

零售&美护行业：疫情扰动已过，复苏通道开启

——2022 年报及 2023 年一季报总结

2022 年全国疫情多次反弹，可选消费整体表现较弱，23 年 Q1 整体回暖。22 年疫情反复对消费能力和信心产生较大影响，可选消费品类相较于必选品类受冲击更大；疫情的封控使得线下消费场景缺失，对线下消费场景依赖较大的行业受冲击相对更大。分板块来看，美护行业整体受疫情影响较小，且部分赛道龙头公司表现亮眼，拉动 22 年行业业绩有较好表现。黄金珠宝行业和免税行业均为对线下消费场景依赖度较高的赛道，受疫情冲击较大，叠加部分费用支出均较为刚性，影响了行业全年业绩表现。23 年 Q1 社零总额同比+5.8%，同比增速呈现逐月改善趋势，疫情影响逐渐消退，消费整体呈现复苏趋势。美护、珠宝和免税等各板块均实现了较好增长，其中美护和珠宝板块利润端的弹性均好于营收端，免税板块受毛利率下降影响，利润端表现偏弱。

美容护理板块：化妆品行业持续分化，医美器械商业绩坚挺。分板块看，22 年和 23 年 Q1 营收端表现医美>个护用品>化妆品，22 年利润端表现医美>化妆品>个护用品，23 年 Q1 利润端表现化妆品>医美>个护用品。化妆品板块按照产业链来拆分，各环节业绩表现均有所分化，整体来看中游品牌商>上游原料商>中上游代工厂商。22 年中游部分国货美妆龙头呈现超强韧性，如珀莱雅、贝泰妮、华熙生物等，业绩增速均超 20%，成长逻辑得到持续验证。化妆品中上游整体承压，科思股份受益于海外疫后消费需求旺盛，巴斯夫供应紧张，产品提价和高毛利新品产能释放等，业绩表现亮眼。按医美不同环节来看，药品器械生产商的增长稳定性较好，下游医美机构受线下消费波动导致业绩波动较大。从业务结构来看，医美和化妆品兼有的公司，其业绩受到化妆品品牌轮动影响明显。

饰品板块：22 年营收和利润表现均较弱，23 年金价上行和疫后复苏共同提振黄金珠宝销售。22 年黄金价格整体震荡，对黄金珠宝销售的价格提振作用有限；疫情反复多地封城，影响了消费场景的触达，而黄金珠宝业务线下消费占比高，行业全年业绩表现一般。23 年 Q1 金价持续上行，疫后线下消费场景恢复，叠加婚庆等递延消费需求释放，板块呈现较大弹性。分业务板块看，22 年由于黄金兼具一定的投资属性和避险属性，以黄金为主业的公司营收和利润表现相对较好，以钻石珠宝等业务为主业的公司受疫情冲击较大，居民消费能力和消费信心不足影响了可选属性更强的珠宝类消费需求的释放，主要公司利润大幅下滑。

免税板块：2022 年板块受疫情冲击较大业绩承压，23 年 Q1 营收有所反弹但利润端仍较弱。22 年离岛免税店总销售额 487.1 亿元，同比-19%，其中免税销售额 348.99 亿元，同比-29.45%。2022 年我国出入境 1.157 亿人次，仅为 2019 年的 17.3%，由此带来口岸免税表现较弱。板块受疫情冲击较大，营收和利润端均承压。23 年 Q1 随着疫情影响逐渐消退，离岛和出入境客流逐步恢复，23 年 Q1 海南离岛免税销售额 168.7 亿，同比+14.64%。但折扣力度仍维持在相对较大水平、部分高毛利率产品供货较紧张，叠加人民币汇率变动的影响，23 年 Q1 毛利率同比下降，板块利润端表现较弱。行业短期关注出境游复苏带来的口岸免税渠道恢复性增长，以及疫情过后市内店向国人开放政策落地带来的增量市场。

投资建议：疫后消费复苏通道已开启，但消费能力和消费信心的恢复仍需要一段时间，预计 23 年消费板块整体呈现弱复苏态势，重点关注兼具中长期逻辑支撑和短期业绩弹性释放的板块。行业分化程度不断加剧，疫情加速行业出清，重点关注业绩兑现确定性较强的行业龙头，以及经营调整后业绩边际改善较大

2023 年 5 月 16 日

看好/维持

商贸零售

行业报告

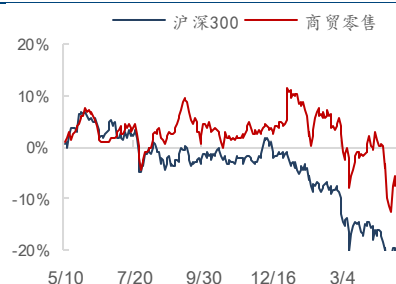
未来 3-6 个月行业大事：

2023-05-16 4 月社会消费品零售总额发布

行业基本资料

行业基本资料	占比%
股票家数	99 2.08%
行业市值(亿元)	7740.53 0.83%
流通市值(亿元)	6642.18 0.93%
行业平均市盈率	-453.3 /

行业指数走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521010001

分析师：魏宇萌

010-66554446

weiy m@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480522090004

分析师：刘雪晴

010-66554026

liuxq@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480522090005

的公司。

风险提示：经济复苏不及预期，行业竞争加剧。

目录

1.美容护理板块：化妆品行业持续分化，医美器械商业绩坚挺	4
1.1 化妆品板块：各产业环节业绩表现均有所分化，部分中游品牌商业绩亮眼	5
1.2 医美板块：药械生产商业绩稳定向好，下游医美机构业绩波动较大	6
2.黄金珠宝板块：金价上行和疫后复苏共同提振黄金珠宝销售	7
3.免税板块：短期受疫情扰动较大，但中长期依旧维持高景气预期	8
4.相关报告汇总	11

2022 年全国疫情多次反弹，可选消费整体表现较弱。2022 年全年社会消费品零售总额同比-0.2%，除汽车以外的消费品零售额同比-0.4%，全年消费表现偏弱。全国多地疫情的反复对消费能力和消费信心产生较大影响，影响了消费需求释放，其中可选消费品类相较于必选品类受冲击更大；疫情的封控使得线下消费场景缺失，对线下消费场景依赖较大的行业受冲击相对更大。2023 年 Q1 社会消费品零售总额同比+5.8%，实现了较好的增长，且同比增速呈现逐月改善趋势。疫情影响逐渐消退，消费整体呈现复苏趋势。

分板块来看，22 年美护行业受疫情影响相对较小，黄金珠宝和免税行业整体受冲击较大。本篇报告我们将围绕美容护理行业、黄金珠宝行业和免税行业三大板块总结分析。美护行业由于线上消费占比较高，行业整体受疫情影响较小，且部分赛道龙头公司表现亮眼，拉动 22 年行业业绩有较好表现。黄金珠宝行业和免税行业均为对线下消费场景依赖度较高的赛道，受疫情冲击较大。免税行业受产品结构调整影响，毛利率有所下降，两大板块在营收减少的背景下部分费用支出均较为刚性，影响了行业全年业绩表现。

1.美容护理板块：化妆品行业持续分化，医美器械商业绩坚挺

2022 年美容护理板块营收平稳增长，利润端受损严重增速下降。2022 年全年，美容护理板块主要企业（申万一级分类）整体收入 842.92 亿元，同比+7.56%，增速同比+3.95pct.；归母净利润 57.45 亿元，同比-34.81%，增速同比-73.67pct.。其中 Q4 整体收入 249.5 亿元，同比+7.1%，归母净利润 3.44 亿元，同比-86.13%。分细分板块看，化妆品板块主要企业整体收入同比+3.52%，归母净利润同比-20%，其中 Q4 整体收入同比+3.8%，归母净利润同比+102.5%。个护用品板块主要企业整体收入同比+10.12%，归母净利润同比-34.47%，其中 Q4 整体收入同比+15.2%，归母净利润同比+36.82%。医美板块（爱美客、华熙生物、巨子生物）2022 年合计收入 106.62 亿元，同比+34%，归母净利润 32.37 亿元，同比+26%，表现出行业的景气度较高，但是四季度因为疫情影响线下消费，医美行业也受到明显影响，华熙、爱美客 22Q4 的收入增速分别回落至 5.34%、5.80%。在疫情反复的影响下，22 年全年美护行业整体表现较弱，社零化妆品同比-4.5%，美妆消费需求受到压制。行业平均毛利率同比-1.86pct.，叠加部分费用投入刚性，影响了行业利润端表现。

2023Q1 美容护理板块利润端呈现显著恢复。2023 年 Q1，美容护理板块主要企业（申万一级分类）整体收入 199.12 亿元，同比+5.74%，增速同比+0.19pct.；归母净利润 23.1 亿元，同比+29.02%，增速同比+49.35pct.。分细分板块看，化妆品板块主要企业整体收入同比+0.7%，归母净利润同比+39.2%。个护用品板块主要企业整体收入同比+8.2%，归母净利润同比+15.04%。医美板块（爱美客、华熙生物），收入端同比+15%，利润端同比+28%，一季度整体呈现环比改善，但具体来看因华熙生物化妆品收入占比大且增速回落明显使得公司整体收入、利润在 23Q1 表现不佳，而爱美客依靠医美业务则表现强劲。随着疫情影响逐渐消退，板块利润端显著改善，行业平均毛利率同比+0.9pct.，平均费用率同比+0.46pct.，叠加部分公司扭亏为盈或亏损减少，共同带来行业利润端的较好增长。

表1：美容护理板块 2022 年&2023 一季度业绩（亿元）

	2022年收入	同比	2022年归母净 利润	同比	2023Q1收入	同比	2023Q1归 母净利润	同比
美容护理行业	842.92	7.36%	57.45	-34.81%	199.12	5.74%	23.1	29.02%
化妆品板块	350.3	3.52%	16.04	-20%	82.88	0.7%	8.97	39.2%
个护用品板块	369.9	10.12%	30.73	-34.47%	88.01	8.2%	7.71	15.04%
医美板块	106.6	34%	32.37	26%	19.35	14.81%	6.15	28.07%

资料来源：同花顺，东兴证券研究所

1.1 化妆品板块：各产业环节业绩表现均有所分化，部分中游品牌商业绩亮眼

化妆品板块按照产业链来拆分，中游品牌商表现持续分化，部分国货美妆龙头呈现超强韧性。化妆品品牌商（加华熙生物）22 年整体收入同比+10.49%，归母净利润同比+7.18%，其中 Q4 收入同比+6%，归母净利润同比-0.9%。23 年 Q1 整体收入同比+5.99%，归母净利润同比+19.36%。22 年疫情对行业有一定冲击，在总需求下降的背景下品牌商竞争加剧，行业整体业绩表现较为一般。分公司来看，具有较强产品力和品牌力的公司仍能延续高增态势，营收和利润增速均超过 20%，如珀莱雅、贝泰妮、华熙生物等；正处于调整转型阶段的品牌受冲击较大，如水羊股份、上海家化等，业绩表现相对较弱，营收和利润均为负增长。23 年 Q1 行业有所回暖，但在弱复苏的背景下，以及行业线上渠道占比高受疫情冲击相对较小的情况下，板块营收增速反弹较小。由于费用率的大幅下降，板块利润端表现良好。分部公司来看，我们将其总结为三大类：1. 增长逻辑不断验证、业绩持续高增的公司，如珀莱雅；2. 公司内部有一定调整，业绩增速暂时放缓的公司，如贝泰妮、华熙生物；3. 经过一段时间的经营调整，业绩出现一定改善的公司，如丸美股份、水羊股份、上海家化。

表2：化妆品中游品牌商 2022 年&2023 一季度业绩（亿元）

	2022 年收 入	同比	2022 年归母净 利润	同比	2023Q1 收入	同比	2023Q1 归母 净利润	同比
中游品牌商(+华熙生物)	322.06	10.49%	36.7	7.18%	99.55	5.99%	9.64	19.36%
上海家化	71.06	-7.06%	4.72	-27.29%	19.80	-6.49%	2.30	15.58%
珀莱雅	63.85	37.82%	8.17	41.88%	16.22	29.27%	2.08	31.32%
华熙生物	63.59	28.53%	9.71	24.11%	13.05	4.01%	2.00	0.37%
贝泰妮	50.14	24.65%	10.51	21.82%	8.63	6.78%	1.58	8.42%
水羊股份	47.22	-5.74%	1.25	-47.22%	10.46	0.05%	0.52	25.40%
丸美股份	17.32	-3.10%	1.74	-29.74%	4.77	24.59%	0.79	20.14%
拉芳家化	8.87	-19.43%	0.59	-14.22%	1.94	-3.31%	0.36	不适用

资料来源：同花顺，东兴证券研究所

化妆品中上游整体承压，板块也呈现出较大分化。

上游原料板块 22 年整体收入同比+9.01%，归母净利润同比-338.23%。23 年 Q1 整体收入同比+0.86%，归母净利润同比+117.9%。板块内公司表现分化较严重，青岛金王和锦盛新材 22 年亏损拉低了板块整体业绩表现。科思股份全年收入同比+62%，归母净利润同比+192%，主要源于疫后海外出行复苏带来消费需求旺盛，海外化工龙头巴斯夫等供应紧张，而公司产能逐步释放带来产能利用率的提升，叠加产品提价和高毛利新品产能释放，共同带来销售和毛利率的提升，人民币贬值带来汇兑收益增多增厚利润。

生产加工商 22 年整体收入同比-18.2%，归母净利润同比-17.4%。23 年 Q1 整体收入板块同比-34.86%，归母净利润同比-4.47%，整体业绩承压。青松股份化妆品业务（诺斯贝尔）全年营收同比-23.74%，疫情影响下化妆品整体消费需求疲软，面膜及湿巾等品类订单大幅下降，公司大规模扩产和招工带来折旧摊销和人员费用的大幅增加，叠加原料价格的上涨，共同拉低利润率水平。嘉亨家化全年营收同比-9.45%，归母净利润同比-28.3%，国内多地疫情反复影响工厂开工和扩产，募投项目实施主体湖州嘉亨进行投产前筹备带来相关费用增加，短期影响利润表现。

表3：化妆品中上游 2022 年&2023 一季度业绩（亿元）

	2022年 收入	同比	2022年归 母净利润	同比	2023Q1收入	同比	2023Q1归 母净利润	同比
上游原料	52.14	9.01%	-4.23	-338.23%	14.95	0.86%	1.75	117.9%
青岛金王	29.51	-6.40%	-8.09	-5050.49%	7.90	-16.46%	0.20	53.14%
科思股份	17.65	61.85%	3.88	192.12%	5.88	42.33%	1.60	176.12%
华业香料	2.55	3.42%	0.21	18.40%	0.66	16.74%	0.02	-75.65%
锦盛新材	2.43	-17.19%	-0.23	-312.56%	0.51	-23.86%	-0.07	-413.51%
中上游代工	39.69	-18.24%	-6.73	-17.4%	6.12	-34.86%	-0.42	-4.47%
青松股份	29.17	-21.01%	-7.42	-18.56%	3.97	-42.22%	-0.48	-21.70%
嘉亨家化	10.52	-9.45%	0.70	-28.30%	2.15	-14.80%	0.05	-67.48%

资料来源：同花顺，东兴证券研究所

1.2 医美板块：药械生产商业绩稳定向好，下游医美机构业绩波动较大

按医美不同环节来看，药品器械生产商的增长稳定性较好，下游医美机构受线下消费波动导致业绩波动较大。从不同业务结构的公司来看，医美产品和化妆品业务兼有的公司，其业绩受到化妆品品牌轮动影响明显。具体上：爱美客业务聚焦医美领域，业绩表现最优，尤其是23Q1营业收入6.3亿元，同比增46%，归母净利润4.14亿元，同比增长51%，表现出强劲的反弹趋势。从长远发展来看，爱美客的产品结构也保证了中长期增长的持续性：具体表现为核心产品嗨体稳定增长，高端新品濡白天使持续放量，在研产品有序推进支撑中长期发展。兼有化妆品和医美产品的公司华熙生物、巨子生物表现略有不同：2022年华熙生物的功能性护肤品业务实现收入46.07亿元，同比增长38.80%，但增速环比回落较为明显，至23Q1化妆品板块呈现略微下滑情况；巨子生物2022年功效性护肤品营收15.6亿元，同比增长81.3%，线上数据也显示其在23Q1维持着较好增速。医美领域，华熙生物2022年对医美事业部进行组织架构调整，产品上填充领域在22Q4进行了产品试点获得较高满意度，未来润致系列未来大单品和组合趋势填充信心较足；巨子生物专注于胶原蛋白，随着技术进步+新品上市，重组胶原注射剂渗透率有望实现提升。下游医美机构方面，朗姿股份2022年医美业务实现收入14.06亿元，同比+9.25%，手术类医美业务毛利率下滑超8个点，2023年医美业务的业绩实现快速修复带动了公司业绩整体修复。

表4：医美主要公司2022年&2023一季度业绩（亿元）

	2022年 收入	同比	2022年归 母净利润	同比	2023Q1收入	同比	2023Q1归 母净利润	同比
爱美客	19.39	33.91%	12.64	31.90%	6.30	46.30%	4.14	51.17%
华熙生物	63.59	28.53%	9.71	24.11%	13.05	4.01%	2.00	0.37%
巨子生物	23.64	52.30%	10.02	21.00%				
朗姿股份	38.78	1.19%	0.16	-90.73%	11.39	21.31%	0.62	6,985.13%

资料来源：同花顺，东兴证券研究所

展望23年全年及未来几年，医美目前仍处于快速扩容期，同时作为线下可选消费，具备反弹空间。中高收入人群受疫情影响相对较小，消费能力相对坚挺，中高端可选消费疫后弹性相对更强。供需两端齐发力，颜值经济崛起带动医美市场扩容，我们长期看好我国医美尤其是轻医美行业渗透率的提升。医美作为单价相对较高的线下可选消费，疫后积压的求美需求将逐渐释放，尤其轻医美本身具有疗程性，且可以通过综合解决

方案实现交叉销售，提高客单价，看好疫后有较大反弹空间。产业链视角看，下游服务机构在疫情期间受损最严重，在复苏通道中向上弹性更大。中游产品生产商通常为全国性销售，受单个地区疫情影响较小，且新产品上市推广并受到市场认可进入放量期，将带动公司收入持续快速提升，关注产品生命周期和产品矩阵的接力。

投资建议：化妆品行业竞争加剧品牌分化加重，具有技术研发优势、经典产品开发能力以及能够塑造较强品牌形象的美妆品牌将会更具竞争优势。我们持续看好优质国货美妆品牌的快速发展，尤其是聚焦功效护肤具有较高技术加持的中高端国货美妆品牌，中短期重点关注具有较强业绩兑现或有较大业绩边际改善的公司。医美行业建议关注格局清晰，技术、资质、渠道壁垒深厚的中游医美产品生产商龙头，如爱美客、华熙生物、巨子生物等有望受益。

2.黄金珠宝板块：金价上行和疫后复苏共同提振黄金珠宝销售

2022年饰品行业受疫情冲击较大，营收和利润表现均较弱。2022年全年，饰品主要企业（申万二级分类）整体收入1606.55亿元，同比+0.13%，增速同比-31.02pct.；归母净利润8.22亿元，同比-82.19%，增速同比+1965.4pct.。其中Q4整体收入323.47亿元，同比-11.07%，归母净利润-32.76亿元，同比+608.86%。分细分板块看，黄金珠宝板块整体收入同比+0.55%，归母净利润同比-88.38%。ST金一22年严重亏损对行业整体业绩扰动较大，若剔除该标的影响，行业22年营收和归母净利润分别同比+1.32%和-23.68%。22年多次疫情反复给行业造成较大冲击，黄金珠宝行业对线下消费场景依赖度较高，多地封城线下渠道受阻，叠加门店租金、人工等刚性支出影响，黄金珠宝板块整体业绩表现较弱。其他板块整体收入同比-7.33%，归母净利润同比-32.61%。

2023Q1饰品行业营收和利润端均呈现较大边际改善。2023年Q1，饰品板块主要企业（申万二级分类）整体收入585.65亿元，同比+24.76%，增速同比+14.66pct.；归母净利润18.74亿元，同比+13.39%，增速同比+21.14pct.。分细分板块看，黄金珠宝板块整体收入同比+25.36%，归母净利润同比+13.75%。其他板块整体收入同比+11.22%，归母净利润同比+8.39%。

表5：饰品板块2022年&2023一季度业绩（亿元）

	2022年收 入	同比	2022年归母 净利润	同比	2023Q1收入	同比	2023Q1归母 净利润	同比
饰品行业	1606.55	0.13%	8.22	-82.19%	585.65	24.76%	18.74	13.39%
黄金珠宝板块	1527.33	0.55%	4.77	-88.38%	563.49	25.36%	17.55	13.75%
其他板块	79.22	-7.33%	3.45	-32.61%	22.16	11.22%	1.19	8.39%

资料来源：同花顺，东兴证券研究所

黄金珠宝板块22年受疫情冲击较重，23年Q1反弹空间大。2022年黄金价格整体呈现震荡态势，对黄金珠宝销售的价格提振作用有限；疫情反复多地封城，影响了消费场景的触达，而黄金珠宝业务线下消费占比高，影响了黄金珠宝销量的释放，行业全年营收表现一般，全年限额以上金银珠宝销售额同比-1.1%。与此同时，部分费用刚需影响了利润表现。2023年Q1黄金价格持续走高，COMEX黄金价格上涨约8.6%，提振销售价格的同时也带来了黄金消费需求的旺盛。疫情影响逐渐消退，婚庆等消费场景带来的递延消费需求的释放，叠加春节、情人节等销售旺季，黄金珠宝销售表现显著回暖，23年Q1限额以上金银珠宝销售额同比+13.6%，由此带来行业营收和利润高增，在去年同期基数较低背景下，呈现出较大弹性。

黄金业务韧性较强，钻石珠宝业务受冲击较大。横向对比 22 年行业内公司业绩表现，由于黄金兼具一定的投资属性和避险属性，以黄金为主业的公司营收和利润表现相对较好，部分公司归母净利润虽有下降但整体可控，呈现出较强韧性，如老凤祥、中国黄金、周大生、莱百股份等；以钻石珠宝等业务为主业的公司受疫情冲击较大，居民消费能力和消费信心不足影响了可选属性更强的珠宝类消费需求的释放，主要公司利润大幅下滑，如迪阿股份、曼卡龙、莱绅通灵等。23 年 Q1 板块内主要公司业绩均呈现较大反弹，以黄金为主业的公司业绩表现较为亮眼，钻石珠宝类公司业绩表现相对较弱。多数公司利润增速好于营收增速，如老凤祥、中国黄金、潮宏基等，主要源于较好的费用管控带来期间费用率的大幅下降。周大生和莱百股份利润增速低于营收主要源于毛利率下降幅度较大，其中周大生源于业务结构调整，毛利率较低的黄金业务占比提升。

投资建议：中短期看，地缘政治危机不断背景下金价呈现上行趋势，疫情影响消退带来线下消费的复苏，积压的婚庆消费需求的集中释放，黄金珠宝销售有望延续反弹增长。看好黄金业务占比高、线下门店数量较多且拓店较快的黄金珠宝品牌。长期看，居民消费水平提高，黄金工艺改进以及国潮崛起背景下国货黄金珠宝品牌增长动力十足。

表6：黄金珠宝板块 2022 年&2023 一季度业绩（亿元）

	2022 年 收入	同比	2022 年归母 净利润	同比	2023Q1 收入	同比	2023Q1 归母 净利润	同比
黄金珠宝板块	1527.33	0.55%	4.77	-88.38%	563.49	25.36%	17.55	13.75%
老凤祥	630.10	7.36%	17.00	-9.38%	245.58	33.17%	7.16	76.10%
中国黄金	471.24	-7.16%	7.65	-3.66%	161.39	12.33%	3.00	19.13%
周大生	111.18	21.44%	10.91	-10.94%	41.22	49.65%	3.65	26.06%
莱百股份	109.90	5.61%	4.60	26.43%	50.52	45.62%	2.35	30.58%
潮宏基	44.17	-4.73%	1.99	-43.22%	15.24	21.59%	1.24	30.11%
萃华珠宝	42.06	14.29%	0.48	40.25%	17.90	99.28%	0.36	25.46%
迪阿股份	36.82	-20.36%	7.29	-43.98%	7.05	-42.27%	1.01	-73.15%
明牌珠宝	34.74	-3.03%	-1.63	-218.67%	12.30	4.64%	0.46	28.18%
*ST 金一	18.23	-38.21%	-36.59	178.05%	5.64	-8.04%	-1.64	32.80%
曼卡龙	16.10	28.57%	0.54	-22.56%	3.45	2.67%	0.27	29.24%
莱绅通灵	9.12	-31.09%	-0.40	-203.33%	2.50	-22.40%	0.16	9.18%
*ST 爱迪	3.66	-56.47%	-7.09	-8.21%	0.69	-30.01%	-0.46	43.54%

资料来源：同花顺，东兴证券研究所

3.免税板块：短期受疫情扰动较大，但中长期依旧维持高景气预期

2022 年免税板块受疫情冲击较大，业绩承压。2022 年免税板块（申万二级分类，仅包含中国中免一家上市公司）整体收入 544.3 亿元，同比-19.57%，归母净利润 50.3 亿元，同比-47.9%。其中 Q4 实现营收 150.68 亿元，同比-17.10%；归母净利润 4.02 亿元，同比-65.40%。2022 年多次疫情反复影响居民出行需求释放，各免税渠道销售表现均较弱。22 年海南省接待游客 6004 万人次，同比-25.9%，旅客吞吐量仅为 19 年的 53.34%。22 年离岛免税店总销售额 487.1 亿元，同比-19%，其中免税销售额 348.99 亿元，同比-29.45%。2022 年我国出入境 1.157 亿人次，仅为 2019 年的 17.3%，由此带来口岸免税表现较弱。免税消费受阻的背景下，行业

内公司开拓线上有税业务，带来低毛利率的有税业务占比提高，首次超过免税业务占比，由此拉低整体毛利率水平，叠加部分费用支出较为刚性，行业利润端承压。

23年Q1免税板块营收端有所反弹，但利润端表现相对较弱。23年Q1实现营收207.69亿元，同比+23.76%，增速同比+31.21pct.；归母净利润23.01亿元，同比-10.25%，增速同比-0.23pct.。23年Q1随着疫情影响逐渐消退，离岛和出入境客流逐步恢复，23年Q1海南离岛免税销售额168.7亿，购物人次223.6万，人均购物金额7545元，分别同比+14.64%、+27.24%和-9.9%。2023年3月国际航线旅客运输量已恢复至2019年同期的18%，相较于2022年12月份提高了12.6pct.，出入境的逐步恢复为口岸免税渠道的复苏提供了基础，免税板块营收端环比增速由负转正。但折扣力度仍维持在相对较大水平、部分高毛利率产品供货较紧张，叠加人民币汇率变动的的影响，23年Q1毛利率同比下降，由此带来23年Q1板块利润端表现较弱。

表7：免税板块2022年&2023一季度业绩（亿元）

	2022年收入	同比	2022年归母 净利润	同比	2023Q1收入	同比	2023Q1归 母净利润	同比
免税板块	544.3	-19.57%	50.3	-47.9%	207.69	+23.76%	23.01	-10.25%

资料来源：同花顺，东兴证券研究所

我国免税行业目前形成一超多强局面，中国中免仍为行业绝对龙头。截至目前行业共有10位参与者，新参与者的引入一定程度上带来竞争加剧，但同时激发市场活力，提升我国免税运营商在国际市场的竞争力。中国中免仍为行业绝对龙头，其他免税运营商发展提速，市占率不断提高。

- **中国中免：**离岛免税方面，2022年公司海南业务实现营收365亿元，其中海棠湾店营收302.4亿元，归母净利润25.5亿元；海免公司营收56.4亿元，归母净利润3.4亿元，公司在离岛免税市场的市占率约75%。口岸免税方面，2022年日上上海营收141.4亿元，归母净利润6.3亿元。口岸免税方面，公司收购中出服务49%股权，中出服拥有入境市内免税牌照，且拥有12家市内免税店，本次投资有望完善中免在市内免税渠道的布局。免税商品毛利率同比+1.59pct.，有税商品毛利率同比-7.17pct.，疫情影响线下销售，线上有税销售折扣力度较大带来毛利率降低，叠加低毛利率的有税销售占比提高，共同带来全年毛利率同比5.06pct至28.02%。
- **王府井：**2023年1月18日万宁王府井国际免税港试营业，到店同比客流大幅增长，23年Q1免税业务实现营收0.56亿元，业务毛利率为14.67%。随着后续品牌入驻增加，运营模型逐渐成熟，免税业务板块有望实现更多收入和业绩贡献。公司也在积极推进口岸和市内免税项目的落地，公司拥有较多市内优质百货资源，有望充分受益于市内免税政策落地带来的行业红利。
- **海旅免税：**公司深耕离岛免税市场，2022年实现营收33.98亿元，归母净利润0.56亿元。随着公司运营的不断成熟，盈利能力有望逐渐提高。海汽集团对公司的收购计划整逐步推进实施，公司承诺23-25年度净利润不低于1.98亿元、3.26亿元和5.87亿元，同比+100%、+64.6%和+80%。
- **海控全球精品：**2021年4月9日，公司收到海南控股出具的承诺函，在2021年非公开发行完成后三年内通过不限于协议转让、发行股份购买资产等方式稳妥推进下属免税品经营主体全球消费精品（海南）贸易有限公司控股权注入公司的相关工作。2022年5月本次非公开发行已完成，该事项进入承诺履行期间。23Q1海控全球精品免税城销售额同比增长252%，免税购物人数同比增长360%，经营表现亮眼。

表8：免税板块相关公司2022年&2023一季度业绩（亿元）

	2022 年收 入	同比	2022 年归母 净利润	同比	2023Q1 收入	同比	2023Q1 归母 净利润	同比
中国中免	544.3	-19.57%	50.3	-47.9%	150.68	-17.1%	4.02	-65.4%
海汽集团	7.4	1.06%	0.39	154.66%	1.92	-0.38%	-0.32	-95.29%
-海旅免税	33.98	39.1%	0.56	扭亏为盈	-	-	-	-
王府井	108	-15.32%	1.95	-85.45%	33.67	1.58%	2.26	-39.77%
-免税业务	-	-	-	-	0.56	-	-	-
海南发展	36.16	-17.17%	-1.45	-238.73%	7.47	41.59%	-0.34	19.97%
-海控全球精 品	近 38 亿	-	-	-	-	252%	-	-

资料来源：同花顺，东兴证券研究所

投资建议：我们认为引导免税行业消费回流、促进国内免税市场增量扩容的长期逻辑不变，经济内循环和行业利好政策下，免税行业基本面仍将保持高景气。行业短期关注出境游复苏带来的口岸免税渠道恢复性增长，以及疫情过后市内店向国人开放政策落地带来的增量市场。

【重点推荐】珀莱雅、贝泰妮、中国中免、周大生

风险提示：经济复苏不及预期，行业竞争加剧。

4.相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	商贸零售行业：1-2月社零消费回暖，线下消费的复苏通道已开启	2023-03-16
行业普通报告	【东兴商社】商社行业业绩预告总结：22年底部已现，23年恢复与成长兼具	2023-02-07
行业深度报告	化妆品行业：从研发和核心成分出发，探寻国货美妆的星辰大海	2023-01-04
行业深度报告	【东兴商社】商贸零售&社会服务行业 2023 年度投资策略：把握确定性，关注复苏弹性	2022-12-01
行业深度报告	医美行业专题二：再生针剂——打开轻医美新空间，关注渠道策略及产品功效、安全验证	2022-10-10
行业深度报告	医美行业专题一：医美填充针剂，从发展路径和生命周期看投资机会	2022-07-22
行业普通报告	商贸零售&美妆行业：短期疫情扰动，静待复苏通道重启	2022-05-12
公司普通报告	周大生（002867）：黄金品类韧性较强，展销模式持续推进	2022-09-05

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019年1月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

魏宇萌

中国人民大学经济学学士，金融硕士。2020年7月加入东兴证券研究所，商贸零售与社会服务行业研究助理，主要负责化妆品、免税、黄金珠宝、电商、传统零售等研究方向。

刘雪晴

中央财经大学经济学硕士。2020年8月加入东兴证券研究所，商贸零售与社会服务行业研究助理，主要负责旅游酒店、餐饮、教育人服、本地生活、医美等研究方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：010-66554070

传真：010-66554008

电话：021-25102800

传真：021-25102881

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526