

# 商社行业2023年中期策略：关注确定性与复苏的弹性

2023年7月10日

看好/维持

纺织服装	行业报告
------	------

分析师	刘田田	电话：010-66554038	邮箱：liutt@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480521010001
分析师	魏宇萌	电话：010-66555446	邮箱：weiyu@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480522090004
分析师	刘雪晴	电话：010-66554026	邮箱：liuxq@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480522090005

## 投资摘要：

**观点综述：**自去年四季度至今年上半年，消费复苏的预期变动驱动了零售与社服板块的行情。去年四季度后疫情的放开，预期上涨带动了商社板块的上涨；今年一季度后复苏节奏放缓，社零数据的反弹和上市公司季度业绩反弹力度较为有限，对未来的预期也有明显回落，商社板块尤其是头部公司的股价回落较为明显。

展望下半年，我们认为消费信心的恢复需要较长时间的修复，居民商品消费将延续慢复苏的节奏，消费结构上更偏重于理性消费及性价比、实用性，服务消费上，由于疫情期间受影响更大，反弹的力度也会更为明显。

## 分行业看：

**化妆品：**中短期来看，化妆品行业品牌商的增长驱动主要来源于以下两个方面：1. 经典大单品的放量以及新单品培育带来的增量空间；2. 子品牌对公司业绩增速的拉动效果日益明显，打造全新增长曲线。医美作为线下中高端消费，短期随居民消费能力及消费信心的修复渐进式复苏，中长期看好轻医美材料升级、渗透率和复购频次提升带来的增长确定性。

**黄金珠宝：**金价的坚挺以及线下消费场景的恢复是拉动行业增长的主要驱动。金价仍有望维持在较高水平，对黄金珠宝消费形成有益支撑，叠加品牌商开店幅度加大，有望拉动消费需求释放。长期看，黄金工艺的改善带来行业扩容和渗透率的提升为行业增长的内在驱动。

**免税：**海南客流逐步恢复，但离岛免税销售表现相对较弱，展望后市，离岛免税新店开业及爬坡为主要看点。随着出入境疫情管控的放开，国际客流逐步恢复，但考虑到管控放开和航班增加的渐进性，机场免税渠道将在较长的时间维度逐步恢复。市内免税向国人开放政策预计将随着出入境的恢复落地，前期项目累计较多的公司有望厚积薄发。

**出行链：**景区板块，直接受益于疫后旅游需求释放，经营杠杆下业绩确定性强、弹性大，下半年长假为主长线游弹性更大，时点上关注暑期、国庆等重要节假日催化。酒店市场，短期看，复苏节奏预期仍是影响酒店板块走势的主要因素，关注高频数据的边际变化。中长期看，疫情加速供给出清和集中度提升，中高端结构性机会仍存，关注头部集团拓店速度，以及中高端门店占比和高端品牌孵化进展。餐饮市场，疫后餐饮市场快速复苏，中长期行业回归单店盈利和开店逻辑，关注各品牌单店盈利模型优化和开店空间。

**投资策略：1、确定性：**化妆品里优质国货品牌，医美领域具备牌照和渠道优势的生产商，黄金珠宝具备渠道和产品工艺优势的企业，我们认为以上企业具备业绩增长的确定性。相关标的：珀莱雅、贝泰妮、爱美客、周大生。2、弹性：酒店、餐饮涉及到出行的领域，关注暑期、中秋国庆假期等重要出行时点的复苏程度，看好旺季出行数据为上市公司带来较好的业绩弹性。

相关标的：中国中免、锦江酒店、首旅酒店、华住集团。

**风险提示：**消费能力持续不振，行业竞争加剧，各行政策风险等。

表1：重点公司盈利预测与估值

简称	EPS (元)				PE				评级
	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
珀莱雅	2.88	3.76	4.77	6.07	38.48	29.48	23.23	18.26	推荐
贝泰妮	2.48	3.16	3.99	4.97	36.69	28.79	22.80	18.31	强烈推荐
爱美客	5.84	8.90	12.70	17.70	77.94	51.14	35.84	25.72	强烈推荐

周大生	1.00	1.23	1.46	1.68	17.15	13.89	11.77	10.19	强烈推荐
中国中免	2.43	5.78	8.12	10.11	46.43	19.52	13.89	11.16	强烈推荐
锦江酒店	0.11	1.57	2.22	2.50	420.36	28.41	20.09	17.84	推荐
首旅酒店	-0.52	0.69	1.10	1.26	-38.16	28.84	18.09	15.80	推荐
华住集团-S	-0.59	0.80	1.10	1.40	-49.02	36.15	26.29	20.66	推荐
海伦司	-1.46	0.26	0.48	0.70	-4.94	27.73	15.02	10.30	强烈推荐
奈雪的茶	-0.27	0.13	0.33	0.53	-18.89	39.23	15.45	9.65	推荐

资料来源：公司公告，东兴证券研究所，同花顺一致预期

注：周大生 2023-2025 年预测 EPS 以及锦江酒店、首旅酒店、奈雪的茶 2025 年预测 EPS 使用同花顺一致预期数据

## 目录

1. 观点综述.....	5
2. 美妆：化妆品关注大单品及子品牌，医美材料进化.....	5
2.1 板块回顾：化妆品呈现分化，医美呈现复苏.....	5
2.2 化妆品：大单品推新及子品牌放量为中短期核心关注点.....	7
2.3 医美：渗透率提升带动市场扩容，材料迭代打造新增长曲线.....	8
3. 黄金珠宝：金价催化需求，关注渠道和产品工艺.....	10
3.1 回顾：金价上行和疫后复苏拉动行业高增.....	10
3.2 中短期向上趋势仍在，长期看工艺改善带来的渗透率提升.....	11
4. 免税：关注出入境免税复苏进展.....	12
4.1 回顾：离岛免税景气度有所回落.....	12
4.2 展望：海南新店离岛免税仍有看点、出入境免税持续复苏.....	12
5. 出行链：疫后出行反弹，关注旺季催化.....	13
5.1 景区：受益旅游需求释放，业绩确定性强、弹性大.....	14
5.2 酒店：出行复苏叠加结构升级带动经营反弹，关注龙头配置价值.....	15
5.3 餐饮：关注高性价比品类，大空间、成长期品牌势能更强.....	16
6. 风险提示：.....	17

## 插图目录

图 1：核心品牌推新情况.....	7
图 2：我国医美渗透率较欧美日韩成熟市场仍有空间.....	9
图 3：中美各类型消费者购买黄金珠宝原因.....	12
图 4：黄金按加工工艺销售占比.....	12
图 5：海南接待游客.....	13
图 6：离岛免税购物金额.....	13
图 7：国际旅客运输情况.....	13
图 8：市内免税店未来空间预测.....	13
图 9：节假日国内旅游市场恢复情况.....	14
图 10：结构升级下，ADR 为 23Q1 RevPAR 恢复主要驱动力.....	15
图 11：华住、锦江、首旅酒店中高端酒店占比持续提升.....	16
图 12：华住、锦江、首旅酒店持续快速拓店.....	16
图 13：疫情期间酒店业供给端出清.....	16
图 14：我国酒店客房连锁化率提升.....	16
图 15：国内餐饮收入恢复情况.....	17
图 16：国内限额以上餐饮收入恢复情况.....	17

## 表格目录

表 1: 重点公司盈利预测与估值.....	1
表 2: 化妆品中游品牌商 2022 年&2023 一季度业绩 (亿元) .....	6
表 3: 化妆品中上游 2022 年&2023 一季度业绩 (亿元) .....	6
表 4: 核心美妆公司子品牌情况.....	8
表 5: 医美主要公司 2022 年&2023 一季度业绩 (亿元) .....	9
表 6: 黄金珠宝板块 2022 年&2023 一季度业绩 (亿元) .....	10
表 7: 免税板块 2022 年&2023 一季度业绩 (亿元) .....	12
表 8: 国内景区标的梳理.....	14

## 1. 观点综述

自去年四季度至今年上半年，消费复苏的预期变动驱动了零售与社服板块的行情。去年四季度后疫情的放开，预期上涨带动了商社板块的上涨；今年一季度后复苏节奏放缓，社零数据的反弹和上市公司季度业绩反弹力度较为有限，对未来的预期也有明显回落，商社板块尤其是头部公司的股价回落较为明显。

展望下半年，我们认为消费信心的恢复需要较长时间的修复，居民商品消费将延续慢复苏的节奏，消费结构上更偏重于理性消费及性价比、实用性，服务消费上，由于疫情期间受影响更大，反弹的力度也会更为明显。

### 分行业看：

**化妆品：**中短期来看，化妆品行业品牌商的增长驱动主要来源于以下两个方面：1. 经典大单品的放量以及新单品培育带来的增量空间；2. 子品牌对公司业绩增速的拉动效果日益明显，打造全新增长曲线。医美作为线下中高端消费，短期随居民消费能力及消费信心的修复渐进式复苏，中长期看好轻医美材料升级、渗透率和复购频次提升带来的增长确定性。

**黄金珠宝：**金价的坚挺以及线下消费场景的恢复是拉动行业增长的主要驱动。金价仍有望维持在较高水平，对黄金珠宝消费形成有益支撑，叠加品牌商开店幅度加大，有望拉动消费需求释放。长期看，黄金工艺的改善带来行业扩容和渗透率的提升为行业增长的内在驱动。

**免税：**海南客流逐步恢复，但离岛免税销售表现相对较弱，展望后市，离岛免税新店开业及爬坡为主要看点。随着出入境疫情管控的放开，国际客流逐步恢复，但考虑到管控放开和航班增加的渐进性，机场免税渠道将在较长的时间维度逐步恢复。市内免税向国人开放政策预计将随着出入境的恢复落地，前期项目累计较多的公司有望厚积薄发。

**出行链：**景区板块，直接受益于疫后旅游需求释放，经营杠杆下业绩确定性强、弹性大，下半年长假为主长线游弹性更大，时点上关注暑期、国庆等重要节假日催化。酒店市场，短期看，复苏节奏预期仍是影响酒店板块走势的主要因素，关注高频数据的边际变化。中长期看，疫情加速供给出清和集中度提升，中高端结构性机会仍存，关注头部集团拓店速度，以及中高端门店占比和高端品牌孵化进展。餐饮市场，疫后餐饮市场快速复苏，中长期行业回归单店盈利和开店逻辑，关注各品牌单店盈利模型优化和开店空间。

**投资策略：**1、**确定性：**化妆品里优质国货品牌，医美领域具备牌照和渠道优势的生产商，黄金珠宝具备渠道和产品工艺优势的企业，我们认为以上企业具备业绩增长的确定性。相关标的：珀莱雅、贝泰妮、爱美客、周大生。2、**弹性：**酒店、餐饮涉及到出行的领域，关注暑期、中秋国庆假期等重要出行时点的复苏程度，看好旺季出行数据为上市公司带来较好的业绩弹性。相关标的：中国中免、锦江酒店、首旅酒店、华住集团。

## 2. 美妆：化妆品关注大单品及子品牌，医美材料进化

### 2.1 板块回顾：化妆品呈现分化，医美呈现复苏

**化妆品行业稳健增长，复苏弹性相对较弱。**2023 年 1-5 月化妆品类销售额同比+9.7%，疫后复苏大背景下行业呈现平稳增长。品类增速略高于社零总额同比增速（+9.3%），但在可选消费品类中增速表现相对较弱，主要源于品类线上消费占比较高，疫情期间受影响程度相对较小，因此疫后复苏弹性相对较小。

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较好表现。

- 从业绩表现来看，化妆品品牌商（加华熙生物）23 年 Q1 整体收入同比+5.99%，归母净利润同比+19.36%。今年上半年行业有所回暖，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%	36.70	7.18%	74.87	5.99%	9.64	19.36%
上海家化	71.06	-7.06%	4.72	-27.29%	19.80	-6.49%	2.30	15.59%
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	8.41%
水羊股份	47.22	-5.74%	1.25	-47.22%	10.46	0.05%	0.52	25.38%
丸美股份	17.32	-3.10%	1.74	-29.74%	4.77	24.58%	0.79	20.15%
拉芳家化	8.87	-19.43%	0.59	-14.21%	1.94	-3.30%	0.36	扭亏

资料来源：同花顺，东兴证券研究所

- 从大促销售表现来看，2023 年 618 大促期间（5 月 31 日 20 时至 6 月 18 日 24 时），美容护肤品、彩妆香水类在天猫、京东平台的总销售额为 410 亿元，同比-0.9%，在抖音平台销售额超 156 亿元，同比+69%，在快手平台销售额达 48.16 亿元，同比+14.8%。加总几大平台销售额计算得到，2023 年 618 大促期间美妆 GMV 同比+12%左右，抖音平台贡献主要增长。分品牌来看，部分国货品牌交出满意答卷，品牌市场地位持续提高。天猫美容护肤榜单中珀莱雅排名第 4，较去年同期前进 1 名；在抖音护肤类目排行中，珀莱雅、韩束、薇诺娜、可复美分别位列第 5、7、11、12 位，表现较好。

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 23 年 Q1 整体收入同比+0.86%，归母净利润同比+117.9%，利润端表现远好于营收端。原油等原材料价格的下行为化妆品原料公司的盈利改善提供了支撑，23 年 Q1 国际原油 WTI 价格下降了 7.3%，4 月份短暂上升之后继续下探，23 年上半年整体呈现震荡向下走势。公司方面，科思股份业绩表现明显优于行业水平，主要源于 21 年 Q4 以来基于原材料和海运价格价格上涨采取的价格调整措施逐步落地，产品结构的调整以及产能释放共同带来毛利率的大幅提升，23 年 Q1 毛利率同比+22.78pct. 至 49%，由此带来利润端的大幅增长。生产加工商 23 年 Q1 整体收入板块同比-34.86%，归母净利润同比-4.46%，整体业绩承压。

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



	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%	-4.22	-338.23%	14.95	0.86%	1.75	117.90%
青岛金王	29.51	-6.40%	(8.09)	-5049.86%	7.90	-16.46%	0.20	53.15%
科思股份	17.65	61.85%	3.88	192.13%	5.88	42.33%	1.60	176.13%
华业香料	2.55	3.42%	0.21	18.41%	0.66	16.73%	0.02	-75.72%
锦盛新材	2.43	-17.19%	(0.23)	-312.62%	0.51	-23.86%	(0.07)	-413.90%
中上游代工	39.69	-18.24%	-6.73	-17.40%	6.12	-34.86%	-0.42	-4.46%
青松股份	29.17	-21.01%	(7.42)	18.56%	3.97	-42.22%	(0.48)	21.69%
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

## 2.2 化妆品：大单品推新及子品牌放量为中短期核心关注点

中短期看，化妆品行业品牌商的增长驱动主要来源于以下两个方面：

- **经典大单品的放量以及新单品培育带来的增量空间。**目前培育经典单品已成为很多国货美妆品牌的共识，部分品牌尚处于大单品培育阶段，部分美妆龙头已率先实现经典大单品的打造，未来主要通过原有单品升级换代以及推出新单品拉动品牌增长。

分品牌看，珀莱雅上半年推新步伐提速，在围绕红宝石系列、双抗系列等经典系列升级换代的基础上，还推出了全新循环系列和云朵防晒，子品牌彩棠全新推出争青系列，涵盖了口红、三色眼影、眉部盘等产品，两大品牌大单品矩阵均持续扩充，有望为品牌带来更多增量贡献。

贝泰妮旗下的薇诺娜全新推出小氧泵眼霜，并上线院线级屏障霜，主打“泛敏感肌”概念，用来解决特护霜用户敏感高发期后续的维稳诉求，致力于拉长用户生命周期，加留存客户客单量。

丸美股份全新推出 5V 多肽系列，成分方面采用独家定制 5V 纤扬肽，一次补充 8 种蛋白；在浓度方面将浓度提升至 30%，提升抗衰效果。

图1：核心品牌推新情况

珀莱雅	 红宝石面膜 2.0 159元/5片 2023年1月	 云朵防晒 209元/50ml 2023年2月	 红宝石水乳 2.0 458元 2023年2月	 双抗精华 3.0 259元/30ml 2023年4月	 双抗水乳霜 577元 2023年4月	 循环系列 449元 2023年5月	 红宝石眼霜 2.0 389元/20g 2023年5月
彩棠	 争青系列-口红 139元/159元 2023年3月	 争青系列-三色胭脂 159元 2023年3月	 争青系列-眉部盘 159元 2023年3月	 原生肌广润气垫 329元 2023年5月			
薇诺娜	 小气泵眼霜 308元/15g 2023年2月	 院线级屏障霜 2023年4月					
丸美	 5V多肽系列 面霜380元/50g 水乳 758元/120ml+100g 2023年2月						

资料来源：各品牌官方公众号、淘宝，东兴证券研究所

- 子品牌对公司业绩增速的拉动效果日益明显，打造全新增长曲线。近几年国货美妆龙头均致力于打造多品牌矩阵，通过拓展彩妆、个护等品类实现业务延伸，美妆公司整体向平台化方向演进。子品牌孵化效果逐渐显现，对公司业绩体量和增速的贡献逐渐提高，打造全新增长曲线。

表4：核心美妆公司子品牌情况

公司	子品牌情况/看点
贝泰妮	薇诺娜 BABY22 年营收 1.01 亿元，营收占比 2%；AOXMED22 年开始推向市场
珀莱雅	国风化妆师品牌彩棠 22 年营收 5.72 亿元，同比+132%，营收占比 8.99%；高端洗护品牌 OR22 年营收 1.26 亿元，同比+509.93%，营收占比 1.98%。
丸美股份	彩妆品牌恋火 22 年营收 2.86 亿元，同比+331.9%，营收占比 16.52%。
水羊股份	22 年收购法国高端品牌伊菲丹，22 年纳入公司合并范围的利润为 0.24 亿元。

资料来源：各公司财报，东兴证券研究所

**投资建议：**我们认为国货美妆品牌将极大受益于消费升级和新生代消费群体的崛起，获得长足发展空间。聚焦中高端赛道，且具有技术研发优势、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，该观点在 21 年已得到市场验证。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，有望在政策指引下获得加速成长，相关标的：贝泰妮、珀莱雅。

## 2.3 医美：渗透率提升带动市场扩容，材料迭代打造新增长曲线



医美作为线下可选消费，疫后复苏弹性较强。从不同业务结构的公司来看，医美业务复苏确定性强，而医美产品和化妆品业务兼有的公司，业绩受到化妆品品牌轮动影响明显。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。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。

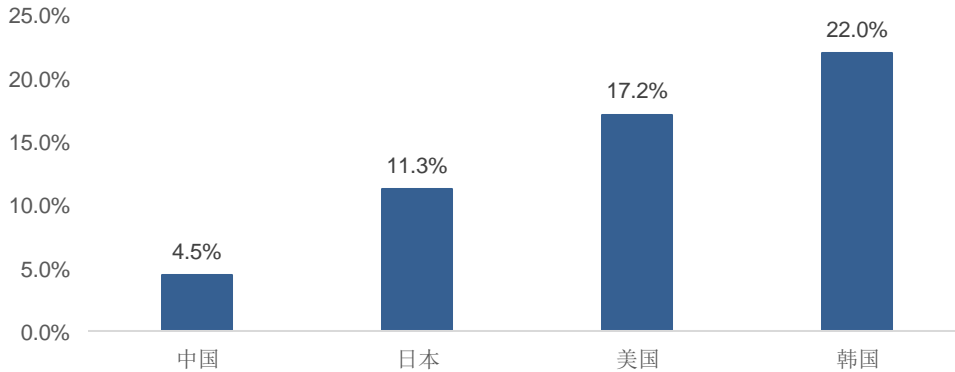
**表5：医美主要公司 2022 年&2023 一季度业绩（亿元）**

	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

**投资建议：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，疫后具备反弹空间。**投资思路上：（1）短期看，居民收入和消费信心仍在恢复中，医美作为中高端可选消费，终端需求复苏节奏或有所承压，影响短期销量及市场情绪。6-7 月迎医美小旺季，叠加轻医美本身具有疗程性，终端需求有望回升，带动产业链相关公司经营进一步反弹。（2）中长期看，医美仍是颜值经济中有效性最高、改善最显著、待渗透空间最广的细分赛道，且材料、技术的迭代升级不断打造新的增长曲线，并带动利润提升，赛道整体仍处于快速扩容的红利期。我们长期看好我国医美尤其是轻医美行业，材料升级、渗透率和复购频次提升带来的增长确定性。（3）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，受单个地区复苏进程影响较小，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。**标的层面，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。同时，我们认为具备类同资质的华熙生物、巨子生物等有望受益。**

**图2：我国医美渗透率较欧美日韩成熟市场仍有空间**



资料来源：中研网，东兴证券研究所

### 3. 黄金珠宝：金价催化需求，关注渠道和产品工艺

#### 3.1 回顾：金价上行和疫后复苏拉动行业高增

**黄金珠宝行业高增，线下消费场景复苏和金价增长为主要因素。**2023 年 1-5 月金银珠宝类销售额同比+24.4%，品类增速远超社零总额同比增速（+9.3%），在可选消费品类中增速领先。一方面来源于金价持续上行，为金银珠宝销售增长提供了价格支撑，也刺激了追求黄金保值甚至投资属性的消费者消费需求的释放；另一方面来源于消费需求的扩张，该品类线下消费占比较高，疫情期间受影响较大，疫后放开线下消费场景恢复带动消费需求快速释放，同时由婚庆等场景带来的购买需求延期释放，共同拉动品类消费需求增加。

业绩端来看，**黄金珠宝板块 23 年 Q1 业绩高增，明显反弹。**23 年 Q1 黄金珠宝板块整体收入同比+25.36%，归母净利润同比+13.75%。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，由此带来行业营收和利润高增，在去年同期基数较低的情景下，呈现出较大弹性。

分品类看，**黄金业务韧性较强，钻石珠宝业务受冲击较大，业绩表现偏弱。**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。周大生和菜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。

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	1,527.33	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%

	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
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	26.57%	50.52	45.62%	2.35	30.57%
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)	-218.66%	12.30	4.64%	0.46	28.17%
*ST 金一	18.23	-38.21%	(36.59)	-178.05%	5.64	-8.05%	(1.64)	-32.80%
曼卡龙	16.10	28.57%	0.54	-22.56%	3.45	2.67%	0.27	29.27%
莱绅通灵	9.12	-31.09%	(0.40)	-203.34%	2.50	-22.40%	0.16	2.75%
*ST 爱迪	3.66	-56.47%	(7.09)	8.21%	0.69	-30.01%	(0.46)	-43.55%

资料来源：同花顺，东兴证券研究所

### 3.2 中短期向上趋势仍在，长期看工艺改善带来的渗透率提升

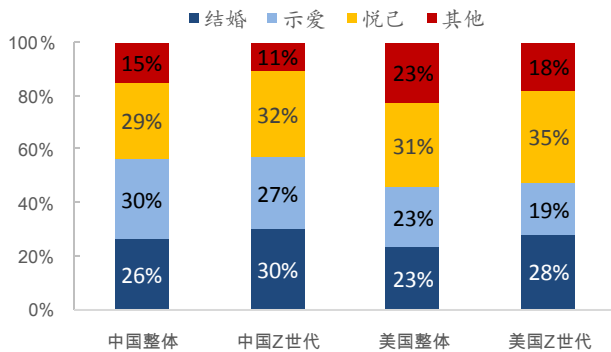
短期看，金价的坚挺以及线下消费场景的恢复是拉动行业增长的主要驱动。

金价仍有望维持在较高水平，对黄金珠宝消费形成有益支撑。2023 年 5 月份以来，金价呈现震荡小幅走低态势，但仍基本维持相对高位。展望未来，6 月 28 日美联储表示预计今年将再加息两次，对黄金价格产生负面影响，但考虑到美联储本轮加息周期或接近尾声，且在国际形势较为严峻动荡的大背景下，金价预计仍有望坚守在相对高位，不会出现大幅下跌的情形，对黄金珠宝的消费仍能形成有益支撑。短期仍看好黄金业务占比较高的公司。

线下消费场景修复，叠加品牌商开店幅度加大，有望拉动消费需求释放。黄金珠宝消费对线下消费场景依赖度高，疫后线下消费恢复有望带来行业较高的同比销售表现。在现阶段，店铺数量仍是衡量品牌竞争力的核心因素，拓店速度是拉动销售增长的重要驱动。23 年线下消费复苏有望拉动品牌开店速度提升。

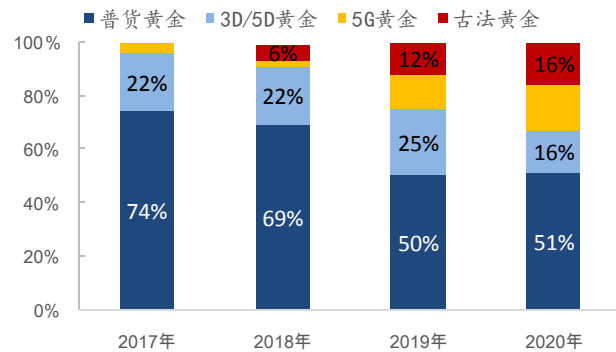
长期看，黄金工艺的改善带来行业扩容和渗透率的提升为行业增长的内在驱动。近年来随着黄金工艺的进步，消费者尤其是年轻消费群体对于黄金珠宝的接受度和认可度大幅提高。黄金加工工艺整体经历了从普货黄金到 3D、5D 黄金，再到 5G 黄金和古法黄金的演进，加工技术水平持续提高，使得产品的性能变优，款式更为丰富和精美。头豹研究院数据显示，近年来 5G 黄金和古法黄金的销售占比大幅提高，普货黄金的占比收缩。黄金制造工艺的进步一方面能够增强其对年轻消费客群的吸引力，同时提升悦己消费需求释放，提高行业整体渗透率；另一方面，工艺较高的产品通常收取较高的加工费或直接采用一口价模式销售，有助于提高品牌毛利率水平，有望提振公司业绩表现。

图3：中美各类型消费者购买黄金珠宝原因



资料来源：头豹研究院，东兴证券研究所

图4：黄金按加工工艺销售占比



资料来源：头豹研究院，东兴证券研究所

**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。

## 4. 免税：关注出入境免税复苏进展

### 4.1 回顾：离岛免税景气度有所回落

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板块实现营业收入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13.2pct.，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&amp;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%

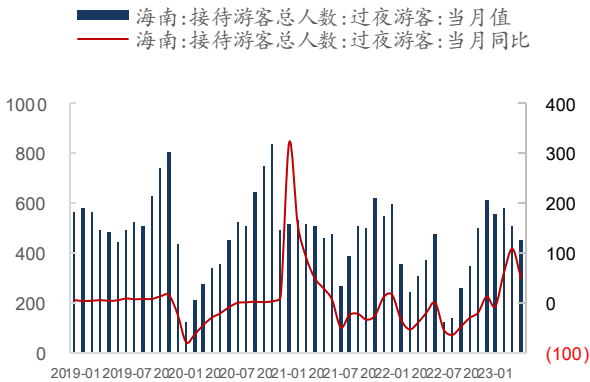
资料来源：同花顺，东兴证券研究所

### 4.2 展望：海南新店离岛免税仍有看点、出入境免税持续复苏

**离岛免税新店开业及爬坡为主要看点。**海南客流持续恢复，2023年1-5月海南接待过夜游客在去年同期低基数的背景下同比大幅增长，与疫情前相比已恢复至2019年同期的101.2%。但离岛免税销售表现相对较弱，海南省统计局对4月份全省经济运行情况解读时提到，免税店日均零售额为1.3亿元，估算得到4月免税店销售额约39亿元，较2022年同期实现2.7倍增长，但相较于2021年同期为16.6%的下降。疫后居民消费

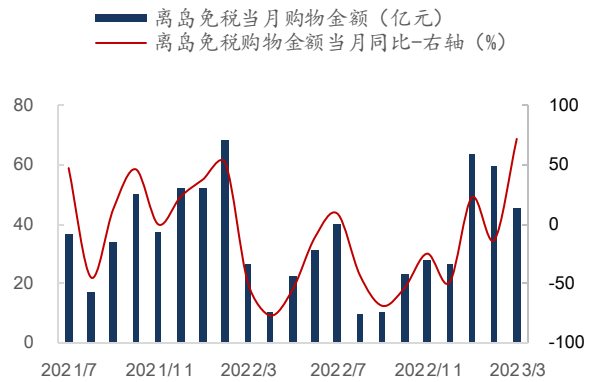
能力和消费信心不足，且境外免税市场会对离岛免税形成一定分流，带来离岛免税销售整体表现偏弱。在此背景下，新店的开业以及爬坡或为未来一段时间的主要看点。中免海口国际免税城 22 年 10 月 28 日开业，目前仍处于爬坡阶段，三亚国际免税城一期二号地商业部分预计于 23 年 9 月 30 日开业。

**图5：海南接待游客**



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

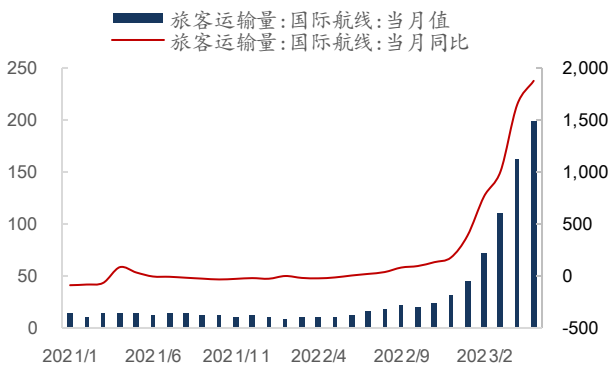
**图6：离岛免税购物金额**



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

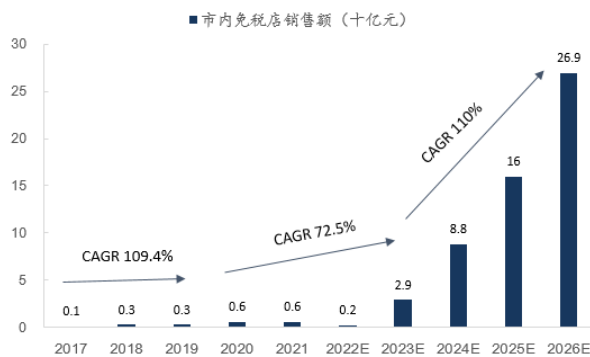
国际航班持续恢复，机场免税渠道向好。随着出入境疫情管控的放开，国际客流逐步恢复。2022 年全年国际航线旅客运输量约为 2019 年全年的 2.51%，2023 年 1 月国际航线旅客运输量约为 2019 年同期的 7.2%，而到 2023 年 5 月该数值提到至 32.76%。但考虑到管控放开和航班增加的渐进性，以及居民消费能力提升的持续性，机场免税渠道将在较长的时间维度逐步恢复。从参与者维度看，中国中免将成为机场免税渠道复苏的最大受益者。

**图7：国际旅客运输情况**



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

**图8：市内免税店未来空间预测**



资料来源：中国中免聆讯后资料集，东兴证券研究所

市内免税渠道方面，向国人开放政策预计将随着出入境的恢复落地。目前市场上主要有 4 家市内免税渠道参与者（中国中免、中侨、中出服、王府井），前期项目累计较多的公司有望厚积薄发。

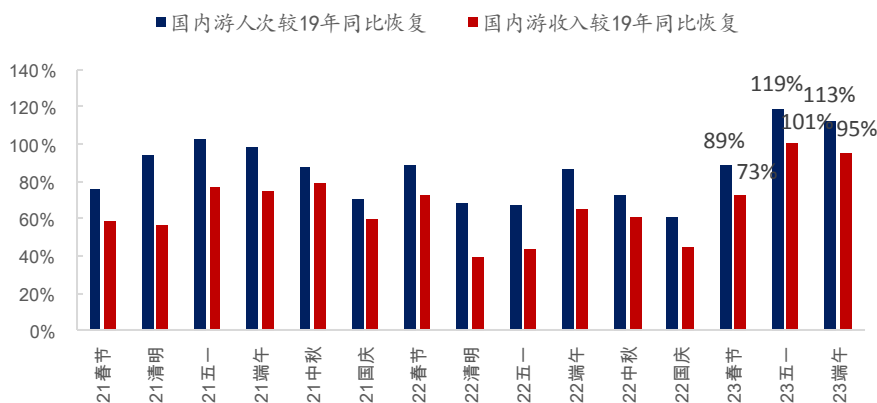
## 5. 出行链：疫后出行反弹，关注旺季催化



## 5.1 景区：受益旅游需求释放，业绩确定性强、弹性大

疫后积压的出游需求释放，旅游市场持续复苏，下半年长假为主，长线游弹性更大。根据文旅部数据，按可比口径，23 年春节/五一/端午假期国内游人次分别恢复至 19 年同期的 89%/119%/113%，旅游收入分别恢复至 73%/101%/95%。受五一和暑期前后分流，以及高温、降水等天气因素影响，端午出游恢复较五一略有放缓，但客流仍超疫情前。五一以来，国内旅游客流持续超 19 年同期水平，疫后积压的出游需求释放支撑客流恢复。旅游收入恢复略低于客流恢复，渐进式复苏及性价比消费趋势下，客单价较疫情前仍有提升空间。暑期旺季将至，五一后国内旅游预计保持积极恢复势头，暑期旅游市场预计保持乐观。出游结构上看，下半年主要为暑期、十一等长假，叠加疫情期间周边游主导，长途游持续承压，预计下半年长线游复苏弹性更大。途牛预订数据显示，今年暑期国内长线游为主导，出游人次占比达到 61%。

图9：节假日国内旅游市场恢复情况



资料来源：文旅部，东兴证券研究所

**投资建议：**景区板块最直接、完全的受益于疫后旅游需求释放，经营杠杆下业绩确定性强、弹性大，时点上关注暑期、国庆等重要节假日催化。投资思路上：(1) 短期关注自然景区，通常为远途山川景观，定位大众旅游，在长线游复苏、高性价比出游趋势下，受益更充分，弹性更大；(2) 中长期看，人工景区更具外延增长逻辑，如资产结构轻、异地复制性强的宋城演艺，不断丰富业态的一体化休闲度假目的地天目湖等，中长期有望持续增长。

表8：国内景区标的梳理

标的	Q1 客流恢复	Q1 收入恢复	Q1 扣非业绩恢复	市值 (亿)
宋城演艺	-	-72%	-85%	331
中青旅	-	-35%	-113% (转亏)	93
天目湖	94% (南山竹海+天目湖)	35%	14%	50
黄山旅游	42.8%	28%	156%	80
峨眉山 A	23%	-7%	282%	64
丽江股份	49% (丽江市)	40%	65%	60
曲江文旅	-	3%	-75% (扭亏为盈)	46
九华旅游	--	43%	61%	39



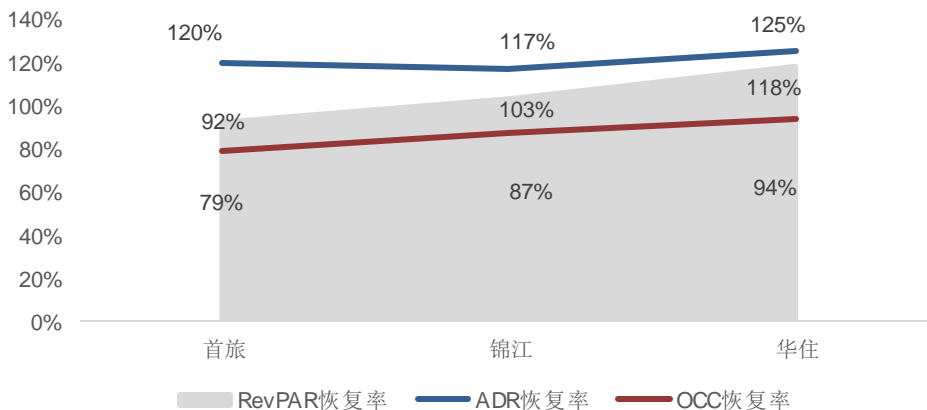
标的	Q1 客流恢复	Q1 收入恢复	Q1 扣非业绩恢复	市值 (亿)
长白山	14%	41%	-82% (减亏)	36
桂林旅游	12% (桂林市)	-26%	377% (亏损扩大)	36
三特索道	-	47%	-201% (扭亏为盈)	32
张家界	-	18%	157% (亏损扩大)	32
大连圣亚	-	57%	122% (扭亏为盈)	20

资料来源：中国溧阳公众号，丽江热线，澎湃新闻，桂林晚报，同花顺，东兴证券研究所

## 5.2 酒店：出行复苏叠加结构升级带动经营反弹，关注龙头配置价值

酒店市场 RevPAR 整体呈修复态势，渐进式复苏下 OCC 仍有缺口，结构升级趋势下 ADR 提升带动 RevPAR 修复。春节以来，我国酒店市场 RevPAR 持续复苏，其中节假日受益于疫后积压的出游需求释放，看好下半年暑期、十一旅游旺季催化；商务需求方面，我国 4/5/6 月制造业 PM 分别 49.2148.8/49，连续三个月低于荣枯线，未来酒店商务需求仍有提升空间。拆分来看，渐进式复苏下 OCC 仍有缺口，结构升级趋势下，ADR 提升带动 RevPAR 修复。23Q1 锦江/首旅/华住 RevPAR 分别为 19 年同期的 103%/92%/118%，ADR 分别为 19 年的 117%/120%/125%，OCC 分别为 19 年的 87%/79%/94%。渐进式复苏下，OCC 仍有小幅缺口，但龙头积极推进产品结构升级，中高端门店占比提升叠加酒店行业定价调整自由度高，带动 ADR 增长，成为 RevPAR 提升的主要驱动力。

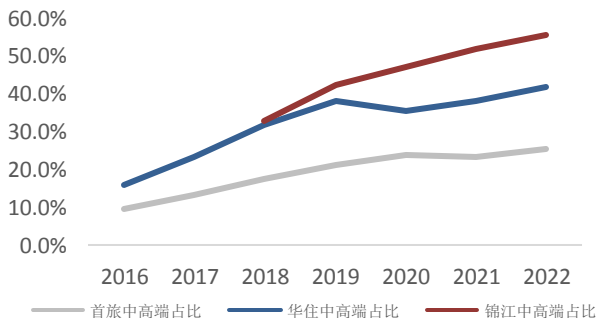
图10：结构升级下，ADR 为 23Q1 RevPAR 恢复主要驱动力



资料来源：资料来源：首旅酒店、锦江酒店、华住集团财报，东兴证券研究所

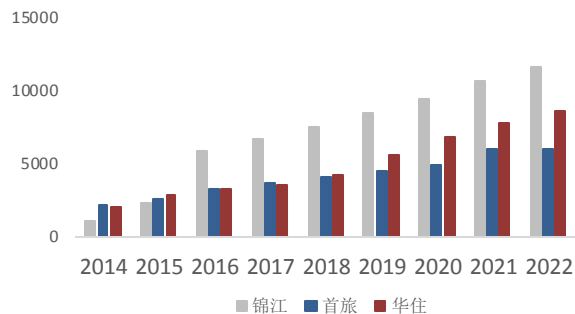
中长期看，看好产品升级结构性机会，以及供给出清带动集中度提升。一方面，我国中高端结构性机会仍存，酒店行业结构有望从 1:3:6 过渡至 1:4:5，中高端酒店未来高速增长长期至少还有 2-7 年，客房量仍有近翻倍空间。头部酒店集团推动门店升级，迎合消费升级趋势，中高端门店占比提升带动 ADR 和 RevPAR 提升。另一方面，疫情加速行业供给端出清，2022 年底酒店业客房供给较 2019 年出清 19%，龙头保持逆势拓店，行业连锁化率加速提升，预计 2022 年酒店业连锁化率较 2019 年提升 10.7pct。2023 年锦江酒店/华住集团/首旅酒店分别计划新开门店 1200/1400/1500-1600 家，看好龙头享受行业集中度提升红利，以及供需差带动 RevPAR 进一步提升。

图11：华住、锦江、首旅酒店中高端酒店占比持续提升



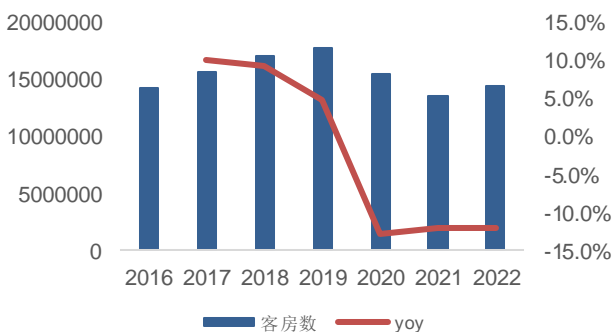
资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图12：华住、锦江、首旅酒店持续快速拓店



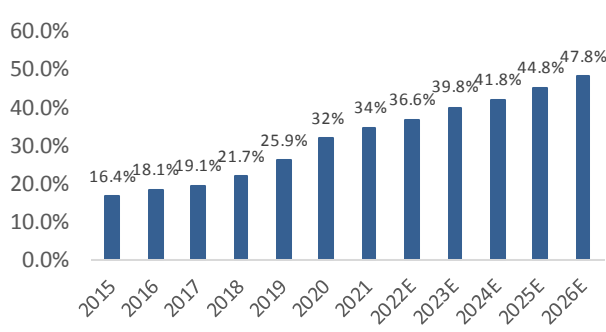
资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图13：疫情期间酒店业供给端出清



资料来源：盈蝶咨询，东兴证券研究所

图14：我国酒店客房连锁化率提升

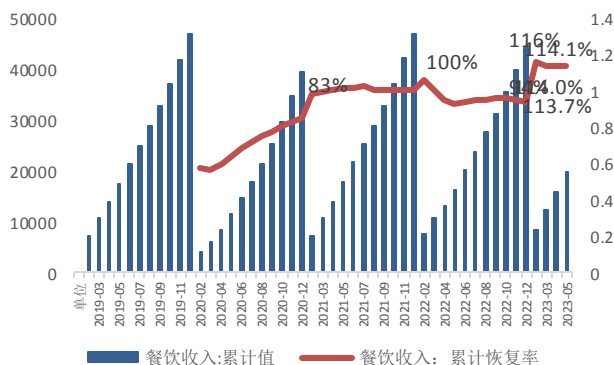


资料来源：亚朵招股书，弗若斯特沙利文，东兴证券研究所

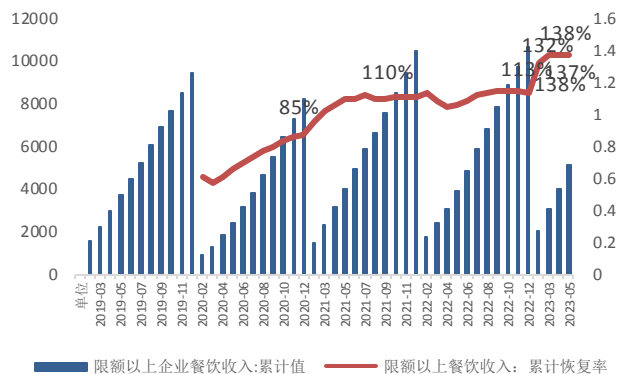
**投资建议：**酒店行业关注以下投资机会：（1）短期看，复苏节奏预期仍是影响酒店板块走势的主要因素，关注高频数据的边际变化。当前市场对宏观经济及消费的后续预期调整至偏谨慎状态，重点公司估值处于历史低位，关注高频数据拐点及暑期、十一旅游旺季催化。（2）中长期看，中高端结构性机会仍存，龙头公司产品结构持续升级，有望带动 RevPAR 提升，关注头部酒店集团中高端门店占比及高端品牌孵化进展。（3）中长期看，疫情后行业供给端持续出清，龙头保持逆势快速拓店，看好市场集中度加速提升，关注头部酒店集团拓店速度。标的层面，关注酒店龙头华住集团-S、锦江酒店、首旅酒店，其中加盟门店占比较高的华住集团-S、锦江酒店业绩更稳健，高直营占比、逸扉等中高端门店逐渐爬坡的首旅酒店有望展现出更强弹性。

### 5.3 餐饮：关注高性价比品类，大空间、成长期品牌势能更强

**疫后餐饮市场快速复苏，连锁餐饮恢复更强劲。**2023 年 1-5 月，我国社零餐饮收入约 2 万亿元，恢复至 2019 年同期的 114%，1-2 月疫后积压的餐饮需求集中释放后，3-5 月恢复率边际放缓，分别为 109%/114%/112%。限额以上餐饮收入恢复高于行业整体水平，1-5 月我国限额以上餐饮收入月 5086 亿元，恢复至 2019 年同期的 137%，较行业整体+23pct.，规模较大的连锁餐饮恢复更强劲。

**图15：国内餐饮收入恢复情况**


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

**图16：国内限额以上餐饮收入恢复情况**


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

投资策略方面，餐饮板块单个品牌表现相对分化，主要取决于品类生命周期和品牌成长阶段下的拓店速度与单店表现，大空间、成长期品牌势能更强。餐饮板块关注以下投资机会：（1）短期看，复苏节奏仍是影响股价走势的主要因素，考虑到疫后消费能力和信心仍需进一步恢复，且餐饮品牌表现相对分化，建议关注高性价比品类，短期内销售表现预计相对占优。如高性价比小酒馆海伦司，单店模型优秀、标准化复制性强、客流快速修复，加盟模式有望逐渐落地验证。（2）中长期看，疫后经营回归稳态后，行业将回归开店逻辑，关注各餐饮企业现有门店距离赛道天花板之间的剩余空间。其中，以小酒馆、新茶饮、酸菜鱼等为代表的新餐饮，现有门店密度较低，叠加个性化、社交化属性，是目前快速增长的赛道；西式快餐、火锅口味普适性强、制作标准化程度高，赛道空间广阔。（3）此外，产品和服务质量、单店盈利仍是决定餐饮行业长期竞争力的关键要素，关注模型优化、供应链体系和数字化运营能力提升对企业利润的释放，如店型优化、人力优化带动盈利边际改善的高端茶饮奈雪的茶。

## 6. 风险提示：

消费能力持续不振，行业竞争加剧，各行业政策风险等。

## 分析师简介

### 分析师：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。

### 分析师：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，商贸零售行业分析师，主要负责化妆品、免税、电商、传统零售、珠宝等研究方向。

### 分析师：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分析师，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（以沪深 300/恒生指数为基准指数）：

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 15%~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（以沪深 300/恒生指数为基准指数）：

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

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526