



Research and
Development Center

新消费周观点：全球回调或是美联储降息前必要之举，光明来临前价值洼地的 A 股将是避险资金的选择之一

2024 年 4 月 21 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：全球回调或是美联储降息前必要之举，光明来临前价值洼地的 A 股将是避险资金的选择之一

2024 年 4 月 21 日

本期内容提要：

- **全球资本市场回调，A 股体现避险属性。**我们认为当前阻碍美国降息的重要原因之一是美国 CPI 指数居高不下，而在石油及大宗商品价格持续上涨的情况下若要引导 CPI 下行，或可以通过美国权益市场回调带动财富效应降温、进而推动消费市场降温，因此我们始终认为美股有回调的压力。但为了不让资金大幅流出，美国可能会通过加速日元贬值等方法使得美股跌幅小于其他多数资本市场跌幅，此前超涨的 AI 等板块或许就是美股回调的首要板块。而近期的全球资本市场走势正在逐步兑现这一观点，近期亚太多地资本市场悉数回调，本周日经 225/韩国综合/台湾加权分别大跌 6.21%/5.83%/3.35%，周五美股 AI 龙头英伟达、超微电脑分别大跌 10%/23%。展望后续，我们认为本轮美国权益市场回调带来消费数据降温后，美联储将出现越来越多关于降息的讨论，当前价值洼地的 A 股并不用担心大幅回调风险，也正因如此，本周上证指数反而上涨 1.52%，低估值的 A 股正在向全球投资者显示其投资价值。

成长及消费板块尚属于后周期的选择。在当前全球资本市场波动期间，市场风险偏好降低，投资者更倾向于确定性更高的低估值高分红板块，例如本周家电/银行/煤炭板块涨幅位列前三。而展望未来，我们认为：1) 年后我国重点推进的设备更新&消费品以旧换新刺激政策仍在落实过程中，真正体现在终端数据层面依然需要一定的传导时间，2) 市场重点关心的国内 CPI 数据也需要时间去修复，3) A 股的超额收益行情何时通过财富效应传导到国内消费层面也需要时间观察，届时成长股以及消费股才更可能走出行情。

- **美护周观点：关注美护板块短期低估机会，当前化妆品板块确定性高于医美板块。**

化妆品角度来看：财报数据来看，24Q1 欧莱雅中国销售额同比增长 6.2%，而国货头部公司珀莱雅营收同比增长 34.56%，说明国货头部美妆 β 依然稳定兑现。我们预计“国货化妆品市占率提升带动行业增长”的逻辑有望在 618 大促再次得到验证，市场资金或将在 4 月底开始布局相关标的，短期国货化妆品头部公司或具备更强的上涨确定性。

医美角度来看：Q2 继续关注公司核心管线销售增长节奏，以爱美客为例，24Q1 核心管线嗨体系列增速明显向好，已部分佐证公司的运营销售能力，若 Q2 重点产品线增速可继续验证公司能力，公司投资逻辑有望继续兑现，此外亦可证明医美行业内公司的投资价值并非仅仅是产品线的叠加，而是有可能具备品牌效应以及平台型逻辑，长期维度来看，建议参考“爱美客三年翻倍投资价值=现有产品线业绩三年增速符合预期的价值+25-26 年新品获批后的价值+公司平台型逻辑验证的价值”。

- **化妆品：**

国货化妆品头部公司珀莱雅表现亮眼，印证国货市占率持续提升逻辑。公司发布 23 年&24Q1 财报，23 年实现营收 89.05 亿元/yoy+39.45%，归母净利润 11.94 亿元/yoy+46.06%；23Q4 实现营收 36.56 亿元/yoy+50.86%，归母净利润 4.48 亿元/yoy+39.06%；24Q1 实现营收 21.82 亿元/yoy+34.56%，归母净利润 3.03 亿元/yoy+45.58%，继续超预期。23

年来看，主品牌珀莱雅大单品接受度&消费粘性进一步增强。展望 24 年，我们认为品牌&产品方面，珀莱雅品牌&彩棠大单品升级/新品储备充足，小品牌悦芙媿、OR 调整后有望继续高增，新发布国产洗护品牌或可继续贡献增量；渠道方面，公司深谙机会渠道运营模式，有望以前瞻性策略布局推动品牌持续实现优于渠道大盘增速。

科思股份 23 年业绩高增，24 年防晒剂新产能&个护原料有望贡献增长。23 年公司化妆品活性成分及其原料业务收入 20.70 亿元/yoy+43.68%，毛利率 53.06%/yoy+12.59pct；24Q1 公司收入&利润环比继续增长，归母净利率 30.85%/yoy+3.59pct，环比-0.70pct 仍然维持高位。展望 24 年，我们认为：1) 新型防晒剂收入增速仍将高于传统防晒剂，PS 新产能放量有望贡献业绩增量；待美国 FDA 批准 PS 的使用，美国市场 PS 需求增量有望逐步提升。2) 个护新品 PO 进入宝洁和联合利华供应链，规划 3000 吨年产能，24Q2 有望开始放量。3) 个护新品氨基酸表面活性剂规划 12800 吨年产能，24 年亦有望开始放量。4) 物理防晒剂二氧化钛等新原料持续推进中。考虑到公司近两年的成长性及确定性，建议持续关注。

从推新角度来看，近期较多品牌进行推新种草蓄力 618，核心策略在于把握机会赛道&补足产品矩阵，种草情况可观测 4-5 月抖音销售数据进行判断。①较多品牌布局防晒赛道：珀莱雅推出高防晒力度的盾护防晒，在产品力较强的情况下持续通过营销事件（免费试用、音乐节活动）提升声誉；薇诺娜、伊菲丹则定位抗衰/抗光老防晒，把握消费者“防晒老”需求，建议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、珀莱雅，以及近期有差异化防晒新品布局的水羊股份、福瑞达等。②可复美推出焦点面霜继续丰富产品矩阵：焦点系列定位亚健康肌肤修护，目前焦点面霜处于新品培育期，可期待后续成长为品牌大单品的可能。

关注抖音重要性提升趋势下具备更强渠道运营能力的头部公司。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（考虑到在天猫具备流量红利情况下达播费用较多投向天猫超头主播，在当前抖音渠道重要性明显提升的趋势下，可关注销售费用向抖音达播倾斜、抖音达播占比提升以驱动销售增长的作用），关注具备较强抖音运营能力的珀莱雅、上美股份。此外，建议关注在运营能力加持下 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。

➤ 医美：

华东医药再生+HA+肉毒管线布局完善，医美业务盈利贡献能力有望继续提升。2023 年公司医美板块实现收入 24.47 亿元，同比增长 27.79%；国内/海外医美业务分别实现收入 13.28/13.04 亿元，同比分别增长 50.29%/14.00%。当前，国内医美业务①持续强化品牌建设，伊妍仕行业影响力和竞争力不断提升，②EBD 产品机构布局+上市进程稳步推进，③注射类管线不断丰富，实现再生类+玻尿酸+肉毒素三大品类全覆盖；海外医美业务盈利能力继续提升。展望 24 年，我们认为国内医美核心产品伊妍仕持续亮眼增长叠加海外医美实现盈利，公司整体医美业务的盈利贡献能力继续增强。此外，公司利拉鲁肽减重适应症产品亦在持续放量，可期待 24 年对公司收入、利润有更好贡献。

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。

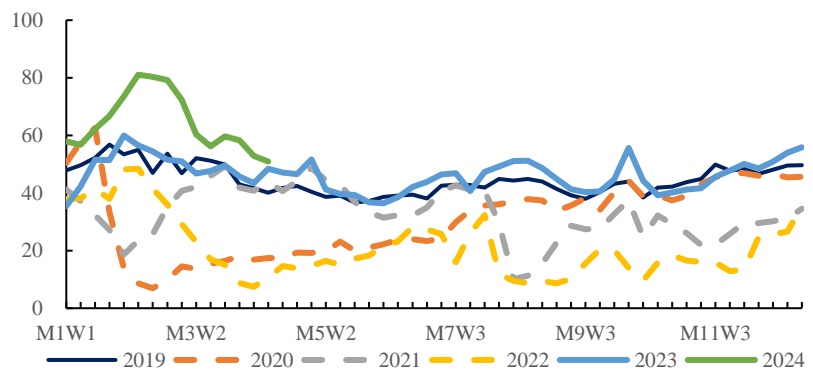
建议长期关注龙头爱美客、巨子生物、珀莱雅，短期关注月度数据表现较优或将有新产品放量的科思股份、上美股份、江苏吴中、水羊股份以及有望在 618 实现更好增长的贝泰妮。

➤ **免税周观点：中国中免：1) 海南免税销售承压，主要受出境游恢复和消费力疲软影响。** 3月海南离岛免税销售额 30.62 亿元/同比-32.6%，购物人数 59.81 万人次/同比-8.5%，客单价 5120 元/同比-26.3%。从客流来看，3月以来，海南进入旅游淡季，两大机场客流环比下滑，4月5日至11日，海口美兰/三亚凤凰机场旅客吞吐量分别为 50.9/37.3 万人次，环比分别-3.66%/-6.52%；同时东南亚及日韩出境游恢复对高端客群有一定分流，4月8日至14日，日、韩、泰出港航班量位列出境前三，分别为 862/846/806 架次，较 19 年恢复度为 72%/80%/67%。我们认为，3月日销和客单价环比 1月旺季降幅不大，购物人数与 1月接近持平，此外去年同期尚未开始打击套代购，因此 3月离岛免税销售展现出一定韧性。

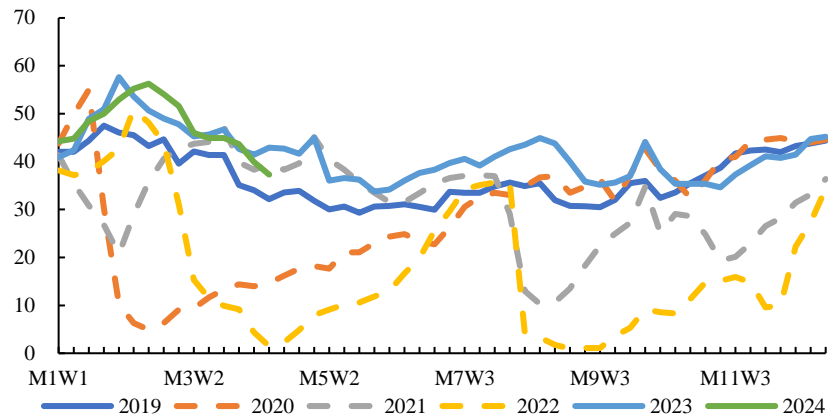
2) 近 1 月中免股价下跌 19.2%，我们预计主要由于外资流出，近一月北向资金净卖出中免约 3400 万股，资金体量约 28 亿元。外资流出或源于对中国消费信心不足，中国 3 月 CPI 同比+0.1% (vs 预期+0.3%)，3 月社零总额 3.90 万亿元，同比+3.1% (vs 预期+5.1%)，宏观数据低预期，或导致外资对国内经济增长持谨慎态度。

整体来看，我们认为近期股价波动主要源于资金层面变化，而此前一季报在压力下营收利润表现优秀，此外，若市场对封关政策变化利好形成共识，估值后续有望逐步上行，建议短期观望但择机布局。

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

- **出行周观点：景区旅游板块：**市场关注点逐渐从恢复斜率转向对中长期确定性的定价，24年国内旅游在23年基数上依然有20%+的增长预期，旅游出行需求在时间与空间上持续延展，我们持续看好景区获得超额收益的机会。我们认为此前元旦和春节建立了客流预期拐点，清明假期是人均旅游消费预期拐点，五一或可持续验证人均旅游消费回升，出行板块五一行情可期待。建议关注：丽江股份、峨眉山、九华旅游、黄山旅游、宋城演艺、三特索道。

酒店板块：从需求来看，酒店24年商务出行需求稳步恢复，休闲需求维持高景气，且24年下沉市场逐渐回暖；从供给来看，连锁酒店受非标酒店重新投入市场压力同比23年大幅减轻，同时24年行业或进入主动优化期，头部酒店集团新签约酒店中翻牌占比提升，酒店行业供需情况优于23年。基于行业格局变化以及未来生态位预判，重点关注锦江酒店、华住集团、君亭酒店。

OTA：综合24年全年出行需求预期（出行大盘需求依然维持较高增速）以及景区和酒店板块的推荐逻辑，建议关注携程集团。

- **黄金珠宝周观点：**黄金珠宝周观点：周大福发布FY2024Q4（截至2024.3.31的3个月）经营数据，集团零售值增长12.4%。其中：

中国大陆零售值同增12.4%，贡献集团零售值的88.6%，主要得益于：1) 消费者对于黄金的持续偏好；2) 公司成功的节庆促销&龙年新品；3) 加盟新店的稳定爬坡&经营提效，其中FY2024Q4直营同店（经营满2年门店）零售值同比下滑2.7%，同店销量同比下滑6.9%，加盟店零售值同比大幅增长18.3%，贡献中国大陆70.4%的零售值（FY2023Q4占比为67.2%）。

得益于旅游市场的复苏，中国港澳及其他市场零售值同增12.8%，贡献集团零售值的11.4%。中国港澳同店零售值增长4.5%，主要由量贡献；其中中国香港同店增长8.9%，中国澳门同店下滑7.1%。黄金产品获益金价上涨带来的消费高景气及公司在龙年成功的推新、延续强势表现。FY2024Q4黄金产品在中国大陆/中国港澳同店零售值分别增长3.4%/16.6%，同店平均售价分别为5700/7500港元，同比增长9.6%/7.1%。镶嵌珠宝受宏观经济波动影响大，FY2024Q4中国大陆/中国港澳同店零售值分别下滑19.5%/27.2%，同店平均售价分别为8200/15800港元，同比下滑2.4%/11.7%。FY2024Q4黄金产品零售值在中国大陆/中国港澳及其他市场分别同比增长18.8%/25.8%，零售值占比分别为84.8%/81.0%，镶嵌珠宝分别同比下滑14.2%/24.3%。

金价持续走高，建议首先关注有望在24Q2兑现较好利润弹性的老凤

祥、菜百股份，同时继续关注4月及五一终端动销情况。

➤ **眼视光周观点：**

爱博医疗：一季报收入利润高增，隐形眼镜业务放量，玻尿酸进入临床。23年公司实现营收9.51亿元/同比+64.1%，归母3.04亿元/同比+30.6%；24Q1公司实现营收3.10亿元/同比+63.6%，归母1.03亿元/同比+31.3%，扣非0.99亿元/同比+31.7%。

1) 近视防控板块：消费力疲软+竞争加剧，OK镜增速承压、但仍优于行业，23年OK镜实现营收2.19亿元/同比+26.0%，销量39.34万片/同比+20.7%，均价约500元；公司推出多款离焦框架镜，形成有效互补，并将推出离焦软镜，进一步丰富产品线。

2) 隐形眼镜业务剑指行业龙头，成为公司第三增长曲线：23年隐形眼镜实现营收1.37亿元/同比+1504.8%，毛利率26.6%/+40.5%，展望2024，我们预计两大工厂均实现产能过亿片，盈利能力逐步改善。

3) 持续研发投入，多款重点产品值得期待。①23年10月PR已申报注册，非球EDoF晶体通过创新医疗器械特别审查、三焦散光矫正等临床项目加速推进，进展良好；②多款含交联剂玻尿酸产品进入临床，凭借研发优势有望在医美领域进一步拓展。

作为具备强研发能力的平台型公司，公司近年亦验证了其优异的商业化能力。我们预计公司24、25年营收分别为14.26、18.88亿元；归母净利润分别为3.99、5.16亿元，对应2024年4月17日收盘价PE分别为33、26X，维持买入评级。

➤ **纺织服装周观点：**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：**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。