



Research and
Development Center

新消费周观点：2月CPI超预期转正，关注两会后促消费 政策落地进展

2024年3月10日

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: 2月CPI超预期转正, 关注两会后促消费政策落地进展

2024年3月10日

本期内容提要:

- **近5个月以来CPI首次转正且超预期。**尽管此前市场对低基数下的2月CPI转正已有预期,但最终同比增长0.7%的绝对值依然明显好于市场预期的0.4%,而且环比增长1.0%的涨幅更是创2021年以来新高,说明CPI正处于加速修复之中。具体拆分来看:1)食品中的猪肉价格在连续下降9个月后首次转涨,同比增长0.2%,而此前农业部将全国能繁母猪正常保有量目标从4100万头调整为3900万头,产能端持续去化或将对猪肉价格起到一定的支撑作用;2)扣除食品和能源的核心CPI同比增长1.2%,创近两年以来新高,主要源自春节出行消费火热带来的服务价格提升。本周两会的政府工作报告将今年CPI目标继续定在3%左右,我们在此前的周观点中也多次提及拉升CPI是扭转消费预期的关键,尤其本周(据日本时事通讯社报道)日本央行考虑3月退出负利率政策的灰犀牛事件一旦爆发,通过拉升CPI优化供需预期或许是我国的应对之策之一。
- 此外,2月PPI同比下降2.7%,PPI与CPI的剪刀差从上个月的-1.7pct拉大到-3.4pct,负剪刀差期间利润有望从产业链上游转移到下游,下游消费板块将有望实现明显的超额收益。但去年我国CPI多次为负、通缩预期强烈,因此消费板块承压。若后续CPI能持续为正且剪刀差继续为负的话,消费板块超额收益或将再次显现。
- **关注两会后促消费政策落地进展。**今年的政府工作报告主要从增加收入、优化供给、减少限制性措施等方面综合施策、激发消费潜能,例如稳定和扩大传统消费,鼓励和推动消费品以旧换新;培育壮大新型消费,实施数字消费、绿色消费、健康消费促进政策,积极培育智能家居、文娱旅游、体育赛事、国货“潮品”等新的消费增长点。考虑到今年3%的赤字率加上1万亿美元的特别国债,我们预计今年财政政策对经济的刺激力度加大,后续重点关注这些刺激政策的落地情况。例如两会前反复提及消费品以旧换新,本周上海市商务委发布新一轮绿色智能家电消费补贴政策、新一轮汽车补贴政策,切实利好家电、汽车等消费板块。
- **美护周观点: 板块推荐角度: 医美>化妆品; 头部国货化妆品集团具备α机会。**2023年角度来看,医美行业渗透率受消费力影响提升速度放缓,行业核心增长来源为高端新产品推出拉升客单价,2024年在新品逻辑有望继续演绎的基础上,若水光新适应症获批有望加速渗透率提升,行业β或更加凸显;化妆品行业短期尚需等待驱动渗透率提升加速的新渠道出现,但是从品牌市占率角度来看,国货化妆品品牌对外资品牌的替代趋势明显,因而我们认为头部国货化妆品集团具备α机会。
- **化妆品周观点: 三八大促验证国货化妆品品牌对外资品牌的替代趋势。**根据青眼数据,2023年国货化妆品市场份额达50.4%,首次超过外资化妆品品牌;从三八大促情况来看,国货化妆品品牌对外资品牌的替代效应持续,建议关注三八大促增速优异的公司后续维持亮眼表现的可能。
- **行业消费趋势来看防晒为今年发力重点(或可抢占日系产品份额,日系防晒在22年国内TOP40防晒品牌中市占率达22.6%),科技力更强/多重功效为核心竞争力,防晒作为护肤中不可或缺的一步,若能够建立较强的产品信任度,后续复购稳定,更有望成长为大单品系列。**关注:在国货防晒领域已具备较高市占率、后续有新款防晒发布的珀

莱雅（22年珀莱雅品牌防晒市占率2.1%/发布新品盾护防晒）、贝泰妮（22年薇诺娜防晒市占率4.2%/发布新品时光修护防晒）。

- **医美周观点：重组胶原赛道持续高景气，欧莱雅旗下修丽可合作锦波生物推出重组III型胶原蛋白溶液（械三）。**该产品定位抗衰功效，宣称“直补胶原、年轻绽放”，主打部位公司预计为额头纹、鱼尾纹、眉间纹，后续若定位高端，则有望打开后续将要推出的重组胶原蛋白医美注射剂的价格空间。此前，欧莱雅小蜜罐系列全新升级，首次添加重组胶原蛋白（来自锦波生物），主打抗衰功效，同时首发胶原生命周期抗老体系。我们认为欧莱雅作为头部化妆品&医美集团，具备较强的造势能力，其对重组胶原蛋白成分的重视和推广宣传有助于：1）加快市场教育，从而促进重组胶原蛋白市场加速成长；2）提升锦波生物的知名度。
- **2月市场相对平淡情况下头部公司1-2月出货表现优异，期待3-4月医美旺季有更好销售表现。**在2月市场销售反馈较淡的情况下，上游龙头爱美客仍旧有优异出货表现，濡白天使持续贡献可观增量，除产品优势外，公司销售团队亦表现出较高积极性（或源于销售团队对于公司文化与激励措施的高度认可），推升公司持续兑现优异增速的可能。新品如生天使亦在调整销售细节，可持续关注后续放量节奏。3月为医美机构普遍进入促销旺季，可期待龙头出货表现，若优异增速继续维持，有望增强市场对于医美消费的信心，我们提出的爱美客“现有产品三年业绩翻倍+未来新品布局+未来有望被给予平台型估值”投资逻辑或得到市场更多认可。
- **建议重点关注上游厂商龙头爱美客（需要1年以上的周期布局公司才能利益最大化=固有产品业绩+新产品峰值折现+平台alpha价值），布局高景气度重组胶原蛋白赛道的巨子生物、锦波生物、创健医疗（已启动IPO辅导），以及弹性标的中有新品催化逻辑的江苏吴中；此外华东医药亦有望通过伊妍仕稳定增长+EBD提供增量兑现医美业务较好增速；同时建议24H1关注昊海生科（第四代玻尿酸）、伟思医疗（皮秒激光治疗仪）、24H2关注巨子生物&锦波生物（胶原蛋白医美注射剂）、科笛的产品获批节奏。**
- **美护板块短期建议关注：爱美客、科笛、巨子生物、珀莱雅、福瑞达、江苏吴中、昊海生科、贝泰妮、锦波生物；长期建议关注：爱美客、巨子生物、锦波生物、珀莱雅、贝泰妮、华东医药。**
- **免税周观点：海汽集团：**1）公司3月5日披露调整后资产重组方案，显著下调交易价格和业绩承诺，交易对价由40.08亿元降至20.37亿元，24-26年业绩承诺由3.26/4.80/5.87亿元下调至1.61/1.82/2.02亿元。根据方案，85%为股份对价，即17.32亿元（以12.86元/股向海南旅投发行1.35亿股）、15%为现金对价，即3.06亿元，并定增募资不超7.38亿元（原方案14亿元）。2）我们认为若按业绩承诺、80%当前股价增发股本、原有业务38亿市值计算，免税业务隐含市值61亿元，对应24-26年估值分别为38/33/30倍。本周公司复牌后股价上涨较多，我们认为海旅免税目前稳坐第二梯队，在免税行业景气度抬升时或具备业绩上行空间，建议关注后续重组进展。

中国中免：1）本周海口万象城LV围挡被撤除，三亚艾迪逊Dior临时店关闭并将与三亚海棠湾门店合并，结合23Q4海南LV首店、Dior陆续在三亚海棠湾开业，再度验证了中免在精品乃至顶奢品类护城河高筑；2）据海口海关统计，40天春运期间，海南离岛免税购物金额74.1亿元、购物旅客93.8万人次、日均销售额1.85亿元/-17%，客单价7900元/-21%，件单价1003元/+13%，继续验证海南对高端客群的吸引力。3）24年来看，香化价格体系回升+租金减免+汇率改善有望共同驱动中免业绩兑现；中长期看海南物业面积+价格优势+品牌引进+服务质量提升，免税行业有望在经济周期上行阶段展现可观弹性；此外，考

考虑到封关政策边际变化对估值的有效催化，仍建议重点关注中国中免。

- **出行链周观点：**此前携程与同程在去年 12 月起涨，至今最大涨幅均超过 40%，我们认为这是对 23 年过度悲观的定价修正，同时也是对 24 年出行需求可能超预期成长的提前定价，23 年市场关注出行恢复斜率，24 年市场或将重新回归对出行需求的成长定价。我们认为，旅游出行需求在时间与空间上持续延展，持续看好景区获得超额收益的机会，建议关注丽江股份、黄山旅游、九华旅游，峨眉山，众信旅游；此外，头部酒店集团 24 年重启成长（加快开发进度、推动海外业务发展），改革有阶段性成果兑现，鉴于 A 股出行标的中酒店依然处在低位，我们认为 24 年酒店板块或是绝对收益品种，建议重点关注锦江酒店、华住集团。

3 月以来，全国多地推出免门票政策。一方面门票降价能够直接促进游客容量提升，进而带动文旅消费，另一方面，门票也是较多景区主要收入来源，因此门票降价问题广受关注。去年以来，淄博烧烤、“尔滨”冰雪旅游以及春节出游热等热门概念轮番呈现，文旅市场成为提振消费的重要助推之一，因此，24 年各地政府或将更加重视景区发展，我们认为后续或将更多采用消费券形式对门票进行补贴，同时，各景区可能需摆脱对门票经济的依赖，更多进行内容建设，从观光目的地，向休闲体验度假目的地方向转变，建议关注打造一站式旅游目的地得天目湖、开发冬季冰雪旅游项目的长白山。

- **黄金珠宝周观点：**3 月以来国际、国内金价均呈现一轮快速上涨行情。对于黄金珠宝公司来说，不同的黄金采购、生产、销售模式使得其不同程度获得金价上涨利润弹性，具体分析框架可参考我们 2023 年 10 月 27 日报告《金价波动如何影响品牌商业绩？》。金价上涨建议关注全直营的菜百股份、直营及加盟寄售制占比相对较高的周大福、曼卡龙，以及订货会备货周期内受益较多的老凤祥、中国黄金。
- **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。7 月份服装消费同比微幅增长，增速环比连续三个月持续收窄，疫情后首个暑期消费旺季对消费的拉动不及预期。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**。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。毛纺龙

头**新澳股份**毛纺产品量价齐升，公司加速全球产能布局，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。此外汽车产销两旺，高景气度持续，上游汽车内饰皮革公司**安利股份**受益于下游需求快速增长，有望凭借较强的研发创新能力，推动产品、客户结构不断升级，汽车、电子等新兴领域拓展及产能释放推动业绩增长。关注优质行业龙头**华利集团**、**申洲国际**，关注毛纺行业龙头**新澳股份**、汽车内饰皮革龙头**安利股份**。

➤ **教育周观点：教育板块回调，迎来投资机会**

(1) 教培：供给出清，集中度提升，需求旺盛。从新东方、好未来季度数据显著向好，可见 K-9 非学科类培训和高中学科类培训需求旺盛。

科德教育：旗下复读及中职学校均为营利性，且不涉及学科类培训，政策风险较小。看好公司职校及复读业务稳步增长，此外投资中**吴芯英**布局 AI+教育有望进一步打开成长空间。

(2) 职业教育：看好招录培训赛道。24 年国考报名人数再创历史新高，通过资格审查人数达 303 万人、同增 21%，且显著快于招录人数增速（24 年国考招录人数同增 6.7%）。24 年国考报录比约为 77: 1（23 年国考为 67: 1），竞争更为激烈。国考录取率非常低，且近年呈不断下滑趋势，竞争日趋激烈，有望进一步刺激考生的参培意愿，带来参培率的提升。竞争格局逐步向好，呈“三足鼎立”（**中公教育**、**粉笔**、**华图教育**）之势。

粉笔：作为我国在线招录类考试龙头，教学产品和服务优秀、教研能力强、规模优势显著，未来有望获取更大的市场份额。

华图山鼎：华图教育拥有多年的招录培训经验，教育业务逐步平移到上市公司，华图教育的收入和毛利率均体现良好的增长及盈利能力。上市公司在平移华图教育业务后有望凭借赛道的 β 和自身的 α 展现优异的业绩表现。

➤ **人服周观点：**灵活用工高景气，招聘类业务修复可期。灵活用工具有“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。建议重点关注：**科锐国际**、**北京城乡**。

➤ **会展周观点：政策催化下外展复苏。**国家频繁出台政策稳定外贸发展，23 年 2 月商务部对外贸易司司长指出，“将优先强化贸易促进、密切供采对接，推动国内贸易展会全面恢复线下展，办好进博会、广交会等重点展会”。广交会展览面积与参展企业数再创历史新高。我们预计外展行业有望持续受益于政策催化，强势复苏。建议重点关注：**米奥会展**、**兰生股份**。

➤ **风险提示：**消费恢复节奏不及预期、品牌/新品表现不及预期、客流复苏较慢。

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。