

商社行业2025年年度策略： 寻找自上而下有逻辑的突破

作者：东吴商社团队



吴劲草

东吴商社

首席证券分析师

S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn



石旖璋

东吴商社

证券分析师

S0600522040001

shiyx@dwzq.com.cn



张家璇

东吴商社

证券分析师

S0600520120002

zhangjx@dwzq.com.cn



谭志干

东吴商社

证券分析师

S0600522120001

cntanzhq@dwzq.com.cn



阳靖

东吴商社

证券分析师

S0600523020005

yangjing@dwzq.com.cn



郗越

东吴商社

证券分析师

S0600524080008

xiy@dwzq.com.cn



王琳婧

东吴商社

研究助理

wanglj@dwzq.com.cn

2024年12月10日

- **2024年，从社零上看终端消费表现比较平淡**，1-10月社零总额同比+3.5%，其中线上+8.3%，推算线下+1.9%，具体品类中，如服装鞋帽+1.1%，化妆品+3.0%，金银珠宝-3.0%，家电+7.8%，家具+1.9%，汽车-1.5%，目前从整体来说，我们预估较为平淡的消费社零的“新常态”预计会持续若干个季度，但基于整体消费基本面的情况，经过23-24年资本市场的两年调整，我们目前对消费行业抱有乐观的态度，并认为商贸零售与社会服务行业存在很好的可挖掘机会的空间。
- **战略上——要找到自上而下有逻辑的突破：消费出海/国企改革/特殊消费品类**。我们认为，战略上，需要找到自上而下，有逻辑的突破，这个逻辑，就是在目前整体较为平淡的消费环境下，有几条逻辑主线，大概率是自上而下长期会成为发展方向的，我们认为主要包括：①消费出海，②国企改革，③特殊消费品类（黄金珠宝和教育）。
 - **战略1：消费出海**。在目前的整体消费环境中，消费出海在未来若干年都会是核心的主线之一，中国具有相当强的消费品设计制造供应链，而将这个供应链能力出海、品牌化，是未来最核心的方向之一。
 - **战略2：国企改革**。景区，商业，外贸，黄金珠宝等不同领域，均有质地优秀的国企，其本身质量优秀，广泛存在改革催化活力的空间。服务性消费的国企改革，会是我们重点期待的战略方向。
 - **战略3：特殊消费品类**，即消费属性上，具有相当强的特殊性，因此具备持续“价格增长”的品类。目前看，主要是教育和黄金珠宝。这两个品类2024年经历了一些波折与震荡，但其核心特色依然使其具有持续价格增长的能力，2025年依然是我们重点推荐关注的方向。
- **方针上——“两低一强一硬”**：从遴选方针上，我们根据对于消费商社各个细分板块的长期跟踪，主要的筛选方针为“两低一强一硬”，即“位置&估值低，基本面强，商业壁垒硬”，这三者可以说是无法同时满足的，更多是一种“或”的关系。两低，指的是估值低与板块位置低（即市场预期低），一强，指的是供需关系，基本面较强，如跨境出口，教育，旅游，宠物等行业，一硬，指的是竞争壁垒，盈利韧性，抗风险等方面较为强硬，如黄金珠宝，旅游等行业。
- **战术上——跨境出口，黄金珠宝，教育，旅游，宠物，烟草等重点细分行业**。从具体战术上来说，符合“两低一强一硬”中比较核心要素的板块，我们遴选其中部分主要行业，包括跨境出口，黄金珠宝，教育，旅游，宠物等重点细分行业
 - **跨境出口**：非常符合“强”的特点，预计未来几年都将会是核心重点方向，重点推荐小商品城，名创优品，安克创新等
 - **黄金珠宝**：符合“低”和“硬”的特点，金价新高的背景下，长期盈利空间打开，但短期因为金价急涨抑制了消费需求，这会随着时间的推移，消费者习惯了金价后，需求回补，重回增长。盈利模式佳，品类壁垒硬，目前处于低估状态，重点推荐老凤祥，周大生等
 - **教育**：符合“低”和“强”的特点，内需中非常特殊的，可以持续涨价的存在，头部品牌的竞争力较为强硬，估值等也显出吸引力。
 - **旅游**：符合“强”和“硬”的特点，23-24年，出行人数在高基数下，持续能够增长，出行整体意愿是强的，而我们期待的方向是，能从强出行意愿中，实际获益的方向，这可能更需要供给侧的一些表现。
 - **宠物**：符合“强”的特点，宠物作为新兴的产业，目前空间广阔，品牌化之路仍处于“战国”阶段，存在广泛机会
 - **烟草**：符合“强”和“硬”的特点，不论是电子烟，还是传统烟草，均具备改革与发展空间。
- **风险提示**：行业竞争加剧，下游需求不及预期，原材料价格上涨，地缘风险等。

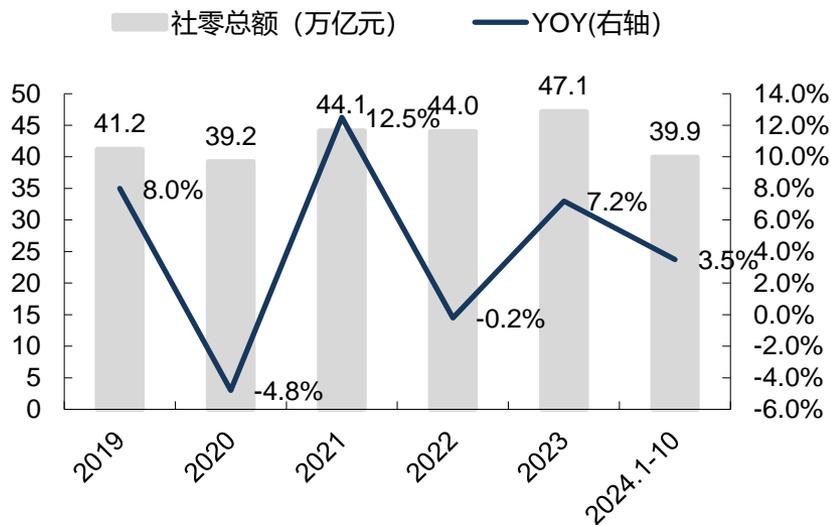


- 1. 总章：寻找自上而下有逻辑的突破
- 2. 消费品出海：看好优质供应链品牌化大趋势
- 3. 黄金珠宝：至暗时刻，心向黎明
- 4. 教育&人服行业投资策略
- 5. 酒旅&免税出行行业投资策略
- 6. 宠物食品：行业长坡厚雪，看好国货品牌份额快速提升
- 7. 医美&化妆品：原料及产品创新赋能头部公司品牌向上突破
- 8. 投资建议
- 9. 风险提示

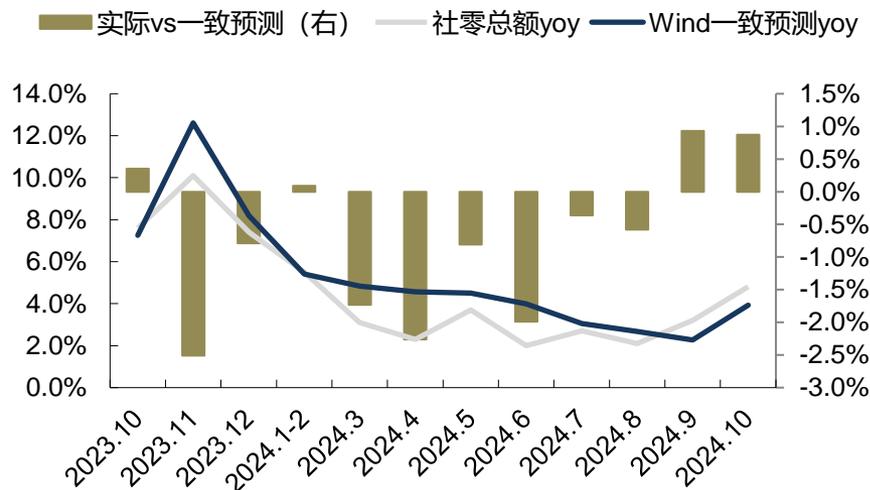
1. 总章：寻找自上而下有逻辑的突破

- ❑ 2024年，整个社零终端消费表现比较平淡，1-10月社零总额同比+3.5%，其中实物商品网络零售额（线上社零）同比+8.3%，推算线下社零+1.9%。
- ❑ 9~10月份，随着国补等一系列消费刺激政策的推出，社零表现有显著回暖。

2024年1-10月我国社零总额表现较为平淡



2024年9-10月受益于国补等政策，社零总额表现回暖

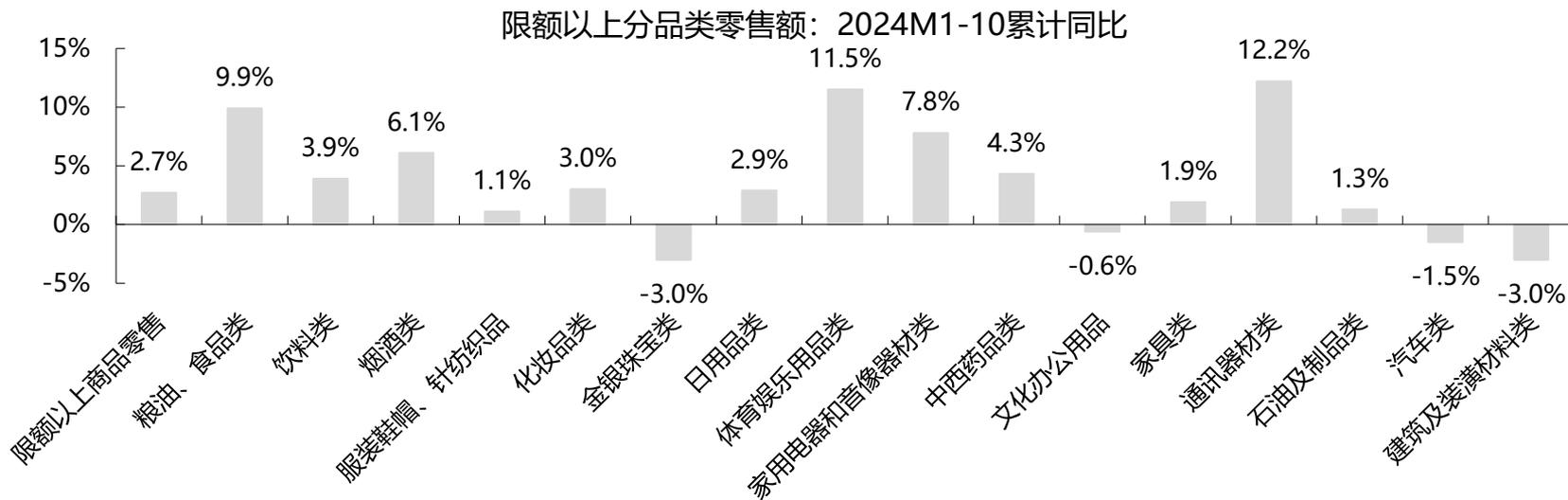


数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

数据来源：国家统计局，wind，东吴证券研究所

- 具体品类中，服装鞋帽+1.1%，化妆品+3.0%，金银珠宝-3.0%，家电+7.8%，家具+1.9%，汽车-1.5%
- 目前从整体来说，我们预估较为平淡的消费社零的“新常态”预计会持续若干个季度，但基于整体消费基本面的情况，经过23-24年资本市场的两年调整，**我们目前对消费行业抱有乐观的态度，并认为商贸零售与社会服务行业存在很好的可挖掘机会的空间。**

分品类社零情况：比选品表现较好，家电、通讯器材等可选品受益于补贴表现回暖



- 我们认为，战略上，需要找到自上而下，有逻辑的突破，这个逻辑，就是在目前整体较为平淡的消费环境下，有几条逻辑主线，大概率是自上而下长期会成为发展方向的，我们认为主要包括：①**消费出海**，②**国企改革**，③**特殊消费品类（黄金珠宝和教育）**

2025商社板块投资战略：要找到自上而下有逻辑的突破

战略1： 消费出海

- **消费出海**在未来若干年都会是核心的投资主线之一，我国优质供应链品牌化出海是行业未来发展的大势所趋。
- 如**小商品城**等平台化的出海模式，**名创优品**等线下店品牌的出海模式，**安克创新**等在亚马逊等平台上塑造品牌的出海模式。

战略2： 国企改革

- **景区，商业，外贸，黄金珠宝**等不同领域，均有质地优秀的国企，其本身质量优秀，广泛存在改革催化活力的空间。
- 2025年，预计会持续有自上而下地刺激消费的动力。**景区，商业**等服务性消费，更容易激活供给侧，是我们重点期待的战略方向。

战略3： 特殊消费品类

- 即消费属性上，具有相当强的特殊性，使其具备持续“**价格增长**”的品类，目前来看，主要是**教育和黄金珠宝**两个品类
- 这两个品类，在2024年经历了一些波折，但其核心特色依然使其有持续价格增长的能力，2025年依然是我们重点推荐关注的方向。

- 从遴选方针上，我们根据对于消费商社各个细分板块的长期跟踪，主要的筛选方针为“两低一强一硬”，即“位置&估值低，基本面强，商业壁垒硬”。
- 这三者可以说是无法同时满足的，更多是一种“或”的关系。

2025商社板块投资方针：“两低一强一硬”

两低

- 估值低与板块位置低（即市场预期低）

一强

- 指的是供需关系，基本面较强
- 如跨境出口，教育，旅游，宠物等行业

一硬

- 竞争壁垒，盈利韧性，抗风险等方面较为强硬
- 如黄金珠宝，旅游等行业

- 从具体战术上来说，符合“两低一强一硬”中比较核心要素的板块，我们遴选其中部分主要行业，包括**跨境出口，黄金珠宝，教育，旅游，宠物**等重点细分行业

2025商社板块投资战略：要找到自上而下有逻辑的突破

跨境出口

- 非常符合“强”的特点，在未来几年预计都将会是持续的核心重点方向
- 推荐小商品城，名创优品，安克创新等

黄金珠宝

- 符合“低”和“硬”的特点，金价新高打开长期盈利空间，短期因为金价急涨抑制需求。待消费者习惯金价后，有望需求回补，重回增长。
- 盈利模式好，品类壁垒硬，重点推荐老凤祥，周大生等

教育

- 符合“低”和“强”的特点，内需中非常特殊的，可以持续涨价的存在，头部品牌的竞争力较为强硬，估值等也显出吸引力。

旅游

- 符合“强”和“硬”的特点，23-24年，出行人数在高基数下，持续能够增长，出行整体意愿是强的，而我们期待的方向是，能从强出行意愿中，实际获益的方向，这可能更需要供给侧的一些表现。

宠物

- 符合“强”的特点，宠物作为新兴的产业，目前空间广阔，品牌化之路仍处于“战国”阶段，存在广泛机会

烟草

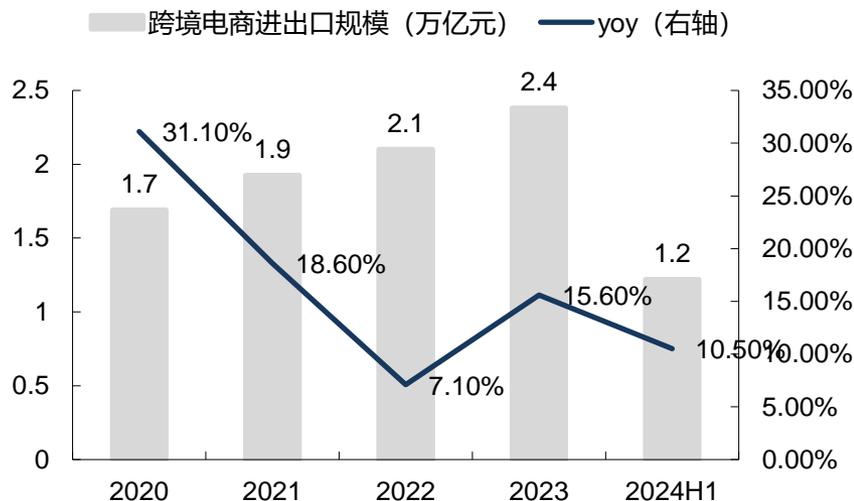
- 符合“强”和“硬”的特点，不论是电子烟，还是传统烟草，均具备改革与发展空间。

2. 消费品出海：看好优质供应链品牌化大趋势

2.1 跨境电商是景气度较高的细分赛道

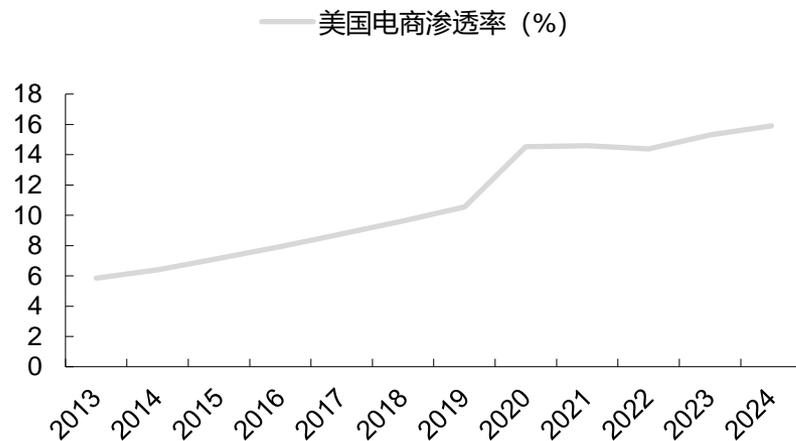
- ❑ **2024年跨境电商是商社板块景气度较高的细分赛道**，根据海关总署统计，2024H1我国跨境电商出口金额达到1.2万亿元，同比+10.5%，高于社零内需和出口大盘的增速。
- ❑ 跨境电商近年来维持较高速增长，2019-23年CAGR为18%。行业高增的主要驱动因素包括：①我国的消费品供应链优势外溢，②海外各国疫情后电商渗透率提升，如美国电商渗透率从疫情前的不足10%提升至目前的15%以上。
- ❑ 未来跨境电商仍有望维持较快增长：①供应链品牌化出海是消费行业未来的重要发展方向。②海外电商的渗透率仍然有较大提升空间。

我国跨境电商行业景气度较高



数据来源：wind，海关总署，东吴证券研究所

海外主要国家电商渗透率提升



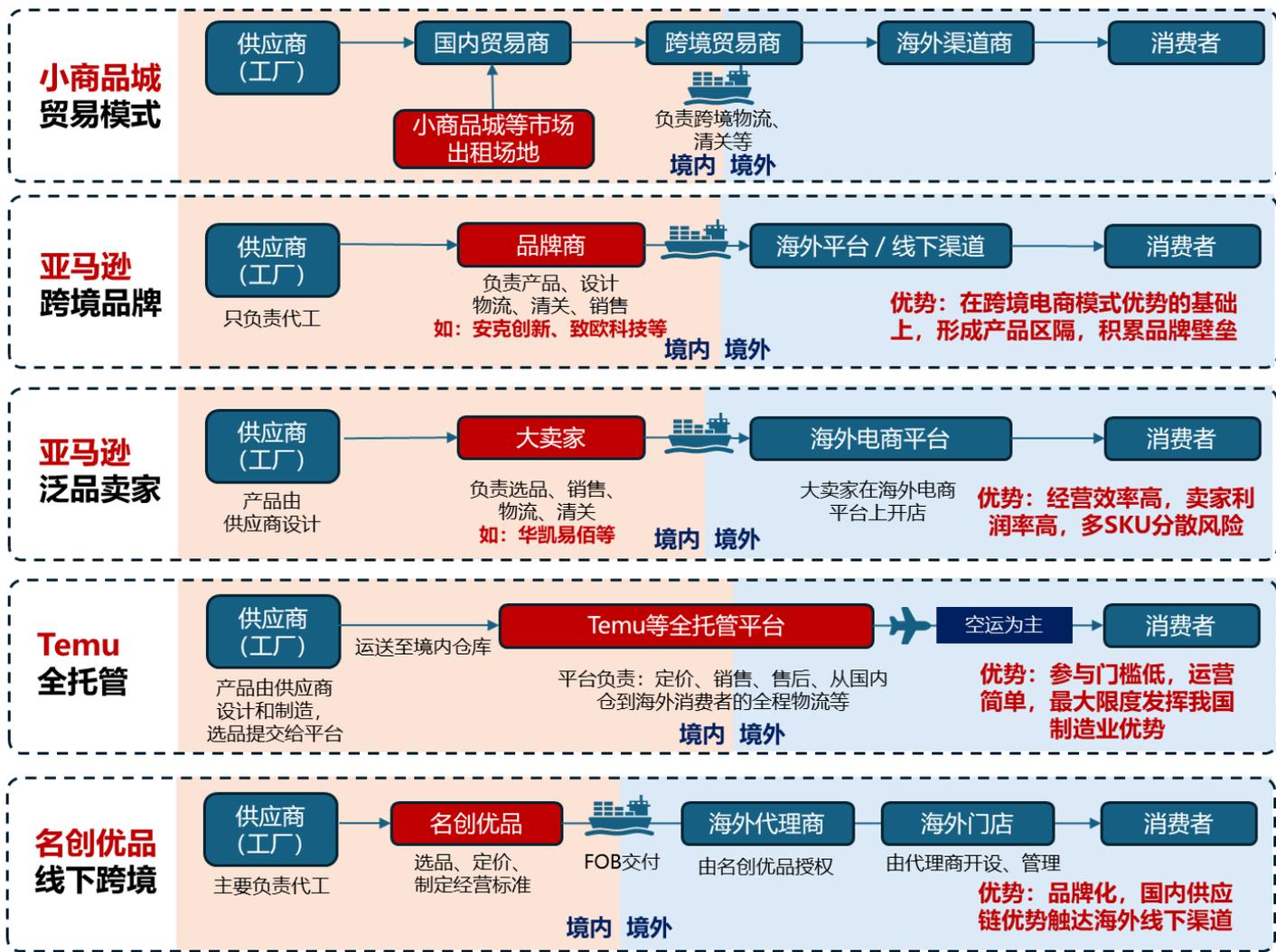
数据来源：wind，美国人口普查局

- **跨境电商行业持续增长的核心驱动是我国的供应链能力。**得益于我国强大的制造业能力，我国的跨境电商卖家在海外电商平台中具备竞争优势。根据Marketplace Pulse的统计，2024年亚马逊头部卖家中，中国卖家的占比已经接近50%，且这个数字仍然呈现上涨趋势。
- 除了亚马逊平台之外，Temu、Shein、TikTok等跨境电商平台的崛起，也有利于跨境电商公司进一步发挥产品及运营优势，促进行业加速成长。

亚马逊头部卖家中的中国卖家比例



图：跨境消费模式对比



数据来源：东吴证券研究所绘制

2.4 消费品出海推荐标的及行业公司估值表

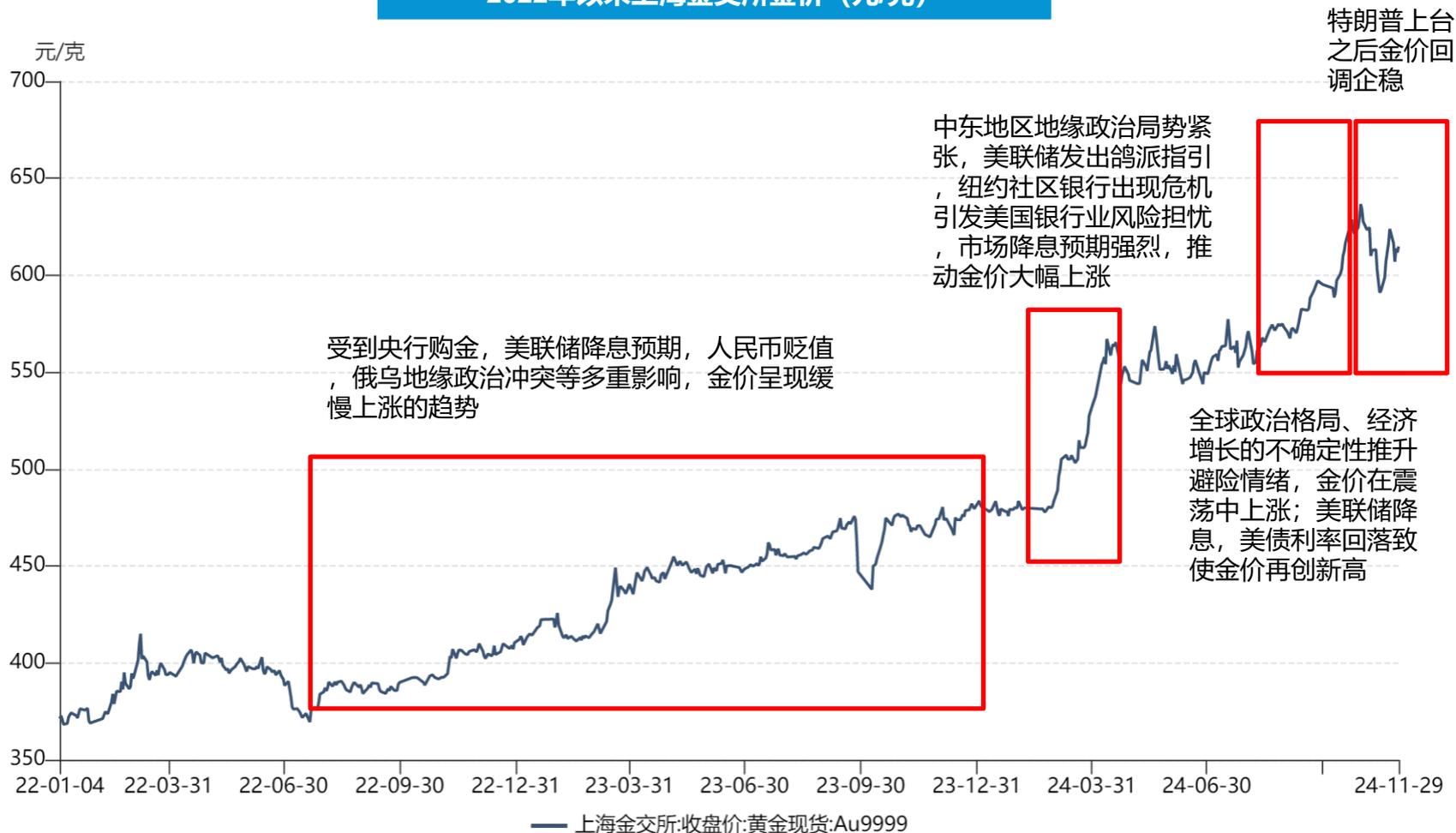
- ❑ **消费品出海推荐思路：**①具备**品牌力**，在海外打造品牌的优质公司，推荐**安克创新、名创优品等**。②**产业链的核心环节**，推荐**小商品城等**。
- ❑ **小商品城：**1) 义乌小商品产业链核心枢纽；2) 国际商贸城市场涨租；3) 数贸中心新市场2025年开业；4) chinagoods平台、跨境支付等新业务高增。
- ❑ **安克创新：**1) 品牌认可度最高的跨境品牌之一；2) 储能、安防等新品类高增；3) 开拓欧洲线下、新兴市场，拓宽渠道。
- ❑ **名创优品：**1) 全球IP潮流零售连锁龙头企业；2) 国内稳中有增，IP战略提升盈利能力；3) 海外直营市场快速开店。
- ❑ **风险提示：**地缘风险，市场竞争加剧，下游需求波动等。

行业公司估值表 (2024-12-06)

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	
600415.SH	小商品城	778	14.18	26.76	31.26	36.16	29	25	22	买入
300866.SZ	安克创新	460	86.60	16.15	20.03	24.72	28	23	19	买入
9896.HK	名创优品	548	47.40	23.57	27.99	32.36	23	20	17	买入
301376.SZ	致欧科技	83	20.79	4.13	4.13	5.49	20	20	15	买入
301381.SZ	赛维时代	108	27.08	3.36	3.86	5.14	32	28	21	未评级

3. 黄金珠宝：至暗时刻，心向黎明

2022年以来上海金交所金价 (元/克)



3.2 2024年上半年金价急涨抑制需求，11月以来金价企稳需求逐步恢复

- 长期来说，黄金珠宝公司的业绩和金价是同向的，因为金价上涨，1克能收到的工本费是提升的。
- 中短期来说：①急涨抑制需求，②缓涨刺激需求，③下跌不论急跌缓跌都抑制需求，④横盘回补需求
- 2024年以来，1-3月金价急涨抑制消费者需求，4-5月金价下跌抑制经销商需求，11月特朗普上台以后金价企稳。

2024年中以来的社零金银珠宝数据

	社零金银珠宝增速	社零总额增速
2024年1-2月	5.0%	5.2%
2024年3月	3.2%	3.1%
2024年4月	-0.1%	2.3%
2024年5月	-11.0%	3.7%
2024年6月	-3.7%	2.0%
2024年7月	-10.4%	2.7%
2024年8月	-12.0%	2.1%
2024年9月	-7.8%	3.2%
2024年10月	-2.7%	4.8%

3.3 从老凤祥股价复盘来看金价涨跌对黄金珠宝品牌公司的影响

600612.SH[老凤祥] 2024/10/08 收62.18 幅-1.08%(-0.68) 开69.01 高69.05 低60.36 均64.00 量6.52万 换2.06% 振13.82% 额4.17亿
 MA5 57.32↑ MA10 53.59↑ MA20 56.52↓ MA60 63.34↑ MA120 54.72↑ MA250 48.47↑ 2005/12/09-2024/10/08(961周)



3.4 黄金珠宝相关标的&估值

- ❑ **推荐标的：老凤祥，周大生等。**
- ❑ **老凤祥：**1) 品牌认知度高；2) 渠道优势突出；3) 估值性价比高
- ❑ **周大生：**1) 现金分红率高；2) 终端动销恢复后业绩恢复空间大；3) 估值性价比高。
- ❑ **风险提示：**宏观经济和市场需求波动，市场竞争加剧，金价高位带来观望情绪，开店不及预期等。

行业公司估值表 (2024-12-06)

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	
600612.SH	老凤祥	270	51.66	22.14	20.36	22.47	12	13	12	买入
6181.HK	老铺黄金	300	193.40	4.16	10.01	12.98	72	30	23	买入
1929.HK	周大福	647	7.04	53.84	64.99	46.08	12	10	14	买入
002345.SZ	潮宏基	52	5.81	3.33	3.53	4.05	15	15	13	买入
002867.SZ	周大生	145	13.27	13.16	11.43	12.86	11	13	11	买入
605599.SH	菜百股份	88	11.36	7.07	6.78	7.43	13	13	12	买入

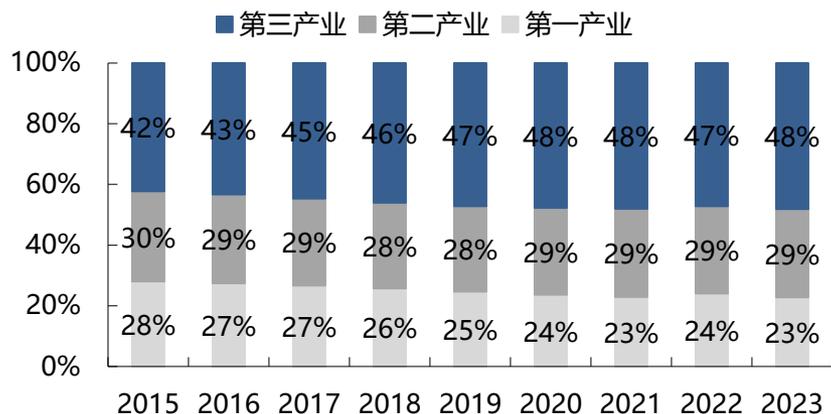
数据来源：wind，东吴证券研究所；注：已评级标的盈利预测采用东吴预测，其余为wind一致预测；港元：人民币=1:0.92 (2024-12-06)

4. 教育&人服

4.1 行业发展阶段：人服行业仍处于渗透率提升的成长期

□ 我国广义人力资源服务市场规模比较大（3.2万亿），参与机构多（6.99万家），从业人员多（~105.8万）。

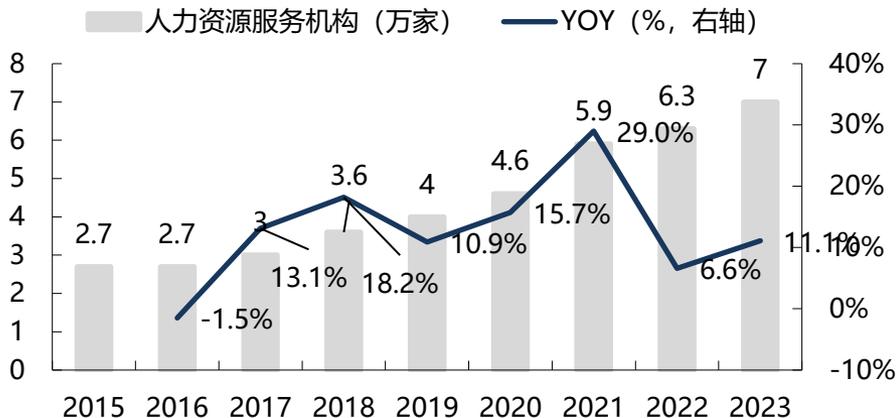
2015-2023年我国三次产业就业人数占比



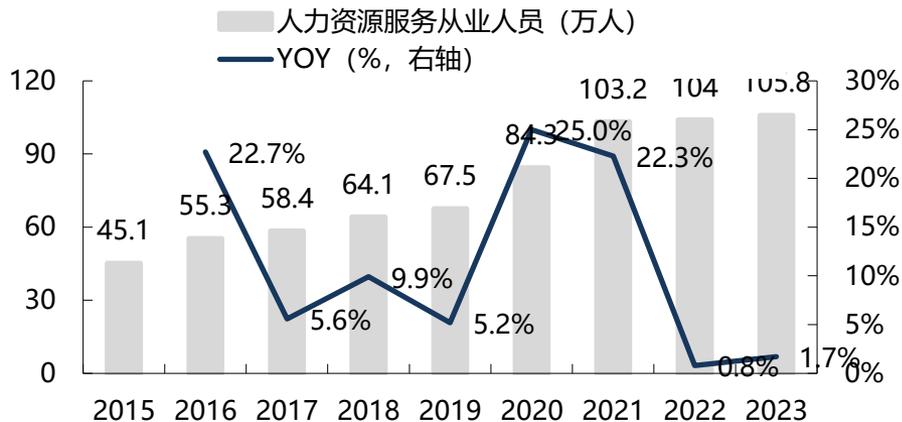
2015-2023年我国人力资源服务市场规模及增速



2015-2023年我国人服行业服务机构数量及增速



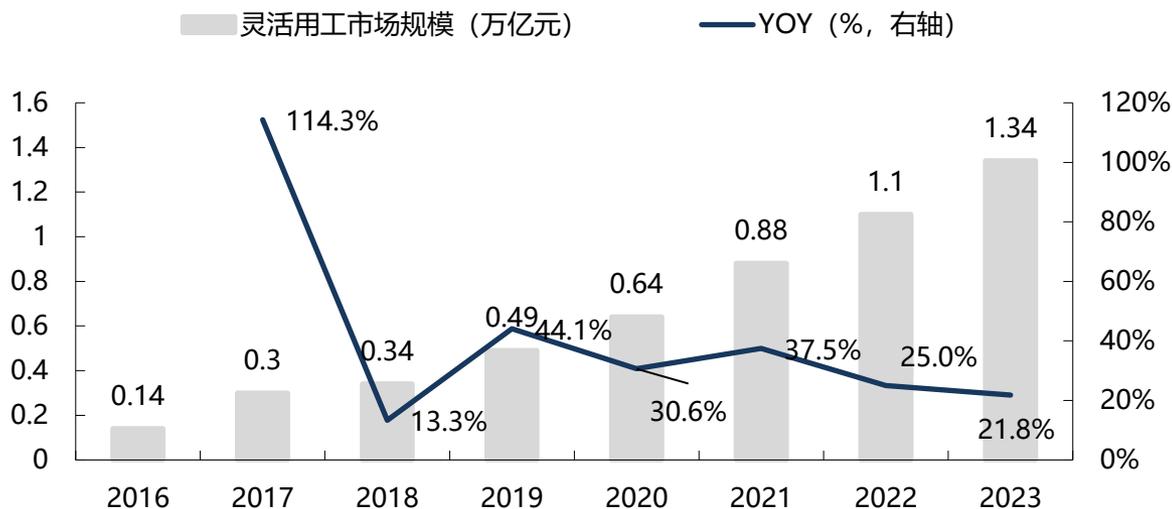
2015-2023年我国人服行业从业人员数量及增速



4.2 灵活用工市场仍保持较高增速

- **我国灵活用工渗透率提升空间较大：**我国人力资源服务业的全面发展始于1992年，并于2013年后在相关政策引领下实现跨越发展，目前处于快速成长阶段。随着企业规模扩大，处于扩张期和整合期的企业降低人力成本以及转移风险的双重需求驱动下，未来我国人服行业渗透率提升空间较大。

2016-2023年我国灵活用工市场规模及增速



4.3 人服相关标的&估值

- ❑ **北京人力**: 1) 经营业绩稳定; 2) 分红稳定; 3) 估值性价比高;
- ❑ **科锐国际**: 1) 短期人头数净增企稳; 2) 猎头和海外利润率恢复; 3) 技术平台减亏; 4) 顺周期弹性品种。
- ❑ **风险提示**: 宏观经济和市场需求波动, 市场竞争加剧, 客户订单不及预期等。

行业公司估值表 (2024-12-06)

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	
600861.SH	北京人力	114	20.09	5.48	8.66	9.56	21	13	12	买入
300662.SZ	科锐国际	44	22.18	2.01	1.97	2.18	22	22	20	买入
600662.SH	外服控股	122	5.36	5.86	6.25	6.80	21	20	18	未评级

4.4 教育：“双减”主要针对义务教育阶段，高中及以上阶段培训受压制较小

- **双减以来，K9学科类培训机构出清，头部公司业务转型拐点已至。**原有教培机构业务受到较大影响，部分K9学科类机构出清。各公司也在积极转型中，转型方向包括非学科类素质类培训，学习硬件服务，留学服务，成人职业培训，直播电商等，经过2年的业务调整，从行业主要公司目前的经营业绩来看，转型已经初见成效，经营业绩恢复明显，或已呈现出拐点向上的趋势。
- **“双减”主要针对义务教育阶段，高中及以上阶段培训受压制较小。**“双减”主要针对的为义务教育阶段的学科类培训，高中及以上的教育受压制较小，高中阶段的教培业务仍可以正常开展，这也是新东方和学大教育等类似高中及以上业务（如英语，留学等业务）占比较高的机构恢复较快的原因。

“双减”意见中涉及学科类校外培训的主要内容

核心要点	具体内容
坚持从严审批机构	<ul style="list-style-type: none">• 各地不再审批新的面向义务教育阶段学生的学科类校外培训机构，现有学科类培训机构统一登记为非营利性机构。对原备案的线上学科类培训机构，改为审批制；• 对非学科类培训机构，各地要区分体育、文化艺术、科技等类别，明确相应主管部门，分类制定标准、严格审批；• 学科类培训机构一律不得上市融资，严禁资本化运作。上市公司不得通过股票市场融资投资学科类培训机构，不得通过发行股份或支付现金等方式购买学科类培训机构资产。外资不得控股或参股学科类培训机构。
规范培训服务行为	<ul style="list-style-type: none">• 严禁超标超前培训，严禁非学科类培训机构从事学科类培训，严禁提供境外教育课程；• 根据市场需求、培训成本等因素确定培训机构收费项目和标准，向社会公示、接受监督；• 严格执行未成年人保护法有关规定，校外培训机构不得占用国家法定节假日、休息日及寒暑假组织学科类培训；• 培训机构不得高薪挖抢学校教师，从事学科类培训的人员必须具备相应教师资格。
做好培训广告管控	<ul style="list-style-type: none">• 加强校外培训广告管理，确保主流媒体、公共场所和网络平台等不刊发校外培训广告；• 依法依规严肃查处各种夸大培训效果、误导公众教育观念、制造家长焦虑的校外培训违法违规广告行为。
强化培训收费监管	<ul style="list-style-type: none">• 坚持校外培训公益属性，将义务教育阶段学科类校外培训收费纳入政府指导价管理，科学合理确定计价办法，明确收费标准，坚决遏制过高收费和过度逐利行为。

4.5 教育：“双减”主要针对义务教育阶段，高中及以上阶段培训受压制较小

《校外培训行政处罚暂行办法》
列明擅自举办校外培训机构的认定情形，对擅自有偿开展学科类隐形变异培训的情形进行了明确。

2023年9月

福建：《福建省2024年巩固深化校外培训治理专项行动方案》

校外培训应当安排在培训所在地中小学教学时间之外的时间，不得占用国家法定节假日、休息日及寒暑假组织义务教育阶段学科类培训。

2024年4月

《校外培训管理条例（征求意见稿）》

校外培训应当安排在培训所在地中小学教学时间之外的时间，不得占用国家法定节假日、休息日及寒暑假组织义务教育阶段学科类培训。

2024年2月

江西：《关于查处违法违规校外培训的公告》

面向中小學生（含幼儿园儿童）开展校外培训，必须依法依规取得办学许可证和营业执照（或民办非企业法人登记证书），否则不得开展校外培训。

广东：《广东省民办培训机构设置标准》

广东省不再审批新的面向中小学生的学科类校外培训机构。但是，现有存量的少数学科类培训机构仍需要符合一定条件，因此新修订的《设置标准》对存量的学科类校外培训机构继续适用。

2024年11月

北京：《北京市实施〈民办教育促进法〉办法（修订草案征求意见稿）》

设立实施学科类校外培训的机构，由区教育行政部门审批；设立实施非学科类校外培训的机构，由区教育行政部门根据同级科技、文化旅游、体育等部门意见审批。

4.6 教育相关标的&估值

- ❑ **学大教育**：教培需求强，业绩增长较高，估值具备性价比
- ❑ **新东方**：K9新业务增速较快，新开网点持续爬坡业绩释放中
- ❑ **粉笔**：估值性价比较高，2024年基数较低，静待2025年业绩恢复

- ❑ **风险提示**：业务拓展不及预期，课程招生不及预期，订单不及预期等。

行业公司估值表 (2024-12-06)

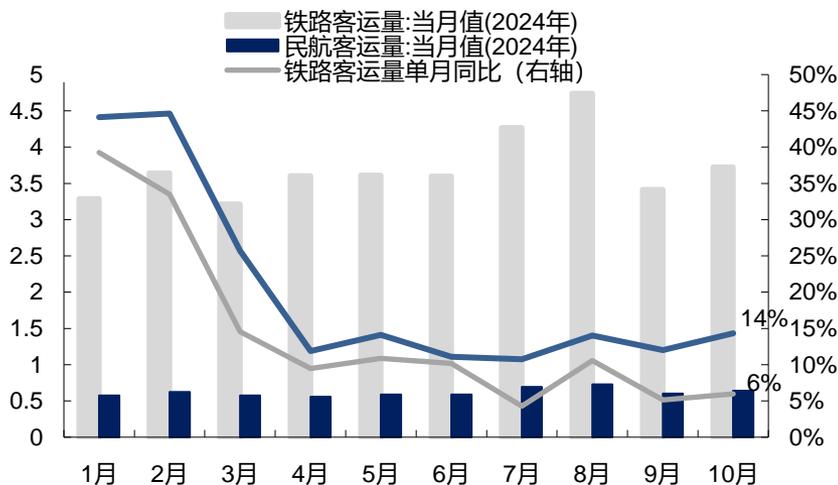
代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)			P/E			投资 评级
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
9901.HK	新东方-S	747	49.65	1.77	3.10	4.54	421	241	164	买入
000526.SZ	学大教育	56	45.47	1.54	2.18	2.84	36	26	20	买入
2469.HK	粉笔	64	3.11	1.89	4.52	5.51	34	14	12	买入
1773.HK	天立国际控 股	80	4.12	3.34	5.76	7.53	24	14	11	未评级
1769.HK	思考乐教育	27	5.12	0.86	1.78	2.43	31	15	11	未评级
3978.HK	卓越教育集 团	25	3.27	0.91	1.67	2.90	28	15	9	未评级

数据来源：wind，东吴证券研究所；注：已评级标的盈利预测采用东吴预测，其余为wind一致预测；港元：人民币=1:0.92 (2024-12-06)

5. 酒旅&免税出行

- **国内居民出行仍处景气增长状态。**2024年1-10月铁路/民航客运量累计同比分别为13%/19%，2024年4月后，铁路及民航客运量增速基数归常、增速回归稳定。铁路客运量同比增速稳定在高单位数，民航客运量增速稳定在低双位数的情况。
- **2024年前三季度出入境人员总数达4.5亿人，yoy+56%，预计全年出入境人员总数有望达到5.8亿人，yoy+37%，恢复至2019年的87%。**我们预计2024年总出入境人次有望达到5.8亿人，实现37%的同比增长，恢复至2019年的87%。其中内地居民/外籍人员/港澳台居民恢复至19年的81%/61%/107%。2024年Q3累计免签入境外国人数达到1343万人，较2019年的226万人增长493%，预计全年免签入境的外国人有望超过1700万。
- **2025年国内游高位稳增长，出入境游高速增长，需求端持续景气。**预计2025年国内旅游人次增速或因基数效应放缓至高单位数区间，居民出行依然高位景气。预计2025年出入境游人次增速虽降速但仍将有20%级别的增长。

图：月度长途出行人次（亿人次）及yoy



数据来源：交通部、东吴证券研究所

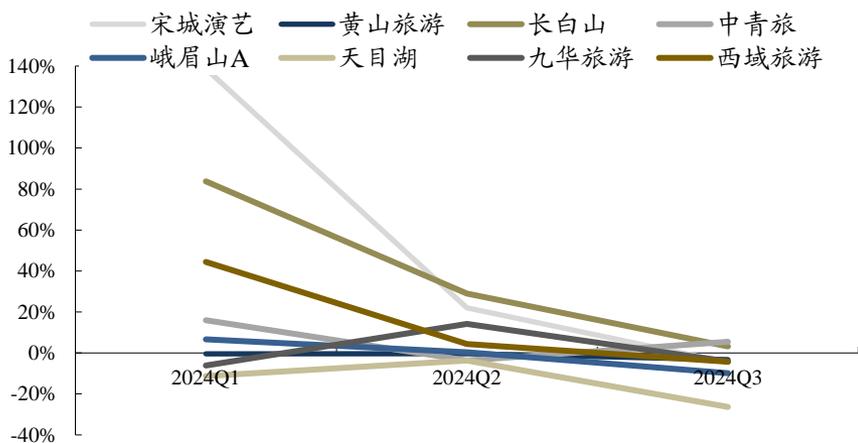
图：出入境人数统计（单位：万人）



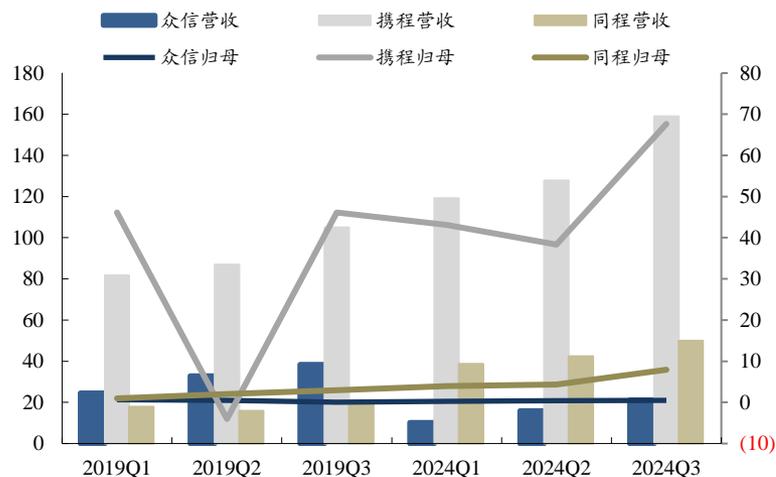
数据来源：国家移民局、东吴证券研究所

- **景区季度营收同比增速下行，24Q3高基数下景区财务表现承压。** 2024年Q3景区高基数下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。
- **出境游旅行社业务逐季恢复：**国际航班、签证、旅行社产能恢复带动出境游业务逐季修复，24Q3众信旅游营收恢复19年的55%。
- **OTA平台受益散客化趋势及出行量景气，营收利润普遍超疫情前：**OTA平台受益于散客化和出行量景气，格局稳固，变现率保持平稳。24Q3携程/同程营收较19Q3增长51%/142%，营收利润均超疫情前。
- **预计未来客流驱动收入增长：**2025年基数回归常态后，客流增长驱动景区营收增长，支付意愿或有压力，预计客流自然同比增速中高单位数。关注景区扩容、交通改善和旅游热点等因素促进客流增长，同时关注事件性驱动因素。

图：重点景区季度营收yoy



图：众信旅游、携程集团-S和同程旅行的单季度营收（亿元，左轴）、归母净利润（亿元，右轴）



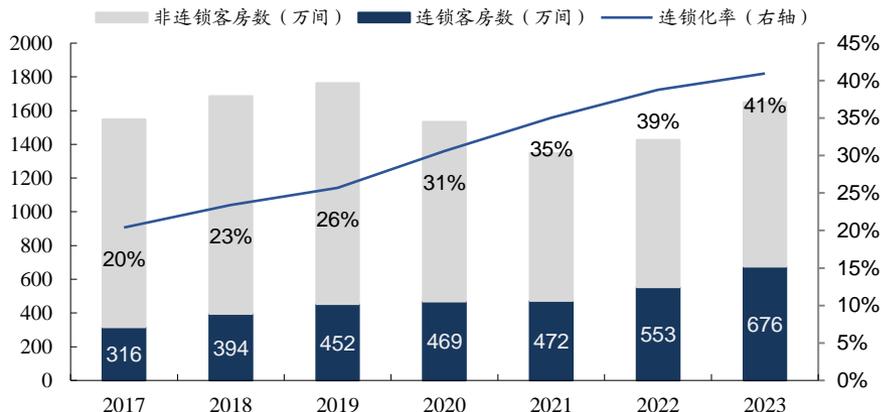
- **关注景区公司控股股东旗下资源整合预期：**旅游公司为做强文旅主业，未来或纵向整合控股股东旗下优质的景区、酒店资源，关注资产整合预期。

表：上市公司控股股东旗下酒旅资源梳理

	主营业务	控股股东	控股股东旗下资产	资源整合进展
西域旅游	核心景区天山天池（5A）、五彩湾古海温泉（3A）、火焰山（4A）。主营业务为旅游运输、索道运输、游船、温泉旅游、旅行社。	新疆文化旅游投资集团有限公司	江布拉克（5A）葡萄沟（5A）喀纳斯（5A）那拉提（5A）库木塔格沙漠（4A）天山托木尔大峡谷（4A）大交河（4A）库尔德宁（4A）大库尔德宁风景区、阿禾文旅康养度假区、阿勒泰西域滑雪场以及酒店资产	10月16日，西域旅游的控股股东变更为新疆文旅投，实控人为自治区国资委
祥源文旅	公司主营业务包括动漫及衍生、景交服务、酒店服务、动物园、茶叶销售、智慧文旅服务等。公司旅游资产有张家界百龙天梯、黄龙洞游船、凤凰古城游船、齐云山、雅安碧峰峡、广东丹霞山、湖南莽山及景区酒店资产。	祥源旅游开发有限公司	40余个文旅项目，湖北-武当山、山东-崂山沙港湾、海南-三亚洋海、花世界合肥旅游度假区、安徽-祥源·颍淮旅游度假区、河北-白石山、河北-兴隆山、陕西-波浪谷、四川-卧龙大熊猫苑等以及轻资产项目	9月从控股股东子公司中景信收购莽山旅游股权；预成交取得丹霞山五个旅游特许经营权项目
南京商旅	主营分为旅游和商贸，旅游板块中水上游览业务主要是南京夫子庙-秦淮风光带景区内秦淮河十华里水上游览线；旅行社业务主要为出境旅游业务。商贸板贸易业务主要包括进出口贸易和国内贸易。	南京旅游集团有限责任公司	景区：红山森林动物园、石头城遗址公园景区等；水上游乐：秦淮河游船、外秦淮河水上娱乐、长江游轮；酒店：紫金山庄、国会中心、黄埔大酒店、水秀苑大酒店、南京大饭店（北京）等高星酒店，联合华住的花间堂、美居、全季	11月24日，调整重组方案，拟收购黄埔大酒店100%股权
国旅联合	互联网数字营销业务、旅游目的地投资开发运营业务和“跨境购”业务。其中互联网数字营销业务是公司的主要收入来源，主要是游戏和文旅客户。旅游目的地业务是国旅联合回归旅游主业的支撑板块。	江西省旅游集团股份有限公司	武功山、明月山、中国福山、鄱阳湖国家湿地公园、仙女湖、腾龙洞、白鹤湖	23年底，由于环境变更等原因，公司终止了收购控股股东旗下5家子公司的重组方案

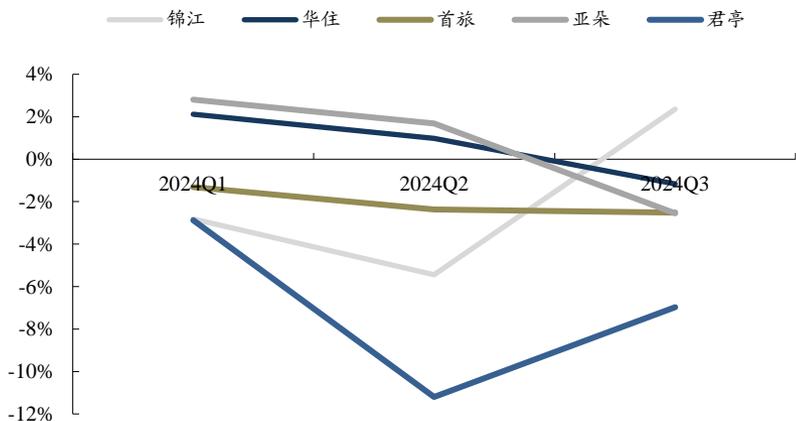
- **供给快速回补**：2023年酒店供给大幅修复，房量恢复疫情前的94%，预计2024年底酒店供给超过2019年水平，2025年增速收敛至高单位数
- **高基数下量价承压**：酒店供给释放、商旅需求仍在修复中，高基数下酒店集团OCC、ADR同比均下滑，2024Q3锦江/华住/首旅/亚朵/君亭平均RevPAR同比分别-8%/-8%/-8%/-11%/-15%。
- 预计Q3增速触底后，Q4降幅收窄，观察2025年RevPAR降幅环比收窄及转正时点。

图：酒店行业房量供给继续回补



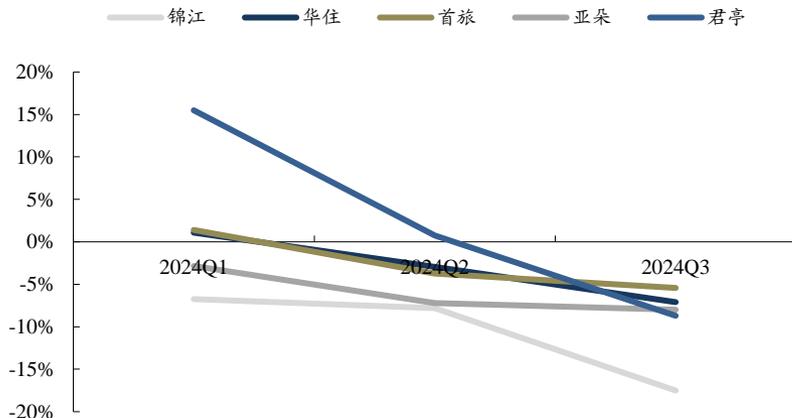
数据来源：中国饭店业协会、东吴证券研究所

图：重点酒店集团OCC同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图：重点酒店集团ADR同比增速

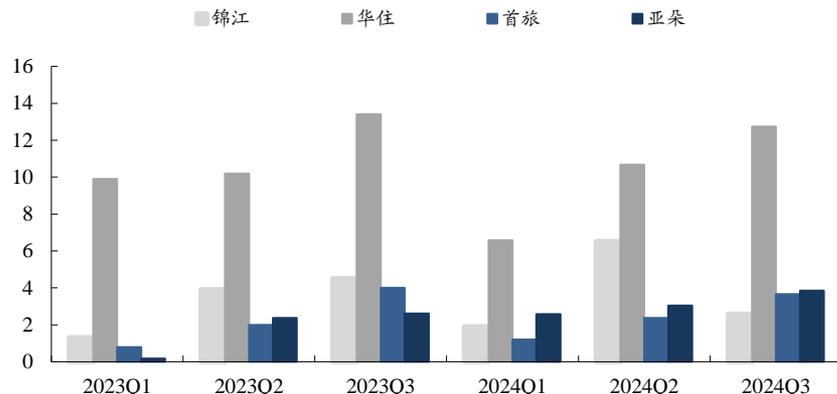


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

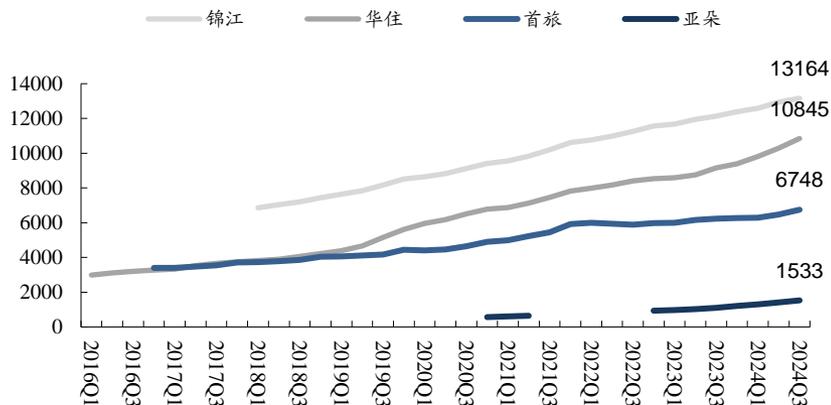
- **Q3酒店集团收入承压，归母净利润普遍下跌。**酒店集团Q3收入增速放缓或下滑，锦江/华住/首旅/亚朵/君亭Q3收入同比增速分别为-7%/2%/-6%/47%/7%，归母净利润增速为-43%/-5%/-10%/47%/19%。利润拖累项主要由于直营收入结构性占比高，对RevPar变动敏感。亚朵快速开店且加盟占比较高。
- **行业进入洗牌期，连锁化持续提升，酒店龙头稳健扩张。**Q3锦江（大陆）/华住（大陆）/首旅/亚朵/君亭房量增速同比9%/20%/5%/36%/11%，酒店龙头稳健扩张，未来连锁化率较23年底的41%仍有提升空间。

图：酒店龙头Q3归母净利润（亿元）普遍同比下滑



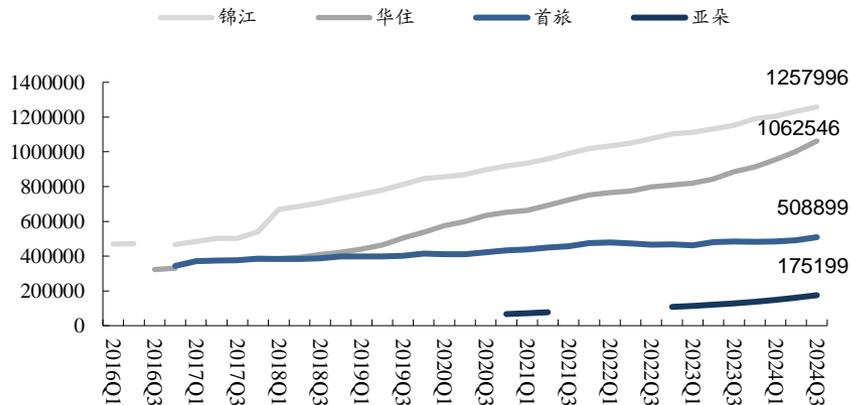
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图：重点酒店集团酒店数（家）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图：重点酒店集团房间量（间）

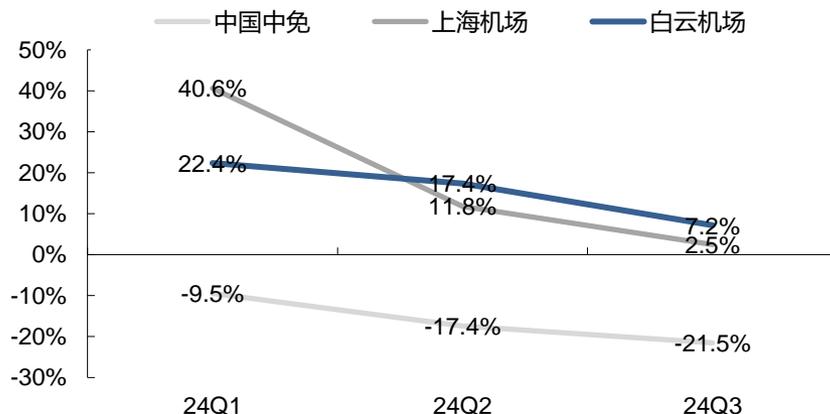


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

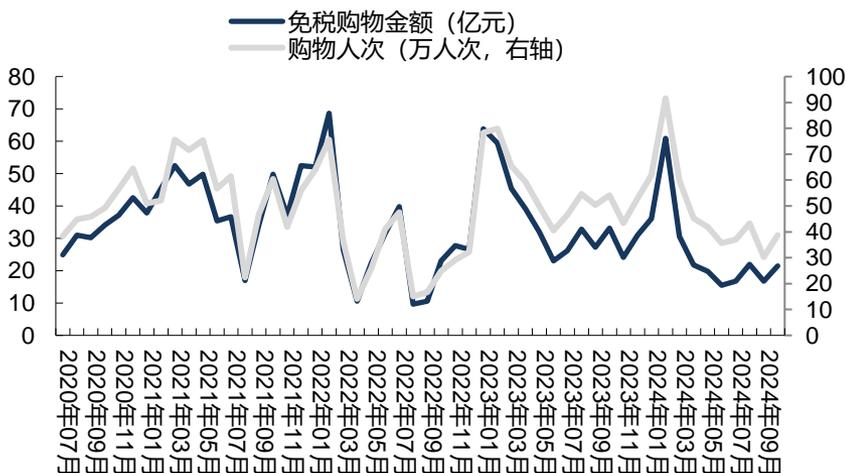
- **居民消费意愿疲软+日本奢侈品消费虹吸致使行业承压。**海南离岛免税承压，24M1-10购物金额/购物人次同比-32%/-16%，Q3中免营收/归母净利润同比-22%/-53%。居民消费意愿疲软，叠加日本奢侈品消费虹吸，Q3奢侈品集团中国所在区域收入普遍收缩。预计海南降幅环比改善，关注Q4、Q1旺季表现，日本奢侈品商品标价、套利空间缩窄。
- **关注市内店新政落地推进节奏：**10月1日起，市内店政策开放国人出境购买场景，出境环节不限额。现有19家免税店均为中免控股或参股，同时允许机场提货点收取不高于机场免税店同等费率的提货提成。中国中免、上海机场、北京首都机场均有望在当前政策框架下受益，建议关注基本面兑现节点。

图：相关企业Q3归母净利润增速普遍下行

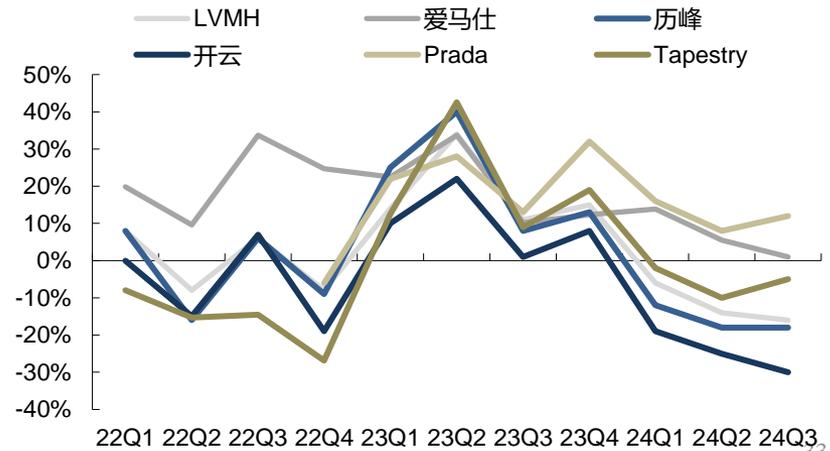


数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图：海南免税销售情况



图：奢侈品集团包含中国所在区域销售额有机增速



- 建议关注需求高景气下受益于量增持续的同程旅行、携程集团，有成长性的景区标的宋城演艺、长白山、峨眉山A、九华旅游、三特索道；供需关系改善、业绩有望修复的酒店标的华住集团-S、首旅酒店、锦江酒店、亚朵、君亭酒店；消费触底预期、政策落地催化的中国中免、王府井、格力地产、海汽集团、海南发展等。
- 其他关注标的：同庆楼、上海机场、北京首都机场股份、中国中烟等
- 风险提示：宏观经济波动、促进消费政策不及预期、行业竞争加剧

行业公司估值表 (2024-12-06)

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	
601888.SH	中国中免	1,460	70.56	67.14	50.88	60.21	22	29	24	买入
600009.SH	上海机场	884	35.52	9.34	21.02	29.39	95	42	30	增持
600258.SH	首旅酒店	165	14.77	7.95	8.08	9.12	21	20	18	买入
600754.SH	锦江酒店	279	26.07	10.02	12.42	14.18	28	22	20	买入
1179.HK	华住集团-S	766	25.95	40.85	36.84	42.20	19	21	18	买入
301073.SZ	君亭酒店	46	23.70	0.31	0.39	0.66	151	118	70	增持
600859.SH	王府井	173	15.27	7.09	6.04	6.25	24	29	28	增持
9961.HK	携程集团-S	3,408	542.00	99.18	166.80	183.81	34	20	19	买入
0780.HK	同程旅行	393	18.38	15.54	20.94	26.48	25	19	15	增持
300144.SZ	宋城演艺	251	9.58	-1.10	10.49	13.09	-	24	19	增持
603136.SH	天目湖	32	11.79	1.47	1.34	1.54	22	24	21	增持
002707.SZ	众信旅游	75	7.62	0.32	1.66	2.28	232	45	33	增持
603199.SH	九华旅游	38	34.18	1.75	1.88	2.14	22	20	18	未评级
600054.SH	黄山旅游	86	11.80	4.23	3.68	4.26	20	23	20	未评级
000888.SZ	峨眉山A	71	13.48	2.28	2.67	2.99	31	27	24	未评级
603099.SH	长白山	130	48.86	1.38	1.70	2.12	94	77	61	未评级

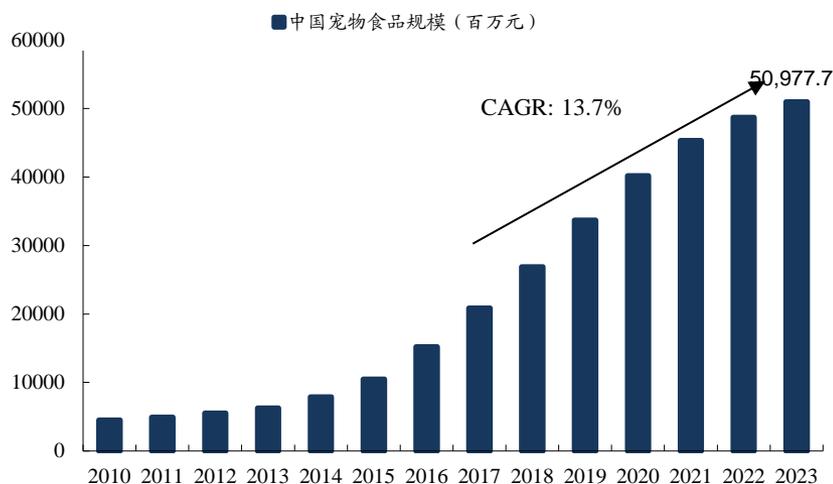
数据来源: wind, 东吴证券研究所; 注: 已评级标的盈利预测采用东吴预测, 其余为wind一致预测; 港元: 人民币=1:0.92 (2024-12-06)

6. 宠物食品：行业长坡厚雪，看好国货品牌份额快速提升

6.1 宠物食品：行业长坡厚雪，看好国货品牌份额快速提升

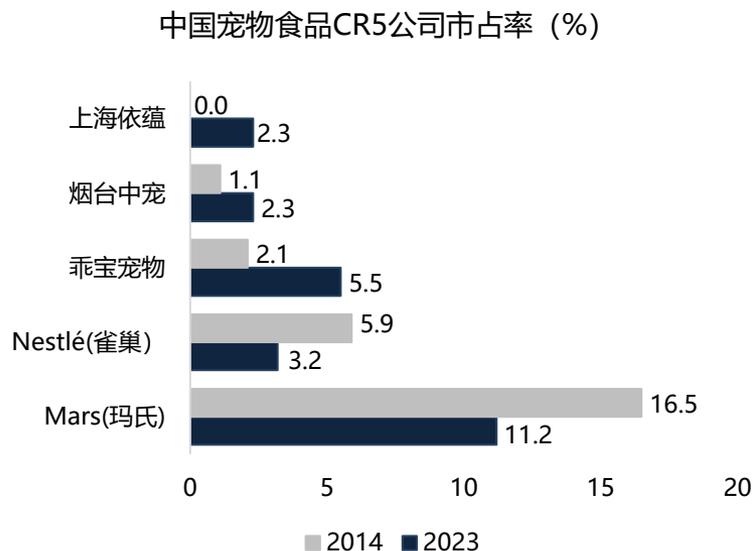
- **我国宠物食品市场规模增速较快，国产品牌进口替代趋势明显。** 2018-2023年我国宠物食品规模快速增长CAGR达14%，其中猫食品市场规模增速达21%。2014-2023年TOP30进口品牌市占率下降7.5pct，品牌力卓越的国内CR5巨头市占率持续提升，2014-2023年乖宝宠物/中宠股份公司分别提升3.2/1.2pct。
- **海外需求稳定增长，布局海外稀缺产能的公司有望受益。** 外销方面海外宠食需求稳定增长，中宠股份、佩蒂股份等布局海外稀缺产能的公司，海外客户拓展顺利，长期有望受益。

中国宠物食品规模持续增长



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

国内宠物食品公司市占率提升

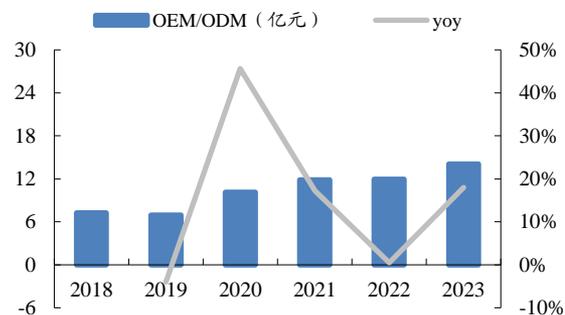
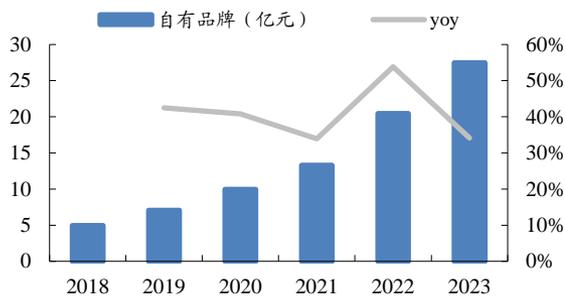


数据来源：欧睿，东吴证券研究所

6.2 乖宝宠物：国内宠物食品翘楚

- 乖宝宠物2006年成立，起步于海外宠物食品代工业务，2013年以来将业务重心转向国内自有品牌，打造国产宠物食品龙头品牌麦富迪，过去5年自有品牌 CAGR 达 39.4%。
- 大单品创新迭代能力突出，产品矩阵全面。**麦富迪过往成功推出的双拼粮爆款产品，并持续打造出圈的产品概念，Barf 生骨肉与羊奶鲜肉主粮成为新晋爆品。高端品牌弗列加特的爆款产品高肉天然粮烘焙粮成为千万级别单品，24年10月推出新品0压乳系列新品，推动高端品牌再升级。
- 风险提示：原材料价格上升，竞争加剧，下游需求波动等。

乖宝宠物分业务及产品矩阵情况

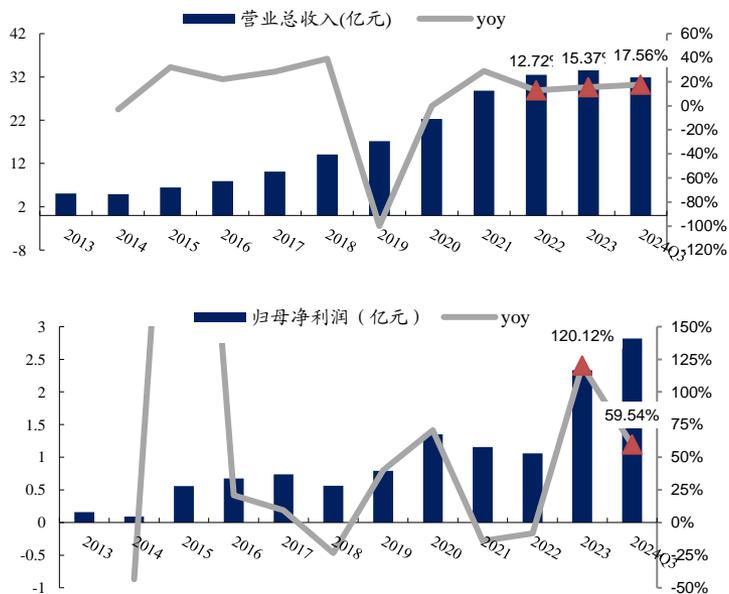


数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

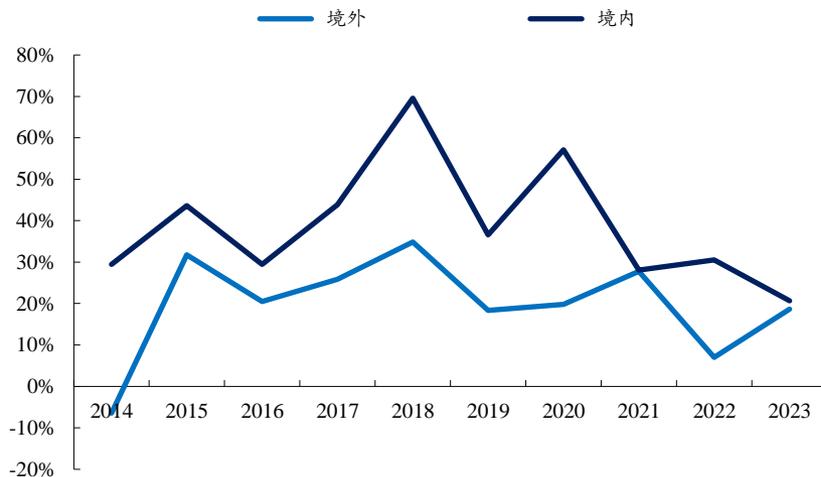
6.2 中宠股份：海外代工+国内品牌双轮驱动

- **凭借供应链+与海外品牌长期合作，代工优势显著。** 2014年起通过收购和自建工厂逐步实现全球化供应链布局，新工厂逐步投产、产线技改，海外工厂产能持续扩张，美国、加拿大、新西兰、柬埔寨等海外多工厂优势显著。
- **顽皮主品牌调整到位，看好国内品牌快速成长。** 自主品牌包括Wanpy顽皮、ZEAL真致、Toptrees领先，顽皮品牌经过渠道、产品调整后恢复增长，领先&真致维持高增，自主品牌业务为营收增长提供主要动力。
- **风险提示：原材料价格上升，竞争加剧，下游需求波动等。**

中宠股份营收、归母净利及增速



中宠股份境内业务增速较快



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

6.3 宠物食品相关标的估值表

- **投资建议：**行业长坡厚雪，看好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行业地位稳固，产品结构持续升级，中高端品牌弗列加特持续放量；中宠股份旗下顽皮主品牌经历调整后拐点显现，三大自有品牌协同向上；佩蒂股份自主品牌爵宴等延续高增，品类持续完善。外销方面海外宠食需求持续增长，利好中宠股份、佩蒂股份等布局海外稀缺产能的公司，推荐【乖宝宠物】，建议关注【中宠股份】、【佩蒂股份】。
- 风险提示：原材料价格上升，竞争加剧，下游需求波动等。

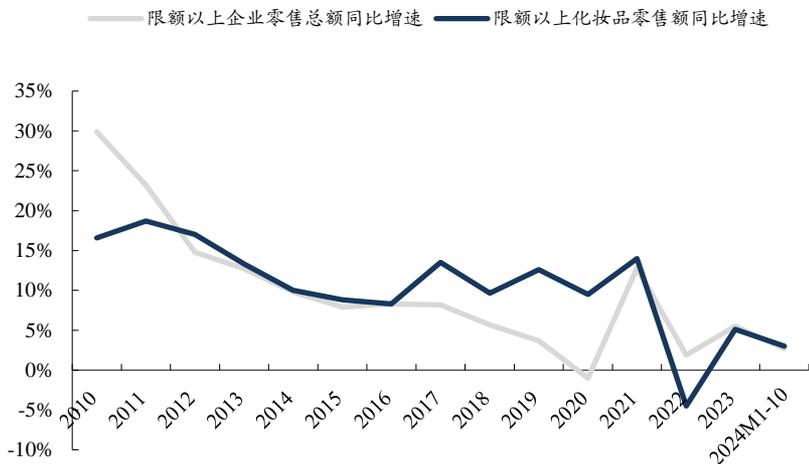
宠物食品相关标的估值表 (2024-12-06)

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	
301498.SZ	乖宝宠物	263	65.67	4.29	5.74	7.32	61	46	36	增持
002891.SZ	中宠股份	95	32.31	2.33	3.44	4.00	41	28	24	未评级
300673.SZ	佩蒂股份	40	16.25	-0.11	1.81	2.14	-	22	19	未评级

7. 医美&化妆品：原料及产品创新赋能头部公司品牌 向上突破

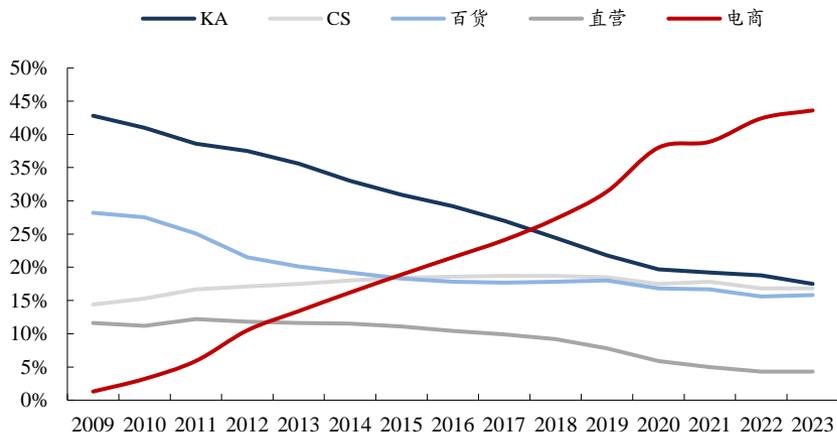
- **近年来限额以上化妆品企业增速逐渐平稳。**据国家统计局统计，2022年以来受到疫情冲击等影响，限额以上化妆品企业增速有所波动，2024M1-10同比增3%，趋势上看近年来行业增速趋于平稳，但多数年份跑赢大盘。
- **化妆品线上化率持续提升，增幅有所放缓。**2010-2021年我国化妆品线上化占比快速提升，2017年后成为第一大销售渠道。2021年后化妆品线上化率仍持续提升，但增幅有所放缓。

限额以上化妆品企业增速逐渐回落



数据来源：Wind，东吴证券研究所

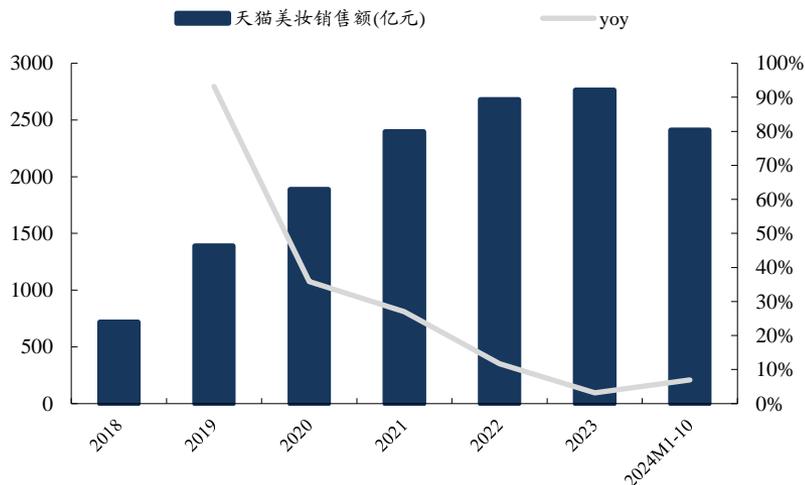
中国化妆品分渠道销售占比



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

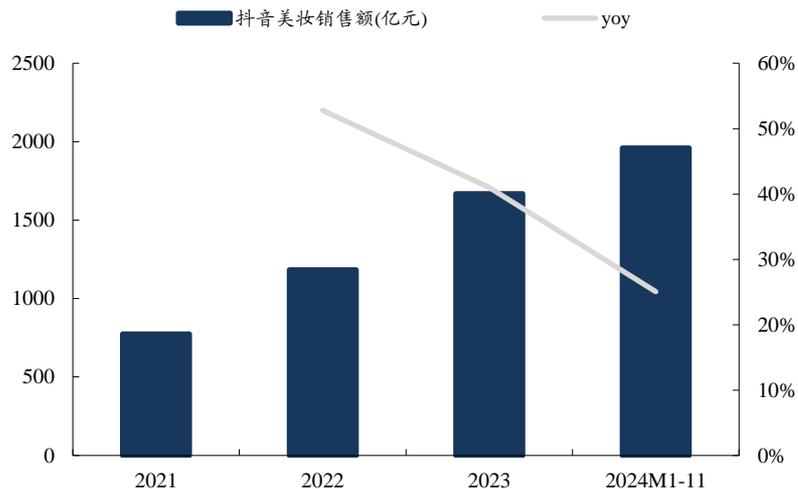
- **2024年阿里系美妆恢复平稳增长，抖音美妆增速回归常态，24年双十一表现突出，我们预计未来线上渠道增速维持稳健增长。**
 - 天猫美妆市场规模较大，2024年以来增速较2023年有所回升，整体趋于平稳。
 - 抖音美妆市场2021年以来增速较高，维持超40%增长，24M1-11增速逐步放缓至约25%。
 - 24年双十一大促表现突出，据星图数据双十一全网全品类产品总销售额为14418亿元，yoy+26.6%，其中综合电商平台（天猫、京东、拼多多）总计销售额为11093亿元，yoy+20.1%；直播电商（抖音、快手、淘宝直播）销售额为3325亿元，yoy+ 54.6%。

天猫美妆行业规模及增速



数据来源：久谦，东吴证券研究所

抖音美妆行业规模及增速



数据来源：蝉妈妈，东吴证券研究所

7.1 化妆品：国货品牌持续推新，原料创新赋能产品研发

- ❑ **国货龙头持续更新迭代大单品，打造优秀产品力。**渠道红利逐渐减弱，产品力成为品牌竞争的核心。头部国货品牌不断加大研发投入，配方、包装等全面优化，持续推出创新新品，2024年重磅新品包括珀莱雅源力面霜2.0&源力精华，可复美焦点面霜、韩束X肽面霜、丸美小红笔眼霜3.0等。
- ❑ **原料创新赋能大单品研发。**原料、成分优秀的品牌更受消费者欢迎，据《2024中国美妆行业白皮书》统计，超60%消费者愿意购买具有创新科技或原料的国货美妆产品。从2024年国货美妆龙头重点新品主要成分看，重组胶原蛋白、多肽等核心原料仍为当前风口。

头部公司2024年重点新品一览

品牌名	珀莱雅	可复美	丸美		韩束	润本	薇诺娜	
重点新品	源力精华	焦点面霜	小金针精华	小红笔眼霜3.0	闪充棒	X肽超频霜	蛋黄油面霜2.0	特护精华第二代
价格	¥409/50ml	¥419/50g	¥463/30支	¥298/30g	¥600/100支	¥389/50g	¥30/18g	¥338/30ml
产品外观								
主要成分	XVII重组胶原、番茄果提取物、白柳树皮提取物	重组I型胶原蛋白、重组III型胶原蛋白	毕赤酵母重组胶原pro、胶原分子锁、超分子木棉花	25%高浓胜肽、循环三菇、藏灵芝、红球姜精粹	闪充胶原、棕榈酰三肽、棕榈酰五肽、乙酰基六肽	神经肽、环六肽、胶原肽	蛋黄油、仿生胎脂、植物乳酸杆菌	青刺果PROMAX、黄金肽EQ-9、修红因PRO
功效	舒缓、修复、抗皱	抗老、抗皱、修护屏障	修红、抗皱	淡黑、淡纹	补水、修护屏障、抗皱	抗老、抗皱	保湿滋润、修护屏障	修护修红、提亮、保湿舒缓

7.1 化妆品：头部国货品牌龙头地位较为稳固

□ 从大促平台排名看，头部国货品牌地位仍较为稳固，低基数下国际品牌重拾增长。

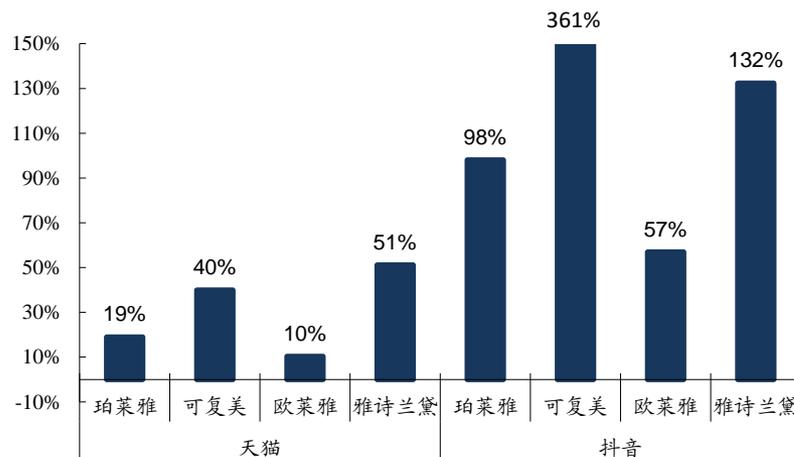
- 2024年618及双十一排名中，珀莱雅在天猫、抖音双平台均基本位列TOP1，龙头地位稳固；韩束占据抖音平台前二；可复美、薇诺娜亦入围TOP10，其中可复美排名较2023年明显提升。
 - 国际大牌经历2022-23年中国失速后，逐渐加大大促投入和市场推广力度，据炼丹炉及蝉妈妈数据统计，24年双十一期间（24年10月）天猫及抖音重拾增长。
- 看好国货龙头品牌力不断提升，产品持续更新迭代推动成长，推荐【珀莱雅】、【巨子生物】、【润本股份】等。

2024年618及双十一美妆品牌排名

排名	618大促美妆排名		双十一大促美妆排名	
	天猫	抖音	天猫	抖音
1	珀莱雅	韩束	珀莱雅	珀莱雅
2	巴黎欧莱雅	珀莱雅	巴黎欧莱雅	韩束
3	兰蔻	赫莲娜	兰蔻	欧莱雅
4	雅诗兰黛	雅诗兰黛	雅诗兰黛	可复美
5	海蓝之谜	后	海蓝之谜	后
6	修丽可	兰蔻	赫莲娜	自然堂
7	赫莲娜	巴黎欧莱雅	修丽可	雅诗兰黛
8	SK-II	可复美	SK-II	玉兰油
9	玉兰油	海蓝之谜	薇诺娜	薇诺娜
10	薇诺娜	玉兰油	玉兰油	SK-II

数据来源：天猫大美妆，抖音商城，东吴证券研究所

国际大牌2024M10重拾增长（销售额同比增速）



数据来源：炼丹炉，蝉妈妈，东吴证券研究所

注：第三方爬虫数据可能存在统计偏差，具体数据以公司财报为准 45

7.2 医美：新兴赛道竞争逐渐激烈，期待新品获批

- **新兴赛道保持较快成长，上市公司管线储备充足。** 医美消费呈现较强喜新特点，部分红海市场如玻尿酸竞争较为激烈，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加剧，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。

2024年上市公司获批的重点针剂及未来产品布局

公司	核心产品矩阵	2024年获批	2025年有望获批	2026年及以后
爱美客	嗨体系列、忒活泡泡针、濡白&如生天使、宝尼达等	宝尼达2.0颈部适应症	肉毒素	减重用司美格鲁肽等
华东医药	伊妍仕少女针等		Maili Extreme玻尿酸、lanluma童颜针	肉毒素等
华熙生物	娃娃针、润致双子针等	润致格格针（颈纹抗衰）	水光产品	胶原蛋白三类械
锦波生物	薇旖美		面部增容填充重组胶原蛋白、妇科用重组胶原蛋白（暂时终止）	XVII型重组胶原蛋白
江苏吴中		艾塑菲童颜针	玻尿酸、利丙双卡因麻膏	PDRN、2款重组胶原蛋白产品
复锐医疗科技		长效肉毒素Daxxify	丝素蛋白、溶脂针等	
科笛			利多卡因丁卡因局麻膏	重组突变胶原酶（用于治疗颌下脂肪堆积）
巨子生物			4款重组胶原蛋白三类械，最早产品预计于25Q1获批	

7.2 医美：新兴赛道竞争逐渐激烈，期待新品获批

再生针剂已获批产品

公司	产品	中国获批/推出时间	剂型	微球粒子	作用机制
普丽妍	普丽妍·童颜	2024年11月	冻干粉	PLLA聚左旋乳酸	源于机体自身胶原的生成，刺激自身胶原产生，效果自然，作用时间1.5~2年
高德美	塑然雅 Sculptra	2024年10月	冻干粉	PLLA聚左旋乳酸	用于矫正浅至深鼻唇沟轮廓缺陷、面颊细纹和皱纹以及其他面部皱纹
山东谷雨春	塑妍真	2024年8月	凝胶	PCL微球	采用膜乳化技术，更容易获得粒径可控，单分散性良好的微球
江苏吴中	艾塑菲 Aesthefill	2024年1月	冻干粉	PDLLA聚双旋乳酸	呈海绵状多孔微球结构的特性，相同质量下体积更大，即刻塑形效果明显，可更有效地促进胶原蛋白的再生
爱美客	如生天使 Renewwhite	2023年7月	凝胶	PLLA-PEG左旋乳酸乙二醇共聚物	高柔软性和高延展性，可以改善肤质、质地柔软、支撑力很好，更适用于浅层注射
	濡白天使 Curewhite	2021年6月	凝胶	PLLA-PEG左旋乳酸乙二醇共聚物	微球和降解产物持续刺激胶原蛋白再生，玻尿酸可帮助达到即刻塑形填充效果，更适用于深层注射
华东医药	伊妍仕 Ellansé	2021年4月	凝胶	PCL微球	CMC凝胶载体即刻填充+PCL微球刺激再生
长春圣博玛	艾维岚 Lövisselle	2021年4月	冻干粉	PLLA聚左旋乳酸	微球和降解产物持续刺激，可持续有效激发皮肤内成纤维细胞活力，促进胶原蛋白再生

胶原蛋白针剂已获批产品和待获批产品

公司	产品	示意图	核心成分	注册证号
双美生物	肤柔美		I型猪胶原蛋白	国械注许20193130064
	肤丽美		交联I型猪胶原蛋白	国械注许20173130007
	肤力		交联I型猪胶原蛋白，利多卡因	国械注许20193130003
长春博泰	弗缦		牛胶原蛋白，利多卡因	国械注准20163131609
汉福生物	爱贝芙		牛胶原蛋白，PMMA，利多卡因	国械注进20163132859
锦波生物	薇旖美极纯		重组III型人源化胶原蛋白	国械注准20213130488
	薇旖美至真		重组III型人源化胶原蛋白	国械注准20233131245
巨子生物	重组胶原蛋白液液体制剂	—	重组胶原蛋白	预计2025Q1上市
	重组胶原蛋白液固体制剂	—	重组胶原蛋白	预计2025-2026年上市

7.3 医美化妆品相关标的估值表

- ❑ **投资建议：**原料及产品创新赋能头部公司品牌向上突破。
- ❑ **化妆品：**未来线上渠道呈现稳健增长，品牌&产品力成为品牌竞争的核心，国货品牌持续推新，原料创新赋能产品研发，推荐品牌运营能力突出的【珀莱雅】、重组胶原蛋白龙头【巨子生物】以及定位质价比新赛道快速增长的【润本股份】。
- ❑ **医美：**新兴赛道竞争逐渐激烈，重组胶原、再生针剂仍为新品类增长主要动力，医美赛道逐渐合规化后建议关注【锦波生物】、【爱美客】等
- ❑ **风险提示：**竞争加剧，下游需求波动等。

医美化妆品相关标的估值表 (2024-12-06)

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	
603605.SH	珀莱雅	365	92.22	11.94	15.35	19.21	31	24	19	买入
300957.SZ	贝泰妮	209	49.28	7.57	7.59	10.41	28	28	20	买入
600315.SH	上海家化	119	17.74	5.00	3.05	4.82	24	39	25	买入
600223.SH	福瑞达	73	7.15	3.03	2.86	3.95	24	25	18	买入
688363.SH	华熙生物	285	59.26	5.93	5.42	7.19	48	53	40	买入
300896.SZ	爱美客	644	212.90	18.58	20.84	23.51	35	31	27	买入
300856.SZ	科思股份	91	26.79	7.34	7.35	9.36	12	12	10	买入
832982.BJ	锦波生物	191	215.50	3.00	7.34	10.14	64	26	19	买入
2367.HK	巨子生物	485	51.30	14.52	-	-	33	-	-	买入

数据来源：wind，东吴证券研究所；注：已评级标的盈利预测采用东吴预测，其余为wind一致预测；港元：人民币=1:0.92 (2024-12-06)

8. 投资建议

跨境出口

- 非常符合“强”的特点，在未来几年预计都将会是持续的核心重点方向。
- 推荐**小商品城，名创优品，安克创新等**

黄金珠宝

- 符合“低”和“硬”的特点，金价新高打开长期盈利空间，待消费者习惯金价后，有望需求回补，重回增长。
- 推荐**老凤祥，潮宏基，周大生等**

教育

- 符合“低”和“强”的特点，内需中非常特殊的，可以持续涨价的存在，头部品牌的竞争力较为强硬，估值等也显出吸引力。
- 推荐**学大教育、新东方、粉笔等。**

旅游

- 符合“强”和“硬”的特点。
- 推荐**宋城演艺、华住集团、首旅酒店、锦江酒店、亚朵、君亭酒店、中国中免、王府井等**

宠物

- 符合“强”的特点，宠物作为新兴的产业，目前空间广阔，品牌化之路仍处于战国阶段，存在广泛机会
- 推荐**乖宝宠物等。**

美护

- 关注原料及产品创新赋能头部公司品牌向上突破。
- 推荐**珀莱雅、巨子生物、润本股份、爱美客、锦波生物等**

国企改革

- 关注优秀改革催化活力的空间，**推荐厦门象屿、苏美达、重庆百货等。**

9. 风险提示

- **行业竞争加剧：**医美、化妆品、工业品电商等等行业处于成长阶段，新进入者数量较多，行业内的竞争可能会加剧。竞争加剧诱发的价格战、营销战，有可能影响产品的销售额、价格带、利润率。
- **消费需求不及预期：**化妆品、服装、医美等产品属于大众消费品，若终端消费不及预期，或造成行业整体需求下降。
- **原材料价格上涨：**影响成本端，或使中下游企业毛利率下降。
- **地缘因素影响：**消费品出海等领域公司或受地缘政治等因素影响。

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>

东吴证券 财富家园