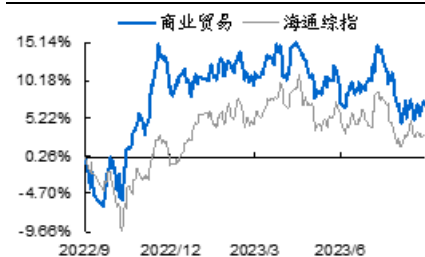


投资评级 优于大市 维持

市场表现



资料来源：海通证券研究所

相关研究

《批零社服行业 2024 年中期策略：情绪价值升温，安全边际筑底》2024.06.19

《重回“安全边际”，买什么？》

2024.06.10

《618 大促国货领跑，新规利好医美扩容》2024.05.30

分析师:李宏科

Tel:(021)23154125

Email:lhk11523@haitong.com

证书:S0850517040002

分析师:汪立亭

Tel:(021)23219399

Email:wanglt@haitong.com

证书:S0850511040005

分析师:王玮婕

Tel:(021)23185687

Email:wyl13985@haitong.com

证书:S0850523080001

联系人:张冰清

Email:zbq14692@haitong.com

联系人:毛弘毅

Email:mhy13205@haitong.com

联系人:李艺冰

Email:lyb15410@haitong.com

美护和跨境电商延续成长，高分红资产突显确定性

投资要点:

板块: (1) 黄金珠宝: 高分红稳健板块, 1Q24 受产品结构&基数影响利润率有所承压。①业绩端看: 23 年板块总收入/毛利分别增长 22%/26%, 毛利率 8.7% (+0.3pct); 期间费用率 3.1% (-0.1pct), 板块归母净利润分别增长 32%, 归母净利率 3.3% (+0.2pct)。1Q24 板块总收入/毛利分别增长 11%/9.4%, 毛利率 8.3% (-0.1pct); 期间费用率 2.5% (-0.1pct) 板块归母净利润增长 9.8%, 归母净利率 3.3% (-0.04pct)。23 年受益于金价毛利率提升, 1Q24 受产品结构&基数影响毛利率, 费用率均同比缩窄, 加盟杠杆效应持续释放。②长期看, 格局持续变好, ROE 较优/持续提升。从开店看, 23 年老凤祥/周大生/中国黄金/潮宏基珠宝门店数各净增 385/490/615/241 家, 同时 24 年均维持 300 家及以上扩张计划, 份额持续提升。从 ROE 看, 除 22 年外, 2018-23 年以来周大生/老凤祥 ROE 均维持 20% 以上, 莱百股份/中国黄金/潮宏基 (珠宝分部) ROE 较 22 年提升 6/2/3pct 至 20%/14%/15%。③高分红稳健板块。以 2024 年 6 月 28 日收盘价测算, 周大生/莱百股份/潮宏基/中国黄金/老凤祥股息率分别为 7.3%/5.5%/5.3%/4.7%/3.4%。

(2) 美护: 板块利润端修复, 个股分化加剧。①医美: 23 年板块总收入同比增长 13.9%, 毛利率 71.5% (+0.1pct), 销售费用率 34.8% (-1.2pct), 归母净利润同比增长 5.6%; 1Q24 总收入同比增长 13.7%, 毛利率 80.5% (+1.5pct), 归母净利率 31.9% (+4.3pct)。②化妆品: 23 年板块总收入同比增长 4.8%, 归母净利率 10.4% (+3.6pct), 增长主要来自品牌方如水羊股份高毛利品牌占比上升; 原料龙头如科思股份产能释放+产品结构优化等。1Q24 板块总收入同比增长 10.5%, 毛利率 59.7% (+3.3pct), 期间费用率增长 1.1pct, 销售费用率提升 2.2pct 仍是主要原因。归母净利率 12.5% (+1.8pct)。我们认为, 行业弱景气环境下, 品牌更加聚焦确定性增长, 发力单品迭代、心智强化、人群破圈, 进一步加剧了线上流量竞争, 关注单品生命周期&组织力推动边际改善机会。

(3) 商超: 23 年业绩稳健修复, 1Q24 超市表现优于百货。①百货: 23 年板块总收入同比增长 2.2%, 毛利率 35.2% (+1.5pct), 费用率 29.3% (-1.2pct), 扣非归母净利润同比增长 384%; 1Q24 总收入同比下降 5.2%, 毛利率 34.7% (-0.3pct), 费用率 26.0% (同比持平), 扣非归母净利润同比下降 14%。②超市: 23 年板块总收入同比下降 12.7%, 毛利率 23.4% (+1.6pct), 扣非归母净利润同比减亏 27.8%; 1Q24 总收入同比下降 6.2%, 毛利率 24.2% (-0.3pct), 费用率 20.8% (-0.9pct), 扣非归母净利润同比增长 28.4%, 扣非净利率 2.3% (+0.6pct)。

(4) 跨境电商: 1Q24 业绩稳健增长, 毛利率延续提升趋势。①收入与利润: 2023 年、1Q24 板块营业总收入各增 26.3%、33.9%, 板块扣非净利润各增 69.0%、25.0%。②毛利率与费用率: 2023 年、1Q24 板块毛利率各 41.6%、42.3%, 各增 3.3pct、1.5pct, 受益于外部扰动平缓&内部提效, 费用率各 33.4%、34.6%, 各增 1.5pct、0.9pct, 主因加强品牌建设, 销售费率提升所致。

投资建议: 关注二季度消费趋势, 看好电商板块和美团。我们跟踪二季度以来终端需求仍有一定压力, 黄金珠宝消费需求在金价急涨后也显著回落, 我们判断此或带来珠宝板块低位择机布局的机会。此外, 短期关注美妆龙头 618 表现、出海企业业务进展。从年度来看, 维持看好低估值+稳增长+高股息主线, 关注出口链。此外, 我们继续看好电商板块和美团, 今年以来竞争格局改善, 龙头降本提效有望驱动净利率提升, 兼备业绩短期确定性和中期成长性。

A 股推荐: 小商品城、重庆百货、安克创新、老凤祥、周大生, 关注珀莱雅、水羊股份、福瑞达、锦波生物、华凯易佰、中国黄金、莱百股份、苏美达、家家悦。H 股推荐: 阿里巴巴、美团、名创优品、巨子生物。

行业风险提示: 新业态分流; 行业竞争加剧; 监管政策的不确定性。

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

1. 黄金珠宝：高分红稳健板块，1Q24 受产品结构&基数影响利润率有所承压

我们选取老凤祥、中国黄金、周大生、菜百股份、潮宏基 5 家黄金珠宝 A 股公司作为样本，对黄金珠宝板块 2023 年及 1Q24 进行业绩分析。

（1）2023 年报总结：高景气下龙头展现更强 α ，高分红稳健板块

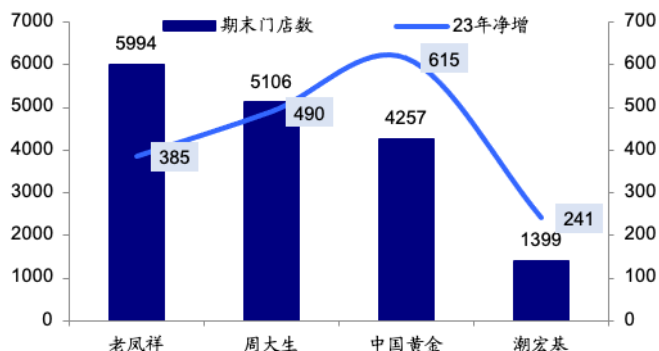
行业：2023 年黄金消费量价齐升，景气度较优。①**黄金消费量**：2023 年黄金首饰消费量 706 吨（+8%），金币及金条用金消费量 300 吨（+16%）。②**金价**：2023 年上金所沪金现货均价同比+15%，其中 1-4Q 各环比+5%/6%/3%/2%。

格局：龙头维持较快开店速度，集中度持续提升。①2023 年老凤祥/周大生/中国黄金/潮宏基珠宝门店数各净增 385/490/615/241 家，期末各有 5994/5106/4257/1399 家；②同时 2024 年均维持 300 家及以上扩张计划，其中周大生计划净增门店数 400-600 家。

2023 年业绩总结：受益于金价&加盟模式，利润率提升。2023 年板块总收入/毛利分别增长 22%/26%，毛利率 8.7%（+0.3pct）；期间费用率 3.1%（-0.1pct），毛利-期间费用同比增长 32%，毛利-期间费用率 5.6%（+0.4pct）。最终，板块归母净利/扣非归母净利分别增长 32%/31%，板块归母净利/扣非归母净利率各 3.3%/3.2%，分别 +0.2/+0.2pct。

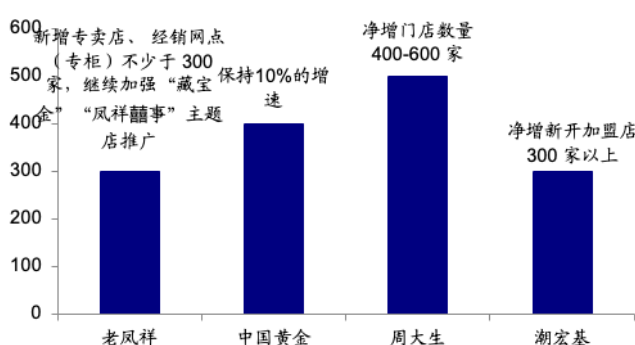
长期看，ROE 持续向好，高分红稳健板块。①**ROE 较优/持续改善**：除 2022 年外，2018-23 年以来周大生/老凤祥 ROE 均维持 20%以上，菜百股份/中国黄金/潮宏基（珠宝分部）ROE 较 2022 年提升 6/2/3pct 至 20%/14%/15%。②**高分红板块**：2019-2023 年龙头珠宝公司每股分红保持稳健增长趋势，且 2023 年分红率均在 46%以上。以 2024 年 6 月 28 日收盘价测算，周大生/菜百股份/潮宏基/中国黄金/老凤祥股息率分别为 7.3%/5.5%/5.3%/4.7%/3.4%。

图1 珠宝龙头 2023 年期末门店数及净增（家）



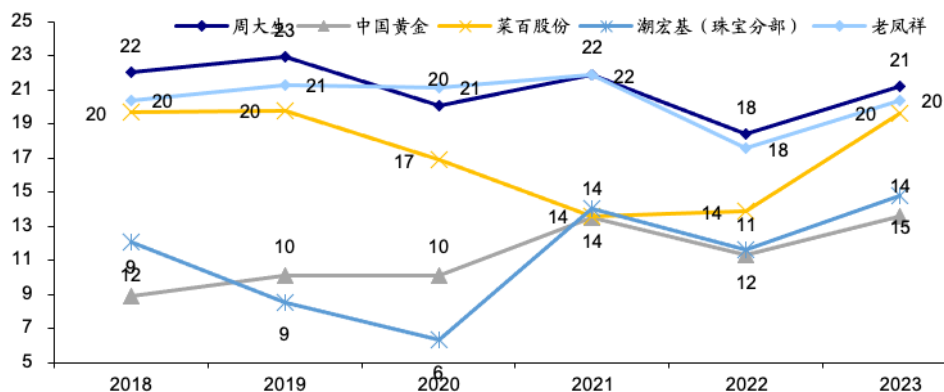
资料来源：Wind，公司公告，海通证券研究所

图2 珠宝龙头 2024 年开店规划（家）



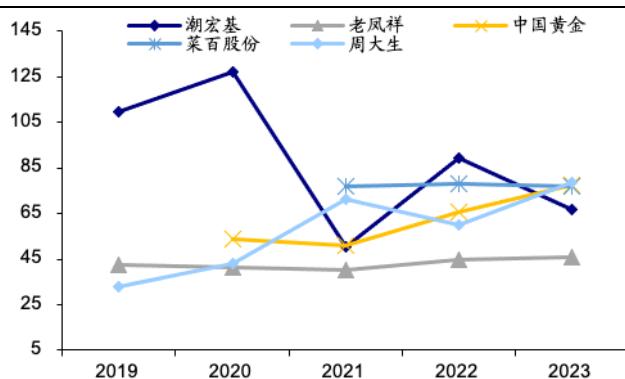
资料来源：Wind，公司公告，海通证券研究所

图3 黄金珠宝龙头 ROE (%)



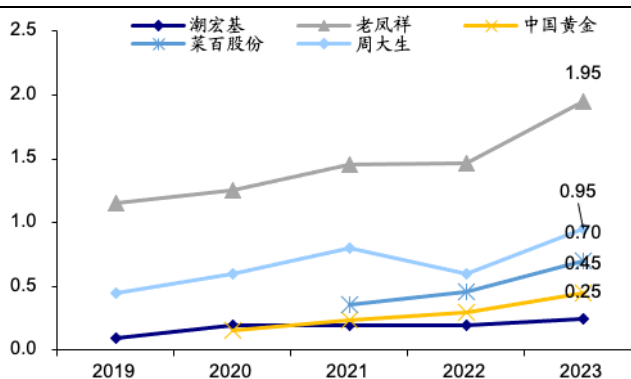
资料来源：公司公告，Wind，海通证券研究所，

图4 珠宝龙头分红率 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图5 珠宝龙头每股分红 (税前, 元/股)



资料来源：Wind，海通证券研究所

表 1 5 家珠宝公司 2023 年主要经营指标

	老凤祥	中国黄金	周大生	菜百股份	潮宏基	合计
营业总收入 (亿元)	714.4	563.6	162.9	165.5	59.0	1665.4
同比增长 (%)	13.4	19.6	46.5	50.6	33.6	21.9
毛利 (亿元)	59.3	23.3	29.6	17.7	15.4	145.2
同比增长 (%)	24.1	26.7	27.9	43.3	15.4	26.4
毛利率 (%)	8.3	4.1	18.1	10.7	26.1	8.7
毛利率变动 (pct)	0.7	0.2	-2.6	-0.5	-4.1	0.3
销售费用率 (%)	1.5	0.9	5.8	2.6	14.0	2.3
销售费用率变动 (pct)	0.2	-0.1	-0.9	-0.6	-3.5	0.0
管理费用率 (%)	0.7	0.3	0.7	0.7	2.1	0.6
管理费用率变动 (pct)	0.0	0.0	-0.2	-0.2	0.1	0.0
研发费用率 (%)	0.1	0.0	0.1	0.0	1.1	0.1
研发费用率变动 (pct)	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.3	0.0
财务费用率 (%)	0.2	0.0	0.0	0.2	0.5	0.1
财务费用率变动 (pct)	-0.1	0.0	0.1	0.0	-0.1	-0.1
期间费用	17.2	7.3	10.7	5.9	10.5	51.6
同比增长 (%)	17.3	13.3	26.9	22.3	9.8	17.5
期间费用率 (%)	2.4	1.3	6.5	3.5	17.8	3.1
期间费用率变动 (pct)	0.1	-0.1	-1.0	-0.8	-3.9	-0.1
毛利-期间费用	42.1	15.9	18.9	11.8	4.9	93.6
同比增长 (%)	27.2	34.0	28.5	56.7	29.6	31.9
毛利率-期间费用率 (%)	5.9	2.8	11.6	7.1	8.3	5.6
毛利-期间费用率变动 (pct)	0.6	0.3	-1.6	0.3	-0.3	0.4
归母净利润 (亿元)	22.1	9.7	13.2	7.1	3.3	55.4
同比增长 (%)	30.2	27.2	20.7	53.6	67.4	31.5

归母净利率 (%)	3.1	1.7	8.1	4.3	5.7	3.3
归母净利率变动 (pct)	0.4	0.1	-1.7	0.1	1.1	0.2
扣非净利润 (亿元)	21.6	8.8	12.7	6.6	3.1	52.7
扣非净利润 (%)	24.8	26.8	23.6	62.2	71.9	30.7
扣非净利率 (%)	3.0	1.6	7.8	4.0	5.2	3.2
扣非净利率变动 (pct)	0.3	0.1	-1.4	0.3	1.2	0.2
经营活动现金流量 (亿元)	72.1	15.8	1.4	6.9	6.2	102.3
经营活动现金流量 (%)	648.0	32.1	-86.4	13.9	48.7	143.9
经营活动现金流/归属净利润	325.7	162.0	10.5	97.8	184.6	184.6

资料来源: Wind, 海通证券研究所

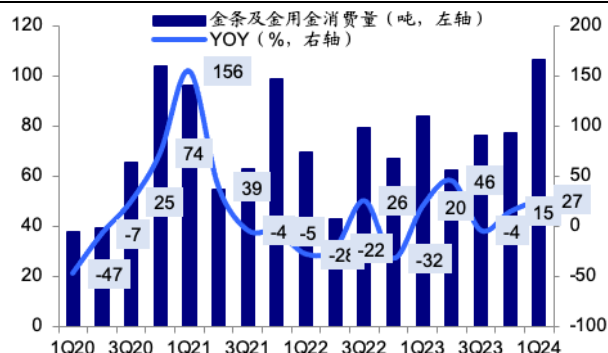
(2) 1Q24 总结: 金价上行拉动投资性需求, 费用率持续改善

春节旺季金饰消费延续高景气, 金价上行拉动投资性需求。①黄金消费量: 1Q24 黄金首饰消费量 184 吨 (同比-3%, 2-year CAGR 4.3%), 金条及金条用金消费量 106 吨 (同比+27%, 2-year CAGR 23.6%)。②金价: 1Q24 上金所沪金现货均价同比+16%, 环比+3.9%, 其中 1-3 月上金所沪金现货均价各环比+0.8%/0.1%/5.5%。

3 月金价急涨或短期催生消费者观望情绪, 历史复盘看若金价回调有望促进金饰消费。①按时间窗口拆解金饰消费, 根据人民日报援引商务部数据, 2024 年春节假期商务部重点监测零售企业金银珠宝销售额同比增长 23.8%。我们认为, 金饰消费在春节有较高景气度, 但 3 月金价急涨短期催生消费者观望情绪。②从历史复盘看, 若金价在急涨后回调, 对板块消费有正向贡献。

1Q24 业绩总结: 受产品结构&基数影响, 毛利率有所下滑, 费用率持续改善。1Q24 板块总收入/毛利分别增长 11%/9.4%, 毛利率 8.3% (-0.1pct); 期间费用率 2.5% (-0.1pct), 毛利-期间费用同比增长 11.3%, 毛利-期间费用率 5.8% (+0.02pct)。最终, 板块归母净利/扣非归母净利分别增长 9.8%/12.8%, 板块归母净利/扣非归母净利率各 3.3%/3.4%, 分别-0.04/+0.05pct。

图6 黄金消费量及增速: 金条及金币



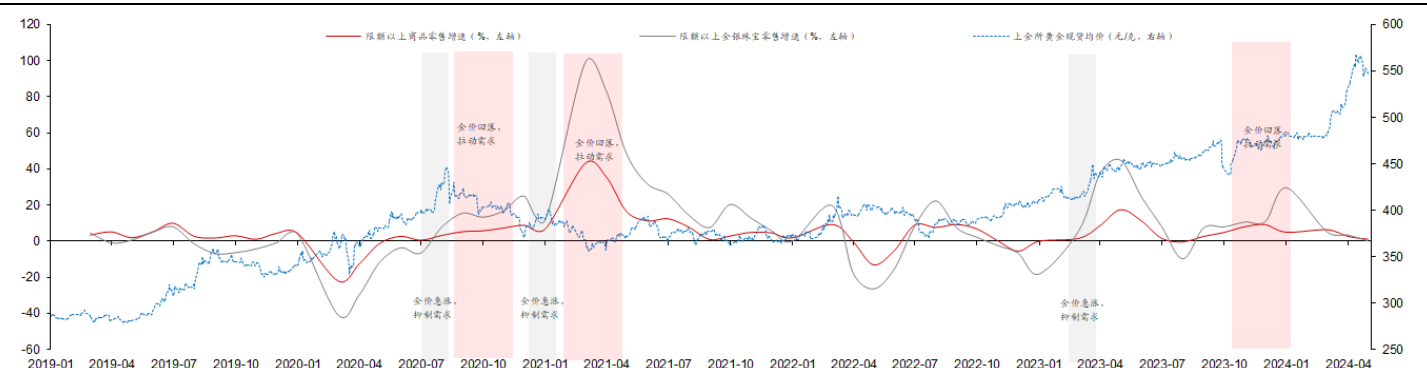
资料来源: Wind, 国家统计局, 海通证券研究所

图7 黄金消费量及增速: 黄金首饰



资料来源: Wind, 国家统计局, 海通证券研究所

图8 沪金均价与限额以上金银珠宝消费额



资料来源：WIND，统计局，海通证券研究所

表 2 5 家珠宝公司 1Q24 主要经营指标

	老凤祥	中国黄金	周大生	菜百股份	潮宏基	合计
营业总收入（亿元）	256.3	182.5	50.7	63.2	18.0	570.6
同比增长（%）	4.4	13.1	23.0	25.0	17.9	11.0
毛利（亿元）	21.4	7.5	7.9	6.3	4.5	47.6
同比增长（%）	8.9	16.1	6.9	9.9	4.8	9.4
毛利率（%）	8.4	4.1	15.6	10.0	24.9	8.3
毛利率变动（pct）	0.3	0.1	-2.3	-1.4	-3.1	-0.1
销售费用率（%）	1.3	0.7	4.9	2.3	11.4	1.8
销售费用率变动（pct）	-0.2	0.1	0.4	-0.5	-2.2	-0.1
管理费用率（%）	0.5	0.2	0.5	0.6	1.8	0.4
管理费用率变动（pct）	-0.1	0.0	-0.1	-0.1	0.5	-0.1
研发费用率（%）	0.0	0.0	0.1	0.0	0.9	0.1
研发费用率变动（pct）	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0
财务费用率（%）	0.2	0.1	0.2	0.2	0.5	0.2
财务费用率变动（pct）	0.0	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0
期间费用	5.2	1.8	2.9	2.0	2.6	14.4
同比增长（%）	-8.9	18.8	35.9	2.7	4.3	5.1
期间费用率（%）	2.0	1.0	5.7	3.1	14.6	2.5
期间费用率变动（pct）	-0.3	0.0	0.5	-0.7	-1.9	-0.1
毛利-期间费用	16.3	5.7	5.0	4.4	1.9	33.2
同比增长（%）	16.1	15.3	-4.8	13.5	5.5	11.3
毛利率-期间费用率（%）	6.4	3.1	9.9	6.9	10.3	5.8
毛利-期间费用率变动（pct）	0.6	0.1	-2.9	-0.7	-1.2	0.02
归母净利润（亿元）	8.0	3.6	3.4	2.7	1.3	19.1
同比增长（%）	12.0	21.1	-6.6	16.2	5.5	9.8
归母净利率（%）	3.1	2.0	6.7	4.3	7.3	3.3
归母净利率变动（pct）	0.2	0.1	-2.1	-0.3	-0.9	-0.04
扣非净利润（亿元）	8.3	3.7	3.4	2.5	1.3	19.2
同比增长（%）	13.8	33.2	-5.7	18.0	5.4	12.8
扣非净利率（%）	3.3	2.0	6.6	4.0	7.2	3.4
扣非净利率变动（pct）	0.3	0.3	-2.0	-0.2	-0.8	0.05
经营活动现金流量（亿元）	40.8	10.9	4.0	6.6	1.2	63.7
同比增长（%）	-39.7	-189.2	-41.9	-22.0	2.5	-11.7
经营活动现金流/归属净利润	509.0	301.3	117.7	243.8	95.0	333.4

资料来源：Wind，海通证券研究所

2. 美护：板块成长性趋缓，个股分化加剧

2.1 医美：收入增速稳定，盈利能力持续优化

我们选取爱美客、华熙生物、昊海生科、雍禾医疗、复锐医疗科技、瑞丽医美、锦波生物等 8 家医美公司作为样本，对 2023 年年报进行业绩分析：

疫后高基数影响增速放缓。2023 年板块总收入同比增长 13.9%，2H23 增速放缓，我们判断主因存在 22 年同期疫后高基数影响；华熙生物受功能性护肤品业务影响短期业绩承压，剔除该公司后板块收入同比增长 26.3%。归母净利润同比增长 5.6%，归母净利率 16.1%同比下降 1.27pct，瑞丽医美、雍禾医疗 23 年亏损影响整体水平。

高毛利为基，精细化运营提效。毛利率 71.5%同比提升 0.12pct，销售费用率 34.8%同比下降 1.15pct，我们认为主因多个企业聚焦资源营销提效，管理费用率 10.8%同比提升 0.75pct，研发费用率 6.4%同比增长 0.47pct。

我们选取爱美客、华熙生物、昊海生科、锦波生物 4 家医美公司作为样本，对 2024 年一季报进行业绩分析：

1Q24 总收入同比增长 13.7%，归母净利润同比增长 31.3%，归母净利率 31.9%同比提升 4.28pct；毛利率 80.5%同比提升 1.45pct，销售费用率 26.7%同比下降 7.04pct，管理费用率 8.4%同比下降 0.88pct，研发费用率 7.5%同比增长 0.34pct。我们认为，上游多管线加速推进申报，重组胶原蛋白等新材料刺激终端获客，以爱美客、锦波生物等为代表的优质企业维持亮眼业绩，体现板块成长韧性。

表 3 8 家医美企业主要经营指标

项目	2018	2019	2020	2021	2022	2023
营业总收入（亿元）	61.14	76.34	85.85	136.01	157.95	179.92
同比增长（%）		24.9	12.5	58.4	16.1	13.9
营业成本（亿元）	17.72	21.76	23.23	37.43	45.18	51.24
毛利（亿元）	43.42	54.57	62.62	98.57	112.77	128.68
毛利率（%）	71.0	71.5	72.9	72.5	71.4	71.5
毛利率变动（pct）		0.5	1.5	-0.5	-1.1	0.1
销售费用（亿元）	17.75	23.61	30.23	50.61	56.79	62.61
销售费用率（%）	29.0	30.9	35.2	37.2	36.0	34.8
管理费用（亿元）	8.06	9.21	8.76	12.42	15.79	19.34
管理费用率（%）	13.2	12.1	10.2	9.1	10.0	10.8
研发费用（亿元）	2.80	3.60	4.42	6.97	9.31	11.46
研发费用率（%）	4.6	4.7	5.1	5.1	5.9	6.4
三项费用率（%）	46.8	47.7	50.6	51.5	51.8	51.9
毛利-三项费用（亿元）	14.81	18.15	19.22	28.57	30.88	35.27
毛利率-三项费用率（%）	24.2	23.8	22.4	21.0	19.6	19.6
归母净利润（亿元）	12.31	15.73	17.11	25.45	27.44	28.96
同比增长（%）		27.7	8.8	48.8	7.8	5.6
净利率（%）	20.1	20.6	19.9	18.7	17.4	16.1
净利率变动（pct）		0.5	-0.7	-1.2	-1.3	-1.3
经营活动现金流量净额（亿元）	12.73	13.82	18.18	30.60	26.82	40.40
同比增长（%）		8.6	31.5	68.3	-12.3	50.6
经营活动现金流/归母净利润（%）	1.0	0.9	1.1	1.2	1.0	1.4

资料来源：Wind，海通证券研究所

表 4 4 家医美企业主要经营指标（分季度）

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
营业总收入（亿元）	22.24	27.19	27.01	31.75	26.75	34.90	27.26	34.89	30.40
同比增长（%）	51.4	32.3	39.7	8.0	20.3	28.4	0.9	9.9	13.7
营业成本（亿元）	4.77	5.53	5.48	7.03	5.59	7.28	5.65	7.69	5.91
毛利（亿元）	17.47	21.66	21.54	24.71	21.16	27.61	21.61	27.20	24.49
毛利率（%）	78.6	79.7	79.7	77.8	79.1	79.1	79.3	78.0	80.5
毛利率变动（pct）	-1.6	-0.1	-0.3	-1.1	0.5	-0.5	-0.5	0.1	1.4
销售费用（亿元）	7.87	10.43	9.00	12.67	9.02	11.54	8.34	11.91	8.11
销售费用率（%）	35.4	38.4	33.3	39.9	33.7	33.1	30.6	34.1	26.7
管理费用（亿元）	1.85	2.62	2.42	2.76	2.49	2.74	2.81	3.42	2.56
管理费用率（%）	8.3	9.6	8.9	8.7	9.3	7.9	10.3	9.8	8.4
研发费用（亿元）	1.66	1.76	2.04	2.43	1.92	2.42	2.19	3.49	2.29
研发费用率（%）	7.5	6.5	7.5	7.7	7.2	6.9	8.0	10.0	7.5
财务费用（亿元）	-0.36	-0.63	-0.41	-0.20	-0.34	-0.41	-0.31	-0.30	-0.30
财务费用率（%）	-1.6	-2.3	-1.5	-0.6	-1.3	-1.2	-1.1	-0.8	-1.0
期间费用率（%）	49.5	52.2	48.3	55.7	48.9	46.7	47.8	53.1	41.6

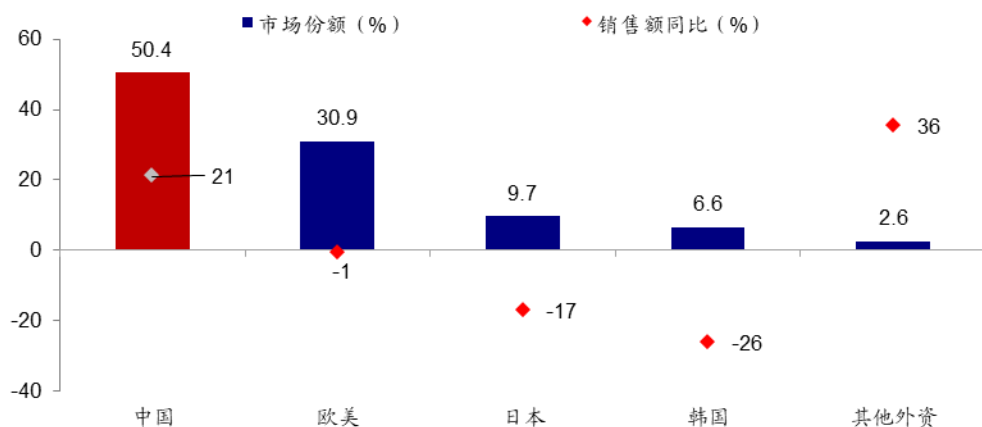
毛利-期间费用 (亿元)	6.45	7.47	8.50	7.04	8.08	11.32	8.58	8.67	11.83
毛利率-期间费用率	29.0	27.5	31.5	22.2	30.2	32.4	31.5	24.8	38.9
归属净利润 (亿元)	5.56	6.19	7.27	6.23	7.39	9.64	7.49	7.15	9.70
同比增长 (%)	27.4	1.3	29.2	15.4	32.8	55.8	3.0	14.9	31.3
净利率 (%)	25.01	22.75	26.91	19.61	27.62	27.62	27.48	20.50	31.90
净利率变动 (pct)	-4.7	-7.0	-2.2	1.2	2.6	4.9	0.6	0.9	4.3
经营活动现金流量净额 (亿元)	0.45	9.29	3.66	8.44	3.21	12.11	7.43	13.09	7.53
同比增长 (%)	-78.6	21.1	-23.7	-27.2	609.6	30.4	102.8	55.1	134.6
经营活动现金流/归母净利润 (%)	0.1	1.5	0.5	1.4	0.4	1.3	1.0	1.8	0.8

资料来源: Wind, 海通证券研究所

2.2 化妆品: 国货崛起确定性红利, 进入α能力验证期

(1) 行业: 国货多渠道高速增长, 23 年份额 50.4% 超外资。据青眼号外公众号, 2023 年中国化妆品行业整体规模为 7972 亿元, 同比增长 5.2%。其中线上渠道凭借抖音和快手的高速增长, 市场规模达 4045.9 亿元, 反超线下渠道; 国货美妆销售额同比增长 21.2%, 市场份额达 50.4%, 首次超过外资化妆品品牌; 珀莱雅在 2023 年双 11 全周期首超欧莱雅, 登顶天猫、抖音双平台美妆行业第一; 韩束创造多个抖音现象级销售记录, 蝉联抖音护肤类目 TOP1。

图 9 各国美妆销售额增速及市场份额对比 (2023 年)



资料来源: 青眼号外公众号, 海通证券研究所

(2) 业绩总结: 我们选取贝泰妮、珀莱雅、上海家化、九美股份、水羊股份、壹网壹创、丽人丽妆、青松股份、科思股份、嘉亨家化 10 家化妆品公司作为板块样本, 对 2023 年年报及 2024 年一季度报进行分析:

2023 年: ①板块总收入同比增长 4.8%, 归母净利润同比增长 60.6%, 归母净利率 10.4% 同比增长 3.60pct, 大幅增长主要来自品牌方如水羊股份高毛利品牌占比上升, 整体业务及产品结构优化拉动净利润恢复; 上游原料龙头如科思股份产能释放+产品结构优化; 代工企业如青松股份主体诺斯贝尔盈利大幅改善。剔除以上影响后, 板块归母净利润同比增长 10.0%, 净利率 10.2%, 同比增长 0.13pct。②板块毛利率 57.5% 同比增长 5.6pct, 销售费用率提升 4pct, 管理费用率、研发费用率同比各增长 0.34pct 和 0.06pct。

1Q24 板块总收入同比增长 10.5%, 归母净利润同比增长 29.4%, 归母净利率 12.5% 同比增长 1.83pct, 我们判断主因三八大促催化。板块毛利率 59.7% 同比增长 3.32pct, 期间费用率增长 1.07pct, 销售费用率提升 2.17pct 仍是主要原因, 管理费用率、研发费用率同比各下降 1.03pct、0.33pct。

我们认为, 在行业弱景气环境下, 品牌更加聚焦确定性增长, 发力单品迭代、心智强化、人群破圈, 进一步加剧了线上流量的竞争, 平台营销推广成本不断增长, 促使行业打磨精细化运营能力。龙头企业研发/供应链等实力相当的条件下, 管理灵活度等成为重要决策环节, 关注品牌单品生命周期&组织力推动边际改善机会。

表 5 10 家化妆品企业主要经营指标

项目	2019	2020	2021	2022	2023
营业总收入 (亿元)	269.72	305.72	342.98	354.33	371.40
同比增长 (%)	21.0	13.3	12.2	3.3	4.8
营业成本 (亿元)	128.03	151.85	168.47	170.43	157.92
毛利 (亿元)	141.70	153.88	174.51	183.90	213.47
毛利率 (%)	52.5	50.3	50.9	51.9	57.5
毛利率变动 (pct)	-1.2	-2.2	0.5	1.0	5.6
销售费用 (亿元)	82.82	87.61	103.88	113.23	133.55
销售费用率 (%)	30.7	28.7	30.3	32.0	36.0
管理费用 (亿元)	18.48	17.99	21.58	22.60	24.95
管理费用率 (%)	6.9	5.9	6.3	6.4	6.7
研发费用 (亿元)	5.47	5.59	6.61	9.08	9.76
研发费用率 (%)	2.0	1.8	1.9	2.6	2.6
三项费用率 (%)	39.6	36.4	38.5	40.9	45.3
毛利-三项费用 (亿元)	34.93	42.69	42.44	39.00	45.21
毛利率-期间费用率	12.9	14.0	12.4	11.0	12.2
归母净利润 (亿元)	30.79	34.22	26.29	23.96	38.47
同比增长 (%)	19.4	11.1	-23.2	-8.9	60.6
净利率 (%)	11.4	11.2	7.7	6.8	10.4
净利率变动 (pct)	-0.2	-0.2	-3.5	-0.9	3.60
经营活动现金流量净额 (亿元)	32.63	35.96	42.01	34.30	40.48
同比增长 (%)	26.2	10.2	16.8	-18.4	18.0
经营活动现金流/归母净利润 (%)	1.1	1.1	1.6	1.4	1.1

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 6 10 家化妆品企业主要经营指标 (分季度)

项目	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
营业总收入 (亿元)	79.42	83.53	76.70	115.08	80.80	95.00	78.73	117.25	89.27
同比增长 (%)	12.0	-4.2	8.5	0.4	1.7	13.7	2.6	1.9	10.5
营业成本 (亿元)	37.45	40.41	38.05	54.52	35.28	40.57	33.62	48.45	36.02
毛利 (亿元)	41.97	43.11	38.66	60.57	45.52	54.43	45.11	68.80	53.25
毛利率 (%)	52.8	51.6	50.4	52.6	56.3	57.3	57.3	58.7	59.7
毛利率变动 (pct)	0.7	0.1	0.3	2.4	3.5	5.7	6.9	6.1	3.32
销售费用 (亿元)	25.62	28.57	23.95	35.08	27.66	33.86	28.06	43.97	32.50
销售费用率 (%)	32.3	34.2	31.2	30.5	34.2	35.6	35.6	37.5	36.4
管理费用 (亿元)	5.54	4.83	6.27	5.97	5.70	5.75	5.63	7.87	5.38
管理费用率 (%)	7.0	5.8	8.2	5.2	7.1	6.0	7.2	6.7	6.0
研发费用 (亿元)	1.85	2.27	2.23	3.17	2.17	2.61	2.31	2.95	2.11
研发费用率 (%)	2.3	2.7	2.9	2.8	2.7	2.7	2.9	2.5	2.4
财务费用率 (亿元)	0.04	-0.34	-0.73	0.23	-0.16	-0.39	0.06	-0.05	0.05
财务费用率 (%)	0.0	-0.4	-0.9	0.2	-0.2	-0.4	0.1	0.0	0.1
期间费用率 (%)	41.6	42.3	41.4	38.6	43.8	44.0	45.8	46.7	44.8
毛利-期间费用 (亿元)	8.92	7.79	6.93	16.12	10.14	12.60	9.04	14.06	13.22
毛利率-期间费用率	11.2	9.3	9.0	14.0	12.6	13.3	11.5	12.0	14.8
归属净利润 (亿元)	6.89	4.87	1.43	10.78	8.64	10.26	7.44	12.14	11.17
同比增长 (%)	-7.6	-48.5	-71.3	144.9	25.4	110.8	420.7	12.6	29.4
净利率 (%)	8.67	5.83	1.86	9.36	10.69	10.80	9.45	10.35	12.51
净利率变动 (pct)	-1.8	-5.0	-5.2	5.5	2.0	5.0	7.6	1.0	1.83
经营活动现金流量净额 (亿元)	1.75	12.50	2.27	18.35	5.87	15.66	-4.71	25.32	10.45
同比增长 (%)	-56.6	-4.7	-154.2	-10.9	235.0	25.3	-307.7	38.0	78.0
经营现金流/归属净利润 (%)	0.3	2.6	1.6	1.7	0.7	1.5	-0.6	2.1	0.9

资料来源: Wind, 海通证券研究所

3. 商超: 百货业绩修复至近 21 年水平, 超市调优显效持续减亏

3.1 百货: 23 年业绩修复至近 21 年水平, 1Q24 业绩有所下滑

我们选取百联股份、重庆百货、天虹股份、王府井、欧亚集团、银座股份等 36 家百货及综合业态 A 股公司作为样本, 对百货板块 2023 年及 1Q24 进行业绩分析:

(1) 收入与利润：2023 年业绩修复，1Q24 有所下滑。2023 年、1Q24 板块营业总收入分别同比变动 2.2%、-5.2%，板块扣非净利润分别同比变动 383.7%、-14%，板块扣非净利率分别为 1.3%、4.3%，分别同比提升 1.7pct、下滑 0.4pct。

(2) 毛利率：1Q24 毛利率表现分化。2023 年、1Q24 板块毛利率分别为 35.2%、34.7%，分别同比增加 1.5pct、减少 0.3pct。板块内公司成本优化能力有所分化，区域龙头如丽尚国潮、益民集团、东百集团等毛利率整体提升较大。

(3) 费用率：加强品牌建设，销售费率提升。2023 年、1Q24 板块费用率分别为 29.3%、26.0%，分别同比下降 1.2pct、持平。其中：销售费用率分别为 17.6%、15.5%，分别同比减少 0.2pct、增加 2.1pct，我们判断主因龙头公司为提升品牌市场占有率和提升头部品牌影响力，提升品牌推广费用；管理费用率分别为 8.9%、8.2%，分别同比减少 0.8pct、0.1pct；财务费用率分别为 2.8%、2.3%，分别同比减少 0.2pct、0.3pct。

表 7 36 家百货&综合业态 A 股公司主要经营指标 (1Q2021-1Q2024)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
营业总收入 (亿元)	492	408	415	413	468	360	390	347	463	388	383	366	439
同比增长 (%)	23.2	10.0	6.8	-14.8	-4.9	-11.7	-6.0	-16.0	-1.0	7.7	-1.9	5.5	-5.2
毛利 (亿元)	171	147	143	153	160	116	127	125	162	138	132	131	152
毛利率 (%)	34.7	36.1	34.4	37.0	34.2	32.3	32.4	36.1	35.0	35.6	34.6	35.9	34.7
毛利率变动 (pct)	3.9	-0.2	-2.5	7.4	-0.6	-3.8	-1.9	-1.0	0.8	3.3	2.1	-0.2	-0.3
销售费用率 (%)	14.7	17.0	17.4	18.6	15.4	18.3	17.7	20.7	15.1	17.5	18.0	20.5	15.5
销售费用率变动 (pct)	-4.1	-0.8	-1.4	3.1	0.6	1.3	0.3	2.1	-0.3	-0.8	0.3	-0.2	0.4
管理费用率 (%)	8.2	8.9	9.4	10.0	8.5	10.0	9.5	11.2	8.3	9.1	9.3	8.8	8.2
管理费用率变动 (pct)	-2.3	-0.7	-1.1	4.7	0.3	1.1	0.2	1.2	-0.2	-0.9	-0.2	-2.4	-0.1
财务费用率 (%)	2.5	3.2	2.8	3.4	2.6	3.2	3.0	3.6	2.6	2.9	3.1	2.8	2.3
财务费用率变动 (pct)	0.5	1.3	0.9	1.3	0.2	0.0	0.2	0.2	0.0	-0.3	0.1	-0.8	-0.3
期间费用率 (%)	25.4	29.1	29.6	32.0	26.5	31.6	30.2	35.4	26.0	29.5	30.5	32.1	26.0
期间费用率变动 (pct)	-5.8	-0.2	-1.6	9.1	1.1	2.5	0.6	3.5	-0.5	-2.0	0.2	-3.3	0.0
毛利-期间费用	46	28	20	21	36	3	9	2	41	23	16	14	38
毛利率-期间费用率 (%)	9.3	7.0	4.8	5.1	7.6	0.7	2.2	0.6	8.9	6.0	4.1	3.8	8.7
归母净利润 (亿元)	28	19	14	7	26	5	6	-23	25	17	-1	-22	21
同比增长 (%)	483.1	-28.4	-23.6	124.9	-6.0	-75.2	-57.4	-445.7	-7.1	266.9	-112.6	5.4	-14.4
净利率 (%)	5.7	4.6	3.3	1.6	5.6	1.3	1.5	-6.8	5.3	4.4	-0.2	-6.1	4.8
净利率变动 (pct)	7.6	-2.5	-1.3	7.3	-0.1	-3.3	-1.8	-8.4	-0.3	3.1	-1.7	0.7	-0.5
扣非净利润 (亿元)	24	16	8	-9	16	-2	0	-21	22	11	4.4	-17.0	19.1
同比增长 (%)	334.4	2.9	-27.7	73.9	-31.2	-112.0	-103.6	-125.2	34.9	654.6	1578.9	20.4	-14.0
扣非净利率 (%)	4.9	3.9	2.0	-2.3	3.5	-0.5	-0.1	-6.2	4.8	2.7	1.1	-4.7	4.3
扣非净利率变动 (pct)	7.4	-0.3	-0.9	5.2	-1.3	-4.4	-2.1	-3.9	1.3	3.2	1.2	1.5	-0.4
经营活动现金流量 (亿元)	59	30	72	91	30	52	79	16	107	40	70	79	57
同比增长 (%)	233.4	-29.7	-23.6	40.0	-49.8	71.1	9.2	-82.2	262.5	-23.8	-10.5	387.5	-46.6
经营活动现金流/归母净利润	2.1	1.6	5.3	13.4	1.1	11.2	13.7	-0.7	4.4	2.3	-97.4	-3.6	2.7

资料来源：Wind，海通证券研究所

备注：王府井 21 年采用追溯值作为基期数剔除首商合并影响

3.2 超市：调优显效持续减亏

我们选取中百集团、人人乐、红旗连锁、三江购物、永辉超市、家家悦、国光连锁、步步高 8 家超市 A 股公司作为样本，对超市板块 1Q24 进行业绩分析：

(1) 收入与利润：1Q24 扣非净利提升明显。2023 年、1Q24 板块营业总收入分别同比下降 12.7%、6.2%，板块扣非净利润分别同比增长 27.8%、28.4%，板块扣非净利率分别为-2.9%、2.3%，同比均提升 0.6pct。

(2) 毛利率：较为稳定，门店调优显效。2023 年、1Q24 板块毛利率为 23.4%、24.2%，同比分别增加 1.6pct、减少 0.3pct。

(3) 费用率：1Q24 扣非净利率提升明显。2023 年、1Q24 板块费用率分别为 24.8%、20.8%，同比分别增加 0.9pct、减少 0.9pct。其中：销售费用率分别为 20.3%、17.2%，同比分别增加 0.7pct、减少 0.3pct；管理费用率分别为 2.8%、2.3%，同比分别增加 0.1pct、

减少 0.3pct; 财务费用率分别为 1.8%、1.3%，同比分别持平、减少 0.3pct。

表 8 8 家超市业态 A 股公司主要经营指标 (1Q2021-1Q2024)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
营业总收入 (亿元)	444	353	387	363	445	359	371	319	385	305	331	283	361
同比增长 (%)	-9.9	-5.1	0.0	3.2	0.3	1.6	-4.1	-12.0	-13.5	-15.1	-10.7	-11.4	-6.2
毛利 (亿元)	101	74	86	81	105	80	83	57	94	70	76	65	87
毛利率 (%)	22.9	20.9	22.1	22.5	23.6	22.3	22.5	17.9	24.5	23.1	22.8	23.0	24.2
毛利率变动 (pct)	-0.7	-2.7	-1.5	-0.4	0.7	1.4	0.4	-4.6	0.9	0.8	0.3	5.1	-0.3
销售费用率 (%)	17.5	20.8	20.3	21.9	16.9	19.6	20.1	22.5	17.5	21.0	20.3	23.3	17.2
销售费用率变动 (pct)	1.3	2.0	1.0	1.7	-0.6	-1.2	-0.2	0.6	0.6	1.4	0.2	0.8	-0.3
管理费用率 (%)	2.5	2.5	2.8	3.0	2.1	2.4	2.7	3.5	2.6	2.7	2.8	3.1	2.3
管理费用率变动 (pct)	0.3	-0.3	0.1	0.1	-0.4	-0.1	0.0	0.5	0.5	0.2	0.1	-0.4	-0.3
财务费用率 (%)	1.5	1.9	1.7	1.9	1.6	1.8	1.9	2.1	1.6	1.9	1.9	1.7	1.3
财务费用率变动 (pct)	1.1	1.4	1.5	1.5	0.1	-0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.0	-0.3	-0.3
期间费用率 (%)	21.5	25.2	24.8	26.9	20.5	23.8	24.7	28.1	21.7	25.6	24.9	28.1	20.8
期间费用率变动 (pct)	2.7	3.1	2.6	3.3	-1.0	-1.4	-0.1	1.2	1.2	1.7	0.2	0.1	-0.9
毛利-期间费用	6	-15	-10	-16	14	-6	-8	-33	11	-8	-7	-15	12
毛利率-期间费用率 (%)	1.4	-4.4	-2.7	-4.4	3.1	-1.5	-2.2	-10.2	2.8	-2.5	-2.1	-5.2	3.4
归母净利润 (亿元)	4	-11	-13	-27	8	-7	-9	-47	9	-7	-6	-28	10
同比增长 (%)	-82.1	-301.6	-388.4	-1696.5	119.8	41.0	33.0	-74.8	11.4	-10.5	33.1	41.3	15.0
净利率 (%)	0.8	-3.1	-3.3	-7.5	1.7	-1.8	-2.3	-14.8	2.2	-2.4	-1.7	-9.8	2.7
净利率变动 (pct)	-3.2	-4.6	-4.4	-7.9	0.9	1.3	1.0	-7.3	0.5	-0.5	0.6	5.0	0.5
扣非净利润 (亿元)	4	-15	-11	-29	9	-7	-8	-47	6	-10	-8	-27	8
同比增长 (%)	-74.1	-641.3	-431.3	-251.2	106.1	53.0	23.6	-60.6	-25.3	-40.2	8.2	40.9	28.4
扣非净利率 (%)	0.9	-4.1	-2.8	-8.0	1.9	-1.9	-2.2	-14.6	1.7	-3.2	-2.3	-9.7	2.3
扣非净利率变动 (pct)	-2.3	-4.9	-3.7	-5.6	1.0	2.2	0.6	-6.6	-0.3	-1.2	-0.1	4.9	0.6
经营活动现金流量 (亿元)	41	31	57	0	54	25	30	-3	24	22	37	-9	33
同比增长 (%)	-41.6	1121.3	137.6	-103.9	31.7	-21.2	-47.8	-1317.2	-56.1	-11.0	26.0	-164.5	40.2
经营活动现金流/归母净利润	11.7	-2.8	-4.5	0.0	7.0	-3.8	-3.5	0.1	2.8	-3.0	-6.6	0.3	3.4

资料来源: Wind, 海通证券研究所

3.3 专业连锁: 收入稳健增长, 盈利能力分化

我们选取小商品城、居然之家、美凯龙、孩子王、富森美等 12 家专业连锁 A 股公司作为样本, 对专业连锁板块 1Q24 进行业绩分析:

(1) 收入与利润: 1Q24 扣非净利下降明显, 盈利能力大幅下降。1Q24 板块营业总收入同比增长 3.3%, 板块扣非净利润同比下降 38.6%, 板块扣非净利率为 1.9%, 同比减少 1.3pct。

(2) 毛利率: 较为稳定。1Q24 板块毛利率为 11.2%, 同比增加 0.1pct。

(3) 费用率: 财务费用略有提升。1Q24 板块费用率为 7.8%, 同比增加 0.2pct。其中: 销售费用率为 3.6%, 同比减少 0.1pct; 管理费用率为 2.1%, 同比减少 0.1pct; 财务费用率为 2.1%, 同比增加 0.4pct。

表 9 12 家专业连锁 A 股公司主要经营指标 (1Q2021-1Q2024)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
营业总收入 (亿元)	651	624	644	839	705	671	631	780	788	760	710	832	814
同比增长 (%)	45.3	26.0	24.2	29.2	8.3	7.5	-2.0	-7.0	11.8	13.3	12.6	6.6	3.3
毛利 (亿元)	93	99	93	142	96	89	89	92	88	83	79	97	91
毛利率 (%)	14.2	15.8	14.4	17.0	13.6	13.3	14.2	11.8	11.1	10.9	11.2	11.7	11.2
毛利率变动 (pct)	-0.5	-0.6	-1.5	0.2	-0.7	-2.5	-0.2	-5.2	-2.5	-2.4	-3.0	-0.1	0.1
销售费用率 (%)	3.9	4.5	4.7	4.6	4.2	4.2	5.3	4.5	3.7	3.8	4.8	4.6	3.6
销售费用率变动 (pct)	0.9	0.3	0.4	-0.2	0.2	-0.3	0.6	0.0	-0.4	-0.4	-0.5	0.0	-0.1
管理费用率 (%)	2.5	2.7	3.0	3.0	2.5	2.3	2.9	3.3	2.1	2.4	2.4	2.6	2.1
管理费用率变动 (pct)	-0.5	0.1	-0.1	-0.4	0.0	-0.4	-0.1	0.3	-0.3	0.1	-0.5	-0.7	-0.1
财务费用率 (%)	2.2	2.3	2.4	1.9	2.3	2.4	2.4	1.7	1.8	2.3	2.1	1.8	2.1
财务费用率变动 (pct)	-0.4	0.1	0.3	0.5	0.1	0.1	0.0	-0.1	-0.5	-0.1	-0.3	0.1	0.4
期间费用率 (%)	8.6	9.5	10.1	9.4	8.9	8.9	10.6	9.6	7.6	8.5	9.3	9.0	7.8

期间费用率变动 (pct)	0.1	0.6	0.6	-0.1	0.3	-0.5	0.4	0.2	-1.3	-0.4	-1.3	-0.6	0.2
毛利-期间费用	37	40	27	63	33	29	23	17	28	18	14	22	28
毛利率-期间费用率 (%)	5.6	6.4	4.3	7.5	4.7	4.4	3.6	2.2	3.5	2.4	1.9	2.7	3.4
归母净利润 (亿元)	29	35	29	34	29	26	19	21	28	37	5	-10	14
同比增长 (%)	72.1	33.7	10.5	8.3	-1.3	-25.5	-34.5	-39.0	-3.0	41.7	-74.2	-147.8	-48.8
净利率 (%)	4.4	5.6	4.5	4.1	4.0	3.9	3.0	2.7	3.5	4.8	0.7	-1.2	1.7
净利率变动 (pct)	0.7	0.3	-0.6	-0.8	-0.4	-1.7	-1.5	-1.4	-0.5	1.0	-2.3	-3.9	-1.8
扣非净利润 (亿元)	24	25	24	31	26	22	17	-3	25	14	4	-5	15
同比增长 (%)	94.3	27.3	27.9	51.3	6.0	-14.7	-28.5	-109.8	-3.1	-34.5	-74.8	-72.0	-38.6
扣非净利率 (%)	3.8	4.1	3.7	3.7	3.7	3.2	2.7	-0.4	3.2	1.9	0.6	-0.6	1.9
扣非净利率变动 (pct)	0.9	0.0	0.1	0.5	-0.1	-0.8	-1.0	-4.1	-0.5	-1.4	-2.1	-0.2	-1.3
经营活动现金流量 (亿元)	1	38	-41	9	36	32	7	4	108	46	49	24	2
同比增长 (%)	105.6	332.8	-212.8	-92.2	2882.8	-16.9	117.6	-58.0	201.3	45.9	575.7	576.7	-97.9
经营活动现金流/归母净利润	0.0	1.1	-1.4	0.2	1.3	1.2	0.4	0.2	3.9	1.3	9.9	-2.4	0.2

资料来源: Wind, 海通证券研究所

4. 跨境电商: 1Q24 业绩稳健增长, 毛利率延续提升趋势

我们选取安克创新、赛维时代、致欧科技、华凯易佰 4 家跨境电商 A 股公司作为样本, 对跨境电商板块 2023 年及 1Q24 进行业绩分析:

(1) 收入与利润: 2023 年弹性修复, 1Q24 稳健增长。2023 年、1Q24 板块营业总收入分别同比增长 26.3%、33.9%, 板块扣非净利润分别同比增长 69.0%、25.0%, 板块扣非净利率分别为 6.5%、5.8%, 分别同比提升 1.6pct、下滑 0.4pct。

(2) 毛利率: 外部扰动平缓&内部提效, 延续提升趋势。2023 年、1Q24 板块毛利率分别为 41.6%、42.3%, 分别同比增加 3.3pct、1.5pct。我们判断主要受益于: ① 外部: 2023 年海运费回落带来头程运输成本改善及汇率波动 (人民币贬值) 影响; ② 内部: 龙头公司推进产品/品类/渠道结构优化、库存清理等因素。

(3) 费用率: 加强品牌建设, 销售费率提升。2023 年、1Q24 板块费用率分别为 33.4%、34.6%, 分别同比增加 1.5pct、0.9pct。其中: 销售费用率分别为 25.0%、25.9%, 分别同比增加 1.0pct、1.2pct, 我们判断主因龙头公司为提升品牌市场占有率和提升头部品牌影响力, 提升品牌推广费用; 管理费用率分别为 3.8%、4.1%, 分别同比增加 0.3pct、0.6pct; 研发费用率分别为 4.4%、4.5%, 分别同比增加 0.2pct、同比持平; 财务费用率分别为 0.1%、0.2%, 分别同比持平、同比减少 0.9pct。总结来看, 期间费用率提升主要源自销售费率提升所致。

表 10 4 家跨境电商 A 股公司主要经营指标 (1Q2021-1Q2024)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
营业总收入 (亿元)	25	30	40	52	62	66	72	90	73	82	96	116	97
同比增长 (%)	58.3	47.5	57.7	54.3	153.5	121.6	78.3	73.8	16.3	24.2	32.7	29.6	33.9
毛利 (亿元)	11	13	19	9	25	29	30	28	30	38	44	38	41
毛利率 (%)	44.8	44.4	47.2	17.9	40.6	43.2	41.0	30.8	40.7	46.6	46.0	32.8	42.3
毛利率变动 (pct)	2.0	-1.3	3.8	-24.5	-4.2	-1.2	-6.2	12.8	0.2	3.3	5.0	2.1	1.5
销售费用率 (%)	27.4	26.1	32.9	4.6	26.9	27.7	27.4	17.7	24.7	28.6	29.2	19.0	25.9
销售费用率变动 (pct)	4.1	3.3	10.8	-21.6	-0.5	1.6	-5.6	13.1	-2.3	0.9	1.8	1.3	1.2
管理费用率 (%)	3.5	4.4	3.6	3.1	3.4	3.6	3.2	3.8	3.5	3.5	3.8	4.2	4.1
管理费用率变动 (pct)	0.2	0.4	0.4	-0.1	-0.1	-0.8	-0.3	0.6	0.1	0.0	0.6	0.4	0.6
研发费用率 (%)	5.0	6.8	4.7	5.6	3.8	4.1	4.0	4.8	4.5	4.5	4.0	4.7	4.5
研发费用率变动 (pct)	-0.4	-0.8	-0.9	-0.2	-1.2	-2.7	-0.7	-0.9	0.7	0.4	0.0	-0.1	0.0
财务费用率 (%)	0.4	0.4	0.4	0.7	0.6	-0.1	-0.6	0.6	1.1	-0.8	0.7	-0.3	0.2
财务费用率变动 (pct)	0.9	0.0	-0.9	-0.6	0.2	-0.4	-1.0	-0.2	0.5	-0.7	1.2	-0.9	-0.9
期间费用率 (%)	36.4	37.7	41.6	14.1	34.7	35.3	34.0	26.8	33.7	35.9	37.7	27.6	34.6
期间费用率变动 (pct)	4.9	2.9	9.4	-22.5	-1.6	-2.4	-7.6	12.7	-1.0	0.6	3.6	0.8	0.9
毛利-期间费用	2	2	2	2	4	5	5	4	5	9	8	6	7
毛利率-期间费用率 (%)	8.4	6.8	5.6	3.9	5.8	7.9	7.0	4.0	7.0	10.7	8.3	5.2	7.6
归母净利润 (亿元)	2	2	2	3	3	6	4	5	5	8	7	7	6
同比增长 (%)	54.8	38.3	-2.7	-5.3	61.4	205.5	69.8	85.4	60.8	48.9	59.5	36.9	11.1
归母净利率 (%)	8.2	6.2	6.0	5.1	5.2	8.6	5.7	5.5	7.2	10.3	6.9	5.8	6.0
归母净利率变动 (pct)	-0.2	-0.4	-3.7	-3.2	-3.0	2.3	-0.3	0.3	2.0	1.7	1.2	0.3	-1.2

扣非净利润 (亿元)	2	2	2	1	3	3	3	3	4	6	6	6	6
同比增长 (%)	1873.3	5389.4	-11.6	-37.3	75.4	80.0	41.6	141.0	63.6	92.8	122.9	107.4	25.0
扣非净利率 (%)	6.3	6.2	5.0	2.5	4.4	5.1	3.9	3.5	6.2	7.9	6.6	5.6	5.8
扣非净利率变动 (pct)	6.9	6.4	-3.9	-3.7	-2.0	-1.2	-1.0	1.0	1.8	2.8	2.7	2.1	-0.4
经营活动现金流量 (亿元)	-2	1	1	8	-3	8	8	19	11	9	7	12	7
同比增长 (%)	-666.1	-62.1	177.9	423.8	-65.0	875.6	768.6	134.8	446.7	12.2	-9.5	-37.8	-33.4
经营活动现金流/归属净利润	-1.0	0.4	0.4	3.0	-1.0	1.4	1.9	3.8	2.1	1.0	1.1	1.7	1.3

资料来源: Wind, 海通证券研究所

备注: 赛维时代 1Q24 财报对发生在商品控制权转移给客户前且为履行销售合同而发生的运输成本自销售费用重分类至营业成本, 故对 1Q23 数据进行追溯调整。

表 11 4 家跨境电商 A 股公司主要经营指标 (2019-2023 年)

	2019	2020	2021	2022	2023
营业总收入 (亿元)	123	187	262	290	367
同比增长 (%)	28.9	52.5	39.9	10.9	26.3
毛利 (亿元)	67	91	107	111	152
毛利率 (%)	54.2	48.9	40.9	38.3	41.6
毛利率变动 (pct)	0.5	-5.4	-8.0	-2.6	3.3
销售费用率 (%)	39.0	30.7	27.3	24.0	25.0
销售费用率变动 (pct)	-0.6	-8.3	-3.4	-3.3	1.0
管理费用率 (%)	3.6	3.3	3.2	3.5	3.8
管理费用率变动 (pct)	-0.1	-0.3	-0.1	0.3	0.3
研发费用率 (%)	3.7	3.3	3.3	4.2	4.4
研发费用率变动 (pct)	0.1	-0.4	0.0	0.9	0.2
财务费用率 (%)	0.0	0.8	0.8	0.1	0.1
财务费用率变动 (pct)	-0.4	0.8	0.0	-0.7	0.0
期间费用率 (%)	46.3	38.1	34.6	31.9	33.4
期间费用率变动 (pct)	-1.0	-8.2	-3.5	-2.8	1.5
毛利-期间费用	10	20	16	19	30
毛利率-期间费用率 (%)	7.9	10.7	6.2	6.4	8.2
归母净利润 (亿元)	9	16	15	18	27
同比增长 (%)	86.9	82.3	-8.8	21.1	50.2
归母净利率 (%)	7.3	8.7	5.7	6.2	7.4
归母净利率变动 (pct)	2.3	1.4	-3.0	0.5	1.2
扣非净利润 (亿元)	8	16	11	14	24
同比增长 (%)	67.8	90.0	-27.2	23.5	69.0
扣非净利率 (%)	6.7	8.3	4.3	4.8	6.5
扣非净利率变动 (pct)	1.6	1.6	-4.0	0.5	1.6
经营活动现金流量 (亿元)	6	3	13	31	38
同比增长 (%)	41.9	-48.6	309.5	141.5	23.4
经营活动现金流/归属净利润	0.7	0.2	0.9	1.7	1.4

资料来源: Wind, 海通证券研究所

备注: 赛维时代 2023 年报对发生在商品控制权转移给客户前且为履行销售合同而发生的运输成本自销售费用重分类至营业成本, 故对 2022 年数据进行追溯调整。

风险提示

- (1) 消费持续疲软;
- (2) 新业态分流;
- (3) 行业竞争加剧;
- (4) 监管政策不确定。

信息披露

分析师声明

李宏科 批发和零售贸易行业
汪立亭 社会服务行业
王祎婕 社会服务行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：小商品城,福瑞达,北京人力,同程旅行,爱美客,特海国际,名创优品,京东集团-SW,天目湖,广州酒家,行动教育,首旅酒店,富森美,中国东方教育,九毛九,海伦司,菜百股份,巨子生物,永辉超市,百联股份,海底捞,安克创新,贝泰妮,潮宏基,重庆百货,复星旅游文化,周大生,百胜中国,华凯易佰,美团-W

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
弱于大市		预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。	

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。