



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

新消费周观点：继续强调重视国内消费复 苏&3-5 月数据验证期

2023 年 3 月 26 日

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：继续强调重视国内消费复苏-5月数据验证期

2023年3月26日

本期内容提要:

- **强预期弱复苏下，本周（03.20-03.24）消费板块继续回调。**本周大消费板块整体涨幅靠前，商贸零售、食品饮料涨超2%，在31个申万行业中排7/9位，社会服务、轻工制造、家用电器板块分别涨1.87%、1.87%、1.81%，纺织服饰、家用电器板块小幅上涨，农林牧渔小幅跌0.35%。
- **重视3-5月的消费数据验证期。**近期部分投资者依然担忧强预期弱复苏的风险，在这种情况下，短期建议关注经营数据有望兑现的赛道与标的，同时3-5月的消费数据验证尤为重要。从这个角度出发，我们建议关注短期数据兑现确定性强的【医美板块】，此外还建议关注4-5月有市内免税店预期催化的【免税板块】、有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。
- **医美周观点：**前几周受消费弱复苏预期以及其它热点影响导致筹码调整，医美板块有所回调，但随着医美板块公司业绩逐步反应消费复苏趋势，本周内板块已可观察到落底迹象，板块业绩兑现的相对高确定性或随着一季报披露获得更多认可。

虽然部分投资人对于爱美客增速存在疑虑，担忧是否未来行业新品推出会削弱龙头公司增长可持续性，但我们认为当前医美行业核心发展驱动力在于通过供给推动需求提升渗透率，并且国内合规产品尚不充足，新赛道、新产品或是新概念&新适应症的出现均有望推动消费者教育进而做大市场（如：再生材料尚有较多优势尚未得到充分认知，部分玻尿酸产品若注射不当较易产生吸水位移，产生注射部位变宽或“馒化脸”现象，而再生材料并无该问题、能够在注射后较长时间维持形态，后续若机构医师、消费者认知增强，有望继续推升再生材料渗透率），我们认为目前担忧竞争格局为时尚早。

依然看好爱美客低基数&水光新模式下数据持续超预期表现，后续公司数据兑现有望帮助市场重拾信心，建议关注**爱美客、华东医药、复锐医疗科技、昊海生科、朗姿股份、江苏吴中、巨子生物**的组合。

- **化妆品周观点：**强预期弱复苏背景下38节偏弱表现强化市场担忧，必选属性下我们依然乐观看待行业发展。强预期弱复苏之下，本次38大促表现稍弱导致市场信心减弱，我们认为化妆品具备必选属性，考虑到我国化妆品渗透率较成熟市场依旧有提升空间，我们依然乐观看待后续行业发展，后续新原料（如胶原蛋白）、新概念的护肤品推出时依然有望刺激购买，不排除消费在下次折扣力度较大的618大促中集中体现的可能性。

贝泰妮年报即将于下周发布，后续公司与市场交流或有望提振市场信心。建议关注后续年报、相对重要的618大促，以及线下消费场景恢复之下拥有线下渠道布局的公司表现。

- **酒店旅游周观点：酒店重拾量价齐升：3.12-3.18据STR头部酒店集团数据，周度平均入住率为72.6%（环比+3pct），房价为312元（环比+1.6%），RevPAR为227（环比+6%）。三月中旬数据量价齐升，我们认为这只是复苏的起点，看好酒店行业数据持续向上。**

近两周出行链集体进入调整，反映了市场对复苏进度的预期转变：即从1-2月预期高点调整到当前相对合理位置，同时我们认为三月中旬



是新一轮复苏周期的起点，行业处在低预期与数据转折点的重合窗口，建议结合一季报情况逢低布局。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。

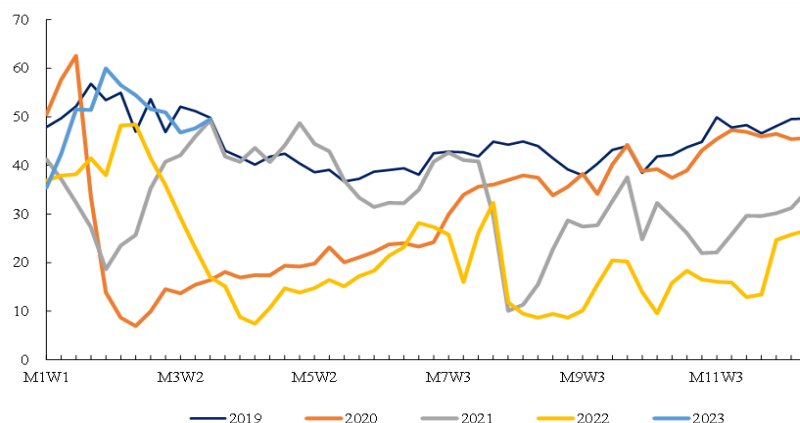
重点标的：(1) 餐饮：重点关注海伦司（新增），百胜中国，同庆楼，建议关注奈雪的茶、九毛九。(2) 酒店：重点关注锦江酒店、君亭酒店、金陵饭店，建议关注首旅酒店、华住集团。(3) 旅游：重点关注宋城演艺、中青旅、丽江股份、天目湖，建议关注众信旅游、岭南控股、长白山、桂林旅游、复星旅游文化。(4) 航空机场：重点关注春秋航空，美兰空港，上海机场，中国国航。

➤ **免税周观点：出境游持续恢复，海南航班客流保持稳定：**据香港旅游发展局，上周周末单日访港人数达 10 万人次；据澳门旅游局，1-2 月内地访澳旅客已达 199 万人次。从海南航班客流来看，1) **航班量：**3 月 19 日-3 月 25 日，海口机场及三亚机场航班量分别环比+0%、-1%，同比 19 年+0%、+10%，同比 22 年+110%、+198%；2) **客流量：**3 月 17 日-3 月 23 日，海口机场及三亚机场客流环比分别+4%、+2%，同比 22 年分别+191%、+371%，相比 19 年同期分别-1%、+13%。此外，根据去哪儿，3 月以来三亚进出港预订量超 2019 年同期 45%，海口超 19%。

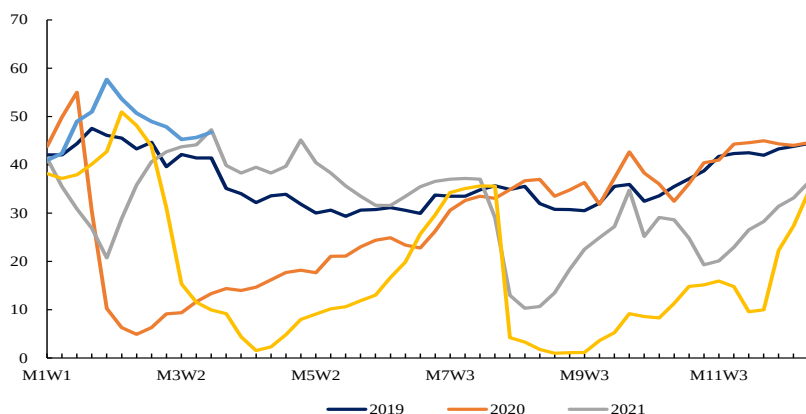
即购即提、担保即提新政 4 月 1 日落地，不排除进一步放宽可能：① 担保即提：单价≥5 万，无品类/数量限制；以进境物品进口税金额作为担保，不得岛内使用；实物验核通过&本人已实际离岛后，海关退还担保。②即购即提：单价<2 万，有商品清单；付款后现场提货，离岛环节不验核实物。1) 我们预计此政策主要利好普通消费者的即时消费且更为便捷，有望成为今年销售增长的又一助推器；2) 当前 2-5 万额度为真空，我们预计未来政策有进一步放宽的可能；3) 此次政策不排除为岛民免税政策作试验，以及为 25 年封关提前做压力测试。

中免日月店&海南机场新一轮租金合同落地，扣点水平与海控持平，符合市场预期，是市场化、合理的价格水平：海口海免承租日月广场 24,902 m²房屋，新一轮租赁期 2021.11.1 至 2025.12.31（50 个月）；①阶段一（21.11-22.4）：按固定月租金 60 元/m²，年化租金仅约 1800 万元；②阶段二（22.5-22.12）：月营收提成率 3%，无保底租金；③阶段三（23 年）：营收提成率 3%，年保底租金 7500 万元，对应保底销售额 25 亿元；④阶段四（24-25 年）：营收提成率 3%，保底租金待后续双方协商。

近期免税板块股价表现较弱，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有望享受行业红利，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。

图 1、海口美兰机场航班量情况（班次）


资料来源：Flightaware，信达证券研究开发中心；注：每日班次数据为连续 7 天班次的平均值

图 2、三亚凤凰机场航班量情况（班次）


资料来源：Flightaware，信达证券研究开发中心；注：每日班次数据为连续 7 天班次的平均值

- **眼视光周观点：昊海生科发布 2022 年年报：1) 收入端：**2022 年公司实现营收 21.30 亿元，同比增长 20.56%；其中眼科/医美/骨科/外科占比分别 36.4%/35.4%/18.4%/8.4%；**2) 利润端：**2022 年公司实现归母净利润 1.80 元，同比下滑 48.76%；实现扣非后净利润 1.59 亿元，同比下滑 51.60%；2022 年公司毛利率约 68.95%，同比下滑 3.18pct；净利率约 8.47%，同比下滑 11.46pct，主因 22 年上海疫情下主要生产型子公司生产经营停滞、美国子公司 Aaren 与原独家经销商的经销协议终止、股权激励费用确认，及 21 年收到投资分红收益下基数相对较高所致。
- **黄金珠宝周观点：短期关注低估值+一季报兑现较强标的，长期关注龙头份额持续提升。**短期来看，当前板块 TTM 估值自去年底防疫政策调整以来，已累计一定涨幅，当前时点可以关注估值相对而言处低位的标的。1-2 月为 Q1 黄金珠宝消费旺季，特别是 1 月订货会、春节至情人节期间销售情况较大程度决定一季度业绩，后续建议关注 Q2 订货会销售情况。重点关注：豫园股份、周大福、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、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，同时关注镶钻类需求逐步修复可能。重点关注：老凤祥、潮宏基、周大福。**2) 国央企背景、高分红高股息标的有望实现估值提升：**重点关注菜百股份、老凤



祥，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，防疫政策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**。

- **教育周观点：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，建议持续重点关注职业教育投资机会。

1) 中等职业教育：持续优化，升学途径扩充。在“职业高考”不断推行和完善下，中职升学渠道更加通畅，升学需求有望会更加旺盛，文化课培训重要性凸显，因此中职文化培训类招生有望持续增长。

2) 高等职业教育：毛入学率提升带动生额及招生数增长。“十四五”规划和《中国教育现代化 2035》提出，2035 年高等教育毛入学率达到 65%。平均 18 岁开始进入高等教育阶段，即 23~35 年高等教育的入学基数对应 05~17 年出生，这期间出生人数每年均在 1500 万以上，且稳中有增。因此，我们认为，生额和招生人数在 35 年前有望稳步提升。

3) 非学历职业教育：目标人群基数稳定，渗透率有望提升。职教培训目标人群主要为 18 岁+的人口群体，如前文所述，这部分人口有望稳步增长至 35 年，中长期维度有望稳步提升。此外随着我国产业结构的转型，就业人员转型对应的职业培训需求增长，参培率有望提升。

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。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**。

- **人服周观点：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，纵观日本历史，劳务派遣规模在宏观经济低谷反升。近年来，我国灵活用工一直保持高速增长的态势，20 年全球疫情的背景下，人服公司的灵活用工依然正向增长，22 年国内疫情反复，科锐、万宝盛华灵活用工增速依旧靓丽，其中科锐国际 22H1 灵活用工增速



超 50%，Q3 增速达 46%。疫情后招聘类业务得以恢复。猎头和 RPO 是顺周期的业务，20 年受到疫情影响，科锐、万宝盛华的招聘类收入下滑，随着疫情向好，21 年出现明显修复，22 年前三季度受疫情反复影响，增速下滑。我们认为，随着海外的放开以及国内疫情的向好，且招聘类业务在 22 年低基数的情况下，在 23 年有望迎来显著增长。建议重点关注：**科锐国际、北京城乡**。

- **会展周观点：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。海外疫情管控放开，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：**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。

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。

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。