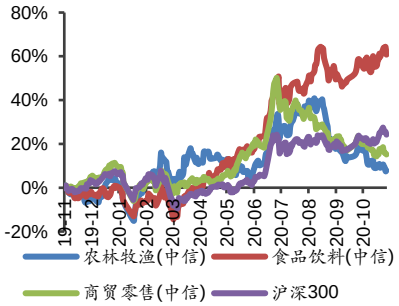
信心指数走强，消费平稳向好

行业评级：增　持

报告日期：　　2020-11-16

行业指数与沪深 300 走势比较



分析师：文献
执业证书号：S0010520060002
电话：13923413412
邮箱：wenxian@hazq.com

联系人：姚启璠
执业证书号：S0010120040033
电话：13795262443
邮箱：yaoqf@hazq.com

相关报告

1.《华安证券_行业研究_行业专题_大消费行业月报：社零同比转增，消费平稳向好》2020-10-20

2.《华安证券_行业研究_行业专题_大消费行业月报：社零同比转增，信心指标传递积极信号》2020-09-17

2.《华安证券_行业研究_行业专题_大消费行业月报：社零同比不及预期，不改消费复苏大势》2020-08-17

主要观点：

摘要：当前国内疫情基本得到控制，10 月社零延续提速符合预期。可选消费边际稳步恢复，衣食住行呈可持续走强；必选消费趋于平稳；升级消费延续分化。10 月各类信心指数显著走强，展望后市，国内可选消费有望持续走强，但需注意当前我国经济增长水平尚未恢复常态化水平、国内疫情存在反复及外部输入风险。

消费总览：社零环比持续改善，消费信心显著回升。1~10 月社零累计增速同比下滑 5.9%，10 月增长 4.3%，同比延续正增长且提速。线上消费保持强势，餐饮及线下消费稳步恢复。消费信心相关指标显著回升，反应风险偏好走强。

消费子行业分析：

1. **可选消费：边际延续恢复，衣食住行向好。**随疫情基本得到控制，衣食住行各类可选消费延续边际恢复，其中线上渠道、烟酒饮料、地产配套、汽车需求均呈现强恢复。

衣—线上渠道景气度高，线下门店逐步改善。10 月化妆品同比增长 19.4%，延续高景气，线下黄金珠宝、服装环比逐步改善；手机需求仍弱，下滑幅度扩大，5G 替换周期对手机的拉动作不明显。

食—烟酒饮料延续恢复，主流白酒延续高景气。随烟酒饮料各类消费场景恢复，带动消费端持续边际复苏。本月飞天茅台批价震荡上行，普五批价高位企稳，自上而下带动白酒维持高景气度。

住—地产销售持续走强，配套消费延续回暖。房地产相关环比持续走强，10 月地产销售面积同比增长 15.3%，房地产相关配套消费家具、家电等品类边际亦持续恢复。

行—低基数下持续增长，汽车整体延续恢复。10 月乘用车销量同比增长 8%，预计后续低基数下同比将保持强势，乘用车内部分化持续，消费升级带动 B 级、C 级降幅相对较小，A00 级车在新能源带动下翻倍增长。

2. **必选消费：供需延续改善，刚需快速增长。**随着各类加工企业复工，食品饮料相关必选消费产能逐渐恢复，其中乳制品粮油恢复较快；药品边际平稳，日用品延续正增长；

3. **升级消费：院线开放在即，线上持续强势。**院线上座率进一步放开至75%，十一旺季票房有望快速恢复；海外博彩业延续停摆，国内彩票业边际恢复；线上视频受学生人群返校影响短期放缓，不改新业态大趋势。

二级市场回顾：食品饮料持续领跑，快速复苏消费强势。疫情至今（2020.01.20~2020.11.15），二级市场食品饮料、农林牧渔、商贸零售行业分别同比+60.4%、+6.7%、+5.2%，在中信 30 子行业中分别排名第 1、17、18 位，同期沪深 300 指数同比+16.9%。拆分各子领域看，分化较为明显。生活必须品及疫后消费场景快速恢复的子板块表现较好，调味品、白酒、啤酒分别同比+72.4%、+69.2%、+60.2%。消费场景恢复较慢的可选消费品板块表现较弱，贸易、种植业分别同比-5.9%、-5.8%。

投资建议

10 月消费整体延续向好，信心指标显著走强，后续大消费景气度大概率延续向上，因此建议采用积极策略：1）关注日常必需品、商超等细分行业龙头：双汇食品、安琪酵母、安井食品、三只松鼠、海天味业、永辉超市等；2）关注可选消费边际恢复中存在弹性的白酒、乳制品龙头：贵州茅台、五粮液、古井贡酒、今世缘、山西汾酒、洋河股份、金种子酒、伊利股份等。

风险提示

1）宏观经济疲软的风险：经济增速下滑，消费升级不达预期，导致消费端增速放缓；2）国内疫情防控长期化的风险：国内疫情过程中反复，或外部输入风险长期化，消费行为或再受抑制；3）重大食品安全事件的风险：消费者对食品安全问题尤为敏感，若发生重大食品安全事故，短期内消费者对某个品牌、品类乃至整个子行业信心降至冰点且信心重塑需要很长一段时间，从而造成业绩不达预期；4）重大农业疫情风险：畜禽疫病的发生容易导致畜禽生产成本的上升，从而影响生产成本和市场供应。疫病的蔓延容易引起消费者心理恐慌，造成整个市场需求的迅速萎缩，致使畜禽养殖企业面临较大的销量与销售价格压力。

正文目录

一 消费总览：社零延续正增长，商贸餐饮持续恢复 5

1.1 社零延续提速，CPI 亦延续回落 5
1.2 商贸餐饮稳步恢复，线上表现持续强势 6
1.3 消费支出同比转增，疫后仍看消费升级 8

二 外部环境：三季度经济延续复苏，风险偏好显著回升 8

2.1 Q3 GDP 快速复苏，收入预期显著向上 8
2.2 各类消费信心走强，风险偏好显著回升 10

三 消费子行业分析 11

3.1 可选消费：边际延续恢复，衣食住行走强 11
3.1.1 衣—线上渠道景气度高，线下门店延续改善 11
3.1.2 食—烟酒饮料延续恢复，主流白酒高景气高 13
3.1.3 住—地产销售持续走强，配套消费延续回暖 14
3.1.4 行—低基数下持续增长，汽车消费升级延续 15
3.2 必选消费：供需延续改善，刚需趋于平稳 16
3.3 升级消费：院线持续复苏，线上阶段性回落 18

四 二级市场回顾 19

投资建议 21

风险提示 21

图表目录

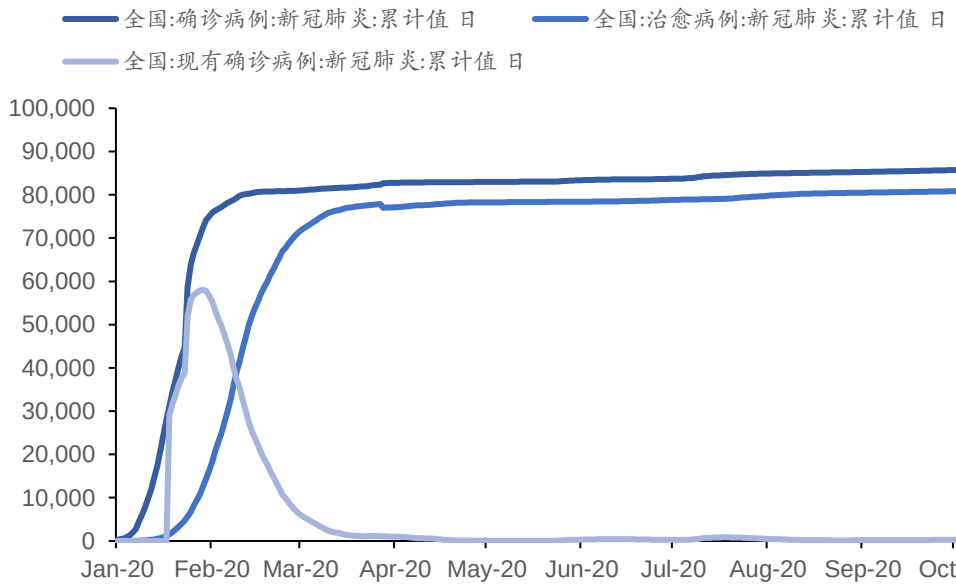
图表 1 国内疫情基本得到控制（截止目前）（单位：人） 5
图表 2 社零延续提速（%） 6
图表 3 城镇&乡村社零累计同比增速同步恢复（%） 6
图表 4 CPI 累计增速延续回落(%) 6
图表 5 商品零售&网上零售额延续恢复（%） 7
图表 6 限额以上餐饮、社零餐饮累计同比增速延续改善（%） 7
图表 7 三季度人均消费支出边际改善 8
图表 8 疫后仍看消费结构升级（%） 8
图表 9 国外确诊病例持续震荡上行，国内基本得到控制 9
图表 10 三季度 GDP 延续恢复 9
图表 11 人均可支配收入(元)&实际同比增速(右轴，%) 9
图表 12 就业形势有所好转（%） 10
图表 13 就业&收入预期走强 10
图表 14 消费者信心指数显著回升 10
图表 15 存款增速提高贷款增速放缓（%） 11
图表 16 化妆品、服装、金银珠宝零售额，累计同比增速（%），化妆品消费韧性较强 12
图表 17 智能手机出货量（万台）&增速（右轴，%），5G 替换周期仍不明朗 12
图表 18 限额以上粮油、食品、饮料、烟酒累计同比增速（%），消费场景恢复助快速恢复 13
图表 19 食品饮料各品类累计产量&同比增速（%），产量均快速恢复 13
图表 20 飞天茅台批价震荡上行（元） 14
图表 21 普五国窖旺季后企稳（元） 14
图表 22 商品房销售面积、金额累计同比快速回暖（%） 14
图表 23 房屋新开工面积累计同比快速回暖（%） 14
图表 24 家具、家电、建筑装横材料，累计零售额同比增速（%），均延续恢复 15
图表 25 乘用车销量（万辆）&增速（右轴，%），10 月延续增长 15
图表 26 分级别乘用车销量同比增速（%），A00 翻倍增长，消费升级带动的 B 级、C 级降幅相对较小 16
图表 27 必选各品类累计产量&同比增速（%） 16
图表 28 限额以上药品零售额累计值（亿元）、刚需效应或边际减弱（%） 17
图表 29 限额以上日用品零售额，同比增速放缓（亿元，%） 17
图表 30 电影票房收入、观影人次累计同比增速承压（%） 18
图表 31 爱奇艺、腾讯视频 APP 月度活跃用户数同比增速因学生群体返校回落（%） 18
图表 32 澳门博彩收入、国内彩票销售额，累计同比增速（%） 19
图表 33 疫情至今中信 30 个子行业涨跌幅 20
图表 34 疫情至今食品饮料、农林牧渔、商贸零售分子行业涨跌幅 20

一 消费总览：社零延续正增长，商贸餐饮持续恢复

1.1 社零延续提速，CPI 亦延续回落

当前国内疫情防控基本得到全面控制，随着全国各省有序的复产复工，国内防控进入持久战阶段，近几月国内疫情多地等地略有反复，但迅速得到控制，叠加疫苗通过临床试验，消费大环境持续边际改善。

图表 1 国内疫情基本得到控制（截止目前）（单位：人）



资料来源：wind，华安证券研究所

10 月社零延续提速。1~10 月社零累计同比下滑 5.9%，10 月社零同比上升 4.3%，同比增速延续提速，符合预期。城镇、乡村社零降幅趋势大致相同，乡村略好于城镇，10 月城镇、乡村社零累计增速分别同增 4.2、5.1%，较前 9 月环比延续改善，且恢复趋势相对较为一致。

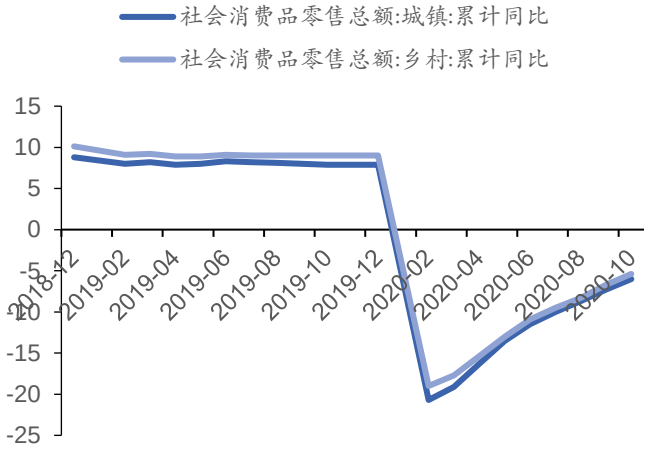
前 10 月 CPI 累计增速延续回落。1~10 月 CPI 累计同比上涨 3.0%，环比前 9 月下降 0.3pct，连续第 3 月回落。其中，食品 CPI 同比上涨 13%，环比前 9 月显著下降 1.3pct；非食品 CPI 同比上涨 0.4%，环比回落 0.1pct。

图表 2 社零延续提速（%）



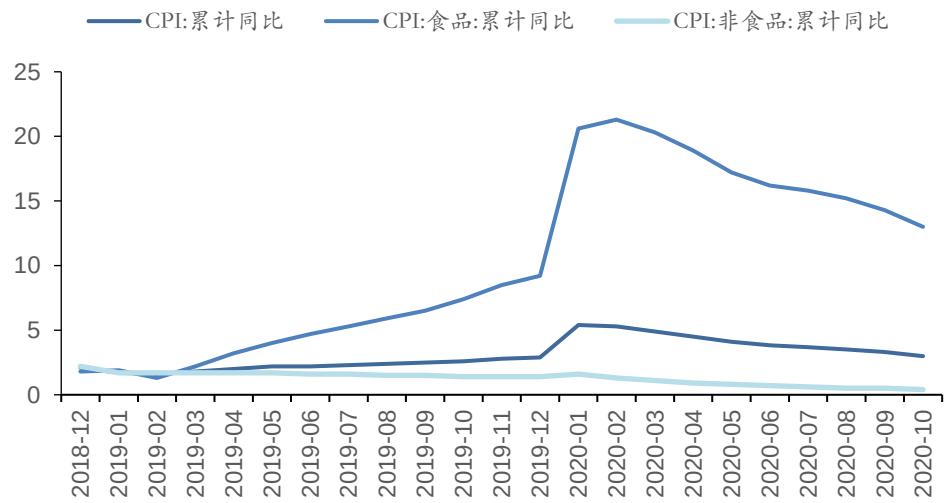
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 3 城镇&乡村社零累计同比增速同步恢复（%）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 4 CPI 累计增速延续回落(%)

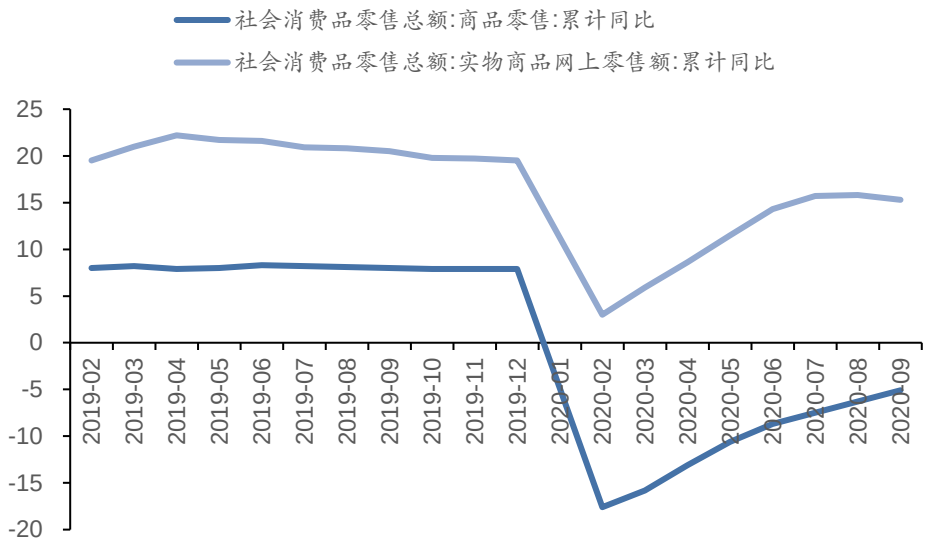


资料来源：wind，华安证券研究所

1.2 商贸餐饮稳步恢复，线上表现持续强势

社零商品零售环比延续改善，线上持续保持强势。1~10 月，社零商品累计同比下滑 4%，环比延续改善。分业态看，线上消费延续强势，1~10 月网上零售累计同比增长 16%，环比提速，明显强于线下消费。

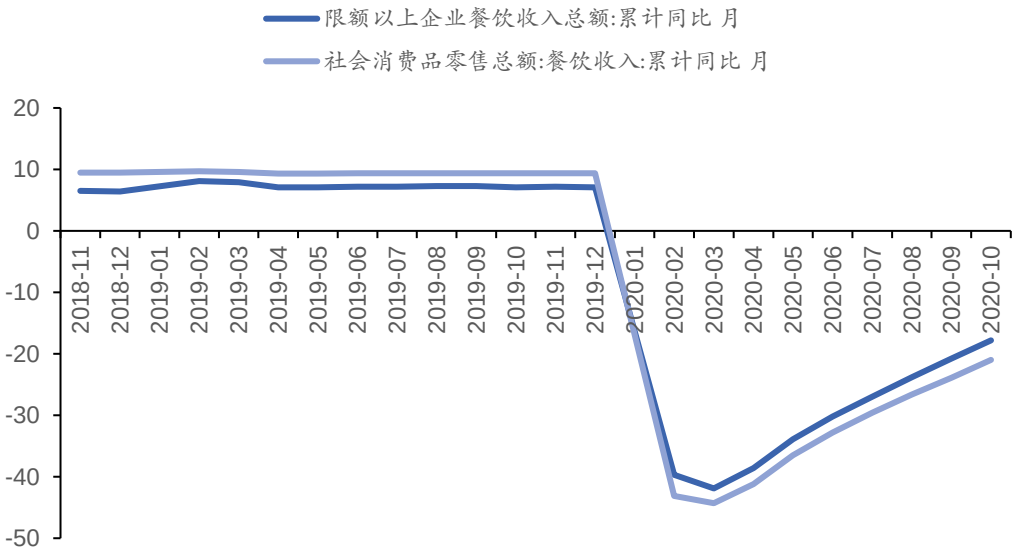
图表 5 商品零售&网上零售额延续恢复（%）



资料来源：wind，华安证券研究所

餐饮持续边际改善，高端餐饮恢复更快。1~10 月社零餐饮收入同比下滑 21%，较前 9 月累计同比下滑 23.9%持续改善，其中 10 月同比持平；1~10 月限额以上企业餐饮收入同比下降 17.8%，好于餐饮整体跌幅，反应高端消费波动更小、恢复更快，预计后续餐饮将延续恢复趋势。

图表 6 限额以上餐饮、社零餐饮累计同比增速延续改善（%）

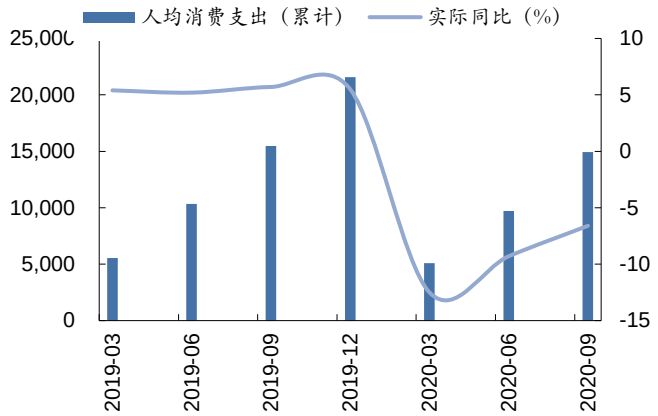


资料来源：wind，华安证券研究所

1.3 消费支出同比转增，疫后仍看消费升级

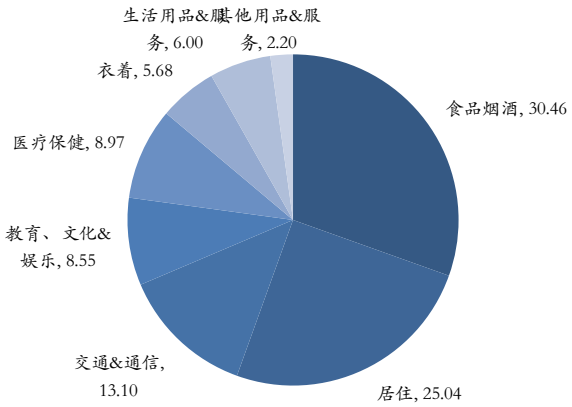
三季度人均消费支出同比转增。2020 年前三季度，基于国内疫情基本得到控制、及消费端逐步放开，人均消费支出累计同比下降 6.6%，三季度同比增长 1.4%，同比转增。消费结构方面，三季度食品烟酒支出占比 30.5%，较同期上升 2.6pct；居住支出占比 25.0%，较 2019 年同期上升 1.7pct；交通通讯支出占比 13.1%，较同期下降 0.3pct；教文娱支出占比 8.6%，较同期下降 2.9pct；医疗支出占比 9.0%，较同期下降 0.2pct；衣着支出占比 5.7%，较同期下降 0.6pct；生活用品服务占比 6.0%，较 2019 年同期微增 0.02pct。疫情短期推动基础类消费，疫后基础类消费占比已呈现环比下降趋势，持续看好疫后延续消费升级趋势。

图表 7 三季度人均消费支出边际改善



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 8 疫后仍看消费结构升级（%）



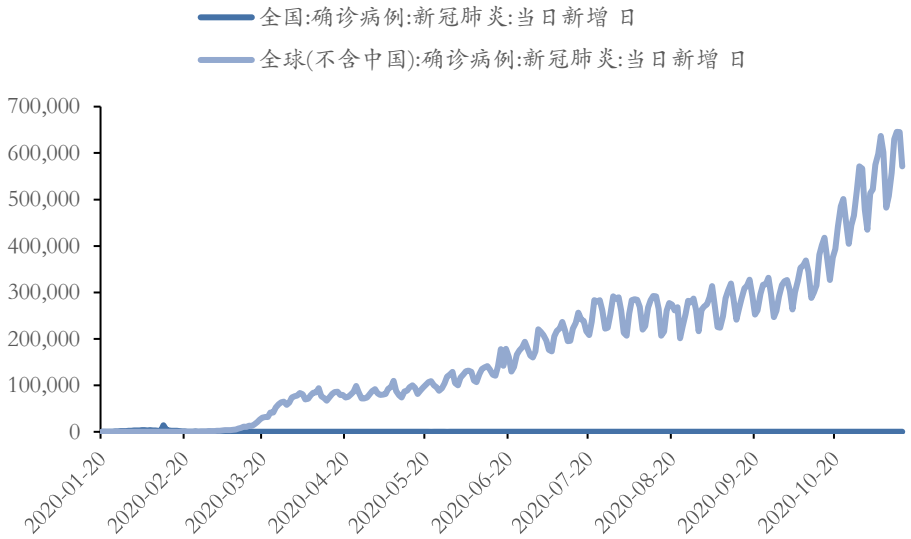
资料来源：wind，华安证券研究所

二 外部环境：三季度经济延续复苏，风险偏好显著回升

2.1 Q3 GDP 快速复苏，收入预期显著向上

经济快速复苏，三季度 GDP 同比增长 4.9%。国内疫情基本得到控制，海外疫情仍未缓和，11 月 14 日，国内、海外确诊病例分别当日新增 13 例、571,189 例，海外确诊病例呈现震荡上行、疫情仍未得到有效控制，预计海外经济体将持续受到疫情负面冲击，需求增长放缓或通过出口传导至国内。三季度国内 GDP 同比增长 4.9%，经济形势稳步恢复。

图表 9 国外确诊病例持续震荡上行，国内基本得到控制



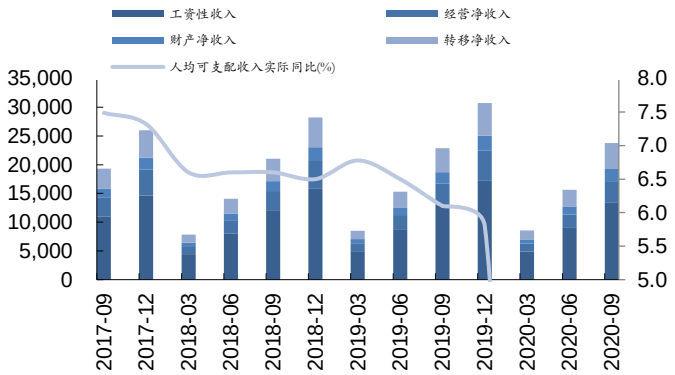
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 10 三季度 GDP 延续恢复



资料来源：wind，华安证券研究所

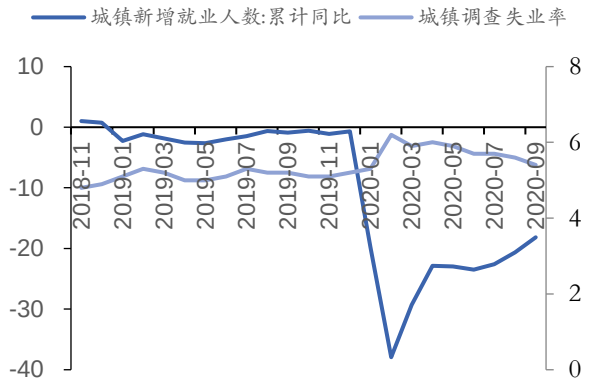
图表 11 人均可支配收入(元)&实际同比增速(右轴，%)



资料来源：wind，华安证券研究所

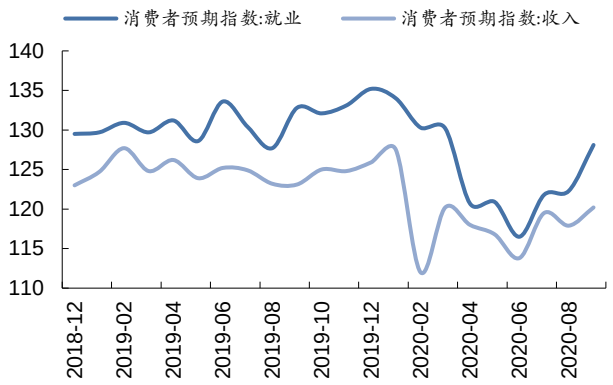
收入就业预期显著向上。9 月城镇调查失业率为 5.4%，同比上升 0.2pct，环比下降 0.2pct，1~9 月城镇新增就业人数累计同比下降 18.1%，环比跌幅持续收窄，就业形势延续好转势头。9 月消费者就业预期指数为 128.1，环比显著上升，收入预期指数为 120.2，消费者收入预期显著向上。

图表 12 就业形势有所好转（%）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 13 就业&收入预期走强

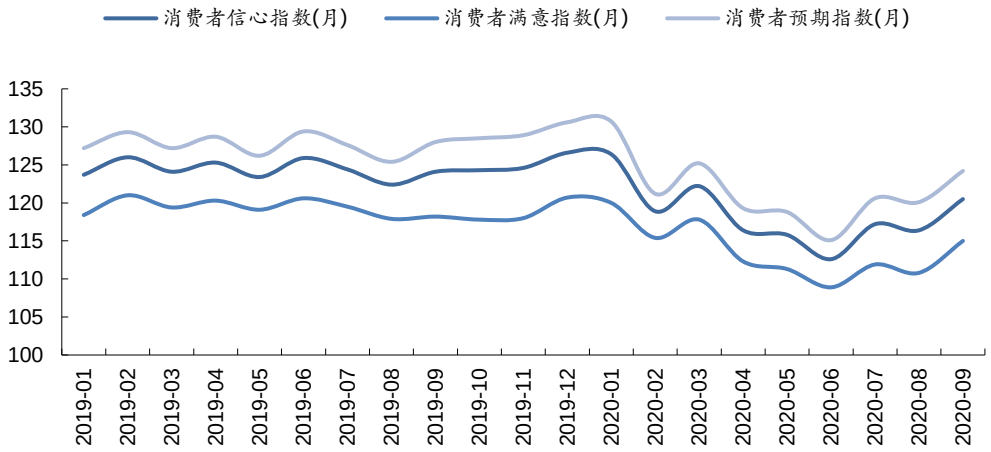


资料来源：wind，华安证券研究所

2.2 各类消费信心走强，风险偏好显著回升

9 月消费者信心显著回升。9 月，消费者信心指数 120.5，环比上升 4.1pct，消费者满意指数 115.0，环比上升 4.2pct，消费者预期指数 124.2，环比上升 4.1pct。8 月各类信心指数小幅调整后，9 月消费者各类信心指数再次显著回升。

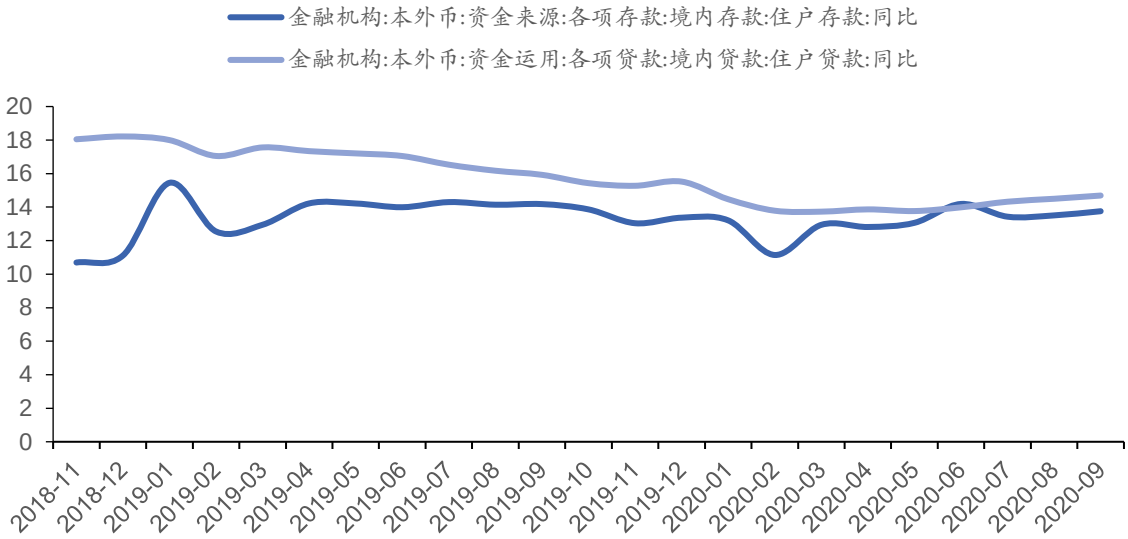
图表 14 消费者信心指数显著回升



资料来源：wind，华安证券研究所

存贷款增速提高，居民风险偏好仍待观察。9 月住户存款、贷款分别同比增长 13.8%、14.7%，环比 8 月分别上升 0.3pct、上升 0.2pct，居民风险偏好仍待观察。

图表 15 存款增速提高贷款增速放缓（%）



资料来源：wind，华安证券研究所

三 消费子行业分析

3.1 可选消费：边际延续恢复，衣食住行走强

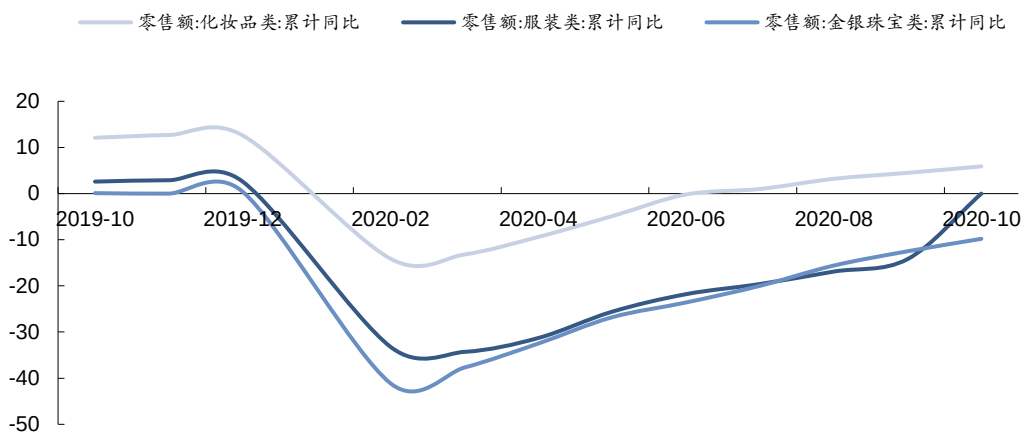
3.1.1 衣—线上渠道景气度高，线下门店延续改善

黄金珠宝：黄金珠宝以线下实体门店消费为主，疫情期间对线下实体店冲击较大故短期黄金珠宝需求受影响较大，10 月销售同增 13.3%，1~10 月金银珠宝销售额累计同比下降 9.8%，环比延续快速恢复，随着线下实体门店复工及消费信心边际改善，叠加黄金珠宝消费品具备相对保值属性，黄金珠宝市场消费持续恢复。

服装：受疫情影响，部分线下服装实体店出现关门潮，1~9 月服装销售额累计同比下降 14.2%，9 月销售同比增 4.7%，环比逐月改善，居民对服装类可选消费品需求有所复苏。

化妆品：1~10 月化妆品零售额累计同比上升 5.9%，环比持续走强，10 月同比增长 19.4%，持续受益于疫情期间直播带货模式加速线上渠道发展，化妆品在新业态下延续高景气。

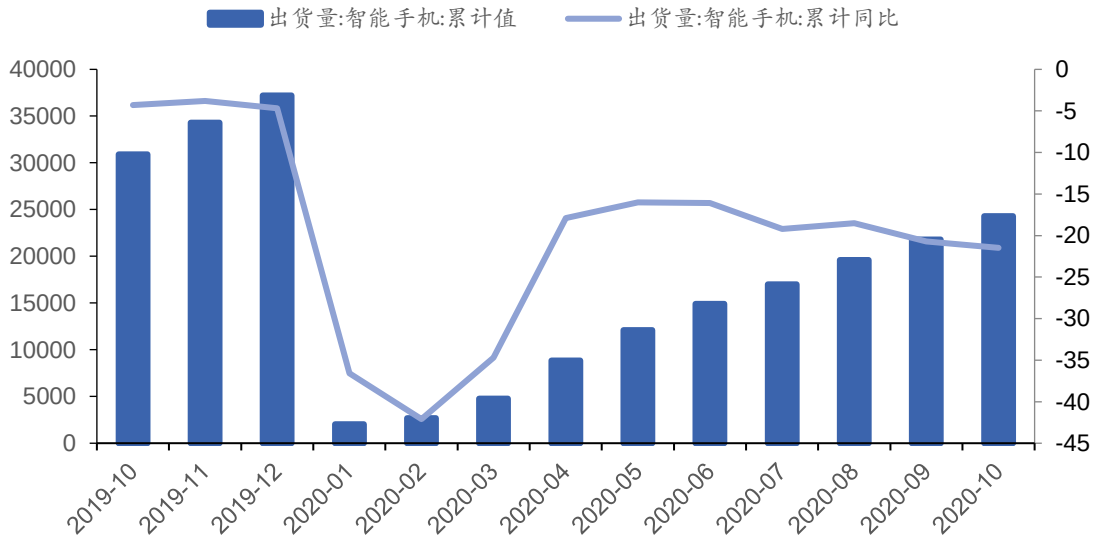
图表 16 化妆品、服装、金银珠宝零售额，累计同比增速（%），化妆品消费韧性较强



资料来源：wind，华安证券研究所

通讯：智能手机整体疲弱，中期趋势仍待观察。1~10 月，智能手机累计出货量 2.43 亿台，同降 21.5%，降幅再次扩大，或因疫情期间居民可支配收入下滑、及消费信心一定程度受损，智能手机消费属性相对非刚性，因此换机周期或一定程度拉长。预计短期以智能手机为代表的消费电子类需求边际恢复速度仍较慢，5G 替换周期对手机的拉动作用仍不明朗。

图表 17 智能手机出货量（万台）&增速（右轴，%），5G 替换周期仍不明朗

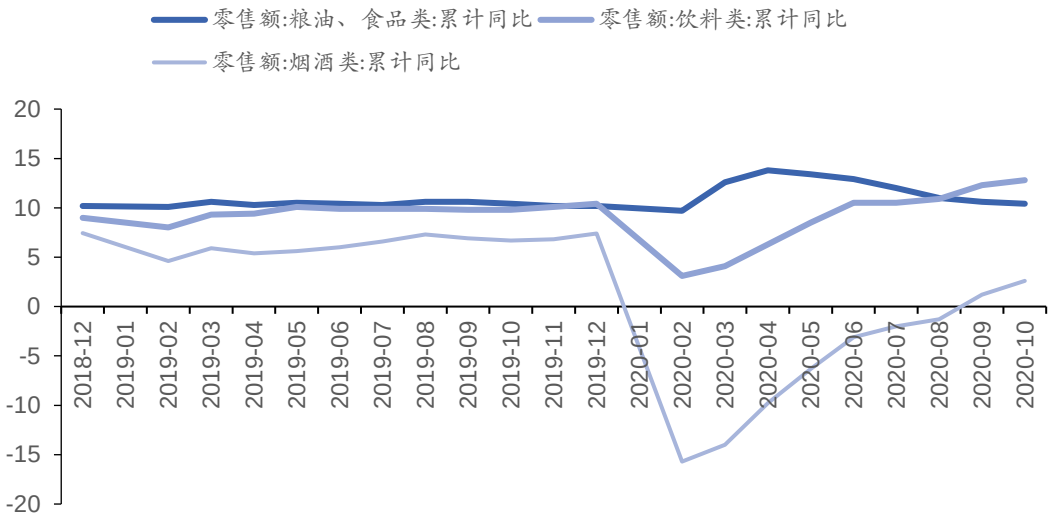


资料来源：wind，华安证券研究所

3.1.2 食—烟酒饮料延续恢复，主流白酒高景气高

食品饮料：必选增速微降，可选消费延续恢复。受疫情恢复影响，1~10 月粮油、食品类零售额累计同比增长 10.4%，环比延续微降，前期兼具必选属性的品种增速持续回落；1~10 月饮料类零售额累计同比增长 12.8%，环比提速；1~10 月烟酒类零售额累计同比增长 2.6%，亦延续提速。整体看，随着国内疫情基本得到控制，食品饮料各类消费场景恢复，带动消费端持续边际复苏。

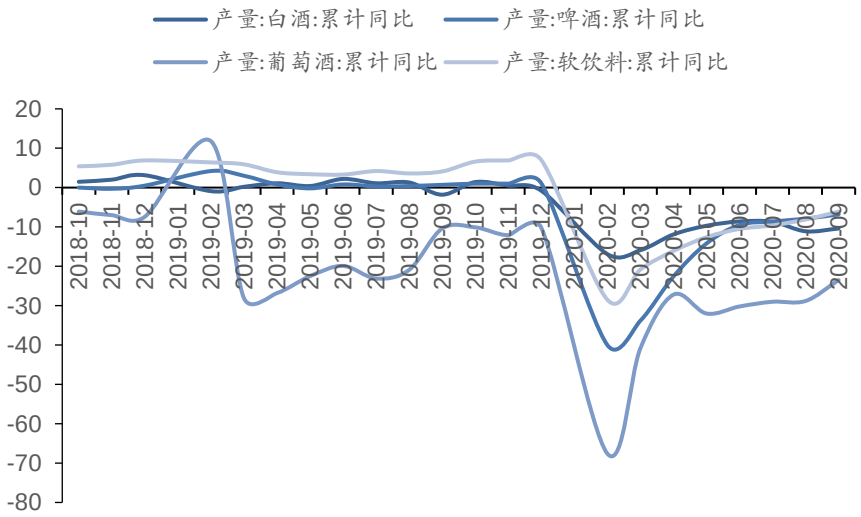
图表 18 限额以上粮油、食品、饮料、烟酒累计同比增速（%），消费场景恢复助快速恢复



资料来源：wind，华安证券研究所

1~9 月，白酒、啤酒、葡萄酒、软饮料产量累计分别同比下降 10.4%、6.8%、23.5%、6.1%，产量均边际呈现恢复，细分行业结构略有分化。

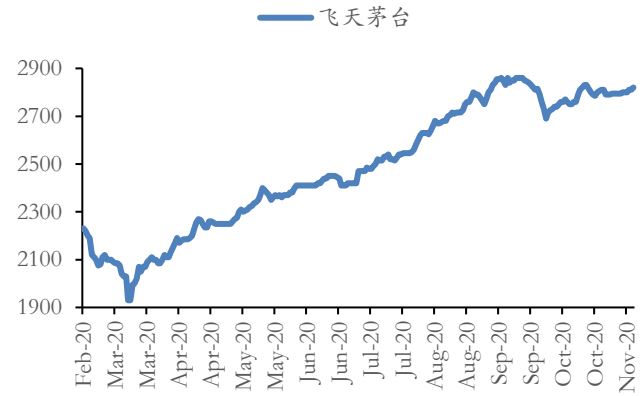
图表 19 食品饮料各品类累计产量&同比增速（%），产量均快速恢复



资料来源：wind，华安证券研究所

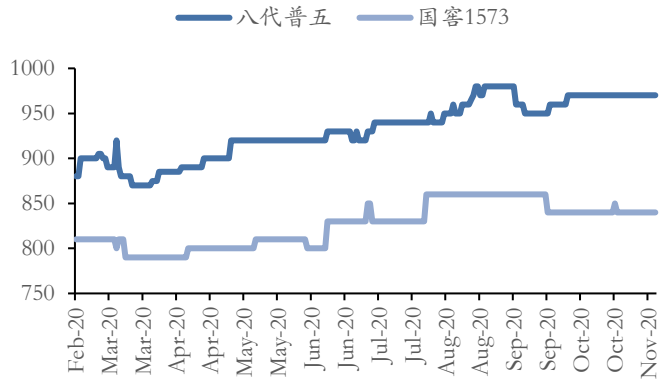
茅台批价持续震荡上行，普五高位企稳。近 1 月飞天茅台批价稳定于 2800 元上方，价格趋势仍向上，今年茅台直营新渠道拓展、非标产品供给增加，致流通渠道 500ml 标准装飞天供给量减少明显，致茅台酒供需关系持续紧张，受益于批价上行，茅台各环节正向循环，处于业务牛市，展望后续预计供给端标准装紧张趋势不变，年底至来年春节茅台批价或仍将稳步上行，建议持续跟踪茅台批价，以作为白酒行业景气度指标；近 1 月八代普五批价稳步上行至 970~980 元水平，酒厂挺价态度坚决，反应五粮液量价关系处理能力明显提升，今年五粮液缩减传统渠道投放、并开拓团购渠道，渠道利润持续上升，后续或存涨价预期；国窖 1573 小幅回落至 840 元后企稳，公司层面持续控货挺价，受益于普五批价上挺，为国窖价格打开一定空间，短期受益、但中长期竞争格局仍待观察。

图表 20 飞天茅台批价震荡上行（元）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 21 普五国窖旺季后企稳（元）

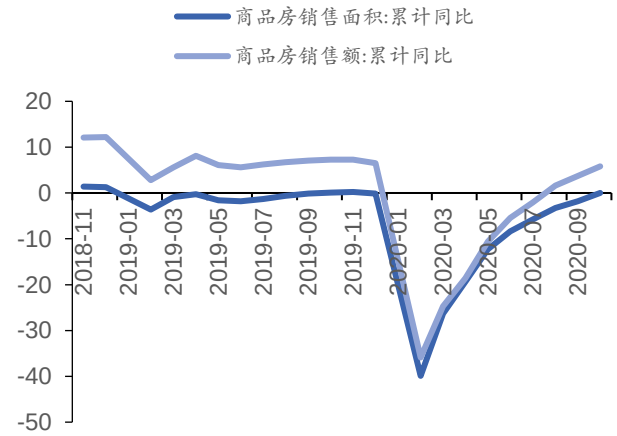


资料来源：wind，华安证券研究所

3.1.3 住—地产销售持续走强，配套消费延续回暖

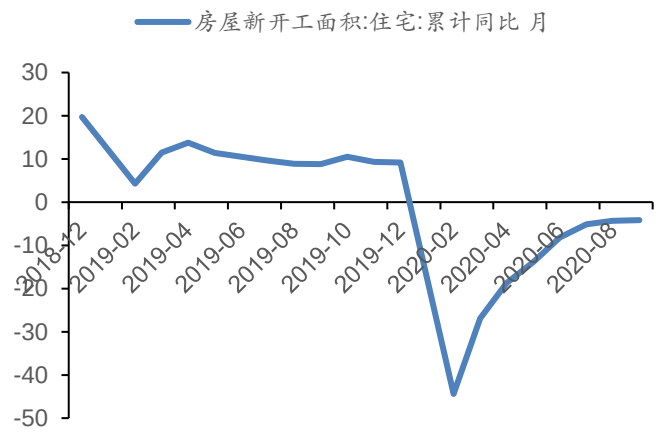
地产相关：房地产相关环比持续走强。1~10 月商品房销售面积同比累计持平，10 月销售面积同比增长 15.3%，需求端持续向好。房地产相关配套消费边际亦持续恢复，1~10 月限额以上家具、家电、建筑装潢材料零售额分别累计同比下降 8.7%、7%、6.2%，累计增速环比延续收窄，地产相关消费端环比持续回暖。

图表 22 商品房销售面积、金额累计同比快速回暖(%)



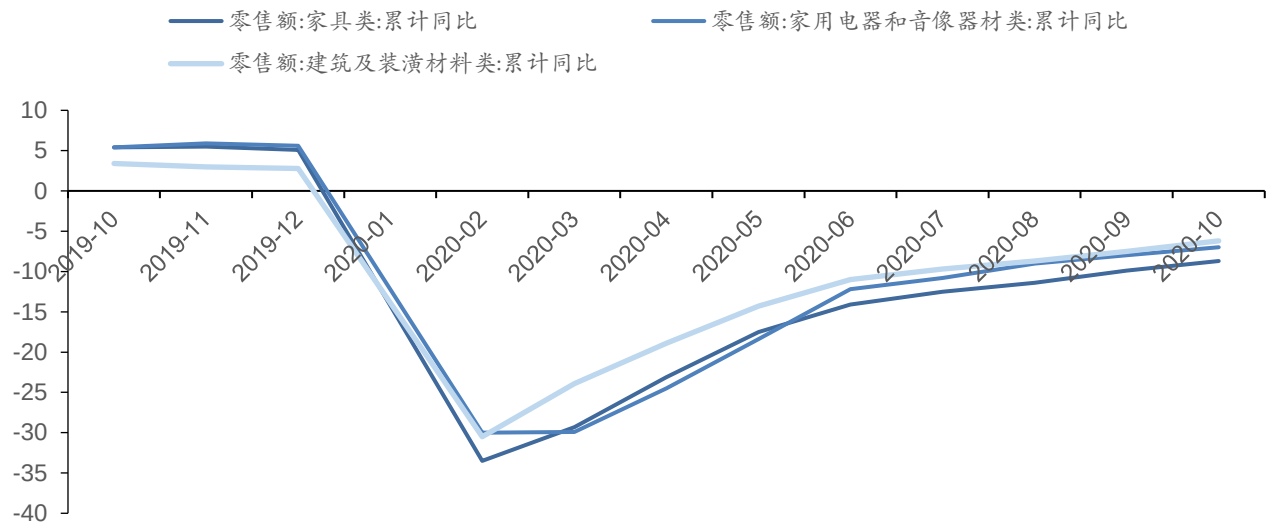
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 23 房屋新开工面积累计同比快速回暖（%）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 24 家具、家电、建筑装横材料，累计零售额同比增速（%），均延续恢复

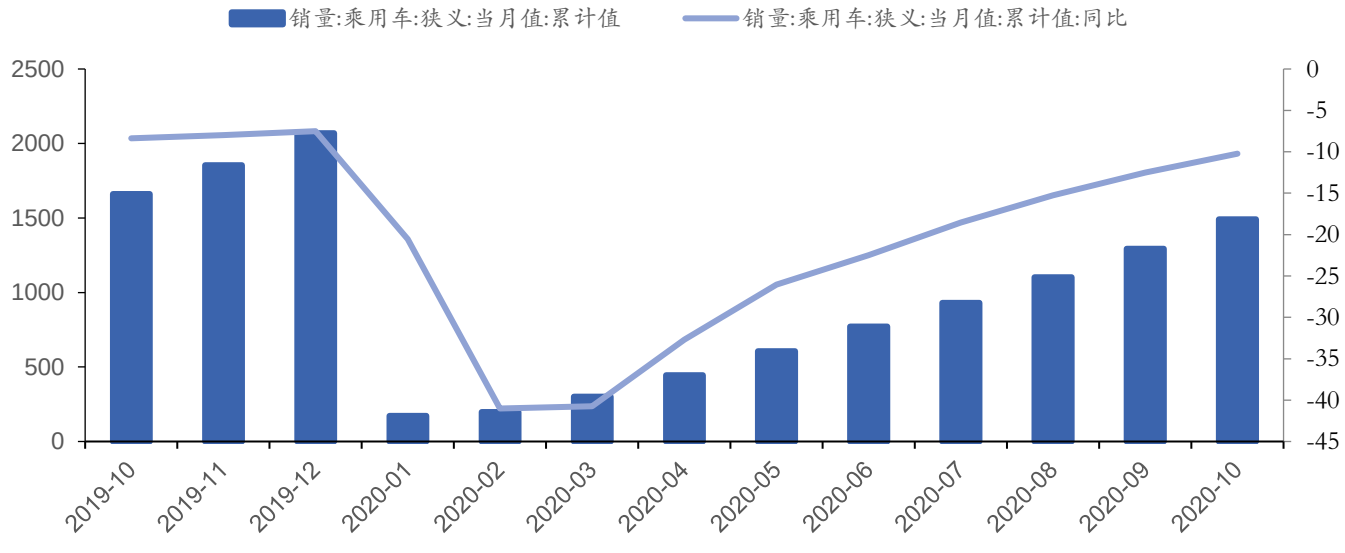


资料来源：wind，华安证券研究所

3.1.4 行—低基数下持续增长，汽车消费升级延续

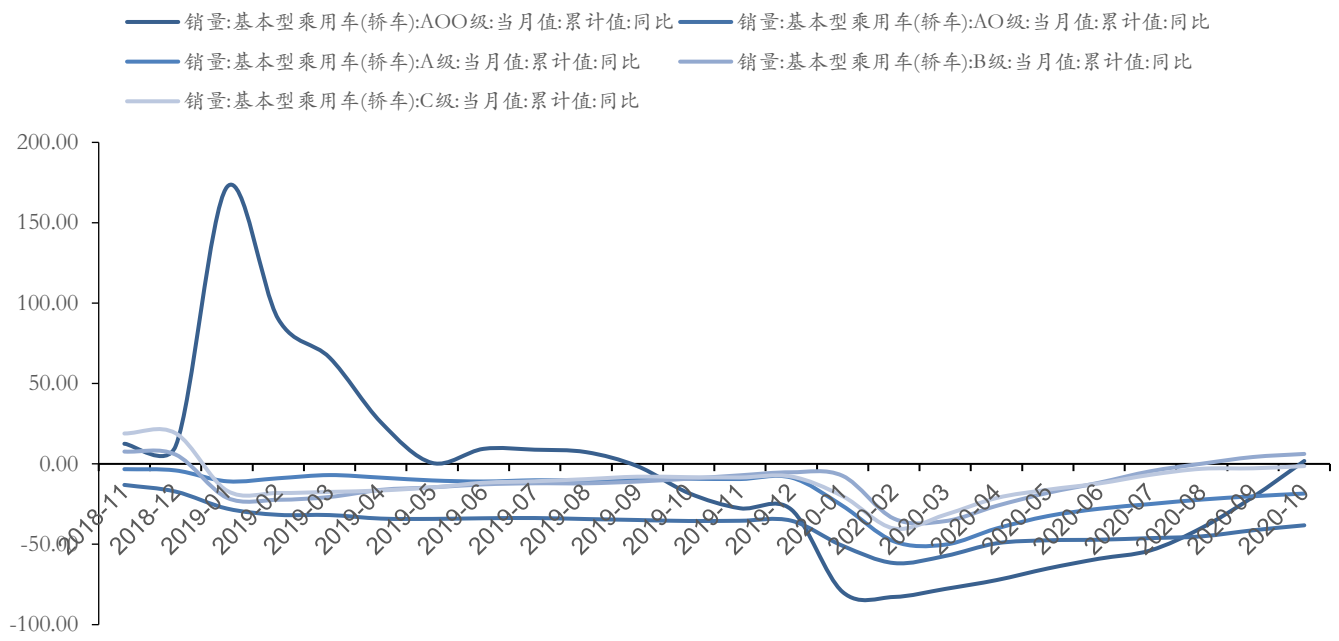
交通：10 月延续正增长，消费升级趋势明显。2020 年 1~10 月，乘用车累计销量 1,492 万辆，同比下降 10.2%，10 月同比增长 8%，预计后续乘用车低基数下环比将持续正增长。分级别看， A0、A 级乘用车降幅较大，分别累计同比下降 38.2%、18.4%，其中 10 月 A00 级同比增 3 倍，带动 A00 级同比累计转增，消费升级带动 B 级、C 级降幅相对较小，分别累计同比上升 6.2%、下降 1.4%，边际延续恢复。

图表 25 乘用车销量（万辆）&增速（右轴，%），10 月延续增长



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 26 分级别乘用车销量同比增速（%），A00 翻倍增长，消费升级带动的 B 级、C 级降幅相对较小

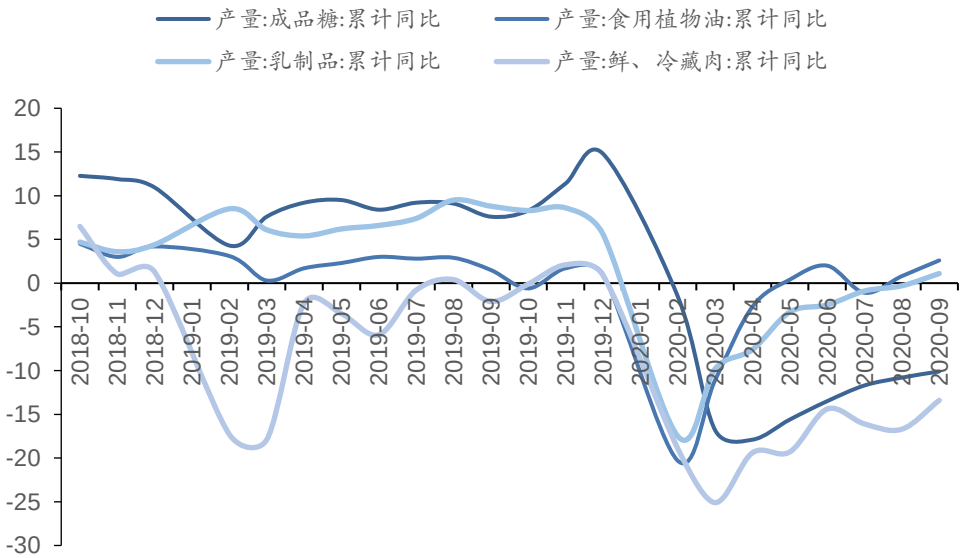


资料来源：wind，华安证券研究所

3.2 必选消费：供需延续改善，刚需趋于平稳

必选消费产量边际延续所分化。随着各加工企业复工，食品饮料必选消费相关产能逐渐恢复。1~9 月，成品糖、食用植物油、乳制品、鲜&冷藏肉产量分别累计同比下降 10.1%、上升 2.6%、上升 1.1%、下降 13.4%，均呈现环比改善。

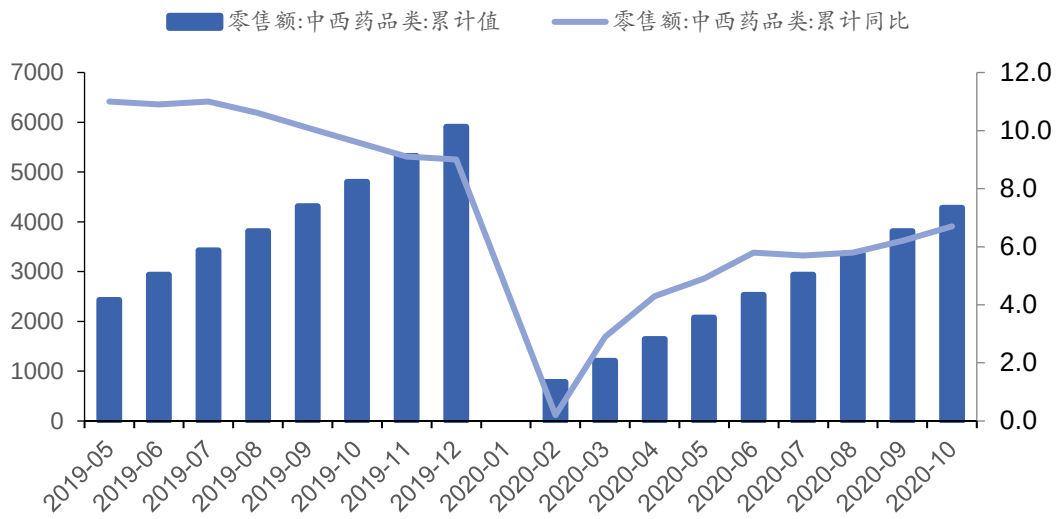
图表 27 必选各品类累计产量&同比增速（%）



资料来源：wind，华安证券研究所

药品：需求逐步走向平稳。药品零售受医保控费、带量采购降价、监控辅助用药政策等一系列的政策影响，2019 年下半年增速逐步放缓。2020 年 1~10 月药品零售额累计同比增长 6.7%，环比延续小幅改善，随着疫情基本得到控制，药品需求逐步趋于稳定。

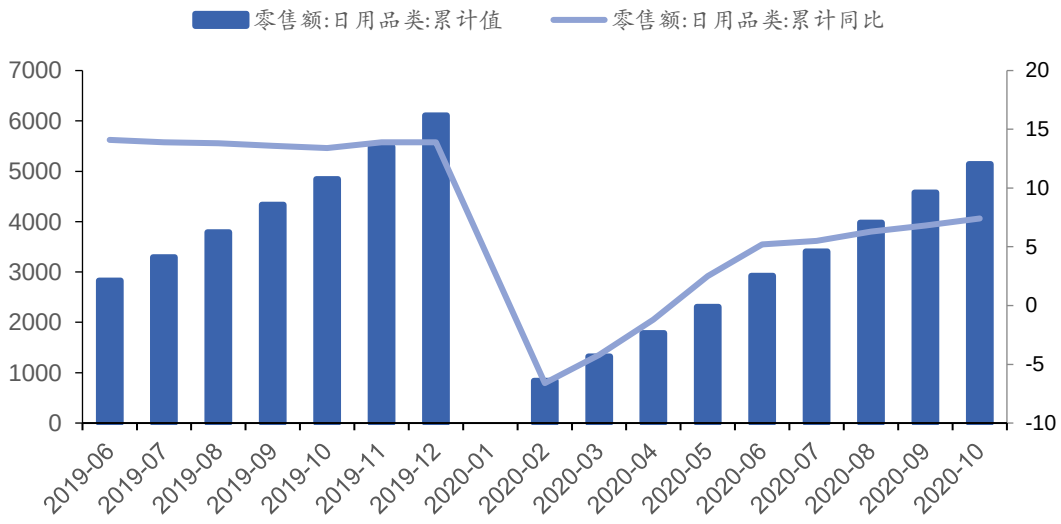
图表 28 限额以上药品零售额累计值（亿元）、刚需效应或边际减弱（%）



资料来源：wind，华安证券研究所

日用品：延续增长。1~10 月日用品零售额累计同比增长 7.4%，10 月同比增长 12.3%。日用品虽具备刚需属性，但此前受疫情影响，消费者偏向优先消耗库存，故日用品短期 2、3 月短期下滑，疫情得到控制后，日用品零售额延续双位数增长。

图表 29 限额以上日用品零售额，同比增速放缓（亿元，%）

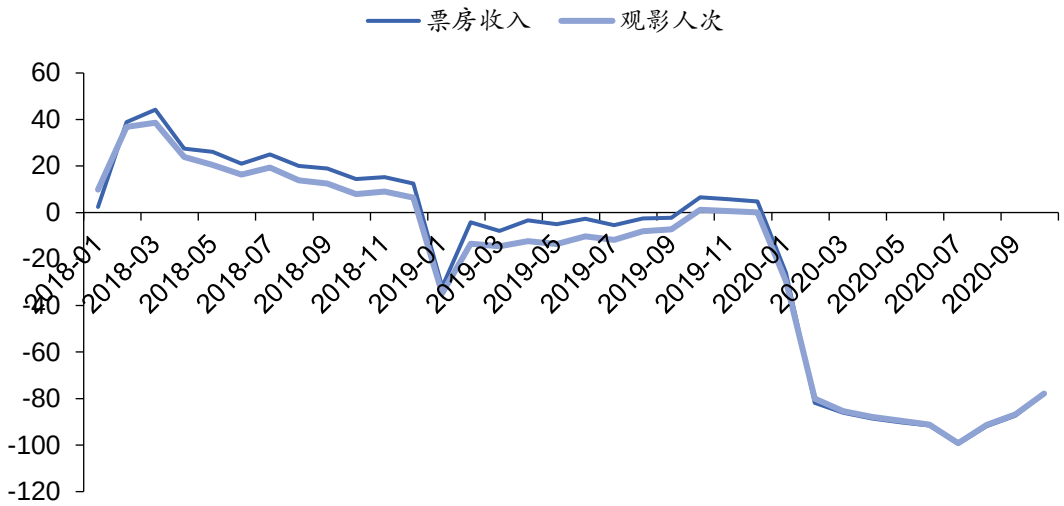


资料来源：wind，华安证券研究所

3.3 升级消费：院线持续复苏，线上阶段性回落

电影：稳步恢复，下一阶段看春节档。受疫情影响，电影业自春节以来全面停摆，1~10 月票房及观影人数累计同比下滑均约 8 成，10 月同比下滑 22%，根据行业协会公告，自 10 月 25 日起，影院上座率提升至 75%；国庆档上座率延续恢复，预计明年春节档将有积压的优质电影扎堆上映，后续电影板块有望持续恢复。

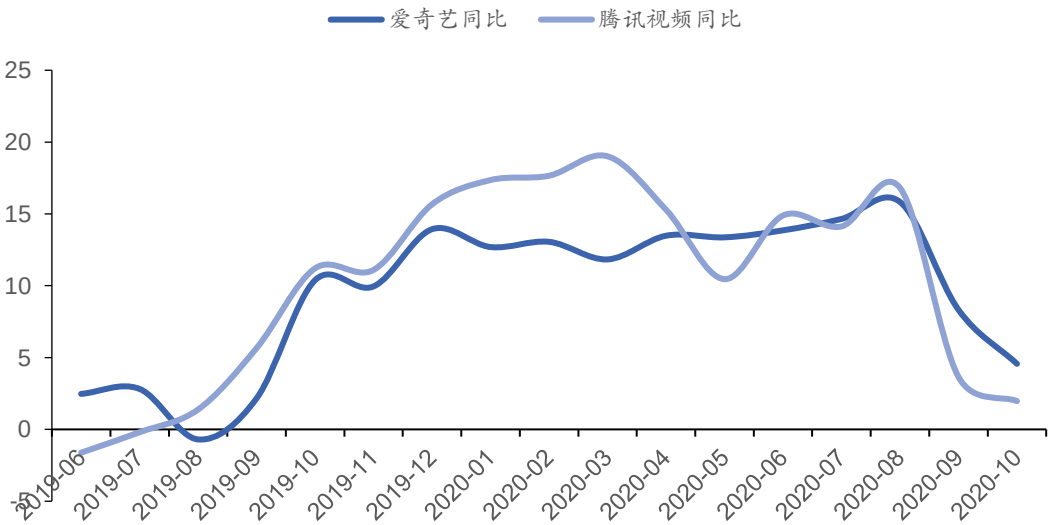
图表 30 电影票房收入、观影人次累计同比增速承压（%）



资料来源：wind，华安证券研究所

线上视频：新业态整体向好，开学季增速回落。受疫情影响下宅家、假期延长等因素影响，线上视频板块充分受益，APP 用户数快速增长，10 月爱奇艺月活跃用户同比增长 4.6%，腾讯活跃月用户同比增长 2.0%，均环增速延续回落，或主要因为学生群体返校开学所致。

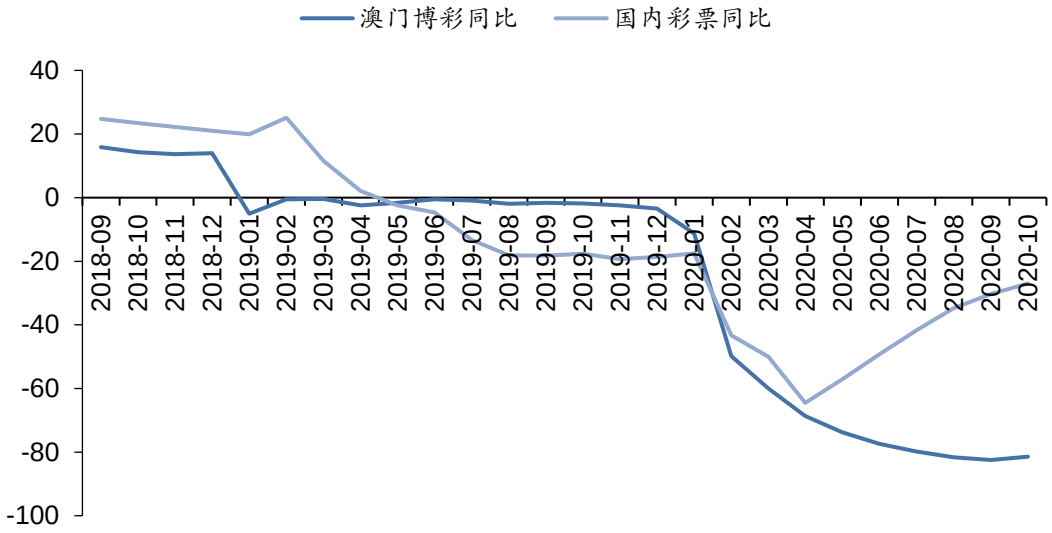
图表 31 爱奇艺、腾讯视频 APP 月度活跃用户数同比增速因学生群体返校回落（%）



资料来源：wind，华安证券研究所

博彩：境内彩票延续改善，境外博彩仍下滑。宏观经济增速下行、融资渠道收紧的背景下，近年博彩消费趋势向下。受疫情影响，境外博彩消费下滑幅度较大。1~10月澳门博彩收入累计同比下降81.4%，受出境限制影响持续承压，1~9月国内彩票销售额累计同比下降27%，边际延续快速改善。

图表 32 澳门博彩收入、国内彩票销售额，累计同比增速（%）



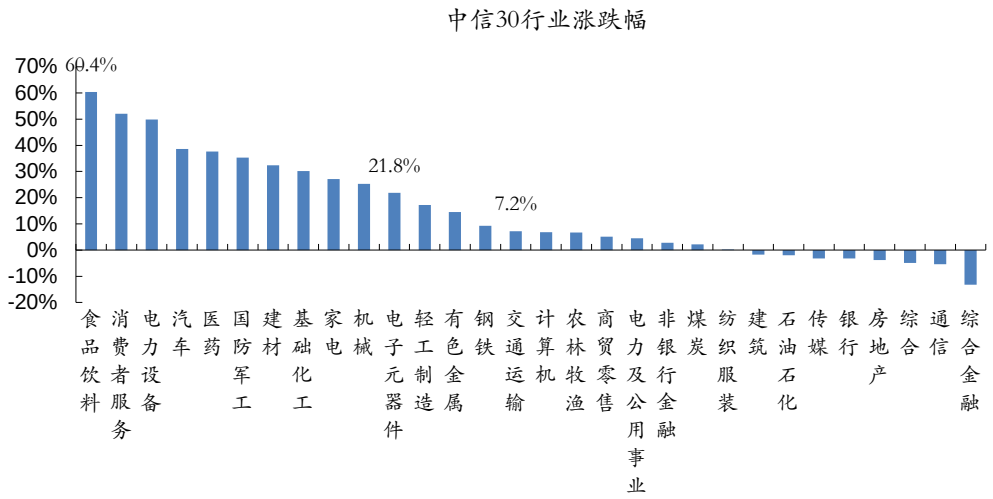
资料来源：wind，华安证券研究所

四　二级市场回顾

食品饮料领跑市场，快速复苏消费强势。疫情发生至今（2020.01.20~2020.11.15），二级市场食品饮料、农林牧渔、商贸零售行业分别同比+60.4%、+6.7%、+5.2%，在中信30子行业中分别排名第1、17、18位，同期沪深300指数同比+16.9%。

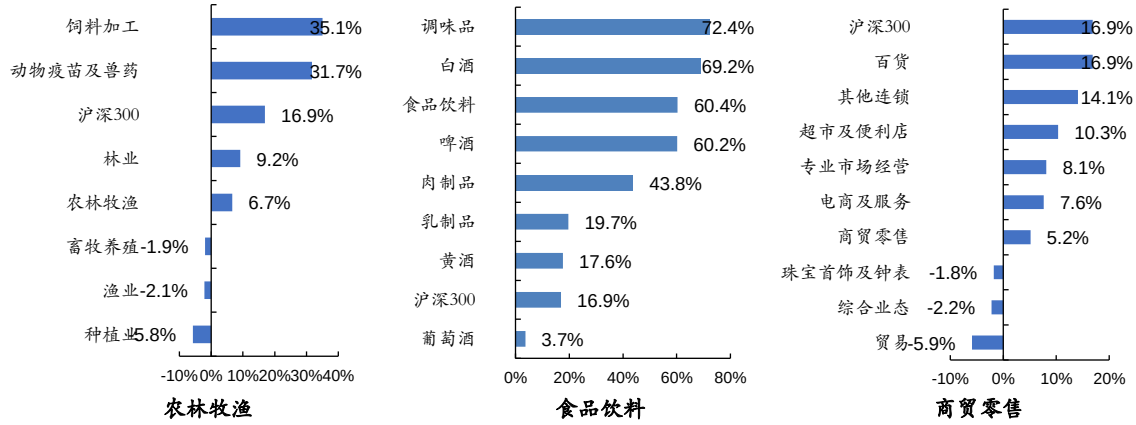
拆分各子领域看，分化较为明显。生活必须品及疫后消费场景快速恢复的子板块表现较好，调味品、白酒、啤酒分别同比+72.4%、+69.2%、+60.2%。消费场景恢复较慢的可选消费品板块表现较弱，贸易、种植业分别同比-5.9%、-5.8%。

图表 33 疫情至今中信 30 个子行业涨跌幅



区间：2020.01.20-2020.08.14 资料来源：wind，华安证券研究所

图表 34 疫情至今食品饮料、农林牧渔、商贸零售分子行业涨跌幅



区间：2020.01.20-2020.10.19 资料来源：wind，华安证券研究所

投资建议

10 月消费整体延续向好，信心指标显著走强，后续大消费景气度大概率延续向上，因此建议采用积极策略：1）关注日常必需品、商超等细分行业龙头：双汇食品、安琪酵母、安井食品、三只松鼠、海天味业、永辉超市等；2）关注可选消费边际恢复中存在弹性的白酒、乳制品龙头：贵州茅台、五粮液、古井贡酒、今世缘、山西汾酒、洋河股份、金种子酒、伊利股份等。

风险提示

1）宏观经济疲软的风险：经济增速下滑，消费升级不达预期，导致消费端增速放缓；

2）国内疫情防控长期化的风险：国内疫情过程中反复，或外部输入风险长期化，消费行为或再受抑制；

3）重大食品安全事件的风险：消费者对食品安全问题尤为敏感，若发生重大食品安全事故，短期内消费者对某个品牌、品类乃至整个子行业信心降至冰点且信心重塑需要很长一段时间，从而造成业绩不达预期；

4）重大农业疫情风险：畜禽疫病的发生容易导致畜禽生产成本的上升，从而影响生产成本和市场供应。疫病的蔓延容易引起消费者心理恐慌，造成整个市场需求的迅速萎缩，致使畜禽养殖企业面临较大的销量与销售价格压力。

分析师与研究助理简介

分析师 文献：华安证券食品饮料首席分析师，十二年食品饮料研究经验。
联系人 姚启璠：华安证券食品饮料研究员，三年研究经验，重点覆盖白酒板块。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。