



Research and
Development Center

新消费周观点：资金因素导致消费龙头股价与 基本面背离，消费板块投资价值显现

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：资金因素导致消费龙头股价与基本面背离，消费板块投资价值显现

2023年6月11日

本期内容提要：

- 本周多个消费龙头股价再创阶段性新低。本周（06.05-06.09）热门板块通信、传媒依然高居涨幅榜前二，消费板块走势继续低迷，美容护理、食品饮料、纺织服装、商贸零售等子赛道排名靠后，爱美客、贝泰妮、珀莱雅、山西汾酒等细分赛道龙头标的股价再创阶段性新低。事实上，这些龙头标的基本面并没有盘面上表现的那么悲观。

我们认为这一反常现象主要原因是存量资金博弈背景下，机构投资者倾向去短期热度比较高的板块，长坡厚雪的消费板块往往会被减仓。再加上今年消费基金的整体收益率不佳，失业率等问题困扰，居民对未来收入预期更为谨慎，因此消费基金面临的赎回压力更大，从而出现“收益率低→赎回压力下被迫减仓消费→收益率更低”的恶性循环。拉长视角来看，我们认为有基本面支撑的消费率龙头标的投资性价比较高。

➤ 美护周观点：

本周（6月5日-9日）美容护理（申万）5日涨跌幅为-3.89%，延续上周下跌趋势，个股表现出现分化，其中科思股份/巨子生物涨跌幅分别为+0.58%/+0.55%，而其他的美护龙头走势相对较弱。从基本面来看，医美上游出货依然相对强势，4-5月濡白、少女针已有较好表现；内资美妆品牌珀莱雅在618天猫大促预售阶段中销售情况亮眼，贝泰妮基本面改善明显。在此背景下爱美客、珀莱雅、贝泰妮走势稍微偏弱，我们认为主要源于市场在宏观经济弱复苏之下对于长期消费存在担忧，过去爱美客、珀莱雅、贝泰妮均因长期业绩确定性较强而享受到相对较高的估值，而在当前市场环境下，资金偏向选择安全边际更高的（低估值&高股息）标的导致近期美护头部公司估值中枢出现下移。二季度以来珀莱雅的跌幅相对爱美客、贝泰妮较小，或源于此前珀莱雅的内资机构持仓占比相对较低、估值更多源于外资支撑；本周珀莱雅（6月5日-9日）下跌可能源于近期外资持股比例已达到28%的上限，一方面无法通过外资买入来平滑内资撤离高估值标的所带来的影响，另一方面外资无法持续买入或给仍持股的内资造成担忧。

当前爱美客已跌破2024年的3年复合40%的1xpeg，并且跌破以今年增速计算的2023年的1xpeg，也回到22年防疫政策调整前的低水平，核心化妆品标的的估值也有所回调，从基本面角度来看均已回归到偏低的估值水平。近期市场开始加强对美护头部公司基本面的关注，也在等待底部的形成，建议积极关注布局机会。

➤ 免税周观点：

我们预计短期海南免税销售仍然承压：1）Q2为海南传统旅游淡季，当前客群购买力相较于旺季客群较弱；2）当前整体可选消费力偏弱，消费习惯出现了“只玩不买”的倾向；3）海南打击代购力度较大；4）折扣力度收窄、积分优惠减少；5）产品供给端承压，尤其是贵价精品及香化畅销品货品短缺。

对中国中免中长期的思考：1）政策：由于近期股价回调较多，市场或担忧2025年底全岛封关后直接进入三税全免的完全竞争环境。我们认为当前海南封关的软件层面建设尚在逐步推进，我们预计封关后免税政策或是逐步落实的；2）即便在完全竞争下，参考香港模式，DFS作

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

为旅游零售商面对海港城的直接竞争，仍有望获得可观的销售额和利润率；且当前中免在三亚海棠湾地区的布局完善，竞争优势显著，我们预计中免仍有望享受高市占率。

➤ **眼视光周观点：**

河北及三明联盟角膜塑形镜集采拟中选结果公布，从入围结果来看，国产品牌梦戴维（欧普）、普诺瞳（爱博）入围，进口品牌亨泰、阿尔法、露晰得入围，视达佳和欧几里得报价较高未入围，其他品牌未报价。在低采购量+高入围率的情况下，我们预计此次集采实际降价幅度较小、对上游厂商影响较小。此次集采具体实施细节仍在研讨中，建议继续关注相关地区落地后出厂价和对民营终端盈利能力的影响。

➤ **出行周观点：**

TOP3 酒店集团数据（5.28-6.3）：周度 Occ 67.01%（环比-5.9pct），ADR 316 元（环比-3.2%），RevPAR 211.73 元（环比-11.2%）。周三周四（5.31-6.1）入住率高点分别为 69.26%/68.91%，环比前一周分别下降 11.5pct/12.2pct；周三周四 ADR 分别为 319/317 元，环比前一周分别下降 15/17 元。休闲商旅市场数据：休闲市场 Occ 60.91%（环比-7.6pct），ADR 524（环比-3.0%），RevPAR 319（环比-13.7%）；商务市场 Occ 65.73%（环比-8.2pct），ADR 630（环比-4.3%），RevPAR 414（环比-14.9%）。我们认为上周酒店数据下滑主要因为高考前为传统淡季，乐观预计暑假有望成为休闲需求快速释放的窗口，而今年商务市场表现相对稳健。

➤ **黄金珠宝周观点：**

本周周大福发布 FY2023 年报及 2023 年 4-5 月经营数据，3 月以来中国大陆同店恢复正增长，4-5 月同店销售增长 17%，零售值增长 35%，反馈终端需求持续旺盛。截至 2023.3.31，公司在中国大陆共拥有周大福珠宝门店 7269 家，财年内净增长 1631 家，公司预计 FY2024 将净开店 600-800 家，在门店数突破 7000 家后开店节奏放缓，将更关注存量店经营效率的提升。

从周大福 4-5 月的经营表现来看，终端需求向好，我们预计周大生、潮宏基、菜百股份、老凤祥等在 2023Q2 均会有不错的业绩兑现。今年以来月度金银珠宝零售额增速持续领跑可选消费板块，黄金珠宝展现高景气度，我们预计和去年 Q4 以来金价持续走高、疫情带来的消费习惯改变使得消费者更看重黄金的保值属性有关，**预计这一趋势有望在未来 2-3 年延续。**

具体到公司来看，龙头周大福率先在中国大陆达到 7000 家店目标，开店趋于饱和之下门店扩张步伐放缓，而老凤祥、周大生、潮宏基在 2022 年底国内门店数量分别为 5594 家、4616 家、1158 家，仍具备较大开店空间。考虑到当前行业核心竞争力仍为渠道力，我们认为 2-3 年维度例如全国性品牌周大生、潮宏基、老凤祥，以及区域龙头菜百股份等有望获得更高成长性。

➤ **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，业绩有望继续上行。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，重点关注安踏体育、李宁、特步国际、波司登。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。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。

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，叠加公司快速扩产，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：建议重点关注“AI+教育”的投资机会。教育部等十八部门联合印发《关于加强新时代中小学科学教育工作的意见》（以下简称《意见》）。《意见》指出要“探索利用人工智能、虚拟现实等技术手段改进和强化实验教学，并注重利用先进教育技术弥补薄弱地区、薄弱学校及特殊儿童群体拥有优质教育教学资源不足的状况。”教育部发文鼓励 AI 技术为中小学教育赋能，体现了对于 AI+教育的认可，直接利好推出 AI 相关产品的教育信息化公司，但从政策催化的角度将带动所有涉及“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、中公教育等。

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：北京人力。

➤ **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：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、金价波动不确定性，消费复苏不及预期，渠道拓展不及预期。

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	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	孙瞳	18610826885	suntong@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	粟琳	18810582709	sulin@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

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。