



Research and
Development Center

新消费周观点：社零增速趋稳，消费力未出现明显下滑，建议重点关注顺周期类标的

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&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：社零增速趋稳，消费力未出现明显下滑，建议重点关注顺周期类标的

2023年08月20日

本期内容提要：

- **周观点：基数效应减弱，6-7月社零增速趋于稳定，消费力并未出现显著下滑。**7月社会消费品零售总额36761亿元/yoy+2.5%（2021-23年7月社零CAGR为+2.59%），其中除汽车以外消费品零售额32906亿元/yoy+3.0%；1-7月社会消费品零售总额264348亿元/yoy+7.3%（2021-23年1-7月社零整体CAGR为+3.49%），其中除汽车以外的消费品零售额238083亿元/yoy+7.5%。7月进入暑期，消费者支出向线下“体验型”可选消费倾斜，如：餐饮、旅游、医美等；7月餐饮消费同比增长15.8%，显著优于商品零售同比+1%的增速，或部分源于7月为防疫政策调整后首个暑期，大学生线下出行、中小學生亲子游、以及各类线下活动消费的需求增强，支出显著向线下场景消费倾斜。
- **建议重点关注顺周期类标的。**本周顺周期板块回调，金融地产跌1.25%，周期跌1.72%，消费跌1.94%，但表现仍优于制造、医药和科技板块。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。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。

美容护理周观点：

医美：Q2医美β属性较强带动头部公司中报表现较好，在当前悲观市场环境下，随着8-9月数据逐步改善，医美板块或将迎来右侧布局时点。本周华东医药、昊海生科发布半年报：昊海生科23H1玻尿酸实现营收2.56亿元/+114%，增速最快的玻尿酸“海魅”实现超1.15亿元营收，同比增长3.8倍；华东医药23H1国内医美业务实现收入6.47亿元/yoy+56.47%，其中欣可丽美学实现收入5.16亿元/yoy+90.66%，分季度看，欣可丽美学Q1/Q2分别实现收入2.10/3.06亿元，同比分别增长约34%/168%。医美板块头部公司中报超预期氛围浓烈，华东医药伊妍仕等再生类产品在消费疲软期展现韧性可以说明医美高端消费市场在当前经济环境下的热络。虽然Q2季度末冲刺销售部分导致7月出货表现稍弱，但考虑8-9月下游机构有望继续开展促销活动（十一长假前为传统医美旺季、且机构端亦有在季度末冲刺业绩的诉求）、以及“如生天使”新品推出等多因素为上游出货向好提供支持，我们乐观看待核心公司Q3数据稳定兑现。

在今年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、市场对于新品关注度明显提升，7月爱美客推出具备差异化高端定位的新品“如生天使”，考虑高端消费当前受影响更弱且高端客群对于效果更

为关注而价格敏感度更低，如生发布推动增速提升的确定性较高，为公司 H2 以及 24 年的持续业绩增长提供了较强保障。我们认为“如生天使”是熊猫针之后公司最具备销量确定性的产品，9 月“如生天使”销售数据有望促进市场形成一致共识，并促进长线投资提高对于估值切换至 2024 年的意愿。

建议首先关注具备强竞争力新品、长期稳定增长确定性进一步提升的爱美客，在其他核心公司通过在逆境之下的稳定增速证明其 α 前，建议关注具备新品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——华东医药、巨子生物、锦波生物等，把握医美 β 的较高确定性。

化妆品：618 大促后进入化妆品消费淡季，7 月社零增速有所回落。7 月化妆品零售总额为 247 亿元/yoy-4.1%，2021-2023 年 CAGR 达 +1.60%；1-7 月化妆品零售总额为 2315 亿元/yoy+7.2%，2021-2023 年 CAGR 达 +3.59%。6 月作为化妆品大促月仍然表现出相对明显的虹吸效应，7 月进入淡季后虽增速趋缓，但考虑其全年占比比较低（22 年 7 月/22 年全年化妆品比重为 6.4%），预计对于全年整体增速影响有限。考虑到社零整体增速来看消费力并未出现显著下滑，且护肤品具备必选属性，消费者存货消耗完毕后，后续仍然会进行稳定复购补货，依旧相对乐观看待今年整体化妆品行业表现。

近期薇诺娜依靠抖音超品日实现 7 月 GMV 较好增长、抖音七夕活动继续推广修白瓶，珀莱雅有望在 8 月参加超品日进而推动 8 月抖音 GMV 实现更优增速。考虑到本年天猫渠道流量红利有所衰减，在非大促月份兴趣电商渠道消费增长或更为显著，并为品牌提供了新品发布以及新客获取的较好机会，建议关注核心公司品牌新品运营种草情况，若品牌集中在成功率更高的渠道推新（如选择抖音进行投放），以及在淡季月份有新品即有较好表现（如观察到新品销售额占比提升），则新品更有望在双十一进行集中放量、推升品牌增速，建议关注近期有新品发布或单品进入集中推广期的贝泰妮（修白瓶、特润霜）、珀莱雅（源力面膜 2.0）、巨子生物（可复美：小水膜 2.0、冰激凌面膜 2.0），以及 7 月份数据出现拐点的福瑞达（瑷尔博士&颐莲），同时建议关注福瑞达后续的股权激励预期。当前进入中报密集披露期，建议关注持续改善逻辑兑现的贝泰妮、中报有望实现超预期业绩表现的巨子生物。

出行周观点：TOP3 RevPAR 持续创阶段性新高，商务与休闲市场均创下年内最高入住率(230806-230812)。TOP3 数据：周度：Occ 83%（环比+3.12pct）；ADR 383 元（环比+1.7%）；RevPAR 318 元（环比+5.7%）。周三、四入住率 87.2%/87.0%，环比上周均有上涨。休闲&商务。休闲周度：Occ 85.23%（环比+3.88pct）；ADR 732 元（环比+2.2%）；RevPAR 624 元（环比+7.1%）。商务周度：Occ 79.61%（环比+4.14pct）；ADR 646 元（环比+0.3%）；RevPAR 514 元（环比+5.8%）。8 月第一周商务市场受华北地区自然灾害影响数据环比回落，第二周商务出差复苏，ADR 维持高位，OCC 有明显改善，带动 RevPAR 增长 5.8%。休闲市场 OCC 突破 7 月 80% 中枢，创下年内新高，ADR 延续 7 月增长态势，我们认为或由于部分暑期亲子群体 7 月补课导致出行需求在 8 月初释放，带动休闲市场接连提升，到 8 月中下旬开学季前预计长线游降温，城市周边游、郊游或将迎来暑期最后一波热度。我们预期 8 月出行将维持 7 月热度，对 Q3 及之后的出行市场需求当前维持谨慎乐观态度。

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平台高峰期；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：政府密集投放消费券拉动免税销售、海南客流景气度延续，坚定看好海南免税基本面改善。

7 月以来海南省已密集发放约 3 轮离岛免税消费券及 2 轮线上会员购消费券，有效提振海南免税销售表现；同时，当前海南两大机场客流接近五一当周及一月中旬水平，出境游恢复背景下，海南作为热门境内旅游目的地仍保持强大客流吸引力；此外，免税商香化供给改善及折扣力度略有加大亦对销售表现有所促进，近期海南免税边际改善明显，拐点或已基本确立。

展望后续，仍有较多催化待逐步释放，随三亚 2 号地及两大顶奢有望于十一旺季开业，海棠湾客流吸引力及承载能力将更上层楼，新海港 Gucci&Prada 或于年内陆续开业、品牌引入及重装进展持续，有望加速销售爬坡，宏观经济预期向好及消费力恢复亦值得期待。

眼视光周观点：

昊海生科半年报位于业绩预告中枢，玻尿酸业务持续超预期，高端人工晶体快速放量：医美板块 23H1 实现营收 4.85 亿元/+47%，玻尿酸业务持续超预期，其中海魅营收超 1.15 亿元/+380%，推动医美成公司第一大板块；眼科 23H1 实现营收 4.81 亿元/+35%，受益于白内障手术量迅速恢复，及公司多品牌布局、渠道完善、两轮集采后价格体系稳定，人工晶体市占率稳中有升，高端人工晶体 SBL-3 销量同比 +169%，另有多款高端产品正处于临床试验中，23H1 人工晶体营收 2.04 亿元/+58%；全球生产经营逐步恢复及高透氧材料等在国际市场持续开拓，推动视光材料实现营收 1.10 亿元/+42%；此外，角塑业务稳步增长，下半年重点关注公司自有品牌放量情况及 PRL 新一代产品临床进展。23Q2 营收 7.02 亿元/+42%，归母 1.24 亿元/+1130%，实现毛利率 70.64%/-1.9pct，实现净利率 17.63%/+15.5pct。

爱博医疗披露 23H1 半年报，晶体&角塑&新产品全面放量，手术+近视防控+隐形三大产品线初步确立：手术类业务受益于积压需求释放，23H1 实现营收 2.54 亿元/同比+37%，其中基于多张境外注册证成功申请和学术活动逐步恢复，境外人工晶体同比+116%，出海成效初显；角塑潜力继续释放，行业竞争加剧、消费力中下行不改中长期成长性，23H1 实现营收 1.06 亿元/同比+39%；视力保健产品开启放量，23H1 实现营收 0.45 亿元/同比+403%，对营收贡献超 11%，其中 23H1 江苏天眼实现收入 1629 万元、净利润-584 万元，有望随产能及良率爬坡改善。23Q2 营收 2.17 亿元/同比+53%，归母 0.85 亿元/同比+31%，实现毛利率 83%/同比-2pct，实现净利率 38%/同比-7pct，净利润增速不及营收增速预计主因低毛利产品占比提升+市场恢复后公司推广力度加大所致。

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。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；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，关注毛纺行业龙头南山智尚、新澳股份。

➤ **教育人服周观点：教育：**23Q2教育行业报名情况恢复迅速。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%；科德教育在校生人数增长驱动业绩大幅增长，23H1预计实现归母净利润0.52~0.67亿元、同增95.7%~152.2%。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：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。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。

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：三生股份。

黄金珠宝周观点：根据国家统计局，7月金银珠宝零售额218亿元，同比下滑10%，今年以来单月首次呈负增长。根据上海黄金交易所，7月黄金现货平均收盘价453.99元/克，同比2022年7月增长20%，

我们推算 7 月销量下滑约 25%。

我们认为 7 月数据承压的原因主要来自：1) 去年 6 月末正值上海刚刚解封，存在需求回补且各品牌加大促销力度；2) 去年 7 月中旬金价呈一轮短期较快下跌，最大跌幅在 20 元以上，带动消费者“抢金潮”。因此，去年 7 月金银珠宝零售额同比增长了 22%，而今年淡旺季节奏回归正常，存在基数压力。

短期数据波动不影响行业长期逻辑，我们依然看好头部品牌通过拓店持续提升份额、获得快于行业的成长性。

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。

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。	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。