



Research and
Development Center

新消费周观点：权重板块逐步筑底，万事 俱备、静待东风

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：权重板块逐步筑底，万事俱备、静待东风

2023年08月27日

本期内容提要：

- **周观点：部分权重板块已逐步筑底。**本周北向资金再次大幅流出 224 亿元，拖累上证指数回调 2.17%，深证成指回调 3.14%，创业板指更是大跌 3.71%并创 3 年以来新低。尽管如此，我们也看到，食品饮料、银行、煤炭、石油石化等权重板块走势已逐步企稳，其中贵州茅台本周逆势上涨 1.24%，拉动食品饮料板块涨跌幅排名第 3，机构正通过权重板块托底并推动指数筑底。

回归右侧仍然需要东风催化。随着 7 月底以来推出的经济刺激政策细节持续落地，加上近期部分标的及板块中报表现还不错，基本面或许并没有市场行情展现的这么悲观。在上周央行二季度货币政策的带动下，本周人民币汇率也逐渐企稳，我们预计后续 A 股要从政策底转换到市场底并且反弹仍然需要一些资金面的催化。我们认为需要重视中报超预期的标的，预计市场会开始关注本次中报超预期标的 24 年业绩，低估值下或较容易获得机构资金重点配置。

- **美容护理周观点：**

医美板块：

具备更优效果的高端医美产品增长潜力得到持续验证，8-9 月数据改善或将带来医美右侧布局时点。本周爱美客发布中报业绩，23H1 实现营收 14.59 亿元/yoy+64.93%，实现归母净利润 9.63 亿元/yoy+64.66%；23Q2 实现营收 8.29 亿元/yoy+82.60%，实现归母净利润 5.49 亿元/yoy+76.53%，嗨体系列继续稳健增长（23H1 溶液类注射产品同增 35.9%），凝胶类注射产品在濡白天使的推动下 23H1 同增 139%。濡白天使（爱美客）、伊妍仕（华东医药）、海魅（昊海生科）等产品在 23H1 消费力恢复趋缓背景下的高速增长验证了能够提供更优效果的高端产品具备较高的消费者接受度与发展潜力，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，市场对于新品关注度更高，具备类似定位新品布局的上游龙头增长确定性或进一步提升（如：定位高端浅层紧致再生的如生天使 7 月末上市，我们预计其 9 月销售占比或开始提升）。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 H2 数据稳定兑现。

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、昊海生科、巨子生物、锦波生物等，把握医美 β 的较高确定性。

化妆品板块：

日本核废水排放事件或削弱日系美妆产品竞争力，国货崛起逻辑确定性进一步提升。日本于 8 月 24 日开始将核废水排入大海，引发大量负面舆情，海关总署当日下午决定自 2023 年 8 月 24 日（含）起全面暂停进口原产地为日本的水产品，消费者亦担忧日系美妆的安全性，在

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

今年6月就曾经有相关的舆情小范围爆发，6月中国海关总署于官网回复了关于“来自日本的化妆品护肤品是否会进行核辐射检查”的提问，提及“将全力防范境外核辐射超标货物物品入境”，亦有部分国货品牌在6月发布关于“产品是否使用日产原料/是否存在核辐射超标”的说明，足见消费者对于产品安全性的担忧，我们认为在当前舆情进一步恶化的情况下，或为国货化妆品产业链带来类似“新疆棉”事件之于国货运动品牌的崛起机会，国货原料生产商、代工厂以及聚焦中国特有成分的化妆品品牌或将率先受益。

当前处于化妆品消费淡季，我们建议：①**关注兴趣电商平台表现**。本年天猫渠道流量红利有所衰减，在非大促月份消费或更多在兴趣电商渠道体现，建议关注近期核心公司抖音渠道表现。②**关注品牌新品运营种草情况以及进入9月后的双十一布局机会**。品牌多在大促前数月进行新品发布以及种草，再于双十一进行集中放量，若观察到新品在淡季月份有新品即有较好表现（如新品销售额占比提升），则在双十一贡献增量的概率更高，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（瑗尔博士&颐莲），进入9月后可关注双十一前期的布局机会。当前已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、持续稳定增长的珀莱雅。

➤ 出行周观点：

酒店板块下跌，或源自高估值消化。8月以来，酒店板块持续下跌，月初至今跌幅达到-16.44%。拉长区间来看，自4月11日以来，酒店板块整体跌幅超过30%。1)6月初和7月底各有小幅上涨，我们认为分别源自五一/端午景气回升背景下市场博弈暑期旅游表现以及政策密集出台、经济复苏预期增强后顺周期标的关注度提高，但实际上涨幅有限，因此我们认为两次反弹实为下跌中继。2)两次主要下跌时间段分别位于4月中旬至5月底和8月，均处于业绩披露期前后。我们认为市场预期出行需求释放后酒店业绩有望强改善，因此年初至4月中酒店板块处于高位，但仍然需要回归业绩表现，而4月至今则处于消化较高估值阶段。

华住业绩与股价背离，或源自板块拖累以及机构止盈。本周四华住披露财报，业绩表现出色，但周五仍大跌9.71%。我们认为反映了市场对后续需求恢复强度并不乐观。一方面，行业整体并非全面性复苏，存在结构性分化，锦江和首旅处在组织架构调整改革的经营非稳态，比如锦江境外卢浮子公司亏损拖累业绩、推进会员体系建设导致业绩兑现能力较弱，而首旅H1净利润则仅恢复至疫情前七至八成水平，因此板块整体或处于“挤泡沫”的阶段。另一方面，华住Q2已位于盈利高点，因此外资持仓机构可能选择止盈。

期待市场回归业绩主线，看好Q3业绩恢复。从高频数据跟踪来看，暑期持续高景气，尽管没有对股市产生强支撑，但我们认为今年仍要回归业绩兑现，而暑期旺季数据可以支持我们对Q3业绩乐观判断，此外，我们认为4月至今估值消化已接近尾声，因此，建议重点关注酒店板块配置机会。

➤ 免税周观点：本周中免股价受市场对于宏观经济及消费信心影响较多，此外，随着人民币贬值加剧，外资持仓较多标的或出现一定回调，且汇率贬值对中免利润端也有一定影响，致使中免股价下跌。

基本面来看，随着暑期逐步进入尾声，海南航班客流略有回落，8月18日-24日两大机场客流环比分别-5%、-3%，但仍居较高水平，较19年分别+11%、+37%；同时，政府密集投放免税消费券、香化畅销品供给改善及折扣力度略有加大共同推动销售端拐点基本确立、逐步企稳

上行。展望后续，海南免税仍有较多催化待逐步释放，随一期 2 号地及两大顶奢落成在即，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，市内免税政策的有望加速推出、线下机场口岸的逐步恢复、机场租金减免、宏观经济预期向好及消费力恢复亦均值得期待。

中免披露 23H1 半年报：Q2 消费力疲软、折扣力度收窄、打击代购等因素影响下需求端显著承压，畅销品供给问题或亦有所拖累，三亚市内店+中免香港供货利润预计构成核心利润来源：三亚市内店 23H1 营收 168.76 亿元/+10%、归母净利率 10%/-6pct，海免营收 28.09 亿元/-19%，归母净利率 5.3%，预计均有供货利润计入中免国际；日上上海营收 81.97 亿元/+50%，线上持续营销维持高收入体量，线下客流修复下预计收入占比近 20%，归母净利率 0.10%/-4.4pct，预计主因线下销售恢复速度不及客流恢复速度。23Q2 营收 150.89 亿元/+39%，归母 15.65 亿元/+14%，折扣收窄+积分体系优化+汇率影响收窄推动毛利率环比改善，实现毛利率 32.83%/-1.1pct，环比+3.8pct；销售费率 14.75%/+10.8pct，出入境客流恢复带来机场租金大幅提升，23H1 租金约 18.42 亿元，实现净利率 10.79%/-3.9pct，环比-1.1pct。

王府井披露 23H1 半年报：免税业务持续成长，23Q2 免税营收 0.80 亿元，环比+43%，毛利率 12.5%，环比-2.2pct，并正全力推进二期筹备及招商；公司作为稀缺的全渠道免税牌照持有方，在北京持有大量优质自有物业，正积极争取市内免税政策及项目推进，有望显著受益于政策拓展、释放业绩弹性。奥莱业态增速强劲，版图持续拓展，23Q2 营收 4.86 亿元/+57%，毛利率 65.8%/+8.9pct，截至 23H1 已开出 16 家；购物中心不断迭代升级，“一店一策”梳理项目定位，营收 5.69 亿元/+7%，毛利率 49.4%/+3.7pct；传统百货转型积极推进，营收 14.29 亿元/+16%；专卖店体量不断扩大，超市受行业环境、基数效应等影响承压。23Q2 营收 30.13 亿元/+24%，归母 2.91 亿元/+6089%，扣非 2.35 亿元/+234%，实现毛利率 41.01%/+5pct，净利率 10.37%/+11pct。

➤ **眼视光周观点：**

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。

➤ **黄金珠宝周观点：**

中国黄金、潮宏基、周大生已发布 23H1 业绩，23H1 营收分别增长 17%/38%/58%，归母净利增长 22%/39%/26%；23Q2 营收分别增长 23%/61%/69%，归母净利分别增长 27%/54%/27%，二季度均延续了一季度的高景气，并在低基数下增长环比提速。

分产品来看，黄金为主要增长贡献。周大生 23H1 自营单店黄金收入 276 万元，同增 33%，单店黄金毛利 63 万元，同增 27%，较 21H1 增 19%；加盟单店黄金批发收入 115 万元，同增 64%，单店黄金批发毛利 6 万元，同增 75%。潮宏基 23H1 珠宝行业收入同增 40%，其中时尚珠宝/传统黄金收入分别增长 23%/72%，且时尚珠宝品类的增长也主要由定价类黄金产品贡献。

Q2 拓店总体提速，下半年开店预计进一步加快。中国黄金 23Q2 开店恢复正增长，Q1/Q2 分别净开直营店 0/3 家，加盟店-27/42 家，23H2 拟增加直营店 10 家、加盟店 268 家，我们预计全年有望实现 300 家的新开店、年末 4000 家店的目标。周大生 23Q1/Q2 分别净开 1/85

家。潮宏基 23Q1 净增加盟店 12 家，23H1 直营/加盟分别净减少 29 家/增加 89 家，全年净开店目标 200-250 家。

我们预计随着 8 月下旬珠宝销售逐步进入旺季，短期数据催化叠加中长期开店逻辑带来的成长性有望继续带动板块性行情。建议关注加速拓店集中度提升，轻资产模式下现金流改善的行业龙头。

- **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，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：兰生股份。

- **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。