



Research and
Development Center

新消费周观点：预计 23Q2 市场将更重视 业绩兑现

证券研究报告

行业研究

行业周报

新消费

投资评级 看好

上次评级 看好

刘嘉仁 社零&美护首席分析师

执业编号：S1500522110002

联系电话：15000310173

邮箱：liujiaren@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

新消费周观点：预计 23Q2 市场将更重视业绩兑现

2023 年 05 月 07 日

本期内容提要：

➤ **预计 23Q2 市场将更重视业绩兑现。**我们认为，复苏节奏会存在市场预期差，从宏观角度来看，国内消费复苏并非一蹴而就，从长期判断整体消费数据有望逐月、逐季好转，因此当短期消费数据不及预期，可能导致消费板块大幅回调，此时我们认为反而是很好的布局机会。此外，我们认为此次 CPI 数据带来的通缩风险被市场过度解读与放大，一方面核心 CPI 增速环比其实是提升的，另一方面通缩带来制造业库存体量较难去化、宏观经济复苏缓慢的潜在风险较难承受，国家可能通过强心针式消费刺激政策进行调节，因此我们建议抓住此次消费板块回调机会，短期重点布局 23Q2 景气度环比提升（医美、酒店、会展、旅游、教育、运动鞋服）或者维持高景气度（重组胶原蛋白、眼视光、黄金珠宝）的消费子板块，有望获得消费领域相对收益；中期来看，下半年消费基本面有望比上半年更好，宏观消费数据有望出现拐点，从而带来消费板块超额收益。

➤ **医美周观点：十一部委联合印发《关于进一步加强医疗美容行业监管工作的指导意见》，推进医疗美容行业高质量发展有制可依。**十一部委联合出台相关政策，其监管大方向不变，但更多细节落地，从原本的精神指导变为各地统一有制可依。《指导意见》仍以保障人民群众身体健康和生命安全为目的，有效维护行业秩序，推动行业高质量发展，强化医疗美容行业监管、保持对行业乱象高压严打态势，扫清“黑机构”“黑医生”“黑药械”，以监管手段防止医疗美容行业出现“劣币驱逐良币”现象，为依法合规医疗美容机构健康发展提供更为公平、有序的市场环境，监管有制可依，行业发展更为良性，利好合规机构/厂商发展。

Q1 业绩发布佐证行业高景气度。Q1 业绩披露完毕，医美产业链上下游大部分标的均展现出了较优增速，上游来看，爱美客营收同比+46%、华东医药国内医美业务收入同比+34%；下游来看，朗姿股份医美业务收入同比+31%，验证行业高景气度趋势。目前高价新材料在老客群体中认知&认可度提升，带动老客消费增长，下半年随着消费力逐步恢复，新客增长有望带来行业发展确定性进一步提升，整体医美板块 β 强于化妆品板块；上游来看，集中度相对较高，头部品牌随行业增长，且头部品牌基于新产品、新概念，收入增长确定性高于下游；下游来看，由于不同区域受疫情影响有差异，恢复弹性：22 年受损较强区域机构>全国布局机构>22 年受损较弱区域机构。

随着月度销售数据持续兑现，市场对于医美消费的信心有望继续回升，对于板块投资情绪有望提供正面支持、带动行业投资热度提升；后续可同步关注第一类标的（品牌矩阵丰富，产品认可度较高的头部标的，如：爱美客、华东医药）与第二类标的（具备产品矩阵或下游机构布局的标的，当前涨幅不及第一类标的但弹性较高，如：昊海生科、朗姿股份、医思健康、复锐医疗科技、江苏吴中、美丽田园医疗健康）的投资组合。

➤ **化妆品周观点：线下消费热度高涨短期分流部分消费，乐观看待后续行业表现。**在先前大促屯货可能尚未消化完毕的情况下，线下其他可选消费（如：餐饮、旅游）短期可能对于化妆品消费造成一定分流，但考虑护肤品具备必选属性，消费者存货消耗完毕后，后续仍然会进行稳定复购补货、线下消费复苏对彩妆消费或也存在刺激作用，依旧相对乐观看待今年整体化妆品行业表现。

景气度环比提升之下关注公司端 alpha 体现。①关注贝泰妮调整磨合

渐入佳境的改善逻辑。公司在 Q1 人员变动后逐步磨合到位，产品规划及品牌推广改善明显（布局小红书品宣、于第四届中国敏感性肌肤高峰论坛中提出敏感肌分型概念帮助消费者理解不同产品线），建议积极关注月度数据改善趋势。②**珀莱雅从价格驱动转向量价齐升，期待大单品放量对于销售的推动作用。**珀莱雅护肤洁肤、彩妆类目 21Q3-22Q3 的主要增长驱动力来自提价，进入 22Q4-23Q1 后，护肤洁肤、彩妆类目除均价依然保持高增长外，销量的增长也开始逐步体现，进入量价齐升阶段，未来在大单品占比提升推升均价的同时，迭代升级且价格带趋稳的核心单品销量提升空间充足，有望共同促进品牌销售。

当前重点关注具备较强弹性的**贝泰妮**，业绩增长确定性较高的**珀莱雅**和胶原蛋白行业高景气度之下业绩有望保持较快增长的**巨子生物**。

- **餐饮旅游周观点：**近期出行链有所调整，从数据验证窗口上来看，4~5 月是商旅与休闲复苏共振的时间窗口，出行链数据有望实现连续环比改善。从中期复苏到成长过度进程来看，推荐板块顺序依然为酒店≈免税>餐饮>国内旅游>出入境游>航空机场。

重点标的：（1）餐饮：重点关注海伦司，百胜中国，同庆楼，建议关注奈雪的茶、九毛九。（2）酒店：重点关注锦江酒店、君亭酒店、金陵饭店，建议关注首旅酒店、华住集团。（3）旅游：重点关注宋城演艺、中青旅、丽江股份、天目湖，建议关注众信旅游、岭南控股、长白山、桂林旅游、复星旅游文化。（4）航空机场：重点关注春秋航空，美兰空港，上海机场，中国国航。

- **免税周观点：免税板块一季报总结：**1) 中免 23Q1 收入端同比实现增长，宏观经济+供给问题之下实属难得，净利润不及预期，毛利率下滑是盈利能力下降的主要原因，我们预计主要由于：去年美元汇率提升带来的采购成本上升、结构性缺货使得毛利率较高的精品占比预计不及 22Q1、剩余临期商品处理的影响等，23Q1 作为转折的重要时间点，仍受到历史因素拖累；2) 海旅免税 23Q1 盈利能力显著提升，业绩兑现能力进一步增强：伴随客流回暖，海旅免税城 23Q1 已吸引分别约 111.99 万人次/+40.14%、31.41 万人次/+27.72%的线下客流及交易人数，实现收入 13.96 亿元/+3.52%，净利润 0.99 亿元/+96.96%，净利率约 7.09%。

五一海南数据：1) 五一海南航班客流持续攀升，出境游恢复下海南吸引力仍然强劲：4 月 29 日-5 月 3 日小长假期间海南机场旗下海南岛内三场完成航班起降约 4458 架次，旅客吞吐量 70.4 万人次，按可比口径相比 2019 年分别增长 22%、26%，大幅超过疫前同期水平；2) 五一期间海南离岛免税销售额同比 22 年+120%，相比 21 年-11%，客单价相对春节有所下降，我们预计机酒价格较高或部分挤占消费者购买力对海南免税销售有所拖累，畅销精品供给不足、香化产品更新换代等或亦导致进口过程效率较低；此外，3 月以来海南加大对代购的打击力度，近期持续开展打击离岛免税“套代购”走私普法宣传，或亦对海南免税销售带来一定扰动。

投资建议：我们认为免税板块机遇与压力并存，中短期看市内免税政策放宽预计仍是最强有力的催化剂，重申价格体系带来的盈利能力的提升或是今年最大预期差，此外畅销品缺货的问题或有望在 Q2 开始得到改善、即买即提对海南免税销售的催化逐步显现、下半年新海港 Gucci&Prada 有望开业、三亚海棠湾一期二号地+两大顶奢入驻均有望进一步催化海南销售。与此同时，免税板块所面临的压力也显而易见：缺货问题的持续时间尚未可知，折扣力度收窄的背景下 B 端客户或存在递延购买而影响短期销售、机场客流及免税店经营面积恢复，我们预计机场租金将逐步回升、出境游对海南存在潜在影响、存在高端购买力的提升空间等等。短期来看，仍然建议关注“市内（王府井、中国

中免)+海南(中国中免、海汽集团)”两大投资主线。

- **眼视光周观点:** 23Q1 线下消费强劲修复,眼视光行业整体景气度向好,整体眼视光板块表现良好;展望后续,22Q2 增速较弱、因而基数相对较低,而当前眼视光行业景气度较旺,我们预计 23Q2 眼视光行业景气度仍有望维持高位,对板块予以看好。

角膜塑形镜集采 5 月 6 日已经落地,考虑到采购量较小+入围比例较高,预计降价幅度可控,或好于前期市场预期。在基本面持续高景气+集采落地的背景下,眼视光板块或有望加速释放潜力,建议关注: 1) **爱博医疗:** 作为角塑板块近年增速最为亮眼的企业,公司有望充分享受行业增长+国产市占率提升带来的业绩快速增长;此外,公司离焦镜等新业务有望在今年逐步放量,短期基本面亦表现优异。2) **欧普康视:** 市场主要担忧公司受集采显著影响业绩增速以及未来市占率的不确定性。我们认为公司布局视光终端业务是具有前瞻性的预判措施,角塑是需要复购的产品,已有的庞大患者基数和口碑亦是市占率基本盘的保证,在集采降价幅度和进度可控的情况下,实际的影响也有望随着终端数量的增加和转化率的提升而有所抵消。3) **昊海生科:** 代理亨泰+高端 MyOK+自研童享本周上市,公司在角塑产品线延续了多品牌矩阵的策略,未来有望进一步整合协同销售体系,享受近视防控板块红利。

- **纺织服装周观点:** 服装方面,当前行业处于去库存中后期,去年市场担心疫情反复,对于消费预期较低,板块调整幅度较大。2023 年 1-2 月春节销售旺季结束,且去年收入基数相对较高、北京冬奥会催化运动鞋服需求,1-2 月综合看服装鞋帽零售同比个数增长,防疫政策调整后服装消费有所修复,但整体弹性相对较小;3 月以来出行及户外活动恢复,服装等可选消费在低基数背景下实现强劲反弹,服装需求恢复稳定增长,23Q2 低基数效应下服装零售额增长有望加速,但多数品牌预计难以恢复 21Q2 水平。2022 年 11 月防疫政策调整后优质服装品牌估值持续修复,目前看多数公司已恢复至合理水平,短期估值提升空间有限,仍具有长期配置价值。近期在跨境电商行业市场关注度提升、美高通胀背景下,居民消费能力受损,高性价比消费预计增长韧性较强,优质卖家华凯易佰数据表现良好。

我们认为要持续关注服装企业下游需求和库存表现,防疫政策调整后港股优质服装公司股价率先反弹,短期估值率先修复,关注 2023 年基本面拐点。我们建议把握两条主线:服装板块,一方面服装行业精细化运营能力强、直营渠道占比高、供应链柔性化的优质公司管理能力强,有望率先恢复增长;另一方面受益于高景气度延续和国潮崛起,运动鞋服细分赛道有望率先恢复业绩增长,重点关注安踏体育、李宁、特步国际、波司登。关注泛品类跨境电商龙头公司华凯易佰。

上游纺织企业方面,22H2 受全球海外高通胀影响下游需求疲软,业绩表现环比上半年有所下滑,22Q4-23Q1 多数纺织企业业绩存在一定压力。色纱龙头富春染织技术水平不断提升,产能快速扩张,通过价格优势拓展毛巾、家纺等新品类,在手订单充足,业绩弹性较大。纺织板块在出口疲软环境下短期增长压力大,关注优质行业龙头华利集团、申洲国际,关注色纱行业龙头富春染织、毛纺行业龙头新澳股份。

- **教育人服周观点:教育:人口基数稳中有增。** 05~17 年出生人数每年均在 1500 万以上,且稳中有增,因此,我们认为,高教以及职业培训对应人口基数在 35 年前有望稳步提升,并且具备渗透率提升逻辑。短期来看,我们预计 23Q2 职业教育行业或将进入收获期。建议重点关注职业教育行业的投资机会,我们认为,高教及职教人口基数与渗透率均有望提升,带动职教行业未来稳步增长,短期疫后修复弹性大。建议重点关注:中教控股、希望教育、科德教育、行动教育、传智教育、

中国东方教育、中公教育。

人服：灵活用工高景气，招聘类业务修复可期。灵活用工具有“缓周期”属性，近年来，我国灵活用工一直保持高速增长的态势，我们预计灵活用工收入有望在中长期持续快速增长，招聘类业务收入有望逐步修复。建议重点关注：科锐国际、北京城乡。

会展：政策催化下外展复苏。国家频繁出台政策稳定外贸发展，23年2月商务部对外贸易司司长指出，“将优先强化贸易促进、密切供采对接，推动国内贸易展会全面恢复线下展，办好进博会、广交会等重点展会”。广交会展览面积与参展企业数再创历史新高。我们预计外展行业有望持续受益于政策催化，强势复苏。建议重点关注：米奥会展、兰生股份。

- **黄金珠宝周观点：23Q1 多家公司实现业绩高增长，我们认为原因主要来自：1) 23Q1 终端动销旺盛，春节、情人节等旺季送礼、悦己需求明显回暖；2) 去年部分计划新开门店延期至今年开业、铺货需求增加，3) 加盟商信心充足、拿货积极。**

集中度提升趋势不变，龙头强者恒强，黄金消费热度不减。根据国家统计局，23Q1 金银珠宝零售额同增 13.6%，重点公司营收增速快于社零增速：23Q1 老凤祥营收同增 33%、周大生营收同增 50%、潮宏基营收同增 22%、菜百股份营收同增 46%、豫园股份珠宝业务营收同增 29%。以黄金产品为优势业务的品牌（老凤祥、周大生、菜百股份、豫园股份旗下老庙等）表现普遍更好，根据中国黄金协会，23Q1 全国黄金首饰消费量同增 12.29%，考虑一季度上海金交所平均金价同增 9%，我们预计黄金首饰消费额增长 20%+、在产品结构中占比提升。

投资建议：

23Q2 建议关注：1) Q1 业绩恢复高增长、全年开店有望提速的周大生，2) 管理层过渡中国大陆经营数据有望逐步改善、港澳业务修复弹性大、获益金价上行的周大福。3) 2022 年疫情下业绩兑现稳健、23Q1 高增长、金价上涨有望获益的老凤祥。

中长期看，建议关注两条主线：1) 渠道王者老凤祥，2) 强品牌、强产品的周大福、潮宏基。

- **风险因素：**宏观经济风险、政策风险、化妆品行业系统风险、行业竞争加剧、品牌发展不及预期、品牌舆情风险、原材料价格波动、汇率波动、金价剧烈波动、开店不及预期、需求恢复不及预期、终端零售/订货会表现不及预期。

研究团队简介

刘嘉仁，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

机构销售联系人

| 区域 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|----------|------|-------------|---------------------------|
| 全国销售总监 | 韩秋月 | 13911026534 | hanqiuyue@cindasc.com |
| 华北区销售总监 | 陈明真 | 15601850398 | chenmingzhen@cindasc.com |
| 华北区销售副总监 | 阙嘉程 | 18506960410 | quejiacheng@cindasc.com |
| 华北区销售 | 祁丽媛 | 13051504933 | qiliyuan@cindasc.com |
| 华北区销售 | 陆禹舟 | 17687659919 | luyuzhou@cindasc.com |
| 华北区销售 | 魏冲 | 18340820155 | weichong@cindasc.com |
| 华北区销售 | 樊荣 | 15501091225 | fanrong@cindasc.com |
| 华北区销售 | 秘侨 | 18513322185 | miqiao@cindasc.com |
| 华北区销售 | 李佳 | 13552992413 | lijia1@cindasc.com |
| 华北区销售 | 赵岚琦 | 15690170171 | zhaolanqi@cindasc.com |
| 华北区销售 | 张澜夕 | 18810718214 | zhanglanxi@cindasc.com |
| 华北区销售 | 王哲毓 | 18735667112 | wangzheyu@cindasc.com |
| 华东区销售总监 | 杨兴 | 13718803208 | yangxing@cindasc.com |
| 华东区销售副总监 | 吴国 | 15800476582 | wuguo@cindasc.com |
| 华东区销售 | 国鹏程 | 15618358383 | guopengcheng@cindasc.com |
| 华东区销售 | 朱尧 | 18702173656 | zhuyao@cindasc.com |
| 华东区销售 | 戴剑箫 | 13524484975 | daijianxiao@cindasc.com |
| 华东区销售 | 方威 | 18721118359 | fangwei@cindasc.com |
| 华东区销售 | 俞晓 | 18717938223 | yuxiao@cindasc.com |
| 华东区销售 | 李贤哲 | 15026867872 | lixianzhe@cindasc.com |
| 华东区销售 | 孙僮 | 18610826885 | sunrong@cindasc.com |
| 华东区销售 | 贾力 | 15957705777 | jiali@cindasc.com |
| 华东区销售 | 王爽 | 18217448943 | wangshuang3@cindasc.com |
| 华东区销售 | 石明杰 | 15261855608 | shimingjie@cindasc.com |
| 华东区销售 | 曹亦兴 | 13337798928 | caoyixing@cindasc.com |
| 华东区销售 | 王赫然 | 15942898375 | wangheran@cindasc.com |
| 华南区销售总监 | 王留阳 | 13530830620 | wangliuyang@cindasc.com |
| 华南区销售副总监 | 陈晨 | 15986679987 | chenchen3@cindasc.com |
| 华南区销售副总监 | 王雨霏 | 17727821880 | wangyufei@cindasc.com |
| 华南区销售 | 刘韵 | 13620005606 | liuyun@cindasc.com |
| 华南区销售 | 胡洁颖 | 13794480158 | hujieying@cindasc.com |
| 华南区销售 | 郑庆庆 | 13570594204 | zhengqingqing@cindasc.com |
| 华南区销售 | 刘莹 | 15152283256 | liuying1@cindasc.com |
| 华南区销售 | 蔡静 | 18300030194 | caijing1@cindasc.com |
| 华南区销售 | 聂振坤 | 15521067883 | niezhenkun@cindasc.com |
| 华南区销售 | 张佳琳 | 13923488778 | zhangjialin@cindasc.com |
| 华南区销售 | 宋王飞逸 | 15308134748 | songwangfeiyi@cindasc.com |

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

| 投资建议的比较标准 | 股票投资评级 | 行业投资评级 |
|---|--------------------|-----------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。 | 买入：股价相对强于基准20%以上； | 看好：行业指数超越基准； |
| | 增持：股价相对强于基准5%~20%； | 中性：行业指数与基准基本持平； |
| | 持有：股价相对基准波动在±5%之间； | 看淡：行业指数弱于基准。 |
| | 卖出：股价相对弱于基准5%以下。 | |

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。