



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

新消费周观点：人民币升值预期增强，短看低基数下反弹，明年推荐三条主线逻辑选股

2023 年 11 月 19 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：人民币升值预期增强，短看低基数下反弹，明年推荐三条主线逻辑选股

2023年11月19日

本期内容提要：

周观点：汇率贬值底部坚实，人民币或将重新走入升值轨道。近期中美关系有所缓和，再考虑到去年以来人民币汇率与日元汇率走势高度相关（我们认为或主要源自汽车同为中日主要出口产业，双方都不希望各自汇率阻碍汽车出口），日元汇率在近期跌至接近去年十月低点后有所反弹，我们认为美元兑人民币汇率较难跌破前期低点 7.3748，底部预期较为坚实，同时近期国家再次强调化解地方政府债务风险，流动性预期转松，同时意味着偏好配置消费板块的外资流入的可能性提高。

短期来看，受去年 11-12 月疫情严重时期低基数影响，消费板块有望实现反弹，建议配置此前回调幅度大、但 β 属性以及股性相对较强、每次反弹行情中都有不错表现的品种。

而对于明年，由于宏观经济环境并不明朗，我们认为明年市场更看重个股 α 效应，推荐从以下三条投资确定性更强的主线逻辑出发选股，而从 2-3 年维度来看，相关标的回调较多，处于配置的最佳时候：

1) 有议价能力的龙头。有议价能力的消费龙头业绩基本面仍有确定性。即使明年经济走势疲软，消费龙头可以通过其对经销商的控制能力、产品力、品牌力等优势去持续提高市占率，保住业绩基本盘，等到后续经济好转时，业绩增长更快。也包括目前尚未兑现、但未来有机会通过规模优势赋能医美机构的医美上游龙头爱美客等。

2) 国货出海相关标的。今年泡泡玛特、名创优品股价走强，共性便是国货出海逻辑。产品出海意味着企业目标客群将新增海外市场，天花板提升较大，在新市场上市占率提升的逻辑更为确定。因此即使明年国内经济疲软，出海消费企业仍有较大概率兑现业绩增长。

3) 渗透率刚开始快速提升的新赛道。重组胶原蛋白、减肥药等热点板块近期受资金青睐，共性是赛道处于高速发展初期、渗透率提升的趋势较明确。比如医美赛道再生材料的高单价新品在今年消费整体疲软情况下仍有较高热度，源自产品满足高端消费者偏刚性的医美需求，同时较高的利润空间特性促使终端医美机构加大推荐。我们认为若明年医美消费依然不佳，高价新品商业利益更大，或仍会受医美机构优先推广，推动其渗透率提高。且赛道处于发展早期，受宏观经济影响不大，也是明年投资确定性更强的优先配置逻辑之一。

美容护理周观点：

医美周观点：医美由于具备更高的消费门槛，其渗透率提升空间相对于其他消费板块更为充足，但当前受到经济恢复放缓的影响，短期核心关注受经济影响较小的高端、低渗透产品，如：再生类&胶原类，中长期则具备更优效果、稳定价格体系的产品更具增长确定性。

从机构角度来看，短期具备热点且能够带来利润的产品将得到充分推崇。由于今年新客获取成本明显提升、机构更多竞争存量老客，近期的乔雅登在直播平台破价事件亦可反应当前机构获客方式之激烈，但：

①作为玻尿酸中最高端产品系列的乔雅登破价有可能引发玻尿酸注射

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



剂全面降价的连锁反应，影响整体玻尿酸针剂的价格体系和盈利空间；②机构以高成本引流客户进店后，需要销售更具盈利空间的产品以兑现利润，导致机构端对于有热点（可以吸引消费者）且能够提供充分盈利空间的新品更为推崇，且有推动消费者教育的积极性，这类产品短期亦有望获得较强的增长确定性，如：再生类、胶原类、减重类、毛发类赛道均具备较高的市场热度，尤其胶原类正处于不断探索更多适应症的过程中，更多元的应用场景不断更新也有望维持胶原赛道维持较高热度。

胶原蛋白持续高景气，头部厂商深化医美、化妆品等多领域布局。胶原蛋白领域（尤其是重组类）持续高景气，具体表现为①**众多厂商布局医美三类械**：包括冻干纤维、交联凝胶等多种产品形式；②**原料厂商产能利用率快速提升，多有扩产计划**；③**原料国际化速度加快**：欧莱雅合作锦波生物，推出欧莱雅旗下首个添加重组胶原蛋白原料的“金致臻颜花蜜胶原”系列，产品包括睡眠面膜、慕斯洁面、乳液、精粹水、眼霜、轻乳霜以及面霜，近期已经完成备案，资生堂此前投资创健医疗，不排除亦有医美&化妆品方面合作。④**持续拓展更多应用方向**：胶原原料重点拓展更多元的功效（如：固发防脱、美白等）以及与其他原料的复配。

从中长期维度来看，医美产品持续稳定增长依赖于优异的效果、稳定的价格体系、持续的更新迭代、联合疗程的研发。从有效性角度来看，再生类产品具备较好的塑形/填充效果，短期较难被替代；从价格的稳定性来看，在当前玻尿酸价格体系稳定性存疑的情况下，高端再生材料中，濡白天使价格稳定性优于其他竞品，体现了爱美客在运营端的优势。目前爱美客也不断在推进产品迭代、品牌力打造（并基于“医护一体”逻辑发布多个护肤品牌，有望持续锻炼公司 toC 运营能力）以及未来的多产品联合疗程，有望持续验证自身的 α 能力，在当前爱美客具备较强 B 端运营能力的基础上，若未来能够通过 C 端教育提升消费者对于产品的认知与认可度，则可促进 B 端主动选择产品，牢牢把握产业链中的话语权。

11-12 月出行对于医美机构客流的分流影响减小（且 22 年同期为低基数），可期待上下游标的有较好增速兑现。今年主线投资逻辑确定性相对较低的情况下，核心关注具备新题材（新赛道、新适应症）逻辑的优质标的。建议关注布局再生赛道的**爱美客、华东医药**（以及产品有望于 24 年获批的**江苏吴中**），布局重组胶原赛道的**锦波生物、巨子生物**，玻尿酸业务持续发力的**昊海生科**。在消费医疗子赛道中，减重赛道热度不减，关注具备减重药物布局的**华东医药、爱美客**，具备减脂塑形相关光电仪器布局或在研的**昊海生科、华东医药、复锐医疗科技、伟思医疗**，以及随着产品减重效果显现可能存在的对于医美填充产品需求的催化；关注在防脱固发赛道关注度提升之下的毛发健康领域龙头**科笛、锦波生物、三生制药、振东制药**等。

化妆品周观点：双十一表现来看，国货集团的 β 依然显著，头部国货集团有较好排名与增长表现；但流量成本提升，头部主播话语权下降、流量分散的趋势同样明显，国内外美妆品牌依然需要寻找长期增长动力，如：①具备优异的多平台、多品牌综合运营能力，重新布局线下渠道寻找新增量的**珀莱雅**；②赛道成长红利仍在持续兑现阶段的**巨子生物**（胶原蛋白）、**福瑞达**（微生态护肤）；③关注在管理层调整磨合后的底部反转的标的，如：**福瑞达、贝泰妮**。



在渠道相对稳定的情况下，品牌有望掌握更多话语权，但在渠道变动发展时，渠道以及具备较好渠道运营能力的代运营商有望掌握更多议价权，在当前淘系渠道及其头部主播流量走弱的背景下，美妆品牌未来可能会拓展多渠道以寻求更多流量入口，如除了平台电商外的直播电商、私域平台等，在外资双十一表现相对较弱时（且外资品牌的渠道运营多由代运营商负责执行），可能在开辟渠道的过程中更多寻求外部助力，有望带动代运营商有更好的订单、业绩表现，带来短期机会。

美护板块短期建议关注：爱美客、锦波生物、巨子生物、珀莱雅、福瑞达；**长期建议关注：**爱美客、巨子生物、锦波生物、珀莱雅、贝泰妮、华东医药、昊海生科。

出行周观点：我们认为景区 24 年投资逻辑主要体现在：1) 高分红具有逻辑支撑。a) 景区股息率偏低，23 年经营复苏提供分红基础。尽管现金流良好，景区的股息率却相对较低，将三级行业自然景区和人工景区与 31 个申万一级行业合并对比，2019 年自然景区/人工景区股息率排分别第 21/32 位，而 2022 年受疫情影响，景区业绩承压，股息率排名倒数后三位。但步入 2023 年，积压的旅游需求释放，疫情期间的交通改善和景区新增供给的红利逐渐体现，多数景区扭亏为盈，部分景区前三季度利润创历史新高。b) 在融资环境变化及疫情冲击中，文旅类平台债务风险加大，分红可缓解债务问题。由于景区控股股东多为地方城投、旅投，而当前城投债务负担加重、再融资能力恶化，因此景区上市公司分红或可部分缓解股东债务问题。c) 监管机构加强对上市公司分红制度引导，高分红公司配置价值提升。23 年 10 月底，证监会推行分红新规，健全上市公司常态化分红机制，现金分红重要性提升，我们认为盈利预期及经营现金流稳健的分红公司有望受益，同时中长期资金入市力度或将加大，高股息资产有望享受确定性溢价。

2) 交通改善仍有兑现空间，流量扩张逻辑依然适用。一方面，尽管今年以来景区大都实现客流增长，但受旅游热度周期以及极端天气影响，交通改善以及景区扩容的效果并未完全释放，比如长白山五一、暑期（8 月）、十一受暴雨暴雪影响，景区部分日期处于关闭状态。另一方面，九华山 24 年中池黄高铁计划通车，峨眉山 24 年底有望完成金顶索道扩建，长白山 25 年底沈白高铁通车等，较多景区在 24/25 年依然有流量扩张逻辑。

3) 从估值、底层资产和业绩弹性角度看，景区标的仍然具备投资价值。黄山旅游、峨眉山、九华旅游等主流景区 Wind 一致预期 23/24 年估值普遍在 10-20X，具备投资价值；同时上市公司稀缺景区资源价值坚实，内生增长、外延扩张看点较多；公共假期、旅游热点带来的客流变化使得景区或具备业绩短期大幅提升、板块获得超额收益的投资机会。

免税周观点：中国中免：海南首家 LV&DIOR 落户中免三亚海棠湾，海棠湾一期 2 号地进一步提升免税物业面积；此外我们坚定看好中免利润端弹性，今年毛利率逐季改善已初步验证香化价格体系回升带来的潜力，汇率改善、租金减免等亦有望贡献明年业绩确定性。

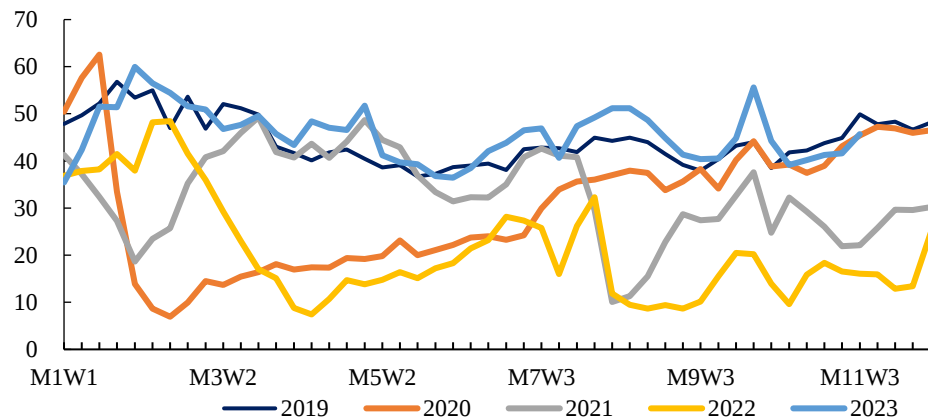
展望全岛封关后，中短期来看，我们预计牌照优势仍然维持，则免税渠道仍具备天然竞争力；远期来看，中免消费者心智占领已经形成，即便不考虑税率和额度优势，规模优势下中免香化品类的价格优势有望持续，精品品类品牌方亦对旅游零售渠道存在依赖，我们预计中免市占率及盈利能力仍然稳固，无需过分担忧。

近期免税资产重组相关标的股价表现较好，建议持续关注：1) **海汽集团：**公司近日收到上交所《意见落实函》，重组或有望于近期落地，此外海旅免税 23 年 1-9 月实现营收、净利润分别 30.12、1.33 亿元，净利率 4.4%，10 月前 24 日累计销售额 3 亿元，业绩有望持续增长；2) **格力地产：**近期股价上涨较多，我们预计主要由于市场对重组进展关注度较高，23H1 珠免实现营收 10.8 亿元，归母净利润 3.1 亿元，净利率近 30%，基于拱北口岸优质区位优势，珠免具备较强业绩兑现能

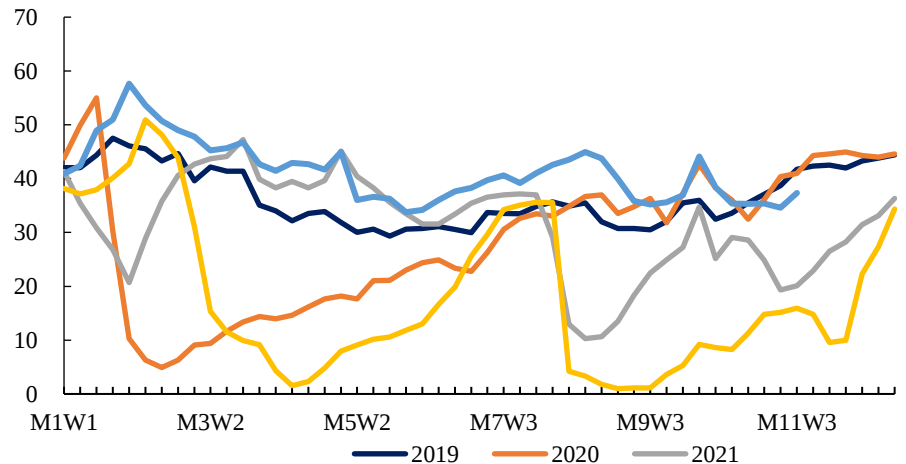
力。

建议关注市内免税政策的推进，王府井、百联股份、中国中免有望受益于政策拓展

图：海口美兰机场客流量情况（万人次）



图：三亚凤凰机场客流量情况（万人次）



资料来源：航班管家，信达证券研究开发中心

眼视光：人工晶体：11月11日人工晶体国采二号文件发布，从细则来看，此次国采分组、规则及最高价设定较为温和，降级幅度或相对可控，此次集采将于11月30日开标，有望进一步促进国产品牌市占率稳步提升，建议关注爱博医疗、昊海生科。

角塑：我们预计23Q3行业增速略有下行，考虑到角塑价格体系稳定、低渗透率、近视防控效果优异等特点，且22Q4基数较低，我们预计23Q4行业增速较快；同时，随着竞争对手增加，厂家的商业化能力或将逐步凸显，建议关注爱博医疗。

离焦镜：在产品便捷有效、价格适中、渠道广泛、B端与C端的营销齐发力、潜在用户量巨大的推动下，我们预计离焦镜行业仍将享受快速增长，建议关注明月镜片、爱博医疗、博士眼镜等。

隐形眼镜：1) 相比亚洲其他国家(地区)，我国隐形眼镜使用的渗透率仍处于较低水平；2) 代工厂端来看，随着本土企业研发及生产能力不断提升，凭借更快的交付速度等优势，有望逐步实现进口替代。建议关注迈得医疗、爱博医疗、欧普康视等。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>5



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，业绩有望继续上行。进入 5-6 月受整体消费环境较为疲软影响，服装消费增速环比有所放缓，品牌端收入增速下降。7 月份服装消费同比微幅增长，增速环比连续三个月持续收窄，服装消费呈弱复苏态势。8 月服装零售额增幅环比扩大，高温多雨等不利因素逐步消退，消费在暑期第二月需求释放推动下提速。9 月各类促消费、稳消费举措相继出台，国内主要消费大省开展促消费系列重点活动，借助不同规模的展会、体育赛会等，集中促进消费恢复增长。9 月中秋、十一双节前夕的假期效应下，消费潜力持续释放，服装零售额增速保持稳步扩大态势。此外近期具备 AI 相关应用的服装企业关注度提升，我们认为服装企业有望通过 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较强，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 AI 相关应用服装公司，优质卖家华凯易佰数据表现良好，结合 AIGC 技术公司不断提升运营效率，成长空间较大。关注中高端女装龙头锦泓集团，防疫政策优化后，公司收入恢复增长，销售、财务费用逐步优化，释放业绩弹性。关注女装公司太平鸟，公司优化渠道、库存结构，当前门店数、库存处于低位，同时持续推进组织变革、推进加盟店铺拓展、控制折扣水平，低基数下，收入有望恢复增长，毛利率提升、销售费用逐步优化，业绩弹性较大。

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。毛纺龙头新澳股份毛纺产品量价齐升，公司加速全球产能布局，推进数字化系统建设、智能化转型，满足海外客户供应链转移需求的同时，提升生产运营效率。此外汽车产销两旺，高景气度持续，上游汽车内饰皮革公司安利股份受益于下游需求快速增长，有望凭借较强的研发创新能力，推动产品、客户结构不断升级，汽车、电子等新兴领域拓展及产能释放推动业绩增长。关注优质行业龙头华利集团、申洲国际，关注毛纺行业龙头新澳股份、汽车内饰皮革龙头安利股份。

教育人服周观点：

教育：工业和信息化部等六部门印发《算力基础设施高质量发展行动计划》（以下简称《行动计划》）。《行动计划》指出要“到 2025 年，算力方面，算力规模超过 300EFLOPS，智能算力占比达到 35%，东西部算力平衡协调发展”，“教育等领域应用范围进一步扩大。每个重点领域打造 30 个以上应用标杆”。我们认为利好 AI+教育应用端的发展。算力基础设施的发展有望推动下游 AI 应用端的百花齐放，《行动计划》对教育领域应用端提出具体发展目标，体现了对



于AI+教育的认可，有望带动涉及“AI+教育”概念的标的关注度提升。我们认为，将AI技术和产品应用于教育，有望促进教育的公平性，同时降本增效；推出AI相关的课程有望进一步在STEM教育和职业教育领域带动AI知识技能的普及和岗位转型。建议重点关注“AI+教育”相关标的，如国新文化、佳发教育、科大讯飞、盛通股份、科德教育、粉笔、东方时尚、好未来等。

人服：灵活用工韧性仍较强，招聘业务静待宏观经济向好。建议重点关注韧性强的北京人力，及宏观经济向好业绩弹性较大的科锐国际

会展：外展需求旺盛，内展行业从Q2开始全面复苏，业绩靓丽，景气度高。建议重点关注兰生股份。

黄金珠宝周观点：10月金银珠宝零售额约264亿元，同增10.4%，增长环比9月提速，建议关注近期国内金价回调叠加进入年末销售旺季，终端消费自中秋国庆假期之后的逐步回暖情况。

周大福将于11月23日披露FY2024H1业绩，从公司此前发布的季度销售数据来看，FY2024Q1/Q2（分别对应自然年季度2023Q2/Q3）集团零售值分别同比增长29.4%/5.8%，其中中国大陆分别增长25.2%/0.6%，中国港澳及海外分别增长64%/54.1%，FY2024Q2增速环比放缓主要系去年同期疫情下的基数影响。FY2024H1公司累计净开店183家，其中周大福珠宝在中国大陆净开店94家。

23Q2/Q3上海黄金交易所现货黄金收盘均价同比上涨12%/20%，我们认为金价上涨有望从量、价两个维度为珠宝品牌商带来正向业绩弹性，其中价的维度为主要贡献。具体分析框架请参考我们10月27日发布的报告《社服零售双周专题：波动如何影响品牌商业绩？》。

风险因素：疫情相关风险、宏观经济风险、政策风险、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。

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。