



Research and
Development Center

新消费周观点：A 股风险相对较小，或是全球稀缺低洼巨量资本市场

商业贸易

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：A 股风险相对较小，或是全球稀缺 低洼巨量资本市场

2024 年 3 月 31 日

本期内容提要：

- 房地产有望保持稳定，并用时间化解泡沫；同时高新科技产业有望快速发展，有望提高人均所得。当前 A 股市场机构投资者占比提升，叠加监管部门一系列强监管防风险举措，以及 IPO 发行节奏放缓，我们认为其风险相对较小。我们认为目前 A 股已经是全球稀缺的低洼巨量资本市场，在下半年全球资本市场动荡中有望成为避风港，我们看好分级医疗、手术机器人、检测设备、放射设备、远程医疗、慢性病和常见病（例如血液透析）等赛道；此外，看好以旧换新政策下的工厂设备和工业 AI 板块。
- **美丽田园收购奈瑞儿核心业务，头部生美集团市占率提升逻辑得以确认。**公司以 3.5 亿元对价收购奈瑞儿核心业务 70% 股份，2023 年奈瑞儿收入/净利润分别为 5.14/0.33 亿元，净利率为 6.5%、本次收购 PS/PE 分别为 1/15X。根据弗若斯特沙利文，2021 年美丽田园及奈瑞儿品牌分别为中国最大及第二大传统美容服务提供商，本次收购可显著提升公司市占率领先优势。除市占率外，美丽田园与奈瑞儿存在区位、核心业务、客户资源等方面的互补作用，另外公司优异的数字化体系与运营管理亦可输出赋能奈瑞儿品牌的门店运营与综合管理，未来规模化优势有望进一步增强公司在行业内的核心竞争力。

四环医药医美业务增长向好，关注新获批的黄金微针商业化策略、期待贡献收入增量。23 年公司医美收入 4.5 亿元/yoy+200%/较 21 年增长 13%，源于公司持续清理渠道库存并与多家医美机构实现战略合作等因素，目前直销+代理商已覆盖 4700 家机构（代理商覆盖约 2300 家）。毛利率端，医美业务毛利率下降 3.5pct 至 65.4%，主要源于公司加大产品品牌推广力度以推动销售增长。3 月公司代理的韩国 VIOL 公司申报的“射频治疗仪”SYLFIRM X 黄金微针获批上市，建议关注后续的商业化策略以及贡献收入增量的节奏。

建议关注医美板块龙头标的以及具备题材/热门概念的公司：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。

重组胶原蛋白赛道持续高景气。巨子生物发布 23 年年报，23 年营业收入 35.24 亿元/yoy+49%，净利润 14.48 亿元/yoy+45%。化妆品运营能力及新品推广能力得到持续验证。23 年可复美/可丽金 618 线上全渠道 GMV 同比分别 165%/70%+，双 11 线上全渠道 GMV 同比分别 100%/50%+；收入高增同时，23H1/23H2 销售费率分别为 34.6%/31.8%，环比明显下降，线上销售持续提效。24 年发展来看，化妆品方面，1+2 月以及三八大促均保持优异增长，产品推新（胶卷眼霜、焦点面霜）以及品牌营销（联合新华网&人民健康发布巨子 315 透明承诺）稳步开展，若后续 618 大促数据持续高增、新产品占比提升以及医美业务端产品获批，均有望带来增长催化，建议关注。

- **化妆品:** (1) 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**(伊菲丹抗光老防晒)、**福瑞达**等。(2) 天猫流量承压&超头影响弱化趋势下, 抖音的自播能力与达播运营能够贡献的可观增量或将成为本年公司增长的核心推动力, 建议关注品牌在抖音渠道的自播&达播占比, 关注具备较强抖音运营能力的**珀莱雅**、**上美股份**。(3) 此外, 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Q1业绩端增速有望接近或超越收入端增长的**贝泰妮**、**珀莱雅**。

美妆板块短期建议关注: **爱美容**、**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: **爱美容**、**巨子生物**、**锦波生物**、**珀莱雅**、**贝泰妮**、**华东医药**。

- **免税周观点:** 中国中免发布23年年报, 分红率上调至50%。1) 23年营收675.40亿元/+24.08%(同比, 下同), 归母净利润67.14亿元/+33.46%, 归母净利率9.94%/+0.7pct; 2) 23Q4营收167.03亿元/+10.85%, 环比+11.51%, 归母净利润15.07亿元/+274.72%, 环比+12.44%, 归母净利率9.03%; 3) 23年毛利率31.82%/+3.43pct, 虽然受汇率贬值影响较大, 但公司收窄折扣及积分政策, 叠加免税业务占比提升, 毛利率持续回升; 4) 公司拟现金分红1.65元/股, 现金分红总额34.13亿元, 股利支付率从过往约30%大幅提高至50.85%。

分板块来看, **三亚+海免+中免日上+中免香港(供货&cdf会员购)**贡献主要业绩。1) 三亚市内店23年营收283.64亿元/-6%, 归母净利润26.47亿元/+4%, 归母净利率9.33%/+0.88pct。2) 海口国际免税城首个完整经营年度收入达68.38亿元, 盈利0.33亿元。3) 海免公司归母净利润1.98亿元/-43%, 我们预计主要受到供货利润调整影响。4) 日上上海23年营收178.21亿元/+26%, 归母净利润2.57亿元/-59%, 其中23H2归母净利润2.49亿元, 年底租金新合同落地从23年12月1日起执行, 我们预计24年有望贡献可观业绩增量。5) 中免国际向各免税店供货获得供货利润, 同时运营cdf会员购平台, 23年归母净利润19.97亿元, 其中23H2仅2.33亿元。6) 剔除上述主要板块利润后, 仍有约15亿归母净利润, 我们预计主要由各地免税门店贡献。

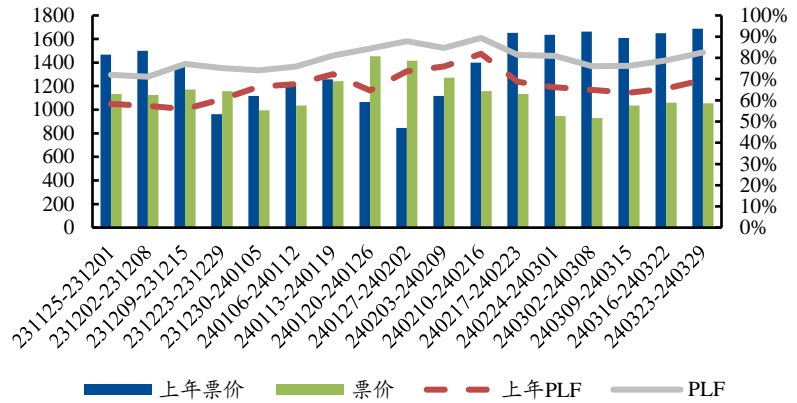
24年来看, 收入端物业增量+口岸店恢复、利润端租金减免+毛利率进一步优化有望共同驱动中免业绩兑现; 中长期看海南及中免竞争优势较为明确, 免税行业有望在经济周期上行阶段展现可观弹性; 此外, 考虑到封关政策边际变化对估值的有效催化, 仍然重点推荐中国中免。

- **出行周观点:** 出行周观点: 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。随着1-3月核心商务城市航班客座率高于23年同期, 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1、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

- **零售周观点：**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 15% 以上； | 看好 ：行业指数超越基准； |
| | 增持 ：股价相对强于基准 5%~15%； | 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。