



Research and  
Development Center

# 新消费周观点：外部环境持续改善带动 A 股反弹，政策预期变化下关注顺周期标的

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&amp;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：外部环境持续改善带动 A 股反弹， 政策预期变化下关注顺周期标的

2023 年 07 月 16 日

### 本期内容提要：

➤ **周观点：**随着前期布林肯、耶伦等美国重要高官相继访华，双方在宏观经济政策、经贸等方面展开对话协调。而本周中美双方的互动更加频繁：

1) 7 月 12 日，经中美双方商定，美国气候特使克里将于 7 月 16 日至 19 日访华。消息宣布前夕，7 月 11 日中央全面深化改革委员会第二次会议审议通过了《关于推动能耗双控逐步转向碳排放双控的意见》；

2) 7 月 13 日，商务部新闻发言人提到，中方对雷蒙多部长访华持开放和欢迎态度，正就此与美方保持沟通；

3) 7 月 13 日，王毅外办主任与美国国务卿布林肯在印度尼西亚雅加达举行的东盟外长会议期间会面，这是两人一个月内的第二次会晤。

由此可见，中美双方的关系正在回暖，我们预计双方在**财政&货币政策上的合作将会更密切**。如果美联储放缓缩表进度、更加明确加息路径，我国或将有更大的财政与货币政策空间来刺激经济，例如通过城中村棚改货币化等政策缩窄 M1 与 M2 的剪刀差，引导降准降息释放出的增量资金进入实业、而非在金融系统内空转，从而先提振制造业景气度、后传导到终端消费领域。也正因如此，尽管周一公布的 6 月 CPI 同比持平、环比下降 0.2% 依然低迷，但一方面从结构来看，周期性特征显著的猪肉和能源价格拖累 6 月 CPI，再次验证我国通缩风险较小，另一方面市场也对未来的政策预期更加乐观，因此当天上证指数依然收涨 0.22%，且商贸零售、社会服务、食品饮料等消费子版块反而涨幅靠前。

**人民币汇率已迈过阶段性低点，正企稳回升。**一方面，随着市场对中国稳增长政策预期进一步增强，对中国经济恢复的预期有望转好，外汇流出压力正在缓解；另一方面，美国 6 月 CPI 仅为 3.0%，环比降幅超预期，市场对美联储的加息预期减弱，带动美元指数连续大跌，并且从 2022 年 4 月以来首次跌破 100，美元走弱相应地带动人民币汇率回升。因此，本周沪港通北向资金连续 5 日流入，7 月 13 日单日流入达 136 亿元创阶段性新高。

**重点关注顺周期相关标的。**在人民币汇率企稳、政策预期增强的情况下，顺周期标的有望达成更好业绩表现。建议优先关注景气度更高的消费子赛道，例如医美、眼视光、化妆品、黄金珠宝等，并在其中重点关注中长期逻辑未受影响但估值处于历史低位的消费子赛道龙头。

➤ **医美周观点：医美 β 持续兑现。**4-6 月受外部因素影响，部分机构对举办大范围医美活动的态度相对保守，但 Q2 爱美客、华东医药、昊海生科、美丽田园医疗科技等公司医美业务均有较好表现，后续若外部因素影响弱化，我们预计促销活动将在 8-9 月集中进行，届时下游需求放量有望带动上游出货向好，行业 β 以及龙头公司 α 或更为凸显，行业增长驱动来自：

① **供给端丰富驱动：**新材料、新产品的推出催化需求增多，22-23 年相对更高价位的再生类、胶原蛋白类新产品消费者教育不断推进，持续实现较好出货表现，我们预计爱美容的濡白天使、华东医药的伊妍仕出货均在 Q2 有优异增长，推动以老客为主的医美机构上半

年表现较好，持续看好再生类和胶原蛋白类产品发展。

- ② **需求端自然增长**：当前医美行业的渗透率仍旧处于较低水平，消费人群的增长依旧是行业发展的核心驱动力之一，尤其是高端医美项目，以艾尔建为例，即使并未推出新材料，但依靠向非一线城市市场发展以及基于现有材料推出新适应症，依然实现了较好的销售额增长与市占率提升。

在 23 年经济仍处于复苏节奏的背景下，我们认为供给端驱动增长的确定性高于自然需求发展的驱动，市场在当前环境中更加认可新品带来的驱动力，建议关注具备新材料、新产品逻辑的标的，如：具备较高热度的再生赛道（爱美客、华东医药）、减重市场（华东医药、科笛）以及胶原蛋白赛道（巨子生物、锦波生物）等。

- **化妆品周观点**：行业增长承压之下龙头表现更优，关注国货崛起机会（珀莱雅、巨子生物、贝泰妮）。在外部环境压力之下，化妆品品牌表现分化更为明显，龙头基于研发优势/出色运营能力依然实现亮眼增长，建议关注中报有望实现超预期业绩表现的珀莱雅、巨子生物；后续 9 月进入双十一筹备期，可关注运营能力较强，具备“国货崛起”逻辑的珀莱雅表现。

**关注随着 23H2 基数降低，收入增速逐季改善逻辑有望更明确的贝泰妮。**公司即使存在高基数（22Q1/Q2 收入分别同比+59%/+37%）、外部压力与内部调整磨合影响，23H1 也已呈现出增速逐季好转的趋势，随着 23H2 基数下行（22Q3/Q4 收入分别同比+21%/+11%），增速有望逐步接近并超越 28%（股权激励目标数值），若下半年改善趋势持续兑现，可给予公司完成股权激励目标更多信心，同时建议关注公司品牌运营能力提升情况；近期公司“修白瓶”产品进入推广节奏中，在抖音渠道已经实现较好表现，持续营销教育后有望在双十一实现集中释放，建议持续关注。

- **出行链周观点**：出行链迎来预期调整后的高兑现度财报季。四月中下旬开始出行板块经历业绩与估值层面的调整，同时 5 月之后行业景气度有所回落，而出行链板块半年报预告普遍符合或略超预期，业绩兑现能力得到较好验证。接近年中估值切换，酒店板块经过估值消化，24 年估值水平普遍低于历史均值（一致预期：锦江 24E23X，首旅 24E20X），建议关注板块配置机会。

**商务与休闲市场本周实现年内次高单周入住率(23.7.2~23.7.8)**。7 月第二周酒店市场入住率延续环比提升势头，并创造下年内次高单周入住率，我们判断出租率仍有望爬坡并有很大可能超过 19 年同期水平。1) TOP3 数据。周度：Occ 78.8%（环比+2.3pct）；ADR 358 元（环比+6%）；RevPAR 282 元（环比+9%）。周三、四入住率 84%，ADR 持续超过 360 为年内最高日度单价水平（排除节假日）。2) 休闲&商务。休闲周度：Occ 77.7%（环比+3.5pct）；ADR 633 元（环比+7%）；RevPAR 492 元（环比+12%）。商务周度：Occ 78.3%（环比+1.6pct）；ADR 645 元（环比-2.6%）；RevPAR 505 元（环比-0.5%）。上周休闲市场入住率回升较快，暑期出行的主要客流正在持续释放，可以期待七月中下旬暑期出行需求的持续性。

- **免税周观点**：本周 5 个交易日中免 A 股上涨 6.74%、H 股上涨 8.78%，我们预计主因公司发布业绩快报略超市场预期，提振市场对未来业绩的信心，且公司股价前期回调较多，叠加市场逐渐切换至明年估值、而公司未来具备较强业绩弹性。

**建议重点关注中免盈利能力改善潜力**：海南免税&日上上海折扣力度持续收窄，更新会员体系亦进一步减小促销力度，价格体系回升有望推动毛利率逐季改善；此外，汇率变动及机场租金的谈判空间或亦为

未来业绩弹性的关键。

**海南旅游市场吸引力仍在，关注暑期海南离岛免税市场边际变化：**1) 从航班量来看，7月9日-15日，海口、三亚两大机场航班量环比分别+2%、+2%，同比21年分别+12%、+13%、较19年同期分别+13%、+20%；2) 从客流量来看，7月7日-13日两大机场客流环比分别+1%、+2%，同比21年分别+10%、+10%、较19年同期分别+9%、+21%。

➤ **眼视光周观点：**短期来看，考虑到Q2眼视光板块高景气度及去年同期低基数，我们预计优质公司具备较强业绩兑现能力、且存在超预期可能；长期来看，我们看好近视防控产品长期渗透率的稳定提升，以角膜塑形镜、离焦框架镜、离焦软镜、阿托品为代表的细分赛道有望享受快速增长红利。标的层面，当前时点仍然建议重点关注：

**1) 爱博医疗：**在两大拳头产品人工晶体、角膜塑形镜维持高增长的同时，包括护理产品、离焦镜、隐形眼镜在内的视光新产品有望逐步放量，同时建议关注公司人工晶体出海进展；

**2) 博士眼镜：**基于眼镜零售行业连锁率低及集中度分散的特点，我们看好轻加盟模式下公司有望通过镜联易购平台快速提升门店覆盖数量，及后续镜联易购平台销售规模有望快速爬坡，公司市占率及业绩提升空间广阔；

**3) 欧普康视：**6月公司公告拟投资设立欧普视方、即将开启低浓度阿托品三期临床，并发布新一轮长达五年的股权激励、考核扣非后净利润增速 $\geq 20\%$ ，同时拟收购13家控股子公司/孙公司部分股东权益，提振市场对公司业绩的信心。今年来看，建议重点关注公司视光终端数量的增长节奏及角塑主业的增长韧性；

**4) 明月镜片：**公司离焦镜产品有望随行业规模的快速成长及公司市占率的快速提升而快速增长，建议重点关注轻松控产品在医疗渠道的推广进展及公司在重点客户方面的发力。

➤ **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。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，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。

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，叠加公司产能快速扩产，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**，关注色纺行业龙头**富春染织**、毛纺行业龙头**南山智尚**。

- **教育周观点：**23Q2 教育行业报名情况恢复迅速，招生端、订单持续超预期。如粉笔线上线下融合的授课方式持续发力，带动收入稳定增长，公司预计实现收入不少于 16.6 亿元、同增 14.4%，实现经调整净利润不少于 2.7 亿元、同增 182.4%；行动教育业绩超预期，大客户战略成效显著，23H1 实现归母净利润 1.0~1.1 亿元、同增 102.8%~123.1%、相较 21H1 增长 30.4%~43.5%。建议重点关注：**粉笔、行动教育、科德教育、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，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。23H1，北京人力预计实现归母净利润 1.98~2.37 亿元，其中 23H1 归属于北京外企股东净利润为 4.88~5.27 亿元。建议重点关注：**北京人力**。

**会展周观点：**加大对企业参加外展支持。6月15日商务部例行发布会中指出，“全力落实好推动外贸稳规模优结构的政策措施”，“加大对外贸企业参加各类境外展会的支持，持续推动企业和商务人员往来畅通。办好第134届广交会、第六届进口博览会等重点展会”。我们预计政策支持力度加大有望让外展需求持续旺盛。建议重点关注：**兰生股份**。

- **黄金珠宝周观点：**本周菜百股份发布 2023H1 业绩预增公告，实现归母净利 3.8-4.3 亿元，较上年同期追溯调整后同增 53%-73%；对应 2023Q2 归母净利 1.45-1.95 亿元，同增 112%-185%。预计 2023H1 扣非归母净利 3.54-4.04 亿元，同比增长 64%-88%，对应 2023Q2 扣非归母净利 1.4-1.9 亿元，同比增长 231%-349%。

**公司在全直营模式之下直接受益于终端高景气，新店贡献增量。**我们预计 2023H1 高增长主要来自：1) 近几年新开店贡献较大，2020-2022 年公司每年净开店分别为 6/14/11 家，因疫情反复门店销售爬坡受到影响；此外根据公司 2023Q1 经营数据公告，公司预计 2023Q2 在北京、河北分别有 1 家新店开业。2) 公司全直营模式下，感受到终端市场高景气，消费者购买黄金珠宝意愿强。3) 在金价上涨周期获得库存增值的额外收益。

根据菜百股份 Q2 业绩预告、周大福 Q2 经营数据、以及 1-5 月金银珠宝零售额来看，Q2 终端需求持续向好，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。

- **风险提示：**消费恢复节奏不及预期、品牌/新品表现不及预期、客流复

苏较慢。

## 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	孙僮	18610826885	sunrong@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
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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：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。