

一季报年报专题分析报告

消费中期策略报告(深度)

本报告的主要看点:

1. 总结分析消费行业 2021 年年报及 2022 年一季报;
2. 多角度进行板块及个股比较;
3. 提出当下及下半年消费行业投资几大主线。

攻守兼备，关注估值合理及主线清晰标的

基本结论

- 截至 4 月 30 日，A 股公司已发布完毕 2021 年报及 2022 年一季报。根据我们统计的 537 家消费公司中，2021 年全年营收、归母净利润同比增速均为正的公司有 273 个，占比 50.84%；2022 年 Q1 全年营收、净利同比增速均为正的公司有 196 个，占比 36.5%。
- 21 年下半年开始，受到全国多地疫情散发影响，旺季出行及消费场景受到限制，跟出行息息相关的餐饮、线下零售受到较大冲击，拖累整体社零表现。加之去年下半年开始原材料成本、能源成本以及海运费用的快速跳升并维持高位，使得消费企业利润承压。综观消费整个板块财报，整体表现出几大特点：**一、21 年消费行业整体增收不增利，22Q1 环比好转。**疫情、成本跳升，叠加猪周期下行期和基数影响，2021 年，消费全行业营收同比增长约 14%，好于上一年的 3%；但归母净利润同比下滑 26%（上一年为增长 10%），其中主要系 21Q4 净利同比下滑 94%拖累较大；22Q1，消费整体营收同比增长 3%，净利同比下滑 21%，环比改善较大。从细分行业来看，主要受农业、商贸零售、社会服务的拖累较大，食品饮料景气度上行。**二、细分龙头表现出更好的盈利能力和韧性。**龙头公司凭借自身的品牌影响力、控费能力等，使得自身毛利率、净利率、存货周转率、毛销差等表现水平平均高于细分行业平均。**三、高端消费好于大众消费。****四、不同细分板块景气度分化，白酒、乳品、空冰洗、品牌化妆品景气领先。**从不同细分品类营收及净利情况来看，各板块景气度分化。食品饮料中的白酒&乳品、家电里的空冰洗、美容护理中的品牌化妆品&医美耗材仍处在行业景气赛道，营收和净利同比增速相对较高；而细分品类熟食、家纺、珠宝等，需求端较为景气，受疫情管控下出行、物流受到限制，22Q1 业绩受到拖累；其他品类如啤酒、速冻等则受到成本端较大压力，后续看疫情后利润端的改善。

投资建议:

- 建议重点关注三条主线：**一、疫情主线（分两类）。**疫情影响小，疫后持续景气，如乳品、白酒、白电和品牌化妆品等；**疫情受损，底部反弹**，如餐饮、食饮（餐饮供应链）、黄金珠宝、医美服务、户外用品及服饰，以及受物流快递影响的厨房小家电等。**二、通胀预期主线。**产能持续去化，有望年中或下半年猪价周期底部反转的生猪养殖板块；成本上涨背景下提价基本完成的大众消费品板块，我们看好这其中具有品牌优势、控费能力强、行业必选属性强、景气度向上的公司。**三、政策底部或更明确，有望估值修复的港股互联网公司。**互联网行业前期受到政策监管影响较大，叠加疫情影响，目前头部公司估值处在历史较低水平。4 月 29 日，政治局会议提出要出台支持平台经济规范健康发展的具体措施，加之前期游戏版号重启，我们认为互联网行业的政策底部或更明确，未来将出现向上的边际改善，建议关注港股互联网公司的估值修复机会。

风险提示:

- 新冠疫情持续时间较长的风险、成本持续高位而销量不及预期的风险、竞争格局恶化的风险、疫情冲击供应链，出口订单转移的风险。

张敏敏 分析师 SAC 执业编号: S1130521080001
 zhangminmin@gjzq.com.cn

内容目录

一、行业回顾.....	4
1.1 疫情、原材料成本上涨，21 年消费整体增收不增利，22Q1 盈利有所改善.....	5
1.2 龙头表现出更好盈利能力与韧性.....	8
1.3 高端消费表现好于大众消费.....	9
1.4 白酒、乳品、空冰洗、品牌化妆品景气领先.....	10
二、投资建议.....	12
2.1 疫情主线：疫情影响小，疫后持续景气；疫情受损，底部反弹.....	12
2.2 通胀预期主线：通胀预期下的农业、大众消费品.....	14
2.3 港股互联网主线：政策底部或更明确，有望估值修复.....	14
三、风险提示.....	15

图表目录

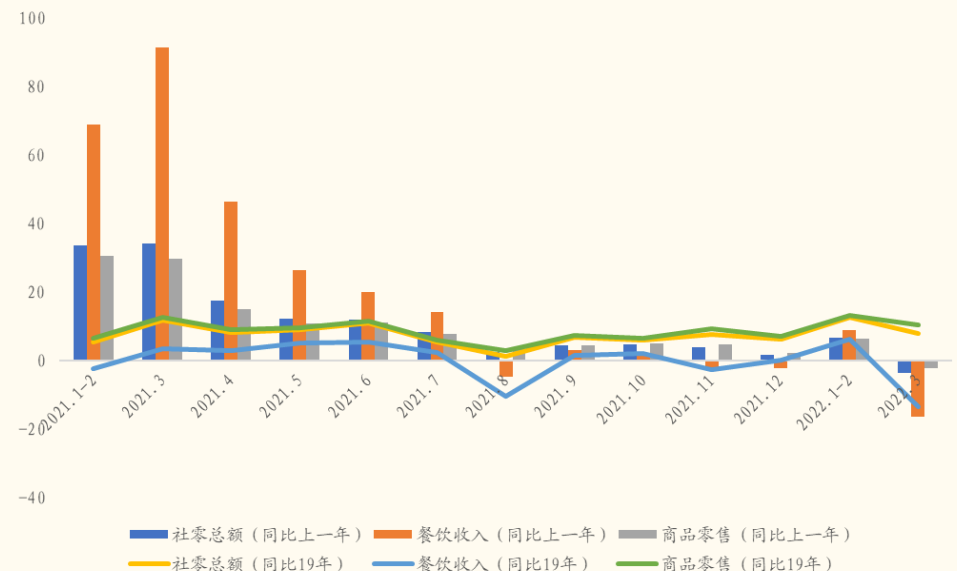
图表 1：21 全年及 22Q1 社零表现.....	4
图表 2：21 全年及 22Q1 全行业股价表现.....	5
图表 3：消费整体 2021 年表现.....	5
图表 4：消费逐季业绩表现.....	5
图表 5：近 5 个季度消费各行业业绩表现.....	6
图表 6：疫情后，消费各板块逐季营收表现.....	6
图表 7：疫情后，消费各板块逐季归母净利润表现.....	7
图表 8：细分龙头盈利能力及稳定性优于板块平均.....	8
图表 9：TOP50 商场销售好于预期.....	9
图表 10：奢侈品集团亚太区（除日本）收入情况.....	9
图表 11：恒隆地产内地物业租赁收入溢利均高增.....	9
图表 12：TOP50 商场销额增速与社零、茅台、消费公司整体营收增速比较... ..	9
图表 13：食品饮料细分板块营收同比增速变化.....	10
图表 14：食品饮料细分板块净利同比增速变化.....	10
图表 15：家电细分板块营收同比增速变化.....	10
图表 16：家电细分板块营收同比增速变化.....	10
图表 17：轻工制造细分板块营收同比增速变化.....	11
图表 18：轻工制造细分板块净利同比增速变化.....	11
图表 19：美容护理细分板块营收同比增速变化.....	11
图表 20：美容护理细分板块净利同比增速变化.....	11
图表 21：纺织服装细分板块营收同比增速变化.....	11
图表 22：纺织服装细分板块净利同比增速变化.....	11

图表 23: 国金指数-商圈客流恢复强度.....	12
图表 24: 国金指数-出行恢复强度.....	13
图表 25: 快递吞吐量回升	13
图表 26: 整车货运流量指数回升	13
图表 27: 生猪价格与十个月前能繁母猪存栏反向.....	14

一、行业回顾

- 截至 4 月 30 日，A 股公司均发布完毕 2021 年报及 2022 年一季报。统计的 537 家消费公司中¹，2021 年全年营业收入、归母净利润同比增速均为正的公司有 273 个，占比 50.84%；2022 年 Q1 全年营收、净利同比增速均为正的公司有 196 个，占比 36.5%。
- 21 年下半年开始，受到全国多地疫情散发影响，旺季出行及消费场景受到限制，跟出行息息相关的餐饮、线下零售受到较大冲击，拖累整体社零表现。加之去年下半年开始原材料成本、能源成本以及海运费用的快速跳升并维持高位，使得消费企业利润承压。综观消费整个板块财报，整体表现出几大特点：整体增收不增利、细分龙头表现好于板块、高端消费好于大众消费、不同细分板块景气度分化。
- 从股价表现来看，21 年除轻工制造外，消费整体跑输大盘；进入 22 年，俄乌冲突、国内疫情又一次的快速传播、美债收益率快速上行等使得一季度权益市场回撤较大，消费仅农林牧渔、商贸零售、美容护理跑赢大盘，其他行业中除稳增长所涉板块外，均录得较大股价回调，消费相对而言股价仍有韧性。

图表 1：21 全年及 22Q1 社零表现



来源：国家统计局，国金证券研究所

¹ 本报告所统计消费行业范围限于申万行业分类（2021）中的农林牧渔、食品饮料、纺织服装、家用电器、社会服务、传媒、商贸零售、美容护理、轻工制造 9 个行业中市值 30 亿及以上的 A 股公司，且剔除 ST、*ST、次新股。市值参考截止到 2022 年 4 月 30 日的市值。

图表 2: 21 全年及 22Q1 全行业股价表现

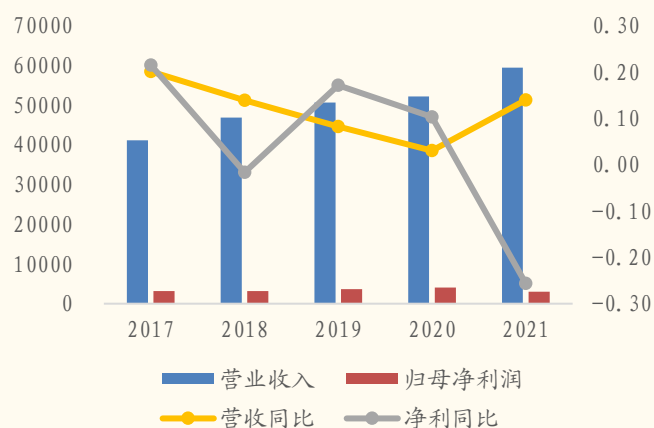
指数	2021全年涨跌幅	2022截至430涨跌幅	指数	2021全年涨跌幅	2022截至430涨跌幅
上证指数	4.80	-16.28	交通运输	2.57	-8.97
沪深300	-5.20	-18.71	房地产	-11.89	-1.70
农林牧渔	-4.93	-13.67	综合	13.81	-9.66
家用电器	-19.54	-21.15	建筑材料	4.46	-17.73
食品饮料	-6.01	-16.95	建筑装饰	16.39	-3.92
纺织服饰	3.39	-19.23	电力设备	47.86	-30.55
轻工制造	11.65	-27.06	国防军工	11.17	-33.60
商贸零售	-4.60	-15.66	计算机	1.37	-31.11
社会服务	-10.27	-18.22	通信	3.05	-21.99
传媒	-0.47	-30.04	银行	-4.58	-2.04
美容护理	0.13	-15.76	非银金融	-17.55	-21.65
医药生物	-5.73	-23.25	汽车	17.20	-28.58
基础化工	37.19	-21.66	机械设备	14.83	-30.48
钢铁	34.06	-17.46	煤炭	39.60	17.87
有色金属	40.47	-19.24	石油石化	20.25	-12.98
电子	16.04	-35.83	环保	20.64	-25.86
公用事业	31.38	-19.85			

来源: wind, 国金证券研究所

1.1 疫情、原材料成本上涨, 21 年消费整体增收不增利, 22Q1 盈利有所改善

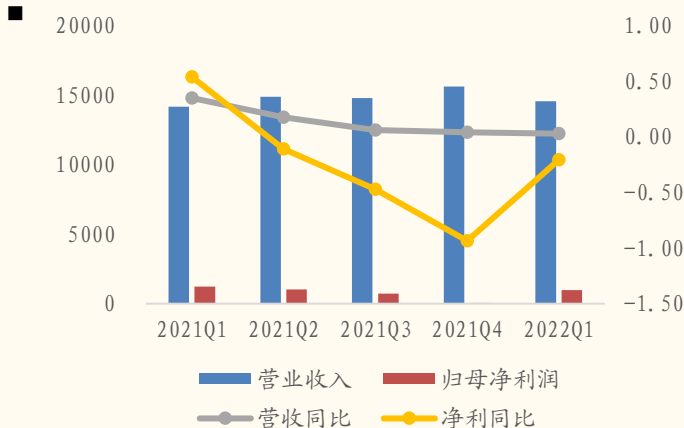
- 全球多因素共同推动的原材料成本上涨、海运价格高企, 使得消费公司的需求和成本均承受不同程度的压力。上游采掘业利润同比增速自去年下半年开始遥遥领先下游消费和中游制造, 在今年俄乌冲突下进一步推高。
- 新冠疫情在去年下半年仍然较大影响着消费行业的消费场景和需求, 叠加猪周期下行期、消费公司 2020 年基数前低后高等影响, 消费公司整体去年营收净利增速同比走低, 利润增速的压力更大。
- 2021 年, 消费全行业营收同比增长约 14%, 好于上一年的 3%; 但归母净利润同比下滑 26% (上一年为增长 10%), 其中主要系 21Q4 净利同比下滑 94%拖累较大; 22Q1, 消费整体营收同比增长 3%, 净利同比下滑 21%, 环比改善较大。
- 从细分行业来看, 主要受农业、商贸零售、社会服务的拖累较大, 餐饮景气度上行。

图表 3: 消费整体 2021 年表现



来源: wind, 国金证券研究所

图表 4: 消费逐季业绩表现



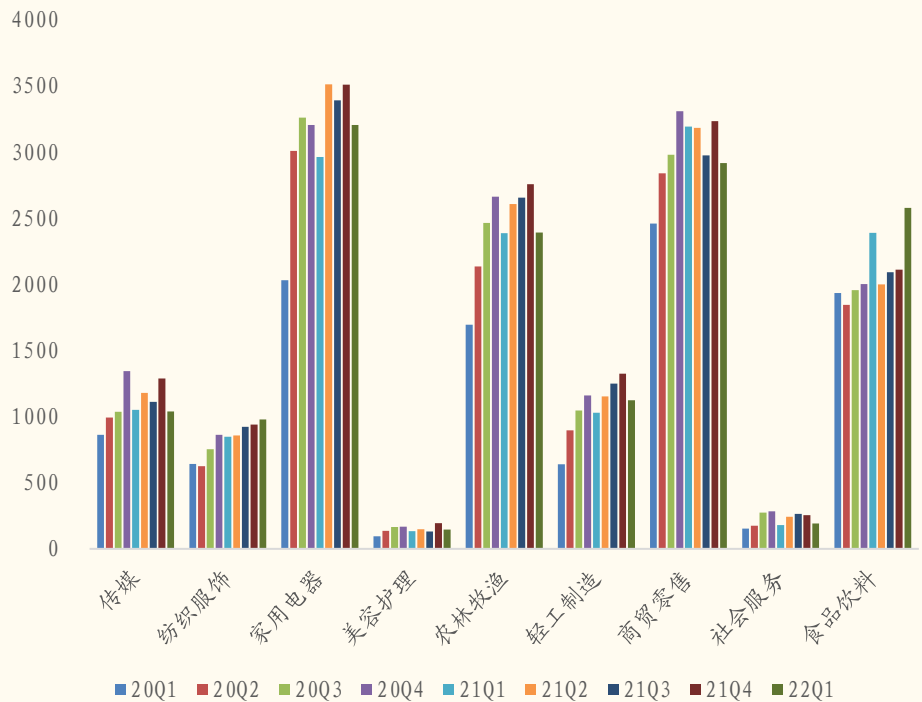
来源: wind, 国金证券研究所

图表 5：近 5 个季度消费各行业业绩表现

	营收同比					归母净利润同比				
	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1
传媒	0.22	0.19	0.07	-0.04	-0.01	0.68	0.35	-0.19		-0.21
纺织服饰	0.32	0.37	0.22	0.09	0.16	1.16	0.28	-0.08	0.67	0.23
家用电器	0.46	0.17	0.04	0.10	0.08	1.07	0.12	-0.10	-0.12	0.11
美容护理	0.42	0.10	-0.21	0.16	0.08	0.53	-0.13	-0.54	-0.69	-0.14
农林牧渔	0.41	0.22	0.08	0.04	0.00	0.03	-1.10	-1.67	-3.64	-1.87
轻工制造	0.61	0.29	0.19	0.14	0.09	1.77	0.46	-0.13	-0.77	-0.41
商贸零售	0.30	0.12	0.00	-0.02	-0.09	2.18	-0.42	-0.65	-7.37	-0.12
社会服务	0.17	0.39	-0.03	-0.10	0.06		1.95	-0.79		2.80
食品饮料	0.24	0.08	0.07	0.05	0.08	0.27	0.05	0.06	0.05	0.19
总计	0.35	0.18	0.06	0.04	0.03	0.54	-0.11	-0.47	-0.94	-0.21

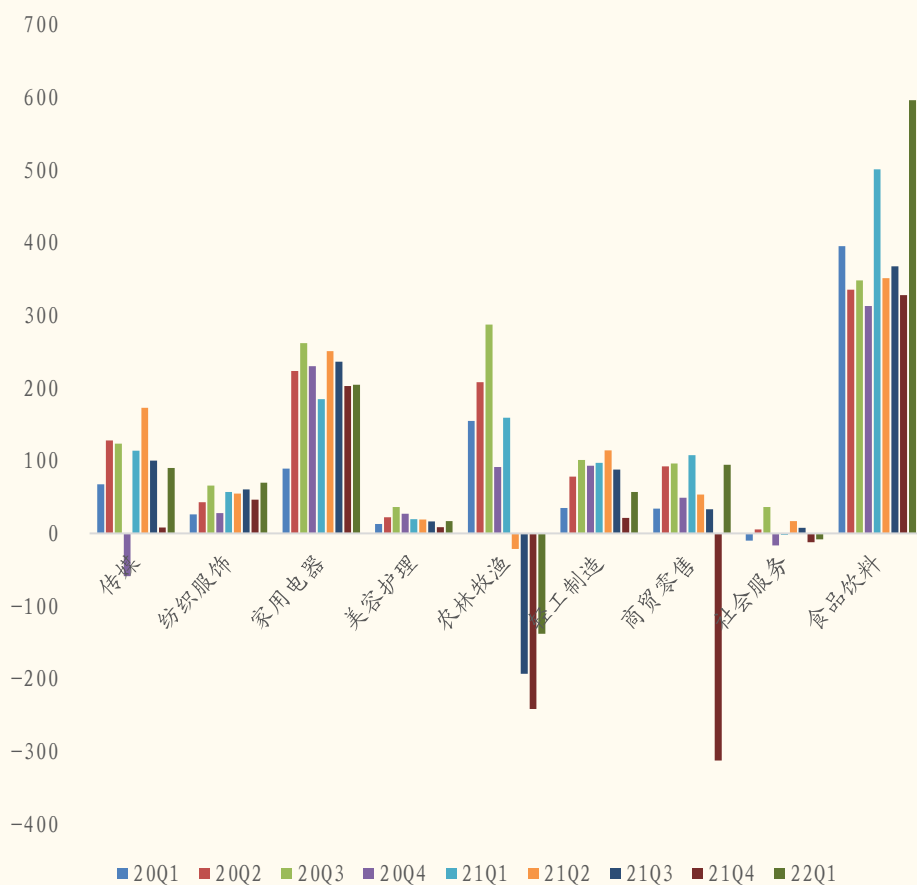
来源：wind，国金证券研究所

图表 6：疫情后，消费各板块逐季营收表现



来源：wind，国金证券研究所

图表 7: 疫情后, 消费各板块逐季归母净利表现



来源: wind, 国金证券研究所

1.2 龙头表现出更好盈利能力与韧性

- 消费公司在去年面临多重内外部经营压力，各细分板块龙头公司在这样的困境中表现出更好的盈利能力和韧性。我们将其相关指标与相应板块平均水平进行比较，可以看到在行业较为困难时期，龙头公司凭借自身的品牌影响力、控费能力等，使得自身毛利率、净利率、存货周转率水平高于细分行业平均，毛销差表现优于细分行业平均。

图表 8：细分龙头盈利能力及稳定性优于板块平均

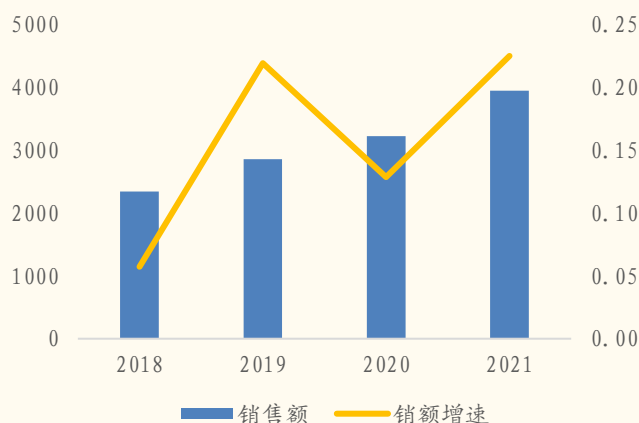
行业	公司及细分板块	毛利率			净利率			存货周转率			毛销差				
		2020	2020	2022Q1	2020	2020	2022Q1	2020	2020	2022Q1	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
食品饮料	贵州茅台	91.41	91.54	91.68	52.18	52.47	52.96				89.66	87.81	88.43	89.85	90.77
	五粮液	74.16	75.35	76.43	36.48	37.02	37.58				69.34	57.33	61.90	68.94	71.03
	泸州老窖	83.05	85.70	86.04	35.78	38.45	39.40				72.56	73.45	71.80	58.95	75.77
	白酒平均	64.53	65.73	66.63	18.63	19.03	19.94				50.97	44.40	46.94	43.56	51.24
	海天味业	42.17	38.66	40.94	28.12	26.68	26.13	6.75	7.09	2.00	35.23	31.90	31.20	33.83	32.74
	调味发酵品平均	36.94	32.62	35.71	16.37	11.90	11.54	5.04	5.27	1.55	23.87	19.41	18.17	20.11	21.47
	伊利股份	35.97	30.62	37.71	7.35	7.93	8.27	8.10	9.28	2.00	16.16	14.72	15.67	5.36	16.30
	乳品平均	33.78	30.58	34.15	4.96	3.80	3.42	9.06	8.54	1.82	14.97	16.56	12.73	9.97	10.81
	绝味食品	33.48	31.68	34.49	13.12	14.77	12.17	4.60	5.23	1.59	27.81	27.76	24.55	15.22	16.30
	熟食平均	37.80	33.00	39.66	11.74	6.19	5.00	2.12	2.05	0.54	21.56	22.05	14.03	-1.07	16.75
	洽洽食品	31.89	31.96	30.68	15.22	15.53	15.57	2.34	2.59	0.72	21.31	21.31	23.92	21.01	21.64
	零食平均	34.36	32.65	37.55	17.96	6.99	5.75	4.67	5.25	1.68	17.55	7.54	11.65	12.08	13.41
家电	双汇发展	17.26	15.35	16.26	8.62	7.32	7.89	8.05	9.37	1.95	12.52	11.88	14.92	10.84	15.86
	肉制品平均	10.64	8.39	12.06	3.64	0.39	-1.90	10.79	9.39	1.84	9.51	6.77	1.00	-2.31	8.90
	海尔智家	29.68	31.23	28.49	5.40	5.81	5.87	5.11	4.52	1.08	14.19	15.91	14.44	16.11	14.61
	冰洗平均	17.44	12.75	16.41	0.92	-2.97	-3.08	6.01	7.77	1.92	5.42	3.41	3.36	6.66	5.91
	极米科技	31.63	35.88	35.23	9.51	11.97	12.17	3.31	3.08	0.63	21.64	21.40	19.13	20.10	24.10
	彩电平均	12.21	11.26	11.34	3.49	1.88	1.88	7.70	8.02	1.47	6.72	7.26	5.70	9.99	6.77
	火星人	51.58	46.11	47.39	17.05	16.16	16.11	4.72	5.56	1.03	21.71	25.48	27.33	21.65	20.94
轻工	浙江美大	52.76	51.69	51.11	30.70	30.72	31.05	10.61	10.52	1.81	38.76	38.63	41.09	42.44	38.69
	亿田智能	45.59	44.74	44.31	20.07	17.04	16.96	6.65	8.09	1.31	25.21	24.25	27.83	24.90	25.07
	厨房电器平均	49.49	46.45	48.91	19.17	14.12	13.87	3.56	4.02	0.70	24.66	30.17	23.71	25.57	23.85
	太阳纸业	19.44	17.37	23.44	9.12	9.27	7.44	6.50	8.26	2.53	23.05	21.77	14.01	9.36	13.57
	大宗用纸平均	16.20	15.63	20.22	6.69	6.07	4.60	8.03	8.35	1.88	19.15	19.88	11.79	9.51	11.43
	欧派家居	35.01	31.62	30.19	13.99	13.03	12.55	11.58	12.31	2.20	20.51	27.48	26.75	23.10	18.53
	定制家居平均	33.26	30.53	31.27	8.60	5.50	4.83	6.48	6.41	0.92	17.22	18.47	18.96	14.88	11.05
美容护理	公牛集团	40.12	36.95	37.77	23.02	22.45	21.83	6.81	7.21	1.54	33.13	33.69	35.80	27.48	29.22
	其他家居用品平均	41.83	33.81	36.60	16.69	11.47	10.35	3.45	3.54	0.90	22.02	20.98	19.61	16.35	15.94
	爱美客	91.81	93.70	92.50	61.10	66.12	66.18	2.32	2.96	0.68	81.82	84.71	84.07	80.85	81.94
	医美耗材平均	81.41	78.07	78.70	24.50	15.67	15.13	1.24	1.83	0.38	35.13	29.26	31.05	24.81	32.01
传媒互联网	贝泰妮	76.25	76.01	78.14	20.62	21.48	21.52	2.77	2.69	0.38	32.23	31.94	27.76	38.20	29.80
	品牌化妆品平均	57.46	59.06	60.27	11.98	8.77	8.23	3.02	3.51	0.79	21.54	13.68	12.35	20.16	19.40
	三七互娱	87.79	84.79	86.40	21.08	17.57	21.17								
	游戏平均	51.86	56.86	59.60	0.31	8.09	4.88								
	国联股份	3.45	3.26	3.33	2.09	1.90	1.85	760.62	718.14	176.88					
综合电商	综合电商平均	10.99	6.60	14.31	-2.12	-31.81	-43.81	8.80	7.10	1.38					

来源：wind，国金证券研究所 注：细分板块平均剔除龙头公司数据

1.3 高端消费表现好于大众消费

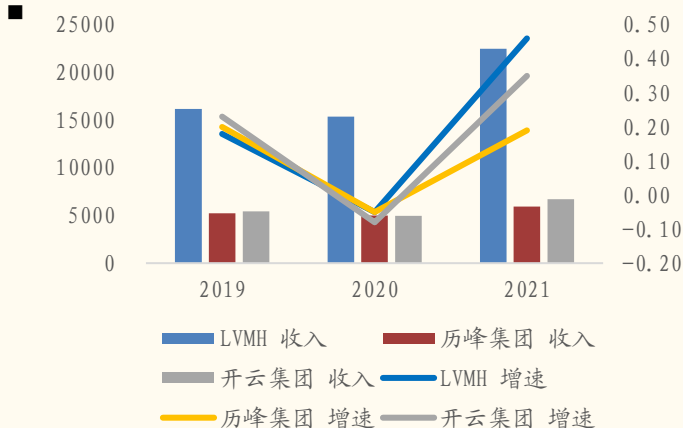
- 疫情后，高端消费表现好于大众消费。在大众消费饱受成本端提价困扰的同时，高端消费，尤其是高奢消费凭借其强大的品牌提价能力，使得盈利更优于往常。
- 全球奢侈品巨头 21 年在除日本外的亚太区收入高增；代表中国内地高端商业的恒隆地产内地物业租赁收入、溢利均高增。从国内的 TOP50 商场销售数据来看，3 家购物中心营业额超 200 亿元（2020 年无），13 家购物中心营业额超 100 亿元，比 2020 年多 4 家；TOP50 中销售额超过 50% 的有 6 家，超过 30% 的有 14 家，其中 10 家是奢侈类购物中心。TOP50 商场的销售额增速近三年高于同期的社零总额增速以及消费上市公司营收增速，表现出超强的景气度。

图表 9：TOP50 商场销售好于预期



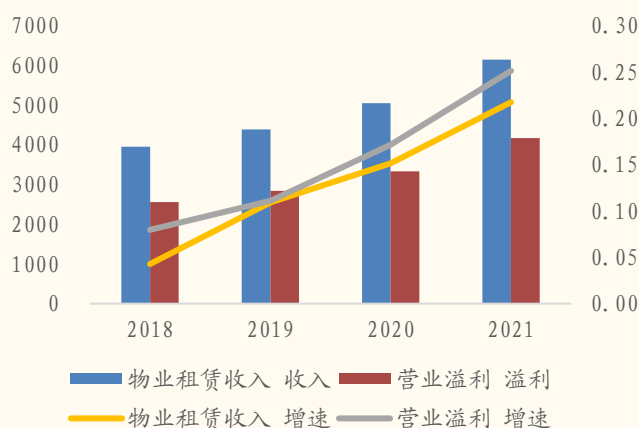
来源：新浪财经等，国金证券研究所

图表 10：奢侈品集团亚太区（除日本）收入情况



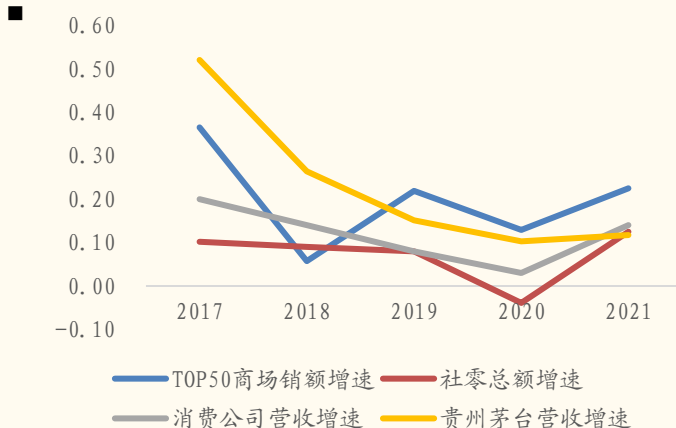
来源：各公司公告等，国金证券研究所

图表 11：恒隆地产内地物业租赁收入溢利均高增



来源：恒隆地产业绩报告，国金证券研究所

图表 12：TOP50 商场销额增速与社零、茅台、消费公司整体营收增速比较

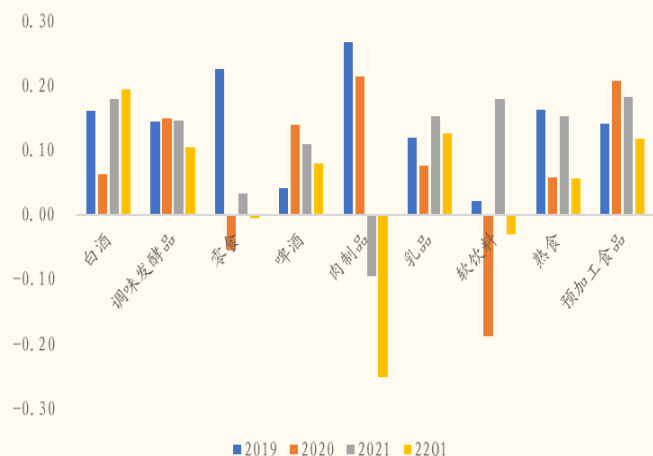


来源：wind，新浪财经等，国金证券研究所

1.4 白酒、乳品、空冰洗、品牌化妆品景气领先

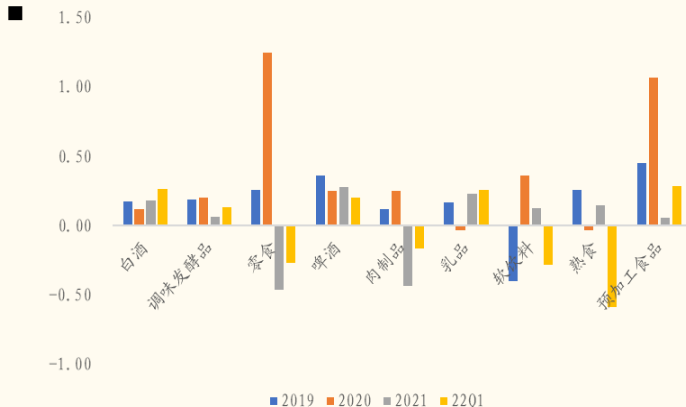
- 从不同细分品类营收及净利情况来看，各板块景气度分化。食品饮料中的白酒&乳品、家电里的空冰洗、美容护理中的品牌化妆品&医美耗材仍处在行业景气赛道，营收和净利同比增速相对较高；而细分品类熟食、家纺、珠宝等，需求端较为景气，受疫情管控下出行、物流受到限制，22Q1业绩受到拖累；其他品类如啤酒、速冻等则受到成本端较大压力，后续看疫情后利润端的改善。

图表 13：食品饮料细分板块营收同比增速变化



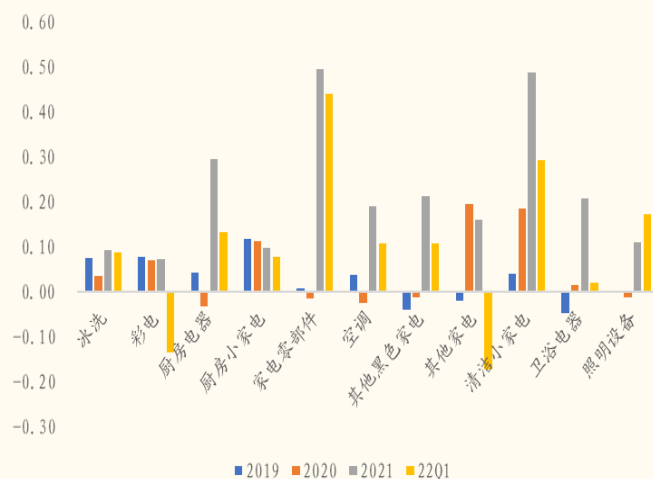
来源：wind，国金证券研究所

图表 14：食品饮料细分板块净利同比增速变化



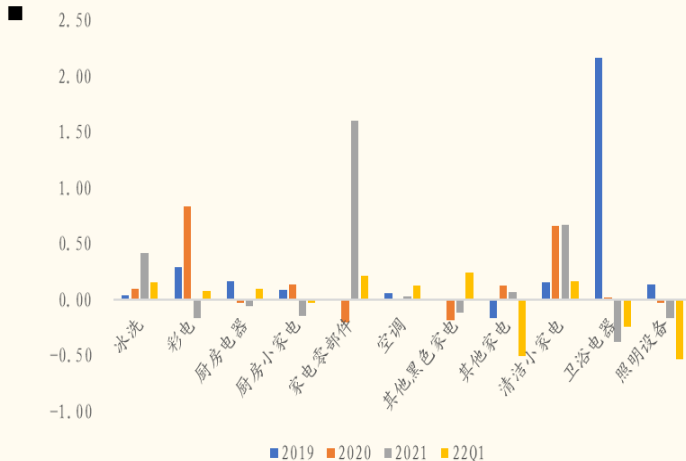
来源：wind，国金证券研究所

图表 15：家电细分板块营收同比增速变化



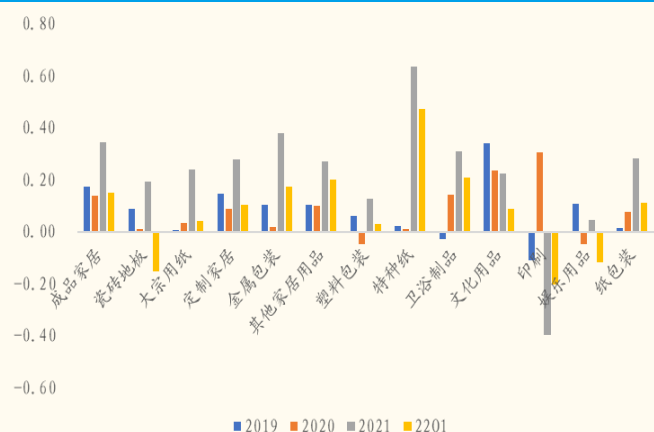
来源：wind，国金证券研究所

图表 16：家电细分板块营收同比增速变化



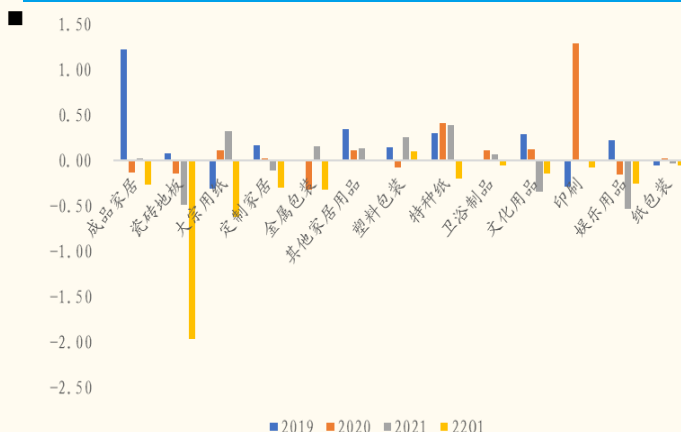
来源：wind，国金证券研究所

图表 17：轻工制造细分板块营收同比增速变化



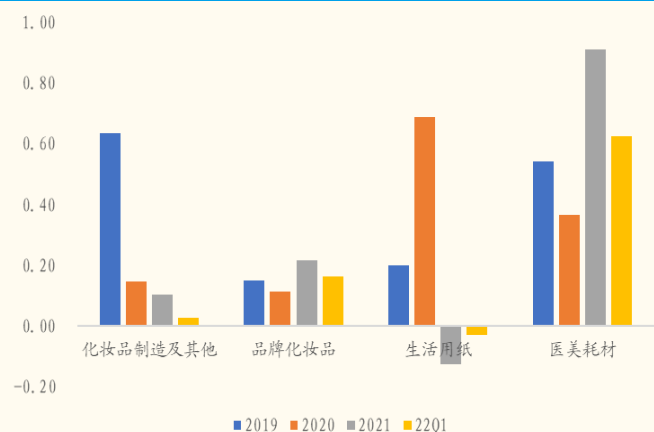
来源：wind，国金证券研究所

图表 18：轻工制造细分板块净利同比增速变化



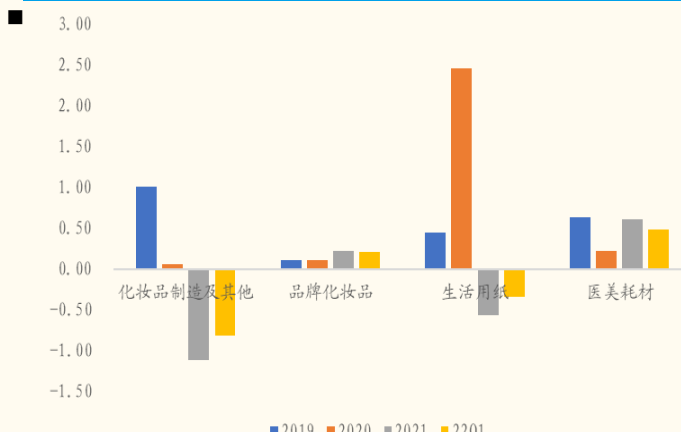
来源：wind，国金证券研究所

图表 19：美容护理细分板块营收同比增速变化



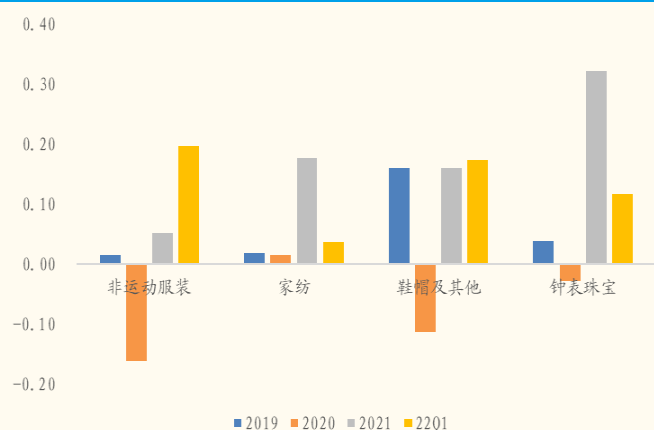
来源：wind，国金证券研究所

图表 20：美容护理细分板块净利同比增速变化



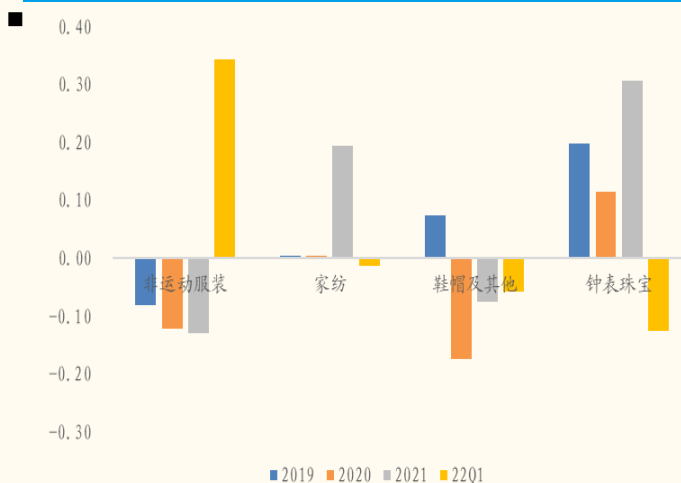
来源：wind，国金证券研究所

图表 21：纺织服装细分板块营收同比增速变化



来源：wind，国金证券研究所

图表 22：纺织服装细分板块净利同比增速变化



来源：wind，国金证券研究所

二、投资建议

2.1 疫情主线：疫情影响小，疫后持续景气；疫情受损，底部反弹

2.1.1 疫情影响小，疫后持续景气

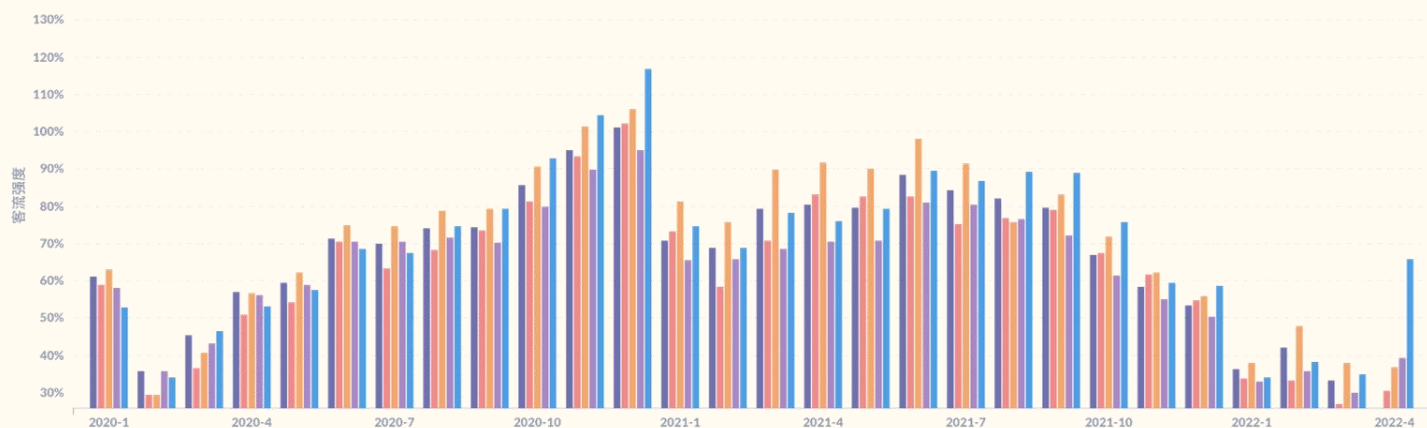
- 乳制品、白酒、白电、品牌化妆品在本轮疫情中景气度影响不大，乳制品受益于疫情带来的健康意识提升，白电、品牌化妆品在 3 月底均处在行业相对淡季，未来随着疫情好转，白酒受益消费场景的修复、乳制品受益物流畅通、白电和化妆品即将进入消费旺季并迎来“618”大促，有望持续保持需求景气。
- 推荐标的：贵州茅台、伊利股份、海尔智家等。

2.1.2 疫情受损，底部反弹

- 本轮疫情相比 2020 年初受到更大影响的是物流及供应链，以及出行受阻带来包括线下消费场景、线上消费供应等偏供给端对消费更大的影响；此外疫情扩散带来的摩擦性失业增多也导致消费者从收入角度对消费需求产生不利影响。
- 从跟踪的出行恢复强度、主要快递企业分拨中心吞吐量指数和整车货运流量指数来看，4 月开始略有回升。上周快递吞吐量指数为 77.48，环比上涨 4.69，连续两周环比回升；上周整车货运流量指数为 87.52，环比上升 4.24。
- 随着近期上海、吉林疫情管控情况有所改善，复工复产的逐步推进，全国物流、快递等供应链流通好转，前期受此影响较大的消费细分板块有望在短期内率先反弹。加之疫后各地促消费政策陆续出台，建议关注出行和场景修复后的餐饮、线下和 b 端占比较大的食品饮料、黄金珠宝、医美服务、户外用品及服饰等，以及受物流快递影响的厨房小家电等。
- 推荐标的：绝味食品、海底捞、青岛啤酒、洽洽食品、周大福、新宝股份等。

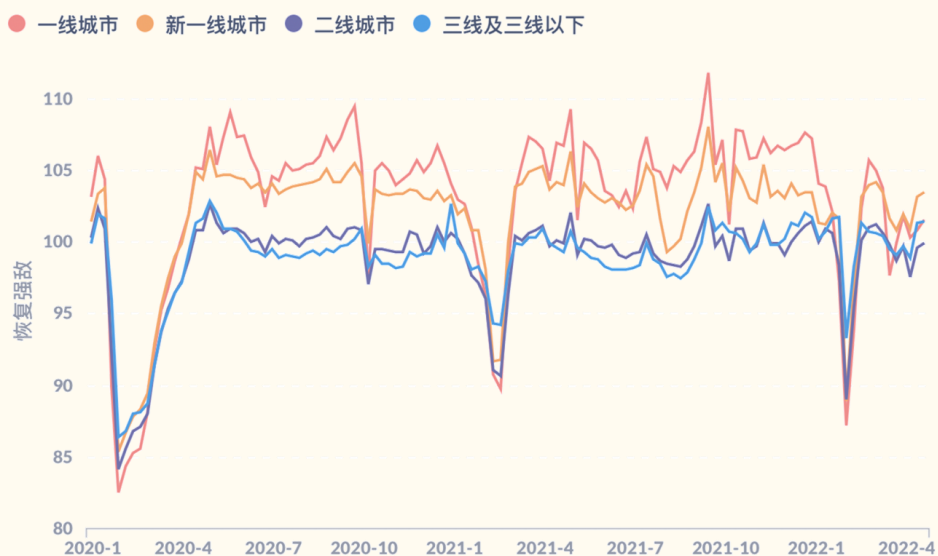
图表 23：国金指数-商圈客流恢复强度

● 二线城市 ● 一线城市 ● 新一线城市 ● 三线城市 ● 四线城市



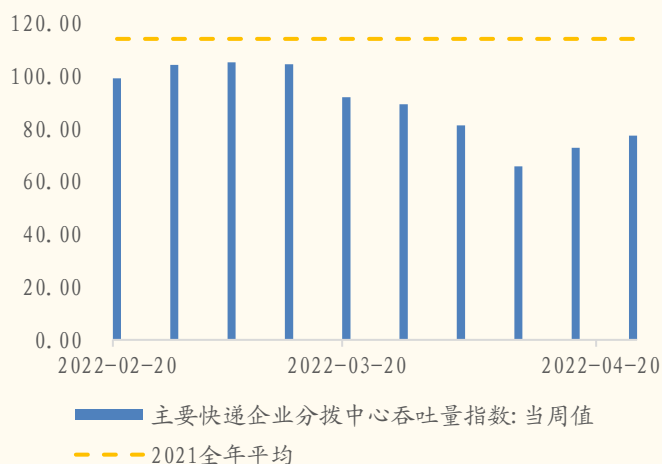
来源：国金数字未来实验室，国金证券研究所

图表 24: 国金指数-出行恢复强度



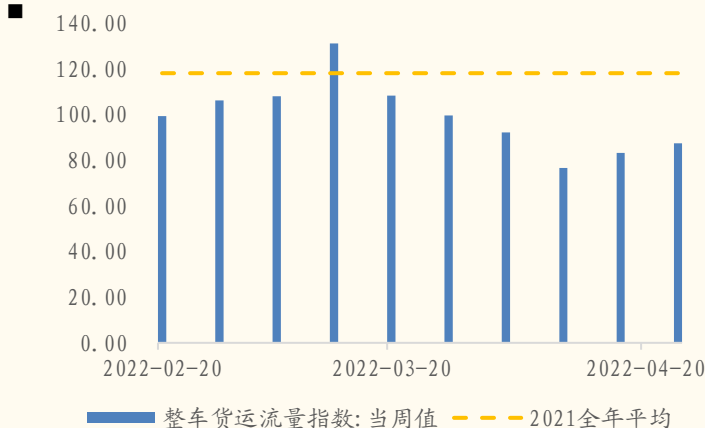
来源: 国金数据未来实验室, 国金证券研究所

图表 25: 快递吞吐量回升



来源: wind, 国金证券研究所

图表 26: 整车货运流量指数回升



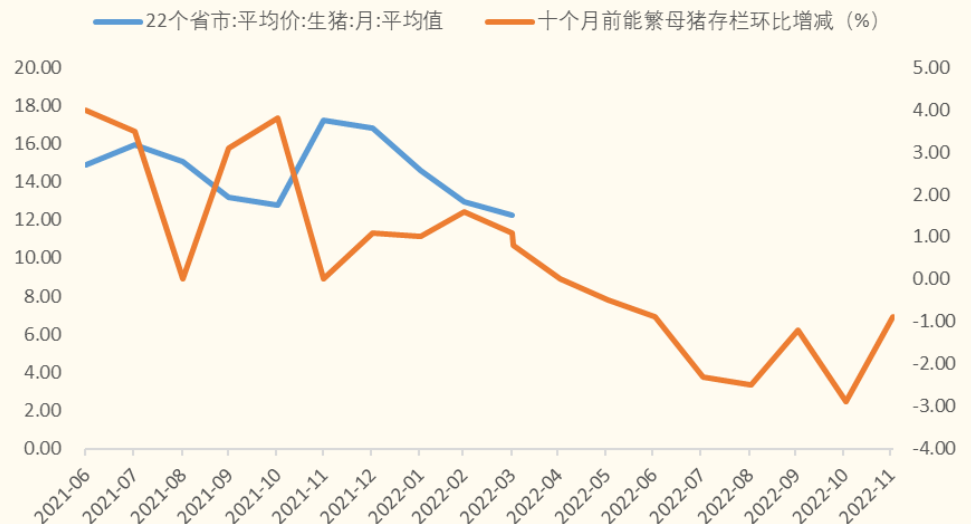
来源: wind, 国金证券研究所

2.2 通胀预期主线：通胀预期下的农业、大众消费品

2.2.1 生猪养殖板块

- 生猪养殖行业能繁母猪产能自去年 7 月开始去化，虽然总体产能去化可能略低于预期，但仍处在合理水平且仍保持去化中。根据能繁母猪存栏与十个月后生猪价格关系历史经验的判段，今年年中或下半年开始，猪价有望触底回升。此外，近一个月的疫情导致的物流不畅也使得生猪主产区和主销区的调运发生困难，双向限制供给和需求，疫情后物流畅通叠加周期底部向上，我们建议继续关注生猪养殖板块。
- 推荐标的：牧原股份、温氏股份、中粮家佳康等。

图表 27：生猪价格与十个月前能繁母猪存栏反向



来源：wind，国金证券研究所

2.2.2 大众消费品板块

- 自去年年中以来消费品原材料及能源成本迅速提升，截至目前，大众消费品基本均已完成提价。我们看好这其中具有品牌优势、控费能力强、行业必选属性强、景气度向上的公司，以及受益低猪价红利的品类。
- 推荐标的：洽洽食品、巴比食品、安井食品等。

2.3 港股互联网主线：政策底部或更明确，有望估值修复

- 互联网行业去年受到政策监管影响较大，叠加疫情的影响，目前头部公司估值处在历史较低水平。4月29日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作，审议《国家“十四五”期间人才发展规划》。会议强调，要有效管控重点风险，守住不发生系统性风险底线。……要促进平台经济健康发展，完成平台经济专项整改，实施常态化监管，出台支持平台经济规范健康发展的具体措施。加之前期游戏版号重启，我们认为互联网行业的政策底部或更明确，未来将出现向上的边际改善。随着疫情逐步好转，广东、宁波发放消费券等各地促消费措施的实行，物流畅通，电商、外卖预计最先复苏，建议关注港股互联网公司的估值修复机会。
- 推荐标的：腾讯控股、美团-W、京东集团-SW、快手-W等。

三、风险提示

- 新冠疫情持续时间较长的风险。目前除上海、吉林外，其他省市亦出现新冠疫情，若疫情持续时间长，管控升级，使复工复产及物流供应链畅通不及预期。进一步的带来收入减少、消费需求下降、消费旺季错过等对消费不利的影响。
- 成本持续高位而销量不及预期的风险。若消费公司成本端持续维持在高位，而又受疫情等影响，下游消费需求不及预期，旺季不旺等，使得提价带来的量增不能覆盖成本增，影响消费公司业绩。
- 竞争格局恶化的风险。若消费市场较为低迷，细分行业公司在存量市场加剧竞争，或给板块公司带来经营上的困难。
- 疫情冲击供应链，出口订单转移的风险。东南亚和我国出口结构中，商品大类重合度较高，存在替代可能性，消费中比如纺服、家电、轻工等。3月上海疫情较快发展导致的部分企业停工、物流受限，导致部分产业供应链受到冲击，如果后续出口订单因无法按时交付而取消，可能带来转单风险。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402