



Research and  
Development Center

# 新消费周观点：政策推动逻辑持续验证，关注估值低位的消费龙头

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：政策推动逻辑持续验证，关注估值低位的消费龙头

2023年07月30日

### 本期内容提要：

- **周观点：**此前市场较为悲观，担心中报披露会像4月份一季报披露后高开低走。而近期稳增长政策密集出台，包括民营经济领域《关于促进民营经济发展壮大的意见》，促消费领域多部门发文促进家居、汽车、电子消费，地产领域国常会审议通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》，此外政治局会议“要活跃资本市场，提振投资者信心”的表述释放积极信号，政策预期逐步增强。而消费板块估值上半年得到明显消化，消费股估值溢价逐步消失。此外，上半年公募基金也减仓消费，消费持仓比例相对较低。当前时点处于年中估值切换时期，且市场对未来预期不再像二季度一样悲观以及公募基金消费持仓比例较低，如果中报数据表现较好或者超预期，我们认为市场会对处于估值低位的标的做重点配置。
- **继续推荐顺周期板块。**在人民币企稳、政策预期增强的情况下，顺周期标的有望实现更好业绩表现，优先选择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，并在其中精选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。

**美容护理周观点：**本周(7月24日-28日)美容护理(申万)上涨4.59%，爱美客/贝泰妮分别上涨8.06%/10.96%，分别跑赢大消费指数0.48pct/3.96pct/6.86pct。美护板块整体以及核心标的均有超额收益兑现。

**医美：**4-6月受制于外部因素，华东地区部分机构对举办大范围医美活动的态度相对保守，我们认为目前外部因素的影响或逐步消弭，8-9月下游机构有望继续开展促销活动，叠加核心公司推出新品“如生天使”(针对玻尿酸产品存在的痛点，强调柔和+紧致，产品定位高端且较为独特)、以及后续十一长假前为医美旺季，多因素为上游出货数据提供支持，或可期待核心公司三季度数据有较好兑现。医美β属性较强或带动头部公司中报表现较好，随着中报后市场对于今明两年业绩认知更加清晰、中报后将逐步切换至明年估值，对于中报大多数公司有望符合预期及以上的医美赛道而言，近期或有活动开展推动销售、新品推出带来增长确定性进一步提升的医美赛道而言，右侧逻辑或即将开启。

本周爱美客发布“如生天使”新品，如生天使主要注射层位为浅层脂肪垫，为公司产品矩阵增加了浅层脂肪垫的再生型供给，开辟差异化的面部柔和+紧致定位，可解决部分玻尿酸产品存在的易位移、过度注射易出现“馒化”现象问题，潜在需求广阔。产品定位高端，并非是濡白的低价放量版，在当前市场较为关注公司是否有新品支撑未来增速的情况下，如生的推出提升了未来增速兑现确定性。

2023年受消费力恢复节奏略缓影响，渗透率提升确定性相较于以往稍微变弱，而新品驱动行业增长确定性相对加强的环境中、市场仍以新品作为增量考虑，因此在公司通过稳定增速持续证明其α之前，建议关注具备高增长潜力细分赛道产品(如：再生类、胶原蛋白、减重类)的医美公司矩阵——爱美客、华东医药、巨子生物、锦波生物等，把握医美β的较高确定性，而后在头部公司证明其α后增大对于龙头公司爱美客、华东医药的关注力度。

**化妆品：**短期关注中报超预期表现以及持续改善标的，长期看好国货崛起机会（贝泰妮、珀莱雅、巨子生物）。当前逐渐进入中报披露期，水羊股份中报业绩以及股权激励目标超预期，带动次日股价涨停，建议短期关注接下来中报有望实现超预期业绩表现的珀莱雅、巨子生物，符合预期持续改善的贝泰妮。预计九月开始进入双十一布局周期。

本周贝泰妮上涨 10.96%，我们此前不断提及的逻辑持续兑现：贝泰妮核心增长驱动力来自人群渗透率提升+明星单品推出放量，前者稳步推进，后者来看“修白瓶”有望成长为明星单品或较好提振市场信心。今年美白产品“修白瓶”已经开始进行集中推广投放，若能培育为明星单品，后续可在销售额占比较高的双十一大促集中放量，有利于市场增强对于公司达成本年股权激励目标的信心，详细观点可参考贝泰妮系列报告及此前周观点。

**出行周观点：**TOP3 仍在爬坡，头部目的地市场进入暑期高峰平台期（2023/07/16-2023/7/22）酒店经营数据。TOP3 数据。周度：Occ81.2%（环比+0.52pct）；ADR368 元（环比+1.06%）；RevPAR298 元（环比+1.70%）。周三、四入住率分别为 85.9%/86.3%，周三、周四 ADR 分别为 370 元/375 元。头部酒店集团本周创下了最好周四入住率水平。休闲&商务。休闲周度：Occ80.14%（环比-0.45pct）；ADR660 元（环比+2.19%）；RevPAR529 元（环比+1.62%）。商务周度：Occ77.94%（环比-1.08pct）；ADR639 元（环比-0.92%）；RevPAR498 元（环比-2.28%）。商务市场有回落主要因广深受台风影响所致，其他商务目的地环比仍有小幅提升趋势。

**酒店周观点：**7 月第四周出行市场在台风影响下仍延续热度。1) 头部酒店集团 RevPAR 仍在爬坡，可以期待 Q3 头部酒店业绩弹性。2) 商务休闲目的地市场入住率环比恢复度稍有回落，但仍处于较高水平，我们认为头部目的地市场已进入暑期高峰平台期；从商务休闲市场同比情况来看，休闲市场 RevPAR 与 22 年持平，商务市场大幅高于 22 年水平，我们认为这反应了今年的行情主题即高度分化，以一二线核心城市为主商务市场是复苏主力，休闲市场更接近于下沉市场，且由于 22 年高基数影响，下沉市场恢复情况较为一般。

**免税周观点：**宏观政策利好持续释放，顺周期行情持续，免税板块在核心资产中国中免的带动下整体上涨。

**1) 基本面承压+消费力悲观预期下，中免/王府井今年高位以来分别回调约 50%/35%，存在超跌修复空间：**前期受消费力偏弱、折扣力度收窄、出境游分流、打击代购等因素拖累下，海南免税销售承压，叠加 23Q1 中免财报不及预期，市场大幅下调对于免税板块的预期，同时估值下行。

**2) 疤痕效应后中免业绩潜力大：**①销售端，海南旅游市场吸引力仍在，三亚 2 号地及顶奢开业搭配十一旺季有望形成销售拐点；②利润端，价格体系回升有望推动毛利率逐季改善，且机场租金仍有谈判空间，汇率改善亦有望提供业绩弹性；③进入下半年，市场估值将有望逐步切换至明年估值、而公司未来具备较强业绩弹性，此外，宏观经济预期向好、销售拐点出现、租金减免、市内免税政策加速落地等因素有望进一步催化股价。

**3) 坚定看好中免中长期业绩兑现能力：**①市占率方面，全岛封关后离岛免税政策优势有望维持，预计税率+买断式经营下价格优势仍在，且海棠湾&新海港消费者心智占领已经形成；②利润率方面，参考香港模式，DFS 作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；③需求端，中高端消费有望回归增长赛道，海外消费回流趋势不变；④供给端，品牌方增长面临压力，对旅游零售依赖

仍在，中免亦在持续引进新品牌。

4) **免税其他相关标的走势预计与行业龙头中免趋同**，其中**建议关注海汽集团、格力地产的重组进展**，预计免税资产注入进程仍为其当前股价的核心推动力；及**建议关注市内免税政策的推出进展**，中免、王府井有望显著受益于市内免税政策的拓展，其中王府井或享有较大业绩弹性空间。

➤ **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；但消费意愿下行或对高客单价近视防控产品转化造成一定影响、且 22Q3 基数较高，建议重点关注三季度视光行业表现；此外，人工晶体国产持续推进，上半年白内障手术高景气之后、下半年的增长有承压可能，建议关注此次集采情况及行业景气度变化。

**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；供给层面，随着 ICL、高端人工晶体国产研发水平不断提高，产品本地放量&国产出海值得期待。标的层面，当前时点仍然建议重点关注：

1) **爱博医疗-解禁影响可控，强研发+商业化能力持续释放增长潜力**：近期爱博股价回调，我们预计部分由于市场对于公司首发股份解禁的担忧，当前爱博股价处于近一年以来低位，预计减持比例有限，且即便减持，考虑到市场影响，预计有望以大宗交易的方式进行，则或有六个月锁定期以稳定股价。

我们建议回归中长期视角，爱博作为眼科研发实力国内领先企业，在此前角塑产品的市场快速覆盖中亦展现了优秀的商业化能力：我们预计公司在人工晶体、角塑两大拳头产品维持稳健增长的同时，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，同时建议关注人工晶体出海进展；此外，公司在研管线丰富，ICL/硅水凝胶彩片或有望成为公司新的重要单品。

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，同时关注公司在其他眼视光产品方面的布局；

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。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。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。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；毛纺龙头新澳股份毛纺产品量价齐升，公司加快加速全球产能布局，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。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、新奥股份。

➤ **教育人服周观点：教育：**近日，教育部印发了《关于加快推进现代职业教育体系建设改革重点任务的通知》（下称《通知》），提到“到 2025 年，分三批支持 300 所左右的中国特色、具有较高国际化水平的职业学校”“300 个左右全国性实践中心”“300 所左右全国性信息化标杆学校”等重要内容。在推进产教融合、发展现代职业教育的背景下，我们认为学历和非学历职业教育板块有望持续受益。民办高教业绩增长稳定，估值低、弹性大；民办中职有望持续受益于职教高考带来的升学红利（升学导向）及热门专业带来的就业优势（就业导向）；非学历职业教育在产业升级、青年群体就业形势严峻的背景下，需求旺盛。建议重点关注：中教控股（民办高教龙头）、科德教育（拟开发 AI 课程）、中国东方教育（新招生显著回暖）、粉笔（线上非学历职业教育龙头）、希望教育、传智教育等。

**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：**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：**根据国家统计局，6 月金银珠宝零售额 267 亿元，同比增长 7.8%，增速继续领跑可选消费品类；1-6 月金银珠宝零售额累计同增 17.5%，在可选消费品类中成长性排名第一。

我们预计 Q2 终端需求持续向好，叠加上海黄金交易所现货黄金价格在经历 5 月-7 月上旬的震荡消费回落之后，进一步上涨至截至 7 月 28 日的 455.68 元/克，有望刺激终端需求，黄金珠宝展现高景气度。

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将获得更高成长性。

## 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成分不曾与,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 $\pm 5\%$ 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。