



Research and
Development Center

新消费周观点：宏观政策预期向好，顺周期配置思路或将愈发明确

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：宏观政策预期向好，顺周期配置思路或将愈发明确

2023年08月06日

本期内容提要：

- **周观点：促消费 20 条出台，宏观政策预期向好。**7月31日，发改委出台《关于恢复和扩大消费的措施》，提出 20 条针对性举措。由于政策对于落到实处尚未特别明确，因此顺周期板块在周三仍有一些波动。我们认为，当前政策环境与 Q2 的差别在于，能够看到刺激消费的较为明确的态度转变，市场对于政策细则出台的预期更强，因此即使略有回调，配置顺周期板块的思路或将愈发明确。

建议重点关注顺周期类标的。从上述维度出发，可以看到部分 Q2 表现较好的标的，比如爱美客、珀莱雅，在财报披露后没有像一季报披露时高开低走。相关标的 Q1 财报披露后高开低走，我们认为主要原因在于市场认为当时业绩可能为短期内高点，在没有政策推动情况下，下半年甚至明年的业绩尚不明确，而这些标的自去年 12 月底以来已经有较大涨幅，因此持仓机构可能选择止盈。而当前时点，消费板块估值已消化了上半年，多数消费龙头标的 Q2 被机构减仓，宏观经济预期向好叠加估值回落、持仓水平较低，若部分标的中报业绩超预期，或较容易吸引机构资金进行重点配置。我们建议重点关注顺周期类标的。

- **医美周观点：尽管 2023 年消费力恢复节奏略缓，且 4-7 月受外部因素影响，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，但 Q2 医美 β 属性较强或带动头部公司中报表现较好。**本周爱美客发布中报业绩预告，公司上半年实现归母净利润 9.35-9.95 亿元，同比增长 60%-70%，扣非归母净利润 9.08-9.68 亿元，同比增长 61%-71%；若拆分到二季度，归母净利润增速为 68%-87%，我们预计实际增速或处于公告的中枢以上。后续上游头部公司中报超预期兑现的氛围或将愈加浓烈，对于中报业绩表现不错的公司而言，市场有望上调公司明年的业绩预期，叠加近期或有活动开展推动销售、新品推出有望带来增长确定性进一步提升，医美赛道右侧逻辑或即将开启。

7月27日爱美客发布“如生天使”新品，先前市场多理解新品为“濡白天使”的低价下沉版，但我们认为市场并未完全理解如生天使超预期的点以及其对于公司短期增长及未来长期发展的意义。我们认为如生天使的意义在于：1) 如生天使定位为即刻填充+后续再生+收紧功效，相较于透明质酸有明显效果，且有望满足部分艾维岚用户对于即刻效果的追求，因此我们认为其确定性相较于濡白天使刚上市时的增长确定性更高。2) 如生天使并非濡白天使的低价版，而是为浅层脂肪提供新的再生材料供给，完善公司产品矩阵；3) 浅层脂肪的用量大于骨膜层的用量，如生天使有望超越濡白天使的用量，为 23H2、24 年提供增量；4) 部分投资人此前担心公司在肉毒产品出来前没有接力增长的产品，如生天使的出现再次验证公司管理层的前瞻性和对市场的理解。正如我们此前在报告中提及的，新材料的出现对于医美行业而言是偏向于长周期的事情，基于现有材料新适应症推出依然有望创造新产品带来增长，因此我们认为市场或不该低估管理层价值和适应症产品的重要性。

目前外部因素的影响或逐步消退，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”、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。我们认为在消费力略显疲软的背景下，医美行业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。

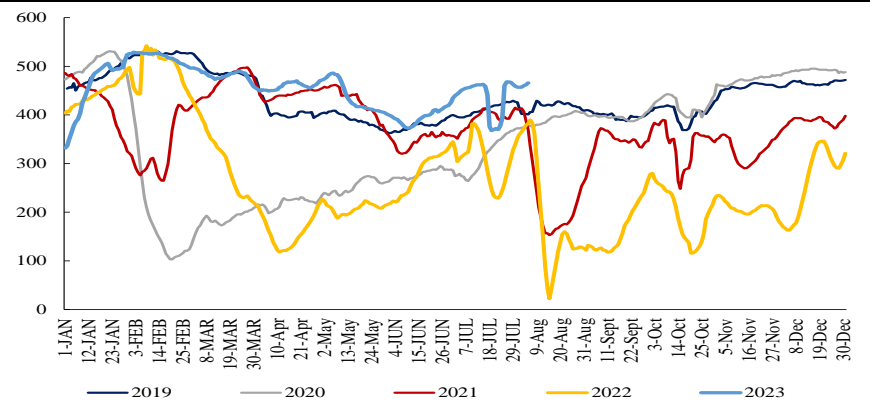
- **化妆品周观点：短期关注中报超预期表现以及持续改善标的，长期看好国货崛起机会（贝泰妮、珀莱雅、巨子生物）。**7月天猫端护肤/彩妆整体数据表现欠佳推测是由于618大促虹吸效应影响所致，当前化妆品行业整体仍处于持续恢复的节奏中。接下来进入中报密集披露期，建议关注中报有望实现超预期业绩表现的**珀莱雅、巨子生物**，以及符合预期持续改善的**贝泰妮**。

巨子生物发布购股权计划&股份奖励计划。本次激励方案为公司第二次激励，相较于第一期，其授予范围更广、预计涉及股份数更多、持续时间更长。此前部分投资人担心公司对核心员工的激励不到位，此次激励方案推出后无需过度担忧该问题，同时也标志着公司管理体制更加现代化。考虑到目前重组胶原蛋白行业在化妆品&敷料、医美、防脱发、严肃医疗等领域正处于发展初期，且公司也正处于高速成长期，预计本次激励方案将绑定核心员工利益、吸引更多优秀人才加入公司。

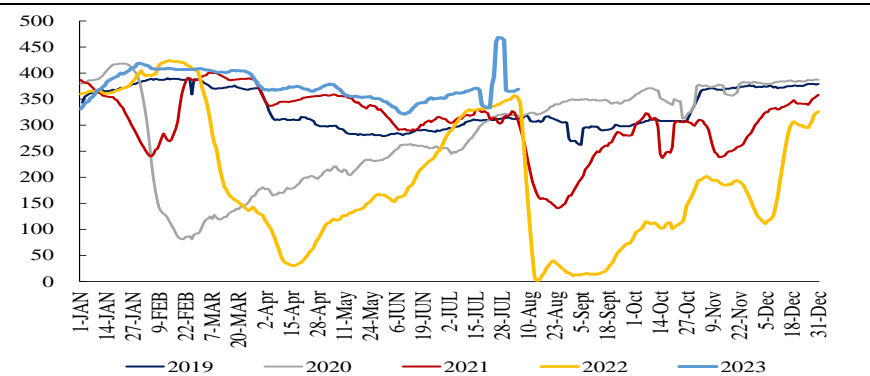
重申贝泰妮逻辑有望持续兑现：贝泰妮核心增长驱动力来自人群渗透率提升+明星单品推出放量，前者稳步推进，后者来看“修白瓶”有望成长为明星单品或较好提振市场信心。今年美白产品“修白瓶”已经开始进行集中推广投放，若能培育为明星单品，后续或可在销售额占比较高的双十一大促集中放量，有利于市场增强对于公司达成本年股权激励目标的信心。

- **出行链周观点：酒店旅游餐饮等板块经历前期调整后，当前处于低预期（市场此前对Q4以及24年需求持续性预期不高）+高景气度位置，我们认为Q3传统旅游旺季，暑期出游数据较好，业绩有望强支撑的前提下，后续展望相对乐观。**同时文旅部上调了全年旅游接待人次预期（从之前76%恢复度预测值提升到92%，今年上半年恢复度77%，意味着下半年恢复度要达到107%）。在暑期旺季和十一黄金周刺激下国内出游需求有望攀升，经济复苏、刺激消费背景下下半年旅游市场或将呈现更好的修复态势。
- **免税周观点：近两个交易日市内免税相关标的中免、王府井累计上涨2.46%、4.76%，我们预计或主因市内免税政策预期有所增强。**考虑到市内免税政策对有税市场的潜在影响，我们认为市内免税政策方向初期或为相对保守，在额度及购物人群等方面的拓展或将逐步放宽，有望贡献中长期免税市场增量。从业绩弹性来看，建议关注**王府井、中国中免、百联股份**。

7月海南离岛免税市场环比边际改善，看好疤痕效应后免税板块业绩潜力：7月海口海关口口径离岛免税销售额26.12亿元、购物人次46.56万人次，环比分别+13%、+15%，暑期海南旅游市场吸引力仍在，客流提升下海南免税环比明显改善，7月平均客单价约5611元，预计仍明显受制于消费力疲软。展望后续，下半年或有较多催化待逐步释放，三亚2号地及顶奢开业搭配十一旺季有望形成销售拐点，新海港销售爬坡、宏观经济预期向好及消费力恢复，有望助力中免及海南销售额重回增长通道，看好疤痕效应后免税板块业绩潜力。

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、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

➤ **眼视光周观点：隐形眼镜赛道空间广阔，在短抛期、国产替代等因素推动下，代工厂及品牌商均具备较大成长潜力，越来越多上市公司正逐步展开布局：**

1) 欧普康视：拟出资 1700 万元成立合资公司并打造美瞳/隐形眼镜及周边产品新品牌“梦视清”，欧普负责研发生产，合资方合肥三只羊等负责线上全渠道销售，优势互补；

2) 爱博医疗：继 21 年收购江苏天眼进入隐形眼镜彩片领域后，公司再次拟 2.45 亿收购福建优你康 51% 股权，优你康拥有先进光学检测、制程、材料、镜片设计技术及多项核心专利，拥有 7 张水凝胶和硅水凝胶隐形眼镜注册证，具备核心竞争优势；

3) 迈得医疗：作为优质医疗器械设备厂家，公司具备隐形眼镜制造核心设备研发能力，并可基于调试情况不断改善、提高良率，目前公司自主研发的第一条主产线已可产出透片及彩片，并正处于调试及优化进程，计划年底搭建 6 条主线，1 条主线实现 80%+ 良率。

眼视光板块从短期来看，在去年 6-8 月高基数、消费力疲软及今年暑期亲子游占比有所提升影响下，我们预计今年暑期近视防控旺季或存在递延，建议重点关注 Q3 眼视光行业表现；**从中长期来看**，我们仍然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。

- **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。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**，关注色纱行业龙头**富春染织**、毛纺行业龙头**南山智尚、新澳股份**。

- **教育周观点：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。**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。

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。

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。