

大消费周观点：职教政策再进一步，白酒消费税改革靴子落地

——2019年12月第二期周报

2019年12月9日

看好/维持

大消费 | 行业报告

食品饮料：消费税改革靴子落地，白酒板块关注春节旺季备货情况

白酒板块，消费税改革一直是白酒的一大影响因素，目前靴子落地，短期对市场情绪有一定提振。目前行业处于春节旺季备货季节，需要密切关注经销商备货和打款情况。据渠道调研，目前茅五泸经销商打款意愿积极，我们也持续看好高端白酒春节旺季的表现。海天、中炬渠道库存环比有所提升，但仍处于良性。中炬本周因厨邦股权收购问题影响跌幅较大，但公司逻辑并未被破坏，持续看好公司发展。啤酒板块因提价预期弱化有所调整，但板块的核心逻辑并未破坏。今年以来，我们一直重申啤酒行业应淡化提价预期和销量波动，重视产品结构升级带来的价值提升。规模牧场享受原奶价格上涨和成本下行带来的利润增厚，同时成母牛单产逐步提高、生产效率提升，19年或将迎来业绩改善。

重点推荐：泸州老窖、贵州茅台、伊利股份、天味食品、桃李面包、绝味食品、青岛啤酒、重庆啤酒、安琪酵母

社会服务：职教政策再进一步，陶陶居混改引入市场化机制

职教政策再进一步，继续推荐职业教育、酒店、免税和人工景区。教育方面，职业教育政策再进一步，教育部发布《职教法修订征求意见稿》，明确了对民办职业教育的鼓励，允许技师学院设置相应层次的职高，利于优质技校的价值提升。中公教育从相对单一的公职类产品到教师、考研、IT 等多产品，逐步向综合职教平台迈进。长期看，随着新业务的成熟，利润水平仍有提升的空间。酒店板块，国内酒店龙头 Q3 单季经营承压，继续静待龙头市占率提升和低基期下经营数据环比企稳。免税板块，中国国旅受政策支持和规模效益双轮驱动，加之市内店向国人开放政策预期渐近，预计公司将持续受益。景区板块，黄山旅游拟投资 3000 万元设立全资子公司，旨在拓展以徽州特色美食为核心的餐饮板块，国有自然景区二次降价风险仍存，我们继续推荐确定性强、盈利性好的人工景区。

重点推荐：中国国旅、首旅酒店、宋城演艺、中公教育

商贸零售：细分行业集中度提升，重点关注确定性高的超市板块

超市行业集中度持续提升，龙头企业保持高增速。当前 CPI 升值 3.8% 利好超市同店业绩改善，超市板块整体保持稳健增长。行业格局分化，龙头企业市占率加速提升。电商方面，电商方面，我们看好未来低线城市人口渗透率的提升所带来的新增人口红利，以及电商龙头自身对于供应链的整合。珠宝板块，春节前置黄金珠宝将迎来销售高峰，龙头企业渠道、品牌、产品结构优势凸显，市场回暖将释放增长弹性。

重点推荐：永辉超市、周大生、老凤祥、阿里巴巴、拼多多

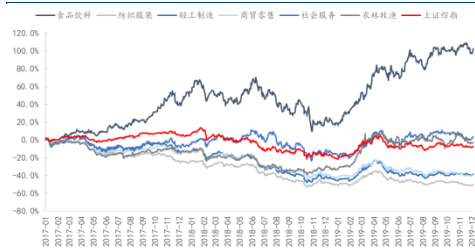
农林牧渔：关注消费旺季猪价反弹，持续推荐养殖全产业链

生猪养殖：本周猪价环比上涨 5.18% 至 33.89 元/kg。多家上市企业公布 11 月销

未来 3-6 个月行业大事：

2019-12-16 百润股份：限售股份上市流通
 2019-12-12 豫园股份：限售股份上市流通
 2019-12-10 永辉超市：限售股份上市流通
 2020-01-23 新希望：限售股份上市流通
 2020-01-16 众信旅游：限售股份上市流通
 2020-01-14 波司登：分红派息
 2019-12-23 比音勒芬：限售股份上市流通
 2019-12-23 比音勒芬：股东大会召开
 2019-12-27 美凯龙：股东大会召开

行业指数走势图



资料来源：Wind、东兴证券研究所

首席分析师：刘畅

010-66554017

liuchang@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517120001

分析师：张凯琳

010-66554087

zhangkl@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480518070001

分析师：娄倩

010-66554008

louqian@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519020001

分析师：程诗月

010-66555458

chengsy_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050006

研究助理：王紫

010-66554104

wangzi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480118060012

研究助理：吴文德

010-66554025

wuwd@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480118060013

研究助理：刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480119010012

售数据，其中天康生物和新希望出栏生猪同比增长 11.56%和 66%。建议重点关注具备种源优势与防疫能力，能够持续强化成本优势和出栏成长的优质标的，此外出栏分布在南方高价区的企业有望受益于区域高猪价，重点标的牧原股份、温氏股份、新希望。

动物保健：10 月能繁母猪存栏环比回升 0.6%，生猪存栏降幅明显收窄，预计 11 月生猪存栏将加速回升，动保行业需求回升拐点已至，2020 年业绩回升确定性强。重点推荐具备平台优势、一针多苗混合免疫方案得到广泛认可的生物股份，公司近日公告称，截止 11 月 30 日，公司已耗资 1.3 亿元累计回购 0.59%股份，彰显公司发展信心。

重点推荐：生物股份、中牧股份、温氏股份、牧原股份、新希望

纺织服装：推荐优质赛道运动服饰行业和羽绒服行业，关注国产品牌

全社会零售总额 1-10 月累计同比增长 8.10%，比去年同期下滑 1pct；服装类限额以上零售额 1-10 月累计同比增长 2.8%。比去年同期下滑 5.6pct。服装整体增长承压下，运动服饰和羽绒服品类仍然有较好增长。运动服饰受到运动人群增加、穿着场景拓展和消费升级拉动，整个行业扩容发展。羽绒服品类在我国渗透率尚低，近几年随着国外超高端品牌进驻中国拉动了行业整体价位，国产品牌高端化战略前景良好。继续推荐三条投资主线：1) 运动服饰发展为国产品牌和优秀制造带来的机会；2) 高端女装中内生增长强劲的公司；3) 低估值和稳健增长的童装和休闲服饰龙头。

重点推荐：李宁、安踏体育、申洲国际、地素时尚、波司登

轻工制造：包装纸价持续上涨，家居板块关注竣工回暖逻辑

双 11 化妆品再迎高增，最大边际变化来源于国产化妆品的加速崛起。经济疲软时期口红效应凸显，行业维持高景气度，长期看好国产化妆品的营销(社交电商)、渠道(单品牌店)、产品(爆款)三维发力，重点关注珀莱雅、上海家化、丸美股份、壹网壹创等。10 月住宅竣工提速 17.68pct.，预计回暖趋势将延续至 2020 年，建议关注工程业务较强的标的，长期仍看产品在产品、服务与效率上最先突破的龙头企业欧派家居、尚品宅配、顾家家居等。本周废纸及包装纸价继续上涨。包装纸前期产量偏低，去库存情况较好，旺季来临叠加内外需出现回暖迹象，包装纸企涨价函落实较顺利，纸企 Q4 业绩有望触底。文化纸龙头三季报盈利继续修复，提价落地支撑 Q4 延续回暖趋势。浆价持续低位利好生活用纸，推荐渠道红利释放及双品牌协同发展的中顺洁柔。

重点推荐：中顺洁柔、顾家家居、珀莱雅、上海家化

风险提示：宏观经济下行，消费能力减弱，各行业相关风险等。

研究助理：魏鹤冲

010-66554044

weihch@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480118070038

研究助理：赵莹

010-66555446

zhaoying_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480118120009

目 录

1.市场回顾：本周市场普遍上行，大消费表现优于大市	4
1.1 市场整体表现：本周市场有所上涨，大消费板块普遍上涨	4
1.2 大消费各板块表现：各板块普遍上涨，社服、食品涨幅居前	4
2.行业追踪：职教政策再进一步，白酒消费税改革靴子落地	5
2.1 食品饮料：消费税改革靴子落地，白酒板块关注春节旺季备货情况	5
2.2 社会服务：职教政策再进一步，陶陶居混改引入市场化机制	7
2.3 商贸零售：细分行业集中度提升，重点关注确定性高的超市板块	10
2.4 农林牧渔：关注消费旺季猪价反弹，持续推荐养殖全产业链	11
2.5 纺织服装：推荐优质赛道运动服饰行业和羽绒服行业，关注国产品牌	13
2.6 轻工制造：包装纸价持续上涨，家居板块关注竣工回暖逻辑	15
3.重点标的近期重要事项提醒	16
4.风险提示：	17

插图目录

图 1：大消费行业指数变动情况	4
图 2：大消费各行业涨跌幅情况	5
图 3：食品饮料子行业涨跌幅	6
图 4：食品饮料子行业市盈率	6
图 5：酒类板块涨跌前五的公司	7
图 6：乳制品板块涨跌前五的公司	7
图 7：调味品板块涨跌前五的公司	7
图 8：食品板块涨跌前五的公司	7
图 9：社会服务子行业涨跌幅	8
图 10：社会服务子行业市盈率	8
图 11：社会服务行业涨跌前五的公司	11
图 12：商贸零售子行业涨跌幅	10
图 13：商贸零售子行业市盈率	10
图 14：商贸零售行业涨跌前五的公司	11
图 15：农林牧渔子行业涨跌幅	12
图 16：农林牧渔子行业市盈率	12
图 17：农林牧渔行业涨跌前五的公司	17
图 18：纺织服装子行业涨跌幅	14
图 19：纺织服装子行业市盈率	14
图 20：纺织服装行业涨跌前五的公司	20
图 21：轻工制造子行业涨跌幅	15
图 22：轻工制造子行业市盈率	15
图 23：轻工制造行业涨跌前五的公司	22

1. 市场回顾：本周市场普遍上行，大消费表现优于大市

1.1 市场整体表现：本周市场有所上涨，大消费板块普遍上涨

本周上证综指收于 2912.01 点，周涨幅 1.39%；深证成指收于 9878.62 点，周涨幅 3.09%；创业板收于 1726.80 点，周涨幅 3.72%。重要股指方面，沪深 300 收于 3902.39 点，周涨幅 1.93%；中证 500 收于 5010.51 点，周涨幅 2.36%；上证 50 收于 2939.82 点，周涨幅 1.56%。大消费行业加权周涨幅为 2.32%，跑赢上证综指 0.93pct，跑输深证成指 0.77pct。

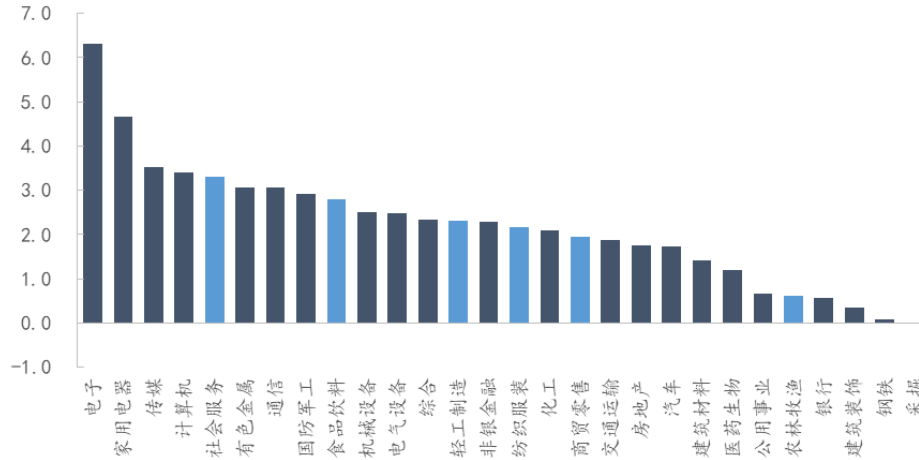
图 1：大消费行业指数变动情况



资料来源：Wind、东兴证券研究所

1.2 大消费各板块表现：各板块普遍上涨，社服、食品涨幅居前

大消费行业板块方面，本周社会服务上涨 3.31%，食品饮料上涨 2.79%，轻工制造上涨 2.30%，纺织服装上涨 2.16%，商贸零售上涨 1.94%，农林牧渔上涨 0.61%，在申万一级行业中分别排名第 5，第 9，第 13，第 15，第 17 和第 24。申万一级行业涨跌幅前五位的板块依次为电子（6.31%）、家用电器（4.66%）、传媒（3.52%）、计算机（3.41%）、社会服务（3.31%）。涨跌幅后五位的板块为：农林牧渔（0.61%）、银行（0.58%）、建筑装饰（0.34%）、钢铁（0.07%）、采掘（-0.01%）。

图 2：大消费各行业涨跌幅情况


资料来源：Wind、东兴证券研究所

2. 行业追踪：职教政策再进一步，白酒消费税改革靴子落地

2.1 食品饮料：消费税改革靴子落地，白酒板块关注春节旺季备货情况

白酒消费税改革靴子落地，关注春节旺季备货情况。本周消费税改革征求意见稿出台，白酒消费税征收沿用旧规则，征收环节并未后移，这也符合我们之前的判断。消费税改革一直是白酒的一大影响因素，目前靴子落地，短期对市场情绪有一定提振。目前行业处于春节旺季备货季节，需要密切关注经销商备货和打款情况。据渠道调研，目前茅五泸经销商打款意愿积极，我们也持续看好高端白酒春节旺季的表现。重点推荐泸州老窖，长期看好贵州茅台和五粮液，重点关注舍得酒业。

基础调味品确定性仍存，复合调味料进入快速增长阶段。海天、中炬渠道库存环比有所提升，但仍处于良性。中炬本周因厨邦股权收购问题影响跌幅较大，但我们认为目前我国调味品集中度仍然较低，而基础调味品具备需求刚性，受经济波动影响小，公司逻辑并未被破坏，持续看好公司发展。另一方面，复合调味品作为细分赛道，空间广阔，未来 2-3 年或将维持高速增长。随着行业的发展，口味壁垒将不断夯实，估值具备高企基础。重点推荐天味食品、中炬高新、安琪酵母。

啤酒淡化提价预期，结构升级仍为行业着眼点。啤酒板块因提价预期弱化有所调整，但板块的核心逻辑并未破坏。今年以来，我们一直重申啤酒行业应淡化提价预期和销量波动，重视产品结构升级带来的价值提升。结构升级将是支撑行业长期增长的主要逻辑。行业吨酒价目前与国外相比仍存在较大的增长空间，随着吨酒价的持续提升，行业盈利能力将不断改善。建议重点关注产品结构改善显著的青岛啤酒、重庆啤酒和珠江啤酒。

11 月第四周全国 10 个奶牛主产省生鲜乳平均价格 3.84 元/公斤，较前一周上涨 0.3%，继续上行趋势，同时牧场饲料玉米主产、主销区几个环比下降，全国豆粕平均价下降。继续推荐上游牧场，规模牧场享受原奶价格上涨和成本下行带来的利润增厚，同时成母牛单产逐步提高、生产效率提升，19 年或将迎来业绩改善。建议关注现代牧业、西部牧业、中国圣牧，同时重点关注伊利推出的低温奶三大新品放量情况，预计该新品将

扭转伊利在低温领域市占率下降的局势。

拥有坚果业务企业三只松鼠、好想你（百草味）、洽洽食品享受行业增长红利快速发展，并纷纷布局线下。三只松鼠 2019 年线下开店超 300 家，预计年单店收入达到 800-1000 万元，快速布局；百草味分别在 shopping mall、学校、社区试行开店，预计今年开店 5-6 家进行数据分析制定计划，明年开店数目将有所增加，后年或放开线下店开放，百草味线上增长情况良好，预计 19 年公司可实现整体营收增速 14% 的业绩目标；洽洽食品将通过每日坚果大单品继续线下铺货，渠道覆盖率目前仅 30% 仍有空间，预计 19 年坚果营收增速 80%-100%，20 年增速或仍达 50%。坚果市场规模逐步提升，业内企业将享受行业红利；另外，继续看好食品双子星绝味和桃李，长期持续坚定推荐。

香飘飘渠道建设加速，市场下沉空间依然广阔。本周我们调研了香飘飘，公司三季度果汁茶业绩不及预期主因库存高企以及冷饮渠道建设不足。目前果汁茶渠道库存已呈良性，公司也着手布局终端冰柜，预计明年春节能够完成，为旺季打下基础。老品冲泡奶茶迎来旺季，公司在旺季前进行控货换包装，目前渠道基本都为新货，且动销良好。随着公司产品结构的完善，以及渠道的建设和开发，公司业绩有望维持高增。

【重点推荐】泸州老窖

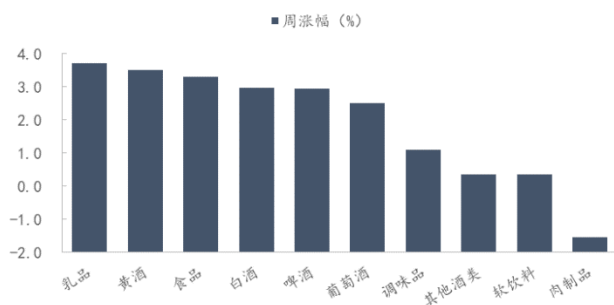
【长期推荐】贵州茅台、伊利股份、天味食品、桃李面包、绝味食品、青岛啤酒、重庆啤酒、安琪酵母

【重点关注】五粮液、舍得酒业、百润股份、现代牧业

2.1.1 市场整体表现

本周食品饮料各子行业中，周涨跌幅依次为：乳品（3.70%）、黄酒（3.50%）、食品（3.31%）、白酒（2.97%）、啤酒（2.94%）、葡萄酒（2.49%）、调味品（1.10%）、其他酒类（0.34%）、软饮料（0.34%）、肉制品（-1.53%）。

图 3：食品饮料子行业涨跌幅



资料来源：Wind、东兴证券研究所

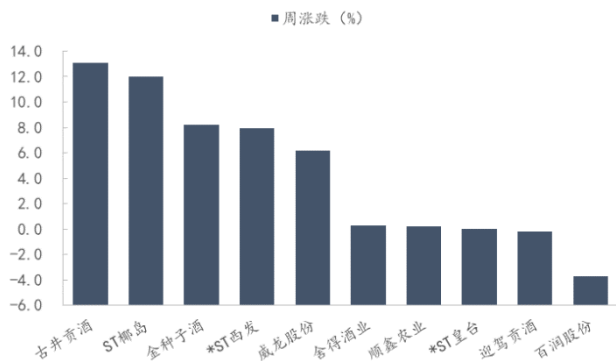
图 4：食品饮料子行业市盈率



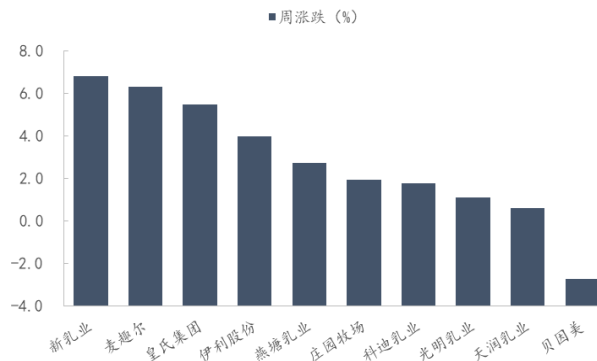
资料来源：Wind、东兴证券研究所

本周酒类行业公司中，行情涨幅前五的公司为古井贡酒（13.08%）、ST 椰岛（12.01%）、金种子酒（8.19%）、*ST 西发（7.92%）、威龙股份（6.19%）；表现后五的公司为舍得酒业（0.28%）、顺鑫农业（0.24%）、*ST 皇台（0.00%）、迎驾贡酒（-0.20%）、百润股份（-3.73%）。

乳制品公司表现前五位为新乳业（6.80%）、麦趣尔（6.30%）、皇氏集团（5.46%）、伊利股份（3.99%）、燕塘乳业（2.73%）；表现后五位为庄园牧场（1.92%）、科迪乳业（1.76%）、光明乳业（1.08%）、天润乳业（0.60%）、贝因美（-2.75%）。

图 5：酒类板块涨跌前五的公司


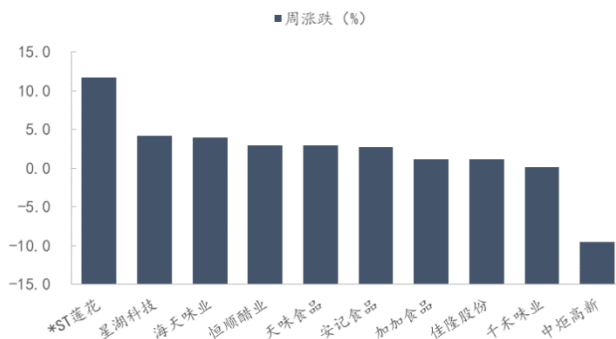
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 6：乳制品板块涨跌前五的公司


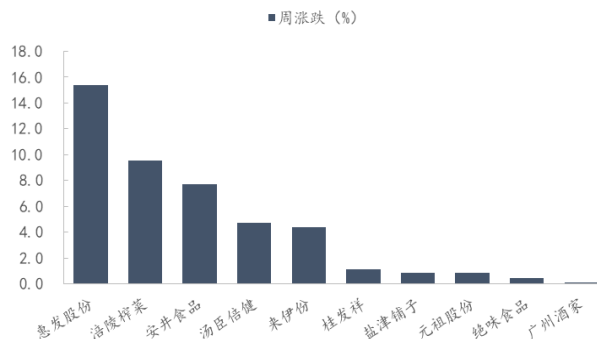
资料来源：Wind、东兴证券研究所

本周调味品行业子板块涨幅前五的公司为*ST 莲花 (11.74%)、星湖科技 (4.12%)、海天味业 (3.98%)、恒顺醋业 (2.98%)、天味食品 (2.92%)；表现后五位的公司为安记食品 (2.73%)、加加食品 (1.10%)、佳隆股份 (1.08%)、千禾味业 (0.09%)、中炬高新 (-9.50%)。

本周食品子板块涨幅前五的公司为惠发股份 (15.38%)、涪陵榨菜 (9.54%)、安井食品 (7.74%)、汤臣倍健 (4.72%)、来伊份 (4.42%)；跌幅前五的公司为桂发祥 (1.14%)、盐津铺子 (0.88%)、元祖股份 (0.87%)、绝味食品 (0.46%)、广州酒家 (0.10%)。

图 7：调味品板块涨跌前五的公司


资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 8：食品板块涨跌前五的公司


资料来源：Wind、东兴证券研究所

2.2 社会服务：职教政策再进一步，陶陶居混改引入市场化机制

日前，携程、银联国际发布《2019 中国人出境旅游消费报告》，报告显示，2019 年中国人出境旅游消费依然世界第一，出境旅游已是中国人生活水平改善、幸福指数提升的一大标志。根据国家外汇管理局的数据，2019 年上半年，中国境外旅行支出 1275 亿美元，超五成旅行支出发生在亚洲地区。携程平台数据显示，2019 年中国游客选择出境游度假产品到达全球 158 个国家，产品销量较去年增加了 17%，出境人次和消费额也创新高。

教育方面，长期看好职业教育板块，职业教育政策再进一步，教育部发布《职教法修订征求意见稿》，明确了对民办职业教育的鼓励，允许技师学院设置相应层次的职高，利于优质技校的价值提升。职业培训龙头中

公教育从单一品类培训向职业教育综合平台迈进，把握行业机遇，教师、考研培训成为发展新引擎。公司依靠“教研、渠道、管理”三位一体，实现产品横向拓展。长期看，随着新业务的逐步成熟，利润水平仍有提升的空间。民办学校方面，辰林教育下周五于港交所上市，公司运营江西应用科技学院，目前共有 14155 名学生，公司毛利率不断攀升，由 2015 年的 62.6% 提升至 2018 年上半年的 73.5%，净利率在 2018 年上半年达到 38.2%。K12 培训方面，我们认为行业规模正不断扩大，渗透率空间很大；政策监管趋严，优胜劣汰下利于龙头市占提升；在线教育等新经济教育企业进入下半场，行业资源开始向头部聚拢；互联网巨头纷纷布局教育，给传统教育企业带来压力。

酒店板块，国内酒店龙头 Q3 单季经营承压，在低基期及龙头市占率持续提升背景下，静待酒店行业数据环比改善。推荐首旅酒店、锦江股份、华住。

免税板块，海南离岛免税政策实施第五次调整一年来效果明显，截至 2019 年 11 月末，离岛免税实现免税销售额 128.9 亿元/+34.1%，购买人次 328.7 万人/+20.1%，客单价同增 11.8%，在政策支持和规模效益的双轮驱动下，中国国旅将持续受益消费回流趋势，市内免税店陆续开业，向国人开放政策预期渐近。

景区板块，黄山旅游拟投资 3000 万元设立全资子公司，旨在拓展以徽州特色美食为核心的餐饮板块。限价令之下，国有自然景区客流、收入端依然承压，二次降价风险仍存，我们继续推荐确定性强、盈利性好的人工景区。

【重点推荐】中国国旅、首旅酒店、锦江股份、宋城演艺、华住、中公教育

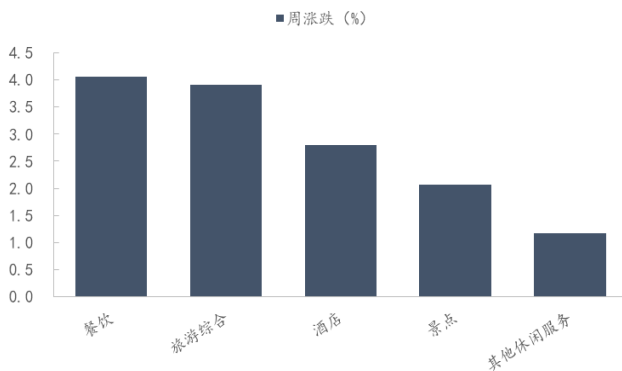
【长期推荐】中青旅、众信旅游、黄山旅游、携程、中教控股、中国东方教育

【重点关注】凯撒旅游、峨眉山 A、丽江旅游、宇华教育、美吉姆

2.2.1 市场整体表现

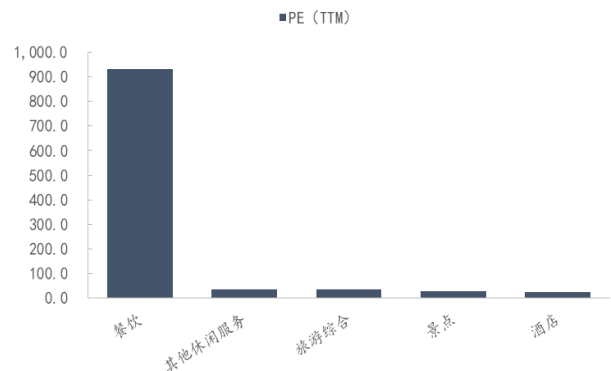
本周社会服务各子板块涨跌幅依次为：餐饮（4.05%）、旅游综合（3.91%）、酒店（2.80%）、景点（2.07%）、其他休闲服务（1.16%）。

图 9：社会服务子行业涨跌幅



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 10：社会服务子行业市盈率

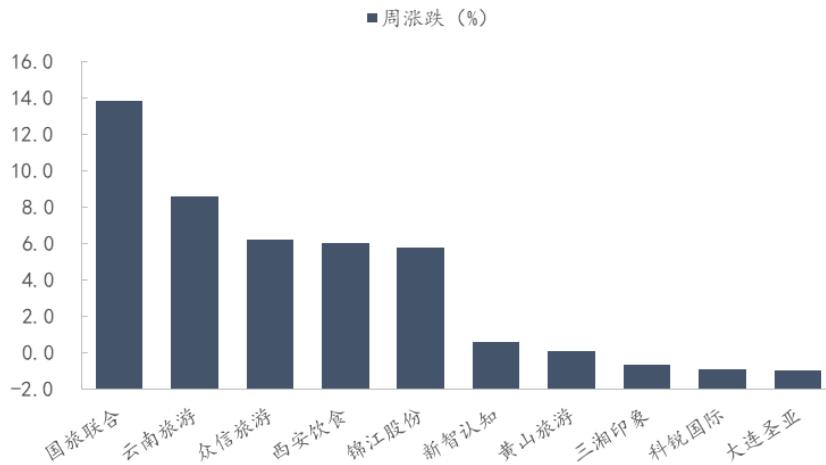


资料来源：Wind、东兴证券研究所

本周社会服务涨跌幅前五的公司为国旅联合（13.81%）、云南旅游（8.58%）、众信旅游（6.24%）、西安饮食（6.04%）、锦江股份（5.77%）；排名后五位的公司为新智认知（0.56%）、黄山旅游（0.11%）、三湘印

象（-0.66%）、科锐国际（-0.93%）、大连圣亚（-0.95%）。

图 11：社会服务行业涨跌前五的公司



资料来源：Wind、东兴证券研究所

2.2.2 重点公司追踪

● 品牌运营方增资陶陶居，广酒促餐饮双品牌协同发展

事件：广州酒家于 2019 年 12 月 4 日与食尚国味、尹江波签署了《合作框架协议》。根据协议约定，合作方拟以现金及资产出资方式对陶陶居公司增资。增资完成后，公司持有陶陶居公司约 55% 股权且为控股股东及实际控制人，合作方合计持有陶陶居公司约 45% 股权。

点评：食尚国味系陶陶居餐饮板块实际运营方，2015 年 7 月，食尚国味以 279.11 万元竞拍下陶陶居品牌使用权并开始扩张，目前在全国范围内共经营着 15 家陶陶居餐饮门店。此次增资动作，是深入落实混合所有制改革的积极探索，通过引入不同所有制形式的合作方，激发企业发展活力。同时，广州酒家旗下的双餐饮品牌得以发挥协同效应，品牌之间形成优势互补，陶陶居成功异地复制的先例将帮助广州酒家门店的外延拓展。

● 国内最大灵工服务商人瑞人才赴港 IPO

事件：人瑞人才（06919.HK）12/03-12/06 日招股，拟发售 3800 万股，其中香港发售 380 万股，国际发售 3420 万股；发售价 26.60 港元-28.90 港元；每手 100 股；预期 12 月 13 日上市。

点评：作为国内最大灵活用工服务商的人瑞人才，也是国内唯一一家拥有自主开发 O2O 招聘平台的灵活用工服务提供商，公司目前服务网络覆盖超 150 个城市的客户，开设超过 20 间办公室，服务过近半数独角兽企业。公司主营业务为灵活用工、专业招聘及其它人力资源解决方案，其中灵活用工为公司最主要业务，营收占比在 90% 以上。2018 年公司按灵活用工员工数计占据市场份额的 1.5%，按产生收入计占据市场份额的 2.5%，均位列行业首位。据灼识咨询数据，国内灵活用工 2014 年至 2018 年的复合年增长率高达 26.4%，大幅超过劳务派遣、人事代理和其它形式的人力外包，预计 2018 年至 2023 年的复合年增长率达到 24.5%，2023 年市场规模将达到 1771 亿元，龙头服务商人瑞人才将有效享受行业增长红利。

● 黄山旅游拟设立全资子公司，拓展餐饮业务领域

事件：12月3日，黄山旅游发展股份有限公司发布公告，公司投资3000万元设立黄山南徽餐饮管理有限公司，并以此为平台，实现业务领域的拓展。

点评：为进一步拓展徽商故里品牌和市场价值，公司决定投资3000万元设立黄山南徽餐饮管理有限公司，并以此为平台，突破传统的单一美食宣传和销售维度。其中餐饮板块主要以杭黄高铁、长三角为中心，侧重在长江以南一二线及新老徽商聚居城市布局设点，实现餐饮业务领域的拓展，着力提升公司可持续发展和盈利能力。

2.3 商贸零售：细分行业集中度提升，重点关注确定性高的超市板块

超市行业集中度持续提升，龙头企业保持高增速。当前CPI升值3.8%利好超市同店业绩改善，超市板块整体保持稳健增长。行业格局分化，行业内整合进程持续、龙头企业展店加速，行业集中度加速提升。同时超市行业在消费需求驱动下呈现全渠道的变革趋势。在行业变革中，龙头企业率先进行业态调整，凭借自身优势提高市场份额，建议关注永辉超市、高鑫零售、红旗连锁。

电商方面，我们看好未来低线地区人口渗透率的提升所带来的新增人口红利，以及电商龙头自身对于供应链的整合，同时电商货币化率仍然有提升空间，建议关注电商龙头阿里巴巴、拼多多和京东。

龙头企业渠道、品牌、产品结构优势凸显。三季度限额以上珠宝增速下滑主要由于去年同期高基数下，叠加金价上涨过快影响，抑制居民消费。春节前黄金珠宝将迎来销售高峰，龙头企业产品、品牌、渠道优势显著有望最先收益，建议关注：老凤祥、周大生、豫园股份。

【重点推荐】永辉超市、周大生、老凤祥、阿里巴巴、拼多多

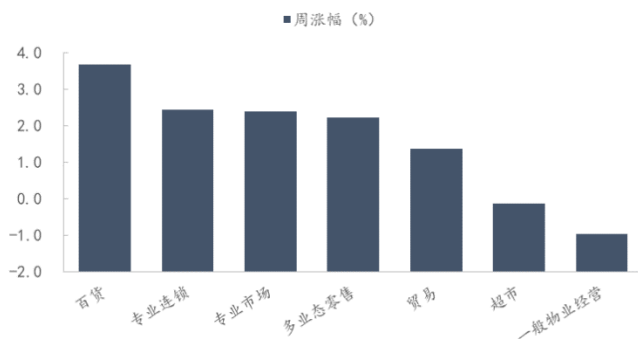
【长期推荐】天虹股份、苏宁易购

【重点关注】京东、王府井、豫园股份、高鑫零售、红旗连锁、重庆百货、东百集团

2.3.1 市场整体表现

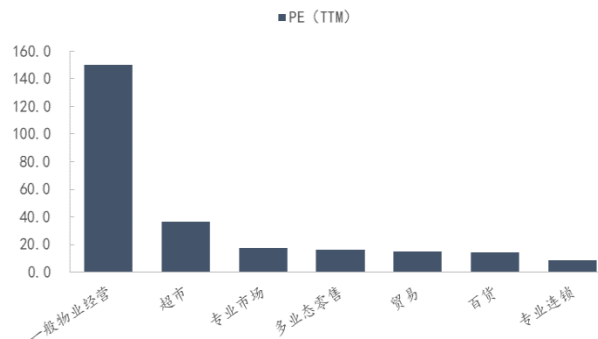
本周商贸零售各子板块涨跌幅依次为：百货（3.67%）、专业连锁（2.44%）、专业市场（2.40%）、多业态零售（2.22%）、贸易（1.38%）、超市（-0.12%）、一般物业经营（-0.97%）。

图 12：商贸零售子行业涨跌幅



资料来源：Wind、东兴证券研究所

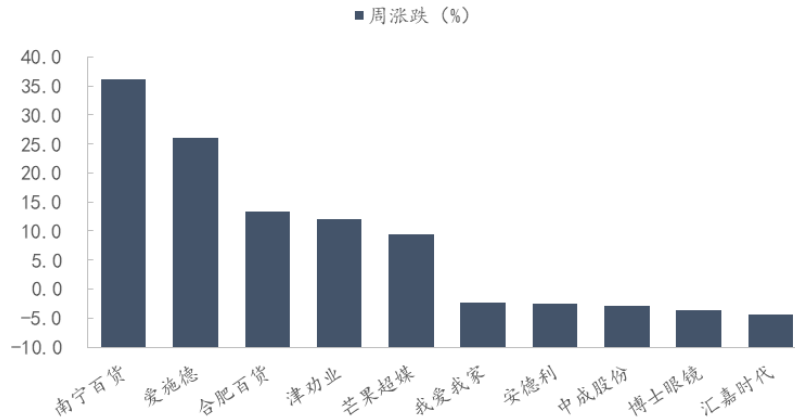
图 13：商贸零售子行业市盈率



资料来源：Wind、东兴证券研究所

本周商贸零售涨幅前五的公司为南宁百货(36.22%)、爱施德(26.04%)、合肥百货(13.36%)、津劝业(12.02%)、芒果超媒(9.46%);排名后五位的公司为我爱我家(-2.28%)、安德利(-2.50%)、中成股份(-2.81%)、博士眼镜(-3.72%)、汇嘉时代(-4.48%)。

图 14：商贸零售行业涨跌前五的公司



资料来源：Wind、东兴证券研究所

2.4 农林牧渔：关注消费旺季猪价反弹，持续推荐养殖全产业链

生猪养殖：本周猪价环比上涨 5.18% 至 33.89 元/kg。中南大区调运政策影响下，南方区域猪价上涨较为明显，华北东北猪价先涨后跌。全年消费旺季即将到来，南方制作腊肉以及北方年猪需求将持续提振消费，猪价将持续上涨行情。多家上市企业公布 11 月销售数据，其中天康生物和新希望出栏生猪实现同比增长，增幅分别为 11.56% 和 66%，此外受到 11 月猪价回调影响，各家企业出栏均价均出现了一定下滑。建议重点关注具备种源优势与防疫能力，能够持续强化成本优势和出栏成长的优质标的，此外出栏分布在南方高价区的企业有望受益于区域高猪价，重点标的牧原股份、温氏股份、新希望。

动物保健：10 月能繁母猪存栏环比回升 0.6%，生猪存栏降幅明显收窄，预计 11 月生猪存栏将加速回升，动保行业需求回升拐点已至，2020 年业绩回升确定性高。特别是生猪市场苗业务占比较高的企业将享受更大的弹性，重点推荐具备平台优势、一针多苗混合免疫方案得到广泛认可的生物股份，公司近日公告称，截止 11 月 30 日，公司已耗资 1.3 亿元累计回购 0.59% 股份，彰显公司发展信心。

白羽肉鸡养殖：本周主产区毛鸡均价 10.27 元/公斤，环比上涨 0.8%；鸡苗均价 7.00 元/羽，环比下跌 23.1%。受春节期间屠宰企业放假影响，临近停孵期，养殖端补栏积极性低迷，苗价出现回落。毛鸡及鸡肉价格需关注终端消费情况，综合全年来看，龙头企业盈利可观，持续推荐全产业链龙头圣农发展，祖代父母代鸡苗龙头益生股份。

宠物：瑞派宠物医院于 12 月 5 日宣布完成由美国玛氏集团投资的 C 轮融资，投后估值预计达到 70 亿美元，预计未来 5 年门店数量将超过 1000 家。玛氏作为美国最大的宠物连锁医疗服务提供商之一，此次投资瑞派也是公司布局中国宠物连锁医疗市场的重要举措。我国宠物消费市场超过 2000 亿元，年增长接近 20%，食品和医疗是其中最大的细分领域，未来这两个细分领域都有望成长出媲美世界龙头的航母级企业，推荐关注瑞普生物、佩蒂股份、中宠股份。

【重点推荐】生物股份、中牧股份、温氏股份、牧原股份、新希望

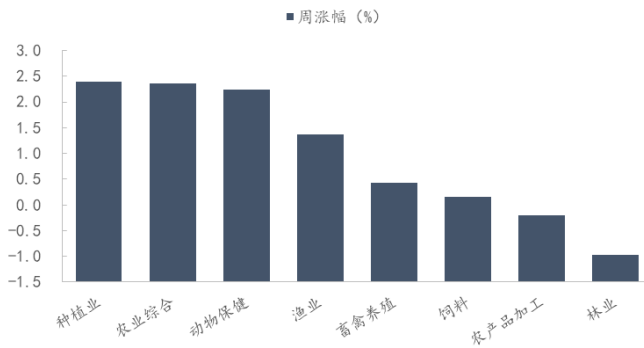
【长期推荐】正邦科技、圣农发展、益生股份、海大集团

【重点关注】佩蒂股份、中宠股份、民和股份、仙坛股份

2.4.1 市场整体表现

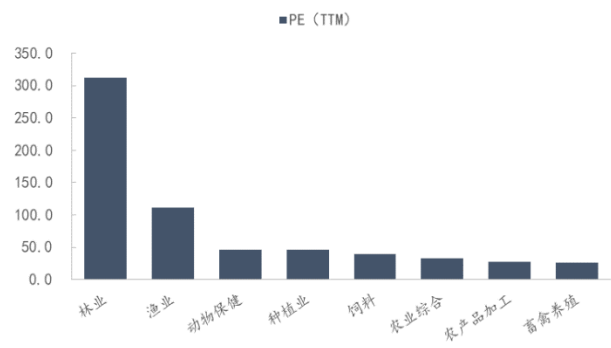
本周农林牧渔各子板块涨跌幅依次为：种植业（2.39%）、农业综合（2.36%）、动物保健（2.23%）、渔业（1.37%）、畜禽养殖（0.43%）、饲料（0.16%）、农产品加工（-0.20%）、林业（-0.98%）。

图 15：农林牧渔子行业涨跌幅



资料来源：Wind、东兴证券研究所

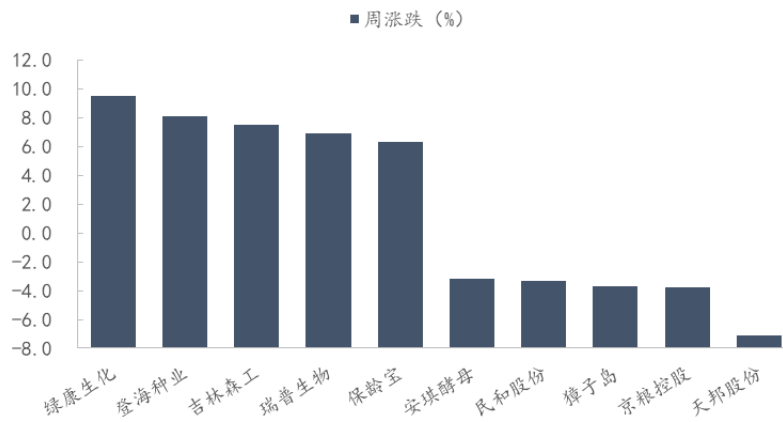
图 16：农林牧渔子行业市盈率



资料来源：Wind、东兴证券研究所

本周农林牧渔涨幅前五的公司为绿康生化（9.49%）、登海种业（8.10%）、吉林森工（7.54%）、瑞普生物（6.92%）、保龄宝（6.29%）；排名后五位的公司为安琪酵母（-3.17%）、民和股份（-3.34%）、獐子岛（-3.66%）、京粮控股（-3.78%）、天邦股份（-7.10%）。

图 17：农林牧渔行业涨跌前五的公司



资料来源：Wind、东兴证券研究所

2.4.2 重点公司追踪

● 新希望投资 9 个生猪养殖项目

事件：公司公告披露在广西、湖北等地投资 89.5 亿元投资 9 个生猪养殖项目，项目规划出栏量 686.5 万头。

点评：各大龙头企业近期纷纷加大生猪养殖产能布局，农业农村部公布《加快生猪生产恢复发展三年行动方案》，鼓励恢复生猪产能的项目，并给予资金和政策层面的支持。新希望借行业低谷期扩张产能，有利于充分享受政策红利壮大生猪业务布局，进一步提升自身的影响力和市占率。

2.5 纺织服装：推荐优质赛道运动服饰行业和羽绒服行业，关注国产品牌

全社会零售总额 1-10 月累计同比增长 8.10%，比去年同期下滑 1pct；服装类限额以上零售额 1-10 月累计同比增长 2.8%。比去年同期下滑 5.6pct。服装整体增长承压下，运动服饰和羽绒服品类仍然有较好增长。运动服饰受到运动人群增加、穿着场景拓展和消费升级拉动，整个行业扩容发展。羽绒服品类在我国渗透率尚低，近几年随着国外超高端品牌进驻中国拉动了行业整体价位，国产品牌高端化战略前景良好。继续推荐三条投资主线：1) 运动服饰发展为国产品牌和优秀制造带来的机会；2) 高端女装中内生增长强劲的公司；3) 低估值和稳健增长的童装和休闲服饰龙头。

1. 运动鞋服行业赛道优，国牌崛起正当时，推荐李宁、安踏体育、申洲国际。李宁三季度同店取得 10%-20% 高段增长，零售流水取得 30%-40% 低段增长，2020 Q2 订货会取得 10%-20% 低段增长。安踏主品牌流水获得中双位数增长，FILA 品牌实现 50%-55% 增长，其他品牌 30%-35% 增长。

2. 女装行业今年部分公司显示出强劲的内生增长韧性，建议关注地素时尚、江南布衣。地素时尚在三季度取得 18.78% 的收入增速，引领女装行业发展增速，且均为内生增长贡献，我们认为正是较高的粉丝粘性带来了品牌的韧性。同时两家女装公司具有稳定的分红，估值目前处在较低位置，将有较好的绝对收益。

3. 在细分领域建立绝对优势，继续享受份额提升的公司，森马服饰和波司登。森马服饰的巴拉巴拉在市占率方面与国外龙头相比仍有较大提升空间，公司的电商部门今年新的办公楼和仓储系统投入使用，未来发展可期。波司登作为国内羽绒服行业的绝对领先者，高端化战略稳步推荐，市场份额持续提升。

【重点推荐】李宁、安踏体育、申洲国际、地素时尚、波司登

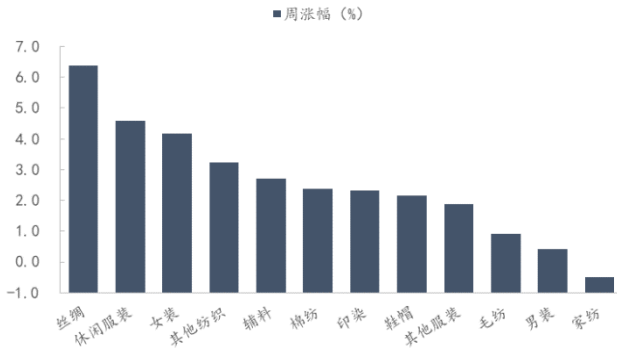
【长期推荐】地素时尚、海澜之家

【重点关注】比音勒芬、歌力思、百隆东方、华孚时尚

2.5.1 市场整体表现

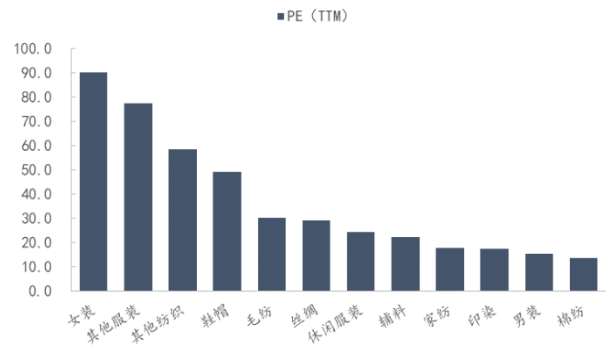
本周纺织服装各子板块涨跌幅依次为：丝绸(6.38%)、休闲服装(4.58%)、女装(4.16%)、其他纺织(3.23%)、辅料(2.71%)、棉纺(2.37%)、印染(2.31%)、鞋帽(2.15%)、其他服装(1.88%)、毛纺(0.92%)、男装(0.43%)、家纺(-0.51%)。

图 18：纺织服装子行业涨跌幅



资料来源：Wind、东兴证券研究所

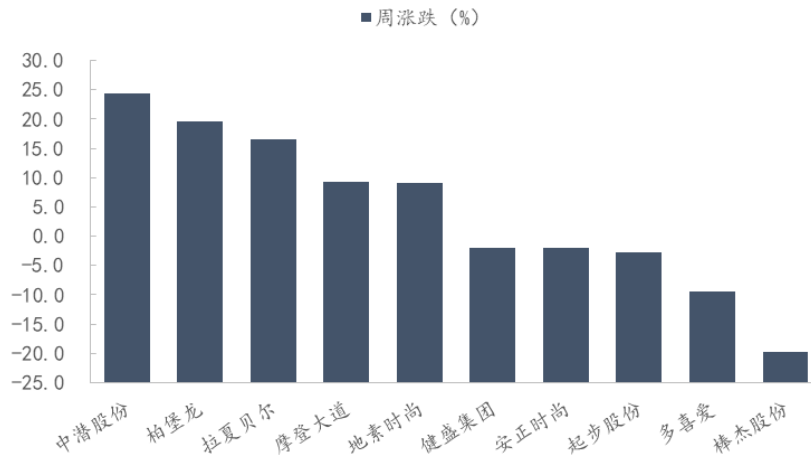
图 19：纺织服装子行业市盈率



资料来源：Wind、东兴证券研究所

本周纺织服装涨幅前五的公司为中潜股份 (24.38%)、柏堡龙 (19.63%)、拉夏贝尔 (16.48%)、摩登大道 (9.22%)、地素时尚 (9.10%)；排名后五位的公司为健盛集团 (-2.05%)、安正时尚 (-2.09%)、起步股份 (-2.73%)、多喜爱 (-9.42%)、棒杰股份 (-19.80%)。

图 20：纺织服装行业涨跌前五的公司



资料来源：Wind、东兴证券研究所

2.5.2 重点公司追踪

● 波司登：中报亮眼，未来高端化战略可期

事件：上周公司发布 2019 年中期业绩公告，截至 2019 年 9 月 30 日止六个月内，公司收入增加 28.8%至 44.36 亿元人民币，毛利率提升 1.2pct 至 43.5%；净利润上升 36.4%至 3.43 亿元人民币。

点评：渠道扩张配合产品策略，羽绒服业务拉动收入高增：产品方面，全面整合研发和设计师资源，强化产品核心竞争力；渠道方面，开店速度加快，渠道结构改善。品牌势能推升产品价格段，毛利率稳中有升。报告期内公司毛利增加 32.6%至 19.3 亿元，毛利率提升 1.2pct 至 43.5%，主要系羽绒服业务毛利增加。存货、

现金流等各项经营指标向好，公司增长稳健。2019/20 财年是公司战略转型的第二年，高端化和提升市场份额将是公司未来几年的主题，对公司发展持续看好。

2.6 轻工制造：包装纸价持续上涨，家居板块关注竣工回暖逻辑

化妆品：双 11 化妆品再迎高增，最大边际变化来源于国产化妆品的加速崛起。经济疲软时期口红效应凸显，行业维持高景气度，长期看好国产化妆品的营销（社交电商）、渠道（单品牌店）、产品（爆款）三维发力，重点关注珀莱雅、上海家化、丸美股份、壹网壹创等。

家居：10 月住宅竣工明显回暖，预计 18 年开工高增速会继续反映在 20 年竣工增速回暖上，建议关注工程业务较强的标的。长期看家居行业仍会有内部竞争整合。预计龙头企业将通过拓品增效和提效控费提升竞争力，并探索与家装业的融合。看好在产品、服务与效率上最先突破的欧派家居、尚品宅配、顾家家居等。

造纸：本周废纸及包装纸价继续上涨。包装纸前期产量偏低，去库存情况较好，旺季来临叠加内外需出现回暖迹象，包装纸企涨价函落实较顺利，纸企 Q4 业绩有望触底。文化纸龙头三季报盈利继续修复，提价落地支撑 Q4 延续回暖趋势。浆价持续低位利好生活用纸，推荐渠道红利释放及双品牌协同发展的中顺洁柔。

【重点推荐】中顺洁柔、顾家家居、珀莱雅、上海家化、

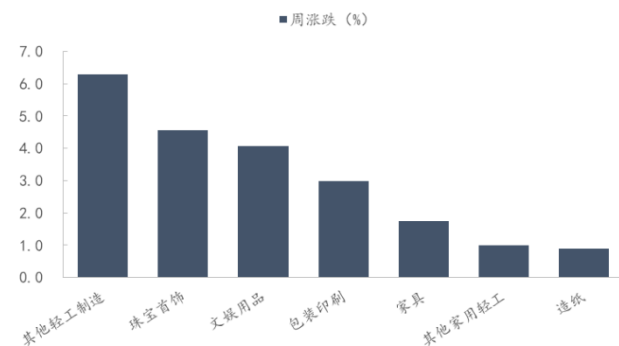
【长期推荐】欧派家居、尚品宅配、晨光文具、太阳纸业、丸美股份

【重点关注】索菲亚、美凯龙、晨鸣纸业、华熙生物、青松股份

2.6.1 市场整体表现

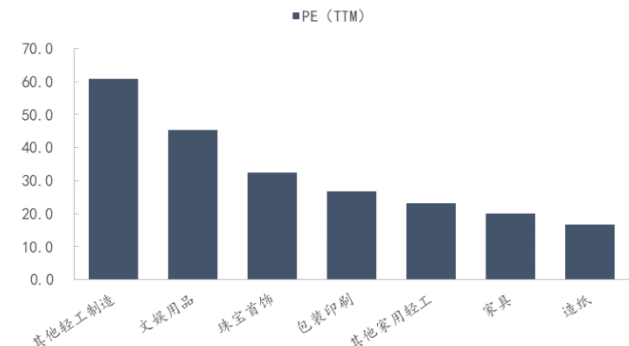
本周轻工制造各子板块涨跌幅依次为：其他轻工制造（6.29%）、珠宝首饰（4.55%）、文娱用品（4.06%）、包装印刷（2.99%）、家具（1.75%）、其他家用轻工（1.01%）、造纸（0.89%）。

图 21：轻工制造子行业涨跌幅



资料来源：Wind、东兴证券研究所

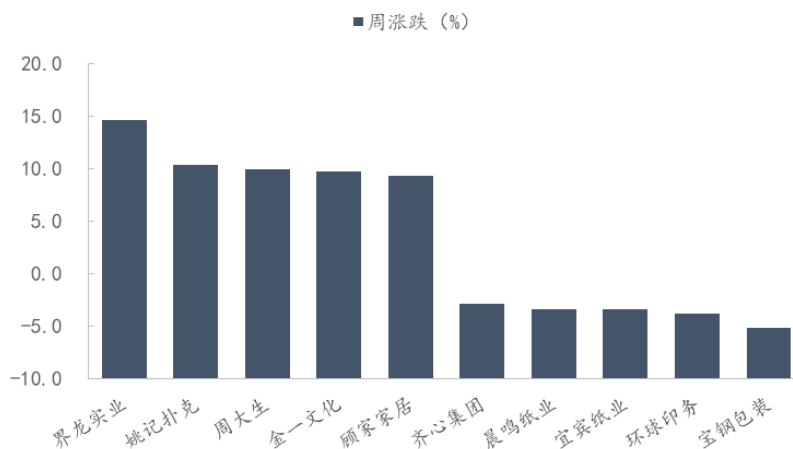
图 22：轻工制造子行业市盈率



资料来源：Wind、东兴证券研究所

本周轻工制造涨幅前五的公司为界龙实业（14.65%）、姚记扑克（10.34%）、周大生（9.99%）、金一文化（9.78%）、顾家家居（9.36%）；排名后五位的为齐心集团（-2.83%）、晨鸣纸业（-3.38%）、宜宾纸业（-3.39%）、环球印务（-3.82%）、宝钢包装（-5.19%）。

图 23：轻工制造行业涨跌前五的公司



资料来源：Wind、东兴证券研究所

3. 重点标的近期重要事项提醒

表 1：重点标的近期重要事项提醒

公司代码	公司名称	时间	事项
食品饮料			
002568.SZ	百润股份	2019/12/16	限售股份上市流通
商贸零售			
600655.SH	豫园股份	2019/12/12	限售股份上市流通
601933.SH	永辉超市	2019/12/10	限售股份上市流通
农林牧渔			
000876.SZ	新希望	2020/1/23	限售股份上市流通
社会服务			
002707.SZ	众信旅游	2020/1/16	限售股份上市流通
6007.HK	中国东方教育	2019/12/12	限售股份上市流通
纺织服装			
3998.HK	波司登	2020/1/14	分红派息
002832.SZ	比音勒芬	2019/12/23	限售股份上市流通
轻工制造			
002511.SZ	中顺洁柔	2019/12/23	股东大会召开
601828.SH	美凯龙	2019/12/27	股东大会召开

资料来源：Wind、东兴证券研究所

4. 风险提示：

宏观经济下行，消费能力减弱，各行业相关风险等。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业	东兴证券电商行业“不一样的财报解读”之 2019 年三季度：阿里很棒，京东有惊喜，拼多多也不差	2019-11-26
行业	东兴证券电商行业“双十一”专题报告：成交额增速符合预期，四大边际亮点引人注目	2019-11-12
行业	东兴证券纺织服装淘数据 10 月刊：“双 11”集中效应显现，行业十月表现偏平淡	2019-11-12
行业	东兴证券农林牧渔行业深度报告：动保空间超千亿，平台型企业潜力足	2019-11-07
行业	东兴证券“不一样的财报解读”系列之 2019 年三季度：超市行业，竞争分化集中度加速提升，多业态全渠道趋势强化	2019-11-06
行业	东兴证券农林牧渔“不一样的财报解读”系列之 2019 年三季度：独领风骚的养殖产业链	2019-11-06
行业	东兴证券运动服饰行业“不一样的财报解读”系列之 2019 年三季度：仍为服装最景气赛道，继续推荐国产双龙头	2019-11-05
行业	东兴证券“不一样的财报解读”系列之 2019 年三季度：啤酒行业，远离拐点加速向上，开启结构升级军备竞赛	2019-11-05
公司	安琪酵母(600298.SH)：行业整合加剧安琪受益，重申业绩逐步改善确定性	2019-11-26
公司	生物股份(600201.SH)：平台优势明显，长期看千亿市值	2019-11-07
公司	海澜之家(600398.SH)：主品牌收入环比提速，其他品牌有望次第开花	2019-11-02
公司	地素时尚(603587.SH)：2019 年三季度点评，三季度再提速显强韧性，品牌内生增长动力足	2019-11-02
公司	中炬高新(600872.SH)：2019Q3 财报点评，调味品主业不断聚焦，公司业绩平稳增长	2019-11-02
公司	中国国旅(601888.SH)：离岛免税延续高增，长看规模优势强者更强	2019-11-02
公司	红旗连锁(002697.SZ)：定位社区场景，展店加速主业保持高增	2019-11-02
公司	泸州老窖(000568.SZ)：2019 年三季度点评，业绩增长稳健亮眼，高档酒提价放量未来可期	2019-11-01
公司	伊利股份(600887.SH)：费用回落利润高增，长期发展逻辑不变	2019-11-01
公司	五粮液(000858.SZ)：量价齐升再次确认，新班子带入新境界	2019-11-01
公司	中青旅(600138.SH)：Q3 业绩符合预期，长看整合协同效应显现	2019-11-01
公司	首旅酒店(600258.SH)：中高端酒店持续发力，期待 Q4 经营数据企稳	2019-11-01
公司	森马服饰(002563.SZ)：童装强者恒强，休闲装短期承压，公司运营提升	2019-11-01
公司	锦江酒店(600754.SH)：业绩整体稳健，展店持续提速	2019-11-01

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘畅

东兴证券研究所大消费组长、首席分析师。先后职于天风证券研究所、东方基金、泰达宏利基金。杜伦大学金融学一等学位，北京航空航天大学工学、法学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责食品饮料、商贸零售、社会服务、轻工造纸、农林牧渔、纺织服装的研究工作。2018年获得万得wind平台综合影响力第一名，万得wind食品饮料最佳分析师第三名，同花顺ifind食品饮料最佳分析师第二名。

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。

娄倩

曾就职于方正证券研究所、方正证券投资，于2018年6月加入东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

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。

研究助理简介

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法律责任。

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。