东兴证券 DONGXING SECURITIES

东兴大消费：关注年报季绩优板块

——行业周观点

2021 年 3 月 15 日

看好/维持

大消费 | 行业报告

报告摘要：

消费追踪：关注 3.15 消费安全，消费畅通经济方能畅通。又到一年“3·15”，2021 年全国消协组织消费维权年的主题是“守护安全 畅通消费”。强化消费者权益保护，营造安全便利的消费环境，让消费者能消费、愿消费、敢消费，才能进而激发消费潜力，促进消费增长。我们认为，消费关联供给侧与需求端，联结生产者与消费者，关系着经济转型进程是否顺畅。真正的消费升级取决于收入和消费意愿两方面。

市场回顾：上证综指收于 3453.08 点，周跌幅 1.40%；深证成指收于 13897.03 点，周跌幅 3.58%；创业板收于 2756.81 点，周跌幅 4.01%。大消费行业加权周跌幅 2.66%，跑输上证综指 1.26pct，跑赢深证成指 0.92pct，与大盘走势一致。分行业看，社会服务上涨 1.21%，涨幅居前；其余行业全部收跌，其中农林牧渔下跌 4.80%，跌幅居前。

推荐标的：

【食品饮料】Q1 业绩预期不断上修，基本面信心较强

重点推荐：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、洋河股份

【商贸零售&社会服务】国内旅游市场加快复苏，国际出行仍待时日

重点推荐：中国中免、中公教育、锦江酒店、首旅酒店、珀莱雅、同道猎聘、御家汇

【纺服轻工】看好 A 股低估值龙头的配置价值

重点推荐：李宁、安踏体育、申洲国际、森马服饰、罗莱生活、顾家家居、维达国际

【农林牧渔】关注年报季绩优板块和政策催化

重点推荐：生物股份、科前生物、海大集团、大北农、隆平高科

【家用电器】成本压力有望转嫁，空调景气继续向上

报告推荐：《白酒，估值底在哪里？》

近期白酒板块出现较大的回调，基本面并未发生大的变化，但是市场对于估值分歧较大，主要是美债利率走高、国内流动性紧缩的影响，在估值确定性被压制的趋势下，希望通过对标历史，去找到白酒估值的底部。

可观察的 2017 年。将 2017 年做为一个重要的观察年份，因为 2017 年是市场风格转换的重要一年，即市场风格从喜欢炒题材炒个股，开始对业绩稳定的各个板块龙头白马企业给予关注，权重股开始受到资金的青睐。业绩确定性的公司，被给予了更高的估值，被赋予了更多的确定性溢价。所以将 2017 年作为食品饮料估值重构的起点，将 2017 年白酒板块基本面和当时市场环境与目前的情况进行对比，去寻找本轮白酒板块回调的估值底部。

风险提示：疫情发展超预期，政策风险。

未来 3-6 个月行业大事

2021/03/29 申洲国际：年报预计披露日期

2021/03/31 贵州茅台：年报预计披露日期

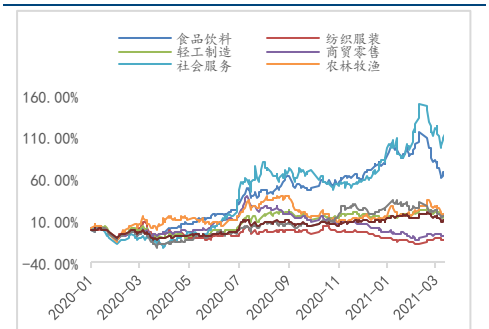
2021/03/31 海尔智家：年报预计披露日期

2021/04/22 中国中免：年报预计披露日期

2021/04/23 生物股份：年报预计披露日期

2021/05/10 美的集团：限售解禁

行业指数走势图



资料来源：Wind、东兴证券研究所

分析师：刘田田

010-66554038 liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480521010001

分析师：孟斯硕

010-66554017 mengssh@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480520070004

分析师：程诗月

010-66555458 chengsy_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480519050006

分析师：王紫

010-66554104 wangzi@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480520050002

分析师：赵莹

010-66555446 zhaoying_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480520070001

分析师：王洁婷

wangjt@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480520070003

研究助理：徐程颖

010-66554018 xuchy@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480119070052

目录

1. 行业观点：关注年报季绩优板块 3
1.1. 食品饮料：Q1 业绩预期不断上修，基本面信心较强 3
1.2. 商贸零售&社会服务：国内旅游市场加快复苏，国际出行仍待时日 3
1.3. 纺服轻工：看好 A 股低估值龙头的配置价值 4
1.4. 家用电器：成本压力有望转嫁，空调景气继续向上 5
1.5. 农林牧渔：关注年报季绩优板块和政策催化 5
2. 市场回顾：市场整体下跌，大消费与市场走势一致 5
2.1. 市场整体表现：市场继续调整普跌 5
2.2. 大消费各板块表现：除社会服务外全部收跌 6
3. 风险提示 7
相关报告汇总 8

插图目录

图 1：大消费行业指数变动情况 6
图 2：大消费各行业涨跌幅情况% 7

1. 行业观点：关注年报季绩优板块

消费追踪：关注 3.15 消费安全，消费畅通经济方能畅通。又到一年“3•15”，2021 年全国消协组织消费维权年的主题是“守护安全 畅通消费”。强化消费者权益保护，营造安全便利的消费环境，让消费者能消费、愿消费、敢消费，才能进而激发消费潜力，促进消费增长。我们认为，消费关联供给侧与需求端，联结生产者与消费者，关系着经济转型进程是否顺畅。真正的消费升级取决于收入和消费意愿两方面。

1.1. 食品饮料：Q1 业绩预期不断上修，基本面信心较强

近期食品饮料调整主要是受美债收益率走高、流动性紧缩预期带来的估值回调，基本面未有明显的变化。特别是今年春节整体需求复苏的背景下，市场对于食品饮料企业一季度业绩预期不断上修，市场对于基本面的信心仍然较强，从短期来看，我们建议关注今年一季报业绩超预期带来的投资机会。

我们一直认为当前板块整体回调主要是与市场行为相关，与基本面变化不大，即此轮调整主要是受美债收益率走高、流动性紧缩预期带来的白酒板块估值的分歧，导致资金从食品饮料板块大规模流出。为市场对前期在宽松流动性下估值超前于基本面的修正，即食品饮料企业业绩增速与市场估值之差在逐渐收窄。在美债收益率走高、流动性紧缩预期下，全球高估值资产都有所回落，所以我们判断在利率走高期内食品饮料估值依然会受到压制。但是在今年的市场环境下，有盈利支撑的板块会是市场接下来资产配置中的重要方向，所以我们认为本轮食品饮料估值拐点有两个观察点----美债利率拐点和白酒基本面景气上升的拐点。从全年来看，受益于轻度通胀，食品饮料利润往往有较好的表现，所以我们看好今年下半年食品饮料行业基本面景气提升带来的市场资金回归以及对估值的推动。

【重点推荐】贵州茅台、五粮液、泸州老窖、洋河股份

风险提示：食品安全，原材料价格波动，终端渠道恢复不达预期，业绩兑现不达预期。

1.2. 商贸零售&社会服务：国内旅游市场加快复苏，国际出行仍待时日

国内旅游市场加快复苏。伴随着大陆地区持续本土零新增确诊、疫苗接种范围不断扩大，以及清明、五一假期的临近，国内旅游业复苏正在加速。根据去哪儿数据，目前清明假期国内机票预订量接近 2019 年同期水平，五一机票的预订量已经超 2019 年；清明假期酒店预订量同比增长 4.5 倍，以旅游为出行目的的酒店预订量大幅上升。根据携程数据，3 月 10 日前预订 4 月 30 日-5 月 5 日酒店订单较 2019 年同期增长 53%。

多国探索疫苗护照，出境游仍待时日。我国以及亚洲、欧洲多个国家表示正在研究推出“疫苗护照”，探讨相互承认新冠疫苗接种证明、持疫苗护照免除入境强制隔离等问题，从而推动跨境旅游和国际出行复苏。根据国家统计局公报的预计，2021 年全球旅游总人次将达 95.45 亿，全球旅游总收入将恢复至 4.5 万亿美元，分别达到 2019 年同期的 77.7%和 75.6%。我们认为，若海外疫情能够在疫苗的帮助下得到有效控制，出境旅游市场有望在今年底至明年初有序启动，但国人出境游信心的回升仍需一段时间。

建议重点关注：①酒店行业龙头，在同比低基数的情况下，行业总体受益于出行持续回暖。龙头公司疫情期间逆势拓店，有望推动行业集中度进一步提升，中高端酒店快速增长且占比提高，看好头部酒店集团在行业复苏周期下跑出自己的α。②免税行业，离岛免税仍是吸引消费回流的重要窗口，新参与者的加入有助于营造适度竞争的市场环境，增强海南离岛免税在国际免税市场的竞争力，同时叠加政策催化和基础设施的不断完善，消费潜力有望持续释放。③具备可复制能力的优质人工景区，关注新园区开业以及新模式的探索。

重点推荐：中国中免、中公教育、锦江酒店、首旅酒店、珀莱雅、同道猎聘、御家汇

长期推荐：广州酒家、宋城演艺、永辉超市、高鑫零售、老凤祥、周大生、科锐国际、上海家化

风险提示：疫情发展超预期，突发性事件，超预期政策。

1.3. 纺服轻工：看好 A 股低估值龙头的配置价值

纺服行业：重视 A 股低估值绩优标的，关注港股公司业绩发布

纺织服装方面，结合当下时点市场风险偏好及行业基本面向好之趋势，我们选择了三个细分领域的龙头作为 A 股重点推荐，其估值处在较低位置（10-17 倍之间），短期经营状况好，未来也有着较好的成长性。森马服饰，1）童装绝对龙头，巴拉巴拉 2020 年市占率达 7.5%（第二名为 1.8%）；2）休闲装的改善，新管理团队（Nike 前高管带队）推动品牌变革；3）法国高端童装业务剥离，带动估值业绩双升。罗莱生活，1）家纺品类比服装消费升级属性更明显，长期增速较服装快一档；2）2020 年受疫情影响小，罗莱在 20Q2 已恢复业绩的正增长；3）公司品牌事业部的垂直管理体系改为前中后台的横向体系，双品牌进入良性增长。海澜之家，1）男装绝对龙头，管理层的年轻化助力品牌革新；2）其他品牌的业绩释放，OVV 和英氏均有望贡献明显业绩增量；3）高股息率，每年 50-70%的分红率，股息率 5%。

从长期看，我们仍推荐景气赛道运动服饰里的龙头公司，同时建议关注即将上市的运动鞋制造龙头。本周期，港股服饰公司将迎来密集发布业绩，我们认为 2020 年整体上运动服饰较其他服饰品类表现出更强的仍，龙头公司表现出更好的应对。继续推荐李宁、安踏体育、申洲国际，建议关注滔搏。

【重点推荐】申洲国际、李宁、安踏体育、森马服饰、罗莱生活

【建议关注】滔搏、海澜之家

轻工制造：浆价预计短期仍处高位，看好头部家居企业份额提升

家居：

2021 年以来住宅销售仍保持较好景气度，中期来看将有利于支撑家具需求。看好 2021 年地产销售维持稳健，竣工回暖延续，带动家具销售进一步修复。随着疫情影响逐渐消退，家具消费反弹带动企业基本面改善，收入利润增长明显。

经过疫情洗礼，中小家具企业部分遭到淘汰，头部企业经营稳健，寻求进一步份额提升。一线龙头具备多元化渠道拓展优势，发力电商营销；二线龙头继续开拓多品类与工程业务布局，均有望实现良好发展。看好软体和定制龙头企业不断强化渠道与产品，进一步扩大市占率。关注索菲亚、顾家家居。

家居企业 B 端业务受益于精装修普及与客户开拓带来的份额提升，有望保持高增长。中期仍看好竣工回暖周期，长期看好 B 端市场空间释放，龙头通过规模优势和深耕服务能力脱颖而出，有望快速成长，跑马圈地巩固市场份额。长期关注相关头部企业。

造纸：

本周浆价涨势放缓，现货价格略有回落。前期浆价大幅上涨，主要受资金面因素和外盘浆价上涨等推动。考虑到供需基本面没有大幅失衡，浆价持续攀升的动力不强；但在海外浆价支撑、经济回暖、替塑政策等因素影响下，浆价亦较难重返低迷，预计短期仍保持较高水平，后续需关注供需与库存情况变化。

分纸种来看，白卡纸市场价已突破 10000 元/吨，因消费升级和替塑令，其需求端较为坚挺，且行业竞争格局较好，预计高价位仍将持续。箱板纸受外废禁令支撑，竞争格局好于瓦楞纸，预计价格走势平稳，有利于包装纸龙头业绩。原材料成本压力短期依然存在，具备原材料自给优势的龙头具备竞争优势；长期来看，龙头纸企成本优势显著，产能稳步扩张，市场地位稳固。看好晨鸣纸业、太阳纸业等。

生活用纸龙头业绩保持较快增速，充分体现渠道优势与产品结构优势。龙头纸企或站稳中高端产品定位，或持续推动产品结构优化，同时巩固电商渠道优势，在市场竞争中具备长期增长能力；短期龙头纸企受益于备浆充足，将保持较高利润率。关注中顺洁柔、维达国际。

【重点推荐】维达国际、中顺洁柔、顾家家居、思摩尔国际、太阳纸业

【建议关注】索菲亚、梦百合、公牛集团、晨光文具

风险提示：疫情影响经济复苏，下游需求不及预期，地产销售不及预期

1.4. 家用电器：成本压力有望转嫁，空调景气继续向上

近期原材料价格上涨较为明显，市场担心对家电企业的盈利能力造成影响。我们认为原材料成本上行的压力能够被转嫁：1、经历 19Q4 的价格战之后，行业中小玩家空间已经被进一步压缩，份额进一步强化的双寡头具备提价的竞争环境。2、旺季即将来临，渠道库存水平较低具有主动补库需求，具备提价的市场环境。3、新能效产品上市具备提价的产品基础。

从终端数据来看，空调线下复苏明显，线上持续发力。在消费复苏、地产景气向好和格局优化的三重红利之下，空调景气度继续向上。行业龙头美的集团推出 140 亿元回购计划彰显未来发展信心；格力电器回购计划加速落地，治理结构有望进一步改善。

风险提示：疫情持续，原材料价格涨幅过大，渠道补库意愿弱，终端需求不振，公司出现重大管理瑕疵。

1.5. 农林牧渔：关注年报季绩优板块和政策催化

畜禽产业方面，本周商品猪价格持续调整，仔猪价格继续走高，补栏需求较为旺盛，但养殖户仍有疫情顾虑。头部企业 1-2 月销售情况陆续公布，牧原股份、新希望、正邦科技出栏同比均有大幅提升，14 家上市企业 1-2 月合计销售 1227.84 万头，出栏市占率在 14%左右。正如我们此前的判断，行业集中度大幅提升的趋势在持续兑现，头部企业以量补价的逻辑在持续兑现，在疫情反复猪价仍有支撑的 2021 年将持续兑现盈利。养殖端集中度提升倒逼后周期转型升级，市场化趋势下具备平台优势和产品力的企业有望充分受益周期回暖和行业升级，持续看好后周期景气提升的确定性趋势。年报季开启，建议关注农业绩优板块生猪养殖、饲料加工、动物保健。种业在两会后预计还将持续迎来政策落地和催化，建议持续关注。

【重点推荐】生物股份、科前生物、海大集团、大北农、隆平高科

【建议关注】中宠股份、佩蒂股份、溢多利、温氏股份、正邦科技

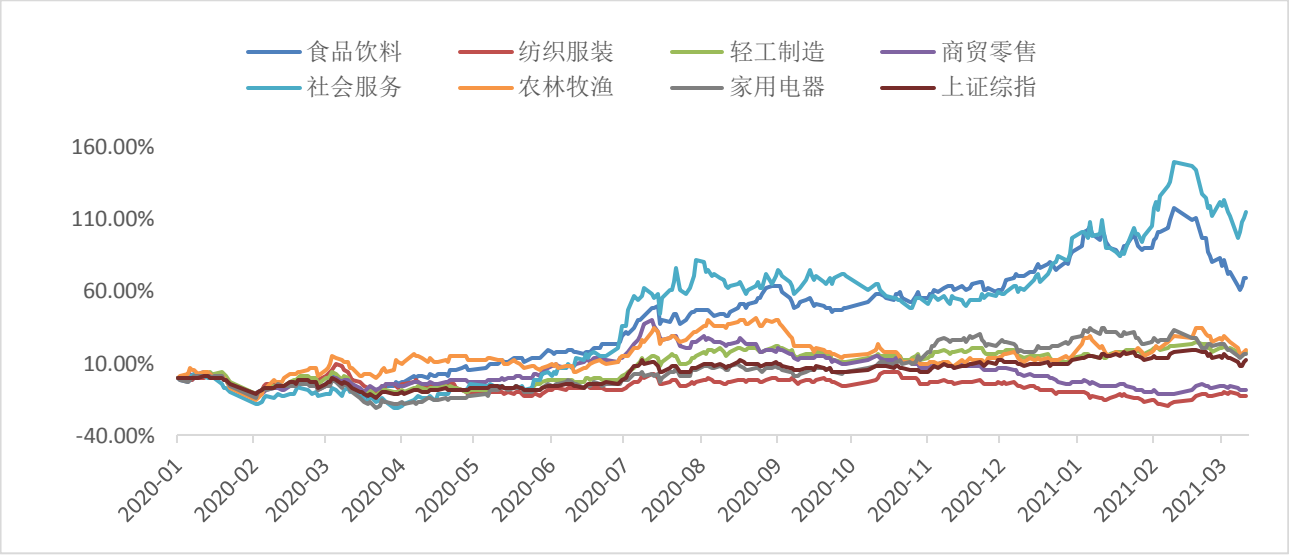
风险提示：畜禽价格波动风险，极端天气影响，动物疫病影响等。

2. 市场回顾：市场整体下跌，大消费与市场走势一致

2.1. 市场整体表现：市场继续调整普跌

上证综指收于 3453.08 点，周跌幅 1.40%；深证成指收于 13897.03 点，周跌幅 3.58%；创业板收于 2756.81 点，周跌幅 4.01%。重要股指方面，沪深 300 收于 5146.38 点，周跌幅 2.21%；中证 500 收于 6222.38 点，周跌幅 2.83%；上证 50 收于 3632.58，周跌幅 1.52%。大消费行业加权周跌幅 2.66%，跑输上证综指 1.26pct，跑赢深证成指 0.92pct，与大盘走势一致。

图 1：大消费行业指数变动情况

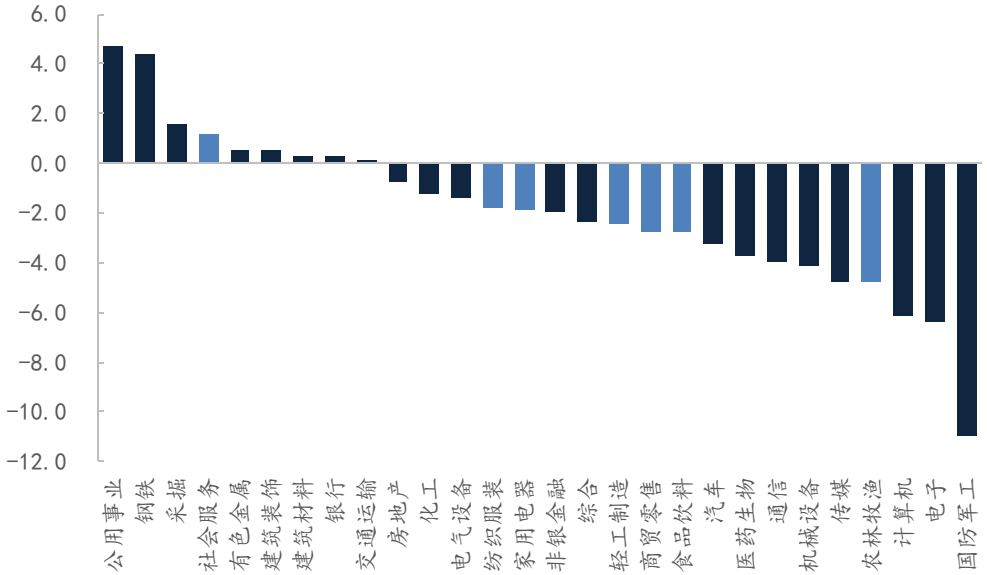


资料来源：Wind、东兴证券研究所

2.2. 大消费各板块表现：除社会服务外全部收跌

大消费行业板块方面，本周社会服务上涨 1.21%、纺织服装下跌 1.84%、家用电器下跌 1.85%、轻工制造下跌 2.47%、商贸零售下跌 2.77%、食品饮料下跌 2.80%、农林牧渔下跌 4.80%，在申万一级行业中分别排名第 4，第 13，第 14，第 17，第 18，第 19 和第 25。申万一级行业涨跌幅前五位的板块依次为：公用事业 4.69%、钢铁 4.41%、采掘 1.62%、社会服务 1.21%、有色金属 0.54%。涨跌幅后五位的板块为：传媒-4.78%、农林牧渔-4.80%、计算机-6.17%、电子-6.43%、国防军工-10.99%。

图 2：大消费各行业涨跌幅情况%



资料来源：Wind、东兴证券研究所

3. 风险提示

疫情控制时间超预期，经济增速下行，突发性事件，超预期政策。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业	东兴证券白酒行业报告：白酒，估值底在哪里？	2021-03-14
公司	周大生（002867.SZ）：全渠道融合多平台发展，强品牌力下业绩增长可期	2021-03-04
行业	【东兴商社|化妆品】上海家化:品牌渠道全方位梳理,盈利能力显著改善	2021-02-25
行业	东兴证券纺织服装 1 月线上数据点评：“新年添新衣”，服装家纺线上销售良好	2021-02-10
公司	洋河股份（002304.SZ）：改革路径渐清晰，复兴之路重启	2021-02-09
公司	华住集团-S（1179.HK）:技术赋能效率为先,本地市场助力业绩复苏	2021-02-09
行业	东兴证券大消费行业周观点:就地过年关注本地服务消费,及白酒等消费品	2021-02-09
公司	高鑫零售（6808.HK）:新模式探索业绩短期承压,阿里赋能静待花开	2021-02-07
行业	食品饮料：奶粉系列报告（一），国产婴配粉何以崛起--从政策和产品的角度	2021-02-05
公司	生物股份（600201.SH）：行业景气向好，核心产品市占提升	2021-02-02
行业	东兴证券低温奶行业系列深度（二）：破局之法孕育新龙头，细数乳企的巴氏探索路径	2021-02-01
行业	东兴证券大消费行业周观点：就地过年多方面影响消费，关注业绩确定性支撑	2021-02-01
公司	首旅酒店（600258.SH）：拓店能力持续改善，看好复苏周期业绩反弹	2021-02-01
行业	东兴证券低温奶行业系列深度（一）：辨析行业，找寻未来，低温跑出黄金赛道	2021-01-31
公司	中国中免（601888.SH）：离岛免税有望持续放量，租金减免业绩显著改善	2021-01-31
公司	同道猎聘（6100.HK）：从在线招聘到人服平台，成长边界不断扩张	2021-01-29
行业	东兴证券奢侈品行业系列报告之一：奢侈品品牌缘何屡屡提价？	2021-01-28
公司	御家汇（300740.SZ）：业务拓展与品牌运营双轮驱动，互联网美妆龙头再起航	2021-01-27
公司	华住集团-S（1179.HK）：境内业绩复苏预计优于指引，门店实现稳健扩张	2021-01-27
行业	东兴证券纺织服装行业 12 月线上数据点评：严寒天气助力冬装销售，国内运动公司近期表现强势	2021-01-13
行业	东兴证券酒店深度系列之二：高速扩张下，中高端酒店增长空间仍有几何	2021-01-06

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，曾就任于买方机构覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维，2019 年 1 月加入东兴证券研究所，从事纺织服装行业研究。

孟斯硕

工商管理硕士，曾任职太平洋证券、民生证券等，6 年食品饮料行业研究经验，2020 年 6 月加入东兴证券。

程诗月

美国马里兰大学金融学硕士，2017 年加入东兴证券研究所，从事农林牧渔行业研究，重点覆盖畜禽养殖、饲料动保、宠物食品等细分子行业。

王紫

对外经济贸易大学管理学学士，法国诺欧高等商学院管理学硕士。2018 年 5 月加入东兴证券研究所，一年港股消费及策略研究经验，目前从事社会服务行业研究，重点覆盖教育培训、人力资源服务、餐饮酒店、旅游免税等领域。

赵莹

澳大利亚国立大学会计学硕士，曾任职于德勤华永会计师事务所。2018 年加入东兴证券研究所，从事商贸零售行业研究。

王洁婷

美国俄亥俄州立大学学士，普渡大学硕士，四年证券研究经验，曾研究过策略，家电等行业，2020 年加入东兴证券，从事食品饮料行业研究。

研究助理简介

额

徐程颖

北京大学硕士，对外经济贸易大学学士，2019 年 7 月加入东兴证券研究所，主要从事小家电、白电研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526