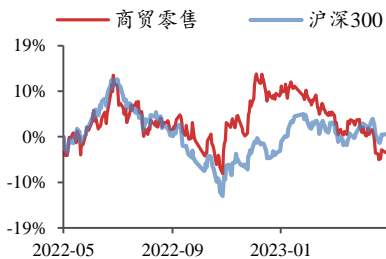


商贸零售

2023年05月05日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

- 《“五一”黄金周消费恢复趋势良好，关注黄金珠宝—行业周报》-2023.5.3
- 《3月社零同比+10.6%，关注黄金珠宝、医美机构复苏—行业周报》-2023.4.23
- 《2023年3月社零同比+10.6%，消费复苏势头不改—行业点评报告》-2023.4.18

零售行业 2022 年报&2023 年一季报综述：复苏之花徐徐盛开，关注黄金珠宝、医美化妆品龙头

——行业深度报告

黄泽鹏（分析师）

huangzepeng@kysec.cn
证书编号：S0790519110001

骆峥（联系人）

luozheng@kysec.cn
证书编号：S0790122040015

杨柏炜（联系人）

yangbowei@kysec.cn
证书编号：S0790122040052

● 至暗时刻已过，零售企业 2022 年承压，2023Q1 迎来良好开局

2022 年社零受疫情扰动明显（社零同比-0.2%），但 2023 年一季度迎来良好开局，其中必选消费品类维持稳健，黄金珠宝、化妆品等可选品类则稳步恢复。随着上市公司年报、一季报全部披露完毕，我们选取 42 家上市公司作为样本，梳理分析零售行业整体经营情况：收入端，零售行业 2022 年/2023Q1 同比分别 -2.9%/+2.9%，一季度呈回暖改善态势；利润端，行业 2022 年/2023Q1 扣非归母净利润同比分别 -46.8%/+8.7%，2022 年盈利端显著承压、2023Q1 修复趋势已现。具体到细分板块，2022 年化妆品板块展现韧性，2023Q1 多个板块均有改善。

● 黄金珠宝：疫后消费复苏呈现高景气，关注优质品牌全年表现

2023Q1 板块实现营收 527.0 亿元(+25.0%)、扣非归母净利润 17.9 亿元(+9.8%)，在同期较高基数下仍取得增长，反映出景气度的快速恢复。分品类看，黄金产品尤其是克重黄金是消费的主要品类，金价同比有所上涨则支撑了客单价的提升。从消费者需求角度看，黄金产品的消费属性（婚庆、悦己、送礼等）和投资属性（贵金属保值增值）均在终端市场有明显体现。后疫情时代线下消费复苏是主旋律，黄金珠宝行业除受益终端门店客流和销售恢复外，加盟商的拓店信心恢复也将带来显著业绩增量。重点推荐一季报验证良好且渠道持续扩张的优质珠宝品牌，包括潮宏基（时尚珠宝差异化，门店基数低、扩店弹性大）、老凤祥（“三年行动计划”明晰路径，加强内部激励）、周大生、周大福、中国黄金等。

● 化妆品（医美）：承压下表现较强韧性，品牌方分化加剧、强者恒强延续

2022 年/2023Q1 营收同比+8.1%/+6.0%，扣非归母净利润同比+14.1%/+24.7%，经济承压背景下品牌方内部分化加剧，其中优质品牌方在疫情扰动时更具韧性，而在经营修复阶段也更具业绩弹性。化妆品板块重点推荐珀莱雅（2022 年/2023Q1 逆势增长，多品牌矩阵成型助力长期成长）；医美板块，行业基本面企稳回升、景气延续，重点推荐爱美客（差异化管线有望加速放量，长期看产品矩阵不短丰富），及朗姿股份（医美业务有望迎来“内生+外延”双重复苏）。

● 超市：2023Q1 盈利能力有所提升，关注基本面逐步改善

2023Q1 板块实现营收 375.6 亿元(-14.6%)、扣非归母净利润 7.9 亿元(-19.2%)，降幅环比 2022Q4 有所收窄。盈利能力方面，2023Q1 板块整体毛利率为 24.5% (+0.9pct)，出现明显改善。内部看，企业一方面主动放缓扩张速度，转向提升单店质量，另一方面积极推进线上线下融合，以数字化助力业态变革，持续巩固生鲜品类优势；外部看，社区团购等新零售业态逐渐趋于稳健，外部竞争环境有望持续改善。后续优先关注复苏预期强、布局增量业务的龙头企业，包括家家悦（超市主业高质量发展，试水布局休闲零食连锁赛道）、红旗连锁、永辉超市等。

● **风险提示：**宏观经济风险，疫情反复，行业竞争加剧，政策风险等。

目录

1、 2023Q1 社会消费显著回暖，零售行业经营改善.....	4
1.1、 2022 年经济承压，2023Q1 社会消费显著回暖.....	4
1.2、 2023Q1 零售行业收入、盈利端均改善.....	5
2、 2022 年化妆品韧性较强，2023Q1 黄金珠宝景气较高.....	7
2.1、 化妆品（医美）：分化加剧，品牌方龙头强者恒强.....	7
2.2、 黄金珠宝：一季度板块高景气验证良好，关注优质品牌全年表现.....	10
2.3、 超市：2023Q1 盈利能力有所提升，关注基本面逐步改善.....	13
3、 投资建议：关注黄金珠宝、化妆品医美龙头.....	16
3.1、 爱美客：一季度营收、归母净利润双高增，毛利率再创新高.....	16
3.2、 珀莱雅：2022 年、2023Q1 逆势增长，国货美妆龙头地位稳固.....	16
3.3、 朗姿股份：一季度归母净利润超预告上限，2023 年医美业务有望迎来“内生+外延”双重复苏.....	16
3.4、 潮宏基：一季度回归高增长，关注时尚珠宝品牌势能提升.....	17
3.5、 老凤祥：一季度经营业绩超预期，黄金珠宝龙头品牌提速起航.....	17
3.6、 周大生：把握消费趋势发力黄金产品，一季度收入业绩高增长.....	18
4、 风险提示.....	19

图表目录

图 1： 2022 年经济增长承压，2023Q1 迎来良好开局.....	4
图 2： 2023 年一季度 CPI 整体温和上涨.....	4
图 3： 2023 年 3 月社会消费复苏明显.....	4
图 4： 2023Q1 社零消费线上渠道渗透率稳步提升.....	4
图 5： 粮油食品等必选消费品类维持稳健，可选品类 2022 年受疫情影响波动较大、2023Q1 修复明显.....	5
图 6： 2022 年零售行业整体收入同比下滑 2.9%.....	5
图 7： 2023Q1 零售行业整体收入同比增长 2.9%.....	5
图 8： 2022 年零售行业扣非归母净利润同比-46.8%.....	6
图 9： 2023Q1 零售行业扣非归母净利润恢复明显.....	6
图 10： 2022 年化妆品板块全年营收稳健增长.....	7
图 11： 2023Q1 化妆品板块营收实现平稳增长.....	7
图 12： 2022 年化妆品板块扣非归母净利润同比+14.1%.....	7
图 13： 2023Q1 化妆品板块扣非归母净利润同比+24.7%.....	7
图 14： 2023Q1 化妆品板块毛利率稳步提升.....	8
图 15： 2023Q1 化妆品板块销售费用率有所提升.....	8
图 16： 2022 年黄金珠宝板块营收因疫情有所承压.....	10
图 17： 2023Q1 黄金珠宝板块消费复苏实现营收高增长.....	10
图 18： 2022 年黄金珠宝板块扣非归母净利润同比下滑.....	10
图 19： 2023Q1 黄金珠宝板块扣非归母净利润恢复增长.....	10
图 20： 2023Q1 黄金珠宝板块净利率有所提升.....	11
图 21： 2023Q1 黄金珠宝板块销售费用率下降明显.....	11
图 22： 2022 年超市板块营业收入同比下滑 4.0%.....	13
图 23： 2023Q1 超市板块营业收入降幅有所扩大.....	13
图 24： 2022 年超市板块扣非归母净利润仍处亏损.....	13

图 25: 2023Q1 超市板块扣非归母净利润降幅环比收窄.....	13
图 26: 2023Q1 年超市板块盈利能力环比提升.....	14
图 27: 2022 年超市板块期间费用率相对稳定.....	14
表 1: 零售细分板块 2022 年财务指标: 除化妆品外其余板块业绩均承压.....	6
表 2: 零售细分板块 2023Q1 财务指标: 多个板块均得到明显修复.....	6
表 3: 化妆品(医美)板块重点公司 2022 年经营业绩表现有所分化.....	9
表 4: 化妆品(医美)板块重点公司 2023Q1 保持稳健增长, 龙头表现优秀.....	9
表 5: 黄金珠宝板块 2022 年经营整体受疫情影响明显, 头部公司表现相对稳健.....	12
表 6: 黄金珠宝板块 2023Q1 疫后迎来快速恢复, 头部品牌取得亮眼增长.....	12
表 7: 超市板 2022 年经营业绩仍有所承压, 主要系疫情、减值计提等因素影响.....	15
表 8: 超市板块 2023Q1 毛利率出现积极变化, 经营业绩有望改善.....	15
表 9: 投资建议: 关注黄金珠宝、化妆品医美和超市板块龙头公司.....	18

1、2023Q1 社会消费显著回暖，零售行业经营改善

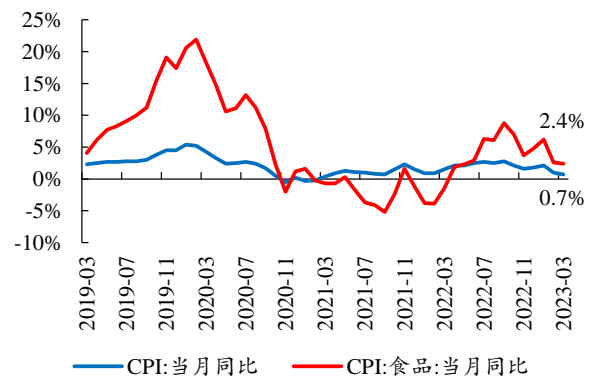
1.1、2022 年经济承压，2023Q1 社会消费显著回暖

2022 年疫情冲击下经济增长承压，2023 年一季度迎来良好开局。宏观经济层面，2022 年全年 GDP 累计同比增速为+3.0%，其中二季度以来受疫情多发散发、国际环境严峻等因素影响，经济承压明显。2023 年一季度 GDP 同比增速为+4.5%，线下生产生活场景已逐步恢复正常，经济运行开局良好。价格因素层面，2022 年全年 CPI 保持平稳；2023 年一季度 CPI 同比+1.3%整体温和上涨，分月看 1-3 月 CPI 同比分别为+2.1%/+1.0%/+0.7%，涨幅逐步回落。

图1：2022 年经济增长承压，2023Q1 迎来良好开局



图2：2023 年一季度 CPI 整体温和上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

2022 年社零受疫情扰动明显，2023Q1 显著回暖。2022 年全年社零总额 44.0 万亿元（同比-0.2%），受疫情扰动明显。2023 年一季度社零总额为 11.5 万亿元（同比+5.8%，两年复合增速+4.5%），其中 3 月社零总额为 3.9 万亿元（同比+10.6%，两年复合增速+3.3%），线下消费场景恢复带动下社会消费显著回暖。分渠道看，2023Q1 实物商品网上零售总额同比+7.3%，占社零的比重为 24.2%（同比+1.0pct，较 1-2 月+1.5pct），线上渠道渗透率稳步提升。线下渠道方面，2023Q1 超市、便利店、百货店、专业店和专卖店零售额同比分别+1.4%/+8.8%/+9.2%/+5.7%/+0.2%，呈稳中向好态势；同时，居民服务消费需求亦逐步释放，相关消费持续回暖向好：一季度全国餐饮收入同比+13.9%；全国电影票房收入同比+13.5%。

图3：2023 年 3 月社会消费复苏明显

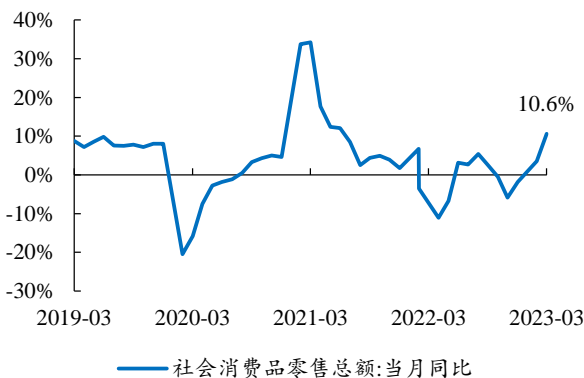
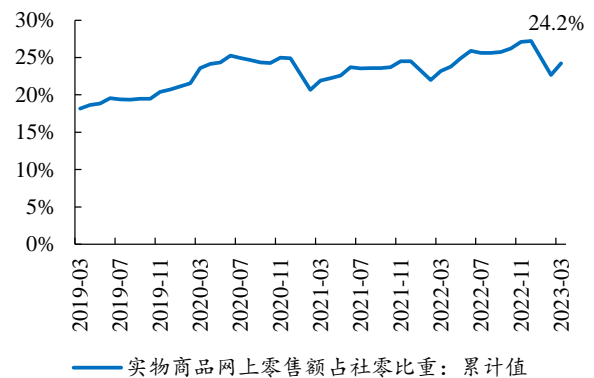


图4：2023Q1 社零消费线上渠道渗透率稳步提升

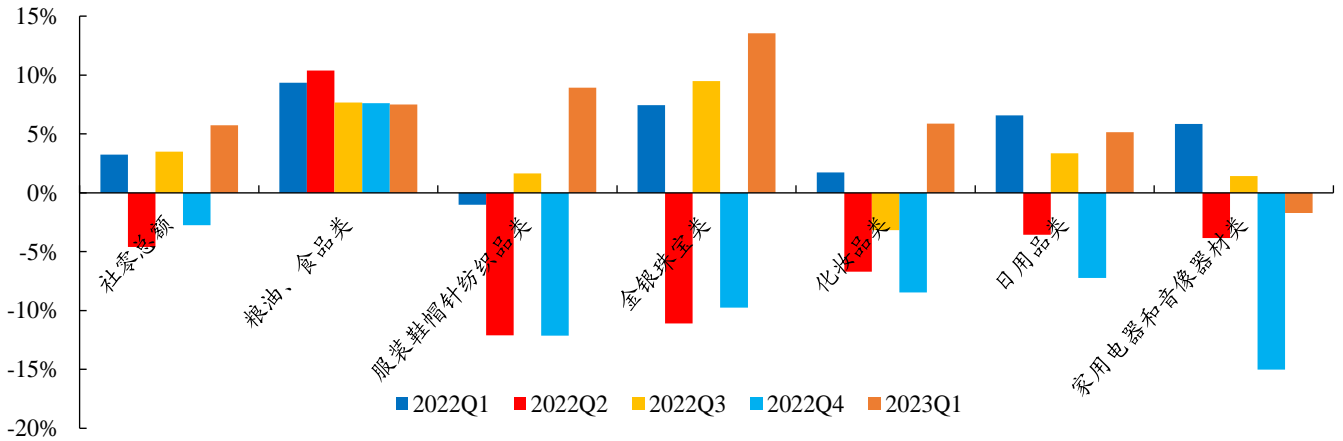


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

分品类看，必选消费品类维持稳健，可选品类 2022 年受疫情影响波动较大，2023Q1 稳步恢复。必选、可选品类 2022 年表现分化，以粮油食品为代表的必选品类全年维持稳健，根据我们测算，粮油食品 2022 年四个季度的社零增速分别为 +9.4%/+10.4%/+7.7%/+7.6%；而可选品类受疫情扰动，增速波动较大，普遍二、四季度表现不佳。2023 年一季度，必选品类依然保持稳健增长，可选品类方面，受益于疫情影响逐渐消退、宏观经济稳步修复，可选品类修复明显，我们测算得金银珠宝、服装鞋帽、化妆品一季度同比分别+13.6%/+8.9%/+5.9%，均稳步恢复。

图5：粮油食品等必选消费品类维持稳健，可选品类 2022 年受疫情影响波动较大、2023Q1 修复明显



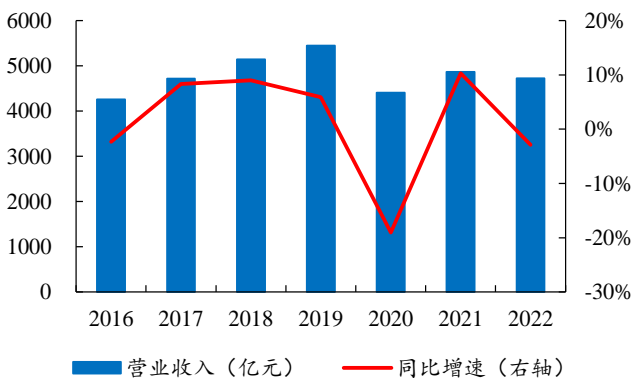
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、2023Q1 零售行业收入、盈利端均改善

本节中，我们选取 7 家超市、14 家百货、10 家化妆品（含医美）、8 家黄金珠宝、3 家专业连锁合计 42 家上市公司作为研究零售行业经营情况的样本，使用整体法（指将行业内公司某一指标先求和，再计算分析）计算相关指标，进行梳理分析。

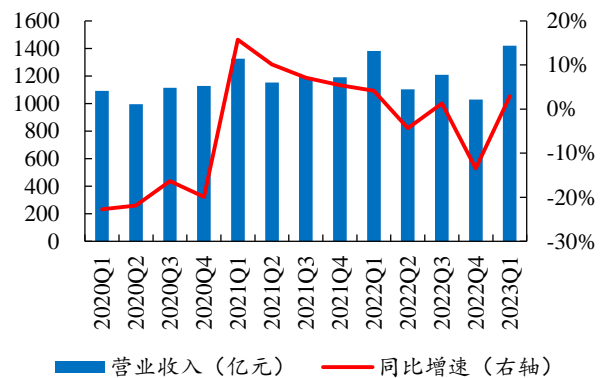
2022 年零售行业整体收入端受损，2023Q1 有所改善。2022 年，零售行业 42 家上市公司（以下简称“行业整体”）合计实现营收 4722 亿元（同比-2.9%），多重因素冲击下受损。分季度看，2022Q1/Q2/Q3/Q4 同比增速分别为+4.1%/-4.3%/+1.3%/-13.5%；2023Q1 行业整体实现营收 1421 亿元（同比+2.9%），行业整体收入端呈现回暖改善态势。

图6：2022 年零售行业整体收入同比下滑 2.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

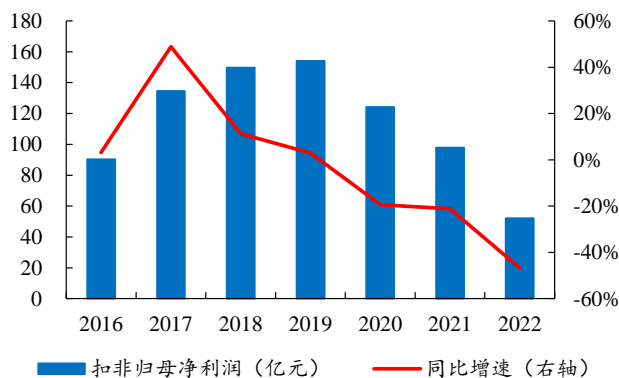
图7：2023Q1 零售行业整体收入同比增长 2.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

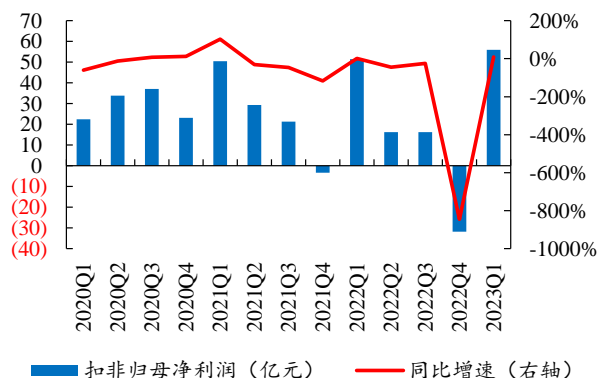
2022 年零售行业整体盈利端全年承压，2023Q1 修复趋势已现。2022 年，零售行业整体实现扣非归母净利润 52.1 亿元（同比-46.8%），其中 2022Q1/Q2/Q3/Q4 同比增速分别为+1.9%/-44.8%/-24.0%/-845.3%，受疫情及部分公司大额计提减值等因素影响全年承压。2023 年一季度，行业整体实现扣非归母净利润 55.9 亿元（同比+8.7%），线下消费场景恢复后回暖明显，修复趋势已然显现。

图8：2022 年零售行业扣非归母净利润同比-46.8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2023Q1 零售行业扣非归母净利润恢复明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

具体到细分板块，2022 年化妆品板块业绩展现韧性，2023Q1 多个板块均有改善。2022 年超市/百货/黄金珠宝/化妆品/专业连锁板块扣非归母净利润同比分别-11.2%/-78.8%/-16.4%/+14.1%/-42.1%，仅化妆品板块实现正增长，其余板块均承压。2023 年一季度，百货/黄金珠宝/化妆品板块扣非归母净利润同比分别+24.2%/+9.8%/+24.7%，均实现正增长；超市、专业连锁板块扣非归母净利润则同比分别-19.2%/-51.5%，尚未恢复正增长，但环比 2022Q4 降幅分别缩窄 49.2pct/61.9pct。

表1：零售细分板块 2022 年财务指标：除化妆品外其余板块业绩均承压

细分板块	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	扣非归母净利润 (亿元)	营业收入 增速	归母净利润 增速	扣非归母净利润 增速	毛利率	期间费用率
超市	1462.2	-47.3	-46.8	-4.0%	-22.7%	-11.2%	21.7%	23.8%
百货	1211.7	26.8	9.0	-10.7%	-56.3%	-78.8%	31.6%	28.5%
黄金珠宝	1428.6	49.6	46.5	1.4%	-17.6%	-16.4%	10.4%	4.7%
化妆品	411.0	42.2	38.7	8.1%	14.4%	14.1%	61.7%	47.6%
专业连锁	208.5	5.7	4.7	8.8%	-39.6%	-42.1%	23.0%	19.9%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：零售细分板块 2023Q1 财务指标：多个板块均得到明显修复

细分板块	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	扣非归母净利润 (亿元)	营业收入 增速	归母净利润 增速	扣非归母净利润 增速	毛利率	期间费用率
超市	375.6	10.1	7.9	-14.6%	15.3%	-19.2%	24.5%	21.7%
百货	355.6	18.6	17.0	-2.2%	-8.5%	24.2%	32.9%	24.8%
黄金珠宝	527.0	18.8	17.9	25.0%	15.2%	9.8%	9.6%	3.7%
化妆品	96.7	13.6	12.2	6.0%	30.4%	24.7%	63.7%	48.6%
专业连锁	66.0	1.1	0.9	1.2%	-45.4%	-51.5%	17.5%	15.6%

数据来源：Wind、开源证券研究所

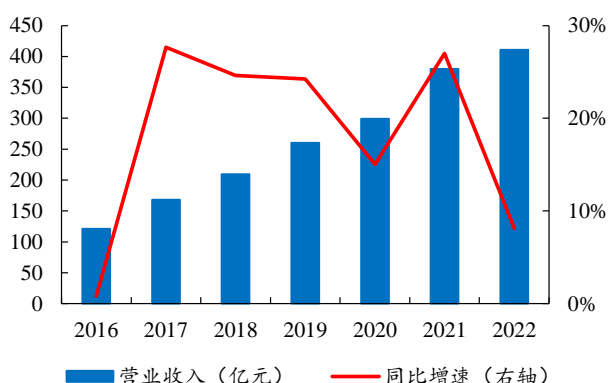
2、2022 年化妆品韧性较强，2023Q1 黄金珠宝景气较高

2.1、化妆品（医美）：分化加剧，品牌方龙头强者恒强

我们以重点关注的 10 家化妆品医美企业珀莱雅、贝泰妮、华熙生物、丸美股份、上海家化、水羊股份、青松股份、嘉亨家化、朗姿股份、爱美客（医美标的亦归入合并分析）作为研究样本，观察化妆品医美（下简称“化妆品”）板块整体经营情况。

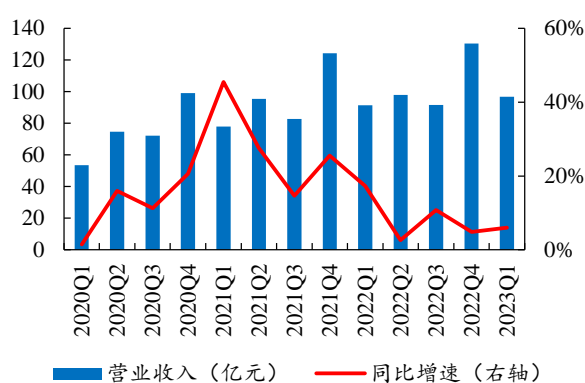
化妆品板块 2022 年营收稳健增长，2023Q1 较高基数下平稳增长。2022 年化妆品板块整体实现营收 411.0 亿元（+8.1%），具体 2022Q1/Q2/Q3/Q4 分别同比 +17.3%/+2.7%/+10.8%/+4.8%，全年表现稳健，其中二季度、四季度受疫情及同期较高基数影响，增速趋缓。2023Q1 化妆品板块实现营收 96.7 亿元（+6.0%）平稳增长。

图10：2022 年化妆品板块全年营收稳健增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

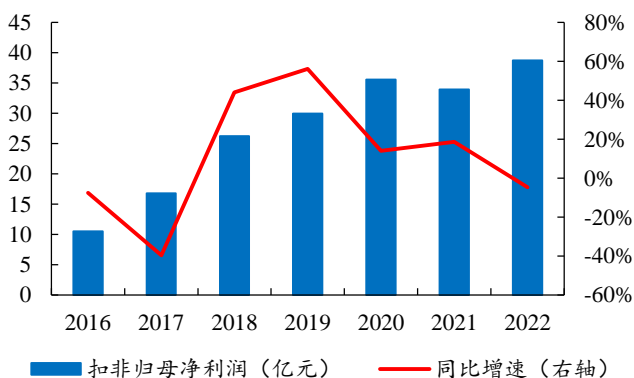
图11：2023Q1 化妆品板块营收实现平稳增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

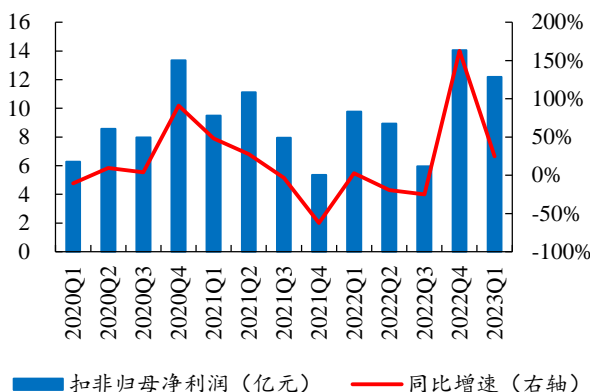
化妆品板块 2022 年利润端同比+14.1%，品牌方内部分化、强者恒强。2022 年化妆品板块扣非归母净利润为 38.7 亿元（+14.1%），2022Q1/Q2/Q3/Q4 同比增速分别为 +2.8/-19.6%/-25.2%/+162.8%，经济承压背景下品牌方表现分化，叠加青松股份计提大额减值影响，二、三季度板块利润表现较差，四季度则受益同期较低基数呈现高表现增速；2023Q1 化妆品板块扣非归母净利润为 12.2 亿元（+24.7%）。若剔除青松股份、嘉亨家化（代工企业）及朗姿股份（医美机构）共 3 家企业，单看 7 家医美化妆品品牌方公司，则 2022 年、2023Q1 板块扣非归母净利润分别同比 +13.2%/+17.4%，其中珀莱雅、爱美客 2022 年初性凸显，2023Q1 增势亦良好，品牌方龙头强者恒强。

图12：2022 年化妆品板块扣非归母净利润同比+14.1%



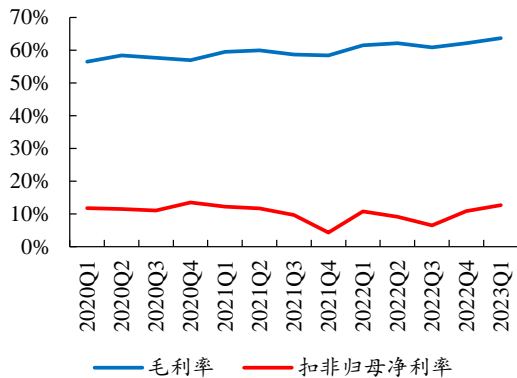
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：2023Q1 化妆品板块扣非归母净利润同比+24.7%

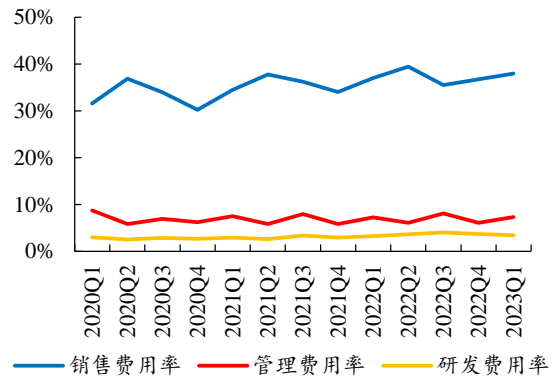


数据来源：Wind、开源证券研究所

化妆品板块毛利率稳步提升，扣非归母净利润率亦有所增长。毛利率方面，2022 年化妆品板块毛利率为 61.7%（同比+2.6pct），2023Q1 毛利率为 63.7%（同比+2.2pct），稳步提升并维持较高水平。2022 年/2023Q1 板块扣非归母净利润率分别为 9.4%（同比+0.5pct）/12.6%（同比+1.9pct），剔除青松股份后，分别为 12.1%（同比-0.4pct）/13.7%（同比+1.4pct）。费用率方面，板块 2022 年销售/管理/研发费用率分别为 37.2%/6.8%/3.7%，同比分别+1.6pct/+0.2pct/+0.7pct；2023Q1 板块销售/管理/研发费用率分别为 38.0%/7.3%/3.4%，同比分别+1.0pct/+0.1pct/+0.2pct，预计销售费用率有所提升主要系各品牌方为打造品牌加大宣传投放力度。

图14：2023Q1 化妆品板块毛利率稳步提升


数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：2023Q1 化妆品板块销售费用率有所提升


数据来源：Wind、开源证券研究所

化妆品（医美）板块龙头品牌方公司依然表现优异：

(1) 爱美客：2023Q1 增长亮眼，毛利率再创新高。经营业绩方面，2022 年公司实现营收 19.39 亿元（+33.9%）、归母净利润 12.64 亿元（+31.9%）；2023Q1 公司实现营收 6.30 亿元（+46.3%）、归母净利润 4.14 亿元（+51.2%）。分产品看，我们预计一季度公司明星产品嗨体颈纹、嗨体熊猫针等产品保持稳健增长，合规水光产品本活泡泡针受益于政策合规红利实现较好增长，再生类产品濡白天使较快增长。我们认为，爱美客作为国内医美产品龙头，短期将受益市场回暖不断修复，长期看公司持续丰富产品矩阵夯实长期竞争力，股权激励考核目标亦充分彰显公司未来发展信心。

(2) 珀莱雅：2022 年、2023Q1 均逆势增长，国货美妆龙头地位稳固。经营业绩方面，2022 年公司实现营收 63.85 亿元（+37.8%）、归母净利润 8.17 亿元（+41.9%）；2023Q1 营收 16.22 亿元（+29.3%）、归母净利润 2.08 亿元（+31.3%）。分渠道看，2022 年公司线上/线下渠道分别实现营收 57.88 亿元（+47.5%）/5.74 亿元（-17.6%），线上增长亮眼，收入占比已达 91%，线下则预计受到网点调整和疫情影响。分品牌看，2022 年主品牌珀莱雅营收达 52.64 亿元（+37.5%）突破 50 亿大关；彩棠、OR、悦芙媞分别实现营收 5.72 亿元（+132.0%）/1.26 亿元（+509.9%）/1.87 亿元（+188.3%），第二梯队品牌实现亮眼增长。我们认为，珀莱雅作为国货化妆品龙头，旗下各品牌正处势能上升期，“产品+渠道+品牌”多维发力有望支撑公司持续成长。

(3) 朗姿股份：2023Q1 医美业务营收增长亮眼，有望迎来“内生+外延”双重复苏。经营业绩方面，2022 年公司实现营收 38.78 亿元（+1.2%）、归母净利润 1608 万元（-90.7%）；2023Q1 营收 11.39 亿元（+21.3%）、归母净利润 6205 万元（+6985.1%）。分业务看：一季度时尚女装/医疗美容/绿色婴童业务分别实现营收 4.34 亿元（+10.65%）/4.59 亿元（+30.68%）/2.47 亿元（+25.85%），随着线下消费场景、生产生活秩序陆续恢复，居民时尚消费倾向修复，三大主业均实现亮眼增长。我们认为，2023 年相

对宽松的获客环境下，一方面公司内生机构将加速修复，另一方面体外孵化机构亦有望加速爬坡成熟，公司医美业务或迎来“内生+外延”双重复苏。

(4) 贝泰妮：业绩稳健增长，敏感肌龙头持续完善品牌矩阵。经营业绩方面，2022年公司实现营收 50.14 亿元 (+24.6%)、归母净利润 10.51 亿元 (+21.8%)；2023Q1 营收 8.63 亿元 (+6.78%)、归母净利润 1.58 亿元 (+8.41%)。分渠道看，预计一季度线上渠道受天猫渠道拖累表现平平，线下渠道受益消费场景恢复或稳定贡献增量。公司是敏感肌护肤龙头，品牌矩阵不断完善，2023 年有望发挥线下优质资产优势。

(5) 华熙生物：四轮驱动稳步成长，关注后续化妆品推新及医美业务表现。经营业绩方面，2022 年公司实现营收 63.59 亿元 (+28.5%)、归母净利润 9.71 亿元 (+24.1%)；2023Q1 营收 13.05 亿元 (+4.0%)、归母净利润 2.00 亿元 (+0.4%)。分业务看：我们预计一季度公司功能性护肤板块表现较平淡，原料业务稳健，医疗终端业务受益线下场景复苏或实现较快增长，预计润致系列贡献重要增量。我们认为，公司基本面未变，四轮驱动稳步成长，后续组织架构优化、数字化转型升级有望实现降本增效。

表3：化妆品（医美）板块重点公司 2022 年经营业绩表现有所分化

公司简称	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	扣非归母净利润 (亿元)	营业收入 增速	归母净利润 增速	扣非归母净利润 增速	毛利率	期间费用率
珀莱雅	63.9	8.2	7.9	37.8%	41.9%	38.8%	69.7%	50.1%
上海家化	71.1	4.7	5.4	-7.1%	-27.3%	-20.0%	57.1%	48.3%
水羊股份	47.2	1.2	1.0	-5.7%	-47.2%	-55.1%	53.1%	49.8%
丸美股份	17.3	1.7	1.4	-3.1%	-29.7%	-24.0%	68.4%	57.6%
华熙生物	63.6	9.7	8.5	28.5%	24.1%	28.5%	77.0%	59.5%
青松股份	29.2	-7.4	-7.6	-21.0%	18.6%	17.0%	5.7%	13.7%
嘉亨家化	10.5	0.7	0.7	-9.4%	-28.3%	-28.4%	24.0%	15.9%
爱美客	19.4	12.6	12.0	33.9%	31.9%	30.9%	94.8%	21.5%
朗姿股份	38.8	0.2	0.0	5.8%	-91.4%	-99.4%	57.5%	56.3%
贝泰妮	50.1	10.5	9.5	24.6%	21.8%	17.0%	75.2%	52.5%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表4：化妆品（医美）板块重点公司 2023Q1 保持稳健增长，龙头表现优秀

公司简称	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	扣非归母净利润 (亿元)	营业收入 增速	归母净利润 增速	扣非归母净利润 增速	毛利率	期间费用率
珀莱雅	16.2	2.1	2.0	29.3%	31.3%	34.9%	70.0%	51.4%
上海家化	19.8	2.3	2.3	-6.5%	15.6%	7.1%	61.2%	50.7%
水羊股份	10.5	0.5	0.4	0.1%	25.4%	11.0%	53.7%	49.4%
丸美股份	4.8	0.8	0.7	24.6%	20.2%	29.0%	68.7%	48.9%
华熙生物	13.1	2.0	1.5	4.0%	0.4%	-17.4%	73.8%	58.9%
青松股份	4.0	-0.5	-0.5	-42.2%	21.7%	17.8%	2.5%	18.1%
嘉亨家化	2.2	0.1	0.1	-14.8%	-67.5%	-68.7%	23.0%	20.6%
爱美客	6.3	4.1	3.9	46.3%	47.8%	45.8%	95.3%	22.8%
朗姿股份	11.4	0.6	0.6	27.4%	2867.9%	7861.4%	56.4%	50.6%
贝泰妮	8.6	1.6	1.3	6.8%	8.4%	1.7%	76.1%	58.5%

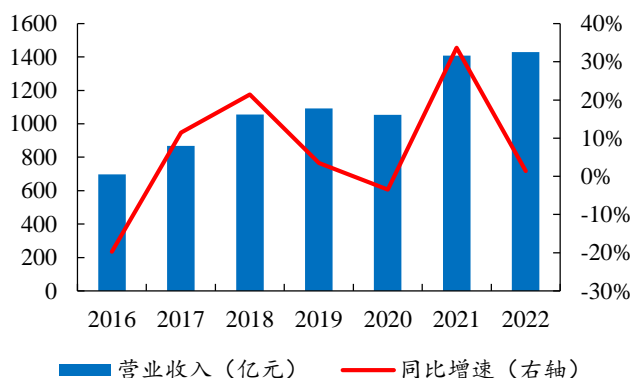
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、黄金珠宝：一季度板块高景气验证良好，关注优质品牌全年表现

我们以重点关注的 8 家黄金珠宝企业（老凤祥、周大生、中国黄金、潮宏基、迪阿股份等）作为研究样本，观察黄金珠宝板块的整体经营情况。

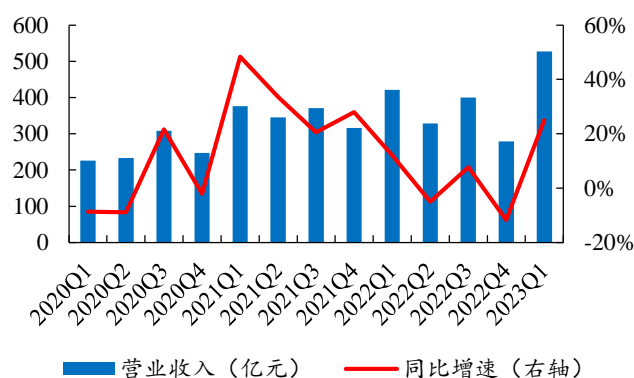
黄金珠宝板块 2022 年营收受疫情影响承压，2023Q1 消费复苏实现高增长。2022 年黄金珠宝板块整体实现营收 1428.6 亿元（+1.0%），受疫情影响承压；分季度看，2022Q1/Q2/Q3/Q4 分别同比+12.1%/-5.0%/+7.7%/-11.7%。2023Q1，黄金珠宝板块实现营收 527.0 亿元（+25.0%），主要系疫后消费复苏情况良好。分品类看，黄金产品尤其是克重黄金是消费的主要品类，金价同比有所上涨则支撑了客单价的提升；多数品牌以黄金产品为主，如老凤祥、周大生（近年来发力补足）、潮宏基（一口价黄金特色）等，均取得显著增长；而以钻石镶嵌为主要品类的迪阿股份、莱绅通灵则同比下滑。从消费者需求角度看，黄金珠宝的消费属性（婚庆、悦己、送礼等）和投资属性（贵金属保值增值）均在终端市场有明显体现。

图16：2022 年黄金珠宝板块营收因疫情有所承压



数据来源：Wind、开源证券研究所

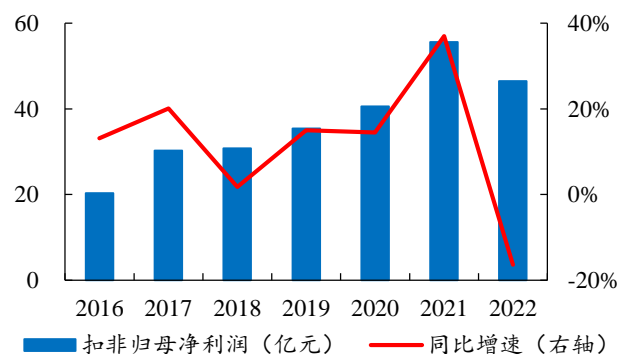
图17：2023Q1 黄金珠宝板块消费复苏实现营收高增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

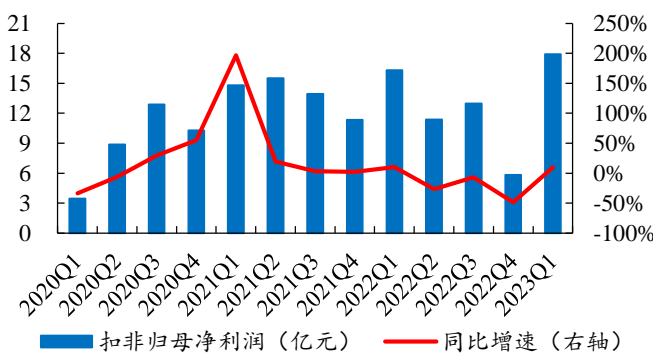
黄金珠宝板块 2022 年利润端同比下降，2023Q1 已回归增长轨道。2022 年黄金珠宝板块扣非归母净利润为 46.5 亿元（-16.4%），受疫情影响同比下降。分季度看，2022Q1/Q2/Q3/Q4 扣非归母净利润分别同比+10.3%/-26.8%/-6.9%/-48.6%。2023Q1 板块扣非归母净利润为 17.9 亿元（+9.8%），在同期较高基数下仍取得增长。其中，老凤祥利润增速高于营收增速，主要系一季度黄金价格上涨，而公司通过提前备足黄金库存取得了毛利率提升，此外各项费用率也有所优化；而周大生利润增速低于营收增速，主要系加盟渠道的黄金批发业务增长显著，带来业务结构性变化所致。

图18：2022 年黄金珠宝板块扣非归母净利润同比下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

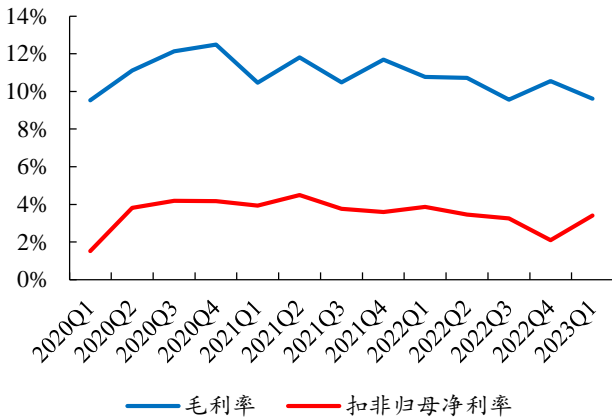
图19：2023Q1 黄金珠宝板块扣非归母净利润恢复增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

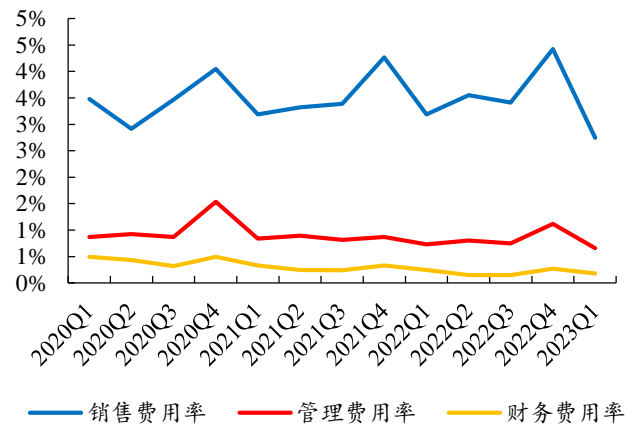
2023Q1 黄金珠宝板块扣非归母净利率受费用率下降影响而提升。2022 年黄金珠宝板块整体毛利率为 10.4%（同比-0.7pct）；分季度看，2022Q1/Q2/Q3/Q4 毛利率分别为 10.8%/10.7%/9.6%/10.6%，围绕中枢值（10.0%）小幅波动；2023Q1 毛利率为 9.6%（同比-1.2pct）；2022 年板块扣非归母净利率为 3.3%，2023Q1 板块扣非归母净利率为 3.4%，有所提升。费用方面，2022 年销售/管理/财务费用率分别为 3.6%/0.8%/0.2%，同比分别+0.1pct/-0.1pct/-0.1pct；2023Q1 销售费用率为 2.7%（同比-0.5pct，环比-1.7pct），管理费用率也有所下降，带来盈利能力优化。

图20：2023Q1 黄金珠宝板块净利率有所提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：2023Q1 黄金珠宝板块销售费用率下降明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

黄金珠宝板块整体经营表现亮眼，高景气之下龙头企业集中度有望进一步提升。

(1) 潮宏基：2022 年营收 44.17 亿元 (-4.7%)、归母净利润 1.99 亿元 (-43.2%)；2023Q1 营收 15.24 亿元 (+21.6%)，归母净利润 1.24 亿元 (+30.1%)。2023 年一季度，黄金珠宝消费需求转暖，公司业绩已恢复高增长。公司通过加盟模式有效加快渠道布局，2022 年潮宏基珠宝净增加盟店 126 家，期末加盟店总数达 837 家，2023 年计划净开加盟店 200 家以上，门店拓展保持高弹性。我们认为，公司品牌调性深受年轻消费者与加盟商认可，是有望放大的重要优势；产品端以时尚珠宝首饰树立差异化品牌形象，渠道端发力加盟店提速扩张，持续成长。

(2) 老凤祥：2022 年实现营收 630.10 亿元(+7.4%)、归母净利润 17.00 亿元(-9.4%)；2023Q1 营收 245.58 亿元 (+33.2%)，归母净利润 7.16 亿元 (+76.1%)，扣非归母净利润 7.3 亿元 (+57.3%)，增速表现超预期。渠道方面，截至 2022 年末公司门店总数达到 5609 家（包括自营 194 家、连锁加盟 5415 家），全年净增 664 家，2023 年计划新开店 350 家以上。我们认为，公司品牌积淀深厚，渠道扩张叠加国企改革，推出《三年行动计划》迎来新一轮重要发展时期，未来统筹规划全国市场，有望发挥品牌力优势，进一步提升市场占有率。

(3) 周大生：2022 年实现营收 111.18 亿元(+21.4%)、归母净利润 10.91 亿元(-10.9%)；2023Q1 营收 41.22 亿元 (+49.6%)，归母净利润 3.65 亿元 (+26.1%)。分产品看，2022 年素金首饰/镶嵌首饰/品牌使用费分别实现营收 84.7/13.0/6.2 亿元，同比 +52.2%/-41.7%/-10.1%，素金首饰大幅增长主要受益于公司引入省级服务中心展销方式向加盟商批发供货，自有黄金产品矩阵构建也体现成效。2022 年公司净增门店 114 家，期末门店总数达 4616 家。我们认为，公司新品牌周大生经典与主品牌优势互补，有望促进渠道扩张，产品端发力提升黄金品类，推动持续成长。

(4)中国黄金:2022 年实现营收 471.24 亿元(-7.2%)、归母净利润 7.65 亿元(-3.7%); 2023Q1 营收 161.39 亿元 (+12.3%), 归母净利润 3.00 亿元 (+19.1%)。分产品看, 2022 年公司黄金产品/K 金珠宝类产品/品牌使用费/管理服务费等分别实现营收 462.0/4.8/0.8/0.9 亿元, 同比-7.7%/+13.4%/-5.8%/+73.1%; 分渠道看, 2022 年公司直销/经销分别实现营收 285.4/183.2 亿元, 同比-5.5%/-10.4%。公司 2023 年将继续推进黄金品类与培育钻石双线布局, (1) 渠道扩张: 2022 年中国黄金净增店-79 家, 期末门店总数达 3642 家; 2023 年计划恢复较快扩张速度, 一季度拟增加门店共计 123 家, 将在二至四季度开业。(2) 培育钻石: 公司继成立培育钻石(新材料)推广事业部后, 进一步明晰布局进程, 以线上直播为切入点, 根据线上数据分析辅助线下推广, 将达成“黄金+珠宝”两条腿走路。我们认为, 公司作为国字头品牌, 全产业链布局深筑黄金品类竞争优势, 未来发力培育钻石赛道, 有望打开新成长空间。

表5: 黄金珠宝板块 2022 年经营整体受疫情影响明显, 头部公司表现相对稳健

公司简称	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	扣非归母 净利润 (亿元)	营业收入 增速	归母净利润 增速	扣非归母净利润 增速	毛利率	期间费用率
老凤祥	630.1	17.0	17.3	7.4%	-9.4%	8.7%	7.6%	2.3%
中国黄金	471.2	7.7	6.9	-7.2%	-3.7%	-8.4%	3.9%	1.4%
周大生	111.2	10.9	10.3	21.4%	-10.9%	-14.1%	20.8%	7.6%
潮宏基	44.2	2.0	1.8	-4.7%	-43.2%	-47.4%	30.2%	21.6%
迪阿股份	36.8	7.3	6.1	-20.4%	-44.0%	-50.9%	69.8%	44.2%
菜百股份	109.9	4.6	4.1	5.6%	26.4%	14.6%	11.2%	4.4%
曼卡龙	16.1	0.5	0.5	28.6%	-22.6%	-15.3%	16.6%	11.7%
莱绅通灵	9.1	-0.4	-0.5	-31.1%	-203.3%	-371.8%	55.4%	58.8%

数据来源: Wind、开源证券研究所

表6: 黄金珠宝板块 2023Q1 疫后迎来快速恢复, 头部品牌取得亮眼增长

公司简称	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	扣非归母 净利润 (亿元)	营业收入 增速	归母净利润 增速	扣非归母净利润 增速	毛利率	期间费用率
老凤祥	245.6	7.2	7.3	33.2%	76.1%	57.3%	8.0%	2.3%
中国黄金	161.4	3.0	2.8	12.3%	19.1%	14.6%	4.0%	0.9%
周大生	41.2	3.7	3.6	49.6%	26.1%	26.5%	17.9%	5.2%
潮宏基	15.2	1.2	1.2	21.6%	30.1%	30.0%	28.0%	16.5%
迪阿股份	7.1	1.0	0.5	-42.3%	-73.1%	-85.3%	69.9%	56.6%
菜百股份	50.5	2.3	2.1	45.6%	30.6%	23.9%	11.4%	3.8%
曼卡龙	3.4	0.3	0.3	2.7%	29.3%	24.2%	23.2%	13.0%
莱绅通灵	2.5	0.2	0.1	-22.4%	9.2%	1.6%	55.6%	45.6%

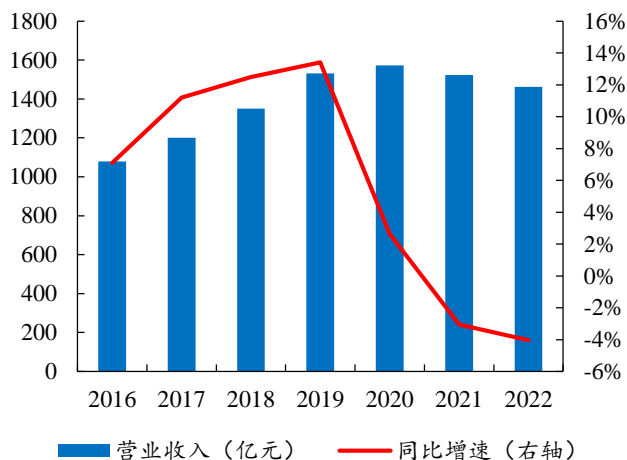
数据来源: Wind、开源证券研究所

2.3、超市：2023Q1 盈利能力有所提升，关注基本面逐步改善

我们以重点关注的 7 家超市企业（永辉超市、家家悦、红旗连锁、中百集团等）作为研究样本，观察超市板块的整体经营情况。

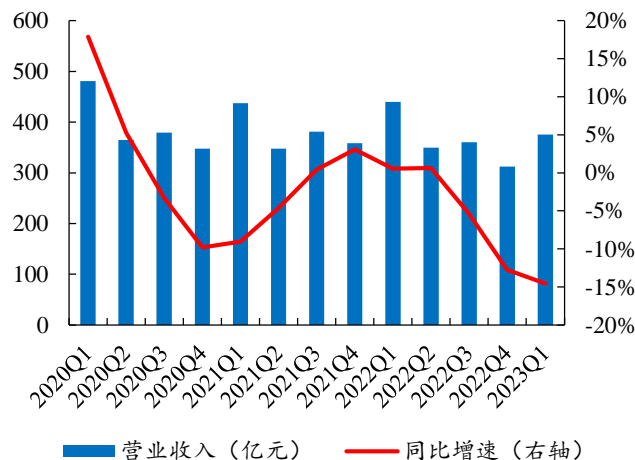
受疫情等因素影响，2022 年超市板块整体经营仍承压。从年报数据来看，2022 年超市板块整体实现营收 1462.2 亿元（-4.0%）；分季度看，2022Q1/Q2/Q3/Q4 分别同比 +0.5%/+0.6%/-5.4%/-12.8%，第三、四季度经营承压，主要系疫情反复以及线上业态分流等因素，导致客流减少。2023 年一季度，板块整体实现营收 375.6 亿元（-14.6%），一方面存在 2022Q1 多地疫情引起居民囤货潮，从而导致较高基数的原因，另一方面则是行业整体客流仍在恢复中。

图22：2022 年超市板块营业收入同比下滑 4.0%



数据来源：Wind、开源证券研究所

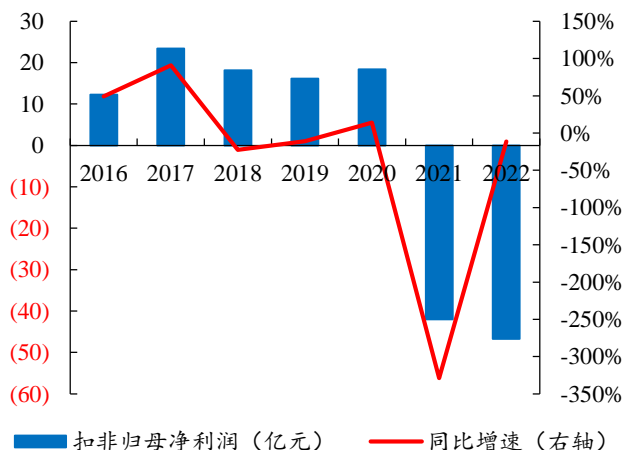
图23：2023Q1 超市板块营业收入降幅有所扩大



数据来源：Wind、开源证券研究所

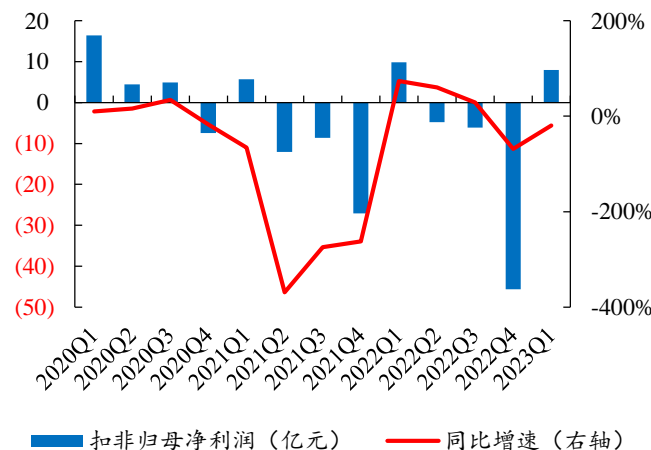
2022 年超市板块扣非归母净利润亏幅扩大，2023Q1 降幅环比收窄。2022 年超市板块扣非归母净利润为 -46.8 亿元（亏幅同比扩大 11.0%），除营收下滑外还有部分公司计提减值的影响。分季度看，2022Q1/Q2/Q3/Q4 板块扣非归母净利润分别同比 +73.5%/+60.3%/+28.6%/-68.5%，2022Q4 业绩触底。2023Q1 板块扣非归母净利润为 7.9 亿元（-19.2%），降幅环比 2022Q4 有所收窄。

图24：2022 年超市板块扣非归母净利润仍处亏损



数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：2023Q1 超市板块扣非归母净利润降幅环比收窄

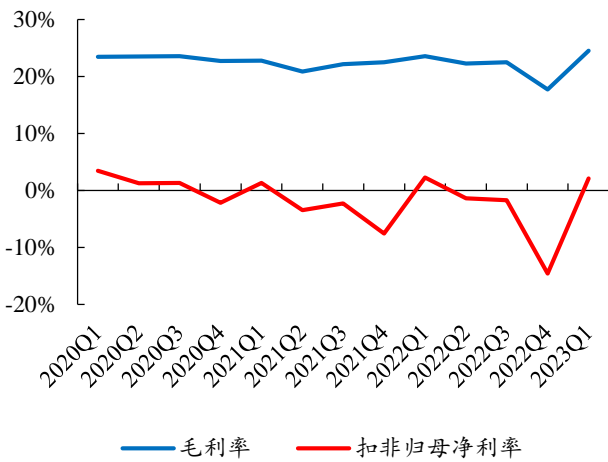


数据来源：Wind、开源证券研究所

受益于环境改善、门店提质等多因素，2023Q1 超市板块毛利率同比有所改善。2022 年，超市板块整体毛利率为 21.7% (-0.4pct)。分季度看，2022Q1/Q2/Q3/Q4 板块整体毛利率分别为 23.5%/22.2%/22.5%/17.7%。费用方面，2022 年超市板块整体销售/管理/财务费用率分别为 19.2%/2.5%/1.8%，同比-0.5pct/-0.0pct/+0.1pct，费用率相对稳定。2023 年一季度，超市板块整体毛利率为 24.5% (+0.9pct)，出现明显改善，销售/管理/财务费用率分别为 17.2%/2.5%/1.6%，同比+0.6pct/+0.5pct/+0.1pct。

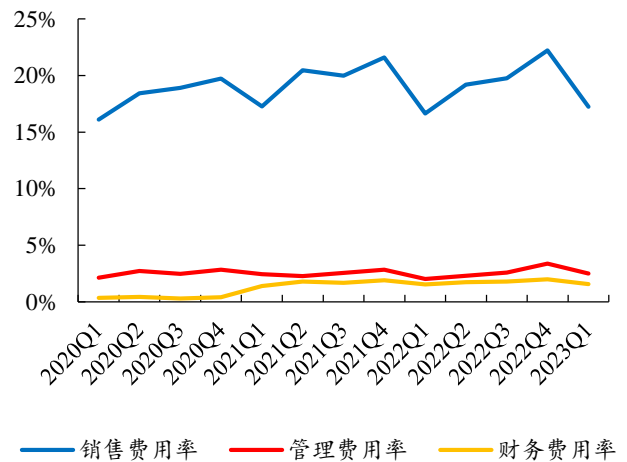
板块整体盈利能力改善是积极信号，我们认为主要存在内外两方面因素。(1) 内部因素：企业一方面主动放缓扩张速度，转向提升单店质量，另一方面积极推进线上线下融合，以数字化助力业态变革，持续巩固生鲜品类优势。(2) 外部因素：社区团购等新零售业态逐渐趋于稳健，超市行业所面临的外部竞争环境有望持续改善。

图26：2023Q1 年超市板块盈利能力环比提升



资料来源：Wind、开源证券研究所

图27：2022 年超市板块期间费用率相对稳定



资料来源：Wind、开源证券研究所

超市板块出现积极变化，优先关注复苏预期强、业务布局有增量的龙头企业。

(1) 家家悦：2022 年实现营收 181.84 亿元 (+4.3%)、归母净利润 0.54 亿元，扭亏为盈 (2021 年归母净利润为-2.93 亿元)；2023Q1 营收 49.08 亿元 (-3.9%)，归母净利润 1.37 亿元 (+5.2%)。2022 年，公司新开、并购直营门店 49 家 (山东省内 39 家、省外 10 家)，期末直营门店总数达到 1005 家，按照“强一体、稳两翼”战略建立多业态立体布局。此外，公司在 2023 年 4 月推出新品牌“悦记·好零食”布局休闲零食连锁赛道，首批两家新店均落地公司优势城市烟台，新品牌定位一站式极致性价比的零售集合店，与厂家直接合作，涵盖品类超千种，充分发挥公司在供应链端的资源禀赋以及消费者端的洞察力。我们认为，公司致力于高质量扩张发展，未来门店成熟、提效有望促进经营业绩增长，推出新品牌布局休闲零食连锁赛道值得关注。

(2) 红旗连锁：2022 年实现营收 100.20 亿元 (+7.2%)、归母净利润 4.86 亿元 (+0.9%)，扣除投资收益后公司主营业务净利润 3.89 亿元 (+11.6%)，增长良好；2023Q1 营收 25.55 亿元 (+4.7%)、归母净利润 1.41 亿元 (+15.4%)，增长良好，其中，投资新网银行及甘肃红旗实现净利润为 0.25 亿元，同比增长 17.9%，若扣除这部分投资收益，公司实现主营业务利润同比增长 14.9%。2022 年，公司新开/净开店 91/-41 家，旧店改造 400 家，年末公司门店总数已达 3561 家，2023 年公司将持续加强门店战略布局，将开出新店与提档升级旧店相结合，同时积极参与支持大运会。除门店拓展外，公司促进线上线下融合发展，以“红旗云”为中心，线下门店为依托，线上为经营补充，加大与线上平台的业务合作，并持续发力到家业务、直播业务等；供应链方面，

公司充分运用庞大的门店网络优势，加强农超对接，采购团队深入凉山州、甘孜州、阿坝州等产地实现原产地直采，运转良好。

(3) 永辉超市：2022 年实现营收 900.91 亿元 (-1.1%)、归母净利润-27.63 亿元，亏损额同比收窄 30%；2023Q1 营收 238.02 亿元 (-12.6%)，归母净利润 7.04 亿元 (+40.2%)。公司经营持续改善，(1) 门店优化：2022 年公司淘汰部分尾部门店、开始门店迭代，Bravo 门店新开/关闭 36/60 家，新签约门店 10 家，截至 2022 年底超市业态门店共 1033 家。(2) 全渠道战略转型：2022 年线上业务营收 159.4 亿元 (+21.4%)，占比 17.7%，“永辉生活”自营到家业务已覆盖 984 家门店，注册会员数达 1.01 亿 (+18.7%)。(3) 数字化建设：搭建 YHDOS 系统，全面实现业务上线化、在线化，加强商品在线化全生命周期管理数字治理，提高以生鲜为基础的核心商品竞争力。我们认为，公司持续夯实全渠道数字化零售平台，深筑生鲜品类竞争壁垒，以技术推动改善门店经营质量，有望迈过拐点再出发。

表7：超市板 2022 年经营业绩仍有所承压，主要系疫情、减值计提等因素影响

公司简称	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	扣非归母净 利润 (亿元)	营业收入 增速	归母净利润 增速	扣非归母净利润 增速	毛利率	期间费用率
永辉超市	900.9	-27.6	-25.7	-1.1%	29.9%	33.1%	19.7%	22.1%
家家悦	181.8	0.5	0.1	4.3%	118.4%	104.1%	23.3%	22.3%
红旗连锁	100.2	4.9	4.5	7.2%	0.9%	2.3%	29.1%	24.4%
新华都	30.2	2.0	0.7	-39.9%	973.1%	316.4%	26.6%	19.3%
三江购物	40.2	1.5	1.2	2.5%	73.9%	93.0%	27.8%	22.7%
步步高	86.9	-25.4	-24.4	-34.5%	-1281.4%	-448.2%	23.7%	43.8%
中百集团	122.0	-3.2	-3.3	-1.1%	-1322.6%	-216.2%	23.9%	25.7%

资料来源：Wind、开源证券研究所

表8：超市板块 2023Q1 毛利率出现积极变化，经营业绩有望改善

公司简称	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	扣非归母净 利润 (亿元)	营业收入 增速	归母净利润 增速	扣非归母净利润 增速	毛利率	期间费用率
永辉超市	238.0	7.0	6.2	-12.6%	40.2%	-1.6%	22.9%	19.6%
家家悦	49.1	1.4	1.3	-3.9%	5.2%	7.8%	24.7%	20.5%
红旗连锁	25.5	1.4	1.4	4.7%	15.4%	18.2%	30.0%	24.4%
新华都	6.8	0.6	0.6	-47.9%	45.6%	21.6%	26.9%	17.2%
三江购物	10.7	0.5	0.5	-3.1%	11.3%	2.3%	27.6%	21.3%
步步高	10.3	-1.0	-2.1	-68.8%	-455.5%	-1005.9%	41.6%	64.6%
中百集团	35.1	0.1	0.1	1.9%	424.7%	249.1%	24.7%	23.6%

资料来源：Wind、开源证券研究所

3、投资建议：关注黄金珠宝、化妆品医美龙头

3.1、爱美客：一季度营收、归母净利润双高增，毛利率再创新高

爱美客是国产医美产品龙头，一季度营收、归母净利润双高增。公司 2023Q1 实现营收 6.30 亿元 (+46.3%)、归母净利润 4.14 亿元 (+51.2%)，增长亮眼。分产品看：我们预计明星产品嗨体颈纹、嗨体熊猫针等产品保持稳健增长，合规水光产品水活泡泡针受益于政策合规红利实现较好增长，再生类产品濡白天使较快增长。盈利能力：公司 2023Q1 毛利率达到 95.3% (较 2022Q1+0.8pct, 较 2022 年+0.4pct)，濡白天使等高毛利产品拉动下再创新高。费用：公司 2023Q1 销售费用率为 10.4% (-2.1pct)，进一步凸显公司品牌效应；管理费用率为 8.0% (+2.9pct)，主要受港股上市费用影响；研发、财务费用率分别为 6.9%/-2.5%，同比分别+0.2pct/+0.5pct。综上因素，公司 2023Q1 净利率为 65.7% (+2.1pct)。

短期受益市场回暖不断修复，产品矩阵持续丰富夯实长期竞争力。现有管线：展望 2023 年全年，明星大单品嗨体预计维持稳健增长，水活泡泡针将受益合规红利放量，濡白天使则有望受益于市场教育成熟及“轮廓固定”概念普及加速放量。布局管线：(1) 公司将进一步深化现有玻尿酸产品竞争力，拓展更多适应症以满足市场需求；(2) 独家代理韩国 Huons 肉毒素产品已完成 III 期临床并进入注册申报阶段；(3) 减重领域两大单品去氧胆酸、司美格鲁肽预计稳步推进；(4) 收购沛奇隆 100% 股权战略布局高景气胶原蛋白；(5) 面部埋植线、利多卡因麻醉膏、透明质酸溶解酶等在研产品未来亦有望贡献增量。综合来看，公司作为医美产品龙头，短期将受益市场回暖不断修复，长期看公司持续丰富产品矩阵夯实长期竞争力，股权激励考核目标亦充分彰显公司未来发展信心。

3.2、珀莱雅：2022 年、2023Q1 逆势增长，国货美妆龙头地位稳固

珀莱雅是国货化妆品龙头，2022 年、2023Q1 均实现逆势增长。公司 2023Q1 实现营收 16.22 亿元 (+29.3%)、归母净利润 2.08 亿元 (+31.3%)，行业整体承压背景下依旧实现亮眼增长。分渠道看，2022 年公司线上/线下渠道分别实现营收 57.88 亿元 (+47.5%) / 5.74 亿元 (-17.6%)，线上增长亮眼，收入占比已达 91%，线下则预计受到网点调整和疫情影响。分品牌看，2022 年主品牌珀莱雅营收达 52.64 亿元 (+37.5%) 突破 50 亿大关；彩棠、OR、悦芙媞分别实现营收 5.72 亿元 (+132.0%) / 1.26 亿元 (+509.9%) / 1.87 亿元 (+188.3%)，第二梯队品牌实现亮眼增长。盈利能力方面，2022 年/2023Q1 综合毛利率分别为 69.7% (+3.2pct) / 70.0% (+2.5pct)，受益于线上直营占比提升及大单品策略成功，毛利率较快提升。费用方面，2022 年公司销售/管理/研发费用率同比分别+0.6pct/+0.0pct/+0.4pct，受新品牌孵化及部分品牌重塑影响销售费用率有所增长。

“产品+渠道+品牌”多维发力，国货美妆龙头地位稳固。产品：一方面坚定大单品策略持续迭代升级，截至 4 月 20 日双抗精华 3.0 在天猫官旗月销已达 10 万+；另一方面围绕成功单品打造矩阵迈向系列化，如红宝石面霜、双抗面膜等；品牌：主品牌在现有大单品矩阵加持下，有望稳健增长；第二梯队品牌已进入势能上升期，预计维持亮眼增速；第三梯队品牌科瑞肤、圣歌兰等经历调整后有望迎来增长。渠道：继续深耕抖音，占比有望进一步提升。

3.3、朗姿股份：一季度归母净利润超预告上限，2023 年医美业务有望迎来“内生+外延”双重复苏

朗姿股份是区域性医美机构龙头，一季度修复良好、归母净利润超预期上限。公司 2023Q1 实现营收 11.39 亿元 (+21.3%)、归母净利润 6205 万元 (+6985.1%)，其中归母净利润超先前业绩预告上限，主要系主业恢复较好且子公司前期投资项目实现 IPO 带来投资收益。分业务看：时尚女装/医疗美容/绿色婴童业务分别实现营收 4.34 亿元 (+10.65%) / 4.59 亿元 (+30.68%) / 2.47 亿元 (+25.85%)，随着线下消费场景、生产生活秩序陆续恢复，居民时尚消费倾向修复，三大主业均实现亮眼增长。盈利能力方面：公司 2023Q1 毛利率为 56.4% (-1.9pct)。费用方面：公司 2023Q1 期间费用率为 50.6% (-6.9pct) 显著降低，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 38.4%/8.3%/2.0%/1.8%，同比分别-4.3pct/-0.8pct/-1.2pct/-0.5pct，预计受益于客流恢复后获客难度有所降低，以及集团化管控和规模提升优势带来经营效率提升。

持续发力泛时尚板块，“内生+外延”双重驱动医美业务全国化拓展。(1) 女装：随着服装消费回暖，以及公司全渠道销售网络持续完善提升，2023 年有望迎来较好修复，巩固女装行业领先地位。(2) 婴童：稳步推进婴童业务国内布局，提升国内市占率。(3) 医美：2023 年相对宽松的获客环境下，医美机构的营收、盈利端均有望修复，我们认为一方面公司内生机构将加速修复，另一方面体外孵化机构亦有望加速爬坡成熟，公司医美业务将迎来“内生+外延”双重复苏。此外，4 月 20 日深圳米兰柏羽医疗美容医院全面升级后正式开业，未来有望贡献可观增量。

3.4、潮宏基：一季度回归高增长，关注时尚珠宝品牌势能提升

潮宏基是年轻化的东方时尚珠宝龙头品牌，2023Q1 回归高增速轨道。公司 2022 年营收 44.17 亿元 (-4.7%)、归母净利润 1.99 亿元 (-43.2%)；2023Q1 营收 15.24 亿元 (+21.6%)，归母净利润 1.24 亿元 (+30.1%)。分产品看，2022 年公司时尚珠宝/传统黄金/皮具分别实现营收 24.8/14.4/3.2 亿元，同比-10.6%/+12.6%/-27.2%；分渠道看，自营/代理分别实现营收 28.5/14.8 亿元，同比-8.4%/+3.3%，销售同比下滑主要系疫情影响，加盟代理渠道高增长。盈利能力方面，2022 年公司综合毛利率为 28.0% (-3.2pct)，销售/管理/研发/财务费用率分别为 13.6%/1.3%/1.0%/0.6%，同比分别-2.5pct/-0.5pct/-0.4pct/-0.2pct，多项费用率优化。

把握年轻化消费趋势构筑品牌竞争壁垒，东方时尚珠宝龙头成长可期。(1) 渠道扩张：公司通过加盟模式有效加快渠道下沉布局，2022 年潮宏基珠宝净增加盟店 126 家，2023 年计划净开加盟店 200 家以上，门店拓展保持高弹性；(2) 产品研发：以黄金为抓手迎合消费趋势，在保持 18K 镶素品类优势基础上，加大特色黄金产品线研发，通过新工艺金款式及品牌印记系列打造，提升毛利率；(3) 品牌提升：以非遗新生为传播主线，以手工花丝为锚定，拔高品牌调性。此外，线上销售渠道建设、私域会员运营和培育钻石新品类布局，也将带来增量。

3.5、老凤祥：一季度经营业绩超预期，黄金珠宝龙头品牌提速起航

公司 2022 年年报保持逆势增长，2023Q1 经营业绩增速超预期。2022 年实现营收 630.10 亿元 (+7.4%)、归母净利润 17.00 亿元 (-9.4%)，扣非归母净利润 17.27 亿元 (+8.7%) 2023Q1 营收 245.58 亿元 (+33.2%)，归母净利润 7.16 亿元 (+76.1%)，增速表现超预期。盈利能力方面，2022 年公司综合毛利率为 7.6% (-0.2pct)，销售/管理/财务费用率分别为 13.6%/1.3%/0.6%。受益于黄金珠宝消费疫后复苏，2023Q1 公司营收增速提振显著，利润端毛利率达到 8.0%。一季度销售/管理/财务费用率分别为 1.4%/0.6%/0.3%，同比-0.1%/-0.0%/-0.2%，费用控制良好。

提出“三年行动计划”明晰路径，铆定“十四五”激发成长动力。老凤祥作为我国珠宝

首饰“百年金字招牌”，为进一步落实“十四五”发展规划，制定《老凤祥股份有限公司全力推动高质量发展三年行动计划（2023-2025年）》，全方位明确具体重点任务。渠道方面，截至2022年末公司门店总数达到5609家（包括自营194家、连锁加盟5415家），全年净增664家，2023年计划新开店350家以上。在经历两轮“双百行动”后，公司有望迎来新一轮重要发展时期，未来统筹规划全国市场，有望发挥品牌力优势，进一步提升市场占有率。

3.6、周大生：把握消费趋势发力黄金产品，一季度收入业绩高增长

周大生是全国性珠宝首饰龙头，2023Q1恢复高增长势头。公司2022年实现营收111.18亿元（+21.4%）、归母净利润10.91亿元（-10.9%）；2023Q1营收41.22亿元（+49.7%），归母净利润3.65亿元（+26.1%）。2022年分产品看，素金首饰/镶嵌首饰/品牌使用费分别实现营收84.7/13.0/6.2亿元，同比+56.2%/-41.7%/-10.1%，素金首饰大幅增长主要系引入省级服务中心展销方式向加盟商批发供货所致。2023Q1分模式看，公司自营线下/线上/加盟分别实现营收4.9/5.2/30.7亿元，同比+36.3%/+85.7%/+48.9%，增长主要系外部经营环境向好、黄金首饰消费热度上升，电商渠道增速尤其亮眼；盈利能力方面，2023Q1公司综合毛利率为17.9%（-2.3pct），销售/管理/财务费用率分别为4.5%/0.5%/0.0%，同比分别-1.2pct/-0.3pct/+0.1pct。

周大生经典与主品牌优势互补推动拓店，把握消费趋势发力黄金品类。渠道：2022年公司净增门店114家，期末门店总数达4616家；推出全新品牌周大生经典，与主品牌周大生优势互补，有望助力渠道扩张恢复较快速度。产品：钻石镶嵌进一步强化情景风格珠宝产品体系，引入IP联名合作推进产品差异化；黄金产品则根据人群定位、用户画像、购买动机及应用场景构建了完整产品矩阵，以品牌系列为主力增收、以爆款爆系为引流创效、爆款带动爆系。

表9：投资建议：关注黄金珠宝、化妆品医美和超市板块龙头公司

证券代码	股票简称	评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
688363.SH	华熙生物	买入	95.69	461	2.59	3.32	4.11	37	29	23
300957.SZ	贝泰妮	买入	112.93	478	3.21	4.13	5.39	35	27	21
603214.SH	爱婴室	买入	18.24	26	0.75	0.90	1.06	24	20	17
002697.SZ	红旗连锁	买入	6.36	86	0.36	0.38	0.40	18	17	16
600612.SH	老凤祥	买入	73.85	285	4.21	4.93	5.70	18	15	13
002803.SZ	吉宏股份	买入	22.35	85	1.06	1.43	1.82	21	16	12
002867.SZ	周大生	买入	18.05	198	1.26	1.52	1.79	14	12	10
300896.SZ	爱美客	买入	531.29	1149	8.83	12.52	16.81	60	42	32
603605.SH	珀莱雅	买入	164.27	466	2.88	3.74	4.79	57	44	34
600655.SH	豫园股份	买入	7.92	309	1.04	1.10	1.15	8	7	7
600223.SH	鲁商发展	买入	11.08	113	0.38	0.49	0.59	29	23	19
002345.SZ	潮宏基	买入	8.20	73	0.48	0.62	0.77	17	13	11
301177.SZ	迪阿股份	买入	42.21	169	2.28	2.67	3.08	19	16	14
601933.SH	永辉超市	买入	3.34	303	0.01	0.05	0.10	334	67	33
603708.SH	家家悦	买入	14.51	94	0.34	0.46	0.58	43	32	25
002612.SZ	朗姿股份	买入	27.35	121	0.49	0.67	0.85	56	41	32

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为2023/05/04）

4、风险提示

- (1) **宏观经济风险：**社会消费与宏观经济密切相关，若经济增长放缓，消费者信心下滑、消费需求受到抑制，零售行业经营也将承压；
- (2) **疫情反复：**若疫情出现反复，会对线下客流和门店销售造成较大影响，也会影响新店扩张、培育；
- (3) **竞争加剧：**若行业竞争加剧，销售费用投入、价格战等可能影响公司盈利；
- (4) **政策风险：**反垄断等政策出台，监管趋严影响企业部分经营活动等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn