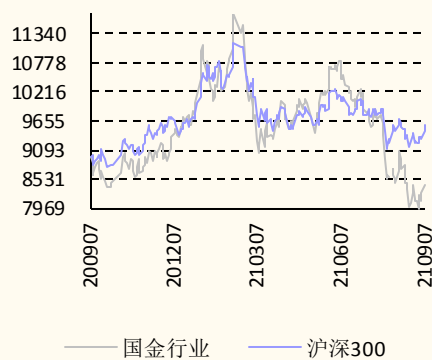


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金主要消费产业指数	8426
沪深300指数	4993
上证指数	3677
深证成指	14703
中小板综指	13925



相关报告

- 1.《速度还是耐力，困境还是机遇？-食品饮料21年中报总结》，2021.9.5
- 2.《大跌中回归基本面，静待优质公司性价比机会-食品周报08222》，2021.8.22
- 3.《做时间的朋友，理性看待板块调整-食品周报0815》，2021.8.15
- 4.《如何看待啤酒调整及长期机会？-食品周报0808》，2021.8.8
- 5.《波动及调整中的布局机会-食品饮料周报0801》，2021.8.1

张敏敏 分析师 SAC 执业编号: S1130521080001
zhangminmin@gjzq.com.cn

消费中报关键字：渠道、供应链、国货

本周核心观点

■ 外部需求扩张放缓，内需仍然承压。

8月国内PMI新订单回落，需求扩张放缓。细项中，新出口订单已连续5个月回落，未来一段时间或无法拉动整体外销业绩。我们认为，主要原因有三：1、国际货运形势持续严峻；2、外需放缓，供应链挑战制约。3、海外供给修复，部分国家出口分流国际订单。

内需方面，地产调控下商品房成交面积连续回落，地产在开发投资、销售上的全面走弱显著影响相关链条上的消费预期往下走。疫情的反复及社区团购等新渠道的崛起，导致出行人数明显回落，基本生活用品反复囤货，压制了一部分线下场景的消费。

■ 我们在中报中看到了什么？

1、渠道变革是重要变量。一是新型线上平台抖音、快手等多点开花。随着国内外品牌线上竞争加大，线上营销费用水涨船高，传统电商平台费用投放效益降低。抖音、快手等新型电商以直播等方式切入，已成为重要的新流量入口，月度平均GMV已达传统电商十分之一左右量级。另一个是社区团购的发展。社区团购对传统经销、商超模式和价格体系带来了不同程度的冲击。食品饮料板块大众食品表现低于预期，调味品、肉制品、休闲零食等子板块二季度收入利润下滑。高基数、成本上涨、费用增加是消费行业的三重压力，而社区团购对依赖于商超、品牌价格掌控力不强的公司影响不可忽视。电商格局的变化、社区团购的快速下沉，机会与风险并存，业绩分化两极。

2、供应链紧张局面制约供给端。主要两方面：国际货运能力限制和芯片。疫情催化居家办公的需求，云计算、摄像头、家居清洁扫地机等都需求大增，加上去年下半年开始中国的汽车销售出现反弹，芯片的需求极大增加，多个行业受芯片产能影响出货。而国际运费的持续攀升和海运能力的紧张，也较大程度影响了消费品的出海。除了本身运费成本上升，平均货物在途时间大大延长，进一步增加了仓储、交货上的费用。

3、国产品牌竞争力明确提升。消费品行业国潮趋势已经起来。化妆品板块：国际大牌垄断高奢；本土品牌在大众品方面竞争优势明显，中高端及功效性护肤品可同享行业高端化红利。纺织服装板块：国产运动鞋服仍在高景气赛道，中高端服饰国内品牌认可度高。家电多个品类和部分家居已具备全球竞争力，头部重点公司海外收入进一步增长。

■ 投资建议

我们看好行业景气度提升，产品力突出、品牌力强、对供应链更有把控力的公司以及对渠道变化、营销方式更敏锐执行力更强的公司。主推食品饮料中受益需求同比改善，行业景气度及升级逻辑表现强劲的白酒、啤酒；受益疫情后健康意识提振的白奶；家电里行业景气度高，高端化和出海能力强的海尔智家、科沃斯；化妆品板块中具有药企研发背景的鲁商发展和前期超跌个股青松股份；轻工板块中短期竣工回暖持续，集中度提升的家居龙头企业；以及国内特种纸行业统治力不断提升的龙头仙鹤股份。

■ 风险提示：全球疫情严重、渠道改革低于预期、国际贸易政策变化等。

细分板块观点

■ 食品饮料

21H1 食品饮料各子板块业绩表现分化：白酒、啤酒受益需求同比改善，行业景气度及升级逻辑表现强劲；乳制品受益疫情后健康意识提振，白奶景气度较高；调味品、食品综合板块需求恢复低于预期，且渠道模式调整（如社区团购分流）的阶段性冲击较为明显，21Q2 业绩增长及盈利表现相对较差。

如何看待板块潜在的布局投资机会？我们认为，在年初高估值背景下，市场更重视企业发展的阶段性速度而非耐力。在今年宏观经济具有一定压力背景下，部分行业呈现了较好的发展韧劲，龙头企业亦体现了困境中的增长耐力。建议放短看长，重视估值调整过程中，具有较强护城河、良好现金流、高 ROE 等的龙头企业。首推白酒、啤酒龙头标的，重点关注调味品、休闲食品及乳制品改善机会。

■ 化妆品

化妆品终端零售景气，国际高端品牌发力中国市场，国内外品牌竞争加剧进一步推高线上流量成本。产品/品牌力强的公司有望实现零售增长、同时转嫁部分流量成本于消费者，建议关注大单品策略的珀莱雅、药企研发背景的鲁商发展、具品牌力的上海家化。同时建议关注上游优质代工厂，前期超跌的青松股份，以及下半年新业务贡献业绩、估值相对较低的壹网壹创。

我们近期总结国内外化妆品板块中报业绩：

1、国际巨头中报情况：在华销售靓丽，主要体现在高端、功效性护肤品、电商及免税渠道。对比我国化妆品上市公司业绩，代表性国际集团与我国多数品牌商增速相当，收入增速在 30~40%+，科丝美诗在华收入同增 39%、高于诺斯贝尔等 A 股生产商，其主要获益我国彩妆代工订单需求旺盛。

2、我国化妆品板块中报情况：景气延续、竞争加剧盈利水平略降。1H21 我国化妆品板块营收同增 18.40%、净利同增 0.98%，增速低于收入主要为生产、渠道、家居等子版块净利状况较差拖累。毛利率同比持平、子版块表现分化，销售费用率提升显著（主要来自彩妆、护肤、个护、家居等子版块，显示品牌营销压力总体较大），拖累板块总体净利表现。存货周转总体加快，应收账款周转率总体略放缓。

■ 家电

我们认为下半年原材料虽仍在高位，但价格企稳或有所回落，白电、厨电市场均价持续上升，且消费升级和集中度不断提升。建议关注高端化多品类且全球产能优势显著的白电龙头海尔智家；景气度高的清洁电器公司科沃斯、品类&渠道扩张的 JS 环球生活。

■ 轻工

家居板块：竣工中短期持续回暖，定制、软体家居头部企业份额提升已进入加速期。定制家居方面，我们认为零售市场后劲更强且整装渠道将是中长期决胜关键，欧派已在整装战略高度及可落地性、实际效果上明显领先行业，且优势在拉大。软体家居方面，看好由美国地产带动的家具需求景气将可持续至明年，且龙头企业在内外销上均已构建起“品牌+渠道+制造+产能布局”的立体优势，格局优化正在加速，龙头企业已迎来加速发展期。我们看好定制板块零售能力突出的欧派家居、志邦家居以及依托京东入股整装业务的尚品宅配，软体板块看好内外销均受益于集中度加速提升，且成长路径清晰的龙头企业顾家家居及随着原材料价格边际回落叠加海外产能爬坡有望迎来盈利拐点的梦百合。

造纸板块：行业已处景气度底部区域，浆系、废纸系龙头企业凭借优秀的成本管理和控制能力抬升底部利润，产能扩张有序推进，中长期行业格局有望不断优化，周期性有望进一步弱化。当前重点龙头标的估值普遍处于低位，性价比优势明显。建议关注：太阳纸业（广西产能有序投放成长逻辑通顺+品类多元化弱化周期属性）、晨鸣纸业（资产质量优化+自供浆成

本优势突出)、博汇纸业(报表质量持续改善+下半年白卡盈利韧性突出)、山鹰国际(旺季景气度边际上行+产能有序扩张成长性突出)。特种纸方面,重点看好在国内特种纸行业统治力不断提升的龙头仙鹤股份,我们预计公司 2021-2023 年 EPS 为 1.68、2.06、2.67 元。当前股价对应 21-23 年 PE 分别为 21、17、12 倍,维持“买入”评级。

家清&个人护理:短期竞争压力缓解,头部企业盈利能力望边际好转,中长期看好头部品牌企业通过产品创新进行中高端升级以及个护等高毛利品类的开拓。重点关注维达国际(纸巾得宝&立体美高端化升级、中高端卫生巾品牌 Libresse 拓系列+拓渠道顺利推进)、中顺洁柔(“太阳”加快推进、Lotion&自然木高端系列渗透、卫生巾品牌朵蕾蜜值得期待)

■ 传媒互联网

我们认为一线龙头在 2021 年处于投入期,目前整体预期较低,适合长期配置,Q3~Q4 左右有望逐步实现超预期。港股建议关注一线龙头公司:

1)腾讯控股:重磅游戏《英雄联盟手游》即将上线,有望贡献较大业绩增量;2)美团:社区团购业务已进入运营效率比拼阶段,效率竞争是美团的优势领域,新业务有望推动美团长期成长。关注二线龙头公司:3)心动公司:优质游戏与社区构建协同并进。A 股:低估值游戏板块有望获得更多关注:游戏板块目前整体估值较低,后续随游戏出海势头加强,叠加暑期热门游戏的上线,3Q21 游戏公司有望开启增长。建议关注三七互娱(优质游戏 CP 方)、芒果超媒(热门综艺招商+季风剧场持续拓宽用户群体)

重要事件整理

- 9 月 2 日晚,国家主席习近平在 2021 年中国国际服务贸易交易会全球服务贸易峰会上宣布,将继续支持中小企业创新发展,深化新三板改革,设立北京证券交易所,打造服务创新型中小企业主阵地。(财经网)
- 字节跳动拟出售证券业务,90 亿收购国内 VR 行业出货量最大的软硬件研发制造商——Pico(北京小鸟看看科技有限公司),掘金千亿级 VR 市场。随着业务范围的扩张和布局,字节跳动正考虑推动抖音业务单独在香港上市。(长江商报)
- 中低端圣诞产品“爆单”,海运价格猛涨旺季出货放缓。原材料涨价、全球运费上涨以及运输不畅等诸多不利因素波及中国外贸企业的圣诞产品出口,不少企业反映今年圣诞出口高峰期面临着“有生意但没有利润”的情况。(21 世纪经济报道)
- 当地时间 9 月 6 日,据美国当地媒体报道,美国因新冠肺炎疫情而设置的联邦紧急失业救济金将于 9 月 6 日到期,6 日之后全美将有超过 700 万失业者失去这份补助。此外,将有 300 万人失去州政府提供的每周 300 美元的失业救济金。据美联社报道,美国白宫表示没有进一步将联邦紧急失业救济金延期的计划。(每日经济新闻)

风险提示

- 新冠疫情持续时间超预期;
- 消费恢复不及预期
- 政策及监管加码
- 贸易摩擦

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%-15%；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%-5%；
减持：预期未来 3-6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402