东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

商贸零售行业跟踪周报

思考乐教育披露2024年中报，需求强劲业绩高增，关注政策趋稳后教培行业投资机会

增持（维持）

2024年08月18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
证券分析师 阳靖
执业证书：S0600523020005
yangjing@dwzq.com.cn

投资要点

- 本周思考乐教育分别发布2024中报，至此2家广东区域的教培龙头卓越教育集团和思考乐教育均披露了中报，已经充分反映出2024年上半年教培需求的旺盛，暑期是招生培训旺季，两家公司均有不错的表现，合同负债同比大幅增长。
- **卓越教育业务保持健康增长，K9非学科类培训开始并表，合同负债大幅增长。**2024H1实现营收3.17亿元，同比+68.1%；毛利率为45.0%，较去年同期的36.9%相比增加8.1pct；实现经营利润/归母净利润0.74亿元/0.55亿元，同比+219.2%/+160.7%。2024H1业务拆分：1）全日制复习实现收入1.24亿元，同比+19.7%；2）辅导项目实现收入0.76亿元，同比+31.9%；3）素质教育实现收入1.18亿元，同比+320.9%，非学科类培训已经开始部分并表。截止2024年6月末，公司账面合同负债为4.58亿元。
- **思考乐教育业绩显著恢复，业务转型后素养课程增长强劲。**2024H1公司实现营收3.99亿元，同比增长58.8%；毛利率为44.38%，较去年同期提升2.57pct；经营利润/归母净利润分别为1.14亿元/0.83亿元，同比+129.2%/+92.5%。其中，素养课程收入受公司业务由学科类培训向非学科类转型影响，实现大幅增长，由去年同期的2.32亿元增长至3.67亿元，同比+57.84%；课时由去年同期的267.53万课增长至420.29万课，同比+57.1%。
- **“双减”三周年已过，教培行业政策趋于稳定，行业竞争格局大幅改善。**自2021年7月“双减”以来，“双减”三周年节点已过，原有行业教培机构大幅出清，主要头部学科类教培机构纷纷转型为非学科类培训，行业竞争格局大幅改善，非学科类培训机构的进入门槛有所提升，政策监管常态化区域稳定。卓越教育和思考乐均已基本完成转型，收入端的大幅增长验证终端需求的强劲。受益于行业需求的旺盛，已成功转型的机构未来仍将继续享受行业增长红利。
- **投资建议：**教培行业需求依旧强劲，行业整体景气度较高，政策监管区域稳定，未来有望继续稳步发展。推荐新东方，学大教育，建议关注好未来，思考乐教育，卓越集团教育等。
- **风险提示：**消费恢复不及预期，宏观经济波动，行业竞争加剧等。

行业走势

相关研究

《医美再生材料景气度向上，期待童颜针等PLA产品放量》

2024-08-11

《本周新东方&好未来披露最新季度业绩，教培行业终端需求强劲》

2024-08-04

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
2. 细分行业观点及估值表 6
3. 本周发布报告 8
4. 本周行情回顾 9
5. 本周行业重点公告 9
6. 风险提示 10

图表目录

图 1： 2020-2024H1 卓越教育集团营业收入及增速 4
图 2： 2020-2024H1 卓越教育集团毛利率 4
图 3： 2020-2024H1 卓越教育经营利润及增速 4
图 4： 2020-2024H1 卓越教育归母净利润及增速 4
图 5： 2020-2024H1 思考乐教育营业收入及增速 5
图 6： 2020-2024H1 思考乐教育毛利率 5
图 7： 2020-2024H1 思考乐教育经营利润及增速 5
图 8： 2020-2024H1 思考乐教育归母净利润及增速 5
图 9： 本周各指数涨跌幅 9
图 10： 年初至今各指数涨跌幅 9

表 1： 行业公司估值表（更新至 8 月 16 日） 7

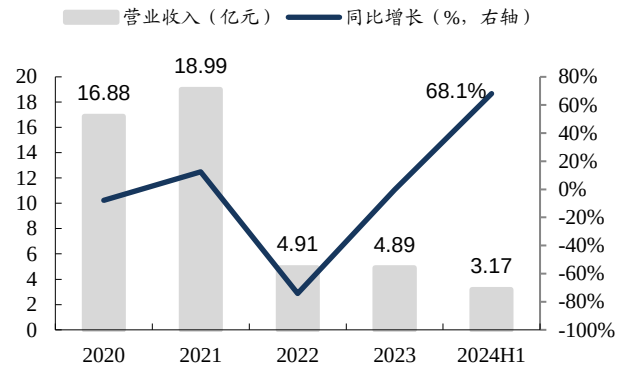
请务必阅读正文之后的免责声明部分

1. 本周行业观点

本周思考乐教育分别发布 2024 中报，至此 2 家广东区域的教培龙头卓越教育集团和思考乐教育均披露了中报，已经充分反映出 2024 年上半年教培需求的旺盛，暑期是招生培训旺季，两家公司均有不错的表现，合同负债同比大幅增长。

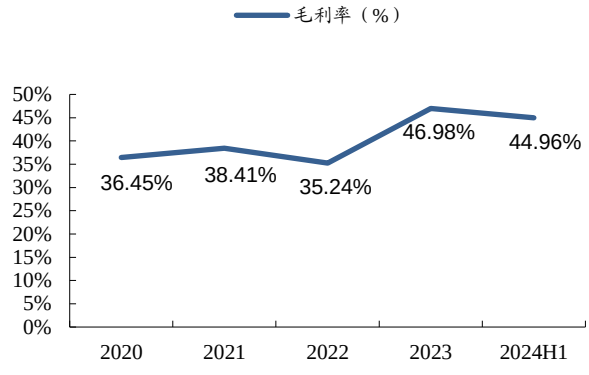
卓越教育业务保持健康增长，K9 非学科类培训开始并表，合同负债大幅增长。2024H1 实现营收 3.17 亿元，同比+68.1%；毛利率为 45.0%，较去年同期的 36.9%相比增加 8.1pct；实现经营利润/归母净利润 0.74 亿元/0.55 亿元，同比+219.2%/+160.7%。2024H1 业务拆分：1）全日制复习实现收入 1.24 亿元，同比+19.7%；2）辅导项目实现收入 0.76 亿元，同比+31.9%；3）素质教育实现收入 1.18 亿元，同比+320.9%，非学科类培训已经开始部分并表。截止 2024 年 6 月末，公司账面合同负债为 4.58 亿元。

图1：2020-2024H1 卓越教育集团营业收入及增速



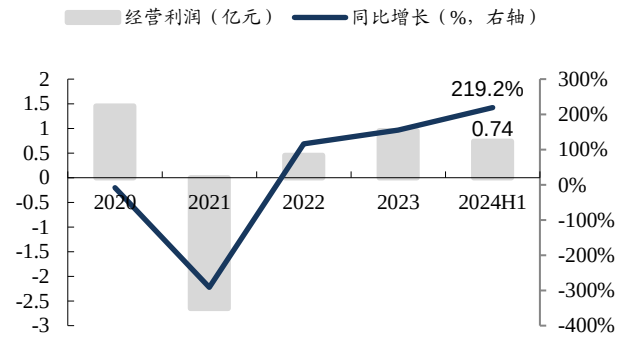
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2：2020-2024H1 卓越教育集团毛利率



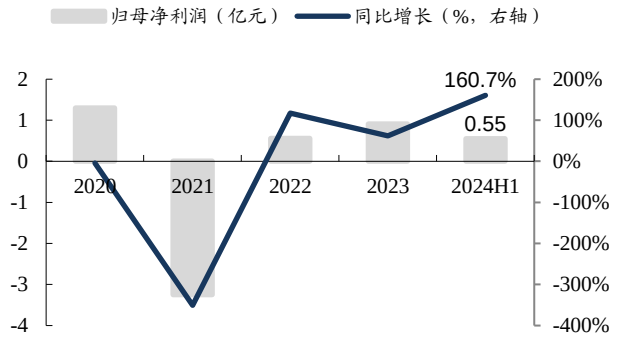
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图3：2020-2024H1 卓越教育经营利润及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图4：2020-2024H1 卓越教育归母净利润及增速



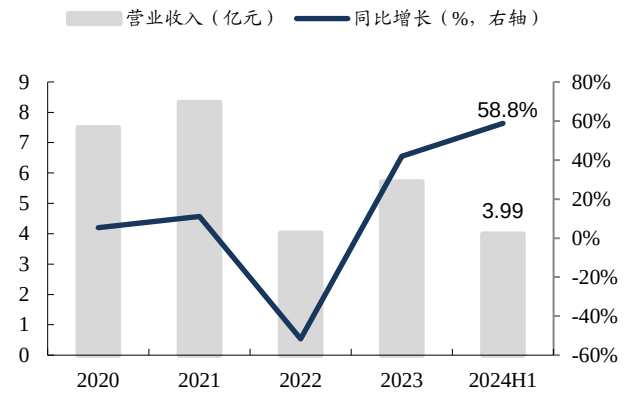
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

思考乐教育业绩显著恢复，业务转型后素养课程增长强劲。2024H1 公司实现营收 3.99 亿元，同比增长 58.8%；毛利率为 44.38%，较去年同期提升 2.57pct；经营利润/归

请务必阅读正文之后的免责声明部分

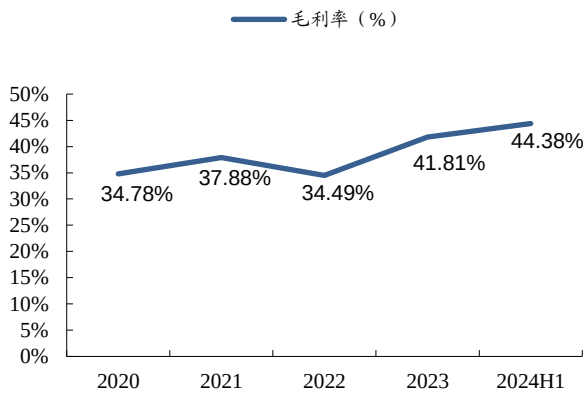
母净利润分别为 1.14 亿元/0.83 亿元，同比+129.2%/+92.5%。其中，素养课程收入受公司业务由学科类培训向非学科类转型影响，实现大幅增长，由去年同期的 2.32 亿元增长至 3.67 亿元，同比+57.84%；课时由去年同期的 267.53 万课增长至 420.29 万课，同比+57.1%。

图5：2020-2024H1 思考乐教育营业收入及增速



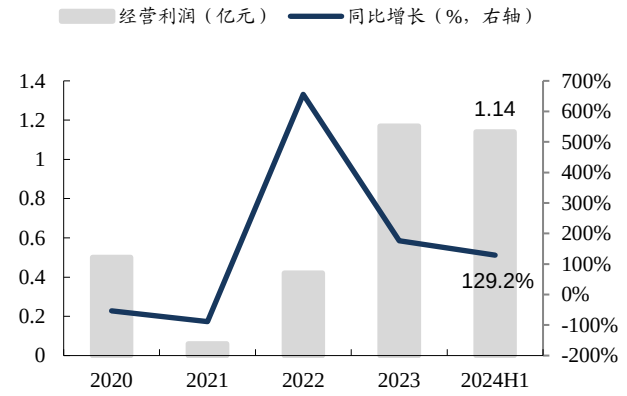
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图6：2020-2024H1 思考乐教育毛利率



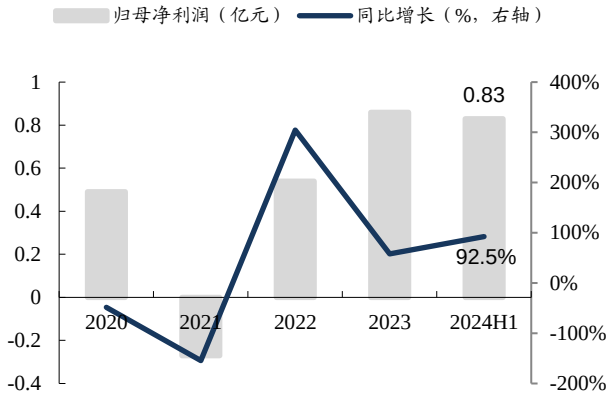
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图7：2020-2024H1 思考乐教育经营利润及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图8：2020-2024H1 思考乐教育归母净利润及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

“双减”三周年已过，教培行业政策趋于稳定，行业竞争格局大幅改善。自 2021 年 7 月“双减”以来，“双减”三周年节点已过，原有行业教培机构大幅出清，主要头部学科类教培机构纷纷转型为非学科类培训，行业竞争格局大幅改善，非学科类培训机构的进入门槛有所提升，政策监管常态化区域稳定。卓越教育和思考乐均已基本完成转型，收入端的大幅增长验证终端需求的强劲。受益于行业需求的旺盛，已成功转型的机构未来仍将继续享受行业增长红利。

投资建议：教培行业需求依旧强劲，行业整体景气度较高，政策监管区域稳定，未来有望继续稳步发展。推荐新东方，学大教育，建议关注好未来，思考乐教育，卓越集团教育等。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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。

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：密尔克卫，汇通达网络，厦门象屿。

【黄金珠宝板块】2024 年以来金价持续上涨，带动黄金消费高景气，国内主要黄金珠宝品牌在 2023 年以来均实现了较好的销售，订货会数据表现亮眼。中长期来看黄金珠宝市场集中度还有提升空间，看好黄金珠宝板块投资机会。

推荐：潮宏基、老凤祥，周大生，周大福，中国黄金等。

【免税旅游出行板块】2023 年以来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+自由行游客数有望逐月向好。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】教培行业目前政策趋于稳定，头部机构基本已经转型，非学科类培训需求旺盛。此外公考培训行业同样需求旺盛，

推荐：新东方，学大教育，华图山鼎，粉笔，中公教育，中教控股等。

【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。

推荐：名创优品，明月镜片。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表1：行业公司估值表（更新至 8 月 16 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	
化妆品&医美										
603605.SH	**珀莱雅**	**342**	**86.24**	**11.94**	**15.08**	**18.68**	**29**	**23**	**18**	**买入**
300957.SZ	**贝泰妮**	**188**	**44.36**	**7.57**	**10.59**	**13.20**	**25**	**18**	**14**	**买入**
603983.SH	丸美股份	91	22.80	2.59	3.92	4.81	35	23	19	未评级
600315.SH	**上海家化**	**114**	**16.93**	**5.00**	**5.68**	**6.73**	**23**	**20**	**17**	**买入**
600223.SH	**福瑞达**	**65**	**6.41**	**3.03**	**3.45**	**4.15**	**21**	**19**	**16**	**买入**
688363.SH	**华熙生物**	**294**	**60.98**	**5.93**	**7.28**	**8.48**	**50**	**40**	**35**	**买入**
300896.SZ	**爱美客**	**506**	**167.20**	**18.58**	**25.12**	**32.55**	**27**	**20**	**16**	**买入**
300792.SZ	壹网壹创	36	15.26	1.08	5.88	1.64	34	6	22	未评级
605136.SH	丽人丽妆	27	6.73	0.30	1.49	1.66	91	18	16	未评级
300856.SZ	**科思股份**	**103**	**30.41**	**7.34**	**9.27**	**11.76**	**14**	**11**	**9**	**买入**
2279.HK	雍禾医疗	4	0.79	-5.46	-1.79	0.26	-	-	15	未评级
300740.SZ	水羊股份	45	11.57	2.94	3.15	3.82	15	14	12	未评级
300132.SZ	青松股份	19	3.75	-0.68	3.09	1.95	-	6	10	未评级
2367.HK	**巨子生物**	**378**	**39.95**	**14.52**	**17.23**	**21.57**	**26**	**22**	**18**	**买入**
培育钻石&珠宝										
000519.SZ	中兵红箭	172	12.37	8.28	9.81	11.95	21	18	14	未评级
301071.SZ	力量钻石	66	25.28	3.64	7.13	9.28	18	9	7	未评级
301177.SZ	迪阿股份	74	18.47	0.69	2.82	3.23	107	26	23	未评级
002867.SZ	**周大生**	**116**	**10.58**	**13.16**	**15.29**	**18.15**	**9**	**8**	**6**	**买入**
1929.HK	**周大福**	**615**	**6.69**	**53.84**	**0.00**	**73.08**	**11**	**-**	**8**	**买入**
002345.SZ	**潮宏基**	**37**	**4.20**	**3.33**	**3.83**	**4.54**	**11**	**10**	**8**	**买入**
600612.SH	**老凤祥**	**252**	**48.11**	**22.14**	**26.01**	**30.76**	**11**	**10**	**8**	**买入**
600916.SH	**中国黄金**	**144**	**8.60**	**9.73**	**12.20**	**14.46**	**15**	**12**	**10**	**买入**
免税旅游出行										
601888.SH	**中国中免**	**1,314**	**63.49**	**67.14**	**68.10**	**78.94**	**20**	**19**	**17**	**买入**
600009.SH	**上海机场**	**847**	**34.02**	**9.34**	**21.06**	**30.03**	**91**	**40**	**28**	**增持**
002163.SZ	海南发展	48	5.73	0.92	0.60	1.91	53	80	25	未评级
600258.SH	**首旅酒店**	**133**	**11.88**	**7.95**	**9.10**	**9.84**	**17**	**15**	**13**	**买入**
600754.SH	**锦江酒店**	**247**	**23.05**	**10.02**	**14.52**	**15.26**	**25**	**17**	**16**	**买入**
1179.HK	**华住集团-S**	**663**	**22.45**	**40.85**	**37.88**	**41.02**	**16**	**18**	**16**	**买入**
600859.SH	**王府井**	**152**	**13.42**	**7.09**	**8.54**	**10.04**	**21**	**18**	**15**	**增持**
产业互联网										
603613.SH	国联股份	137	19.03	14.28	32.44	0.00	10	4	-	未评级
603713.SH	密尔克卫	74	44.85	4.31	7.83	9.38	17	9	8	未评级
600057.SH	**厦门象屿**	**115**	**5.06**	**15.74**	**19.22**	**23.27**	**7**	**6**	**5**	**买入**
9878.HK	**汇通达网络**	**109**	**21.15**	**4.48**	**6.0**	**7.8**	**24**	**18**	**14**	**买入**

请务必阅读正文之后的免责声明部分

600415.SH	**小商品城**	**403**	**7.34**	**26.76**	**31.05**	**36.23**	**15**	**13**	**11**	**买入**
600755.SH	厦门国贸	137	6.22	19.15	23.90	28.66	7	6	5	未评级
600153.SH	建发股份	220	7.47	131.04	58.70	68.53	2	4	3	未评级
000906.SZ	浙商中拓	44	6.21	7.11	9.28	11.31	6	5	4	未评级
					小家电					
300866.SZ	**安克创新**	**285**	**53.71**	**16.15**	**17.60**	**21.41**	**18**	**16**	**13**	**买入**
688696.SH	极米科技	41	58.12	1.21	3.29	4.82	34	12	8	未评级
603486.SH	**科沃斯**	**211**	**37.05**	**6.12**	**11.32**	**14.32**	**34**	**19**	**15**	**买入**
688169.SH	石头科技	386	209.00	20.51	25.31	30.00	19	15	13	未评级
					超市&其他专业连锁					
9896.HK	**名创优品**	**340**	**29.35**	**22.53**	**26.0**	**32.7**	**19**	**14**	**11**	**买入**
601933.SH	永辉超市	205	2.26	-13.29	3.87	5.28	-	53	39	未评级
603708.SH	家家悦	52	8.10	1.36	2.47	2.94	38	21	18	未评级
002697.SZ	红旗连锁	58	4.23	5.61	5.92	6.27	10	10	9	未评级
301101.SZ	**明月镜片**	**55**	**27.26**	**1.58**	**1.83**	**2.12**	**35**	**30**	**26**	**买入**
603214.SH	爱婴室	15	10.54	1.05	1.15	1.29	14	13	11	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=0.92:1，美元：人民币=7.17:1 换算（对应 2024.8.16 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 2023 对应 FY2024。

3. 本周发布报告

《锦江酒店：股权激励计划落地，业绩目标超预期》

2024 年 8 月 9 日，锦江酒店发布 2024 年限制性股票激励计划（草案），本计划拟向激励对象授予不超过 800 万股，约占公司总股本的 0.75%。公司拟以自有资金通过集中竞价交易方式回购股份，资金总额不超过 2.784 亿元，回购价格不超过 34.8 元。

回购股票用以激励不稀释总股本：激励中高层管理及核心骨干不超过 148 人，总计不超过 800 万股，约占总股本 0.75%，其中，首次授予不超过 647.7 万股，约占公司股本总额的 0.61%; 预留 152.3 万股，约占公司股本总额的 0.14%。激励对象可以每股 11.97 元的价格购买公司从二级市场回购的公司 A 股股票。

业绩考核条件为扣非归母高增：2024-2026 扣非归母净利润以 2023 年为基数分别增长不低于 30%/65%/100%，考虑 2023 年扣非归母 7.74 亿元，对应 2024-2026 扣非归母目标分别为 10.06/12.77/15.48 亿元，3 年 CAGR 为 26%。业绩目标超预期。

股份支付费用对公司业绩影响有限：股份支付费用总计约 7585 万元，其中 2024-

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2028 年分别摊销 948/2844/2338/1074/379 万元，对各年归母利润影响程度在 3%以内。风险提示：同店销售恢复不及预期，门店调整风险，金价大幅波动风险，消费力走弱等。

锦江酒店作为中国第一大酒店连锁集团，品牌、运营和管理持续赋能网络扩张。背靠锦江国际协同整合资源，在疫情期间作为龙头逆势扩张，市场格局显著向好，旅游市场复苏带动公司盈利能力快速恢复。给海外子公司增资后，财务费用拖累项将改善。基于半年度业绩预告和股权激励业绩目标，调整锦江酒店盈利预期，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 14.5/15.3/18.4 亿元（前值为 14.9/18.4/20.2 亿元），维持“买入”评级。

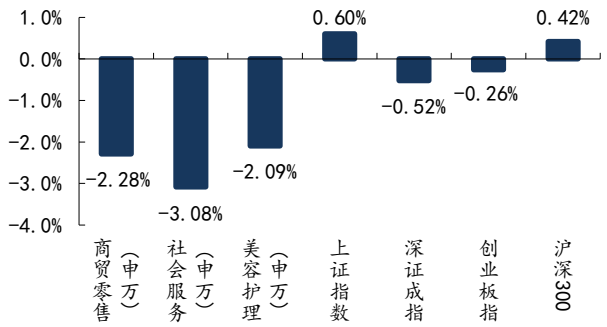
风险提示：需求恢复不及预期，行业竞争加剧，门店增长不及预期等。

4. 本周行情回顾

本周（8 月 12 日至 8 月 16 日），申万商贸零售指数涨跌幅-2.28%，申万社会服务-3.08%，申万美容护理-2.09%，上证综指 0.60%，深证成指-0.52%，创业板指-0.26%，沪深 300 指数 0.42%。

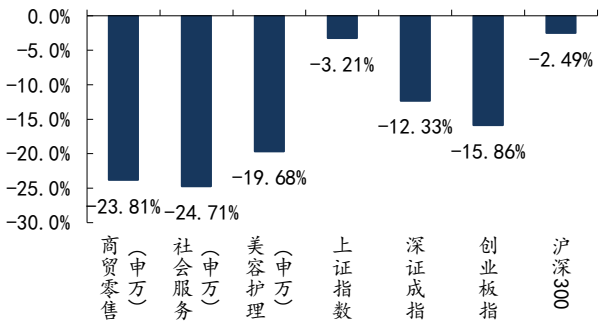
年初至今（1 月 2 日至 8 月 16 日），申万商业贸易指数涨跌幅-23.81%，申万社会服务-24.71%，申万美容护理-19.68%，上证综指-3.21%，深证成指-12.33%，创业板指-15.86%，沪深 300 指数-2.49%。

图9：本周各指数涨跌幅



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：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

上海机场：截至 2024 年半年度报告

公司实现营业收入 14.05 亿元，同比+18.01%；归母净利润 4.21 亿元，同比+20.24%；

请务必阅读正文之后的免责声明部分

扣非归母净利润 4 亿元，同比+16.44%；经营活动产生的现金流量净额 5.73 亿元，同比+43.11%。

科思股份：截至 2024 年半年度报告

公司实现营业收入 14.05 亿元，同比+18.01%；归母净利润 4.21 亿元，同比+20.24%；扣非归母净利润 4 亿元，同比+16.44%；经营活动产生的现金流量净额 5.73 亿元，同比+43.11%。

密尔克卫：截至 2024 年半年度报告

公司实现营业收入 59.92 亿元，同比+32.35%；归母净利润为 3.11 亿元，同比增加 22.74%；扣非归母净利润为 2.87 亿元，同比+19.55%；经营活动现金流净额为-2.32 亿元，同比-139.18%；基本每股收益为 1.89 元/股，同比+22.73%。

小商品城：截至 2024 年半年度报告

公司实现营业收入为 67.66 亿元，同比+31.10%；归母净利润为 14.48 亿元，同比-27.54%；扣非归母净利润 14.19 亿元，同比-22.86%；经营活动产生的现金流量净额 1.14 亿元，同比-20.16%。公司在市场经营、商品销售及贸易服务等方面均有增长，但因投资收益及资产处置收益减少，导致净利润下降。

上海家化：关于公司独立董事辞职的公告

公司独立董事李志伟先生因个人原因辞去公司第二届董事会独立董事、审计委员会主任委员及提名委员会委员职务，辞职将在股东大会选举产生新任独立董事后生效。李志伟先生在职期间未持有公司股份，也未有未履行的承诺事项。

豆神教育：关于公司累计诉讼、仲裁情况的公告

截至 2024 年 8 月 15 日，豆神教育及子公司涉及 220 起未披露的诉讼、仲裁案件，涉案金额总计 4.5 亿元，占 2023 年净资产的 47.28%。部分案件尚未结案，影响尚不确定，公司将及时披露进展。

6. 风险提示

消费恢复不及预期，宏观经济波动，行业竞争加剧等。

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