

新消费板块24Q3总结：板块持续分化，关注细分赛道和行业龙头机会

2024年11月08日

- ◆ **消费板块 24Q3 基金持仓情况：**2024Q3 基金消费行业基金仓位总体为 20.05%，环比提升 0.32pct，仍处于历史区间下沿。
- ◆ **美容护理：**整体消费力承压较为明显，部分公司表现不同程度弱于此前预期。考虑相关政策在三季度末开始推出，后续经济以及市场情绪有望逐步向好，Q3 财报表现的重要程度相对有限，若后续基本面好转（外部经济环境/公司业务向好）则弹性较为充足，关注高赔率政策弹性标的**爱美客、贝泰妮**，哑铃偏成长标的**巨子生物、锦波生物、润本股份、上美股份、丸美股份**。
- ◆ **零售：**整体承压，个股业绩表现分化加剧。我们认为有三类企业值得关注：1) 细分相对景气子赛道，包括 IP 消费、量贩零食赛道，推荐**泡泡玛特、万辰集团**；2) 竞争格局稳定，行业龙头强者恒强，推荐**安克创新、小商品城、致欧科技**；3) 促消费政策持续落地，价格企稳下，企业盈利能力预期较快改善，尤其是主动发起变革，优化自身营运能力的企业。推荐**永辉超市、家家悦、重庆百货、潮宏基、周大生**。
- ◆ **出行：**Q3 酒店及免税业绩承压，关注以价换量趋势。1) 持续看好赛道机会显著，线上化率确定性提升以及下沉市场用户增量贡献较大的 OTA 板块推荐**携程集团、同程旅行、众信旅游**。2) 运营能力较强，供需两端匹配节奏影响短期业绩表现的酒店板块推荐**华住集团-S、锦江酒店、首旅酒店**。3) 免税方面，关注超跌反弹机会较大的免税赛道龙头**中国中免**。
- ◆ **人服：**板块收入、业绩表现亮眼，外包/灵工业务韧性明显。推荐外包业务占比高、经营稳健的行业龙头推荐**北京人力、外服控股**；以及猎头业务占比相对较高、弹性更大的**科锐国际**。
- ◆ **教育：**教培板块收入表现亮眼，职业教育及教育信息化板块收入承压。推荐全国性教培龙头**新东方-S、好未来**；具有异地扩张空间的广深教培龙头**思考乐教育、卓越教育集团**；主业教培稳健、发展职业教育作为第二增长极的**学大教育**。
- ◆ **家电：**板块分化明显，出口链较为受益。其中白电整体经营较为稳健，营收有所放缓，预期后续以旧换新政策有望拉动内需持续改善。小家电板块分化较为明显，出海链企业有所受益。建议关注：**美的集团、海尔智家、石头科技、欧圣电气**。

【风险提示】

- ◆ 消费力恢复较慢、细分赛道竞争加剧、线上渠道流量成本提升、新品牌/新产品销售表现不及预期、医美产品获批进度不及预期。
- ◆ 全球经济复苏不及预期、终端需求不及预期。

强于大市（维持）

东方财富证券研究所

证券分析师：刘嘉仁

证书编号：S1160524090001

证券分析师：王越

证书编号：S1160524080001

证券分析师：周子莘

证书编号：S1160524080002

证券分析师：李旭东

证书编号：S1160124090004

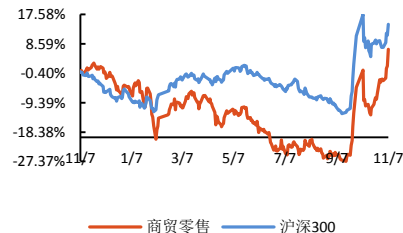
证券分析师：班红敏

证书编号：S1160524070004

证券分析师：宋佳蔚

证书编号：S1160524070006

相对指数表现



相关研究

《美容护理 24Q2 总结：关注新概念&性价比的赛道机会以及具备较强综合竞争力的龙头》

2024.09.10

《6 月社零总额同比+2%，必选消费表现好于可选》

2024.07.15

《618 宠物食品战报发布，零食礼包品类增速突出》

2024.06.24

《618 美护品牌分化加剧，珀莱雅/可复美/韩束势能恒强》

2024.06.20

正文目录

1. 消费板块 24Q3 基金持仓情况：2024Q3 基金消费行业基金仓位总体为 20.05%，环比提升 0.32pct，仍处于历史区间下沿	5
2. 美容护理：短期消费力承压，关注政策支持下后续表现	9
2.1. 美容护理板块：板块保持弱增长，标的表现持续分化	9
2.2. 美妆业务：行业增长走弱，分化加剧	10
2.3. 医美业务：关注产品差异化、性价比	12
2.4. 投资建议	13
3. 零售：整体承压，个股业绩表现分化加剧	14
3.1. 珠宝：行业进入去杠杆阶段，资产负债表收缩	14
3.2. 跨境电商：竞争加剧、运费增长拖累盈利，龙头竞争力凸显	16
3.3. 百货商超：创新业态拉动行业营收增长，但盈利整体承压明显	17
3.4. 投资建议	18
4. 出行：Q3 酒店及免税业绩承压，关注以价换量趋势	20
4.1. 酒店：供给端环比恢复，RevPAR 持续承压	20
4.2. 旅游&景区：景区业绩分化严重，出入境表现优于大盘	22
4.3. 免税：客流购物转化偏弱，关注市内免税受益机会	24
4.4. 投资建议	25
5. 人服：板块收入、业绩表现亮眼，外包/灵工业务韧性明显	26
5.1. 外包/灵工业务增长稳健，猎头业务逐季改善	26
5.2. 投资建议	27
6. 教育：教培板块收入表现亮眼，职业教育及教育信息化板块收入承压 ..	29
6.1. 前三季度教育板块收入同比-6.6%，归母净利端实现扭亏	29
6.2. 教培：头部教培公司收入保持高增长，利润率持续改善	31
6.3. 职教：行动教育收入增速放缓，合同负债环比小幅下滑	32
6.4. 投资建议	33
7. 家电：板块分化明显，出海链较为亮眼	34
7.1 白电：整体经营稳健，营收增速放缓	34
7.2 小家电：分化明显，出海链较为受益	37
7.3 投资建议	39
8. 风险提示	39

图表目录

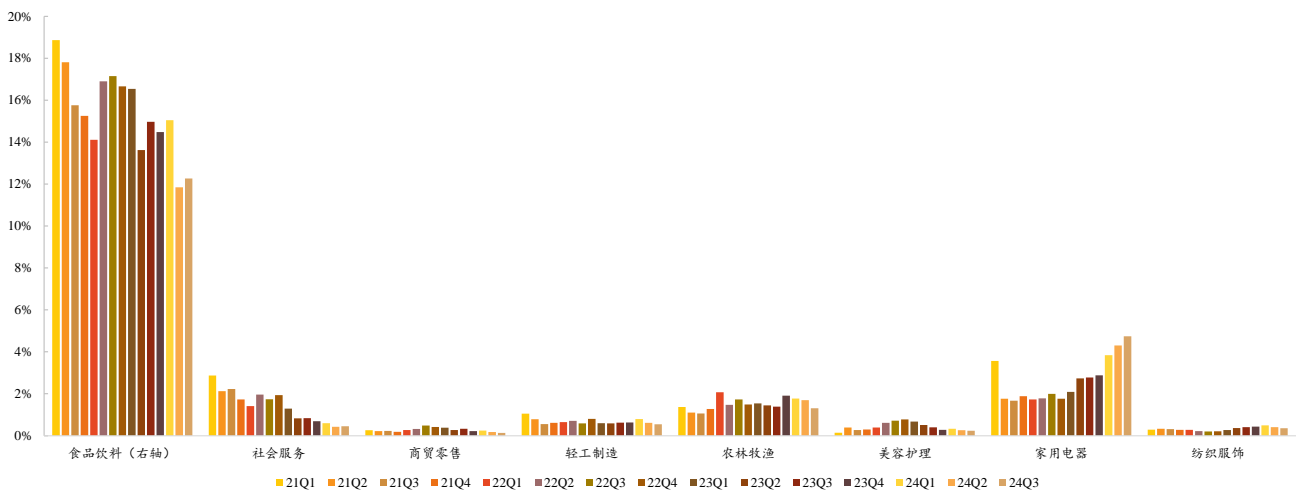
图表 1: 消费各板块基金持仓情况.....	5
图表 2: 消费各板块基金超配情况.....	6
图表 3: 美护&宠物基金持仓情况.....	6
图表 4: 旅游&免税基金持仓情况.....	7
图表 5: 珠宝&零售基金持仓情况.....	7
图表 6: 会展&人服&教育基金持仓情况.....	8
图表 7: 机构重仓持股主动型占比情况.....	8
图表 8: 24Q3 美容护理板块收入/归母净利分别同比+3%、-17%.....	9
图表 9: 化妆品板块盈利能力相对承压.....	9
图表 10: 美容护理核心标的 24Q1-Q3 财务数据（按收入增速降序排列）.....	9
图表 11: 美容护理核心标的 24Q3 财务数据（按收入增速降序排列）.....	10
图表 12: 7-9 月化妆品社零分别为 245/319/329 亿元.....	11
图表 13: 7-9 月化妆品社零同比-6.1%/-6.1%/-4.5%.....	11
图表 14: 24Q1-Q3 美容护理核心标的美妆/护肤/个护业务情况（按化妆品相关业务规模降序排列）.....	11
图表 15: 以美妆个护业务为主的公司 24Q3 销售费用率普遍上行.....	12
图表 16: 24Q1-Q3 美容护理核心标的医美业务情况.....	12
图表 17: 商贸零售行业三季报汇总分析个股一览.....	14
图表 18: 珠宝行业代表企业营收表现.....	15
图表 19: 珠宝行业代表企业归母净利表现.....	15
图表 20: 珠宝行业代表企业销售费用率表现.....	15
图表 21: 珠宝行业代表企业管理费用率表现.....	15
图表 22: 珠宝行业代表企业盈利能力.....	16
图表 23: 珠宝行业代表企业 ROE 及资产周转率.....	16
图表 24: 珠宝行业代表企业权益乘数.....	16
图表 25: 珠宝行业代表企业应收账款.....	16
图表 26: 跨境电商行业代表企业收入.....	17
图表 27: 跨境电商行业代表企业归母净利.....	17
图表 28: 跨境电商行业代表企业期间费用率.....	17
图表 29: 跨境电商行业代表企业盈利.....	17
图表 30: 百货商超行业代表企业营收.....	18
图表 31: 百货商超行业代表企业（扣非）归母净利.....	18
图表 32: 百货商超行业代表企业管理/销售费用率.....	18
图表 33: 百货商超行业代表企业盈利能力.....	18
图表 34: 行业重点关注公司小表（截至 2024/11/05）.....	19
图表 35: 24Q1-Q3 酒店板块实现收入 190.2 亿元，同比下降 0.5%.....	20
图表 36: Q3 头部集团境内酒店 ADR 同比继续下降.....	21
图表 37: 头部集团境内酒店 OCC 同比变动情况.....	21
图表 38: Q3 头部集团境内酒店 RevPAR 继续承压.....	21
图表 39: 酒店行业 7-8 月中高端开店势能持续向上.....	21
图表 40: 酒店行业前三季度毛利率下滑，净利率相对韧性.....	21
图表 41: 中高端酒店占比季度环比均有提升.....	22
图表 42: 前三季度酒店板块业绩情况.....	22
图表 43: 2024 年五一期间出行量及国内收入恢复表现较好.....	22
图表 44: 2024 年以来，出行客单价仍在 19 年水平的 10%以内上下波动.....	23
图表 45: 24Q1-Q3 景区及旅游板块实现收入 266.3 亿元，同比增长 18.3%.....	23
图表 46: 前三季度旅游及景区板块业绩情况.....	24

图表 47: 2024 年海南离岛免税购物金额承压.....	24
图表 48: 8-9 月海南离岛免税购物量下滑超过总额.....	24
图表 49: 10.1 起市内免税新政开始实施.....	25
图表 50: 24Q1-Q3 人服板块实现收入 576.11 亿元, 同比增长 16%	26
图表 51: 人服板块标的 24Q1-Q3 财务数据 (按收入增速降序排列)	26
图表 52: 人服板块标的 24Q3 财务数据 (按收入增速降序排列)	26
图表 53: 科锐国际灵活用工与中高端人才访寻业务增速.....	27
图表 54: 单季度毛利率 (%)	27
图表 55: 单季度净利率 (%)	27
图表 56: 24Q1-Q3 教育板块实现收入 95.61 亿元, 同比下滑 6.6%	29
图表 57: 教育板块核心标的 24Q1-Q3 财务数据 (按收入增速降序排列) ...	30
图表 58: 教育板块核心标的 24Q3 单季度财务数据 (按收入增速降序排列)	30
图表 59: 新东方各业务收入增速.....	31
图表 60: 新东方教育新业务具体表现.....	31
图表 61: 新东方各季度毛利率与经营利润率.....	31
图表 62: 好未来各季度毛利率与经营利润率.....	31
图表 63: 新东方各季度末教学中心数 (间)	32
图表 64: 新东方各季度净开网点数 (间)	32
图表 65: 行动教育单季度收入与利润增速.....	32
图表 66: 行动教育单季度毛利率与净利率.....	32
图表 67: 行动教育季度末合同负债余额 (亿元)	33
图表 68: 2023Q3-2024Q3 白电板块核心指标	34
图表 69: 我国白电出口量同比增速 (%)	35
图表 70: 我国白电出口额同比增速 (%)	35
图表 71: 空调内销量及 yoy (万台、%)	35
图表 72: 冰箱内销量及 yoy (万台、%)	35
图表 73: 洗衣机内销量及 yoy (万台、%)	36
图表 74: 2024Q3 白电板块经营指标 (%)	36
图表 75: 2023 三季度及 2024 三季度小家电板块核心指标.....	37
图表 76: 2024Q3 清洁电器板块经营指标 (%)	38

1. 消费板块 24Q3 基金持仓情况：2024Q3 基金消费行业基金仓位总体为 20.05%，环比提升 0.32pct，仍处于历史区间下沿

24Q3 消费板块基金持仓环比下行。2024Q3 基金在消费行业持仓仓位总体为 20.05%，环比提升 0.32pct，仍处于历史区间下沿；具体到细分行业：1) 家用电器持仓占比提升 0.44pct，2) 食品饮料持仓占比提升 0.43pct；3) 商贸零售、轻工制造、农林牧渔、美容护理、纺织服饰、基金持仓份额略有下降。

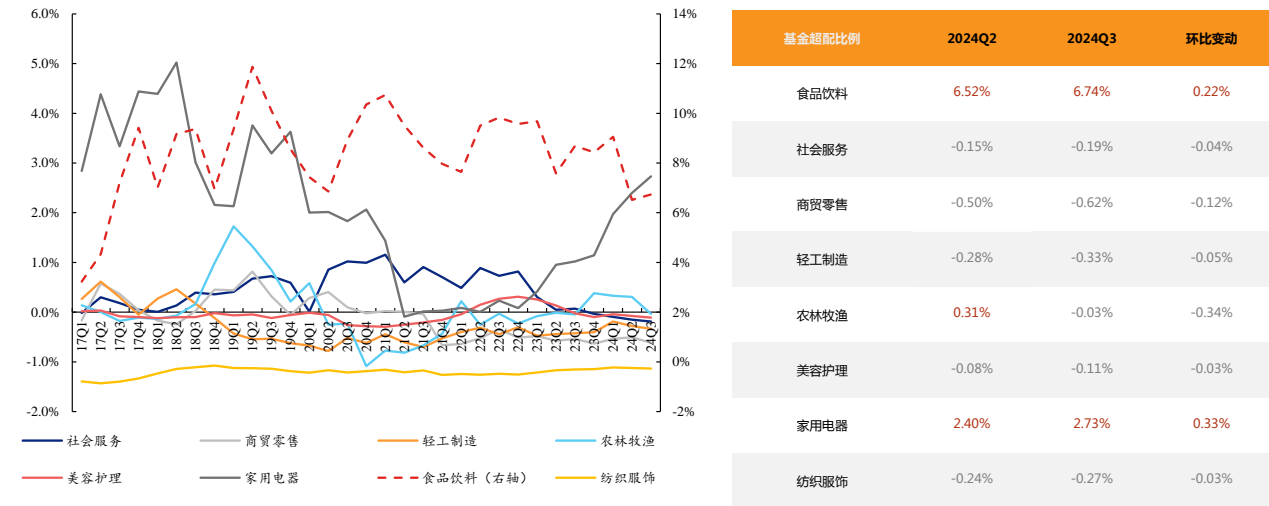
图表 1：消费各板块基金持仓情况



资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

24Q3 基金超配食品饮料、家用电器、农林牧渔。2024Q3 基金在消费行业超配情况来看，24Q3 基金超配食品饮料、家用电器；低配商贸零售、农林牧渔、纺织服饰、轻工制造、社会服务、美容护理。

图表 2：消费各板块基金超配情况



资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

图表 3：美护&宠物基金持仓情况

公司名称	行业	重仓持股市值 (万元)			重仓持股总数 (万股)			重仓基金数			重仓基金平均持仓 (万元)		
		2024Q2	2024Q3	增长变动	2024Q2	2024Q3	增长变动	2024Q2	2024Q3	增长变动	2024Q2	2024Q3	增长变动
300896.SZ	爱美客	251,018	270,264	9,246	1,459	1,147	-21.35%	53	73	20	4,736	3,702	-1,034
2367.HK	巨子生物	195,427	214,524	19,097	4,670	4,669	-0.02%	50	45	-5	3,909	4,767	859
603605.SH	珀莱雅	140,216	155,965	15,750	1,263	1,417	12.14%	47	52	5	2,983	2,999	16
000963.SZ	华东医药	76,111	99,585	23,474	2,737	2,846	3.99%	27	35	8	2,819	2,845	26
832982.BJ	锦波生物	36,278	66,077	29,799	243	289	18.82%	24	30	6	1,512	2,203	691
300740.SZ	水羊股份	40,254	28,372	-11,882	2,742	2,074	-24.36%	12	6	-6	3,355	4,729	1,374
300856.SZ	科思股份	49,594	20,702	-28,892	1,549	610	-60.64%	36	25	-11	1,378	828	-550
688389.SH	普门科技	17,916	10,473	-7,443	1,102	615	-44.19%	18	11	-7	995	952	-43
600200.SH	江苏吴中	10,624	7,480	-3,143	1,186	709	-40.20%	10	8	-2	1,062	935	-127
300957.SZ	贝泰妮	72	5,589	5,518	1	90	5,950.00%	3	8	5	24	699	675
688363.SH	华熙生物	393	3,376	2,983	7	48	588.55%	3	6	3	131	563	432
600223.SH	福瑞达	2,121	1,855	-266	300	240	-20.00%	2	2	-	1,061	928	-133
603983.SH	丸美股份	1,125	369	-756	41	13	-68.63%	4	3	-1	281	123	-158
688366.SH	昊海生科	398	223	-175	6	3	-53.49%	2	1	-1	199	223	24
600315.SH	上海家化	96	101	5	5	5	-	1	1	-	96	101	5
002612.SZ	朗姿股份	62	54	-9	5	3	-29.20%	1	1	-	62	54	-9
301498.SZ	希宝宠物	14,176	34,839	20,663	264	568	115.41%	13	14	1	1,090	2,489	1,398
002891.SZ	中宠股份	2,396	6,826	4,430	115	279	142.87%	9	10	1	266	683	416
832419.BJ	路斯股份	1,914	2,471	556	255	255	-	2	2	-	957	1,235	278
001206.SZ	依依股份	1,010	550	-460	78	38	-51.17%	4	1	-3	252	550	298
300673.SZ	佩蒂股份	1,096	35	-1,061	84	2	-97.10%	4	1	-3	274	35	-239

资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

图表 4：旅游&免税基金持仓情况

公司名称	行业	重仓持股市值 (万元)			重仓持股总数 (万股)			重仓基金数			重仓基金平均持仓 (万元)		
		2024Q2	2024Q3	增长变动	2024Q2	2024Q3	增长变动	2024Q2	2024Q3	增长变动	2024Q2	2024Q3	增长变动
9987.HK	百胜中国	402	204,405	204,003	2	616	33,631.78%	2	12	10	201	17,034	16,833
600258.SH	首旅酒店	72,740	103,179	30,438	5,890	6,972	18.36%	33	37	4	2,204	2,789	584
300144.SZ	宋城演艺	95,158	91,746	-3,412	11,850	8,721	-26.41%	17	23	6	5,598	3,989	-1,609
600754.SH	锦江酒店	79,732	88,403	8,671	3,470	2,822	-18.68%	26	37	11	3,067	2,389	-677
6862.HK	海底捞	14,482	42,245	27,763	1,130	2,458	117.42%	5	21	16	2,896	2,012	-885
605108.SH	同庆楼	16,589	19,156	2,567	777	855	10.11%	6	7	1	2,765	2,737	-28
600138.SH	中青旅	14,823	15,669	846	1,534	1,413	-7.92%	3	3	-	4,941	5,223	282
1579.HK	颐海国际	13,595	13,426	-170	1,137	925	-18.68%	3	4	1	4,532	3,356	-1,175
603099.SH	长白山	6,954	9,790	2,836	312	321	2.85%	8	9	1	869	1,088	219
603199.SH	九华旅游	1,854	8,223	6,368	62	211	238.51%	7	12	5	265	685	420
002159.SZ	三特索道	3,224	4,566	1,342	251	277	10.39%	8	4	-4	403	1,142	739
000888.SZ	峨眉山A	4,367	4,001	-366	401	283	-29.44%	16	13	-3	273	308	35
9922.HK	九毛九	-	1,883	1,883	-	422	-	-	1	1	-	1,883	1,883
301073.SZ	君亭酒店	101	1,212	1,112	6	51	821.52%	1	4	3	101	303	202
603043.SH	广州酒家	467	915	448	29	53	79.67%	1	3	2	467	305	-162
002707.SZ	众信旅游	70	759	688	12	100	718.68%	3	5	2	23	152	128
002033.SZ	丽江股份	1,756	600	-1,156	200	61	-69.62%	6	1	-5	293	600	307
0027.HK	银河娱乐	1,003	405	-598	30	12	-61.92%	6	3	-3	167	135	-32
600054.SH	黄山旅游	729	254	-475	65	20	-69.22%	4	2	-2	182	127	-55
600576.SH	祥源文旅	37	51	14	9	9	-	1	1	-	37	51	14
603136.SH	天目湖	-	14	14	-	1	-	-	1	1	-	14	14
601888.SH	中国中免	355,649	448,368	92,719	5,691	5,808	2%	51	55	4	6,974	8,152	1,178
600515.SH	海南机场	72,363	102,753	30,389	23,046	26,828	16%	8	10	2	9,045	10,275	1,230
600859.SH	王府井	13,319	24,765	11,446	1,135	1,528	35%	1	13	12	13,319	1,905	-11,414

资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

图表 5：珠宝&零售基金持仓情况

公司名称	行业	重仓持股市值 (万元)			重仓持股总数 (万股)			重仓基金数			重仓基金平均持仓 (万元)		
		2024Q2	2024Q3	增长变动	2024Q2	2024Q3	增长变动	2024Q2	2024Q3	增长变动	2024Q2	2024Q3	增长变动
002867.SZ	周大生	19,639	24,766	5,128	1,504	1,878	25%	19	22	3	1,034	1,126	92
600612.SH	老凤祥	29,435	16,654	-12,780	506	265	-48%	28	22	-6	1,051	757	-294
000519.SZ	中兵红箭	3,645	3,186	-459	248	216	-13%	11	4	-7	331	796	465
6181.HK	老铺黄金	-	2,650	2,650	-	20	-	-	3	3	-	883	883
605599.SH	菜百股份	7,796	574	-7,222	612	48	-92%	8	5	-3	975	115	-860
300945.SZ	曼卡龙	984	557	-427	110	54	-51%	1	1	-	984	557	-427
002345.SZ	潮宏基	885	375	-510	188	67	-64%	1	4	3	885	94	-791
600655.SH	豫园股份	184	347	163	36	54	52%	4	2	-2	46	174	128
600916.SH	中国黄金	6,061	154	-5,906	630	16	-97%	9	4	-5	673	39	-635
9992.HK	泡泡玛特	158,155	189,269	31,114	4,530	3,941	-13%	52	55	3	3,041	3,441	400
600415.SH	小商品城	109,786	129,404	19,617	14,796	13,410	-9%	25	29	4	4,391	4,462	71
300866.SZ	安克创新	89,704	105,742	16,037	1,260	1,261	0%	48	50	2	1,869	2,115	246
9896.HK	名创优品	47,000	93,874	46,874	1,375	2,802	104%	37	28	-9	1,270	3,353	2,082
002315.SZ	焦点科技	17,399	15,427	-1,973	645	514	-20%	7	8	1	2,486	1,928	-557
002697.SZ	红旗连锁	604	6,159	5,554	130	1,164	792%	3	4	1	201	1,540	1,338
301078.SZ	孩子王	-	4,809	4,809	-	516	-	-	8	8	-	601	601
601933.SH	永辉超市	-	3,622	3,622	-	998	-	-	9	9	-	402	402
600729.SH	重庆百货	31,156	3,512	-27,645	1,393	141	-90%	6	14	8	5,193	251	-4,942
600710.SH	苏美达	1,363	2,197	834	167	239	43%	7	12	5	195	183	-12
301110.SZ	青木科技	2,599	2,166	-433	88	64	-27%	4	3	-1	650	722	72
002419.SZ	天虹股份	1,764	2,102	338	422	422	-	3	3	-	588	701	113
301001.SZ	凯淳股份	-	677	677	-	29	-	-	4	4	-	169	169
603708.SH	家家悦	-	113	113	-	12	-	-	1	1	-	113	113
600827.SH	百联股份	-	11	11	-	1	-	-	2	2	-	6	6
002640.SZ	跨境通	-	8	8	-	3	-	-	1	1	-	8	8

资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

图表 6：会展&人服&教育基金持仓情况

公司名称	行业	重仓持股市值 (万元)			重仓持股总数 (万股)			重仓基金数			重仓基金平均持仓 (万元)		
		2024Q2	2024Q3	增长变动	2024Q2	2024Q3	增长变动	2024Q2	2024Q3	增长变动	2024Q2	2024Q3	增长变动
300795.SZ	来奥会展	6,651	6,634	-17	379	375	-1.21%	7	6	-1	950	1,106	156
600826.SH	兰生股份	-	15	15	-	2	-	-	1	1	-	15	15
600861.SH	北京人力	75,593	70,160	-5,432	4,632	3,677	-20.61%	17	19	2	4,447	3,693	-754
300662.SZ	科锐国际	29,756	38,957	9,201	1,845	1,760	-4.58%	15	17	2	1,984	2,292	308
600662.SH	外服控股	193	-	-193	48	-	-100.00%	1	-	-1	193	-	-193
000526.SZ	学大教育	108,357	70,351	-38,006	1,759	1,115	-36.61%	59	46	-13	1,837	1,529	-307
600661.SH	昂立教育	3,955	8,977	5,022	352	659	87.03%	6	12	6	659	748	89
002659.SZ	凯文教育	5,175	3,469	-1,706	1,583	675	-57.35%	4	1	-3	1,294	3,469	2,176
0667.HK	中国东方教	1,681	2,043	362	813	748	-8.08%	9	10	1	187	204	18
605098.SH	行动教育	14,592	1,709	-12,883	342	41	-87.97%	20	11	-9	730	155	-574
300192.SZ	科德教育	-	720	720	-	53	-	-	2	2	-	360	360
300010.SZ	豆神教育	-	111	111	-	26	-	-	2	2	-	55	55
002607.SZ	中公教育	-	10	10	-	4	-	-	1	1	-	10	10
2469.HK	粉笔	4,590	-	-4,590	1,206	-	-100.00%	1	-	-1	4,590	-	-4,590

资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

尽管 24Q3 多数新消费核心标的被机构加仓，但我们仔细研究机构结构发现，部分标的（例如爱美客）的重仓基金基本上都是被动指数基金，而非主动型基金。我们预计这类标的一方面会继续受益于指数基金的扩容，例如近期市场热捧的中证 A500ETF 有望给这些成分股带来增量筹码；另一方面，若后续财政政策陆续加码有望推动主动型基金提高仓位，那么这些此前重仓过的标的有望再次成为主动型基金的加仓目标。

图表 7：机构重仓持股主动型占比情况

2024Q3重仓市值 (万元)													
		全部基金	主动型基金	主动型占比	是否为中证A500成分			全部基金	主动型基金	主动型占比	是否为中证A500成分		
中国中免	免税	448,368	343,401	77%	√	普门科技	美妆	10,473	10,473	100%			
爱博医疗	眼视光	342,533	288,673	84%		长白山	旅游	9,790	8,396	86%			
爱美客	美妆	270,264	11,428	4%	√	新澳股份	纺织	8,996	8,404	93%			
巨子生物	美妆	214,524	214,524	100%		昂立教育	教育	8,977	8,977	100%			
百胜中国	旅游	204,405	194,050	95%		九华旅游	旅游	8,223	8,034	98%			
华利集团	纺织	190,468	187,364	98%		江苏吴中	美妆	7,480	7,480	100%			
泡泡玛特	零售	189,269	188,365	100%		中宠股份	宠物	6,826	6,275	92%			
珀莱雅	美妆	155,965	151,694	97%	√	来奥会展	会展	6,634	6,634	100%			
小商品城	零售	129,404	124,351	96%	√	红旗连锁	零售	6,159	529	9%			
安克创新	零售	105,742	97,510	92%		贝泰妮	美妆	5,589	5,588	100%			
首旅酒店	旅游	103,179	72,730	70%	√	洁雅股份	纺织	5,189	5,189	100%			
海南机场	免税	102,753	-	0%		孩子王	零售	4,809	4,712	98%			
安踏体育	纺织	99,748	97,199	97%		三特索道	旅游	4,566	3,480	76%			
华东医药	美妆	99,585	54,835	55%		峨眉山A	旅游	4,001	2,243	56%			
名创优品	零售	93,874	93,751	100%		永辉超市	零售	3,622	1,448	40%			
宋城演艺	旅游	91,746	84,674	92%	√	重庆百货	零售	3,512	2,501	71%			
锦江酒店	旅游	88,403	54,426	62%	√	凯文教育	教育	3,469	3,469	100%			
学大教育	教育	70,351	70,269	100%		华熙生物	美妆	3,376	2,996	89%			
北京人力	人服	70,160	69,504	99%		中兵红箭	黄金珠宝	3,186	2,597	82%			
锦波生物	美妆	66,077	32,604	49%		老铺黄金	黄金珠宝	2,650	2,650	100%			
海底捞	旅游	42,245	38,266	91%		稳健医疗	纺织	2,639	2,639	100%			
科锐国际	人服	38,957	37,186	95%		路斯股份	宠物	2,471	2,471	100%			
乖宝宠物	宠物	34,839	34,839	100%		苏美达	零售	2,197	1,753	80%			
水羊股份	美妆	28,372	28,326	100%		青木科技	零售	2,166	2,166	100%			
健盛集团	纺织	25,634	25,111	98%		天虹股份	零售	2,102	1,106	53%			
周大生	黄金珠宝	24,766	24,513	99%		中国东方教育	教育	2,043	1,960	96%			
王府井	免税	24,765	21,607	87%	√	九毛九	旅游	1,883	1,883	100%			
科思股份	美妆	20,702	20,415	99%		福瑞达	美妆	1,855	1,855	100%			
同庆楼	旅游	19,156	18,942	99%		行动教育	教育	1,709	1,270	74%			
老凤祥	黄金珠宝	16,654	16,012	96%		锦泓集团	纺织	1,503	1,503	100%			
中青旅	旅游	15,669	792	5%		富春染织	纺织	1,455	1,455	100%			
焦点科技	零售	15,427	11,539	75%		碧宇酒店	旅游	1,212	1,212	100%			
森马服饰	纺织	14,069	13,904	99%		明新旭腾	纺织	1,019	1,019	100%			
颐海国际	旅游	13,426	13,426	100%									

资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

2. 美容护理：短期消费力承压，关注政策支持下后续表现

2.1. 美容护理板块：板块保持弱增长，标的表现持续分化

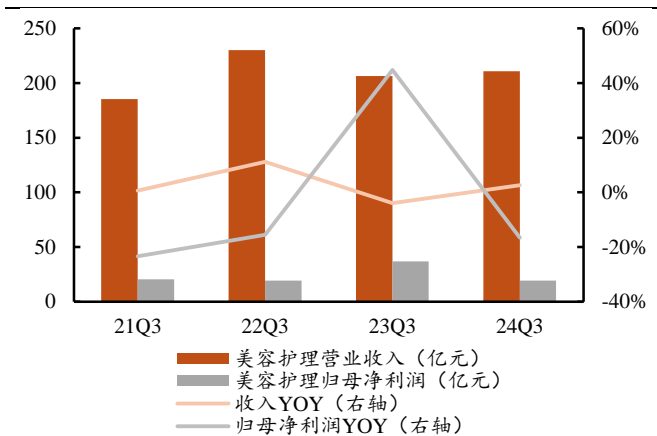
板块保持低个位数增长，关注核心三条主线。24Q3 美容护理板块实现收入 210.96 亿元，同比增长 2.7%，实现归母净利润 19.40 亿元，同比下滑 16.6%，板块受消费力影响，盈利能力相对承压，但延续中报趋势，标的表现分化明显，能够把握细分赛道机会或自身综合竞争力凸显的公司依然兑现优异增长。

主线一：关注赛道机会显著，能够持续实现较优表现的新概念&新原料标的（锦波生物、江苏吴中）；

主线二：消费分级之下，当前降级逻辑更为清晰，关注具备相关布局标的（润本股份）；

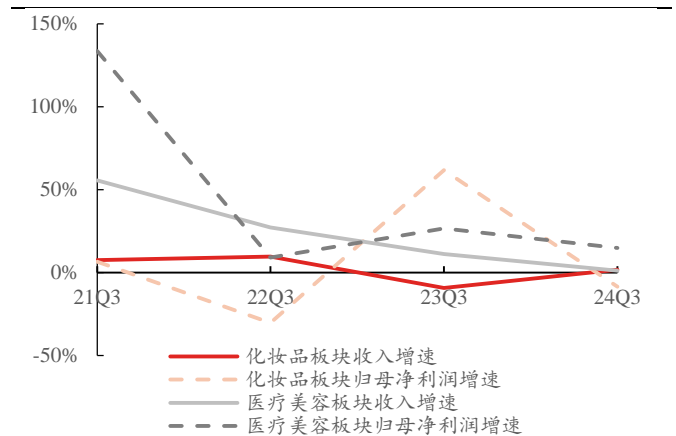
主线三：关注具备较强综合运营能力的龙头公司（珀莱雅）。

图表 8：24Q3 美容护理板块收入/归母净利分别同比 +3%、-17%



资料来源：choice板块浏览器，东方财富证券研究所

图表 9：化妆品板块盈利能力相对承压



资料来源：choice板块浏览器，东方财富证券研究所

图表 10：美容护理核心标的 24Q1-Q3 财务数据（按收入增速降序排列）

公司	收入 (亿元)	收入同比增速	归母净利润 (亿元)	归母净利润同比增速	扣非归母净利润 (亿元)	扣非归母净利润同比增速
锦波生物	9.9	91.2%	5.2	170.4%	5.1	178.1%
珀莱雅	69.7	32.7%	10.0	33.9%	9.7	33.8%
丸美股份	19.5	27.1%	2.4	37.4%	2.3	44.1%
润本股份	10.4	26.0%	2.6	44.3%	2.6	44.5%
贝泰妮	40.2	17.1%	4.1	-28.4%	3.4	-32.8%
江苏吴中	16.5	9.6%	0.5	311.5%	0.3	284.3%
敷尔佳	14.7	9.5%	5.1	-4.2%	4.9	-6.7%
爱美容	23.8	9.5%	15.9	11.8%	15.3	9.7%
昊海生科	20.7	4.7%	3.4	4.3%	3.2	5.5%
科思股份	18.6	4.7%	5.1	-4.1%	4.8	-9.0%
华东医药	314.8	3.6%	25.6	17.1%	24.8	14.9%

朗姿股份	41.8	1.4%	2.1	-4.9%	1.8	11.3%
青松股份	13.9	-3.8%	0.3	150.1%	0.3	143.7%
嘉亨家化	6.9	-5.2%	0.0	-91.5%	0.0	-103.5%
华熙生物	38.7	-8.2%	3.6	-29.6%	3.3	-24.6%
水羊股份	30.4	-9.8%	0.9	-47.6%	1.1	-44.8%
上海家化	44.8	-12.1%	1.6	-58.7%	1.2	-59.7%
福瑞达	28.0	-17.4%	1.7	-28.1%	1.5	40.1%

资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

图表 11：美容护理核心标的 24Q3 财务数据（按收入增速降序排列）

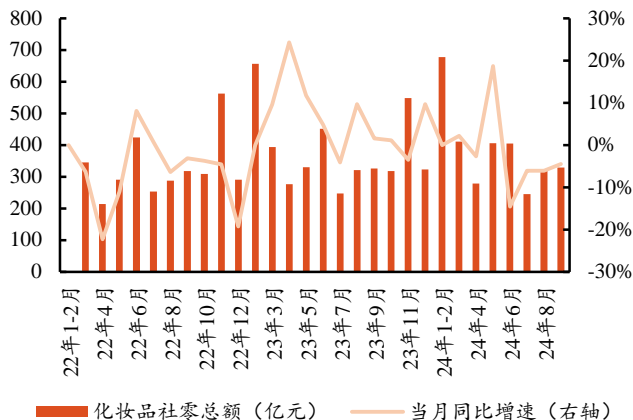
公司	收入 (亿元)	收入同比 增速	归母净利润 (亿元)	归母净利润 同比增速	扣非归母净利润 (亿元)	扣非归母净利润 同比增速
锦波生物	3.9	92.1%	2.1	154.0%	2.1	158.5%
丸美股份	6.0	25.8%	0.6	44.3%	0.6	56.1%
珀莱雅	19.6	21.2%	3.0	20.7%	2.9	18.3%
润本股份	2.9	20.1%	0.8	32.0%	0.8	
贝泰妮	12.1	14.0%	-0.7	-153.4%	-0.8	-158.2%
敷尔佳	5.3	11.9%	1.7	-5.2%	1.7	-9.0%
江苏吴中	4.4	9.5%	0.2	225.4%	0.2	197.3%
华东医药	105.1	5.0%	8.7	14.7%	8.6	16.9%
青松股份	5.3	2.2%	0.3	1250.4%	0.2	519.7%
爱美容	7.2	1.1%	4.6	2.1%	4.4	-4.3%
昊海生科	6.7	0.2%	1.1	-13.1%	0.9	-22.0%
福瑞达	8.8	-4.8%	0.4	-7.8%	0.4	-12.1%
嘉亨家化	2.7	-5.2%	0.1	-38.8%	0.1	-57.8%
朗姿股份	14.9	-6.2%	0.6	-17.8%	0.4	10.6%
华熙生物	10.6	-7.1%	0.2	-77.4%	0.1	-85.4%
上海家化	11.6	-20.9%	-0.8	-180.9%	-1.2	-421.8%
科思股份	4.5	-22.5%	0.9	-50.1%	0.8	-57.0%

资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

2.2. 美妆业务：行业增长走弱，分化加剧

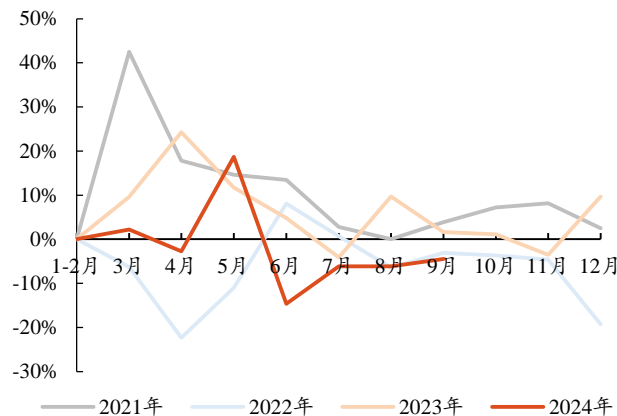
化妆品社零 Q3 增速环比走弱，标的分化进一步加剧。根据国家统计局数据，24 年 1-9 月化妆品社会零售累计总额为 3069 亿元/yoy-1.0%，低于社零总额 3.3% 的累计增速，其中 7-9 月化妆品社零总额分别为 245/319/329 亿元，同比分别-6.1%/-6.1%/-4.5%，增速较 Q2 进一步走弱，品牌端也不同程度受到行业增长压力影响，叠加本次双十一大促各个平台普遍提前开启，或有更多费用前置至 Q3 支出，部分标的出现业绩下滑或亏损的情况，标的分化进一步加剧。

图表 12: 7-9 月化妆品社零分别为 245/319/329 亿元



资料来源: choice 宏观数据库, 东方财富证券研究所

图表 13: 7-9 月化妆品社零同比-6.1%/-6.1%/-4.5%



资料来源: choice 宏观数据库, 东方财富证券研究所

品牌端表现分化加剧。从 24Q1-Q3 化妆品公司表现来看, 分化进一步加剧, 保持 20% 以上增速的品牌集团较少, 大部分品牌集团为个位数增长或呈现下滑趋势, 或源于: (1) 消费力承压, 整体化妆品社零表现来看行业呈现下滑趋势; (2) Q3 位于两次大促之间, 为化妆品消费淡季, 公司或投入更多资源筹备双十一大促; (3) 部分集团仍处于业务、组织架构调整阶段。

图表 14: 24Q1-Q3 美容护理核心标的美妆/护肤/个护业务情况 (按化妆品相关业务规模降序排列)

公司	营业收入 (亿元)	YOY	化妆品相关业务	收入 (亿元)	YOY
珀莱雅	69.7	32.7%	——	——	——
上海家化	44.8	-12.1%	——	——	——
贝泰妮	40.2	17.1%	薇诺娜等自有品牌	36.37	6.0%
			ZA、泊美	3.81	——
水羊股份	30.4	-9.8%	——	——	——
丸美股份	19.5	27.1%	——	——	——
福瑞达	28.0	-17.4%	化妆品	17.08	3.3%
			颐莲	6.58	7.6%
			瑗尔博士	9.09	1.8%
敷尔佳	14.7	9.5%	——	——	——

资料来源: Choice 股票数据浏览器、各公司公告, 东方财富证券研究所 注: 表格中仅列示了以化妆品业务为主业或披露了化妆品业务分拆数据的公司

销售费率明显提升。费用端来看, 由于今年各个平台普遍提前启动双十一大促 (10 月上旬就已经开启), 品牌或在 Q3 投入较多费用进行消费者触达、产品种草、品牌营销、达人合作以在双十一取得更好的销售表现; 此外收入端来看, 部分公司收入增长放缓亦导致销售费率提升幅度明显。

图表 15：以美妆个护业务为主的公司 24Q3 销售费用率普遍上行

销售费率	24Q3	23Q3	销售费率同比变动
贝泰妮	60.4%	47.7%	+12.7%
水羊股份	57.4%	49.3%	+8.2%
敷尔佳	36.3%	28.6%	+7.7%
上海家化	50.0%	43.2%	+6.8%
珀莱雅	45.4%	42.6%	+2.8%
润本股份	23.5%	22.1%	+1.4%
丸美股份	58.9%	59.1%	-0.2%
华熙生物	42.5%	45.6%	-3.1%
福瑞达	36.7%	40.1%	-3.3%

资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

2.3. 医美业务：关注产品差异化、性价比

当前医美消费趋势来看，消费者青睐胶原蛋白、再生等新领域产品；同时，求美者针对于医美日常维养项目的需求依然相对稳定，但在消费力有所承压的背景下更加追求产品的极致性价比，一定程度上导致医美机构产品破价的情况频发，部分原本中端定价产品的终端价格不断下行，部分高端产品增长开始放缓。

上游：增长动能来看，具备差异化新概念的重组胶原产品保持较好增长，再生类供给丰富叠加消费力承压导致部分再生产品增长放缓。

重组胶原赛道持续保持高景气度。24Q1-Q3 锦波生物收入同比增长 91%，主要为医疗器械收入增长所致，医疗器械产品重点是以重组人源化胶原蛋白为核心成分三类医疗器械植入剂产品，可见当前医美赛道中重组胶原行业机会依然显著，未来其他重组胶原类产品获批亦有助于做大市场，但仍需关注产品价格体系的维护情况。

消费力承压&供给丰富导致再生类产品增速有所放缓。消费力承压趋势之下，部分定价高端的再生类产品增长有所放缓，欣可丽美学 24Q3 收入呈现下滑趋势，同比-5.5%；叠加再生类供给丰富，新品（如艾塑菲）对于机构端而言盈利空间更为显著，消费者亦存在新鲜感，或对于原有上市的产品销售造成一定影响。8 月以来亦有新的再生类产品获批（塑妍真、Sculptra），供给进一步丰富后更加考验布局再生类产品公司的运营能力。

图表 16：24Q1-Q3 美容护理核心标的医美业务情况

公司	医美业务情况	24Q1-Q3 医美业务规模	24Q1-Q3 医美业务增速
江苏吴中	艾塑菲	1.99	——
华东医药	欣可丽美学	9.09	10.31%
爱美客	——	23.76	9.46%

资料来源：Choice 股票数据浏览器、公司公告，东方财富证券研究所 注：表格中仅列示了以医美业务为主业或披露了医美业务拆分数据的公司

2.4.投资建议

本次美护板块三季报表现来看，整体消费力承压较为明显，部分公司表现不同程度弱于此前预期。但考虑相关政策在三季度末开始推出，后续经济以及市场情绪有望逐步向好，Q3 财报表现的重要程度相对有限，筹码面对于股价的影响或大于基本面，因而当前筹码相对较少的标的在基本面偏弱的情况下股价下行压力不大，若后续基本面好转（外部经济环境/公司业务向好）则弹性较为充足，关注高赔率政策弹性标的**爱美客**、**贝泰妮**，哑铃偏成长标的**巨子生物**、**锦波生物**、**润本股份**、**上美股份**、**丸美股份**。

3.零售：整体承压，个股业绩表现分化加剧

我们选取下列个股汇总进行三季报复盘，考虑到周大福、泡泡玛特等港股标的并未披露完整三季报，因此在分析时单独列举。

图表 17：商贸零售行业三季报汇总分析个股一览

黄金珠宝	公司代码	跨境电商	公司代码	百货商超	公司代码
潮宏基	002345.SZ	华凯易佰	300592.SZ	武商集团	000501.SZ
周大生	002867.SZ	安克创新	300866.SZ	重庆百货	600729.SH
曼卡龙	300945.SZ	赛维时代	301381.SZ	杭州解百	600814.SH
老凤祥	600612.SH	三态股份	301558.SZ	百联股份	600827.SH
中国黄金	600916.SH	小商品城	600415.SH	王府井	600859.SH
菜百股份	605599.SH			永辉超市	601933.SH
				家家悦	603708.SH
				红旗连锁	002697.SZ
				万辰集团	300972.SZ

注：主要参考申万证券行业分类，其中万辰集团主业切换、为量贩零售代表企业，因此我们划分至连锁商超进行分析；小商品城作为跨境电商产业链关键环节，我们也从专业市场划转至跨境电商大类

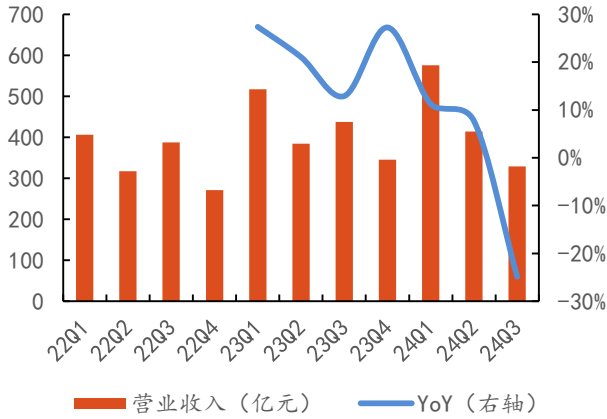
资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

3.1. 珠宝：行业进入去杠杆阶段，资产负债表收缩

24Q3，珠宝行业收入与归母净利承压明显，增速环比进一步下降。24Q3，珠宝行业营收同比下滑 24.9%（Q2 前值 7.7%）；归母净利同比下滑 33.1%（Q2 前值-7.7%）。营收的下滑一方面系金价高涨抑制居民消费、致使门店动销放缓，另一方面也由于较弱的动销导致加盟商延后补库所致。盈利表现弱于收入，主要原因系行业经营杠杆相对高，销售费用相对刚性所致。

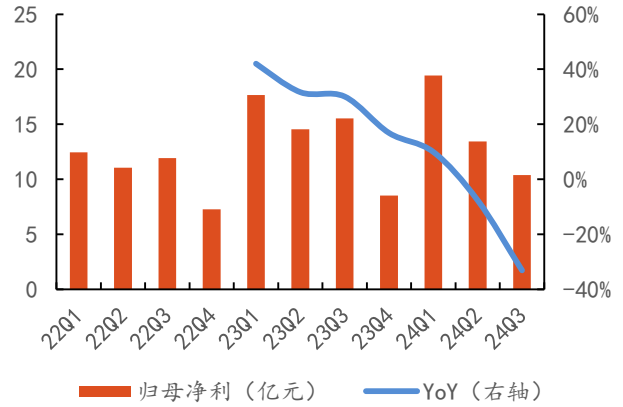
周大福作为行业领先企业，Q3 零售额承压也相对明显，我国内地/港澳及其他地区零售同比分别下滑 19.4%/31.0%。其中，周大福直营门店内地/港澳及其他地区同店销售额下滑 24.3%/30.8%。

图表 18：珠宝行业代表企业营收表现



资料来源：Choice股票数据浏览器，东方财富证券研究所

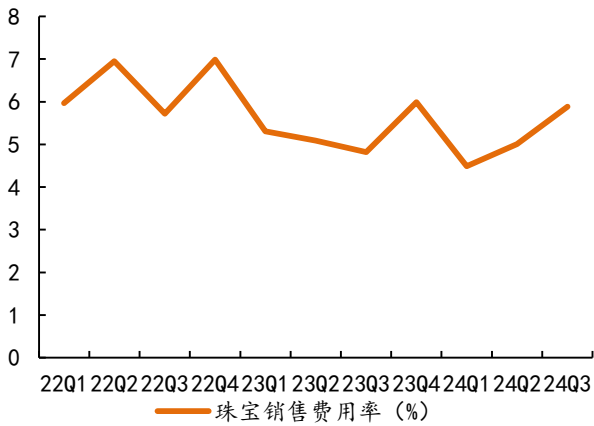
图表 19：珠宝行业代表企业归母净利表现



资料来源：Choice股票数据浏览器，东方财富证券研究所

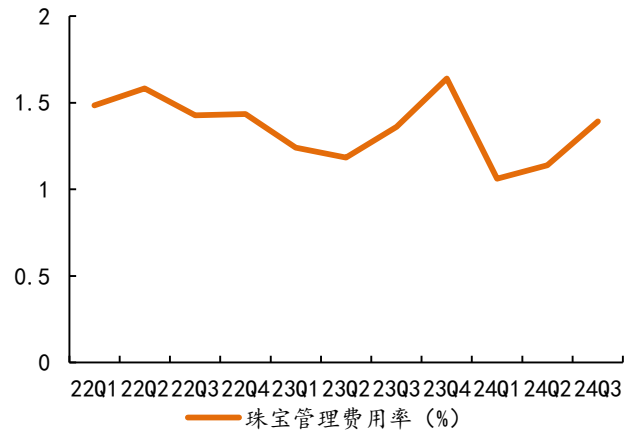
24Q3 销售费用率提升明显，系人员费用、门店租金等相对刚性；管理费用率相对稳定。珠宝行业，24Q3 销售费用率同比增长 1.1pct 至 5.9%，主要系珠宝行业直营门店的人员费用以及门店租金相对刚性所致；管理费用率录得 1.6%，同比持平，主要系动销放缓背景下企业通过提效降本、加强费用管控所致（以莱百为例，Q3 作为旺季，销售费用却环比 Q2 下滑，除去折旧等刚性费用，我们认为主要系加强了人员薪酬以及营销投放的管控）。

图表 20：珠宝行业代表企业销售费用率表现



资料来源：Choice股票数据浏览器，东方财富证券研究所

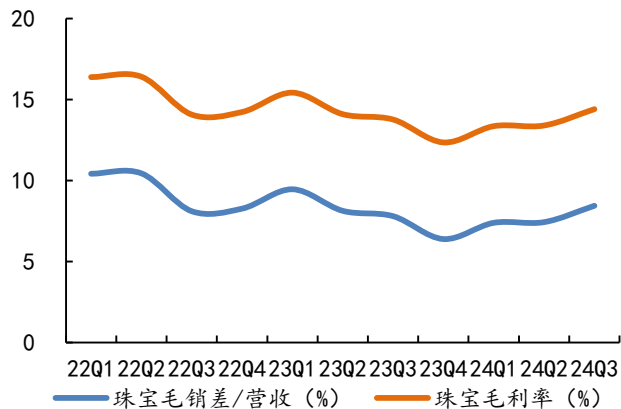
图表 21：珠宝行业代表企业管理费用率表现



资料来源：Choice股票数据浏览器，东方财富证券研究所

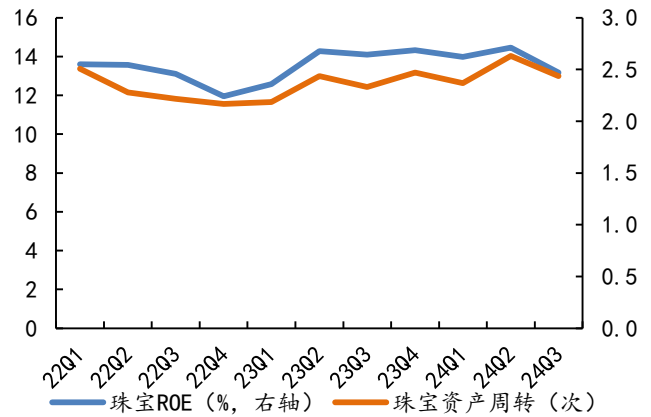
收入结构变化致使毛利率/毛销差率提升，资产周转效率也有所提升，但 ROE 下滑。24Q3 珠宝毛利率同比提升 0.6pct 至 14.4%，毛销差/营收同比提升 0.6pct 至 8.4%，资产周转率同比提升 0.1 次至 2.4 次，但 ROE 同比下滑 0.9pct 至 13.2%。前三指标的提升主要系行业收入结构变化所致，以周大生 Q3 为例，黄金产品/镶嵌产品批发收入降低，但品牌使用费收入占比提升。整体看，行业盈利能力仍在下滑的通道。

图表 22: 珠宝行业代表企业盈利能力



资料来源: Choice股票数据浏览器, 东方财富证券研究所

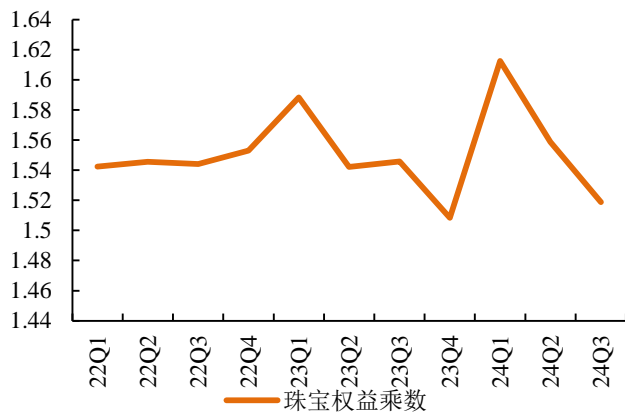
图表 23: 珠宝行业代表企业 ROE 及资产周转率



资料来源: Choice股票数据浏览器, 东方财富证券研究所

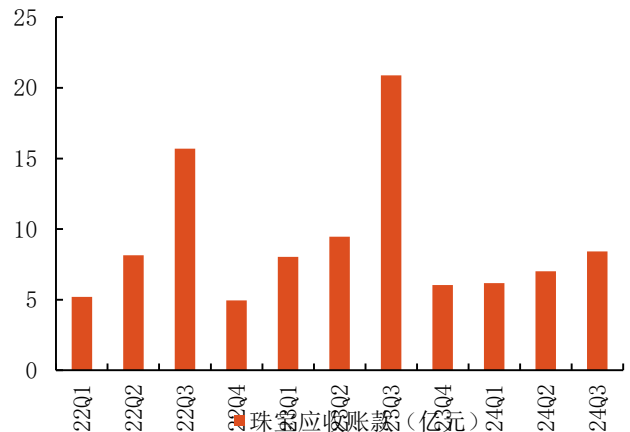
珠宝企业主动收缩账期, 行业整体进入资产负债表收缩阶段。截止 24Q3, 行业权益乘数录得 1.5, 同比基本持平, 上市公司并未明显收缩杠杆, 银行贷款/黄金借贷规模与企业整体资产规模基本上相当。但由于行业动销放缓, 以及加盟商出现闭店现象, 因此上市公司主动减少账期 (应收账款)。截至 24Q3, 行业应收账款录得 8.4 亿元, 同比 23Q3 下滑 12.5 亿元。

图表 24: 珠宝行业代表企业权益乘数



资料来源: Choice股票数据浏览器, 东方财富证券研究所

图表 25: 珠宝行业代表企业应收账款

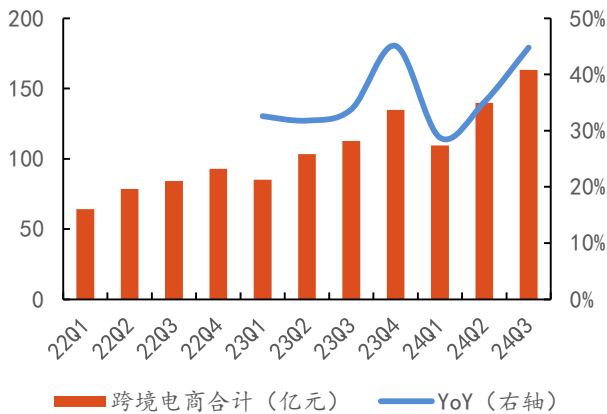


资料来源: Choice股票数据浏览器, 东方财富证券研究所

3.2. 跨境电商: 竞争加剧、运费增长拖累盈利, 龙头竞争力凸显

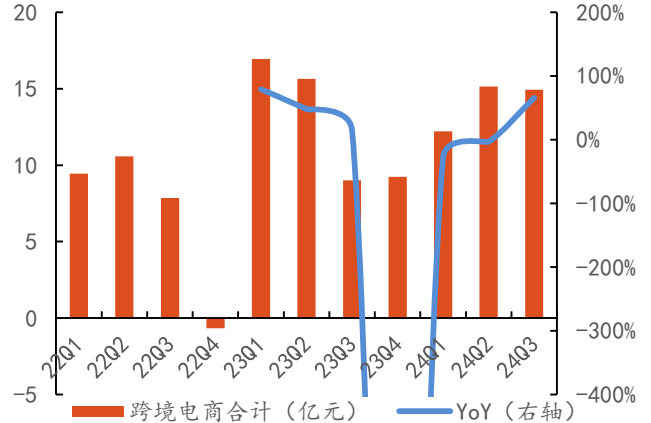
跨境电商领先企业仍保持较快收入增长, 但盈利能力提升, 但个股表现分化加剧。24Q3 行业营收同比增长 44.8%, 仍保持较快增长; 归母净利润同比增长 65.7%, 盈利能力提升的原因主要系领先企业安克创新以及小商品城盈利表现出色, 我们认为前者凭借产品的持续升级提升冲抵了海运费的增长, 后者则得益于在跨境“卖水人”的格局优势持续提升租金。但除安克创新及小商品城外, 跨境卖家盈利整体表现下滑, 我们认为主要系竞争加剧、海运费占比提升, 此外, 人民币 Q3 升值、汇兑损益下滑也对造成一定负面影响。

图表 26: 跨境电商行业代表企业收入



资料来源: Choice股票数据浏览器, 东方财富证券研究所

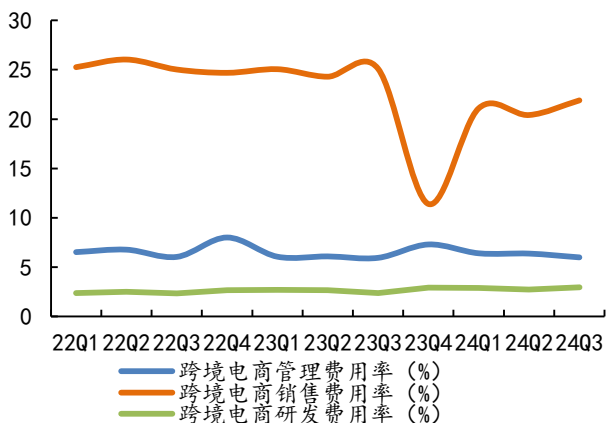
图表 27: 跨境电商行业代表企业归母净利润



资料来源: Choice股票数据浏览器, 东方财富证券研究所

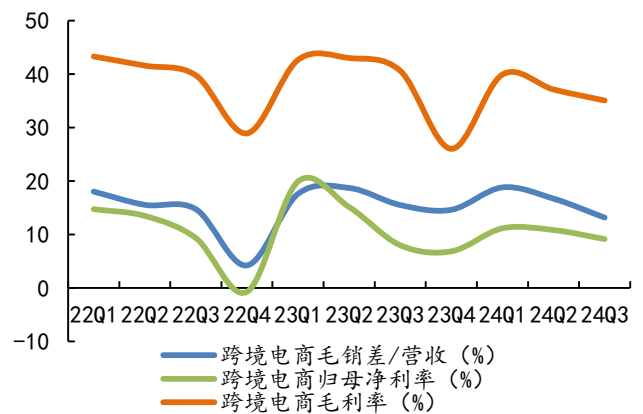
毛销差/营收占比下滑侧面印证行业竞争加剧, 盈利能力承压; 归母净利率同比增长, 系安克创新/小商品城拉动。我们选取毛销差/营收来分析行业盈利能力变化, 24Q3 行业毛销差/营收同比下滑 2.3pct 至 13.2%, 反映了竞争加剧下行业促销力度增加、盈利能力下滑。24Q3, 行业归母净利率同比提升 1.1pct 至 9.1%, 主要系安克创新、小商品城 24Q3 归母净净利率同比增长 0.5pct 至 8.8%、同比增长 11.3pct 至 22.9%所致。其余公司均出现了一定程度的下滑。

图表 28: 跨境电商行业代表企业期间费用率



资料来源: Choice股票数据浏览器, 东方财富证券研究所

图表 29: 跨境电商行业代表企业盈利



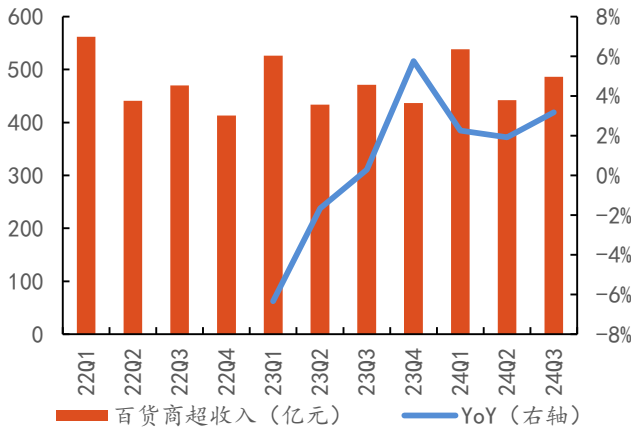
资料来源: Choice股票数据浏览器, 东方财富证券研究所

3.3. 百货商超: 创新业态拉动行业营收增长, 但盈利整体承压明显

24Q3 百货商超营收同增 3.2%, 主要系创新业态 (万辰集团/零食量贩) 的拉动; 24Q3, 百货商超行业整体营收同比增长 3.2%, 除万辰集团外, 其余企业营收均出现一定幅度的下滑, 主要系 CPI 偏弱 (据统计局, 7-9 月 CPI 分别同增 0.5%、0.6%、0.4%), 行业竞争加剧导致闭店增加、同店承压所致。但创新业态表现出色, 万辰集团得益于量贩零食业态的快速扩张, 营收 Q3 同比增长 261%。IP 消费龙头泡泡玛特也得益于居民情绪消费需求增加而快速增长, 24Q3 整体收入同比增长 120-125%, 其中我国内地同比增长 55%-60%。

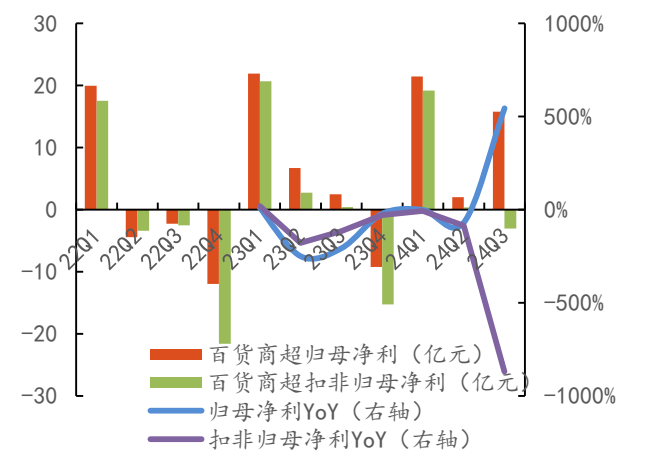
行业归母净利若剔除百联股份 Reits 的一次性受益，整体承压明显。24Q3 行业归母净利同比增长 544%，主要系百联股份 Reits 发行带来一次性投资收益贡献所致。从扣非归母净利角度看，行业承压明显，24Q3 扣非归母净利同比下滑 3.4 亿元至亏损 3.1 亿元。

图表 30：百货商超行业代表企业营收



资料来源：Choice股票数据浏览器，东方财富证券研究所

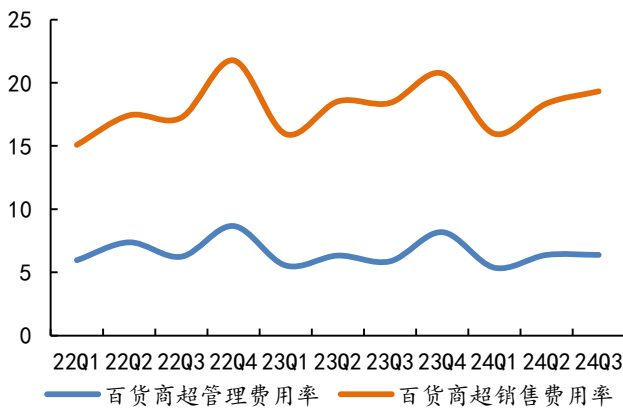
图表 31：百货商超行业代表企业（扣非）归母净利



资料来源：Choice股票数据浏览器，东方财富证券研究所

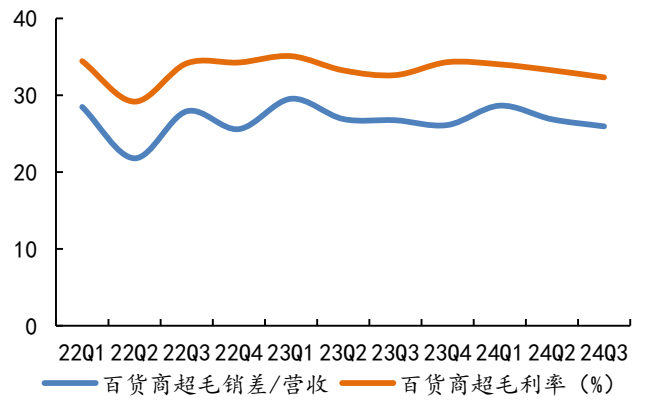
高经营杠杆使得百货商超大部分企业盈利能力下滑。24Q3，百货商超销售/管理费用率分别同比增长 0.9pct、0.5pct 至 19.3%、6.4%。费用增长的同时，由于价格竞争加剧，行业毛利率也有所承压。24Q3 行业毛利率、毛销差/营收同比下滑 0.3pct、0.8pct 至 32.3%、26.0%。

图表 32：百货商超行业代表企业管理/销售费用率



资料来源：Choice股票数据浏览器，东方财富证券研究所

图表 33：百货商超行业代表企业盈利能力



资料来源：Choice股票数据浏览器，东方财富证券研究所

3.4. 投资建议

整体看，已披露三季报/三季度经营数据的商贸零售企业表现分化明显，我们认为有三类企业值得关注：1) 细分相对景气子赛道，包括 IP 消费、量贩零食赛道，代表企业分别为泡泡玛特、万辰集团；2) 竞争格局稳定，行业强者恒强，代表企业包括安克创新、小商品城、致欧科技；3) 促消费政策持续落地，

价格企稳下，企业盈利能力预期较快改善，尤其是主动发起变革，优化自身运营能力的企业。代表企业包括永辉超市、家家悦、重庆百货、潮宏基、周大生。

图表 34：行业重点关注公司小表（截至 2024/11/05）

代码	简称	总市值(上市地货币, 亿元)	股价(上市地货币, 元)	评级
9992. HK	泡泡玛特	947. 4	70. 55	未评级
300972. SZ	万辰集团	130. 0	72. 43	未评级
300866. SZ	安克创新	454. 4	85. 50	未评级
600415. SH	小商品城	618. 0	11. 27	未评级
301376. SZ	致欧科技	79. 4	19. 77	未评级
600729. SH	重庆百货	102. 6	23. 29	未评级
601933. SH	永辉超市	450. 1	4. 96	未评级
603708. SH	家家悦	70. 9	11. 10	未评级
002345. SZ	潮宏基	44. 0	4. 95	未评级
002867. SZ	周大生	125. 9	11. 49	未评级

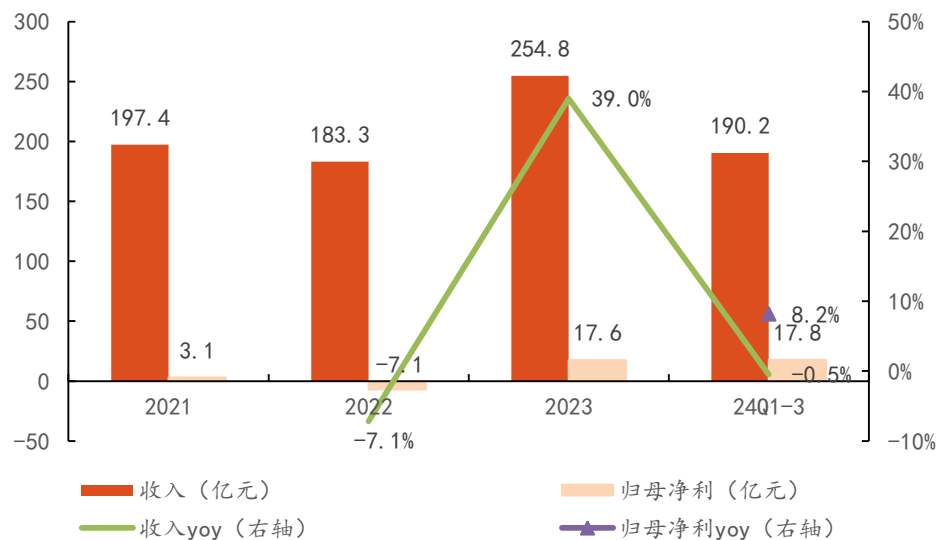
资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

4.出行：Q3 酒店及免税业绩承压，关注以价换量趋势

4.1.酒店：供给端环比恢复，RevPAR 持续承压

前三季度板块收入略有下降，供给端环比恢复。24Q1-Q3 酒店板块实现收入 190.2 亿元，同比下降 0.5%；实现归母净利润 17.8 亿元，同比增长 8.2%。收入端承压是供需两方面作用的结果：一方面，23Q2-Q3 恰逢疫情管控放松后的报复性恢复阶段，OCC/ADR 基数较大；另一方面，Q3 供给端环比继续恢复，对房价和入住率造成的压力短期仍将持续。据酒店之家，截至 9 月底，全国在营酒店 68.19 万家，较 6 月底+0.4%；酒店客房数量 2058 万间，较 6 月底+2.3%。

图表 35：24Q1-Q3 酒店板块实现收入 190.2 亿元，同比下降 0.5%



资料来源：Choice 板块数据浏览器，东方财富证券研究所

趋势一：头部集团 Q3 境内整体 ADR/OCC 承压，淡旺季经营数据明显分化。

24Q3 酒店板块公司 RevPAR 继续下行，主要系 ADR 较 Q2 单季度环比降幅进一步扩大。中秋节整体酒店价格有所下滑，综合入住表现好于去年水平。据迈点研究院数据，今年中秋节酒店平均入住率达到 56.28%/同比+2.59pct，接近 2019 年的 59.32%，旺季经营数据好于平均。

趋势二：开店节奏略超预期，毛利率同比均有下滑。头部品牌加速扩容，

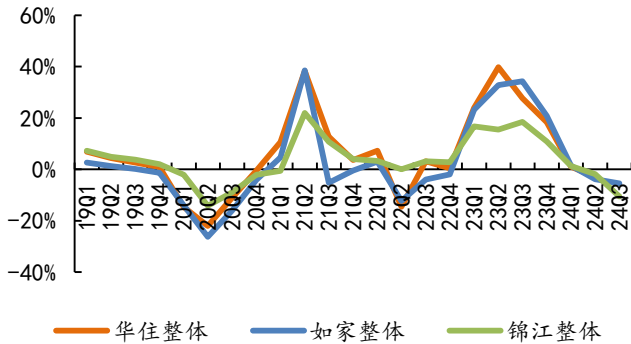
其中锦江酒店前三季度新开业酒店数已达到 2024 年全年目标的 96%；君亭酒店前三季度聚焦直营店扩张，业绩爬坡产生的人工、租赁及折摊等费用拖累前三季度业绩。总结来看，收入端不及预期的背景下，各公司积极管控期间费率，导致酒店行业毛利率有下挫，但销售净利率相对韧性。

趋势三：连锁化加强，商旅需求复苏良好，中高端占比提升。1) 连锁化

率：单体酒店对 OTA 的依赖度强于连锁，今年平台推出半分评价机制，将会继续挤压单体酒店空间，同时三四线城市连锁化率明显低于一线和新一线城市，头部品牌追求提升标准店占比和单店模型的可复制性。2) 中高端结构升级：从 8-9 月行业新开业酒店数及项目数来看，中高端酒店势能持续向上，部分得

益于商旅市场的复苏。Q3 单季度锦江/首旅酒店中高端酒店占比分别环比提升 0.48pct/0.60pct 至 59.7%/29.1%，增速较快。

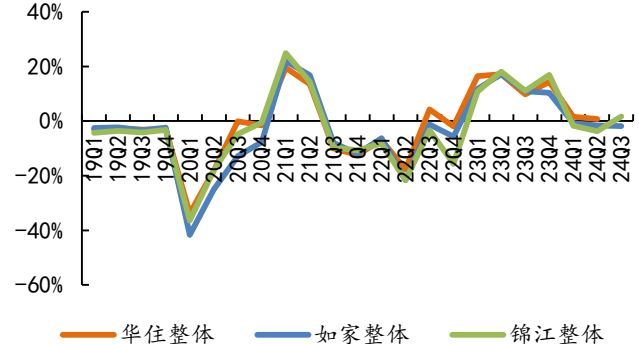
图表 36: Q3 头部集团境内酒店 ADR 同比继续下降



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

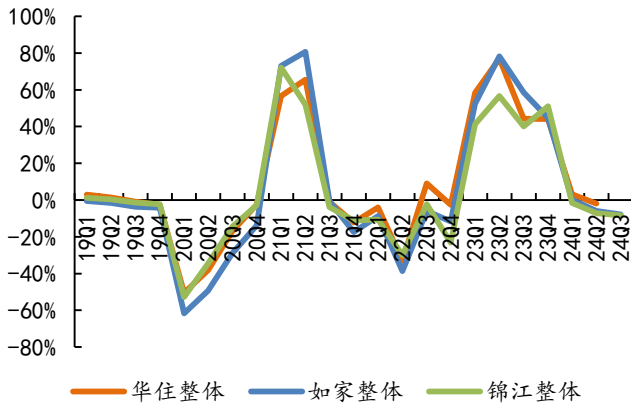
注: 华住集团 24Q3 财报暂未披露 (下同)。

图表 37: 头部集团境内酒店 OCC 同比变动情况



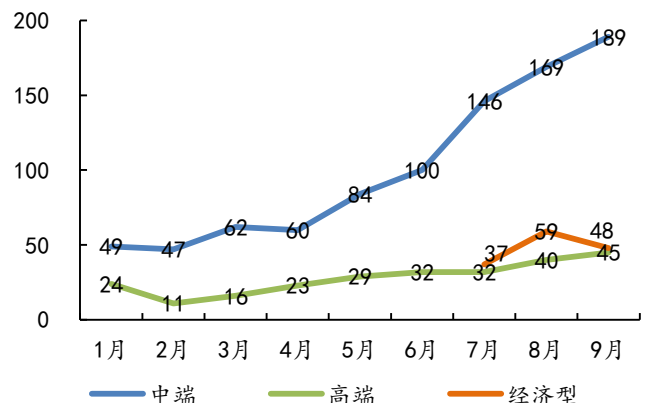
资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 38: Q3 头部集团境内酒店 RevPAR 继续承压



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 39: 酒店行业 7-8 月中高端开店势能持续向上



资料来源: 迈点研究院公众号, 东方财富证券研究所

图表 40: 酒店行业前三季度毛利率下滑, 净利率相对韧性

公司名称	销售毛利率 (%)			销售净利率 (%)		
	23Q1-3	24Q1-3	同比	23Q1-3	24Q1-3	同比
锦江酒店	42.61	41.48	-1.14	10.94	11.90	0.96
君亭酒店	41.46	30.83	-10.63	8.73	4.61	-4.12
首旅酒店	39.74	39.59	-0.15	12.00	12.42	0.42
金陵饭店	26.81	26.15	-0.66	6.98	5.27	-1.71
酒店整体	40.14	39.05	-1.09	9.94	10.33	0.39

资料来源: Choice 板块/股票数据浏览器, 东方财富证券研究所

注: 酒店行业采用整体法口径。

图表 41：中高端酒店占比季度环比均有提升

	首旅			锦江			华住		
	24Q1	24Q2	24Q3	24Q1	24Q2	24Q3	24Q1	24Q2	24Q3
中高端门店数量(家)	1773	1849	1967	7384	7656	7866	4582	4880	-
中高端占比	28.2%	28.6%	29.1%	58.6%	59.2%	59.7%	47.3%	48.1%	-

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 42：前三季度酒店板块业绩情况

证券代码	公司名称	2024Q1-3		2023		2024Q1-3		2023		PE			总市值(亿元)
		营业收入(亿元)	归母净利润(亿元)	营业收入(亿元)	归母净利润(亿元)	营业收入增速	归母净利润增速	营业收入增速	归母净利润增速	2024E	2025E	2026E	
301073.SZ	君亭酒店	5.03	0.18	5.34	0.31	31.8%	-23.6%	56.2%	2.6%	133.46	83.51	61.64	49
600258.SH	首旅酒店	58.89	7.23	77.93	7.95	-0.4%	5.6%	53.1%	237.8%	18.83	17.01	15.17	156
600754.SH	锦江酒店	107.90	11.06	146.49	10.02	-2.5%	12.1%	29.5%	691.1%	23.76	21.41	19.87	285
601007.SH	金陵饭店	13.88	0.42	18.12	0.60	2.6%	-24.4%	28.1%	42.9%	35.79	29.80	26.54	26
1179.HK	华住集团-S	-	-	218.82	40.85	-	-	57.9%	324.3%	19.79	17.33	15.26	813

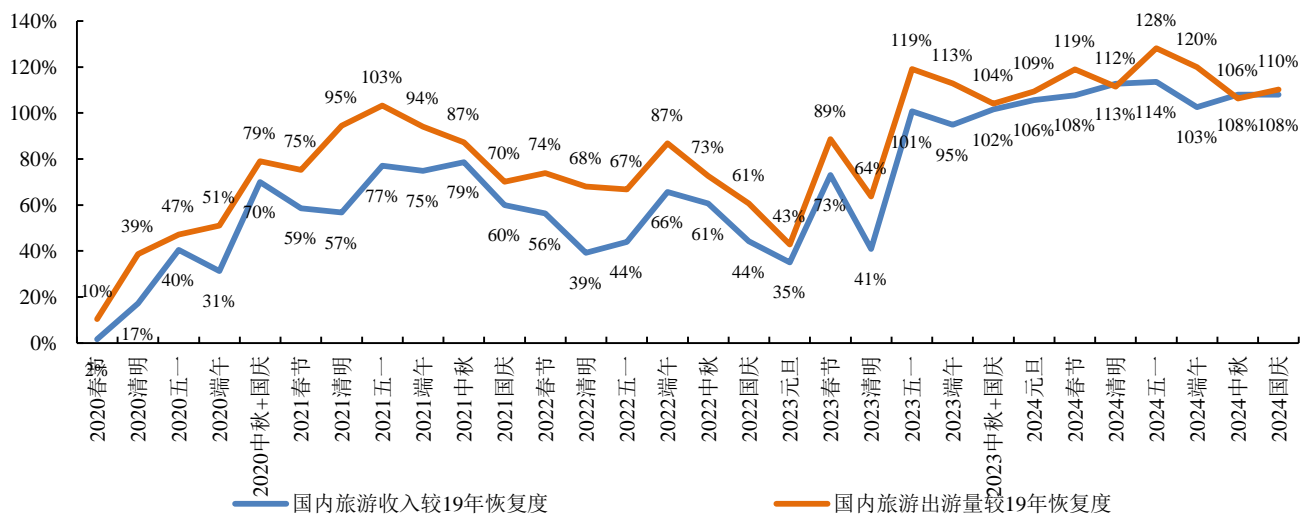
资料来源：Choice，东方财富证券研究所（数据截至 2024 年 11 月 02 日收盘，下同）

注：港股暂未发布三季报，下同。

4.2. 旅游&景区：景区业绩分化严重，出入境表现优于大盘

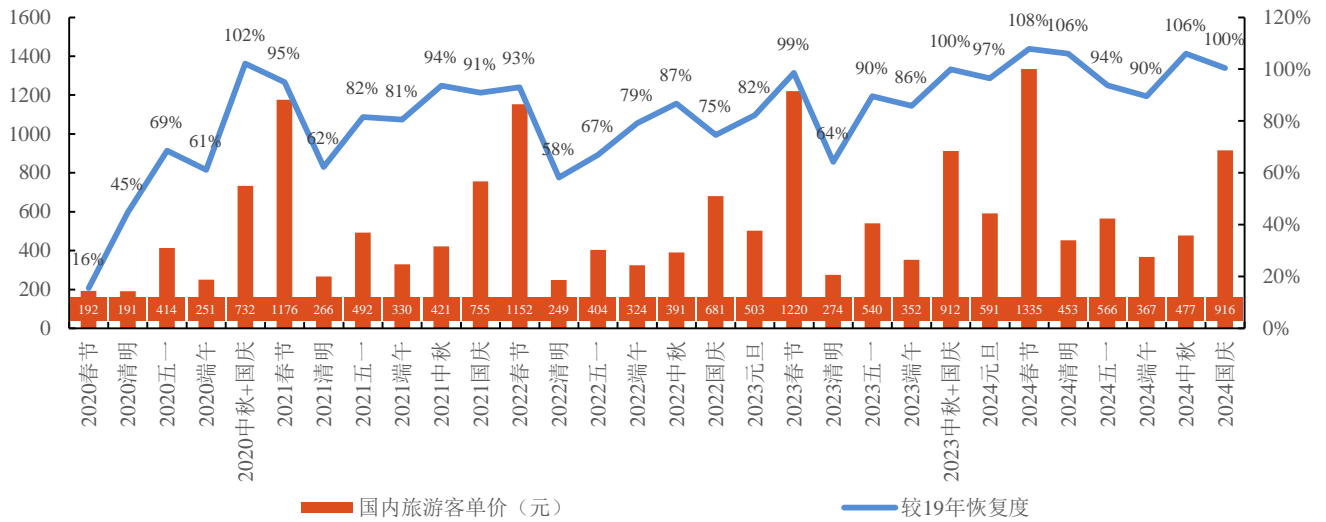
2024 年节假日国内旅游市场“量”表现优于“价”，客单价仍在 19 年水平的 10%以内上下波动。从此前统计出行情况来看，出行明显聚集于节假日，24 年以来客流及出行总收入较 19 年同期完全恢复，人次恢复度高于总花费；24 年春节客单价恢复程度最高，但较 19 年同增仍不足 10%。分季度看，24H1 整体出行人次仍存在 10-20%的缺口，呈现“淡季更淡，旺季更旺”特征。

图表 43：2024 年五一期间出行量及国内收入恢复表现较好



资料来源：文旅部，东方财富证券研究所

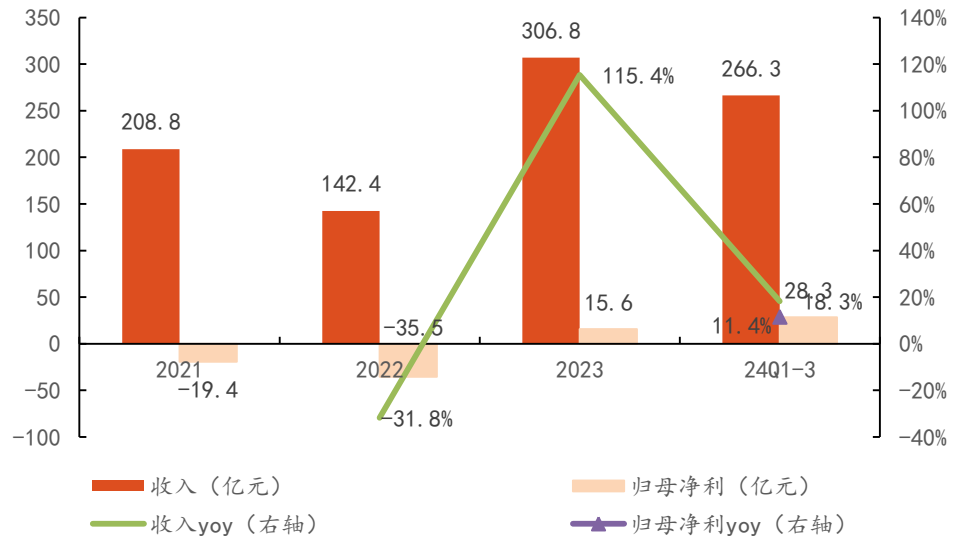
图表 44：2024 年以来，出行客单价仍在 19 年水平的 10% 以内上下波动



资料来源：文旅部，东方财富证券研究所

前三季度板块收入同比增长 18.3%，盈利能力持续提升。24Q1-Q3 景区及旅游板块实现收入 266.3 亿元，同比增长 18.3%；实现归母净利润 28.3 亿元，同比增长 11.4%，盈利能力持续提升。24Q3 主要呈现两大趋势：

图表 45：24Q1-Q3 景区及旅游板块实现收入 266.3 亿元，同比增长 18.3%



资料来源：Choice 板块数据浏览器，东方财富证券研究所

趋势一：小众目的地热度上升，景区表现分化严重。景区运营差异较大，且收入确认节奏存在季节性差异，今年五一以来，小众旅游景区受欢迎程度较高，县域旅游、定制游热度持续增加，我们将更关注传统旅游景区新项目推进节奏。其中前三季度宋城演艺/长白山收入及业绩表现较好，前三季度收入同比+24.5%/+19.5%，归母净利润同比+28.0%/-2.5%。

趋势二：出境游业绩表现远超大盘，源于出境政策利好及供给端修复，积压出境需求得以释放。其中众信旅游/岭南控股收入及利润弹性较大，增速显著高于景区目的地，一方面得益于出入境航班、政策等供给端改善，据 FlightAI 数据，24Q1-Q3 预计跨境航班客运量同比+110%，恢复至 2019 年同期的 80%；另一方面，积压的出入境需求集中在暑期及国庆黄金周释放。

图表 46：前三季度旅游及景区板块业绩情况

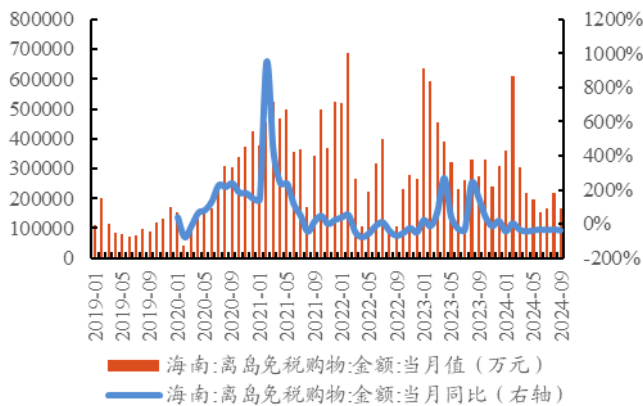
证券代码	公司名称	2024Q1-3		2023		2024Q1-3		2023		PE			总市值 (亿元)
		营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	营业收入 增速	归母净利润 增速	营业收入 增速	归母净利润 增速	2024E	2025E	2026E	
002707.SZ	众信旅游	47.23	1.23	32.98	0.32	130.0%	773.9%	550.6%	114.6%	54.53	31.28	23.33	78
000524.SZ	岭南控股	32.70	1.35	34.04	0.69	30.4%	134.0%	229.0%	138.7%	31.74	27.54	23.60	67
300144.SZ	宋城演艺	20.13	10.08	19.26	-1.10	24.5%	28.0%	320.8%	-130.2%	21.62	18.17	16.02	247
603099.SH	长白山	5.95	1.48	6.20	1.38	19.6%	-2.5%	218.7%	340.6%	50.40	40.83	34.15	89
600138.SH	中青旅	70.48	1.53	96.35	1.94	4.7%	-25.8%	50.1%	158.2%	25.71	19.83	16.78	73
603199.SH	九华旅游	5.69	1.54	7.24	1.75	1.3%	1.2%	117.9%	1374.9%	43.30	17.64	16.09	38
300859.SZ	西域旅游	2.70	1.15	3.05	1.06	0.5%	-7.5%	198.5%	1235.2%	60.91	38.75	28.24	61
002033.SZ	丽江股份	6.36	1.92	7.99	2.27	-1.0%	-9.2%	152.4%	5971.9%	21.90	19.05	17.41	47
600054.SH	黄山旅游	14.12	2.85	19.29	4.23	-1.6%	-30.2%	141.2%	424.3%	21.07	18.10	16.43	82
000888.SZ	峨眉山A	8.06	2.44	10.45	2.28	-2.0%	-6.6%	142.3%	256.2%	25.79	23.13	20.82	69
002159.SZ	三特索道	5.53	1.55	7.19	1.28	-4.4%	16.1%	180.7%	266.1%	15.64	13.69	12.19	27
603136.SH	天目湖	4.05	0.85	6.30	1.47	-14.8%	-28.8%	70.9%	623.9%	22.32	18.73	16.51	30
9961.HK	携程集团-S	-	-	445.62	99.18	-	-	122.2%	606.9%	21.13	18.32	15.67	3,110
0780.HK	同程旅行	-	-	118.96	15.54	-	-	80.7%	1164.4%	19.39	15.26	12.11	372

资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

4.3. 免税：客流购物转化偏弱，关注市内免税受益机会

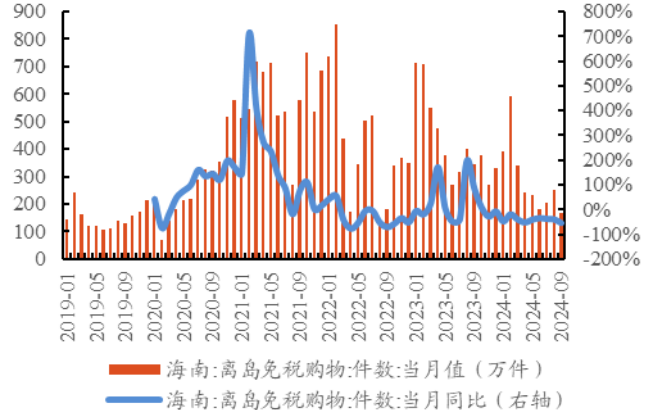
9月海南离岛免税继续承压，客流购物转化率降低。据海口海关，2024年1-9月，离岛免税累计销售额240.06亿元/-31.3%，降幅较前8个月扩大；免税购物人次446.6万/-14.9%，人均购物金额5375元/-19.3%。10月国庆假期海南离岛免税日均购物金额/人次/人均购物金额较23年中秋国庆分别-32.5%/-25.9%/-8.9%。其中中免离岛免税营收主力三亚市内免税店在24H1收入同比-29%，而同期海南省港口和机场旅客吞吐量+9.1%，同时考虑到1-9月折算海南离岛人均购物件数仅为5.8件，较21-22年10件以上仍有较大差距，游客购物转化率明显降低，或与出境游购物分流有关。

图表 47：2024 年海南离岛免税购物金额承压



资料来源：Choice-EDB，东方财富证券研究所

图表 48：8-9 月海南离岛免税购物量下滑超过总额



资料来源：Choice-EDB，东方财富证券研究所

口岸免税复苏明显，主要系出入境客流恢复。24H1 全国移民管理机构共查验出入境人员 2.87 亿人次/+70.9%，恢复至 2019 年同期的 83%。免签国家范围持续扩容、过境免签政策不断优化和国际客运航班量供给端修复。结合 24Q3 查验出入境人次再次高增+30%，以及暑期、中秋、国庆等多个节假日出境游数据，我们认为 Q3 口岸免税门店仍延续高增长态势。

市内免税新政实行，中免有望明显受益。10 月 1 日起市内免税新政正式实行，市内免税店的销售对象为即将于 60 日出境的旅客（包括但不限于中国籍旅客）。相比口岸免税店，市内免税店能提供更舒适的购物环境和更充裕的购物时间；相比离岛免税店，市内免税店不受地理位置限制；同时销售品类基本覆盖口岸和离岛总和。此次新政共 19 家免税店将转型为新型市内免税店，同时在广州、成都等 8 个城市各设立 1 家市内免税店。目前中国中免旗下共拥有 6 家市内免税店，并通过收购港中旅 100% 股权、参股中出服（49% 股权）享受其余市内免税店权益，有望明显受益于本次新政，建议持续关注。

图表 49：10.1 起市内免税新政开始实施

10月1日起实施新的市内免税店政策，8城新设，现有外汇商品免税店转型

2024-09-10 09:36 来源：人民日报海外版

字号：默认 大 超大 | 打印 | 分享 | 收藏

10月1日起实施新的市内免税店政策，8城新设，现有外汇商品免税店转型——

欢迎来到市内免税店

最近，财政部等五部门联合印发《关于完善市内免税店政策的通知》（以下简称《通知》），明确自今年10月1日起，将在广州、成都、深圳、天津、武汉、西安、长沙和福州等8个城市，各设立1家市内免税店。除此之外，将把北京、上海、青岛等地的13家外汇商品免税店转型为市内免税店。

什么是市内免税店？哪些人能在市内免税店“买买买”？它和我们熟悉的机场免税店有什么不同？

现存市区内免税店有待转型

资料来源：人民日报海外版，东方财富证券研究所

4.4. 投资建议

总结本次三季报及经营数据表现，我们认为出行链公司的三条投资主线：1) 持续看好赛道机会显著，线上化率确定性提升以及下沉市场用户增量贡献较大的 OTA 板块，其中中期看好携程集团出入境及国际化布局，商旅需求恢复；同时同程旅行更针对下沉市场，借助微信流量加速渗透。同时建议关注 出境游板块，如行业市占率提升、前三季度业绩弹性较大的众信旅游。2) 运营能力较强，供需两端匹配节奏影响短期业绩表现的 酒店板块，如经营面长期领先，市场份额有望进一步扩张的华住集团-S、存量资产整合提效的锦江酒店；标准店加速布局的首旅酒店。3) 免税 方面，关注超跌反弹机会较大的免税赛道龙头中国中免。

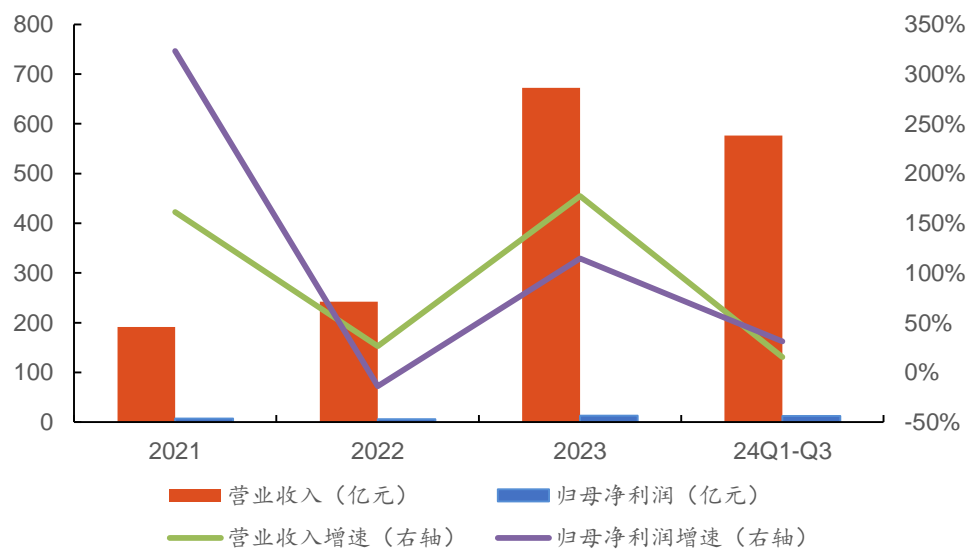
5. 人服：板块收入、业绩表现亮眼，外包/灵工业务韧性明显

5.1. 外包/灵工业务增长稳健，猎头业务逐季改善

A 股人服板块三家公司北京人力、外服控股、科锐国际 24 年前三季度合计实现收入 576.1 亿元/同比+16%，实现归母净利润 12.78 亿元/同比+31%，表现亮眼。

Q3 单季度，北京人力/外服控股/科锐国际收入增速分别为 18.4%/13.1%/23.1%，归母净利润增速分别为 52.5%/5.4%/-9.6%，扣非归母净利润分别为 33.0%/17.8%/7.4%。

图表 50：24Q1-Q3 人服板块实现收入 576.11 亿元，同比增长 16%



资料来源：choice 板块数据浏览器，东方财富证券研究所

图表 51：人服板块标的 24Q1-Q3 财务数据（按收入增速降序排列）

	24Q1-Q3	收入 (亿元)	收入增速	归母净利润 (亿元)	归母净利润增速	扣非归母净利 (亿元)	扣非归母增速
300662.SZ	科锐国际	85.2	18.8%	1.4	-11.0%	1.1	-2.8%
600861.SH	北京人力	331.8	15.5%	6.4	84.7%	4.0	137.9%
600662.SH	外服控股	159.2	14.0%	5.0	5.4%	4.0	6.8%

资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

图表 52：人服板块标的 24Q3 财务数据（按收入增速降序排列）

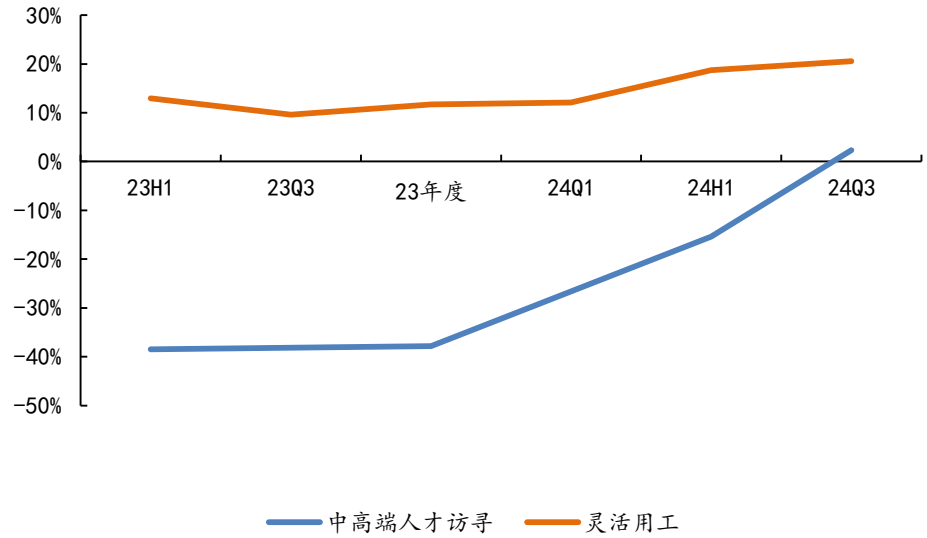
	24Q3	收入 (亿元)	收入增速	归母净利润 (亿元)	归母净利润增速	扣非归母净利 (亿元)	扣非归母增速
300662.SZ	科锐国际	29.7	23.1%	0.5	-9.6%	0.5	7.4%
600861.SH	北京人力	113.1	18.4%	2.1	52.3%	1.3	33.0%
600662.SH	外服控股	53.7	13.1%	1.4	5.1%	1.3	17.8%

资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

外包/灵活用工业务增速稳健，猎头业务逐季度改善。以科锐国际财报数据

为例，公司灵活用工业务增速自 23H1 至今始终保持正增长，24 年前三季度累计增速为 20.59%。猎头业务顺周期属性更强，增速表现弱于同期灵工业务，但增速环比持续改善，23H1 猎头业务同比下滑-38.48%，而 24Q1-Q3 增速为 2.33%，实现转正。

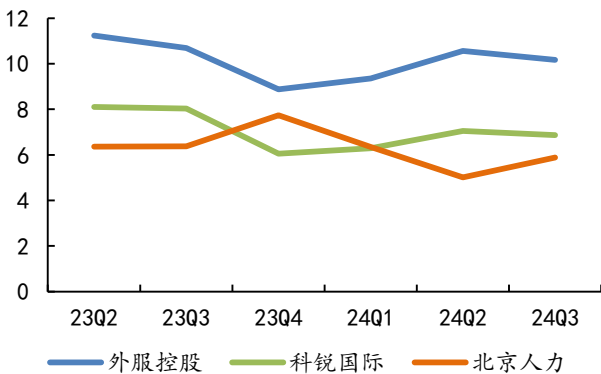
图表 53：科锐国际灵活用工与中高端人才访寻业务增速



资料来源：科锐国际财报，东方财富证券研究所（注：横坐标为年初至截点累计值）

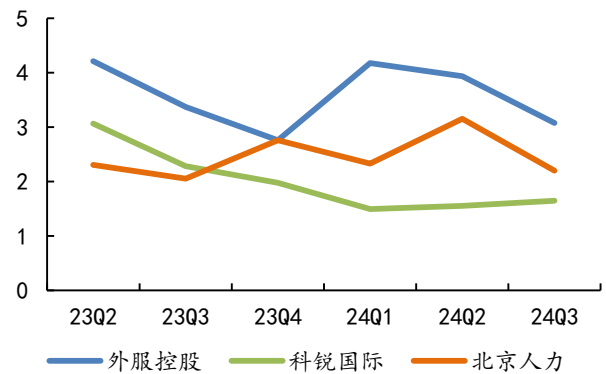
三家人服公司毛利率、净利率整体呈现下滑趋势，主要系外包/灵工业务增速快、利润率低。24Q3 单季度北京人力、外服控股、科锐国际毛利率分别为 5.88%/10.17%/6.87%，同比分别 -0.50/-0.53/-1.17pct；净利率分别为 2.20%/3.08%/1.65%，同比分别 +0.15%/-0.29%/-0.64pct。毛利率、净利率下滑主要系外包/灵工业务占比提升且利润率相对较低。

图表 54：单季度毛利率 (%)



资料来源：choice数据库，东方财富证券研究所

图表 55：单季度净利率 (%)



资料来源：choice数据库，东方财富证券研究所

5.2. 投资建议

人服业务中，外包/灵工业务契合企业降本增效长期方向，行业渗透率仍处于起步阶段，成长属性明显；猎头业务与经济周期关联较大，顺周期属性较强，

当下板块内公司猎头业务改善明显，且有望进一步受益于未来财政政策刺激。推荐外包业务占比高、经营稳健的北京人力、外服控股；以及猎头业务占比相对较高、弹性更大的科锐国际。

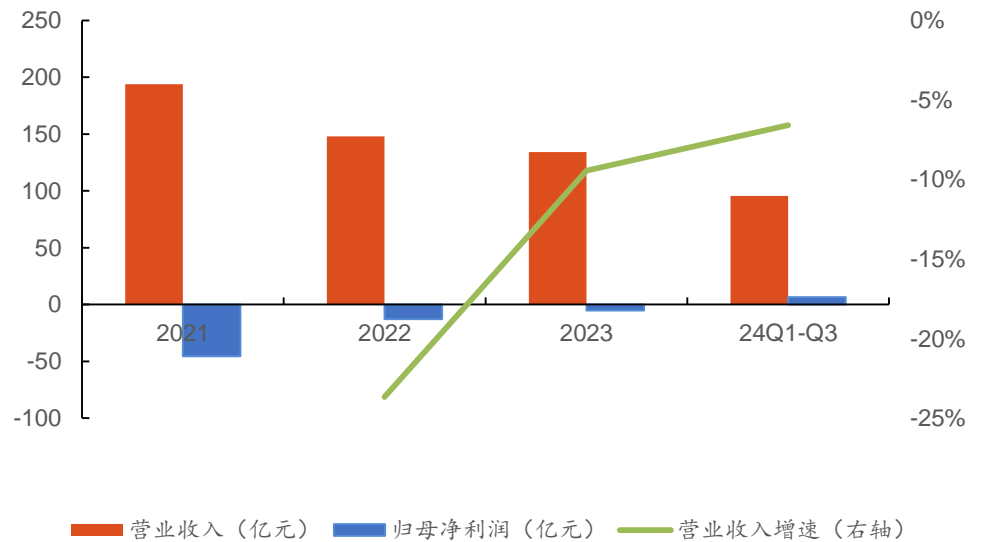
6. 教育：教培板块收入表现亮眼，职业教育及教育信息化板块收入承压

6.1. 前三季度教育板块收入同比-6.6%，归母净利端实现扭亏

细分板块方面，24Q3 单季度教培板块标的表现亮眼，职业教育及教育信息化标的收入承压。

教培方面，Q3 单季度好未来、昂立教育、新东方、豆神教育、学大教育等标的收入增速靠前，收入同比分别增长 50.4%/30.6%/30.5%/28.9%/15.7%。职业教育方面，行动教育、盛通股份、创业黑马、传智教育收入增速分别为 0.3%/-22.0%/-24.7%/-45.5%。教育信息化方面，中国高科、国新文化、佳发教育收入增速分别为-4.1%/-28.4%/-40.7%。

图表 56：24Q1-Q3 教育板块实现收入 95.61 亿元，同比下滑 6.6%



资料来源：choice板块数据浏览器，东方财富证券研究所

图表 57: 教育板块核心标的 24Q1-Q3 财务数据 (按收入增速降序排列)

	24Q1-Q3	收入 (亿元)	收入增速	归母净利润 (亿元)	归母净利润增速	扣非归母净利润 (亿元)	扣非归母增速
300492.SZ	华图山鼎	21.3	4702.2%	1.3	3594.7%	1.0	1641.1%
TAL.N	好未来	25.7	53.0%	6.9	-		
9901.HK	新东方	270.0	39.2%	25.7	30.3%		
600661.SH	昂立教育	9.7	35.3%	0.2	122.1%	0.1	109.2%
000526.SZ	学大教育	22.5	25.3%	1.8	50.2%	1.6	40.5%
605098.SH	行动教育	5.6	22.1%	1.9	21.1%	1.9	18.7%
003005.SZ	竞业达	3.0	22.0%	0.2	1377.7%	0.2	411.8%
002659.SZ	凯文教育	2.3	18.0%	-0.2	13.4%	-0.2	14.5%
002093.SZ	国脉科技	3.7	14.9%	1.5	67.0%	1.0	29.1%
600730.SH	中国高科	1.0	3.8%	0.3	410.4%	0.1	907.0%
300192.SZ	科德教育	5.8	3.1%	1.1	6.7%	1.1	5.1%
300688.SZ	创业黑马	1.6	-11.3%	-0.4	-189.2%	-0.5	-198.2%
300010.SZ	豆神教育	5.6	-12.9%	1.1	209.8%	1.1	222.7%
002599.SZ	盛通股份	15.0	-16.3%	0.0	102.0%	-0.1	79.6%
002607.SZ	中公教育	21.0	-21.2%	1.7	-30.5%	1.6	-34.7%
300559.SZ	佳发教育	3.4	-22.5%	0.5	-56.6%	0.5	-56.2%
600636.SH	国新文化	1.6	-35.0%	-0.2	-131.7%	-0.2	-134.7%
003032.SZ	传智教育	1.8	-59.5%	-0.4	-140.5%	-0.6	-181.7%

资料来源: Choice 数据库, 东方财富证券研究所

图表 58: 教育板块核心标的 24Q3 单季度财务数据 (按收入增速降序排列)

	24Q3	收入 (亿元)	收入增速	归母净利润 (亿元)	归母净利润增速	扣非归母净利润 (亿元)	扣非归母增速
300492.SZ	华图山鼎	6.2	4964.3%	0.1	4064.1%	0.0	350.6%
003005.SZ	竞业达	1.6	87.4%	0.4	7502.8%	0.3	1263.6%
TAL.N	好未来	44.2	50.4%	4.1	51.3%		
600661.SH	昂立教育	4.0	30.6%	0.4	69.9%	0.2	-6.2%
9901.HK	新东方	102.5	30.5%	17.5	48.4%		
300010.SZ	豆神教育	2.3	28.9%	0.4	192.0%	0.4	194.7%
002093.SZ	国脉科技	1.4	23.7%	0.7	109.3%	0.3	16.0%
002659.SZ	凯文教育	0.7	16.1%	-0.1	-125.0%	-0.1	-94.3%
000526.SZ	学大教育	6.3	15.7%	0.1	-49.7%	0.1	-46.0%
300192.SZ	科德教育	2.1	2.0%	0.4	3.7%	0.4	1.5%
605098.SH	行动教育	1.7	0.3%	0.6	5.7%	0.5	-15.2%
600730.SH	中国高科	0.3	-4.1%	0.0	40.3%	0.0	38.3%
002599.SZ	盛通股份	4.9	-22.0%	0.2	85.8%	0.1	162.9%
300688.SZ	创业黑马	0.6	-24.7%	-0.1	-200.9%	-0.1	-217.0%
600636.SH	国新文化	0.9	-28.4%	0.2	-60.4%	0.2	-60.1%
002607.SZ	中公教育	6.5	-30.4%	0.5	-67.4%	0.5	-67.4%
300559.SZ	佳发教育	0.8	-40.7%	0.1	-72.8%	0.1	-72.2%
003032.SZ	传智教育	0.7	-45.5%	-0.1	-128.3%	-0.1	-207.7%

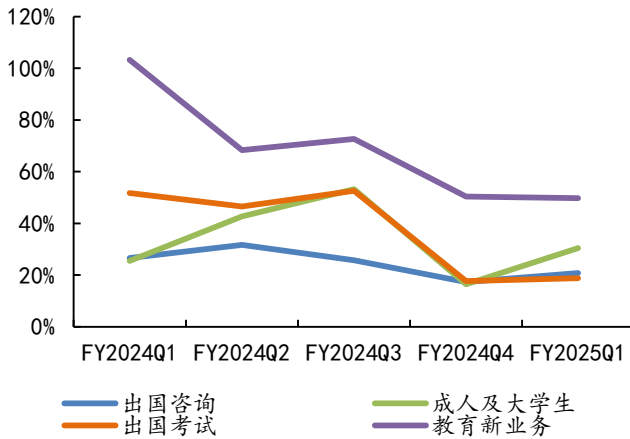
资料来源: Choice 数据库, 东方财富证券研究所

6.2. 教培：头部教培公司收入保持高增长，利润率持续改善

新东方教培业务增速亮眼。FY25Q1，新东方教育新业务收入增速 49.8%，在公司各项业务中表现领先。其中非学科报名人数同比+78%，学习机活跃付费用户同比+11%。

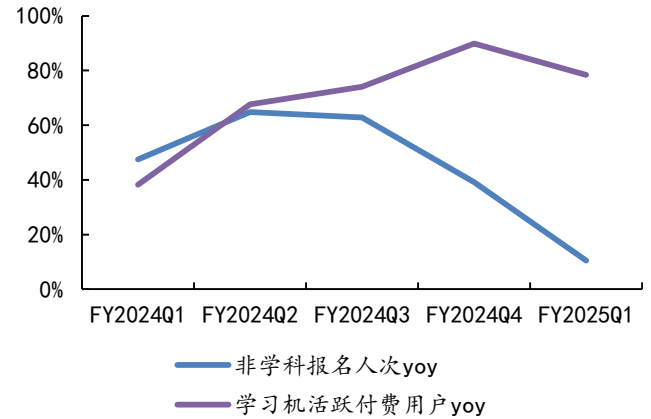
新东方、好未来毛利率、经营利润率呈现持续改善趋势。在最新季度财报中，新东方、好未来毛利率分别为 59.3%、56.3%，环比分别提升 7.1/4.6pct；经营利润率分别为 20.4%/7.7%，环比分别提升 19.5/11.9pct。

图表 59：新东方各业务收入增速



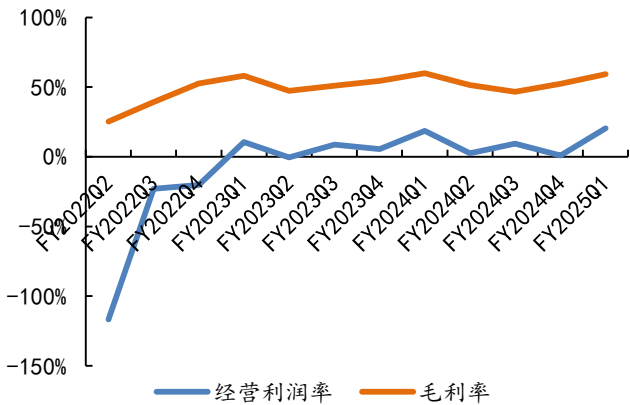
资料来源：新东方财报，东方财富证券研究所

图表 60：新东方教育新业务具体表现



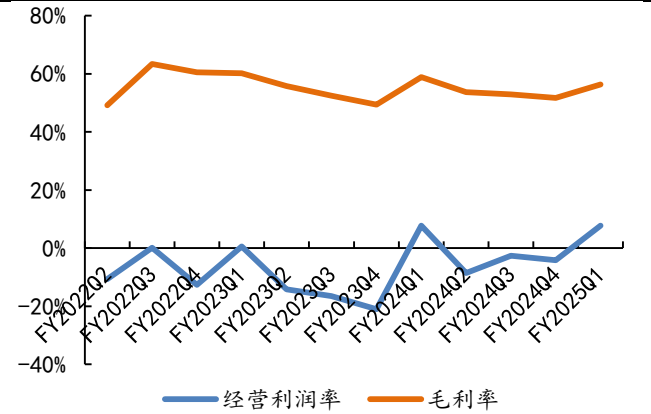
资料来源：新东方财报，东方财富证券研究所

图表 61：新东方各季度毛利率与经营利润率



资料来源：Choice数据库，东方财富证券研究所

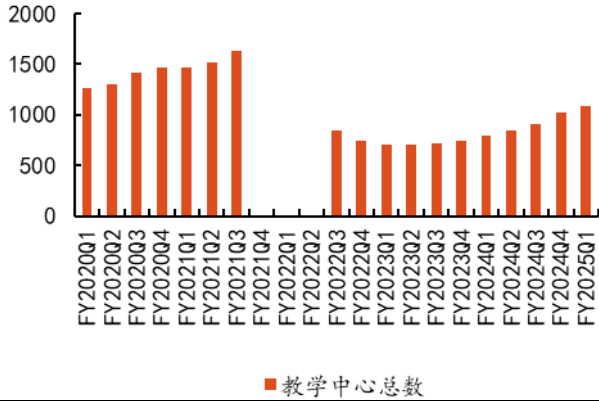
图表 62：好未来各季度毛利率与经营利润率



资料来源：Choice数据库，东方财富证券研究所

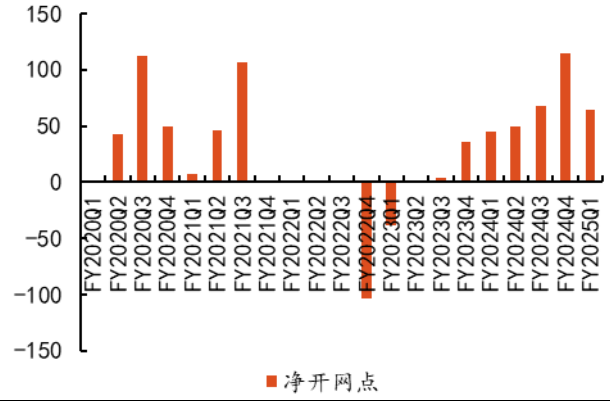
新东方季度净开网点数环比放缓。截至最新一期财报，新东方教学中心总数为 1089 间，自 FY2023Q1 来持续增长。季度净开网点方面，自 FY23Q4 以来，分别净开 36、45、50、68、114、64 间，最新季度的净开网点数环比放缓。在公开电话会议上，公司称未来将注重利润率的提升。

图表 63: 新东方各季度末教学中心数 (间)



资料来源: 新东方财报, 东方财富证券研究所

图表 64: 新东方各季度净开网点数 (间)



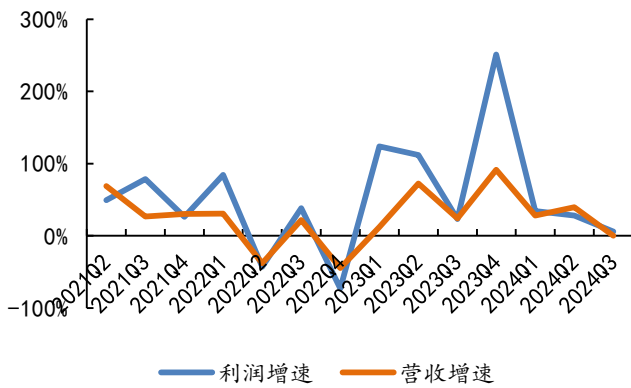
资料来源: 新东方财报, 东方财富证券研究所

6.3. 职教: 行动教育收入增速放缓, 合同负债环比小幅下滑

24Q3 单季度, 行动教育收入增速为 0.3%、利润增速为 5.7%, 较此前季度出现放缓, 主要系宏观经济压力下, 客户消课节奏放缓。24Q3 行动教育毛利率为 75.4%/同比-4.2pct, 净利率 34.1%/同比+1.8pct, 保持相对稳定。

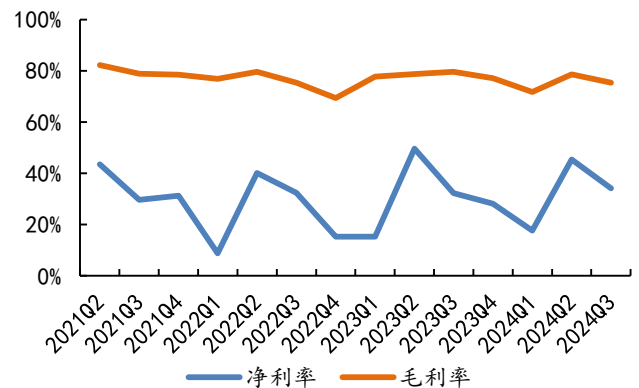
行动教育 Q3 合同负债环比出现小幅下滑, 仍保持相对高位。合同负债在未来客户消课中转化为收入, 可保障未来收入水平。23Q3 公司合同负债余额为 9.65 亿元/环比 24Q2 下降 0.36 亿元, 但仍保持在较高水平。

图表 65: 行动教育单季度收入与利润增速



资料来源: Choice数据库, 东方财富证券研究所

图表 66: 行动教育单季度毛利率与净利率



资料来源: Choice数据库, 东方财富证券研究所

图表 67：行动教育季度末合同负债余额（亿元）



资料来源：Choice数据库，东方财富证券研究所

6.4. 投资建议

需求旺盛、供给出清，龙头市场份额持续提升。年初《校外培训征求意见稿》发布后，除义务教育学科类培训外，行业监管明确松绑。双减后，行业供给压减超 90%，而此次松绑对教培机构供给恢复提出了更高的合规要求，机会有望向大机构倾斜。推荐全国性教培业务布局的新东方-S、好未来；具有异地扩张空间的广深教培公司思考乐教育、卓越教育集团；主业教培稳健、发展职业教育作为第二增长极的学大教育。

7. 家电:板块分化明显, 出海链较为亮眼

7.1 白电: 整体经营稳健, 营收增速放缓

从板块经营数据来看, 白电板块 24Q1-Q3 收入及归母净利润同比分别 +4.02%/+11.69%。分季度看, 24Q1、24Q2、24Q3 收入及归母净利润同比分别 +8.30%/+4.02%/0.14%、+12.28%/+12.75%/10.03%, Q3 营业总收入增速放缓, 经营整体比较稳健。

图表 68: 2023Q3-2024Q3 白电板块核心指标

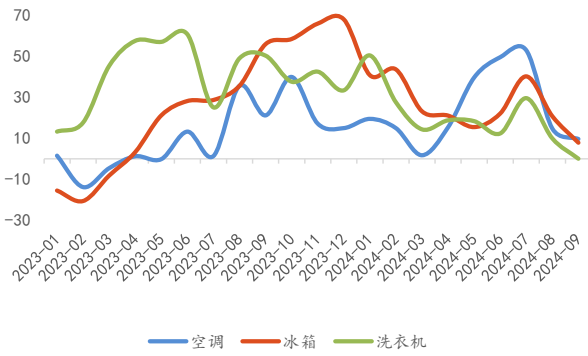
主要指标	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q1-Q3	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q1-Q3
营业总收入 (亿元)	2,514.17	2,864.16	2,565.49	7,943.81	2,321.51	2,753.34	2,561.95	7,636.81
YOY	8.30%	4.02%	0.14%	4.02%	4.39%	8.14%	6.94%	6.57%
营业总成本 (亿元)	1,843.27	2,072.37	1,880.04	5,795.68	1,744.33	2,008.41	1,854.03	5,606.78
YOY	5.67%	3.18%	1.40%	3.37%	1.51%	4.60%	4.25%	3.50%
营业利润 (亿元)	235.72	346.54	292.08	874.35	209.75	306.32	268.79	784.86
YOY	12.38%	13.13%	8.67%	11.40%	19.24%	17.55%	13.50%	16.57%
利润总额 (亿元)	236.91	348.10	294.06	879.07	210.89	307.62	268.93	787.44
YOY	12.34%	13.16%	9.34%	11.64%	19.02%	17.67%	12.63%	16.25%
归母净利润 (亿元)	193.60	280.23	240.84	714.67	172.43	248.54	218.88	639.85
YOY	12.28%	12.75%	10.03%	11.69%	13.95%	16.11%	10.97%	13.73%
毛利率 (%)	26.68	27.64	26.72	27.04	24.86	27.06	27.63	26.58
净利率 (%)	8.01	10.08	9.49	9.23	7.65	9.33	8.85	8.66
销售费用率 (%)	10.20	10.29	9.76	10.09	9.82	10.16	10.53	10.18
管理费用率 (%)	3.31	3.14	3.53	3.32	3.24	3.10	3.56	3.30
财务费用率 (%)	-0.07	-0.76	-1.03	-0.63	-0.37	-0.91	-0.53	-0.62

资料来源: Choice 板块数据浏览器, 东方财富证券研究所整理

收入端, 内销量承压, 外销边际增速放缓。据产业在线, 24 年 7-8 月空/冰/洗内销量分别为 1680/656/705 万台, yoy 分别为 -14%/-8%/8.5%。根据奥维云网推总数据, Q3 家电行业下游零售需求承压, 零售额 7 月份下滑 9.2% 后续随着以旧换新政策在全国的陆续实施, 换新需求逐步释放以及 8 月高温天气带动空调需求增长, 行业零售额企稳回升, 三季度单季度累计增长 7.5%。

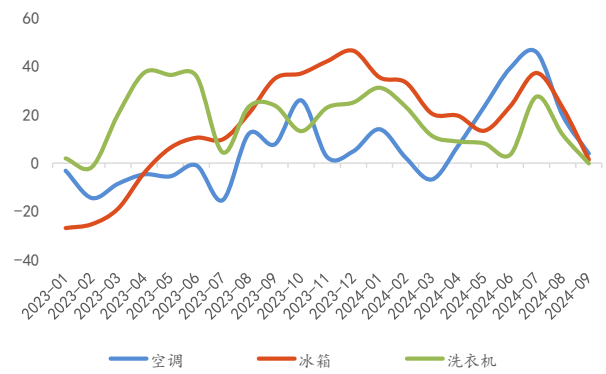
外销增速放缓, 空调同比增长较快。据海关总署, 2024 年 Q3 我国空冰洗出口金额分别同比增长 38%/18%/2%, 出口量分别同比增长 42%/15%/5%, 家电出口较快增长, 其中 9 月我国空冰洗出口量分别同比增长 9.6%/7.8%/0%, 环比有所放缓。

图表 69: 我国白电出口量同比增速 (%)



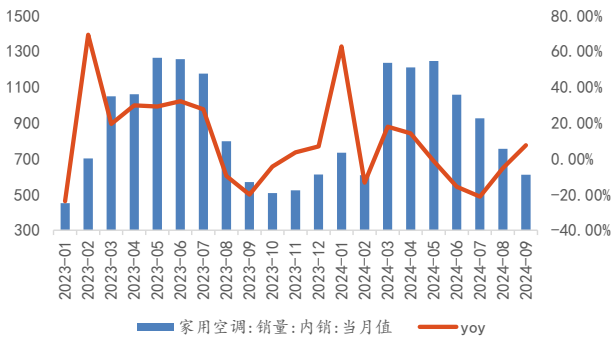
资料来源: Choice宏观数据, 海关总署, 东方财富证券研究所

图表 70: 我国白电出口额同比增速 (%)



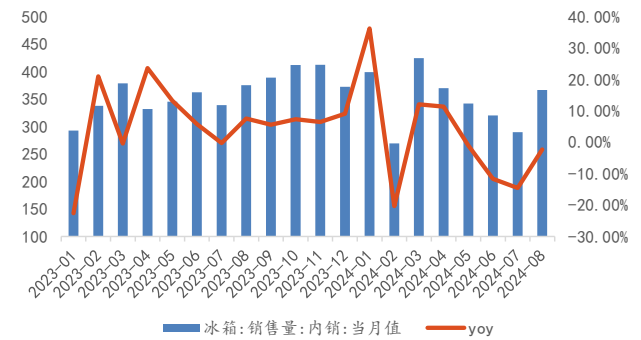
资料来源: Choice宏观数据, 海关总署, 东方财富证券研究所

图表 71: 空调内销量及 yoy (万台、%)



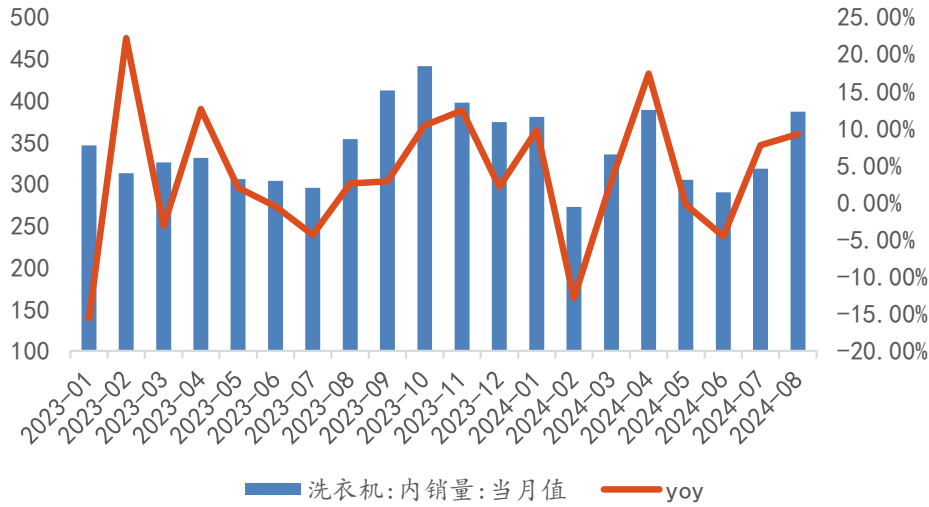
资料来源: Choice宏观数据, 产业在线, 东方财富证券研究所

图表 72: 冰箱内销量及 yoy (万台、%)



资料来源: Choice宏观数据, 产业在线, 东方财富证券研究所

图表 73: 洗衣机内销量及 yoy (万台、%)



资料来源: Choice 宏观数据, 产业在线, 东方财富证券研究所

图表 74: 2024Q3 白电板块经营指标 (%)

证券代码	证券名称	Q3 营业收入 yoy	24Q1-Q3 营业收入 yoy	Q3 归母净利润 yoy	24Q1-Q3 归母净利润 yoy	毛利率变动	销售费用变动	管理费用变动	财务费用变动
000333.SZ	美的集团	8.08	9.57	14.86	14.37	-3.98	0.81	-0.29	-2.01
000521.SZ	长虹美菱	23.21	18.73	-17.99	6.35	-31.80	-1.57	0.07	-0.39
000651.SZ	格力电器	-15.87	-5.34	5.47	9.30	-1.53	-4.33	0.39	0.55
000921.SZ	海信家电	-0.08	8.75	-16.29	15.13	-10.55	-1.25	0.14	0.52
001387.SZ	雪祺电气	-24.81	-17.05	-64.02	-43.55	-16.13	0.64	0.43	0.90
002668.SZ	TCL 智家	19.86	22.95	23.49	29.56	-13.10	-0.08	0.26	0.81
600336.SH	XD 澳柯玛	-16.73	-11.51	-241.93	-97.39	-9.59	0.92	0.01	0.92
600690.SH	海尔智家	0.47	2.17	13.15	15.27	0.23	-0.51	-0.16	0.23

资料来源: Choice 股票数据浏览器, 东方财富证券研究所整理

营业收入端, 24Q3 白电板块增速放缓, 其中, 美的集团/长虹美菱/TCL 智家分别实现营业收入 yoy 8.08%/23.21%/19.86%。

美的集团收入整体保持稳健增长。Q3 营业收入 yoy+8%, 其中智能家居、新能源及工业技术、智能建筑科技、机器人与自动化年初至报告期末收入分别为 2,154 亿元同比增长 10%, 254 亿元同比增长 19%, 224 亿元同比增长 6%, 208 亿元同比下降 9%。

海尔智家以旧换新驱动增长, 海外加快新产品研发, 深化供应链建设。根据奥维云网推总数据, 三季度单季度家电行业下游零售需求承压, 随着以旧换新政策在全国的陆续实施, 换新需求逐步释放以及 8 月高温天气带动空调需求增长, 行业零售额企稳回升。公司通过以旧换新、发挥在高端品牌、

全品类阵容、多渠道布局等方面优势，驱动零售增长：三季度终端零售逐月改善，其中卡萨帝零售增幅高于整体水平。面对欧美市场需求不振、竞争加剧等挑战，公司通过强化研发投入实现创新产品引领。在新产业持续突破，推出马鞍变频空调、房车空调等专业空调产品，实现专业空调增长 70%。抓住新兴市场国家行业增长机会，深化本土化供应链建设，如泰国春武里空调工业园于 8 月奠基，埃及空调、洗衣机生产基地投产，加速当地市场发展并辐射周边市场；深化高端创牌，通过引领性产品上市带动结构升级，提升产品价格指数。

毛利率方面，白电头部企业美的/海尔/格力分别-3.98%/0.23%/-1.53%，毛利率有所下滑或因上游原材料价格上涨导致毛利降低。费用端，销售、管理费用率基本稳定，费控能力较强。

7.2 小家电:分化明显，出海链较为受益

24 年 Q1-Q3 小家电板块，营业收入/利润总额分别同比+7.69%/-5.7%；其中 24Q3 营业收入/利润总额分别同比+3.96%/-23.91%。24Q3 板块盈利下滑。**收入端看**，板块内部分化较为明显，2024Q3 国内小家电需求较为疲软，存量激活存在一定困难；相较而言海外占比较高的公司增长较好，欧圣电气等公司业绩表现较好。**盈利端看**，24Q3 毛利率分别同比-1.28%，净利率分别同比-0.89%。利润下滑，预计主要为消费降级拖累毛利率。

图表 75：2023 三季度及 2024 三季度小家电板块核心指标

主要指标	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q1-Q3	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q1-Q3
营业总收入 (亿元)	257.83	285.39	288.78	832.00	229.12	265.69	277.77	772.59
YOY	12.53%	7.41%	3.96%	7.69%	-10.22%	4.56%	12.84%	2.26%
营业总成本 (亿元)	172.53	192.29	200.46	565.28	152.05	176.43	186.54	515.02
YOY	13.47%	8.99%	7.46%	9.76%	-14.63%	2.12%	10.85%	-0.80%
营业利润 (亿元)	28.68	29.56	21.19	79.43	24.62	30.91	28.29	83.82
YOY	16.48%	-4.34%	-25.12%	-5.24%	-16.34%	3.44%	-1.63%	-4.82%
利润总额 (亿元)	28.85	29.82	21.61	80.28	25.05	31.68	28.40	85.13
YOY	15.17%	-5.87%	-23.91%	-5.70%	-15.43%	6.87%	-1.76%	-3.45%
归母净利润 (亿元)	24.09	26.95	18.71	69.74	20.58	27.31	23.83	71.73
YOY	17.01%	-1.34%	-21.48%	-2.76%	-14.63%	10.35%	-2.84%	-2.27%
毛利率 (%)	33.08	32.62	30.59	32.06	33.64	33.60	32.84	33.34
净利率 (%)	9.45	9.49	6.55	8.45	9.03	10.33	8.67	9.35
销售费用率 (%)	14.30	14.46	14.34	14.37	14.55	16.36	14.27	15.08
管理费用率 (%)	4.05	3.95	4.08	4.03	4.31	3.93	4.01	4.07
财务费用率 (%)	-0.69	-1.32	0.27	-0.57	0.30	-2.99	-0.23	-1.02

资料来源：Choice 板块数据浏览器，东方财富证券研究所整理

2024Q3 清洁电器表现较好，竞争较为激烈。奥维云网数据显示，1-9 月

清洁电器累计销额 234 亿元，同比增长 11.0%，销量 1901 万台，同比增长 17.9%。细分品类来看，除拖把外，各个细分品类都呈现正增长。**扫地机器人新品产品迭代迅速，量额提升显著**，销额同比增长 19.7%，销量同比增长 13.0%。**洗地机价格战不止**，销额同比增长 6.3%，销量同比增长 25.1%，均价同比下滑 15.0%；**吸尘器、除螨仪、擦窗机器人、布艺清洁机以价换量效应显著**，均价下滑，且抖音渠道的贡献提升显著。

以旧换新政策推动清洁电器销量增长。以旧换新政策前（24W1-W34），奥维云网数据显示，线下扫地机器人、洗地机、吸尘器销额同比分别为 15%、-2.3%、-15%，以旧换新政策逐步实施后（W35-W42），三个品类同比分别为 94%、21%、17%，旧换新政策对清洁品类的刺激力度十分显著。

随着以旧换新政策的持续推进，后续品牌集中度有望进一步拉升，头部品牌规模大，渠道优势强，与地方政府洽谈的实力较强。从价格维度来看，在政策优惠下，中高端产品进一步释放，低端品将会减弱。从渠道维度来看，针对一、二级市场，政策的落地较为充分。

图表 76： 2024Q3 清洁电器板块经营指标 (%)

证券代码	证券名称	Q3 营业收入 yoy	24Q1-Q3 营业收入 yoy	Q3 归母净利润 yoy	24Q1-Q3 归母净利润 yoy	毛利率变动	销售费用变动	管理费用变动	财务费用变动
301187.SZ	欧圣电气	57.44	56.14	49.19	47.96	-14.23	-0.60	-0.80	0.32
301332.SZ	德尔玛	8.80	5.66	11.18	4.10	-5.46	-4.89	-0.41	0.70
603219.SH	富佳股份	-9.14	-2.23	-56.83	-25.62	-28.55	0.02	0.33	0.78
603355.SH	莱克电气	5.84	11.98	18.21	6.08	-8.88	-2.51	-0.09	2.20
603486.SH	科沃斯	-4.06	-2.90	-69.21	1.88	1.97	2.97	-0.28	-1.51
688169.SH	石头科技	11.91	23.17	-43.40	8.22	-8.74	6.85	1.16	0.64

资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所整理

从公司经营层面来看，24Q3 清洁电器主要上市公司营收增速有所放缓回落，整体盈利能力因竞争加剧有所下滑。

石头科技：公司 24Q3 营业收入和归母净利润 yoy 分别为 12%/-43%，公司营收和利润增速在三季度有所下滑，主要原因是公司进一步加强了海内外市场的拓展，并推出了多款新品，导致销售费用和研发费用增加。

科沃斯：公司 24Q3 营业收入和归母净利润 yoy 分别为-4%/-69%，收入及归母净利均大幅下滑。

欧圣电气：公司 24Q3 营业收入和归母净利润 yoy 分别为 57%/49%，主要受到欧美等大型采购商家提前备货，以及北美以外新市场的开拓，及美国房地产行业回暖带动清洁设备及气动工具消费增加，市场需求旺盛，公司整体业绩持续增长。公司盈利能力持续修复，产品优势突出，随着自主品牌持续推进及护理机器人业务放量，2024 年公司业绩有望大幅增长。

7.3 投资建议

白电经营稳健，头部企业优势突出，具备稳定 ROE 及高分红优势，有望受益以旧换新政策拉动，推荐美的集团、海尔智家、格力电器；受益以旧换新以及内需恢复的科沃斯及出口渠道扩张的石头科技、欧圣电气。

8. 风险提示

- ◆ 消费力恢复较慢、细分赛道竞争加剧、线上渠道流量成本提升、新品牌/新产品销售表现不及预期、医美产品获批进度不及预期。
- ◆ 经济复苏不及预期风险。
- ◆ 终端需求不及预期风险。

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。