

3 February 2023

 Research Analyst
Ruibin Chen

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

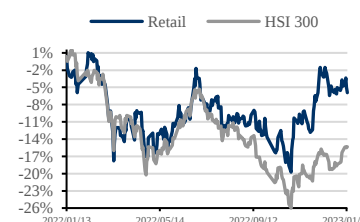
Investment guidance for 2023 consumption recovery: earnings elasticity and valuation levels of consumption-related companies

Outperform (Maintain)

Investment Thesis

- **We favor the recovery of consumption-related industry in 2023, as the optimization of pandemic control measures and implementation of enlarging domestic demand are likely to boost both the supply and demand of the consumption industry.** Supply side: consumption-related companies should get sufficient support from governments including consumption vouchers, tax preference, and less stringent policies. Demand side: optimized pandemic control measures should further promote the demand and willingness to consume. We expect to see prosperity of both supply and demand in 2023.
- **We aim to build an investment framework to determine the valuation levels, earnings elasticity, and growth potential of different sectors in the consumption industry, combined with feedbacks from stock price movements.**
- **We employ six main logics to search for investable sectors in the consumption-related industry:** ① Stocks that experienced large price retreat during the pandemic may show insufficient pricing of consumption recovery. ② Companies that had significant loss during the pandemic should have high earnings elasticity in the recovery. ③ Firms with low absolute valuation. ④ Firms with low relative valuation compared with its past band should have a tendency to revert to normal valuation level in the recovery. ⑤ Firms in sustainable high-growth and high-prosperity sectors are likely to continue the long-term growth pattern. ⑥ Companies with meaningful barriers and excellent business models enjoy explicit long-term investment values.
- **We use five aspects to determine the position of different sectors in the consumption-related industry:**
 - ① Price change in the past three years vs. estimated valuation for 2023: we look for sectors with large price retreat and low valuation, including home appliances, gold jewelry, furniture, and textile & clothing.
 - ② Price change vs. relative valuation levels: we look for sectors that are not fully priced with recovery expectations, including home appliances and white wines.
 - ③ Price change vs. profit change in 2019-22: we look for sectors with significant decline in both earnings and stock price, including aviation & airports, tourist attractions, and education.
 - ④ Profit change in 2019-22 vs. profit change in 2022-23: we look for sectors with significant decline in earnings and high earnings elasticity in the recovery, including aviation & airports, hotels, and restaurants.
 - ⑤ Profit change in 2022-23 vs. profit change in 2019-23: we look for sectors with high earnings elasticity in the recovery as well as long-term high prosperity, including aesthetics, duty free, hotels, and restaurants.
- **We recommend sectors and companies including:**
 - Duty free:** high earnings elasticity in the recovery and long-term growth. We recommend CTG duty-free, Wangfujing Group, Hainan Haiqi Transportation Group.
 - Aesthetics:** low relative valuation along with long-term growth. We recommend Imeik Technology Development and Lancy.
 - Aviation & airports:** high earnings elasticity in the recovery and significant stock price retreat during the pandemic. We recommend Shanghai International Airport.
 - Hotels and restaurants:** high earnings elasticity in the recovery and long-term growth. We recommend BTG Hotels.
 - Education:** high earnings elasticity in the recovery and significant stock price retreat during the pandemic. We recommend China Education Group and Offcn Education Technology.
 - Gold jewelry:** significant stock price retreat during the pandemic and low valuation provides downside protection. We recommend Dr Corporation.
 - Bulk supply chain industry B2B:** low valuation and long-term growth. We recommend Xiamen Xiangyu.
- **Risks:** Statistical errors, pandemic impacts in the second wave, lower-than-expected consumption recovery.

Industry performance



Related reports

《出行复苏数据跟踪周报（2023 年第 2 周）：短途出行持续反弹，长途数据底部已现》

2023-01-11

《免税数据跟踪周报（2023 年第 2 周）：元旦过后赴岛游客继续回升，线上折扣相对企稳》

2023-01-09

Soochow Securities International Brokerage Limited would like to acknowledge the contribution and support provided by Soochow Research Institute, and in particular its employees **Jincao Wu (吴劲草)** and **Jing Yang (阳靖)**.

2023 消费复苏投资宝典：大消费业绩弹性--估值水位全景图，数解消费各领域投资机会增持（维持）

2023 年 2 月 3 日

证券分析师
陈睿彬

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

投资要点

■ 我们看好 2023 年消费行业的复苏，随防疫政策放松、扩大内需战略推进，2023 年消费行业有望供需两旺。供给端，政策上在消费企业供给有望得到充分的支持（如消费券，企业优惠，政策压制放松等），需求端，疫情的放开会使得消费需求和消费意愿进一步释放。我们预计 2023 年，消费行业不论自上而下或自下而上，都是供需两旺的一年。

■ 我们希望建立一个投资框架范式，来判断当前时点消费各细分领域所处的位置、业绩弹性、内在成长性，并结合股价反馈程度梳理一个消费板块投资全景图。

■ 六大逻辑，寻找仍然值得布局的消费细分领域：①疫情期间股价跌幅较大的标的，表明消费复苏预期尚未完全在股价中得到反馈；②业绩在疫情间受损较大，疫后复苏弹性较高；③估值绝对数值较低；④估值分位数低，估值处于历史上相对低位，随消费复苏估值有望修复；⑤拥有持续成长能力的高成长、高景气度赛道，消费复苏后有望实现长期的持续成长；⑥护城河明确，商业模式优秀的赛道，其具备明确的长期价值。

■ 五张全景图，数解消费各领域所处位置：

①过去三年涨跌幅 vs 2023E 估值：寻找跌幅深估值低的板块，建议关注家电、黄金珠宝、家居、纺服等。

②涨跌幅 vs 估值分位数：寻找复苏预期尚未完全演绎的赛道，建议关注家电、白酒等。

③涨跌幅 vs 2019-22 年利润增幅：寻找业绩和股价受损严重的领域，建议关注航空机场、旅游景区、教育等。

④2019-22 利润增幅 vs 2022-23 利润增幅：寻找业绩受损严重、2023 年复苏弹性大的标的，关注航空机场、酒店餐饮等。

⑤2022-23 利润增幅 vs 2019-23 利润增幅：寻找疫后复苏弹性大，且具备长期成长性的高景气赛道，建议关注医美、免税、酒店餐饮等。

■ 我们建议关注的板块和标的包括：

免税：疫后复苏业绩弹性较大、具备长期成长能力，推荐中国中免，建议关注王府井、海汽集团。

医美：目前估值分位数低、具备长期成长能力。推荐爱美客、朗姿股份。

航空机场：疫后恢复弹性较大、疫情期间跌幅较大，推荐上海机场等。

酒店餐饮：疫后恢复弹性较大、具备长期成长能力，推荐首旅酒店。

教育：疫后恢复弹性较大、疫情期间股价跌幅大、疫后复苏业绩弹性较大，推荐中教控股、中公教育等。

黄金珠宝：疫情期间跌幅较大、估值低，安全边际高。推荐迪阿股份等。

大宗供应链产业 B2B：估值较低、具备长期成长能力。推荐厦门象屿等。

■ 风险提示：统计误差，疫情二次冲击，居民消费恢复不及预期等

行业走势



相关研究

《出行复苏数据跟踪周报（2023 年第 2 周）：短途出行持续反弹，长途数据底部已现》

2023-01-11

《免税数据跟踪周报（2023 年第 2 周）：元旦过后赴岛游客继续回升，线上折扣相对企稳》

2023-01-09

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢吴劲草和阳靖的指导。

1. 消费复苏来临，如何寻找值得布局的细分领域？

我们看好 2023 年消费行业的复苏，随防疫政策放松、扩大内需战略推进，2023 年消费行业有望供需两旺。2022 年 11~12 月，随着“二十条措施”和“新十条措施”的陆续发布，疫情防控不断优化。二次冲击之后，消费行业有望迎来复苏。2022 年 12 月，国务院印发了《扩大内需战略规划纲要（2022~2035）》，其中提出最终消费是经济增长的持久动力，要全面促进消费，加快消费体质升级。供给端，政策上在消费企业供给有望得到充分的支持（如消费券，企业优惠，政策压制放松等），需求端，疫情的放开会使得消费需求和消费意愿进一步释放。我们预计 2023 年，消费行业不论自上而下或自下而上，都是供需两旺的一年。

2023 年年初，随着市场预期的反馈，大消费板块已经有一些标的出现了可观涨幅，估值/股价甚至已经高于疫情前。而不同板块和标的疫后恢复弹性、长期成长能力、目前估值所处位置、股价对潜在复苏的反映，都有一定的差异。

本文我们希望建立一个投资框架范式，来判断当前时点消费各细分领域所处的位置、业绩弹性、内在成长性，并结合股价反馈程度梳理一个消费板块投资全景图。

2. 大消费弹性-估值水位全景图：消费行业各细分领域，各指标处于什么位置？

2.1. 涨幅靠后&估值较低：修复潜力大、低估值优势——家电、黄金珠宝、家居纺服等

过去三年涨跌幅靠后&目前估值较低的细分领域板块，主要集中在家电、家居纺织、饰品等领域。2020.01~2022.12 涨幅在 25%以内，且 2023E 的 P/E 估值在 15 倍（截至 2022.12.31，仅统计有盈利预测的标的，按指数权重加权）的行业板块主要包括白电、黑电、厨电等大件家电，以及轻工中的纺织制造、饰品、家居用品等行业。此类消费品都属于耐用消费品的制造领域，未来有望随居民消费意愿复苏而实现恢复。

2.2. 估值分位数低：复苏预期尚未完全反映——黑白家电、小家电、白酒等

目前估值分位数较低的板块，包括白酒、个护、专业服务等。统计 2020.01~2022.12 的 P/E TTM 分位数，截至 2022.12，估值分位数低于 25%的板块包括白电、黑电、小家电、纺织制造、专业服务、白酒、个护用品等。其中，小家电和白酒是涨幅较高且估值分位数较低的板块，反映业绩增长消化了估值；而黑电、白电、纺织制造等板块是涨跌幅较低且 P/E 分位数较低的板块，反映其处于过去三年间股价及估值的相对低位。

2.3. 2020-22 利润增速低：受疫情冲击大——航空机场、旅游景区、教育等

机场、航空、景区、教育，是过去3年间业绩受冲击程度较大、股价下跌幅也较大的板块。统计2020.01~2022.12的指数涨跌幅，以及2022E归母净利润相对2019A的增幅，可见机场、航空运输、教育、旅游及景区等行业是业绩受冲击程度较大且市值涨幅靠后的行业。其中教育行业亏损是因为受“双减”政策影响，而机场、航空运输、旅游及景区等行业主要是受疫情直接影响。

2.4. 2019-22 业绩受损且 2023 增速高：疫后业绩复苏弹性大——航空机场、酒店餐饮等

航空机场、旅游景区、酒店餐饮、教育、体育等行业，是2020~22年业绩受影响程度较强且2023年恢复预期也比较高的板块。其中航空机场、旅游景区、酒店餐饮主要是受疫情冲击及疫后复苏的影响，而教育行业主要是受到权重股中公教育自身经营情况的影响。

2.5. 兼具疫后恢复&长期成长性——医美、免税、酒店餐饮等

医美、免税、酒店餐饮等行业，是兼具疫后恢复和长期成长性的行业。其中，医美是长期成长性强、渗透率和市场规模不断提升的行业，疫情后修复有一定的弹性；酒店餐饮长期随着行业集中度提升有一定的成长性，疫后修复弹性强；免税同时具备较强的疫后修复弹性和长期成长能力。

3. 投资建议

随着疫情复苏以及未来扩大内需战略纲要的不断落地，2023年有望成为消费板块的复苏大年。我们认为疫后复苏投资方向，主要关注以下逻辑：

第一，疫后业绩修复弹性较大的板块，如航空机场、免税、旅游景区等；

第二，疫情期间跌幅较为明显，且相关不利因素2023年有望修复：家电、轻工纺服、黄金珠宝、教育等。

第三，估值低：家电、轻工纺服、黄金珠宝等。

第四，估值分位数低，估值处于历史相对低位：家电、纺织服装、白酒等。

第五：长期成长性较强，行业较为景气，行业规模和渗透率提升：医美、免税、大宗供应链产业B2B等。

第六：品牌壁垒&固定资产&区位等护城河较高，如白酒、机场等。

综合以上逻辑，我们建议关注：免税、医美、航空机场、旅游景区、酒店餐饮、家电、黄金珠宝、白酒等行业。

免税行业：对应①疫后复苏业绩弹性较大、⑤具备长期成长能力。

医美行业：对应④目前估值分位数低、⑤具备长期成长能力。

航空机场、旅游景区：对应①疫后恢复弹性较大、②疫情期间跌幅较大。

酒店餐饮：对应①疫后恢复弹性较大、⑤具备长期成长能力。

教育：①疫后恢复弹性较大、②疫情期间股价跌幅大。

家电：对应上述③估值低，具备低估值优势、④估值分位数低。

黄金珠宝：对应②疫情期间跌幅大、③估值低，安全边际高。

大宗供应链产业 B2B：对应上述③估值较低、⑤具备长期成长能力。

白酒：对应上述⑥护城河明显、④估值分位数处于较低位。

推荐标的：中国中免，爱美客，朗姿股份，首旅酒店、中教控股，厦门象屿，上海机场，迪阿股份等。

建议关注：王府井、海汽集团等

4. 风险提示

统计误差：本文数据中使用大量 2022E 和 2023E 的 wind 一致预测数值，未能包含板块内所有标的；也有可能遇到部分标的盈利预测过于陈旧等问题。

疫情二次冲击：疫情放开后的二次冲击仍有可能影响消费。

居民消费意愿恢复不及预期：将影响消费行业的整体景气度

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证(不论明示或默示)，于法律及 / 或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

点, 本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门, 如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时, 其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密, 仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有, 未经本公司同意, 不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途, 任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任, 损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易, 也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务, 及 / 或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突, 请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

