

商贸零售行业跟踪周报

商社行业三季报总结：需求端承压静待后续刺激催化，优选“两低一强一硬”标的

增持（维持）

2024年11月04日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 石旻璜

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

证券分析师 郝越

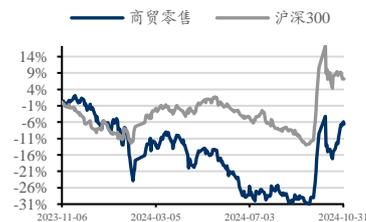
执业证书：S0600524080008

xiy@dwzq.com.cn

投资要点（文中“本周”指2024-10-28至2024-11-3）

- **整体上看，内需仍然承压：**2024Q3，线下零售行业上市公司营收的同比下滑幅度较2024H1增大。黄金珠宝公司因金价较高，终端动销较弱。酒店行业量价均承压，商旅需求不振。免税受奢侈品整体消费意愿&日本奢侈品消费虹吸影响承压。医美整体市场受经济环境和消费意愿影响承压。大宗供应链行业重点公司受下游需求承压影响，营收有所下滑。
- **随国补等一系列刺激政策，内需有望得到修复：**9月社零总额同比增速高于wind一致预测，也是最近一年以来超预期幅度最大的单月。这主要受益于各地开启的以旧换新等国补政策。看好后续补贴政策落地进一步刺激消费需求恢复。
- **推荐基本面&供需关系强的消费品出口&教育赛道：**
 - ①出口：行业重点公司收入增速均在30%以上表现亮眼，反映行业整体景气度较高，但运费和汇率影响部分上市公司短期盈利。我们看好中国优质供应链出海的大趋势，也建议关注部分短期业绩受宏观变量影响，估值较低的公司的投资机会。推荐盈利能力较硬的核心资产：安克创新、小商品城等；推荐低位优质标的：名创优品、致欧科技等。
 - ②教育：旺季兑现较好业绩，行业格局持续改善。2024年Q3大多对应教培公司的暑假，暑假是班课培训的旺季，教培公司如新东方，好未来，豆神教育和昂立教育等在Q3均取得了较好的业绩兑现。教培行业是目前消费板块中需求较强的行业，政策现在趋于稳定，行业虽然有新进入者，但相较于“双减前”，竞争格局仍然较好，目前主要公司对应2024年PE平均在20-25倍不等，仍维持推荐。
- **推荐估值低、现金流&经营壁垒较硬的黄金珠宝：**2024年Q3黄金珠宝公司普遍业绩较弱，主要因为金价处于高位，终端消费较弱，使得加盟商拿货意愿较弱，且出现了品牌商降低品牌使用费，或直接补贴加盟商的情况，使得毛利率也受到了一定的影响，在收入下滑的同时，部分公司利润下滑更多，单Q3业绩大多下滑区间在-20%至-50%不等。因此我们下调了大部分黄金珠宝公司全年业绩，下调后对应的2024年PE在10-12倍不等，处于历史相对偏低的区间，仍维持推荐。
- **推荐经营壁垒较硬的景区、OTA平台：**2024Q3高基数下天气扰动，财务表现分化，关注出行淡季时间催化机会。全国铁路/民航运送旅客量、2024Q3分别为12.4/2.0亿人，同比+7%/12%，高铁增速环比下滑，民航维持高增，居民出行意愿依然高位景气。核心景区上市公司普遍面临高基数下滑情况；利润拖累项主要为营收下滑、税负减免退出、景区运营成本上升。后续建议关注事件性驱动交易机会。建议关注携程集团、同程旅行等OTA平台。
- **总结：看好后续补贴和刺激政策进一步促进消费复苏。建议优选“两低一强一硬”的消费品投资赛道和标的。**①“两低”指位置低、估值低：建议关注黄金珠宝赛道，推荐老凤祥等。②“一强”指基本面&供需关系强，建议关注消费品出口&教育赛道，推荐小商品城、安克创新、名创优品、学大教育等。③“一硬”指现金流&经营壁垒硬，建议关注景区赛道&黄金珠宝领域，推荐老凤祥等。
- **风险提示：**消费需求波动，行业竞争加剧，地缘影响出口等。

行业走势



相关研究

《旅游消费刺激政策频出，关注2025年节假日安排》

2024-10-27

《9月社零点评：社零总额同比+3.2%超预期，以旧换新等补贴政策促进可选品恢复》

2024-10-20

内容目录

1. 商社行业 2024 三季度报总结	4
1.1. 线下零售行业：整体承压，关注消费刺激政策 beta 及企业调改 alpha	4
1.2. 消费品出海：成长性优秀的高景气方向	4
1.3. 大宗供应链：行业景气度持续筑底	5
1.4. 教育板块：旺季兑现较好业绩，行业格局持续改善	5
1.5. 黄金珠宝：金价高位影响短期业绩	6
1.6. 旅游酒店&免税板块	6
1.7. 医美&化妆品	7
1.8. 宠物食品：行业长坡厚雪，国货品牌份额快速提升	8
2. 本周行情回顾	10
3. 细分行业公司估值表	10
4. 风险提示	12

图表目录

图 1:	线下零售行业公司业绩 (市值、收入及利润单位: 亿元人民币)	4
图 2:	消费品出口链行业公司业绩 (市值、收入及利润单位: 亿元人民币)	5
图 3:	大宗供应链行业公司业绩 (市值、收入及利润单位: 亿元人民币)	5
图 4:	教育行业公司业绩 (市值、收入及利润单位: 亿元人民币)	6
图 5:	黄金珠宝公司业绩 (市值、收入及利润单位: 亿元人民币)	6
图 6:	免税酒店景区公司业绩 (市值、收入及利润单位: 亿元人民币)	7
图 7:	医美化妆品公司业绩 (市值、收入及利润单位: 亿元人民币)	8
图 8:	宠物食品公司业绩 (市值、收入及利润单位: 亿元人民币)	8
图 9:	商社板块 2024Q3 公司业绩总结 (市值、收入及利润单位: 亿元人民币)	9
图 10:	本周各指数涨跌幅	10
图 11:	年初至今各指数涨跌幅	10
表 1:	行业公司估值表 (市值更新至 11 月 3 日)	10

1. 商社行业 2024 三季度报总结

1.1. 线下零售行业：整体承压，关注消费刺激政策 beta 及企业调改 alpha

行业营收总体仍承压。2024Q3，申万超市/百货行业营业收入同比-11.6%/ 11.9%，较 2024H1 的下滑程度均有扩大，反映行业基本面仍承压。

但 10 月开始我们看到好转迹象，期待 Q4 表现：①国补等刺激政策对整体消费有带动作用，9 月社零总额增速超 wind 一致预测，家电、通讯器材等可选消费品表现良好，随后续政策落地消费有望进一步修复；②关注传统零售行业的改造前景：名创优品 9 月底宣布拟收购永辉超市 29%股份，同时永辉超市向胖东来等优秀同行学习，改造门店取得较好成果。

投资建议：关注底部优质资产&零售调改投资机会。推荐标的：重庆百货（具备重庆区位优势，经营质量靠前，受益于国补等消费刺激政策）；建议关注：永辉超市（胖东来调改）等。

图1：线下零售行业公司业绩（市值、收入及利润单位：亿元人民币）

简称	代码	总市值	2024Q3				2024Q1-3				2024E		
			收入	yoy	归母净利润	yoy	收入	yoy	归母净利润	yoy	归母净利润	yoy	P/E
重庆百货	600729.SH	97	40.2	-13%	2.1	-12%	130.0	-12%	9.2	-19%	12.4	-6%	8
永辉超市	601933.SH	460	167.7	-16%	-3.5	-10%	545.5	-12%	-0.8	-249%	3.9	扭亏	119
家家悦	603708.SH	70	47.6	0%	0.2	-34%	141.3	2%	1.9	-12%	2.2	64%	31
红旗连锁	002697.SZ	69	25.8	-2%	1.2	-18%	77.7	2%	3.9	-4%	5.9	5%	12
富森美	002818.SZ	99	3.5	-10%	2.1	10%	10.8	-7%	5.5	-11%	7.6	-6%	13
百联股份	600827.SH	179	64.4	-11%	13.5	9535%	216.2	-8%	16.2	367%	15.7	292%	11
天虹股份	002419.SZ	59	29.3	-3%	-0.4	-458%	90.5	-2%	1.2	-47%	2.2	-2%	27
大商股份	600694.SH	57	16.2	-5%	0.9	-8%	52.9	-7%	5.3	18%	5.9	16%	10
杭州解百	600814.SH	50	3.9	-21%	0.4	-40%	13.2	-15%	2.4	-5%	-	-	-

数据来源：wind，东吴证券研究所；注：数据截至 2024-11-02，yoy 数据来自 wind；重庆百货 2024E 预测为东吴预测，其余均采用 wind 一致预测。

1.2. 消费品出海：成长性优秀的高景气方向

行业收入增速表现亮眼，但企业利润率有所承压。行业重点公司收入均保持 30%以上的高增速（见下图），反映消费品出海赛道整体景气度是很高的。但运费和汇率影响上市公司短期盈利情况，除小商品城、安克创新之外，其余重点公司 2024Q3 的归母净利润率均有所下滑。我们预计运费等影响因素在 2024Q4 旺季或仍然影响上市公司利润，此后随海运运价回落或企业降本措施推进，利润率有望修复。

建议关注①具备壁垒的优质公司，②因短期业绩股价低位的公司。推荐标的：名创优品（全球潮流日用连锁零售品牌龙头，海外高增、直营店加速扩店，估值处于历史较低位置），安克创新（跨境品牌龙头，具备定价能力利润率稳健，储能品类高增），小商

品城（新业务高增+新市场投放+存量市场涨租，业绩持续高增），致欧科技（核心能力明显改善，受海运影响短期业绩处于低位）。建议关注：赛维时代、恒林股份等。

图2：消费品出口链行业公司业绩（市值、收入及利润单位：亿元人民币）

简称	代码	2024Q3					2024Q1-3				2024E		
		总市值	收入	yoy	归母净利润	yoy	收入	yoy	归母净利润	yoy	归母净利润	yoy	P/E
小商品城	600415.SH	572	38.5	40%	8.8	177%	106.1	34%	23.3	1%	31.3	17%	18
安克创新	300866.SZ	417	68.0	44%	6.0	52%	164.5	40%	14.7	21%	20.0	24%	21
致欧科技	301376.SZ	74	20.1	34%	1.1	5%	57.3	38%	2.8	-3%	4.1	0%	18
华凯易佰	300592.SZ	48	26.0	48%	0.5	-40%	61.2	29%	1.9	-37%	4.0	19%	12
赛维时代	301381.SZ	98	26.2	64%	-0.4	-156%	68.0	55%	2.0	-12%	4.3	29%	23
恒林股份	603661.SH	44	30.1	41%	0.5	-56%	78.1	35%	2.7	-27%	5.6	111%	8

数据来源：wind，东吴证券研究所；注：数据截至 2024-11-02，yoy 数据来自 wind；2024E 赛维时代采用 wind 一致预测，其余预测为东吴预测。

1.3. 大宗供应链：行业景气度持续筑底

行业景气度筑底，长期集中度提升逻辑不变，建议关注布局时机。头部企业收入整体负增长。2024Q3 反映制造业景气度的规上工业增加值 yoy、工业企业利润总额 yoy 等指标仍处于低位，因此我们判断行业筑底阶段仍在持续。同时行业头部集中的趋势仍在持续，厦门象屿等头部企业的经营货量仍然总体保持稳定。我们相信未来小企业将不断出清，龙头企业的增速仍将快于大盘。

投资建议：行业公司普遍具备国企+低估值+高分红特性，基本面反转仍待确认，推荐受益于集中度提升逻辑的优秀头部企业。推荐标的：厦门象屿（内部激励和物流壁垒较为领先的头部企业，造船高增、农产板块毛利扭亏）、苏美达（产业链布局领先的头部企业，造船高增）。

图3：大宗供应链行业公司业绩（市值、收入及利润单位：亿元人民币）

简称	代码	2024Q3					2024Q1-3				2024E			投资评级
		总市值	收入	yoy	归母净利润	yoy	收入	yoy	归母净利润	yoy	归母净利润	yoy	P/E	
厦门象屿	600057.SH	132	942.2	-30%	1.1	-62%	2,977.0	-19%	8.9	-25%	13.6	-14%	10	买入
苏美达	600710.SH	120	310.1	-2%	4.3	12%	869.4	-9%	10.0	12%	11.5	12%	10	增持
厦门国贸	600755.SH	140	911.2	-29%	-1.3	-144%	2,863.3	-29%	7.1	-62%	20.9	9%	7	未评级
建发股份	600153.SH	282	1,831.2	-15%	8.6	-92%	5,021.4	-16%	20.6	-83%	34.9	-73%	8	未评级
物产中大	600704.SH	264	1,478.0	-0.5%	7.6	-11%	4,419.7	1%	23.3	-15%	-	-	-	未评级
浙商中拓	000906.SZ	43	484.5	-10%	1.0	56%	1,472.1	-3%	4.2	-20%	5.5	-23%	8	未评级

数据来源：wind，东吴证券研究所；注：数据截至 2024-11-02，yoy 数据均为调整前；厦门象屿、苏美达 2024E 预测为东吴预测，其余均采用 wind 一致预测。

1.4. 教育板块：旺季兑现较好业绩，行业格局持续改善

2024 年 Q3 大多对应教培公司的暑假，暑假是班课培训的旺季，教培公司如新东方，好未来，豆神教育和昂立教育等在 Q3 均取得较好的业绩兑现。教培行业是目前消费板块中需求较强的行业，政策现在趋于稳定，行业虽然有新进入者，但相较于“双减前”，竞争格局仍然较好，目前主要公司对应 2024 年 PE 平均在 20-25 倍不等，仍维持推荐。

图4：教育行业公司业绩（市值、收入及利润单位：亿元人民币）

简称	代码	2024Q3					2024Q1-3					2024E	
		总市值	收入	yoy	归母净利润	yoy	收入	yoy	归母净利润	yoy	归母净利润	yoy	P/E
华图山鼎	300492.SZ	104	6.2	4964%	0.1	4064%	21.3	4702%	1.3	扭亏	5.0	扭亏	21
学大教育	000526.SZ	60	6.3	16%	0.1	-50%	22.5	25%	1.8	50%	2.8	79%	22
科德教育	300192.SZ	47	2.1	2%	0.4	4%	5.8	3%	1.1	7%	1.7	22%	28

数据来源：wind，东吴证券研究所；注：数据截至 2024-11-02，yoy 数据均为调整前；华图山鼎、学大教育 2024E 预测为东吴预测，科德教育采用 wind 一致预测。

1.5. 黄金珠宝：金价高位影响短期业绩

2024 年 Q3 黄金珠宝公司普遍业绩较弱，主要因为金价处于高位，终端消费较弱，使得加盟商拿货意愿较弱，且出现了品牌商降低品牌使用费，或直接补贴加盟商的情况，使得毛利率也受到了一定的影响，在收入下滑的同时，部分公司利润下滑更多，单 Q3 业绩大多下滑区间在-20%至-50%不等。因此我们下调了大部分黄金珠宝公司全年业绩，下调后对应的 2024 年 PE 在 10-12 倍不等，处于历史相对偏低的区间。

图5：黄金珠宝公司业绩（市值、收入及利润单位：亿元人民币）

简称	代码	2024Q3					2024Q1-3					2024E	
		总市值	收入	yoy	归母净利润	yoy	收入	yoy	归母净利润	yoy	归母净利润	yoy	P/E
老凤祥	600612.SH	250	126.2	-42%	3.7	-46%	525.8	-15%	17.8	-10%	20.4	-8%	12
周大生	002867.SZ	122	26.1	-41%	2.5	-29%	108.1	-13%	8.5	-22%	13.9	6%	9
潮宏基	002345.SZ	43	14.3	-4%	0.9	-17%	48.6	8%	3.2	1%	3.5	6%	12
中国黄金	600916.SH	148	114.2	-3%	1.5	-26%	465.7	13%	7.5	1%	10.5	8%	14

数据来源：wind，东吴证券研究所；注：数据截至 2024-11-02，yoy 数据均为调整前；2024E 预测均为东吴预测。

1.6. 旅游酒店&免税板块

景区：高基数下天气扰动，财务表现分化，关注出行淡季时间催化机会。全国铁路/民航运送旅客量、2024Q3 分别为 12.4/2.0 亿人，同比+7%/12%，高铁增速环比下滑，民航维持高增，居民出行意愿依然高位景气。核心景区上市公司宋城演艺/黄山旅游/九华旅游/峨眉山/长白山/天目湖/三特索道 Q3 营收增速分别为-5%/-3%/-4%/-10%/3%/-26%/1%，普遍面临高基数下滑情况；归母净利润增速分别为-6%/-26%/-3%/-4%/-9%/-42%/-5%，利润拖累项主要为营收下滑、税负减免退出、景区运营成本上升。出行人次高景气下居民付费意愿下降，Q4 及 Q1 为景区淡季，关注事件性驱动交易机会。

酒店：供给回补+商旅需求不振，量增价跌，行业进入洗牌期龙头稳健扩张。单 Q3 的 A 股酒店锦江酒店/首旅酒店/君亭酒店房量增速分别为 9%/5%/11%，平均 RevPar 同比分别-8%/-8%/-15%，由于 2023 年供给释放及 Q3 高基数，行业量价整体承压，致使酒店集团收入普跌。3 上市公司 Q3 营收增速分别为-7%/-6%/7%，归母净利增速分别为-43%/-10%/19%。利润拖累项主要由于直营收入结构性占比高，对 RevPar 变动敏感。建议关注 24Q4，高基数过去后的行业 RevPar 降幅环比收敛带来的交易机会。

免税、机场：居民消费意愿不振+日本奢侈品消费虹吸致使行业承压，关注市内店新政落地推进节奏。中国中免 Q3 营收同比下滑 22%，归母净利润下滑 53%，全年预期进一步下修，进入 Q4 海南下滑幅度因基数走低而边际收窄。8 月 27 日，《市内免税店管理暂行办法》公布，并批准国内现有 19 家市内免税店开放国人出境购买场景，出境环节不限额，10 月 1 日正式施行。现有 19 家免税店均为中免控股或参股，同时允许机场提货点收取不高于机场免税店同等费率的提货提成。中国中免、上海机场、北京首都机场均有望在当前政策框架下受益，建议关注。

图6：免税酒店景区公司业绩（市值、收入及利润单位：亿元人民币）

简称	代码	2024Q3					2024Q1-3				2024E		
		总市值	收入	yoy	归母净利润	yoy	收入	yoy	归母净利润	yoy	归母净利润	yoy	P/E
中国中免	601888.SH	1,413	117.6	-22%	6.4	-53%	430.2	-15%	39.2	-25%	55.2	-18%	26
王府井	600859.SH	170	24.6	-15%	1.3	3%	85.0	-8%	4.3	-34%	8.5	20%	20
上海机场	600009.SH	869	31.3	2%	3.9	6%	91.9	16%	12.0	142%	21.0	125%	41
锦江酒店	600754.SH	285	39.0	-7%	2.6	-43%	107.9	-2%	11.1	12%	12.4	24%	23
华住集团-S	1179.HK	836	61.5	0%	10.7	0%	0.0	-100%	0.0	0%	37.0	-9%	23
首旅酒店	600258.SH	156	21.6	-6%	3.7	-10%	58.9	0%	7.2	6%	8.1	2%	19
亚朵	ATAT.O	258	18.0	0%	3.0	0%	0.0	-100%	0.0	0%	11.7	59%	22
君亭酒店	301073.SZ	49	1.7	7%	0.0	19%	5.0	32%	0.2	-24%	0.4	28%	126
众信旅游	002707.SZ	78	21.1	67%	0.5	6%	47.2	130%	1.2	774%	1.7	414%	47
同程旅行	0780.HK	374	42.8	0%	4.3	0%	0.0	-100%	0.0	0%	19.8	28%	19
岭南控股	000524.SZ	67	13.4	8%	1.0	240%	32.7	32%	1.4	134%	1.7	143%	40
宋城演艺	300144.SZ	247	8.4	-5%	4.6	-6%	20.1	24%	10.1	28%	10.5	扭亏	24
天目湖	603136.SH	30	1.4	-26%	0.3	-43%	4.0	-15%	0.9	-29%	1.3	-9%	22
黄山旅游	600054.SH	82	5.8	-3%	1.5	-26%	14.1	-2%	2.8	-30%	4.0	-6%	21
峨眉山A	000888.SZ	69	3.0	-10%	1.1	-4%	8.1	-2%	2.4	-7%	2.7	17%	26
长白山	603099.SH	89	3.4	3%	1.3	-9%	5.9	20%	1.5	-3%	1.8	29%	50
九华旅游	603199.SH	38	1.7	-4%	0.4	-3%	5.7	1%	1.5	1%	1.9	9%	20
三特索道	002159.SZ	27	2.4	1%	0.8	-5%	5.5	-4%	1.6	16%	1.7	34%	16
丽江股份	002033.SZ	47	2.5	1%	0.8	-12%	6.4	-1%	1.9	-9%	2.2	-5%	22

数据来源：wind，东吴证券研究所；注：数据截至 2024-11-02，yoy 数据均为调整前；2024E 预测为东吴预测，岭南控股、黄山旅游、峨眉山 A、长白山、九华旅游、三特索道、丽江股份采用 wind 一致预测。

1.7. 医美&化妆品

化妆品：Q3 为行业传统淡季，公司表现继续分化。在大促周期延长、流量成本更高的背景下，头部化妆品品牌如珀莱雅 2024Q3 实现收入利润同比超 20%增长，我们预计巨子生物、上美股份业绩也将呈现稳定高增，此外品牌转型较为顺利的公司如丸美股份，以及定位质价比、大品牌小品种的润本股份业绩较为亮眼，其余多数公司在行业偏淡背景下收入净利增速明显放缓，期待双十一大促表现。上游原料端科思股份受短期因素扰动业绩，但新型防晒剂渗透率提升是长期行业演变趋势。我们建议后续关注龙头双十一表现以及边际改善逐渐兑现的公司，推荐珀莱雅、巨子生物等。

医美：医美整体市场受经济环境和消费意愿影响承压，胶原蛋白、再生等新兴赛道保持快速成长，未来医美新品市场竞争有所增长，主要上市公司产品管线储备充足，医美上游业绩兑现取决于管线产品获批和推广节奏。2024Q3 爱美客业绩增速进一步放缓，但以“嗨体”基本盘维持稳定增长；锦波生物重组人源化胶原蛋白植入剂三类械产品薇旎美持续快速放量；江苏吴中旗下 AestheFill 童颜针定位高端再生市场，24 年 4 月开始销售，机构终端反馈良好，合作机构持续增加。

图7：医美化妆品公司业绩（市值、收入及利润单位：亿元人民币）

简称	代码	2024Q3					2024Q1-3				2024E			投资评级
		总市值	收入	yoy	归母净利润	yoy	收入	yoy	归母净利润	yoy	归母净利润	yoy	P/E	
珀莱雅	603605.SH	385	19.6	21%	3.0	21%	69.7	33%	10.0	34%	15.4	29%	25	买入
贝泰妮	300957.SZ	222	12.1	14%	-0.7	-153%	40.2	17%	4.1	-28%	7.6	0%	29	买入
丸美股份	603983.SH	119	6.0	26%	0.6	44%	19.5	27%	2.4	37%	3.5	36%	34	买入
上海家化	600315.SH	110	11.6	-21%	-0.8	-181%	44.8	-12%	1.6	-59%	3.1	-39%	36	买入
福瑞达	600223.SH	69	8.8	-5%	0.4	-8%	28.0	-17%	1.7	-28%	2.9	-6%	24	买入
华熙生物	688363.SH	289	10.6	-7%	0.2	-77%	38.7	-8%	3.6	-30%	5.4	-9%	53	买入
爱美客	300896.SZ	638	7.2	1%	4.6	2%	23.8	9%	15.9	12%	20.8	12%	31	买入
科思股份	300856.SZ	90	4.5	-22%	0.9	-50%	18.6	5%	5.1	-4%	7.4	0%	12	买入
水羊股份	300740.SZ	48	7.5	-31%	-0.1	-130%	30.4	-10%	0.9	-48%	2.7	-9%	18	未评级
锦波生物	832982.BJ	195	3.9	92%	2.1	154%	9.9	91%	5.2	170%	7.3	145%	27	买入
江苏吴中	600200.SH	70	4.4	9%	0.2	扭亏	16.5	10%	0.5	312%	1.3	扭亏	56	买入
润本股份	603193.SH	97	2.9	20%	0.8	32%	10.4	26%	2.6	44%	3.1	38%	31	买入

数据来源：wind，东吴证券研究所；注：数据截至 2024-11-02，yoy 数据均为调整前；2024E 预测为东吴预测，丸美、水羊、上美和润本采用 wind 一致预测。

1.8. 宠物食品：行业长坡厚雪，国货品牌份额快速提升

国货龙头品牌势能强劲，把握渠道及直营红利有望快速成长，国内宠食龙头公司乖宝宠物旗下麦富迪主品牌 Q3 稳定高增，弗列加特品牌我们预计翻倍增长；中宠股份旗下顽皮主品牌拐点显现，经历调整后 Q3 营收增速超 20%；佩蒂股份自主品牌爵宴等延续高增。外销方面海外宠食需求持续增长，中宠股份、佩蒂股份等布局海外稀缺产能的公司，海外客户拓展较为顺利，外销业绩较好。

图8：宠物食品公司业绩（市值、收入及利润单位：亿元人民币）

简称	代码	2024Q3					2024Q1-3				2024E			投资评级
		总市值	收入	yoy	归母净利润	yoy	收入	yoy	归母净利润	yoy	归母净利润	yoy	P/E	
乖宝宠物	301498.SZ	255	12.4	19%	1.6	49%	36.7	18%	4.7	50%	5.7	34%	44	增持
中宠股份	002891.SZ	88	12.3	24%	1.4	73%	31.9	18%	2.8	60%	3.4	47%	26	未评级
佩蒂股份	300673.SZ	39	4.8	13%	0.6	320%	13.2	44%	1.5	扭亏	1.8	扭亏	21	未评级

数据来源：wind，东吴证券研究所；注：数据截至 2024-11-02，yoy 数据均为调整前；乖宝宠物 2024E 预测为东吴预测，其余采用 wind 一致预测。

投资建议：建议优选“两低一强一硬”的消费品投资赛道和标的。①“两低”指位置低、估值低：建议关注黄金珠宝赛道，推荐老凤祥等。②“一强”指基本面&供需关系强，建议关注消费品出口&教育赛道，推荐小商品城、安克创新、名创优品、学大教育等。③“一硬”指现金流&经营壁垒硬，建议关注景区赛道&黄金珠宝领域，推荐老凤祥等。

图9：商社板块 2024Q3 公司业绩总结（市值、收入及利润单位：亿元人民币）

简称	代码	2024Q3					2024Q1-3					2024E		投资评级
		总市值	收入	yoy	归母净利润	yoy	收入	yoy	归母净利润	yoy	归母净利润	yoy	P/E	
消费品出海														
小商品城	600415.SH	572	38.5	40%	8.8	177%	106.1	34%	23.3	1%	31.3	17%	18	买入
安克创新	300866.SZ	417	68.0	44%	6.0	52%	164.5	40%	14.7	21%	20.0	24%	21	买入
致欧科技	301376.SZ	74	20.1	34%	1.1	5%	57.3	38%	2.8	-3%	4.1	0%	18	买入
华凯易佰	300592.SZ	48	26.0	48%	0.5	-40%	61.2	29%	1.9	-37%	4.0	19%	12	买入
赛维时代	301381.SZ	98	26.2	64%	-0.4	-156%	68.0	55%	2.0	-12%	4.3	28%	23	未评级
恒林股份	603661.SH	44	30.1	41%	0.5	-56%	78.1	35%	2.7	-27%	5.6	111%	8	未评级
教育														
华图山鼎	300492.SZ	104	6.2	4964%	0.1	4064%	21.3	4702%	1.3	扭亏	5.0	扭亏	21	买入
学大教育	000526.SZ	60	6.3	16%	0.1	-50%	22.5	25%	1.8	50%	2.8	79%	22	买入
科德教育	300192.SZ	47	2.1	2%	0.4	4%	5.8	3%	1.1	7%	1.7	22%	28	未评级
大宗供应链														
厦门象屿	600057.SH	132	942.2	-30%	1.1	-62%	2,977.0	-19%	8.9	-25%	13.6	-14%	10	买入
苏美达	600710.SH	120	310.1	-2%	4.3	12%	869.4	-9%	10.0	12%	11.5	12%	10	增持
厦门国贸	600755.SH	140	911.2	-29%	-1.3	-144%	2,863.3	-29%	7.1	-62%	20.9	9%	7	未评级
建发股份	600153.SH	282	1,831.2	-15%	8.6	-92%	5,021.4	-16%	20.6	-83%	34.9	-73%	8	未评级
物产中大	600704.SH	264	1,478.0	-0.5%	7.6	-11%	4,419.7	1%	23.3	-15%	-	-	-	未评级
浙商中拓	000906.SZ	43	484.5	-10%	1.0	56%	1,472.1	-3%	4.2	-20%	5.5	-23%	8	未评级
免税酒店景区														
中国中免	601888.SH	1,413	117.6	-22%	6.4	-53%	430.2	-15%	39.2	-25%	55.2	-18%	26	买入
王府井	600859.SH	170	24.6	-15%	1.3	3%	85.0	-8%	4.3	-34%	8.5	20%	20	未评级
上海机场	600009.SH	869	31.3	2%	3.9	6%	91.9	16%	12.0	142%	21.0	125%	41	增持
锦江酒店	600754.SH	285	39.0	-7%	2.6	-43%	107.9	-2%	11.1	12%	12.4	24%	23	买入
首旅酒店	600258.SH	156	21.6	-6%	3.7	-10%	58.9	0%	7.2	6%	8.1	2%	19	买入
君亭酒店	301073.SZ	49	1.7	7%	0.0	19%	5.0	32%	0.2	-24%	0.4	28%	126	增持
众信旅游	002707.SZ	78	21.1	67%	0.5	6%	47.2	130%	1.2	774%	1.7	414%	47	增持
岭南控股	000524.SZ	67	13.4	8%	1.0	240%	32.7	32%	1.4	134%	1.7	143%	40	增持
宋城演艺	300144.SZ	247	8.4	-5%	4.6	-6%	20.1	24%	10.1	28%	10.5	28%	24	增持
天目湖	603136.SH	30	1.4	-26%	0.3	-43%	4.0	-15%	0.9	-29%	1.3	-9%	22	增持
黄山旅游	600054.SH	82	5.8	-3%	1.5	-26%	14.1	-2%	2.8	-30%	4.0	-6%	21	未评级
峨眉山A	000888.SZ	69	3.0	-10%	1.1	-4%	8.1	-2%	2.4	-7%	2.7	17%	26	未评级
长白山	603099.SH	89	3.4	3%	1.3	-9%	5.9	20%	1.5	-3%	1.8	29%	50	未评级
九华旅游	603199.SH	38	1.7	-4%	0.4	-3%	5.7	1%	1.5	1%	1.9	9%	20	未评级
三特索道	002159.SZ	27	2.4	1%	0.8	-5%	5.5	-4%	1.6	16%	1.7	34%	16	未评级
丽江股份	002033.SZ	47	2.5	1%	0.8	-12%	6.4	-1%	1.9	-9%	2.2	-5%	22	未评级
美护														
珀莱雅	603605.SH	385	19.6	21%	3.0	21%	69.7	33%	10.0	34%	15.4	29%	25	买入
贝泰妮	300957.SZ	222	12.1	14%	-0.7	-153%	40.2	17%	4.1	-28%	7.6	0%	29	买入
丸美股份	603983.SZ	119	6.0	26%	0.6	44%	19.5	27%	2.4	37%	3.5	36%	34	买入
上海家化	600315.SH	110	11.6	-21%	-0.8	-181%	44.8	-12%	1.6	-59%	3.1	-39%	36	买入
福瑞达	600223.SH	69	8.8	-5%	0.4	-8%	28.0	-17%	1.7	-28%	2.9	-6%	24	买入
华熙生物	688363.SH	289	10.6	-7%	0.2	-77%	38.7	-8%	3.6	-30%	5.4	-9%	53	买入
爱美客	300896.SZ	638	7.2	1%	4.6	2%	23.8	9%	15.9	12%	20.8	12%	31	买入
科思股份	300856.SZ	90	4.5	-22%	0.9	-50%	18.6	5%	5.1	-4%	7.4	0%	12	买入
水羊股份	300740.SZ	48	7.5	-31%	-0.1	-130%	30.4	-10%	0.9	-48%	2.7	-9%	18	未评级
锦波生物	832982.BJ	195	3.9	92%	2.1	154%	9.9	91%	5.2	170%	7.3	145%	27	买入
江苏吴中	600200.SH	70	4.4	9%	0.2	扭亏	16.5	10%	0.5	312%	1.3	扭亏	56	买入
润本股份	603193.SH	97	2.9	20%	0.8	32%	10.4	26%	2.6	44%	3.1	38%	31	买入
宠物食品														
乖宝宠物	301498.SZ	255	12.4	19%	1.6	49%	36.7	18%	4.7	50%	5.7	34%	44	增持
中宠股份	002891.SZ	88	12.3	24%	1.4	73%	31.9	18%	2.8	60%	3.4	47%	26	未评级
佩蒂股份	300673.SZ	39	4.8	13%	0.6	320%	13.2	44%	1.5	扭亏	1.8	扭亏	21	未评级
黄金珠宝														
老凤祥	600612.SH	250	126.2	-42%	3.7	-46%	525.8	-15%	17.8	-10%	20.4	-8%	12	买入
周大生	002867.SZ	122	26.1	-41%	2.5	-29%	108.1	-13%	8.5	-22%	13.9	6%	9	买入
潮宏基	002345.SZ	43	14.3	-4%	0.9	-17%	48.6	8%	3.2	1%	3.5	6%	12	买入
中国黄金	600916.SH	148	114.2	-3%	1.5	-26%	465.7	13%	7.5	1%	10.5	8%	14	买入
人服														
科锐国际	300662.SZ	40	29.7	23%	0.5	-10%	85.2	19%	1.4	-11%	2.0	-2%	20	买入
北京人力	600861.SH	118	113.1	18%	2.1	52%	331.8	15%	6.4	85%	8.7	58%	14	买入
外服控股	600662.SH	118	53.7	13%	1.4	5%	159.2	14%	5.0	5%	6.3	7%	19	未评级
线下零售														
重庆百货	600729.SH	97	40.2	-13%	2.1	-12%	130.0	-12%	9.2	-19%	12.4	-6%	8	买入
永辉超市	601933.SH	460	167.7	-16%	-3.5	-10%	545.5	-12%	-0.8	-249%	3.9	扭亏	119	未评级
家家悦	603708.SH	70	47.6	0%	0.2	-34%	141.3	2%	1.9	-12%	2.2	62%	32	未评级
红旗连锁	002697.SZ	69	25.8	-2%	1.2	-18%	77.7	2%	3.9	-4%	5.9	5%	12	未评级
富森美	002818.SZ	99	3.5	-10%	2.1	10%	10.8	-7%	5.5	-11%	7.6	-6%	13	未评级
百联股份	600827.SH	179	64.4	-11%	13.5	9535%	216.2	-8%	16.2	367%	15.7	292%	11	未评级
天虹股份	002419.SZ	59	29.3	-3%	-0.4	-458%	90.5	-2%	1.2	-47%	2.2	-2%	27	未评级
大商股份	600694.SH	57	16.2	-5%	0.9	-8%	52.9	-7%	5.3	18%	5.9	16%	10	未评级
杭州解百	600814.SH	50	3.9	-21%	0.4	-40%	13.2	-15%	2.4	-5%	-	-	-	未评级

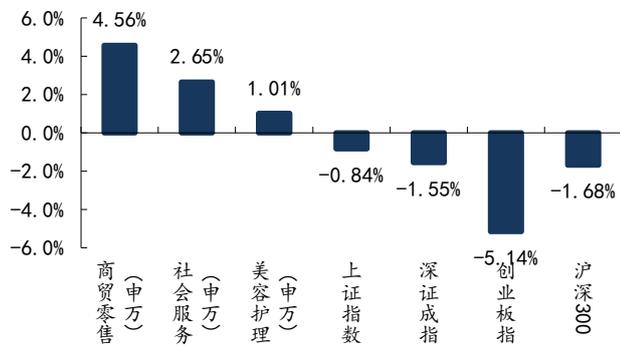
数据来源：wind，东吴证券研究所；注：数据截至 2024-11-02，yoy 数据均为调整前；2024E 预测为东吴预测，部分未评级标的采用 wind 一致预测。

2. 本周行情回顾

本周（10月28日至11月3日），申万商业贸易指数涨跌幅+4.56%，申万社会服务+2.65%，申万美容护理+1.01%，上证综指-0.84%，深证成指-1.55%，创业板指-5.14%，沪深300指数-1.68%。

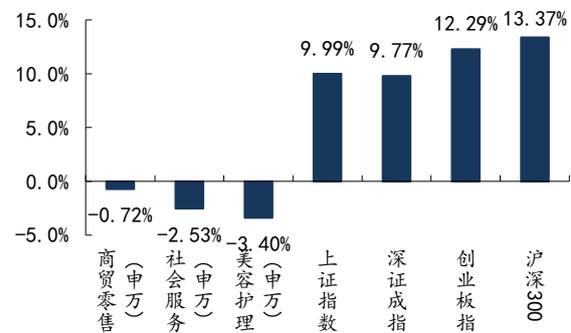
年初至今（1月2日至11月3日），申万商业贸易指数涨跌幅-0.72%，申万社会服务-2.53%，申万美容护理-3.40%，上证综指+9.99%，深证成指+9.77%，创业板指+12.29%，沪深300指数+13.37%。

图10：本周各指数涨跌幅



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11：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1：行业公司估值表（市值更新至11月3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	385	97.24	11.94	15.35	19.21	32	25	20	买入
300957.SZ	贝泰妮	222	52.34	7.57	7.59	10.41	29	29	21	买入
603983.SH	丸美股份	119	29.66	2.59	3.53	4.54	46	34	26	买入
600315.SH	上海家化	110	16.30	5.00	3.05	4.82	22	36	23	买入
600223.SH	福瑞达	69	6.75	3.03	2.86	3.95	23	24	17	买入
688363.SH	华熙生物	289	60.00	5.93	5.42	7.19	49	53	40	买入
300896.SZ	爱美客	638	211.02	18.58	20.84	23.51	34	31	27	买入
300856.SZ	科思股份	90	26.45	7.34	7.35	9.36	12	12	10	买入
2279.HK	雍禾医疗	4	0.86	-5.46	-	-	-	-	-	未评级
300740.SZ	水羊股份	48	12.28	2.94	2.68	3.42	16	18	14	未评级

832982.BJ	锦波生物	195	220.00	3.00	7.34	10.14	65	27	19	买入
2367.HK	巨子生物	507	53.60	14.52	19.55	24.65	35	26	21	买入
培育钻石&珠宝										
600612.SH	老凤祥	250	47.76	22.14	20.36	22.47	11	12	11	买入
002867.SZ	周大生	122	11.15	13.16	13.90	15.69	9	9	8	买入
1929.HK	周大福	670	7.29	53.84	64.99	46.08	12	10	15	买入
002345.SZ	潮宏基	43	4.83	3.33	3.53	4.05	13	12	11	买入
600916.SH	中国黄金	148	8.83	9.73	10.53	11.82	15	14	13	买入
605599.SH	菜百股份	82	10.56	7.07	6.78	7.43	12	12	11	买入
免税旅游出行										
601888.SH	中国中免	1,413	68.32	67.14	55.19	62.30	21	26	23	买入
600009.SH	上海机场	869	34.92	9.34	21.02	29.39	93	41	30	增持
600258.SH	首旅酒店	156	13.97	7.95	8.08	9.12	20	19	17	买入
600754.SH	锦江酒店	285	26.59	10.02	12.42	14.18	28	23	20	买入
1179.HK	华住集团-S	836	28.30	40.85	37.02	42.20	20	23	20	买入
600859.SH	王府井	170	15.00	7.09	8.54	10.04	24	20	17	未评级
300144.SZ	宋城演艺	247	9.43	-1.10	10.49	13.09	-	24	19	增持
301073.SZ	君亭酒店	49	25.32	0.31	0.39	0.66	161	126	75	增持
603136.SH	天目湖	30	11.08	1.47	1.34	1.54	20	22	19	增持
002707.SZ	众信旅游	78	7.89	0.32	1.66	2.28	240	47	34	增持
603199.SH	九华旅游	38	34.66	1.75	1.91	2.18	22	20	18	未评级
600054.SH	黄山旅游	82	11.26	4.23	3.99	4.61	19	21	18	未评级
000888.SZ	峨眉山 A	69	13.06	2.28	2.67	2.99	30	26	23	未评级
603099.SH	长白山	89	33.54	1.38	1.77	2.19	65	50	41	未评级
出口链										
600415.SH	小商品城	572	10.43	26.76	31.26	36.16	21	18	16	买入
300866.SZ	安克创新	417	78.45	16.15	20.03	24.72	26	21	17	买入
301376.SZ	致欧科技	74	18.42	4.13	4.13	5.49	18	18	13	买入
301381.SZ	赛维时代	98	24.52	3.36	4.31	5.61	29	23	17	未评级
603661.SH	恒林股份	44	31.60	2.63	5.55	6.64	17	8	7	买入
9896.HK	名创优品	448	38.70	23.57	28.00	33.70	19	16	13	买入
产业互联网										
600057.SH	厦门象屿	132	5.81	15.74	13.56	14.99	8	10	9	买入
600153.SH	建发股份	282	9.57	131.04	34.91	41.46	2	8	7	未评级
600755.SH	厦门国贸	140	6.46	19.15	20.91	24.46	7	7	6	未评级
600710.SH	苏美达	120	9.15	10.30	11.50	12.35	12	10	10	增持
9878.HK	汇通达网络	99	19.20	4.48	6.05	7.83	22	16	13	买入
超市&其他专业连锁										
600729.SH	重庆百货	97	22.02	13.15	12.35	13.32	7	8	7	买入
600814.SH	杭州解百	50	6.82	2.60	-	-	19	-	-	未评级
002419.SZ	天虹股份	59	5.06	2.27	2.22	2.59	26	27	23	未评级

601933.SH	永辉超市	460	5.07	-13.29	3.87	5.28	-	119	87	未评级
002697.SZ	红旗连锁	69	5.06	5.61	5.89	6.23	12	12	11	未评级
603708.SH	家家悦	70	10.99	1.36	2.23	2.55	51	31	27	未评级
300755.SZ	华致酒行	72	17.32	2.35	2.87	3.47	31	25	21	未评级
301101.SZ	明月镜片	50	24.86	1.58	1.76	1.95	32	29	26	买入
301078.SZ	孩子王	135	10.92	1.05	2.15	2.94	128	63	46	未评级
603214.SH	爱婴室	25	18.31	1.05	1.11	1.24	24	23	20	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=0.92:1 换算（对应 2024.10.20 汇率）；

注 3：名创优品采用经调整净利润。

4. 风险提示

消费需求波动，行业竞争加剧，地缘影响出口等

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>