东兴证券 DONGXING SECURITIES

东兴大消费：寻找“内循环”下的复苏和长期景气行业

——2021 年度策略报告

2020 年 12 月 23 日

看好/维持

大消费 | 行业报告

报告摘要

2020 年疫情的出现给消费行业带来巨大冲击，但当下行业复苏节奏企稳，内部也孕育出新的变化与趋势。可选消费品以及服务业短期受挫但是长期加速了行业优胜劣汰，必需消费品呈现出强韧性且强者恒强趋势明显。疫情也催生了一些新的消费现象，如线上直播带货和生活小家电的火爆。展望未来，外不确定性下“内循环”对于宏观经济的分量加重，消费者迭代带来新的消费模式和品类流行，竞争也催生消费品和新兴服务业的产业效率升级，我们持续看好消费升级+产业升级下消费行业的长期投资机会。

中短期关注“顺周期”弹性较大的可选消费，以及受益外需回暖的出口品类。随着疫苗进展顺利，以及“内循环”背景国家下出台各种提振消费的举措，国内的消费信心极大恢复。外需的持续回暖，也将带动一些出口占比较高的消费品制造业明显复苏。未来一段时间前期受冲击的可选消费基本面修复的空间较大，而今年上半年受疫情影响小的必需消费品在明年上半年或面临高基数以及较高估值的压力。建议关注环比改善明显的免税、酒店、餐饮旅游、白电、软体家具。

消费升级持续，拥抱长期景气赛道享受成长。“十四五”定下全面促进消费的基调，随着 Z 时代年轻消费者逐渐成为消费主力，以及中产阶级的扩大和低线城市对于品质生活的追求等共同作用下，符合核心消费群体生活方式升级所需的细分赛道将持续成长。建议优选景气赛道进行配置，如化妆品、运动服饰、生活小家电等，以及食品饮料里的酱香白酒、复合调味品、低温巴氏奶品类。

食品饮料：疫情后业绩修复逻辑不变，M2 上行支撑社会零售持续增长

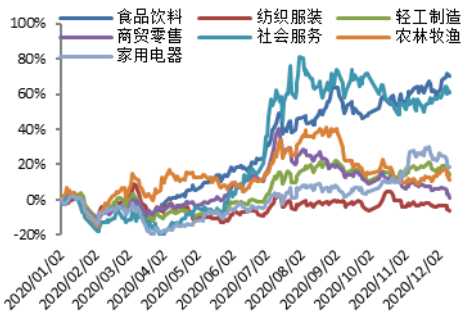
回顾 2020 年，上半年行业整体受到疫情冲击，可选消费需求端受到较大的影响，必选消费一定程度上受益；下半年随着疫情好转需求逐渐复苏，企业运营走向正轨，食品饮料行业抗经济周期和风险的韧性凸显出来。展望 2021 年我们认为经济持续复苏以及国家进行“需求侧”改革，会进一步利好食品饮料消费端恢复，优质企业在这个过程中会进一步强化自己的优势，扩大市场份额，推动盈利能力持续提升。2021 年食品饮料投资关注三条策略主线：经济复苏主线、估值提升主线和居民收入结构变动主线。

商贸零售和社服：关注政策催化、疫后复苏与消费升级

明年关注三条投资主线：(1)政策带动的高景气行业龙头。职教&人服行业将继续受益于“稳就业”的持续基调。政策加持有望带动免税行业长期繁荣，关注免税运营商的供应链与运营能力，以及市内店相关政策推进情况。高教行业稳健与成长兼备，政策有望助力戴维斯双升。(2)受益于疫后复苏与同比低基数的行业。酒店明年有望延续复苏周期，行业集中度或进一步提升。国内疫情恢复提振旅游需求，人流管控逐渐放宽，景区有望迎来复苏，相对看好人工景区与民营自然景区，出境游市场预计最早明年下半年才能在经营业绩层面有所恢复。(3)消费升级与新消费习惯培养背景下的发展机遇。消费升级引领美妆产业扩容，新型营销

未来 3-6 个月行业大事：

行业指数走势图



资料来源：Wind、东兴证券研究所

分析师：张凯琳
010-66554087 zhangkl@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480518070001

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：王长龙
010-66554045 wangcl@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480520050001

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

分析师：闵繁浩
010-66554036 minfh@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480519070005

研究助理：刘田田
010-66554038 liutt@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480119010012

研究助理：常子杰

催化增长潜力释放，具有技术研发优势、经典产品开发能力以及能够塑造较强品牌形象的行业参与者将会更具竞争优势。K12 培训行业供给出清带来集中度提升，OMO 模式赋能效率提升，关注全国化布局的优质培训机构。

家用电器：聚焦内销量价齐升，展望外销龙头出海

我们看好明年家电板块三个积极的催化条线：首先，行业终端复苏，行业格局优化利好龙头公司内销增长。其次，竣工明年高景气确定性强，房地产后周期品类将明显受益于精装需求以及终端销售需求的增长。最后，家电产品出海，集齐海外受疫情订单转移带来的“天时”，中国超强产业链加持的全球最大单一市场“地利”，REPC 区域经济一体化“人和”三大要素。属于中国的跨国大企业时代即将到来。

农林牧渔：后周期投资主线明确，长期看好宠物市场发展

我们看好明年农林牧渔板块三大投资主线：首先，养殖链关注集中度提升趋势下头部企业出栏成长与成本控制带来企业内在价值持续提升以及存栏复苏下后周期饲料动保板块产业景气持续与内部升级；其次，种植链受价格催化与政策关注景气抬升，短期关注玉米价格景气持续及年末年初政策催化，中期关注转基因玉米种子商用落地的持续推进；最后，宠物消费仍是蓝海，食品医药弹性最高，持续关注细分市场龙头企业和国产品牌塑造进程。

纺织服装：坚守长期景气赛道，重视内外复苏

长期推荐景气赛道运动服饰，并重视服装家纺、纺织制造行业的边际变化和行业内公司提质：1）运动服饰未来景气持续，品类特性决定产业链孕育优质公司。在健身群体扩大和运动潮流风尚的影响下，行业继续维持高景气，产品具备专业属性又使得行业具备向前发展的动力。运动鞋服在服装里是一个相对高价、品牌集中度高、重消费体验的品类，也是上下游关系较其他品类较为独立的品类。2）服装家纺将受益于线下消费的持续回暖，建议关注持续进行品牌建设和管理提升的公司。3）纺织制造明年将受益于外需回暖，长期关注 RCEP 的落地进程，建议关注垂直一体化布局企业。

轻工制造：竞争格局改善，聚焦景气赛道

把握三条投资主线——1）家具出口：景气度有望延续，出口企业战略布局跨境电商业务。随着疫苗研发推进，海外经济复苏有望持续，出口需求韧性较强；同时，美国房地产复苏势头强劲，家具出口景气度有望延续。出口龙头企业提前布局海外占据先发优势，跨境电商有望成为企业 OBM 转型重要抓手。2）软体家具：竣工回暖主线延续，软体龙头市占率持续提升。受贸易战及反倾销等政策影响，中小企业迅速出清；龙头企业扩充产能强化规模优势，信息化提升经营效率。3）造纸行业：竞争格局持续改善，纸企龙头强者恒强。文化纸新增产能有限，进口冲击难以持续，教辅+党建需求韧性较强，纸价有望维持上升趋势。白卡纸行业竞争格局不断优化，需求韧性较强支撑明年平稳提价。浆价短期波动对生活用纸龙头企业影响有限。线上及商用渠道有望成为生活用纸行业重点竞争领域。

风险提示：疫情控制时间较长，消费能力持续不振，各行业相关风险等。

010-66554040 changzj@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480119070055
研究助理：张东雪
zhangdx@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480119070051
研究助理：徐程颖
010-66554018 xuchy@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480119070052

目　录

1. 大消费年度策略：寻找“内循环”下的复苏和长期景气行业 4
1.1 观点综述：中短期复苏与长期景气均衡配置 4
1.2 社会零售持续恢复关注明年基数效应，可选消费品类复苏亮眼 5
1.3 机构对大消费持仓上升，外资偏好明显 5
2. 食品饮料：需求持续复苏，长期增长动能不减 6
2.1 食品饮料板块-关注食品饮料投资三条策略主线 6
2.2 白酒-价格天花板或挑战新高，升级趋势或将延续 8
2.3 调味品-提价预期强烈，低估值更受益 10
2.4 休闲食品-估值回落造就价值投资机会 11
2.5 奶粉-国产品牌正在加速超越的路上 12
2.6 乳制品-奶价上行催化产品结构升级，看好低温奶、高端白奶子品类 14
3. 商贸零售&社会服务：关注政策催化、疫后复苏与消费升级 15
3.1 政策带动的高景气行业龙头 17
3.2 受益于疫后复苏与低基数的行业 21
3.3 消费升级与新消费习惯培养背景下的发展机遇 23
3.4 重点公司盈利预测及估值 26
4. 家用电器：聚焦内销量价齐升，展望外销龙头出海 26
4.1 聚焦内销量价齐升，竞争格局兑现竣工景气和终端销售复苏 27
4.2 展望外销龙头出海，中国输出的是国内的供应链体系 32
5. 农林牧渔：后周期投资主线明确，长期看好宠物市场发展 35
5.1 长期趋势叠加短期利好，助力后周期行业持续景气 35
5.2 聚焦规模化程度提升，把握养殖龙头长期成长 37
5.3 玉米行情景气，关注粮食安全和转基因进展 39
5.4 国内国际双循环，拥抱宠物消费市场 40
5.5 重点公司盈利预测及估值 40
6. 纺织服装：坚守长期景气赛道，重视内外复苏 41
6.1 服装家纺：运动服饰景气持续，科技+潮流推动行业向前 41
6.2 服装家纺：持续进行品牌建设，数字化升级提速 43
6.3 纺织制造：疫情加速优秀制造企业份额提升，关注外需回暖和 RCEP 落实进程 45
6.4 重点公司盈利预测及估值 46
7. 轻工制造：竞争格局改善，聚焦景气赛道 46
7.1 家具出口：景气度有望延续，出口企业战略布局跨境电商业务 47
7.2 软体家具：竣工回暖主线延续，软体龙头市占率持续提升 49
7.3 造纸行业：竞争格局持续改善，纸企龙头强者恒强 51
7.4 重点公司盈利预测及估值 53
8. 2020 年初至今行业回顾：市场宽幅震荡，大消费表现优 53
8.1 市场整体表现：大市震荡上行，大消费大幅跑赢大市 53
8.2 大消费各板块表现：商社和食品饮料韧性强 54
9. 风险提示： 54

1. 大消费年度策略：寻找“内循环”下的复苏和长期景气行业

1.1 观点综述：中短期复苏与长期景气均衡配置

2020 年疫情的出现给消费行业带来巨大冲击，但当下行业复苏节奏企稳，内部也孕育出新的变化与趋势。可选消费品以及服务业短期受挫但是长期加速了行业优胜劣汰，必需消费品呈现出强韧性且强者恒强趋势明显。疫情也催生了一些新的消费现象，如线上直播带货和生活小家电的火爆。展望未来，外部不确定性下“内循环”对于宏观经济的分量加重，消费者迭代带来新的消费模式和品类流行，竞争也催生消费品和新兴服务业的产业效率升级，我们持续看好消费升级+产业升级下消费行业的长期投资机会。

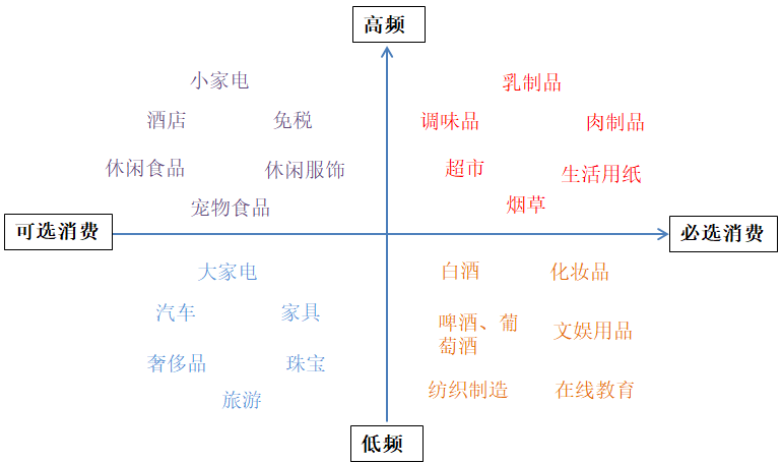
疫苗助力国内外经济稳健复苏，资金持续流入推升优质板块估值提升。随着疫苗的顺利研发和部分投入使用，中国及全球经济将稳健复苏，商品销售和服务业以及出口的持续回暖。在资金面方面，全球经济稳健向好，海外资金对于 A 股消费行业的偏好将持续，资金流入改善资金环境，有望继续推升消费行业优质板块的估值。

投资策略方面：中短期关注可选消费复苏，长期坚守景气赛道。

中短期关注“顺周期”弹性较大的可选消费，以及受益外需回暖的出口品类。随着疫苗进展顺利，以及“内循环”背景国家下出台各种提振消费的举措，国内的消费信心极大恢复。外需的持续回暖，也将带动一些出口占比较高的消费品制造业明显复苏。未来一段时间前期受冲击的可选消费基本面修复的空间较大，而今年上半年受疫情影响小的必选消费品在明年上半年或面临高基数以及较高估值的压力。建议关注环比改善明显的免税、酒店、餐饮旅游、白电、软体家具。

消费升级持续，拥抱长期景气赛道享受成长。“十四五”定下了全面促进消费的基调，随着 Z 时代年轻消费者逐渐成为消费主力，以及中产阶级的扩大和低线城市对于品质生活的追求等共同作用下，符合核心消费群体生活方式升级所需的细分赛道将持续成长。建议优选景气赛道进行配置，如化妆品、运动服饰、生活小家电等，以及食品饮料里的酱香白酒、复合调味品、低温巴氏奶品类。

图 1：消费品分类（可选 VS 必选，高频 VS 低频）

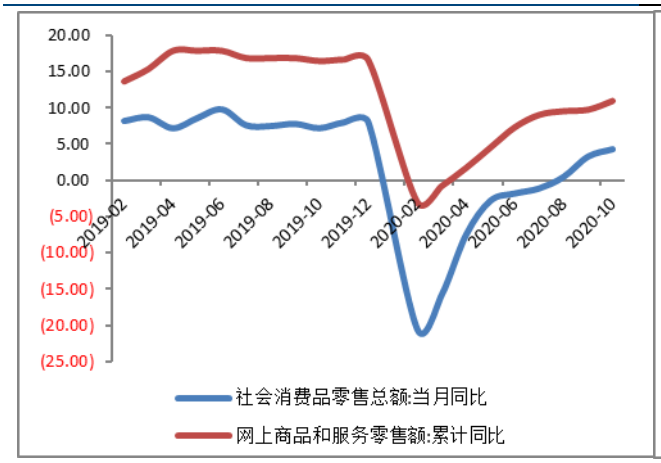


资料来源：wind，东兴证券研究所

1.2 社会零售持续恢复关注明年基数效应，可选消费品类复苏亮眼

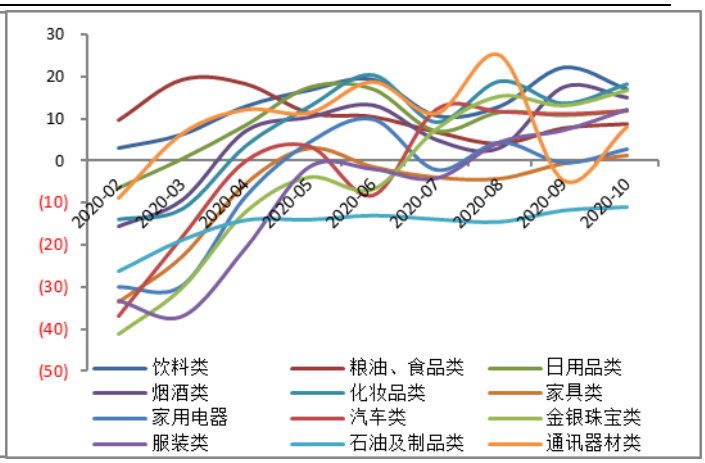
社会零售总额慢复苏，必选消费韧性强，可选消费复苏明显。疫情影响下 2020 年上半年社零平淡，但是网上商品和服务销售仍保持较好的增速，下半年以来社零复苏明显，尤其可选消费品的复苏势头强劲。分品类看，食品、饮料等必需消费品表现强韧，持续有正向增长；可选消费品里化妆品表现最好，跌幅小、反弹强，其次金银珠宝、汽车、服装都表现出较好的反弹。

图 2：社会零售总额增速及网上零售增速（单位：%）



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 3：分品类 1-7 月份零售额同比增速（单位：%）

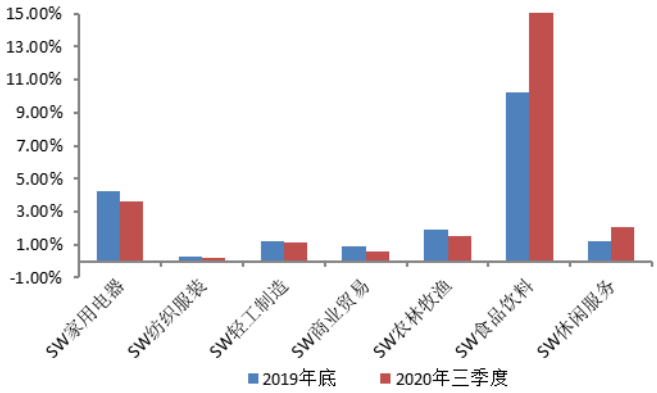


资料来源：wind，东兴证券研究所

1.3 机构对大消费持仓上升，外资偏好明显

资金面上，2020 年第三季度公募基金整体较年初增配 4.9pct，食品饮料和家电是配置比例最高的行业，食品饮料和休闲服务是增配最多的行业。根据市场上全部存续的基金统计：20Q3 家用电器持仓比例为 3.59%，较年初减少 0.63pct；纺织服装持仓比例为 0.19%，较年初减少 0.06pct，轻工制造持仓比例为 1.2%，较年初减少 0.07pct，商业贸易持仓比例为 0.93%，较年初减少 0.35pct，农林牧渔持仓比例为 1.882%，较年初减少 0.33pct，食品饮料持仓比例为 15.67%，较年初增加 5.45pct，休闲服务持仓比例为 2.09%，较年初增加 0.88pct。

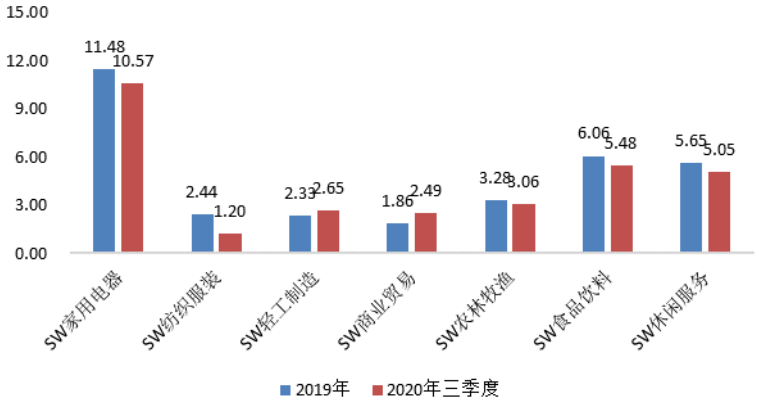
图 4:2020H1 公募基金对大消费各行业持仓情况，及与 2019 年初持仓比较（单位：%）



资料来源：wind，东兴证券研究所

消费白马相对受到外资青睐，其中家电和食品饮料龙头公司外股持股比例较高。根据市场上全部存续的 QFII 和陆股通产品统计：20Q3 家用电器持仓比例为 10.57%，较年初减少 0.91pct；纺织服装持仓比例为 1.20%，较年初减少 1.24pct，轻工制造持仓比例为 2.65%，较年初增加 0.31pct，商业贸易持仓比例为 2.49%，较年初增加 0.63pct，农林牧渔持仓比例为 3.06%，较年初减少 0.22pct，食品饮料持仓比例为 5.48%，较年初减少 0.59pct，休闲服务持仓比例为 5.05%，较年初减少 0.60pct。

图 5：QFII 和陆股通对大消费持仓情况



资料来源：wind，东兴证券研究所

2. 食品饮料：需求持续复苏，长期增长动能不减

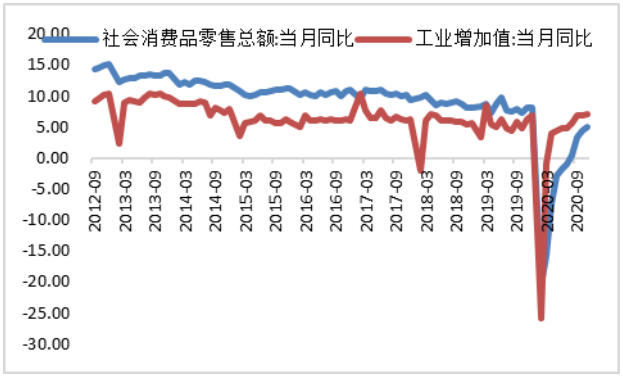
2.1 食品饮料板块-关注食品饮料投资三条策略主线

回顾 2020 年，上半年行业整体受到疫情冲击，可选消费需求端受到较大的影响，必选消费一定程度上受益；下半年随着疫情好转需求逐渐复苏，企业运营走向正轨，食品饮料行业抗经济周期和风险的韧性凸显出来。展望 2021 年我们认为经济持续复苏以及国家进行“需求侧”改革，会进一步利好食品饮料消费端恢复，优质企业在这个过程中会进一步强化自己的优势，扩大市场份额，推动盈利能力持续提升。2021 年食品饮料投资关注三条策略主线：经济复苏主线、估值提升主线和居民收入结构变动主线。

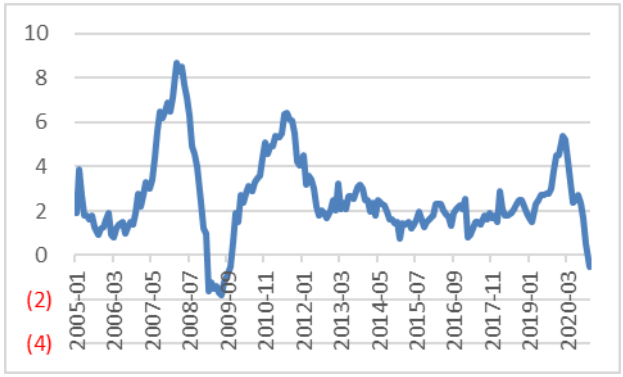
经济持续复苏，明年业绩修复逻辑不变。2020 年下半年以来疫情和贸易摩擦均有所好转，2021 年宏观经济的复苏预期为大概率事件，将对消费起到支撑作用。根据国家统计局数据，2020 年 10 月社会消费品零售总额为 38576 亿元，同比增长 4.3%，增速比上个月加快 1pct，消费持续回暖。我们预计 2021 年社会消费品零售额增速处于向上区间，市场将持续回暖。食品饮料板块具有抗风险能力较强的特点，特别是受疫情影响较大的板块，譬如白酒、乳制品、休闲食品等， 预计明年会持续恢复，业绩有望实现稳定增长。

图 6：3 月份以来经济逐月恢复

图 7：CPI 月度变化



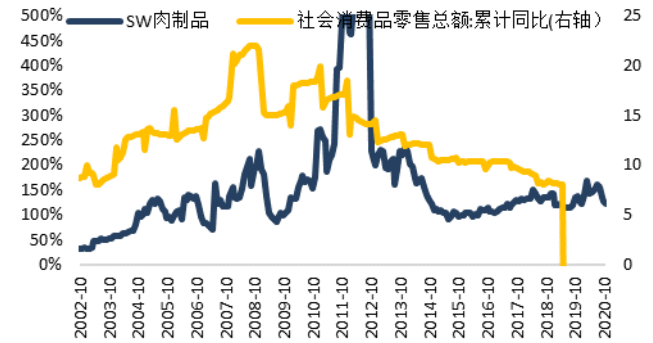
资料来源：wind，东兴证券研究所



资料来源：wind，东兴证券研究所

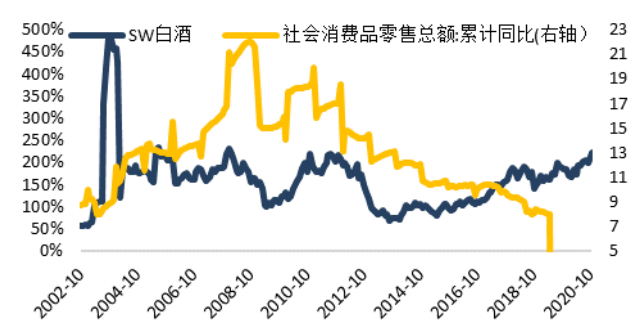
社会零售预计上行，白酒、肉制品和乳制品板块具备给予高估值的基础。从细分行业的历史数据来看，社零数据的波动，与白酒、肉制品、乳制品板块估值（剔除掉 A 股估值影响后的估值）有较好的拟合，即社零增速上行期，白酒、肉制品、乳制品板块估值也随之向上，在下行期子版块估值也会随之反向波动。我们判断明年社零增速会持续恢复，白酒、肉制品、乳制品板块较其他行业估值有上行基础。

图 8：SW 肉制品零售总额同比



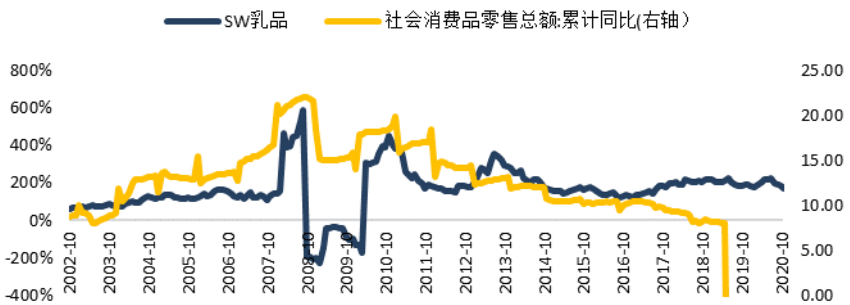
资料来源：wind，东兴证券研究所

图 9：SW 白酒零售总额同比



资料来源：wind，东兴证券研究所

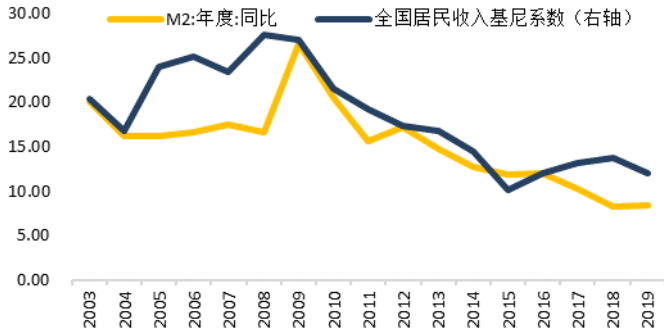
图 10： SW 乳制品零售总额同比



资料来源：wind、东兴证券研究所

M2 回升基尼系数扩大，高端消费提供基础。从历史数据来看，M2 的提升会推动基尼系数扩张，即贫富差距拉大。为应对疫情对经济的冲击，今年上半年国内流动性呈现宽松状态，M2 同比增速从 2 月份同比增长 8.8%提升至 5 月份的 11.1%，此后 M2 月度增长维持在 10%左右。预期今年上半年 M2 的变动对明年居民收入结构带来影响，由此对高端消费提供基础，特别是对高端白酒，我们建议关注高端白酒在明年的整体表现。

图 11：M2 与国内基尼系数走势



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 12：M2 月度走势



资料来源：wind，东兴证券研究所

2.2 白酒-价格天花板或挑战新高，升级趋势或将延续

随着后续疫情影响边际减弱，疫情影响逐步退出后，白酒行业将重回量平价增阶段，中长期各类酒企间将呈现加速分化态势，随着国内疫情逐步得到控制，白酒行业整体复苏趋势明显。随着白酒行业集中度不断提升，行业分化加快，高端酒企快速发展，龙头企业的品牌效应不断提升，马太效应加剧，因此虽然行业整体产量增速下滑至小于 5%，但白酒核心上市公司的产销量增速明显高于行业平均。

作为行业景气度标杆，高端白酒的业绩预计稳定增长；次高端白酒在区域龙头和高端白酒的双重压制下，竞争加剧，品牌和渠道力是其发展关键；区域名酒省内集中度进一步提升，尽享省内消费升级红利，加快对全国化布局。从品类来看，酱酒和光瓶酒是行业两大快速增长的细分赛道，仍处发展红利期。

1）高端：量价稳健增长，竞争格局仍优。茅台批价疫情短期回落后，年内大幅上涨至约 2900 元水平，受供给端结构调整影响，预计仍处上行趋势中。高端白酒市场规模持续扩容势头未减，并且随着高端白酒消费结构中私人消费占比的逐步提升，行业波动性和周期性或将逐渐被熨平。我们认为高端白酒属性偏向奢侈品，估值有望向奢侈品靠拢。持续看好高端白酒行业，推荐贵州茅台、五粮液和泸州老窖，重点推荐泸州老窖。

2）次高端：上半年由于婚宴受限，次高端受疫情冲击显著，三季度以来恢复情况整体向好，预计后续业绩弹性较大，主要系婚宴的需求只是后移没有消失，另外日常聚会社交逐步恢复，对次高端的需求将继续向上。次高端目前尚没有全国化的龙头企业，区域性较强，我们认为次高端竞争将长期处于胶着状态，区域性次高端龙头受品牌认可度等因素影响，外围扩张或有一定阻力需要较长周期，故我们认为自身优势区域有拓展空间的区域龙头在业绩端或可迎来较稳健增长。看好存在机制变革和创新能力强的优质次高端酒企，建议关注古井贡酒、口子窖、山西汾酒、水井坊、今世缘、酒鬼酒、洋河股份和舍得酒业。大众酒方面，看好性价比高，且近年来渠道建设优秀，市占率不断提升的名优酒企，重点关注顺鑫农业。

从中长期来看，白酒产量及销量将维持稳定或小幅负增长的水平，白酒行业仍然是存量竞争市场。与产量及销量相比，行业整体的收入增速更高，这主要得益于消费升级引发的产品结构升级和产品提价。总体来看，

白酒消费具有刚需的特点，尤其是高端酒及低端酒，消费场景恢复后需求有所增加。此外，由于品象不断得到强化，龙头公司的定价能力较强，吨价持续提升，因此白酒上市公司的营业收入也显著领先于行业平均。

白酒基本面支撑力强，酒企间收购合并在加快，资本化率的提升会带来更多看点，如挺价坚决，渠道细化，新品培育等。白酒板块最核心推荐五粮液、泸州老窖，五粮液今年团购渠道完成超预期，同时渠道精细化管理到位，库存较低，提价成功；老窖产品体系梳理逐步到位，渠道精细化程度最到位，未来增长弹性空间大。

图 13：白酒估值 PE（TTM）



资料来源：wind、东兴证券研究所

五粮液（000858）：

在经销商保持良好利润空间、渠道利润增厚的前提下，未来五粮液终端价有望小幅持续提升。公司于 3 月推出“501 五粮液·明池酿造”和“501 五粮液·清池酿造” 两款战略性超高端产品，雄心勃勃进军超高端白酒领域，卡位价格带，持续升级产品结构。盈利能力维持稳定，费用投放数字化营销及渠道建设，持续优化渠道分级模式。

公司今年以来渠道政策稳健有效，一方面传统经销渠道通过控量来维持价格稳定上升；另一方面搭建直销体系，拓展企业团购及新零售核心优质渠道，高效消化产品库存，通过一系列渠道分级模式合理分配产品产量，协同配合维持产品价格坚挺。强大品牌实力奠基，政策革新增厚渠道利润，产品持续升级优化。随着机制的持续变革，以及内部的优化，公司有望实现稳健发展。

风险提示：高端酒有效需求不足，渠道改革失利，高端产品营销不及预期

泸州老窖（000568）：

高端白酒动销恢复较好，提价动作逐步启动。长期看，消费者消费升级趋势下，高端白酒景气度高、量价齐升。中短期看，疫情后白酒终端动销逐步恢复，我们认为高端白酒需求中商务及聚会消费占比相对较高，需求相对刚性，恢复情况将较快。国窖 1573 终端销售至 2020 年 6 月底基本恢复到去年同期的 90%。且批价稳中有升，即使疫情期间，批价并未出现大幅下调。

减轻渠道库存压力，业绩改善将较快显现。公司 2-4 月份实行经销商灵活打款制度，减轻渠道库存压力，挺价决心较大，5 月份公司恢复配额制回款有望逐渐向好，并在河南等地区进行“会战”。由于渠道库存相对低，3、4 季度终端动销复苏后业绩改善将较快显现，且弹性较大。据了解，国窖 7 月份前渠道任务完成度相对较

好，6 月份以来先后在河南等地乃至全国开始控货停货，近期又上调品牌专营公司结算价，中秋前挺价决心大，看好公司后续提价动作所带来的营收、利润端增长。

风险提示：高端酒有效需求不足，渠道改革失利，高端产品营销不及预期

2.3 调味品-提价预期强烈，低估值更受益

关于调味品明年的策略主要分三类来看，一类是 B 端客户占比较高，受疫情影响较大的公司。随着餐饮业的恢复从二季度开始业绩好转，明年上半年能够享受短期低基数带来的高增长，并且能够获得餐饮业（包括外卖）发展带来的长期效应，如海天味业、中炬高新等。另一类是受益于疫情，C 端客户需求爆发带来的疫情期间高增速的公司，其明年上半年面临高基数叠加疫情缓解后需求可能回落带来的业绩压力，如涪陵榨菜、安琪酵母等；最后一类是因主要面向 C 端客户因而受疫情影响不大的公司，如千禾味业、恒顺醋业等。

行业整体来看，由于今年一季度复工推迟叠加运输困难，二季度行业回暖，存在一定的补库存需求，因此二季度业绩普遍较好，而三、四季度行业基本恢复常态，环比二季度存在量价齐跌的趋势。由于疫情影响产品推广的速度和效率，因此 2020 年上半年公司营销费用投放有所减少，预计 2021 年费用投放能够恢复正常，甚至加大营销力度，从而影响净利润率。

调味品上市公司一般存在 2-3 年的提价周期，除恒顺醋业 2019 年初提价一次，涪陵榨菜 Q2 缩规格提价外，其他龙头上市公司并没有明显的提价动作，而今年白糖和大豆价格明显上涨，预计明年饲养恢复进一步增加对豆粕的需求，因此预期明年大豆价格继续上涨，对于以酱油酿造为主的公司带来较大的成本压力，因此未来提价成为推动行业销售收入增长的重要因素。

同时，无论是原材料涨价还是疫情，部分小型竞争对手被挤出。龙头上市公司纷纷选择逆势扩张，多数公司（除了千禾）2020 年 Q1-Q3 累计新增经销商数量接近或超过去年总和，经过培育，预计明年会迎来明显的业绩增长。

表格 1：经销商数量：个

经销商数量（个）							
	2019△	2019 期末数量	2020Q1△	2020Q2△	2020Q3△	2020Q1-Q3 累计△	2020Q3 期末数量
中炬高新	187	1051	81	122	75	278	1329
千禾味业	292	1140	-50	143	63	156	1296
海天味业	999	5806	301	326	306	933	6739
恒顺醋业	65	1254	16	24	35	75	1329

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

从更长期的角度来看，调味品存在高端化趋势，复合调味品相比发达国家渗透率依然很低，复合调味品在餐饮渠道的渗透率提高以及餐饮行业的整体增长均是行业增长的长期动力。

目前行业整体估值依然处在历史相对高位，但从长期来看，由于行业龙头成长确定性高，依然存在配置价值。

图 14：调味品估值 PE（TTM）：截止 2020 年 11 月 27 日



资料来源：wind、东兴证券研究所

恒顺醋业（600305.SH）：

食醋作坊式小企业占比 70%，行业集中度提升空间大。恒顺是老牌国企，一直在机制方面比较保守，业绩增速较弱。2019 年底新任董事长上任以来，公司积极推进了包括营销渠道、产品、人力资源方面的各项改革。渠道方面，8 月份营销总监上任，划分八大战区，推进渠道下沉，计划 2021 年实现地级市全覆盖，县级市 70%的覆盖率。产品方面，缩减产品 SKU，聚焦打造大单品，高端产品占比逐渐提升。人力管理方面，全公司范围内加强奖惩制度，提升销售人员薪酬水平，例如战区总如果业绩增速达到 1X%，薪资收入可能翻倍。战区总负责人拥有人事权和绩效权力。我们认为，随着公司各项改革的落地，加上新增产能的投放，明后年业绩有望迎来明显的变化。

风险提示：改革推进不及预期。

2.4 休闲食品-估值回落造就价值投资机会

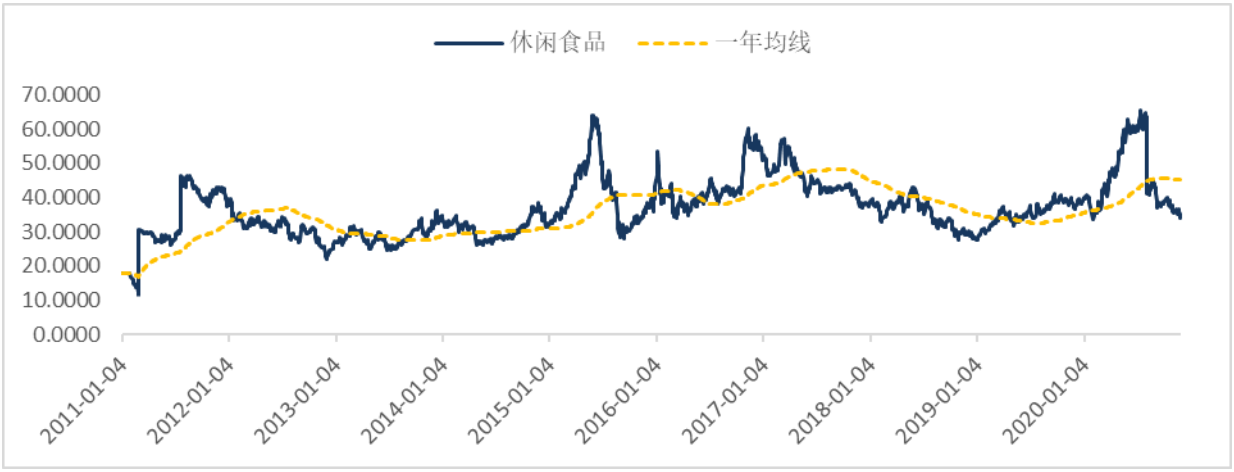
线上转线下，价格战有望减缓。线上去中心化导致更多的中小品牌获得快速成长，线上占比较高的龙头品牌反而存在一定劣势，因此线下成为商家必争之地。由于线上价格透明毛利率更低，因此龙头企业线上转线下竞争有利于减缓价格战，有利于行业整体毛利率水平的提升。

连锁店基数低，拓店步伐加快，单店收入增加，将获得更好的业绩增速。疫情增加休闲零食板块需求，但主要受益公司为线上占比较高和商超渠道为主的公司，因此这部分公司存在高基数担忧。而连锁门店形式的受疫情影响较大，体现在单店收益降低以及开店步伐明显减缓。由于疫情导致部分竞争对手关店，暂时改善了线下竞争格局，空出优质地段，因此下半年连锁店拓店步伐加快，我们预计 2021 年连锁品牌商将继续以较快的开店速度以积极填补市场空缺。2021 年新店业绩释放，结合 2020 年低基数，预计 2021 年连锁店有望获得较好的业绩增速。

产品升级伴随渠道优势，形成良性循环。休闲零食板块比较容易做出差异化和高端化产品，随着主力消费群体 80、90 后收入的提高，以及追求高品质、健康化，休闲零食龙头企业产品升级空间很大。同时随着产品单价提升，在毛利率提升的同时，流通渠道坪效比存在上升趋势，费用率存在下降趋势，也更容易获得渠道资源的倾斜，形成良性循环。

据 Frost & Sullivan 数据显示，我国休闲食品行业零售市场规模由 2011 年的 4579 亿元增长到 2018 年的 10297 亿元（同比增速 12.03%），近几年来增速也保持在小两位数。在休闲食品的流通渠道中，线上占比大约 14%，商超占比约 51%，其他渠道占比 35%。由于疫情关闭农贸等流通市场导致商超需求提升，而中小品牌主要依赖个体零售渠道，因此预计商超渠道为主的一二线龙头品牌将更为收益，能弥补线上集中度下降带来的损失。由于线上占比仍较低，因此预计未来行业集中度提升依然是大趋势，龙头企业从长期来看能保持两位数增长。从估值的角度看，休闲食品板块估值水平已经回落到 2020 年初，10 年均线以下水平，我们认为可以关注估值回落较多，企业经营状况稳健且产品不断升级的个股。

图 15：休闲食品板块 PE（TTM）：截止 2020 年 11 月 27 日



资料来源：wind、东兴证券研究所

2.5 奶粉-国产品牌正在加速超越的路上

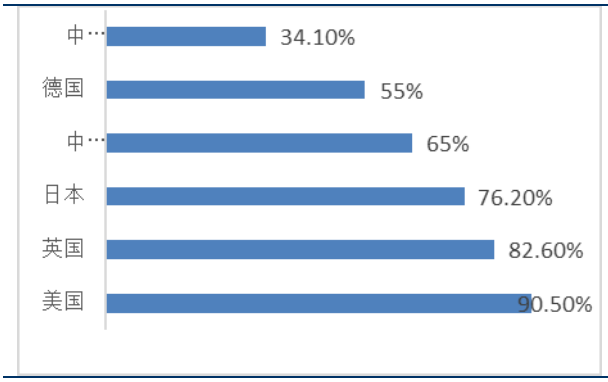
行业集中度将继续提升：首先，注册制进程明显减缓，国产品牌成功注册占比更高。海外疫情影响了国家对国外厂商的现场审查，进一步拖累注册进度。另外，由于预计疫情仍将影响全球 1-2 年时间，国内消费者对进口奶粉的担忧预计将持续一定时间，为国产龙头品牌抢占外资市场份额提供良好契机。我们认为，即使海外疫情结束，但由于国产品牌已经建立起信任，且根据以往经验，外资可能因为市场份额收缩而减少对中国市场的投入因而形成恶性循环，因此我们认为，国产替代趋势将难以逆转。

奶粉虽然是消费品，但其对产品配方、产品质量要求较高，具备一定的医药品属性，因此奶粉厂商需要具备强大的研发能力和生产管理能力，该行业具备天然的高集中度属性。然而目前我国奶粉行业 CR3 仅 34.1%，而美国 90.5%，英国 82%，日本 76.2%，对标国际行业集中度，国产龙头品牌还有很大的增长空间。

国产奶粉集中度更低，头部国产品牌容易获得市场份额。2018 年，前七大国产品牌奶粉市占率仅 24.9%，而前六大外资品牌市占率达到 41.7%。以尼尔森发布的数据（2018 年国产奶粉市占率 43.7%）推算，六大外资品牌占到外资品牌总销售额的 74%，七大国产品牌仅占到总国产品牌销售额的 57%。国产品牌的市场集中度明显低于外资品牌，在国产品牌存量份额当中，依然有 43%的份额为众多小国产品牌所占据，对于国产品牌来说，这部分市场份额将比外资品牌市场份额更容易获得。

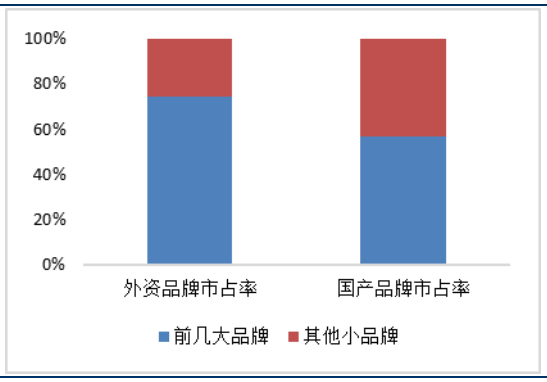
高端奶粉继续扩容。虽然随着出生率的降低，婴幼儿奶粉行业增速明显减缓，但高端奶粉一直保持着两位数的增速。现在的奶粉购买人群以 90s\80s 父母为主，他们的消费观念更超前，对孩子的营养健康更加注重，伴随着其消费能力的提升，奶粉品类升级趋势确定，以高端产品为主的品牌更为收益。

图 16：前七大国产企业市占率 V.S.六大外资集团市占率



资料来源：Euromonitor，前瞻产业研究院、东兴证券研究所

图 17：国产品牌集中度较低



资料来源：尼尔森、前瞻产业研究院，东兴证券研究所

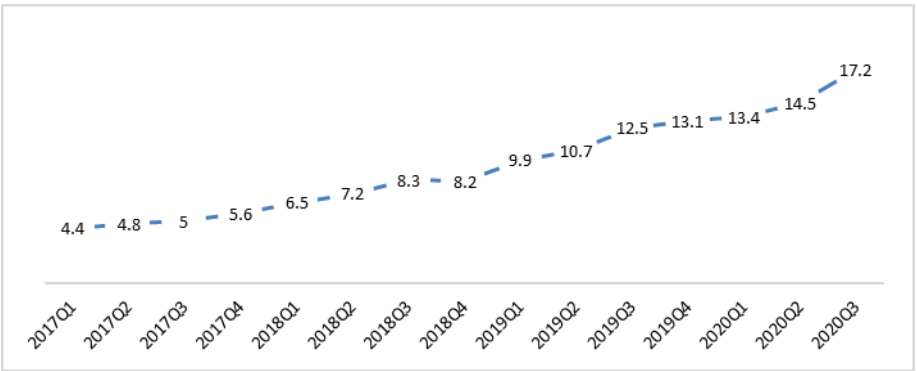
中国飞鹤（6186.HK）：

2016-2019 年营业收入从 37.4 亿元增长至 137.69 亿元，3 年 CAGR 为 54%；扣非后归母净利润从 2.69 亿元增长至 32.03 亿元，3 年 CAGR 更是高达 128%。借助疫情，飞鹤在 2020 年超越惠氏成为国际+中国奶粉市占率第一品牌，2020 年 Q3 其市占率达到 17.2%。公司的目标是在未来几年做到市占率 30%。由于口碑是奶粉消费群体购买时最关注的因素，而飞鹤已经做到市占率第一，证明其良好的口碑已经形成，宝妈群体的从众心理将自然带动产品销量的增长，形成良性循环，量变产生质变。

我们推测公司在部分北方及下线强势地区有超过 30%的市占率，黑龙江有 50%-60%的市占率，而南方及一二线城市即使市占率做到第一或第二，但可能也仅有 6%左右的市占率，因此提升空间仍然很大。另外，飞鹤在不断的加大研发投入，升级配方，今年推出的新版星飞帆更接近母乳成分，星飞帆 A2 奶粉也即将推出，通过儿童奶粉茁然系列有望打开新的增量市场。

风险提示：奶粉、鲜奶安全事件、海外疫情和国内疫情反转。

图 18：飞鹤市占率持续上升至 17.2%



资料来源：AC 尼尔森、母婴行业观察、东兴证券研究所

2.6 乳制品-奶价上行催化产品结构升级，看好低温奶、高端白奶子品类

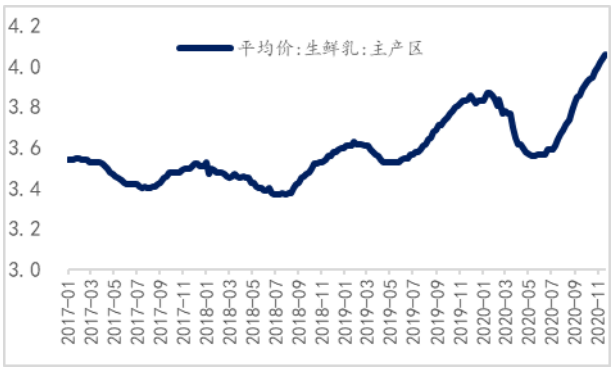
疫情深化大众健康意识，饮奶需求明显提升；叠加原奶供应量紧张因素，国内原奶价格进入上行通道。我们判断明年国内原奶价格会继续上行，原奶成本提高会促使下游乳企进行产品升级，同时会减少促销战，有利于企业净利率提升。

疫情后，中国营养学会通过国家卫健委发布了“新型冠状病毒感染的肺炎防治营养膳食指导”，其中提及要保证各类人群奶类的摄入，每天 300 克奶及奶制品，以改善营养状况、增强抵抗力。在健康意识提高的情况下，消费者对乳制品，尤其是白奶、低温奶的关注度显著上升，推动饮奶需求增加。

需求增加同时，国内乳牛存栏量增长趋缓、进口奶粉量下滑所带来的供给缺口显得突出。根据海关总署统计，受疫情影响今年大包粉进口量明显低于往年，2020 年前 10 月，国内大包粉进口量累计下降 1.3%。而国内奶牛存栏量近几年来一直处于下降趋势，原奶供给持续偏紧张。进入下半年，原奶价格开始上涨，截至 2020 年 11 月，内蒙古、河北等 10 个奶牛主产省份生鲜乳平均价格 4.06 元/公斤，同比上涨 5.7%。

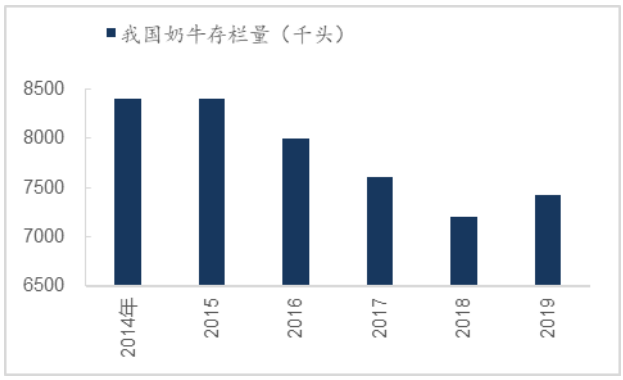
我们判断今年的奶价上涨因素预计会在明年持续发酵，并且考虑到奶牛的扩产周期约为两年（从牛犊到泌乳牛），判断 2021 年奶价仍将位于上行区间。

图 19：我国主产区生鲜乳价格进入上行区间（单位：元）



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 20：我国奶牛存栏量平稳下行（千头）



资料来源：智研咨询，东兴证券研究所

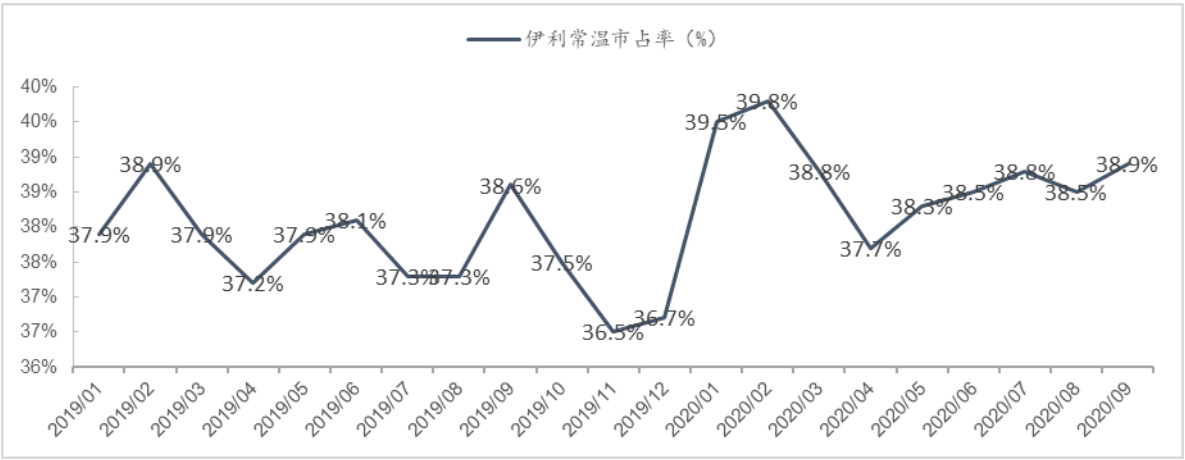
奶价上行打开预期：产品结构升级，向定价更高的高端白奶及低温奶品类倾斜；行业竞争趋缓。乳企主要通过减缓促销，以及产品结构升级来平衡原奶价格上升带来的成本压力，有利于乳企提升净利率水平；同时，疫情对消费习惯的影响使消费者更偏向刚需的产品，对下游乳企推广高毛利产品带来基础。

在原奶价格上涨期，更为基础的白奶，尤其是高端白奶品类受益于奶价上行的驱动会有更好的增长。同样，低温奶符合消费升级、健康化趋势，也将受益于奶价上涨的结构调整。今年较火的超巴氏奶延长保质期至 15 天，大大降低了低温奶运输仓储成本，也为低温向三四线城市的渗透提供了条件，低温品类符合乳企毛利率提升诉求，也是我们看好的子品类。减缓促销带来费用率的降低、行业竞争格局趋缓，加之品类升级提高均价的乳企方向，我们认为行业明年有望实现盈利改善。建议关注常温白奶龙头伊利股份及低温赛道布局的乳企。

伊利股份（600887.SH）：

公司于今年 10 月发布 2025 年挺进“全球乳业三强”的中期目标，及 2030 年实现“全球乳业第一”的长期战略目标，体现了强大的发展动力及决心。同时，在国内双寡头竞争格局中，已经可以观察到伊利在常温领域逐渐占据更大优势，2020 以来公司常温市占率稳步高于去年同期水平，前三季度市占率 38.8%,同比上升 0.8 个百分点，维持在近 40%的位置。低温鲜奶方面，公司前三季度实现收入翻倍，全年预期达 10 亿体量，增速快于行业均值。

图 21：伊利常温品类市占率（%）



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

在原奶价格上升、奶源短期紧缺的大背景下，伊利凭借行业内领先的奶源布局，包括上游牧场嵌入式管理、产业链金融；借助当地政府引资、投资液奶生产线；参股优然牧业、中地乳业等上有牧场，有更大的能力去获得足够的奶源并平滑成本压力。结合我们对明年奶价上行及受益子品类赛道的预期，与伊利常温白奶品类、上有奶源布局的优势，我们认为伊利在明年有望在盈利改善中获得行业中更稳固、更高的增速。

风险提示：行业竞争加剧，成本上涨超过预期等。

3. 商贸零售&社会服务：关注政策催化、疫后复苏与消费升级

2020 年新冠疫情对消费领域影响巨大：可选消费受损严重、消费服务线上化进程加速、就业承压催化相关服务需求激增等。2021 年伴随国内疫情逐步稳定以及新冠疫苗的推出，我们认为，在国家强调“内循环”经济的背景下，免税、酒店、餐饮旅游等有望环比持续向好；“稳就业”政策延续下，职教、人服行业持续受益；而疫情前的消费升级趋势不变，疫情加速线上消费习惯培养，继续看好化妆品、K12 培训等优质赛道发展。

综上，社服零售行业 2021 年关注三条投资主线：

（1）政策带动的高景气行业龙头

“稳就业”预计将为近 2 年持续基调，职教、人服行业持续受益。2021 年预计将有 909 万毕业生，同比增长 35 万人，“存量+增量”的就业压力，将使得“稳就业”政策至少在未来 2 年延续。职业教育方面，就业压力叠加招录、考研等扩招，将为对应培训赛道带来市场扩容。持续看好行业龙头**中公教育**，一方面公司受益于疫情下行业出清带来的市占率提升；另一方面公司依靠教研+渠道+管理，将持续受益于市场规模扩张的红利。人服方面，我国灵工开始进入加速发展阶段，疫情或成为许多企业开启灵活用工模式的契机。同时企业数字化转型将是我国企业发展趋势，经济增速降档也使企业更加注重降本增效，给 HR SaaS 发展带来机

遇。关注**科锐国际**等公司在灵活用工及 HR SaaS 领域的发展。

政策加持有望带动免税行业长期繁荣，关注免税运营商的供应链与运营能力，以及市内店相关政策推进情况。我们认为引导免税行业消费回流、促进国内免税市场增量扩容的长期逻辑不变，做大免税蛋糕是大势所趋，经济内循环和行业利好政策下，免税行业基本面仍将维持保持高景气。免税参与者纷至沓来竞争加剧，但强者恒强逻辑依然适用。此背景下，牌照优势被弱化，免税运营商的供应链和运营能力得到凸显，**中国中免**深耕免税市场，具有先发优势和规模优势，在品牌、供应商资源、运营管理等多方面具有优势，仍将稳坐行业龙头地位。但随着市场蛋糕的做大，**王府井**等新晋参与者也有望获得较大增长空间。

需求驱动高教行业发展，政策影响民办高教板块估值中枢位移，静待新政靴子落地。高教行业具备“确定性+成长性”的双重特征。2020 年 11 月，教育部发函释放积极信号，若《民促法实施条例》最终落地与信号方向一致，将有望带动板块新一轮估值抬升。**高教板块两条投资主线：一是优质高教集团**：内生空间大，外延并购能力强，同时在院校资质与区位等方面具备一定优势的公司。**二是有望实现并购零突破的单体院校**：当前估值偏低，单体院校资质优且内生能力强，有望通过并购实现增量增长的公司。

（2）受益于疫后复苏与同比低基数的行业

酒店行业疫后持续复苏，有望延续 2019 年下半年的复苏周期。我们认为，在国内疫情防控常态化和疫苗加速落地的催化下，龙头公司逆势拓店，多元化品牌战略加速推进，RevPAR 有望于 20 年年底至 21 年上半年在同比低基数的情况下恢复至 19 年同期水平。酒店行业在持续复苏中，也呈现出新的发展特点和机会：连锁化率提高，供给端出清加速龙头集中度提升；一二线存量竞争，三四线空间广阔；中高端占比不断提升，产品结构持续优化。关注产品矩阵齐全、技术赋能高效管理的**华住集团**，规模最大、有望通过“一中心三平台”提高管理效率的**锦江酒店**，以及 19 年起重上展店快车道的**首旅酒店**。

旅游方面，出入境政策尚未出现宽松迹象，疫苗全面落地和居民出境信心恢复也仍需时间，国内游替代出境游趋势短期难以扭转，预计出境游市场 2021 年下半年才可能在经营业绩层面有所恢复。随着居民出行信心和消费习惯逐渐恢复，出行半径将进一步延长，提高人均旅游消费，带动整个景区板块收入改善。但在限客令和限价令下，国有自然景区客流、收入端依然承压，二次降价风险仍存，我们相对看好人工景区与民营自然景区。关注**宋城演艺**上海、佛山项目落地情况，若上海城市演艺模式验证成功，将打开公司新的成长空间。

（3）消费升级与新消费习惯培养背景下的发展机遇

化妆品：国货美妆品牌将极大受益于消费升级和新生代消费群体的崛起，获得长足发展空间。但美妆消费升级也对产品力和品牌力的提升等提出了更高的要求，具有技术研发优势、具有经典产品开发能力以及能够塑造较强品牌形象的行业参与者将会更具竞争优势。放眼整个国内美妆产业链，上游原材料和代工厂将受益于整个美妆市场扩容获得较为确定的增长，核心关注具有强研发能力和渠道支持的标的；中游品牌商关注具有大单品培育运营能力和品牌力构建能力的标的；美妆渠道线上渗透率提升，下游美妆运营企业打开成长空间。

K12 培训&在线教育：格局上，疫情与强监管加速行业出清，全国化机构持续推进下沉布局，龙头集中度有望提升；班型来看，小班仍为主流，但随着支付能力与个性化需求的提升，一对一市场份额有望小幅扩大。模式上，OMO 模式助力效率提升，未来发展将会趋于理性，而纯线上模式或将持续烧钱，但商业模式仍待探索。关注全国化布局的优质培训机构。**新东方**教学网络持续扩张，探索下沉市场的巨大空间。**好未来**预计短期仍将为网校投入较多人力和资金，使得利润端承压，长期看标准化的管理及教研教学体系给公司带来的优势。**紫光学大**短期关注创始人回归、公司机制逐步理顺，未来债务问题有望解决；中期关注门店加密和单店模型优化；未来长期关注 OMO 模式下实现业务进一步扩张。此外，年底传智播客成为 A 股首个 IPO 过会的纯教育

类公司，教育公司上市通道有望打开，关注未来新股机会。

3.1 政策带动的高景气行业龙头

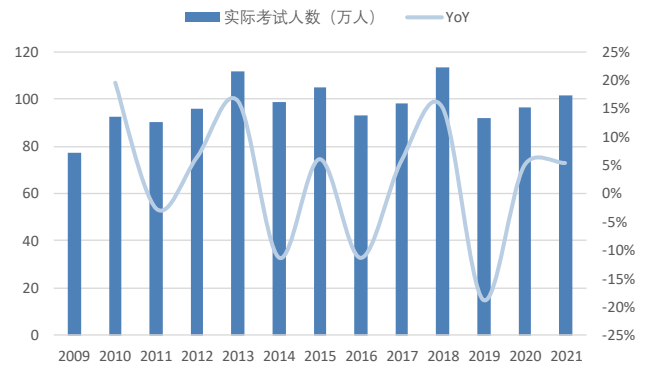
3.1.1 职教&人服：“稳就业”基调下扩招或将持续，灵活用工加速发展

“稳就业”预计将为近 2 年持续基调，职教、人服行业持续受益。2020 年我国高校毕业生 874 万人，同比增长近 5%，在疫情背景下就业形势格外严峻。2021 年预计将有 909 万毕业生，同比增长 35 万人，“存量+增量”的就业压力，将使得“稳就业”政策将在未来几年延续。

职业教育方面，就业压力叠加招录、考研等扩招，将为对应培训赛道带来市场扩容。应届毕业生为“稳就业”重点目标群体，我们预计 21 年各类考试扩招趋势仍将延续。**我们预计公务员等公职类考试扩招至少在未来两年有望持续，**目前来看，2021 年国考计划招录 2.57 万人，同比增长 6.6%，共有 157.6 万人通过了资格审查，同比增长 9.7%，通过资格审查人数与录用计划数之比约为 61:1，去年同期竞争比为 59.6:1，备考难度提升。**预计考研、教师等赛道扩招仍有较长的持续时间。**2020 年研究生扩招 18.9 万人，总计招生超 100 万，专升本扩招 32.2 万人，我们认为学历提升通道持续扩招趋势也将延续。2019 年起我国本科毛入学率突破 50%，高等教育进入普及化阶段，同时国家对高层次人才需求在不断提升。我们认为，今年的硕士扩招在解决当前就业压力的同时，也是符合我国经济社会发展对人才的需求，因此扩招依旧会成为未来几年的趋势。此外，扩招的同时报考人数也在增加，2015 年考研人数 165 万，2020 年 341 万，21 年报录比或突破 4:1。**考试扩招与竞争的日益激烈有望推动行业参培率与市场规模的提升。**

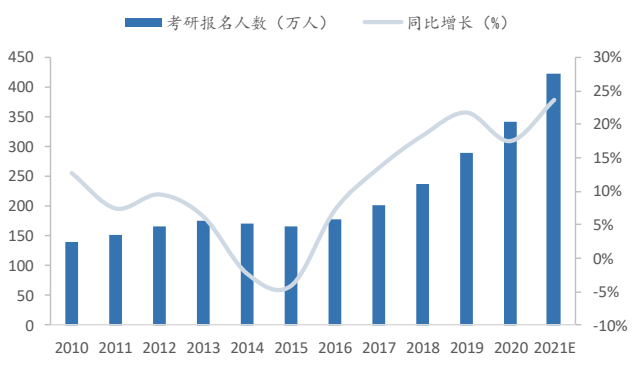
持续看好行业龙头中公教育，公司依靠业内领先的教研水平、持续新增的全国化渠道、高效的数字化管理机制，将持续受益于市场规模扩张的红利。在国家积极引导基层就业、鼓励各地加大中小学教师招聘等“稳就业”政策的背景下，公司第一板块招录板块未来几年仍有望维持中高速增长，成为短期内公司营收增长的最主要支撑。**此外，公司受益于疫情下行业出清带来的市占率提升。**19 年缩招，叠加今年疫情下考试延期与线下停课，给众多小的培训机构带来很大的现金流压力，从而加速行业供给端的出清。在这种大的行业背景下，中公教育作为行业龙头，无论在现金流的支撑，还是招生获客能力方面都有更强的优势。而公司教学基地建设与人才培养仍在持续推进，龙头优势不断凸显。

图 22：公务员国考实际考试人数及增速



资料来源：中公教育官网，东兴证券研究所

图 23：考研报名人数及增速



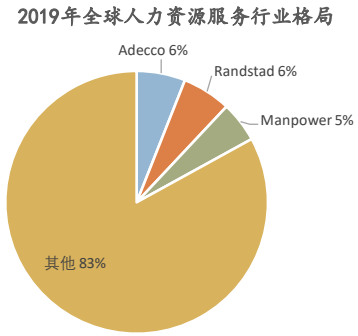
资料来源：中国考研网，东兴证券研究所

人力资源服务行业在稳就业方面同样起到重要作用。经济承压、产业及人口结构变化等多重因素，催化抗周期**灵活用工赛道开始进入加速发展阶段**，未来 2-5 年我国灵活用工或将进入集中爆发期。目前我国灵工渗透

率约 1%（美国/日本 10%/4%），而劳动力人口却是分别是美国/日本的 5 倍/13 倍，**行业空间更加广阔，我们预计到 2025 年我国灵工市场规模将达 2000 亿元。**同时，当前我国经济面临增速降档、第三产业比重提升、新经济快速发展，老龄化趋势下劳动力将面临短缺，青年一代开始崇尚弹性工作的同时，企业也开始意识到灵活用工的重要战略意义，国家政策大力扶持人力资源服务行业发展。**与欧美日灵工发展背景高度一致，多重因素指向我国灵活用工行业正迎来上升发展期，未来 5-10 年市场规模增速有望维持在 20%以上，未来十年我国灵活用工在雇佣模式中的占比将有显著提升。**

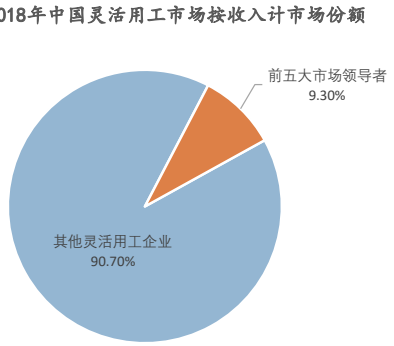
同时，对比欧美，基于我国更大劳动力人口基数与不到 2%的灵活用工渗透率，我国灵工市场空间广阔；此外，我国有 3.57 万家人力资源服务机构，三家上市公司市场份额均不到 1%，国内市场高度分散，行业整合空间大。因此我们认为，我国灵活用工市场将比欧美发展速度更快。

图 24：全球人力资源服务行业格局



资料来源：Randstad 2019 年报，东兴证券研究所

图 25：中国灵活用工行业格局



资料来源：人瑞人才招股书，灼识咨询报告，东兴证券研究所

2020 年的新冠肺炎疫情给灵活用工领域带来机遇。这次疫情或成为许多企业开启灵活用工模式的契机，推动灵活用工在雇佣模式中的占比提升，促进灵工市场规模持续扩大。科锐国际等在灵工市场已经拥有一定布局的头部企业将有望在这次机遇中获得一定优势，而疫情带来的许多行业业务停滞也将使一批小型人服企业遭到挑战，这将加速行业整合，市场向头部企业集中。

同样地，疫情也在加速 HR SaaS 领域的发展。经济增速下行，倒逼企业客户更加注重效率提升，同时产生了大量的防疫需求和在线化诉求，从需求端推动 HR SaaS 发展。企业数字化转型、上云将是我国企业未来长期的发展趋势，经济增速降档也使得企业更加注重降本增效，都将是未来 HR SaaS 的发展机遇。

3.1.2 免税：政策加速消费回流，离岛牌照有限开放助力蛋糕不断做大

消费回流背景下免税板块前景广阔，政策加持有望带动免税行业长期繁荣。国家层面统筹指引，地方层面积极落实，并加快布局抢占市场，中央和地方联动形成多层次政策支持网络，共同提振免税市场繁荣高增。**我们认为引导免税行业消费回流、促进国内免税市场增量扩容的长期逻辑不变，做大免税蛋糕是大势所趋，经济内循环和行业利好政策下，免税行业基本面仍将维持保持高景气。**

表格 2：2020 年以来免税行业代表性中央政策文件和地方行动举措

时间	代表性政策文件	对行业的影响和推动
	国家层面统筹指引	
3 月	《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》	市内、口岸等多渠道免税政策得到完善

6 月	国务院印发《海南自由贸易港建设总体方案》	为离岛免税政策的具体落地提供总体指引
6 月	税务总局、海关总署和财政部联合发布《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》	离岛免税政策细则落地，针对免税消费的额度、品类、单件免税限额以及单次购买件数进行了调整和放宽
7 月	财政部印发《关于增设口岸出境免税店等问题的通知》	推进口岸免税建设布局
	地方层面积极落实	
9 月	北京出台政策支持王府井步行街在营造国际化消费环境等方面先行先试	
9 月	广州市花都区表示力争年内动工建设广州北站免税旅游综合体项目	
9 月	广州向商务部申报国际消费中心城市培训建设试点，加快发展口岸免纳税，探索设立市内免税，引入国际品牌折扣店	
11 月	海口市计划于今年年底前新增和扩建四处离岛免税店，并扩大奢侈品牌营业面积。	

资料来源：国务院官网，东兴证券研究所

离岛免税最具活力，增长潜力将持续释放。受益于海外疫情对出境游的负面影响以及七一新政等政策刺激作用，离岛免税疫后高速增长。近期疫苗研发进展顺利，预计明年将会实现量产并投入使用，**出境游的恢复或对离岛免税产生一定的分流影响，但我们认为，离岛免税仍将维持较高景气度，仍具备较大增长潜力。**政策刺激持续推进，有望进一步打开行业增长空间。免税牌照的发放和运营商的引入营造适度竞争环境，激发市场活力，增强离岛免税在国际免税市场上的竞争力和吸引力。随着海南相关配套设施的完善，品牌矩阵不断完善，海南旅游购物的吸引力有望持续提升。

机场免税复苏在即，市内免税相关政策逐步落地。疫情影响出境游，严重拖累机场免税业务，疫苗研制取得重大突破，有望于明年投入使用并实现量产，**跨境游的恢复和国际航班的增多将会带动机场免税渠道的快速复苏。随着国内疫情的有效控制以及疫苗影响下国外疫情有望趋于稳定，市内免税或将加快推进步伐。**今年拥有牌照的企业已经在全国进行新增市内店布局，如中免在武汉、西安等地签约合作，中服免税重庆店预计年底开业，王府井于 8 月初完成免税业务核心团队组建，重点发展背景市内免等。我们认为，**市内免税向国人开放政策将有望在出境旅游恢复后落地。**新一线城市免税需求增长迅速，市内免税也在品类、时长、便捷性等方面具有诸多优势，随着政策放开将有效承接海外消费回流的巨大需求。市内店政策的落地将会为在市内有较多免税店布局的王府井、中国中免、中服免税等免税运营商带来巨大增量增长空间。

免税参与者纷至沓来竞争加剧，但强者恒强逻辑依然适用。通过引入新参与者营造适度竞争环境是激活免税市场活力、做大免税蛋糕的必然选择。国内免税牌照持续发放，且行业收购和多方合作不断。国际免税运营商通过与国内公司合作的方式走进中国市场，多方免税参与者纷至沓来，行业市场竞争日趋激烈，将不断激发我国免税市场活力，行业规模化效应不断释放，市场增长潜力依然巨大。**在此背景下，牌照优势被弱化，免税运营商的供应链和运营能力得到凸显，具有完善供应链和良好运营能力的运营商将会脱颖而出。**中国中免深耕免税市场，具有先发优势和规模优势，在品牌、供应商资源、运营管理等多方面具有优势，仍将稳坐行业龙头地位。但随着市场蛋糕的做大，新晋参与者也有望获得较大增长空间。

3.1.3 高教：行业稳健与成长兼备，政策有望助力戴维斯双升

我国高等教育市场已达千亿级规模，高校在校人数持续新高，预计复合增速将由 2014-2018 的 2.6%提升至 2019-2023 年的 4.2%。需求持续增长之下，我国**毛入学率仅刚突破 50%，与欧美差距仍大，教育资源分布不均且整体市场长期供不应求**。我们认为，未来在政策深化、规范化趋势下，高教行业市场化特征日益显著，**民办高校发展重点将从数量向质量转变**，聚焦教育品质的提升，板块内部公司将呈现分化。

独立学院加速转设，有望推动长期利润率提升。2020 年教育部直接对独立学院转设进度提出目标：要求到 2020 年末，各独立学院全部制定转设工作方案，同时推动一批独立学院实现转设。政策推动下，近几年教育部批准转设独立学院数量逐年递增，预计将在今明两年迎来转设高峰。独立学院每年需要向母体高校缴纳收入的 15-30%作为管理费或品牌使用费，给独立学院经营发展形成了很大负担，但转设为民办高校后，不需要再持续缴纳管理费，长期看利润空间将明显提升。

此外高教板块拥有高度政策敏感性，2017 年 7-8 月新高教投资自建西北学校、民生教育上市后首个学校收购落地，**高教板块外延逻辑被首次验证，板块估值中枢快速提升至 35-40 倍**。2018 年 8 月，《民促法实施条例(修订草案)(送审稿)》**引发了市场对于高教板块未来通过并购扩张的担忧，板块估值中枢显著下移至 20-25 倍**。2020 年 11 月，教育部发函释放积极信号，降低了市场对政策不确定性的担忧，若《民促法实施条例》最终落地与信号方向一致，将有望带动板块新一轮估值抬升。

图 26：高教板块市盈率变化



资料来源：Wind，教育部，东兴证券研究所

高教行业因为其“确定性+成长性”的双重特征，成为一个进可攻退可守的重要板块。

现金流稳定，行业“确定性”高。民办高校收入主要为学费及住宿费收入，学费通常占 80%以上。学费及住宿费通常为预收款的方式，按学期或学年收取，随着教学开展而逐步确认收入。因此，行业总体现金流稳健，受到宏观经济波动及突发性事件的影响较小。

内生外延“成长性”明确。内生看量增与价提：一方面量的增长，包括校区扩容、学校利用率提升两方面带来的学生数量增长；另一方面价格的提升，随着学校教学质量、办学规模、就业情况、声誉等的不断提升，收费能力不断提升，且可以通过培训、交流的等增值服务实现多元化收入，带来生均收入的提高。**外延扩张主要是通过并购的方式，也有部分公司自建校，获得增量学生及收入。**新增院校能够带来集团规模的快速扩张。在收购之后，通过派出自己的管理团队进行多学校管理，降低费用，丰富教学资源和提高学校盈利能力，让被并购学校的议价能力以及招生能力不断提升，带来公司新一阶段的内生增长。**好的整合管理能够使整个集团产生协同效应，达到 1+1>2 的效果，也使整个民办高教集团呈现外延与内生相结合的阶梯式成长。**

由此，我们认为高教板块的核心竞争力在于（1）公司在外延并购的能力，看公司在收购过程中能否收到优质的标的院校，以及最终并购价格估值是否合理；**（2）多院校的管理能力，**看公司在并购后能否短期通过运营管理快速改善单校的盈利能力，提升多院校见的合作协同。

投资建议：1、关注优质高教集团：内生空间大，外延并购能力强，同时在院校资质与区位等方面具备一定

优势的公司。**2、有望实现国内学校并购零突破的单体院校**：当前估值偏低，单体院校资质优且内生能力强，有望通过并购实现增量增长的公司。

风险提示：政策风险，外延并购的不确定性，海外院校地缘政治风险。

3.2 受益于疫后复苏与低基数的行业

3.2.1 酒店：明年有望延续复苏周期，行业集中度或进一步提升

疫后酒店经营持续复苏，行业有望延续 2019 年下半年的复苏周期。境内市场来看，疫情期间，严格的隔离防控政策使酒店经营遭受重创，2 月初国内酒店入住率曾跌至谷底 7.4%。但疫后生产生活有序恢复，清明、五一小长假释放旅游需求，五月入住率突破 40%；7-8 月暑期效应释放，酒店市场整体入住率恢复至近七成；十一双节期间酒店预定量已实现同比正增长。分层次看，中档和经济型酒店整体恢复最好，高端及奢华酒店后劲更足。分城市来看，非一线城市人口密度低，本地需求占主导，经营恢复更快。分结构看，连锁化酒店展现出更强的风险抵御能力，相较于 2019 年底，2020 年 10 月我国酒店闭店数高达 15 万家，而其中连锁酒店占比仅为 2%。**国际市场来看，**全球疫情影响下，境内外酒店经营持续分化，海外复苏进程相对缓慢。但疫苗加速落地释放积极信号，若疫苗落地，**有海外布局的酒店集团，如锦江、华住，境外业务有望加速复苏。**

疫情的出现推迟了上半年的复苏进程，但不改变复苏的内在逻辑和趋势，随着疫情防控得力，居民出行信心重新树立，需求回暖，酒店行业在经历谷底后，将延续复苏周期，迎来经营拐点。我们认为，在国内疫情防控常态化和疫苗加速落地的催化下，**我国境内酒店整体 RevPAR 有望在 2021 年恢复至以往同期水平，龙头公司逆势拓店，多元化品牌战略加速推进，有望于 2020 年年底至 2021 年上半年在同比低基数的情况下恢复至往期水平。**

酒店行业在持续复苏中，也呈现出新的发展特点和机会。

从行业结构看，连锁化率提高，供给端出清加速龙头集中度提升。目前我国酒店行业连锁化率仅 24.9%，低于全球市场 41.1%，远低于美国 71.8%，与此同时，近年来我国酒店市场集中度持续提高，2019 年前十大集团市场占比达到 59.8%，较 2018 年增长 5.6 个百分点，未来龙头集中度仍有较大提升空间。疫情期间，单体酒店获客能力、运营效率较弱，经营承压，现金流紧张。而连锁酒店凭借会员规模、网络布局、品牌影响等优势，展现出更强的风险抵御能力，疫情加速行业供给端出清，单体酒店加盟意愿提升，行业马太效应强化，龙头公司乘势加速扩张，行业集中度有望进一步提升。

图 27：中国和世界酒店连锁化率比较

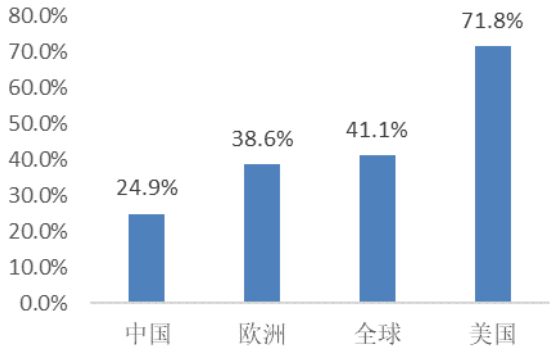
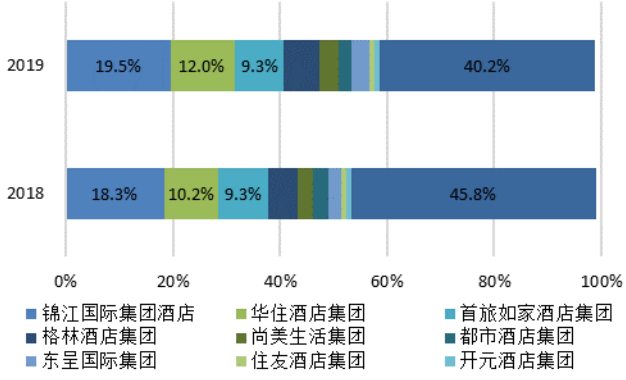


图 28：我国 10 大酒店集团市占率



资料来源：弗若斯特沙利文，东兴证券研究所

资料来源：盈蝶咨询，东兴证券研究所

从区域结构看，一二线存量竞争，三四线空间广阔。目前一二线城市大部分满足条件的存量物业已经基本实现了经济型向中高端的升级，叠加供给端物业改造限制，高线城市已进入存量竞争阶段，预计未来机会主要集中于：疫情期间商业物业闲置率提高，租金下降，带来的酒店翻牌机会和租赁成本下降机会；以及中高端酒店向高端升级，国外品牌退出，高端酒店本土化的机会。相比之下，三线及以下城市仍有广阔的增长空间。随着城镇化推进和区域经济均衡，三线及以下城市居民收入显著提升，2017 年我国人均收入排名前 30 的三线城市人均年收入均在 3 万以上，已经达到了我国中等收入水平。低线城市逐渐产生对标准化连锁酒店的需求，但 2019 年我国三线及以下城市酒店市场连锁化率仅为 21.1%，低于全国的 24.9%。随着 OYO 入局带来的市场教育，消费升级浪潮已逐渐过渡到三线及以下城市。

从产品结构来看，中高端占比不断提升，产品结构持续优化。根据发达国家经验，居民边际消费随着收入增长会逐步下降，到一定程度后又开始上升。拐点大约是人均 GDP 达 1 万美元，而刚好中国正处于这个阶段。在消费升级的大背景下，中高端酒店以其更加优质的服务体验和相对合理的性价比，获得市场的认可，酒店集团也开始发力，加速中高端领域布局，推动中高端市场进入高速增长期，客房数不断增长，占比不断提高。

投资建议：疫情加速行业出清，三大龙头加速拓店，引领行业复苏趋势。**锦江酒店**作为我国规模最大的酒店集团，品牌矩阵完善，中高端占比行业领先且持续增长，未来关注“一中心三平台”进展，有望推动管理和销售费用率水平有望持续优化，带动业绩释放。**华住集团**作为行业 top3 中唯一民营企业，品牌矩阵齐全，汉庭、全季等核心品牌突出，团队活力强效率高，会员体系引流效应强大，技术赋能下经营效率行业领先。2020 年公司预计新开店 1600-1800 家，疫后 3 年计划开业门店达到 1 万家，下沉战略有望助力公司实现拓店目标。**首旅酒店**背靠首旅集团，在财务费用、整合机会方面具有显著优势，19 年起重上展店快车道，且正向中高端转型。公司未来逆势拓店计划不变，2020 全年计划新开店 800-1000 家，未来 3-5 年计划开业门店达到 1 万家，中高端占比达到 35-45%，市占率有望进一步提升。

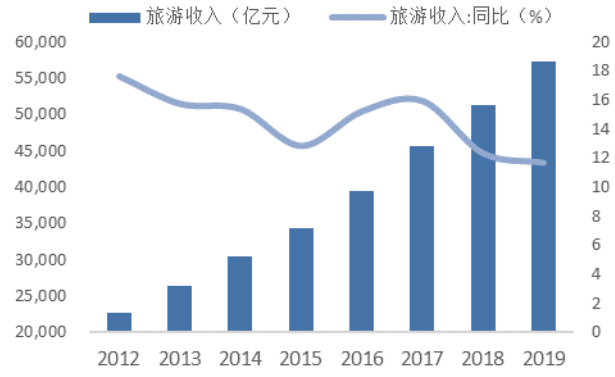
风险提示：疫情发展超预期，新店扩张速度不及预期，加盟管理风险。

3.2.2 景区&出境游：人流管控放开，积压需求释放

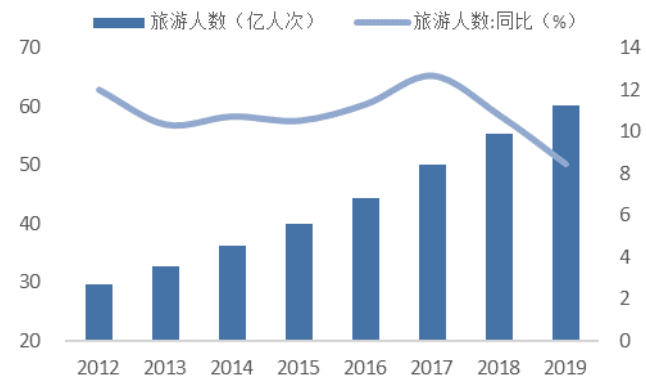
疫情冲击下我国国民经济依然保持了较强韧性，2020 年前三季度国内生产总值同比增长 0.7%，增速由负转正，主要经济指标呈现向好态势，宏观经济对旅游市场发展的经济支撑依然兼坚固。短期来看，疫情使景区与出境游板块遭受冲击，但随着疫情恢复，市场有序复苏，居民出行和消费信心树立，行业有望迎来经营拐点。长期来看，旅游行业收入增速维持在较高水平，且高于国民经济整体增速，消费升级背景下，旅游作为可选消费，有望持续释放增长潜力。

图 29：我国旅游总收入高速增长

图 30：我国旅游总人次高速增长



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

景区：国内疫情恢复提振旅游需求，人流管控逐渐放宽，景区有望迎来复苏。今年清明/五一/国庆中秋假期期间，国内旅游人次分别同比恢复 38.6%/59.0%/79.0%，人均消费同比恢复 50%/68.5%/88.5%，旅游收入同比恢复 19.3%/40.4%/69.9%，旅游市场环比持续改善，随着我国疫情防控趋于常态化，景区有望进一步复苏。从**需求端看**，明年随着国内疫情进一步恢复，积累的旅游需求将进一步释放，且随着居民出行信心和消费习惯逐渐恢复，出行半径将进一步延长，提高人均旅游消费，带动整个景区板块收入改善。**供给端看**，十一起旅游景区接待上限已由最大承载量的 50%提至 75%，疫情恢复叠加疫苗加速落地有望推动未来景区人流限额进一步放宽，带动客流量提高。**价格方面，**国有自然景区二次降价风险仍存，相对看好人工景区与民营自然景区。

出境游：疫情中断出境游增长趋势，疫苗落地助力行业加速复苏。2018-2019 年，我国出境游人次同比 14.7%/3.3%，保持增长态势，今年疫情背景下，出境游公司业务受到航线停飞、限飞以及签证中心关闭几乎停滞。截至 10 月 21 日，文旅部仍明确规定，暂不恢复旅行社及在线旅游企业出入境团队旅游及“机票+酒店”业务。**疫苗面世将加速全球疫情恢复，我国出入境管控措施将逐步放宽，助力出境游市场复苏。**但疫苗的大规模投产、接种，以及居民消费信心的恢复仍然需要时间，出境游市场开放或将分步进行，基本面修复和业绩释放将是一个循序渐进的过程。短期来看，市场反应主要是利好消息带来的估值修复，中长期看，全球疫情恢复叠加疫苗加速落地，有望进一步缩短行业复苏周期，带动基本面修复和业绩提升。

投资建议：出入境政策尚未出现宽松迹象，疫苗全面落地和居民出境信心恢复也仍需时间，国内游替代出境游趋势短期难以扭转，**预计出境游市场明年下半年才能在经营业绩层面有所恢复。**国内景区疫后有序恢复，限客令和限价令下，国有自然景区客流、收入端依然承压，二次降价风险仍存，我们**相对看好人工景区与民营自然景区。关注宋城演艺上海、佛山项目落地情况，若上海城市演艺模式验证成功，将打开公司新的成长空间。**

风险提示：疫情发展超预期，经济增速下行，超预期政策。

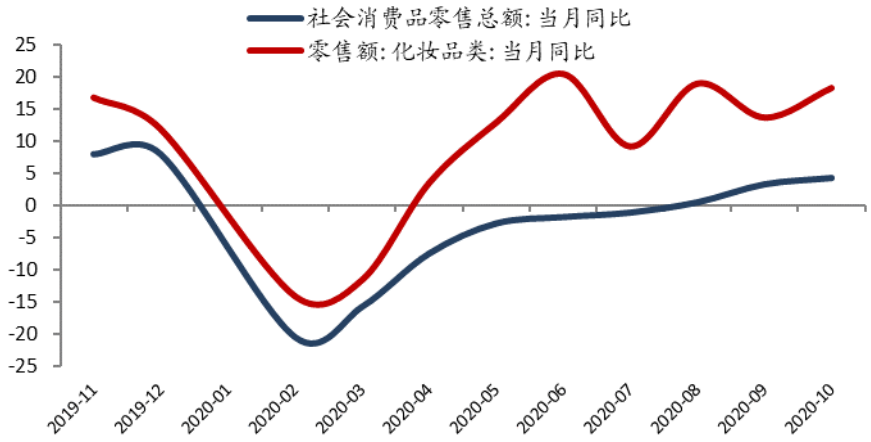
3.3 消费升级与新消费习惯培养背景下的发展机遇

3.3.1 化妆品：消费升级引领美妆产业扩容，新型营销催化增长潜力释放

消费升级带来美妆行业高增长的长期驱动，行业处于成长周期增量空间广阔。居民可支配收入水平的提高和中产阶级消费群体的快速扩张为消费升级提供了最基础的土壤，从而带动了可选消费的快速增长，美妆消费作为可选消费的重要组成部分，充分受益于消费升级带来的巨大消费需求，呈现出高增长高景气局势。化妆

品类零售额同比增速长期高于社零总额的增速，也是疫情期间受影响较小，且疫后恢复最快速、表现最亮眼的可选消费板块之一。十四五提出双循环战略，以国内大循环为主体，带动国际循环，促进高质量消费拉动经济增长。**我们认为，消费升级的大趋势将为美妆需求的爆发和增长持续赋能，驱动行业长期增长。**

图 31：化妆品零售表现远好于社零整体表现



资料来源：Wind，东兴证券研究所

核心美妆人口扩容、消费结构年轻化趋势和消费理念的转变为美妆消费的增长提供支撑。随着社会消费理念的转变升级和 95 后、00 后消费能力日益增强，美妆消费群体范围逐渐扩大，消费结构年轻化趋势日益凸显。新媒介传播下大众的爱美意识快速培养，且作为新生代美妆消费群体，95 后和 00 后的信息来源渠道更为多样，对国货的认可度相对更高，追求产品的“新、奇、特”，“成份党、年轻肌、抗初老”等关键词成为了护肤趋势的一大热点。**消费升级大背景下，美妆消费结构的年轻化趋势仍将持续，人们对美丽的追求将成为永恒的话题，共同促进美妆消费需求的持续释放，为美妆行业的持续增长提供有力支撑。**

渠道下沉和新营销模式共同加码，成为拉动国内美妆高增的短期催化。国产品牌通过灵活的经销政策，迅速渗透三四线城市，相比于国际高端美妆品牌在低线城市渠道方面根据竞争优势；叠加线上消费习惯的培养和电商渗透率提升，以及微信、微博、小红书、抖音、快手等新平台和直播、测评、短视频等新营销模式的推广应用，共同带动美妆消费需求的释放。渠道扩张红利为国产美妆品牌的爆发式增长提供了契机，短期来看，渠道红利仍存在进一步释放的空间，渠道的进一步下沉和社交媒体的高流量引导将带动颜值经济辐射范围的持续扩大，国内美妆市场将延续高速增长态势。

投资建议：国货美妆品牌将极大受益于消费升级和新生代消费群体的崛起，获得长足发展空间。但美妆消费升级也对产品力和品牌力的提升等提出了更高的要求，**具有技术研发优势、经典产品开发能力以及能够塑造较强品牌形象的行业参与者将会更具竞争优势。放眼整个国内美妆产业链，上游原材料和代工厂将受益于整个美妆市场扩容获得较为确定的增长，核心关注具有强研发能力和渠道支持的标的；中游品牌商关注具有大单品培育运营能力和品牌力构建能力的标的；美妆渠道线上渗透率提升，下游美妆运营企业打开成长空间。**

风险提示：消费需求更迭加速，国产美妆企业成长不及预期，外资美妆企业降维打击。

3.3.2 K12 培训&在线教育：行业供给出清带来集中度提升，OMO 模式赋能效率提升

我们认为，明年的 K12 培训行业将有几个趋势：格局上，疫情与强监管加速行业出清，全国化机构持续推进下沉布局，龙头集中度有望提升；班型来看，小班仍为主流，但随着支付能力与个性化需求的提升，一对

一市场份额有望小幅扩大。模式上，OMO 模式助力效率提升，未来发展将会趋于理性，而纯线上模式或将持续烧钱，但商业模式仍待探索。

疫情与强监管加速行业出清，全国化机构持续推进下沉布局，龙头集中度有望提升。监管趋严使得一批小型培训机构被迫出清。2018 年底，教育部发布了《关于切实减轻中小学生课外负担开展校外培训机构专项治理行动的通知》，针对面向中小学生的课外培训机构展开规范整治。**2020 年疫情爆发后，行业加速出清。**疫情期间线下培训机构全面停课 1-2 个季度，线上交付能力有限的中小机构现金流承压，培训机构倒闭、跑路事件频发。**12 月，教育部再次发出更强监管信号**，强调“内外联动”规范校外培训机构，同时全国多省市集中开展整治校外培训机构活动。在此背景下，**头部大型培训机构规范性与抗风险能力更强，有望在行业加速出清背景下实现市占率提升。与此同时，全国化布局的头部培训机构如新东方、好未来、学大教育持续开店，布局下沉市场。**目前，新东方、好未来、学大教育在二线及以下城市的教学点占比分别为 39%、14%和 51%，其中好未来教学点仍以一线及新一线城市为主，未来仍有很大的下沉空间；学大布局相对均衡，在一线城市、新一线城市、二线城市、三线及以下城市的教学中心分布分别为 15%、31%、28%和 26%。而从学生结构来看，二线及以下城市具备更大的培训市场。随着在下线城市布局开店，**未来头部机构市占率有望更加集中。**

表格 3：各公司最新网点布局情况

公司	营收（亿元）	覆盖城市数	教学点数量	非一线占比	二线及以下占比
新东方	255.22	91	1465	82%	39%
好未来	229.35	70	871	61%	14%
紫光学大	29.92	110	552	85%	54%

资料来源：各公司公告，学大教育官网，东兴证券研究所（最新财年数据，城市分级根据第一财经 2020 一线及新一线排名）

从线下培训的班型来看，小班仍为主流，但随着支付能力与个性化需求的提升，一对一市场份额有望小幅扩大。从盈利模型的角度来看，线下小班较好地平衡了毛利率与教学效果，一直是当前 K12 线下培训的最优模型，在整个 K12 培训中占据约 6 成份额。不过，随着自主招生转变为强基计划，高考成绩的重要性进一步提升，学生对于培训效果更好的一对一培训需求将进一步提升。同时，随着国民收入水平的不断提升，具备一对一培训付费能力的人群将不断扩大，长期看一对一培训在 K12 市场中的占比有望从当前的 15%提升至 20%以上，市场空间将进一步扩大。

疫情影响下，线上线下融合作用得以凸显，OMO 模式将成为未来行业发展主流趋势。疫情期间的线下全面停课，一方面加速了在线学习设备购置，并强化了线上培训习惯。另一方面也让家长意识到纯线上培训在教学效果上的局限性。有报告显示，47.7%的学生认为自己成绩会有所下滑，只有 28.8%的家长对孩子自律表示认可，超三成老师认为在线上课需要家长协助监督。随着线下复课，线上线下融合的模式也被各培训机构加速推进，**预计未来 OMO 的发展将更加趋于理性**，将线上作为线下培训的辅助手段。同时，我们认为纯线上教育更佳适合教学内容标准化的语言类、应试压力小的低龄学生。从今年猿辅导与作业帮的持续大规模融资来看，预计明年 K12 阶段的在线教育领域仍将延续近两年的烧钱获客模式，而目前来看在线教育尚未探索出一个较好的盈利模式。

投资建议：关注全国化布局的优质培训机构。新东方教学网络持续扩张，探索下沉市场的巨大空间。好未来预计短期仍将为网校投入较多人力和资金，使得利润端承压，长期看标准化的管理及教学教研体系使公司在培优领域仍具备显著优势。紫光学大短期关注创始人回归、公司机制逐步理顺，未来债务问题有望解决；中

期关注已覆盖城市的门店加密和单店模型优化；未来长期关注 OMO 模式下实现业务进一步扩张。

风险提示：疫情发展超预期，政策监管趋严，行业竞争加剧。

3.4 重点公司盈利预测及估值

表格 4：社服零售行业重点公司盈利预测及估值

子行业	股票简称	股票代码	评级	EPS			PE			ROE		
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
教育	中公教育	002607.SZ	强烈推荐	0.40	0.57	0.78	97.96	69.48	50.71	48%	46%	44%
	紫光学大	000526.SZ	强烈推荐	0.18	0.60	0.85	299.07	87.99	62.03	15%	36%	37%
	新东方	9901.HK	推荐	2.93	4.23	5.46	54.85	37.97	29.46	17%	20%	19%
	好未来	TAL.N	强烈推荐	1.50	3.15	4.87	137.89	65.76	42.54	11%	21%	25%
	希望教育	1765.HK	强烈推荐	0.02	0.11	0.14	128.28	15.27	12.28	2%	14%	15%
人服	科锐国际	300662.SZ	推荐	1.04	1.31	1.65	54.83	43.63	34.54	19%	21%	24%
免税百货	中国中免	601888.SH	强烈推荐	2.36	4.84	5.59	89.89	43.78	37.94	19%	28%	25%
	王府井	600859.SH	强烈推荐	0.57	1.27	1.50	57.81	25.96	21.89	4%	8%	9%
化妆品	上海家化	600315.SH	推荐	0.55	0.74	1.07	69.26	51.95	35.77	6%	7%	10%
	珀莱雅	603605.SH	推荐	2.41	3.06	3.80	68.66	54.09	43.65	21%	23%	24%
酒店	华住集团	1179.HK	推荐	-8.20	6.61	10.19	-43.92	54.44	35.31	-32%	36%	44%
	锦江酒店	600754.SH	推荐	0.57	1.41	1.75	90.46	36.45	29.28	4%	9%	10%
	首旅酒店	600258.SH	推荐	-0.27	0.97	1.12	-90.85	25.39	22.05	-3%	10%	10%
景区	宋城演艺	300144.SZ	强烈推荐	0.35	1.11	1.33	52.44	16.42	13.78	5%	14%	15%

资料来源：Wind，东兴证券研究所

4. 家用电器：聚焦内销量价齐升，展望外销龙头出海

后疫情时代，大家电作为刚需耐用消费品，虽然近期国内疫情略有反复，但年初至今行业经营走势已充分证明了家电行业需求具备极强韧性，刚需属性保障下前期被压制的需求将稳步补偿释放，**短期疫情扰动影响对中长期维度行业经营走势影响极为有限。长期视角来看，行业运转仍将回归原有秩序**：首先，城镇化率稳步提升带动新房配置，城、乡家电产品渗透率提升提高保有量；其次头部品牌基于其强有力定价权，通过引领行业产品迭代、高端化推动均价提高。**行业长期量与价的稳定增长趋势逻辑将会持续得到验证。**

我们看好明年家电板块三个积极的催化条线：**首先**，行业**终端复苏**，**行业格局优化**利好龙头公司内销增长。**其次**，竣工明年高景气确定性强，房地产后周期品类将明显受益于精装需求以及终端销售需求的增长。**最后**，家电产品出海，集齐海外受疫情订单转移带来的“天时”，中国超强产业链加持的全球最大单一市场“地利”，REPC 区域经济一体化“人和”三大要素。属于中国的跨国大企业时代即将到来。

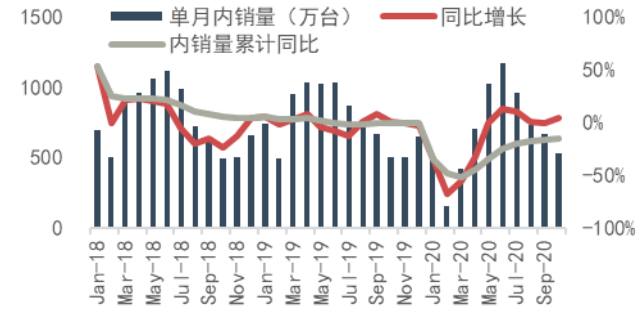
投资建议：行业复苏确定性强，建议关注综合性家电龙头格力电器、海尔智家、美的集团；收益地产竣工高景气度，建议关注厨电龙头老板电器、华帝股份、浙江美大；品类高成长具备长期投资价值，建议关注小家电龙头苏泊尔、九阳股份、新宝股份等。

4.1 聚焦内销量价齐升，竞争格局兑现竣工景气和终端销售复苏

空调：疫情影响消散，量价齐升趋势恢复。

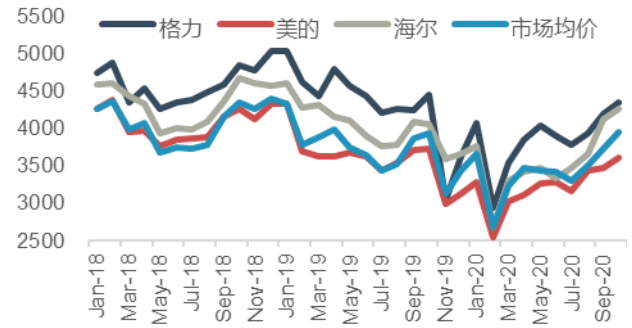
展望 2021 年，随着格力渠道调整进入尾声，我们认为行业具有定价权优势的品牌有能力传导原材料价格上涨至产品价格，另一方面受疫情延迟的需求叠加明年房地产较好的竣工预期，量价齐升确定性强。

图 32：空调月度内销量同比保持正向增速



资料来源：产业在线，东兴证券研究所

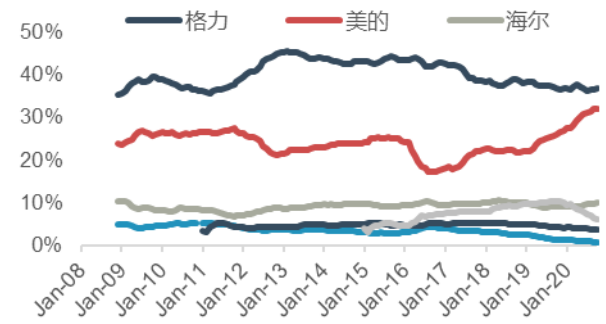
图 33：空调内销零售均价提升明显



资料来源：中怡康，东兴证券研究所

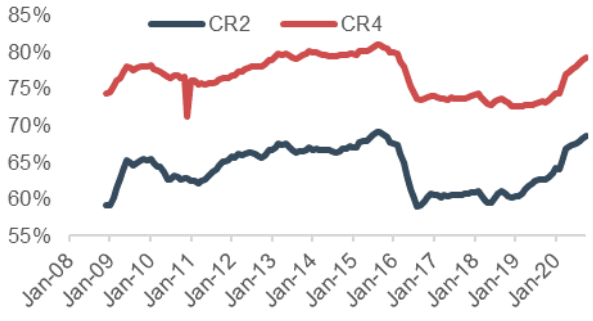
量价齐升的背后是空调行业自 2007 年之后形成的稳定双寡头格局。空调市场市占率是波动一直存在，复盘空调行业市占率的变化可以看出，格力市占率（MA12 数据）长期保持相对稳定。美的在行业内率先实现渠道信息化和扁平化变革，实行 T+3 的产销模式大大提高的生产经营效率，降维出清三四线品牌，推动了行业格局稳中趋集。

图 34：空调行业双寡头格局稳中趋集



资料来源：产业在线，东兴证券研究所

图 35：空调内销恢复原有竞争秩序

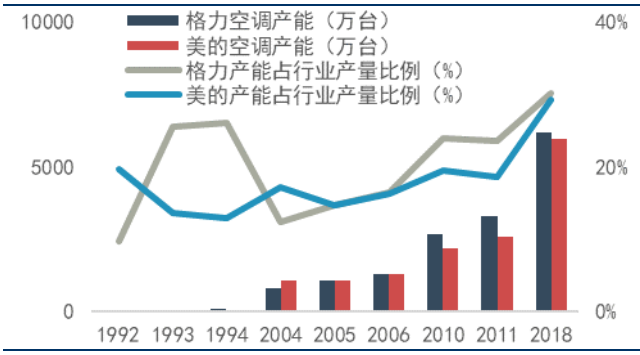


资料来源：中怡康，东兴证券研究所

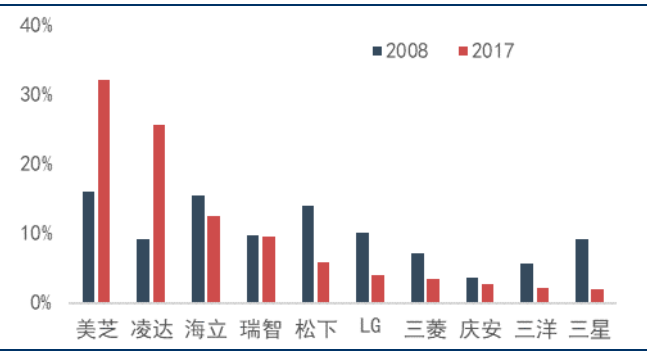
稳中趋集的双寡头格局的内核，是格力、美的依托我国庞大的国内市场各自构建的一体化空调产业链条。其本质是对核心零部件（压缩机）自主可控的产能格局，2017 年数据统计，美芝和凌达合计空调压缩机产能合计占比 57.9%，格力、美的在空调行业双寡头格局难以撼动。

图 36：空调行业双寡头格局稳中趋集

图 37：中国压缩机产能集中



资料来源：产业在线，东兴证券研究所



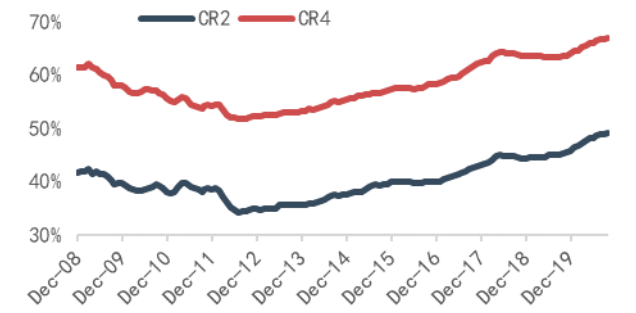
资料来源：产业在线，东兴证券研究所

推荐关注：在空调板块“双子星”，渠道改革进入尾声、份额逐步回升的**格力电器**以及向下清出整合行业三四线品牌的主力**美的集团**。

冰箱、洗衣机：格局持续优化，消费升级趋势明确。

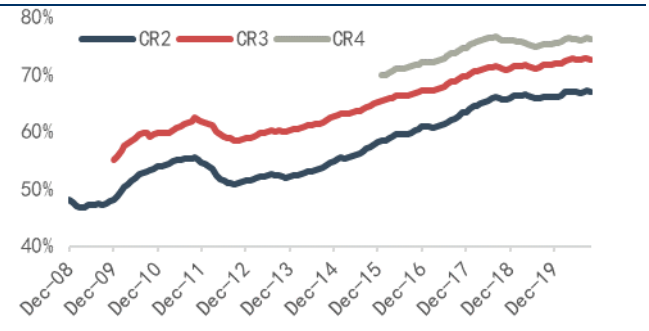
冰箱龙头企业占比持续铁生，洗衣机双寡头格局基本形成。家电下乡之后，冰洗行业褪去补贴，生产规模具有优势的厂家进入将近十年的市占率提升通道。产业在线数据（12 月平滑去掉季节扰动）显示目前冰箱 CR2 已经达到 49.14%，洗衣机 CR2 达到 72.75%。拆分品牌来看，冰箱双寡头格局初具雏形，洗衣机双寡头格局基本确立。

图 38：冰箱集中度不断提升



资料来源：产业在线，东兴证券研究所

图 39：洗衣机双寡头格局已经成型

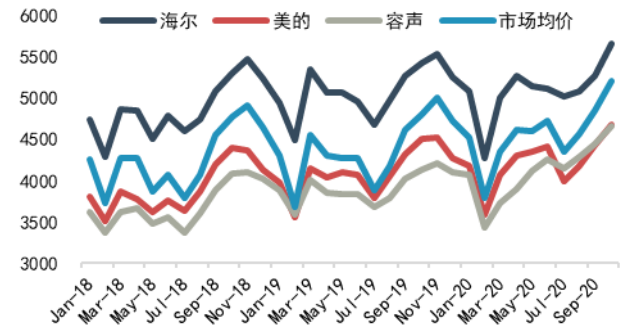


资料来源：产业在线，东兴证券研究所

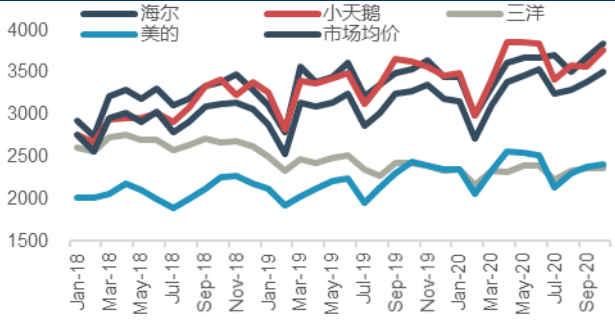
冰、洗产品更迭推动市场均价提升。过去 24 个月冰箱均价的复合增长率为 4.39%，洗衣机的均价复合增长率为 6.06%。良好的竞争格局加上不断升级的产品形态是冰洗价格上升的基础。对标日本，中国家电行业正在经历“从有到优”的第三消费时代，消费升级趋势确定强。冰、洗产品的从波轮向滚筒迭代，单开门向多开门迭代。“更大”与“更多”是这一时期消费品市场的特征。

图 40：冰箱内销零售均价同比提升

图 41：洗衣机内销零售均价同比提升

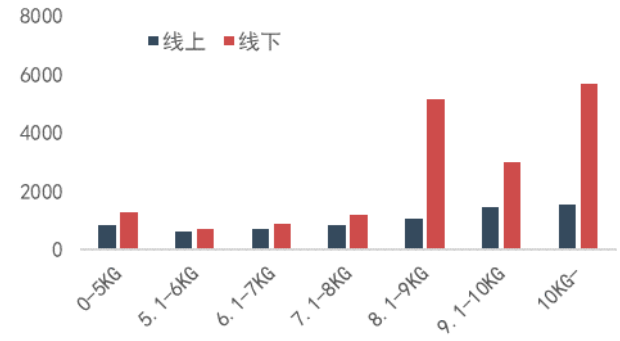


资料来源：产业在线，东兴证券研究所



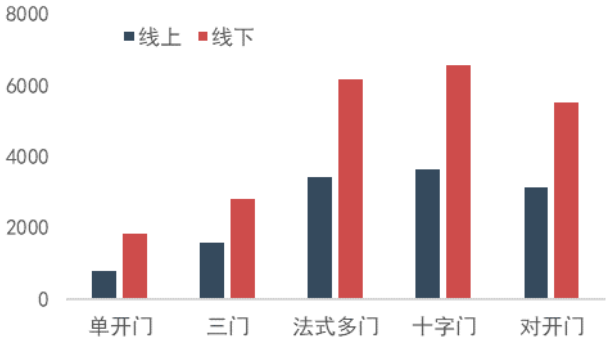
资料来源：中怡康，东兴证券研究所

图 42：2020 年 H1 各容量洗衣机均价



资料来源：奥维云网，东兴证券研究所

图 43：2020 年 H1 各型冰箱均价



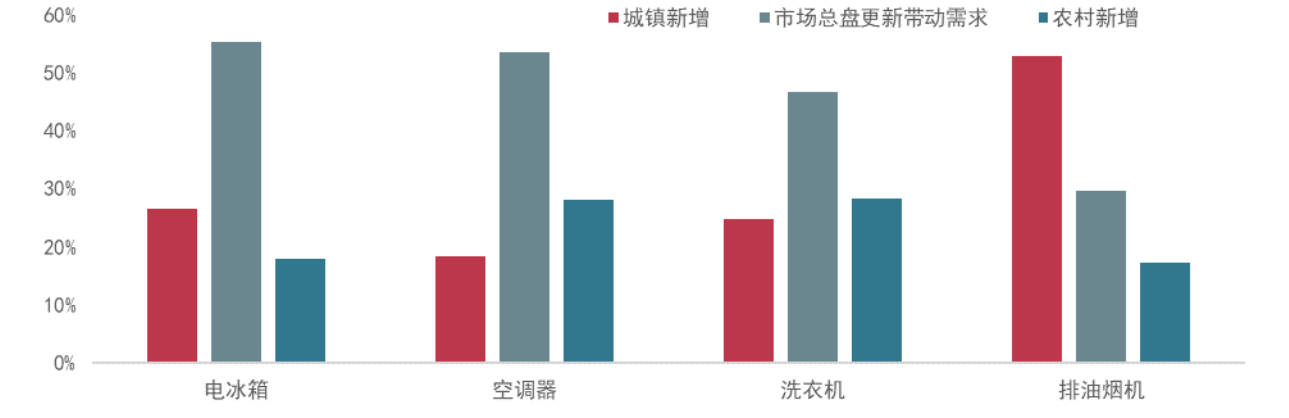
资料来源：奥维云网，东兴证券研究所

推荐关注：私有化整合结束，高端化引领行业发展的冰、洗龙头**海尔智家**以及冰洗市场多品牌战略效果显著的**美的集团**。

厨电：受益于地产竣工景气度上升

厨电产品市场受新增需求催化明显。根据国家统计局公布的数据，我们依据前期的期房销售叠加当年现房销售，估算出当年的交付情况，结合目前中国市场保有量在未来更新情况的正态分布计算得出传统家电产品城乡新增以及更新需求的比例。结果上看，我国厨电市场目前仍依靠新增需求拉动为主，城镇新增拉动了53.03%的需求。

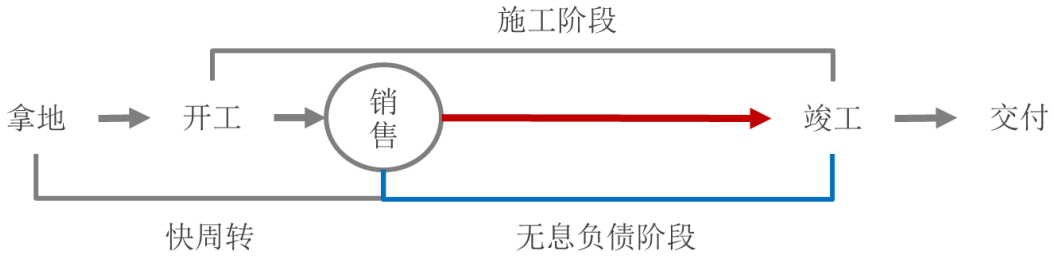
图 44：厨电产品更新需求提升空间巨大



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

房产正式进入 “竣工-交付”阶段。房地产竣工在当前地产政策下与销售时点之间的无息负债周期拉长，竣工面积将在未来 3 年左右的时间区间逐步释放。

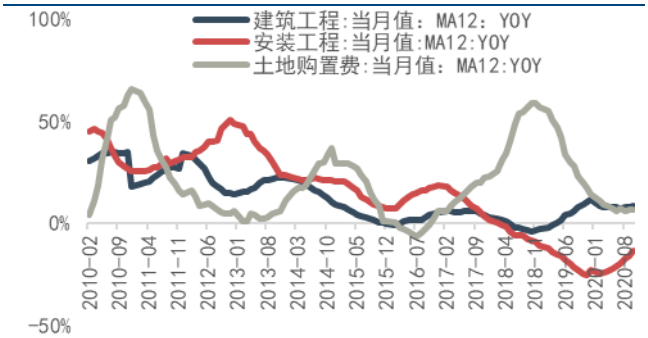
图 45：房地产拿地到开工流程



资料来源：东兴证券研究所

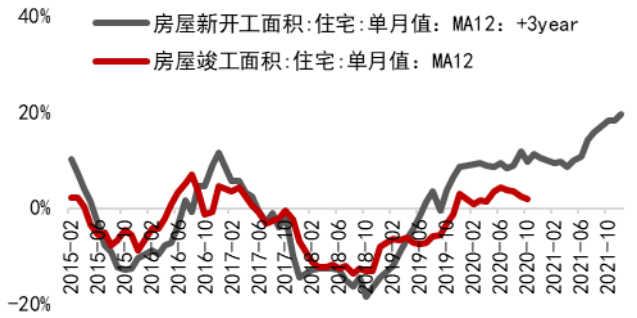
房地产投资的主要向建安转化，密集竣工时点临近。房地产开发投资的两个主要分项是建安投资（建设工程+安装工程，占比约 60%）和土地购置费（占比约 35%），前者对应房企在建造过程中支付的工程款、材料款等，主要发生时点是项目的中后期阶段，后者大体对应房企拿地方面的支出，主要发生阶段是项目的前期阶段。从近几个月的边际变化看，土地购置进入低谷期，房屋竣工高峰期临近。

图 46：房地产投资由土地购置向建安转化



资料来源：国家统计局、东兴证券研究所

图 47：未来一年竣工面积上行确定性强



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

推荐关注：零售端和工程端均受益于竣工景气度上行的**老板电器**；渠道整改中继，嵌入式新品类持续推出的**华帝股份**；可关注受益于旧房改造和渗透率提升的集成灶相关标的。

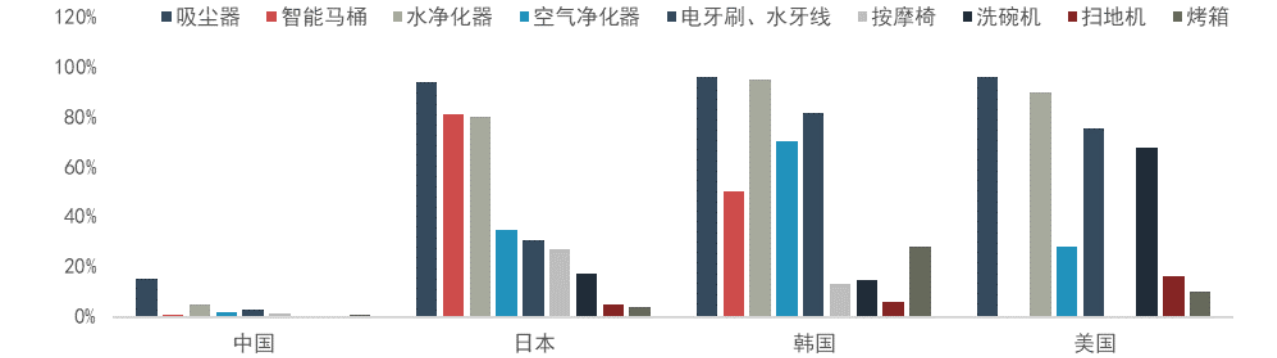
小家电：疫情促进新品普及，品类着眼长期发展空间

疫情起家宅经济的需求爆发搭配网红经济的高效营销使得 2020 年诸多家用小家电品类快速普及，疫情退却，疫情期间的“冲动”消费会沉淀出忠实的品类粉丝，新兴的品类层出不穷也会为小家电板块持续续航。**小家电板块未来的主要增长仍然依赖已有品类的普及和渗透率的提升，以及新品类的持续推出。**

已有品类渗透空间广阔。除去具备居家通用性质的电饭煲、电磁炉等传统成熟小家电，小家电尤其新式小家电常被认为是长尾市场品类，抑或是行业规模总量有限，渗透率天花板底等等。而对比发达国家不难看出，目前处于导入期的小家电品类虽然无法做到传统家电“一户一机”和“一户多机”的保有水平，但整体的渗透率水平仍可以 80%左右（因国家而异），在面对全球第一大单一市场的中国，我们认为任何一种长尾的需

求都具备客观的市场规模，以现在我国正处在成长期的各品类来看，未来市场规模仍至少有五倍以上。

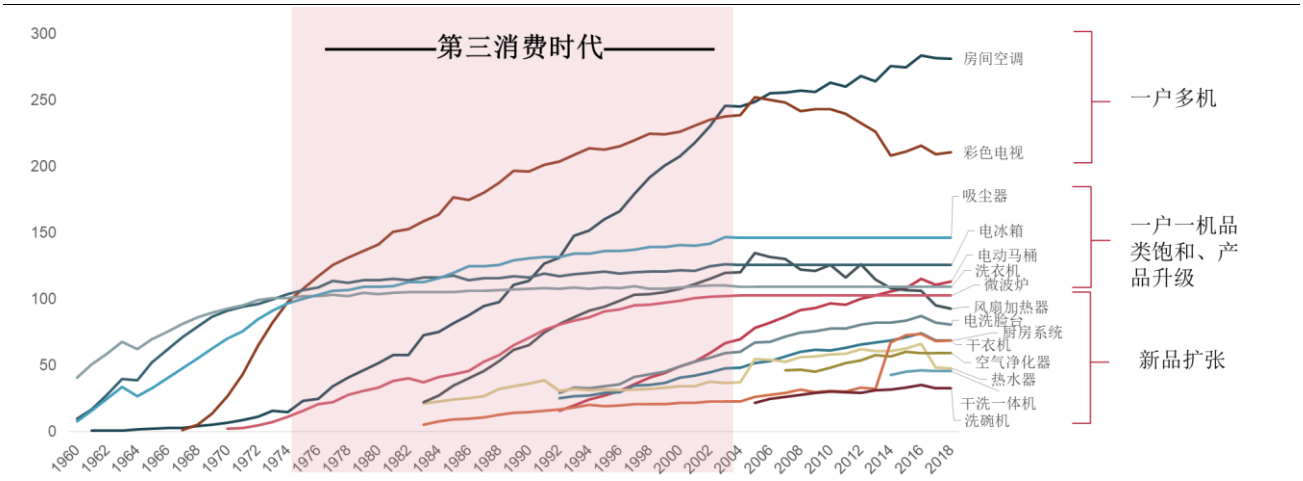
图 48：我国各品类渗透率提升空间大



资料来源：前瞻产业研究院、奥维云网、euromonitor、东兴证券研究所

中国进入第三消费社会，新品类爆发如火如荼。对比日本，中国人们对家电产品的消费也经历了“从无到有”到“从有到优”的进化，一方面体现在对产品功能、性能、外观追求的不断提高，多开门冰箱和大容量洗衣机就是其中印证。进入第三消费社会，日本的成熟家电产品普及率已经较高，个人化新品类是人们提升生活品质的新选择。**垂类深耕，长尾再细分，联名破界等趋势将会在这一阶段小家电市场显现，而品类逻辑更贴近于“快消品”的小家电，也会在潮流和实用中找到更好的平衡点。**

图 49：第三消费时代下的日本新品类爆发



资料来源：日本总务省、东兴证券研究所

推荐关注：小家电龙头企业**苏泊尔，九阳股份**；出口转内销，“摩飞”“东菱”双品牌发力的**新宝股份**。

投资建议：

聚焦内销量价齐升，内销视角下，竞争格局对于竣工景气的兑现和终端销售复苏是明年的主旋律。推荐关注行业终端复苏，行业格局优化利好龙头公司内销增长的行业龙头企业格力电器、美的集团、海尔智家、苏泊尔、九阳股份。推荐关注竣工明年高景气确定性强，房地产后周期品类将明显受益于精装需求以及终端销售需求的增长，推荐重点关注：老板电器、华帝股份。

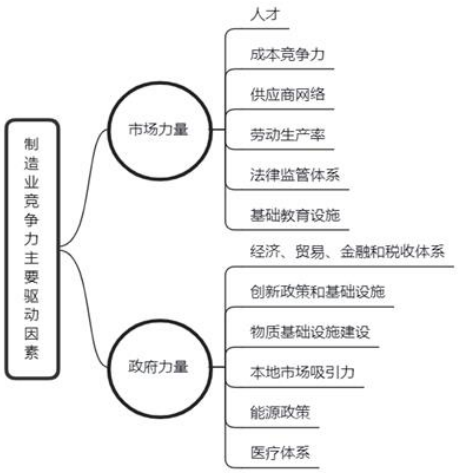
风险提示：经济回暖不及预期，房地产发展不及预期，原材料波动大。

4.2 展望外销龙头出海，中国输出的是国内的供应链体系

市场、规模和效率是中国龙头出海的三大优势

中国国内家电产业链完整、零部件品类齐全，生产制造对国外供给依赖程度小。德勤在《2016 全球制造业竞争力指数》中指出，从市场力量和政府力量两个角度来看，中国制造业竞争力从 **2016 年到 2020 年将保持世界前两名。**中国拥有全球最丰富最复杂的产业链条是联合国唯一拥有全部工业门类的国家，拥有联合国产业分类规定的 41 个大类、207 个中类、666 个小类全品类。目前，中国家电企业的原材料基本可从国内采购，龙头公司具有完备的产业纵深布局，大多数零部件自给自足，生产经营对零部件外部采购依赖较小，仅有部分电子元器件或根据客户指定从以日、韩为主的国外采购，主要为高端型号所需。完善的产业链配套和零部件供给是中国作为家电业制造基地核心优势。

图 50：制造业竞争力主要因素



资料来源：德勤有限公司、美国竞争力委员会，《2016 全球制造业竞争力指数》、东兴证券研究所

图 51：全球国家/地区制造业竞争力指数排名

2016		排名	2020（预计）	
评分	国家		国家	评分
100.00	中国	1	美国	100.00
99.50	美国	2	中国	93.50
93.90	德国	3	德国	90.80
80.40	日本	4	日本	78.00
76.70	韩国	5	印度	77.50
75.80	英国	6	韩国	77.00
72.90	台湾	7	墨西哥	75.90
69.50	墨西哥	8	英国	73.80
68.70	加拿大	9	台湾	72.10
68.40	新加坡	10	加拿大	68.10

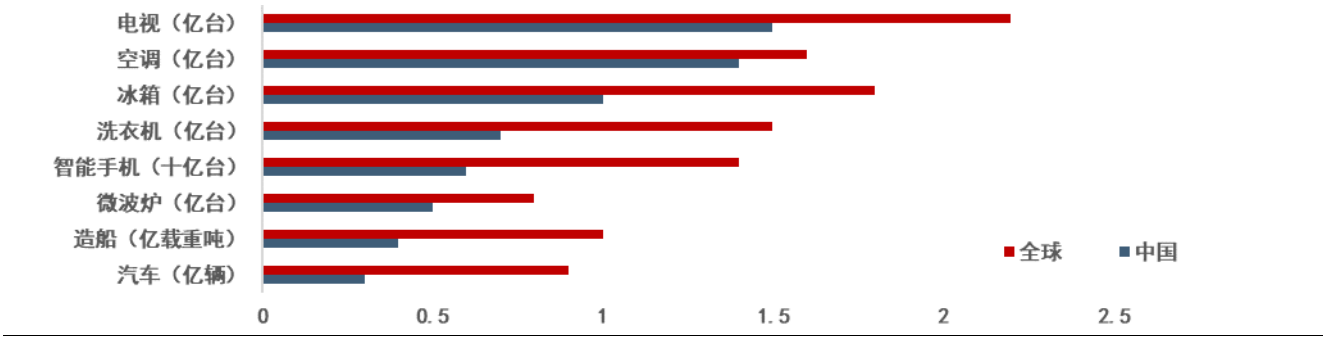
资料来源：德勤有限公司、美国竞争力委员会，《2016 全球制造业竞争力指数》、东兴证券研究所

规模+市场：中国家电产业供应链竞争力始于成本优势发展于规模效应。

2016 中国的劳动力资源成本优势明显强于美国、日本以及德国，而在人才、基础设施建设、法律监管体系以及传新政策和基础设施上差距较大，这一时期前后的产业转移为中国培养了一批高质量的产业上游供应商（苹果产业链、新能源汽车产业链等）。

中国是全球最大的单一市场，也是家电龙头企业销售规模的基石，规模效应能有效降低公司生产的边际成本，提升利润率，这使得中国制造的成本优势由生产资料优势转变为规模经济优势。目前中国的最大单一市场无法复制（印度整体经济发展仍相对落后，居民消费水平较低），中国的规模经济优势独一无二。

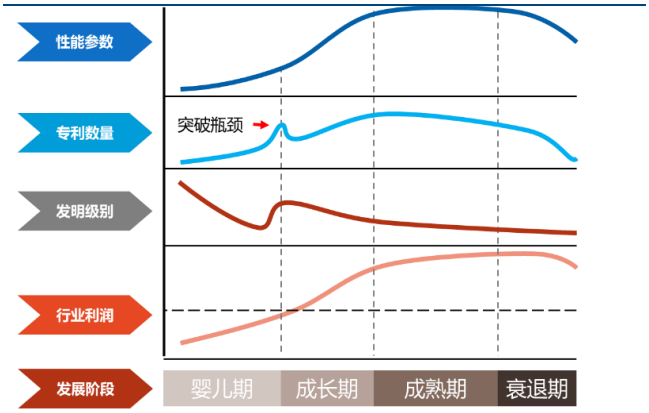
图 52：2016 年各国关键竞争力因素表现



资料来源：《从工业化到城市化》p.50、东兴证券研究所

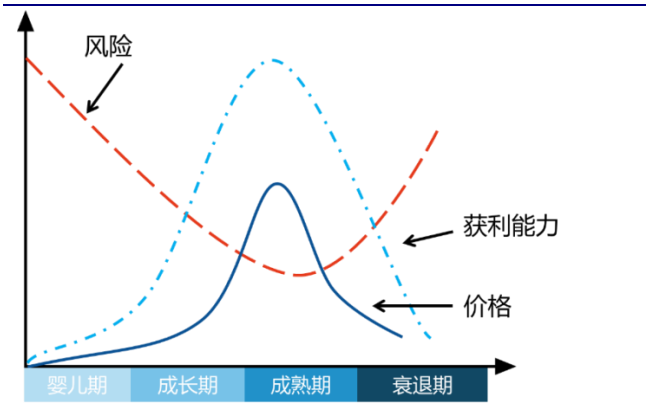
产品形态相对稳定且技术壁垒相对较低的家电产品最适合代表我国的产业链制造优势。技术的发展存在客观规律，新兴技术的性能以及其创造价值的能力会跟随技术的发展而提升，其发明专利的数量和级别（发明专利>实用新型专利>外观设计专利）则会随着技术的发展而下降。家电产业处于技术成熟性能参数稳定且发明以实用新型为驱动的时期，是最能够发挥我国制造业产业链优势的重要行业之一，发达的供应链网络将是中国家电制造业未来制霸全球的核心优势。

图 53：前苏联*根里奇·阿奇舒勒* 的技术系统进化规律理论



资料来源：Genrikh Saulovich Altshuller，东兴证券研究所

图 54：技术发展各阶段的表现



资料来源：Genrikh Saulovich Altshuller，东兴证券研究所

中国家电输出国地位或进一步强化。从全球家电出口市场格局可以看出，部分品类如空调、微波炉等，中国已占据绝对优势。从洗衣机、冰箱、以及油烟机等产品来看，仍具备较大提升空间。

新冠疫情对世界制造业的冲击，更加凸显了中国家电产业自给自足的生产可控性和自主性。率先复工复产的中国家电产业链也将在未来一段时间作为填补世界产能缺口的重要力量，国际订单的逐步转移或将进一步强化中国作为世界家电产品输出国的地位。

原材料和零部件自供比例较高的家电龙头企业，一方面可以通过接受国际订单转移来对冲外需减少，另一方面，可以进一步提高全球市场占有率。

图 55：各品类家电全球出口格局

图 56：Sony 的海外市场一览

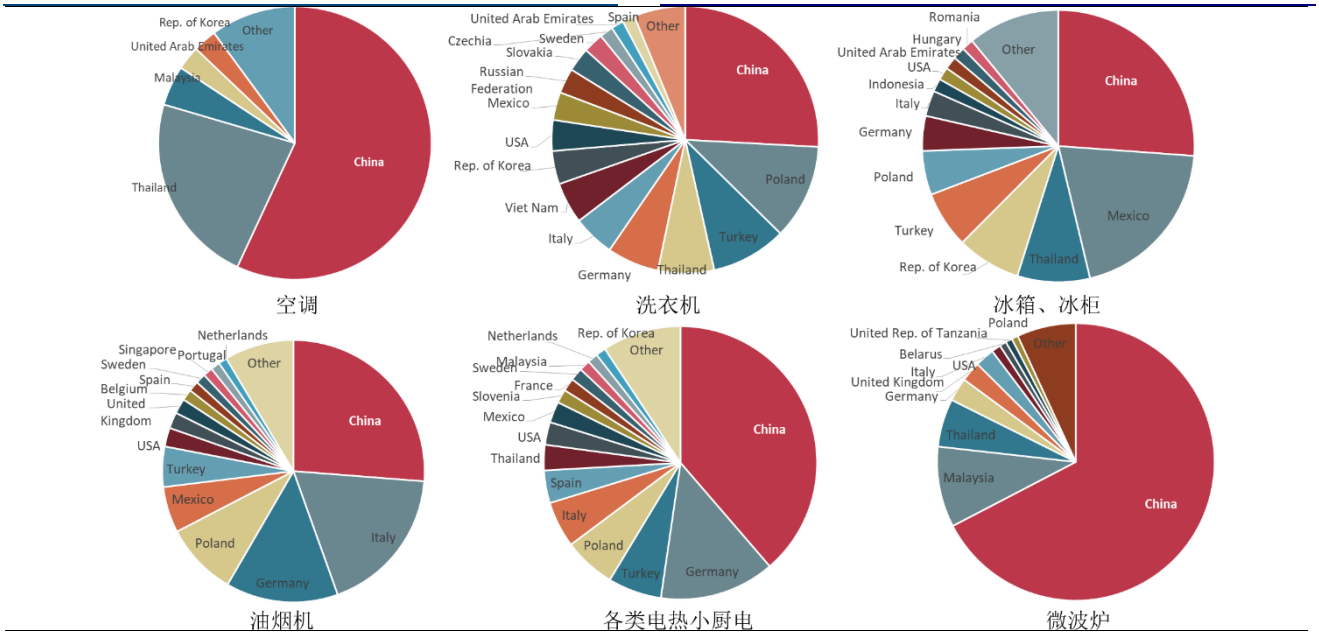


图 57：大金工业全球海外销量占总 80%

资料来源：wind，东兴证券研究所

对比海外成熟跨国企业，中国家电企业仍具备海外拓展的空间潜力。Sony 公司除本土外，海外外销售常年保持 70%以上，大金工业 2008 海外营收已经突破 60%,并逐年保持提升。

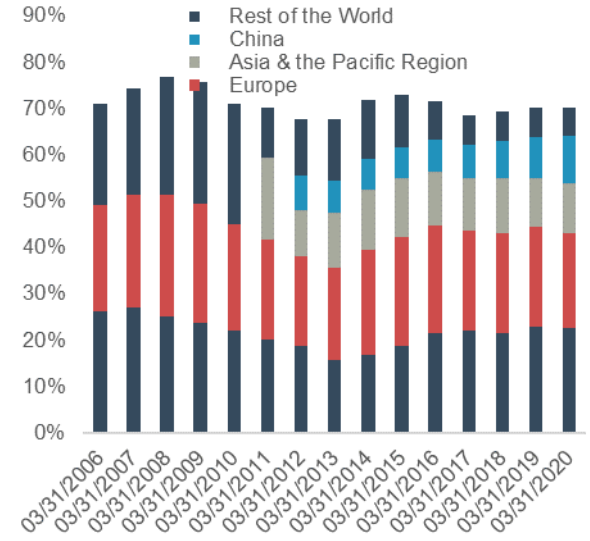
展望外销龙头出海,外销视角下，短期看订单转移有望持续，长期看中国龙头凭借强大的产业链一体化以及充沛的自有资金，有望实现从产品出海到品牌出海再到资本出海的演进。

家电产品出海，集齐海外受疫情订单转移带来的“天时”，中国超强产业链加持的全球最大单一市场“地利”，REPC 区域经济一体化“人和”三大要素。属于中国的跨国大企业时代即将到来。

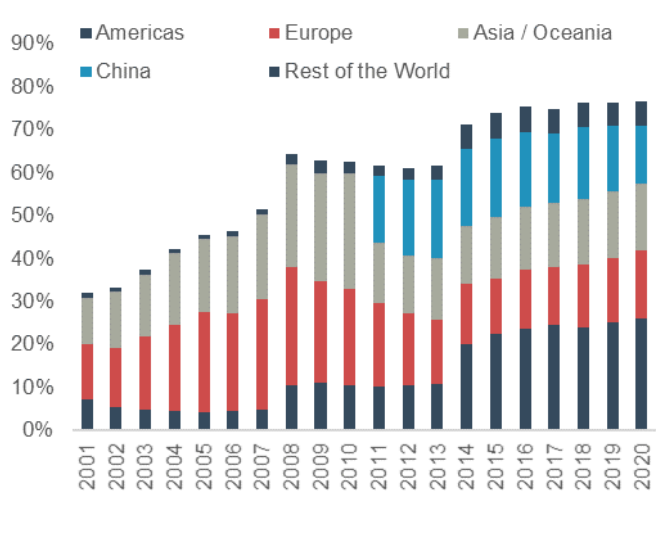
投资建议：

有望成长为国际化家电巨头的中国家电龙头。国际化程度高，具有跨国管理能力以及全球布局领先的**海尔智家**；家电出口龙头，未来凭借子品牌及海外渠道布局逐步提高自有品牌全球占比的**美的集团**。

风险提示：疫情反复的风险；汇率波动造成汇兑损失的风险；海外出口景气度下滑的风险。



资料来源：Bloomberg、东兴证券研究所



资料来源：Bloomberg、东兴证券研究所

5. 农林牧渔：后周期投资主线明确，长期看好宠物市场发展

核心观点

养殖链关注成长，后周期景气持续。养殖产能恢复趋势确立，规模化程度显著提升，后周期景气在 2021-2022 年将持续抬升，具备成本优势的饲料龙头企业和具备平台优势的动保龙头企业在竞争中优势凸显。此外建议关注替抗相关主题以及非瘟疫苗相关标的。站在当前时点，虽然养殖链价格步入下行区间，然而头部企业市占率提升与产业链一体化趋势仍将持续助力企业内在价值的持续提升，中长期仍有投资价值。生猪养殖关注龙头企业生猪出栏成长及成本控制，禽产业链一体化和 C 端销售模式有望带来新的盈利增长点。

玉米产业链景气向好，双循环助力宠物消费高增。玉米价格上涨催动种植板块全面向好。短期关注玉米价格景气持续及年末年初政策催化，中期关注转基因玉米种子商用落地的持续推进。我国宠物消费正处于快速发展期，在内循环背景下，消费空间有望进一步释放，其中食品和医药作为刚需品类弹性最大，持续关注细分市场龙头企业和国产品牌塑造。

核心标的

持续推荐具备配方优势的饲料龙头**海大集团**和替抗优势明显的**溢多利**。动保方面重点推荐在研发端和产品端具备平台优势的动保头部企业**生物股份和天康生物**。生猪养殖行业持续关注出栏成长与成本控制，推荐关注生猪养殖龙头**牧原股份、正邦科技**。禽链反转仍待产能去化，推荐关注产业链一体化龙头**圣农发展**。

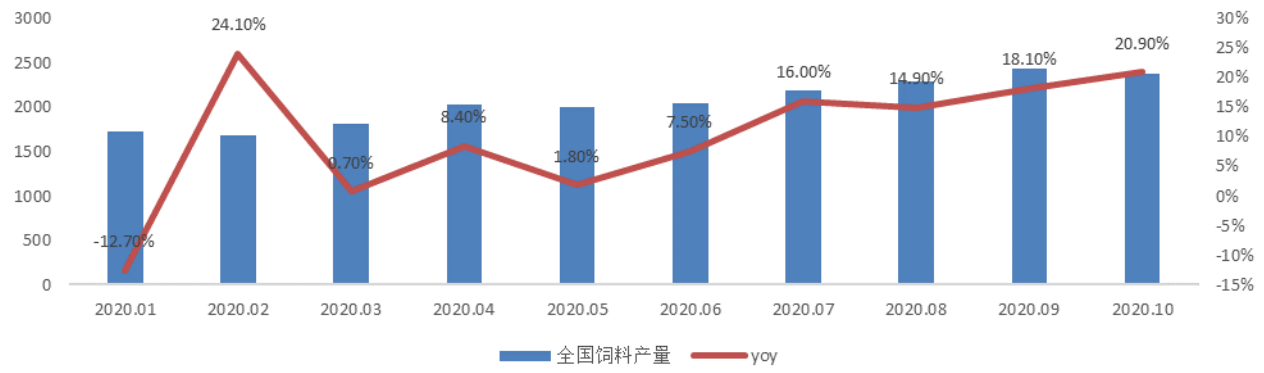
当前种业景气度向上，推荐关注较早布局转基因种业、技术储备领先的龙头企业**大北农、隆平高科**。

宠物版块推荐关注国内市场自主品牌建设卓有成效，具备渠道先发优势和品牌力的**中宠股份和佩蒂股份。**

5.1 长期趋势叠加短期利好，助力后周期行业持续景气

养殖恢复带动后周期行业景气。能繁母猪存栏自 2019 年 9 月筑底回升，对应 2020 年 7 月饲料整体销量明显回升。2020 年 6 月起，能繁母猪存栏同比转正，呈现加速恢复趋势，虽然仍有非瘟疫情扰动，然而未来 1-2 年生猪存栏量逐步恢复的趋势具备确定性。随着生猪存栏恢复从母猪端传导到育肥猪，存栏基数的增大会显著带动饲料及动保产品需求，推动生猪养殖后周期行业持续景气。

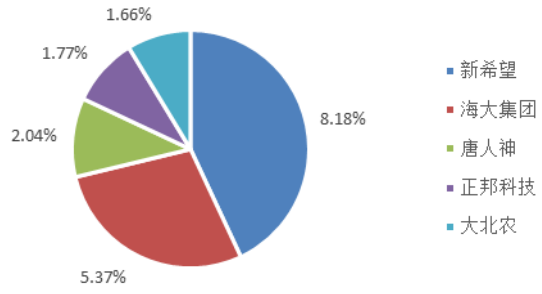
图 58：2020 年 1-10 月全国饲料产量（单位：万吨）



资料来源：中国饲料工业协会，东兴证券研究所

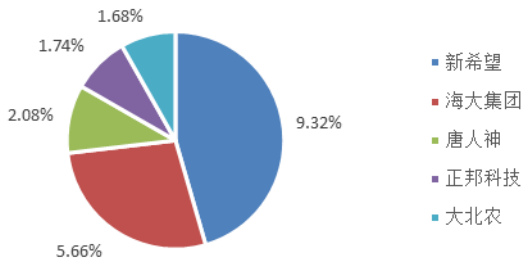
饲料市场加速向龙头企业集中，强者恒强趋势愈发凸显。在前期养殖端不景气及行业竞争影响下，行业盈利空间受到挤压，成本较高的中小饲料厂纷纷或主动或被动地退出市场。养殖规模化趋势加速演变，养殖户对饲料的辨识能力显著增强，倒逼饲料企业在改进配方、强化饲料产品竞争力、控制成本和价格上下足功夫。龙头企业在配方研发、原材料采购和饲料生产端上均具有明显优势，产品质量和产品批次的稳定性均处于行业领先水平，具有较好的市场口碑，且规模效应显著，能够有效控制和压缩成本。产品力和成本优势作用下，饲料行业强者恒强的趋势凸显，五大上市饲企的市占率由 2019 年的 19.02%提升至 2020 年上半年的 20.48%，未来仍有进一步提升空间。

图 59：2019 年主要饲料生产企业市占率



资料来源：各公司 2019 年年报，东兴证券研究所

图 60：2020 年上半年主要饲料生产企业市占率



资料来源：各公司 2020 年半年报，东兴证券研究所

饲料产品品类细化及结构升级，替抗市场未来大有可为。依托于居民消费升级，水产养殖向高端转型逐步深化，特种水产品如鲈鱼、鳜鱼等的养殖面积不断扩大，高端水产料市场需求持续扩容。同时，禽料的同质化竞争格局十分明显，内卷严重。饲料企业要想实现破局，就必须向细分品种进军，做深做细产品品类，实现

差异化发展。**长期来看，饲料产品品类细化与结构升级的趋势将持续强化，能够持续深挖客户需求，优化产品结构，提升高附加值产品占比的企业能够获得显著的盈利提升。**

此外，自 2020 年 7 月 1 日开始，我国畜禽饲料生产端全面禁抗规定正式实行，养殖户对替抗产品的需求快速增长，替抗市场逐步打开。行业内部分企业提前布局，海大集团替抗技术已臻于成熟，经养殖端验证效果显著，目前公司猪料均已实现无抗化；溢多利已形成了有效的替抗饲料添加剂解决方案，明星产品博落回散市场口碑优异，下半年产品订单快速增长。我们认为，替抗市场未来将大有可为，潜在市场空间超百亿元。相关企业提前布局替抗产品，抢占市场先机，有望快速提升市场份额，带来持续较大的业绩增长。

养殖规模化和强制免疫改革催化动保市场高质量发展。我国养殖规模化、集约化进程不断加快，尤其是非瘟以来，头部养殖企业加速扩张，养殖集中度显著提升。在养殖规模化进程持续演进的同时，相关的动物疫病防控风险和防疫规范性也随之提升，带动动保市场的渗透率进一步提升，行业免疫密度逐步提高。同时，政策支持动物疫病强制免疫改革持续推进，市场苗替代招采苗时间线进一步明确。近几年，招采质量提升、价格上涨趋势在口蹄疫和禽流感疫苗中已经体现，招采苗和市场苗缩小价差，逐渐并轨的思路明显。近日农业农村部发布《关于深入推进动物疫病强制免疫补助政策实施机制改革的通知》，进一步明确了招采退出的时间线，未来“先打后补”模式将逐步替代“政府招采”模式，2022 年，全国所有省份的规模化养殖场将全部实现“先打后补”。2025 年，逐步全面取消政府招采，市场苗有望逐步完全替代招采苗。市场苗价格是招采苗的数倍，招采退出后养殖防疫深度将迎来进一步提升，动保行业存数倍扩容空间。

非瘟疫苗有望上市，推动动保行业提质扩容。未来 1-2 年非瘟疫苗仍是动保行业即将面世的最重磅单品。目前由哈兽研研制的非瘟疫苗已取得阶段性进展,疫苗环境释放试验和临床试验进展顺利，即将进入扩大临床试验和生产性试验阶段。按此进度，明年有望见到商用非瘟疫苗产品上市，作为类口蹄疫的大单品，将带来动物疫苗行业市场扩容保守估计超过 50 亿元。非瘟疫苗面世，一方面参与非瘟疫苗的合作生产企业将迎来显著的收入增长和利润增厚；另一方面，排除疫情扰动后生猪成活率恢复正常水平，行业存出栏将加速恢复，带动其他动保产品需求增加，推动整个动保市场的快速恢复。

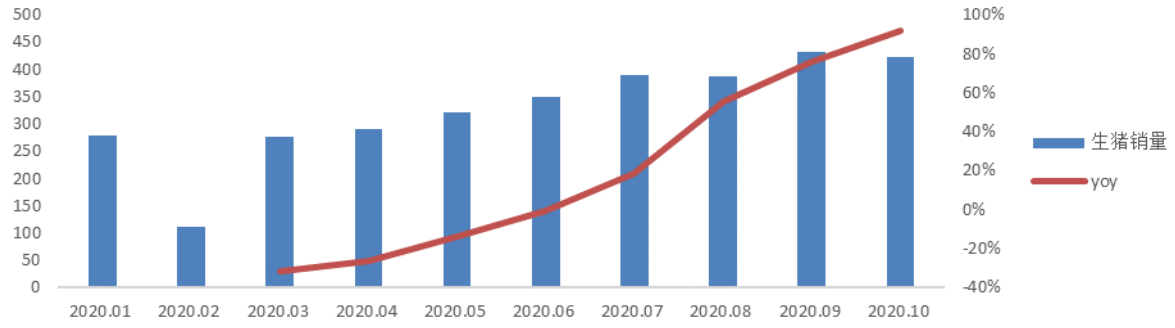
投资建议：养殖产能恢复趋势确立，规模化程度显著提升，后周期景气在 2021-2022 年将持续抬升，具备成本优势的饲料龙头企业和具备平台优势的动保龙头企业在竞争中优势凸显。此外建议关注替抗相关主题以及非瘟疫苗相关标的。持续推荐具备配方优势的饲料龙头**海大集团**和替抗优势明显的**溢多利**。动保方面重点推荐在研发端和产品端具备平台优势的动保头部企业**生物股份和天康生物**。

风险提示：生猪存栏恢复不及预期，原材料价格波动风险，动物疫病风险等。

5.2 聚焦规模化程度提升，把握养殖龙头长期成长

生猪产能逐步恢复，聚焦龙头企业出栏成长。全国生猪产能逐步恢复，农业农村部数据显示能繁母猪存栏自 2019 年 9 月环比转正，自 2020 年 6 月末同比转正，随着养殖密度下降和防疫水平的提升，非瘟疫情进入了常态化阶段。然而非瘟疫情季节性复发仍在一定程度上影响补栏效率，并且目前三元母猪在能繁母猪中的整体占比较高，拉低了行业生产效率，产能复苏到出栏的传导并非一帆风顺。目前行业产能复苏主要依靠头部规模企业的逆势扩张，特别是从今年下半年开始龙头企业生猪出栏规模重回高速增长通道，养殖规模化进程持续加速。未来 3-5 年是行业集中度提升的机遇期，龙头企业有望凭借出栏高速成长持续提升市占率，形成区域性价格标杆效应，从而提升盈利能力，多维度抵御价格周期波动的风险。

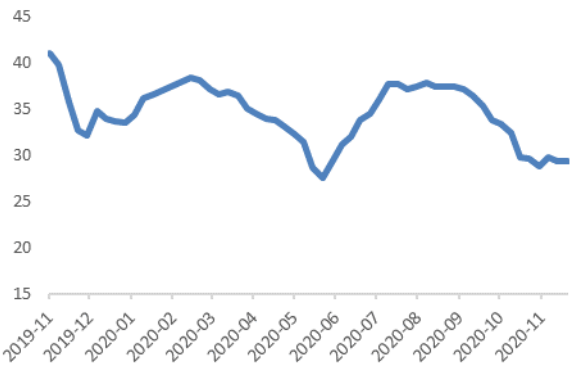
图 61：主要生猪养殖企业生猪月度销量统计（单位：万头）



资料来源：各公司公告，东兴证券研究所

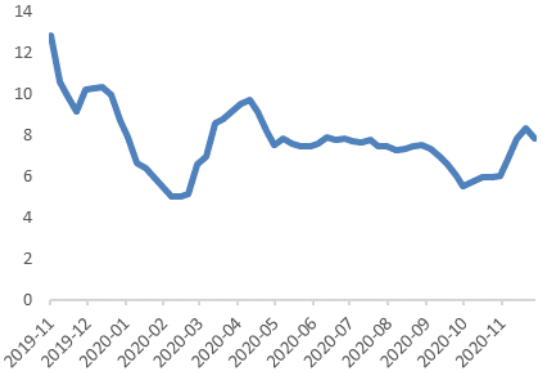
猪价不必过分悲观，成本控制成为核心竞争力。随着产能的持续恢复，生猪出栏形势好转，猪价逐步步入下行区间，然而对于明年猪价不必过分悲观，我们预计明年猪价将维持在 20-25 元/公斤，仍处于相对景气区间。在猪价下行趋势既定下，除了以出栏成长实现以量补价外，养殖成本控制也极为重要。我们认为，龙头企业在育种体系、规模效应、疫情防控、养殖效率、环保投入等方面均具有较大优势，以此塑造出强大的成本控制能力并在非瘟疫情期间进一步强化，形成企业核心竞争力，优于行业的盈利能力有望持续，企业内在价值持续抬升。

图 62：22 省市生猪价格变化 单位：元/公斤



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 63：白羽肉鸡主产区价格变化 单位：元/公斤



资料来源：Wind，东兴证券研究所

禽养殖“去产能”趋势加深，紧抓产业链延伸与 C 端发展机会。前期因非瘟导致生猪产能缺口较大，禽肉替代效应明显，禽养殖增量明显。随着生猪产能逐步恢复，叠加新冠疫情导致居民消费需求萎缩，禽养殖产能过剩，价格快速回落。叠加饲料原料价格上涨带来的成本抬升，禽养殖出现亏损，行业开始去产能。然而经历了两年扩展，短期内禽养殖产能过剩的格局仍将持续，明年禽价出现反转的几率较小。养殖下行阶段，产业链延伸是行业发展的一重要突破口，也是行业长期发展趋势。禽链各环节盈利同样满足微笑曲线，上游育种与终端肉制品环节盈利能力最强。产业链延伸有望成为大型养殖企业新的利润增长点。

此外，随着电子商务加速普及，居民消费习惯出现变革，生鲜食品的 C 端销售模式逐步发力。尤其在疫情影响下，生鲜食品“新零售”模式更是大放异彩。对养殖企业来说，C 端销售模式不仅节省了流通成本，提升

企业利润率，更为重要的是由此带来的产品创新力和渠道渗透力的提升，最终成功塑造企业品牌力。在行业加速洗牌的现阶段，我们认为，全产业链发展和 C 端销售模式有望助力相关企业快速占领市场，坚定看好优质龙头企业的品牌力成长。

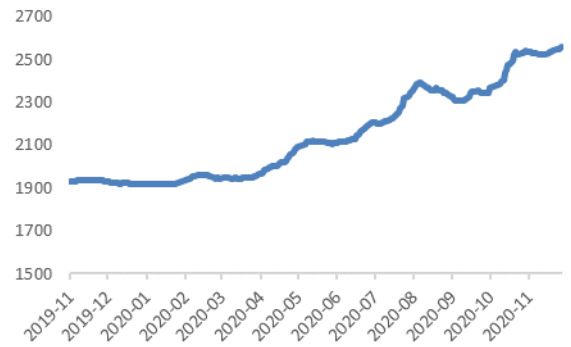
投资建议：站在当前时点，虽然养殖链价格步入下行区间，然而头部企业市占率提升与产业链一体化趋势仍将持续助力企业内在价值的持续提升，中长期仍有投资价值。生猪养殖行业持续关注出栏成长与成本控制，推荐关注生猪养殖龙头**牧原股份、正邦科技**。禽链反转仍待产能去化，推荐关注产业链一体化龙头**圣农发展**。

风险提示：产能与出栏扩张进度不及预期，动物疫病风险，畜禽产品价格波动风险等。

5.3 玉米行情景气，关注粮食安全和转基因进展

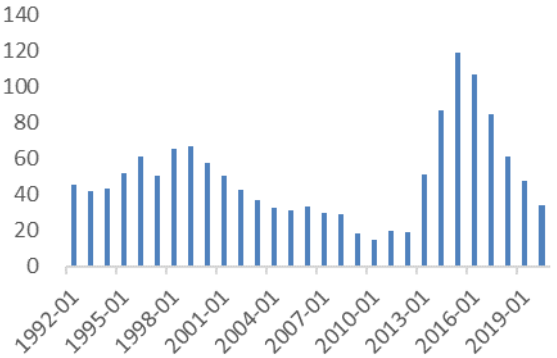
玉米价格持续景气，种子和种植产业链全面向好。国内玉米自 2016 年收储制度改革以来，种植面积大幅削减。目前临储玉米库存消耗见底，“去库存”任务已基本结束。另一方面，今年草地贪夜蛾虫害北迁压力较大，可能对下一年度玉米产量造成影响。从需求端看，随着生猪养殖逐步恢复，饲用玉米需求正快速增长。临储玉米库存消耗结束后留下的市场供给缺口正逐步显现并不断扩大，而明年玉米进口配额仅为 720 万吨，尚无法弥补缺口。预计 2021 年国内玉米价格上行仍有支撑，在玉米行情上升的催化和带动下，其他替代谷物品种也有望受益，从而带来整个种子和种植产业链的全面向好。

图 64：玉米现货价格变化（单位：元/吨）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 65：玉米库存消费比明显回落



资料来源：Wind，东兴证券研究所

粮食安全成发展主题，长期关注转基因落地进展。受疫情催化，近一段时间政策面对粮食安全相关议题持续表态，从 8 月制止餐饮浪费到 9 月深改会议上强调要把保障粮食安全放在突出位置，再到十四五规划中继续强调以保障国家粮食安全为底线，坚持最严格的耕地保护制度，11 月国办又发布了防止耕地“非粮化”的指导意见。粮食安全已成为未来种植业发展的重大主题。而作为种植业的基石，种业发展有望持续受到政策催化。去年 12 月至今，农业农村部已分两次共向大北农和隆平高科等单位的 3 个玉米品种和 2 个大豆品种颁发了农业转基因生物安全证书。长期来看，转基因种子政策逐步放开，有望推动转基因育种商业化完全落地，带来市场翻倍扩容，具备种源和技术优势的企业有望直接受益。

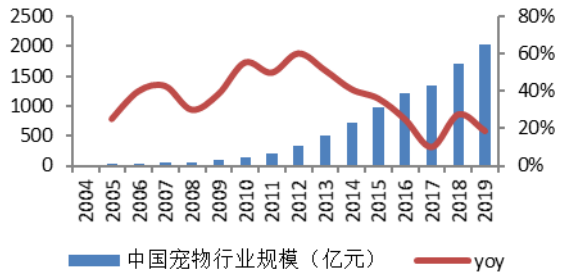
投资建议：短期关注玉米价格景气持续及年末年初政策催化，中期关注转基因玉米种子商用落地的持续推进。当前种业景气度向上，推荐关注较早布局转基因种业、技术储备领先的龙头企业**大北农、隆平高科**。

风险提示：价格调控风险，转基因种子商用落地进度不及预期等。

5.4 国内国际双循环，拥抱宠物消费市场

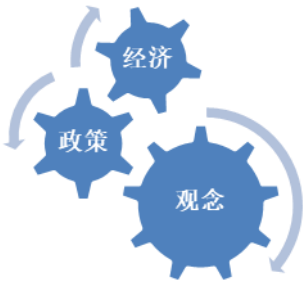
宠物市场快速扩容，新赛道雏形已现。我国宠物行业正处于高速发展阶段，2019 年宠物市场规模 2024 亿元，5 年复合增速 20%。随着人口老龄化趋势持续演进，单身年轻群体规模不断扩大，居民收入水平快速增长，养宠观念逐步改变以及养宠政策逐步规范，养宠群体迅速成长起来，我国宠物基数不断扩容。另一方面，随着养宠观念的改变，宠物家庭地位得到较大提升，宠均消费金额持续抬升，宠物市场由一线城市快速下沉到二、三线城市，市场快速扩容。而今年的新冠疫情又进一步催化了宠物经济的快速发展。当前的宠物市场在增量和高客单双轮驱动下，行业整体规模扩张，相关宠物服务企业陆续上市，蓝海市场未来可期。

图 66：宠物消费市场快速扩张



资料来源：宠物行业白皮书，东兴证券研究所

图 67：驱动宠物消费市场发展的“三驾马车”



资料来源：东兴证券研究所

国内国际双循环下，刚需产品率先迎来发展风口。在当前经济工作国内国际双循环的总体部署下，宠物国内消费空间有望持续释放。其中宠物食品和宠物医药作为刚需品类，需求增长弹性最高，率先迎来发展风口。此外宠物消费向拟人化、精细化、健康化的方向的发展，产品和业态不断完善。中国市场是宠物经济的超级市场，以电子商务为翘板，国产品牌集中爆发，细分市场龙头逐步显现。国内宠物食品生产商纷纷加大自有品牌建设，在优势零食湿粮领域巩固市占，并逐步抢占主粮市场，实现进口替代。

投资建议：我们认为，我国宠物消费正处于快速发展期，在双循环背景下，消费空间有望进一步释放，其中食品和医药作为刚需品类弹性最大，国产自主品牌快速发展。推荐关注国内市场自主品牌建设卓有成效，具备渠道先发优势和品牌力的**中宠股份和佩蒂股份。**

风险提示：宠物食品安全风险，自主品牌建设存在不确定性，原材料价格波动风险等。

5.5 重点公司盈利预测及估值

表格 5：农林牧渔行业重点公司盈利预测及估值

子行业	股票简称	股票代码	评级	EPS			PE			ROE		
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
饲料动保	海大集团	002311	强烈推荐	1.50	2.01	2.45	39.67	29.65	24.35	20.82%	22.28%	21.81%
	溢多利	300381	强烈推荐	0.39	0.55	0.69	35.16	24.97	19.92	7%	9%	10%
	生物股份	600201	强烈推荐	0.41	0.64	0.90	59.43	37.62	26.81	8.84%	12.48%	15.24%
	天康生物	002100	推荐	2.29	2.21	1.76	5.94	6.15	7.69	37.82%	28.67%	19.55%
养殖	牧原股份	002714	强烈推荐	8.71	8.80	6.17	9.08	8.98	12.81	64.82%	42.99%	24.28%
	正邦科技	002157	推荐	3.51	4.72	3.67	4.92	3.66	4.70	49.90%	41.83%	25.16%

种子种植	大北农	002385	强烈推荐	0.50	0.57	0.51	18.20	15.88	17.71	17.11%	17.09%	13.75%
	隆平高科	000998	强烈推荐	0.04	0.17	0.44	502.52	104.93	41.74	0.73%	3.39%	7.91%
宠物	中宠股份	002891	强烈推荐	0.82	1.12	1.40	61.12	44.84	35.88	8.52%	10.64%	12.04%
	佩蒂股份	300673	强烈推荐	0.88	1.26	1.76	45.10	31.38	22.58	10.74%	13.25%	15.51%

资料来源：wind，东兴证券研究所

6. 纺织服装：坚守长期景气赛道，重视内外复苏

核心观点

运动服饰未来景气持续，品类特性决定产业链孕育优质公司。在健身群体扩大和运动潮流风尚的影响下，行业继续维持高景气，产品具备专业属性又使得行业具备向前发展的动力。运动鞋服在服装里是一个相对高价、品牌集中度高、重消费体验的品类，也是上下游关系较其他品类较为独立的品类。因此在制造、品牌、分销三个环节上都能孕育出优质公司，我们基于对行业长期景气的判断，对全产业链做出推荐。

服装家纺将受益于线下消费的持续回暖，建议关注持续进行品牌建设和公司数字化转型升级的公司。回顾年初至今的服装家纺，一季度疫情严峻线下消费受到影响，疫情控制后消费的信心也经历较长的时间，关注明年低基数效应。从长期看，看海外优衣库、Zara 等公司的成功经验，我们认为通过推进品牌建设占领消费者心智是根本，数字化造就的柔性化供应链是手段，同时服装公司的治理结构和体系架构也在不断进化和完善。

纺织制造明年将受益于外需回暖，长期关注 RCEP 的落地进程，建议关注垂直一体化布局企业。拉长时间看疫情只是是短期扰动，中国优秀的纺织制造仍将依靠自己的综合实力提升份额，引领产业转移的方向。除了向海外转移产能外，不断推进技术的积累，进行产业链的延伸形成一体化的布局，也是未来纺织制造企业的发展方向。

核心标的：运动服饰产业链，优先推荐品牌和制造端的**李宁、申洲国际、安踏体育**，建议关注优秀分销商**滔搏**。服装家纺公司推荐高端家纺**罗莱生活**，高端女装**地素时尚**，建议关注大众休闲装**太平鸟、森马服饰**。纺织制造推荐具备优质产能的**健盛集团**，建议关注行业格局较好的服装辅料生产企业。

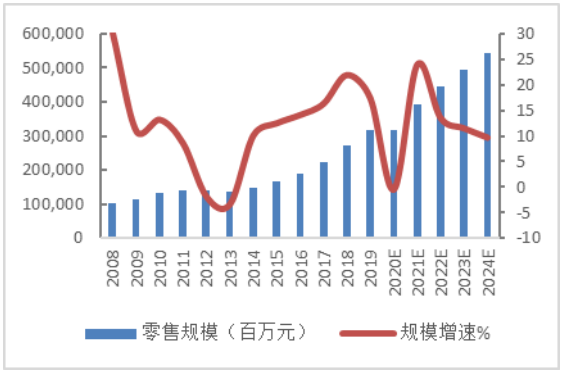
6.1 服装家纺：运动服饰景气持续，科技+潮流推动行业向前

行业赛道好：运动服饰行业市场容量大，集中度高。根据 Euromonitor 的数据，2019 年运动服饰的市场规模将增长 17%，达到 3166 亿元人民币。细分品类里，功能运动鞋增速最快达到 23%，主要系参与跑步等体育锻炼的人增长较快。展望未来，欧睿预计运动服饰行业复合增长率能维持在 11%以上，在 2024 年达到 5426 亿元人民币，行业规模大，景气度较高。

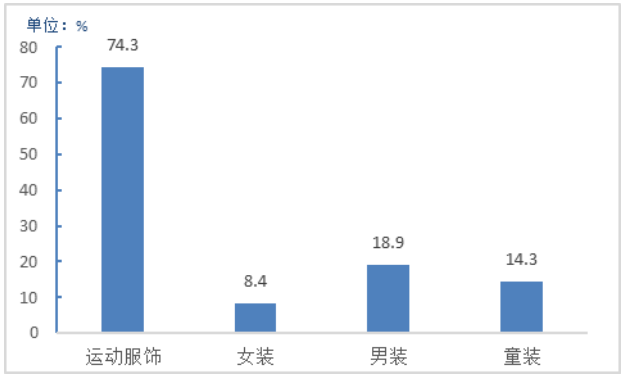
格局上，与男装、女装、鞋类等其他服饰子行业相比，运动行业具有功能性强的特点，头部品牌拥有技术和规模优势，具备提升市场集中度的基础。美国、日本等发达国家，运动服饰行业集中度明显高于男装、女装和童装等行业。在我国，运动行业集中度是各服装子行业中最高的，且集中度呈现出逐年上升的趋势，2016 年-2019 年，运动行业 CR10 由 66.7%提升至 74.3%，呈现出强者恒强的竞争格局。

图 68：运动服饰行业规模及增速（欧睿数据）

图 69：运动服饰 CR10 与其他行业比较（单位%）



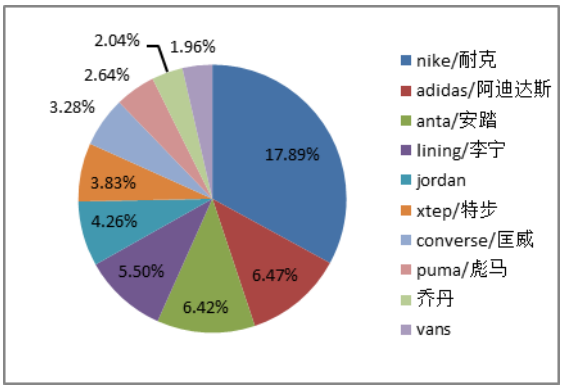
资料来源：Euromonitor，东兴证券研究所



资料来源：Euromonitor，东兴证券研究所

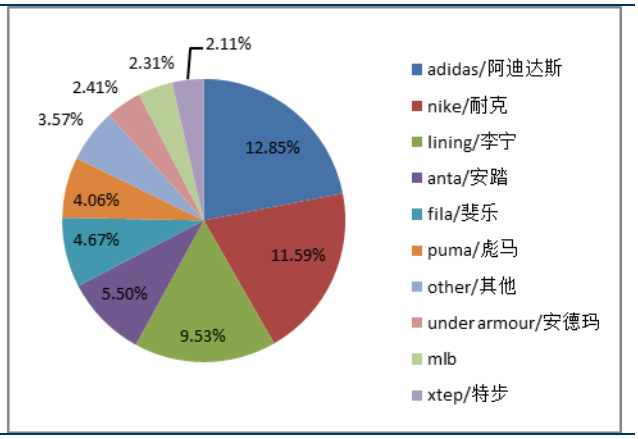
行业格局看，份额向头部品牌继续聚拢，国产双龙头仍在追赶。在运动鞋领域，Nike 持续保持优势，以 11 月份阿里平台为例，Nike 的市占率为 17.89%；在运动服领域，阿迪达斯继续保持优势，以 12.85%的市占率排名第一。**国产品牌方面**，李宁与安踏在持续争夺运动鞋第三名位置，两者市占率接近；运动服方面，李宁较安踏略胜一筹，但安踏集团有 FILA 品牌加码，在公司市占率方面占优。

图 70：2020 年 11 月天猫运动鞋 CR10 情况



资料来源：阿里平台数据，东兴证券研究所

图 71：2020 年 11 月天猫运动服饰 CR10 情况



资料来源：阿里平台数据，东兴证券研究所

重点上市公司前三季度表现优秀，李宁、安踏恢复最好。从披露的终端零售流水情况看，除 361 度另外三家运动公司的流水在三季度均恢复了正增长。分品牌看，FILA 零售增速最高，在去年三季度高基数情况下，单三季度取得 20%-25%的增速。分公司看，李宁较为亮眼，在疫情期间的零售流水韧性最强。我们认为零售流水的持续走强显示了公司终端真实需求旺盛，公司向上的势能充足。

表格 6：主要运动品牌 2018 年以来零售流水增速

品牌	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3
安踏	10%-20%低段	10%-20%中段	10%-20%中段	10%-20%中段	*20-25%下降*	*低单位数下降*	**低单位数**
FILA	70%+	60%+	50%-55%	50%-55%	*中单位数下降*	**10-20%低段**	**20-25%**
李宁	20%-30%低段	20%-30%低段	30%-40%低段	30%-40%中段	*10%-20%高段下降*	*中单位数下降*	**中单位数**
特步	20%+	超过 20%	约 20%	超过 20%	*20-25%下降*	*低单位数下降*	**中单位数**
361 度	低单位数	低单位数	低单位数	低单位数	*25-30%下降*	*低单位数下降*	*高单位数下降*
361 童装	低单位数	高单位数	高单位数	高单位数	*25-30%下降*	*低单位数下降*	*高单位数下降*

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

运动服饰行业增速保持强劲的同时，也呈现出一些新的特点。使得行业的格局发生变化，包括：1）国产品牌在年轻人中受认可度提高，李宁、安踏借势国潮奋力追赶国际品牌。2）专业性要求提升，品牌纷纷沉淀自主技术；3）时尚性要求提升，品牌重视品牌形象提升。

- **产品的科技属性推动行业升级发展。**运动服饰尤其是运动鞋更重视设计、舒适性和性能。因此运动品牌十分重视新产品开发，尤其是新技术的运用。例如，安踏的 A-FlashFoam 技术极大的提高了中底的弹性，有助于减少跑步时脚落地时的阻力。正是运动品牌的研发投入和不断推出搭载新技术的新产品，才使得这个行业相较于其他鞋服品类能够不断前进。

- **消费者在选择运动服饰时，更加注重服饰的设计与美感。**加入时尚元素的运动服饰越来越受欢迎。年轻消费者购买力增强成为运动时尚服饰得以快速发展的主要原因。年轻消费者追求服饰的个性化与舒适性，所以他们格外青睐时尚特性与运动特性兼备的产品。

- **年轻人民族自豪感提升，带动李宁、安踏国内运动服装品牌持续强劲增长。**李宁、安踏为代表的本土品牌纷纷采取新的战略，及时扭转品牌形象和意义。2018 年，李宁在纽约时装周上展示中国李宁系列，国潮形象深入人心。安踏近年来更多的采用联名的方式推出新产品，赢得年轻人的喜爱。民族自豪感在年轻一代身上体现的更明显，助力国产品牌在行业竞争中处于有利地位。

投资建议：梳理整个运动服饰产业链，我们重点推荐拥有优秀自主品牌且专注于国内市场，增长确定性更强的李宁；申洲国际的依靠研发优势和产能的强有力掌控能力，及未来在行业整合中的份额提升；安踏体育旗下汇集多个优质品牌，公司平台能力突出；滔搏作为国际品牌在国内最大的分销商，数字化持续提升效率助力公司份额稳健提升。

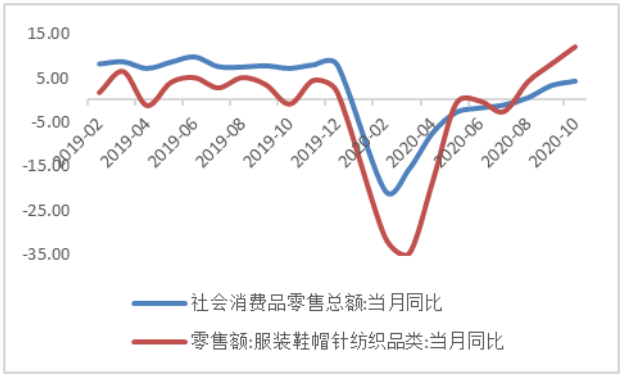
风险提示：存货跌价损失大幅增加的风险、新品牌推广销售不及预期的、终端销售回暖不及预期的风险等。

6.2 服装家纺：持续进行品牌建设，数字化升级提速

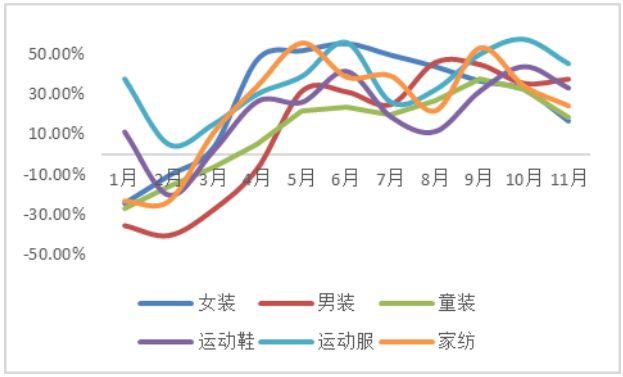
2020 年在疫情影响下，服装销售受到显著影响，低基数下明年恢复可期。分季度看，一季度受影响最大，二季度以来持续复苏，至今版块重点公司已经多数恢复至去年同期或同比转正增长。从社零数据看服装销售受影响大于其他品类，在 2-4 月份下滑幅度较大，但是三季度以来反弹速度也是好于其他品类。另一方面，线下的低迷使得品牌纷纷转移重心至线上，线上增速在二季度以来持续高增。展望年报，今年冷冬效应，冬装销售可期。明年一二季度也有低基数效应，关注线下回暖的超预期可能。

图 72：社零及限额以上服装类的销售增速

图 73：线上服装家纺各品类的增速



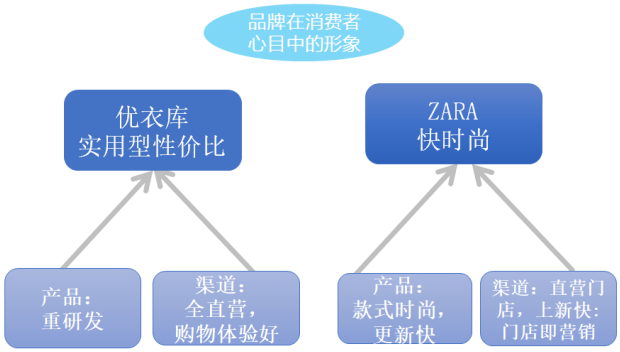
资料来源：国家统计局，东兴证券研究所



资料来源：阿里平台数据，东兴证券研究所

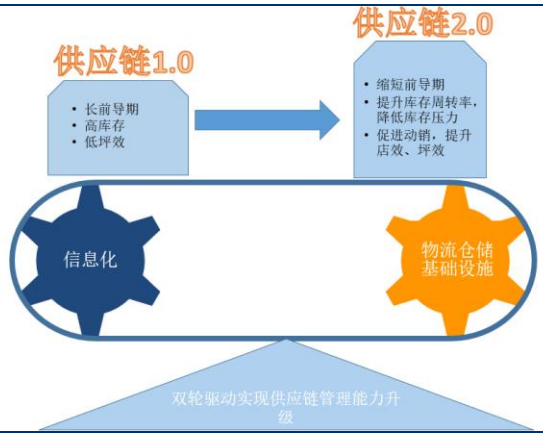
未来的服装家纺公司是品牌建设和数字化提升。通过推进品牌建设占领消费者心智是根本，数字化造就的柔性化供应链是手段。同时伴随着国内企业的成长，以及疫情的推动，服装公司的治理结构和体系架构也在不断进化和完善。

图 74：赢得消费者心智是关键，产品、营销、渠道是过程



资料来源：东兴证券研究所

图 75：柔性供应链是必然趋势



资料来源：东兴证券研究所

持续推进品牌建设，赢得消费者心智。我们认为在消费者迭代和行业竞争较为激烈的大环境下，服装家纺公司需要依靠真正符合消费者需求的**产品**、新的**营销**策略和**渠道**模式去赢得消费者的心智。以优衣库和 Zara 的成功经验为例，优衣库和 Zara 分别以实用型性价比和快速的款式更新获得了消费者认可，通过直营门店实现了品牌营销和高效运转的双重效果。今年疫情以来国内的服装家纺企业也加速品牌建设：森马服饰推进科技型产品，海澜之家切换更符合国民品牌形象的代言人，太平鸟在新总部举办时装秀引起广泛关注。

疫情加速公司数字化转型和体系架构变革。服装企业商业模式的实现都离不开信息化和基础设施作为手段，在双轮推动下才能实现供应链的升级。基于此各大企业在保证产品质量的基础上，通过借助大数据、物联网等新一代信息技术加强供应链体系建设，缩短各部门反应时间并减少各流程中资源的消耗，最大限度地提升经营效率，提高自己的竞争力。

今年在疫情形势下，服装家纺公司也寻求体系架构的变革，以更扁平的体系提升公司的运转效率。太平鸟原来品牌划分事业部，链条比较长；今年总部管控和事业部管理清晰化，之前事业部之间的设计、供应、营销进行了打通，平行推进。罗莱生活也打破了罗莱和 LOVO 之间的事业部墙壁，将电商作为一个整体，更好的

发挥两个品牌的互补定位。

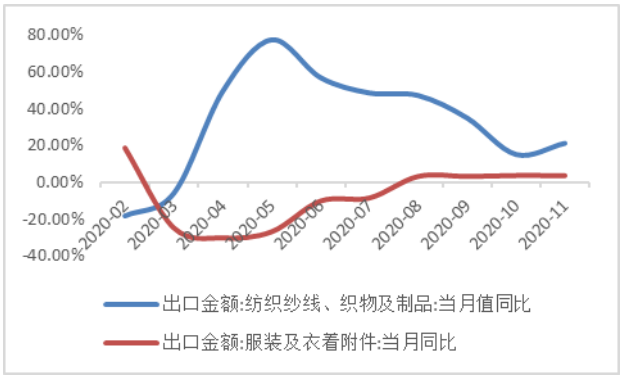
投资建议：推荐持续进行品牌建设，并且持续优化公司管理体制并提升管理效率的服装家纺公司，推荐高端家纺罗莱生活和高端女装地素时尚，建议关注大众休闲装太平鸟、森马服饰。

风险提示：存货跌价损失大幅增加的风险、疫情二次爆发影响销售恢复。

6.3 纺织制造：疫情加速优秀制造企业份额提升，关注外需回暖和 RCEP 落实进程

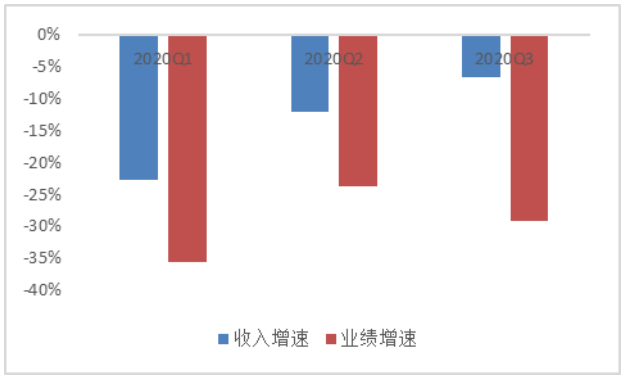
受益于明年外需改善，纺织制造收入和业绩将显著回暖。回顾今年纺织制造：1）疫情带动了防护用品的需求激增，国内和出口的纺织品都受到了带动，但是随着疫情得到有效的控制和疫苗研发的顺利进展，防疫用品的需求将出现回落，且不可回逆。2）服装方面，尤其是海外疫情严峻形势下，服装类的出口订单明显缩减。展望明年，海外需求将会有明显回暖，纺织服装的制造端的订单有望回到疫情前状况。3）分季度看 A 股纺织制造版块今年形势严峻。版块在一季度受影响最大，因为一季度是供给和需求两个方面都受到影响；二季度收入和业绩的降幅收窄；三季度订单回暖，但是受到人民币升值等因素影响了业绩端表现。

图 76：2020 年纺织品和服装出口增速



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

图 77：纺织制造版块前三季度收入、业绩增速



资料来源：Wind，东兴证券研究所

拉长时间看疫情只是短期扰动，中国优秀的纺织制造仍将依靠自己的软实力提升份额，引领产业转移的方向。疫情强化了我国纺织制造企业在全球产业链上的优势地位，未来份额提升可期。疫情加速了供应商的整合，疫情之下品牌方对供应链的反应能力要求更高，垂直一体化和有研发和成本优势的企业，将受益于行业整合。

纺织制造长期受益于 RCEP 签订，引领产业转移方向。我国作为全球最大的纺织品出口国，拥有全产业链生产优势，同时我国纺织制造企业背靠全球最大市场，经过多年发展在研发、效率、快反等方面积累了明显的优势。另一发面，东南亚国家具劳动力和其他资源低成本优势，我国纺企海外转移产能具备充足的能力和客观条件，**未来必将成为引领产业转型升级和进行区域转移的主力。**

表格 7：我国典型纺织制造上市公司产能扩张项目

公司	目前在建及拟投建项目
百隆东方	原计划投资 3 亿元建设的越南 B 区持续建设中
华孚时尚	原计划产能 50 万锭的越南新型纱线项目完成 28 万锭。 拟投资 16 亿元在淮北高新区新区建设 30 万锭智能纺纱产业园项目（2020 年 12 月 9 号）。
健盛集团	原计划投资 2 亿元的越南清化新增 9000 万双中高档棉袜生产项目完成约 39%。

	拟投资 2.5 亿元至健盛越南年产 1800 万件无缝运动服饰项目（在建）。
申洲国际	柬埔寨：越群工厂 2019 年 3 月开始建设，预计招满员工达 1.8 万人，达产后预计年产成衣 8000 万件。 越南：得利工厂未全部达产，拟建 Adidas 专用工厂。

资料来源：WIND，东兴证券研究所

投资建议：拥有优质产能的纺织制造企业，**申洲国际、健盛集团**的客户多为国外运功和户外品牌，同时具备赛道优势和公司产能及管理优势。同时建议关注行业格局较好，在全球产业链中具备竞争优势的服装辅料生产企业。

风险提示：外需受到疫情反复影响，人民币汇率大幅波动影响，原材料大幅波动影响。

6.4 重点公司盈利预测及估值

表格 8：纺织服装行业重点公司盈利预测及估值

子行业	股票简称	股票代码	评级	EPS			PE			ROE		
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
运动	李宁	2331.HK	强烈推荐	0.66	0.85	1.10	55.82	43.21	33.19	19.98	21.74	22.75
	申洲国际	2313.HK	强烈推荐	3.52	4.28	5.06	30.58	25.13	21.27	20.73	21.83	22.41
	安踏体育	2020.HK	强烈推荐	2.15	3.00	3.67	34.82	24.87	20.37	23.42	28.19	29.19
	滔搏	6110.HK	推荐	0.41	0.50	0.56	18.17	16.24	14.5	21.47	23.26	22.34
家纺	罗莱生活	002293.SZ	推荐	0.69	0.85	1.03	17.87	14.49	11.96	13.02%	14.98%	16.79%
高端女装	地素时尚	603587.SH	推荐	1.32	1.59	1.79	15.26	12.74	11.29	17.62%	19.62%	20.52%
休闲装	森马服饰	002563.SZ	推荐	0.26	0.55	0.66	36.12	17.07	14.23	6.04%	12%	13.30%
	太平鸟	603877.SH	推荐	1.11	1.35	1.53	15.62	12.87	11.40	14.95%	17.11%	18.13%
纺织制造	健盛集团	603558.SH	强烈推荐	0.50	0.74	0.91	21.83	14.60	11.90	6.13%	8.50%	9.57%

资料来源：wind，东兴证券研究所

7. 轻工制造：竞争格局改善，聚焦景气赛道

核心观点

家具出口：受国内、海外疫情控制进程分化影响，当前我国家具出口呈现高景气复苏状态。随着疫苗研发进程的推进，海外经济复苏有望持续，出口需求韧性较强；同时，美国房地产复苏势头强劲，家具出口景气度有望延续。当前出口龙头企业提前布局海外。一方面，有望帮助企业摆脱贸易关税的负面影响；另一方面，受贸易战及反倾销政策影响，大量家居出口中小企业出清，成本及产能优势有望助力企业承接更多订单，提升市场占有率。同时，出口企业积极布局跨境电商业务，跨境电商有望成为代工企业 OBM 转型重要抓手。

软体家具：地产销售呈现复苏趋势，竣工回暖主线延续，家具企业内销市场景气度将持续改善。由于当前地产政策仍旧趋严，对于家具企业 B 端业务形成一定压制。软体家具企业主要以零售端为主，当前受到冲击较弱。当前软体家具行业格局持续改善，规模优势下龙头企业强者恒强。近年来受贸易战及反倾销等政策影响，家具行业中小企业迅速出清，龙头企业不断扩充产能，迅速提升规模化优势，行业集中度有望持续提升。

造纸行业：文化纸新增产能有限，随着海外经济复苏，文化纸进口冲击难以持续，供给端维持稳定。需求端

教辅+党建需求韧性较强，纸价有望维持上升趋势。白卡纸行业竞争格局不断优化，需求韧性较强支撑提价。短期来看，消费升级的背景下，白卡对灰卡的替代趋势不变；长期来看，限塑令将成为白卡纸需求的强力支撑。生活用纸方面，浆价短期波动对龙头企业影响有限。当前，生活用纸线上渠道冲击线下传统渠道。商用渠道有望成为生活用纸行业重点竞争领域，居家外（AFH）使用场景将成为生活用纸消费量的重要补充。

推荐标的：维达国际、顾家家居、梦百合、太阳纸业、公牛集团、思摩尔国际

7.1 家具出口：景气度有望延续，出口企业战略布局跨境电商业务

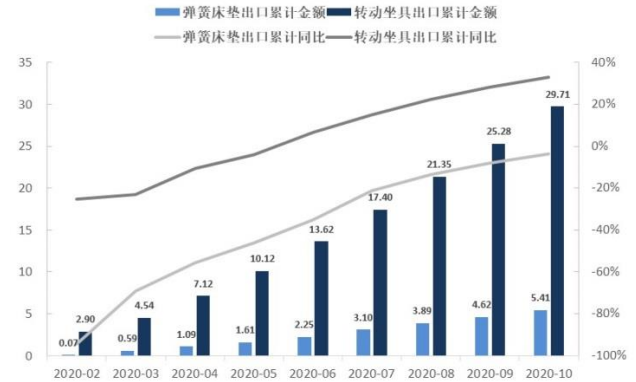
受国内、海外疫情控制进程分化影响，下半年我国家具出口呈现高景气复苏状态。根据海关总署数据，截至今年 10 月，我国家具及其零件出口金额高达 442.84 亿美元，累计同比为 7.9%。受益于国内产业链率先恢复，叠加海外市场需求复苏，自今年 5 月起，家具出口金额累计同比加速回升，并于 8 月转正。一方面，受海外疫情影响，居家办公产品出口迎来爆发，10 月转动坐具（办公椅）累计出口金额高达 29.71 亿美元，同比增长 33%；另一方面，受床垫反倾销二轮影响，床垫出口出现抢单现象，10 月弹簧床垫累计出口金额为 5.41 亿美元，累计同比持续回升接近扭正。

图 78：19-20 年家具及零件出口金额情况



资料来源：WIND，海关总署，东兴证券研究所

图 79：2020 年弹簧床垫和转动坐具出口情况

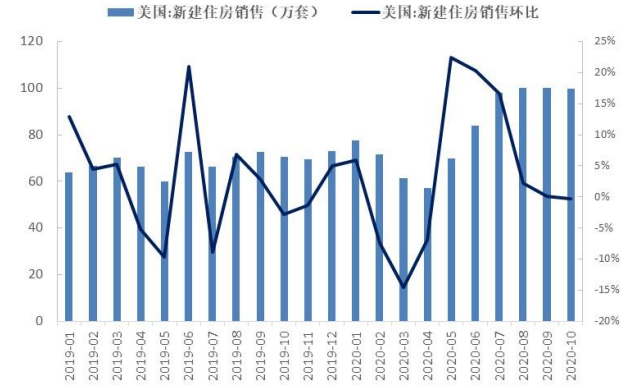


资料来源：WIND，海关总署，东兴证券研究所

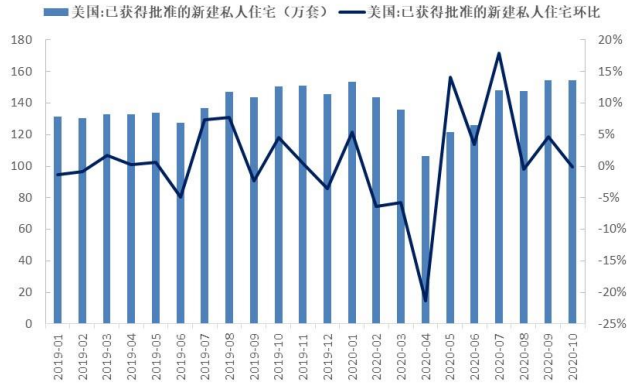
我们认为，当前家具出口景气度有望持续。一方面，随着疫苗研发进程的推进，海外经济复苏有望持续，出口需求韧性较强。另一方面，美国房地产复苏势头强劲，后周期板块有望受益。当前美国仍为我国家具产品主要出口国，美国房地产市场的景气将持续传导至我国家具出口企业。根据美国商务部数据，美国新建房屋销售套数从 5 月起呈现加速回升趋势，并于 7 月起连续四个月稳定在 100 万套左右水平区间。从美国已获得批准的新建私人住宅数量情况来看，4 月阶段性低点后获批宅数快速反弹，并于 7 月起连续四个月稳定在 150 万套左右，创近十年新高。由于新屋建设从批准到开工仍有一定时滞，近年来获批套数稳定在高位并持续突破，美国房地产的景气度也有望延续。

图 80：19-20 年美国先建住房销售情况

图 81：19-20 年美国已获得批准新建私人住宅情况



资料来源：WIND，美国商务部，东兴证券研究所



资料来源：WIND，美国商务部，东兴证券研究所

提前海外产能布局企业占据竞争优势。受贸易战及反倾销政策影响，当前优质出口龙头企业提前布局海外，梦百合、顾家家居、敏华控股、恒林股份、海象新材等涉及家具出口业务的企业均有海外产能布局。海外产能有望帮助出口企业摆脱贸易关税的负面影响，抵御贸易战带来的不确定性；同时，近年来受贸易战及反倾销政策影响，大量家居出口中小企业出清，成本及产能优势有望助力企业承接更多订单，填充市场缺口，提升市场占有率。

表格 9：家具出口企业海外产能布局情况

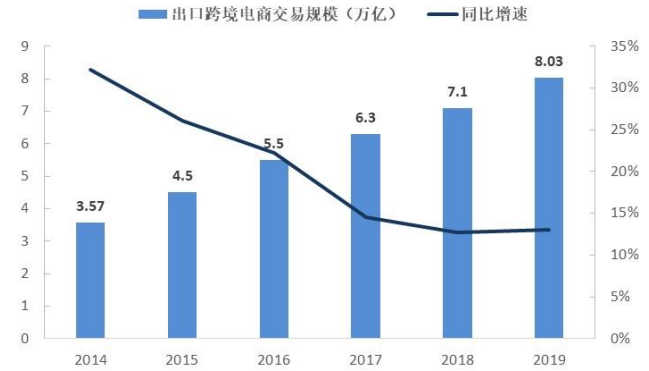
公司	出口产品	海外产能布局
梦百合	记忆棉床垫、枕头，电子床	五大海外工厂：**泰国、塞尔维亚、美东、美西、西班牙**，设计产能均为 8-10 亿
顾家家居	床垫、沙发	**越南 45 万标准套软体家具项目：**一期项目预计 20Q4 竣工投产，二期项目 20Q3 开工，整体预计 2024 年底前完毕 **马来西亚玺堡工厂：**受美国反倾销影响，或将做出调整 **墨西哥：**达成合作谈判，当前投产美国市场定制类快消品
敏华控股	功能沙发	**越南工厂：**针对美国市场，产能 80 万套
恒林股份	办公椅、按摩椅	**越南工厂：**24 万方场地，当前达产产能 5 亿，建设产能 15-20 亿（2021 年承接宜家 5 亿沙发项目）
海象新材	PVC 地板	**越南工厂：**年底一期投产，产能 300 柜/月；二期租赁产能 200 柜/月，6-7 月租赁产能投产，自建产能年底投产

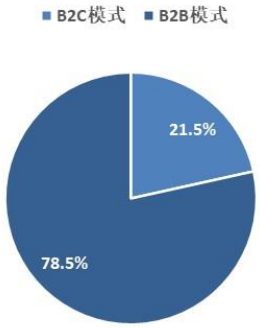
资料来源：公司招股说明书，网络整理，东兴证券研究所

跨境电商将成为出口代工企业自主品牌转型重要抓手。海外疫情的持续一定程度上影响了海外市场的消费模式。亚马逊财报显示，今年第三季度北美地区净销售额为 594 亿美元，同比增长 39%，英国、德国、法国、日本等市场净销售额为 252 亿美元，同比增长 37%，欧美地区市场线上化趋势明显。在海外市场线上消费持续增长的背景下，跨境电商或将成为 OEM/ODM 出口企业转型 OBM 的重要抓手。根据电子商务研究中心数据，我国出口跨境电商交易规模由 2014 年的 3.57 万亿元上升至 2019 年的 8.03 万亿，符合增速高达 17.6%。其中，B2C 交易模式占比由 2014 年的 15.1%持续提升至 2019 年的 21.5%。当前，以恒林股份、梦百合、吉宏股份为代表的出口企业积极布局跨境电商业务，拓展自主品牌销售渠道，助力公司 OBM 转型 ，出口代工企业盈利能力有望改善。

图 82：14-19 年我国跨境电商交易规模及增速情况

图 83：2019 年我国跨境电商交易模式占比情况





资料来源：电子商务研究中心，东兴证券研究所

资料来源：电子商务研究中心，东兴证券研究所

7.2 软体家具：竣工回暖主线延续，软体龙头市占率持续提升

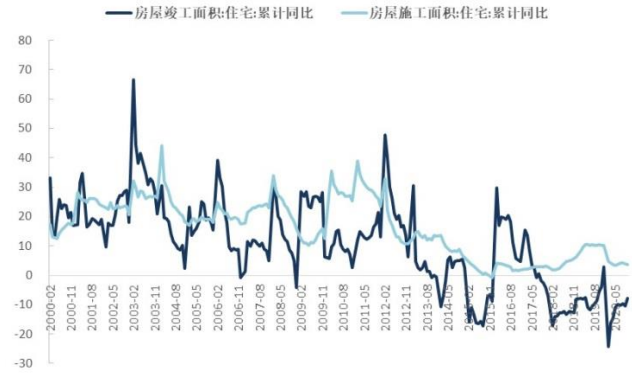
地产销售呈现复苏趋势，竣工回暖主线延续。根据国家统计局数据，10 月我国商品房累计销售面积为 13.33 亿平方米，累计同比转正，房地产销售呈现复苏趋势。从房地产开发投资数据来看，竣工数据同样回暖。受疫情影响，建安投资有所延后，我们预测竣工高峰有望出现在明年四季度，整体维持回暖趋势不变。

图 84：商品房销售面积增速情况



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图 85：房屋竣工面积增速和房屋施工面积增速情况



资料来源：WIND，东兴证券研究所

家具企业内销市场景气度提升。随着疫情的稳定，家具卖场等公共场所恢复营业，家具类产品消费持续修复。10 月限额以上企业家具类零售额累计同比为-8.7%，自 3 月以来跌幅持续收窄；10 月家居制造业企业累计营业收入实现 5336 亿元，累计同比-7.4%，同样呈现恢复趋势。随着地产销售数据和竣工数据的持续修复，家具类产品消费需求有望持续提升。

图 86：近年来家具类产品零售额及增速情况

图 87：近年来家具制造业企业收入及增速情况



资料来源：WIND，东兴证券研究所



资料来源：WIND，东兴证券研究所

软体家具行业格局持续改善，规模优势龙头企业强者恒强。由于当前地产政策仍旧趋严，对于家具企业 B 端业务形成一定压制。软体家具企业主要以零售端为主，当前受到冲击较弱。且软体家具标准化程度较高，近年来受贸易战及反倾销等政策影响，家具行业中小企业迅速出清；同时，龙头公司不断扩充产能，有望实现规模化优势，提升行业集中度。

- **沙发：**我国沙发行业市场规模维持平稳扩张趋势，由 2009 年的 239.48 亿元增长至 2018 年的 545.74 亿元，CAGR 高达 9.58%，预计 2020 年突破 600 亿元。对比欧美国家，集中度仍有较大提升空间。在渠道下沉的过程中，龙头企业优势明显，且红星美凯龙、居然之家等卖场门槛要求较高，对中小企业形成天然壁垒。随着中美贸易摩擦的不断升级，叠加全球性疫情影响，大量中小企业出清，家居企业单位数上涨趋势明显放缓并出现回撤，亏损企业数显著上升，订单将向占据产能&规模化优势的龙头企业集中。随着人均收入的提升，消费者对于沙发的性能不仅仅聚焦于坐、卧等使用功能，沙发的装饰性、舒适性越来越受消费者的关注，功能沙发渗透率迅速提升。龙头企业在产品设计、研发等方面优势明显。
- **床垫：**当前国内床垫市场并不成熟，渗透率仍有较大提升空间。根据 ISPA 数据，床垫消费规模从 2002 年的 6.8 亿美元增长至 2017 年的 93.1 亿美元，CAGR 高达 18%，超过美国 87.7 亿美元的市场规模；但从人口基数对比来看，国内的床垫市场规模仍处于较低水平。且对于床垫产品，国内仍然处于市场教育阶段，在城镇化和消费升级的大趋势下，床垫渗透率以及床垫产品消费均价有望大幅提升，行业规模也将迅速扩张。短期来看，渠道下沉仍为床垫企业提升市场份额的重要抓手；中长期来看，产品研发将是床垫企业的核心竞争力。

图 88：我国沙发行业市场规模及增速情况



图 89：我国床垫市场规模情况



资料来源：智研咨询，东兴证券研究所

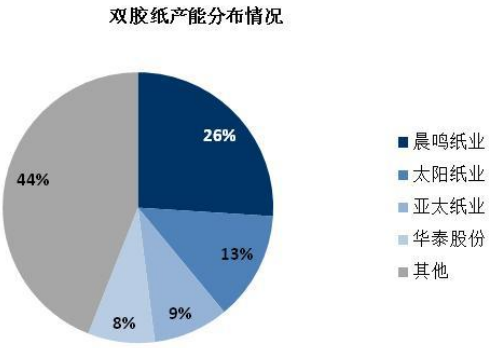
资料来源：ISPA，前瞻产业研究院，东兴证券研究所

7.3 造纸行业：竞争格局持续改善，纸企龙头强者恒强

文化纸新增产能有限，供给端维持稳定。受疫情影响，中小产能出清，市场集中度持续提升。尽管下半年进口纸对于文化纸价格有所冲击，但随着海外经济的复苏，进口文化纸有望回流，进口冲击将难以持续。当前新增产能有限，仅有太阳纸业本部 45 万吨特色文化纸项目于年底投产，且未来两年同样新增产能有限，博汇纸业和岳阳林纸将分别于 21 年、22 年投产 45 万吨文化纸项目。整体来看，供给端将维持稳定。

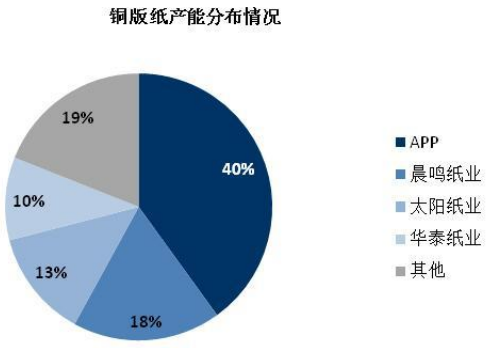
需求端来看，教辅+党建需求韧性较强，纸价有望维持上升趋势。当前国内校园、办公活动已经恢复常态，需求平稳恢复。当前教辅类书籍需求较强，根据教育部最新数据，2021 届高校毕业生总规模预计 909 万人，同比增加 35 万；2019 年普通高校招生人数 915 万人，同比增加 124 万。同时，2021 年为建党 100 周年，党建书籍需求也将形成文化纸需求的强力支撑。从竞争格局方面来看，文化纸行业集中度较高，铜版纸/双胶纸 CR4 高达 81%/56%，当前铜版纸/双胶纸价格接近恢复疫情前水平，随着竞争格局的进一步改善以及需求端的不断恢复，文化纸价格有望在明年维持上升趋势。

图 90：双胶纸厂商产能分布情况



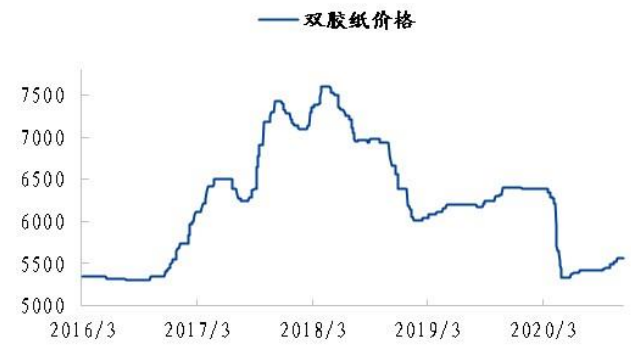
资料来源：中国造纸年鉴，东兴证券研究所

图 91：铜版纸厂商产能分布情况



资料来源：中国造纸年鉴，东兴证券研究所

图 92：双胶纸价格走势情况



资料来源：卓创资讯，东兴证券研究所

图 93：铜版纸价格走势情况

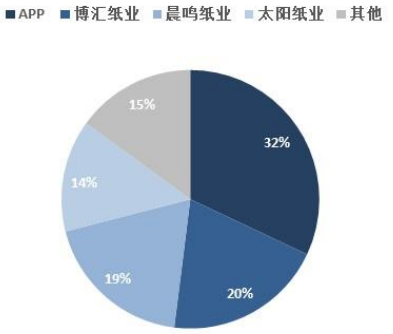


资料来源：卓创资讯，东兴证券研究所

白卡纸行业竞争格局不断优化，需求韧性较强支撑提价。随着 APP 并购博汇进程推进，行业 CR4（合并后）超过 90%。近两年随着环保政策的持续高压，中小产能不断退出，白板纸行业集中度或将再次提升，龙头话

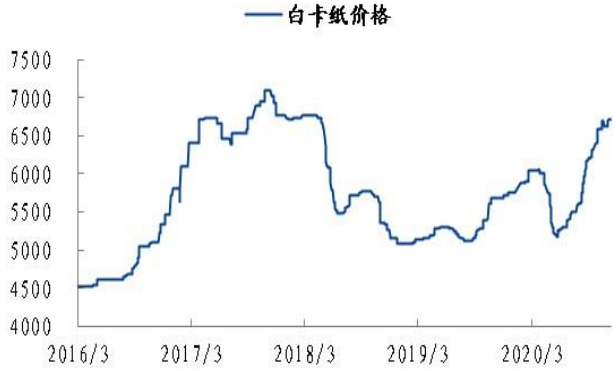
语权有望持续加强。需求端，短期来看，消费升级的背景下，白卡对灰卡的替代趋势不变；长期来看，限塑令将成为白卡纸需求的强力支撑。

图 94：19 年白卡纸厂商产能分布情况



资料来源：智研咨询，东兴证券研究所

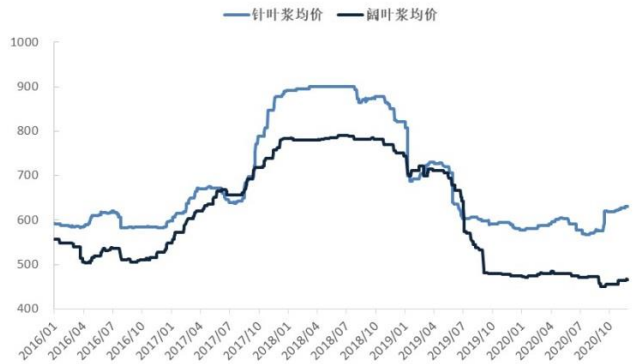
图 95：白卡纸价格走势情况



资料来源：卓创资讯，东兴证券研究所

浆价短期波动对生活用纸龙头企业影响有限。当前木浆价格仍处于历史低位，行业价格战竞争较为激烈。随着疫苗研发的进展，下游需求有望复苏，木浆价格或将进入上行通道，届时行业价格战局面也将有所缓和。当前港口木浆库存仍处于高位，浆价较难出现剧烈上行。同时，生活用纸龙头企业均于浆价低位进行木浆库存储备，根据公司披露，中顺洁柔、维达国际木浆库存分别为 18 个月、6 个月左右，浆价如果上行，对公司短期成本影响有限。

图 96：近年来针叶浆、阔叶浆价格变化情况



资料来源：卓创资讯，东兴证券研究所

图 97：近年来我国港口木浆库存情况



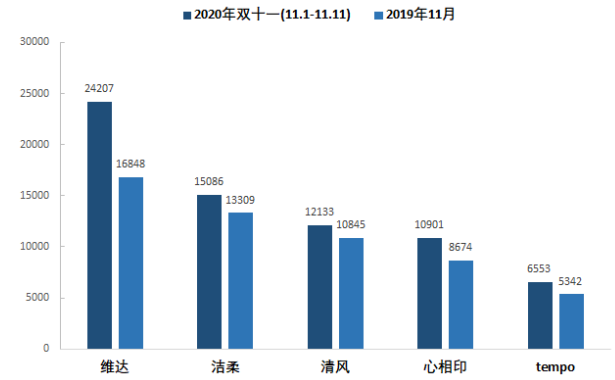
资料来源：卓创资讯，东兴证券研究所

线上渠道冲击线下传统渠道。目前，生活用纸各大龙头企业生产及销售已经实现全国布局，传统渠道饱和程度较高，线上渠道为当前企业的主要争夺领域。根据 Euromonitor 数据，2018 年中国生活用纸线上渠道占比 19.3%，大卖场占比 14.6%，标准便利店占比为 42.6%，其他渠道占比 23.5%。生活用纸企业第一梯队中，维达国际和中顺洁柔线上销售占比迅速提升，20Q3 分别为 33%和 33%，其中维达国际上半年中国区销售线上渠道贡献高达 43%。从今年双十一数据来看，维达、洁柔领先优势明显，其中，维达连续 8 年领跑双十一生活用纸线上销售。

商用渠道有望成为生活用纸行业重点竞争领域。当前我国人均生活用纸消费量较欧美、日韩地区差距加大，

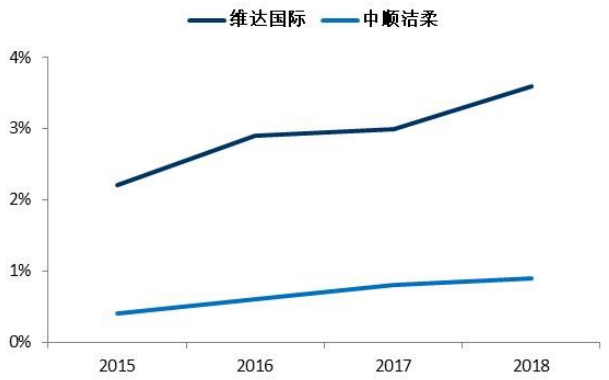
存在翻倍空间。我们认为，居家外（AFH）使用场景将成为生活用纸消费量的重要补充领域。欧美地区，商销渠道占比约为 35%-40%，我国商销渠道占比仅为 10%左右。今年受疫情影响，酒店、餐饮、写字楼等公共场所景气度不高，商销渠道受冲击较大；随着经济生产活动的恢复，商销渠道在明年有望迅速恢复。维达国际商用渠道布局较为领先，旗下拥有海外知名商用品牌多康，20Q3 商用渠道占比为 12%，近五年复合增速高达 20%。当前国内市场商用渠道集中度较低，2018 年维达国际在商用渠道中占比 3.6%，排名行业第一，对比第二名中顺洁柔占比仅为 0.9%。

图 98：20 年双十一生活用纸各品牌销售情况



资料来源：淘数据，东兴证券研究所

图 99：维达国际和中顺洁柔商用渠道市占率情况



资料来源：中国造纸协会，观研天下网，东兴证券研究所

7.4 重点公司盈利预测及估值

表格 10：轻工制造行业重点公司盈利预测及估值

子行业	股票简称	股票代码	评级	EPS			PE			ROE		
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
生活用纸	维达国际	3331.HK	推荐	1.62	1.75	2.08	13.58	12.55	10.57	18. 63%	18.07%	17.84%
家具	顾家家居	603816.SH	推荐	2.17	2.62	3.06	34.83	28.84	24.70	18.32%	17.85%	17.09%
家具	梦百合	603313.SH	推荐	1.48	2.27	2.59	22.28	14.47	12.68	19.69%	25.79%	25.14%
文化纸	太阳纸业	002078.SZ	推荐	0.85	0.96	1.18	17.88	15.79	12.87	15.02%	14.52%	15.10%
民用电工	公牛集团	603195.SH	推荐	3.92	5.09	5.92	46.86	36.10	31.06	30.00%	28.42%	25.14%
电子烟	思摩尔国际	6969.HK	推荐	0.52	0.74	1.01	80.79	56.52	41.48	74.61%	62.69%	52.58%

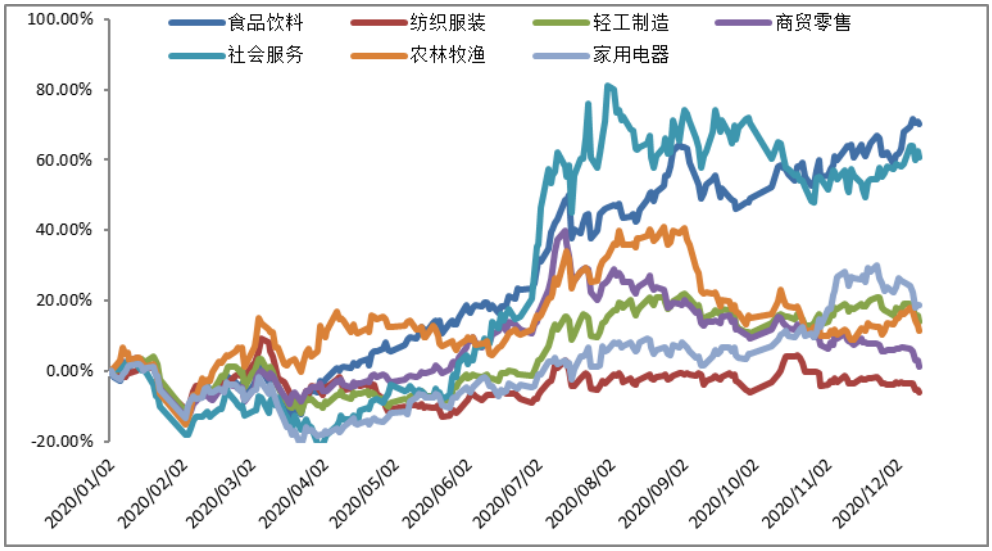
资料来源：WIND，东兴证券研究所

8. 2020 年初至今行业回顾：市场宽幅震荡，大消费表现优

8.1 市场整体表现：大市震荡上行，大消费大幅跑赢大市

截止到 11 月末，上周上证综指收 3451.94 点，较年初的涨幅为 13.17%；深证成指收于 1390.37 点，较年初涨幅为 33.55%；创业板收于 2698.44 点，较年初涨幅为 50.07%。**大消费行业加权**涨幅为 36.67%，跑赢上证综指 24.50pct，跑赢深证成指 4.12pct，明显跑赢大市。

图 100：大消费行业指数变动情况

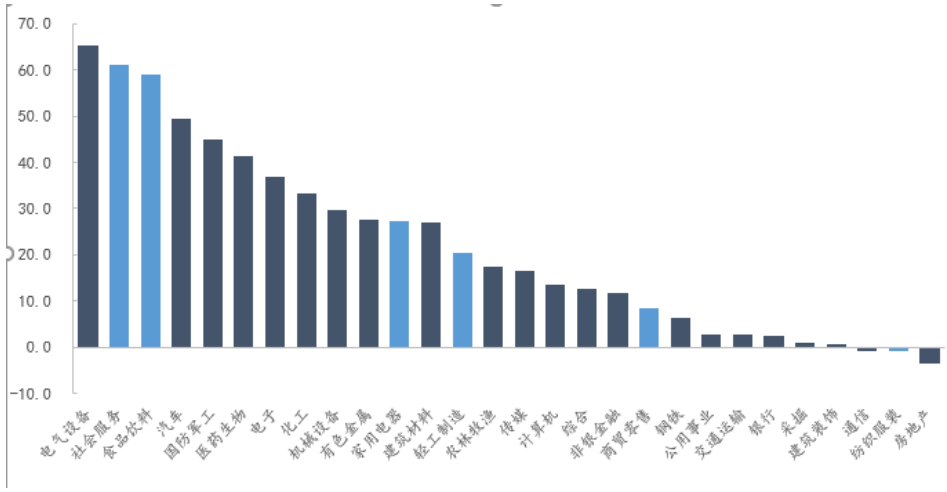


资料来源：Wind、东兴证券研究所

8.2 大消费各板块表现：商社和食品饮料韧性强

大消费行业板块方面，截止到 11 月 30 日，本周社会服务上涨 61.18%、食品饮料上涨 59.10%、家用电器上涨 27.32、轻工制造上涨 20.28%、农林牧渔上涨 17.51%、商贸零售上涨 8.51%、纺织服装下跌 0.87%，在申万一级行业中分别排名第 2，第 3，第 11，第 13，第 24，第 19 和第 27。

图 101：大消费各行业涨跌幅情况%



资料来源：Wind、东兴证券研究所

9. 风险提示：

疫情控制时间较长，消费能力持续不振，各行业相关风险等。

分析师简介

分析师：张凯琳

香港中文大学经济学理学硕士，2016 年 1 月加盟东兴证券研究所，从事社会服务行业研究，重点专注于餐饮旅游领域研究。

分析师：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。

分析师：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。

分析师：王习

香港理工大学硕士，六年证券从业经验，曾任职于中航证券、长城证券，2017 年加入东兴证券，目前覆盖军工和零售行业。

分析师：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。

分析师：王长龙

美国南加州大学经济学硕士，本科毕业于西安交通大学，2018 年加入东兴证券研究所，从事策略&轻工制造研究。

分析师：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。

分析师：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

研究助理：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。

研究助理：常子杰

中央财经大学金融学硕士，2019 年加入东兴证券研究所，从事轻工制造行业研究。

研究助理：张东雪

南开大学金融学硕士。2019 年加入东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

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。