



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

李旭东

资格编号：S0120524020002

邮箱：lixid@tebon.com.cn

易丁依

资格编号：S0120523070004

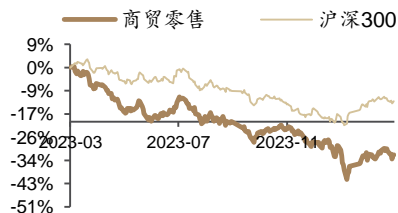
邮箱：yidy@tebon.com.cn

张望

资格编号：S0120524010002

邮箱：zhangwang@tebon.com.cn

市场表现



相关研究

- 《中国中免(601888.SH): 23年加大分红比例, 24年有望稳定高速增长》, 2024.3.29
- 《商社周报 0310: 38大促销国货持续崛起, 多品牌积极推新》, 2024.3.10
- 《商社周报 0303: 北美零售库存低位, Temu平台强势起量》, 2024.3.3
- 《商社周报 0223: 春节旅游数据火热, 《校外培训管理条例(征求意见稿)》发布有望修复K12板块估值》, 2024.2.25
- 《商社周报 0204: 商社板块23年疫后恢复性增长, 龙头预期内高增长、中小公司表现分化》, 2024.2.4

商社周报 0330: 港股商社公司 23年收入多数实现增长, 酒店旅游板块整体表现靠前

投资要点:

- **本周专题—港股商社公司 23年收入多数实现增长, 酒店旅游板块整体表现靠前。**
- **收入方面, 酒店旅游免税/餐饮板块收入增速整体表现靠前。**我们选取已经披露 23 年业绩的港股商社公司, 划分为餐饮、教育人服、酒店旅游免税、医美美护、零售五个板块, 共计 28 家公司。所选公司中, 23 年收入下滑的仅有海伦司/卓越教育集团/同道猎聘/四环医药 4 家, 其余皆实现增长。从单个公司来看, 收入增速前三的为科笛-B/携程集团-S/同程旅行, 分别为 1111%/122%/81%。从板块来看, 整体表现靠前的为酒店旅游板块, 其次为餐饮板块。酒店旅游/餐饮板块收入增速表现亮眼受益于 22 年同期的低基数。
- **利润方面, 餐饮/酒店旅游免税/零售板块所有公司均实现了利润上的增长。**从个股看, 在 28 家所选公司中, 6 家实现了扭亏, 分别为特海国际、奈雪的茶、海伦司、粉笔、同程旅行、华住集团; 3 家实现了减亏, 但仍处于亏损状态, 达势股份、呷哺呷哺、四环医药; 2 家亏损幅度扩大, 分别为科笛-B、雍禾医疗。13 家在 22 年利润为正的情况下实现了增长, 增速前三的分别为九毛九+860%/携程集团-S+607%/海底捞+227%。4 家在 22 年利润为正的情况下利润下滑, 中国东方教育/同道猎聘/时代天使/复锐医疗科技。板块方面, 餐饮/酒店旅游免税/零售板块所有公司均实现了利润上的增长, 表现靠前。
- **分红方面, 医美美护、餐饮板块股利支付率整体靠前。**在 28 家公司中, 18 家公司宣告派发股息, 10 家公司无股息。板块角度, 医美美护板块 9 家公司中 7 家派发股息, 其中股利支付率均在 40%及以上; 餐饮板块 8 家公司中 5 家派发股息, 其中股利支付率在 48%及以上。个股角度, 23 年归母净利润亏损仍然派发股息的有呷哺呷哺、四环医药。而在盈利的公司中, 股利支付率前三的公司分别为时代天使、复锐医疗科技、中国东方教育, 支付率分别为 315%、213%、145%。
- **本周回顾: 商社板块涨跌幅处行业中游水平, 金价上行带动饰品板块领涨**
- **周涨跌幅 (3.25-3.29) 饰品涨幅为 3.42%、受益于金价上行全行业领先, 美容护理/化妆品/商零/社服板块涨幅分别为-0.93%/-1.74%/-2.00%/-2.76%, 整体表现处于行业中下游水平。老凤祥、泉峰控股、颐海国际领涨。重点公司公告方面: 1) 业绩披露: 中国中免、首旅酒店、海底捞、九毛九、粉笔等多家公司披露 23 年业绩。行业新闻方面: 1) 茶百道通过港交所聆讯, 截至 2024 年 2 月 18 日, 茶百道在中国共有 7,927 家门店; 2) 3 月 26 日, 池黄高铁迎来首次试运行全线开通运营进入倒计时; 3) 国际金价创历史新高。截至 3 月 28 日收盘, 纽约商品交易所 6 月黄金期价收于每盎司 2238.40 美元; 4) 芭薇股份上市, 北交所迎来“美妆代工第一股”。**
- **投资建议: 消费板块弱复苏节奏下, 商社板块已逐步回调至较具性价比位置, 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:**
 - **社服&清明假期出行:** 根据携程发布预测洞察, 清明假期前, 境内酒店搜索热度全面超越 2019 及 2023 年同期。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有望明显改善，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】；景区板块持续看好中长期消费趋势，客流与客单持续复苏下建议关注景区标的【天目湖/长白山/三特索道/宋城演艺/九华旅游】

- **教育供需错配，剩者为王：**《校外培训管理条例（征求意见稿）》发布，政策对校外培训持积极态度，高中、非学科培训有较大发展空间。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】。
- **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) 国货在三八大促中表现较优，预估 24Q1 收入仍将保持较高增长，持续推荐加码品牌力塑造的美妆集团【珀莱雅/福瑞达/润本股份/巨子生物】；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】。
- **电商深度出海：**全托管模式兴起加速跨境竞争与打磨，红海事件升级再度考验头部品牌供应链管理能力和品牌化出海趋势下，头部卖家费控能力与溢价持续提升，建议关注零售深度出海标的【名创优品/泡泡玛特】，优质跨境大卖【赛维时代/安克创新/华凯易佰】。

● **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		
		2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
603605.SH	珀莱雅	2.9	2.78	3.67	33	35	26
2367.HK	巨子生物	1.01	1.46	1.77	39	27	22
600223.SH	福瑞达	0.04	0.30	0.37	211	28	23
300896.SZ	爱美客	5.84	8.87	11.22	59	39	31
832982.BJ	锦波生物	1.75	4.23	6.42	126	52	34
9922.HK	九毛九	0.03	0.39	0.65	173	13	8
600754.SH	锦江酒店	0.11	1.3	1.92	248	21	14
600258.SH	首旅酒店	-0.52	0.71	0.93	-	20	15

资料来源：Wind、各公司公告、德邦研究所

注：最新收盘日 2024 年 3 月 29 日

内容目录

1. 投资观点.....	4
2. 一周专题： 港股商社公司 23 年收入多数实现增长，酒店旅游板块整体表现较好.....	6
3. 一周市场表现回顾.....	9
3.1. 板块涨跌幅.....	9
3.2. 个股涨跌幅.....	9
4. 公司公告与新闻回顾.....	13
4.1. 公司公告.....	13
4.2. 行业新闻动态.....	16
5. 风险提示.....	18

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较具性价比位置，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：

社服&清明假期出行：根据携程发布预测洞察，清明假期，境内酒店搜索热度全面超越 2019 及 2023 年同期。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】；景区板块持续看好中长期消费趋势，客流与客单持续复苏下建议关注景区标的【天目湖/长白山/三特索道/宋城演艺/九华旅游】。

教育供需错配，剩者为王。《校外培训管理条例（征求意见稿）》发布，政策对校外培训持积极态度，高中、非学科培训有较大发展空间。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】。

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) 国货在三八大促中表现较优，预估 24Q1 收入仍将保持较高增长，持续推荐加码品牌力塑造的美妆集团【珀莱雅/福瑞达/润本股份/巨子生物】；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】。

电商深度出海：全托管模式兴起加速跨境竞争与打磨，红海事件升级再度考验头部品牌供应链管理能力和品牌化出海趋势下，头部卖家费控能力与溢价持续提升，建议关注零售深度出海标的【名创优品/泡泡玛特】，优质跨境大卖【赛维时代/安克创新/华凯易佰】。

表 1：投资标的估值表（收盘价 2024/3/29）

板块	代码	简称	收入（亿元）			归母净利润（亿元）			PE-24 年
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
医美	300896.SZ	爱美客	29.46	39.55	52.99	19.19	24.28	31.23	31
	688366.SH	昊海生科	26.54	32.41	38.24	4.16	4.98	6.27	30
	832982.BJ	锦波生物	7.46	11.78	16.26	2.88	4.37	6.75	34
	002612.SZ	朗姿股份	48.76	58.90	66.30	2.46	3.41	4.39	22
化妆品	603605.SH	珀莱雅	83.22	107.47	135.42	11.03	14.56	18.55	26
	2367.HK	巨子生物	35.24	46.64	59.02	14.52	17.64	22.00	22
	600223.SH	福瑞达	44.97	41.84	49.60	3.57	3.73	5.08	23
	603193.SH	润本股份	11.17	13.85	16.34	2.16	2.92	3.38	22
	300957.SZ	贝泰妮	64.23	81.27	101.53	12.56	16.45	21.68	15
	688363.SH	华熙生物	60.81	73.94	88.10	8.13	9.59	11.54	28
	603983.SH	丸美股份*	52.66	59.62	65.97	3.09	4.03	5.57	29
	300740.SZ	水羊股份	52.66	59.62	65.97	3.09	4.03	5.57	19
黄金珠宝	301371.SZ	数尔佳	19.40	21.46	23.61	7.89	8.61	9.42	14
	600612.SH	老凤祥	754.00	872.00	991.00	23.70	27.70	31.60	12
	002867.SZ	周大生*	154.37	186.93	216.60	13.94	16.44	19.21	13
	002345.SZ	潮宏基	56.96	70.74	84.12	4.08	5.07	6.13	12
跨境电商	600415.SH	小商品城*	112.85	136.02	161.98	26.66	28.70	32.11	16
	301381.SZ	赛维时代*	0.00	83.02	103.55	0.00	4.62	6.41	22
	300592.SZ	华凯易佰*	64.77	84.08	101.91	3.42	5.04	6.21	11
	002315.SZ	焦点科技*	15.27	17.87	20.78	3.79	4.70	5.83	24

	301376.SZ	致欧科技*	60.87	74.34	88.94	4.10	4.98	6.08	20
	300866.SZ	安克创新*	174.83	204.85	239.28	16.37	19.45	22.51	16
	6862.HK	海底捞*	414.26	467.42	501.58	44.21	51.46	57.36	17
	9922.HK	九毛九	67.99	92.17	119.99	5.65	9.46	12.27	8
	9987.HK	百胜中国*	777.54	848.38	931.11	58.57	64.25	70.38	17
	1405.HK	达势股份*	0.00	39.60	51.82	0.00	0.04	1.17	-
社会服务	600754.SH	锦江酒店	143.81	167.54	187.83	13.96	18.87	24.39	14
	600258.SH	首旅酒店	79.66	88.23	95.98	7.98	10.43	12.87	15
	301073.SZ	君亭酒店*	5.63	8.21	10.89	0.47	1.48	2.20	29
	300144.SZ	宋城演艺	20.35	27.64	31.79	9.06	12.72	15.29	21
	603136.SH	天目湖	6.51	7.40	8.26	1.54	1.99	2.45	19
	601888.SH	中国中免	686.31	825.59	964.33	68.49	82.17	95.20	21
	000526.SZ	学大教育*	22.40	27.06	32.65	1.48	2.20	2.96	34
	002607.SZ	中公教育*	33.80	48.41	64.35	3.24	8.90	14.69	20
	605098.SH	行动教育*	6.82	8.83	10.77	2.22	2.83	3.55	18
	003032.SZ	传智教育*	6.13	8.00	9.28	1.16	1.82	2.16	25
	300192.SZ	科德教育*	7.82	9.22	10.81	1.30	1.64	2.11	23
	300688.SZ	创业黑马*	5.12	7.28	9.96	0.16	0.39	1.10	108
教育人服	300559.SZ	佳发教育*	56.16	8.63	11.41	13.80	2.04	2.72	25
	300662.SZ	科锐国际	104.80	133.20	163.88	2.03	2.78	3.54	14
	600662.SH	外服控股*	191.96	240.94	290.47	6.13	7.27	8.37	14
	600861.SH	北京人力	390.39	481.95	569.87	5.90	9.83	11.63	11
	2469.HK	粉笔*	0.00	38.56	45.43	0.00	5.37	7.10	17
	1773.HK	天立国际控股*	23.15	32.00	45.00	3.34	5.50	8.50	14
	0839.HK	中教控股*	58.44	64.69	73.73	13.80	21.35	24.29	5
	0667.HK	中国东方教育*	0.00	44.46	49.83	0.00	3.96	4.74	12

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

2. 一周专题： 港股商社公司 23 年收入多数实现增长，酒店旅游板块整体表现较好

我们选取已经披露 23 年业绩的港股商社公司，划分为餐饮、教育人服、酒店旅游免税、医美美护、零售五个板块，共计 28 家公司。

23 年收入多实现增长。所选公司中，23 年收入下滑的仅有海伦司/卓越教育集团/同道猎聘/四环医药 4 家，其余皆实现增长。从单个公司来看，收入增速前三的为科笛-B/携程集团-S/同程旅行，分别为 1111%/122%/81%。从板块来看，整体表现靠前的为酒店旅游免税板块，携程/同程/华住/中免增速分别为 122%/81%/58%/24%；其次为餐饮板块，8 家公司中的 6 家均实现了 20% 及以上的增长，分别为达美乐+51%/九毛九+49%/海底捞+34%/呷哺呷哺+25%/特海国际+23%/奈雪的茶+20%。

酒店旅游/餐饮板块收入增速表现亮眼受益于 22 年同期的低基数。国家统计局数据，2023 年社零中餐饮收入为 52890 亿元/同比+20.4%，而 2022 年社零中餐饮收入为 43941 亿元/同比下降 6.3%。旅游方面，根据文化和旅游部，2023 年，国内出游人次 48.91 亿，比上年同期增加 23.61 亿，同比增长 93.3%；国内游客出游总花费 4.91 万亿元，比上年增加 2.87 万亿元，同比增长 140.3%。而 2022 年，国内旅游总人次 25.30 亿，同比下降 22.1%；国内旅游收入 2.04 万亿元，同比下降 30.0%。

图 1：港股商社板块公司 23 年业绩表现

	证券代码	证券简称	所属行业-申万一级	所属行业-申万三级	23年营收(亿元)	增速	23年归母净利润(亿元)	22年归母净利润(亿元)	增速
餐饮	1405.HK	达势股份	社会服务	酒店餐饮	31	51%	-0.3	-2.2	-
	9922.HK	九毛九	社会服务	酒店餐饮	60	49%	4.5	0.5	820%
	6862.HK	海底捞	社会服务	酒店餐饮	415	34%	45.0	13.7	227%
	0520.HK	呷哺呷哺	社会服务	酒店餐饮	59	25%	-2.0	-3.5	-
	9658.HK	特海国际	社会服务	酒店餐饮	7	23%	0.3	-0.4	-
	2150.HK	奈雪的茶	社会服务	酒店餐饮	52	20%	0.1	-4.7	-
	1579.HK	颐海国际	食品饮料	调味发酵品 II	61	0%	8.5	7.4	15%
	9869.HK	海伦司	社会服务	酒店餐饮	12	-22%	1.8	-16.0	-
教育/人服	1769.HK	思考乐教育	社会服务	教育	6	42%	0.9	0.5	58%
	2469.HK	粉笔	社会服务	教育	30	8%	1.9	-20.9	-
	0667.HK	中国东方教育	社会服务	教育	40	4%	2.7	3.7	-26%
	3978.HK	卓越教育集团	社会服务	教育	5	0%	0.9	0.6	62%
	6100.HK	同道猎聘	社会服务	专业服务	23	-13%	0.0	0.4	-98%
酒店旅游免税	9961.HK	携程集团-S	社会服务	旅游及景区	445	122%	99.2	14.0	607%
	0780.HK	同程旅行	社会服务	旅游及景区	119	81%	15.5	-1.5	-
	1179.HK	华住集团-S	社会服务	酒店餐饮	219	58%	40.9	-18.2	-
	1880.HK	中国中免	商贸零售	旅游零售 II	675	24%	67.9	51.1	33%
医美美护	2487.HK	科笛-B	医药生物	生物制品	1	1111%	-19.6	-5.6	-
	2145.HK	上美股份	美容护理	化妆品	42	57%	4.6	1.5	213%
	2367.HK	巨子生物	美容护理	医疗美容	35	49%	14.5	10.0	45%
	2373.HK	美丽田园医疗健康	美容护理	医疗美容	21	31%	2.2	1.0	109%
	2279.HK	雍禾医疗	美容护理	医疗美容	18	26%	-5.5	-0.9	-
	6826.HK	昊海生物科技	医药生物	医疗器械	26	25%	4.2	1.8	131%
	6699.HK	时代天使	美容护理	医疗美容	15	16%	0.5	2.1	-75%
	1696.HK	复锐医疗科技	美容护理	医疗美容	4	1%	0.3	0.4	-22%
	0460.HK	四环医药	医药生物	化学制药	19	-15%	-0.5	-19.1	-
零售	9992.HK	泡泡玛特	轻工制造	文娱用品	63	36%	10.8	4.8	128%
	2411.HK	百果园集团	商贸零售	专业连锁 II	114	1%	3.6	3.2	12%

资料来源：wind，德邦研究所

利润方面，从个股看，在 28 家所选公司中：

6 家实现了扭亏，分别为特海国际、奈雪的茶、海伦司、粉笔、同程旅行、华住集团。

3 家实现了减亏，但仍处于亏损状态，分别为达势股份、呷哺呷哺、四环医药。

2 家亏损幅度扩大，分别为科笛-B、雍禾医疗。

13 家在 22 年利润为正的情况下实现了增长，增速前三的分别为九毛九+820%/携程集团-S +607%/海底捞+227%。

4 家在 22 年利润为正的情况下利润下滑，分别为中国东方教育/同道猎聘/时代天使/复锐医疗科技。

板块方面，餐饮/酒店旅游免税/零售板块所有公司均实现了利润上的增长，表现靠前。

图 2：港股商社板块公司估值（3.29 日）

	证券代码	证券简称	市值	归母净利润 23A	PE 23A
餐饮	1405. HK	达势股份	59	-0.3	-
	9922. HK	九毛九	73	4.5	16
	6862. HK	海底捞	893	45.0	20
	0520. HK	呷哺呷哺	16	-2.0	-
	9658. HK	特海国际	79	0.3	310
	2150. HK	奈雪的茶	41	0.1	313
	1579. HK	颐海国际	139	8.5	16
	9869. HK	海伦司	37	1.8	21
教育/人服	1769. HK	思考乐教育	21	0.9	25
	2469. HK	粉笔	90	1.9	48
	0667. HK	中国东方教育	47	2.7	17
	3978. HK	卓越教育集团	23	0.9	25
	6100. HK	同道猎聘	14	0.0	1879
酒店旅游免税	9961. HK	携程集团-S	2,140	99.2	22
	0780. HK	同程旅行	423	15.5	27
	1179. HK	华住集团-S	897	40.9	22
	1880. HK	中国中免	1,750	67.9	-
医美美护	2487. HK	科笛-B	22	-19.6	-1
	2145. HK	上美股份	181	4.6	39
	2367. HK	巨子生物	384	14.5	26
	2373. HK	美丽田园医疗健康	33	2.2	15
	2279. HK	雍禾医疗	5	-5.5	-
	6826. HK	昊海生物科技	148	4.2	36
	6699. HK	时代天使	115	0.5	-
	1696. HK	复锐医疗科技	15	0.3	-
	0460. HK	四环医药	45	-0.5	-
	零售	9992. HK	泡泡玛特	350	10.8
2411. HK		百果园集团	47	3.6	-

资料来源：wind，德邦研究所

分红情况：医美美护、餐饮板块股利支付率整体表现靠前。在 28 家公司中，18 家公司宣告派发股息，10 家公司无股息。

板块角度，医美美护板块 9 家公司中 7 家派发股息，其中股利支付率均在 30% 及以上；餐饮板块 8 家公司中 5 家派发股息，23 年利润为正的股利支付率在 48% 及以上。

个股角度，23 年归母净利润亏损仍然派发股息的有呷哺呷哺、四环医药。而在盈利的公司中，股利支付率前三的公司分别为时代天使、中国东方教育、海底捞，支付率分别为 315%、145%、90%。

图 3：港股商社板块公司 23 年分红情况

	证券代码	证券简称	是否分红	股息总额 (亿元)	23 年归母净利润	股利支付率	股息率
餐饮	1579. HK	颐海国际	是	7.67	8.53	90%	5.5%
	6862. HK	海底捞	是	40.50	44.99	90%	4.5%
	9869. HK	海伦司	是	1.47	1.81	81%	4.0%
	0520. HK	呷哺呷哺	是	0.60	-1.99	-	3.8%
	9922. HK	九毛九	是	2.16	4.53	48%	2.9%
	9658. HK	特海国际	否	0.00	1.82	0%	0.0%
	2150. HK	奈雪的茶	否	0.00	0.13	0%	0.0%
	1405. HK	达势股份	否	0.00	-0.27	0%	0.0%
教育	0667. HK	中国东方教育	是	3.95	2.73	145%	8.3%
	3978. HK	卓越教育集团	是	0.27	0.91	29%	1.2%
	6100. HK	同道猎聘	否	0.00	0.01	0%	0.0%
	1769. HK	思考乐教育	否	0.00	0.86	0%	0.0%
	2469. HK	粉笔	否	0.00	1.89	0%	0.0%
酒店旅游	0780. HK	同程旅行	是	3.07	15.54	20%	0.7%
	1880. HK	中国中免	是	34.14	67.90	50%	2.0%
	1179. HK	华住集团-S	否	0.00	40.85	0%	0.0%
	9961. HK	携程集团-S	否	0.00	99.18	0%	0.0%
医美美护	0460. HK	四环医药	是	2.99	-0.54	-	6.7%
	1696. HK	复锐医疗科技	是	0.67	2.23	30%	4.5%
	2373. HK	美丽田园医疗健康	是	1.00	2.16	47%	3.0%
	2367. HK	巨子生物	是	8.86	14.52	61%	2.3%
	2145. HK	上美股份	是	3.78	4.61	82%	2.1%
	6699. HK	时代天使	是	1.69	0.53	315%	1.5%
	6826. HK	昊海生物科技	是	1.67	4.16	40%	1.1%
	2487. HK	科笛-B	否	0.00	-19.64	0%	0.0%
零售	2279. HK	雍禾医疗	否	0.00	-5.46	0%	0.0%
	2411. HK	百果园集团	是	0.68	3.62	19%	1.4%
	9992. HK	泡泡玛特	是	3.79	10.82	35%	1.1%

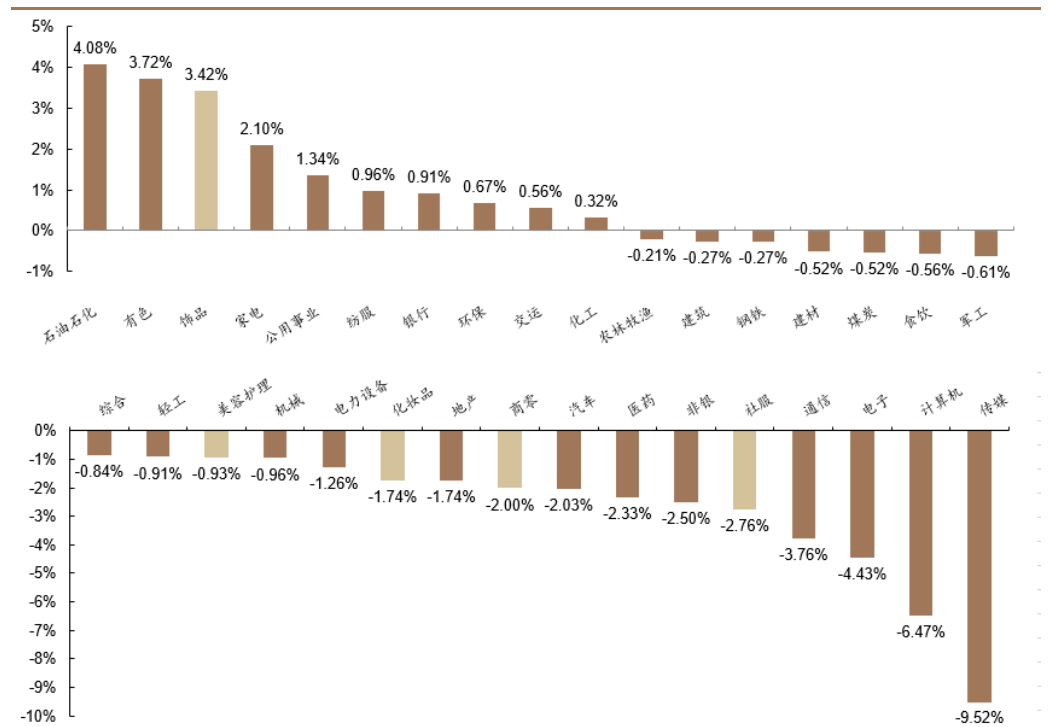
资料来源：wind，相关公司年报，德邦研究所

3. 一周市场表现回顾

3.1. 板块涨跌幅

本周（3.25-3.29）：饰品涨幅为 3.42%、受益于金价上行处于行业领先，美容护理/化妆品/商零/社服板块涨幅分别为-0.93%/-1.74%/-2.00%/-2.76%，整体表现处于行业中下游水平。

图 4：板块涨跌幅回顾（涨跌幅选取 3 月 25 日-3 月 29 日）



资料来源：Wind、德邦研究所

3.2. 个股涨跌幅

美护板块：

涨幅前三：江苏吴中（+11%）、蓝月亮集团（+9%）、水羊股份（+8%）

跌幅前三：壹网壹创（-11%）、鲁商发展（-11%）、昊海生科（-8%）

图 5：美护板块本周涨跌幅（涨跌幅选取 3 月 25 日-3 月 29 日）

美护板块	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)	本周成交额(亿元)	流通盘占比	基金持股比例
1	600200.SH	江苏吴中	83	11.67	+2%	+31%	+1%	406	45.31	82.38%	9.55%
2	6993.HK	蓝月亮集团	106	2.00	+7%	+3%	+9%	6	0.12	14.86%	0.00%
3	300740.SZ	水羊股份	77	19.75	+8%	+23%	+8%	46	8.64	53.30%	9.68%
4	300896.SZ	爱美客	747	345.43	+7%	+6%	+2%	10	32.29	43.86%	18.35%
5	603059.SH	倍加洁	22	21.66	+4%	+13%	+2%	8	1.78	25.34%	2.02%
6	603605.SH	珀莱雅	381	95.98	+3%	-10%	+1%	8	7.11	50.03%	7.25%
7	300856.SZ	科思股份	132	78.17	+6%	+20%	0%	5	4.05	34.59%	13.94%
8	832982.BJ	梯渡生物	150	220.80	+5%	-7%	0%	1	1.82	34.75%	7.29%
9	430335.NQ	华韩整形	16	19.43	+3%	-5%	0%	1	0.14	0.00%	0.00%
10	603630.SH	拉芳家化	28	12.62	+8%	+9%	-1%	16	2.02	39.97%	2.25%
11	605136.SH	丽人丽妆	33	8.19	+7%	+5%	+2%	26	2.08	42.11%	0.05%
12	300132.SZ	青松股份	21	4.00	+3%	+7%	+2%	32	1.29	82.52%	6.08%
13	300955.SZ	嘉亨家化	16	15.69	+9%	+7%	+2%	7	1.01	39.51%	11.12%
14	000963.SZ	华东医药	544	31.00	+5%	-8%	+2%	41	12.75	41.72%	9.74%
15	301108.SZ	洁雅股份	23	28.18	+8%	+1%	+3%	1	0.42	31.61%	8.49%
16	688363.SH	华熙生物	271	56.17	+6%	-12%	+3%	6	3.52	33.99%	19.31%
17	000718.SZ	苏宁环球	63	2.07	+20%	-13%	+3%	144	3.03	49.94%	1.85%
18	603983.SH	九美股份	117	29.20	+6%	-8%	+3%	8	2.28	19.20%	4.43%
19	600315.SH	上海家化	123	18.17	+4%	-7%	+2%	24	4.36	47.74%	2.59%
20	300957.SZ	贝泰妮	254	59.97	+2%	-9%	+4%	13	7.68	30.20%	10.35%
21	001328.SZ	登康口腔	38	21.88	+3%	-4%	+5%	7	1.47	25.00%	2.48%
22	002762.SZ	金发拉比	26	7.25	+9%	+4%	+5%	58	4.29	46.28%	0.44%
23	000615.SZ	奥园美谷	21	2.76	+30%	-1%	+5%	112	3.22	67.23%	0.00%
24	002612.SZ	朗姿股份	74	16.64	+3%	-7%	+6%	21	3.56	43.66%	5.38%
25	688366.SH	昊海生科	148	98.50	+9%	-6%	+8%	3	3.12	36.23%	5.77%
26	600223.SH	鲁商发展	86	8.44	+2%	-7%	+1%	61	5.38	45.72%	5.02%
27	300792.SZ	壹网壹创	44	18.54	+3%	-6%	+1%	20	3.89	48.26%	0.79%

资料来源: Wind、德邦研究所
注: 基金持股比例数据截止 2023-12-31

黄金珠宝板块:

涨幅前三: 老凤祥(+16%)、周大生(+5%)、潮宏基(+4%)

跌幅前三: 周生生(-9%)、黄河旋风(-6%)、国机精工(-6%)

图 6: 珠宝板块本周涨跌幅(涨跌幅选取 3 月 25 日-3 月 29 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	600612.SH	老凤祥	331	85.52	+24%	+24%	+16%	10	8.30	18.53%	10.93%
2	002867.SZ	周大生	211	19.23	+27%	+4%	+5%	35	6.57	36.00%	8.36%
3	002345.SZ	潮宏基	59	6.69	-2%	+9%	+4%	49	3.16	59.52%	17.21%
4	600916.SH	中国黄金	189	11.26	+14%	+12%	+1%	84	9.24	49.91%	2.05%
5	300945.SZ	曼卡龙	26	9.89	-30%	+8%	0%	45	4.31	51.27%	8.64%
6	0590.HK	六福集团	114	21.45	+2%	+2%	0%	2	0.52	28.12%	0.00%
7	301071.SZ	力量钻石	89	34.04	+5%	+19%	-1%	22	7.44	49.79%	1.01%
8	300179.SZ	四方达	38	7.90	-11%	+12%	-1%	26	2.02	60.01%	0.95%
9	301177.SZ	迪阿股份	98	24.53	-17%	-2%	-1%	5	1.24	10.00%	2.99%
10	600655.SH	豫园股份	238	6.12	-1%	-7%	-1%	105	6.38	48.23%	1.12%
11	1929.HK	周大福	1,045	11.54	-1%	-2%	-2%	23	2.61	17.49%	0.00%
12	000519.SZ	中兵红箭	177	12.73	-9%	-1%	-3%	81	10.18	57.66%	2.97%
13	688028.SH	沃尔德	27	17.76	-29%	+2%	-4%	11	1.86	51.72%	5.85%
14	002046.SZ	国机精工	54	10.26	-11%	+2%	-6%	57	5.89	49.51%	3.89%
15	600172.SH	黄河旋风	45	3.12	-17%	+2%	-6%	137	4.40	75.58%	0.63%
16	0116.HK	周生生	51	8.30	-8%	-14%	-9%	6	0.48	41.05%	0.00%

资料来源: Wind、德邦研究所;
注: 豫园股份为德邦证券关联方, 此处仅列举涨跌幅, 不存在对个股倾向性投资建议; 基金持股比例数据截止 2023-12-31

社服板块:

涨幅前三: 颐海国际(+12%)、同程旅行(+4%)、海昌海洋公园(+4%)

跌幅前三: 奈雪的茶(-13%)、锋尚文化(-11%)、锦江酒店(-7%)

图 7：社服板块本周涨跌幅（涨跌幅选取 3 月 25 日-3 月 29 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	1579.HK	明海国际	139	14.82	20%	35%	12%	34	4.73	46.07%	0.00%
2	0780.HK	网程旅行	423	20.65	43%	5%	4%	48	9.63	53.21%	0.00%
3	2255.HK	海昌海洋公园	57	0.77	-13%	3%	4%	63	0.46	37.78%	0.00%
4	1179.HK	华住集团	897	30.30	15%	3%	4%	6	1.78	54.31%	0.00%
5	000524.SZ	峨眉山	62	9.30	4%	26%	4%	92	8.27	28.38%	0.86%
6	2411.HK	百果园	47	3.28	-4%	20%	2%	6	0.19	64.57%	0.00%
7	9987.HK	百胜中国	1,111	308.20	-7%	-10%	2%	1	3.62	90.41%	0.00%
8	1992.HK	复星旅游文化	40	3.56	-3%	-18%	2%	4	0.15	14.15%	0.00%
9	600054.SH	黄山旅游	75	12.22	12%	11%	2%	29	3.43	29.71%	3.59%
10	0880.HK	澳博控股	154	2.39	-3%	0%	2%	27	0.64	37.10%	0.00%
11	601888.SH	中国中免	1,750	85.42	2%	-2%	1%	88	74.59	44.07%	6.10%
12	300795.SZ	宋奥会展	62	40.32	9%	3%	1%	8	3.06	44.16%	16.55%
13	6862.HK	海底捞	893	17.66	21%	23%	0%	88	15.19	27.63%	0.00%
14	2282.HK	美高梅中国	451	13.08	32%	3%	0%	33	4.43	13.55%	0.00%
15	9869.HK	海伦司	37	3.23	-1%	-3%	0%	3	0.11	32.07%	0.00%
16	1928.HK	金沙中国	1,618	22.05	-4%	-1%	0%	56	12.41	30.09%	0.00%
17	605108.SH	同庆楼	76	29.05	-8%	3%	-1%	4	1.18	31.41%	15.61%
18	600138.SH	中青旅	78	10.75	1%	3%	-1%	64	6.78	77.01%	3.54%
19	601007.SH	金陵饭店	27	7.00	1%	4%	-1%	31	2.11	56.50%	1.58%
20	603136.SH	天目湖	37	20.12	10%	14%	-1%	15	2.96	53.55%	9.79%
21	1128.HK	永利澳门	333	6.99	9%	6%	-1%	32	2.28	22.68%	0.00%
22	0027.HK	银河娱乐	1,559	39.30	-1%	-7%	-1%	35	14.07	37.12%	0.00%
23	301073.SZ	岩亭酒店	44	22.40	-1%	17%	-1%	16	3.54	36.88%	16.15%
24	002186.SZ	全聚德	31	10.12	1%	4%	-1%	38	3.76	55.95%	0.46%
25	603043.SH	广州酒家	99	17.46	-1%	-6%	-2%	12	2.11	32.68%	2.60%
26	002707.SZ	众信旅游	66	6.71	-8%	8%	-3%	88	5.79	68.57%	12.04%
27	9961.HK	携程集团	2,140	345.20	24%	-3%	-3%	5	16.45	89.88%	0.00%
28	300144.SZ	宋城演艺	269	10.26	4%	-5%	-3%	91	9.37	58.78%	13.98%
29	0520.HK	呷哺呷哺	16	1.59	-3%	-18%	-3%	32	0.51	45.04%	0.00%
30	9922.HK	九毛九	73	5.64	-8%	4%	-3%	77	4.26	63.43%	0.00%
31	600185.SH	格力地产	110	5.86	-1%	-11%	-4%	70	4.21	55.05%	1.02%
32	600258.SH	首旅酒店	159	14.26	2%	-7%	-3%	83	11.96	53.20%	16.42%
33	300755.SZ	华致酒行	67	16.09	-1%	-5%	-3%	8	1.23	28.99%	0.77%
34	603069.SH	海汽集团	56	17.63	-4%	4%	-6%	35	6.35	47.48%	0.09%
35	600859.SH	王府井	151	13.33	-1%	-12%	-6%	63	8.54	67.15%	10.18%
36	1448.HK	福寿园	102	4.84	2%	-5%	-2%	51	2.49	50.51%	0.00%
37	600754.SH	锦江酒店	266	27.27	5%	-6%	-2%	64	17.93	40.38%	13.80%
38	300860.SZ	锋尚文化	50	36.71	-3%	-8%	-1%	16	6.03	29.96%	21.59%
39	2150.HK	奈雪的茶	41	2.66	-1%	-14%	-1%	28	0.77	28.62%	0.00%

资料来源：Wind、德邦研究所

注：基金持股比例数据截止 2023-12-31

教育人服等板块：

涨幅前三：朝云集团（+12%）、泡泡玛特（+4%）、爱帝宫（+2%）

跌幅前三：同道猎聘（-24%）、传智教育（-12%）、东方时尚（-12%）

图 8：教育人服板块本周涨跌幅（涨跌幅选取 3 月 25 日-3 月 29 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	6601.HK	潮云集团	20	1.62	9%	10%	12%	6	0.10	19.98%	0.00%
2	9992.HK	泡泡玛特	350	28.75	42%	47%	4%	30	8.47	54.78%	0.00%
3	0286.HK	爱帝宫	2	0.06	-79%	-22%	2%	113	0.06	28.83%	0.00%
4	3650.HK	KEEP	19	4.06	-71%	-13%	2%	22	0.90	23.63%	0.00%
5	301335.SZ	天元宠物	23	18.23	-15%	9%	1%	6	1.13	39.58%	3.65%
6	605299.SH	舒华体育	40	9.76	-1%	25%	1%	18	1.72	27.28%	0.49%
7	1598.HK	21世纪教育	2	0.22	-17%	-20%	0%	1	0.00	27.03%	0.00%
8	605098.SH	行动教育	51	43.49	13%	6%	0%	5	2.20	37.16%	39.27%
9	600861.SH	北京城乡	109	19.21	3%	3%	0%	14	2.61	36.80%	20.57%
10	2180.HK	万宝盛华	9	5.00	-17%	-16%	0%	0	0.00	24.21%	0.00%
10	A21698.SZ	希宝宠物	0	0.00	0%	0%	0%	0	0.00	0.00%	0.00%
12	300651.SZ	金陵体育	20	15.36	-23%	7%	0%	12	1.83	42.89%	3.11%
13	0667.HK	中国东方教育	47	2.40	-10%	-9%	0%	17	0.40	24.16%	0.00%
14	0839.HK	中教控股	99	4.19	-11%	-6%	-1%	18	0.74	38.47%	0.00%
15	002891.SZ	中瓷股份	70	23.78	-10%	1%	-2%	18	4.17	46.28%	8.41%
16	603214.SH	爱婴室	18	12.66	-23%	4%	-3%	11	1.39	51.37%	4.13%
17	300673.SZ	佩蒂股份	29	11.32	-15%	2%	-3%	12	1.32	50.20%	9.87%
18	600158.SH	中体产业	80	8.29	7%	3%	-3%	61	5.04	72.16%	1.52%
19	1765.HK	希望教育	18	0.25	-81%	-24%	-5%	139	0.35	49.01%	0.00%
20	002607.SZ	中公教育	182	2.95	-28%	-15%	-8%	985	29.79	68.50%	9.72%
21	301078.SZ	孩子王	72	6.47	-21%	-10%	-8%	112	7.74	40.53%	1.47%
22	300662.SZ	科锐国际	38	19.50	-29%	-9%	-9%	17	3.37	69.58%	29.60%
23	002858.SZ	力盛体育	21	12.82	-33%	2%	-10%	55	7.22	77.57%	13.34%
24	603377.SH	东方时尚	28	3.84	-9%	26%	-12%	514	21.21	55.60%	1.70%
25	003032.SZ	传智教育	46	11.50	-20%	-4%	-12%	82	9.77	17.20%	2.44%
26	6100.HK	同道猎聘	14	2.98	-48%	-23%	-24%	14	0.45	33.67%	0.00%

资料来源: Wind、德邦研究所
注: 基金持股比例数据截止 2023-12-31

零售板块:

涨幅前三: 泉峰控股 (+14%)、高鑫零售 (+11%)、重庆百货 (+1%)

跌幅前三: 天下秀 (-14%)、遥望科技 (-13%)、壹网壹创 (-11%)

图9: 零售板块本周涨跌幅(涨跌幅选取3月25日-3月29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	2285.HK	泉峰控股	91	19.66	-18%	31%	14%	5	0.98	20.59%	0.00%
2	6808.HK	高鑫零售	135	1.56	11%	16%	13%	64	0.96	21.30%	0.00%
3	600729.SH	重庆百货	122	27.24	-3%	-9%	1%	14	3.74	43.02%	12.10%
4	1528.HK	红星美凯龙	132	1.67	-23%	-1%	-5%	4	0.06	18.14%	0.00%
5	002697.SZ	红旗连锁	66	4.83	-3%	3%	-8%	52	2.48	51.33%	4.59%
6	601828.SH	美凯龙	132	3.33	-14%	-7%	-5%	57	1.89	25.40%	1.27%
7	9896.HK	名创优品	461	40.25	2%	12%	-8%	10	3.87	37.52%	0.00%
8	300622.SZ	博士眼镜	29	16.52	-17%	6%	-5%	8	1.37	55.35%	5.40%
9	605136.SH	丽人丽妆	33	8.19	-17%	5%	-2%	26	2.08	42.11%	0.05%
10	9991.HK	宝尊电商	10	5.98	-15%	0%	-2%	0	0.01	64.46%	0.00%
11	003010.SZ	若羽臣	20	16.41	-19%	6%	-5%	16	2.53	49.53%	0.41%
12	002315.SZ	焦点科技	114	36.04	9%	11%	-5%	27	9.63	52.12%	23.33%
13	601933.SH	永辉超市	207	2.28	-19%	-14%	-5%	207	4.76	40.37%	0.69%
14	603708.SH	家家悦	66	10.27	-21%	-1%	-3%	16	1.64	29.61%	7.53%
15	0178.HK	莎莎国际	23	0.83	-18%	-13%	-5%	8	0.07	35.95%	0.00%
16	301260.SZ	格力博	61	12.40	-29%	-3%	-5%	17	2.13	24.84%	12.29%
17	600827.SH	百联股份	146	8.74	-8%	-5%	-5%	30	2.70	36.76%	1.98%
18	002803.SZ	吉安股份	67	17.35	-16%	8%	-5%	87	14.97	64.14%	3.31%
19	301101.SZ	明月镜片	57	28.07	-33%	-10%	-5%	6	1.61	29.18%	26.39%
20	603613.SH	国联股份	161	22.22	1%	6%	-5%	170	40.19	65.50%	11.86%
21	600415.SH	小商品城	473	8.63	18%	5%	-5%	210	18.46	44.33%	4.14%
22	300866.SZ	安克创新	314	77.28	-13%	-5%	-6%	10	7.45	37.17%	13.55%
23	002640.SZ	跨境通	41	2.66	-29%	-8%	-6%	210	5.68	79.31%	0.01%
24	300592.SZ	华凯易佰	56	19.30	-22%	-2%	-5%	25	4.80	45.75%	10.54%
25	002127.SZ	南极电商	74	3.00	-23%	-8%	-5%	151	4.61	69.97%	0.74%
26	1797.HK	东方甄选	194	20.80	-25%	-14%	-5%	33	7.22	44.45%	0.00%
27	300792.SZ	壹网壹创	44	18.54	-28%	-6%	-11%	20	3.89	48.26%	0.79%
28	002291.SZ	遥望科技	60	6.43	-31%	-10%	-13%	142	9.62	79.09%	1.60%
29	600556.SH	天下秀	89	4.91	-17%	-3%	-13%	235	12.04	61.11%	2.23%

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

- **中国中免：发布 2023 年报。**2023 年营收 675.4 亿元，同比增长 24.08%；归母净利润 67.13 亿元，同比增长 33.46%；基本每股收益 3.25 元。拟向全体股东每 10 股派发现金红利 16.5 元(含税)，合计拟派发现金红利 34.14 亿元(含税)。本年度公司现金分红比例为 50.85%，较往年 30% 水平显著提升。

国内消费环境复苏，低基数下免税业务高增。分业务看，免税收入 442.31 亿元/同比+69.91%，毛利率 39.49%/同比+0.08pct；有税收入 223.44 亿元/同比-20.12%，毛利率 15.25%/同比-2.17pct。分地区看，海南地区营业收入 396.50 亿元/同比+14.25%，毛利率 25.76%/同比+0.33pct；上海地区营业收入 178.2 亿元/同比+25.99%，毛利率 23.8%/同比+0.86pct。

业务结构优化带动毛利率改善，租金上涨导致期间费用率增长。全年毛利率 31.82%/同比+3.43pct，主要受益于高毛利率免税业务占比提升，品类结构调整和定价举措开始生效后价格竞争压力持续缓解。销售/管理/研发费用率分别为 13.95%/3.27%/0.09%，同比分别 +6.54pct/-0.79pct/+0.01pct，期间费用率合计 16.02%/同比+4.08pct。其中销售费用率增加主要为机场租金费用增长，23 年 12 月上海机场开始执行新租金协议。

1-2 月离岛免税消费受高基数影响有所下滑，23 年多个新项目稳健推进。根据海口海关数据，24 年 1-2 月离岛免税销售额 97 亿/ 同比-21%，购物人次/人均消费金额同比分别-3%/-19%，主要系去年疫情放开后基数较高。三亚凤凰机场免税店二期实现开业，作为机场隔离区内独栋免税购物综合体，涵盖腕表珠宝、香化、电子产品等众多品类；三亚国际免税城 C 区全球美妆广场开业运营，独栋经营香化品类，聚合了 Chanel（香奈儿）、Dior（迪奥）、Estee Lauder（雅诗兰黛）、Lancome（兰蔻）等核心品牌的双层旗舰店；三亚国际免税城二期云戒岛（原河心岛）改造升级，实现 LV（路易威登）、Dior（迪奥）等顶级奢侈品牌及 Buccellati（布契拉提）、Celine（思琳）、Loro Piana（诺悠翩雅）等超 30 家国际高端品牌开业。

持续优化业务布局，稳步拓展渠道资源。23 年，口岸渠道方面，公司与首都机场、上海机场签署补充协议，有利于进一步提高机场免税业务市场竞争力；公司成功中标国内多个机场及口岸免税、有税店项目经营权，进一步巩固公司在国内大中型机场及口岸的渠道优势。市内渠道方面，公司正积极推进市内店调研、选址、定位、规划等工作。海外渠道方面，公司有成功获取柬埔寨暹粒吴哥国际机场免税店经营权并实现开业，中标新加坡樟宜机场麒麟精品店经营权等。

- **巨子生物：发布 2023 年业绩。**23 年营收/利润进一步增长，均超预期表现亮眼。公司 23 年实现营业收入 35.24 亿/+49.0%，归母净利润 14.52 亿/+44.9%，收入、利润均超预期，主因电商渠道放量增长。收入结构调整影响综合毛利率及净利率表现，拆分数据来看：（1）毛利率：23 年为 83.6%/-0.76pcts，稳定高位水平，因产品结构及渠道结构调整略有下降；23H1/23H2 分别为 84.1%/83.2%，下半年盈利能力进一步提高。（2）期间费用：销售费率 33.0%/+3.17pcts，主因高销售费率投放的电商渠道营收快速增长带来综合销售费率提升；管理费率为 2.75%/-1.95pcts，规模效应下有所摊薄；研发费率为 2.1%、基本持平，持续加大研发投入。（3）净利率：23 年为 41.1%/-1.27pcts，23H1/23H2 分别为 41.5%/40.8%，整体保持稳定。

两大品牌完善产品矩阵，明星单品增量明显。（1）可复美：23 年营收 27.88 亿/+72.9%。核心大单品胶原棒表现持续亮眼，23 年“双 11”可复美胶原棒 GMV 同比增长 200%+，24 年 3.8 大促可复美胶原棒产品势头强劲，天猫李佳琦直播间可复美的次抛棒预定量 10 万+，且可复美品牌位列前 10 名榜单，看好未来增长趋势延续。23 年来，品牌陆续上新胶原乳、OK 乳、胶原面霜等多款产品，开拓修复、深度清洁等领域，完善产品功能覆盖，产品矩阵进一步完善。（2）可丽金：23 年营收 6.17 亿元，与 22 年基本持平，品牌定位中高端市场，主打以抗皱紧致美白为核心功效，23 年公司进行全面视觉升级，以白紫为主色追求质感的包装展现出品牌升级决心；可丽金近日上新胶卷眼霜、胶卷面霜等产品，推新巩固产品系列化，加速品牌升级。

电商渠道稳步增长，渠道建设成果明显。（1）线上 DTC 直销：23 年营收 21.55 亿元/+77.5%，占比 61.2%、持续提升；23 年“双 11”可复美线上全渠道全周期 GMV 同比增长超 100%，占据天猫面部精华类目/京东家庭护理单品/抖音品牌次抛精华好评榜 TOP1；其中天猫官方旗舰店/京东平台/抖音官方直播间全周期 GMV 分别同比增长 80%+/100%+/200%+；可丽金线上全渠道全周期 GMV 同比增长 50%+，其中天猫官方旗舰店/京东平台/抖音官方直播间全周期 GMV 分别同比增长 100%+/60%+/70%+；（2）其他渠道：面向电商平台的线上直销营收为 1.78 亿/+43%；线下直销为 0.89 亿/+40%；经销渠道为 11.04 亿/+15%，持续加强线上平台精细化运营，加大费用投入，线上渠道均实现高增，渠道建设成果明显。

- **雍禾医疗：发布 2023 年业绩。**取得收入 17.77 亿元，同比增加 25.8%；毛利 9.97 亿元，同比增加 14.28%；研发开支 2927.9 万元，同比增加 58.31%。价跌量增，植固一体切换成长模式。植固一体发展的内生协同效应使整体业务逐步恢复稳定，分业务看，1）植发业务：2023 年实现收入 13.54 亿元（yoy+31.4%），消费环境改善与客流回补带动服务患者数同增 55.6%至 6.11 万人，“一口价”体系拓宽手术价格区间致平均消费同降 15.5%至 2.22 万元，对应毛利率同降 3.0pcts 至 59.4%。专业化服务体系下接受中高端手术服务患者占比显著上升，接受业务院长/雍享服务患者数占比分别同增 4.0/2.3pcts 至 26.6%/5.0%。2）养固业务：实现收入 3.88 亿元（yoy+7.1%），年服务患者数同增 24.4%至 7.87 万人，人均消费同降 13.9%至 0.49 万元，机构扩张导致的折旧摊销影响，毛利率同降 15.7pcts 至 46.1%，养固服务复购率达 23.4%。

全国拓店进度不止，持续强化运营能力。公司以可延展与灵活的商业模式持续扩张全国市场份额，并积极调整营运效能优化资源分配：1）植发机构：于华南、华东、华中等二三线城市新建植发机构 21 家，新增宁夏、青海等地区覆盖，同时关闭旗下 9 家门店；2）史云逊：于广深两地新开史云逊机构 7 家，关停 3 家低效门店。当前公司已有植发机构 75 家（同比增长 12 家），其中成熟期/发展期/新建期各 47/12/16 家，史云逊门店 13 家（同比增长 4 家），仍为中国覆盖城市最广、规模最大的连锁毛发医疗集团。

提升医疗服务能力，精细化服务塑造品牌。1）战略上：集团全面升级发展思路，引入“好医生-一人一案”理念，持续优化并精进医疗服务流程。2）培训端：采取门诊医生考核与认证、强医计划的分层集训与新医生 OMO 带教模式，确保服务质量与素养的持续提升，当前已组建医疗团队 1612 人，其中专业医生达 350 名。3）服务端：推进运营与营销数字化，研发部署“禾帆”一期系统，深度优化关键业务流程与客户管理系统，并启动智能化创新的 AI 技术“雍禾智能诊室”一期研发，有效提升用户体验。4）营销端：构建跨平台的内容营销体系，联合新华网启动“毛发森林公益计划”等创新活动，在品牌形象与定位进行全方位升级与优化。

- **首旅酒店:发布 2023 年报。**实现营业收入 77.93 亿元,同比增长 53.10%;归属于上市公司股东的净利润 7.95 亿元,同比扭亏为盈;归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 7.19 亿元;基本每股收益 0.7120 元。以 2023 年 12 月 31 日的总股本 1,116,603,126 股为基数,拟每股派发 0.22 元(含税),公司本次不进行资本公积金转增股本。

首旅酒店 2023 年的 RevPAR(每间可销售房收入)为 173 元。公司还计划在 2024 年新开酒店 1200-1400 家,以进一步扩大市场份额和提升品牌影响力。

- **思考乐教育:发布 2023 年业绩。**集团总收益比去年同期增长了 41.9%至人民币 570.6 百万元。集团权益持有人应占年内净溢利由上年度的人民币 54.4 百万元增长了 58.0%至人民币 86.0 百万元,主要是由于(i)总辅导课时增加,从而带动收益增加,(ii)集团持续努力提升营运效率,及(iii)金融资产的公允价值收益(而去年录得公允价值亏损)。集团的毛利率由上年度的 34.5%增加至该年度的 41.8%。

集团来自素养课程的收益由去年人民币 369.8 百万元增长至人民币 518.9 百万元,相关辅导课时亦由去年的 4,282,148 个课时增长至 5,973,028 个课时。

- **卓越教育集团:发布 2023 年业绩。**实现收益 4.89 亿元,同比下降 0.37%。毛利 2.30 亿元,同比增长 32.82%。公司拥有应占溢利 9124.6 万元,同比增长 62.11%。每股盈利 12.12 分。

- **海底捞:发布 2023 年业绩。**23 年整体收入为人民币 414.53 亿元,同比增长 33.6%。年内溢利为人民币 44.95 亿元,同比增长约 174.6%。

2023 年海底捞接待顾客近 4 亿人次,日均进店超 100 万人次。2023 年,海底捞餐厅整体翻台率为 3.8 次/天,同比增长 26.7%。截至 2023 年 12 月 31 日,海底捞大中华区共经营 1374 家门店。其中,一线城市门店 232 家,二线城市门店 538 家,三线及以下城市 581 家,港澳台地区 23 家。

- **美丽田园医疗健康:发布 2023 年业绩。**2023 年集团全年总营业收入达人民币 21.5 亿元,同比增长 31.2%。收入提升带来的规模效应和持续优化的业务结构推动公司整体盈利水平提升,集团毛利率由 2022 年的 43.9%提升至 45.6%。净利润达人民币 2.3 亿元,同比增长 108.2%,净利润率增长至 10.7%,较 2022 年上升 4.0 个百分点。董事会已议决建议派发截至 2023 年 12 月 31 日止年度的末期股息每股 0.47 港元。

- **九毛九:发布 2023 年业绩。**集团的总收入从上年度的人民币 4,005.7 百万元增加 49.4%至截至 2023 年 12 月 31 日止年度的人民币 5,985.9 百万元,而年度纯利则从上年度的人民币 55.6 百万元大幅增加 763.3%至该年度的人民币 480.0 百万元。

2023 年新开 180 间餐厅,包括 134 间太二餐厅、35 间怂火锅餐厅、四间九毛九餐厅、六间赖美丽烤鱼餐厅及一间赏鲜悦木牛肉火锅(赏鲜悦木)餐厅。截至 2023 年 12 月 31 日,集团在中国 142 个城市、新加坡、加拿大 1 个城市、马来西亚 1 个城市、泰国 1 个城市和美国 2 个城市自主经营 726 间餐厅。

太二的收入由截至 2022 年 12 月 31 日止年度的 31.08 亿元增加 44.0%至截至 2023 年 12 月 31 日止年度的 44.77 亿元,乃主要由于太二的餐厅网络由截至 2022 年 12 月 31 日的 450 间餐厅扩张至截至 2023 年 12 月 31 日的 578 间餐厅,其业务经营从疫情中恢复,使得 2023 年的经营天数较 2022 年有所增加及太二餐厅的翻台率由 2022 年的 3.5 增加至 2023 年的 4.1。来自太二的收入占总收入的比例由 2022 年的 77.6%下降

至 2023 年的 74.8%，此乃主要由于集团旗下其他品牌的扩张。

- **奈雪的茶：发布 2023 年业绩。**2023 年奈雪的茶收入为 51.64 亿元，同比上升约 20.3%；经调整净利润/（亏损）由 2022 年的亏损 4.61 亿元变为 2023 年的盈利 2090 万元；公司权益股东应占利益为 1322.4 万元，基本及摊薄每股盈利为 0.01 分。

截至 2023 年 12 月 31 日，集团在 111 个城市拥有 1574 间奈雪的茶直营门店。其中，2023 年净新增 506 间奈雪的茶直营门店。奈雪的茶直营门店录得门店经营利润 8.29 亿元，较 2022 年上升约 76.3%；直营门店门店经营利润率为 17.7%，较 2022 年上升约 5.9 个百分点。集团经营活动所得现金净额为 8.29 亿元，同比上升约 170.2%。

- **粉笔：发布 2023 年业绩。**2023 年实现营收 30.21 亿元，同比增长 7.5%；粉笔 2022 年的年度利润为亏损 20.89 亿元，2023 年扭亏为盈，盈利 1.89 亿元。

截至 2023 年 12 月 31 日，粉笔共有全职讲师 3225 名，营运中心 202 间，月均活跃用户为 910 万。财报显示，2023 年粉笔整体师均收入贡献高达 93.7 万元，较上年的 71.3 万元同比增长 31.4%。其中，小班师均收入贡献约 60 万元。

4.2. 行业新闻动态

- ◆ **茶百道通过港交所聆讯。**四川百茶百道实业股份有限公司日前已通过港交所聆讯并于 2024 年 3 月 24 日披露通过聆讯后的资料集。根据弗若斯特沙利文的报告，按 2023 年零售额计算，茶百道在中国现制茶饮店市场中排名第三，市场份额为 6.8%，较 2022 年的 6.6% 进一步提升。2023 年，茶百道门店的总零售额约 169 亿元。截至 2024 年 2 月 18 日，茶百道在中国共有 7,927 家门店，覆盖全国 31 个省市，实现中国所有省份及各线城市的全覆盖。（IPO 早知道）
- ◆ **池黄高铁开始试运行。**3 月 26 日，池黄高铁迎来首次试运行全线开通运营进入倒计时。池黄高铁起自池州站，途经池州市贵池区、青阳县，黄山市黄山区、黟县，终至黟县东站，正线全长约 125 公里，设计时速 350 公里。全线设池州、九华山、黄山西、黟县东 4 座车站，其中九华山、黄山西为本线新建车站，池州站为既有改建车站，黟县东站为既有车站。池黄高铁横贯皖南国际文化旅游示范区核心区，串联起皖南“两山一湖”（黄山、九华山、太平湖）。九华山站距九华山风景区 6 公里，黄山西站距离黄山风景区不到 10 公里，距离太平湖风景区 30 公里，从池州站至黄山北站高铁运行约 40 分钟。（黄山日报）
- ◆ **国际金价创历史新高。**美国当地时间 3 月 28 日，国际金价更是连续第二日创下收盘历史新高。截至 3 月 28 日收盘，纽约商品交易所 6 月黄金期价收于每盎司 2238.40 美元，涨幅为 1.16%。（金融界）

图 10: 国际金价走势



资料来源：中金在线，德邦研究所

- ◆ **芭薇股份上市，北交所迎来“美妆代工第一股”。**3月29日，广东芭薇股份科技股份有限公司正式登陆北交所，成为北交所美妆代工第一股。公司股票代码为“837023”。

芭薇股份主营业务为化妆品的研发、生产、销售及检测，产品类别涵盖护肤品、面膜、洗护、彩妆等品类。发行人产品销售覆盖国内外市场，累计服务的化妆品品牌商超过 1,000 家，与联合利华、仁和匠心、HBN、SKINTIFIC、丸美股份、凌博士、纽西之谜、谷雨、红之等国内外知名化妆品品牌商建立了较为稳定的业务合作关系。

根据灼识咨询行业报告，公司是化妆品代工行业的 9 家主要参与者之一，根据化妆品报“2022 年中国化妆品制造商评选”，公司排名行业第六位。此外，公司深耕化妆品制造环节，在产品备案特别是护肤品备案方面，具备较强的市场竞争力。根据美业研究院数据，截至 2023 年 6 月末，公司所生产的化妆品产品备案超 13,000 款，其中，公司护肤品产品备案逾 11,000 款，系全国护肤品产品备案最多的化妆品制造商之一。

芭薇股份近年来主营业务收入持续增长，2020-2022 年度复合增长率超 20%。2020-2023 年上半年，公司营业收入分别为 31,404.27 万元、41,558.88 万元、45,937.97 万元及 21,319.71 万元；归属于母公司股东的净利润分别为 2,835.67 万元、2,125.13 万元、3,803.95 万元及 2,172.18 万元；归属于母公司股东的扣除非经常性损益后的净利润分别为 2,583.61 万元、1,997.01 万元、3,485.54 万元及 1,913.69 万元。

(格隆汇)

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

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 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；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		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。
2. 市场基准指数的比较标准： 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。	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。