



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

新消费周观点：4-5 月消费数据验证期已至，重视板块轮动下的消费行情

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：4-5 月消费数据验证期已至，重视板块轮动下的消费行情

2023 年 04 月 09 日

本期内容提要：

- **重视 4-5 月数据验证。**3 月以来数字经济、中特估等热点板块关注度高，相应地年初表现较好的消费板块近期则持续回调。从基本面角度来看，此前消费 1&2 月数据相对平稳，3 月消费持续回暖，部分行业需求不断释放，进入 4 月之后，我们预计消费行业短期数据支撑或更强。我们认为，消费复苏逻辑没有改变，4 月有望延续当前恢复态势，或将不断有新的热点催化，包括广交会（4.15）、消博会（4.11）等会展举办有望带动需求增长的【会展、商旅、宴会板块】，五一长假前有望释放需求的【医美板块】，4-5 月或受到市内免税店预期催化的【免税板块】，五一小长假复苏预期的【旅游板块】，以及 4-5 月有望提前博弈 618 行情的【化妆品板块】等。

长期继续从毛利率扩张逻辑进行布局。我们此前统计发现，历史上毛利率改善幅度越大的标的，其超额收益率越明显，因此在疫后国内消费复苏的大背景下，消费类标的毛利率有望进入新一轮扩张周期，消费板块也有望取得超额收益。而驱动毛利率扩张的因素是多种多样的，类似于 AI 赋能数字经济产业，消费板块也有结构性变化有望带来效率提升、毛利率扩张的逻辑，包括监管趋严背景下合规产品市占率有望提升&持续推出高价新品的医美板块、中高端占比有望提升的酒店板块、演艺王国模式持续推进的演艺板块等。

- **医美周观点：**月度数据持续超预期，看好后续医美板块景气度继续提升。在三月活动&积压消费爆发的情况下，3 月医美行业景气度依然较高，医美作为中高端消费实际受影响相对有限。后续 4-5 月备战五一长假的客流小高峰以及 22 年同期上海疫情造成的低基数影响，Q2 上游出货数据持续或有亮眼表现，尤其关注爱美客“水光+机器”新商业模式推出有望带来更优增速，景气度环比提升趋势下，依旧从全年维度推荐布局医美板块。

我们预计月度销售数据将持续兑现，或对板块投资情绪提供正面支持，提升市场对于医美消费的信心有望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：爱美客、华东医药）以及第二类标的（具备产品矩阵或下游机构布局的标的，当前涨幅不及第一类标的但弹性较高，如：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）。

- **化妆品周观点：**3 月美妆品牌天猫&抖音数据形成明显分化，抖音渠道红利加速释放。3 月天猫+抖音整体护肤/彩妆销售额同比增速为+16.0%/+14.8%。拆分渠道看，护肤行业销售额在天猫/抖音同比分别-1.9%/+73.1%，彩妆行业销售额在天猫/抖音同比分别-11.6%/+105.8%，抖音直播折扣日常化或导致天猫渠道的需求部分被抖音分流。

进入大促前“种草季”，关注品牌新品发布以及单品迭代情况。4-5 月进入 618 年中大促前的相对销售淡季，但部分品牌已开始提前布局新品/迭代核心单品，如：薇诺娜 4 月 1 日天猫上线屏障修护霜，主打“院线级修护”，产品从专柜拓展至公域天猫平台；珀莱雅 4 月 6 日上线双抗精华 3.0，润百颜于 3 月中旬推出“修光棒”抗氧修护次抛；品牌或通过 3-5 月上新进行产品“种草”、再于 618 大促集中进行“收割”，建议关注具有产品更新布局的贝泰妮、珀莱雅、华熙生物。



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3月纳入港股通、之后或仍有较大增长空间的巨子生物。

- **酒店旅游周观点：**酒店房价持续回升，新一轮复苏趋势相对明确：3.26~4.1 据 STR 头部酒店集团数据，周度平均入住率为 74.4%（环比-0.6pct），房价为 328 元（环比+4.23%），RevPAR 为 244（环比+3.48%），酒店数据自三月中旬以来连续三周环比回升，酒店新一轮小周期复苏趋势相对明确

我们预计五一出行市场持续火爆，出境游热度较高：携程数据显示，截至 4 月 6 日，“五一”期间上海、北京、南京、成都、西安、杭州、重庆、武汉、广州、长沙的整体旅游报名较为火爆，并且多地“五一”预订量已经赶超 2019 年同期。其中成都、长沙、青岛、苏州、福州、珠海等热门旅游地均超 2019 年 30%以上，大理“五一”旅游订单量反超 2019 年的 190%，威海则增长 300%以上。携程数据显示，截至 4 月 6 日，内地出境游产品整体预订量同比增长超 18 倍，境外跟团游报名量较 4 月初增长 157%。我们认为春节期间旅游行业淡季不淡反映的是过去几年出行抑制的短期需求爆发，但一季度补偿式出游释放之后，五一出行市场的火爆反映的或是真实需求的回归与成长。

我们认为①三月中是出行数据改善拐点②建议配合一季报情况逢低布局。近一周出行链重拾升势，与高频数据超预期回暖趋势相吻合，从数据验证窗口上来看，4~5 月或是商旅与休闲复苏共振的时间窗口，出行链数据有望实现连续环比改善。从中期复苏到成长过度进程来看，板块关注顺序依然为酒店~免税>餐饮>国内旅游>出入境游>航空机场。

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：**出境游火热，海南客流仍维持高位，但整体逐步进入淡季：1）航班量：4 月 2 日-4 月 8 日，海口机场及三亚机场航班量环比均持平，同比 19 年分别为+12%、+18%，同比 22 年+224%、+426%；2）客流量：3 月 31 日-4 月 6 日，海口机场及三亚机场客流环比分别-5%、-3%，同比 22 年分别+394%、+852%，相比 19 年同期分别+4%、+22%。

海南重奢引进迎来重大突破：1）中免期待今年即有重奢品牌在现有项目开业运营，或有望进一步提升海南免税吸引力；2）LV 品牌在海口万象城已拉起围挡、进入施工阶段，店面位于海口万象城中庭、共两层，据 DFE 预计该门店有望于今年底前开业。市场担忧海口万象城顶奢引入或对中免有所影响，我们认为，中免亦有望在海棠湾引入顶奢，即便封关后，海棠湾相对海南其他商业或依然具备较大竞争力；此外，近期顶奢入驻三亚、海口可能性均实现提升，我们认为海南免税及有税零售市场吸引力均有望进一步升级，助力海南国际旅游消费中心建设。

格力地产近况更新：1）公司发展方向：以免税业务为主导的大消费产业+立足科华生物平台的生物医药大健康产业，以及+坚持精品化路线的房地产业三大板块为核心的大型上市公司；2）珠免发展方向：①口岸免税方面，持续深耕珠港澳免税市场，提升香化品类规模及占比、进一步拓展其他品类经营规模；积极拓展布局全国主要机场、口岸免税店布局；②横琴深合区方面，已中标横琴口岸出境免税店，正在筹备特色零售标杆项目珠免横琴创新方，且未来拟在横琴进行轻资产+重资产并重的业务布局；③海南自贸港方面，东西双线并行，一方面计划依托



三亚合联项目申请离岛免税牌照，一方面按照海南省总体部署积极拓展海南西线免税市场布局；④市内免税方面，珠海为国家重点口岸城市及粤港澳大湾区核心城市，年出入境旅客流量超 1.7 亿人次，或是率先重开广东省市内免税店的首选城市，公司有望基于珠海地缘优势，在珠海拓展有税消费+市内免税。

近期免税板块股价表现较弱，优质免税标的的安全边际较高，我们核心推荐两大主线：1) 持续看好海南客流修复后的销售增长及利润率回升+即买即提政策已经落地有望形成催化，我们认为能够吸引普通消费者的免税店更能享受行业红利，建议关注具备业绩兑现能力的中国中免（一期 2 号地将于 9 月开业，顶奢引入确定性有望逐步增强）+海汽集团；2) 市内免税政策落地预期正逐步增强，建议关注王府井（高弹性）、中国中免（已全国布局、市占率确定性强，市内免税未 price in），此外建议关注百联股份免税相关进展。

➤ **眼视光周观点：**Q2 眼视光板块有望延续 Q1 高景气度，但我们认为投资价值仍需待角膜塑形镜集采落地后才将更清晰：22 年 10 月，河北省医保局发布包括 OK 镜在内的集采医用耗材产品信息填报工作的通知，12 月发布带量采购文件的公开征求意见稿，三明采购联盟随后也加入了河北的带量采购。截至 23 年 3 月，OK 镜带量采购工作处于收集公立医院验配数量的阶段。实际上，角膜塑形镜由公立医院收费的情况较少，因此我们预计此次报量占比或较少；从中长期来看，我们认为最终集采带来的降价有望传导至包括民营机构在内的视光终端，但随着供给提升、宣传推广，预计 OK 镜的知名度和渗透率将快速提升，有望以价换量。

➤ **纺织服装周观点：**服装方面，当前行业处于去库存中后期，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。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，防疫政策优化后服装消费有所修复，但整体弹性相对较小，3 月份服装需求有望恢复稳定增长，23Q2 低基数效应下服装零售额增长有望加速，但多数品牌预计难以恢复 21Q2 水平。2022 年 11 月疫情管控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，我们认为短期估值提升空间有限，仍具有长期配置价值。近期跨境电商行业市场关注度提升，美国高通胀背景下居民消费能力受损，我们预计高性价比消费增长韧性较强，优质卖家华凯易佰数据表现良好。

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，重点关注安踏体育、李宁、特步国际、波司登。关注泛品类跨境电商龙头公司华凯易佰。

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，22Q4-23Q1 多数纺织企业业绩存在一定压力。色纱龙头富春染织技术水平不断提升，产能快速扩产，通过价格优势拓展毛巾、家纺等新品类，在手订单充足，业绩弹性较大。纺织板块在出口疲软环境下短期增长压力大，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、毛纺行业龙头新澳股份。

➤ **教育人服周观点：**教育：人口基数中长期有望稳步提升。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23Q1灵活用工有望保持正增长。猎头和RPO是顺周期的业务，我们预计23年Q1招聘类业务需求有望持续修复。建议重点关注：科锐国际、北京城乡。

会展：出入境政策优化有望进一步促进外展增长。随着国家移民管理局开始实施《关于新型冠状病毒感染“乙类乙管”后优化移民管理政策的公告》，我国出入境政策优化，我们预计外展有望迎来修复，企业的商贸需求有望得到释放。建议重点关注：米奥会展、兰生股份。

➤ **黄金珠宝周观点：**黄金珠宝周观点：短期关注低估值+一季报&订货会有望兑现较强标的，长期关注龙头份额持续提升

短期来看，重点关注订货会销售有望较好的老凤祥、周大生，逻辑为：

1) 1-2月各头部品牌黄金产品整体反馈销售亮眼，预计加盟商信心提振、对Q2及下半年预期乐观，存在较强补货需求；

2) 今年行业趋势或仍为龙头加速开店格局集中，而每年开店通常自年中至下半年较为集中，5-6月新开店通常需要在Q2订货会铺货；

3月末潮宏基反馈订货会及Q1开店表现或超预期，我们认为潮宏基的优异表现除说明公司自身强alpha外，亦证明市场景气度及加盟商信心持续恢复，以及龙头强者恒强趋势。当前时点继续重点关注下周举办订货会的老凤祥、4月3日开启订货会的周大生。

此外，继续关注管理层调整后数据有望改善的周大福，以及低估值业绩弹性标的豫园股份、菜百股份。

以年为维度，推荐两条投资主线：

1) 龙头集中度提升+产品升级，具体表现在：a) 渠道侧，龙头门店保有量领先、有望继续较快开店抢占份额；b) 产品侧，主要通过黄金产品升级提升毛利率，重点关注金镶钻等新品终端销售情况、精加工黄金高工费有望提升克利润，同时关注镶嵌类需求逐步修复可能。关注标的：周大福、老凤祥、潮宏基。

2) 国央企背景、高分红高股息标的有望实现估值提升：关注老凤祥、菜百股份，关注中国黄金。

➤ **风险因素：**疫情相关风险、宏观经济风险、政策风险、化妆品行业系统风险、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，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	hanqiyue@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	张瀚夕	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	孙瑾	18610826885	sun tong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@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	蔡静	18300030194	Caijing@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@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。