



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

新消费周观点：继续从毛利率扩张的确定性去推进消费细分赛道配置

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：继续从毛利率扩张的确定性 去推进消费细分赛道配置

2023年3月5日

本期内容提要：

➤ **大消费基本面有望改善，需精选赛道与个股。**此前，央行发布 22Q4 货币政策执行报告，我国居民消费率明显低于高收入国家水平。而消费是长期驱动经济增长的重要内生动能，消费板块具备长期配置价值。2023 年的促消费工作迎来多重部署。展望 2023 年，疫情防控优化，“稳增长，促消费”政策发力，制约消费回暖的因素有望缓解，大消费细分赛道基本面有望进一步改善。但在当前行业趋势并不十分突出的情况下，需要在新消费、消费升级等领域精选个股。近期越来越多投资者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，重点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。我们认为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：**医美下游需求持续旺盛，多因素催化上游销售数据向好。当前医美消费需求依然较为旺盛，38 活动期临近，机构冲刺促销活动有望推动上游龙头出货表现稳健向好，考虑到 2 月同期春节错期、3 月受到 38 活动催化，4-5 月备战五一长假的客流小高峰以及去年同期上海疫情造成的低基数影响，2-5 月的上游出货数据持续或有亮眼表现，尤其关注爱美客 3-4 月新商业模式推出有望带来更优增速。

龙头标的领涨，后续建议关注 1+2 线标的的组合机会。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；随着龙头标的领涨，后续可同步关注除第一类标的（品牌矩阵丰富，产品认可度较高的头部标的，如：爱美客、华东医药）外的第二类标的（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，如：昊海生科、朗姿股份、医思健康、复锐医疗科技、江苏吴中、美丽田园医疗健康）。

➤ **化妆品周观点：**我们在年初已不断提示 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逐渐清晰，我们认为在 38 大促表现基础上，可搭配关注 3-4 月财报数据披露、品牌年度产品规划、后续 618 进行综合投资布局。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。

贝泰妮管理层调整落地，静待业绩后续兑现。3 月 1 日公司公告非独董董俊姿先生提交离职，并聘请张梅女士、王龙先生和王飞飞先生担任公司副总经理。张梅总先前曾在公司多个业务部轮岗，对于电商业务非常熟悉，可持续关注 2-3 月抖快平台数据表现，若仅将抖音与天猫渠道合并观察，则可能忽略抖音渠道率先改善的趋势，错过最佳布局时点；此外：①公司或回归线下医院获客，进而导流至线上渠道复购，



其效果或将在 Q2 天猫端体现；②公司针对 22 年舆论事件，对公关以及生产流程均进行了相应调整；③重新梳理产品线、调控价格体系，减少不同渠道之间的摩擦，提升运营效率。改善逻辑有望持续兑现，为市场提供更多信心。

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 3 月纳入港股通、之后仍有较大增长空间的巨子生物。

- **重组胶原蛋白周观点：**巨子生物 3 月 13 日将被纳入港股通标的，增量资金或将持续发掘投资价值，重组胶原蛋白有望成为重点赛道，继续重点关注。22 年 11 月上市以来，由于巨子尚未纳入港股通，市场对巨子的研究并不充分。而此次巨子入通后，我们预计市场对巨子以及重组胶原蛋白投资价值的认知将持续加深，巨子的估值也有望继续提升、向 A 股美护龙头标的看齐。

重组胶原蛋白有望成为重点投资赛道。当前市场对重组胶原蛋白的认知大多停留在护肤品&敷料应用上，对医美等其他高附加值领域的研究较少。而我们认为，重组胶原蛋白行业的发展应该以化妆品业务为现金流基础，在更多附加值更高的领域兑现价值。例如 XVII 胶原蛋白有很好的防脱生发的效果，且副作用小于目前市面上的同类产品，若后续创健、锦波、巨子等公司正式推出其 XVII 胶原蛋白防脱生发类产品，业绩增量可期。而目前已知的胶原蛋白共有 29 种，每种胶原蛋白都有不同的功效，龙头厂商未来可拓展空间广阔。

- **酒店旅游周观点：**

酒店：2 月倒数第二周，酒店入住率上升趋势有所缓和，我们认为，2 月下旬，伴随春节周期休闲客流的回落，酒店需求逐渐由商旅客流填补，展望 3 月，进入商旅传统复苏月份，需要重点观察商务出行复苏进度对酒店数据的后续支撑。

展望一季度，通过对近期数据的跟踪，我们认为复苏第一阶段的向上趋势已经初步确立，企业投资生产需求重回正轨，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，关注板块顺序为酒店≈免税>餐饮>国内旅游>出入境游>航空机场。

重点标的：(1) 餐饮：重点关注百胜中国、同庆楼，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：出入境持续复苏，海南航班客流仍相对稳定：**3 月 1 日起，日、韩等国放松对中国旅客的入境要求；2 月内地入境香港旅客 110.8 万人次。从海南航班客流来看，1) **航班量：**2 月 26 日-3 月 4 日，海口机场及三亚机场航班量分别环比-2%、+0%，同比 19 年-4%、+7%，同比 22 年+21%、+17%；2) **客流量：**2 月 24 日-3 月 2 日，海口机场及三亚机场客流环比分别-1%、-2%，同比 22 年分别+42%、+54%，相比 19 年同期分别+9%、+21%。

近期免税板块股价表现较弱，优质免税标的安全边际较高，我们建议重点关注两大核心主线：

1) 海南：我们认为不必过分关注短期数据，看好销售额和利润率提升，重点关注中国中免+海汽集团

①**客流：**港澳旅游热度下三亚航班客流仍处于高位运行状态，我们预计 23 年可恢复至 19 年 95%；②**市占率：**我们认为普通消费者比例与市占率成正向关系，海棠湾、新海港、海旅免税普通消费者占比高，为



真正能随客流提升而获得销售额弹性的免税综合体，预计市占率将稳中有升。

2) 市内免税政策落地预期或将逐步增强，重点关注王府井+中国中免：

随着出入境恢复、两会临近，市内免税政策落地预期或将逐步增强，我们预计在购买人群或购买限制等方面或将有所放松，看好中期 300 亿市场空间；重点关注王府井（高弹性）+中国中免（已全国布局、市占率确定性强，市内免税未 price in）。

- **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。建议积极布局优质眼视光标的，重点关注爱博医疗、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：**纺织服装方面，当前行业处于去库存中后期，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 12 月服装鞋帽针纺织品类零售额为 1321 亿元，同降 12.5%，降幅有所收窄，疫情政策调整后消费逐步修复；1 月份疫情影响减弱，且春节前线下客流表现良好，服装消费逐步修复，我们预计优质品牌销售同比多数实现增长。2 月份春节销售旺季过去，且去年收入基数相对较高，预计多数品牌收入增速将有所放缓。2022 年 11 月疫情管控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。23Q2 收入基数降低、消费有望进一步修复，预计公司业绩将继续上行。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。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，关注汽车产业链等细分子公司表现。此外近期印染行业下游需求修复、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，叠加公司产能快速扩产，业绩增长有望加速。
- 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。关注泛品类跨境电商龙头公司华凯易佰。纺织板块在出口疲软环境下短期增长压力大，关注优质行业龙头华利集团、申洲国际，以及新能源客户逐步放量，有望进入国内外头部新能源汽车供应链，业绩弹性较大的明新旭腾，此外关注色纱行业龙头富春染织。
- **教育人服周观点：**产业升级驱动职业教育发展。

教育：职业教育投资价值有望凸显，建议继续重点关注。北京师范大学教育学部高等教育研究院教授乔锦忠近日接受采访时指出，预计 35 年，义务教育阶段在校生规模将比 20 年的 1.4 亿减少约 3000 万。我们认为无需过度担忧，05~17 年出生人数每年均在 1500 万以上，且稳中有增，因此，我们认为，高教以及职业培训对应人口基数在中长期维度有望稳步提升，并且具备渗透率提升逻辑。板块回调或凸显投资性价比，建议持续重点关注职业教育投资机会。

1) 中等职业教育：持续优化，升学途径扩充。在“职业高考”不断推行和完善下，中职升学渠道更加通畅，升学需求有望会更加旺盛，文化课培训重要性凸显，因此中职文化培训类招生有望持续增长。

2) 高等职业教育：毛入学率提升带动生额及招生数增长。“十四五”规

划和《中国教育现代化 2035》提出，2035 年高等教育毛入学率达到 65%。平均 18 岁开始进入高等教育阶段，即 23~35 年高等教育的入学基数对应 05~17 年出生，这期间出生人数每年均在 1500 万以上，且稳中有增。因此，我们认为，生额和招生人数在中长期维度有望稳步提升。

3) 非学历职业教育：目标人群基数稳定，渗透率有望提升。职教培训目标人群主要为 18 岁+的人口群体，如前文所述，这部分人口有望稳步增长至 35 年，中长期维度有望稳步提升。此外随着我国产业结构的转型，就业人员转型对应的职业培训需求增长，参培率有望提升。

建议重点关注职业教育行业的投资机会，我们认为，高教及职教人口基数与渗透率均有望提升，带动职教行业未来稳步增长。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。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	hangjiuyue@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	张瀚夕	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	wuquo@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	孙瞳	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。