



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

新消费周观点：重视 4-5 月数据验证，关注 板块资金流动

商业贸易

证券研究报告

行业研究

行业周报

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：重视 4-5 月数据验证，关注板块资金流动

2023 年 4 月 2 日

本期内容提要：

➤ **重视 4-5 月数据验证，资金有望回流至消费板块。**3 月以来数字经济、中特估等热点板块行情火热，资金回流效应明显，相应地年初受市场热捧的消费板块近期则持续回调。我们认为短期来看，业绩兑现尤为重要，消费板块有望迎来行情。首先，从资金角度来看，TMT 板块 1-3 月平均成交额分别为 1549 亿元/2312 亿元/3095 亿元，占两市成交额比重一度超 40%，我们认为热点当中部分为概念炒作，另一部分才是真正兑现业绩的标的，但终究难以支撑庞大的资金量，因此，进入数据验证期后，资金有望回到疫后修复确定性较高的消费板块。而本周 TMT 成交额占比不断下降，消费板块成交额占比则为 3 月 7 日以来新高，可以验证资金回流趋势，相应地，美容护理/社会服务/农林渔牧/食品饮料/家用电器本周涨幅在 31 个行业中分别排 1/3/5/6/8 位，排名靠前。其次，从基本面角度来看，消费行业 1-2 月份相对一般，3 月份部分行业基本面已有好转，但数据尚未完全公布。进入 4 月之后，我们预计消费行业短期数据支撑更强，包括广交会、消博会等会展举办有望带动需求增长的【会展、商旅、宴会板块】，短期数据兑现确定性较强的【医美板块】，4-5 月有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，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，消费板块也有望迎来一波长牛行情。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提升&持续推出高价新品的医美板块、中高端占比提升的酒店板块、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&积压消费释放的情况下，爱美客、昊海生科、四环医药、朗姿股份等公司 3 月医美数据环比增长较好，超市场预期，医美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叠加 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，建议关注爱美客“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。

复锐收购飞顿旗下业务，直营布局强化公司 alpha。复锐旗下子公司 Alma 与其经销商飞顿分别持有飞顿旗下业务 60%/40% 股权，公司在中国的直营渠道布局迈出第一步，有助于公司加强 C 端的链接&教育，并借助 C 端反馈进行产品迭代；除飞顿旗下业务并表本身带来的利润增厚外，可期待未来光电+注射的联合疗程布局对于利润增长“1+1>2”的推动效果。

我们预计月度销售数据持续兑现，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；后续建议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**、

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 2

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：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3月末已通过惊喜礼盒形式提前派发双抗精华3.0，预期为上市前的反馈测试，可期待其后续正式上架售卖，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”，当前建议重点关注具有产品更新布局的**贝泰妮、珀莱雅、华熙生物**。

本周贝泰妮发布年报，整体业绩符合预期，但股权激励发布时间点和目标超市场预期，部分已在股价上有所反应，市场或希望在可观测的月度数据改善后再进行布局。我们预计公司Q1线下&抖音表现较好，在天猫平台1-2月约20%下滑的情况依然可以达到整体增速持平或微增，乐观看待后续线上数据改善趋势，以及数据改善对于市场信心的催化。

当前建议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、之后仍有较大增长空间的**巨子生物**。

- **餐饮旅游周观点：**

酒店重拾量价齐升：3.19~3.25据STR头部酒店集团数据，周度平均入住率为75%（环比+2.4pct），房价为315元（环比+0.79%），RevPAR为236（环比+3.96%），酒店数据自三月中旬以来连续两周环比回升，酒店新一轮小周期复苏趋势明显。

我们于前三周的周报汇总曾重点提示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，推荐板块顺序依然为酒店~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：**

出境游持续恢复，海南航班客流相对稳定：1) **航班量：**3月26日-4月1日，海口机场及三亚机场航班量分别环比-5%、-7%，同比19年-2%、+3%，同比22年+120%、+104%；2) **客流量：**3月24日-3月30日，海口机场及三亚机场客流环比分别-4%、-7%，同比22年分别+169%、+330%，相比19年同期分别-8%、+3%。

中国中免公告22年年报：1) 22年全年实现营收544.33亿元/-20%；归母净利润50.30亿元/-48%，归母净利率9.24%/-5pct；2) 22Q4营收150.68亿元/-17%，环比+29%；归母净利润4.02亿元/-65%，环比-42%；3) 疫情压力下，有税占比提升且折扣力度加大，22年毛利率28.39%/-5pct；22Q4毛利率21%/-5pct（vs 22H1约34%）。

1) 分业务：疫情下免税业务销售承压，而毛利率仍实现同比提升：22年免税销售260亿元/-39%，毛利率39.41%/+2pct；库存压力使得线上

有税体量增长，临期处理&折扣力度加大毛利率下滑：22 年有税销售 279.74 亿元/+17%，毛利率 17.42%/-7pct；2) 分地区：22 年疫情影响下海南客流承压、且线下门店多次停业：22 年海南地区营收 347 亿元/-26%，毛利率 25.43%/+2pct；上海地区营收显著提升，折扣力度加大毛利率下滑：22 年上海地区营收 141.45 亿元/+13%，毛利率 22.94%/-8pct。展望后续，我们预计中免有望实现销售额、市占率、利润率的全方位提升，助力业绩兑现。

韩免 23 年 2 月数据出炉，环比修复但人次不升反降，海南&日上价格具备国际竞争力：2 月整体免税销售额 8.56 亿美元/-28%，环比+33%，恢复至 19 年同期的 55%，其中外国人销售额 7.01 亿美元/-38%，环比+46%，恢复至 19 年同期的 56%；韩国人免税销售额 1.55 亿美元/+154%，环比-4%，恢复至 19 年同期的 52%。韩国人销售额 2 月环比上涨 46%，但相较于 21、22 年仍处低位，且购物人次不升反降，部分韩媒认为原因是香化产品需求增加和中国代购涌入，我们判断 1 月韩免提价、2 月价格延续，大客户判断价格趋势上行已明确，故而逐步恢复采购。

海控免税城 23Q1 销售额同比增长超 50%，开局表现亮眼：据 GDF 免税城公众号，海控免税城 Q1 圆满完成销售目标，销售额较去年同期增长超 50%，顺利实现一季度开门红；此外，瑞妍海南首店、华为授权体验店及华伦天奴、拉夫劳伦、维克多与罗夫、普拉达等专柜均于 23Q1 落地海控免税城，消费者吸引力不断升级。

近期免税板块表现较弱，优质免税标的安全边际较高，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：

欧普康视发布 2022 年年报：1) 收入端：疫情对角膜塑形镜的验配及公司新建视光服务终端和投资并购计划的推进有较大影响，22 年公司实现营收 15.25 亿元/+18%，其中（分产品）硬镜/护理产品/医疗服务/普通框架镜分别实现营收 7.63/2.99/2.53/2.02 亿元，（分渠道）经销/直销/终端分别实现营收 5.45/2.58/7.23 亿元；22Q4 实现营收 3.14 亿元/+5%；2) 利润端：22 年归母净利润 6.23 亿元/+12%，22Q4 归母净利润 1.18 亿元/+6%，公司净利润水平位于中枢偏上，符合预期；22 年销售毛利率 76.89%/+0.2pct，销售净利率 45.67%/-0.01pct，基本与往期持平，疫情冲击下仍保持稳定。

公司作为深耕眼视光行业的龙头企业，在近视防控各类产品上不断推陈出新，23 年起视光终端数量预计将快速增加，虽然短期由于集采存在不确定性，我们认为未来公司的增长方向将更加多样化，抵御风险的能力将更强。公司过往业绩通过了各种考验，我们持续看好公司中长期的发展。

➤ 黄金珠宝周观点：短期推荐低估值+一季报&订货会兑现较强标的，长期关注龙头份额持续提升

短期来看，当前板块 TTM 估值自去年底放开政策以来，至 1 月中旬高点已兑现 25%+涨幅，截至 2023.3.31 自高点累计回落 10%。当前时点建议积极关注：

1) 此前因管理层变动及 1-2 月销售较同业偏弱而引发市场担忧的周大

福，如我们此前点评及与市场交流提及，管理层变动并非完全是利空，而将推动公司进一步加强渠道及供应链管控，公司市占率第一龙头地位不变。短期不利因素消化后，仍看好今年公司在门店优化升级、新产品推广上的优势，当前估值具备性价比，继续推荐。

2) 估值相对较低的标的，包含豫园股份、莱百股份。

3) 4月订货会若实现超预期销售有望在短期兑现较好涨幅的周大生、老凤祥。3月末潮宏基反馈订货会及Q1开店表现或超预期。同时潮宏基的靓丽数据除说明公司自身强alpha外，亦证明市场景气度及加盟商信心持续恢复，因此我们认为4月初将举办订货会的周大生、老凤祥同样有望实现靓丽销售，建议积极关注。

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、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、精加工黄金高工费提升克利润，同时关注镶嵌类需求逐步修复可能。推荐标的：周大福、老凤祥、潮宏基。

2) 国企背景、高分红高股息标的有望实现估值提升：推荐老凤祥、莱百股份，建议关注中国黄金。

➤ **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，防疫调整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，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，高性价比消费预计增长韧性较强，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，在疫情管控优化的背景下，我们预计23Q1职业教育行业招生端有望回暖。

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 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措施的公告》，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。
- **风险因素：**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。

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	张斓夕	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	suntong@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	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	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。

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。	

评级说明

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。