



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

新消费周观点：重点提示抓住消费板块短期涨势放缓的加仓机会

新消费

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：重点提示抓住消费板块短期涨势放缓的加仓机会

2023年2月5日

本期内容提要：

三年疫情期间，居民收入下降，但储蓄率为16年以来新高，意味着消费支出有更大降幅；近期提前还贷潮现象也证明，消费疲软的原因更在于内需相对不足。2月2日，商务部表示2023年为“消费提振年”，统筹开展促销费活动。据不完全统计，2022年12月以来，已有超过40个城市宣布发放消费券，覆盖汽车、餐饮、冰雪运动、文旅等多个领域。但消费券只是短期刺激消费的手段，提振消费需要“组合拳”，长期扩大内需还要靠推动高质量发展，提高居民收入，稳定收入预期。近日，多个省份部署工作，把恢复和扩大消费摆在优先位置，地方财政支出将围绕促进消费恢复、增加有效投资、为市场主体减负三大主线重点发力。春节以来，消费行业也释放积极信号，线下消费场景修复带动很多消费子行业明显回暖，包括航空、旅游、零售餐饮等行业均迎来修复，消费的长期价值凸显。

医美周观点：关注医美“正循环”之下的投资机会。以2019-2021年为例，分为以下两个阶段：第一阶段2019年医美下游机构受查税/监管叠加20H1疫情影响，部分机构关停转。第二阶段始于20H2，由于先前机构数目缩减，供给侧优化带来头部机构市占率提升、运营效率提升进而带动盈利能力提升，后考虑孵化或并购新机构。下游新开店趋势推动上游的光电类仪器、注射类耗材的需求，上游通过战略布局新品帮助机构抢占市场，上下游相辅相成推动收入增长，并陆续出现利润率、财报数据提升的正向循环。

当前医美行业或已进入新一轮的“正循环”。23年1月上旬客流恢复较好，库存迅速消化或将推动后续机构积极补充库存，进入3月后下游机构或通过开展38节活动以吸引客流提升消费，可期待2-3月核心上游公司出货数据表现，市场对于短期月度数据的担忧或带来布局机会；5月受益于假期客流增长、且同期疫情严重基数较低，4-5月数据或亦有亮眼表现。

我们认为随着爱美客、华东医药等核心标的表现向好，医美板块估值锚点上移或将带动行业投资热度提升，我们认为可根据以下分类进行先后关注，（1）品牌矩阵丰富，产品认可度较高的头部标的：爱美客、华东医药；（2）具备产品矩阵或下游机构布局的标的，当前涨幅不及第一类标的但弹性较高：昊海生科、朗姿股份、医思健康、复锐医疗科技、美丽田园医疗健康；（3）随前两类标的涨幅较大后也或有较好表现的医美相关标的，如尚无产品矩阵但已有产品上市或在研的标的。

化妆品周观点：化妆品较为依赖大促逻辑，当前正处行业淡季、催化较弱，1月天猫化妆品数据较弱或受到同期春节假期时间位于2月、同期1月基数较高的影响，确定性更高的右侧布局时点或为23Q1中下旬，我们认为从该时段开始或将有更多的基本面催化因素出现，包括：化妆品板块相较于其他消费赛道或更具优势的年报业绩表现、核心公司新品规划以及后续618布局都有望推动化妆品板块情绪向好。

关注线下消费复苏对于板块的推动作用。受益于线下消费复苏，部分通过线下获客的品牌有望获得长期发展新动能，但从线下沉淀获客到导流至线上消费所需时间较投放线上广告、直播更长，需从长线角度关注公司渠道调整、提升获客效率的动作。关注彩妆行业复苏逻辑兑现。部分国货彩妆品牌在行业表现较弱的1月依然表现出优异增速，



关注后续彩妆行业复苏对于拥有彩妆品牌布局标的业绩增长的推动作用。关注新成分赛道增长机会。1月巨子生物旗下主打重组胶原蛋白原料的可丽金、可复美在护肤类目下实现逆势高增长，随着重组胶原蛋白成分的品牌参与者不断增多、市场教育推进，赛道增长机会有望继续凸显。当前重点关注具备较强弹性的贝泰妮、华熙生物，业绩增长确定性相对较高的标的珀莱雅和未来有望纳入港股通、之后或仍有较大增长空间的巨子生物。

重组胶原：重视今年重组胶原蛋白行业β侧投资机会。目前重组胶原蛋白行业仍处于发展初期，弗若斯特沙利文预测未来五年CAGR高达55%，高增速有望容纳众多厂商。在该阶段，巨子、创健、聚源等多个重组胶原蛋白厂商获得融资后，一方面或将加大研发投入、推出更多更优的重组胶原蛋白产品，另一方面有望加快消费者教育，从而从供给和需求两端共同推动重组胶原蛋白行业高增长。当前重组胶原在化妆品领域日益提升的认可度已在品牌月度数据中有所体现，后续可关注除I、III型胶原蛋白外的其他材料在更多领域的应用（如：17型胶原蛋白-防脱发、胶原蛋白医美植入剂）。重点关注巨子生物、锦波生物、华熙生物、江苏吴中、丸美股份、若羽臣、洁雅股份。

- **春运跟踪：**截至2023.02.03，全国春运累计客运量为10.69亿人次，同比上升57%，较19年同期下滑47.5%；①：民航累计客运量为3593.5万人次，同比上升45%，较19年同期下滑27.1%；②：铁路累计客运量为2.21亿人次，同比上升39%，较19年同期下滑17.7%；③：公路累计客运量为7.96亿人次，同比上升64%，较19年同期下滑52.6%；④：水路累计客运量为1572.1万人次，同比上升38%，较19年同期下滑58.7%。

对于春运数据强弱，我们近期做了一些解读，其中三个比较重要的原因有：①公路客运产能出清：公路客运营运车辆从19年的78万辆下降到21年的59万辆，公路客运作为春节客流的重要构成（19年占比超过80%），其核心产能构成疫情三年来有24%的出清，若以19年春运公路客运量24.5亿人次来看，24%的产能出清粗略测算对应5.88亿人次客流，因此公路客运的复苏进度相对铁路和民航较慢。②高速公路车流量大幅增长：2023年春节假期期间，全国高速公路日均流量达4500万辆，同比2022年增长32%，同比2019年增长15%。其中客车流量占总量的97%，货车流量占总量的3%。③返乡客流的提前释放：一方面来自于高校于22年11月起提前放假，学生客流在节前得到释放，另一方面来自于务工人员提前返乡。

近期观点：出基于春运客流的解读与分析，我们认为整体出行需求是旺盛的，但结构性的因素占据了今年春运主导，以至于统计面数据相对较弱，但我们也需要考虑到节假日出行需求一次性释放效应，更应该关注节后工作日出行需求的持续性。酒店板块的需求依赖于商旅活动的复苏，而酒店供给侧在疫情三年之后整体而言偏谨慎，且酒店投资原本相对滞后于需求（一次性投入较高、回本周期逐渐变长），所以我们认为在过渡之年，行业或可看到供需关系持续向好，由此酒店集团几年下来累计的产品结构线提升带来的价格弹性有望体现。餐饮板块在节假日与节后表现较好，更早且更近距离地受益于客流复苏，本地生活高频消费场景受外在要素影响相对有限。旅游板块经历了元旦后的一轮调整，当前已经回归相对合理位置，我们认为依然需要从过去几年的边际变化入手，即是否有流量扩容，是否有收益稳定的新项目投运等影响公司中长期现金流的基本面改变，从中挑选具备有比较优势的标的，复苏之年，景区依然面临较为激烈的流量竞争压力。展望一季度，我们认为节后行业复苏持续性有待验证，从中期复苏到成长过度进程来看，建议关注板块顺序为酒店>免税>餐饮>博彩>旅游>航空机场。

重点标的：（1）餐饮：建议重点关注同庆楼、百胜中国，建议关注奈雪



的茶、九毛九。(2)酒店:建议重点关注锦江酒店、君亭酒店、金陵饭店,建议关注首旅酒店、华住集团。(3)旅游:建议重点关注宋城演艺、中青旅、丽江股份、天目湖,建议关注众信旅游、岭南控股、长白山、桂林旅游、复星旅游文化。(4)航空机场:建议重点关注春秋航空,美兰空港,上海机场,中国国航。

- **免税周观点:春节假期结束后海南客流增势持续,预计免税销售有望延续春节高水平:**1月27日-2月2日,海口美兰、三亚凤凰机场客流环比分别+16.61%、+13.13%,1月26日-31日,三亚凤凰机场旅客吞吐量连续6日突破8万人次,机场预计元宵节前凤凰机场日均客流仍将维持在8万人次左右高位运行;此外,多个OTA平台预测黄金周后海南将迎来错峰出游高峰,三亚市旅文局局长亦表示将力争让春节旅游“黄金周”变为“黄金月”。我们预计黄金周后海南旅游及免税市场持续火热,免税销售有望延续高增长。

海南客流有望领先于出境客流得到修复,无需过分担心出入境分流影响:疫情下跨省游亦受到较大影响,2022年三亚凤凰机场、海口美兰机场旅客吞吐量分别仅恢复至2019年的47%、46%,海南客流相较疫情前仍有较大恢复空间,根据奥纬咨询,出境游恢复后,海南仍为消费者仅次于香港的优选目的地,海南客流有望领先于出境客流得到修复;此外,疫情下海南免税把握窗口期修炼内功,国内免税商在品牌端的话语权已获提升,在价格优惠度、品牌及SKU丰富度等方面逐步具备国际化竞争水平。出入境后,海南免税市场仍有望凭借持续升级的供给、较高的消费额度、便捷的线上平台、较低的购物门槛等竞争优势长期占领消费者心智和保持全球竞争力。

中国中免公告2022年业绩快报,22Q4业绩承压:1)2022年实现营收544.63亿元,同比-19.52%;2022年实现归母净利润50.25亿元,同比-47.95%;扣非净利润48.97亿元,同比-48.64%;2)22Q4营收150.99亿元,同比-16.93%,环比+28.90%;归母净利润3.97亿元,同比-65.87%,环比-42.50%,归母净利率2.63%,环比-3.26pct;扣非净利润3.13亿元。22Q4营收环比+28.90%,但盈利能力短期承压,我们预计22Q4业绩下滑或主要由于:1)我们预计毛利率较低的线上有税渠道占比环比持续提升:22Q4全国疫情仍然反复,三亚凤凰机场、海口美兰机场旅客吞吐量环比分别增长9%、5%,但营收环比增速快于客流增速,预计补购渠道销售额环比提升较多,致使整体毛利率下滑;2)Q4管理费用和资产减值费用通常较高,21Q4、22Q4资产减值损失分别达6.38、3.46亿元;管理费用率分别达4.34%、5.36%。

- **眼视光:**22年受到疫情影响,眼科门诊及视光中心的正常运营受阻,较多潜在验配需求递延;我们预计23年1月已开启修复,但受到春节假期的影响短期数据预计仍承压,2月正值寒假,随着线下验配畅通,或将迎来强势反弹。建议关注优质眼视光标的:爱博医疗、欧普康视、明月镜片,建议关注普瑞眼科、博士眼镜。
- **纺织服装周观点:**服装方面,当前行业处于去库存中后期,2022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。11月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。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、消费复苏进展受到影响。伴随感染人数走过峰值,消费活跃度持续提升,春节“开门红”提振市场信心,助力消费加速回暖;长期来看,国务院印发“扩大内需纲要”后,市场预期和信心有望持续修复,我们预计今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。此外近期跨境电商行业市场关注度提升,欧美高通胀背景下居民消费能力受损,高性价比消费预计增长韧性较强,优质卖家华凯易佰数据表现良好。
- 我们建议服装板块,年货经济催化叠加疫情影响改善,销售旺季有望



来临，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；长期来看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**。关注泛品类跨境电商龙头公司**华凯易佰**。

- 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，四季度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：产业升级驱动职业教育发展。**

教育：我国不仅处于第一产业向二、三产业升级的进程中，还处于高技术制造业、新兴服务业投入和贡献逐步提升的关键时期，更需要相应的人才支撑，随着部分传统产业的转移和退出，释放出来的劳动力需要通过进一步的职业教育来满足新增就业要求。因此，我们认为，无论是学历职业教育，还是非学历职业教育都会越发贴合这个方向，提供符合产业升级人才需求的专业和课程的公司有望更加受益。落实在职业教育行业量化层面，学历职业教育或将体现为生额的不断增加（政策不断支持）、相应专业报到率的提升（需求旺盛）；非学历职业教育或将体现为报名人数增加（需求旺盛）、行业集中度不断提升。

建议重点关注职业教育行业的投资机会，学历职业教育聚焦办学质量高的民办高教和致力于提升文化+技能的民办中职，非学历职业教育短期聚焦业绩弹性较大的公司，中长期聚焦符合产业升级人才需求的公司。建议重点关注：**中教控股、希望教育、科德教育、行动教育、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，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。建议重点关注：**科锐国际、北京城乡**。

- **会展：**出入境政策优化有望进一步促进外展增长。1 月 8 日起，随着国家移民管理局开始实施《关于新型冠状病毒感染“乙类乙管”后优化移民管理政策措施的公告》，我国出入境政策优化。海外疫情管控放开，我们预计外展有望迎来修复，企业的商贸需求有望得到释放。建议重点关注：**米奥会展、兰生股份**。
- **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
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com

华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@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。