

## 商贸零售行业跟踪周报

# 奢侈品集团 24Q1 业绩总览：亚太地区消费承压，日本地区虹吸延续

增持（维持）

### 投资要点

- **24Q1 海外香化集团亚太/中国区延续负增趋势。**雅诗兰黛亚太/欧莱雅北亚/资生堂中国/爱茉莉太平洋亚洲（除韩国）/LVMH 香化/宝洁美容板块 24Q1 有机增速（剔除汇率及收购因素）为 3%/-1%/-3%/-14%/-6%/3%。重点香化集团在中国所在区域仍为负增趋势，但幅度较 23Q4 环比有所收窄。其中雅诗兰黛增速转正，系由于香港地区进一步恢复及中国大陆 Q1 的低基数。
- **24Q1 奢侈品集团精品（手表珠宝&皮具服饰）亚太/中国区增速普遍转负。**LVMH 亚太/爱马仕北亚/历峰中国/开云亚洲（除日本）/Prada 亚太/Tapestry 大中华板块 24Q1 有机增速为-6%/14%/-12%/-19%/16%/-5%，相较 23Q4 的低基数正增长而言，除爱马仕及 Prada 外全面转为负增长。爱马仕系由于较好的供求关系，Prada 系由于其高增长品牌 MiuMiu 带动，维持正增长。
- **各重要集团销售表现分地区来看，24Q1 日本地区奢侈品消费虹吸现象仍在持续。**从四大奢侈品集团爱马仕/LVMH/历峰/开云分地区数据来看，亚太（除日本）增速大多转负，而日本地区仍维持高增速。爱马仕日本/亚太（除日本）增速为 25%/14%；LVMH 日本/亚洲（除日本）增速为 32%/-6%；历峰集团日本/亚太增速为 41%/-12%；开云集团日本/亚太（除日本）增速为 16%/-19%。日本市场的走强主要由于日元汇率的持续走弱。日元对人民币汇率 2021/2022/2023/2024 至今分别跌 13%/5%/4%/9%；日元对美元汇率 2021/2022/2023/2024 至今分别跌 10%/12%/7%/11%。基于美元标价的奢侈品在日本销售价格优势凸显，形成对中国大陆的消费虹吸效应。
- **投资建议：**建议关注美联储降息预期带来的宏观触底预期演绎，消费筑底预期叠加国内政策催化推动增量资产配置奢侈品/免税相关板块标的，中国中免、王府井、格力地产、海汽集团等。
- **风险提示：**消费恢复不及预期，宏观经济波动等。

2024 年 07 月 14 日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 石旻瑄

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

证券分析师 阳靖

执业证书：S0600523020005

yangjing@dwzq.com.cn

研究助理 王琳婧

执业证书：S0600123070017

wanglj@dwzq.com.cn

研究助理 郝越

执业证书：S0600122080022

xiy@dwzq.com.cn

### 行业走势



### 相关研究

《酒店集团业绩显著复苏，24 年 RevPAR 预期谨慎乐观》

2024-03-31

《跨境电商行业深度报告》

2024-03-26

## 内容目录

1. 本周行业观点 .....	4
2. 本周行情回顾 .....	6
3. 细分行业公司估值表 .....	6
4. 本周发布报告 .....	8
5. 本周行业重点公告 .....	12
6. 风险提示 .....	12

## 图表目录

图 1: 本周各指数涨跌幅 .....	6
图 2: 年初至今各指数涨跌幅 .....	6
表 1: 香化品牌最新销售规模 (亿元) 及季度同比增速情况 .....	4
表 2: 精品品牌亚太 (除日本) 销售规模 (亿元) 及季度同比增速情况 .....	4
表 3: 重要集团分地区销售规模 (亿元) 及季度同比增速情况 .....	5
表 4: 行业公司估值表 (市值更新至 7 月 12 日) .....	7

## 1. 本周行业观点

**24Q1 海外香化集团亚太/中国区延续负增趋势。** 雅诗兰黛亚太/欧莱雅北亚/资生堂中国/爱茉莉太平洋亚洲（除韩国）/LVMH 香化/宝洁美容板块 24Q1 有机增速（剔除汇率及收购因素）分别为 3%/-1%/-3%/-14%/-6%/3%。重点香化集团在中国所在区域仍为负增趋势，但幅度较 23Q4 环比有所收窄。其中雅诗兰黛增速转正，系由于香港地区进一步恢复及中国大陆 Q1 的低基数。

表1: 香化品牌最新销售规模（亿元）及季度同比增速情况

公司	部门	上财年销售额	本财年累计销售额	自然季度同比增速								
				22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
雅诗兰黛	亚太	375.31	178.09	-4%	-19%	-7%	-7%	7%	36%	-3%	-7%	3%
欧莱雅	北亚	817.63	827.57	9%	12%	0%	5%	2%	6%	-5%	-6%	-1%
资生堂	中国	143.10	122.46	-14%	-14%	-2%	-8%	-3%	20%	-9%	-21%	-3%
爱茉莉太平洋	亚洲(除韩国)	70.81	57.60	-10%	-39%	-22%	-24%	-27%	14%	-13%	-16%	-14%
LVMH	香化	557.51	641.93	17%	8%	10%	5%	10%	16%	9%	15%	-6%
宝洁	美容	1084.45	291.05	3%	0%	4%	3%	7%	11%	5%	1%	3%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注 1: 各公司销售额据期末汇率换算为人民币口径; 最新季报披露截止日期均为 2024 年 3 月 31 日, 除雅诗兰黛和宝洁最新季报期为 FY2024Q3 外, 其余公司均为 2024Q1; 除爱茉莉太平洋外, 自然季度增速均采用可比口径。

注 2: 2024 年 Q1 表中增速大于 0 的标红底, 小于 0 的标灰底。

**24Q1 奢侈品集团精品（手表珠宝&皮具服饰）亚太/中国区增速普遍转负。** LVMH 亚太/爱马仕北亚/历峰中国/开云亚洲（除日本）/Prada 亚太/Tapestry 大中华板块 24Q1 有机增速分别为-6%/14%/-12%/-19%/16%/-5%，相较 23Q4 的低基数正增长而言，除爱马仕及 Prada 外全面转为负增长。爱马仕系由于较好的供求关系，Prada 系由于其高增长品牌 MiuMiu 带动，维持正增长。

表2: 精品品牌亚太（除日本）销售规模（亿元）及季度同比增速情况

公司	部门	2019 财年销售额	上财年销售额	本财年累计销售额	自然季度同比增速								
					22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
LVMH	亚太	1258.37	1715.05	2072.82	8%	-8%	6%	-8%	14%	34%	11%	15%	-6%
爱马仕	北亚	202.39	401.13	486.86	20%	10%	34%	25%	23%	34%	10%	12%	14%
历峰	中国	396.41	594.84	489.81	8%	-16%	6%	-9%	25%	40%	8%	13%	-12%
开云	亚洲	408.77	484.86	531.49	0%	-15%	7%	-19%	10%	22%	1%	8%	-19%
Prada	亚太	79.53	88.92	80.58				-6%	22%	28%	13%	32%	16%
Tapestry	大中华	62.76	73.40	36.18	-8%	-15%	-14%	-27%	13%	43%	4%	17%	-5%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注 1: 各公司销售额根据期末汇率换算为人民币口径; 最新季报披露截止日期均为 2024 年 3 月 31 日, 其中历峰、Tapestry

最新季报期为 FY2024Q4、FY2024Q3 外，其余公司均为 2024Q1；除 Tapestry 收入增速为报表口径外，自然季度增速均采用可比口径；除 Tapestry 收入采用大中华区外，其余公司收入均为亚太（除日本）部门数据。

注 2：2024 年 Q1 表中增速大于 0 的标红底，小于 0 的标灰底。

### 各重要集团销售表现分地区来看，24Q1 日本地区奢侈品消费虹吸现象仍在持续。

从四大奢侈品集团爱马仕/LVMH/历峰/开云分地区数据来看，亚太（除日本）增速大多转负，而日本地区仍维持高增速。爱马仕日本/亚太（除日本）增速为 25%/14%；LVMH 日本/亚洲（除日本）增速为 32%/-6%；历峰集团日本/亚太增速为 41%/-12%；开云集团日本/亚太（除日本）增速为 16%/-19%。日本市场的走强主要由于日元汇率的持续走弱。日元对人民币汇率 2021/2022/2023/2024 至今分别跌 13%/5%/4%/9%；日元对美元汇率 2021/2022/2023/2024 至今分别跌 10%/12%/7%/11%。基于美元标价的奢侈品在日本销售价格优势凸显，形成对中国大陆的消费虹吸效应。

表3：重要集团分地区销售规模（亿元）及季度同比增速情况

公司	部门	2019 财年销 售额	上财年 销售额	本财年 累计销 售额	自然季度同比增速									
					22Q 1	22Q 2	22Q 3	22Q 4	23Q 1	23Q 2	23Q 3	23Q 4	24Q 1	
爱马仕	法国	67.78	76.82	98.88	40%	42%	11%	24%	28%	20%	18%	16%	14%	
	欧洲（除法国）	93.93	110.89	141.10	44%	26%	12%	5%	21%	22%	18%	21%	15%	
	日本	67.53	79.49	97.79	17%	23%	23%	16%	26%	26%	24%	26%	25%	
	亚太（除日本）	202.39	401.13	486.86	20%	10%	34%	25%	23%	34%	10%	12%	14%	
	美洲	96.97	154.36	194.19	44%	26%	18%	41%	19%	21%	20%	22%	12%	
	其他地区	9.38	14.94	23.21	25%	31%	46%	28%	47%	38%	53%	39%	113%	
LVMH	美洲	1006.7	1543.6	1671.6	26%	22%	11%	7%	8%	-1%	2%	8%	2%	
	日本	293.62	400.18	468.06	30%	37%	30%	29%	34%	29%	30%	20%	32%	
	亚洲（除日本）	1258.4	1715.1	2072.8	8%	-8%	6%	-8%	14%	34%	11%	15%	-6%	
	欧洲	796.97	914.70	1671.6	45%	48%	36%	22%	24%	19%	7%	5%	2%	
历峰	欧洲	311.35	327.58	270.01	43%	57%	36%	19%	21%	11%	-1%	-3%	7%	
	亚太	396.41	594.84	489.81	8%	-16%	6%	-9%	25%	40%	8%	13%	-12%	
	美洲	192.87	334.78	269.55	46%	29%	14%	3%	12%	-2%	4%	8%	12%	
	日本	86.80	121.11	103.84	23%	90%	64%	43%	36%	14%	12%	18%	41%	
	中东、非洲	70.24	117.06	94.14	69%	7%	18%	10%	20%	15%	3%	10%	15%	
开云	西欧	372.18	411.81	410.58	75%	94%	74%	16%	15%	4%	-10%	-8%	-9%	
	北美	220.98	411.81	337.27	42%	8%	1%	-15%	-18%	-23%	-21%	-11%	-11%	
	日本	93.04	91.51	102.65	20%	45%	31%	14%	30%	26%	28%	13%	16%	
	亚太（除日本）	395.44	503.32	513.23	0%	-15%	7%	-19%	10%	22%	1%	8%	-19%	
	其他	81.41	106.76	102.65	46%	24%	17%	0%	-1%	5%	-4%	-1%	6%	
欧莱雅	欧洲		825.91	1009.6	16%	12%	11%	8%	16%	21%	16%	12%	13%	
	北美		734.76	865.16	13%	11%	9%	9%	17%	10%	12%	9%	12%	
	北亚		817.63	827.57	9%	12%	0%	5%	2%	6%	-5%	-6%	-1%	
	西/南亚、非洲		212.69	267.58	16%	31%	30%	13%	27%	21%	24%	22%	16%	

拉丁美洲	171.26	226.39	22%	22%	16%	14%	22%	25%	25%	23%	16%
雅诗 美洲	326.46	174.05	11%	9%	-3%	-3%	6%	-	6%	-1%	-1%
兰黛 欧、非、中东	449.81	201.82	18%	-9%	-5%	-17%	-24%	-15%	-27%	-14%	12%
亚太	375.31	178.09	-4%	-19%	-7%	-7%	7%	36%	-3%	-7%	3%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注1：各公司销售额根据期末汇率换算为人民币口径；最新季报披露截止日期均为2024年3月31日，历峰、雅诗兰黛对应最新财报期为FY2024Q4、FY2024Q3，其余为2024Q1。

注2：2024年Q1表中增速大于0的标红底，小于0的标灰底。

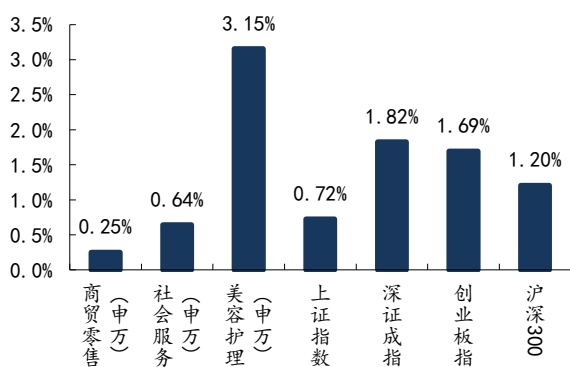
**投资建议：**建议关注美联储降息预期带来的宏观触底预期演绎，消费筑底预期叠加国内政策催化推动增量资金配置奢侈品/免税相关板块标的，**中国中免、王府井、格力地产、海汽集团**等。

## 2. 本周行情回顾

本周(7月8日至7月12日)，申万商贸零售指数涨跌幅+0.25%，申万社会服务+0.64%，申万美容护理+3.15%，上证综指+0.72%，深证成指+1.82%，创业板指+1.69%，沪深300指数+1.20%。

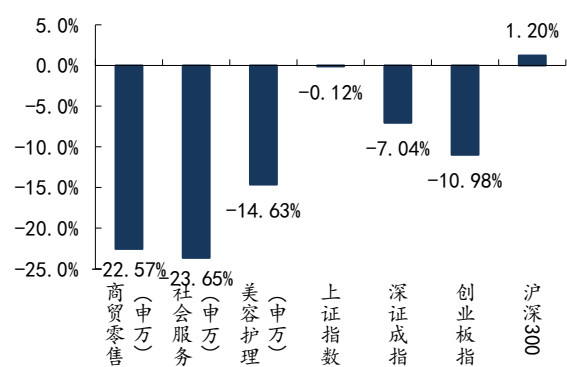
年初至今(1月2日至7月12日)，申万商贸零售指数涨跌幅-22.57%，申万社会服务-23.65%，申万美容护理-14.63%，上证综指-0.12%，深证成指-7.04%，创业板指-10.98%，沪深300指数+1.20%。

图1：本周各指数涨跌幅



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：年初至今各指数涨跌幅



数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 3. 细分行业公司估值表

表4: 行业公司估值表(市值更新至7月12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
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
<b>化妆品&amp;医美</b>										
603605.SH	珀莱雅	427	107.55	11.94	15.08	18.68	36	28	23	买入
300957.SZ	贝泰妮	200	47.15	7.57	10.59	13.20	26	19	15	买入
603983.SH	丸美股份	103	25.59	2.59	3.92	4.78	40	26	21	未评级
600315.SH	上海家化	122	18.00	5.00	5.68	6.73	24	21	18	买入
600223.SH	福瑞达	66	6.53	3.03	3.45	4.15	22	19	16	买入
688363.SH	华熙生物	293	60.78	5.93	7.28	8.48	49	40	35	买入
300896.SZ	爱美客	512	169.20	18.58	25.12	32.55	28	20	16	买入
300856.SZ	科思股份	110	32.49	7.34	9.27	11.76	15	12	9	买入
2279.HK	雍禾医疗	4	0.85	-5.46	-1.79	0.26	-	-	16	未评级
300740.SZ	水羊股份	51	13.15	2.94	3.92	4.72	17	13	11	未评级
832982.BJ	锦波生物	149	168.29	3.00	5.98	8.33	50	25	18	买入
2367.HK	巨子生物	391	41.60	14.52	17.23	21.57	27	23	18	买入
<b>培育钻石&amp;珠宝</b>										
600612.SH	老凤祥	286	54.75	22.14	26.01	30.76	13	11	9	买入
002867.SZ	周大生	140	12.73	13.16	15.29	18.15	11	9	8	买入
1929.HK	周大福	788	8.64	53.84	64.99	73.08	15	12	11	买入
002345.SZ	潮宏基	40	4.55	3.33	3.83	4.54	12	11	9	买入
600916.SH	中国黄金	158	9.38	9.73	12.20	14.46	16	13	11	买入
605599.SH	菜百股份	96	12.35	7.07	8.16	9.30	14	12	10	买入
<b>免税旅游出行</b>										
601888.SH	中国中免	1,402	67.75	67.14	81.96	95.57	21	17	15	买入
600009.SH	上海机场	862	34.62	9.34	21.06	30.03	92	41	29	增持
600258.SH	首旅酒店	142	12.74	7.95	9.10	9.84	18	16	14	买入
600754.SH	锦江酒店	246	22.98	10.02	14.87	18.36	25	17	13	买入
1179.HK	华住集团-S	739	25.20	40.85	37.88	42.20	18	20	18	买入
600859.SH	王府井	157	13.81	7.09	8.54	10.04	22	18	16	增持
0780.HK	同程旅行	327	15.40	21.99	28.00	33.00	15	12	10	增持
300144.SZ	宋城演艺	214	8.17	-1.10	11.93	14.66	-	18	15	增持
301073.SZ	君亭酒店	35	18.21	0.31	1.36	2.06	116	26	17	增持
603136.SH	天目湖	28	10.34	1.47	1.81	2.17	19	15	13	增持
002707.SZ	众信旅游	68	6.92	0.32	1.79	2.27	211	38	30	增持
603199.SH	九华旅游	35	31.30	1.75	2.02	2.28	20	17	15	未评级
600054.SH	黄山旅游	81	11.13	4.23	4.76	5.30	19	17	15	未评级
000888.SZ	峨眉山A	59	11.23	2.28	2.84	3.27	26	21	18	未评级
603099.SH	长白山	62	23.33	1.38	1.93	2.34	45	32	27	未评级
<b>出口链</b>										

600415.SH	小商品城	414	7.54	26.76	31.70	36.24	15	13	11	买入
300866.SZ	安克创新	330	62.40	16.15	17.60	21.41	20	19	15	买入
301376.SZ	致欧科技	82	20.33	4.13	4.97	6.20	20	16	13	买入
301381.SZ	赛维时代	89	22.21	3.36	4.44	5.75	26	20	15	未评级
603661.SH	恒林股份	55	39.49	2.63	5.55	6.64	21	10	8	买入
9896.HK	名创优品	437	38.00	17.69	25.03	32.07	25	17	14	买入
<b>产业互联网</b>										
600057.SH	厦门象屿	143	6.29	15.74	19.22	23.27	9	7	6	买入
600153.SH	建发股份	248	8.41	131.04	58.70	68.53	2	4	4	未评级
600755.SH	厦门国贸	151	6.85	19.15	25.06	29.78	8	6	5	未评级
600710.SH	苏美达	106	8.09	10.30	11.07	11.71	10	10	9	增持
9878.HK	汇通达网络	116	22.55	4.48	6.05	7.83	26	19	15	买入
<b>小家电</b>										
688696.SH	极米科技	49	70.55	1.21	3.29	4.82	41	15	10	未评级
603486.SH	科沃斯	246	42.67	6.12	11.32	14.32	40	22	17	买入
688169.SH	石头科技	496	376.62	20.51	25.22	29.89	24	20	17	未评级
<b>超市&amp;其他专业连锁</b>										
600729.SH	重庆百货	87	19.48	13.15	13.31	13.98	7	7	6	买入
600814.SH	杭州解百	44	6.05	2.60	2.89	3.20	17	15	14	未评级
002419.SZ	天虹股份	50	4.24	2.27	2.43	2.75	22	20	18	未评级
601933.SH	永辉超市	198	2.18	-13.29	3.87	5.28	-	51	37	未评级
002697.SZ	红旗连锁	64	4.68	5.61	6.02	6.41	11	11	10	未评级
603708.SH	家家悦	53	8.30	1.36	2.51	3.00	39	21	18	未评级
300755.SZ	华致酒行	60	14.29	2.35	2.87	3.47	25	21	17	买入
301101.SZ	明月镜片	46	22.68	1.58	1.83	2.12	29	25	22	买入
301078.SZ	孩子王	59	5.33	1.05	2.62	3.40	57	23	17	未评级
603214.SH	爱婴室	16	11.38	1.05	1.15	1.29	15	14	12	未评级

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注 1：表中已评级标的的净利润预测为东吴证券研究所预测；未评级标的采用 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=0.91:1 换算（对应 2024.7.12 汇率）；

注 3：名创优品财年为 0630，表中 2023A 对应 FY2023A；同程旅行使用经调整净利润口径。

## 4. 本周发布报告

### 《小商品城：完成董事会选举，期待国企改革再结硕果》

7月8日公司公告，公司经董事会会议审议一致通过，选举王栋先生为公司董事长及董事会战略委员会主任委员，任期自本次董事会审议通过之日起至本届董事会届满之日止。王栋先生 2019 年加入小商品城，曾任副董事长，总经理。加入小商品城前为义



乌市国资委副主任。

公司近年来重点推进国企改革，取得一系列成果：

①落地股权激励，激发员工活力：公司 2020 年落地限制性股票激励方案，授予 439 名核心员工（首次+预留授予人数，占 2020 年总员工数的约 9.5%），累计授予 4904 万股（占激励落地前总股本 1%），激励考核目标 2023 年结束，已全部达成。

②有序推进市场扩建：2022 年小商品城二区东扩市场落成投运，2023 年发布《全球数贸中心项目可行性研究报告》，拟在现有义乌国际商贸城周边，建设第六代小商品市场“全球数贸中心”，总建面 124 万方，预计 2025 年 Q3 开始招商投用。这将扩充小商品城市场的可租面积，做大义乌小商品产业带，并增厚公司市场经营利润。

③推进租金市场化改革，2024 年涨租条款落地：小商品城租金与市场化水平存在一定差异。公司 2023 期末对市场到期商位的租金进行调整，平均上浮 5.5%。未来公司结合义乌指数引入评价体系，结合我国 GDP 增速、市场化租金价格波动、市场景气指数等指标构建租金差异化定价模型，预计未来 3 年增长率不低于 5%。

④Chinagoods 平台成功落地。公司 2019 年推出义乌市场官网&跨境综合服务平台——Chinagoods 平台。该平台不但提供产品展示和销售，也集成采购、出货、报税、回款、国际物流等功能，提供小商品跨境经营一站式服务。2023 年，Chinagoods 平台的 GMV 超过了 650 亿元。

⑤Yiwu Pay 跨境支付业务高速发展，完善贸易生态闭环，后续有望成为公司的重要成长点。2023 年 2 月公司上线了跨境人民币支付平台 Yiwu Pay，至年底累计开通跨境人民币账户超 2 万个，新增跨境人民币支付业务交易额超 85 亿人民币，与全球数百家主流银行合作，交易覆盖五大洲 150 余个国家和地区，可支持币种突破 25 个，已收款币种达 16 个。

公司此次管理层改组是国企改革进程的一部分。小商品城是义乌小商品产业链的核心，后续公司在完善小商品全链条服务能力、跨境支付平台进一步推进、数字资产积累和变现等方面，仍然大有可为。

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2024-2025 年归母净利润为 31.7/ 36.2/ 41.0 亿元，同比+18.5%/ +14.3%/ +13.2%，对应 7 月 8 日收盘价为 13/ 11/ 10 倍 P/E，维持“买入”评级。

风险提示：新市场建设及新业务发展不及预期，外需疲软等

### 《众信旅游 2024 半年度业绩预告点评：Q2 业绩超预期，环比有望继续走强》

2024H1 公司预计归母净利润为 0.65~0.80 亿元，同比扭亏，扣非归母净利润为 0.60~0.75 亿元，同比扭亏。

Q2 业绩超预期: 2024 年单 Q2 归母净利润为 0.37~0.52 亿元, 2023Q2 为 0.03 亿元; 扣非归母净利润为 0.32~0.47 亿元, 2023Q2 为 0.02 亿元, 业绩超预期。Q2 单季度归母净利润预告区间中值为 0.44 亿元, 较 Q1 的 0.28 亿元环比增长 58%。系居民出境游进一步修复, 公司作为出境游旅行社龙头, 营收、利润的持续修复。

民航国际客流继续爬坡彰显出境游进一步景气: 截至 2024 年 5 月, 全国/北京首都机场/上海机场/白云机场国际及地区客流较 2019 年恢复程度分别为 83%/49%/85%/76%, 较 Q1 的全国 77% 水平有进一步修复。随着国际航班、目的地签证等旅游供应链逐步恢复, 出境游市场有望加速复苏。

暑期旺季有望带动 Q3 业绩环比继续走强: 公司拓宽上下游资源, 优化产品结构, 提高运营效率, 盈利能力持续提升。暑期为出境游传统旺季, 公司预计 2024 年暑期出境游人次较去年将提升 100%, 预期 Q3 业绩有望环比 Q2 进一步走强。

盈利预测与投资评级: 众信旅游作为国内出境游运营商龙头, 批发零售一体加速全国布局, 出境游产品矩阵丰富, 疫情期间行业供给出清, 龙头公司有望率先受益于出境游恢复, 盈利能力持续修复。考虑 Q2 业绩超预期, 我们上调众信旅游盈利预期, 2024-2026 年归母净利润分别为 1.8/2.3/2.9 亿元 (前值为 1.2/2.1/2.7 亿元), 对应 PE 为 34/27/21 倍, 维持“增持”评级。

风险提示: 宏观需求不及预期风险, 汇率上涨风险, 市场竞争加剧风险等。

### 《重庆百货: 2024H1 主业利润预减 4.5%, 高基数下业绩有所下滑》

2024H1 公司收入为 89.8 亿元, yoy-12%, 归母净利润为 7.12 亿元, yoy-21%; 扣非净利润为 7.04 亿元, yoy-13%。去年同期的非经常损益主要是登康口腔上市的公允价值变动损益。分业务看, 公司旗下马上消费金融子公司 (下称马消) 贡献利润 3.3 亿元, yoy-21%。剔除马消后, 主业扣非净利润为 3.74 亿元, yoy-4.5%。

对应到 2024Q2: 公司收入为 41.3 亿元, yoy-18.5%; 归母净利润为 2.8 亿元, yoy-28.9%。扣非净利润为 2.6 亿元, yoy-26.5%。分板块, 我们测算马消贡献投资收益约为 1.6 亿元, yoy-31%; 剔除马消后, 主业扣非净利润为 0.94 亿元, yoy-16.4%。

2024Q2 业绩下滑主要系去年同期基数较高、非经常损益波动等原因影响: 我们认为公司 2024Q2 业绩主要原因包括: ① 去年同期非经常性损益 9,169.03 万元 (调整后), 主要为登康口腔上市交易, 公允价值增长较大; ② 马消 2023H2 开始加大拨备计提力度, 且 2023Q2 业绩基数较高; ③ 2023Q2 公司零售主业业绩基数较高, 今年消费环境下 2024Q2 基数正常, 因此产生同比下滑。公司 2021Q1/Q2 主业利润为 3.48/ 0.99 亿, 2023Q1/Q2 为 2.79/ 1.12 亿, 2024Q1/Q2 为 2.80/ 0.94 亿。可见 2023Q2 的业绩基数明显较 2021Q2 和 2024Q2 偏高。

关注公司国企改革进程和经营效率利润率提升潜力: 重庆百货是业内治理较优、资

产质地靠前的企业。随公司改造供应链及经营效率，有望进一步提升利润率；零售“六大卖场”和“硬折扣店”等尝试有望打开收入成长空间。未来随公司经营和治理进一步调整，有望通过利润率和经营效率提升来对冲行业面临的需求压力。

**盈利预测与投资评级：**考虑到马消利润预期下调等因素，我们将公司 2024-26 年归母净利润预测，由 14.5/15.9/17.1 亿元，下调至 13.3/14.0/14.7 亿元，对应 7 月 10 日收盘价 PE 为 7/6/6 倍。考虑到公司当前估值较低、历史分红率高、资产质地行业中较优，我们仍然维持“买入”评级。

**风险提示：**行业竞争加剧，终端消费需求低迷，消费金融经营及政策变动等

### 《乖宝宠物：发布限制性股权激励及绩效激励，调动核心人才积极性》

7 月 5 日公司发布激励计划：（1）股权激励：拟向激励对象授予权益共 217.7 万，占总股本 0.544%，首次授予激励对象 9 人，包括董事、总裁、中高层管理人员。本次股权激励计划有 3 个归属期（登记完成日起的 1/2/3 年），各期行权比例分别为 20%/30%/50%；②绩效激励：作为现有薪酬管理制度之补充，激励对象为公司高管、关键岗位的中高管及核心骨干等。

公司业绩叠加个人绩效考核，激励完善全面。本次股权激励考核方式为公司层面叠加个人层面考核，即激励对象当年获得的限制性股票数量/奖金额度=个人当年计划归属的限制性股票数量/奖金额度×公司层面考核系数×个人层面考核系数。我们认为本次激励计划涉及核心骨干，激励机制考核指标全面，有望进一步提升员工的凝聚力、团队稳定性，有效激发核心团队的积极性。

以营收/归母净利为指标，根据业绩完成情况确定公司层面考核系数。公司针对营收/归母净利分别设置考核目标，以 23 年为基数，2024-2026 年营收增长不低于 19%/42%/68%（相当于同增 19%/19%/18%），净利润增长率不低于 21%/39%/59%（相当于同增 21%/15%/14%），对应 24-26 年收入/归母净利 CAGR 分别为 19%/17%。根据当年业绩目标完成情况确定公司层面考核系数 X：（1）若营收/归母净利目标均完成，X=100%。（2）若营收或归母净利目标完成，X=70%。（3）若营收/归母净利目标均未完成，X=0%。

费用摊销上看，2025 年股权激励摊销费用较大，后续逐步降低。（1）股权激励：假设授予日为 2024 年 8 月上旬，首次授予数量对应摊销总费用 5845 万元，2024-2027 年分别摊销 1243/2516/1503/583 万元。（2）绩效激励：提取归母净利不超过 15%作为激励奖金总额，计入当年成本费用。

**盈利预测与投资评级：**公司是国内宠物食品领军企业，在宠物食品赛道国产品牌崛起背景下，公司品牌力、产品力、研发力、渠道力α优势显著，自主品牌高端化升级+新兴电商加速拓展，本次发布限制性股权激励及绩效激励，有望充分调动核心人才积极性。我们维持公司 2024-26 年归母净利润预测 5.5/7.3/9.2 亿元，对应 PE 分别为

38/29/23X，维持“增持”评级。

风险提示：市场竞争加剧，贸易摩擦，汇率波动，原材料价格波动等。

## 5. 本周行业重点公告

### 中国中免：2024 年半年度业绩快报公告

报告期内，公司实现营业收入 312.65 亿元，同比下降 12.81%；实现归属于上市公司股东的净利润 32.88 亿元，同比下降 14.94%。报告期内，公司主营业务毛利率为 32.94%，同比提升 2.62 个百分点，其中第二季度主营业务毛利率为 33.29%，同比提升 0.82 个百分点，环比提升 0.59 个百分点，公司主营业务毛利率持续改善。

### 锦江酒店：锦江酒店 2024 年半年度业绩预告

经财务部门初步测算，预计 2024 年半年度实现归属于上市公司股东的净利润为 80,000 万元到 85,000 万元，与上年同期（法定披露数据）相比，将增加 27,688 万元到 32,688 万元，同比增长 52.93%到 62.49%；与上年同期（重述后的财务数据）相比，将增加 26,745 万元到 31,745 万元，同比增长 50.22%到 59.61%。预计 2024 年半年度实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润为 37,000 万元到 40,000 万元，与上年同期（法定披露数据、重述后的财务数据）相比，将减少 349 万元到增加 2,651 万元，同比增长-0.94%到 7.10%。

### 苏美达：2024 年半年度业绩快报

2024 年上半年，公司实现营业收入 559.28 亿元，实现归属于上市公司股东的净利润 5.70 亿元，同比增长 12.04%。公司持续优化市场与客户结构，通过“产业链+供应链”双轮驱动，产业链板块中船舶制造与航运、生态环保、纺织服装业务抢抓国内外市场机遇、聚焦主流客户，助力公司利润稳健增长，经营质量进一步提升。

## 6. 风险提示

消费恢复不及预期，宏观经济波动等。

## 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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>