------|--------|--------|---------|-------|-------|------------|-----------|--------|--------|
| 1    | 1797.HK   | 东方甄选  | 266    | 28.85  | 45%     | -1%   | 10%   | 194        | 59.44     | 34.79% | 0.00%  |
| 2    | 9896.HK   | 名创优品  | 429    | 37.40  | 82%     | -29%  | 2%    | 11         | 4.02      | 37.52% | 0.00%  |
| 3    | 301376.SZ | 致欧科技  | 100    | 24.86  | -6%     | 7%    | 1%    | 24         | 6.00      | 8.88%  | 7.55%  |
| 4    | 301101.SZ | 明月镜片  | 78     | 38.90  | -7%     | 0%    | 0%    | 4          | 1.49      | 29.18% | 16.26% |
| 5    | 002697.SZ | 红旗连锁  | 73     | 5.36   | 3%      | -2%   | 0%    | 198        | 10.99     | 51.33% | 0.94%  |
| 6    | 300866.SZ | 安克创新  | 346    | 85.20  | 46%     | -4%   | -1%   | 5          | 4.64      | 37.17% | 9.30%  |
| 7    | 002640.SZ | 跨境通   | 66     | 4.26   | 20%     | 6%    | -1%   | 935        | 40.08     | 79.31% | 0.00%  |
| 8    | 002291.SZ | 遥望科技  | 98     | 10.55  | 19%     | 6%    | -1%   | 456        | 49.65     | 78.53% | 0.66%  |
| 9    | 603214.SH | 爱婴室   | 23     | 16.47  | -7%     | -3%   | -2%   | 9          | 1.44      | 50.37% | 0.00%  |
| 10   | 600729.SH | 重庆百货  | 114    | 27.93  | 21%     | 2%    | -2%   | 14         | 3.98      | 47.43% | 8.84%  |
| 11   | 601933.SH | 永辉超市  | 260    | 2.87   | 21%     | -6%   | -3%   | 157        | 4.56      | 40.37% | 0.00%  |
| 12   | 002803.SZ | 吉宏股份  | 79     | 20.62  | 34%     | -12%  | -4%   | 51         | 11.10     | 64.14% | 0.50%  |
| 13   | 603708.SH | 家家悦   | 90     | 13.95  | 12%     | -2%   | -4%   | 27         | 3.86      | 30.58% | 2.02%  |
| 14   | 301078.SZ | 孩子王   | 90     | 8.10   | 37%     | -8%   | -4%   | 43         | 3.48      | 40.53% | 0.00%  |
| 15   | 600827.SH | 百联股份  | 155    | 9.29   | 23%     | -8%   | -5%   | 31         | 2.90      | 36.76% | 2.01%  |
| 16   | 601828.SH | 美凯龙   | 156    | 3.92   | 15%     | -8%   | -6%   | 63         | 2.53      | 24.41% | 0.00%  |
| 17   | 1528.HK   | 红星美凯龙 | 156    | 2.08   | 14%     | -14%  | -6%   | 2          | 0.05      | 72.65% | 0.00%  |
| 18   | 6808.HK   | 高鑫零售  | 107    | 1.23   | 51%     | -8%   | -7%   | 22         | 0.28      | 21.30% | 0.00%  |
| 19   | 605136.SH | 丽人丽妆  | 42     | 10.45  | 25%     | -9%   | -7%   | 27         | 2.96      | 41.60% | 0.99%  |
| 20   | 9992.HK   | 泡泡玛特  | 236    | 19.26  | -2%     | -18%  | -7%   | 15         | 2.91      | 54.44% | 0.00%  |
| 21   | 301381.SZ | 赛维时代  | 120    | 29.97  | 31%     | -6%   | -8%   | 13         | 4.10      | 7.85%  | 3.00%  |
| 22   | 300792.SZ | 壹网壹创  | 59     | 24.60  | 11%     | -1%   | -8%   | 62         | 16.49     | 48.26% | 0.50%  |
| 23   | 600556.SH | 天下秀   | 110    | 6.07   | -10%    | -3%   | -9%   | 165        | 10.59     | 61.11% | 0.00%  |
| 24   | 300592.SZ | 华凯易佰  | 70     | 24.08  | 59%     | -10%  | -9%   | 27         | 6.82      | 50.35% | 7.22%  |
| 25   | 002315.SZ | 焦点科技  | 102    | 32.74  | 89%     | 7%    | -9%   | 32         | 11.05     | 51.60% | 4.50%  |
| 26   | 600415.SH | 小商品城  | 384    | 7.00   | 35%     | -12%  | -11%  | 214        | 15.65     | 44.11% | 2.57%  |
| 27   | 603613.SH | 国联股份  | 210    | 29.01  | -52%    | -15%  | -14%  | 39         | 12.21     | 65.50% | 12.80% |

资料来源：Wind、德邦研究所

社服板块：

一周涨幅：金沙中国（+5%）、百胜中国（+2%）、美高梅中国（+2%）

一周跌幅：峨眉山（-17%）、海伦司（-11%）、九毛九（-9%）

**图 19：社服板块本周涨跌幅（涨跌幅选取 12 月 18 日-12 月 22 日）**

| 社会服务 | 股票代码      | 股票简称   | 市值(亿元) | 收盘价(元) | 年初至今涨跌幅 | 月度涨跌幅 | 本周涨跌幅 | 本周成交量(百万股) | 本周成交额(亿元) | 流通盘占比  | 基金持股比例 |
|------|-----------|--------|--------|--------|---------|-------|-------|------------|-----------|--------|--------|
| 1    | 1928.HK   | 金沙中国   | 1,655  | 22.50  | -13%    | 17%   | 5%    | 64         | 14.37     | 30.09% | 0.00%  |
| 2    | 9987.HK   | 百胜中国   | 1,201  | 319.40 | -27%    | -3%   | 2%    | 2          | 6.57      | 87.35% | 0.00%  |
| 3    | 2282.HK   | 美高梅中国  | 342    | 9.91   | 15%     | 15%   | 2%    | 13         | 1.32      | 13.56% | 0.00%  |
| 4    | 601888.SH | 中国中免   | 1,618  | 79.10  | -63%    | -11%  | 1%    | 94         | 73.52     | 44.07% | 4.02%  |
| 5    | 1992.HK   | 复星旅游文化 | 64     | 5.69   | -51%    | -6%   | 1%    | 7          | 0.43      | 14.16% | 0.00%  |
| 6    | 2411.HK   | 百果园    | 87     | 6.01   | 2%      | -2%   | 1%    | 35         | 2.08      | 35.74% | 0.00%  |
| 7    | 1179.HK   | 华住集团   | 789    | 26.60  | -19%    | 1%    | 0%    | 13         | 3.56      | 54.31% | 0.00%  |
| 8    | 0027.HK   | 银河娱乐   | 1,687  | 42.45  | -17%    | 5%    | 0%    | 34         | 14.46     | 37.12% | 0.00%  |
| 9    | 1448.HK   | 福寿园    | 110    | 5.20   | -20%    | 2%    | -1%   | 15         | 0.76      | 50.51% | 0.00%  |
| 10   | 9961.HK   | 携程集团   | 1,637  | 263.60 | -4%     | -4%   | -1%   | 4          | 11.73     | 89.88% | 0.00%  |
| 11   | 0780.HK   | 同程旅行   | 291    | 14.18  | -24%    | -1%   | -2%   | 18         | 2.60      | 53.36% | 0.00%  |
| 12   | 603043.SH | 广州酒家   | 108    | 19.06  | -25%    | -8%   | -3%   | 9          | 1.74      | 32.68% | 0.75%  |
| 13   | 300795.SZ | 米奥会展   | 59     | 38.88  | 43%     | 2%    | -3%   | 4          | 1.69      | 44.24% | 6.84%  |
| 14   | 605108.SH | 同庆楼    | 80     | 30.72  | -17%    | -6%   | -3%   | 3          | 0.82      | 31.41% | 9.03%  |
| 15   | 603069.SH | 海汽集团   | 60     | 19.08  | -28%    | -7%   | -3%   | 17         | 3.29      | 47.58% | 0.00%  |
| 16   | 1579.HK   | 颐海国际   | 106    | 11.20  | -59%    | -14%  | -3%   | 22         | 2.46      | 46.07% | 0.00%  |
| 17   | 600258.SH | 首旅酒店   | 176    | 15.74  | -37%    | -9%   | -4%   | 35         | 5.60      | 53.20% | 6.93%  |
| 18   | 600754.SH | 锦江酒店   | 279    | 29.00  | -50%    | -14%  | -4%   | 43         | 12.41     | 40.38% | 8.12%  |
| 19   | 600138.SH | 中青旅    | 75     | 10.40  | -32%    | -4%   | -4%   | 58         | 6.12      | 77.01% | 2.29%  |
| 20   | 300860.SZ | 锋尚文化   | 68     | 49.65  | -5%     | 0%    | -4%   | 7          | 3.43      | 29.96% | 13.26% |
| 21   | 300144.SZ | 宋城演艺   | 255    | 9.75   | -33%    | -7%   | -5%   | 90         | 8.87      | 58.78% | 9.42%  |
| 22   | 600054.SH | 黄山旅游   | 66     | 10.70  | -16%    | -7%   | -5%   | 23         | 2.54      | 29.71% | 1.46%  |
| 23   | 301073.SZ | 君亭酒店   | 43     | 22.01  | -53%    | -16%  | -5%   | 22         | 4.93      | 36.88% | 9.80%  |
| 24   | 603136.SH | 天目湖    | 33     | 17.83  | -34%    | -10%  | -5%   | 11         | 1.96      | 53.55% | 4.42%  |
| 25   | 2255.HK   | 海昌海洋公园 | 69     | 0.94   | -41%    | -6%   | -5%   | 26         | 0.24      | 37.78% | 0.00%  |
| 26   | 600859.SH | 王府井    | 179    | 15.80  | -44%    | -9%   | -5%   | 49         | 7.85      | 67.15% | 6.99%  |
| 27   | 002707.SZ | 众信旅游   | 69     | 7.00   | -29%    | -6%   | -5%   | 63         | 4.57      | 68.57% | 6.74%  |
| 28   | 6862.HK   | 海底捞    | 694    | 13.70  | -38%    | -12%  | -6%   | 48         | 6.63      | 27.63% | 0.00%  |
| 29   | 2150.HK   | 奈雪的茶   | 45     | 2.90   | -61%    | -17%  | -6%   | 13         | 0.37      | 28.62% | 0.00%  |
| 30   | 9922.HK   | 九毛九    | 78     | 6.00   | -71%    | -24%  | -9%   | 53         | 3.21      | 63.43% | 0.00%  |
| 31   | 9869.HK   | 海伦司    | 43     | 3.73   | -74%    | -20%  | -11%  | 12         | 0.48      | 32.04% | 0.00%  |
| 32   | 000524.SZ | 峨眉山    | 58     | 8.68   | -28%    | -3%   | -17%  | 145        | 13.80     | 28.14% | 0.43%  |

资料来源：Wind、德邦研究所

## 4. 公司公告与新闻回顾

### 4.1. 公司公告

- **科锐国际：发布 23 年激励计划。**1) 基本情况：公司计划股权激励计划授予限制性股票 452.65 万股，占总股本的 2.3%，其中首次授予 407.26 万股预留授予 45.39 万股，授予价格为 15.66 元，来源为公司定向增发。2) 本次激励计划授予对象：首次授予激励对象不超过 95 人，包含核心管理层、英国核心员工以及其他核心员工等。3) 业绩考核：①公司层面可归属比例=80%：24-26 年营收或归母净利润分别较 23 年增长 24%/50%/82%，对应 24-26 年营收或归母净利润 YOY 分别 24%/21%/21% ②公司层面可归属比例=100%：24-26 年营收或归母净利润分别较 23 年增长 30%/62%/103%，对应 24-26 年营收或归母净利润 YOY 分别为 30%/25%/25%。
- **红旗连锁：实控人变更。**2023 年 12 月 20 日公司实际控制人曹世如及其一致行动人曹曾俊及永辉超市与四川商投投资有限责任公司(下称“商投投资”)签署《股份转让协议》，合计转让 16.91%的股权。同时，曹世如、曹曾俊承诺在弃权期限内放弃其合计所持红旗连锁剩余的 2.82 亿股股份(占红旗连锁总股本的 20.72%)的表决权。股份转让完成及表决权放弃协议生效后，公司控股股东变更为商投投资，公司实际控制人变更为四川省政府国有资产监督管理委员会。
- **锦江酒店：1-11 月 RP 同比高增长。**(1) 境内：1-11 月中端酒店/经济型酒店/综合 RP 为 194.14 元/110.96 元/169.25 元，同增 43.12%/46.62%/47.00%，平均房价为 278.70 元/184.05 元/253.15 元，OCC 为 69.66%/60.29%/66.86%。(2) 境外：1-11 月中端酒店/经济型酒店/综合 RP 为 46.89 欧元/40.40 欧元/41.99 欧元，同增 18.76%/11.62%/13.42%，平均房价为 77.42 欧元/62.98 欧元/66.35 欧元，OCC 为 60.57%/64.15%/63.28%。
- **东方甄选：原 CEO 辞任。**最近舆论风波影响公司品牌及声誉管理，原 CEO 孙东旭自 2023 年 12 月 22 日起辞任；俞敏洪担任 CEO。
- **阿里巴巴：CEO 变更。**12 月 20 日，阿里巴巴宣布，阿里巴巴集团 CEO、淘天集团董事长吴泳铭兼任淘天集团 CEO。自此，吴泳铭将同时担任阿里巴巴集团和淘天集团、阿里云智能集团三项 CEO 职务。
- **王府井：奥莱 UP TOWN 对外营业。**12 月 22 日正式对外营业，位于北京市大兴区旧宫镇德贤路西侧开发的“世界之花”项目，项目总建筑面积 19.34 万平米，租赁期限 20 年，聚焦购物、餐饮、亲子、娱乐、健康五个核心业态，打造集购物、休闲、娱乐体验为一体的京南超级商业综合体。
- **呷哺呷哺：重订采购协议及合作框架。**公司与茶米茶重新签订合作协议，茶米茶为共计提供：1) 茶饮及茶食的配方及现场制茶及茶食技术；2) 开发全新茶饮及茶食产品；3) 餐厅员工培训，公司将与茶米茶分享总额 5%，协议从 2024.1.1 至 2026.12.31，建议 24 年/25 年/26 年合作款项上限分别为 6800 万元/8650 万元/11000 万元。
- **美丽田园：门店正式突破 400 家，覆盖超百城。**对海南启研需求提升，提高合作上限，23 年从 2950 万元提升至 3260 万元，24 年从 3450 万元提升至 4410 万元。
- **华东医药：产品获 FDA 批准，产品获临床试验批准。**1) 中美华东制药公司美国合作方 Arcutis Biotherapeutics, Inc. 对外宣布，其用于治疗 9

岁及以上患者脂溢性皮炎的药物 ZORYVE®（罗氟司特）泡沫剂（0.3%）获得美国食品药品监督管理局（FDA）批准上市。2）由中美华东申报的德谷门冬双胰岛素注射液临床试验申请获得 NMPA 批准。

- **传智教育：对子公司增资。**公司拟以 2.9 亿人民币对全资子公司大同好学教育科技有限公司增资。
- **周大生：11 月简报新增 12 家门店。**其中，华南 5 家/华中 2 家/华东 2 家/华北 3 家；专卖店 10 家/联营专柜 2 家。

#### 4.2. 行业新闻动态

- ◆ **亚马逊：2024 年欧洲站物流费用和销售佣金调整和促销。**1) 扩大欧洲站亚马逊物流新品入仓优惠计划中的福利，为符合要求的亚马逊物流新父 ASIN 销售提供平均 10% 的销售佣金返还；2) 满足条件的商品可免收低量库存费；3) 非旺季月度下调标准尺寸商品仓储费；4) 亚马逊物流配送费调整，为欧洲所有站点提供低价商品亚马逊物流费率；5) 扩大退货处理费的适用范围；6) 冗余库存相关费用年度更新。（亚马逊全球开店公众号）
- ◆ **2024 年 1 月 1 日起我国调整部分商品进出口关税。**为继续发挥进出口对经济的支撑作用，更好履行关税在统筹国内国际两个市场两种资源中的重要职能，经第八届国务院关税税则委员会第一次全体会议审议通过，并报请国务院批准，国务院关税税则委员会发布公告，2024 年将调整部分商品的进出口关税。（中国政府网）
- ◆ **LVMH 加速布局中国化妆品。**近日，全球最大消费私募机构 L atterton（路威凯腾）独家 A+ 轮投资儿童专业护肤品牌——海龟爸爸 Hi!papa，品牌于 2019 年成立，是国内领先的儿童护肤品牌，构建了满足全年龄段儿童护肤需求的完善产品矩阵，同时也是国货儿童防晒乳和洗面奶的品类先行者。（每日经济新闻）
- ◆ **海底捞试行推出 108 元自助餐。**公司在上海打浦路和杭州绍兴路已经开设了两家试点门店，于 12 月 18 日正式开业，推行自助餐限时 108 元/位，限时 2 小时。（澎湃新闻）

## 5. 风险提示

终端需求疲软

政策变化风险

研发取证风险

线下客流缩减

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

赵雅楠，德邦证券研究所商贸零售&社会服务首席分析师，复旦大学金融工程硕士、普林斯顿双学位，复旦大学财务管理学士，6年证券研究经验。2020年、2021年新财富第四团队成员，曾荣获水晶球、金麒麟等多个最佳分析师奖项。擅长公司及行业深度基本面研究和消费产业趋势分析，核心覆盖医美化妆品、珠宝电商、旅游餐饮、免税、人力资源、教育等多个板块。

易丁依，上海财经大学金融硕士，21年6月加入德邦证券，负责医美、化妆品领域研究，把握颜值经济行业趋势、分析用户画像、研究终端产品、高频跟踪渠道动销，深挖公司基本面型选手，挖掘胶原蛋白等前沿细分市场。

## 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

| 1. 投资评级的比较和评级标准：<br>以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；<br>2. 市场基准指数的比较标准：<br>A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 类别     | 评级 | 说明                            |
|--|--------|----|-------------------------------|
|  | 股票投资评级 | 买入 |                               |
|  | 增持     |    | 相对强于市场表现5%~20%；               |
|  | 中性     |    | 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；           |
|  | 减持     |    | 相对弱于市场表现5%以下。                 |
| 行业投资评级   | 优于大市   |    | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；      |
|  | 中性     |    | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间； |
|  | 弱于大市   |    | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。      |

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。