



Research and
Development Center

新消费周观点：Q2 市场更加关注业绩，关 注高景气度消费赛道投资机会

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：Q2 市场更加关注业绩，关注高景气度消费赛道投资机会

2023 年 05 月 14 日

本期内容提要：

➤ **预计 23Q2 市场将更重视业绩兑现。**我们认为，复苏节奏可能会存在市场预期差，从宏观角度来看，国内消费复苏并非一蹴而就，我们认为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 3 月 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：3 月促销活动集中导致部分需求前置、医美项目消费存在一定时间周期，部分投资人因 4 月未出现环比提升趋势而对于医美需求旺盛程度存在疑虑，但从上游头部公司 5 月初数据来看，已出现明显的淡季不淡趋势，（而往年趋势来看：①机构会在 4 月提前为五一旺季备货、②五一销售人员放假导致工作时间更短，5 月环比 4 月销售会一般有所下滑），可为依然较为旺盛的终端需求提供印证。近期北向资金加仓医美上游龙头，长线资金对于板块依然认可，看好板块 Q2 高增。**

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，有望为板块投资情绪提供正面支持、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：爱美容、华东医药）与第二类标的（具备产品矩阵部分布局或下游机构布局的标的：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：短期可稍微关注 618 大促可能推动的板块轮动，长期关注公司端 alpha 体现。**618 大促预售期临近，在市场或偏好交易事件性因素且短期无其他热点的情况下，短期可关注大促导致的板块轮动。但考虑到今年天猫对品牌的重要性下降，618 的热度或较以往弱。长期来看，公司端的 alpha 依然是长期增长的核心驱动力：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、彩妆类目除了均价依然保持高增长，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或更加充足，有望共同促进品牌销售。③巨子生物作为重组胶原蛋白行业龙头，除了通过可复美&可丽金享有重组胶原蛋白敷料&护肤品行业红利外，未来还将拓展至医美等更多场景。目前公司正在筹备 618 大促活动，预计 618 期间线上销售或将有很好的表现。近一个多月巨子股价回调，我们认为

主要源自消费板块整体回落，以及大额解禁带来的减持压力。长期来看，胶原蛋白行业有望延续高景气度，巨子基本面向好趋势有望维持，建议积极关注。

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:TOP3 酒店集团数据:周度(04.30-05.06)Occ 67.1%** (环比-7.4pct), ADR 405 (环比+13%), RevPAR 271 (环比+1%)。日度数据上看,最高价格出现在 4.30 为 546 元,当日入住率 94%也是黄金周最高,对应 RevPAR 515,相比于春节最高 RevPAR 242(1.25 日)提升 126%。5.1~5.3RevPAR 分别为 456、268、129,小长假后半段价格与入住率下滑趋势较为显著,ADR (最高 546-最低 301), Occ (最高 94%-最低 43%)。

五一黄金周期间头部酒店集团数据表现超预期,主要体现在价格弹性上,黄金周期间酒店价格涨幅除个别地区外基本反映客观的供需关系。关于文旅部黄金周数据,对于酒店行业而言,客流数据相比于人均消费更为重要,因为在出行的前置条件下,住宿需求相对刚性,同时酒店行业供给出清且中期供给格局相对稳定(一线与强二线新增优质供给空间相对有限)的前提下,行业供需相对偏紧。

商务与休闲市场数据:休闲市场周度 Occ 61% (环比-10pct), ADR 849 (环比+28%), RevPAR 520 (环比+9%);商务市场 Occ 62% (环比-12pct), ADR 775 (环比+6%), RevPAR 479 (环比-11%)。我们观察到休闲市场从清明节后一周便有不俗表现,入住率持续在 75~80%之间,反而到五一黄金周入住率下滑较快,而休闲市场 4.30 日房价为 1153 元(4 月平均房价 629),商务市场 4.30 日房价为 942 元(4 月平均房价 706),休闲市场的价格弹性比我们预期还要高一些,商务市场的表现略超预期,尤其 4 月以来商务市场一直处在稳健上行趋势,一扫 3 月阴霾。

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:五一黄金周后客流环比下滑,海南航班客流逐步进入淡季:1) 航班量:**5 月 7 日-5 月 13 日,海口机场及三亚机场航班量环比分别下滑 11%、6%,同比 19 年分别为+10%、+26%,同比 22 年+121%、+177%;**2) 客流量:**5 月 5 日-5 月 11 日,海口机场及三亚机场客流环比分别-20%、-20%,同比 22 年分别+179%、+296%,相比 19 年同期分别+7%、+20%。

海关打击力度或显著加大,拖累短期销售:3 月以来海关持续严查代购,五一期间海南各地持续开展相关普法宣传,5 月 6 日海南省召开打击走私工作会议,贯彻落实关于防控套代购走私的重要指示批示精神,决定用 3 年时间开展专项治理并提出阶段性目标任务。我们预计打击力度将较大、持续时间将较长,在离岛免税销售表现上或将持续有所体现。

投资建议:我们认为免税板块机遇与压力并存,中短期看我们预计市内免税政策放宽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，但随着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，此外还需关注出境游对海南的潜在影响、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 线下消费快速修复，眼视光行业整体景气度向好，整体眼视光板块表现超预期；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，对板块予以推荐。

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，我们预计降价幅度可控，或好于前期市场预期。在基本面持续高景气+政策风险逐步落地的背景下，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+自研童享上月上市，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；**眼镜板块仍然建议关注：**1) **明月镜片：**离焦镜享受行业高增长红利的同时，渠道力+品牌力确保零售渠道市占率稳定增长，今年有望在医疗渠道发力；2) **博士眼镜：**线下验配快速修复，抖音本地生活引流加速增长，收购汉高信息、镜联易购后有望实现市场覆盖率快速提升。

- **黄金珠宝周观点：**我们认为黄金珠宝行业景气度仍处上行周期：2022 上半年疫后修复力度、速度均好于 2020 年；2022、2021 年累计零售额分别为 2019 年的 116%、117%，行业零售规模较疫情前有进一步增长；2023Q1 零售额同增 13.6%，实现疫情后较快复苏。我们预计本轮疫情后将现需求回补，体现在 2023Q2-Q4 逐季修复。

黄金保值属性凸显，金饰消费为主流。2023Q1 我国黄金首饰消费量 189.61 吨，同增 12%，季度金价同增 9%，我们估算黄金首饰消费额同增 23%、快于金银珠宝零售额的+13.6%，黄金消费的表现好于钻翠珠宝等其他品类，且此趋势自 2018 年以来总体延续。2023Q1 黄金首饰消费量为 2021、2019 年同期的 112%、101%，在 1 月上旬仍受疫情影响的情况下，一季度消费量恢复至超越疫情前水平、展现黄金消费高景气度。

2017 年以来龙头收入增速持续快于行业，23Q1 多家公司业绩超预期，拓店为核心驱动力。FY2023（2022.4.1-2023.3.31）周大福珠宝在中国大陆净开店 1631 家，2022 年老凤祥净开店 664 家、老庙+亚一 606 家，市占率排名前三的品牌同样保持行业前三的拓店速度。板块对比来看，传统黄金 2022 年业绩表现更为稳健，2023Q1 修复弹性更大。以镶嵌为代表的时尚珠宝类消费仍待修复。

我们预计 2-3 年内渠道仍为核心竞争力，中长期将由门店扩张驱动转向同店增长驱动，品牌力越发重要。当门店数量已达到较高水平、渠道布局相对成熟之时，我们预计品牌将逐步转向存量门店优化调整阶段以谋求同店接力增长。头部品牌周大福、老凤祥除具备门店数量优势以外，在店均销售规模方面同样领先同业，中长期看我们预计龙头

优势更加突出。

投资建议：展望 2023Q2 及下半年，板块基本面及估值均有望进一步修复，给予行业“看好”评级。重点标的方面，建议关注具备渠道、产品竞争优势的周大福、老凤祥、周大生、潮宏基、莱百股份。

- **纺织服装周观点：**服装方面，当前行业去库存接近尾声，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。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。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位数增长，防疫政策调整后服装消费有所修复，3-4 月份服装需求表现环比持续提升。23Q2 收入基数降低、消费进一步修复，我们预计公司业绩将继续上行。此外近期具备 AI 相关应用的服装企业关注度提升，服装企业有望通过 AI 改造实现产业链底层逻辑变革，打造适销商品、进一步降低运营成本。

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，重点关注波司登、安踏体育、李宁、特步国际。此外关注 AI 相关应用服装公司，重点关注积极推进 AI 改造以抓取时尚趋势、加快打样、加强柔性供应的鞋服公司红蜻蜓、戎美股份。

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。23 年伴随海外去库，需求有望逐步回暖，出口占比较高的纺织企业有望受益于下游需求景气度的提升。近期印染行业下游需求修复、纺企补库存预期下，棉价有望筑底企稳，色纱龙头富春染织盈利水平有望得到修复，叠加公司产能快速扩张，业绩增长有望加速。此外毛纺龙头南山智尚积极推进精纺呢绒面料产线改造、服装产线智能化升级，以提升产品结构向高附加值方向延伸，新材料二期产能于 23 年逐步投产，有望增厚公司业绩。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、毛纺行业龙头南山智尚。

- **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、密切供需对接，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。

- **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。