

分析师: 刘冉

执照编码: S0730516010001

liuran@ccnew.com 021-50586281

## 补涨行情显著, 市场转向可选消费

——消费板块投资周思考 (3.1—3.5)

### 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

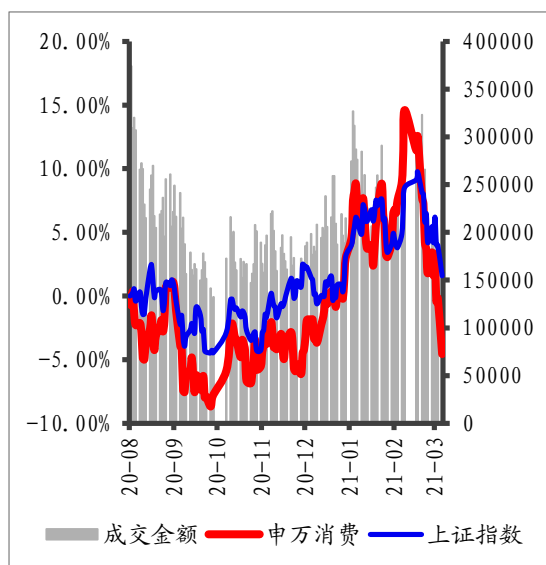
发布日期: 2021年03月08日

公司简称	19EPS	20EPS	20PE	评级
飞亚达	0.49	0.68	20.49	买入
周大生	1.37	1.40	23.22	买入
森马服饰	0.57	0.30	32.67	买入
宋城演艺	0.92	/	/	增持
安琪酵母	1.09	1.63	32.52	增持
双塔食品	0.15	0.27	45.56	增持
洽洽食品	1.19	1.56	33.36	增持
克明面业	0.63	1.03	16.03	买入
牧原股份	2.82	7.87	14.35	买入
圣农发展	3.30	1.89	15.78	增持

#### 投资要点:

- 上周 (3.1-3.5), 消费板块中补涨行情尤为显著, 同时疫情反弹板块延续涨势。长期下跌的板块出现阶段反弹, 包括: 百货 (2.32%)、旅服 (9.14%)、休闲 (0.82%)、餐饮 (2.51%)、黑色家电 (2.76%)、水产养殖 (1.88%)、捕捞 (3.2%) 和加工 (8.93%) 等板块。同期, 春节开市后的疫情反弹板块延续了较好的上涨势头, 包括: 品牌服饰 (中高端成人 2.18%、大众成人 4.3%、户外体育 3.95%、儿童 3.36%)、景区 (1.69%)、超市 (1.5%)、家电 3C (9.39%)、教育、食品综合 (1.77%) 及动物疫苗和兽药 (3.79%) 等。牛市行情的末期往往伴随着长期势弱板块的补涨, 目前看来, 在消费领域确实出现了上述补涨特征。补涨板块前期受到的资金关注较小, 板块背后的行业投资逻辑相对模糊。除了个别板块, 上周的补涨行情向上的幅度较小, 势能较弱, 我们不确定会否具有持续性。
- 上周 (3.1-3.5), 高估值下的消费核心资产继续下跌, 以完成自我救赎。消费“核心”资产的价格继续下跌, 包括: 白色家电 (-2.76%)、白酒 (-3.71%)、啤酒 (-4.6%)、调味品 (-3.51%)、休闲食品 (-4.51%)、肉制品 (-1.34%)、乳制品 (-2.96%)、速冻食品 (-5.99%) 等。上年 8 月份之后, 消费板块普遍展开回调, 迄今表现出如下特征:

#### 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

- 1、白酒和啤酒比其它更具有二级市场的股价韧性, 表现为上年 8 月短暂回调后却再次起底创新高, 涨势持续至上年年末。但是近期来看, 对于酒水资产, 海内外资金显示出更为一致的情绪。2021 年以来, 啤酒板块连续 3 个月下跌, 白酒板块连续 2 个月下跌, 截至目前啤酒和白酒板块的静态市盈率分别为 50.57 和 55.19 倍, 相比 2020 年 12 月 31 日的 71.31 和 58.42 有所下降, 其中啤酒板块的估值调整幅度相对较大。换言之, 高估值的酒水板块是从今年, 特别是年后才开始正式展开调整的。

- 2、**肉制品和休闲食品的下跌相对彻底，估值有效下降，板块有望率先完成调整。**自上年8月以后，肉制品和休闲食品板块分别累计下跌6和5个月，期间并没有经历显著反弹。目前，板块的估值分别为24.07和31.68倍，相较历史估值中枢而言两板块仍有调整空间，但是空间有限并有望率先见底。
  - 3、**受到过节行情的干扰，速冻、乳制品、调味品的行情调整“一波三折”，在春节前后经历了显著的反弹，之后才回归跌势。但是，板块的估值目前仍较高。**尽管春节前后出现显著反弹，但是速冻、乳制品、调味品板块迄今也已经经历累计6个月的下跌，截至目前，板块的估值分别为57.6、38.86和72.74倍，估值仍较高，预计三大板块将会继续下探。
  - 4、**白电和小家电板块估值仅略高，二级市场的调整可能无需太久。**白色家电和小家电板块迄今累计下跌3和4个月，当前板块估值分别为25.6和28.87倍，相对历史中枢仅略高。鉴于两个行业优秀的成长性和基本面，二级市场的调整可能并不会太久。
  - 5、**免税和酒店板块初现回调迹象。**免税和酒店板块初现回调迹象，两大板块自上年以来分别累计上涨8和6个月，当前的板块估值分别为49.7和88.94倍。尽管二级市场有回调需要，但是我们认为两大市场具备长期的投资逻辑。
- **疫情受损板块的估值已经较高，但是行业正在改善的格局、潜在的较大的需求弹性以及市场的惯性都将会推动相关板块进一步修复上行。**由于市场预期持续高涨，部分疫情受损板块的估值已经大幅升高，包括酒店、景点和旅游零售，当前估值分别达到88.94倍、194.16倍、和97.64倍，该估值主要反映了未来两至三年上市公司的业绩增长。其中，酒店和旅游零售自上年以来就持续大幅地上涨，期间并没有发生实质性调整，随着估值升高两大板块调整的风险正在加大，并在上周行情出现回落迹象。景区板块的反弹刚刚启动，并有望得以延续。尽管近期回调风险加大，但是年内来看疫情受损板块仍有望持续上涨，原因包括：行业格局的深层变革因疫情而加速推进，比如酒店；需求释放带动行业高增长，比如景区。故，年内我们可能都难以看到疫情受损板块的估值回落。
  - **消费领域仍存在相对的估值低地，在有限的流动性下有望获得更多关注。**在消费领域，目前市盈率低于30倍的板块仍有：百货、珠宝零售、白电、小家电、品牌服饰、软饮料、肉制品、

饲料加工和畜牧养殖。截至目前，百货、珠宝零售、白电、小家电、品牌服饰、软饮料、肉制品、饲料加工和畜牧养殖板块的市盈率分别为 25.51 倍、18.6 倍、25.6 倍、28.87 倍、22 倍、19.3 倍、24.07 倍、28.38 倍和 15.2 倍。低估值或源于优秀的业绩增长，或源于较弱的行业逻辑。我们认为，上述板块中白电、小家电、品牌服饰和畜牧养殖行业具有较为清晰的长期投资逻辑。

- **考虑到就业和居民收入增长正在得以改善，今年可选消费领域的增长值得期待。**今年的就业和居民收入增长会大幅好于去年，这将会拉动可选消费的增长。剔除价格后，去年实际的居民消费兑现负增长，而负增长主要集中在可选消费领域。今年，居民就业以及可支配收入的增长均会好于去年，需求补偿延至今年，将会带动可选消费实现良好增长，具体包括旅游、餐饮、珠宝、家居家装等消费领域。
- **除了周期与消费的迭换轮回，我们仍然可从利润角度来解释今年消费行情的回落。**从利润方面解释，今年上游资源价格上涨，导致中下游消费行业的生产成本上升，大部分行业的利润受到挤压。除了流动性，盈利是市场上涨的更为核心的动力，当盈利能力受到成本的冲击，市场下跌是可以解释的。利润受到挤压的消费行业包括家电、日化、酒水和食品等。其中家电的原料成本全线上涨，包括塑料、镀锌板、钢铁、铝等主要原料的价格涨幅迄今均超过了 15%；食品和酒水的成本上涨主要体现在包装材料的价格上涨。利润空间较大或价格不敏感的市场将会受到相对小的成本冲击，比如白酒行业。通胀推动下，不排除消费领域会出现局部提价，但是考虑到当前社会消费增长放缓，提价行为也会非常慎重。
- **超跌板块和个股监控。**2020 年 8 月 1 日至今，在我们的重点股票组合中，基本面较好而跌幅较大的资产包括：中炬高新（-26.99%）、珠江啤酒（-18.2%）、双汇发展（-16.38%）、顺鑫农业（-15.87%）、安琪酵母（-19.56%）、桃李面包（-14.25%）、克明面业（-32.86%）、永辉超市（-20.13%）、家家悦（-42.87%）、红旗连锁（-38.61%）、双塔食品（-22.1%）、九阳股份（-15.84%）、小熊电器（-45.92%）、新宝股份（-11.68%）、海欣食品（-20.95%）和飞亚达（-24.66%）。上述标的的下跌一部分来自资金层面，一部分来自市场对公司在后疫情时代是否可延续发展的存疑。随着一季报发布，上述公司中能够自证发展延续性的，其股价有望自底部反转。

- **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。
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。
森马服饰	品牌服装	公司致力于成人休闲和儿童服饰的品牌运营，立足电商并将加工业务外包，通过整合资源，实现对供应链、渠道和品牌的全面管理。公司的上年四季度业绩有明显改善，在纺织服装产业景气度上行的背景下，公司今年业绩有望进一步增长。

---

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速增长,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。
------	------	--

---

克明面业	食品综合	公司是面条制品的龙头上市公司,业绩增长持续稳健,近年来产品结构、渠道扩展、成本等要素稳步优化。公司的基本面优秀,而估值较低,股价经过此轮下跌已经显示出投资价值。
------	------	--

---

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。
------	------	--

---

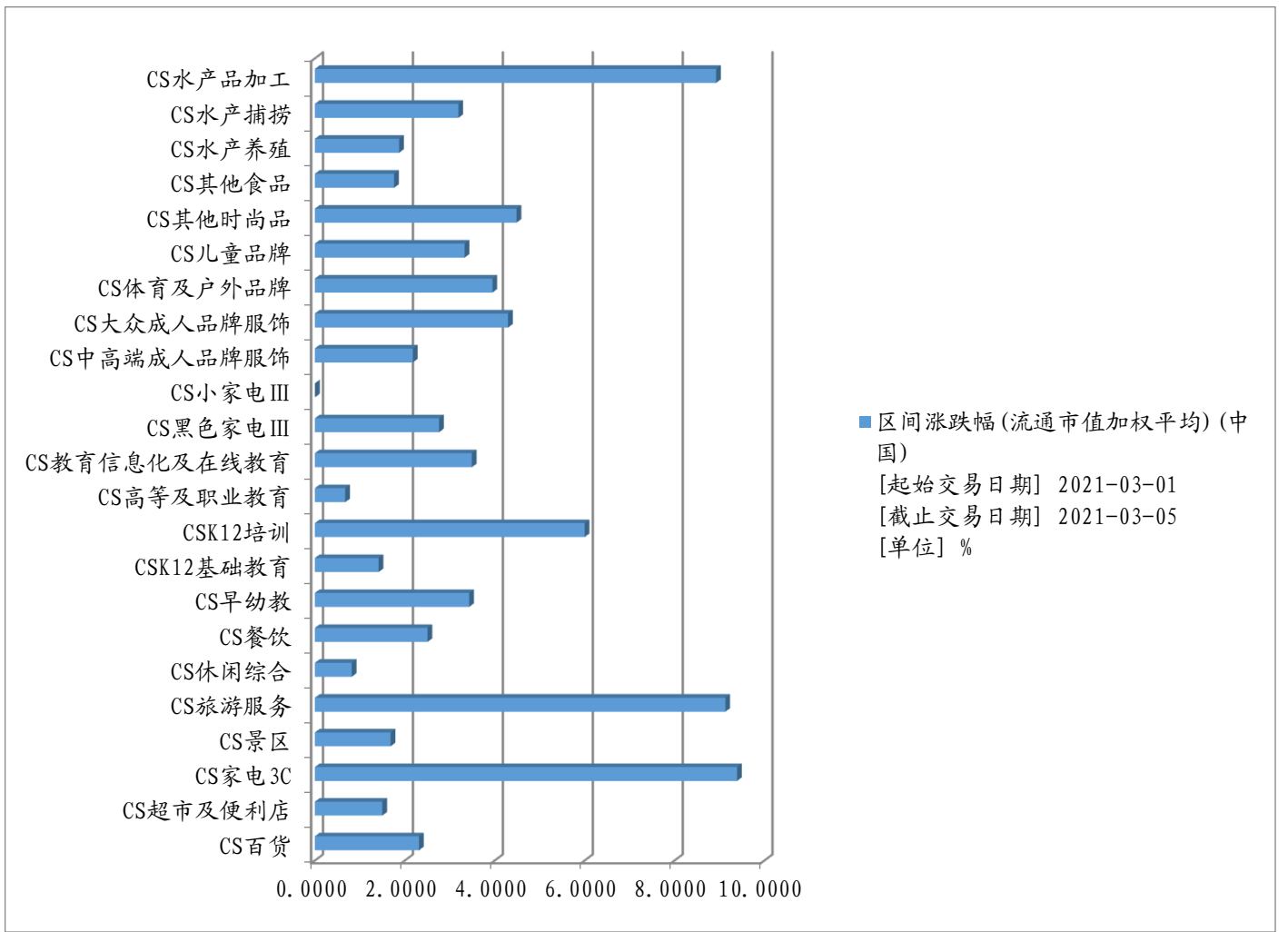
资料来源: 中原证券

日期: 2021年3月5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”

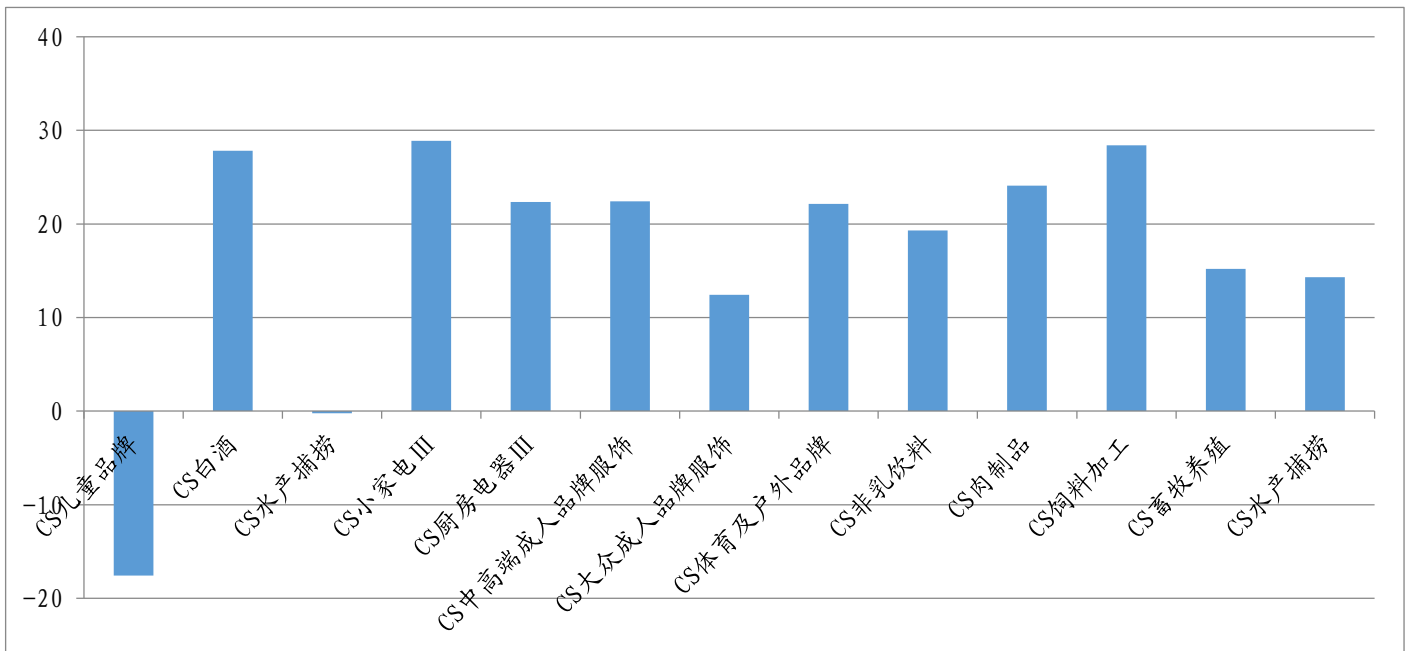
股瓦解后，在形成新一轮投资风格之前市场会经历一段无序期；前期高估值资产的价格可能会持续下跌。

图表 1: 消费领域补涨行情显著 (3.1-3.5)



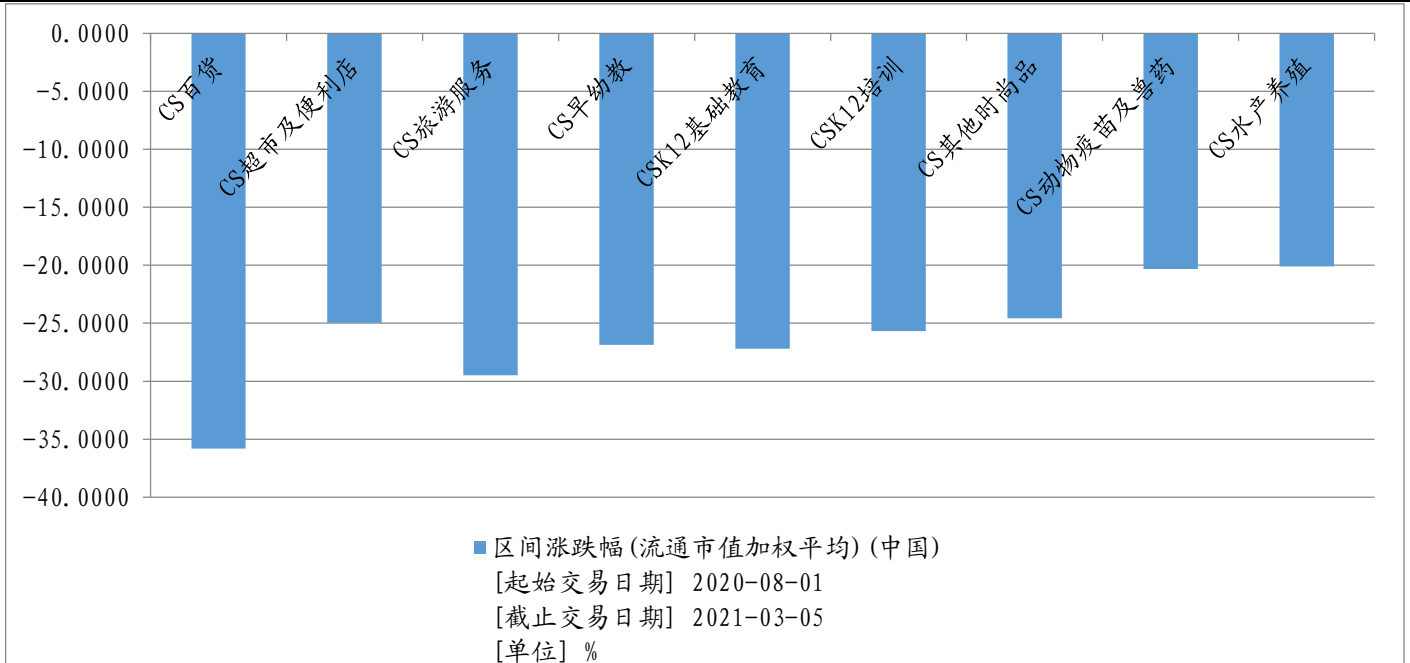
资料来源: 中原证券 WIND

图表 2: 估值低于 30 倍的消费板块



资料来源: 中原证券 WIND

图表 2: 上年 8 月以来跌幅较大的消费板块



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。