



Research and
Development Center

新消费周观点：提升消费仓位并且重视精 选赛道，毛利率提升幅度或是参考标准之

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：提升消费仓位并且重视精选赛道，毛利率提升幅度或是参考标准之一

2023年2月19日

本期内容提要：

- 本周消费行情强于大盘，提仓位的同时精选赛道与个股。我们于02.12周观点中提到，重视消费基本面正循环窗口期，而本周消费板块走势明显强于大盘，美容护理、食品饮料、轻工制造、纺织服装板块涨幅分别位列申万31个行业的第1/2/4/7名，且在大盘回调的过程中均取得正涨幅。根据信达金工团队的统计，截止02.17基金配置A股8大消费行业的累计持仓比例为31.05%，近两周略有回落，但整体仍在提升趋势中。我们认为，一方面，当前消费持仓距离历史平均值34.13%以及历史最高值45.33%仍相对较低，即使考虑到近年来我国产业结构升级、能源等战略新兴行业产值持续提升，估计本轮消费复苏行情中消费板块基金持仓比例也有机会达到上一次多头行情的区间下沿35%；另一方面，部分消费白马龙头估值已有明显修复，因此近期越来越多投资者转而开始精选复苏速度快、成长性显著、估值有性价比的赛道与标的，从毛利率入手或是参考标准之一。

历次剪刀差转负的过程中，毛利率提升幅度大的消费子版块往往取得更明显的超额收益。我们在此前外发的2023年度策略报告中提到，复盘2017年以来PPI-CPI剪刀差四次进入负区间的过程，除了各消费子行业均取得明显超额收益以外，毛利率处于扩张期的消费子版块超额收益更高。从这个角度出发，建议关注以下消费子版块：酒店（行业竞争格局优化使得龙头公司市占率&议价能力提升+中高端酒店占比提升）、免税（规模效应带来议价能力提升、采购成本下降）、化妆品（国潮崛起大背景下国货品牌持续完善产品矩阵）、医美（新产品推动客单价与盈利能力提升）、重组胶原蛋白（技术进步&政策支持）等。这些子赛道兼具短期与长期发展逻辑，建议重点关注。

- 医美周观点：本周我们在武汉参与了22-23年医美学术年会，注意到以下趋势：

1) 美塑疗法中可应用的材料不断增多：除透明质酸外，胶原蛋白、PRP等材料的应用依然具备较大空间；在抗糖化功效方面，添加肌肤成分的态活或具有高增潜力；

2) 对于“内外轮廓塑造”的重视程度不断提升：当前行业更加重视轮廓塑造概念，濡白具备在鼻背、额部塑形的独特适应症，少女针在下面部更为适用，均有望在新趋势下受益；

3) 关注透明质酸注射过量后的修复需求：针对该问题，专家提出了“光电紧致+复位提升+骨性支撑”的联合疗程，通过多轮治疗改善面部表现，或对于具备提拉紧致效果的光电类设备以及骨性支撑材料（如：宝尼达、濡白天使、少女针）存在一定利好；

4) 胶原蛋白与玻尿酸赛道未来有望形成差异化竞争：玻尿酸支撑性更优，胶原蛋白具备丰富功效，实际功能具备差异化，无需过度担忧产品之间相互替代的风险。

我们认为随着爱美容、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：爱美容、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：**我们在年初已经提示 Q1 中下旬为化妆品行业偏右侧的布局时点，随着当前部分核心公司的全年经营策略、新品发布节奏逐渐清晰，市场提前布局 38 大促，板块表现依然值得期待。未来建议持续关注 1) 线下渠道恢复 2) 彩妆行业复苏 3) 新成分发布对于行业发展的推动作用。

关注贝泰妮的左侧布局时点。贝泰妮 22 年因舆论以及线下获客不足导致业绩不达此前预期，公司已针对以上问题进行调整：对于面霜气味导致的舆论，公司增加了原材料采购阶段的气相检测工序与生产阶段的质检人员；对于线下获客不足问题，我们预计本年线下合作的医院有望回归至 3000 家+，通过医院渠道布局提升线下高粘性消费者的转化，但考虑到从线下获客至数据在线上得以体现存在时滞性（有产品消耗周期以及在大促时囤货的倾向），天猫线上数据好转或在 Q2 体现（抖快作为兴趣电商逻辑不同于天猫，抖快数据或先于天猫好转）。

当前重点关注具备较强弹性的**贝泰妮、华熙生物**，业绩增长确定性较高的**珀莱雅**和未来有望纳入港股通、之后仍有较大增长空间的**巨子生物**。

- **餐饮旅游周观点：**

2023 年春运 40 天，全社会人员流动量约 47.33 亿人次。其中：

① 营业性客运量约 15.95 亿人次，比 2022 年同期增长 50.5%，恢复至 2019 年同期的 53.5%；

② 铁路、公路、水路、民航分别发送旅客 3.48 亿、11.69 亿、2245.2 万和 5521.4 万人次，分别比 2022 年同期增长 37.5%、55.8%、37.1%和 38.7%，分别恢复至 2019 年同期的 85.5%、47.5%、55.1%和 75.8%。

③ 全国高速公路小客车流量累计 11.84 亿辆次，载容量约为 31.38 亿人次，比 2022 年同期增长 18.6%，比 2019 年同期增长 17.2%。

旅游与酒店数据：2.5~2.11（节后一周）酒店集团 STR 数据，入住率为 72%（环比+8.7pct），房价为 298 元（环比+3%），RevPAR 为 213（环比+17%），与我们之前判断的入住率持续提升趋势一致。

展望一季度，通过对节后两周的数据跟踪，我们认为复苏第一阶段的向上趋势已经初步确立，伴随两会的召开以及重点项目的逐渐落地，企业投资生产需求有望重回正轨，出行板块仍有较高的复苏空间。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~跨境游>餐饮>旅游>航空机场。

重点标的：（1）餐饮：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：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：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：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：**

出入境逐步恢复，但近期海南航班客流仍相对稳定：2 月 11 日起，韩国恢复发放中国公民赴韩短期签证；截至约 2 月 17 日，自 2 月 6 日香港与内地全面通关以来已有超 260 万人次旅客经各陆路口岸出入境。从海南航班客流来看，1) 航班量：2 月 12 日-2 月 18 日，海口机场及三亚机场航班量分别环比-2%、+0%，同比 19 年-2%、+5%，同比 22 年+0%、-4%；2) 客流量：2 月 10 日-2 月 16 日，海口机场及

三亚机场客流环比分别-4%、-5%，同比22年分别+12%、+5%，相比19年同期分别+16%、+17%。

疫情下海南免税把握窗口期修炼内功，我们预计出入境放开对海南免税分流影响有限。疫情下跨省游亦受到较大影响，2022年三亚、海口机场旅客吞吐量分别仅恢复至19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；此外，疫情下海南免税把握窗口期修炼内功，出入境恢复后，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。

出入境恢复，口岸免税有望迎来快速修复，期待市内免税新政落地：

1) 口岸免税：1月广州白云机场口岸免税店销售额达1765.2万元，同比增长3.9倍，销售额增速快于1月白云机场国际客流同比增速(+246%)；2) 市内免税：1月民盟广东省委提出“争取市内免税政策试点，争取市内免税店早日落户广东，探索广东特色市内免税与海南离岛免税联动发展模式”等；2月9日天津市提出“加快发展免税经济，争取设立市内免税店”。随着出入境客流逐步回暖，市内免税政策的放开或有望提上议程，我们预计在购买人群或购买期限等方面或将有所拓展。据沙利文数据，2026年我国市内免税店市场规模或可达269亿，市内免税店有望成为中国免税市场的重要增长点，真正吸引海外消费回流。

我们持续看好免税市场潜力，建议积极关注**中国中免、海汽集团、王府井**。

- **眼视光周观点：**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。建议积极布局优质眼视光标的，推荐**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。近期印染行业市场关注度提高，下游需求修复、纺企补库存预期下，棉价有望低位反弹，色纱龙头**富春染织**盈利水平有望得到修复，叠加公司产能扩产进度快于预期，建议重点关注。

➤ **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
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@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	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。