

本报告的主要看点:

1. 从成本端、供应端、需求端、政策端论述了明年消费各环节有望边际改善。
2. 从美国、日本不同时期消费品类特征角度,以及中国消费者代际特征角度推断中国未来几年可能的消费品类变迁。
3. 结合消费各板块估值,提出明年看好的几大主线及推荐逻辑。

基本面边际改善,寻找估值成长匹配的确定性

基本结论

- **站在当前时点,我们认为明年消费各环节有望边际改善:**一、根据宏观对大宗商品价格回落及高基数影响预期,PPI-CPI剪刀差有望收敛,前期受原材料涨价影响的大众消费品基本面将得到改善。二、供应链的理顺有利于前期受缺芯、运力紧张影响的消费品的生产和销售恢复,同时制造业端的恢复也有利于中低收入人群收入及消费意愿的提高。三、疫情随着疫苗、中和抗体等推进,将有望越来越可控,出行和社交如有一定程度的恢复,服务类消费向上改善大于向下。四、在经济稳增长及共富背景下,消费扶持相关政策可以期待。
- **从中长期美国、日本消费品类的变迁经验定位中国消费阶段:**日本从1960年至今大约经历了以家庭为中心的大众消费时期(1960-1973年,汽车、家电高增)-以个人消费为中心的个性化、高端化消费时期(1974-1990年)-回归理性消费时期(1991至今)三个阶段。美国消费市场的变迁情况类似:大众消费-品牌消费-理性消费。按照中国于2019年人均GDP与美日同时代的对比,可以对应到在日本加速达到以个人消费为中心的个性化、高端化、炫耀型消费中期,以及美国品牌化消费崛起初期。
- **消费品类的分化与扩张将是中国未来消费的特点:**观察美国和日本人均GDP由1万美元向2万美元跃迁期间,家庭消费中医疗保险、教育、文娱消费支出占比提升,而食品烟酒、衣着、家庭设备及服务占比下降,住房支出表现分化;此外服务消费占比明显上升,商品消费中易耗品、半耐用品下降,而耐用品则表现分化。中国过去十年间品类景气变化,已经出现类似趋势,与美日相似略提前。
- **悦己品质休闲健康是未来代际消费的特点,我们未来长期看好:**结合中国消费者代际消费特征和迁移,我们判断,悦己消费、品质消费、休闲娱乐、健康消费将是未来三年主力。这与前文研究中美国、日本在人均GDP跨过1万美元后的品类变迁基本符合;同时,在社交网络的讨论热度和上市公司板块营收增速变化、以及社零品类增速变化中,已经开始有这样的迹象。

投资建议

- **把握边际改善恢复节奏,成长与估值兼顾。**今年以来消费股调整较多,不少细分品类估值处在五年较低分位数。其中,啤酒、饮料、家纺、大家电、营销等估值处在较低分位数,增速和品类变迁判断都在向上通道中。结合消费各板块的估值,明年消费投资策略上,我们看好几大主线:一、大众消费品中预期提价传导顺利的公司如乳制品龙头、休闲食品&速冻品龙头、啤酒、大家电、运动鞋制造;二、短期催化强劲,中期格局及业绩确定性向好的高端/次高端白酒;三、产品创新能力强,把握消费者消费动机的公司如清洁电器、抓住疫情契机国内国外双驱动的户外运动相关公司、渠道+品牌+产品推新的黄金珠宝公司等。

风险提示

- 上游原材料价格持续高位、供应链改善不达预期、经济大幅下滑、政策力度不达预期、疫情反复严峻。

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

内容目录

引言	4
一、明年消费各环节有望边际改善	4
(一) 成本端: PPI-CPI 剪刀差有望收敛, 消费品成本端影响有望减弱	4
(二) 供应端: 供应链缓解有望盘活相关产业链	5
(三) 需求端: 疫情将越来越可控, 服务类消费向上改善大于向下	6
(四) 政策端: 在经济稳增长及共富背景下, 消费扶持相关政策可以期待 ..	6
二、从美日历史发展及中国消费者代际变化看中国消费品类确定性机会	9
(一) 从中长期美国、日本消费品类的变迁经验定位中国消费阶段	9
(二) 消费品类的分化与扩张将是中国未来消费的特点	10
(三) 悦己、品质、休闲健康是未来代际消费的特点, 我们未来长期看好 ..	11
三、投资建议: 把握边际改善恢复节奏, 成长与估值兼顾	15
(一) 部分消费品类估值处相对较低水平, 增速和品类变迁判断在向上通道中	15
(二) 把握大众消费品边际改善恢复节奏, 重点关注提价传导顺利公司	16
(三) 看好短期催化强劲, 中期格局及业绩确定性向好的高端/次高端白酒 ..	19
(四) 持续关注产品创新能力强, 把握消费者消费动机的公司	20
(五) 重点公司盈利预测	20
四、风险提示	21

图表目录

图表 1: PPI-CPI 剪刀差创历史新高	4
图表 2: 剪刀差缩窄时, 消费风格明显占优	5
图表 3: 中国出口集装箱运价指数年内一路跳涨	6
图表 4: 服务类消费在疫情期间营收受损最重	6
图表 5: 经济出现下行压力	7
图表 6: 出口是今年经济主要驱动力	7
图表 7: 亚洲制造业活动加快恢复	8
图表 8: 政策下居住、教育、医疗支出压力有望降低, 其他消费领域潜力或将释放	8
图表 9: 中西药品在社零中的占比与增速	9
图表 10: 中国、美国、日本人均 GDP (现价) 变化	10
图表 11: 美日人均 GDP 由 1 万美元向 2 万美元跃迁期间家庭消费结构变化 ..	10
图表 12: 2010 年至 2019 年中国品类变迁 (根据景气度判断)	11
图表 13: 年轻消费群体享受最多成长红利	11
图表 14: 不同世代人群的成长环境差异会呈现不同的价值观和消费观	12

图表 15: Z 世代消费者消费动机与表现结果.....	12
图表 16: 不同年龄段的人群对五大话题的侧重	13
图表 17: 银发人群线上消费能力分布变化.....	13
图表 18: 银发人群消费关注点活跃占比变化	13
图表 19: 各细分领域社与抖音整体增速对比	14
图表 20: 近三年消费行业营收同比增速较快/改善板块	14
图表 21: 我国社零各品类结构变化.....	15
图表 22: A 股各行业年初以来股价区间涨跌幅 (%)	15
图表 23: 消费行业各细分板块估值水平	16
图表 24: 各国液体奶年消费量比较.....	17
图表 25: 啤酒板块高端化较为顺利.....	18
图表 26: 铜、铝现货价和出口集装箱运价高企	18
图表 27: 家电企业提价一览.....	18
图表 28: 全球户外运动用品市场营收规模 (百万美元)	20
图表 29: 2020 年各国户外运动渗透率	20
图表 30: 重点公司盈利预测.....	21

引言

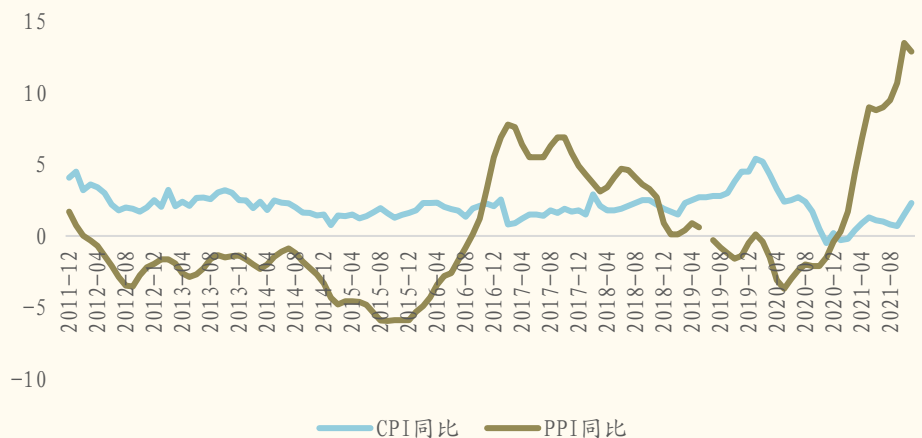
- 2021 年对于消费行业来说是比较困难的一年，成本端的大幅上升，疫情带来的社交距离缩短、收入下降以及供应链的负面影响等，使得消费绝大多数子板块受损严重。年初以来，消费行业各板块股价调整较大。
- 站在当前时点，我们认为明年消费各环节有望边际改善：一、根据宏观对大宗商品价格回落及高基数影响预期，PPI-CPI 剪刀差有望收敛，前期受原材料涨价影响的大众消费品基本面将得到改善。二、供应链的理顺有利于前期受缺芯、运力紧张影响的消费品的生产和销售恢复，同时制造业端的恢复也有利于中低收入人群收入及消费意愿的提高。三、疫情随着疫苗、中和抗体等推进，将有望越来越可控，出行和社交将有一定程度的恢复，服务类消费向上改善大于向下。四、在经济稳增长及共富背景下，消费扶持相关政策可以期待。
- 中长期角度看，美国、日本消费品类如何变迁？中国对应处在哪个消费阶段？观察美国和日本人均 GDP 由 1 万美元向 2 万美元跃迁期间消费品类变化展望中国未来消费的特点。结合中国消费者代际消费特征和迁移，我们判断，悦己消费、品质消费、休闲娱乐、健康消费将是未来三年主力，我们长期看好。
- 明年消费投资策略，我们认为应把握边际改善恢复节奏，成长与估值兼顾。当前消费行业啤酒、饮料、家纺、大家电、营销等板块估值处在较低分位数，增速和品类变迁判断都在向上通道中。结合基本面，我们看好几大主线：一、大众消费品中预期提价传导顺利的公司如乳制品龙头、休闲食品、啤酒、大家电、运动鞋制造；二、短期催化强劲，中期格局及业绩确定性向好的高端/次高端白酒；三、产品创新能力强，把握消费者消费动机的公司如清洁电器、抓住疫情契机国内国外双驱动的户外运动相关公司、渠道+品牌+产品推新的黄金珠宝公司等。

一、明年消费各环节有望边际改善

（一）成本端：PPI-CPI 剪刀差有望收敛，消费品成本端影响有望减弱

- 今年年初以来，国际能源供求紧张，大宗商品和上游原材料价格持续上涨，我国 PPI 和 CPI 剪刀差持续拉大，10 月已达 12 个百分点，创历史新高。上游原材料价格的大幅上涨导致下游消费品成本增加，利润受影响。

图表 1: PPI-CPI 剪刀差创历史新高



来源：wind，国金证券研究所；注：数据截至 2021.11.30

- 根据宏观对大宗商品价格回落及高基数影响预期，PPI-CPI 剪刀差有望收敛，前期受原材料涨价影响的大众消费品基本面将得到改善。在历次剪刀

差缩窄时，消费风格明显占优。

图表 2: 剪刀差缩窄时，消费风格明显占优

区间涨跌幅		第一轮	第二轮	第三轮	第四轮	第五轮	第六轮
大类	行业	2000.8-2002.2	2004.12-2007.8	2008.9-2009.8	2010.6-2012.8	2014.9-2015.8	2017.3-2020.4
上中游资源	煤炭	-26.4%	38.2%	-8.7%	25.0%	5.1%	330.4%
	钢铁	-5.7%	25.6%	-25.6%	121.5%	-5.9%	499.5%
	基础化工	-8.9%	33.0%	-9.5%	74.7%	28.1%	505.3%
	建筑材料	9.3%	56.8%	-16.5%	61.8%	94.2%	448.9%
	有色金属	-22.1%	85.3%	6.6%	35.1%	1.2%	670.9%
	石油石化	-10.3%	3.8%	-13.1%	13.1%	-29.4%	393.8%
	平均值	-10.7%	40.4%	-11.1%	55.2%	15.6%	474.8%
TMT	传媒	-14.6%	39.4%	-6.5%	109.3%	-3.7%	369.9%
	电子	-25.8%	50.0%	1.5%	69.2%	202.1%	177.0%
	计算机	-39.8%	43.1%	6.8%	95.3%	83.3%	276.8%
	通信	-17.2%	42.8%	-27.4%	64.7%	67.2%	270.5%
	平均值	-24.3%	43.8%	-6.4%	84.6%	87.2%	273.5%
中游制造	电力设备	-44.3%	57.0%	-35.7%	76.0%	78.8%	661.1%
	公用事业	-9.7%	30.3%	-10.1%	107.1%	1.0%	278.6%
	国防军工	-23.5%	89.6%	11.2%	100.7%	13.6%	1403.6%
	机械设备	13.2%	53.8%	-3.6%	107.2%	22.9%	626.6%
	建筑装饰	-8.1%	10.1%	1.1%	156.2%	-26.1%	304.3%
	交通运输	-11.3%	10.6%	-21.1%	142.5%	0.9%	261.0%
	轻工制造	-8.5%	35.0%	-27.2%	146.2%	17.0%	361.8%
	环保	-20.8%	51.1%	-9.8%	68.8%	1.3%	386.1%
	平均值	-14.1%	42.2%	-11.9%	113.1%	13.7%	535.4%
金融地产	房地产	-9.8%	88.8%	6.4%	86.5%	28.1%	874.9%
	非银金融	-8.0%	3.7%	-9.8%	48.6%	50.5%	364.7%
	银行	-32.7%	0.5%	-8.7%	43.2%	19.4%	233.2%
	平均值	-16.8%	31.0%	-4.0%	59.5%	32.7%	490.9%
消费	纺织服装	8.6%	36.1%	-1.2%	116.6%	-28.7%	346.9%
	家用电器	-18.5%	47.4%	5.6%	66.8%	70.5%	448.4%
	农林牧渔	-19.3%	45.8%	-7.0%	85.5%	228.3%	447.8%
	汽车	-0.6%	95.4%	-15.4%	48.1%	-1.5%	453.5%
	美容护理	-24.0%	20.4%	12.8%	13.2%	126.3%	751.2%
	食品饮料	-10.3%	24.7%	51.6%	49.2%	204.6%	783.6%
	社会服务	-0.6%	50.3%	7.2%	62.7%	170.8%	618.2%
	医药生物	-13.6%	62.0%	-2.8%	61.0%	159.1%	565.4%
商贸零售	-17.2%	34.1%	-25.6%	96.6%	24.3%	1121.7%	
	平均值	-10.6%	46.2%	2.8%	66.6%	106.0%	615.2%

来源：国金证券研究所策略团队《PPI-CPI 剪刀差缩窄时产业链的利润转移》

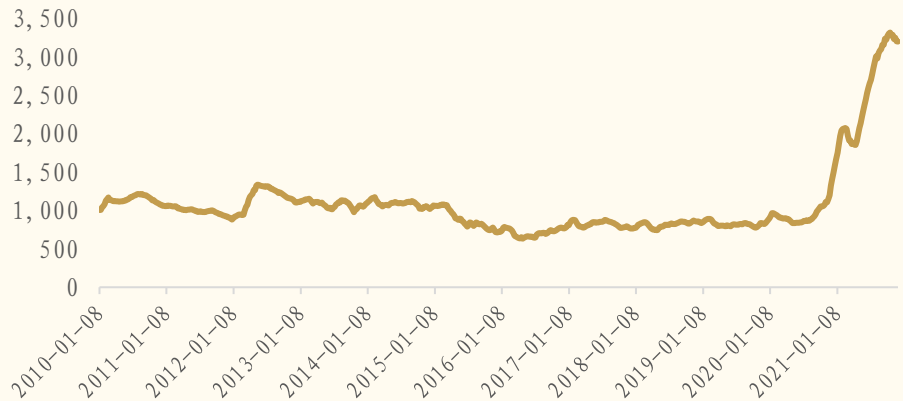
(二) 供应端：供应链缓解有望盘活相关产业链

- 受疫情影响，供需判断错误等影响，导致井然有序的供应链错乱，这其中影响最大的就是芯片和海运。
- 芯片
 - 疫情导致需求激增，消费者在疫情中完成了产品的提前升级换代，拉动电动汽车、5G 手机、智能家居及办公设备的需求。而 2020 年新冠疫情期间各大主机厂削减产量导致供需矛盾爆发。
 - 芯片短缺影响了生产制造，进而影响产品出货和销售，典型的如扫地机器人、手机、汽车、智能广告屏等。缺芯也影响了产业链上劳动人民的收入，工作时间缩短、部分产业链上的裁员等。AutoForecast Solutions 的数据显示，截至 11 月 14 日，因芯片供应短缺已造成全球汽车市场减产 1009.7 万辆。
 - 这一局面预计有所改观。2020 年下半年开始，全球各大芯片代工厂开始建厂扩产，虽然行业内大部分认为，芯片短缺至少持续到 2022 年，部分认为可能会持续到 2023 年，但总供应的增加当然能缓解一些供应链矛盾，特别是中低端消费级芯片。

■ 海运

- 海运运价自去年四季度开始激增、运力紧张，目前运价已从 10 月下旬高点开始回落，总体随着疫情的更加可控与国外相对开放式的防疫手段，运力、运价有望得到缓解，进而出口业务占比高的公司边际改善。

图表 3: 中国出口集装箱运价指数年内一路跳涨



来源: wind, 国金证券研究所

(三) 需求端: 疫情将越来越可控, 服务类消费向上改善大于向下

- 已持续近两年的新冠疫情大大限制了人们的社交距离与出行, 进而对消费产生较大影响。疫情期间, 酒店、旅游、景区、航空、场馆、餐饮、商超百货等线下消费受影响最大。随着疫苗接种率提升, 中和抗体、口服新冠药物等推进, 将越来越可控。出行和社交预计有一定程度的恢复, 服务类消费向上改善大于向下。

图表 4: 服务类消费在疫情期间营收受损最重

板块	2018yoy	2019yoy	2020yoy	2021Q3yoy
百货	-4.35	-9.17	-58.47	14.60
超市	10.02	11.53	-0.09	-3.73
多业态零售	5.47	-0.84	-34.68	1.85
专业连锁	17.39	7.58	-0.43	-10.26
一般物业经营	2.82	-1.87	-40.07	5.81
专业市场	-34.61	13.05	-12.92	21.80
人工景区	-11.14	-17.66	-65.31	78.34
自然景区	-1.72	1.54	-51.83	50.87
酒店	5.60	1.74	-35.58	25.44
旅游综合	32.31	0.41	-29.37	35.59
餐饮	-3.92	-8.28	-32.11	50.70

来源: wind, 国金证券研究所

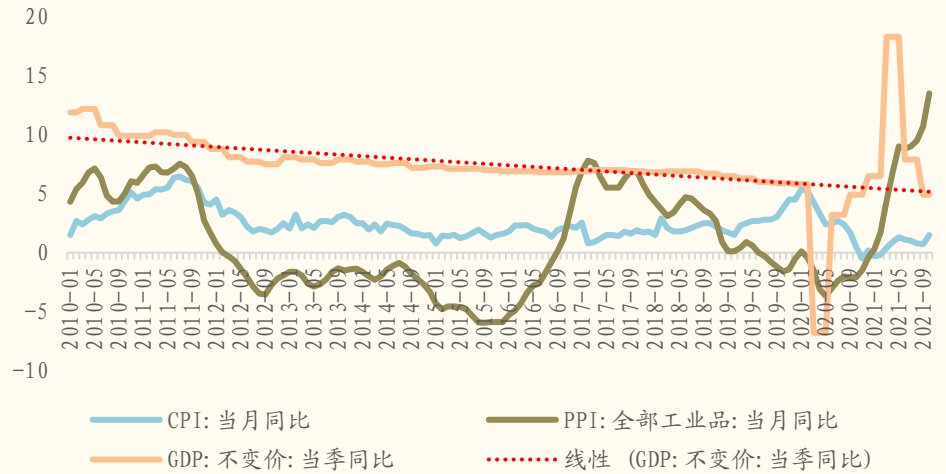
(四) 政策端: 在经济稳增长及共富背景下, 消费扶持相关政策可以期待

- 明年宏观经济稳增长诉求上升
 - 中央经济工作会议要求, 明年经济工作要稳字当头、稳中求进, 各地区各部门要担负起稳定宏观经济的责任, 各方面要积极推出有利于经济稳定的政策, 政策发力适当靠前。
 - 今年从三驾马车对 GDP 增长贡献来看, 投资、消费对 GDP 拉动有限, 出口是主要驱动力。海关总署最新数据显示, 今年前 11 个月, 我国货物贸易进出口总值 35.39 万亿元, 同比增长 22%。机电产品和劳动密

集型产品出口走强。今年出口的旺盛得益于国内疫情率先控制带来生产能力恢复、东南亚因疫情开工不足导致转单、欧美国家居民在疫情中个人收入不降反升（财政补贴）、海外流动性持续宽松导致。

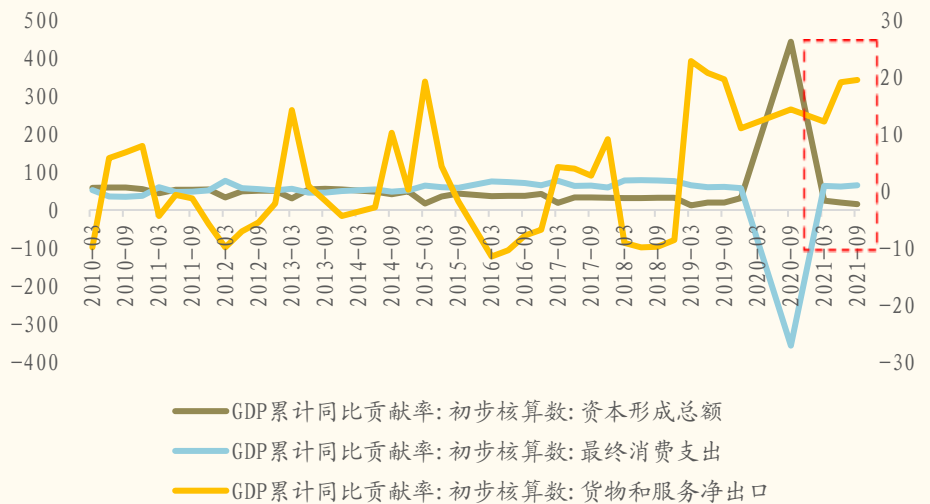
- 展望明年，出口端亚洲尤其东南亚的制造业活动加快恢复，欧美个人补贴退出，出口的增速料难有今年高企；投资端地产预计软着陆；在这种情况下，消费端与提高就业收入相关政策及消费刺激政策可以期待。

图表 5: 经济出现下行压力



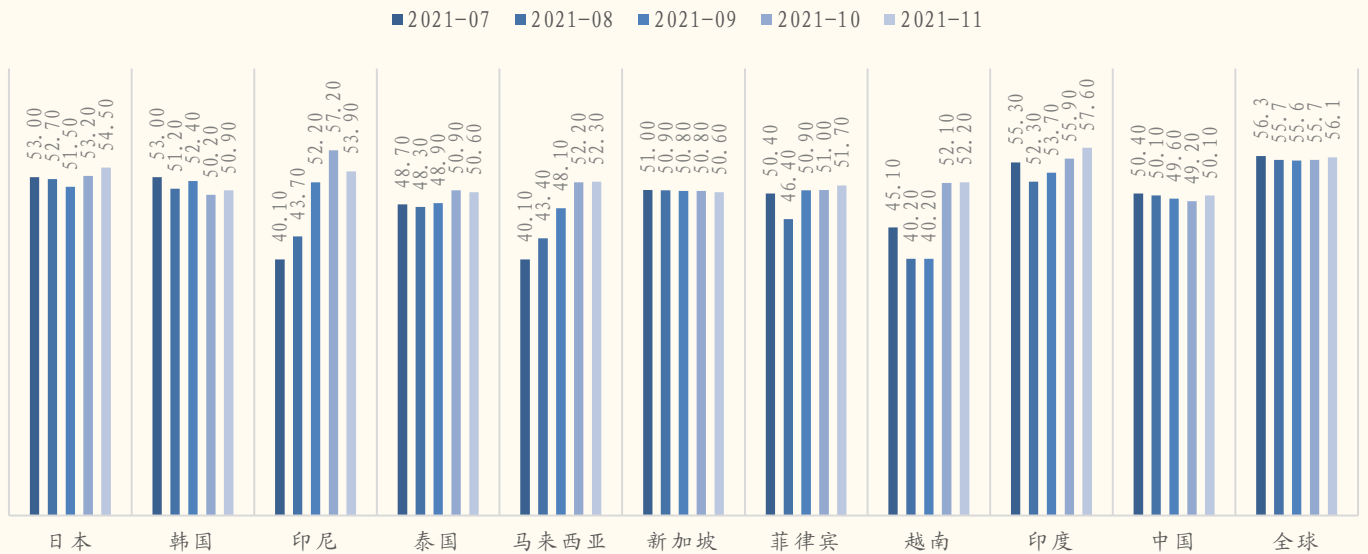
来源: wind, 国金证券研究所

图表 6: 出口是今年经济主要驱动力



来源: wind, 国金证券研究所

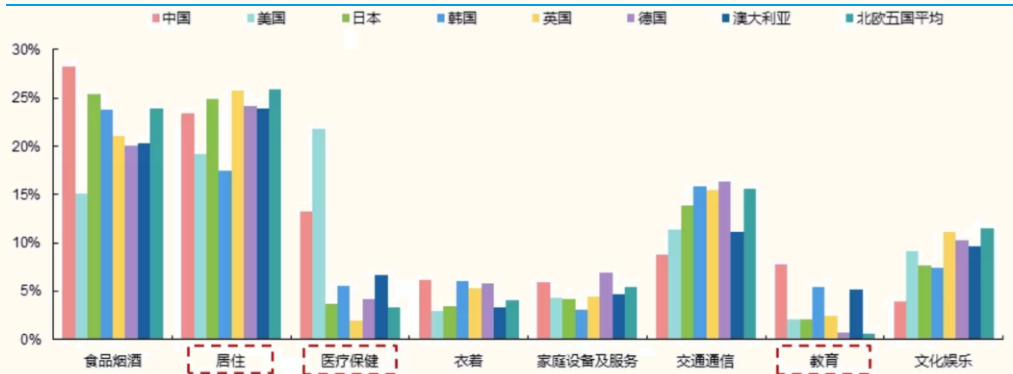
图表 7: 亚洲制造业活动加快恢复



来源: wind, 中国物流与采购联合会, 国金证券研究所

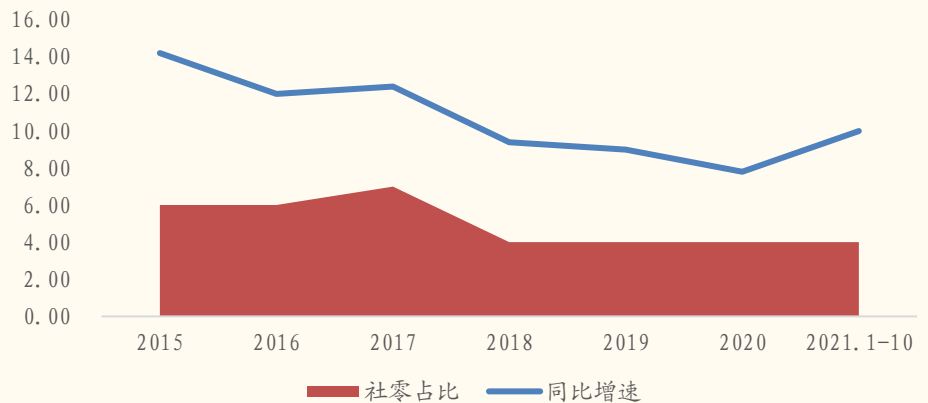
- 共富背景下，居住、教育、医疗支出压力有望降低，其他消费领域潜力或将释放
 - 对比国际上其他国家，我国医疗、教育等支出遥遥领先，食品烟酒、衣着等支出占比也较大，而文化领域的支出相对较少。今年以来地产、互联网、教育等相关政策监管出台，药品器械集采推进，消费者的居住、教育、医疗支出压力有望下降，其他消费领域的消费潜力或将得到释放。

图表 8: 政策下居住、教育、医疗支出压力有望降低，其他消费领域潜力或将释放



来源: 国家统计局, OECD, 国金证券研究所消费策略《共同富裕下的消费趋势研究》

图表 9: 中西药品在社零中的占比与增速



来源: 国家统计局, 国金证券研究所测算

■ 当前相关积极信号及政策陆续出台

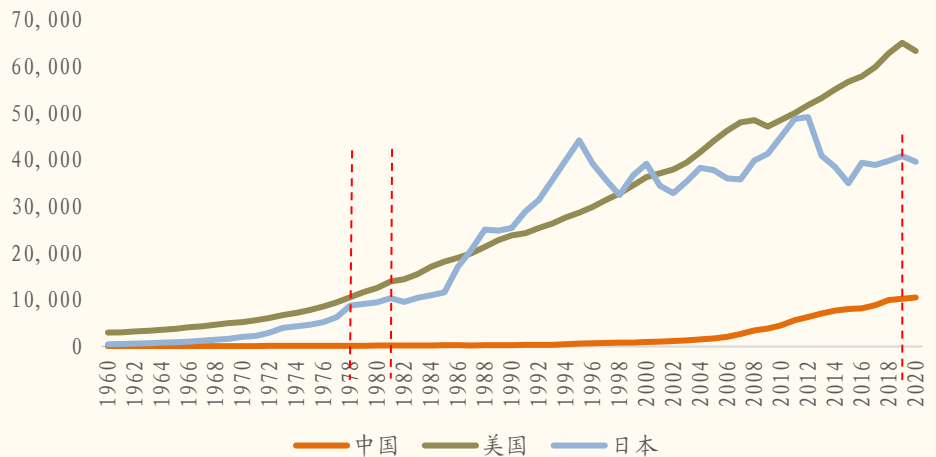
- 2021 年 11 月 12 日, 央行发文表示坚持稳健的货币政策, 做好跨周期设计, 统筹考虑今明两年政策衔接, 更好支持消费投资恢复, 抑制价格过快上涨, 促进经济社会高质量发展; 继续稳妥有序处置高风险金融机构, 压实各方责任, 牢牢守住不发生系统性风险的底线。
- 2021 年 12 月 3 日, 国务院总理李克强表示, 中国将继续统筹疫情防控和经济社会发展, 实施稳定的宏观政策, 加强针对性和有效性, 继续实施稳健的货币政策, 保持流动性合理充裕, 围绕市场主体需求制定政策, 适时降准, 加大对实体经济特别是中小微企业的支持力度, 确保经济平稳健康运行。
- 2021 年 12 月 8 日, 国新办举行国务院政策例行吹风会, 介绍“十四五”推进农业农村现代化规划有关情况。国家发改委农村经济司司长吴晓表示, 推动农村居民消费梯次升级。多措并举增加农民收入, 发展壮大乡村富民产业, 完善农民工就业支持政策, 赋予农民更多的财产权利, 提高农民土地增值收益分享比例, 实施农村消费促进行动。鼓励有条件的地区开展农村家电更新行动, 实施家具家装下乡补贴和新一轮汽车下乡。 促进农村居民耐用消费品更新换代。

二、从美日历史发展及中国消费者代际变化看中国消费品类确定性机会

(一) 从中长期美国、日本消费品类的变迁经验定位中国消费阶段

- 日本从 1960 年至今大约经历了以家庭为中心的大众消费时期 (1960-1973 年, 汽车、家电高增), 以个人消费为中心的个性化、高端化消费时期 (1974-1990 年) 以及回归理性消费时期 (1991 至今) 三个阶段。美国消费市场的变迁情况类似: 大众消费-品牌消费-理性消费。
- 我国于 2010 年成为中等偏上收入水平国家, 2019 年人均 GDP 迈过 1 万美元大关, 2020 年为 10500 美元, 相当于美国 70 年代末、日本 80 年代初水平。也就是处在日本加速达到以个人消费为中心的个性化、高端化、炫耀型消费中期, 以及美国品牌化消费崛起初期。

图表 10: 中国、美国、日本人均 GDP (现价) 变化



来源: wind, 国金证券研究所

(二) 消费品类分化与扩张将是中国未来消费的特点

- 观察美国和日本人均 GDP 由 1 万美元向 2 万美元跃迁期间, 家庭消费中医疗保险、教育、文娱消费支出占比提升, 而食品烟酒、衣着、家庭设备及服务占比下降, 住房支出表现分化; 此外服务消费占比明显上升, 商品消费中易耗品、半耐用品下降, 而耐用品则表现分化。

图表 11: 美日人均 GDP 由 1 万美元向 2 万美元跃迁期间家庭消费结构变化

品类	美国	日本
	(1978-1988)	(1981-1987)
食品烟酒	-3.84%	-3.01%
衣着	-1.02%	-0.42%
居住	0.85%	-0.03%
家庭设备及服务	-0.99%	-0.36%
交通通信	-0.83%	-0.61%
医疗保健	3.71%	1.88%
教育	0.13%	0.09%
文化娱乐	0.80%	0.77%
其他	1.19%	1.68%
耐用品	-0.42%	1.96%
半耐用品	-1.26%	-0.54%
易耗品	-4.90%	-5.51%
服务	6.58%	4.09%

来源: OECD, 国金证券研究所; 注: “其他”包括金融服务、保险、个人护理、社会保护等支出

- 中国过去十年间品类景气变化, 已经出现类似趋势, 与美日相似略提前
 - 我们把营业收入三年复合增速>五年复合增速>十年复合增速作为行业景气度向上指标, 把行业所有上市公司集合作为该行业代表, 从经营结果角度筛选出消费行业中景气向上、中性、向下板块。
 - 增速来看, 部分行业景气高增, 营收复合增长率提升。具体来看, 食品饮料中, 软饮料、肉制品、白酒景复合增速高增长, 景气度向上; 调味发酵品和乳品反复后开始往上走, 保健品景气度向上。轻工制造里, 耐用品稳定高增但增速从高点开始回落; 跟高端化、个性化相关的金属包装、塑料包装、特种纸景气度上涨; 农业中肉鸡养殖和种子保持增长; 家电中传统大家电空冰洗、纺织服装中的运动服装、社服中的酒店已走过大众消费品时期, 等待向品牌消费过渡。
 - 这一情况与美日第一消费时期相似。部分品类受全球化、智能化、网

络等因素影响，变迁逐渐与全球有所同步。

图表 12: 2010 年至 2019 年中国品类变迁 (根据景气度判断)

消费阶段划分	涉及板块	三年复合增速	五年复合增速	十年复合增速	消费阶段划分	涉及板块	三年复合增速	五年复合增速	十年复合增速
大众消费	软饮料	41.17%	29.82%	12.33%	大众消费向品牌过渡	金属包装	22.01%	17.85%	-
	肉制品	31.54%	21.50%	12.91%		特种纸	17.01%	18.35%	8.87%
	文化用品	32.94%	35.66%	39.36%		塑料包装	7.44%	4.15%	3.20%
	肉鸡养殖	55.17%	34.94%	28.54%		瓷砖地板	0.05	0.03	0.04
	粮食种植	23.61%	35.39%	-3.84%		卫浴制品	22.64%	49.77%	20.05%
	印染	17.35%	11.62%	5.64%		空调	0.10	0.19	0.14
	教育出版	0.06	0.24	0.29		厨房电器	0.05	0.15	0.20
	大众出版	0.04	0.13	0.16		鞋帽及其他	0.03	0.16	0.36
	纸包装	0.17	0.34	0.26		定制家居	0.18	0.71	-
	其他黑色家电	0.17	0.45	0.36		成品家居	0.17	0.35	0.24
大众已过, 品牌待来	钟表珠宝	-0.05	0.03	0.18	品牌消费	白酒	20.90%	21.24%	17.30%
	啤酒	-0.02	0.01	0.04		乳品	14.30%	10.37%	14.02%
	酒店	-0.07	0.26	0.10		厨房小家电	16.00%	13.59%	14.16%
	人工景区	-0.29	0.10	0.20		家纺	168.25%	87.97%	42.19%
	院线	0.07	0.29	-		宠物食品	0.26	-	-
	运动服装	-0.27	-0.13	0.26		调味发酵品	0.17	0.02	0.20
	冰洗	0.01	0.10	0.10		保健品	10.14%	6.26%	0.10%
	彩电	-0.15	-0.04	0.04					

来源: wind, 国金证券研究所整理

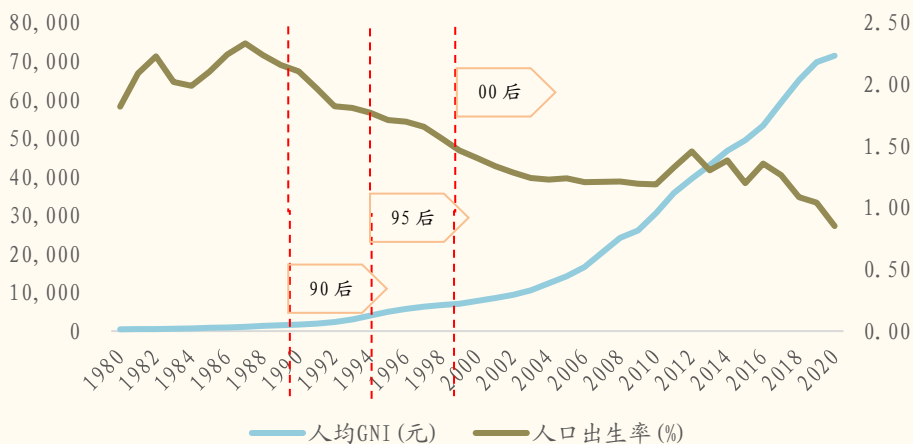
(三) 悦己、品质、休闲健康是未来代际消费的特点, 我们未来长期看好

- 判断中国未来三年最有可能跑出来的品类, 除了借鉴美国、日本的经验, 我们认为还要结合消费者代际变化、经济增长阶段、政策等综合考虑, 这其中, 消费者代际变化的确定性高, 重要性较高, 我们重点从这个角度出发。

1) 年轻世代消费者 (25 岁以下) 享受成长红利最多, 悦己、圈层、科技是关键字

- 年轻世代消费者享受成长红利最多。根据人均国民总收入 (GNI) 与人口出生率的差值来计算人口红利, 90 后人口出生率开始下降, 人均收入从低点往上, 开始享受成长红利; 00 后国民人均收入高, 出生率低, 享受最多成长红利。

图表 13: 年轻消费群体享受最多成长红利

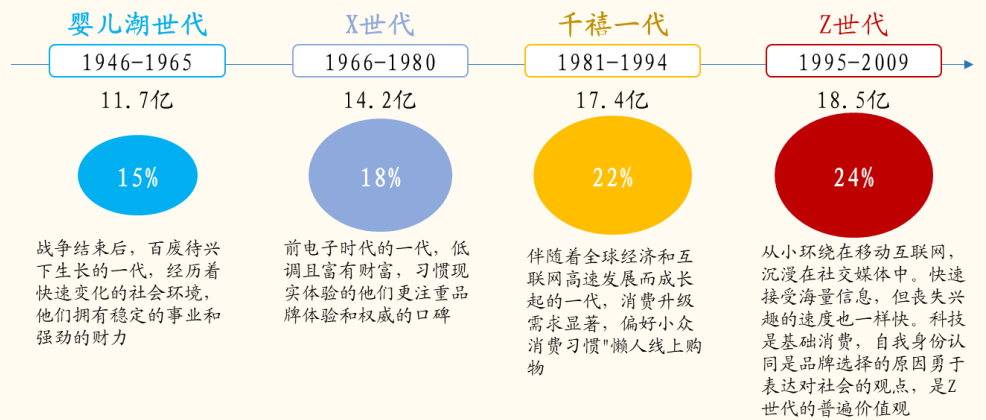


来源: 国家统计局, 国金证券研究所

- 如果把生于 1995-2009 年间的人称为 Z 世代, 这个群体截至 2020 年, 全球规模已达 18.5 亿, 占全球总人口比重 24%; 中国 Z 世代人口规模约 2.64 亿, 占中国总人口比重约 19%。

- 对于这个群体的研究很多，较为一致的观点是 Z 世代接触网络早、更关注自我与圈层文化；为热爱买单，为悦己买单；颜值经济、国潮、社交消费、悦己消费、情感寄托是消费的主要动机。

图表 14: 不同世代人群的成长环境差异会呈现不同的价值观和消费观



来源：联合国经济和社会事务部，壹览商业，国金证券研究所

图表 15: Z 世代消费者消费动机与表现结果



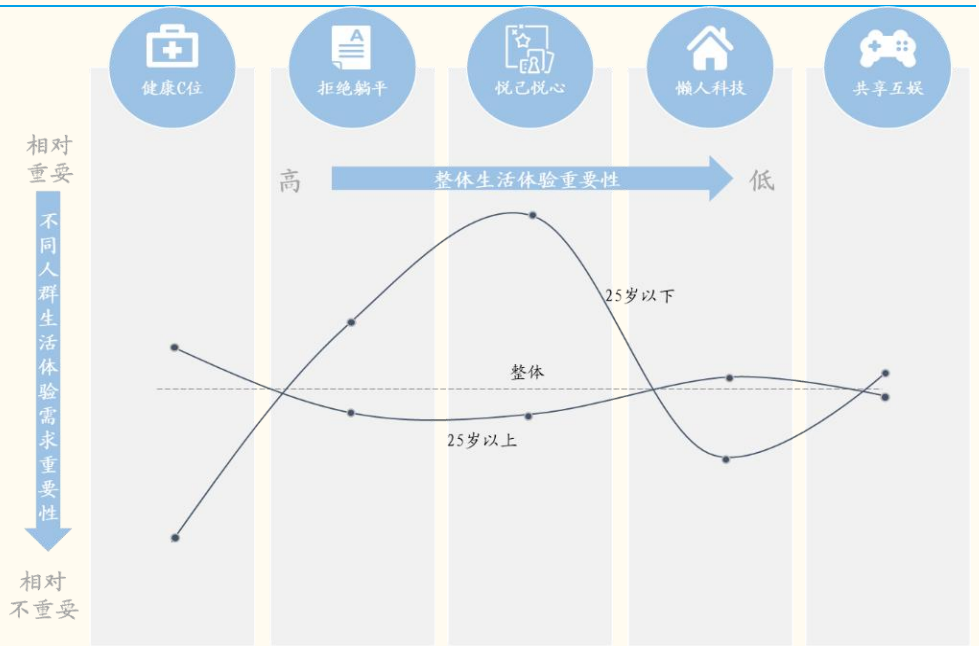
来源：国金证券研究所绘制

- 当代年轻人享受较多成长红利，整体受教育水平高，审美能力提升，结合海内外年轻消费群体消费品类变迁，我们认为电商（包括多种形式的互联网购物）、潮玩、宠物（包括食品、服务等）、运动健身（包括文旅、赛事运营、运动用品、食品等）、国潮（包括国产运动鞋服、化妆品、黄金珠宝等）、美学消费品（例如高颜值小家电&白电、家居等）、智能化/懒人化消费品（清洁电器、安防门锁、智慧家居等）以及传媒相关（电竞、游戏、影视等）将在我国消费群体代际变迁中有较大发展。

2) 中间年代消费者（26-50 岁左右）是消费升级主力，更加关心健康和居家环境，注重品牌和口碑

- 巨量算数消费者趋势调研结果，当前中国消费者对于体魄和精神有双重较高追求，“健康 C 位”和“拒绝躺平”的重要性在五大方向最高；新一代（18-25 岁）中国消费者更看重知识扩充和形象提升，而其他年龄段人群（25 岁以上）则更加关心健康与居家环境；同时，不同年龄段的人群对丰富娱乐体验的重视程度旗鼓相当。

图表 16: 不同年龄段的人群对五大话题的侧重

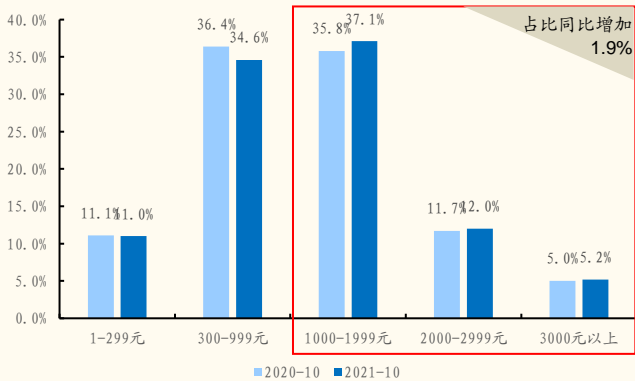


来源: 巨量算数消费者趋势调研, BCG 分析, CBNDData. 国金证券研究所重绘

3) 银发人群 (50 岁以上) 是移动互联网下沉的重要力量, 线上消费潜力不断激发

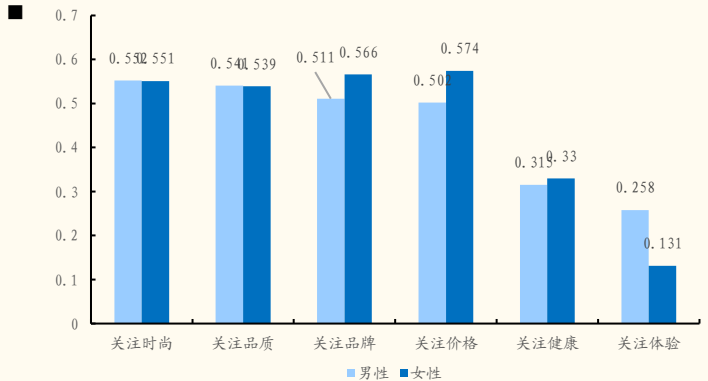
- 我国 50 岁以上人口数量已达总人口的 1/3, 是移动互联网下沉的重要力量, 线上消费潜力不断激发。
- 从消费结果来看, 银发人群中女性更为实用主义, 关注价格和品牌; 男性则对消费体验要求更为突出, 更追求时尚和品质; 同时, 由于女性的突出占比显示出银发人群对美妆、小家电、饮食等商品的偏好。

图表 17: 银发人群线上消费能力分布变化



来源: QuestMobile, 国金证券研究所

图表 18: 银发人群消费关注点活跃占比变化



来源: QuestMobile, 国金证券研究所

4) 小结: 悦己消费、品质消费、休闲娱乐、健康消费将是未来三年主力

- 综合而言, 中国消费群体年轻群体更加注重悦己、圈层、拒绝躺平; 中间层消费群体是消费升级主力; 银发人群是重要的下沉力量。随着代际的迁移, 我们判断, 悦己消费、品质消费、休闲娱乐、健康消费将是未来三年主力。这与前文研究中美国、日本在人均 GDP 跨过 1 万美元后的品类变迁基本符合; 同时, 在社交网络的讨论热度、上市公司板块营收增速变化、以及社零品类增速变化中, 已经开始有这样的迹象。

图表 19: 各细分领域社与抖音整体增速对比

						接近整体		略高于整体			远高于整体			
2020 VS 2019	知识付费	金融	娱乐服务	旅行度假	汽车	家装	房产	健康管理	个护家清	食品饮料	运动健身	护肤美妆	奢侈品/珠宝	时尚服饰
观看量														
点赞量														
评论量														
转发量														
	知识/技能			娱乐体验		居家生活		健康保健			外在形象			

来源: 巨量算数, BCG 分析, CBNDATA, 国金证券研究所重绘

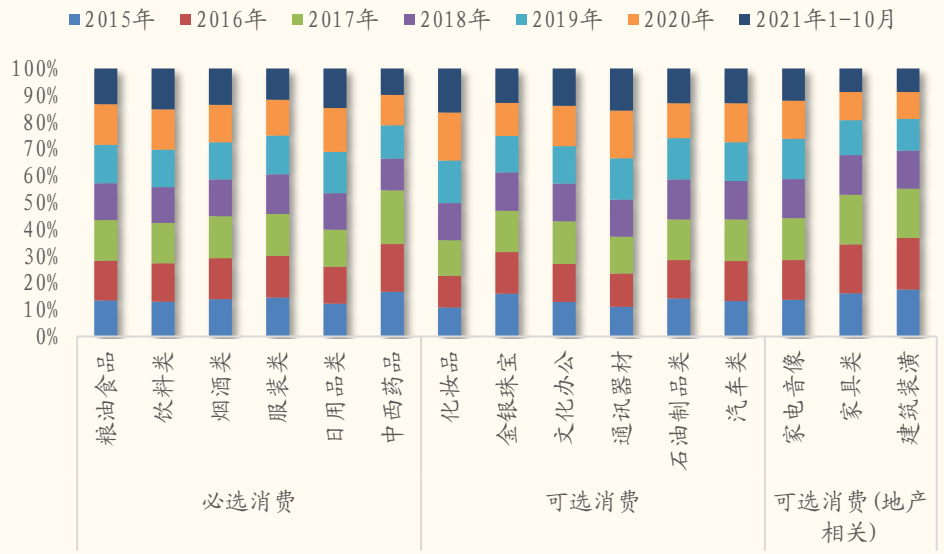
图表 20: 近三年消费行业营收同比增速较快/改善板块

行业	板块	2018	2019	2020	2021Q3	行业	板块	2018	2019	2020	2021Q3
农业	其他种植业	-24.31	5.00	11.25	8.18	纺织服装	辅料	2.17	-8.31	2.82	57.93
	林业	30.91	6.17	10.38	47.15		家纺	10.57	13.35	-1.62	21.18
	饲料	13.69	12.25	41.56	34.15	轻工	造纸	10.98	0.47	3.44	28.41
	果蔬加工	18.02	30.83	-21.04	63.11		包装印刷	19.80	7.29	6.27	25.72
	粮油加工	-2.56	11.73	26.05	22.90		家具	16.24	9.88	9.05	37.68
	其他农产品加工	6.52	10.29	12.05	23.46		其他家用轻工	33.80	9.81	5.06	33.30
家电	冰箱	11.07	6.98	7.56	17.19		珠宝首饰	-2.82	-12.85	-12.35	19.35
	空调	17.58	3.90	-4.97	16.55		文娱用品	21.44	27.18	17.34	30.15
	洗衣机	7.83	-15.97	-6.39	5.04	商贸	贸易	4.86	5.15	25.42	49.25
	小家电	10.78	3.76	6.77	21.01		专业市场	-34.61	13.05	-12.92	21.80
	家电零部件	7.06	2.29	0.07	49.68	社服	人工景区	-11.14	-17.66	-65.31	78.34
	彩电	9.44	3.27	6.24	15.54		旅游综合	32.31	0.41	-29.37	35.59
其他黑色家电	6.32	-3.69	-4.47	18.81	餐饮		-3.92	-8.28	-32.11	50.70	
食饮	白酒	25.48	16.55	6.82	19.53		其他休闲服务	93.54	63.24	-0.29	49.66
	啤酒	1.90	3.86	-0.07	10.95	传媒	平面媒体	4.06	1.90	-1.65	13.18
	其他酒类	-9.60	1.92	4.50	45.32		影视动漫	-2.16	-9.45	-48.71	100.08
	乳品	11.31	11.69	7.86	16.86		营销服务	24.25	0.96	2.39	17.60

来源: wind, 国金证券研究所; 注: 标蓝板块为增速开始加快板块

- 从社零品类占比变化看, 我国必选消费中粮油食品和饮料基本保持稳定, 服装和烟酒略降、日用品增加、中西药品支出大幅减少; 可选消费中, 化妆品、通讯器材、家电音像上升, 金银珠宝、文化办公、汽车稳中有降, 石油制品相对稳定, 家居和建筑装潢下降较多。这些变化也较好的展示了我国的消费品类已迈过了非耐用品, 在耐用品阶段逐渐往服务型消费转变。

图表 21: 我国社零各品类结构变化



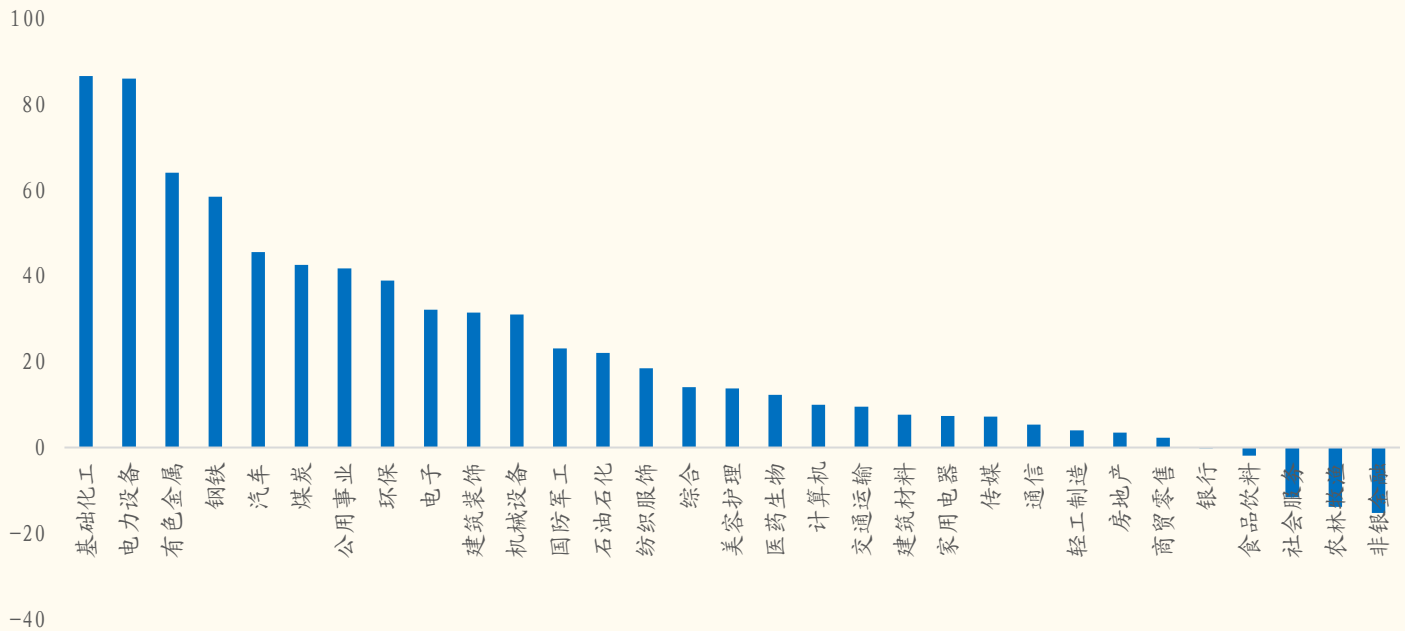
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

三、投资建议: 把握边际改善恢复节奏, 成长与估值兼顾

(一) 部分消费品类估值处相对较低水平, 增速和品类变迁判断在向上通道中

- 今年以来消费股调整较多, 不少细分品类估值处在五年较低分位数。其中, 啤酒、饮料、家纺、大家电、营销等估值处在较低分位数, 增速和品类变迁判断都在向上通道中。

图表 22: A 股各行业年初以来股价区间涨跌幅 (%)



来源: wind, 国金证券研究所; 注: 股价涨跌幅采用总市值加权平均, 时间截至 11 月 30 日

图表 23: 消费行业各细分板块估值水平

行业	板块	PE (TTM)	PE五年分位数	行业	板块	PE (TTM)	PE五年分位数	
农业	种子	175.49	79.26	纺服	毛纺	25.86	13.39	
	粮食种植	37.71	83.62		棉纺	15.98	50.33	
	其他种植业	167.50	54.24		丝绸	32.84	43.00	
	海洋捕捞	19.37	21.35		印染	16.89	15.31	
	水产养殖	183.40	62.96		辅料	16.87	12.22	
	饲料	78.84	98.85		其他纺织	52.47	56.21	
	果蔬加工	59.36	29.22		男装	16.42	17.82	
	粮油加工	79.07	65.93		女装	20.21	6.70	
	其他农产品加工	27.67	46.87		休闲服装	26.65	24.98	
	农业综合	38.74	25.27		鞋帽及其他	95.76	20.41	
	畜禽养殖	34.15	83.66		家纺	15.52	4.16	
动物保健	31.39	27.33	其他服装	58.16	30.62			
食品饮料	白酒	49.19	85.02	轻工	造纸	13.09	27.74	
	啤酒	48.29	25.68		包装印刷	29.59	60.04	
	其他酒类	84.42	40.66		家具	22.77	33.37	
	软饮料	25.97	14.69		其他家用轻工	34.03	44.07	
	葡萄酒	115.12	96.13		珠宝首饰	12.88	1.48	
	黄酒	50.72	62.10		文娱用品	40.46	25.47	
	肉制品	25.08	50.45		其他轻工制造	49.26	24.36	
	调味发酵品	71.34	94.57		商贸	贸易	16.56	42.43
	乳品	30.50	63.17			百货	28.34	64.53
其他食品	38.14	66.75	超市	69.97		93.62		
自然景区	78.80	84.43	多业态零售	24.04		49.84		
酒店	323.44	90.29	专业连锁	27.47		49.47		
旅游综合	39.83	49.75	一般物业经营	131.84		84.73		
餐饮	112.31	64.26	专业市场	21.67		59.71		
其他休闲服务	43.86	46.25	冰箱	22.75		83.25		
其他食品	38.14	66.75	空调	13.35		22.51		
社服	自然景区	78.80	84.43	家电	小家电	23.55	37.86	
	酒店	323.44	90.29		家电零部件	48.75	72.92	
	旅游综合	39.83	49.75		彩电	20.47	31.28	
	餐饮	112.31	64.26		其他黑色家电	59.65	57.12	
传媒	平面媒体	15.74	10.62					
	影视动漫	73.52	72.92					
	营销服务	24.22	29.05					
	其他文化传媒	206.60	88.81					

来源: wind, 国金证券研究所注: 数据截至 2021.12.8

- 结合消费各板块的估值，明年消费投资策略上，我们看好几大主线：一、大众消费品中预期提价传导顺利的公司如乳制品龙头、休闲食品、速冻品、啤酒、大家电、运动鞋制造；二、短期催化强劲，中期格局及业绩确定性向好的高端/次高端白酒；三、产品创新能力强，把握消费者消费动机的公司如清洁电器、抓住疫情契机国内国外双驱动的户外运动相关公司、渠道+品牌+产品推新的黄金珠宝公司等。

(二) 把握大众消费品边际改善恢复节奏，重点关注提价传导顺利公司

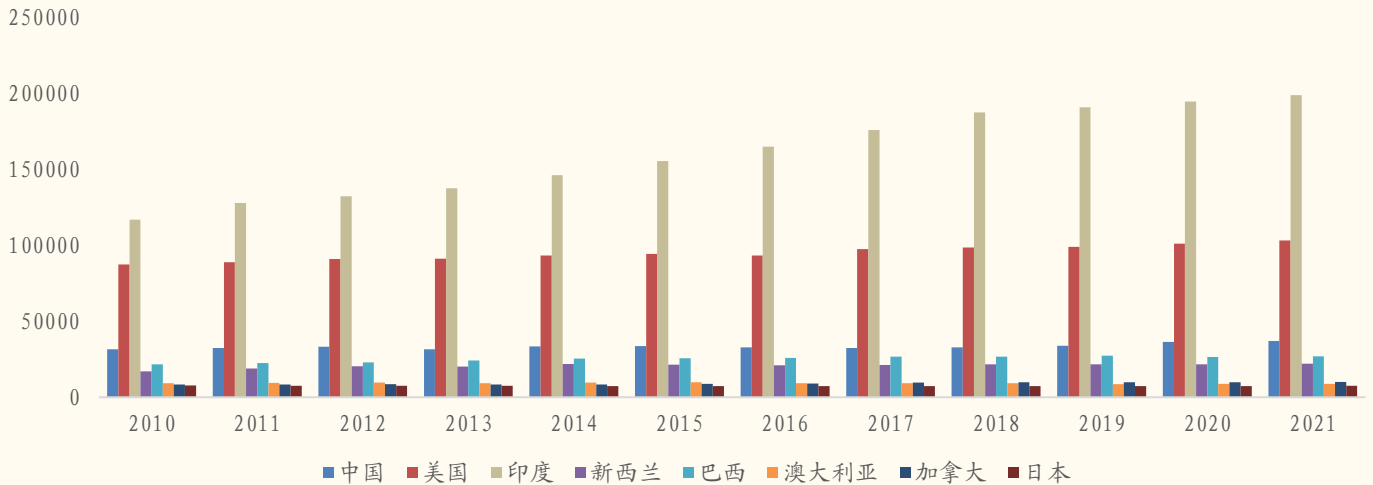
- 我们在 11 月 22 日报告《大众消费品提价复盘与预判》中，复盘了包括餐饮、家电、化妆品日化在内的多个品类，我们认为大众消费品在上游原材料涨价过程中受损比较直接，毛销差的变化与原材料价格密切相关。上游原材料价格回落的一个季度内，大部分消费品毛销差即开始改善。大众消费品每一轮的提价往往发生在成本端上涨之后，而中长期来看提价成功与否在于公司自身的控费能力、品牌力、行业竞争格局等。在这几个提价品类中，我们最为看好的品类是乳制品、休闲食品、速冻品、啤酒、家电、运动鞋。具体而言：

1) 乳制品——竞争趋缓，提价预计较为顺利

- 我国乳制品消费量近几年增长较快，但对比海外仍有较大提升空间，疫情后消费者健康意识大增，2020 年下半年以来白奶尤其偏高端的产品景气度向上。本轮乳制品提价处在上游原料奶价格高点回落，包材价格虽尚处较高位置，但在目前重视健康增加奶制品摄入的大环境下，

整体白奶消费量有望较大幅度提升，乳企的折扣率和竞争有望下降，销售费用率有望压缩，原材料价格回落时，提价将使得优质乳制品企业释放更大业绩利润。

图表 24: 各国液体奶年消费量比较



来源: wind, 国金证券研究所; 注: 数据截止到 2021.7.17

- 我们看好乳制品龙头伊利股份净利率提升的长逻辑。1、从战略诉求来看，两强在 21 年以来在保障收入的前提下均提出提升利润率目标，未来提升份额的手段更多是渠道基础、奶源保障、研发实力和运营效率的竞争，而不仅是费用投入竞争。若伊利可实现每年提升 0.5pct 净利率的目标，我们预测未来两年公司的利润增速可达 15%以上，相比 17-20 年间的利润增速大有提升。2、从具体实现路径来看，除了适当控费减促，品类升级和效率提升亦能提供空间。白奶中金典系列占比持续提升，金典中高端品类（有机、梦幻盖）占比已达 30%+；毛利净利更高的奶粉也在明显发力；此外公司一直重视数字化、信息化建设，以及经销通路的优化，都能为净利提升带来优化空间。而且奶价涨幅高点已过，明年涨幅大概率会有所收窄，原奶在生产成本中占比 40%左右，奶价回落也能释放部分利润空间。

2) 休闲食品和速冻品——龙头成本管控出色，量增费降

- 从上一轮休闲食品和速冻提价来看，龙头公司由于出色的品牌认知度和控费能力，原材料涨价期间毛销差比较平稳；提价后，销售费用率提升幅度远小于毛利率增幅，涨价措施较为成功。
- 本轮这两个板块公司提价较上一轮迅速，龙头品牌认知度进一步加强，速冻食品领域的涨价又是企业较为一致的行为，我们预计提价传导会较为顺畅，重点关注洽洽食品、安井食品。

3) 啤酒——高端化顺利，静待明年需求恢复

- 啤酒板块 20H2 以来成本重拾升势，预计 22H1 吨成本压力或环比加重，主要系采购多在今年年底发生，原材料、包材成本仍高于年中；展望 22H2，玻璃价格现已回落，大宗商品上游产能扩张降低涨价预期，预计吨成本压力将逐步缓解。
- 我们认为，此次提价的后续演绎路径有望类似 18 年，龙头可能采取阶段性、适当的投入费用补贴来助推提价平稳落地，但一段时期后（18 年为 2-3 个季度）销售费率将趋于正常，吨价上升幅度可覆盖吨成本上涨，毛销差重拾升势。我们建议，静待明年需求恢复。预计年底到明年旺季前仍有提价催化，关注提价向利润端传导的进度。中长期把握“高端化+经营效率提升”的主线，看好华润、青啤、重啤。

图表 25: 啤酒板块高端化较为顺利

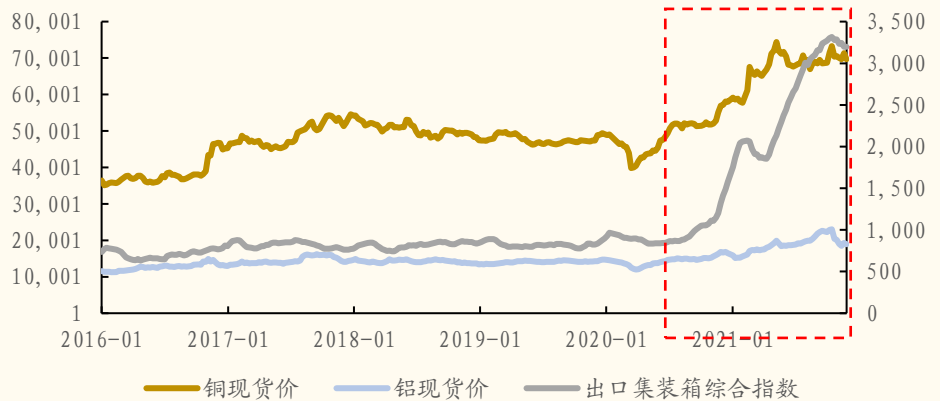
	<p>渠道伙伴大会释放积极信号，高端化全面推进</p> <p>产品：21 年 4+4 组合增长 50%，22 年将：1) 中档：勇闯站住新定位，确保换代升级后销量不降、覆盖不减、价格真涨。2) 次高：SuperX 建成次高细分第一优势。3) 普高：纯生 22 年会推出全麦纯生，向百万吨大单品冲刺；红爵实现高速增长。4) 高高：喜力建成高档第一细分品牌；马尔斯绿达到快速发展。5) 其他产品：积极落地核心轻骑兵，白啤分为黑狮白啤、黑狮果啤、悠世运作，在果啤市场做成小啤汽。</p>
华润啤酒	<p>渠道：21 年前 20% 的客户销量占比超 60%，铸剑客户 190 家，top200 客户占总经销商的 1.4%，但贡献了 17% 的 SuperX、21% 的马尔斯绿、27% 的纯生、49% 的喜力销量。22 年将：主攻全国连锁的夜场、餐饮、CVS、KA，通过铸剑计划提升大客户在高端中的贡献率。22 年底将推出高端客户发展协议，保障资源投入和目标达成。</p> <p>地区：21 年在浙江、深圳、福建实现突破，四川、辽宁、贵州等十大营销中心进步飞快。品牌投入 22 年仍将坚持高于的行业水平，确立品牌建设和投资的压倒性优势；方向上，将放大喜力的声量（夜场、电音），保持 SuperX 的高投入，升级打造马尔斯绿的潮流属性。</p>
重庆啤酒	<p>1) Q4 预计受疫情影响，但仍实现了正增长。明年疫情减缓，对高端化进程、销量增长有好的预期。2) 由于华东、华南区域扩、增长快（华南连续 3 年 30% 以上增长），公司曾让新疆、CIB 团队同时开展业务。目前赛马机制结束，22 年起，已明确一个行政区域仅由一个销售团队运作全渠道、全产品。3) 夏日纷吨价 1.5-1.8 万元，尚未达到盈亏平衡；1664 吨价 2 万+，毛利率约 70%；出厂价 4000 元毛利率 20%+，4000-5000 元对应 30-40%，6000 元对应 50% 左右。4) 费用投放：今年销售费率 18% 左右，明年不考虑疫情将恢复到 19 年水平。</p>
青岛啤酒	<p>11 月销量同比+0.9%，山东、陕西等强势市场表现向好。1-11 月销量同比+1.5%（对比 19 年下滑 1-2%），10-11 月销量同比-3%，近期 1903、白啤、小瓶青岛等纳入提价范围。</p>

来源：国金证券研究所食品饮料团队整理

4) 家电——边际改善较为确定，时间尚需把握

- 家电属于消费板块中科技属性比较强的行业，集智能化、懒人化、美学升级于一体，家电的推新能力和方向也比较契合现代消费者的理念。
- 但家电在今年属于“受伤”最重的行业之一：上游原材料（家电行业原材料在营业成本占比接近 85%，其中各级铜、钢、铝、塑料等为主要原材料）大幅上涨、海运运力紧张+运费大幅跳涨、高端智能家电缺芯、小家电在 2020 年疫情期间需求透支，多重因素叠加导致家电公司今年业绩、股价表现低于预期。

图表 26: 铜、铝现货价和出口集装箱运价高企



来源：wind，国金证券研究所

图表 27: 家电企业提价一览

分类	企业	提价时间	提价商品	提价幅度
家电	美的集团	2021 年 3 月	冰箱产品	10%-15%
	格力电器	2021 年 1 月起		
	海信家电	2021 年 8 月	改变产品结构，部分商品涨价	-
	ST 奥马	2021 年 1 月	冰箱、洗衣机、冰柜等	5%-15%
	TCL 科技	2021 年 1 月	各型号热水器	5%-10%
	海尔智家	2021 年 4 月	各型号洗衣机	每台涨价 50-1000

来源：中国经济周刊，公司公告，国金证券研究所

- 我们认为家电行业的改善较为确定，时间尚需把握。目前房地产预计平稳向下；部分家用电器芯片端国产产能可以满足；产品创新、政策鼓励下升级换代仍可期待。原材料端，铜、铝价格和海运运价虽仍在高位，但从十月开始已有所回落，家电行业 2021Q1-Q3 的提价有望给 2021Q4 业绩增加动力，若价格传导周期不变，剪刀差带来的额外利润有望在 22Q2 逐步释放。
- 重点推荐：白电——推荐关注顺应消费升级需求，多年备战高端赛道，卡萨帝维持高增长，三翼鸟加快布局带动套系+场景化销售的海尔智家；厨房小家电——当前低估值、安全边际高，受地产影响小，在第三消费时代背景下成长空间依然可观，推荐关注自主品牌快速增长的新宝股份等；新兴家电品类——清洁电器科沃斯等，产品研发创新能力强，渗透率提升逻辑持续得到数据验证。

5) 运动鞋生产商——有望受益剪刀差收窄，研发、交付能力优秀进入巨头核心供应商

- 运动鞋市场快速增长。受益体育消费增长、穿着体验提升、潮流时尚属性等，运动鞋品类实现内生+外延高速增长。根据 Grand View Research 估算数据显示，2019 年全球运动鞋市场规模约为 1,685 亿美金，2010-2019 年 CAGR 达到 10.6%。
- 运动鞋服行业集中度较高且有望不断提升。运动鞋服由于具有功能性属性和头部营销资源集中的特点，产品差异化程度更高，市场较易向具有较高技术研发水平和品牌优势的头部企业进行集中。
- 运动鞋类产品订单稳定性更强。由于鞋类产品相较于服饰产品生产更为复杂、技术含量较高，因此对供应商而言鞋类产品订单稳定性更强。另一方面国际品牌的鞋类营收占比一般高于服饰，因此上游鞋类制造商的潜在市场增长空间更大。2011-2020 财年 Nike 服饰与鞋类产品营收比例稳定在约 3: 7；2010-2019 财年 PUMA 服饰与鞋类产品营收比例稳定在约 4.5: 5.5。
- 我们认为，疫情后消费者健康意识和健身需求得到明显激发，且潮流时尚属性需求进一步加强，《全民健身计划（2021-2025 年）》政策驱动下，运动鞋服行业将进一步扩容，为包括上游制造商在内的全产业链企业带来发展机会。我们看好运动鞋产业中具有持续开发能力和稳定交付能力、与知名品牌方结成利益共同体、具备提价能力的优质供应商，如华利集团等，有望受益运动鞋市场需求的高增长和原材料价格的回落。

（三）看好短期催化强劲，中期格局及业绩确定性向好的高端/次高端白酒

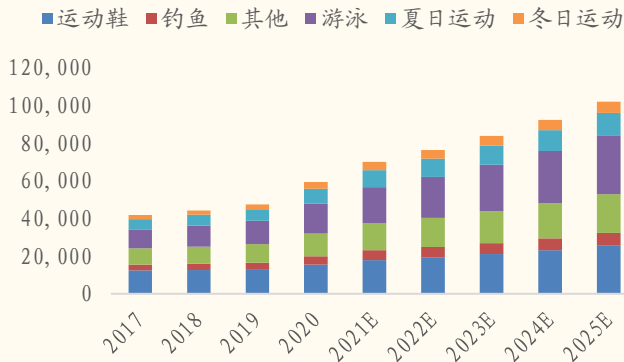
- 白酒板块整体业绩确定性强，十二月份经销商大会释放明年增长目标及量价策略。各个龙头酒企信心较足，明年有望实现延续高增长。十二月开始春节备货打款，终端需求向好，渠道备货打款积极性较强，且库存及价盘保持良性，22 年开门红可期。
- 业绩超预期向好：1) 高端（茅、五、泸）有望 22 年业绩环比加速，核心驱动为企业自身量价、激励机制等改革。且高端格局较为稳定，业绩确定性强。2) 次高端业绩依旧保持高弹性，虽然次高端由于基数问题，存在降速情况，但是业绩增速仍有望超预期（22 年大多利润增速 40%+），核心驱动力为行业景气度及企业发展势能。3) 地产酒升级速度明显，股权激励及改革有望推动基本面改善。
- 当前持续推荐高端（茅五泸），22 年利润增速预计 17%、20%、30%，对应估值 41、33、37X；及次高端改革公司（洋河、酒鬼、汾酒），22 年利润增速预计 26%、60%、40%，对应估值为 30、50、50X。

(四) 持续关注产品创新能力强，把握消费者消费动机的公司

- 根据前述消费品类变迁的研究判断，当前我们认为还应持续关注产品创新能力强、把握消费者消费动机的公司，具体体现在供应链、审美、研发、品质综合因素优秀。主要的品类包括代表消费科技的家电（大家电智能升级、清洁电器、集成灶、颜值小家电等）、景气度向上的户外运动用品市场（包括骑行、运动鞋服、户外用品）、功能性护肤品、渠道+品牌+新产品多效联动的黄金珠宝等。

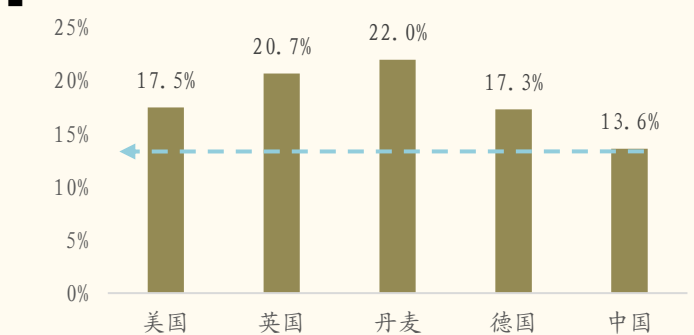
1) 户外运动用品——疫情后全球行业渗透率进一步加大，具全球供应链能力的公司更能抓住机遇

图表 28: 全球户外运动用品市场营收规模 (百万美元)



来源: Statista, 智研咨询, 国金证券研究所

图表 29: 2020 年各国户外运动渗透率



来源: Statista, 国金证券研究所

- 户外运动市场扩容。随着疫情的持续，人们对休闲娱乐的需求愈发强烈，参与户外运动的人群开始扩增，户外运动正成为主流休闲娱乐方式。以美国为例，2020 年美国户外运动参与率达到了 53%，参与人数增长至 1.6 亿，比 2019 年增长了 710 万人。国内来看，国务院印发的《全民健身计划（2021-2025 年）》，以及学校教育中体育重要性提高都有望驱动户外用品行业进一步扩容。2025 年全球户外运动用品市场营收规模有望达千亿美元。
- 我们长期看好运动健康这条主线，推荐关注运动鞋制造龙头华利集团、户外代工龙头浙江自然等；骑行+海外发力为代表的春风动力（国内两轮摩托爆发，国外四轮替代）、久祺股份（自行车借疫情海外成功推出自有品牌，电踏车海外市场高增中）；国潮机遇下品牌力不断提升的运动鞋服等，以及中长期关注运动场馆、赛事运营、体育旅游、功能保健食品等。

2) 黄金珠宝——新销售模式+产品推新实现高增，打造悦己新消费

- 黄金珠宝品类多年下滑后今年高增：社零角度，黄金珠宝品类今年 1-10 月同比去年增长 38.1%，复合 2019 年同期增长 18.04%；上市公司板块营收角度，今年 Q3 珠宝首饰板块营收同比增长 19.35%，2018-2020yoy 分别为 -2.82%、-12.85%、-12.35%。
- 我们看好在黄金珠宝领域具备渠道优势、品牌力突出、产品推新能力强的公司如周大生、周大福等；以及有望借助镶嵌类新品类实现毛利率和销售增长的豫园股份、曼卡龙等。

(五) 重点公司盈利预测

图表 30: 重点公司盈利预测

板块	代码	简称	股价	EPS			PE		
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
乳制品	600887.SH	伊利股份	42.29	1.42	1.68	1.96	29.78	25.17	21.58
休闲食品	002557.SZ	洽洽食品	57.82	1.78	2.15	2.52	32.48	26.90	22.94
速冻品	603345.SH	安井食品	193.00	3.17	4.19	5.38	60.88	46.06	35.87
白酒	600519.SH	贵州茅台	2090.00	41.51	48.57	57.30	50.35	43.03	36.47
	000858.SZ	五粮液	247.00	6.07	7.35	8.67	40.71	33.62	28.47
	000568.SZ	泸州老窖	252.17	5.27	6.66	8.23	47.83	37.87	30.65
	600809.SH	山西汾酒	334.11	4.59	6.41	8.67	72.79	52.15	38.53
	002304.SZ	洋河股份	185.06	4.92	6.37	7.92	37.58	29.04	23.37
	000799.SZ	酒鬼酒	244.72	2.98	4.46	6.21	81.99	54.81	39.39
啤酒	600600.SH	青岛啤酒	105.94	2.02	2.59	3.16	52.36	40.91	33.53
	0168.HK	青岛啤酒股份	69.70	2.02	2.59	3.16	28.24	22.06	18.08
	0291.HK	华润啤酒	66.15	1.22	1.59	1.97	44.27	34.05	27.46
	600132.SH	重庆啤酒	162.88	2.40	3.11	3.95	68.01	52.31	41.19
白电	600690.SH	海尔智家	30.50	1.36	1.62	1.85	22.37	18.88	16.52
清洁电器	603486.SH	科沃斯	176.35	3.58	4.83	6.28	49.31	36.50	28.09
小家电	002705.SZ	新宝股份	25.04	1.05	1.37	1.64	23.80	18.32	15.26
运动鞋制造	300979.SZ	华利集团	91.93	2.27	2.89	3.55	40.50	31.81	25.90
户外骑行	300994.SZ	久祺股份	52.53	1.10	1.58	2.27	47.72	33.16	23.18
	603129.SH	春风动力	160.96	3.09	5.18	7.07	52.01	31.10	22.76
户外用品代工	605080.SH	浙江自然	69.90	2.18	2.99	3.97	32.02	23.41	17.60
黄金珠宝	002867.SZ	周大生	18.18	1.23	1.51	1.79	14.75	12.03	10.14
	1929.HK	周大福	14.10	0.70	0.83	0.95	20.20	16.96	14.79
	300945.SZ	曼卡龙	23.95	0.54	0.64	0.74	44.33	37.31	32.38

来源: wind; 国金证券研究所; 注: 股价选取 2021.12.10 收盘, 国金消费中心未覆盖标的选取 wind 一致预期

四、风险提示

- 上游原材料价格持续高位的风险。提价消费品业绩改善逻辑基于上有原材料价格的回落, 若原材料价格持续高企, 消费品提价无法覆盖成本上涨, 则业绩改善的时间将推后, 改善力度将减弱。
- 供应链改善不达预期的风险。若芯片、海运等供应链相关链条持续紧张, 造成产业链生产、出货、销售连锁限制, 则智能电器、出口业务占比重的公司等仍将受到较大负面影响。
- 经济大幅下滑的风险。若经济大幅下滑, 消费者预期收入减少, 消费意愿下降, 将对消费造成不利影响。
- 政策力度不达预期的风险。若与就业、扩大中低收入人群收入、消费提振相关的政策出台不达预期或刺激力度不够, 消费整体仍有下滑风险。
- 疫情反复严峻的风险。若新的新冠变种出现且危害性变大, 或者疫情加剧导致防控升级, 则服务类消费直接受到损伤。

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	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-66216979	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	传真: 010-66216793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	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