

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

——周观点

2023年2月7日

看好/维持

商社 行业报告

观点综述：

商社行业各版块在 2022 年业绩均有较大压力，但是我们认为底部已过，23 年是兼具行业恢复和部份板块成长性体现的一年。分板块看：美容护理版块整体偏弱但龙头业绩表现较好，商贸零售行业整体承压，业绩表现上互联网电商>一般零售>专业连锁>贸易，社服行业以线下场景为主 22 年压力较大但酒店、人服板块仍有亮点。

美容护理，整体偏弱但龙头业绩表现较好。从业绩预告情况来看，美容护理板块整体业绩表现较弱，化妆品板块作为可选消费业绩整体承压。上游原料商受量价齐升的拉动业绩表现相对较好；疫情加速中游品牌商分化，龙头公司韧性较强，大单品逻辑得到持续验证；代工板块仍未实现盈利，但呈现边际改善。展望 2023 年，疫情影响逐渐消除带来消费信心和消费需求的回暖，将拉动板块业绩整体回升。重点关注增长逻辑清晰，业绩表现确定性相对较强的品牌商龙头珀莱雅、贝泰妮，以及具有较大业绩增长弹性的丸美股份。医美受益于疫情后线下消费正常化，需求端回暖，产品端在研/新获批产品线清晰，政策端有望保持合规化的监管思路。长期看好中游产品生产商，享受市场扩容、合规化程度提升、需求复苏红利，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龙头，如爱美客、华熙生物、巨子生物等有望受益。

商贸零售，业绩修复空间较大，重点关注免税。疫情影响线下消费的触达，商贸零售板块业绩整体承压，分板块来看业绩表现，互联网电商>一般零售>专业连锁>贸易。展望 2023 年，疫情的影响逐渐消退，线下消费具有巨大的修复空间。重点关注兼具增长确定性以及恢复弹性的免税板块，如中国中免、王府井等；以及对线下消费场景依赖度较高且估值相对较低的专业连锁、百货等板块。投资建议方面，首推兼具长短期复苏逻辑，及利润率恢复的免税板块，标的中国中免。

社会服务，亏损居多，酒店和人服板块有一定亮点。社服板块公布业绩预告的以亏损企业居多，且其中亏损扩大的居多。酒店板块 2022 年业绩承压，但拓店端仍保持强劲，行业整体供给出清，龙头逆势扩店的趋势不变。防疫放开后出行数据大幅改善验证复苏趋势，短期关注酒店业供需差带动经营反弹，长期看好供给出清下集中度提升，重点关注门店规模领先、品牌矩阵完善、拓店强劲、经营效率高的头部酒店集团。人服板块虽有疫情影响，但在渗透率提升趋势下，2022 年业绩保持增长态势，2023 年有望保持快速扩容，关注灵活用工和中高端线上招聘赛道。展望 2023 年，疫情影响逐渐消退，渗透率提升空间仍存，看好行业保持快速扩容。关注兼具渗透率提升红利和疫后复苏弹性的灵活用工龙头，如科锐国际；关注兼具中高端人才红利、线上化红利和疫后复苏弹性的中高端线上招聘龙头，如同道猎聘。

重点推荐：珀莱雅、贝泰妮、中国中免、锦江酒店、首旅酒店、华住酒店、科锐国际、同道猎聘

风险提示：宏观经济下行影响购买力、疫情发展超预期，政策风险

未来 3-6 个月行业大事：

无

行业基本资料

占比%

股票家数	209	4.1%
重点公司家数	-	-
行业市值(亿元)	22712.61	2.4%
流通市值(亿元)	18493.90	2.6%
行业平均市盈率	31.64	
市场平均市盈率	13.76	

行业指数走势图



资料来源：wind、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

1. 核心观点：22年底部已现，23年恢复与成长兼具

商社行业各版块在 2022 年业绩均有较大压力，但是我们认为底部已过，23 年是兼具行业恢复和部份板块成长性体现的一年。分版块看：美容护理版块整体偏弱但龙头业绩表现较好，商贸零售行业整体承压，业绩表现上互联网电商>一般零售>专业连锁>贸易，社服行业以线下场景为主 22 年压力较大但酒店、人服板块仍有亮点。

(1) 化妆品&医美

2022 年美容护理板块整体业绩表现较弱。申万美容护理板块 29 家上市公司中共有 13 家公司披露 2022 年业绩预告。从业绩的相对表现来看，盈利预增的有 5 家，占比近 40%，其余均为业绩预计下滑；从业绩的绝对值来看，通过计算预告净利润上限和下限的平均值得到预计业绩中位数，全年业绩预计为正的有 6 家，其余为业绩亏损，占比各一半。美容护理作为以销售可选消费品为主营业务的行业，2022 年整体受疫情扰动较大，居民消费信心和消费能力不足带来消费需求较弱，带来行业整体较弱的业绩表现。但是结合前三季度的业绩看，板块内部也表现出分化，头部的医美和国产护肤品公司依然有较好的业绩增长，行业的分化持续、格局优化。

分版块来看，化妆品行业各板块的业绩表现：上游原料>中游品牌商>代工。申万二级分类化妆品行业共有 6 家公司披露业绩预告。以科思股份为代表的上游原料板块业绩表现最好，预计全年业绩增长中位数为 186%，主要源于 2022 年海外疫后户外出行需求复苏，叠加竞争对手巴斯夫产能受限，公司产品销量大幅提升；原材料成本上涨拉动价格提升，量价齐升共同带来公司亮眼业绩表现。中游品牌商仅有水羊股份和青岛金王公布了业绩预告，水羊股份受疫情反复影响，自有品牌升级换代进度较缓，预计全年净利润为 1.2-1.5 亿元，预告净利润变动幅度为下降 37%-49%，业绩表现较弱。中游品牌竞争有所加剧，疫情加速品牌商洗牌，行业分化持续加重，通过追踪品牌线上销售数据表现，我们预计以珀莱雅、贝泰妮为代表的龙头品牌商仍有望实现较好业绩表现。以青松股份为代表的代工板块业绩表现最弱，预计全年净利润为-6.8 至-9.1 亿元，仍未实现盈利，但相较于 2021 年亏损有所减少，呈现边际改善。

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。国货美妆品牌的分化仍在持续，部分国货美妆龙头的增长逻辑持续得到验证。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：珀莱雅、贝泰妮。医美市场受益于消费升级和爱美意识崛起，渗透率持续提升，市场快速扩容。疫情放开后，积压的医美需求有望得到释放，尤其轻医美具有疗程性，有望呈现更大弹性。中游产品生产厂商通过持续推新不断拓展增长边界的逻辑清晰，中长期增长空间和确定性更强。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厂商龙头，如爱美客、华熙生物、巨子生物等有望受益。

(2) 商贸零售：

2022 年商贸零售板块整体业绩表现较弱，分版块来看，商贸零售申万二级行业中各版块业绩表现：互联网电商>一般零售>专业连锁>贸易。申万商贸零售板块 105 家上市公司中共有 63 家公司披露 2022 年业绩预告。从业绩的相对表现来看，盈利预增的有 23 家，占比约 37%，其余均为业绩预计下滑；从业绩的绝对值来看，全年业绩中位数预计为正的有 31 家，其余为业绩亏损，占比各一半。商贸零售行业的多数公司以线下消费作为主要场景，2022 年疫情多次反复对线下消费产生较大冲击，叠加消费需求较为疲软，行业整体业绩表现较弱。申万二级分类贸易行业共有 6 家公司披露业绩预告，有一半公司业绩亏损，另外一半实现小幅盈利，

增速为正的公司有 4 家，汇鸿集团和中成股份业绩表现差拖累行业整体表现；申万二级分类专业连锁仅 ST 宏图 and 天音控股两家公司发布业绩预告，业绩均大幅下跌；申万二级分类一般零售行业共有 43 家公司披露业绩预告，其中业绩预增的有 14 家；申万二级分类互联网电商行业共有 14 家公司披露业绩预告，业绩预增的仅有 5 家。

投资建议：首推兼具长短期复苏逻辑，及利润率恢复的免税板块，标的中国中免。短期看，离岛免税仍是吸引消费回流的重要窗口，2022 年海南旅客吞吐量仅恢复至 2019 年一半的水平，2023 年随着疫情边际改善以及防控政策的放开将为海南旅游和离岛免税带来巨大恢复空间。春节假期海南旅游和免税销售表现较好，已实现快速复苏。随着出入境疫情管控的放开，机场免税渠道有望迎来边际改善。中免作为行业龙头将充分受益。在盈利能力方面，随着疫情影响的减弱，客流的恢复，会逐步恢复正常的价格体系，将带来毛利率的提升以及整体盈利能力的改善。公司目前估值处于历史相对较低的水平，且业绩的快速增长将带来估值的快速消化。

（3）社服：

2022 年疫情反复，影响线下消费，拖累社服服务板块业绩。申万社会服务板块 76 家上市公司中有 56 家披露 2022 年业绩预告。从全年业绩看，已披露业绩预告公司的全年利润中位数平均下降 218%，业绩表现较弱，主要由于 2022 年疫情多次反复，影响线下消费经营表现。从公司结构看，已披露业绩预告的 56 家公司中有 22 家全年业绩中位数为正，占比 39%，其中有 17 家盈利增长，5 家盈利减少；亏损 33 家，以亏损扩大居多。单季度看，已披露业绩预告公司的 Q4 利润中位数平均下降 144%，略好于全年平均水平，主要因为上半年上海、吉林等地疫情大规模爆发冲击较大；Q4 利润中位数较 Q3 平均下降 240%，环比表现弱化，主要因为 Q3 国内逐渐走出上半年疫情影响，而 Q4 防疫放开初期国内感染人数激增，线下消费大幅承压。从公司结构看，已披露业绩预告的 56 家公司中有 17 家公司 Q4 业绩中位数为正，占比 30%，其中有 8 家盈利同比提升，2 家盈利同比减少，7 家同比扭亏为盈；环比看，17 家盈利公司中有 6 家公司 Q4 盈利环比提升，6 家盈利环比减少，5 家环比扭亏为盈。分板块看，申万二级行业中，2022 全年业绩中位数同比表现为：专业服务-17%>教育-40%>旅游及景区-349%>酒店餐饮-351%>体育 II-969%；22Q4 业绩中位数同比表现为：体育 II 265%>酒店餐饮 30%>专业服务 13%>旅游及景区-13%>教育-525%。

投资建议：

（1）关注兼具集中度提升和复苏催化的酒店板块。

中长期看，疫情后行业供给端持续出清，龙头保持逆势拓店，看好市场集中度加速提升。疫情期间单体酒店获客困难，现金流紧张，经营难以为继，盈蝶数据显示，2021 年我国酒店行业客房数约 1532 万间，同比-0.02%，延续疫情后的出清趋势。连锁酒店凭借会员规模、网络布局、品牌影响等优势，展现出更强的风险抵御能力，根据中国饭店业协会数据 2021 年我国酒店门店连锁化率提升至 22.6% (+3.6pct.)。同时，头部酒店集团保持加速扩张趋势，2022Q1-Q3 锦江/华住/首旅分别新增门店 945/1007/621 家，看好供给出清背景下，龙头集中度加速提升。

防疫放开后，春节出行数据显著改善验证复苏趋势，短期关注酒店业供需差带动经营反弹。文旅部数据显示，2023 年春节假期全国国内旅游出游 3.08 亿人次，同比增长 23.1%，恢复至 2019 年同期的 88.6%；实现国内旅游收入 3758.43 亿元，同比增长 30%，恢复至 2019 年同期的 73.1%。出游人次、旅游收入恢复率均为 2021 国庆以来最高水平，好于 2021、2022 年春节。出行恢复带动酒店业经营回暖，看好酒店在供给出清、需求恢复的带动下迎来经营反弹。国家税务总局 1 月 27 日发布的增值税发票数据显示，2023 年春节假期，全国

消费相关行业销售收入与上年春节假期相比增长 12.2%，与 2019 年春节假期相比年均增长 12.4%。其中，旅游及住宿服务恢复加快，旅行社及相关服务业销售收入同比增长 1.3 倍，已恢复至 2019 年春节假期的 80.7%。旅游饭店、经济型连锁酒店销售收入同比分别增 16.4%、30.6%，分别恢复至 2019 年春节假期的 73.4%、79.9%。

重点公司方面，重点关注门店规模领先、品牌矩阵完善、拓店强劲、经营效率高的头部酒店集团。首旅酒店 2022 年归母净利润预计亏损 5.20-6.00 亿元，较 2021 年下降 5.76-6.56 亿元；对应 22Q4 归母净亏损 1.89-2.69 亿元，较 21Q4 亏损扩大 1.20-2.00 亿元，环比 22Q3 减少 2.42-3.22 亿元，Q4 公司整体 RevPAR 为 95 元，同比-12%/环比-18%。2022 年公司坚持拓店，全年新开店 879 家，受疫情反复影响略低于年中预期的 1300-1400 家，但考虑到防疫政策转向、需求端回暖，且公司坚持规模化扩张的战略不变。公司业绩弹性强，估值水平处于相对低位。华住集团品牌矩阵完善，经营效率高，业绩确定性较强。锦江酒店规模优势领先，整合有望带动经营效率和盈利能力提升，兼具业绩确定性和估值性价比。

（2）关注兼具渗透率提升和复苏催化的人服板块。

中长期看，疫情强化企业降本增效动机，催化人服市场渗透率提升，中高端人才服务机构迎来结构性机会，灵活用工行业有望保持高速增长。一方面，我国人口受教育程度持续提高，同时经济结构转型与产业升级，对高素质、高技能人才提出了更高要求，人才市场正由人口红利向人才红利转变，这将对聚焦中高端人才服务的机构带来更多机会。另一方面，灵活用工、招聘流程外包、业务流程外包已经成为许多企业用工模式中重要选择，我国灵活用工渗透率仍显著低于欧美国家，疫情将加速企业对于灵活用工模式的认知，叠加我国财税、工伤保险等相关政策的不断完善，这些新型用工模式在我国未来有望保持高速增长。此外，企业数字化转型是我国企业发展趋势，而经济增速降档也使企业更加注重降本增效，给 HR SaaS 发展带来机遇。

当前关注疫情后的复苏机会，以及头部人服企业岗位结构升级带动收入和利润提升。疫情导致部分招聘岗位无法按时入职，影响人服业务的交付。随着防疫放开，人服市场逐渐回暖，企业经营信心重塑，用人需求恢复，人服业务逐渐走出交付端限制，带动收入和业绩进一步反弹。头部人服企业积极推动行业轮动和岗位升级，如同道猎聘把握新能源、高端制造领域等新兴行业招聘需求，享受高景气行业人才扩容红利，科锐国际持续推动岗位结构升级和项目周期调整，技术研发类岗位占比过半，高技术、短周期的高附加值服务带动服务费率提升，有望释放更多利润空间。

重点公司方面，关注灵活用工和中高端线上招聘赛道龙头。科锐国际 2022 年预计实现归母净利润 2.78-3.03 亿元，同比增长 10%-20%；对应 22Q4 归母净利润 0.61-0.86 亿元，同比增速约-4.7%至 34.4%。公司业务整体仍保持增长，其中灵活用工业务受益于行业渗透率提升和公司优势，岗位外包需求保持活跃，收入同比增长明显；中高端招聘业务和 RPO 业务收入受疫情反复影响同比略有下降。同时，公司在深度挖掘大客户需求的基础上，下沉垂直区域市场不断拓展长尾客户，不断培育新的业绩增长点。同道猎聘，兼具中高端人才红利、线上化红利和疫后复苏弹性，是绝对的中高端线上招聘龙头。

【重点推荐】珀莱雅、贝泰妮、中国中免、锦江酒店、首旅酒店、华住酒店、科锐国际、同道猎聘

风险提示：宏观经济下行影响购买力、疫情发展超预期，政策风险

2. 风险提示

风险提示：宏观经济下行影响购买力、疫情发展超预期，政策风险。

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。

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

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