



Research and
Development Center

新消费周观点：产业和资本市场有望迎来新气象，关注消费短期释放+后周期持续发力机会

商业贸易

证券研究报告

行业研究

行业周报

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：产业和资本市场有望迎来新气象， 关注消费短期释放+后周期持续发力机会

2024年2月25日

本期内容提要：

- 本周商务部例行发布会中表示，今年春节重点监测餐饮企业销售额同比增长约17%，国内游客出游总花费6326.87亿元/+47.3%，将组织开展“消费促进年”系列活动，推动消费持续扩大，并联动京津冀三地举办2024年“全国消费促进月”启动仪式，预计第一季度消费市场将呈现平稳增长态势。

复盘 20 年 9 月/21 年 5 月/23 年 3 月，全国消促月消费表现优秀。1) 20 年秋季消促月期间，全国消费总额达 4.24 万亿元，环比增长 8.7%。其中商品消费额约 2.63 万亿元，环比增长 11.4%，汽车、家电、建材、金银珠宝等升级类商品增幅明显；聚餐宴会、休闲旅游、文化体育等服务消费集中释放，美团平台餐饮交易额同比增长超 15%；2) 21 年 5 月消促月期间实现商品和服务交易额 4.82 万亿元/同比+22.8%，其中品质消费提升、服务消费快速回暖、新兴消费蓬勃发展、农村消费潜力释放；3) 23 年 3/4 月，全国社零总额分别同比+10.6%/18.4%，其中餐饮、珠宝增速较快。

2024 年为“消费促进年”、我们建议关注消费短期释放+后周期持续发力机会。今年作为消费促进年，除了商务部举办的多个促进消费的活动外，将重点放在①稳定和扩大传统消费，例如家电和汽车以旧换新。②培育壮大新兴消费，例如国货“潮品”消费，（可关注国货化妆品等）。③扩大服务消费，将制定促进服务消费发展的政策，出台支持餐饮业高质量发展政策文件等。④优化消费环境，其中五大国际消费中心培育城市发展亮眼，海南 23 年离岛免税销售同比增长超两成。

消费板块经历 23 年的下行，估值预期双双探底，存在明显的预期差。随着 2 月大盘反弹，年初至今沪指累计涨跌幅+1.01%，而市场上五千多个标的，仅有 643 个取得正收益，其中爱美容、中国中免、宋城演艺等消费龙头标的分别取得+12.1%/+4.7%/+3.7%的涨幅。我们预计春节消费数据转好或将影响市场预期，资金有望从防御型的高分红板块流入低估值的消费板块，核心受益标的也有望从中小市值标的转变为大市值标的。

- **板块推荐角度：医美>化妆品。**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，因而我们认为确定性角度医美高于化妆品。

- **医美：**

看好高景气度持续验证的重组胶原蛋白赛道。2 月 20 日创健医疗官宣突破技术瓶颈研制出重组人 III 型胶原蛋白（全长且具有三螺旋结构），目前公司已具备实现量产的能力，整体进展上处于行业领先地位。基于重组人胶原蛋白的研究进展，我们认为创健医疗、东万生物有望优先取得突破，在兼顾量产能力、生产成本和产品稳定性的前提下制备具有三螺旋结构的重组胶原蛋白填充剂。随着制备技术突破、更多优质产品的推出以及 C 端教育的增强，消费者对于重组胶原蛋白的认知度有望持续提升，重组胶原蛋白需求端有望进一步扩容。

春节前医美机构客流表现较旺，我们预计上游龙头爱美客 1+2 月出货金额或有较好增长，若后续如生天使如期放量带动 3-4 月数据有较好兑现，则有望提振市场信心与估值。

建议关注上游厂商龙头**爱美客**（固有产品业绩+新产品峰值折现+平台 alpha 价值），建议关注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。

➤ 化妆品：

当前市场较为担忧经济环境&此前囤货堆积导致美妆行业增速走弱，对于化妆品行业增速预期放在中个位数水平（2023 年化妆品社零总额 4142 亿元/yoy+5.1%）。但我们发现，23 年我国化妆品出口体量已逐成规模，已超过国内市场化妆品规模的 6%，且达到接近 40%增长，或推动国内化妆品企业表现优于市场预期，减弱此前悲观情绪；此外在重组胶原蛋白等中国领先的原料推动下，国货美妆产品及原料出海速度有望加快。

①根据海关数据，2023 年化妆品全年出口金额 263.7 亿元/yoy+39.3%，2023 年化妆品社零总额 4142 亿元/yoy+5.1%，若综合考虑化妆品出口的拉动作用，或可更为乐观判断化妆品行业整体表现。（前述“化妆品出口”所指的类目为：3304-美容品或化妆品及护肤品（药品除外），包括防晒油或晒黑油；指（趾）甲化妆品，后同）

②从出口国家或地区来看，2023 年向部分亚洲国家/地区的化妆品出口额呈现出强劲的增长动力：中国香港地区出口额 34.4 亿元/yoy+54%；韩国出口额 10.8 亿元/yoy+265%；菲律宾出口额 3.2 亿元/yoy+54%；越南出口额 1.3 亿元/yoy+256%。

③据香港《亚洲周刊》1 月报道：“受物价持续高企影响，2023 年韩国消费者对化妆品的消费力减退，当前中低价化妆品更受市场欢迎。……瞄准韩国消费者对中低价产品的需求，中国美妆品牌在社交媒体的营销策划上紧跟韩国本地热点，反应速度极快。”在国货美妆产品力不断提升，具备较高性价比，叠加品牌熟悉社媒营销策略，亦在国内积累了丰富电商运营经验，美妆产品出口的竞争力持续增强，头部化妆品出海逻辑的可行性有望进一步得以强化。可以关注当前已进行出海布局的：**珀莱雅、贝泰妮**。

当前三八大促临近，头部品牌普遍已有新品或营销事件储备，本次促销重要程度虽不及六一八或双十一，但依然为行业消费趋势/品牌管理层调整效果/品牌新品类打造能力的重要观测节点。从后续观测时点来看，建议：（1）三八大促关注品牌表现以验证管理层调整/品牌力持续兑现效果：**巨子生物、珀莱雅、贝泰妮**。（2）24H1 关注低基数之下，品牌高增长的可能：**福瑞达、上美股份**。

美妆板块短期建议关注：爱美客、锦波生物、巨子生物、珀莱雅、福瑞达、昊海生科；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、昊海生科。

➤ 免税周观点：

中国中免：1）春节假期 12 家离岛免税店总销售额共实现 31.61 亿元，日均 3.95 亿元，同比增长 7.15%，其中，免税销售额 25.64 亿元，日均 3.21 亿元，春节表现呈现消费活力，同时也再次验证了海南对高端客群的吸引力。

2) 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, 考虑到封关政策边际变化对估值的有效催化, 仍然建议重点关注中国中免。

➤ **出行周观点:**

本周 A 股酒店旅游板块表现中规中矩, 在历史最强春节出行消费数据的背景下, 市场反应相对平淡。而美股与港股出行链核心标的携程、同程与华住本周涨幅显著。携程本周发布 23 年业绩, 业绩创历史新高, 同时管理层亦给出相对乐观的 24 年出行预期指引, 携程 23 年 GMV 超过一万亿, 占全年国内旅游收入 (4.9 万亿) 超过 20%。本轮携程与同程在去年 12 月起涨, 至今涨幅均超过 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。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。

➤ **零售周观点:**

春节黄金珠宝动销亮眼, 建议关注 24Q1 业绩兑现有望优异的老凤祥、中国黄金、周大福、曼卡龙。

春节珠宝消费高基数下实现双位数增长, 我们预计黄金表现延续高景气。根据商务部数据, 今年农历春节初一至初五, 商务部重点监测零售企业金银珠宝销售额同比增长 10% 以上。2023 年春节期间, 商务部重点监测零售企业金银珠宝销售额同比增长 4.4%。

金价方面, 2024 年春节期间国内黄金现货价格在 480 元/克左右, 同比增长约 16%, 2023 年春节期间金价同比涨幅约 10%。金价近两年总体呈上行趋势, 持续支撑黄金首饰消费增长。

➤ **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：**

(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，此外投资中昊芯英布局 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。会展：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。

➤ **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。

➤ **风险因素：**宏观经济风险、政策风险、化妆品行业系统风险、行业竞争加剧、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、金价波动不确定性，消费复苏不及预期，渠道拓展不及预期。

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。