

分析师: 刘冉

执照编码: S0730516010001

liuran@ccnew.com 021-50586281

## 可选消费与服务行情拐点确立

——消费板块投资周思考（2.22—2.26）

### 证券研究报告-行业周报

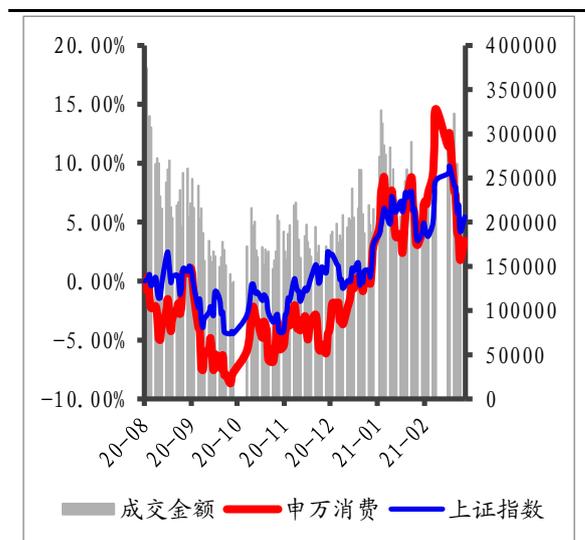
同步大市（维持）

#### 盈利预测和投资评级

发布日期: 2021年03月01日

公司简称	19EPS	20EPS	20PE	评级
飞亚达	0.49	0.68	19.13	买入
周大生	1.37	1.40	23.19	买入
上海家化	0.83	0.63	54.73	增持
宋城演艺	0.92	-0.73	/	增持
天目湖	1.07	0.50	55.20	增持
安琪酵母	1.09	1.63	32.76	增持
双塔食品	0.15	0.27	46.56	增持
洽洽食品	1.19	1.56	36.49	增持
牧原股份	2.82	7.87	14.47	买入
圣农发展	3.30	1.89	15.61	增持

#### 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

#### 投资要点:

- 拉长视角来看,年初以来消费板块涨跌各半,市场投资由必选消费转向可选消费和农业,这与上年形成了完全的逆转。具体地,年初以来,上涨的消费三级板块达到16个,同期下跌的为13个。上涨的板块涵盖了景区(11.86%)、酒店(6.61%)、休闲综合(9.55%)、旅游零售(9.21%)、家电3C(7.1%)、珠宝连锁(10.17%)、饲料(10.51%)、农药(5.15%)、动物防疫(6.57%)、畜牧养殖(18.99%)、日化(5.89%)以及户外/大众服饰(3.11%和0.69%)。年初以来,下跌的板块主要包括:白酒(-1.62%)、啤酒(-12.55%)、其他酒(-16.6%)、调味品(-12.73%)、乳制品(-2.58%)、肉制品(-6%)、其他食品(-6.69%)、宠物食品(-8.68%)、旅游服务(-12.56%)、白电(-4.75%)、小家电(-3.51%)、种植(-8.35%)和农加工(-20.16%)。我们看到,今年以来下跌的板块大都是上年大幅上涨的板块,而上年跌为“洼地”的板块今年以来都走出了较好的行情。
- 从近两周来看(2.8日-2.12日),部分形成跌势的板块略有反弹。具体地,餐饮、酒店、景区、旅游服务等板块延续了“拐点”行情;种业、种植业、畜牧业、饲料、水产、宠物和农加工等板块普遍上涨;百货、超市、连锁等零售业态终止下跌势头而普遍上涨;早幼教、基础教育和培训等板块止跌反弹;白电、黑电和厨电板块止跌反弹;纺织、印染、家纺等板块止跌反弹;白酒、啤酒、肉制品、乳制品、其他食品等略现反弹。其中,涨幅超过10%的板块包括:珠宝连锁、旅游服务、酒店、早幼教、培训、品牌服饰、种业、畜牧养殖和农加工,大都来自可选消费和服务领域。
- 从近期市场走势来看,尤其从年后的几个交易日来看,我们看到市场的投资主线正在形成,风格特征包括:

市场对于因疫情而受损的行业给予更多的关注，旅游及出行相关板块的投资确定性增强，包括景点、旅游服务、酒店、餐饮等相关板块的市场拐点逐步显现。全球疫苗注射进度快于预期，欧美等新冠高发国家的日新增已经显著地减少，疫苗的有效性不断得以印证。随着疫情有效减缓，全球范围的人员流动有望很快得以修复，市场的乐观预期将会持续拉动上述板块的向上行情，而由于前期较大的跌幅以及基本面受损较为严重，未来上述板块的业绩和估值弹性都将会更大。相关上市公司的业绩仍处于负增或亏损区间，而公司的估值率先修复，在业绩实现正常增长之前投资机会都有望延续。

**可选消费相关板块迎来行情，包括零售、教育、品牌服饰等。**零售板块当前估值较低，百货、超市、家电 3C、珠宝连锁等业态的估值分别为 25.83、36.18、29.1 和 19.1 倍（2 月 22 日收盘价）。除估值因素外，居民消费和出行的修复对行业基本面也有积极促进作用。教育板块中，在线教育行情回落，而基础教育、早教和培训等线下相关教育出现底部攀升行情。纺织服装行业去年以来景气度较高，生产、需求和出口指数均上行，二级市场行情正在从产业链上游的纺织向下游的品牌服饰传导。此外，由于近期染料产业链价格普涨，成本上涨将会进一步推动印染板块的行情。

**畜牧和种子板块持续上涨。**近期召开的中央农业工作会议仅是农业板块上涨的短期因素，而行业潜在的发展逻辑才是板块持续上涨的根本原因。从今年“一号文件”中的表述来看，不同于往年的内容包括：一、畜牧业需建立现代养殖体系。按照我们的理解，未来畜牧养殖业的供给格局将会进一步集中，形成资本化、规模化和科学化的现代养殖农场，以降低养殖成本以及抚平供给波动。未来养殖业的龙头企业如牧原股份、新希望、温氏股份、圣农发展等上市公司将会长期受益，表现为公司对市场量价的掌控力增强，以及公司的现金流和业绩将会更加稳定。二、将种业的重要性提升到前所未有的高度，并以完整篇幅予以论述。我们认为，未来推进我国主粮转基因种子的商业化进程将是重中之重。目前我国上市种企处于业绩低点，相关种企有望借力迎来戴维斯双击。相关上市公司有大北农、隆平高科、荃银高科及奥瑞金种业。

- **市场时间仍属于周期板块，消费板块仍需要一个时期的自我整理。**A 股市场的本轮周期行情始于上年三季度，进入今年，周期主线进一步得到全球市场的配合。海外市场目前位于库

存底部，补库需求正在开启，从而引发大宗商品价格上涨、工业价格指数上行；而对经济活力的正面预期也拉升了美债的长端利率，以及增强了全球范围的通胀预期。考虑到中国的出口优势，A股的周期行情可能会由于海外市场的需求修复而被拉长和强化。我们认为，当前市场位于美林投资时钟的经济复苏区间，具体表征有：市场利率上行，黑色系、有色系、能化系的商品价格持续上涨，而同期黄金价格下跌，以及随着经济升温股票市场的风险偏好上升。在复苏区间，风险资产受到更多的资金青睐，而避险资产如美元和贵金属的估值将回落。就A股市场而言，货币中性与基本面向上的组合下，短期内市场的风险偏好仍会耽留于高位，股票资产的价值短期内仍有望抬升，但是资金将更多地集中在金融、有色、煤炭等低估值的周期板块，以此完成市场的补涨和轮涨阶段。

而消费和科技领域需要更久的时间来消化过高的估值。上年以来，市场给予消费板块的估值大部分来自于宽松的货币，而另一部分来自于对消费业绩的乐观估算。目前，流动性退潮正在带走消费类资产的流动溢价：美债利率上升进一步制约了央行的货币空间，近期流动性回笼的操作使市场利率升高，利率走高增加资产价格的折现分母，以及流动性减少从根本上弱化了消费资产的溢价。但是，由于消费类资产的良好基本面仍然坚实，同时今年的业绩大概率好于去年，所以尽管对于估值的“削峰”操作仍会持续，但是消费资产的估值不会无止境探底。

当前，周期板块正在被市场快速重估：选取2000年至今的时间区间，我们发现周期板块有四次主要的上涨，以及三次较大的下跌。其中，上涨行情分布在2005-2007年、2009-2011年、2014-2015年，以及2020年8月至今四个阶段。周期行情启动源于商品价格上涨，而商品价格上涨的经济背景不尽相同：2005-2007年，彼时中国经济快速增长，增长动能主要来自房地产和基建等投资项，较大的投资需求拉动了商品价格；2009-2011年，时值金融危机之后，央行推行货币宽松政策，并将货币大力投入基建和地产，投资项的增长拉动了经济以及商品价格；2014-2015年，为清除长期积累的过剩的工业产能，中国政府推行供给侧改革，有效减少了工业领域的过剩供给，由此推升了工业品价格，强周期企业得以脱困。与周期行情伴生的往往是商品价格的上涨，行情一般持续14个月；随着商品价格进入下行，周期行情结束，而之后的下

跌需要 12 至 30 个月不等。此轮周期行情始于 2000 年 8 月，到 2021 年年底历时 14 个月，时长将取决于全球需求的反弹力度。2000 年以来，消费板块呈单边上升行情，期间经历了三次回调，包括：2015-2016 年、2018 年、以及 2020 年 8 月至今，前两次分别历时 8 个月和 12 个月。本轮消费板块调整已经延续了 6 个月，参照历史，调整仍会持续一段时间。此外，我们预计三季度或四季度，补库存的动能趋弱，PPI 见顶。所以，从历史规律以及库存周期来看，我们判断此轮周期行情可能会在四季度见顶，而消费板块最早在四季度会得到市场的重新评估。长期来看，我们认为市场风格仍会回归消费与科技两大领域：周期行情往往属于阶段性的行情，与传统的经济周期伴生；而消费与科技符合中国经济结构转型的方向和趋势，代表的是未来的经济模式，相关资产的估值过高是因为市场上优质的资产供给太少，随着优质股票不断上市和被发掘，消费估值将会长期下降。

- **超跌板块和个股监控。**2020 年 8 月 1 日至 2021 年 3 月 1 日，前期涨幅较大的个股均有不同幅度的下跌，跌幅 10%至 30%不等。就跌幅而言，个股表现分化较大。下跌分为两种情况：一种属于“杀估值”式下跌，股价“水分”过大，通过下跌使股价与基本面更匹配，一种属于基本面与估值较为合理，股价下跌源于系统性拉带。跌幅较大的个股包括中炬高新（-25.86%）、双汇发展（-13.52%）、安琪酵母（-17.3%）、顺鑫农业（-11.22%）、克明面业（-33.22%）、双塔食品（-19.76%）、小熊电器（-44.54%）、九阳股份（-22.34%）、好当家（-19.82%）、獐子岛（-42.77%），以及超市连锁整体。期间，股价下跌幅度小于行业平均，市场表现显示较强韧性的个股有：青岛啤酒（-4.59%）、桃李面包（-9.64%）、绝味食品（-1.46%）、广州酒家（-5.93%）、仙乐健康（-8.67%）、晨光生物（-4.92%）、有友食品（-2.61%）、珀莱雅（-7.39%）、龙大肉食（-4.06%）、天味食品（-3.04%）。
- **投资策略：**对于后市，我们认为，一是，服务消费和可选消费的行情仍会延续，提前反映上市公司的业绩修复情况，包括：零售、景区、酒店、旅游服务、品牌服饰、教育等；二是，基本面和估值均具备优势的消费板块其实很难长期下跌，短期回调后仍会回至上涨通道，包括：白电、畜牧养殖等；三是，免税消费仍值得长期配置；四是，看好此轮海外需求的反弹空间，配置出口领域的龙头企业。具体地，反转行情确立，加大对酒店和景区板块的配置；随着旅游热度回升，

配置户外品牌服饰；免税市场容量可观，政策出台频繁，相对于市场容量而言有限的参与者基本形成垄断，可持续配置免税标的；白电与畜牧养殖业的投资逻辑接近，去年以来龙头效应增强，初具长期投资价值；部分外向型公司的价值长期被低估，而业绩却长期稳定增长。

### 消费板块投资组合

股票简称	所属板块	选股逻辑
飞亚达	连锁专营	公司是高端手表的零售连锁商，上年公司名表销售增长较高，增势有望延续至今年。
周大生	连锁专营	公司是黄金珠宝的零售连锁商，去年销售增长较高，龙头优势凸显，业绩今年有望延续。
上海家化	日用消费	近期公司业绩大幅改善，龙头地位突出，渠道发展较快。
宋城演艺	旅游景区	公司是景点演艺领域的第一股，模式新颖，盈利性好。业绩基数低，今年有望实现高反弹。
天目湖	旅游景区	公司的管理水平高于同行业，业绩质地优良，上年业绩基数低，今年反弹空间较大。
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。

---

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。

---

牧原股份 畜牧养殖 公司的规模效益突出。随着猪价趋势性下跌，公司的相对竞争优势将反而更加突出，国内市份额将会持续扩大。公司股价目前估值较低。

---

圣农发展 畜牧养殖 公司是白羽鸡养殖的龙头企业，随着行业格局改善，公司的业绩将会更加稳定，盈利波动有望减缓。

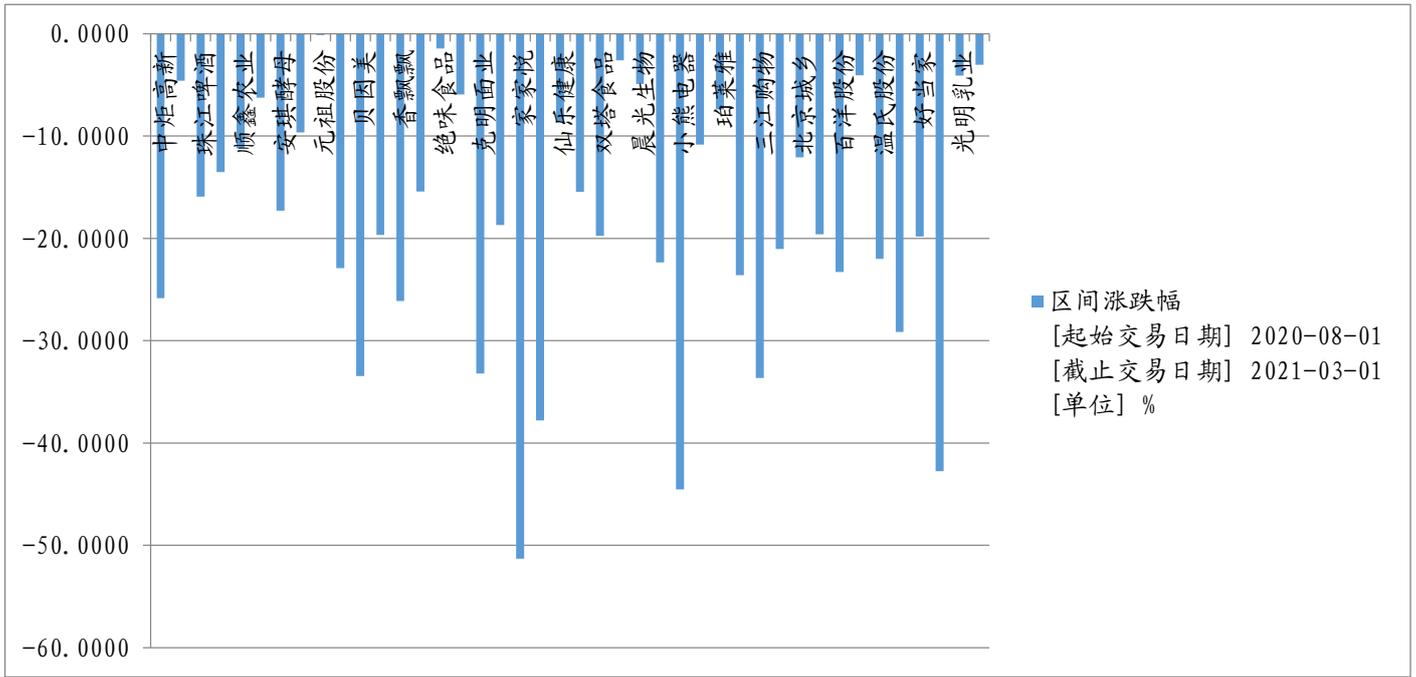
---

资料来源：中原证券

日期：2021年2月28日

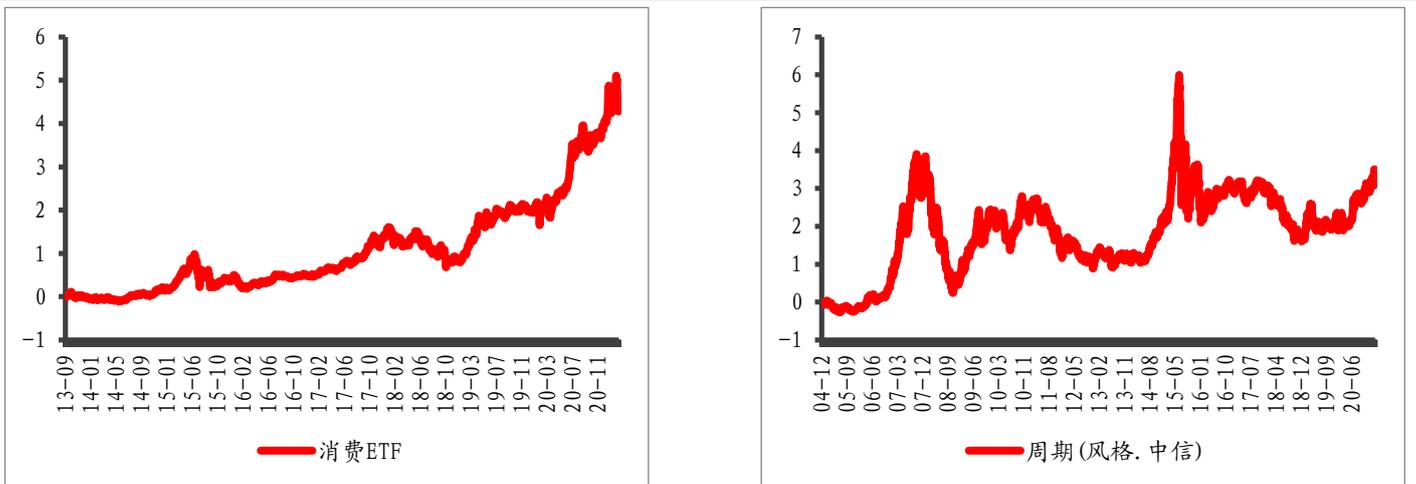
**风险提示：**流动性收缩将会给市场带来系统性风险；资金“抱团”股瓦解后，在形成新一轮投资风格之前市场会经历一段无序期；前期高估值资产的价格可能会持续下跌。

图表 1: 重点个股跌幅监控 (2020.8.1—2021.3.1)



资料来源: 中原证券 WIND

图表 2: A 股市场的消费和周期行情比较



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。