



Research and  
Development Center

# 新消费周观点：设备更新&以旧换新或为新一轮刺激政策 重点

2024年3月17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&amp;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: 设备更新&以旧换新或为新一轮刺激政策重点

2024年3月17日

### 本期内容提要:

➤ **新政将从投资和消费端刺激经济发展。**本周三, 国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》, 次日新闻发布会上提到“设备更新将是一个年规模5万亿元以上的巨大市场”、“汽车、家电更新换代也能创造万亿元规模的市场空间”, 这些表述很容易让人联想到08年的“四万亿”刺激政策, 也体现出国家刺激经济发展的决心与信心。具体来看:

1) “大规模设备更新”对应08年11月的《研究部署进一步扩大内需促进经济平稳较快增长的措施》, 二者都是从投资方面拉动内需。不同的是, 08年投资刺激政策重点投向房地产和“铁公基”等基础设施建设上, 旨在完善我国经济发展的硬件设备; 而此次设备更新重点在钢铁、有色、石化、化工、建材、电力、机械、航空、船舶、轻纺、电子等重点行业, 大力推动生产设备、用能设备、发输配电设备等更新和技术改造, 旨在大幅提升设备的生产效率, 通过我国的规模优势提升国际竞争力, 这也与近年来我国大力推进产业结构升级、发展新质生产力的大方向是一致的;

2) “消费品以旧换新”对应09年6月的《关于转发发展改革委等部门促进扩大内需鼓励汽车家电以旧换新实施方案的通知》, 二者都是从消费方面拉动内需。不同的是, 09年消费刺激政策主要包括家电和汽车两个大类, 且下乡是重要的发展方向, 更多是普及耐用消费品; 而此次以旧换新聚焦在汽车、家电、家居产品、消费电子、民用无人机等大宗消费品, 不仅覆盖范围明显增加, 而且并未再提及下乡, 说明此次以旧换新并不是低价消费品的普及, 而是这些高质量消费品的升级换代;

3) 此外, 中央财政均是两次刺激资金的主要来源, 但本次还重点提及“优化金融支持”、“引导银行机构合理增加绿色信贷”、“鼓励银行机构在依法合规、风险可控前提下, 适当降低乘用车贷款首付比例, 合理确定汽车贷款期限、信贷额度”, 说明金融机构也将在本轮刺激中起着非常重要的角色。

因此, 我们认为有理由相信这次的设备更新&以旧换新政策是新一轮经济刺激政策的重点。在出口增速整体下行、国际贸易摩擦加剧的大环境下, 国家明确通过投资和消费拉动内需、托底经济发展, 值得期待。或许外资也看好该政策的效果, 因此本周5个交易日北向资金均在加仓A股, 累计净买入328亿元, 而今年以来外资的累计净买入仅706亿元, 外资流入速度明显加快。具体到消费板块, 在2月CPI超预期之后, 我们认为短期重点关注3月CPI能否继续维持在通胀区间内, 若兑现则消费大市值标的或将出现更明显的向上弹性。

➤ **美护周观点: 本周美容护理(申万)上涨4.49%, 在31个行业中排名第9。**在消费板块关注度提升的背景下, 美护板块处于历史相对估值低位且核心标的具备高速增长可能, 建议关注。

**关注一季报有望超预期的标的。**医美板块关注3月旺季之下有望推动Q1超预期的爱美客; 化妆品板块建议关注1+2月&三八大促增长较为亮眼, 在运营能力加持下业绩端增速有望接近或超越收入端增长的贝泰妮、珀莱雅。

**行业消费趋势来看防晒为今年发力重点, 更强防晒力/更便捷使用/多元功效为核心竞争力。**关注在国货防晒领域已具备较高市占率、有新款防晒发布的贝泰妮(22年薇诺娜防晒市占率4.2%/新品时光

修护防晒)、珀莱雅(22年珀莱雅品牌防晒市占率2.1%/新品盾护防晒),以及近期有差异化防晒新品布局的水羊股份(伊菲丹抗老防晒)、福瑞达。

**本周巨子生物上涨15.28%,建议继续关注全球重组胶原龙头。**在当前化妆品品牌保持优异增长,医美产品获批有望贡献业绩与估值增量的背景下建议积极关注。

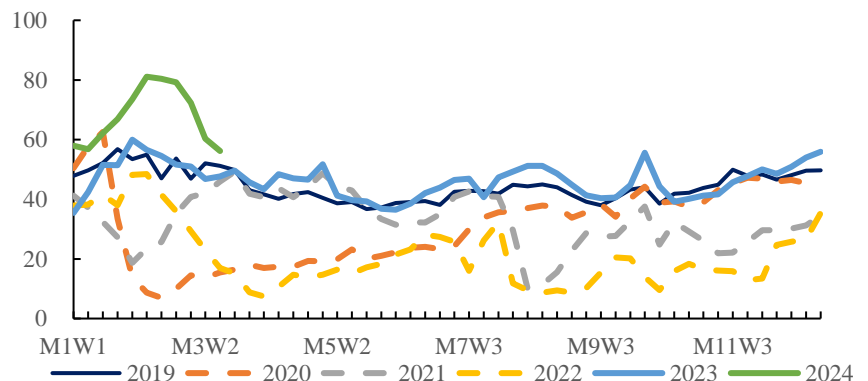
**本次315未提及医美,期待3月中下旬行业增长表现。**3月为医美销售旺季,但3.15前机构营销宣传可能相对保守,可期待中下旬放量表现,龙头爱美客3月初延续1+2月较好表现,若优异增速继续维持,有望增强市场对于医美消费的信心,医美板块股价有望进入上行通道,我们提出的爱美客“现有产品三年业绩翻倍+未来新品布局+未来有望被给予平台型估值”投资逻辑或得到市场更多认可。

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。**

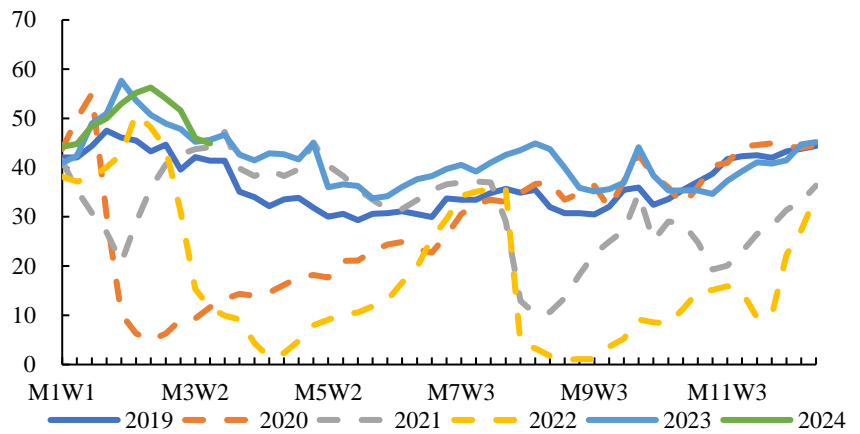
- **免税周观点:中国中免:** 1)本周中国中免上涨9.81%,我们预计主要由于a)首批中证A50ETF正式上市交易,有助于引导更多资金投向中国中免等A股核心资产;b)本周外资净买入中免14.13亿元,持股占比增加0.83pct至6.92%。2)24年来看,香化价格体系回升+租金减免+汇率改善有望共同驱动中免业绩兑现;中长期看海南物业面积+价格优势+品牌引进+服务质量提升,免税行业有望在经济周期上行阶段展现可观弹性;此外,考虑到封关政策边际变化对估值的有效催化,仍然建议重点关注中国中免。

**图1、海口美兰机场客流量情况(万人次)**



资料来源:航班管家,信达证券研发中心

**图2、三亚凤凰机场客流量情况(万人次)**



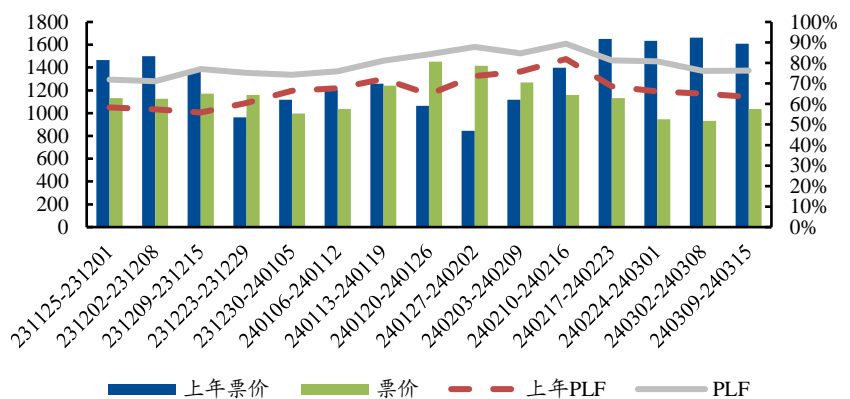
资料来源：航班管家，信达证券研发中心

- **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，1) 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。

2) 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。本周锦江酒店上涨 15.48%，一方面或源于首批中证 A50ETF 正式上市交易，后续仍有八只基金待上市，有望引导增量资金布局 A 股核心资产；另一方面，随着 1-3 月核心商务城市航班客座率高于 23 年同期，我们预计市场对 24 年商务出行需求定价或将转向乐观，24 年酒店行业 RevPAR 或比预期好。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。

图3、核心商务城市出行平均票价及客座率情况（万人次）



资料来源：航班管家，信达证券研发中心

- **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年国考招录比约为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 $\beta$ 和自身的 $\alpha$ 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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：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。