



Research and
Development Center

新消费周观点：消费再迎政策利好，重申 当下应重点提升消费板块整体仓位配比

商业贸易

证券研究报告

行业研究

行业周报

商业贸易

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：消费再迎政策利好，重申当下应重点提升消费板块整体仓位配比

2022年12月18日

本期内容提要：

- 本周国务院印发《扩大内需战略规划纲要（2022—2035年）》，以及中央经济工作会议明确提出“要把恢复和扩大消费摆在优先位置。增强消费能力，改善消费条件，创新消费场景”，从政策层面为明年消费行业复苏提供保障。
- 我们坚定看好消费板块行情，我们认为当下还是提升消费仓位配置的周期，要抓紧后续因短期消费情绪低迷而形成回调的机会，择时面（PPI-CPI剪刀差转负后，利润将逐步从产业链上游转移到下游，消费类公司利润表将逐步改善）和基本面/政策面均支撑消费板块逐渐走出牛市行情。在近期交流后了解到当前整体消费行业仓位依然偏低，即使后续的疫情第一次大规模冲击对消费尤其是服务业产生不利影响，我们认为消费行业也很难有大幅度回撤，若有回撤可以抓住机会低位布局，尤其是通过配置各个消费子赛道的龙头标的快速提升消费仓位。从配置方向上，当前应重点配置必选消费及复苏确定性较强的可选消费，例如医药、食品饮料以及出行产业链（若明年初出入境政策放开，则预期航空、机场将有超额收益），而其他长牛型可选消费赛道则依然需要耐心，例如医美板块有望于明年3-4月看到基本面明显改善，化妆品板块投资布局期预计在明年618之前。
- **本周扩大内需政策思路分析：**经济发展三驾马车中，出口高景气度明年预计很难继续维持，源自海外经验表明放开初期疫情将影响劳动参与率，出口制造类企业短期内可能出现用工荒，以及高通胀及经济衰退预期影响下海外消费需求低迷，产品库存维持高位，出口高增长无法持续，此外人民币国际化进程正处于关键时期，人民币进一步贬值空间较小；以房地产为核心的传统投资更多是平稳发展而非繁荣。我们预计在三驾马车中的出口回落、投资平稳的预期下，国内消费行业有望为未来我国的经济增长贡献更多力量。

具体到消费行业，消费升级依然在持续推进，但拖慢消费升级速度的主要在于供给端，因此预计下一阶段的重点工作是通过政策引导等方式加速我国产业结构升级，提供更高品质、更高科技含量的商品以挖掘消费潜力；反过来，终端消费市场的发展反过来也会引导、加速供给端产业结构调整进程，例如新能源车（纲要促消费的方向之一）之于芯片产业、重组胶原蛋白之于合成生物产业。同时在需求侧反相促进产业结构优化升级的过程中，对劳动者的职业技术能力提出更高的要求，因此职业教育迎来发展契机。

此外，医疗、住房、教育/养育这“三座大山”也是阻碍国内消费潜力释放的因素，纲要重点强调稳房价、促进教育公平、提供多层次医疗服务，以减少国内居民在这些方面的刚性支出，从而提高居民的消费能力与消费意愿。

- **医美周观点：期待“倒春寒”过后医美行业自下游起步的复苏节奏。**2022年疫情反复造成医生跨区域执业、顾客跨区域消费存在较大阻力，消费恢复缓慢，在当前防控措施优化后，随着后续疫情高峰回落、趋于好转，客群跨区域流动或也将逐步恢复，黏性较强、消费人群偏中高端的医美消费或呈现稳态上升的趋势，优质公司α有望逐步兑现，当前预期已逐步进入医美布局的右侧时间点，下游医美机构端或率先享受消费复苏带来的业绩推动作用。近期中国双美（生美+医美）第一股美

丽田园港股上市已过会，爱美客等医美公司的港股上市预期或更加乐观，若医美融资氛围趋于宽松，下游医美机构龙头公司亦将从中受益。

爱美客：随着再生材料认知度提升，先前受到影响的跨区域种子医生教学重新开展、激发销售人员动力的措施推出，关注濡白天使在 2023 年的放量情况；公司的水光产品推广计划已在筹备中，作为合规水光市场先行者有望抢占更多市场空间。**华东医药：**关注公司再生产品（少女针）销售表现，以及公司研发的国内首款减重产品获批进度。**医思健康，朗姿股份：**随着疫后消费复苏，下游医美机构或将率先恢复，若医美融资环境趋于宽松，合规优质机构享客流恢复和集中度提升双重机会。

当前建议关注：（1）再生材料赛道（尤其注意胶原蛋白）：**爱美客，华东医药，江苏吴中，巨子生物**；（2）合规水光赛道：**爱美客，华熙生物，复锐医疗**；（3）减重赛道：**华东医药，爱美客，复锐医疗**；（4）医美机构龙头：**医思健康，朗姿股份**等。

- **化妆品周观点：双十一后行业催化偏弱，建议年为维度考虑优质公司配置时间点。**在疫情下消费力受损，消费者对于折扣的需求以及囤货意愿加强，使得大促的虹吸作用凸显；从社零数据来看，11 月化妆品类同比-4.6%，依然跑赢社零总额同比-5.9%的增速，体现出较强的必选以及抗波动属性，双十一后行业的催化剂相对更少，但随着消费情绪恢复、龙头公司推新搭配优于其他消费行业的年报表现，或带动市场进入美护布局周期，我们预计 2023 年 3 月后可能进入偏右侧的布局点。建议以年为维度配置优质公司、关注头部化妆品集团**贝泰妮、珀莱雅、华熙生物、巨子生物**。

从确定性的角度看，**珀莱雅**长期增长确定性较高，当前投资人以配置疫情复苏标的为主，珀莱雅前期受损较少因此疫后弹性相对偏弱，但长期角度可配置为高确定性底仓；珀莱雅双十一表现突出、大单品运营较为成功，可期待新品牌继续复制成功运营经营，关注主品牌源力系列发展，子品牌彩棠、悦芙媞、OR 表现；由于**贝泰妮**定位敏感人群的属性，线下（医院/OTC）渠道客群对于舒敏的诉求更强，因此品牌忠诚度天然高于线上公域流量获客的客群，在目前品牌渗透率相对敏感肌人群占比依然有较大提升空间的前提下，随着先前受到阻碍的线下获客渠道复苏，后续销售数据或持续恢复，搭配年底 AOXMED 新品牌发布以及其他明星单品推出，公司的恢复弹性较高；**华熙生物**前期受减持影响明显，且涵盖了市场对公司的部分担忧情绪，当前时点的公司边际好转将带来充足弹性；在 2023 年胶原蛋白行业的投资热度下，建议关注公司胶原蛋白原料量产以及推出重组胶原为原料的化妆品的布局情况，或有望提升消费者认知；**巨子生物**的可复美品牌在电商直营渠道推动下维持高双位数增长，可丽金渠道结构调整后也重回增长渠道。重点关注巨子明年 212 吨原料新产能释放进度，以及重组胶原蛋白行业 β 的投资机会。

- **餐饮旅游周观点：**本周《扩大内需战略规划纲要（2022—2035 年）》指明了下阶段旅游行业重点发展方向，从供给侧入手，提升基本消费品质，扩大高品质消费服务供给，加快高品质休闲旅游度假目的地建设，健全行业标准体系，同时也指出细分赛道的前景，比如旅游与传统文化的结合，培育海岛、邮轮、低空、沙漠等新型旅游业态等。长期以来，国内旅游行业核心矛盾在于优质供给匮乏，基础供给已无法满足人民日益提升的消费品质需求，旅游供给约束限制产生强烈外溢效应：2019 年出境游 1.55 亿人次，境外消费额 1338 亿美元，人均花费了超过 6000 元约等于当年度城镇居民人均旅游花费（约 991 元）的六倍多。以旅游餐饮为代表的服务业是实现社会价值自上而下传导的优质路径，同时在扩大消费、吸纳就业方面具有重要意义，2019 年餐饮行业直接和间接就业人口近 3200 万，占全国就业人口的 4.07%。我们认

为《纲要》是服务业新一轮周期的起点，餐饮、旅游、酒店等标志性行业将从过去 10 年的规模扩张周期过渡到标准化提升与质量升级的价值上升周期，当下需全面重视餐饮旅游等行业长周期左侧机会。1) 餐饮：重点关注同庆楼、百胜中国、奈雪的茶、九毛九；2) 酒店：重点关注锦江酒店、君亭酒店、金陵饭店、首旅酒店、华住集团；3) 景区：重点关注宋城演艺、中青旅、丽江股份、天目湖；4) 航空机场：重点关注春秋航空，美兰空港，中国国航。

- **免税周观点：防疫政策优化后海南客流快速恢复，预计短期将有所震荡，但增长趋势不改：①航班量：“新十条”发布以来，12月8日-17日，海口机场及三亚机场航班分别环比已增长44.04%、62.36%，分别恢复至2019年的54.30%、54.56%；②客流量：12月9-15日，海口机场及三亚机场客流分别环比已增长83.88%、123.40%，分别恢复至2019年的51.25%、51.51%；③从海口美兰机场高频数据来看，15、16、17日预计分别运送旅客4.10、4.15、4.03万人次，已恢复至19年的约63%，上升趋势略有震荡，预计主要由于感染率上升造成部分群体延后出行。**

本周我们发布了《免税折扣专题系列之二：海南开启免税跨年狂欢季，中免、海旅折扣力度环比加大》：年末冲刺销售，海南免税商折扣力度有所加大，预计近期中免折扣力度环比11月底提升约2%-3%，香化类主流品牌普适性折扣从11月的折合8折加大至当前的5件78折、部分2件65折，其中雅诗兰黛集团下的雅诗兰黛、海蓝之谜分别有56%、64%的SKU各低至2件65折、2件7折；海旅12月多为1件72折，其中雅诗兰黛、海蓝之谜均有近25%的SKU低至4-7折、6-7折。

我们认为过往影响免税商盈利能力的是客流而非竞争，坚定看好疫后免税业销售和利润率的快速修复，建议重点关注：1) 客流恢复后新海港项目的爬坡情况，三亚凤凰机场新增面积开业等；2) 海棠湾商业布局：一期2号地预计23年内开业，供给扩容，引入更多奢侈品；与太古合资海棠湾三期，布局首个度假型商业项目；3) 全岛封关及后续政策变化；4) 市内免税政策进展及免税商门店布局卡位；5) 中免港股上市后的资本运作情况。从中长期的维度，随着产业链的变革、中国免税商自身竞争力的提升、政策的持续催化，免税行业成长性和确定性仍在。建议关注中国中免、海汽集团、海南机场、王府井、海南发展、格力地产。

- **纺织服装周观点：服装方面，当前行业处于去库存中后期，9-11月疫情反复、防控压力有所提升，下游需求承压，多数服装公司终端销售影响较大，整体消费较为疲软。今年以来市场担心疫情反复，对于消费预期较低，板块调整幅度较大。近期国内多地疫情封控要求逐步调整，优质公司优先受到外部资金的青睐，估值开始修复。我们认为疫情调整后，短期疫情快速扩散、居民担心感染后减少出行，线下客流、消费复苏进展将受到影响，长期来看，本周国务院印发“扩大内需纲要”，市场预期和信心有望逐步回暖，我们预计明年二季度后居民生活将恢复正常节奏，且经济增长有望恢复，推动运动服装需求保持增长。因此我们建议服装板块，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。防疫政策逐步调整后，部分地区可有序恢复正常生产生活秩序，因此政府部门对于个人防护措施的要求可能会提升，推动防疫物资需求进一步增加。关注防疫物资龙头稳健医疗需求增长。**

上游纺织企业方面，22Q3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，Q4纺织企业业绩存在一定压力，关注汽车产业链、毛纺、反光服装等细分公司表现。纺织板块在出口疲软环境下短期增长压力大，关注优质行业龙头及国内收入占比高、业绩有望改

善的皮革龙头公司，重点关注**华利集团、申洲国际、明新旭腾**，此外关注毛纺行业龙头**新澳股份、南山智尚**，反光材料行业龙头**星华新材**。

- **教育人服周观点：扩大内需，利好教育、人服板块。**12月14日，国务院印发《扩大内需战略规划纲要》，对教育、人服做出战略规划，强调“完善职业技术教育和培训体系，支持和规范民办教育发展”，利好职业教育以及民办教育的健康发展；同时还提出，“支持灵活就业人员等群体勤劳致富，完善灵活就业人员参加职工社会保险制度”，保障灵活就业人员的权益，促进灵活用工长远发展。

教育：政策面出发，优选民办高教、职教培训、教育信息化版块。民办高教版块，营利性选择仍在推进，独立学院转设尚未全部完成，对于政策风险的担忧逐步消解；学额增长驱动民办高教的量增，平均学费小幅增长，量价齐升带来内生稳定增长，估值处于低位，一二级市场估值倒挂，带来并购进程趋缓；职业本科或将带来新增增长点。职教培训版块，短期疫情扰动不改长期逻辑，在国家政策鼓励职教培训的大背景下，职教培训需求仍然旺盛，短期对于培训需求的压制将会在疫后加速兑现；降本增效逐步体现，带来利润端的恢复。教育信息化版块，贴息再贷款政策出台，刺激教育信息化投入。K12教培版块，“双减”政策限制K9学科培训，出台《暂行办法》打击违规“黑教培”“地下教培”，各K12教育公司面临转型。

人服：灵活用工高景气，招聘类业务修复可期。灵活工具有“缓周期”属性，纵观日本历史，劳务派遣规模在宏观经济低谷反升。近年来，我国灵活用工一直保持高速增长的态势，20年全球疫情的背景下，人服公司的灵活用工依然正向增长，22年国内疫情反复，科锐、万宝盛华灵活用工增速依旧靓丽，其中科锐国际22H1灵活用工增速超50%，Q3增速达46%。疫情后招聘类业务得以恢复。猎头和RPO是顺周期的业务，20年受到疫情影响，科锐、万宝盛华的招聘类收入下滑，随着疫情向好，21年出现明显修复，22年前三季度受疫情反复影响，增速下滑。我们认为，随着海外的放开以及国内疫情的向好，且招聘类业务在22年低基数的情况下，在23年有望迎来显著增长。

- **风险因素：**疫情相关风险、宏观经济风险、政策风险、化妆品行业系统风险、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。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
团队负责人	韩秋月	13911026534	hanqiu Yue@cindasc.com
华北总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北	秘侨	18513322175	miqiao@cindasc.com
华北	李佳	18845635989	lijia1@cindasc.com
华北	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华南总监	王留阳	13265702135	wangliuyang@cindasc.com
华南副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南副总监	王雨霏	17727821880	wangyu fei@cindasc.com
华南	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华东总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东	孙僮	18610826885	sun tong@cindasc.com
华东	贾力	15957705777	jjiali@cindasc.com
华东	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东	粟琳	18810582709	sulin@cindasc.com
华东	石明杰	15261855608	shimingjie@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。	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。