

分析师: 刘冉

执照编码: S0730516010001

liuran@ccnew.com 021-50586281

消费上涨面扩大, 市场重拾旧时脉搏

——消费板块投资周思考 (2.1—2.5)

证券研究报告-行业周报

同步大市 (维持)

盈利预测和投资评级

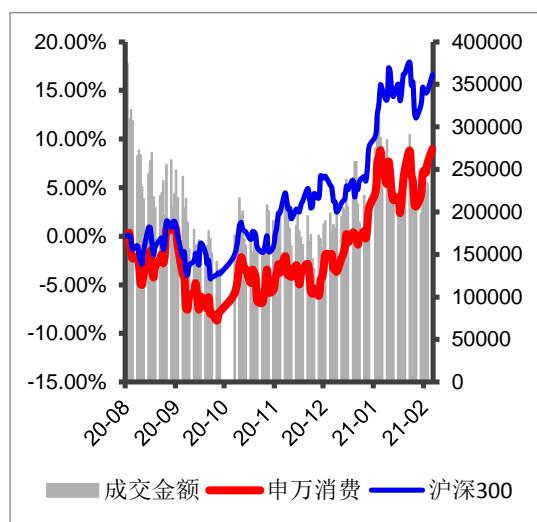
发布日期: 2021年02月08日

公司简称	19EPS	20EPS	20PE	评级
安琪酵母	1.10	1.71	30.46	增持
双塔食品	0.15	0.29	42.00	增持
洽洽食品	1.19	1.48	42.78	增持
上海家化	0.83	0.55	72.36	增持
泸州老窖	3.17	4.12	60.68	增持
中国飞鹤	0.48	0.64	36.02	增持
新宝股份	0.86	1.17	42.82	增持
海尔智家	1.25	0.87	36.78	增持
锦江酒店	1.14	0.46	109.87	增持

投资要点:

- 上周 (2.1 日-2.5 日), 消费板块出现了较大规模的上涨行情, 一扫前期的低迷情绪。具体地, 按照中信三级分类, 上涨板块包括: 旅游零售 (18.01%)、景区 (4.18%)、旅游服务 (0.41%)、休闲 (2.67%)、在线教育 (4.94%)、白电 (2.77%)、小家电 (1.23%)、厨电 (3.2%)、照明 (1.52%)、大众/中高端成人品牌服饰 (5.31%/1.1%)、家纺 (1.06%)、白酒 (8.3%)、啤酒 (4.37%)、其他酒类 (2.93%)、软饮料 (2.4%)、速冻食品 (8.69%)、休闲食品 (5.02%)、食品综合 (0.49%)、饲料加工 (9.61%)、畜牧养殖 (10.16%)。其中, 旅游零售、白酒、饲料、畜牧养殖、在线教育、景区、品牌服饰和速冻食品已经连续两周上涨。
- 政府加重对离岛免税消费的政策倾斜, 免税板块大幅上涨。旅游零售 (免税) 板块维持了上年以来的上涨行情, 1 月 1 日至今二级市场的涨幅已经达到 22.84%。国家近期对于免税高端消费和农村消费等社会结构中的两端消费增强了政策支持力度。具体地, 2 月 2 日, 财政部、海关总署、税务总局发布联合公告: 海南省的离岛免税购物将增加邮寄物流和返岛提货两项服务措施。该措施将会扩大消费者的品类选择, 鼓励亲人带货, 有效地增加客单价和免税收入。免税板块的头部企业中国中免上年实现净利润 (归母扣非) 59.38 亿元, 同比增 55.05%, 当前公司股价的 PEG (price/growth) 值是 1.13 倍, 尚在合理区间。中国的高档消费市场潜力巨大, 免税政策仅仅刚刚开始, 即使考虑到未来政策的普惠面加大, 市场总量的增长仍可保持在较高的双位数水平。
- 宋城演艺公布年报, 带动景区及周边板块上涨。景区的业绩底已经形成, 随着气候转暖景区旅游流量有望环比逐步回升。公司 2020 年的业绩好于预期, 且业务逐季回升。从上年四季度的

消费指数相对市场的表现



资料来源: WIND

相关报告

联系人: 朱宇澍

电话: 021-50586983

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 14 楼

邮编: 200122

情况来看，旅游业在局部上已经修复了七成的体量，目前行业的底部特征较为明确，随着天气转暖和旅游季到来，上市公司的基本面将会加快好转，景区及其相关板块有望持续走出良好的行情。

- **饲料价格走高，带动饲料板块的景气度。**自 2020 年以来，主要饲料成分玉米、豆粕和菜粕的价格均走高，且涨幅较大，其中豆粕价格上涨 43.06%，菜粕价格上涨 23.67%，玉米价格上涨 35.09%。目前来看，饲料价格仍在高位，国家通过大量进口玉米、大豆和高粱等农作物以对冲持续上涨的粮食和饲料价格。2020 年 1-10 月，国内累计进口的大豆、玉米、高粱和大麦的金额同比增长了 17.7%、97.3%、449.2%和 13.4%。这轮饲料价格上涨主要与生猪存栏量的快速上升有关，市场对饲料的需求量加大，但是供给端的反应有所滞后。目前生猪存栏量基本恢复至 2014 年，即供给侧改革之前的水平，饲料市场的供需即将达成新的平衡，饲料价格有望随着猪价的下行而同步下行。
- **持续看好畜牧养殖业的头部企业，相关标的的价值属性可类比“茅台”。**今年年初以来，我们持续推荐了畜牧养殖业的头部企业，包括牧原股份和圣农发展。畜牧业的逻辑与饲料不同。我们认为畜牧养殖业的周期性已经较历史上有所抚平，大型头部企业的市场份额已经举足轻重，市场波动正在减缓，而头部企业的盈利水平增强。事实上，在进入 2021 年后，在猪价下行的预期下，畜牧养殖板块在上年基础上继而又上涨了 14.16%，其中生猪和白羽鸡养殖领域的头部企业分别为牧原股份和圣农发展，二者的股价年内分别上涨了 38.2%和 13.7%，而同期大部分的同板块标的都是下跌的。在流动性持续收紧的资金环境中，各个细分领域的头部企业都会有较好的股价表现，这一逻辑在畜牧养殖、白酒等消费板块中均有十足的体现。
- **速冻食品板块的较好行情与产品的销售表现有关。**根据商超样本数据，2020 年安井的终端销售保持了 50%以上的增长，其中量增达到 40%，价增达到 10%；海欣的销售额增长 55%；广州酒家的速冻业务的销售额增长 120.85%；三全的市场基数远大于前者，但是销售额也保持了 10%的增长。考虑到速冻肉糜市场的低基数和高增长，以及安井和海欣当前的市占率仍相当低（其中安井的市占比仅 5%，而海欣和广州酒家则更低），我们认为速冻食品板块仍值得长期投资。
- **市场和销售持续高增的标的能够抵御流动性收紧的系统性风险。**从销售样本数据来看，目前保持高增的市场除了上述的速

冻肉糜和免税消费，还有火锅底料、复合调料、酱油、肉制品、食用油、面包、部分品牌的日化品、白电、小家电和低档白酒等。上述市场的快速增长方兴未艾，且由于市场份额极度分散（除白电外），未来的头部企业在高增长的过程中逐步脱颖。白电销售仍然保持了前期的高增长势头，表现为空调和冰箱不仅在出口市场而且在内销市场的双双高增长。上述市场中在 A 股的代表上市公司分别为安井食品、中国中免、天味食品、安记食品、千禾味业、海天味业、双汇发展、龙大肉食、金龙鱼、桃李面包、洽洽食品、御家汇、海尔智家、新宝股份和顺鑫农业。此外，我们关注到，即使在高增长的板块中，上市公司的业绩已经分化，去年的市场红利和市场普惠今年不会再有，故因密切关注消费品的终端销售数据。

- **通过跟踪 2020 年 8 月以来的个股跌幅，我们试图发现基本面优秀的超跌个股，以及估值仍较低的板块。**包括：双汇发展（-12.52%）、安琪酵母（-11.93%）、桃李面包（-4.45%）、小熊电器（-41.61%）、双塔食品（-21.79%）、宋城演艺（-5.46%）、天目湖（-10.89%）、海欣食品（-23.93%）。此外，超市板块期间下跌 28.92%，上市公司家家悦、红旗连锁、永辉超市、三江购物、新华都和北京城乡的跌幅分别达到-49.08%、-38.31%、-21.02%、-31.28%、-17.32%和-17.4%。对于上述个股，我们认为双汇发展、安琪酵母、双塔食品、海欣食品、宋城演艺和天目湖值得更多关注。
- **农产品、工业品价格上行，部分维持高位，部分近期略有回落，预计今年下游行业的成本均会上升。二级市场层面，消费品板块往往会随着上游价格的上行而走出共同繁荣的行情，比如双汇之于猪肉价格，以及伊利之于原奶价格。在上游价格上涨期间，二级市场对于下游提价的预期更加振奋，以至于压倒了对成本上涨的忧虑。**

包材价格上涨，预计今年大多数消费行业的包装成本都将会增加。

但是，糖价下跌。截至 1 月底，南宁食糖现货价为 5245 元/吨，同比降 11.33%。

常熟男装景气指数持续上行，供需两旺。国内棉花价格高位略有回落，柯桥纺织景气指数随之略回落。

中国物流业景气指数高位回落。

原奶采购价格环比回落，乳企的原料成本有望走低。

粮食进口维持较高的增长水平。上年国内大量进口国际农作物，一方面出于保卫粮食安全的意图，一方面可能也有为粮食合作方纾困的意图。比如，玉米、小麦、大麦、大豆和高粱等农作物的累积进口金额同比分别增长 97.3%、140.2%、36.3%、13.3% 和 478.6%。

国内农作物价格包括玉米、大麦、小麦和大豆等价格均在高位，目前仍无回落迹象。截至上年 10 月，玉米出库价为 2310 元/吨；截至 2021 年 2 月 7 日，国内大豆吨价为 5800 元，周环比持续上涨。

豆粕和菜粕价格维持高位，近两周小幅回落。

由于玉米价格高企，国内糖蜜价格维持高位，酵母生产商的成
本压力将会延续。

糯米价格高位回落，酿醋企业的成本压力减轻。

鸡蛋、蔬菜和水果价格节前跳升，但是进入 2 月以后有所回落。

随着春节临近，水产品价格上行明显，这也是近期水产板块异
动原因之一。

22 省生猪平均批发价格回落明显。截至 2 月 5 日，22 省生猪均
价为 32.53 元/公斤，较 1 月底降 10.5%，同比降 11.11%，猪肉
价格下行明显。

国内社会消费品零售总额降幅收窄。2020 年，社会消费品零售
总额累计同比降 3.9%，降幅逐月收窄。鉴于上年全年的基数较
低，预计今年 1 月的消费增幅将会由负转正。

- **投资策略：**上周消费板块的上涨面有效地扩大，反映了市场情
绪正在朝向乐观而演绎，此外，市场对于流动性的变化已经有
了充分预期。从上周的情况看，市场基本上回到了既有的思维
轨道，即回到对高增长标的和高安全标的（比如白酒）的关注
上来。我们的投资策略是：布局高增长的行业和个股；布局跌
幅已经较大的核心标的；布局出口型企业。

消费板块投资组合（2.8-2.12）

股票简称	所属板块	选股逻辑
锦江酒店	酒店	公司拥有各种优秀的资源，在疫情 期间逆势扩张份额，为未来业绩释 放打下基础。

安琪酵母	食品综合	公司是全球最大的活性干酵母和酵母抽提物供应商，公司在全球布局产能。公司的海外产能正在进入佳境，盈利不断走高；国内产能已经攻克环保高标，未来稳定释放利润。
双塔食品	食品综合	公司是全球最大的豌豆蛋白供应商，核心客户之一是欧美的植物肉生产商。去年以来，植物肉在欧美超市的销售保持高增长，抵消了餐饮渠道的销售收缩。此外，公司仍有白蛋白和低聚糖等新的利润增长储备。
泸州老窖	白酒	公司是高价白酒中的龙头企业，深谙高端白酒市场的操作手法，在强市和弱市中均能保持定力。公司是配置白酒的优质标的，有望走出节日行情。
洽洽食品	休闲食品	公司深耕零食业多年，有深厚的工业基础，并且向上游把控原料基地。公司在线下市场的基础好，线上销售增长迅猛。
上海家化	日常消费	公司是个人用品领域的头部企业，2020年8月以来股价跌幅已经接近25%，与前期高点相差34%。
中国飞鹤	乳制品	公司是国产奶粉供应商，上年以来国内市场的份额显著扩大，公司的品牌力和渠道力都相当卓越，是奶粉消费国产化的领军人。
海尔智家	白色家电	2020年下半年以来，白电市场的销售增幅回升，部分品类的市场行情良好，公司业绩有望稳健增长。此外，公司的出口竞争力有望持续增

强。

新宝股份 小家电 公司的内销市场保持高增，摩飞爆款形成模式壁垒；公司的外销市场比较稳定，订单充足。

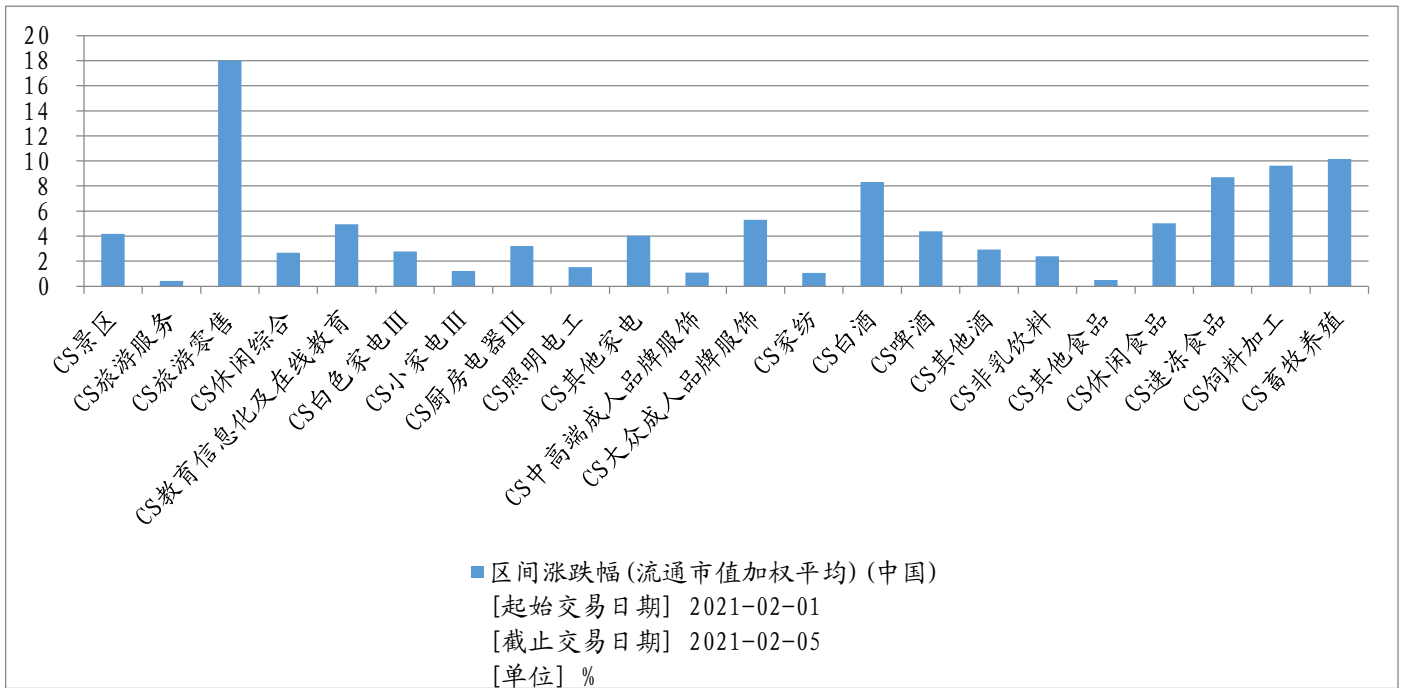
资料来源：中原证券

日期：2021年2月5日

备注：本组合自2020年5月11日成立以来，截至2021年2月8日收盘，组合累计收益率为34.7%，今年以来的超额收益率为-9.4%，年内最大回撤8.1%。

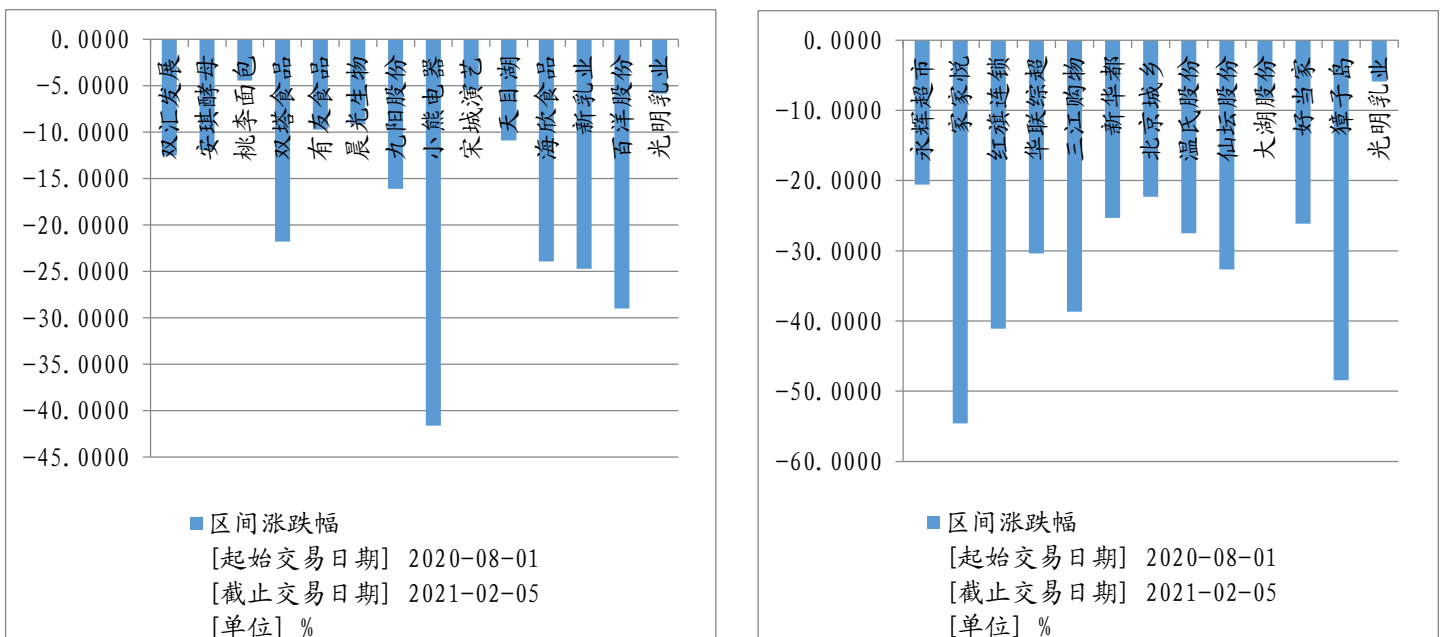
风险提示：流动性减少带来市场的系统性风险。市场利率走高，上市公司的融资成本上升，事实上部分银行近日来已经抬升了企业贷款利率。核心资产的销售或利润不及预期，可能会拉动资金“抱团”股瓦解，而再树风格之前市场会经历一段无序期。

图表 1: 周内消费板块上涨面扩大 (2.1-2.5)



资料来源: 中原证券 WIND

图表 2: 消费类核心资产的跌幅 (2020.8-2021.2)



资料来源: 中原证券 WIND

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。