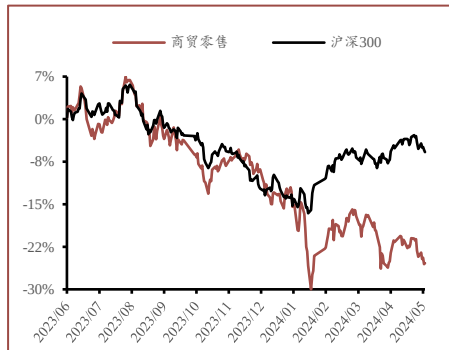


性价比消费主线凸显，短期影响因素持续消化

■ 证券研究报告

投资评级:看好(维持)

最近 12 月市场表现



分析师 刘洋

SAC 证书编号: S0160521120001
liuyang01@ctsec.com

分析师 于健

SAC 证书编号: S0160522060001
yujian@ctsec.com

相关报告

1. 《超市板块专题报告》 2024-05-18
2. 《4 月社零同比+2.3%，环比有所回落》 2024-05-18
3. 《零售板块 2023 年报及 2024Q1 总结》 2024-05-08

核心观点

- ❖ **文旅**: 关注端午短途游及流量热点地区。建议关注整个旅游 beta 带动及文旅配套企业的主题带动: (1) 估值层面, 三特索道, 九华旅游, 黄山旅游, 宋城演艺四个公司成长性高、且当前位置相对合理。(2) 国内旅游需求释放确定性强, 端午出行以短途周边游为主。民航出行“供需两旺”, 旅客运输量和航班量将较 2019 年增长 6%, 与 2023 年持平, 国际航线客运航班修复至 2019 年 75%。携程周边游预订量同比增长 20%, 新流量“爆点”新疆地区受到《我的阿勒泰》剧集带动, 同程搜索热度同比上涨超过 2 倍, 马蜂窝近一周热度涨幅高达 233%。(3) 建议关注近期通高铁主题的个股九华旅游、黄山旅游、天目湖客流增速有望提升, 同时持续关注西域旅游 (西部旅游开发+低空经济+摘帽)。
- ❖ **酒店**: 酒店数据周度阶段性小幅回落, 2024 年第 21 周全国 OCC 较 2019 年同期-6.19pct, 全国 ADR 较 2019 年同期-6.64%; 全国 RevPAR 较 2019 年同期-15.22%。后续端午节叠加高考, 有望带动酒店量价环比改善。
- ❖ **教育**: 1) 公职考培: 本周海南/内蒙古/黑龙江先后发布三支一扶招聘计划, 公职类招录考试具有一定的季节性, Q2 为行业旺季, 头部公司业绩有望高增长。公职类考培行业有望长期维持高景气, 稳就业下供给增加、毕业生人数新高下报考人群扩大, 受益于供给扩大及报考需求释放, 公职类考培龙头有望受益。2) K12: 暑期非学科培训旺季将至, 头部公司收款有望持续增长。深圳龙华推出“开办非学科类校外培训”“证照联办”主题事项, 提升教培类企业开办便利度。现有龙头机构合规转型完毕, 纷纷加大人员投入满足终端素质教育培训需求, 业绩有望保持较快增长。
- ❖ **黄金珠宝**: 季节性因素叠加金价高企影响下, Q2 金饰消费仍有压力。五月金价保持高位波动, 叠加消费淡季, 金饰消费承压, 尤其高克重、高客单产品受影响较大。金价受地缘政治、美国经济数据、美联储降息预期等因素影响, 中长期预计保持强势。但考虑黄金产品保值需求持续存在, 金价高位企稳后, 婚庆、悦己等金饰刚需在 Q3 有望迎来反弹。
- ❖ **医美**: 建议关注品类迭代趋势, 新品所处周期、覆盖渠道、销售能力为核心。建议关注如生天使、艾塑菲等核心公司已上市新品放量情况及待上市产品获批节奏。2024Q2 及全年市场仍有多款新品有望上市。再生领域仍为今年医美市场核心增长点, 其中新品江苏吴中艾塑菲首批销售以来达成出货 1 万支, H2 有望加速放量达成全年预期。
- ❖ **美妆**: 美妆市场在抖音等新兴渠道的带动下呈现出超预期的活力, 品牌间差异化的策略调整与新品推广成为增长的关键驱动力。头部国货品牌可复美、珀莱雅、韩束等品牌依托大单品有望取得超越行业增速, 国货市场份额将继续提升。
- ❖ **零售**: 国内方面, CPI 回升有望带动同店恢复, 2024Q1 同店回暖逻辑已经开始兑现, 近期多家商超启动调改, 涉及供应链、商品结构、商品价格等多个方面, 今年超市板块或有较大利润弹性。海外方面, 美国下修一季度经济及通胀数据, 或加强市场对降息的预期; 然而从美国连锁商超业绩指引来看, 必选超市韧性持续, 耐用品全年增速预期仍为下降态势。我们认为本轮渠道或为弱补库, 消费降级下跨境电商相对优势有望凸显, 伴随海运关税等风险情绪消化, 建议关注跨境电商板块 Q3 布局机会。
- ❖ **风险提示**: 宏观经济波动; 居民消费意愿恢复不及预期; 行业竞争加剧。

内容目录

1	商社板块观点.....	6
1.1	免税	6
1.2	餐饮	10
1.3	酒店	11
1.4	医美	14
1.5	化妆品	16
1.6	教育	18
1.6.1	K12：暑期非学科培训旺季将至，关注合规龙头.....	18
1.6.2	公职考培：上半年考培旺季，关注头部公司业绩高增.....	20
1.7	人力资源	21
1.8	文旅	22
1.9	黄金珠宝	25
1.10	零售：内外需双弱，关注国内超市及跨境电商板块机会.....	27
1.10.1	国内零售：关注超市板块同店修复+调改下的利润弹性.....	27
1.10.2	跨境电商：海外消费承压，关注跨境电商板块机会.....	28
1.11	奢侈品	29
2	本周绝对估值变化.....	35
3	商社行业估值概览.....	38
4	附录：本周商社各子版块覆盖标的估值变化趋势.....	40
4.1	免税行业相关标的估值情况	40
4.2	餐饮行业相关标的估值情况	41
4.3	酒店行业相关标的估值情况	42
4.4	医美化妆品行业相关标的估值情况.....	43
4.5	人服行业相关标的估值情况	44
4.6	文旅行业相关标的估值情况	45
4.7	珠宝行业相关标的估值情况	46
4.8	零售行业相关标的估值情况	47
5	风险提示.....	48

图表目录

图 1. 免税销售景气度指数.....	6
图 2. 海南省机场进港客流情况（人次）	6
图 3. 海口机场进港客流情况（人次）	7
图 4. 三亚机场进港客流情况（人次）	7
图 5. 北上广深进港客流（人次）	8
图 6. 北部地区进港客流（人次）	8
图 7. 西南地区进港客流（人次）	8
图 8. 华中地区进港客流（人次）	9
图 9. 江南及广西地区进港客流（人次）	9
图 1. 海底捞同店月度翻台率情况（次/天）	10
图 2. 太二同店月度翻台率情况（次/天）	10
图 3. 喜茶月度店均单量情况（单）	11
图 4. Manner 月度店均单量情况（单）	11
图 5. 全国酒店 OCC.....	12
图 6. 全国酒店 ADR（元）	12
图 7. 全国酒店 RevPAR（元）	12
图 8. 经济型酒店 OCC.....	12
图 9. 中档型酒店 OCC.....	13
图 10. 高档型酒店 OCC.....	13
图 11. 江苏吴中童颜针产品艾塑菲销售突破 10000 瓶.....	14
图 12. 抖音 618 美妆品牌预售数据.....	17
图 13. 主要 K12 教育公司收现&合同负债情况（亿元，%）	19
图 14. 我国公职类岗位招录人数（万人，2024E）	20
图 15. 不同公职类岗位报考人数（2024）	20
图 16. 主要人力资源公司不同业务增长情况（亿元，%）	22
图 10. 宋城演艺 2024.5.20-2024.5.26 排片量及增长情况	22
图 11. 国际航班恢复情况（截止 2024.4.19）	23
图 17. 上海黄金现货价格: Au9999（元/g）	26
图 18. COMEX 黄金期货收盘价（美元/盎司）	26
图 19. 金银珠宝类零售额及同比（亿元）	26

图 20. 美国 GDP 及个人消费支出增速放缓	28
图 21. 美国一季度 PCE 环比增速下修	28
图 22. 5 月份 SCFI 海运指数回升	29
图 23. 截至 5 月份美元币值持续维持高位	29
图 24. 瑞士表出口额（百万瑞士法郎）	30
图 25. 瑞士表出口额增速（同比增速&相较于 19 年增速）	30
图 26. 瑞士表至中国大陆出口额增速（同比增速&相较于 2019 年增速）	31
图 27. 瑞士表至中国香港地区出口额（百万瑞士法郎）	31
图 28. 瑞士表至美国出口额（百万瑞士法郎）	31
图 29. 瑞士表至中国大陆出口额（百万瑞士法郎）	31
图 30. 瑞士表至日本出口额（百万瑞士法郎）	31
图 31. 瑞士表至意大利出口额（百万瑞士法郎）	32
图 32. 瑞士表至德国出口额（百万瑞士法郎）	32
图 33. 瑞士表至新加坡出口额（百万瑞士法郎）	32
图 34. 瑞士表至法国出口额（百万瑞士法郎）	32
图 35. 瑞士表至阿联酋出口额（百万瑞士法郎）	32
图 36. 瑞士表至英国出口额（百万瑞士法郎）	32
图 37. 万得 A 股 PE(TTM)	35
图 38. 消费者服务(中信)预测 PE	36
图 39. 商贸零售(中信)预测 PE	37
图 40. 各公司估值情况（2024E）	38
图 41. 各公司估值情况（2025E）	39
图 42. 免税行业估值情况（2024E）	40
图 43. 免税估值（2024E）	40
图 44. 免税估值（2025E）	40
图 45. 中国中免估值变化趋势	40
图 46. 海汽集团估值变化趋势	40
图 47. 餐饮行业估值情况（2024E）	41
图 48. 餐饮估值（2024E）	41
图 49. 餐饮估值（2025E）	41
图 50. 海底捞估值变化趋势	41
图 51. 九毛九估值变化趋势	41
图 52. 酒店行业估值情况（2024E）	42

图 53. 酒店估值（2024E）	42
图 54. 酒店估值（2025E）	42
图 55. 锦江酒店估值变化趋势.....	42
图 56. 君亭酒店估值变化趋势.....	42
图 57. 医美化妆品行业估值情况（2024E）	43
图 58. 医美化妆品估值（2024E）	43
图 59. 医美化妆品估值（2025E）	43
图 60. 珀莱雅估值变化趋势.....	43
图 61. 爱美客估值变化趋势.....	43
图 62. 人服行业估值情况（2024E）	44
图 63. 人服估值（2024E）	44
图 64. 人服估值（2025E）	44
图 65. 科锐国际估值变化趋势.....	44
图 66. 外服控股估值变化趋势.....	44
图 67. 文旅行业估值情况（2024E）	45
图 68. 文旅估值（2024E）	45
图 69. 文旅估值（2025E）	45
图 70. 长白山估值变化趋势.....	45
图 71. 天目湖估值变化趋势.....	45
图 72. 珠宝行业估值情况（2024E）	46
图 73. 珠宝估值（2024E）	46
图 74. 珠宝估值（2025E）	46
图 75. 老凤祥估值变化趋势.....	46
图 76. 周大生估值变化趋势.....	46
图 77. 零售行业估值情况（2024E）	47
图 78. 零售估值（2024E）	47
图 79. 零售估值（2025E）	47
图 80. 小商品城估值变化趋势.....	47
图 81. 吉宏股份估值变化趋势.....	47

1 商社板块观点

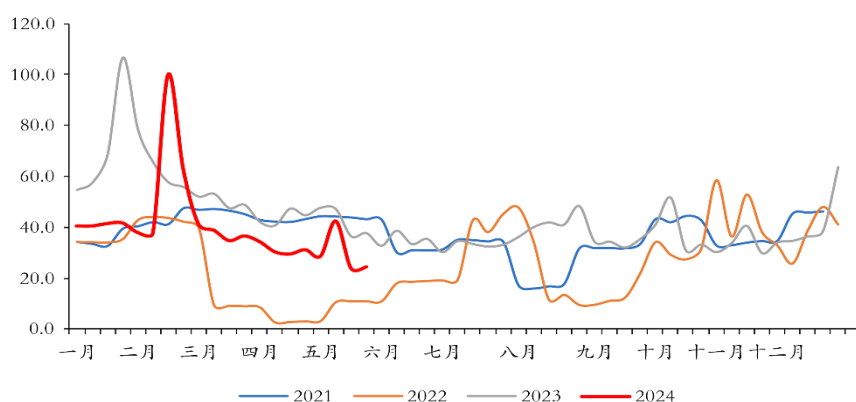
1.1 免税

海南离岛免税

➤ 免税销售景气度指数：2024 年 5 月 13 日至 5 月 19 日，免税销售额指数为 24.4，受淡季客流走弱影响，景气度指数有所下调。

（注：景气度指数综合三亚海口客流绝对值、客流恢复速度及草根调研销售热度所得，50 为景气度中间值，高于 50 认为处于高景气区间，低于 50 认为景气度有待提升。）

图1.免税销售景气度指数



数据来源：飞常准 APP，财通证券研究所

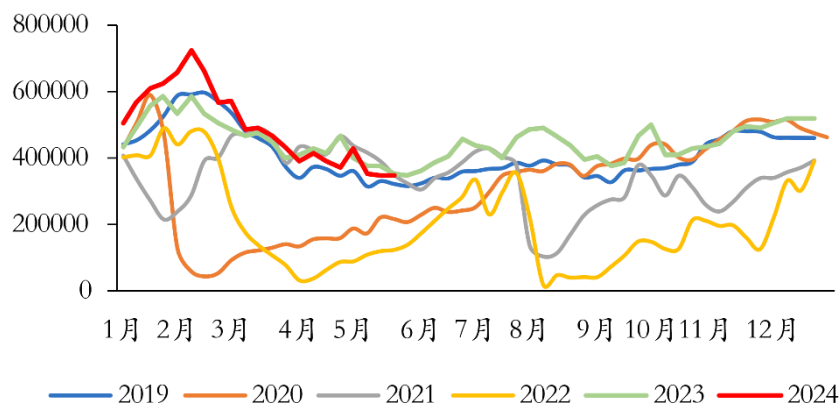
➤ 海南客流情况（2024 年 5 月 20 日至 5 月 26 日）

海南三大机场：客流 35.1 万人次，环比+0.2%，恢复至 19 年同期 108.4%

海口机场：客流 19.3 万人次，环比+1.6%，恢复至 19 年同期 105.7%

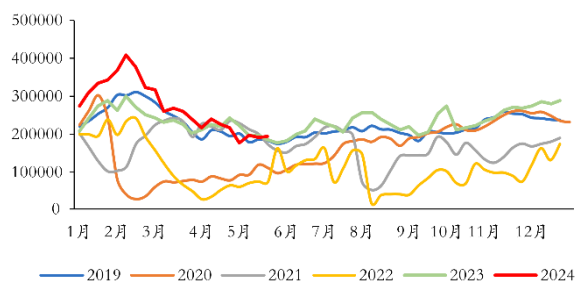
三亚机场：客流 15.2 万人次，环比-1.8%，恢复至 19 年同期 108.4%

图2.海南省机场进港客流情况（人次）



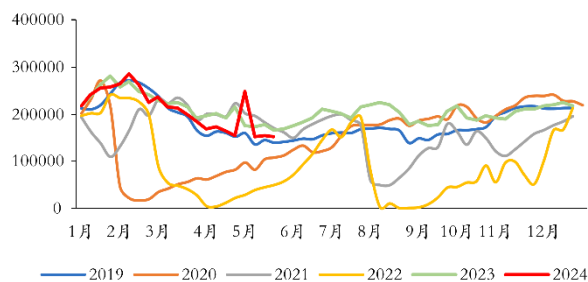
数据来源：飞常准 APP，财通证券研究所

图3.海口机场进港客流情况（人次）



数据来源：飞常准 APP，财通证券研究所

图4.三亚机场进港客流情况（人次）



数据来源：飞常准 APP，财通证券研究所

➤ 分客源看客流：

海南前 10 大客源城市依次为上海、北京、成都、杭州、深圳、广州、长沙、重庆、西安、武汉；

北京→海南：客流 2.7 万人次，环比+1.3%，恢复至 19 年同期 158.3%

上海→海南：客流 3.0 万人次，环比+3.2%，恢复至 19 年同期 125.2%

广州→海南：客流 1.9 万人次，环比+5.7%，恢复至 19 年同期 87.0%

深圳→海南：客流 1.7 万人次，环比-3.9%，恢复至 19 年同期 95.0%

成都→海南：客流 2.2 万人次，环比-1.3%，恢复至 19 年同期 192.5%

重庆→海南：客流 1.5 万人次，环比-3.9%，恢复至 19 年同期 98.3%

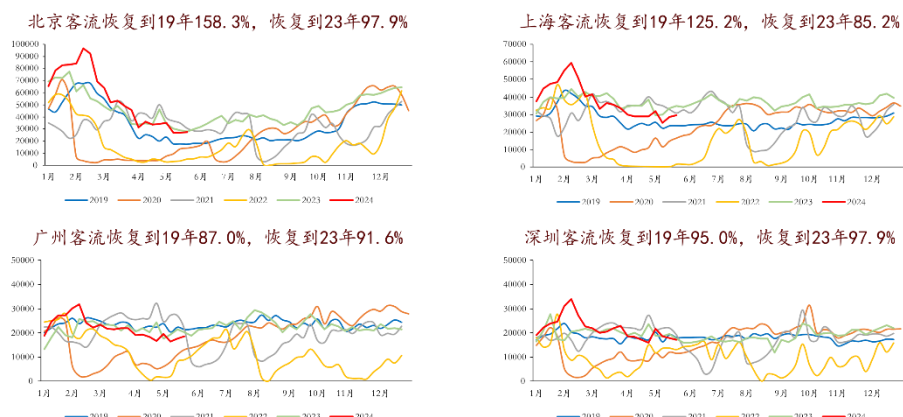
长沙→海南：客流 1.8 万人次，环比+2.5%，恢复至 19 年同期 108.3%

郑州→海南：客流 1.2 万人次，环比+2.8%，恢复至 19 年同期 78.9%

武汉→海南：客流 1.4 万人次，环比+2.0%，恢复至 19 年同期 111.1%

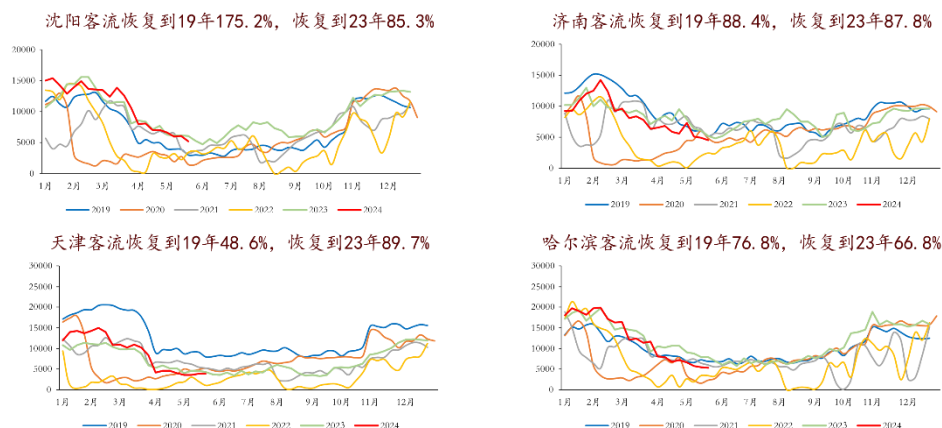
杭州→海南：客流 1.8 万人次，环比-1.5%，恢复至 19 年同期 169.1%

图5.北上广深进港客流（人次）



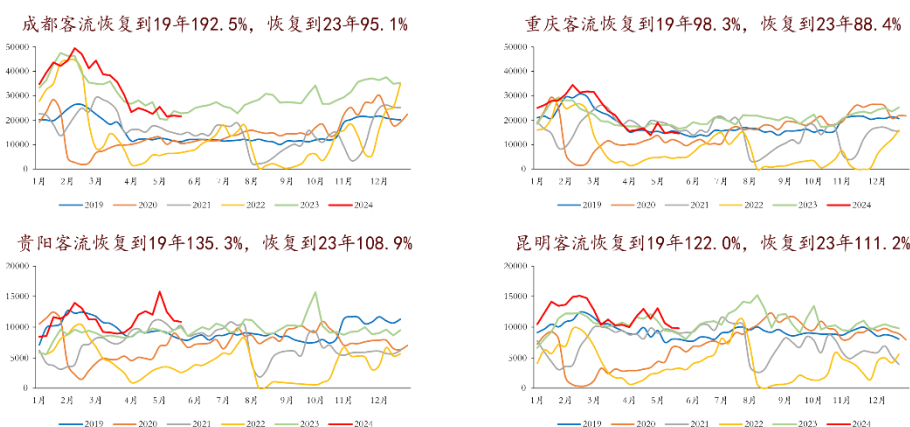
数据来源：飞常准 APP，财通证券研究所

图6.北部地区进港客流（人次）



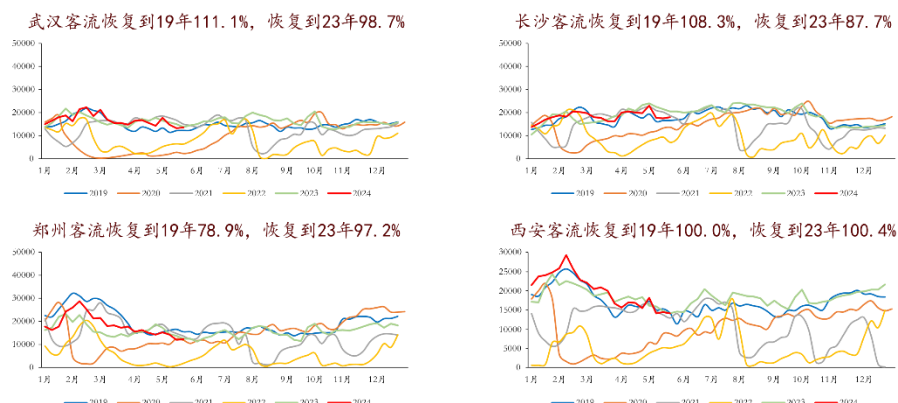
数据来源：飞常准 APP，财通证券研究所

图7.西南地区进港客流（人次）



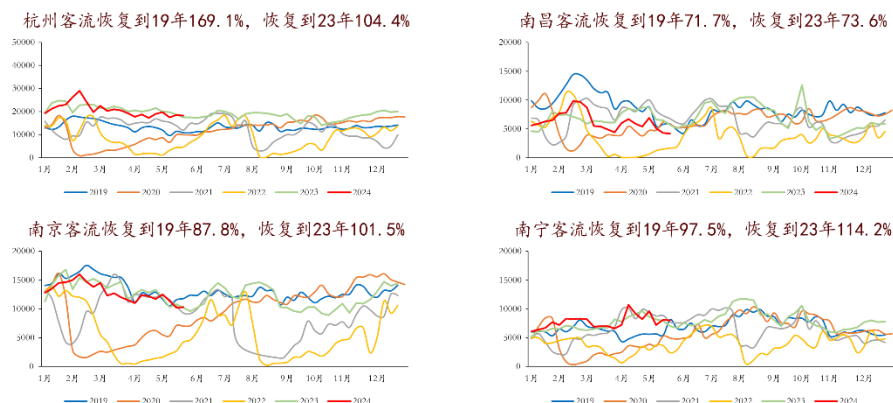
数据来源：飞常准 APP，财通证券研究所

图8.华中地区进港客流（人次）



数据来源：飞常准 APP，财通证券研究所

图9.江南及广西地区进港客流（人次）



数据来源：飞常准 APP，财通证券研究所

行业资讯：

- 5月28日“海南自贸港政策解读”系列主题新闻发布会（第七场）：海南省通过《海南省进一步促进文体旅商展联动扩大消费若干措施》（以下简称《若干措施》），将对销售额同比增长超过15%，且销售总量达到标准的离岛免税经营主体，分档给予相应奖励，最高不超过1500万元。受部分国家汇率大幅贬值等因素影响，离岛免税商品价格竞争力有所下降，对免税经营主体进行补贴能在一定程度上为经营主体让利消费者提供一定动力。

投资建议：二季度海南旅游客流走弱，人次环比承压带动销售承压。近期海南客流由于处于旅游淡季略有回调，近期关注：

1、一季度业绩：公司毛利率提升超预期。公司不断优化库存、收窄折扣率、精品销售比例提升、机场扣点减少，四点联合提升公司盈利能力；

2、2023 年四月下旬起打击代购，同时 23 年下半年消费意愿降至低点，展望公司 H2 起同比压力将显著减轻。推荐关注免税板块核心标的中国中免(601888.SH)，免税消费持续修复及新项目接连落地实现增量。

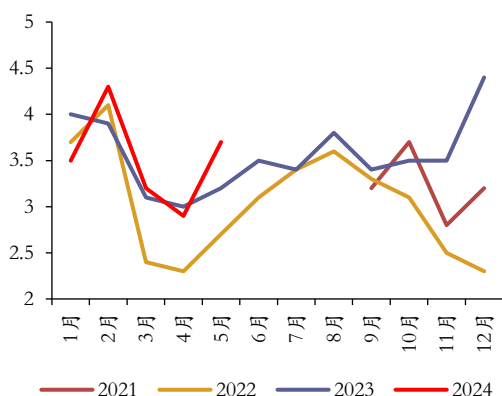
1.2 餐饮

1、**海底捞**：据久谦数据，本周海底捞（2024/5/27-2024/5/31）整体翻台率为 2.3 次/天，对比去年（2023/5/29-2023/6/2）整体翻台率为 2.98 次/天，同比下降 0.68 次/天。单店平均销售额来看，本周平均日销为 2.9 万元，同比-37%，单店平均客流量同比-33%，平均客单价-6%。

2、**Manner**：据久谦数据，本周 Manner（2024/5/27-2024/5/31）单个门店平均订单量为 224 单/天，相比去年同期（2023/5/29-2023/6/2）单个门店平均订单量为 170 单/天，同比提升 31.8%。本周单店平均销售额为 7812 元/天，同比+34.3%。

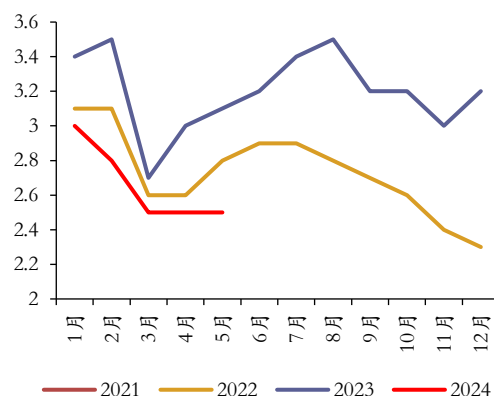
月度数据来看，5 月海底捞同店翻台率依然维持强势增长，太二同店翻台环比逐渐企稳，后续期待公司通过单店模型优化及改革措施带来的同店拐点。

图1.海底捞同店月度翻台率情况（次/天）



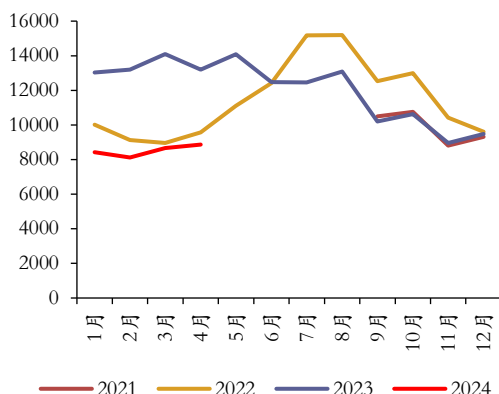
数据来源：久谦，财通证券研究所

图2.太二同店月度翻台率情况（次/天）



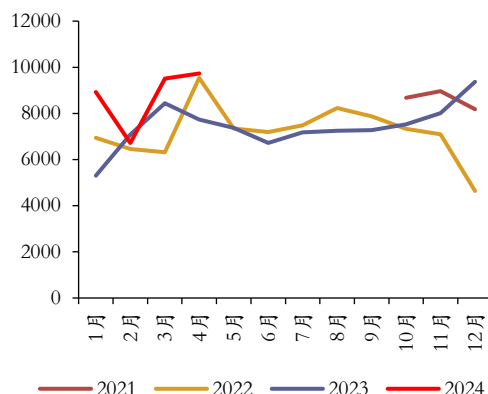
数据来源：久谦，财通证券研究所

图3.喜茶月度店均单量情况（单）



数据来源：久谦，财通证券研究所

图4.Manner 月度店均单量情况（单）



数据来源：久谦，财通证券研究所

茶百道加强供应链布局。茶百道自有原叶茶生产基地投产仪式在福建省福州市晋安区举行。项目投产后，茶百道将可依托自有原叶茶全供应链，锁定上游优质产区及供货量，基地所产茶叶可供应全国 8000 余家门店，茶叶品种覆盖所有饮品茶基底。

咖啡赛道相对高景气，头部品牌持续跑马圈地。自 2023 年 5 月 29 日发起第一份带店加盟邀约后，截至 2024 年 5 月 27 日，瑞幸已有 600+位带店合伙人，带店合伙人的足迹遍布全国 199 个城市。目前，已开业 468 家带店加盟门店。今年 4 月，库迪咖啡全部门店现金流为正数的比例是 95%，5 月增长至 97%。门店端的盈利能力持续增强。自库迪成立以来，7000 家门店累计闭店率为 2.6%。

投资建议：我们建议关注经营相对稳健、盈利能力得到验证、同店表现相对韧性的海底捞（6862.HK）、百胜中国（9987.HK）。

表1.餐饮标的盈利预测与估值

股票代码	公司简称	总市值 亿元	归母净利润（亿元）			P/E		
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
6862.HK	海底捞	968	44.99	51.28	57.27	21.51	18.87	16.90
9987.HK	百胜中国	1,053	60.37	65.12	80.96	17.43	16.16	13.00

数据来源：wind，财通证券研究所；注：收盘价日期为 2024 年 5 月 31 日；海底捞、百胜中国采用 wind 一致预期；中美汇率为 7.3

1.3 酒店

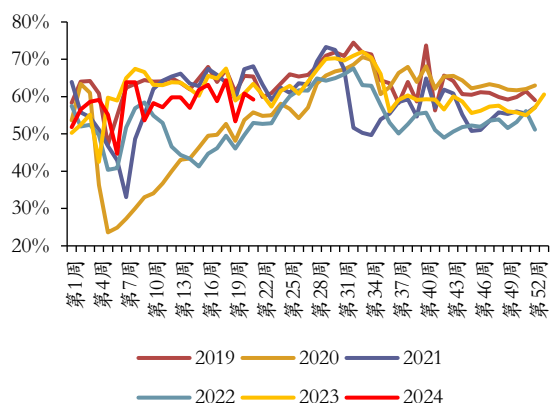
2024 年第 21 周酒店数据来看，经营数据阶段性承压，中低端酒店韧性：

1、全国量价：2024 年第 21 周全国 OCC 为 59.22%，环比上周-1.63pct，同比-4.22pct，较 2019 年同期-6.19pct，上周 OCC 较 2019 年同期-13.69pct；全国 ADR 为 191.13 元，环比上周-0.78%，同比-7.73%，较 2019 年同期-6.35%，上周 ADR 较 2019 年

同期-6.64%；全国 RevPAR 为 113.19 元，环比上周-3.44%，同比-13.87%，较 2019 年同期-15.22%，上周 RevPAR 较 2019 年同期-13.36%。

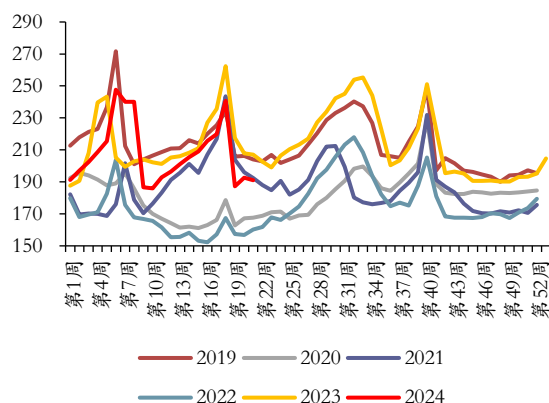
2、分类型：2024 年第 21 周经济型酒店 OCC 为 59.64%，同比去年同期-4.50pct，较 2019 年同期-5.54pct；中档型酒店 OCC 为 59.65%，同比去年同期-4.61pct，较 2019 年同期-6.85pct；高档型酒店 OCC 为 52.44%，同比去年同期-7.41pct，较 2019 年同期-12.85pct。

图5.全国酒店 OCC



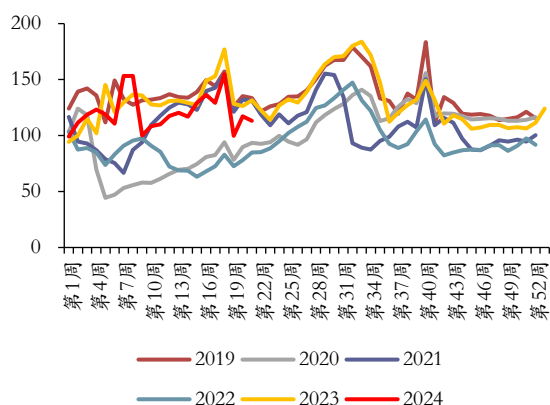
数据来源：酒店之家，财通证券研究所

图6.全国酒店 ADR（元）



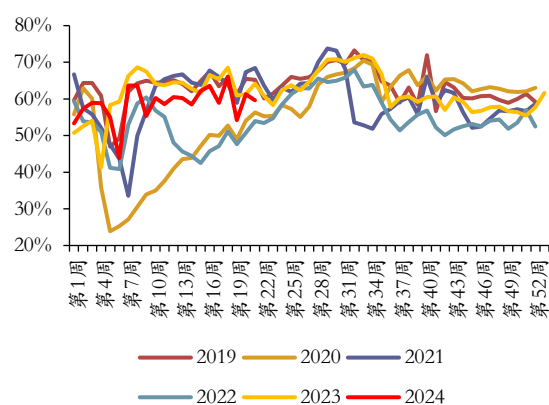
数据来源：酒店之家，财通证券研究所

图7.全国酒店 RevPAR（元）



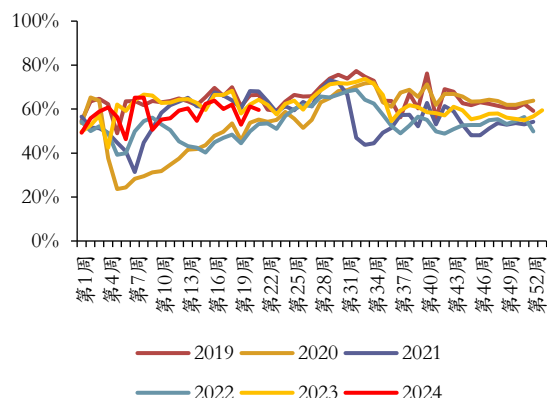
数据来源：酒店之家，财通证券研究所

图8.经济型酒店 OCC



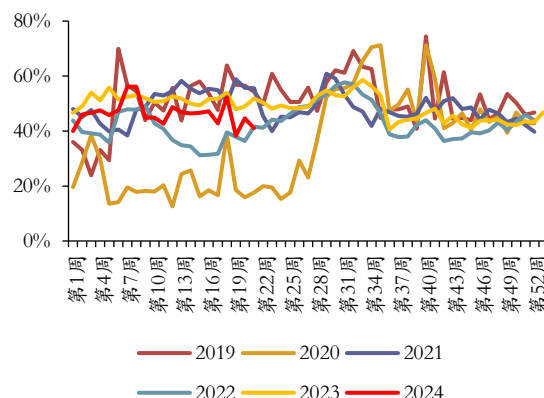
数据来源：酒店之家，财通证券研究所

图9.中档型酒店 OCC



数据来源：酒店之家，财通证券研究所

图10.高档型酒店 OCC



数据来源：酒店之家，财通证券研究所

端午节叠加高考，OTA 平台酒店预定量环比上涨，ADR 小幅上扬。“端午”假期临近，加上高考进入倒计时，近期 OTA 平台住宿预订量有明显增长。去哪儿大数据显示，截至 5 月 28 日，平台上“高考房”预订量较去年同期增长了 1.4 倍。短期看，酒店标的 2024Q1 经营数据上同比略有承压，在二季度保守 RevPAR 增长指引下，股价有所回调，后续可以把握头部业绩兑现度较高的龙头公司，以及三季度旺季带来的业绩超预期可能。亚朵一季度零售业务增长亮眼，公司实现营收 14.68 亿元，同比增长 89.7%，实现经调整净利润 2.61 亿元，同比增长 63.4%。经调整净利率为 17.8%，去年同期为 20.6%，主要是酒店业务毛利率下滑，以及公司加大线上投放导致销售费用率上升。其中零售业务 GMV 达 4.95 亿元，同比 +277.4%，线上 GMV 占比提升至 90%。2024Q1 入住率为 73.3%，恢复至去年的 101.1%，平均房价为 430 元，恢复至去年同期的 97.1%，RevPAR 为 328 元，恢复至去年同期的 97.4%。CRS 渠道销售间夜占比达 65.1%，同比提升 2.6pct。一季度延续快速提升趋势，新开 97 家，在营酒店数达 1302 家，同比增长 34.5%。轻居 3.0 签约数量达 30 家，占一季度新签总门店数的 15%+。

投资建议:短期我们建议关注 1) 受益于休闲度假需求增长的君亭酒店(301073.SZ); 2) 2024Q1 指引相对积极的华住集团(1179.HK); 中期建议关注改革成效逐步兑现的锦江酒店(600754.SH)。

表2.酒店标的盈利预测与估值

股票代码	公司简称	总市值 亿元	归母净利润(亿元)			P/E		
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
1179.HK	华住集团	839	40.85	42.24	47.72	20.53	19.86	17.58
301073.SZ	君亭酒店	42	0.31	1.22	1.76	136.92	34.25	23.74
600754.SH	锦江酒店	300	10.02	16.37	18.36	29.98	18.35	16.36

数据来源：wind，财通证券研究所；注：收盘价日期为 2024 年 5 月 31 日；港元人民币汇率为 0.92

1.4 医美

建议关注医美品类迭代趋势，新品所处周期、覆盖渠道、销售能力为核心。品类结构角度，效果突出、具备差异化卖点、能够为下游提供足够利润空间的新品类有望异军突起，如近年高增速的再生材料、胶原蛋白均符合以上特点。建议关注如生天使、艾塑菲等核心公司已上市新品放量情况及待上市产品获批节奏。2024Q2 及全年市场仍有多款新品有望上市，如：1) **玻尿酸领域**：爱美客宝尼达 2.0、昊海第四代有机交联玻尿酸、华熙颈纹填充产品、键凯科技 PEG 交联玻尿酸；2) **肉毒领域**：复锐医疗科技长效肉毒 Daxxify；3) **重组胶原蛋白领域**：巨子生物重组胶原注射产品、锦波生物妇科适应症&面中部增容产品等。

1、**再生领域**：仍为今年医美市场核心增长点，其中新品江苏吴中艾塑菲 4/23 首批销售以来达成出货 1 万支，销售侧终端反馈产品性能优异，主打中下面部，具备肿胀度低、即刻减轻纹路等优势，同时产能侧限制因素影响小于预期，6/16 将召开品牌发布会，H2 有望加速放量达成全年预期。

图11.江苏吴中童颜针产品艾塑菲销售突破 10000 瓶



数据来源：品牌发布会邀请函，财通证券研究所

2、**胶原蛋白领域**：我们认为胶原蛋白有望成为继玻尿酸之后的国产原创核心成分，且尚处发展早期：供给端来看，胶原蛋白具有 4 大层面功能（物理填充、组织连接、细胞支撑、活性位点调控），但目前型别仍以 I 型、III 型为主，应用场景仍以护肤、眼周水光为主，在技术发展驱动合规供给增加的背景下，型别&应用场景有望持续拓展；需求端来看，欧莱雅、修丽可、珀莱雅等海内外

龙头美妆品牌接续布局重组胶原蛋白原料的背景下，成分 C 端心智有望快速提升，化妆品核心原材料层面领域从技术逆差发展为技术顺差，预计这一优势将继续从护肤品领域深入到医美领域，新一轮的品类红利将在 24 年展开。

- 1) **巨子生物**：可丽金健肤喷雾升级 3.0，原有的三重神经酰胺升级为五重神经酰胺（新添加神经酰胺 NS/神经酰胺 NG、神经酰胺 AS）并加入麦角硫因和双专利依克多因，持续升级大单品产品心智。
 - 2) **锦波生物**：近期开展“评价（注射用）重组 17 型人源化胶原蛋白冻干纤维用于毛发增量的安全性和有效性的前瞻性、多中心、随机、空白对照、有效性临床试验”，在胶原型别、应用场景拓展迈出重要一步。
 - 3) **一级市场融资端**：重组胶原持续受重点关注，湘雅生物完成 A 轮融资，吸纳近 1 亿元人民币投资。此轮融资资金将应用于湘雅生物“花漱”系列重组胶原蛋白领域深度研发及产品产业化，加速公司自有“三螺旋结构”重组胶原蛋白产能提升及三类医疗器械申报及临床研究。
- 3、**光电领域**：朗姿医美与普门美学品牌达成战略合作，普门科技医美板块有望借力龙头连锁机构进一步拓宽品牌力并加速产品放量。

投资建议：医美相关政策持续出台促进行业合规发展，二季度高基数下预期偏弱，建议把握实际景气度预期差，重组胶原蛋白赛道蓝海市场下 24 年表现持续向好，持续重点推荐。建议关注美妆双品牌势能抬升、医美管线有望近期落地的巨子生物（2367.HK）；业绩持续兑现的重组胶原医美龙头锦波生物（832982.BJ）；韩版童颜针国内第一批渠道顺利放量，布局重组人胶原蛋白的江苏吴中（600200.SH）。

1.5 化妆品

抖音 618 首战告捷，美妆销售表现出色。今年抖音美妆 618 平台 5 月 24 日正式开售，持续到 6 月 18 日全活动周期共 26 天，预售期较去年延长 1 天。由于天猫等其他平台取消预售，大促爆发力稍显温和，但抖音平台在美妆销售中表现出色，展现出强劲的增长动力。

品牌情况来看，

- 1) 巨子生物表现抢眼，可复美/可丽金预售同比增长 590%/2853%，成为抖音 618 首日美妆类目 GMV 第一名，再次验证了重组胶原蛋白的空间，可复美的品牌势能仍在持续提升，可复美胶原棒在去年高基数下仍然增长显著，同时大单品产品矩阵不断丰富。
- 2) 珀莱雅依旧稳健，预售同比增长 138%，趋势向好。
- 3) 韩束在抖音销售额仍远超其他品牌，在国货品牌中排名第一，增势强劲。
- 4) 上海家化的美加净在低基数下增速亮眼。
- 5) 薇诺娜预售双位数增长，整体趋势向好。
- 6) 华熙生物部分品牌下滑，但润百颜和夸迪因新品等因素在抖音显著增长。
- 7) 水羊、丸美等品牌在抖音均有不同幅度的增长，显示渠道策略调整成效。

天猫 618 大促首周护肤/彩妆 TOP20 榜单国货占 6/5 席。在护肤类目 TOP20 品牌中，国产品牌占据了六个席位。与 618 首日护肤榜单对比，前三甲保持不变，依旧由珀莱雅、兰蔻、欧莱雅领跑。自然堂成功跻身第 19 名，而林清轩则跌出了 TOP20 的行列。彩妆类目 TOP20 品牌中，国产品牌占据了五个席位。与 618 首日彩妆榜单相比，彩棠稳坐头把交椅，同时，肌肤之钥品牌也实现了跃升，超越雅诗兰黛，跻身第二名。此外，卡姿兰跻身第 15 名，娇兰品牌未能保持在 TOP20 之内。

图12.抖音 618 美妆品牌预售数据

【核心品牌表现】								
		2024年5月24日至5月31日			2023年618			
公司	品牌	销售额 (万元)	销售量 (万件)	均价 (元)	预售销售额 (万元) 5.25-5.31	全期销售额 (万元)	预售yoy	达成率
珀莱雅	珀莱雅	12931	44	294	5442	21542	138%	60%
	彩棠	1259	7	183	2044	5330	-38%	24%
	悦芙媿	999	10	99	/	/	/	/
华熙生物	润百颜	758	2	357	484	5670	57%	13%
	夸迪	277	1	386	112	1935	149%	14%
	米蓓尔	462	4	127	552	3353	-16%	14%
	BM-肌活	383	2	160	582	3572	-34%	11%
贝泰妮	薇诺娜	3639	19	192	3105	11418	17%	32%
丸美股份	丸美	1551	10	152	1005	7258	54%	21%
	恋火	1576	9	185	754	4551	109%	35%
巨子生物	可复美	9548	31	312	1385	10771	590%	89%
	可丽金	2454	9	280	83	408	2853%	602%
上美股份	一叶子	140	2	85	/	/	/	/
	韩束	13763	71	195	/	/	/	/
水羊股份	御泥坊	71	0	173	120	564	-41%	13%
	大水滴	422	4	103	179	800	135%	53%
	小迷糊	520	7	76	18	136	2774%	384%
	伊菲丹	1093	1	1996	778	4736	41%	23%
上海家化	玉泽	421	2	203	157	3502	169%	12%
	佰草集	67	0	247	56	252	20%	27%
	高夫	67	0	485	41	206	61%	32%
	美加净	159	2	82	1	2	26902%	7274%
鲁商发展	瑗尔博士	1032	9	120	1002	5519	3%	19%
	颐莲	866	12	74	943	2629	-8%	33%
逸仙电商	完美日记	388	3	152	645	2326	-40%	17%
	Evelom	230	0	817	56	416	309%	55%
	Dr.WU 达尔肤	1018	5	224	396	4108	157%	25%
伽蓝集团	自然堂	3685	16	228	1152	7103	220%	52%
百雀羚	百雀羚	560	3	179	92	564	511%	99%
花西子	花西子	4055	20	204	2855	18255	42%	22%
毛戈平	毛戈平	2163	12	188	1832	7922	18%	27%
敷尔佳	敷尔佳	2507	8	298	/	/	/	/
润本股份	润本	1593	56	28	/	/	/	/
国际大牌	欧莱雅	8755	44	200	2539	19339	245%	45%
	兰蔻	15440	15	1008	3315	25415	366%	61%
	雅诗兰黛	12945	10	1247	795	30595	1528%	42%
	海蓝之谜	11015	5	2237	2552	26152	332%	42%
	资生堂	1285	4	368	1683	11883	-24%	11%
	OLAY	6763	21	329	3345	15845	102%	43%
	SK-II	2796	1	2007	2279	18079	23%	15%
	后	3292	7	456	914	22514	260%	15%

数据来源：蝉妈妈，财通证券研究所

行业新闻更新：

1、**福瑞达发布即沐品牌正式进军洗护赛道。**5月24日即沐品牌启动仪式在福瑞达上海科创中心顺利举办。福瑞达生物股份正式揭幕已经储备两年多的头皮微生态护理新品牌即沐，标志着公司正式进军洗护赛道。

2、**小红书电商业务将发力直播带货。**小红书电商买手运营业务与商家运营业务合并，组成电商运营部，为电商二级部门。新合并而来的电商运营部，将统一管理买手运营和所有商家运营，直播带货是小红书电商今年重点的投入方向。

3、**逸仙集团首个全球创新研发中心落成。**5月28日完美日记母公司逸仙集团逸仙全球创新研发中心在上海隆重开幕，是逸仙集团首个全球创新研发中心，其落成及运营为逸仙集团的产品研发与科技创新提供了强大的后盾。

投资建议：美妆市场在抖音等新兴渠道的带动下呈现出超预期的活力，品牌间差异化的策略调整与新品推广成为增长的关键驱动力。头部国货品牌可复美、珀莱雅、韩束等品牌依托大单品有望取得超越行业增速，国货市场份额将继续提升，建议关注大促强者+全年大单品更新和新品布局+强业绩兑现度的美妆国货龙头珀莱雅（603605.SH）、美妆新品推新&大单品放量，医美产品获批催化在即的重组胶原蛋白龙头巨子生物（2367.HK）、韩束稳固抖音王者地位延续强劲势头的上美股份（2145.HK）。

1.6 教育**1.6.1 K12：暑期非学科培训旺季将至，关注合规龙头**

续班率&报班人数提升，预收学费大幅增长。截至2023年末，学大教育/昂立教育/卓越教育/思考乐教育合同负债同比+19.9%、+48.3%、+40.4%、+51.6%；截至2024Q1末，新东方/好未来/学大教育/昂立教育合同负债同比+30.9%、+70.2%、+23.5%、+24.1%（新东方&好未来为截至2024/2/29数据）。

图13.主要 K12 教育公司收现&合同负债情况（亿元，%）

代码	公司	2022	2023	YOY	2023Q1	2024Q1	YOY
销售商品、提供劳务收到的现金							
000526.SZ	学大教育	17.16	24.71	44.0%	7.09	9.64	36.0%
600661.SH	昂立教育	6.70	11.97	78.5%	2.71	2.91	7.4%
300192.SZ	科德教育	6.11	5.99	-1.9%	2.01	1.81	-9.9%
300010.SZ	*ST豆神	9.81	9.51	-3.0%	1.27	1.30	2.5%
002659.SZ	凯文教育	2.97	2.23	-25.2%	0.29	0.31	6.0%
002599.SZ	盛通股份	22.18	23.26	4.9%	5.72	4.00	-30.1%
合同负债							
EDU.N	新东方	-	-	-	11.63	15.22	30.9%
TAL.N	好未来	-	-	-	2.35	4.00	70.2%
000526.SZ	学大教育	5.99	7.18	19.9%	8.10	10.01	23.5%
600661.SH	昂立教育	3.90	5.79	48.3%	4.48	5.56	24.1%
300192.SZ	科德教育	0.38	0.67	75.5%	0.87	0.97	11.7%
300010.SZ	*ST豆神	3.50	2.82	-19.4%	3.25	2.19	-32.6%
002659.SZ	凯文教育	1.27	0.83	-34.5%	0.85	0.39	-54.5%
002599.SZ	盛通股份	3.08	2.55	-17.1%	2.78	2.41	-13.5%
3978.HK	卓越教育集团	1.51	2.12	40.4%	-	-	-
1769.HK	思考乐教育	1.82	2.76	51.6%	-	-	-

数据来源：Wind，财通证券研究所

注：新东方、好未来递延收入-流动负债单位为亿美元，报告期末为 2024/2/29

行业供给出清，流量向头部集中。2024 年 2 月 8 日，教育部发布《校外培训管理条例（征求意见稿）》，起草说明指出：1）明确了校外培训成为学校教育有益补充的基本定位，明确了校外培训公益性的基本原则，2）推进依法管理的同时，正视家长的合理培训需求。双减后供给端出清，2021 年末线下校外培训机构已压减 83.8%，线上校外培训机构已压减 84.1%。龙头机构近 3 年纷纷完成合规化转型，《征求意见稿》提出“正视家长的合理培训需求”，素质教育等培训业务有望受益。

近期多地召开会议，明确合规前提下非学科牌照应批尽批。为着力提升教培类企业开办便利度，龙华区政务服务和数据管理局携手区教育局及市场监督管理局龙华监管局共同推出“开办非学科类校外培训”“证照联办”主题事项。自 5 月 15 日起，相关企业只需准备齐全相关材料，即可前往龙华区政务服务中心“证照联办”专窗享受一站式办理服务。自新主题事项开设以来，五天内已成功办理“开办非学科类校外培训”主题事项 60 起。

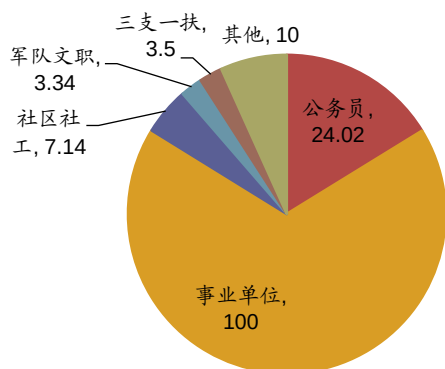
投资建议：龙头机构合规化转型完毕，供给出清下素质教育业务、高中学科辅导业务快速发展，同时纷纷加大人员投入满足终端素质教育培训需求，业绩有望保持较快增长。建议关注全国化机构学大教育（000526.SZ）、新东方-S（9901.HK）、

好未来(TAL.N)、盛通股份(002599.SZ);区域 K12 培训龙头昂立教育(600661.SH)、卓越教育集团(3978.HK)、思考乐教育(1769.HK)。

1.6.2 公职考培：上半年考培旺季，关注头部公司业绩高增

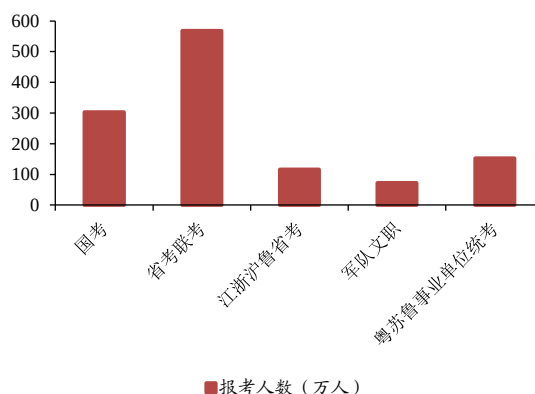
政策性岗位持续发布。本周海南/黑龙江/内蒙古先后发布三支一扶公告：1) 2024 年，海南省计划招募 390 名高校毕业生，报名日期 6 月 1 日至 6 月 7 日；2) 2024 年黑龙江招聘 861 人，报名时间 6 月 3 日—6 月 7 日、笔试时间 6 月 29 日；3) 2024 年内蒙招聘 2700 人，报名时间 6 月 4 日—6 月 7 日、笔试时间 6 月 23 日，招聘对象包括 2021 年至 2023 年内蒙户籍未就业的高校毕业生。

图14.我国公职类岗位招录人数（万人，2024E）



数据来源：人社部、公务员考试网公众号、中公教育、华图教育等，财通证券研究所
注：其他渠道包括军队转业、选调、大学生志愿服务西部计划等

图15.不同公职类岗位报考人数（2024）



数据来源：公务员考试网公众号、中公教育公众号、华图教育公众号、步知公考公众号、状元库公考公众号、粉笔公众号等，财通证券研究所

华图山鼎非学历培训业务顺利推进，聚焦教育业务做大做强。公司子公司华图教育科技已实际开展成人非学历培训业务，华图宏阳已不再从事该等领域业务。2024 年，一部分省份的公务员省考笔试成绩、事业单位笔试成绩以及一部分省份的事业单位招考公告会在二季度发布。公司将坚持“好老师”之本，确保交付质量持续领先；巩固“好课程”之基，以产品铸就品牌；坚持“好服务”之路，不断赢得学员口碑；对内狠抓科学治理与管理，打造公平有序、充满活力的组织结构和薪酬体系。未来合适时机不排除考虑向产品横向多元化和用户纵向延伸服务两个方面扩大市场基数。

投资建议：公职类考培行业有望长期维持高景气，稳就业下供给增加、毕业生人数新高下报考人群扩大，受益于供给扩大及报考需求释放，公职类考培龙头有望受益，建议关注华图山鼎（300492.SZ）、粉笔（2469.HK）、中公教育（002607.SZ）。

- **招聘侧**我国广义公职人员 5000-6000 万人，全国人口结构看 50-54 岁/55-59 岁占比 8.84%/8.14%（2022），退休换岗招聘量大，同时国家加大政策性岗位供给，公职岗位招聘量有望在 2024 年 150 万人基础上稳中有升。
- **报考侧** 2024 年应届毕业生人数将达 1179 万人，创历史新高。根据我国出生人口数，我们预计 2024-2036 年我国高等教育毕业生人数（含研究生）将维持在 1100-1200 万人。

短期因素：1) Q1/Q2 考培旺季催化：3 月省考联考及事业单位联考笔试结束，4 月中旬后笔试成绩将陆续发布，面试班培训将迎来招生高峰，预计主要公司 Q2 业绩确定性高。2) 应届生群体参培率提升：2024 年应届毕业生人数将达 1179 万人，同比增加 21 万人，社会岗位竞争加大，学生重视考公考编机会，为增强自身竞争力更多参与培训。

中长期因素：1) 头部市占率 2-3 年内明显回升：头部三家过去两年精简人员导致中小机构较多，中小机构资金、教研实力有限，在长周期产品开发上存在明显不足，与大机构竞争存在劣势。应届生群体参与考公考编比例提升，时间相对充裕可参培长周期产品。头部机构纷纷加大基地班建设，开发长周期产品，满足考生群体需求。2) 整体参培率提升：近年不少省份公职考试放宽对应届生身份的限定，吸引毕业 1-2 年学生参考，考公考编人群扩大，报录比有提升趋势。岗位竞争加大，考生参培率有望提升。3) 客单价提升：头部机构纷纷推出长周期产品，同时近两年行业针对协议班产品调整，实收占比明显提高，均有利于客单价提升从而提升盈利能力。

1.7 人力资源

中共中央政治局集体学习强调促进高质量充分就业。中共中央政治局 5 月 27 日下午就促进高质量充分就业进行第十四次集体学习，总书记强调促进高质量充分就业，不断增强广大劳动者的获得感、幸福感、安全感。坚持扩大就业容量和提升就业质量相结合。强化重大政策、重大项目、重大生产力布局对就业影响的评估，推动财政、货币、投资、消费、产业、区域等政策与就业政策协调联动、同向发力，构建就业友好型发展方式。

外包业务收入维持增长，招聘端仍有压力。2024Q1，北京人力业务外包服务收入 88.0 亿元，同比+20.5%；科锐国际灵活用工业务同比+12.1%，累计派出 11.57 万人次，在册灵活用工业务的岗位外包员工 3.62 万余人。

图16.主要人力资源公司不同业务增长情况（亿元，%）

代码	公司	2022	2023	YOY	2023Q1	2024Q1	YOY
招聘解决方案							
300662.SZ	科锐国际	7.91	4.91	-37.9%	-	-	-
2180.HK	万宝盛华	2.23	1.58	-29.1%	-	-	-
6100.HK	同道猎聘	23.46	20.22	-13.8%	4.52	4.01	-11.2%
6919.HK	人瑞人才	0.45	0.45	-1.7%	-	-	-
外包服务-灵活用工							
300662.SZ	科锐国际	80.37	89.77	11.7%	-	-	12.1%
2180.HK	万宝盛华	43.44	51.23	17.9%	-	-	-
6919.HK	人瑞人才	35.74	44.28	23.9%	-	-	-
600861.SH	北京人力	37.26	38.51	3.4%	-	-	-
600662.SH	外服控股	8.03	11.39	41.8%	-	-	-
外包服务-业务外包							
600861.SH	北京人力	255.94	316.32	23.6%	73.00	88.00	20.5%
600662.SH	外服控股	107.57	147.49	37.1%	-	-	-

数据来源：Wind、北京人力 2023 业绩说明会，财通证券研究所

注：北京人力、外服控股灵活用工业务系“招聘及灵活用工服务”，主要为灵活用工业务增长

投资建议：2024 年政府工作报告提出全年新增城镇就业 1200 万人以上，2024.4.30 最新中共中央政治局会议上提出“加大对实体经济支持力度、突出就业优先导向”等，有望带动用工回升。稳就业下建议关注板块内具备资金、平台、渠道优势的头部企业北京人力（600861.SH）。

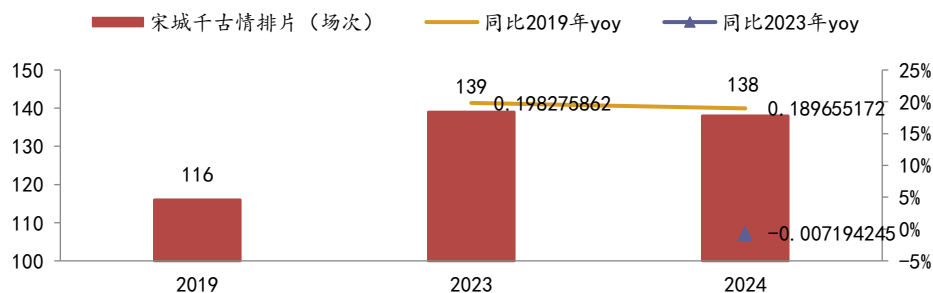
1.8 文旅

旅游：习总书记对旅游做出重要指示，关注旅游 beta 及文旅配套企业主题带动

重要数据跟踪

- **宋城演艺：**根据公众号数据，2024 年 5 月 27 日至 2024 年 5 月 31 日排片量为 138 场，同比 2019 年增长 19%，同比 2023 年减少 1%。

图10.宋城演艺 2024.5.20-2024.5.26 排片量及增长情况



数据来源：宋城演艺公众号，财通证券研究所

备注：实际演出场次可能根据当天客流进行调整，因此或与公众号预计场次有所出入

- 出境游航班恢复情况：根据飞常准 APP 数据，2024 年 6 月 1 日中国内地-地区/国际航班执行量为 1923 架次，恢复至 2019 年基期的 72.42%。

图11.国际航班恢复情况（截止 2024.4.19）



数据来源：飞常准 APP，财通证券研究所

行业重点资讯：

- 根据 5 月 28 日泰国总理府官网公布的内阁会议记录，内阁已经原则性同意这些措施，后续交由外交部等相关部门落实，计划由 2024 年 6 月开始正式实施。这些政策按执行时间分为 3 类，即短期、中期、长期。短期政策包括 5 个措施，首先是扩大免签入境国家的数量，并延长免签停留时间，让 93 个国家和地区的人士可免签来泰，并可停留最长 60 天。这些国家包括泰国此前宣布可免签入境停留 30 日的 57 个国家和地区，和泰国近期或将宣布可免签入境的 36 个国家和地区，其中包括中国。第二是向，泰国未设使领馆的国家开放落地签。第三是针对数字移民开放“泰国目的地”签证(Destination Thailand Visa)，泰国政府此前未有针对远程工作人士的专门签证，因认为这个群体对于泰国发展有裨益，特此新设。
- 根据《中华人民共和国政府和格鲁吉亚政府关于互免持普通护照人员签证的协定》，中格两国持有本国有效普通护照的特照人，自北京时间 2024 年 5 月 28 日凌晨 00:00 起，在对方国家入境、出境或过境，单次停留不超过 30 日，每 180 日累计停留不超过 90 日，免办签证。

公司跟踪：

- 众信旅游集团携手华住会、德国国家旅游局持续深耕德国目的地旅游市场，独家推出“全景德国-世界文化遗产 13 日之旅”及“世界文化遗产德国大全景 15 日”产品率先亮相 2024ITB 上海国际旅游交易博览会，深耕德国目的地市场。
- 5 月 29 日，携程集团与马来西亚旅游部在上海世博展览馆举行 MOU 签约仪式。双方的合作市场将进一步扩大化，不仅限于中国，还将拓展至亚太区域，包括马来西亚本土及新加坡等市场。

- 近期，携程在天津市滨海高新区海泰出入境管理局大厅内的签证中心正式开业。天津签证中心是携程在华北区域开办的第一家线下签证中心，为游客提供覆盖 141 个国家的签证办理及其相关咨询服务，业务范围涵盖旅游、探亲、商务等多个领域

投资建议：习总书记对旅游做出重要指示，政策催化的背后，重申旅游高景气度及其目前在内需拉动层面的重要作用。

1.建议关注整个旅游 beta 带动及文旅配套企业的主题带动：（1）估值层面，目前三特索道，九华旅游，黄山旅游，宋城演艺，以上四个公司成长性高、且当前位置相对合理。（2）国内旅游需求释放确定性强，旅游出行热点连续发酵。5 月中旬起淡季有望孵化出现新流量“爆点”带动板块情绪，目前新疆地区受到《我的阿勒泰》剧集带动，可以关注其暑期成为话题热点的潜力，建议关注西域旅游（西部旅游开发+低空经济+摘帽）。（3）建议关注近期通高铁主题的个股九华旅游、黄山旅游、天目湖，其有望走出超额客流增速。

2.除旅游个股外，建议关注此次事件催化过程中对于文旅配套企业可能存在的拉动。核心关注：（1）金马游乐：游乐设备制造厂商，逐步切入布局乐园项目。

（2）锋尚文化、大丰实业：大型演出设计方与搭建方，目前都有布局文旅 to C 演出设计与运营。

会展版块：

外贸数据跟踪：

- 5 月 30 日，中国贸促会举行 5 月例行新闻发布会：今年以来，我国货物贸易延续去年四季度以来的回升向好态势。调研显示，81.6%的外贸企业预测上半年出口向好或持平，65.1%的受访企业新增订单较上季度增长或持平。
- 5 月 18 日至 5 月 24 日，宁波航运交易所发布的海上丝绸之路指数之宁波出口集装箱运价指数(NCFI)报收于 2187.5 点，较上周上涨 7.4%。21 条航线中有 20 条航线运价指数上涨，1 条航线运价指数下跌。“海上丝绸之路”沿线地区主要港口中，15 个港口运价指数上涨，1 个港口运价指数下跌。

个股跟踪：

- 兰生股份：第二十一届上海教育博览会于 5 月 24 日至 26 日以“科学引领未来，教育助力强国”为主题在上海展览中心顺利举办。东浩兰生会展集团为上海位育中学打造了 AI 数字化交互科技展位，进一步展现上海位育中学的

“芯动位育，智创未来”的教育理念和“用‘芯’实践，赋能培养”的培养方式。

投资建议：二季度会展场次逐渐增多，关注二季度事件催化。1) 米奥会展：6 月初有望触发股权激励，预计会经历股权激励目标预期是否达标的博弈阶段，6 月上旬压力较大，6 月下旬起可以关注公司下半年预售展位情况，同时下半年公司整体展位数量占比较大，可以跟踪合同负债判断公司出海会展龙头的景气度是否提升。2) 兰生股份：当前公司于 23 年收购的“它博会”顺利结束，会展规模受到场馆面积限制较 23 年持平，参展景气度维持高位；同时公司参与上海大型体育赛事的举办（例如上马、上帆、上艇），其中奥运会资格赛圆满收官。长期来看建议持续关注米奥会展（300795.SZ）一带一路、RCEP 政策扶持下境外自办展及海外合作办展带来业绩增长机会，关注兰生股份（600826.SH）作为国内头部会展公司通过运营国内知名 IP 提升影响力、收并购小型会展 IP 机遇。短期看，二季度为米奥会展与兰生股份的会展、赛事旺季，目前估值均处于合理位置，可以关注事件性催化对于股价的拉动。

体育板块：

- 力盛体育：借 FE 这个国际顶级新能源汽车赛事回归中国之际，在 5 月 26 日 FE 正赛日现场举办了 ETCR 赛车发布及新能源汽车运动沙龙活动，国际奥委会委员、中国奥委会副主席于再清、嘉定区副区长汤东英、东风汽车集团有限公司研发总院代理副院长张衡、力盛云动（上海）体育科技股份有限公司董事长夏青等领导嘉宾出席，为东风汽车与力盛体育联手打造、首台国内自主研发的中国量产电动赛车——东风奕派 eπ007 电动赛车揭幕。
- 金陵体育：2024 赛季中国男子三人篮球超级联赛（简称超三联赛）揭幕战在宁波圆满落幕。金陵体育作为联赛官方供应商，为联赛提供了专业的 3V3 篮球器材、计时记分系统和全程赛事保障服务。

投资建议：巴黎奥运会将于 2024 年 7 月 26 日开幕，当前已进入百日倒计时，建议关注 F1 赛事及巴黎奥运会热度催化下体育产业投资机会，全民健身与数字体育标的力盛体育（002858.SZ），巴黎奥运会中国代表团健身器材供应商舒华体育（605299.SH）。

1.9 黄金珠宝

金价稳定维持高位。5 月整体金价维持高位波动，月内受国际地缘政治风险、美国经济数据、美联储降息预期等因素影响，伦敦金现价格高位波动，一度触及历史新高。本周沪金价格维持在 550 元/g 以上，5 月 31 日沪金价格为 553.6 元/g，COMEX 金价较前日回调至 2326.1 美元/盎司。展望 6 月及下半年黄金市场，美国

通胀将继续回落，就业延续降温，美联储开启降息周期的预期下，金价仍有望维持高位。

图17.上海黄金现货价格: Au9999 (元/g)



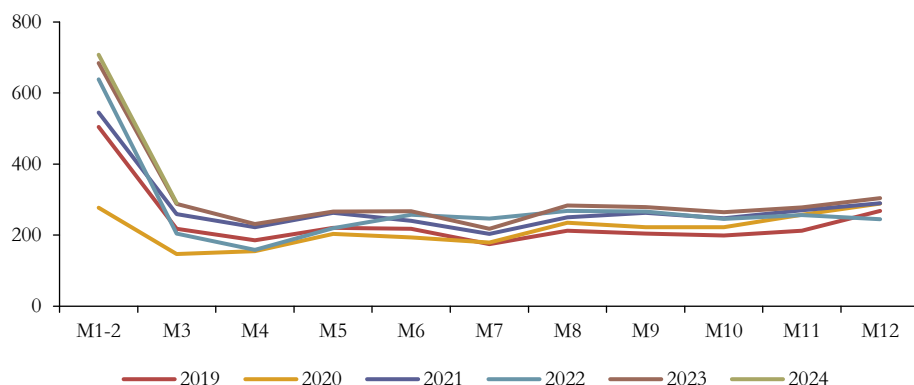
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图18.COMEX 黄金期货收盘价 (美元/盎司)



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图19.金银珠宝类零售额及同比 (亿元)



数据来源: Wind, 财通证券研究所

Q2 黄金珠宝消费淡季，叠加金价高位影响，终端销量或有下滑。4月金银珠宝零售额同比下滑0.1%，结构来看，高毛利的金饰产品销售销量或有更大压力，尤其大克重、高工费金饰消费受金价上涨的影响较大，婚庆、悦己等刚需消费或有推迟。

伴随金价企稳，Q3有望迎来黄金珠宝销售旺季。Q1、Q2黄金珠宝市场消费一定程度受金价抑制，伴随金价企稳，Q3作为传统黄金珠宝销售旺季，终端表现有望迎来反弹。婚庆、悦己消费等购金需求有望在Q3集中释放，**渠道端关注头部品牌拓店节奏。**当前黄金珠宝品牌拓店空间仍较大，行业集中度有望持续提升，行业调整后头部品牌有望保持拓店节奏。

黄金珠宝品牌股息率提升趋势明显。2023 年，周大生/潮宏基/莱百股份/老凤祥/中国黄金/曼卡龙股息率中枢分别为 5.7% /4.3% /4.9% /2.6%/4.1%/1.2%，较 2022 年均有明显提升，周大生 2023 年股息率达 5.7%，高于行业平均水平。

表3.主要内资黄金珠宝品牌股息率情况

	2019	2020	2021	2022	2023	近三年平均
周大生	2.7%	3.6%	4.8%	3.6%	5.7%	4.1%
莱百股份	0.0%	0.0%	2.5%	3.2%	4.9%	2.1%
老凤祥	1.5%	1.7%	1.9%	1.9%	2.6%	1.9%
潮宏基	1.7%	3.4%	3.4%	3.4%	4.3%	3.3%
中国黄金	0.0%	1.5%	2.2%	2.8%	4.1%	2.1%
曼卡龙	0.0%	0.9%	1.0%	1.1%	1.2%	0.9%

数据来源：wind、财通证券研究所

投资建议：季节性因素叠加金价高企影响下，Q2 金饰消费仍有压力。五月金价保持高位波动，叠加消费淡季，金饰消费承压，尤其高克重、高客单产品受影响较大。金价受地缘政治、美国经济数据、美联储降息预期等因素影响，中长期预计保持强势。但考虑黄金产品保值需求持续存在，金价高位企稳后，婚庆、悦己等金饰刚需在 Q3 有望迎来反弹。建议关注：纯直营门店、投资金占比高、华北地区龙头品牌莱百股份（605599.SH）、黄金珠宝行业龙头老凤祥（600612.SH）；关注终端门店扩张的中国黄金（600916.SH）、潮宏基（002345.SZ）、周大生（002867.SZ）等。

1.10 零售：内外需双弱，关注国内超市及跨境电商板块机会

1.10.1 国内零售：关注超市板块同店修复+调改下的利润弹性

重庆百货旗下新世纪超市加州店启动转型计划，将传统的经营模式升级为生鲜+折扣的全新模式，经过调改后，5 月 28 日新世纪超市超级市集正式开业。1) 推出大量的折扣商品，覆盖食品、日用品等多个品类，但与其他折扣店不同，超级市集依然保留了较大部分的生鲜品来作为引流；2) 店面改造升级，新的店面设计更符合现在的时尚审美，可以为消费者提供更加宽敞、明亮、舒适的购物环境；3) 超市内设置自助结账设备，提高购物效率；4) 控制 SKU 数量精选商品，实现每个商品规模化采购，高度聚焦单品品类，缩短消费者决策时间；5) 增加稀缺性、季节性的差异化商品；6) 通过源头工厂直采、大宗采购，减少中间环节，降低成本。

在胖东来的帮扶下，永辉超市调改即将开始，店效有望获得大幅提升。本次胖东来调改永辉的启动门店有两家，分别为永辉郑州信万广场店和新乡宝龙广场店，启动调改时间依次为 5 月 31 日和 6 月底。本次调改以胖东来团队和青海一家亲团队为主导，永辉内部将抽调全国精英组建调改小组来配合工作。调改的内容包括商品结构、品质、价格及卖场布局、动线、环境、员工待遇等多个方面。1) 淘汰下架 70%的商品，保留一线品牌、优选质量可靠的商品、规划补充时尚商品品

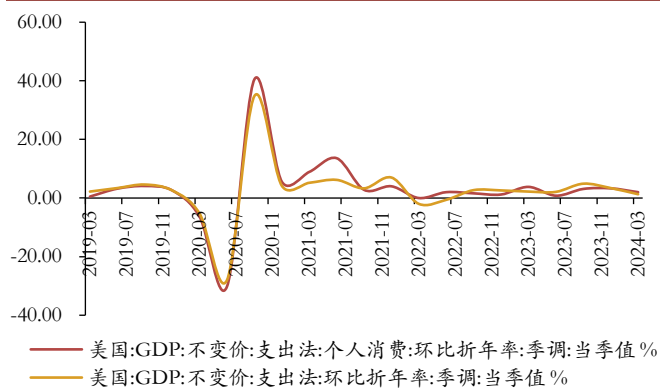
类，引进胖东来的自有产品，包括胖东来江米条、DL 果汁、DL 精酿小麦啤酒、DL 燕麦片、DL 洗衣液等。2) 优化采购渠道，降低商品价格；3) 优化动线，取消强制动线；4) 缩短营业时间，提高员工薪酬。永辉郑州信万广场店 2019 年 11 月 8 日开业，经营面积约 3100 m²，2023 年平均日销 18.01 万元，日均客流 2613 人；今年 1-4 月平均日销 16.82 万元，日均客流 2448 人。于东来定下的目标为调改后日销提升到 80-100 万元，不低于 50 万元。

投资建议：1) CPI 回升有望带动同店恢复，2024Q1 同店回暖逻辑已经开始兑现，近期多家商超启动调改，涉及供应链、商品结构、商品价格等多个方面，今年超市板块或有较大利润弹性，建议关注永辉超市（601933.SH）、重庆百货（600729.SH）、家家悦（603708.SH）、红旗连锁（002697.SZ）。2) 推荐关注平价消费、折扣消费主线，以及出海、兴趣消费高景气赛道，相关标的名创优品（9896.HK）3) 推荐小商品城（600415.SH），投资收益影响趋弱，公司盈利质量提升，老市场提租、新市场扩建、新业务共同驱动后续增长，转型逻辑持续兑现。4) 推荐主业稳健，AI 麦可持续发力，会员数及客单价提升空间广阔的焦点科技（002315.SZ）。

1.10.2 跨境电商：海外消费承压，关注跨境电商板块机会

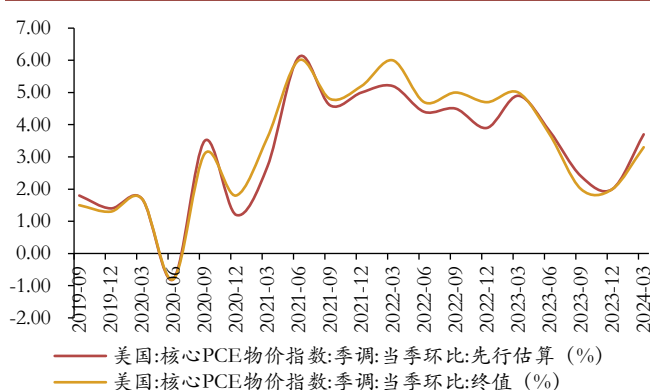
美国一季度 GDP 和 PCE 增速双双大幅下修，下调主系消费支出低于预期，或将加强市场对降息的预期。修正数据显示，美国一季度实际 GDP 年化季环比+1.3%（初值+1.6%），23Q4 为+3.4%，环比大幅放缓。核心 PCE 价格指数年化季环比+3.6%（初值+3.7%），仍高于 23Q4 的+2%。

图20.美国 GDP 及个人消费支出增速放缓



数据来源：同花顺 ifind，财通证券研究所

图21.美国一季度 PCE 环比增速下修



数据来源：同花顺 ifind，财通证券研究所

海外必选消费韧性持续，耐用品全年或将持续承压。从美国连锁商超业绩指引来看，其中亚马逊、沃尔玛、塔吉特指引未来正增长，劳氏、塔吉特、梅西百货指引增速仍难转正。我们认为当前需求端暂无大幅回暖，渠道或将保持库存紧平衡，对补库持谨慎态度，本轮或为弱补库。

消费降级下跨境电商的性价比优势有望持续凸显，风险充分计价后，建议关注板块 Q3 机会。当前海运、关税等风险情绪压制板块估值，但整体来看，利空消息

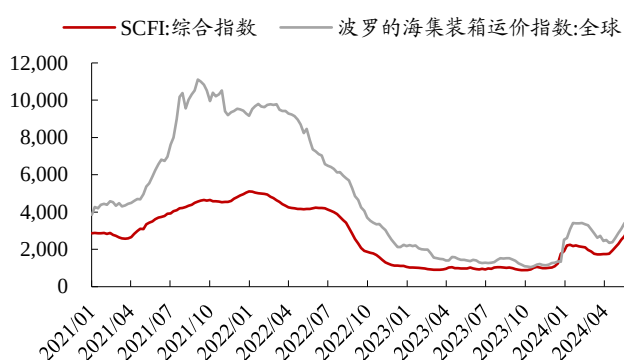
有望在 Q2 逐步消化：1) 5 月份受红海事件影响海运价格回升，但整体来看难现 2021-2022 年高点，同时考虑到春季为海运长协价签约的主要时期，下半年消息面边际影响有望减弱；2) 5 月 14 日美国发布 301 调查法定四年覆检备忘录，将进一步提高部分产品加征关税，同时 6 月 14 日后 352 项中国进口商品及 77 种疫情相关类别中国进口商品的 301 关税豁免期即将到期。当前国内出海企业不断加强全球化供应链布局，叠加品牌化趋势下关税部分转嫁下游消费者，实际影响或低于预期。

表4. 海外连锁商超&线上平台业绩指引情况

亚马逊	24Q2 公司指引营收 1440-1490 亿美元， 同比增速 7-11% ，低于市场预期；指引利润 100-140 亿美元，超市场预期，4 月 1 日开始的 FBA 提价应当是主要贡献之一。
家得宝	指引全年总销售额同比+1%，剔除天数不同的 可比销售额同比-1% ；全年毛利率 33.9%。
劳氏	指引全年总销售额 840-850 亿美元， 可比销售额同比-2-3% ；全年营业利润率 12.6~12.7%。
开市客	指引下季度 收入增速同比+8.1%
沃尔玛	指引 24Q2 净销售额同比+3.5~+4.5% ，营业利润+3.0~+4.5%。
塔吉特	指引 24Q2 及 全年营收同比 0~+2% 。
梅西百货	指引全年净销售额 223-229 亿美元， 可比销售额同比-1%~+1.5% 。

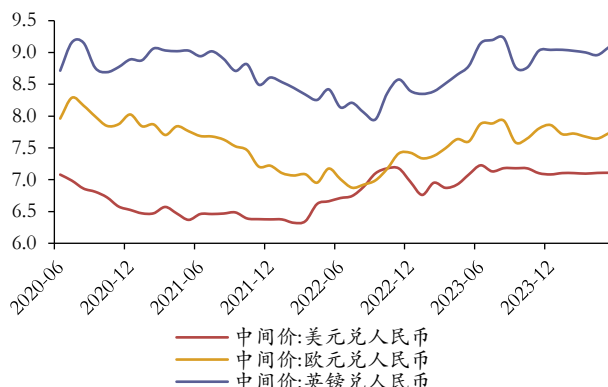
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图22.5 月份 SCFI 海运指数回升



数据来源：同花顺 ifind，财通证券研究所

图23.截至 5 月份美元币值持续维持高位



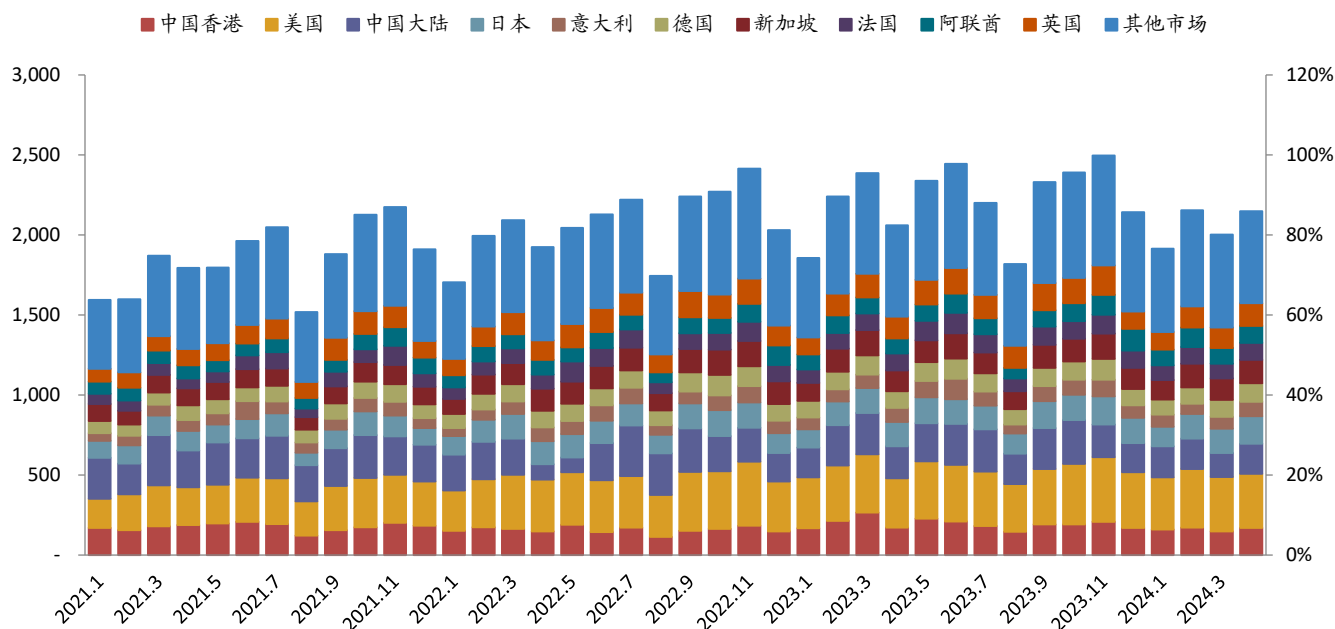
数据来源：同花顺 ifind，财通证券研究所

建议关注 Q3 跨境电商板块机会，推荐：1) 品牌运营龙头安克创新 (300866.SZ)，2024 年拓品类持续，快充协议统一事件支撑主业增速韧性，长期有望受益手机 AI 换机潮；**2)** 当前股价持续调整的跨境电商泛品类龙头华凯易佰 (300592.SZ)，收购通拓事件有望于 Q3 落地，叠加新兴平台拓展数据有望上量带来催化；**3)** 关注亚马逊服装品类龙头赛维时代 (301381.SZ) 及家具家居品牌龙头致欧科技 (301376.SZ)；**4)** 推荐千斤顶出海龙头常润股份 (603201.SH)，品牌渠道资源扎实，拓品类、拓线上打开增量空间；同时关注燃油割草机龙头大叶股份 (300879.SZ)，核心渠道上量渠道市占率提升 alpha 有望凸显。

1.11 奢侈品

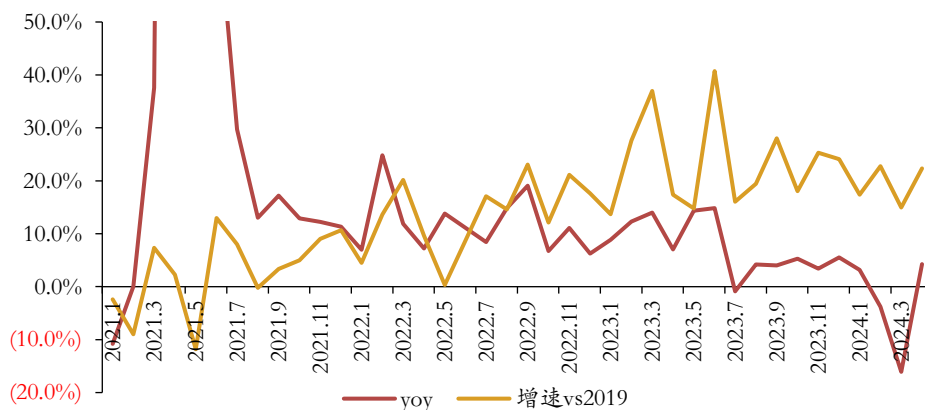
4月瑞士表出口额同比恢复正增长，扭转24Q1下滑态势：根据瑞士钟表协会FHS数据，2024年4月，瑞士钟表出口额21.47亿瑞士法郎，同比增长4.2%，相较于2019年增长22.4%。

图24.瑞士表出口额（百万瑞士法郎）



数据来源：FHS，财通证券研究所

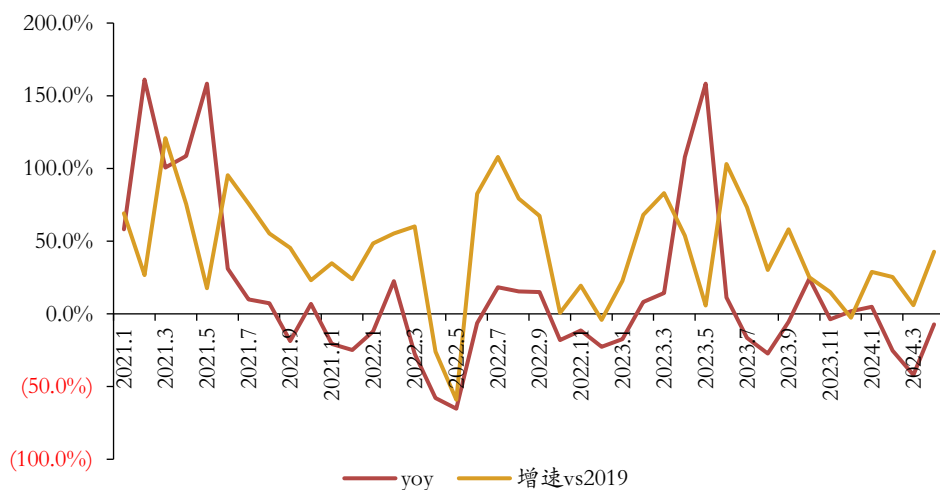
图25.瑞士表出口额增速（同比增速&相较于19年增速）



数据来源：FHS，财通证券研究所

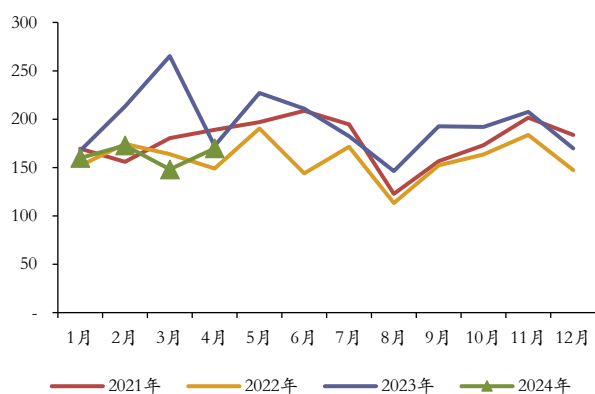
分地区看，所有地区均呈现回暖态势：2024年4月瑞士表出口至主要国家和地区出口额出现回升趋势，其中中国香港/中国大陆同比下滑1.6%/7.1%，降幅较3月份（44.2%/42.1）均大幅收窄，其余市场同比由负转正。与2019年相比，除中国香港地区下滑32.4%，其余较疫情前水平平均上涨超过10%，其中美国和阿联酋涨幅领先，增长64.8%/61.7%。

图26.瑞士表至中国大陆出口额增速（同比增速&相较于2019年增速）



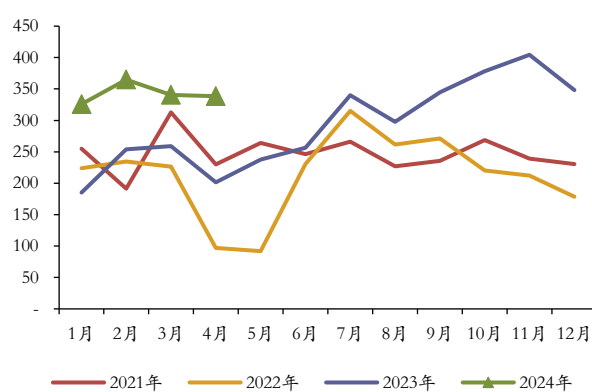
数据来源: FHS, 财通证券研究所

图27.瑞士表至中国香港地区出口额（百万瑞士法郎）



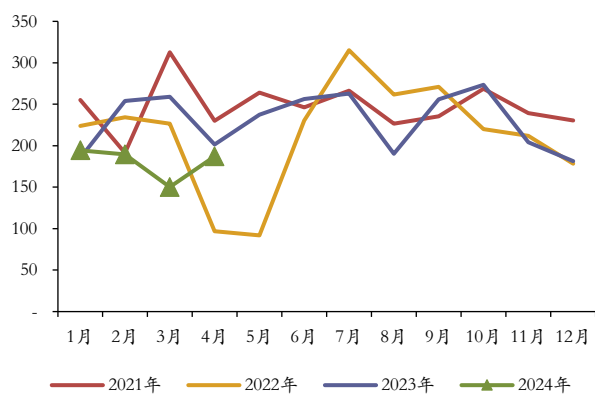
数据来源: FHS, 财通证券研究所

图28.瑞士表至美国出口额（百万瑞士法郎）



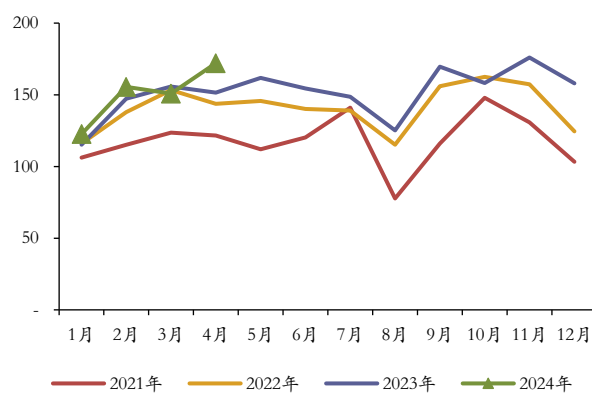
数据来源: FHS, 财通证券研究所

图29.瑞士表至中国大陆出口额（百万瑞士法郎）



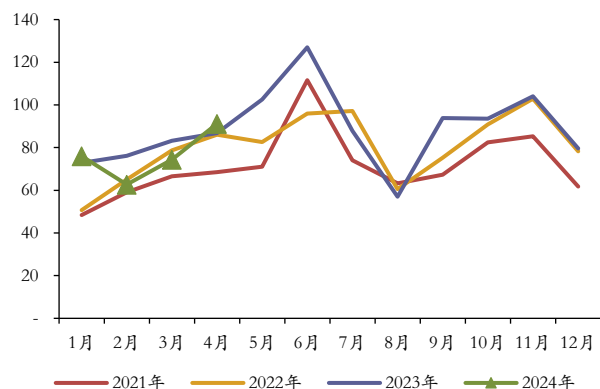
数据来源: FHS, 财通证券研究所

图30.瑞士表至日本出口额（百万瑞士法郎）



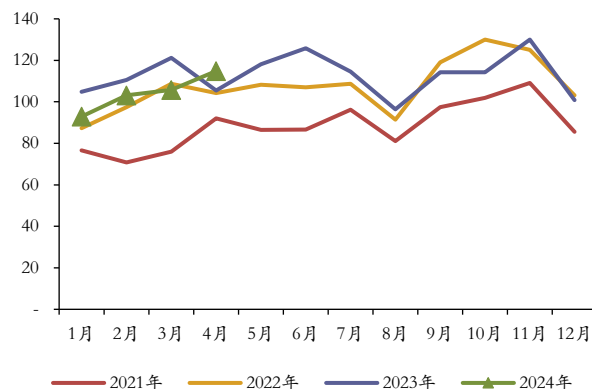
数据来源: FHS, 财通证券研究所

图31.瑞士表至意大利出口额（百万瑞士法郎）



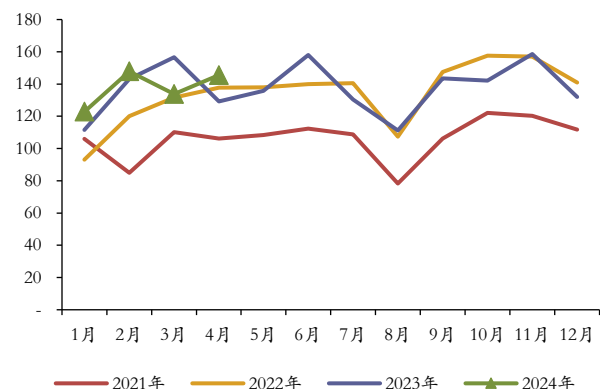
数据来源：FHS，财通证券研究所

图32.瑞士表至德国出口额（百万瑞士法郎）



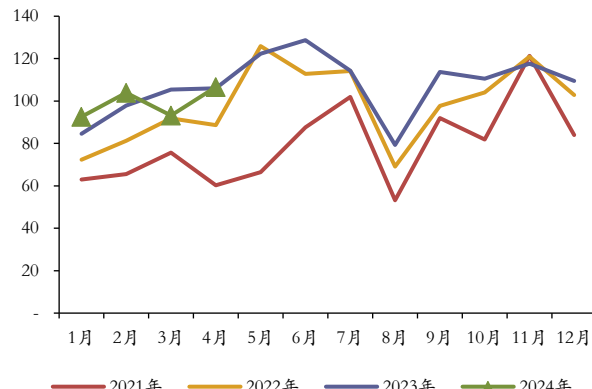
数据来源：FHS，财通证券研究所

图33.瑞士表至新加坡出口额（百万瑞士法郎）



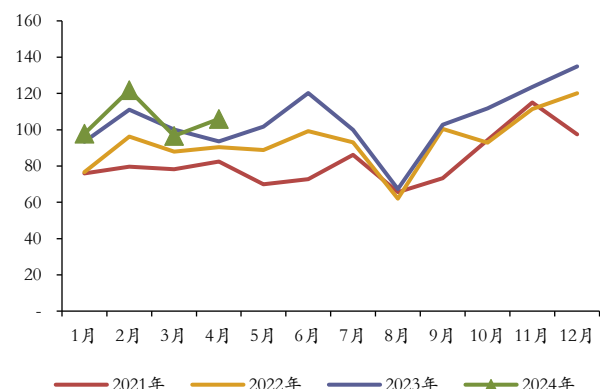
数据来源：FHS，财通证券研究所

图34.瑞士表至法国出口额（百万瑞士法郎）



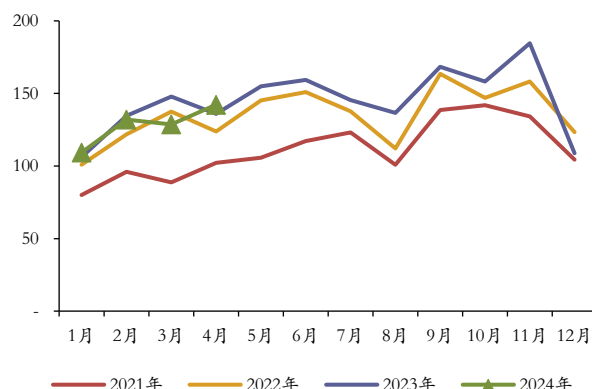
数据来源：FHS，财通证券研究所

图35.瑞士表至阿联酋出口额（百万瑞士法郎）



数据来源：FHS，财通证券研究所

图36.瑞士表至英国出口额（百万瑞士法郎）



数据来源：FHS，财通证券研究所

表5.瑞士表至各国/地区出口额增速（同比增速&相较于2019年增速）

同比增速												
日期	全球	中国 香港地区	美国	中国 大陆	日本	意大利	德国	新加坡	法国	阿联酋	英国	其他 市场
2022.1	7.0%	(10.3%)	37.6%	(12.2%)	9.3%	4.8%	14.0%	(12.1%)	14.9%	1.1%	26.1%	11.6%
2022.2	24.8%	11.9%	33.5%	22.5%	19.8%	10.2%	37.6%	41.3%	24.1%	21.0%	26.8%	24.5%
2022.3	11.9%	(9.3%)	31.9%	(27.5%)	24.2%	18.3%	43.0%	19.6%	21.4%	12.4%	54.8%	14.5%
2022.4	7.3%	(21.2%)	36.9%	(57.8%)	18.1%	25.7%	13.1%	29.8%	47.1%	9.6%	21.2%	14.8%
2022.5	13.8%	(3.4%)	34.8%	(65.2%)	30.0%	16.3%	25.2%	27.3%	89.6%	27.0%	37.4%	27.0%
2022.6	8.5%	(31.0%)	17.8%	(6.5%)	16.5%	(14.1%)	23.6%	24.5%	28.8%	36.4%	28.8%	11.5%
2022.7	8.4%	(11.9%)	13.5%	18.4%	(1.4%)	31.0%	13.0%	29.3%	12.0%	8.0%	11.9%	1.6%
2022.8	14.8%	(7.7%)	23.1%	15.3%	48.3%	(4.1%)	12.7%	37.0%	29.9%	(5.5%)	11.2%	12.1%
2022.9	19.1%	(2.8%)	33.3%	15.1%	34.4%	11.7%	22.3%	39.0%	6.2%	37.2%	18.1%	12.9%
2022.10	6.8%	(5.5%)	16.5%	(18.1%)	9.9%	10.2%	27.6%	29.1%	27.3%	(1.5%)	3.5%	6.3%
2022.11	11.1%	(8.9%)	32.9%	(11.4%)	20.3%	20.6%	14.6%	30.5%	(0.2%)	(3.1%)	18.0%	11.4%
2022.12	6.0%	(19.8%)	12.2%	(22.6%)	20.6%	26.9%	20.6%	26.2%	22.4%	23.2%	18.2%	4.1%
2023.1	8.9%	10.3%	26.4%	(17.3%)	(0.8%)	43.6%	20.2%	19.8%	16.9%	21.8%	5.2%	3.4%
2023.2	12.3%	22.2%	15.7%	8.3%	6.7%	17.1%	13.6%	19.3%	20.4%	15.3%	10.4%	7.0%
2023.3	14.0%	61.9%	7.9%	14.4%	1.5%	5.7%	11.5%	19.0%	14.8%	13.9%	7.5%	9.1%
2023.4	7.1%	15.9%	(4.8%)	107.8%	5.5%	0.8%	1.2%	(6.2%)	19.5%	3.4%	9.9%	(1.9%)
2023.5	14.4%	19.2%	9.8%	158.3%	11.1%	24.2%	9.0%	(1.7%)	(2.9%)	14.5%	6.7%	2.8%
2023.6	14.8%	46.3%	8.9%	11.2%	10.1%	32.4%	17.6%	12.9%	14.1%	21.1%	5.6%	11.5%
2023.7	(0.9%)	6.4%	5.2%	(16.6%)	6.8%	(9.5%)	5.4%	(7.1%)	0.1%	7.4%	5.5%	(0.9%)
2023.8	4.2%	29.1%	13.8%	(27.3%)	8.7%	(5.9%)	5.5%	3.6%	14.8%	8.5%	21.7%	4.2%
2023.9	4.0%	26.5%	(6.3%)	(5.5%)	8.7%	24.9%	(4.1%)	(2.7%)	16.4%	2.4%	3.0%	7.1%
2023.10	5.3%	17.6%	5.1%	24.3%	(2.6%)	2.9%	(12.1%)	(9.8%)	6.2%	20.5%	7.8%	2.5%
2023.11	3.4%	12.9%	1.1%	(3.7%)	11.9%	1.1%	4.0%	1.0%	(2.7%)	10.9%	16.6%	0.1%
2023.12	5.5%	15.3%	11.6%	1.7%	26.8%	1.7%	(2.2%)	(7.4%)	6.3%	11.9%	(12.1%)	3.8%
2024.1	3.2%	(4.7%)	2.2%	5.0%	6.4%	4.4%	(11.4%)	10.1%	9.5%	4.7%	3.0%	5.1%
2024.2	(3.8%)	(18.9%)	5.5%	(25.4%)	5.6%	(17.8%)	(6.7%)	3.3%	6.1%	9.7%	(2.0%)	(0.9%)
2024.3	(16.1%)	(44.2%)	(6.5%)	(42.1%)	(3.1%)	(10.6%)	(12.7%)	(14.7%)	(11.6%)	(3.5%)	(13.0%)	(7.5%)
2024.4	4.2%	(1.6%)	10.3%	(7.1%)	13.6%	5.1%	8.9%	12.5%	0.6%	13.3%	4.6%	0.5%
相较于2019年增速												
日期	全球	中国 香港地区	美国	中国 大陆	日本	意大利	德国	新加坡	法国	阿联酋	英国	其他 市场
2022.1	4.5%	(38.1%)	41.2%	48.5%	(0.4%)	(14.2%)	2.7%	6.5%	10.4%	(2.8%)	(12.4%)	6.7%
2022.2	13.6%	(29.0%)	71.4%	55.2%	16.4%	(11.1%)	19.7%	18.0%	13.5%	(2.6%)	(3.6%)	10.6%
2022.3	20.1%	(30.7%)	80.1%	60.0%	11.9%	9.0%	35.0%	37.6%	20.2%	0.5%	2.1%	16.7%
2022.4	9.7%	(40.8%)	57.0%	(26.0%)	4.3%	4.0%	1.4%	32.0%	5.0%	38.0%	22.8%	19.0%
2022.5	0.4%	(30.0%)	57.6%	(59.1%)	(4.3%)	(18.5%)	5.8%	22.4%	0.0%	7.6%	48.8%	7.5%
2022.6	22.5%	(27.4%)	60.0%	82.6%	3.8%	15.0%	9.9%	43.3%	12.6%	60.2%	21.9%	14.4%
2022.7	17.1%	(33.2%)	68.6%	107.9%	(4.4%)	(0.3%)	20.1%	25.3%	22.9%	23.0%	25.7%	1.2%
2022.8	14.6%	(31.9%)	47.7%	79.2%	(6.6%)	0.7%	10.4%	21.2%	3.4%	25.3%	16.0%	5.4%
2022.9	23.1%	(22.6%)	71.2%	67.3%	6.3%	(10.6%)	16.9%	34.7%	14.4%	20.8%	33.9%	14.7%
2022.10	12.1%	(14.6%)	58.3%	0.8%	11.2%	(0.3%)	20.0%	44.1%	(8.7%)	12.5%	1.3%	8.5%
2022.11	21.2%	(12.9%)	64.7%	19.5%	11.9%	6.9%	20.2%	8.6%	38.8%	52.8%	57.7%	11.4%

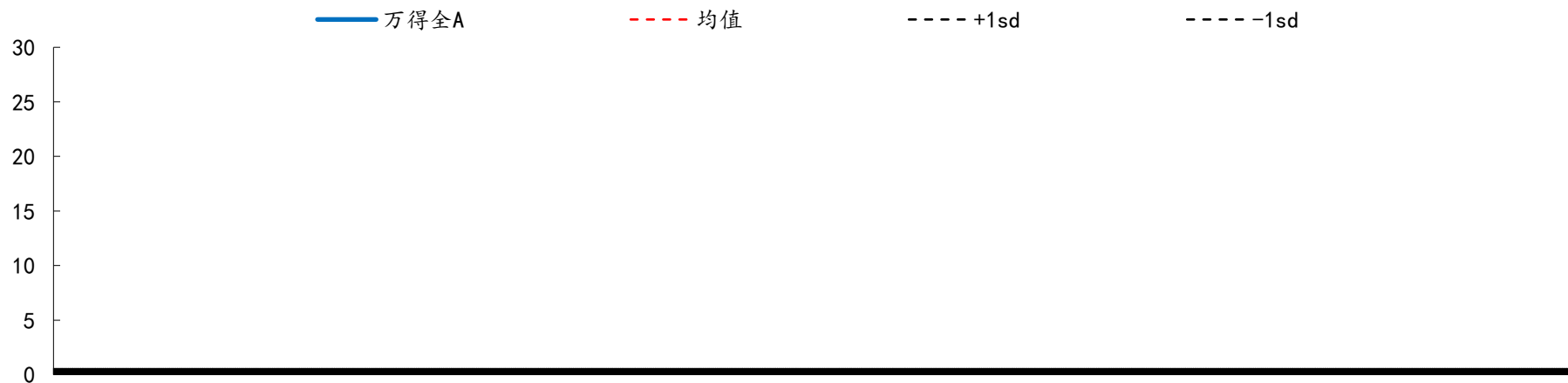
2022.12	17.3%	(23.0%)	47.0%	(4.2%)	18.7%	(12.3%)	6.2%	33.0%	18.3%	96.6%	34.3%	19.1%
2023.1	13.7%	(31.7%)	78.4%	22.8%	(1.2%)	23.2%	23.4%	27.6%	29.0%	18.4%	(7.9%)	10.4%
2023.2	27.6%	(13.2%)	98.3%	68.0%	24.2%	4.1%	35.9%	40.7%	36.7%	12.2%	6.4%	18.3%
2023.3	37.0%	12.3%	94.3%	83.1%	13.6%	15.2%	50.6%	63.7%	38.0%	14.4%	9.7%	27.3%
2023.4	17.4%	(31.4%)	49.4%	53.8%	10.0%	4.8%	2.5%	23.9%	25.4%	42.7%	35.0%	16.8%
2023.5	14.8%	(16.5%)	73.0%	5.7%	6.2%	1.2%	15.3%	20.4%	(2.9%)	23.3%	58.8%	10.5%
2023.6	40.7%	6.2%	74.2%	103.1%	14.3%	52.3%	29.2%	61.9%	28.4%	94.0%	28.8%	27.5%
2023.7	16.0%	(28.9%)	77.3%	73.4%	2.1%	(9.8%)	26.6%	16.4%	23.0%	32.1%	32.7%	0.2%
2023.8	19.4%	(12.1%)	68.0%	30.3%	1.5%	(5.3%)	16.4%	25.6%	18.7%	36.0%	41.2%	9.9%
2023.9	28.0%	(2.1%)	60.5%	58.1%	15.5%	11.7%	12.1%	31.1%	33.1%	23.7%	37.9%	22.8%
2023.10	18.0%	0.4%	66.3%	25.2%	8.3%	2.5%	5.5%	29.9%	(3.0%)	35.5%	9.2%	11.1%
2023.11	25.3%	(1.6%)	66.5%	15.1%	25.2%	8.0%	25.0%	9.7%	35.0%	69.4%	83.9%	11.5%
2023.12	24.1%	(11.3%)	64.8%	(2.6%)	50.5%	(10.9%)	3.8%	24.4%	26.0%	120.8%	18.4%	23.9%
2024.1	17.4%	(34.9%)	82.4%	28.9%	5.1%	28.6%	9.3%	40.5%	41.2%	24.0%	(5.1%)	16.0%
2024.2	22.7%	(29.6%)	109.2%	25.4%	31.2%	(14.5%)	26.8%	45.3%	45.1%	23.2%	4.3%	17.2%
2024.3	15.0%	(37.3%)	81.7%	6.1%	10.0%	3.0%	31.4%	39.7%	22.0%	10.4%	(4.5%)	17.8%
2024.4	22.4%	(32.4%)	64.8%	42.8%	25.0%	10.1%	11.7%	39.4%	26.2%	61.7%	41.2%	17.3%

数据来源：FHS，财通证券研究所

2 本周绝对估值变化

本周（2024年5月27日-5月31日，下同），万得A股PE(TTM)为16.96倍，低于18.06倍的历史均值，较上周的16.96倍持平。

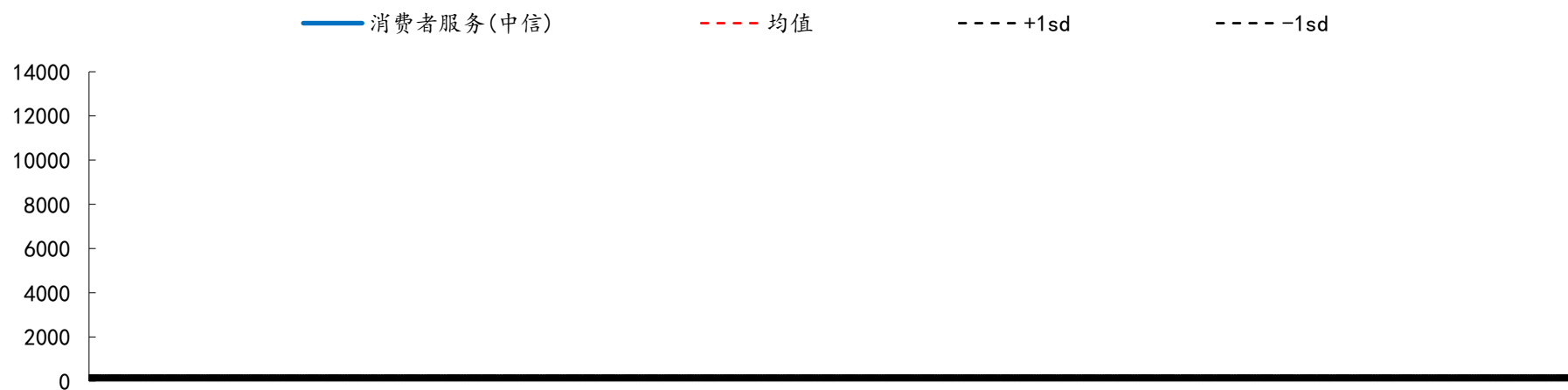
图37.万得A股PE(TTM)



数据来源：Wind，财通证券研究所

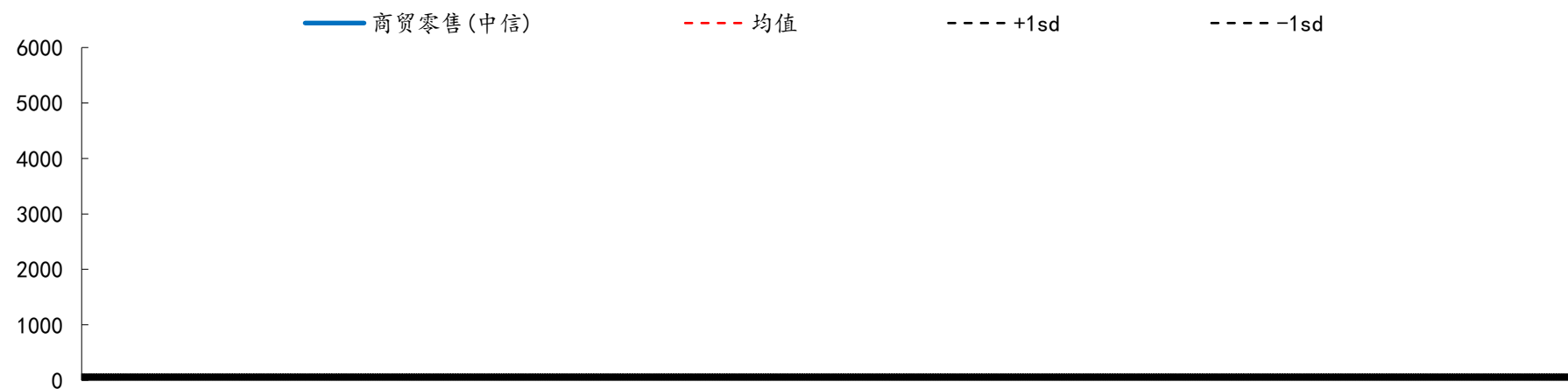
注：指数预测PE基于Wind一致预期，下同

图38.消费者服务(中信)预测 PE



数据来源：Wind，财通证券研究所

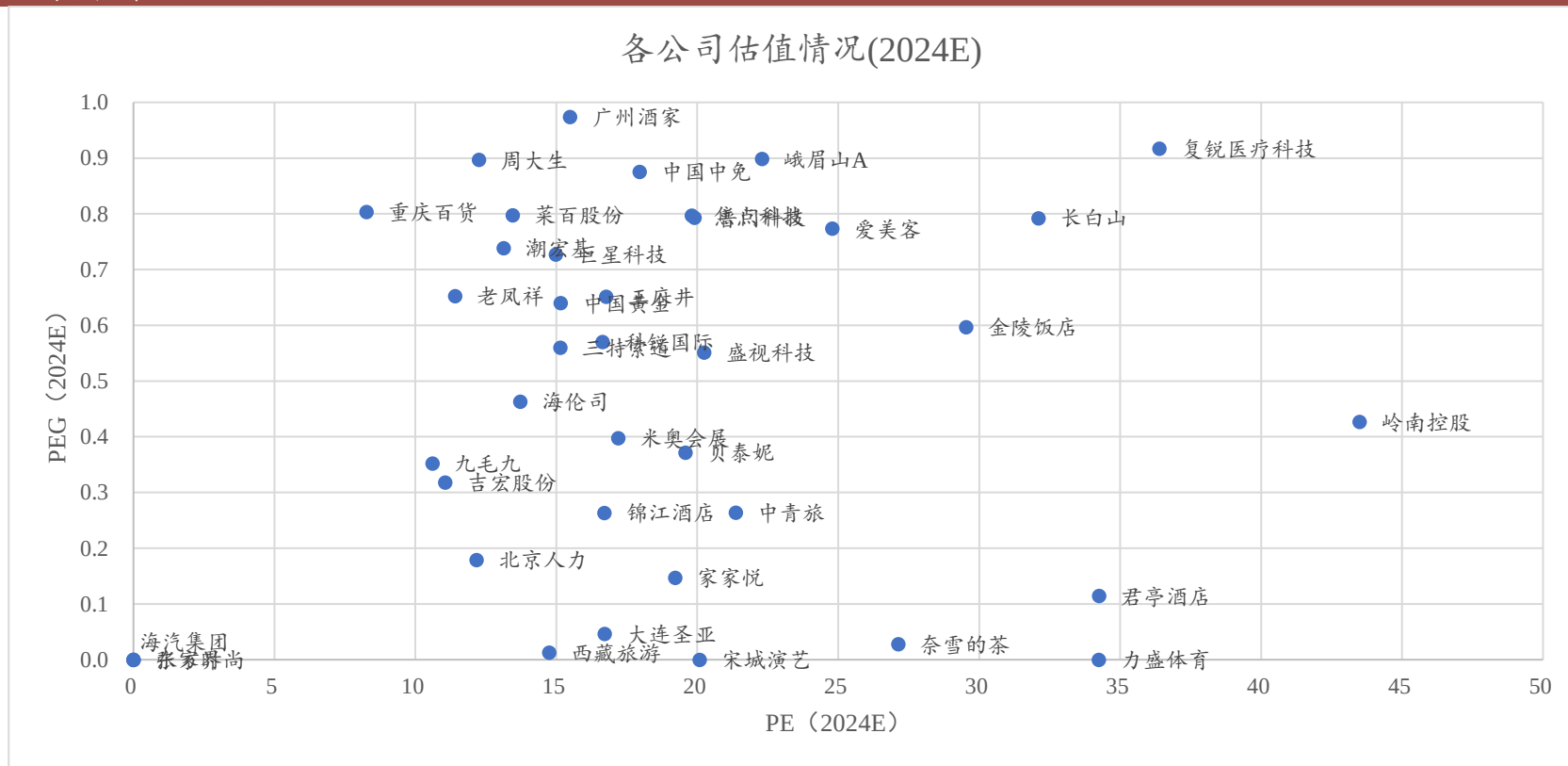
图39.商贸零售(中信)预测 PE



数据来源: Wind, 财通证券研究所

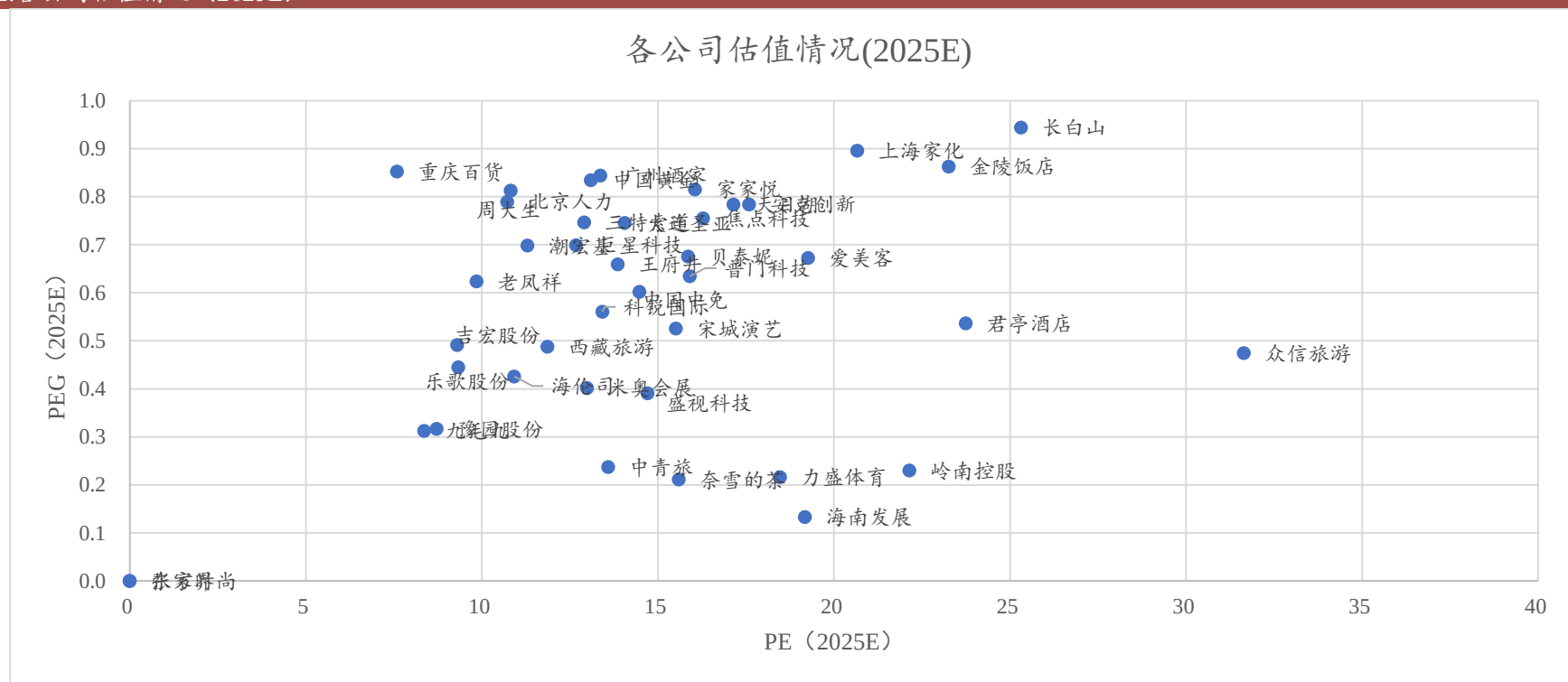
3 商社行业估值概览

图40.各公司估值情况（2024E）



数据来源：Wind，财通证券研究所

图41.各公司估值情况（2025E）

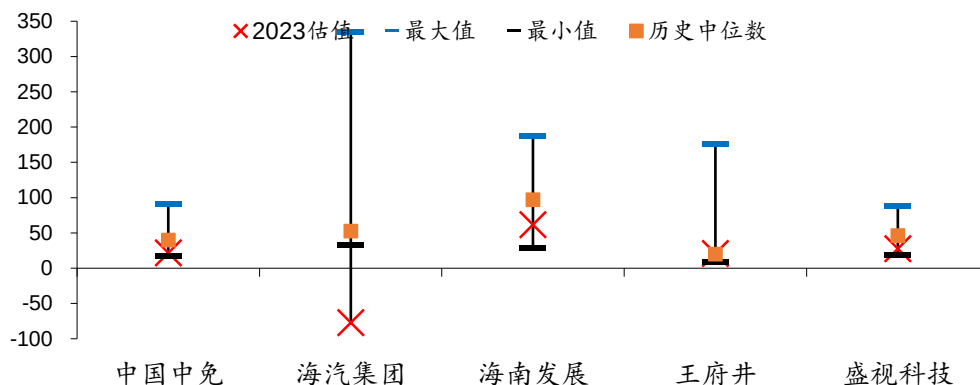


数据来源: Wind, 财通证券研究所

4 附录：本周商社各子版块覆盖标的估值变化趋势

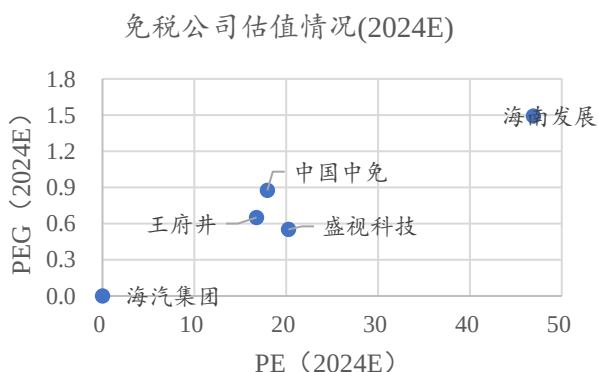
4.1 免税行业相关标的估值情况

图42.免税行业估值情况（2024E）



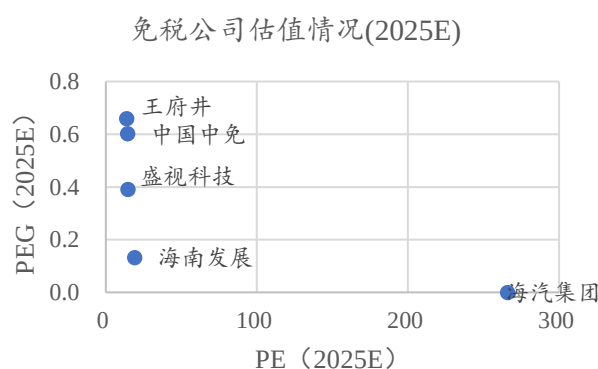
数据来源：Wind，财通证券研究所

图43.免税估值（2024E）



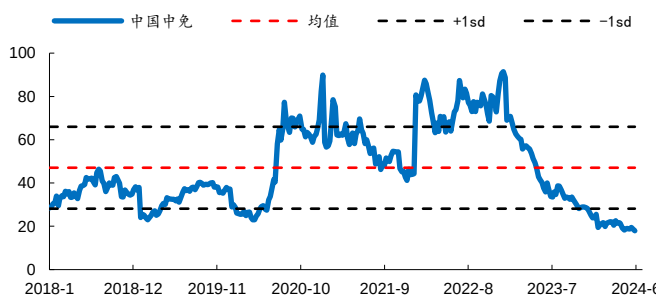
数据来源：Wind，财通证券研究所

图44.免税估值（2025E）



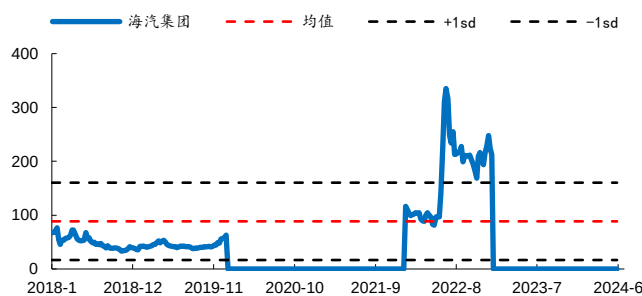
数据来源：Wind，财通证券研究所

图45.中国中免估值变化趋势



数据来源：Wind，财通证券研究所

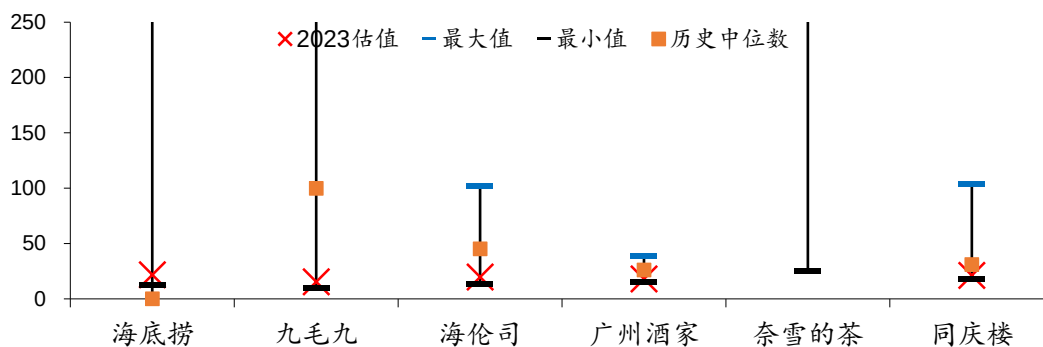
图46.海汽集团估值变化趋势



数据来源：Wind，财通证券研究所

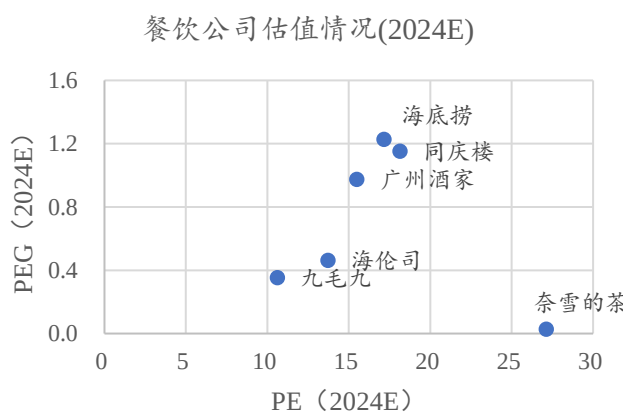
4.2 餐饮行业相关标的估值情况

图47.餐饮行业估值情况（2024E）



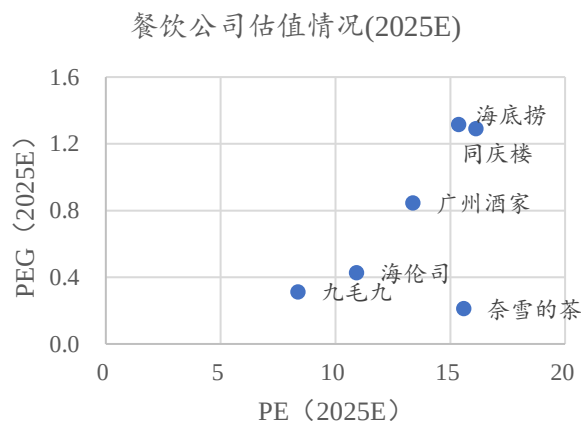
数据来源：Wind，财通证券研究所

图48.餐饮估值（2024E）



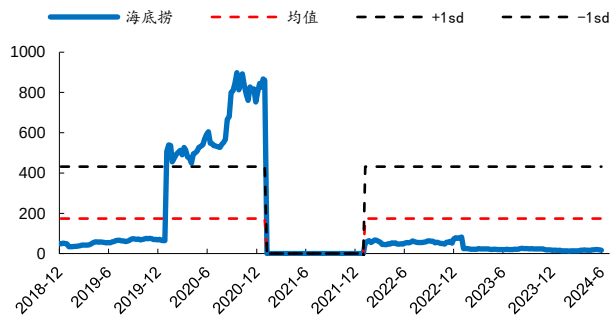
数据来源：Wind，财通证券研究所

图49.餐饮估值（2025E）



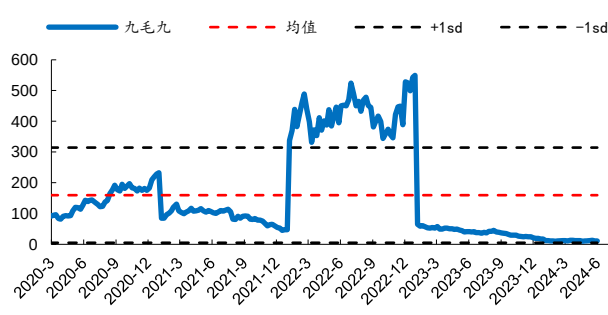
数据来源：Wind，财通证券研究所

图50.海底捞估值变化趋势



数据来源：Wind，财通证券研究所

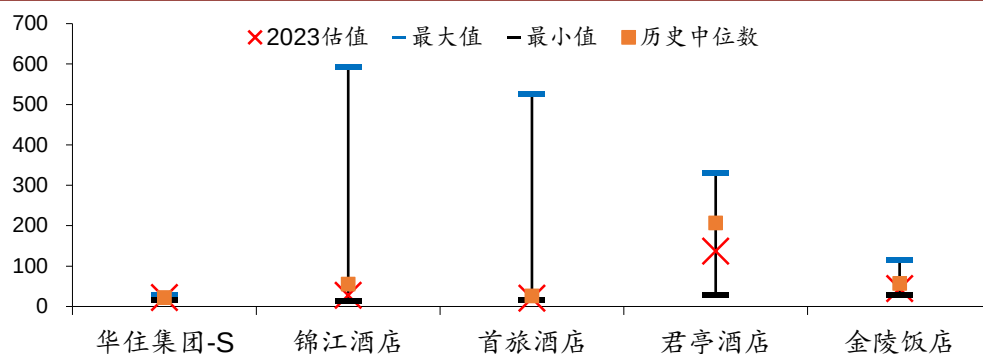
图51.九毛九估值变化趋势



数据来源：Wind，财通证券研究所

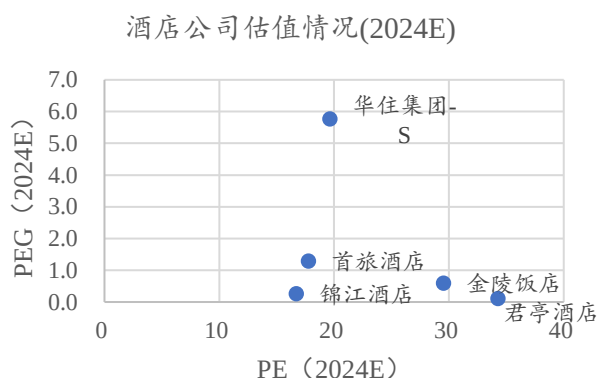
4.3 酒店行业相关标的估值情况

图52.酒店行业估值情况（2024E）



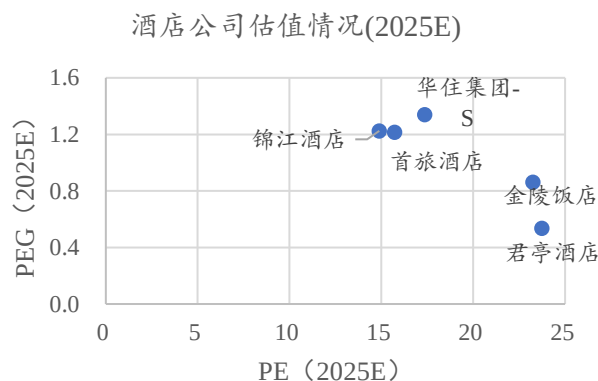
数据来源：Wind，财通证券研究所

图53.酒店估值（2024E）



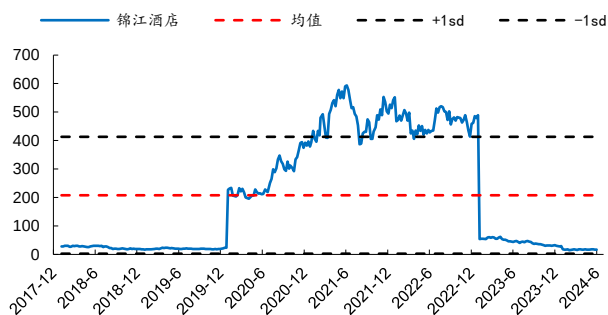
数据来源：Wind，财通证券研究所

图54.酒店估值（2025E）



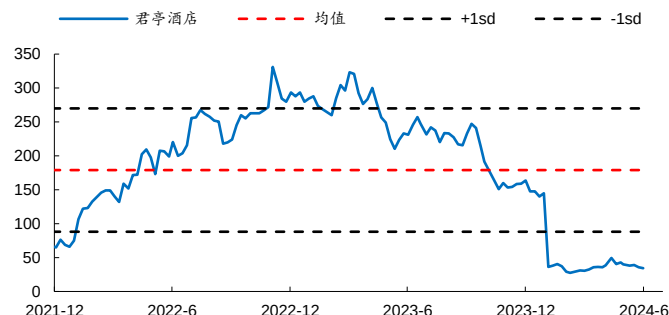
数据来源：Wind，财通证券研究所

图55.锦江酒店估值变化趋势



数据来源：Wind，财通证券研究所

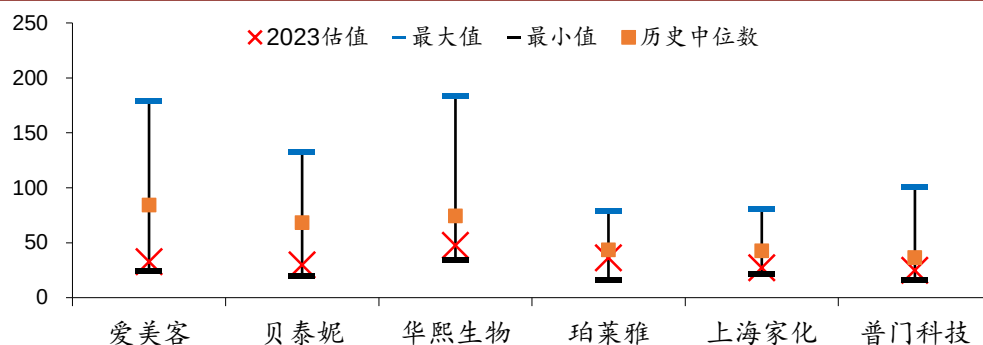
图56.君亭酒店估值变化趋势



数据来源：Wind，财通证券研究所

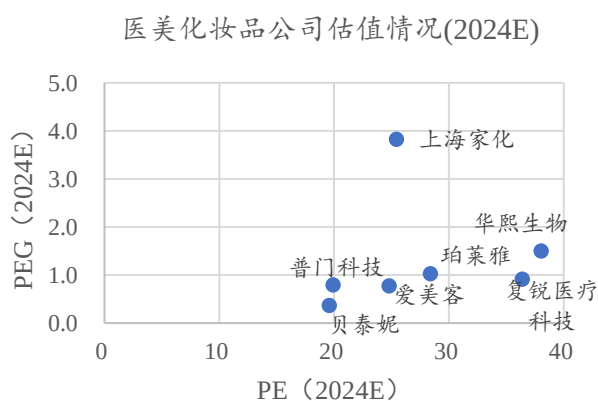
4.4 医美化妆品行业相关标的估值情况

图57.医美化妆品行业估值情况（2024E）



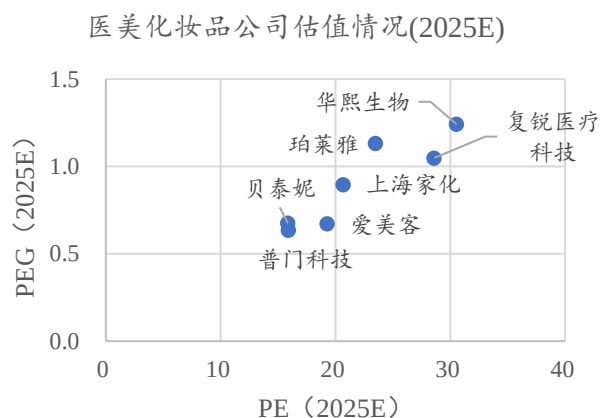
数据来源：Wind，财通证券研究所

图58.医美化妆品估值（2024E）



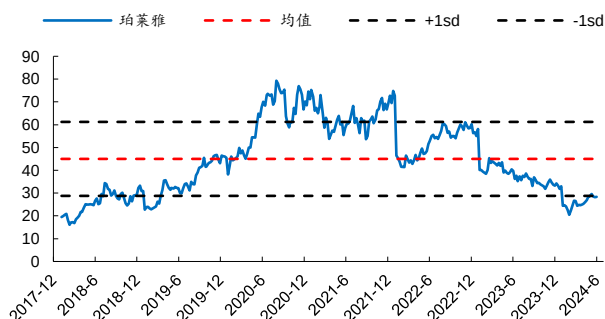
数据来源：Wind，财通证券研究所

图59.医美化妆品估值（2025E）



数据来源：Wind，财通证券研究所

图60.珀莱雅估值变化趋势



数据来源：Wind，财通证券研究所

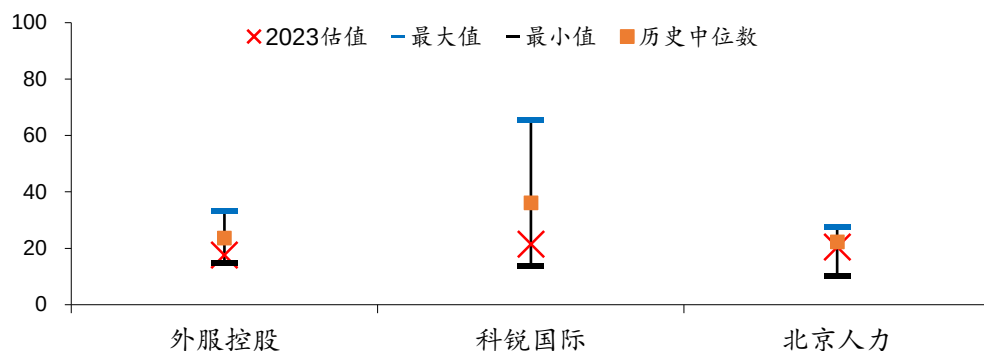
图61.爱美容估值变化趋势



数据来源：Wind，财通证券研究所

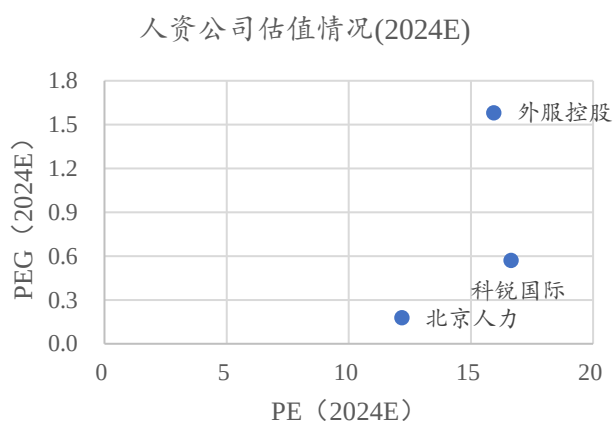
4.5 人服行业相关标的估值情况

图62.人服行业估值情况（2024E）



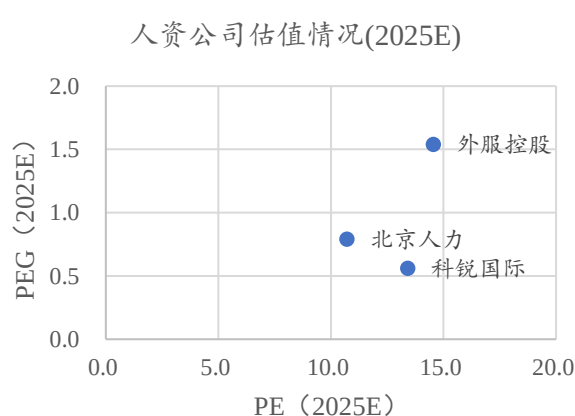
数据来源：Wind，财通证券研究所

图63.人服估值（2024E）



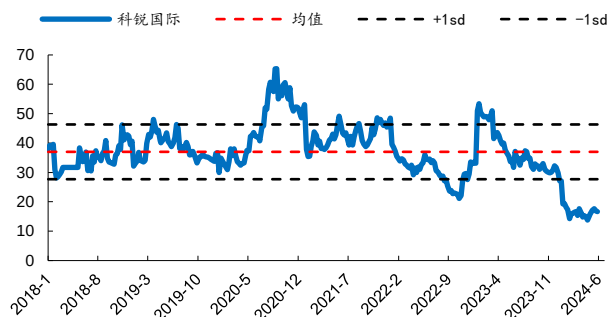
数据来源：Wind，财通证券研究所

图64.人服估值（2025E）



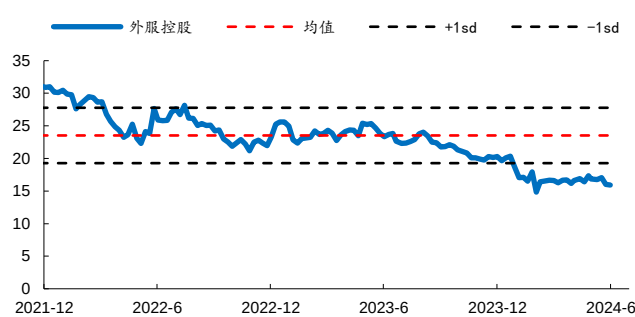
数据来源：Wind，财通证券研究所

图65.科锐国际估值变化趋势



数据来源：Wind，财通证券研究所

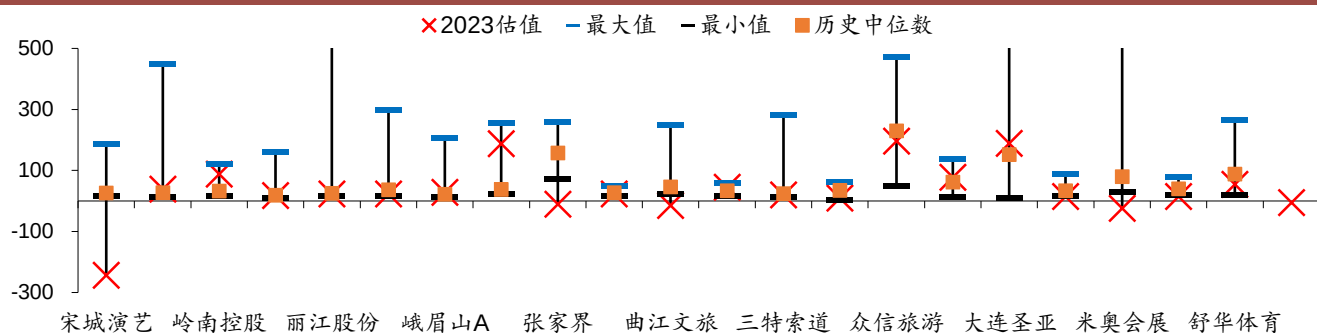
图66.外服控股估值变化趋势



数据来源：Wind，财通证券研究所

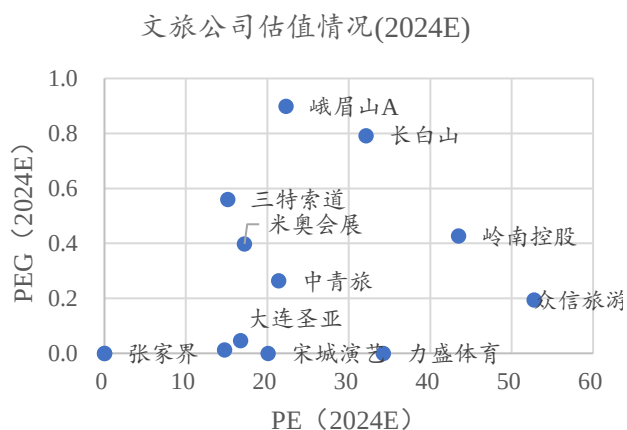
4.6 文旅行业相关标的估值情况

图67.文旅行业估值情况（2024E）



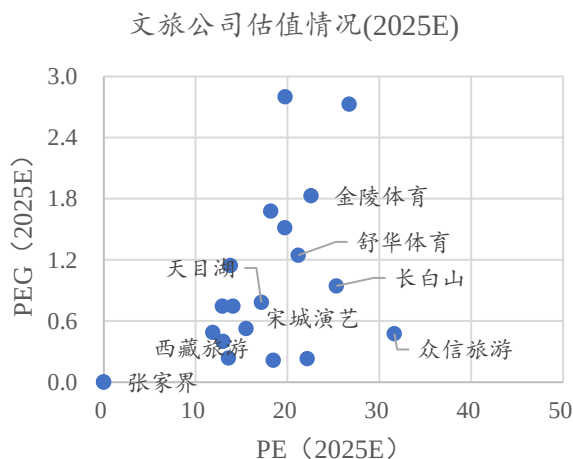
数据来源：Wind，财通证券研究所

图68.文旅估值（2024E）



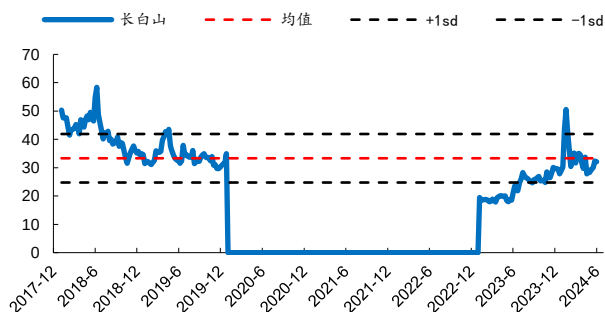
数据来源：Wind，财通证券研究所

图69.文旅估值（2025E）



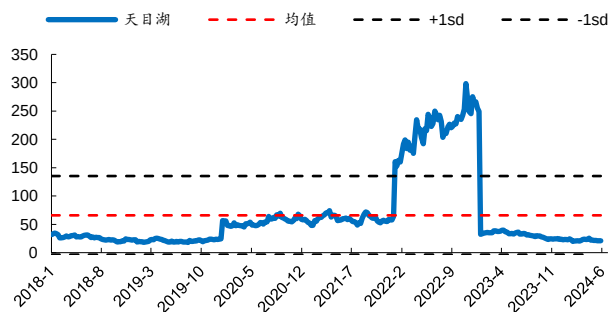
数据来源：Wind，财通证券研究所

图70.长白山估值变化趋势



数据来源：Wind，财通证券研究所

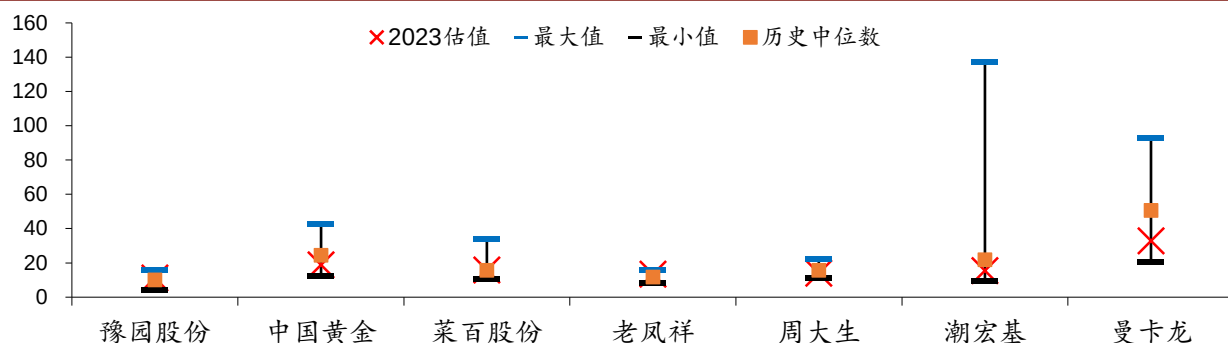
图71.天目湖估值变化趋势



数据来源：Wind，财通证券研究所

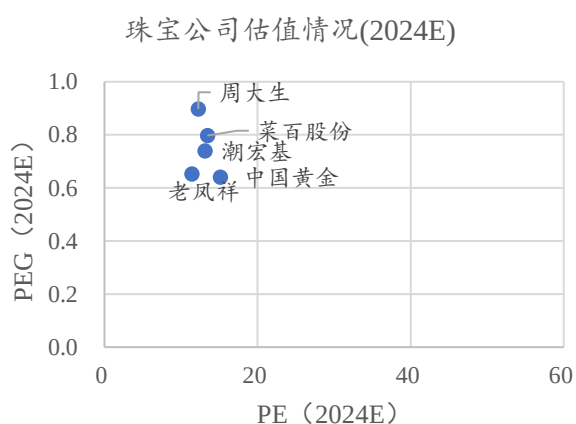
4.7 珠宝行业相关标的估值情况

图72.珠宝行业估值情况（2024E）



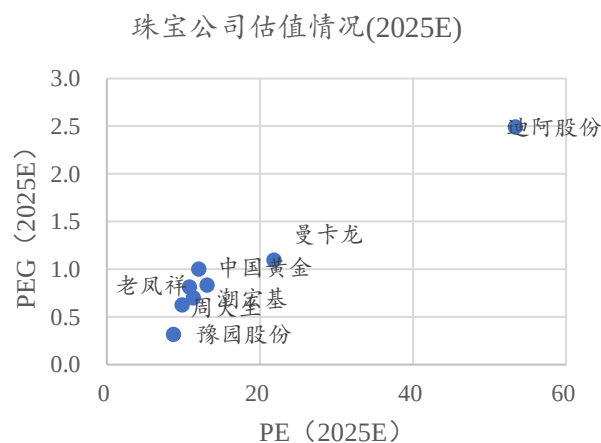
数据来源：Wind，财通证券研究所

图73.珠宝估值（2024E）



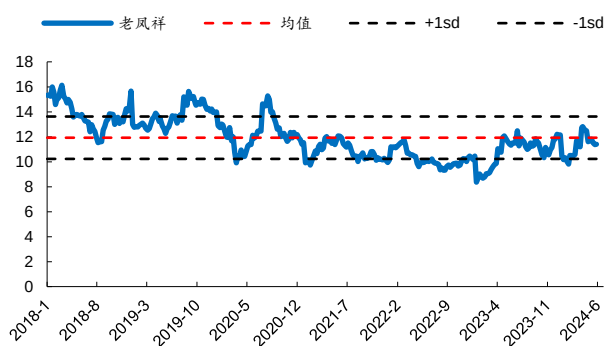
数据来源：Wind，财通证券研究所

图74.珠宝估值（2025E）



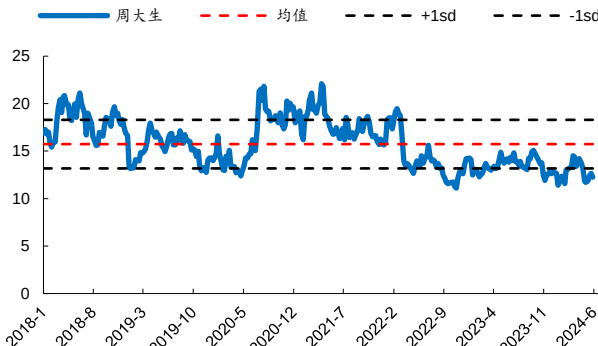
数据来源：Wind，财通证券研究所

图75.老凤祥估值变化趋势



数据来源：Wind，财通证券研究所

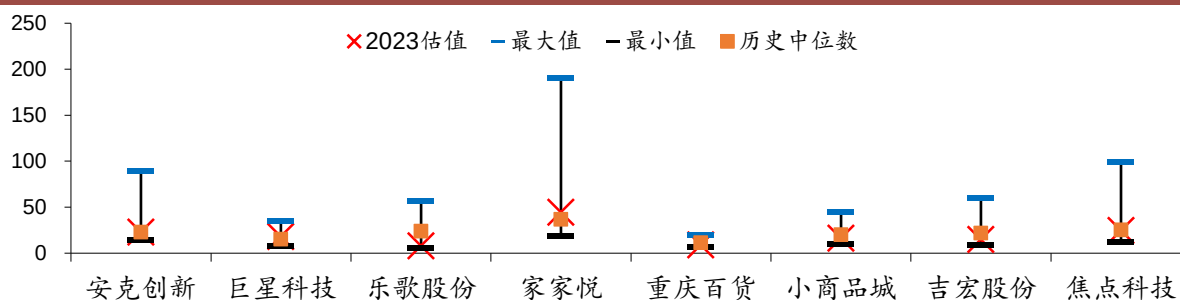
图76.周大生估值变化趋势



数据来源：Wind，财通证券研究所

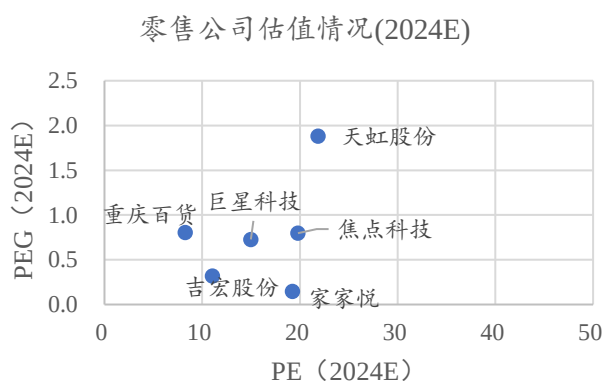
4.8 零售行业相关标的估值情况

图77.零售行业估值情况 (2024E)



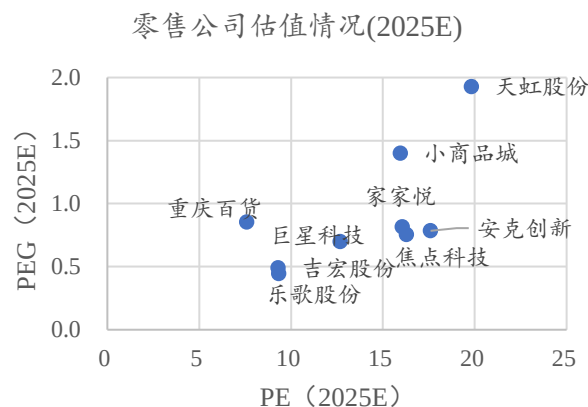
数据来源：Wind，财通证券研究所

图78.零售估值 (2024E)



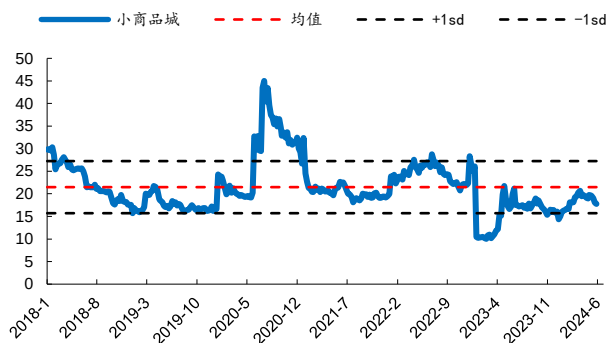
数据来源：Wind，财通证券研究所

图79.零售估值 (2025E)



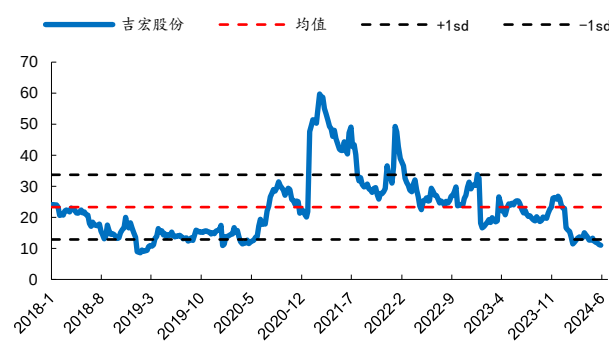
数据来源：Wind，财通证券研究所

图80.小商品城估值变化趋势



数据来源：Wind，财通证券研究所

图81.吉宏股份估值变化趋势



数据来源：Wind，财通证券研究所

5 风险提示

宏观经济波动；居民消费意愿恢复不及预期；行业竞争加剧。

信息披露**● 分析师承诺**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。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邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

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、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。