

证券研究报告

2024年10月10日

行业报告：行业专题研究

社会服务

社服零售美护中报总结

作者：

分析师 何富丽 SAC执业证书编号：S1110521120003

分析师 来舒楠 SAC执业证书编号：S1110524070009

联系人 耿荣晨



天风证券
TF SECURITIES

行业评级：强于大市（维持评级）
上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

在消费大β存在一定挑战的背景下，成长型的美护板块仍有头部公司维持高增速，细分众多的社服板块在教育 and 旅游细分上也彰显韧性，传统的零售板块一方面黄金珠宝部分公司韧性明显另一方面出海部分公司维持了出口或海外增速高增长。在前期大小标的经历无差别预期下修后，部分龙头公司率先呈现企稳迹象或维持超预期增长，还有部分公司呈现了差异化增长，建议积极关注。

社服：建议关注携程集团、新东方（轻纺组）、华住集团、百胜中国、学大教育（轻纺组）、首旅酒店；

美护：建议关注锦波生物（9月金股，与医药组联合）、珀莱雅、润本股份、上美股份、巨子生物（医药组）；

零售：建议关注老凤祥（与轻纺组联合）、老铺黄金（与轻纺组联合）、小商品城（9月金股）、潮宏基（与轻纺组联合）、名创优品（与海外组联合）。

风险提示：宏观需求不及预期，政策风险，行业竞争加剧，新品牌或新产品表现不及预期，统计误差风险。

代码	公司	市值 (亿人民币)	归母净利润(亿人民币)		PE	
			24E	25E	24E	25E
9961.HK	携程集团-S	2,891	168	182	17	16
1179.HK	华住集团-S	892	40	46	22	19
9987.HK	百胜中国	1,270	61	67	21	19
600258.SH	首旅酒店	148	8.9	10	17	14
9901.HK	新东方-S	860	41	54	21	16
000526.SZ	学大教育	71	2.6	3.5	28	21
600612.SH	老凤祥	239	26	30	9	8
6181.HK	老铺黄金	260	10	14	26	19
002345.SZ	潮宏基	46	3.9	4.6	12	10
9896.HK	名创优品	397	28	34	14	12
300896.SZ	爱美客	698	23	27	31	26
832982.BJ	锦波生物	188	6.0	8.5	31	22
603605.SH	珀莱雅	436	16	19	28	23
603983.SH	丸美股份	112	3.9	4.9	29	23

注：收盘价截止10月9日；新东方预测年份为FY25和FY26；首旅酒店、老凤祥、名创优品、爱美客、锦波生物、珀莱雅、丸美股份为天风预测，携程集团、新东方为彭博一致预期，其他为Wind一致预期；携程集团、名创优品为经调净利，新东方为NG经营利润，其他为归母净利润

目录

1、	社服	4 页
2、	零售	25 页
3、	美护	34 页

1 社服

免税板块：关注市内免税增量

◆海南免税景气：24H1海南市场离岛免税购物金额184.6亿元/同比-30%，免税购物人数336.1万人次/同比-10%。7月海南市场离岛免税购物金额同比-36%，购物人次同比-21%。

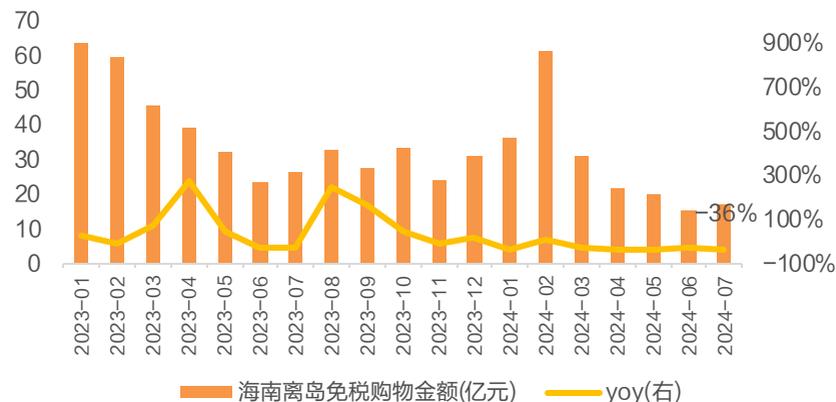
◆未来成长：

市内免税政策将在10月1日落地，出境市内店不设购物限额但再次进境仍需满足限额，第一批转型市内店均为中免系，中免率先迎来市内免税扩容机会。

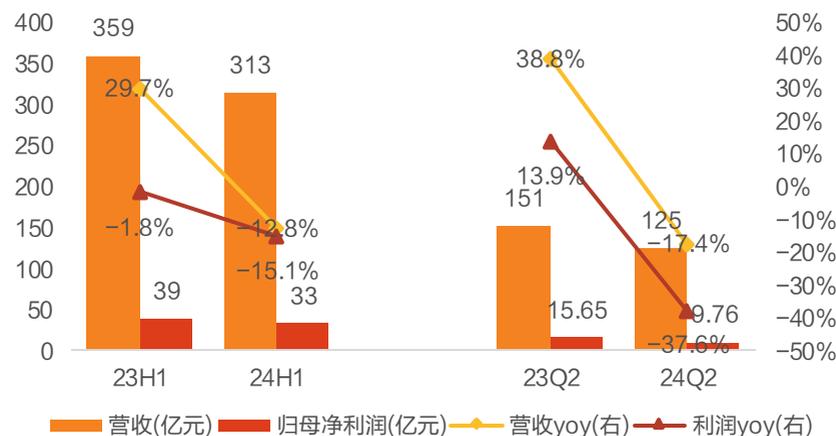
◆业绩兑现：

1. 中国中免24Q2收入125亿元/同比-17%、归母净利润10亿元/同比-38%。
2. 预计24-26年营收为647/731/813亿元，归母净利润为65/75/85亿元，维持“买入”评级。

图：海南离岛免税购物额



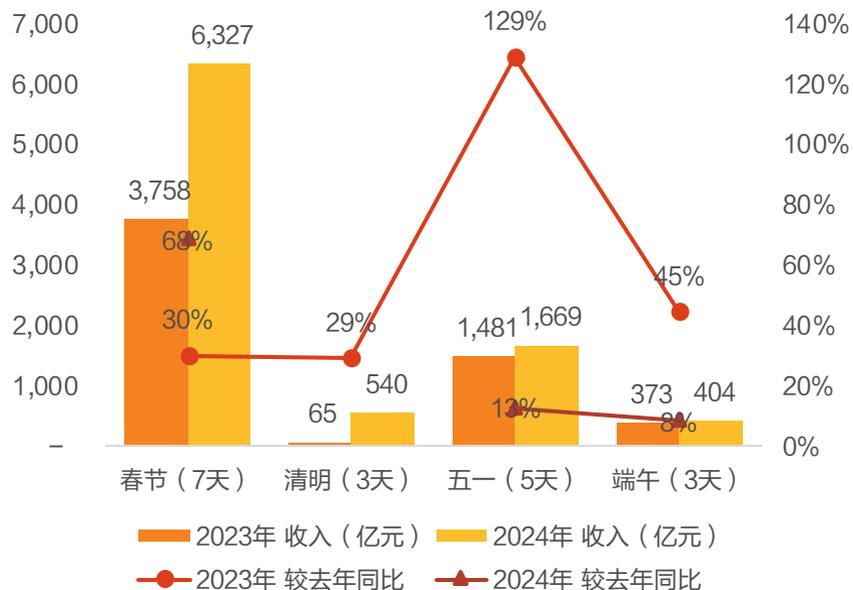
图：中国中免业绩



旅游板块：行业景气向上，未来成长看渗透率提升及新项目

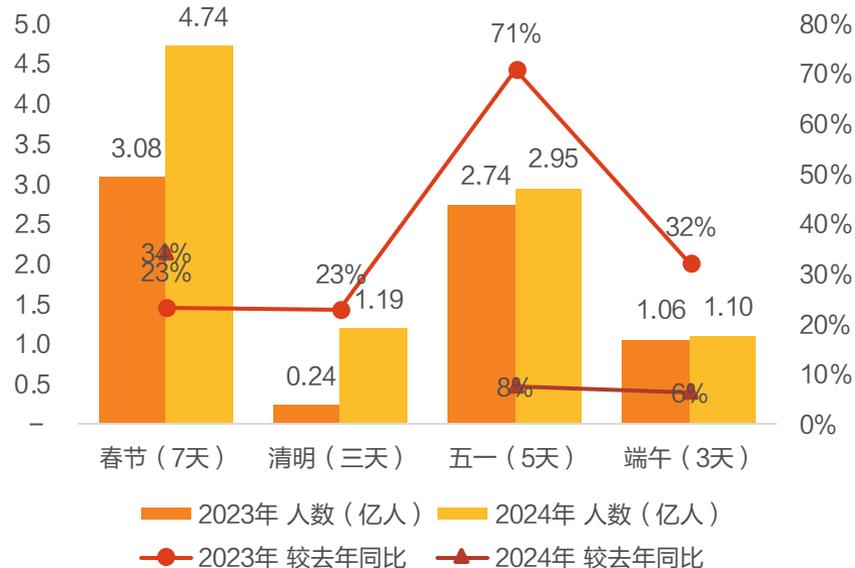
◆ 旅游行业景气：24H1 春节/五一/端午假期全国旅游收入 yoy+68.3%/12.7%/8.1%、旅游人次 yoy+53.9%/7.7%/3.8%。暑期7月受天气影响预计部分景区客流回落，8月份部分景区客流环比好转，展望后续步入旅游淡季，建议更多关注旅游本身的景气韧性以及潜在的旅游政策加持。

图：国内假期旅游收入增长



注：2023年清明仅1天，不可比

图：国内假期旅游人数增长



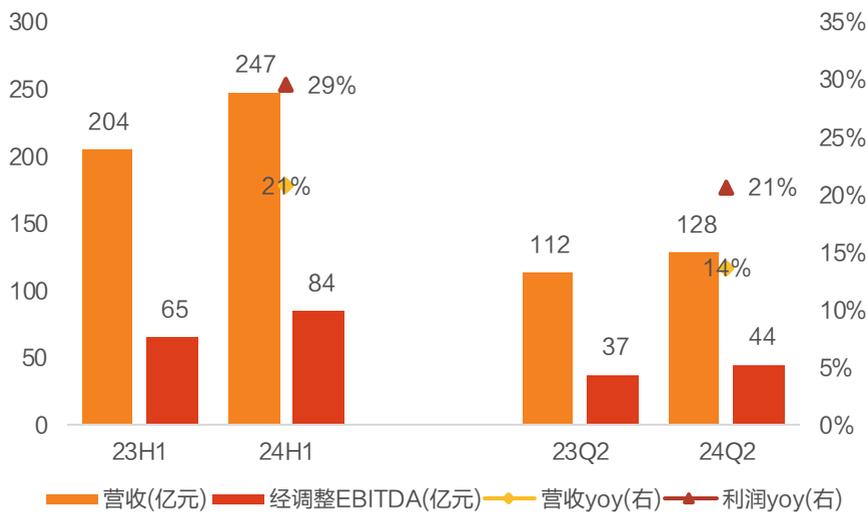
◆ 未来成长：1) OTA：我们预计未来出游渗透率有望提升、消费频次有望提升、交叉销售有望提升。2) 景区：新项目如长白山的定增新项目和九华旅游的狮子峰索道等，存量项目爬坡如宋城演艺的佛山西安上海等项目。

旅游板块 | OTA：携程增长积极，同程有所放缓

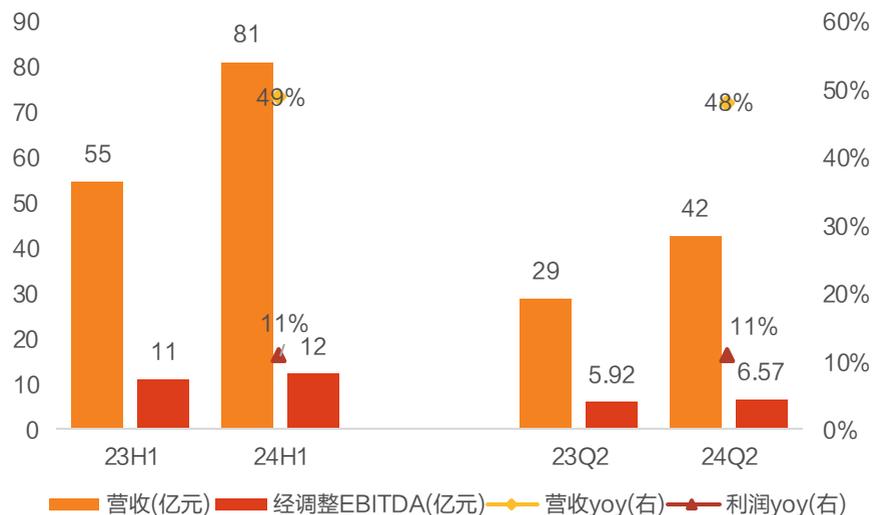
1) 携程集团：24H1营收247亿元,同比+21%。Q2收入同比+13.6%，经调整EBITDA yoy+20.6%超预期，我们预计携程Q3及全年收入均有望表现积极。根据彭博一致预期，预计公司24/25年经调整业绩168/182亿，对应PE分别为17/16倍。

2) 同程旅行：24Q2收入yoy+48%至42.45亿元，经调净利yoy+11%至6.57亿元。Q2住宿营收yoy+13%至11.9亿元，交通营收yoy+17%至17.4亿元。Q2GMV yoy+4.4%至623亿元，平均月付费用户yoy+0.7%至4250万人。根据彭博一致预期，预计公司24/25年经调整业绩25/30亿，对应PE分别为15/12倍。

图：携程集团业绩



图：同程旅行业绩



旅游板块 | 自然景区：环比改善，关注暑期旺季

3) 自然景区：关注Q2环比Q1改善、以及Q3暑期情况反馈。

①**九华旅游**：Q2收入同比增长14%且归母业绩同比+26%。根据Wind一致预期，预计公司24-25年业绩2.0亿元/2.3亿元、对应PE为19/17倍。

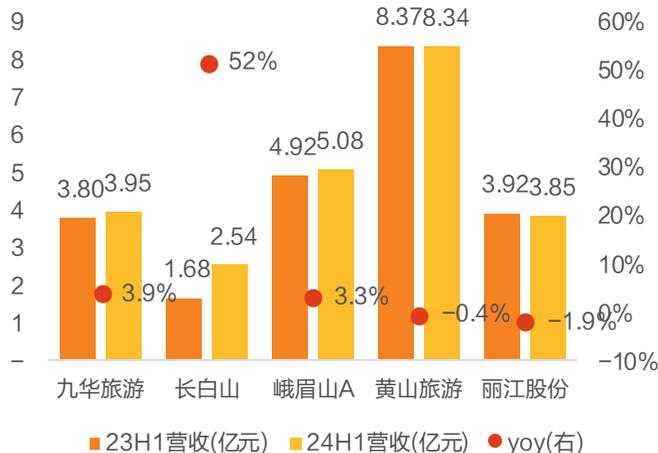
②**长白山**：Q2收入同比+29%但归母业绩同比-37%，8月客流同比增长24.5%，7月客流同比下降9%。预计公司24-25年业绩1.8亿元/2.2亿元，对应PE为35/29倍，维持“买入”评级。

③**峨眉山**：Q2收入同比+0.3%但归母业绩同比-23%。

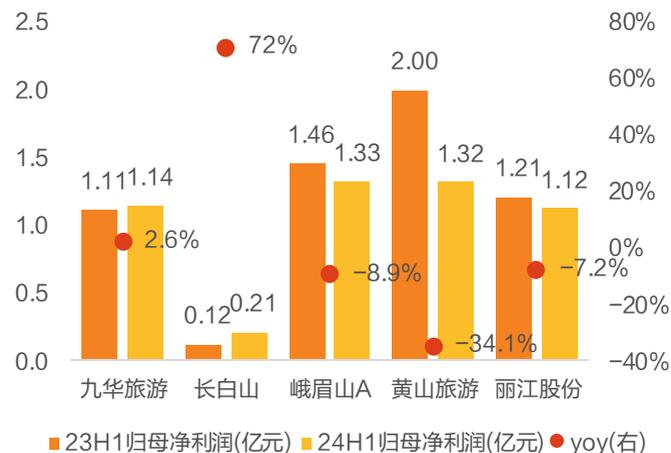
④**黄山旅游**：Q2收入同比-0.4%而归母业绩同比-21%。

⑤**丽江股份**：Q2收入-3.5%而归母业绩同比-14%。

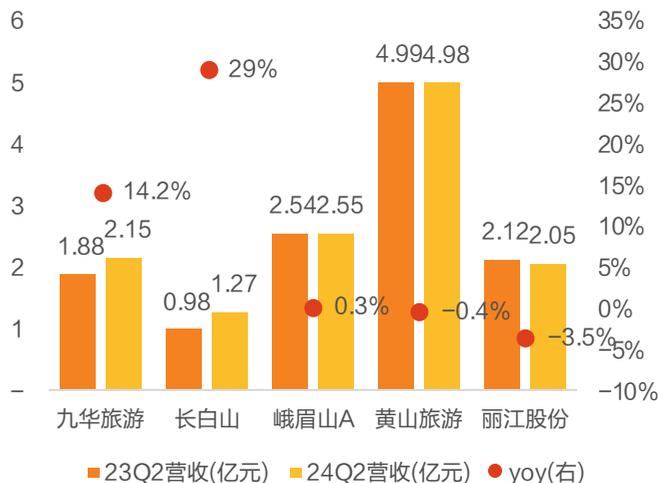
图：自然景区半年度营收



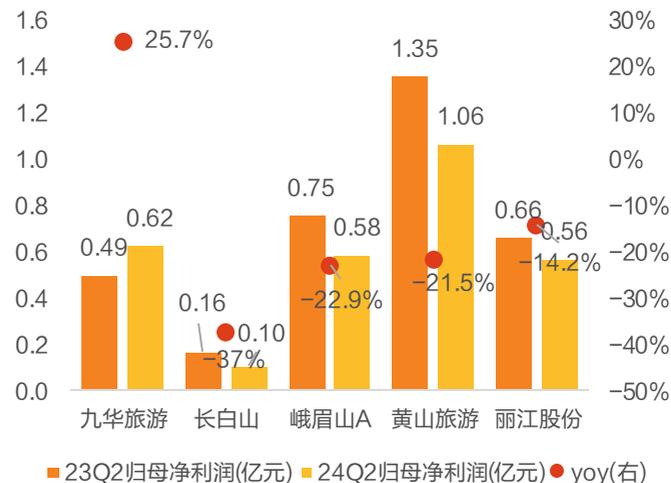
图：自然景区半年度归母净利润



图：自然景区单Q2营收



图：自然景区单Q2归母净利润



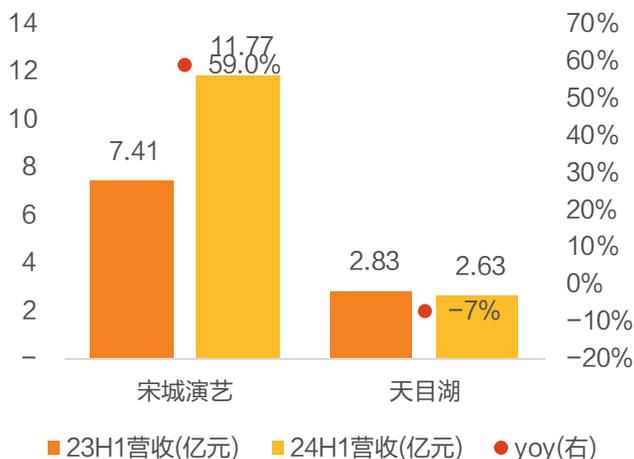
旅游板块 | 人文景区：环比改善，关注暑期旺季

4) 人文景区：关注Q2环比Q1改善、以及Q3暑期情况反馈。

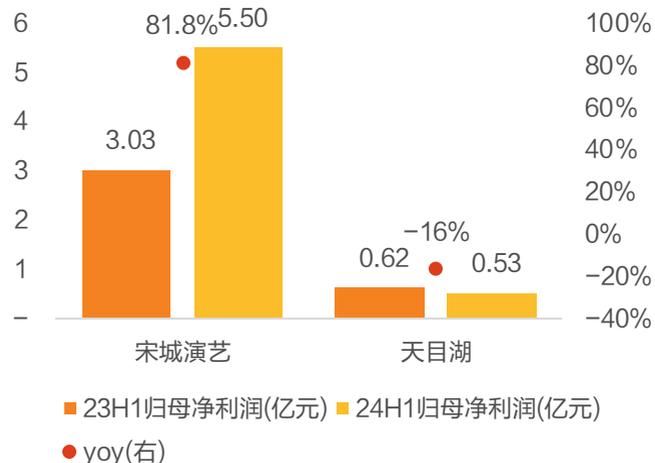
①宋城演艺：单看演艺收入，杭州/三亚/丽江/九寨/桂林/张家界景区24H1演艺收入分别为 2.75/ 1.10/ 1.22/ 0.25/ 0.82/ 0.23 亿元，同比分别+ 28.9%/ +6.7%/ -8.3%/ +5.8%/ +13.9%/ +23.5%，丽江有所承压。预计公司24-25年业绩12亿元/15亿元，对应PE21/17倍，维持“买入”评级。

①天目湖：Q2收入yoy-3.7%且归母业绩yoy-3.9%。

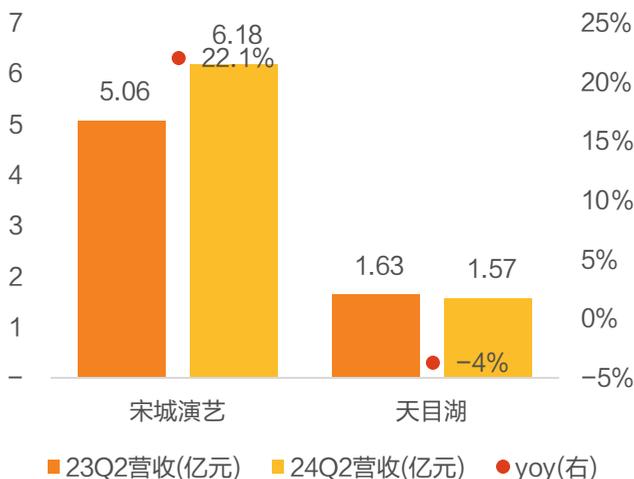
图：人文景区半年度营收



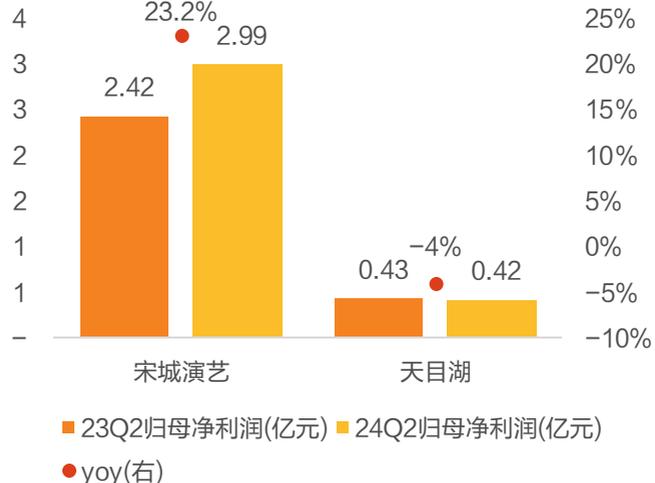
图：人文景区半年度利润



图：人文景区单Q2营收



图：人文景区单Q2利润



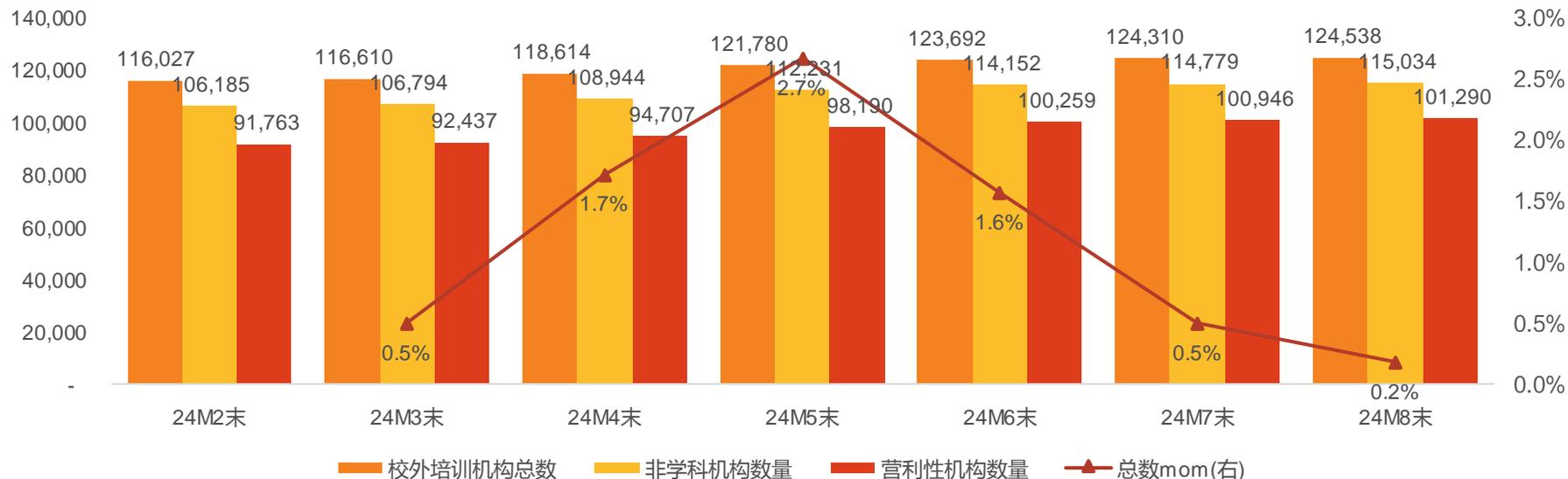
教育板块：景气度稀缺的消费赛道，龙头增速更优

◆ **K12教培景气**：24年6月末，校外培训机构总数12.37万家，季度环比净增6.1%，行业春季布局开店，为暑期旺季提前做准备。其中非学科占比92%，营利性占比81%，环比均有提升。其中K9非学科营利性9.5万家，季度环比增速9.1%。

◆ **开店成长**：新东方FY24Q4末网点数1025家，单季度净增门店家114家，同比增速37%。根据我们对官方APP数据的统计，截止9月1日，新东方网点1111家，月度净增23家，环比增速2.1%，恢复至峰值的67%；好未来网点359家，月度净增4家，环比增速1.1%，恢复至峰值的33%。

风险提示：统计误差风险。

图：全国校外培训机构数量跟踪（家）



教育板块：全国性龙头规模优势及品牌力领先，区域性龙头持续高增

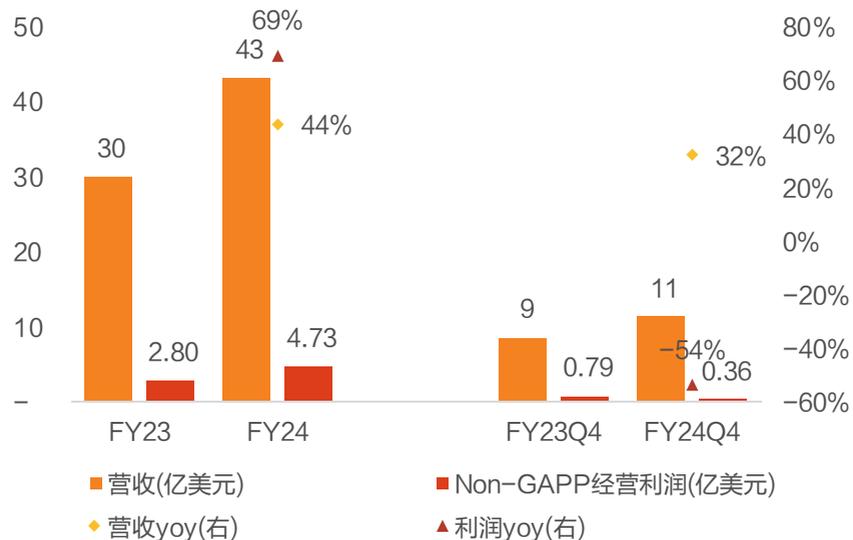
1) **新东方**：预计下季度利润率有望回升。FY24Q4（春季）美元口径营收增速32%，利润承压主要系加速扩展教育空间、新整合文旅业务、提升管理层及员工薪酬奖励的短期影响；FY25Q1指引（暑期）除电商外业务营收增速美元口径31%~34%，基于我们对官方APP门店数量的跟踪，暑期月份的开店节奏已有所放缓，叠加旺季经营杠杆的释放，我们预计新东方暑期利润有望回升。根据彭博一致预期，预计FY25/FY26新东方 Non-GAAP经营利润5.7亿美元/7.6亿美元，对应PE21/16倍。

2) **学大教育**：Q2符合预期，A股优质K12标的。24Q2营收增速25%，归母净利增速33%。根据Wind一致预期，预计24-25年归母净利2.5亿/3.5亿，对应PE28/21倍。

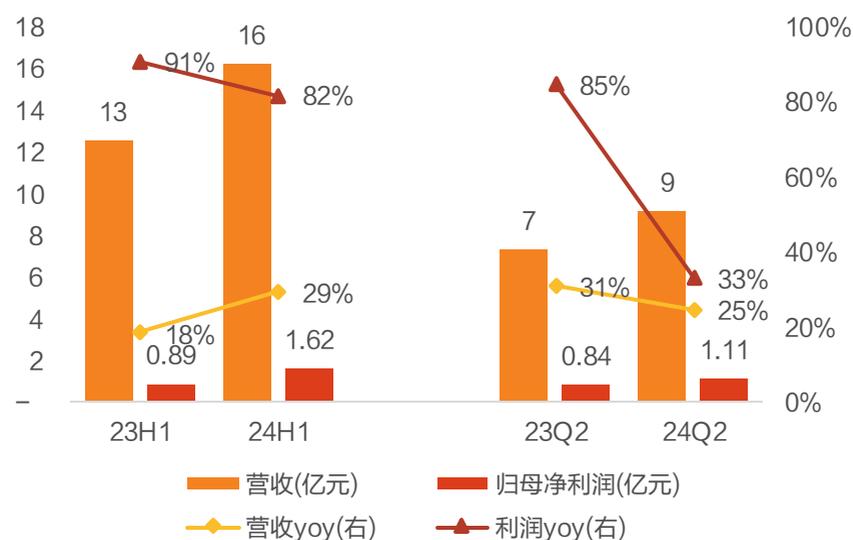
3) **思考乐教育**：24H1营收增速59%，经调净利增速101%，高增趋势延续。

4) **卓越教育集团**：持续高增的区域龙头。24H1营收增速68%，经调净利增速169%。

图：新东方业绩



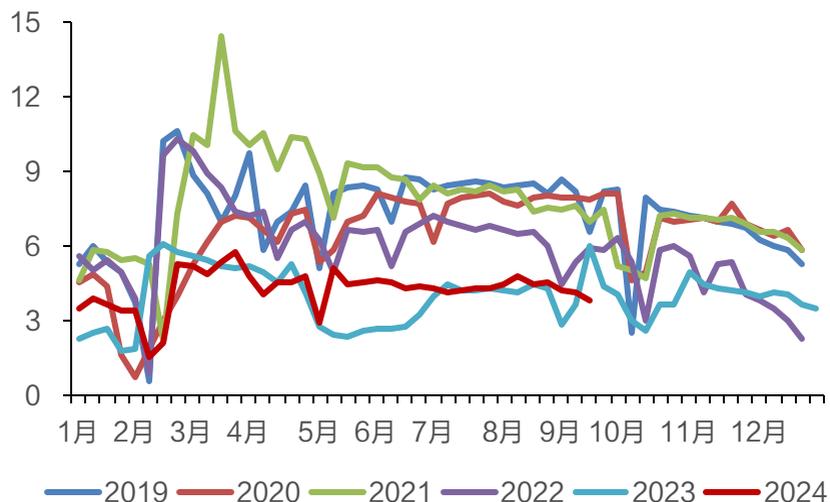
图：学大教育业绩



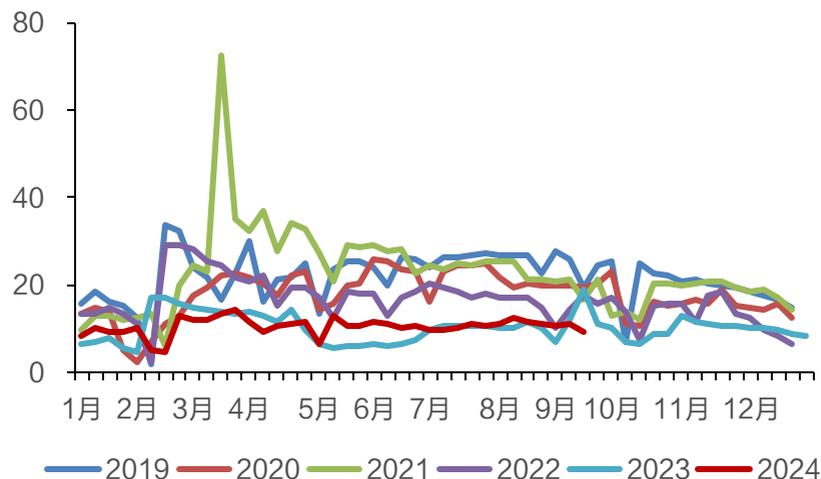
To B招聘板块：强周期，细分赛道渗透率有望提升

- **招聘市场景气：**24年7月以来，新增招聘公司数量及新增招聘贴数与去年同期基本持平，与22年同期仍有较大差距，招聘行业处在周期偏弱阶段，需观察秋招是否改善。
- **未来成长：**偏强周期行业，跟随房价和经济环境相关；线上招聘受益在线渗透率提升，线下业务以灵活用工渗透率提升受益。

图：新增招聘公司数量（万个）



图：新增招聘贴数（万个）



To B招聘板块：重点公司

◆ 业绩兑现：

1) 北京人力：归母净利落于预告偏上区间，上海子公司凸显经营韧性

◆ 表观：24H1营收219亿/ yoy +14%，归母净利4.34亿（预告3.5-4.5 亿）/yoy +106%，扣非归母净利2.77亿（预告2.75-3.75亿）/ yoy +271%，非经常性损益1.57亿/ yoy +15.4%。

◆ 北京外企：24H1归母净利4.37亿元/ yoy-13%/ 业绩承诺实现率74%，扣非归母净利2.80亿元/ yoy-8%/业绩承诺实现率50%。

◆ 24H1拆分：业务外包营收181.27亿/ yoy +15%/ 毛利率2.9%，招聘及灵工营收23.5亿/yoy+20.8%/ 毛利率2.2%，人事管理营收4.71亿/ yoy -12%/ 毛利率79.2%，薪酬福利营收5.4亿/ yoy -7%/ 毛利率17.2%。

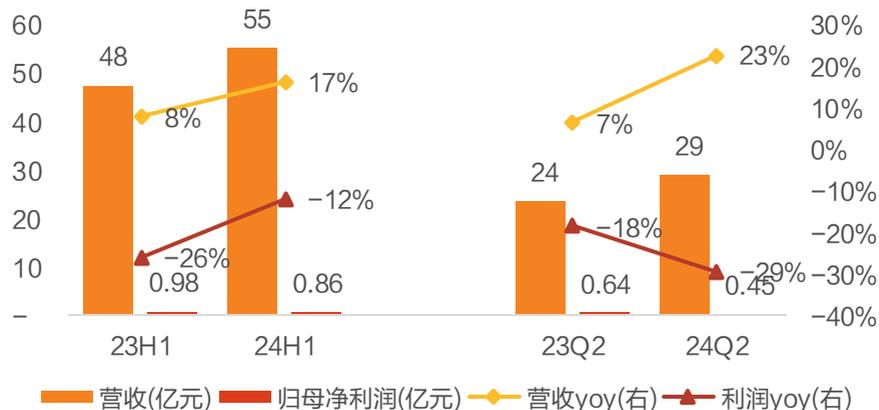
◆ 重点子公司：外企德科上海24H1实现收入98亿/ yoy +17%/ 占比45%，净利润2.6亿/ yoy +15%，贡献归母1.3亿/ yoy +15%/ 占比31%。

◆ 产业扶持基金：控股子公司于24年6月27日收到与收益相关的产业扶持资金2.81亿元，24Q2落地已计入半年度，占公司2023年度经审计净利润的比例为51.28%。

◆ 投资建议：北京外企全年扣非归母净利承诺5.63亿/ yoy +14.9%，公司韧性仍强，根据Wind一致预期，预计北京人力24-25年归母净利8.7/9.8亿元，对应PE12/10倍。

2) 科锐国际：根据Wind一致预期，预计24-25年归母业绩为2.2亿元/2.8亿元，对应PE19/15倍。

图：科锐国际业绩



酒店板块：RP景气度

RP：24Q2华住/锦江/首旅标准/亚朵/君亭境内RPyoy分别-2.4%/-7.2%/-5.1%/-6.5%/-10.5%、比19Q2恢复度为118%/101%/104%/107%/105%。

出租率：yoy+0.8/-3.7/-0.8/+1.3/-8.2pct，

房价：yoy-3%/-2%/-4%/-7%/+0.1%。

图 2023Q1-2024Q2境内RevPAR (元/间)

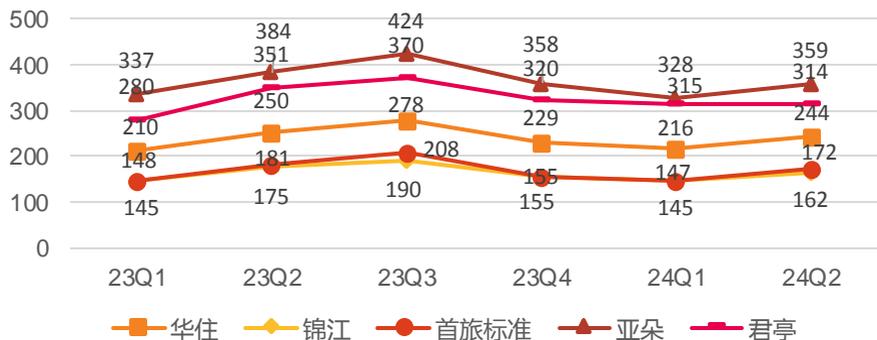


图 2023Q1-2024Q2境内Occ

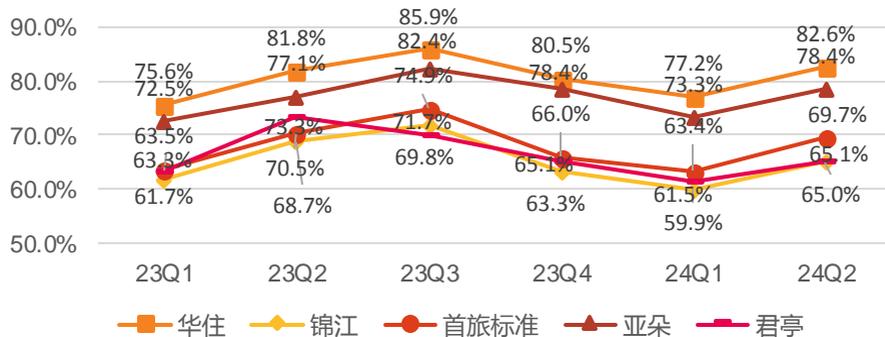


图 2023Q1-2024Q2境内ADR (元)

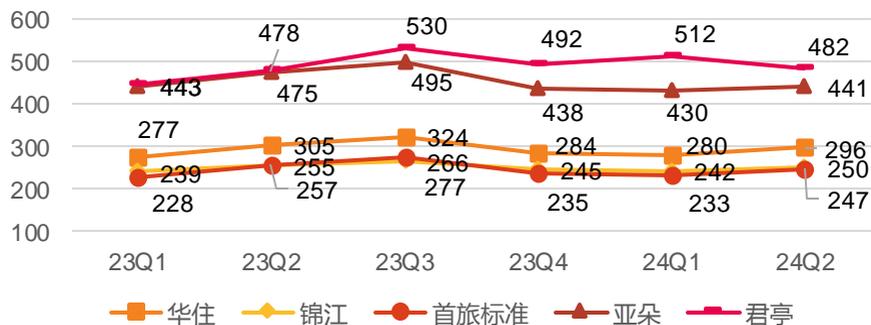
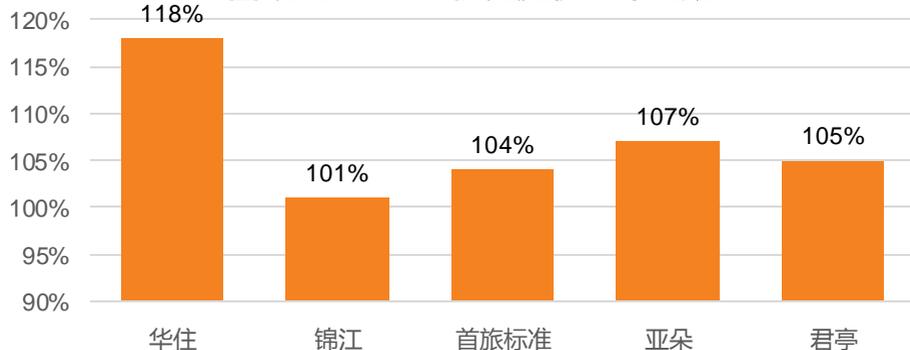


图 境内RevPAR恢复度较19年同期



酒店板块：开店成长

新开店：华住/锦江/首旅标准/亚朵/君亭24H1新开店1146/680/567（标准店271）/220/3（直营）、24Q2新开店572/455/362（标准店169）/110/7(净开)家，24H1净开892/490/212/202/9家。

24年新开店目标：华住/锦江/首旅标准/亚朵/君亭新开店目标2200（从1800家上修）/1200/1200-1400/400(从360家上修)/63家。

表 各品牌开店数量、净增数量及开店目标

品牌名称	2024Q2		2024H1		2024年	完成度
	新开店	净开	新开店	净开	新开店目标	
华住	572	892	1146	490	2200	52%
锦江	455	490	680	212	1200	57%
首旅（标准店）	362（标准店169）	212	567（标准店271）	202	1200-1400	41%-47%
亚朵	110	202	220	9	400	55%
君亭	7（净开）	9	3（直营）		63	

华住集团：业绩符合预期

24Q2境内经营利润率31.0%/yoy-0.1pct，其中运营成本率56.7%/yoy-2.2pct，而销售管理费用率14.0%/yoy+2.4pct。

看好酒店龙头集中度提升、华住具备龙头规模优势和优异的运营管理效率。我们预计华住2024-2026年净利润40/46/49亿元（考虑经营表现将前次24/25年预测32/40亿元上调），维持“买入”评级。

图 2022Q1-2024Q2华住经营利润率

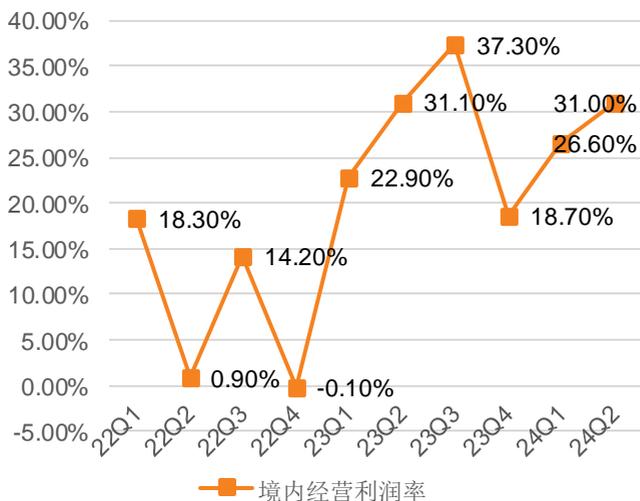


图 2022Q1-2024Q2华住运营成本率

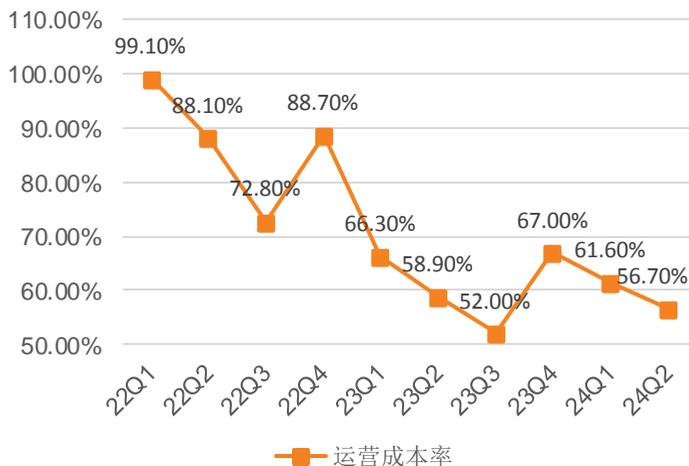
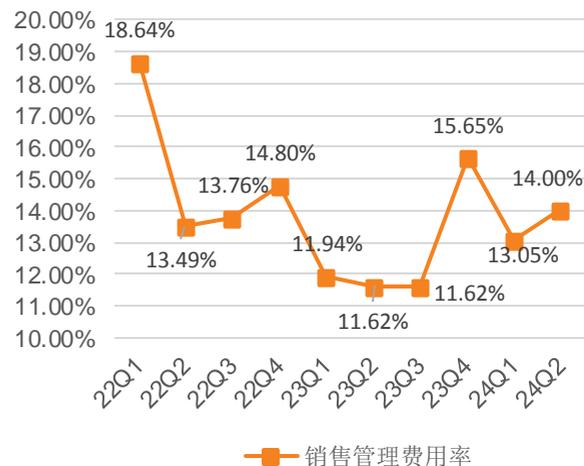


图 2022Q1-2024Q2华住销售管理费用率



锦江酒店：符合预期等待改善

24H1扣非业绩3.9亿/yoy+4%，可划分为

A.有限服务酒店分部：1) 24H1有限服务酒店分部收入65.9亿元/yoy-0.3%

2) 24H1有限服务酒店分部归母净利6.96亿元、23H1为3.23亿元，其中酒店营运成本（含直营+加盟）率70.4%、同比+1.3pct，销售/管理费用率6.7%/11.9%、同比下降0.6/0.7pct。

有限服务酒店境内外拆分：

境内：24H1境内酒店收入46.74亿元/yoy+0.3%，归母净利润8.77亿元、23H1为5.56亿元。

境外：24H1境外酒店收入19.93亿元/yoy-1.8%，归母净利润-1.81亿元、23H1为-2.33亿元。

B.餐饮与食品分部：24H1餐饮与食品分部营收1.22亿元（23H1为1.15亿元）、归母净利润1.46亿元（23H1分别为2.18亿元）。

C.全服务酒店分部：24H1全服务酒店分部营收1.04亿元/yoy+43.1%、归母净利润0.12亿元/yoy+25.2%。

图 2019-2024H1锦江酒店扣非净业绩（单位：亿元）及yoy

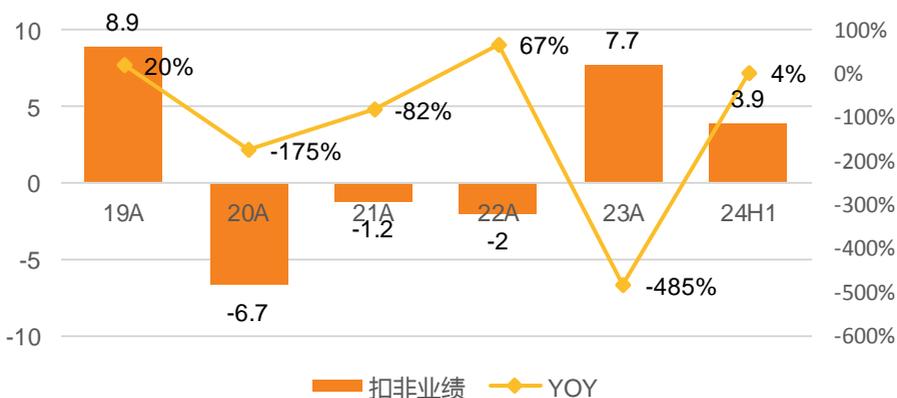


表 23H1/24H1锦江酒店分业务业绩

	2023H1	2024H1	YOY
扣非业绩 (亿)	3.7	3.9	4%
有限服务酒店业绩 (亿)	3.23	6.96	115.50%
餐饮与食品业绩 (亿)	12.18	1.46	-32.90%
全服务酒店业绩 (亿)	0.09	0.12	25.20%

首旅酒店：业绩略好于预期标准店开店提速

24H1归母净利3.6亿、同比增加0.8亿；

开店：标准店开店提速、24H1占新开店比例接近50%。

24H1业绩拆分：公司利润总额为4.8亿元，其中酒店业务利润总额为3.3亿元/yoy+41.0%；景区运营业务利润总额为1.5亿元/yoy-2.3%。

图 2019-2024H1首旅归母净利及yoy

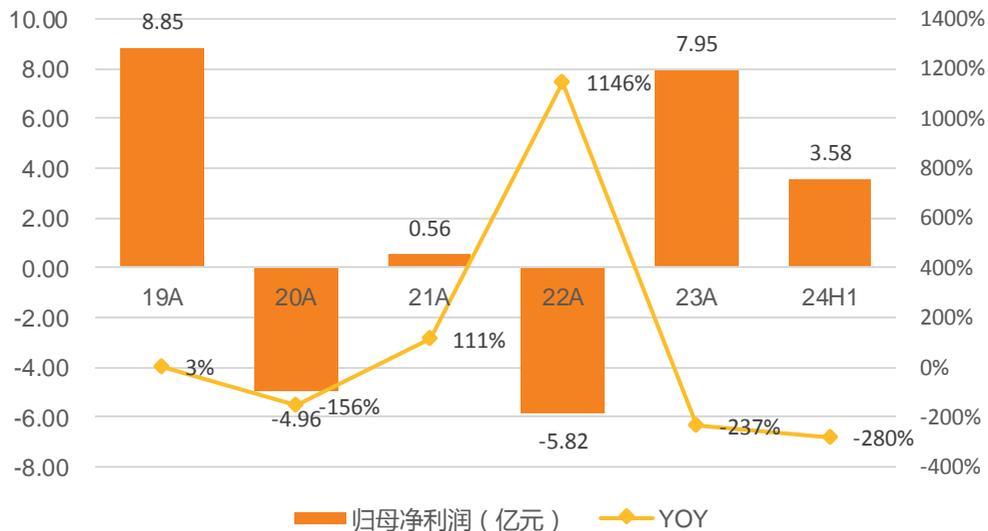
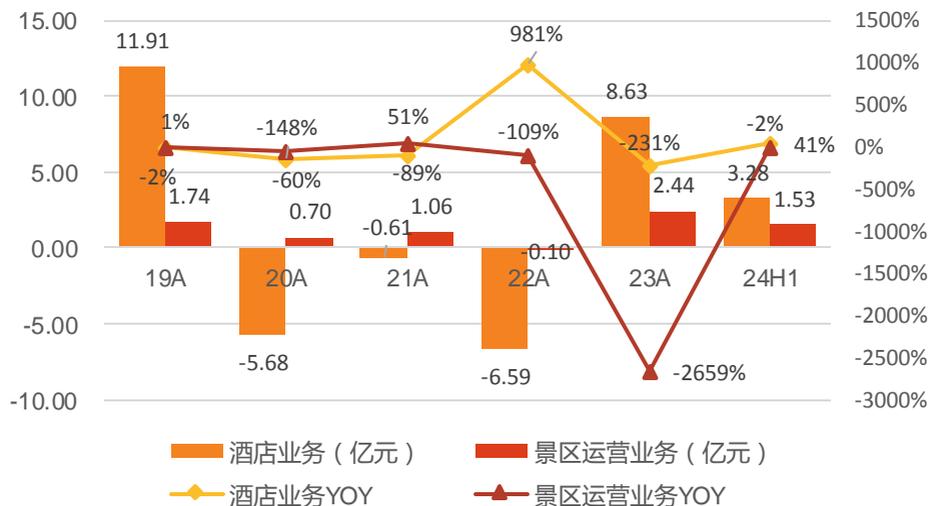


图 2019-2024H1首旅分业务利润及yoy



餐饮：同店销售增速景气度、开店成长

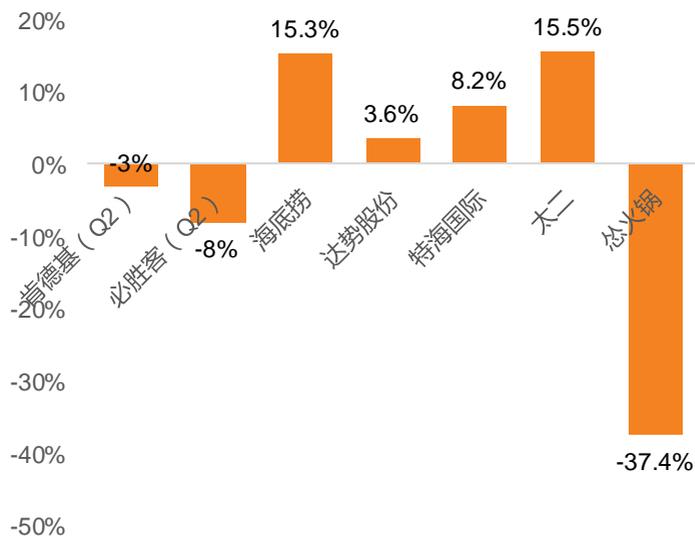
各品牌H1同店销售增速分别为：百胜中国-肯德基（Q2）-3%/百胜中国-必胜客（Q2）-8%/海底捞+15.3%/达势股份+3.6%/特海国际+8.2%/九毛九-太二-15.5%/九毛九-怂火锅-34.7%。

各品牌H1新开店情况分别为：百胜中国-肯德基758/百胜中国-必胜客256/海底捞11/达势股份146 /特海国际8 /九毛九-太二38/九毛九-怂火锅13。

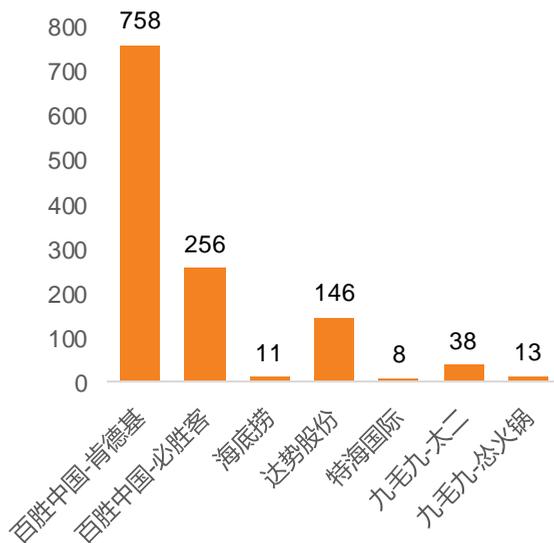
各品牌H1净开店情况分别为：百胜中国-肯德基635/百胜中国-必胜客192/海底捞-32/达势股份146 /特海国际7 /九毛九-太二36/九毛九-怂火锅11。

全年开店目标为：百胜中国1500-1700家/海底捞无指引/达势股份240家/特海国际无指引/九毛九-太二国内80+境外13（下调目标）/九毛九-怂火锅25（下调目标）。

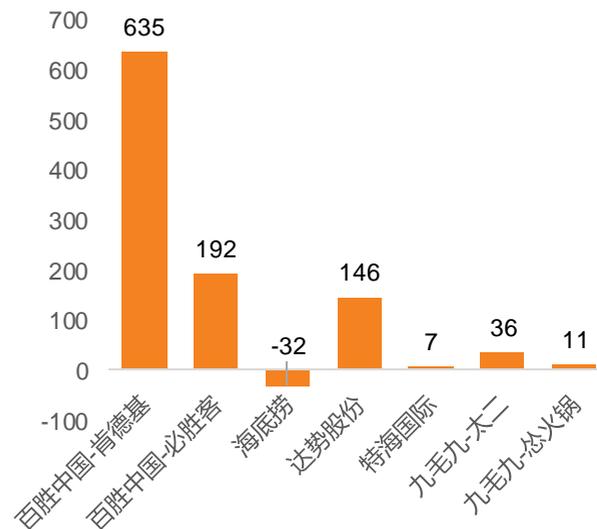
图：H1同店



图：H1新开店（家）



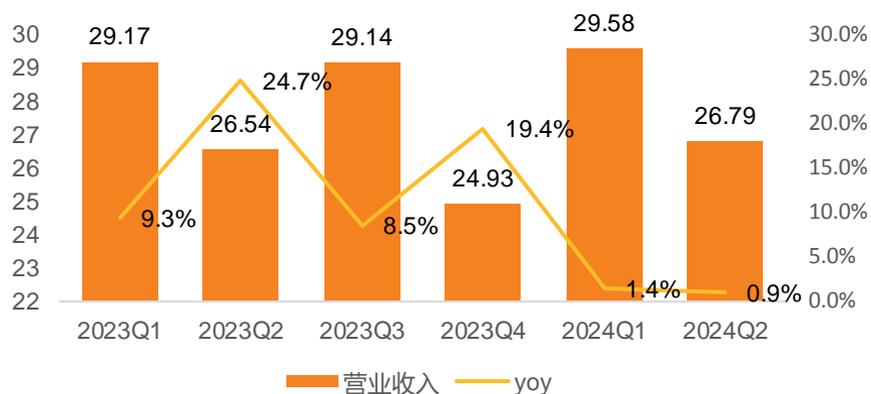
图：H1净开店（家）



百胜中国：业绩略超预期

百胜中国：业绩略超预期。 肯德基品牌Q1/Q2同店销售增长率为-2%/-3%，公司通过降本提效实现利润率超预期。公司24H1净增779家门店，维持24年净增1500-1700家。同时公司重视股东回报，全年计划回馈15亿美元，对应综合股息率10%+。

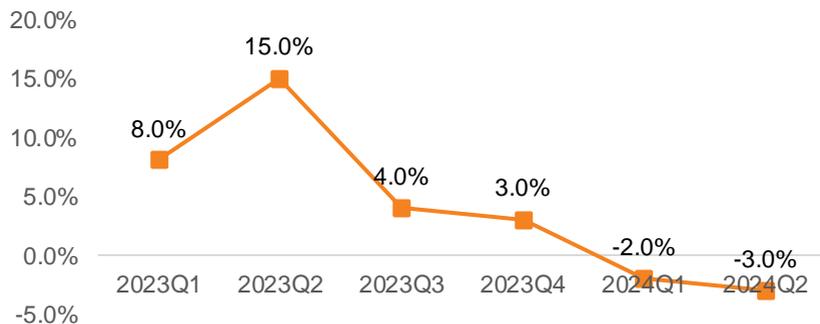
图：公司营业收入（亿美元）



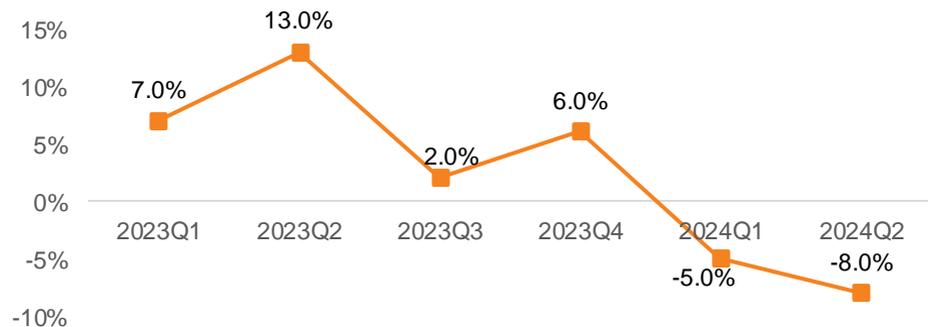
图：公司归母净利润（亿美元）



图：肯德基同店



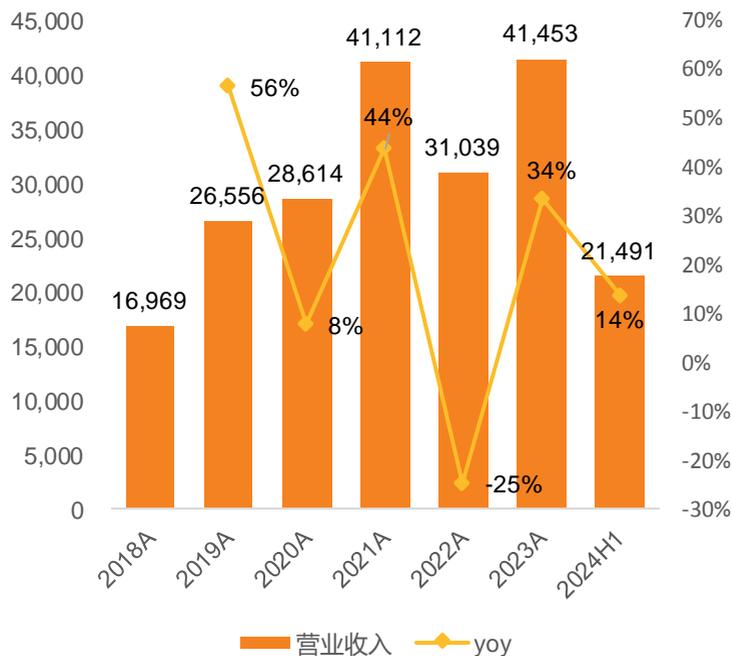
图：必胜客同店



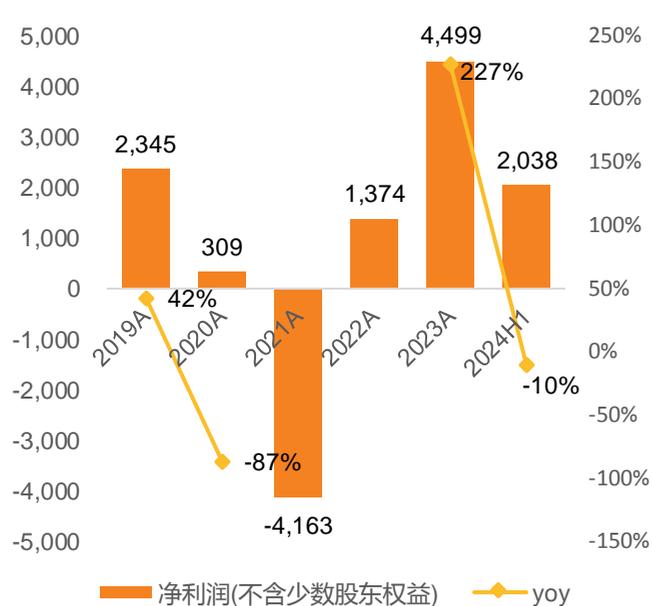
海底捞：业绩符合预期

海底捞：业绩符合预期。H1整体翻台率为4.2次/ yoy+27%，客单价为97.4元/yoy-5%符合预期。门店数量仍在调整，24H1新开11家关闭43家。

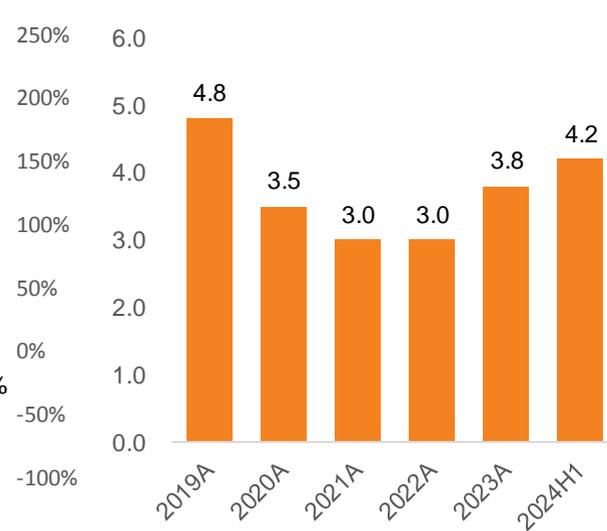
图：公司营业收入（百万元）



图：净利润（百万元）



图：翻台率（次/天）



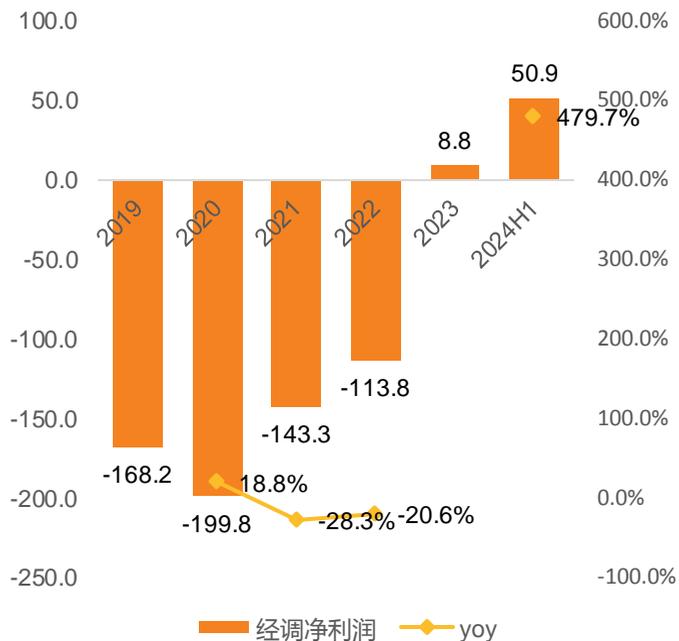
达势股份：业绩略超预期，兼具开店提速

达势股份：业绩略超预期，兼具开店提速。上半年开店迅速，截至8月20日规划中门店总数达到 227 家，已占全年目标比例的 95%。同店保持正增长，新市场增长强劲；24H1 门店 OPM 为 14.5%/+1.0pct。

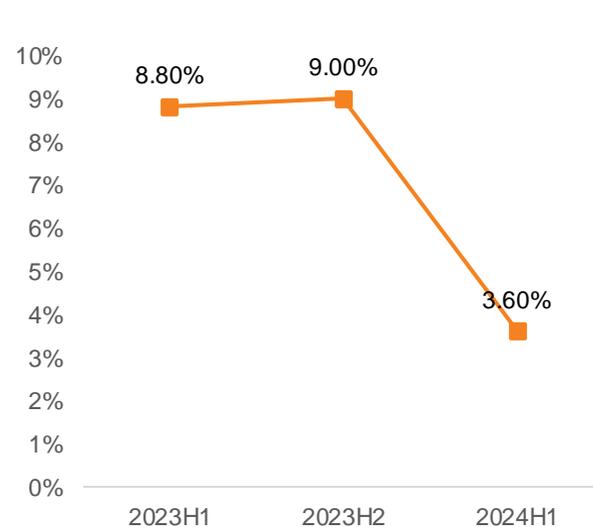
图：公司营业收入（百万元）



图：经调整净利润（百万元）



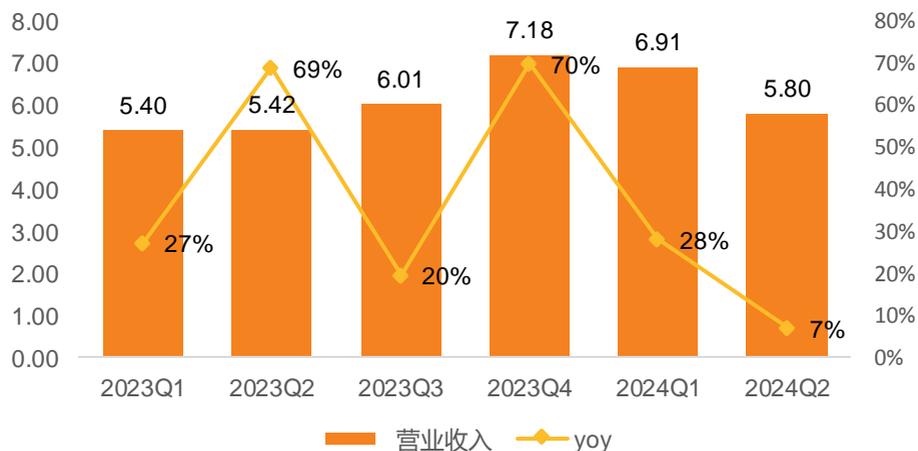
图：同店销售增长



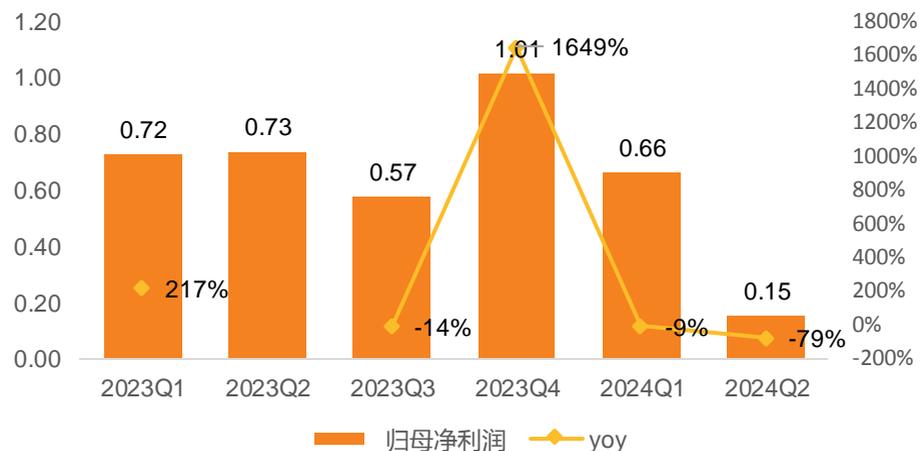
同庆楼：24Q2业绩受新店亏损、财务费用等影响承压

同庆楼：24Q2业绩受新店亏损、财务费用等影响承压。24H1老店销售yoy-5.5%，老店营业收入仍较2019年上升0.54%，门店经营体现出一定韧性，关注新店爬坡贡献提升。

图：公司营业收入（亿元）



图：公司归母净利润（亿元）



2 零售

黄金珠宝板块：景气度

社零表现：2024 年上半年社零限额以上的金银珠宝类零售额 1725 亿元，同比增长 0.2%；

黄金需求变化：全国黄金消费量 523.753 吨，与 2023 年同期相比下降 5.61%。其中：黄金首饰 270.021 吨，同比下降 26.68%；金条及金币 213.635 吨，同比增长 46.02%；工业及其他用金 40.097 吨，同比下降 0.53%。

图 2023年以来金银珠宝类零售额（单位：亿元）及yoy

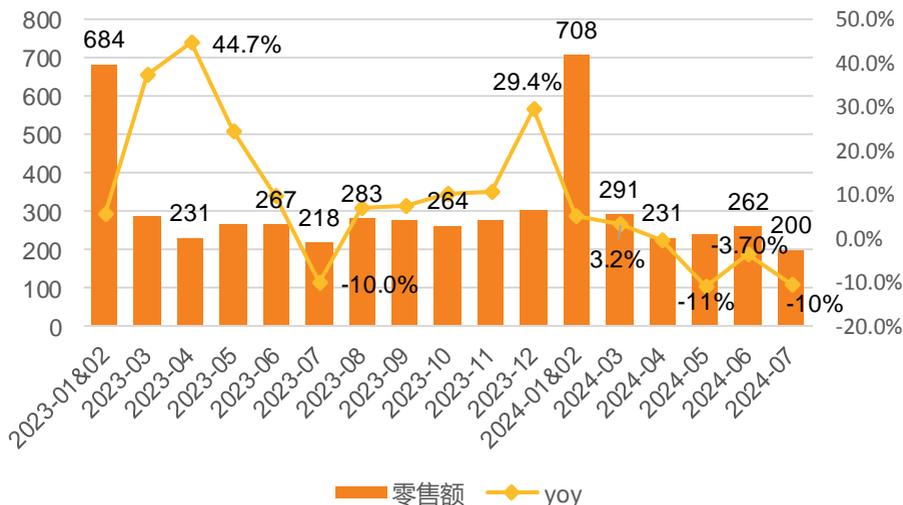
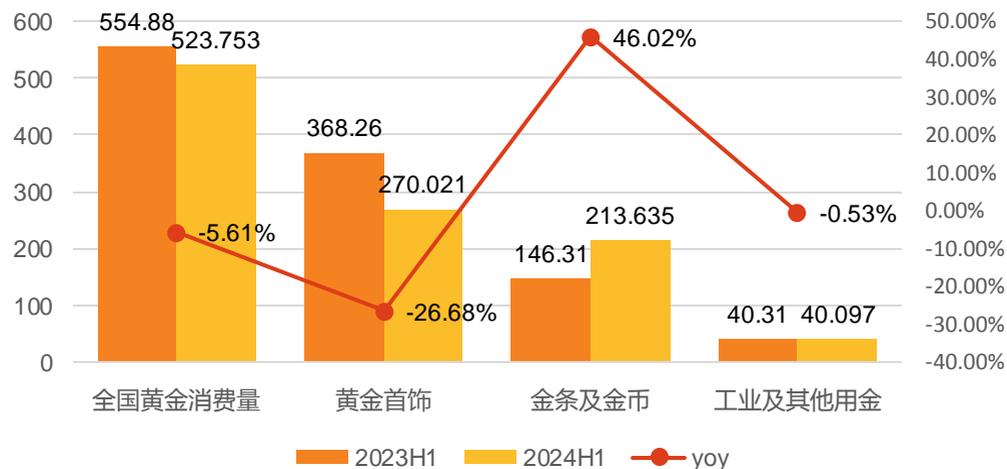


图 2024上半年全国黄金消费（单位：吨）



黄金珠宝板块：开店成长

净开店：老凤祥/周大生/中国黄金/潮宏基/菜百股份24H1净开店28/124/9/35/6家、参考23H1净开店情况基本上符合预期。

图 23H1&24H1各品牌开店数量以及净增数量（单位：家）

品牌名称	2023H1		2024H1	
	门店数量	净增	门店数量	净增
老凤祥	5631	22	6022	28
周大生	4735	119	5230	124
中国黄金	3660	18	4266	9
潮宏基	1218	60	1451	52
菜百股份	73	4	92	6

老凤祥：超预期有韧性

二季度毛利率阶段小新高：主因2-3月金价急涨引起的存货升值贡献。我们认为下半年若无金价急涨运行阶段，毛利率将可能回归正常状态。

上半年开店有限：截至2024年6月末，老凤祥共计拥有营销网点达到6,022家（含境外银楼15家），较去年末净增加28家，24H1净增28家较23H1净增差不多但较22H1净增破百偏少，可能跟终端动销增长放缓、金价急涨导致开店成本上升有关。

。

图 2019-2024H1老凤祥收入及yoy

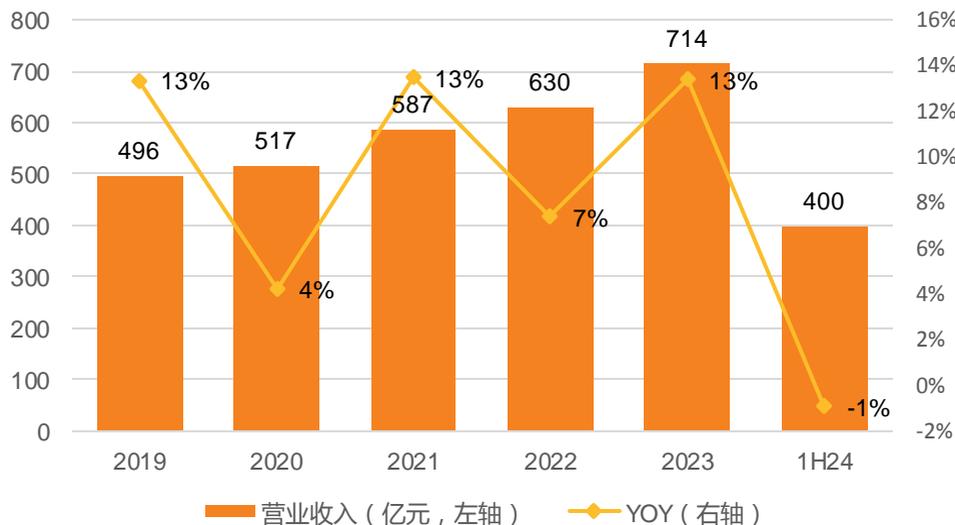
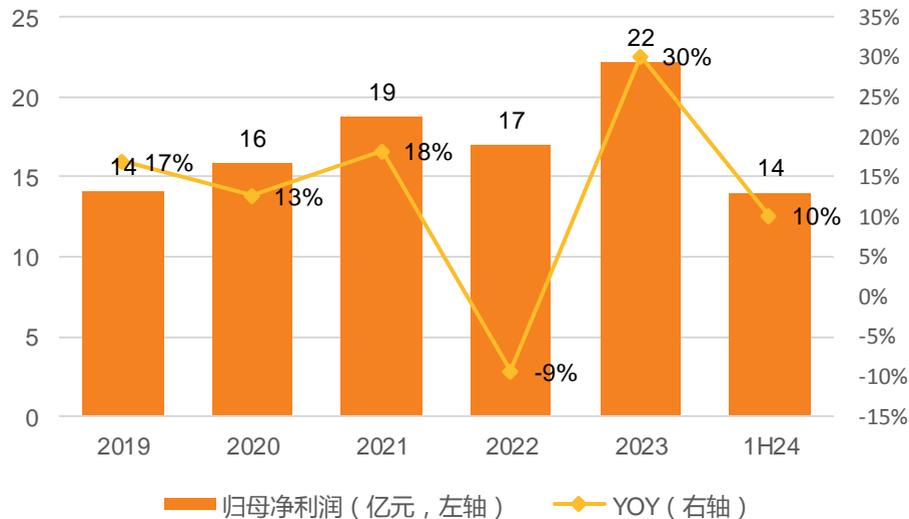


图 2019-2024H1老凤祥归母净利润及yoy

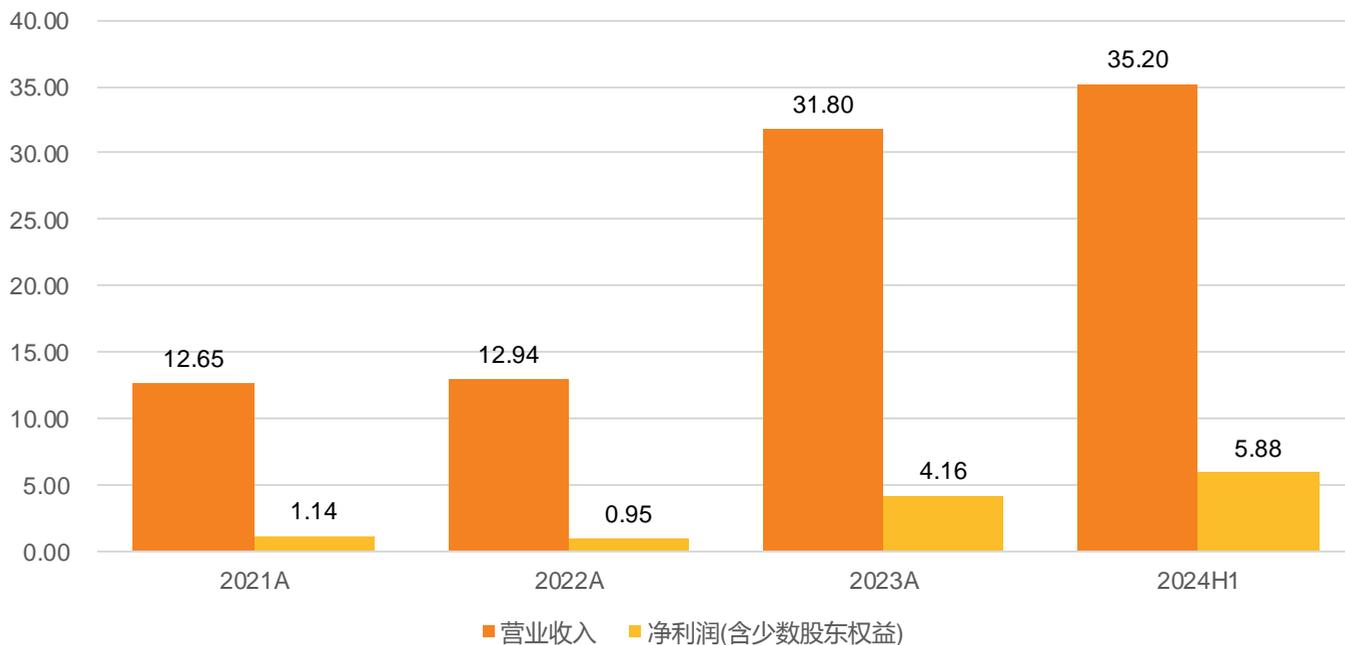


老铺黄金：超预期看成长

24H1实现收入35.2亿元/yoy+148%，净利润5.9亿元/yoy+199%。

24H1净开店3家至33家、22-23年每年开店8家左右，门店数量增速超过20%。

图 21年以来老铺黄金收入与净利润变化(单位：亿元)



潮宏基：超预期看成长

二季度销售保持韧性增长，跟积极开店&定位年轻等有关；业绩增长亮眼，与净关闭直营17家店带来销售费用下降有关，但皮具业务利润同比下滑有所对冲。

期待持续成长加持，24H1净新增加盟门店52家，而且加盟代理收入同比增长43.7%但毛利率下滑2.7pct至17.2%。

图 2019-2024H1潮宏基收入及yoy

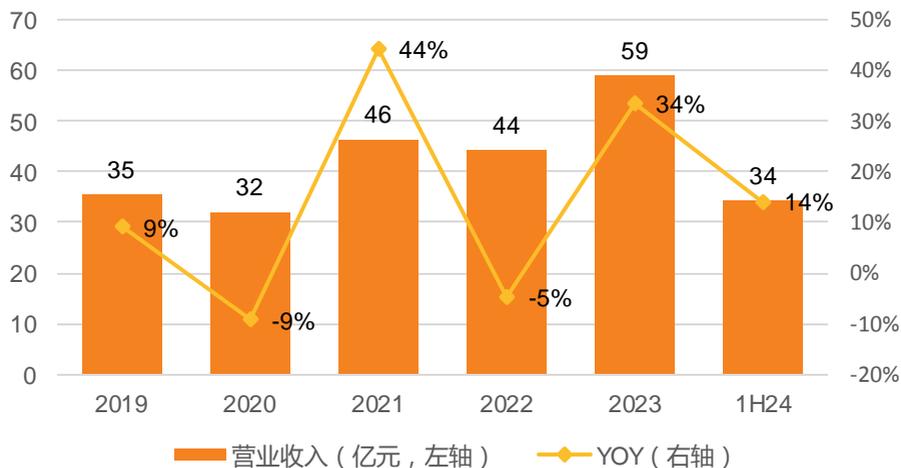
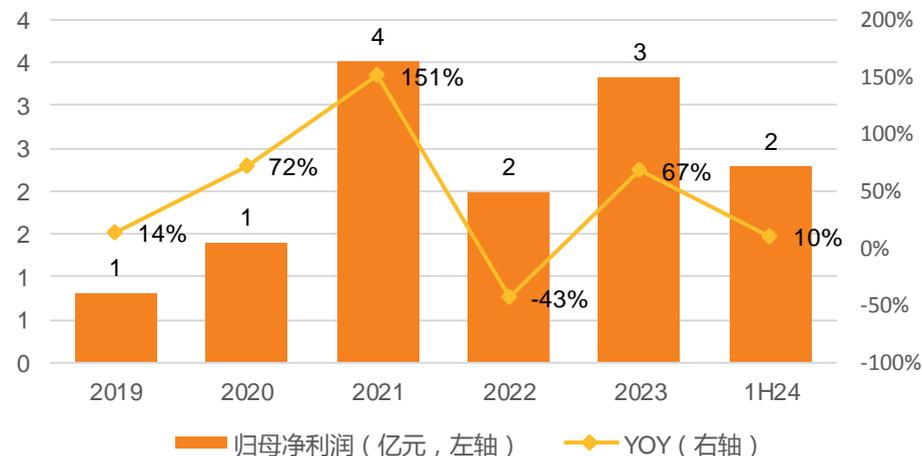


图 2019-2024H1潮宏基归母净利润及yoy



周大生：符合预期分红可期

销售压力：二季度销售压力较大，业绩降幅更高主要是新开直营店19家带来销售费用增加明显。

开店：但公司逆势开店相对积极，而且24H1计划每10股派发现金3.0元。

图 2019-2024H1周大生收入及yoy

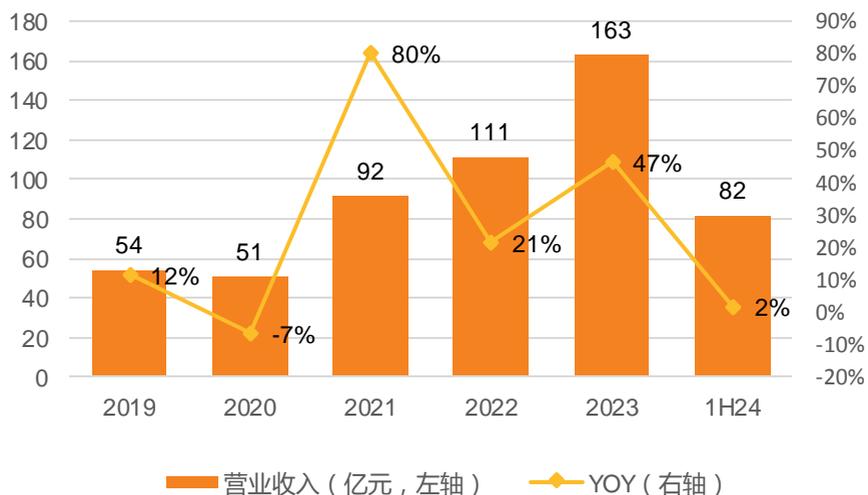
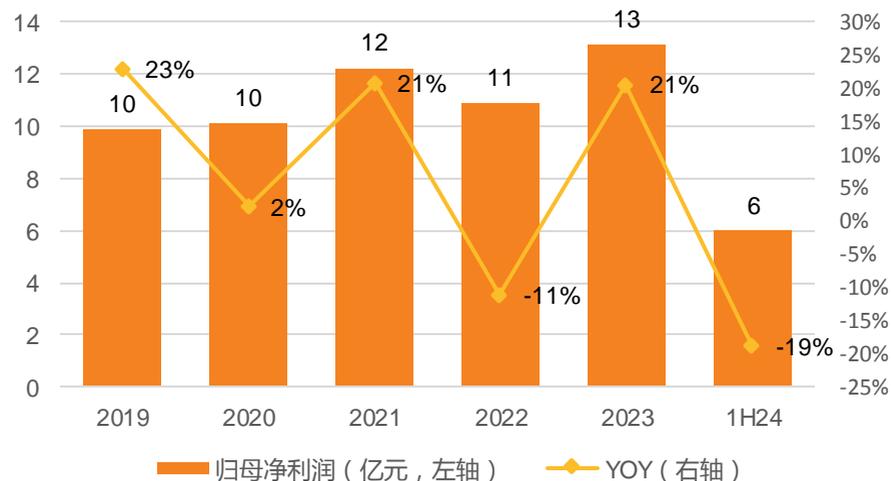


图 2019-2024H1周大生归母净利润及yoy



中国黄金&菜百股份

二季度收入端亮眼但业绩端有一定压力，中国黄金业绩中规中矩符合预期、菜百股份直营占比高业绩影响大。

图 2019-2024H1中国黄金收入及yoy



图 2019-2024H1菜百股份收入及yoy



图 2019-2024H1中国黄金归母净利润及yoy

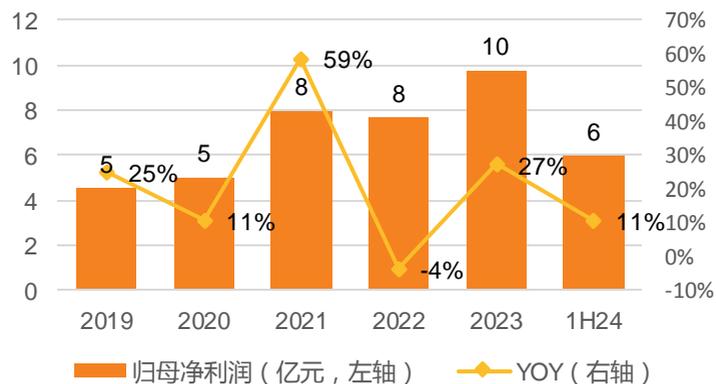
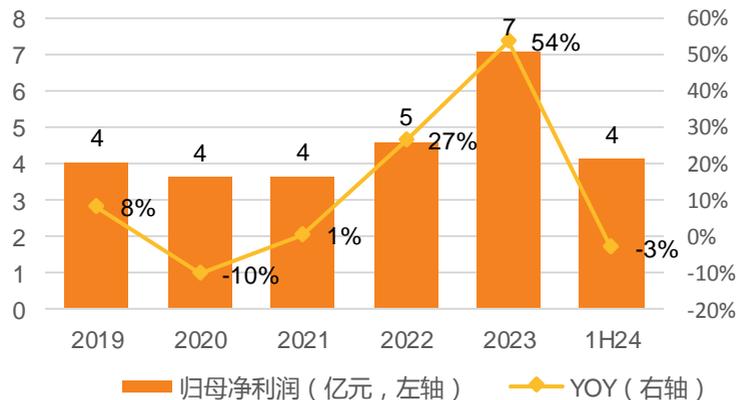


图 2019-2024H1菜百股份归母净利润及yoy



出海板块：重视IP及品牌力建设

• **出海整体景气：**一是，今年上半年我国跨境电商进出口达1.22万亿元，同比增长10.5%。二是，今年上半年义乌进出口总额3248亿元，同比增长20.7%。

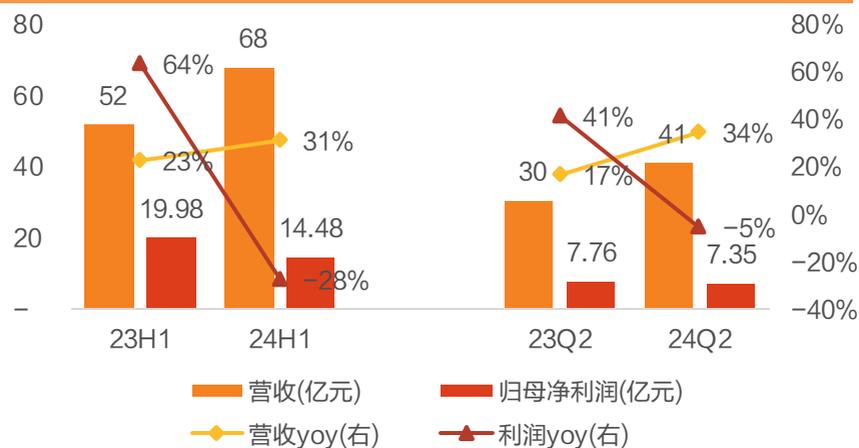
• **业绩兑现：**

1) **小商品城：**略超预期主业有韧性。24H1主业利润13.4亿/同比+68%，公司受益义乌出口景气，我们认为其具备老市场盘活挖潜和租金提升、新市场扩建和招商推进、贸易履约新业务增长加持，预计公司24/25年归母净利27/32亿元，对应PE17/15X，维持“买入”评级。风险提示：海外需求不及预期、国际贸易政策变化风险、数字化转型不及预期。

2) **名创优品：**符合预期积极出海。MINISO国内24H1同店销售为去年同期的98.3%；我们预计MINISO海外H2有望拉回利润。

3) **跨境电商：**收入和业绩呈现分化，我们认为主要系公司竞争优势、品类定位及海运费影响程度的差别等，但整体估值并不高，伴随大选情绪逐步反馈和估值回落，关注销售和海运费影响的变化。

图：小商品城业绩



图：名创优品积极布局出海

	2023H1	2024H1
海外市场的名创优品门店		
总GMV(人民币亿元)	45.4	64.0
亚洲(中国除外)	17.8	23.5
北美洲	4.6	8.4
拉丁美洲	17.3	23.8
欧洲	3.2	5.3
其他	2.5	2.9
同店GMV 增长率(%)	32%	16%
亚洲(中国除外)	25%	15%
北美洲	75%	12%
拉丁美洲	40%	21%
欧洲	12%	10%
其他	6.0%	-1.2%

代码	公司	总市值(亿元)	收入(亿元)			归母净利(亿元)			归母净利(亿元)				PE			
			23Q2	24Q2	yoy	23Q2	24Q2	yoy	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
301381.SZ	赛维时代	112	15.29	23.78	56%	0.98	1.50	52%	3.36	4.59	5.93	7.57	33	24	19	15
300592.SZ	华凯易佰	54	16.13	18.22	13%	1.32	0.53	-60%	3.32	4.12	5.23	6.23	16	13	10	9
002315.SZ	焦点科技	92	3.93	4.09	4%	1.41	1.57	11%	3.79	4.76	5.76	6.79	24	19	16	14

注：本表预测为Wind一致预期，收盘价截止10月9日

传统零售板块

线下零售景气：24H1我国线下社会消费品零售总额17.6万亿元/yoy +5.6%。7月线下社零总额2.7万亿元/yoy -1.0%。

未来成长：传统线下零售竞争激烈，服务升级或业态创新或成为主要看点。

业绩兑现：

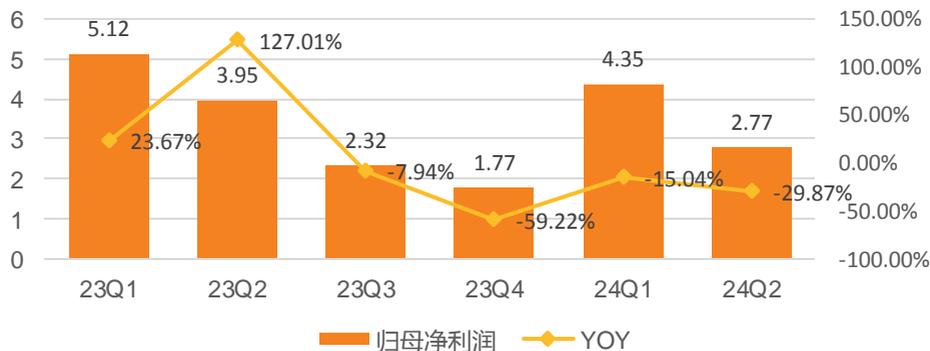
1) 重庆百货：24H1收入89.8亿元/yoy -11.56% (调整后),归母净利7.12亿元/yoy -21.06% (调整后)，归母净利下滑主要系投资收益同比下降及非经常性损益基数高企。

2) 家家悦：24H1 营收 93.6 亿元/yoy+3.0%，归母净利 1.7亿元/yoy -8.8%，业绩下滑主要系竞争加剧下毛利率下滑销售费用率提升。

3) 红旗连锁：24H1收入51.86亿元/yoy +3.67%，归母净利2.67亿元/yoy +3.81%。

4) 永辉超市：24H1收入377.79亿元/yoy -10.11%，归母净利2.75亿元/yoy -26.34%，主要系零售行业竞争加剧及公司关闭尾部门店影响收入。

图：重庆百货23Q1-24Q2归母净利润（亿元）及yoy



图：社零月度总额及yoy

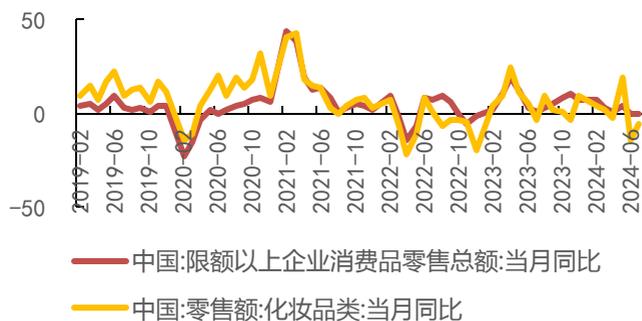


3 美护

24H1板块景气度——化妆品

- **社零数据**：根据国家统计局数据，1-6月社零总额235969亿元，同比增长3.7%，6月社零总额40732亿元，同比增长2.0%；1-6月份化妆品类社零为2168亿元，同比增长1%，化妆品消费总体承压；6月化妆品社零405亿元，同比下滑14.6%，我们认为主要受618销售前置影响。
- **分渠道**：淘系美妆大盘下滑环比收窄，有望企稳回升。据炼丹炉数据，淘系护肤/彩妆大盘24年1-5月销售额分别为628/255亿元，同比+2.5%/-3.1%，相比去年下半年增速改善。由于取消定金及大促前置开启，魔镜洞察数据显示，今年5月天猫+淘宝平台美妆总体销售额同比增长69.21%，环比增长58.45%；我们预计今年淘系美妆大盘恢复正增长。根据青眼情报数据，2024年1-5月淘系平台全渠道市场份额有所提升，天猫618大促（5月20日-6月18日），护肤类目销售额同比增长2%；抖音平台延续高增，彩妆类目GMV在35-45亿元之间，去年同期为34.9亿元。
- **疫情以来由于国货替代和消费降级结构性调整，化妆品增速低于社零，2024年我们认为美妆大盘有望恢复增长。当下阶段结构性机会仍大于总量，持续看好综合能力持续提升，多品类多品牌布局的国货美妆龙头。**

图：社零数据月度同比（%）



图：天猫+淘宝护肤行业GMV



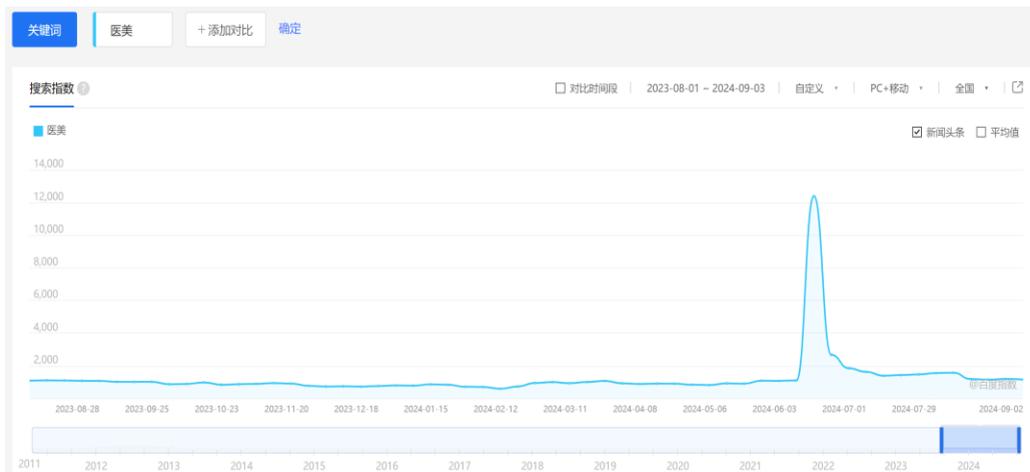
图：天猫+淘宝彩妆行业GMV



24H1板块景气度——医美

- **医美行业**：下游机构景气：24H1朗姿股份医疗美容业务板块实现营业收入11.94亿元，同比+6.02%；美丽田园医疗美容服务收入4.41亿元，同比+0.3%；医疗美容业务的活跃会员数量同比+12.1%。
- **上游耗材表现**：爱美客旗下溶液类注射产品营收9.8亿元（+11.7%），凝胶类注射产品营收6.5亿元（+14.6%）；华东医药少女针H1收入6.2亿元（+20%），Q1/Q2收入2.6/3.6亿（+23%/18%）。
- **消费降级结构性调整，我们预期高端医美消费、重组胶原、高端品类好于大众直客渠道及流量型产品。**

图：国内“医美”词条百度搜索热度



图：医美上游耗材表现

营收 (亿元)	2021H1	2021H2	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2	2024H1
爱美客溶液类注射产品	4.8	5.7	6.4	6.5	8.7	8.0	9.8
yoy				14%	36%	23%	12%
爱美客凝胶类注射产品	1.5	2.4	2.4	4.0	5.7	5.9	6.5
yoy				69%	139%	48%	15%
华东医药国内医美			2.7	3.6	5.2	5.4	6.2
yoy					90%	51%	20%
锦波生物单一成分医疗器械					2.3	3.3	4.8
yoy					279%	-	105%

图：医美下游机构表现

业务类型 (亿元)	2021H1	2021H2	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2	2024H1
美丽田园一般医疗服务和其他美容医疗服务	0.4	0.5	0.4	0.5	0.6	0.5	0.6
yoy				8%	44%	16%	4%
朗姿股份手术类医疗美容	1.5	2.7	2.1	1.5	2.0	1.4	1.7
yoy			37%	45%	3%	4%	17%
朗姿股份非手术类医疗美容	3.8	7.0	6.9	6.2	9.2	8.6	10.3
yoy			82%	12%	34%	38%	11%
朗姿股份医美收入合计	5.3	9.7	9.0	7.7	11.3	10.0	11.9
yoy			69%	21%	26%	30%	6%

重点个股——爱美客

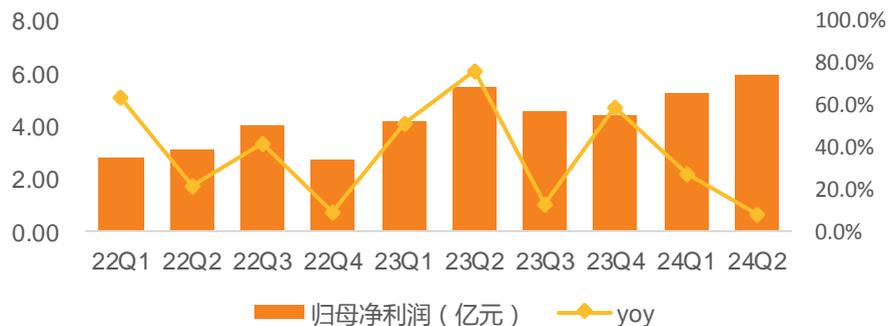
■ 公司发布24半年报，24H1实现营业收入16.57亿元/yoy+13.53%，归母净利润11.21亿元/yoy+16.35%，扣非归母净利润10.89亿元/yoy+16.58%，24Q2实现营业收入8.49亿元/yoy+2.35%，归母净利润5.93亿元/yoy+8.03%，扣非归母净利润5.6亿元/yoy+2.46%。

■ 业绩分析：

- 24H1溶液类注射产品营收9.8亿元，同增11.7%，凝胶类注射产品营收6.5亿元，同增14.6%。
- 加快成果转化，质效双增促长期发展。“美丽健康产业化创新建设项目”进展顺利，项目建成后，将进一步扩大公司目前现有产品的产能，丰富新产品供给，提升公司的对外合作能力，进一步满足医美市场需求。
- 聚焦产业布局，研发创新驶入快车道。研发投入1.3亿，同增20.6%，完成专利申请33项，获得专利授权9项。加大重大研发项目的推进力度，注射用A型肉毒素获国家药监局药品注射上市许可受理通知。肉毒上市许可已获受理，短期维度除现有产品持续爬坡、提升渗透外静待如生步入销售节奏后协同放量，中期关注宝尼达颈部适应症等新品获批节奏，长期看好光电/减重等多元潜力管线有序推进及持续充盈，待其上市后或将联动应用丰富求美选择，进一步巩固公司医美龙头地位。我们始终坚定看好公司长期价值，作为具备利润型及流量型完善产品矩阵的龙头标的，有望跟随经济恢复板块提速受益，建议重点关注。

■ **投资建议：**肉毒上市许可已获受理，继续看好公司医美龙头地位，有望以现有产品为基本盘，以成长性单品及在研管线不断贡献业绩增量。

图：分季度归母净利润



图：业务拆分 (亿元/%)



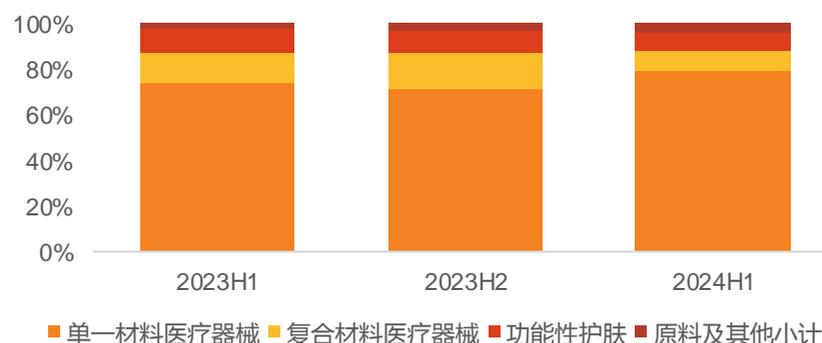
重点个股——锦波生物

- 公司发布2024半年报，2024H1营收6亿元，yoy+90.59%；归母净利3.1亿元，yoy+182.88%，做到业绩预告上限；扣非归母净利3.0元，yoy+193.34%。2024Q2营收3.77亿元，yoy+100.45%；归母净利2.08亿元，yoy+213.41%，扣非归母净利2.06元，yoy+225.9%。
- 医疗器械：24H1营收5.3亿，同增91.84%，毛利率94.43%，同增1.70pct。预计主要以薇旖美为代表的医美三类械持续放量驱动增长，截至上半年，已覆盖终端医疗机构约 3,000 家。
- 功能性护肤品：24H1营收0.5亿，同增53.94%，毛利率64.76%，同增0.72pct。
- 原料：24H1营收0.24亿，同增180.07%，毛利率83.03%，同增18.32pct。客户覆盖国内医疗器械及化妆品生产企业，并积极布局海外业务。
- 产品规格型别矩阵化拓展，研发持续投入：研发投入0.60亿元，收入占比10%，公司已经完成包括Ⅲ型、V型、Ⅶ型、XⅦ型等重组人源化胶原蛋白主要的基础研究，已在妇科、泌尿科、皮肤科、骨科、外科、口腔科、心血管科等领域持续开展应用研究。
- **投资建议**：锦波生物为重组胶原蛋白领军企业，在行业红利延续的背景下，2024 年为公司商业化进阶重要的一年——C端加码营销打薇旖美®品牌强化消费者心智，B 端继续深耕集团大客户，打造标杆，提升复购，公司医美业务进入正循环阶段；去年下半年以来薇旖美®产品规格型别矩阵化拓展，薇旖美®至真提颜针创新韧带滋养扩容补充高端渠道。

图：分季度归母净利润



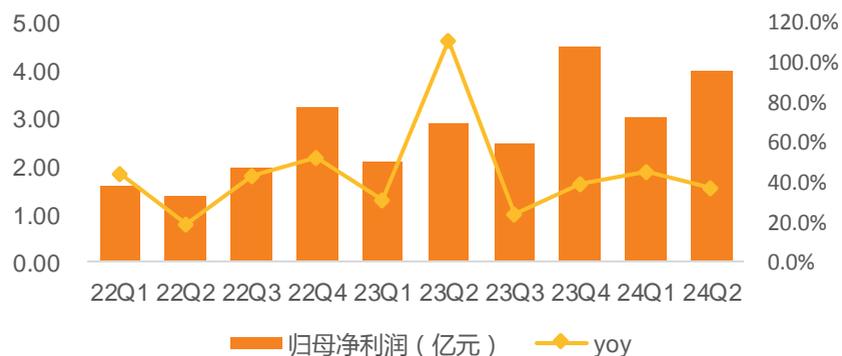
图：业务拆分



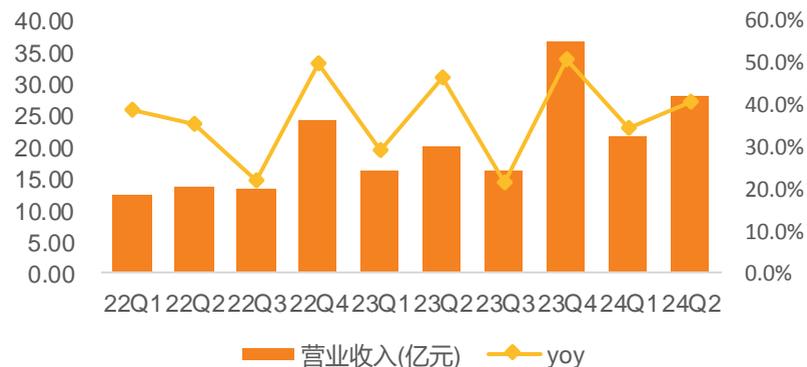
重点个股——珀莱雅

- 公司发布24年半年报。24H1营收50.01亿，yoy+37.90%；归母净利7.02亿元，yoy+40.48%，扣非归母净利6.79亿，yoy+41.78%。24Q2公司实现营收28.20亿，yoy+40.59%，归母净利3.99亿，yoy+36.84%，扣非归母净利3.87亿，yoy+37.76%。
- 分品牌看，2024H1年主品牌珀莱雅营收39.81亿元，yoy+37.67%，占比79.71%；彩棠营收5.82亿元，yoy+40.57%，占比11.66%；OR营收1.38亿元，yoy+41.91%；悦芙媿营收1.61亿元，yoy+22.35%。
- 分渠道看，24H1:①线上营收46.80亿元，yoy+40.52%，占比93.69%，其中直营营收37.24亿元，yoy+40.01%保持高增，分销营收9.56亿元，yoy+42.52%；②线下营收3.14亿元，yoy+8.85%，占比6.31%，其中日化渠道营收2.23亿元，yoy-7.66%。线上多渠道保持高增，持续加深精细化运营。
- **投资建议：**公司持续不断的靓丽表现印证公司完成从产品到品牌再到多品 牌集团化矩阵式的成功跃迁，公司作为国货龙头在行业分化的背景下强者 恒强，份额显著提升；主品牌经典大单品多次迭代、月均高质量 推新升级，子品牌新品抓住色彩类彩妆、高端头皮洗护等细分领域高质量上新，公司在短期销售数据，中期品牌矩阵和长期竞争力多维度表现优秀，持续看好国货替代背景下综合实力突出龙头销售表现。

图：分季度归母净利润



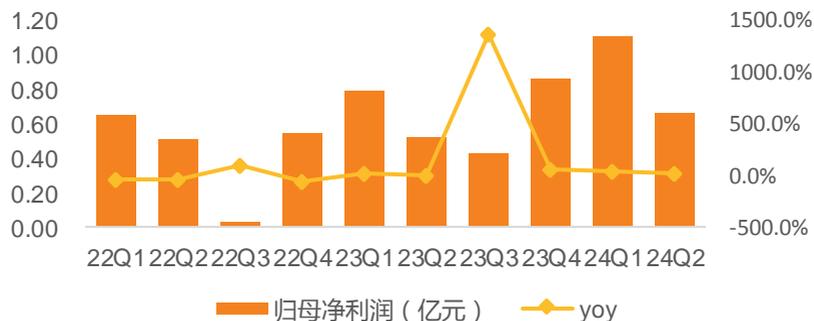
图：分季度营收



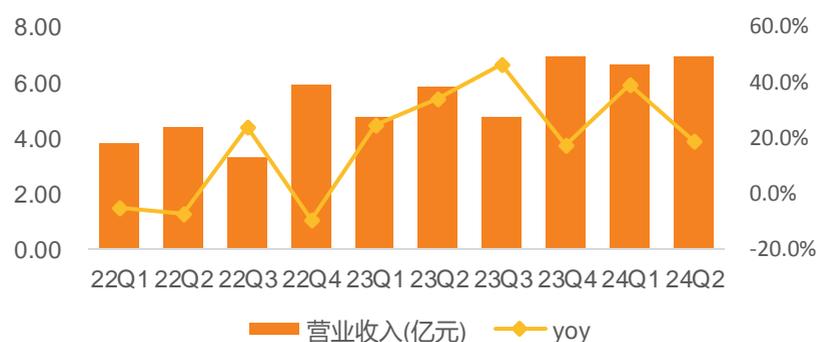
重点个股——丸美股份

- 公司发布24年半年报。24H1营收13.52亿，yoy+27.65%；归母净利1.77亿元，yoy+35.09%，扣非归母净利1.66亿，yoy+40.21%。24Q2公司实现营收6.91亿，yoy+18.58%，归母净利0.66亿，yoy+26.71%，扣非归母净利0.62亿，yoy+39.24%。
- 两大品牌表现持续亮眼，①主品牌丸美24H1营收 9.3 亿元，yoy+ 25.87%，其中天猫旗舰店同比增长34.29%、抖快同比增长30.05%。新品小金针精华2.0上市2个月GMV 破亿，上半年GMV同增105.97%，霸榜精华各大榜单；②PL 恋火24H1营收 4.17 亿元，yoy+35.83%，618期间，PL霸榜天猫粉底液热卖榜、热销榜TOP1，抖音粉底液、气垫榜TOP1。
- 渠道多元并进、协同发展。24H1线上营收11.39亿元，同增 34.85%，上半年丸美天猫旗舰店TOP5核心单品销售占比69%，产品集中度进一步提升，会员成交金额同比增长55%，品牌粘性持续攀升。线下营收2.12亿元，同降1.16%。
- 成本&费用，24H1毛利率74.68%，同增4.55pct，主要系产品结构进一步优化及精益管理所致；24Q2毛利率74.7%，同增3.4pct。24H1销售/管理/研发费用率分别为53.1%/3.4%/2.7%，yoy+4.6/-1/-0.1pct；24Q2年销售/管理/研发费用率分别为55.7%/3.7%/2.8%，yoy+2.3/-0.8/+0.2pct。公司持续推进降本增效，在保持收入增长同时亦控制好管理费用。
- **投资建议：**公司坚持文化自信、保持战略定力，线上转型突破，持续专注主业经营，以用户为中心，坚定推行大单品策略，夯实丸美眼部护理专家+抗衰老大师品牌心智，渗透 PL 恋火高质极简底妆心智，变革组织优化结构提升效能，锚定长期健康发展，随着公司品牌心智强化，公司盈利能力有望持续提升，继续看好丸美公司两大品牌24年销售表现。

图：分季度归母净利润



图：分季度营收



风险提示

- **宏观需求不及预期：**影响整体消费大盘，以及商社板块需求端的核心 β ；
- **政策风险：**非学科培训等赛道具有牌照壁垒且与政策高度相关，若政策变化则会直接影响相关公司经营；
- **行业竞争加剧：**若竞争激励可能会引发价格战，导致上市公司利益受损；
- **新品牌或新产品表现不及预期：**消费公司积极布局新品牌或产品，若效果不及预期则影响公司增量空间。
- **统计误差风险：**部分数据为手动统计，或存在误差。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS