

大消费

报告日期：2022年07月24日

消费韧性仍在，调整即是布局时点

——大消费行业周报

投资要点

- **优质消费资产：市场情绪及 Q2 业绩担忧下有所调整，但消费韧性仍在**
7 月份受疫情逐步发酵导致的情绪回调+部分标的 Q2 业绩预期回调双重因素影响，龙头白马出现阶段性回调。参照历史，对于优质消费品龙头，估值低就是难得买入机会以及上涨理由，建议布局估值处于低位、Q2 基本面稳健或 Q2 业绩不佳市场已存预期、Q3 基本面环比改善的龙头。
- **新兴消费：居民储蓄迭创新高，新兴赛道及消费升级蓬勃发展**
东方甄选自有品牌持续发力，美丽生活矩阵号表现亮眼。本周（7.18-7.22）东方甄选自有品牌产品合计 GMV 已达到 1813.6 万元，计划每个月推出 5-10 款自营产品，一年以内做到 100 款，并且主要是直播间爆款产品，自有品牌快速发展中。同时，“美丽生活”矩阵号首播亮眼。
医美推进合规产品管理，利好头部优质玩家。考虑到监管本质是利好合规医美，因此担忧情绪被逐步消化，利好头部。爱美客等龙头 Q2 存在疫情压制，7-8 月爱美客有望恢复正常增速，华东医药预计 Q2 恢复正增长且逐季改善，后续催化剂多。
华熙、珀莱雅高增长，看好国货龙头长期价值。本周华熙、珀莱雅业绩预告双双高增长，目前珀莱雅、华熙生物等国货龙头表现亮眼，中小品牌或加速出清。国货龙头长期投资价值凸显。
预制菜赛道方兴未艾，但是 B\C 两端趋势确定。看好供应链、渠道、品牌等具备优势的速冻龙头企业。
- **地产链：至暗时刻，龙头 α 非常突出**
预期底部可逐渐布局，信用风险未出清下选择龙头而非博弈弹性。本周地产链承压源于停贷事件的发酵，停贷影响短期对舆论影响大于实际影响，地产销售数据也将持续修复。同时，本轮周期中部分龙头企业展现远超同业的成长韧性。我们认为可以左侧布局。其中部分企业继续计提信用超市场预期，地产下半年基本面环比改善趋势下，也仍需警惕部分企业潜在信用计提风险，选择风险控制好的龙头企业，而不是选择小票博弈弹性。
- **疫后修复：消费场景常态化后，不担忧餐食及可选消费力**
青啤疫后修复速度+盈利能力提升超预期。近期啤酒催化密集，餐饮链恢复+出行链修复+成本下行，青啤 Q2 业绩确定性高，Q3 业绩有望加速，疫后估值或有望迎大幅反弹。
黄金饰品疫情后持续修复，7 月延续复苏增长态势。6 月疫后复苏增长态势明显（6 月珠宝社零+8.1%），根据周大福公告，我们预计 6 月其内地同店低单位数增长，预计 7 月至今龙头品牌复苏趋势仍呈现可喜状态。同时黄金饰品节庆效应明显，预计 8 月初再次进入行业旺季。
本周餐饮需求略承压，不改长期改善趋势。本周上海、成都散点疫情下，高频数据看外出消费需求仍略有承压，但 5-6 月海伦司同店日均销售、海底捞翻台边际改善趋势明显，短期疫情扰动不改长期改善趋势。
- **猪周期：本周猪价涨势放缓，但中长期看市场依然缺猪**
上周猪价突破 23 元/kg 后，本周环比下跌，通过疫苗、饲料等侧面数据验证，我们判断产能去化充分。
- **优质制造：静待对海外市场担忧及数据触底**

行业评级：看好(维持)分析师：马莉
执业证书号：S1230520070002
mali@stocke.com.cn**相关报告**

海外需求下行为一致预期，跟踪数据边际改善时点。市场目前担忧外需，对于下半年出口预期普遍悲观，股价也相应调整，当下应该紧密跟踪海外市场及家得宝等公司数据，若出现边际改善即为布局机会。

□ 风险提示

1) 疫情反复; 2) 经济下行超预期; 3) 地产政策继续收紧

正文目录

1 优质消费资产：市场情绪及 Q2 业绩担忧下有所调整，但消费韧性仍在	5
1.1 白酒：板块短期回调不改长期趋势，看好 Q3 品牌酒企发展	5
1.2 运动服饰：运动赛道依然景气，无惧波司登暖冬价格压力	5
1.3 白电龙头：海尔智家韧性较强，经营环境边际改善	6
2 新兴消费：居民储蓄迭创新高，新兴赛道及消费升级蓬勃发展	6
2.1 直播电商行业：东方甄选自有品牌持续发力，美好生活矩阵号表现亮眼	6
2.2 医美：行业高景气，关注监管细化+疫后高弹性	8
2.3 化妆品：华熙、珀莱雅高增长，看好国货龙头长期价值	9
2.4 餐饮工业化：受益于疫情渗透率提升，预制菜赛道看好速冻龙头的供应链、渠道、品牌优势	9
3 地产链：至暗时刻，龙头 α 非常突出	10
3.1 家居：至暗时刻已至，修复时刻将至	11
3.2 集成灶：行业成长红利仍在，亿田强 α 属性有望超行业成长	11
3.3 消费建材：警惕补充信用计提风险，选择风险控制好的龙头	11
4 疫后修复：消费场景常态化后，不担忧餐食及可选消费力	12
4.1 啤酒：青啤疫后修复速度+盈利能力提升超预期	12
4.2 黄金珠宝：疫后修复超预期，预计 8 月再迎旺季	12
4.3 新餐食：散点疫情下本周仍略有承压，长期边际改善趋势不改	13
5 猪周期：本周猪价涨势放缓，但中长期看市场依然缺猪	13
6 优质制造：静待对海外市场担忧及数据触底	14

图表目录

图 1: 东方甄选直播间自有品牌产品 GMV 及占比.....	7
图 2: 2018 年至今生猪价格周期 (元/kg)	14
表 1: 龙头白马表现.....	5
表 2: 东方甄选直播间近期运营数据	7
表 3: 东方甄选之图书直播间近期运营数据	7
表 4: 东方甄选美丽生活直播间近期运营数据	8
表 5: 餐饮供应预制品整体表现.....	8
表 6: 医美整体表现.....	9
表 7: 地产后周期整体表现.....	10
表 8: 啤酒整体表现.....	12
表 9: 黄金饰品整体表现.....	13
表 10: 新餐食整体表现.....	13
表 11: 出口优质制造表现.....	14

1 优质消费资产：市场情绪及 Q2 业绩担忧下有所调整，但消费韧性仍在

近期 Q2 业绩预期扰动加大出现回调。7 月份以来，受疫情散点出现+部分标的 22Q2 业绩预期回调影响，部分消费龙头出现阶段性回调。

建议布局估值低位、基本面稳健的优质消费品资产。参照历史，我们认为对于优质消费品资产，估值处于低位就是难得买入机会以及上涨理由，因此建议布局估值处于低位，Q2 基本面稳健或 Q2 业绩不佳市场已经存在预期，Q3 基本面环比改善的标的。重点推荐茅台、五粮液、洋河、舍得、李宁、特步、波司登、安踏、海尔。

表1：龙头白马表现

代码	赛道	细分赛道	公司	本周涨跌幅 (%)	近半年涨跌幅 (%)	近一年涨跌幅 (%)	市值	22年预期归母净利润	2022年预期PE	2022年预期PE历史分位 (近五年)
600519.SH	白酒	高端	贵州茅台**	-0.13	2.93	-0.05	24458.2	619.7	39.5	60%
000858.SZ			五粮液	-2.10	-0.45	-32.88	7216.3	276.0	26.1	23%
000568.SZ		泸州老窖**	2.15	1.14	1.62	3421.5	103.9	32.9	45%	
600809.SH		次高端	山西汾酒	0.60	5.29	-20.51	3548.0	77.9	45.5	47%
000799.SZ			酒鬼酒	-2.95	-1.18	-36.04	513.7	13.3	38.6	24%
600779.SH			水井坊*	4.56	-26.68	-49.54	373.8	14.3	26.1	3%
600702.SH			舍得酒业**	-5.41	8.76	-30.29	587.4	19.0	30.9	36%
000596.SZ		古井贡酒**	-2.14	1.64	-4.19	1231.1	30.8	40.0	64%	
002304.SZ		区域	洋河股份	1.22	1.68	-15.79	2567.8	96.2	26.7	57%
603369.SH			今世缘	-1.59	-3.63	-22.88	542.6	25.2	21.5	19%
603589.SH	口子窖**		-2.17	-6.23	-27.13	308.8	20.8	14.8	2%	
603198.SH	迎驾贡酒**		3.17	8.99	37.41	439.2	18.8	23.4	59%	
2319.HK	乳制品	蒙牛乳业*	-0.92	-7.95	-14.44	1277.5	59.7	21.4	18%	
600887.SH		伊利股份*	1.68	5.32	1.50	2322.0	107.6	21.6	9%	
2020.HK	服装	安踏体育	-1.08	-18.43	-48.45	2129.1	75.6	28.2	32%	
2331.HK		李宁	-0.08	-10.76	-27.86	1496.5	47.1	31.8	34%	
3998.HK		波司登	-0.21	14.39	-1.61	446.7	24.8	18.0	30%	
1368.HK	家电	特步国际	-1.62	-0.43	5.10	299.7	11.4	26.2	79%	
600690.SH		海尔智家**	1.26	-13.78	-8.23	2358.0	152.2	15.5	44%	

资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.1 白酒：板块短期回调不改长期趋势，看好 Q3 品牌酒企发展

22Q2 茅台业绩表现优异，系列酒延续高增表现。本周，茅台发布 Q2 经营数据，22H1 预计营业总收入 594 亿元，同比+17%，预计归母净利润 297 亿，同比+20%；22Q2 营业总收入 262.13 亿，同比+15.70%，归母净利润 124.55 亿，同比+16.40%。在飞天茅台投放总量较去年微增背景下，茅台酒收入保持优异增长或主因原有非标产品量价齐升；受益于系列酒提价红利释放+疫情影响下中档酒表现优异实现量增，22Q2 系列酒也延续高增发展态势。

虽近期板块表现波动，仍看好 22Q3 基本面及市场表现。板块近期整体呈震荡走势，或主因：1) 板块性催化较小，且板块处于密集下调 22Q2 业绩阶段；2) 疫情多点爆发或影响市场情绪。我们认为：1) 适当的下调 22Q2 酒企业绩一定程度上利于后续板块蓄力；2) 7-8 月中为消费淡季，疫情多点爆发对酒企全年业绩影响较小，无需过度担忧。当前板块直接催化剂为 22Q2 业绩预期差、其他信息催化、股权激励等。

我们仍认为应坚持布局两条主线：1) 中长期具备确定性（贵州茅台、洋河股份、古井贡酒等）；2) 阶段性具备弹性（五粮液、舍得酒业、泸州老窖等）。

1.2 运动服饰：运动赛道依然景气，无惧波司登暖冬价格压力

特步控股股东配售 10 亿，无需担心管理层对公司信心。 Q2 特步主品牌流水同增中双位数，增速领跑行业，上半年收入增长预计不低于 35%，归母净利增长也不低于 35%。本周五，特步国际控股股东拟配售 8000 万股，每股 12.7 港元，占公司已发行股本总额约 3.04%，计 10.16 亿港元，较前日收市价 13.88 港元折让 8.5%。此次配售更多是为满足相关长线资金需求以及增加市场流动性。我们认为，管理层对公司长期发展前景的信心没有任何改变。

运动赛道依然景气，推荐李宁、特步、安踏。 3 月挪威养老基金剔除投资事件冲击后，又遭遇国内疫情加剧，直至 5 月底港股运动龙头安踏、李宁、特步等才开始反弹，其中安踏反弹力度最弱，我们认为与集团增速阶段性放缓相关。而波司登由于受到疫情影响小等，3 月底股价即已见底。当前时点，我们认为即使疫情阶段性反复，但是 6 月以来随着疫情解封，运动龙头流水显著改善，运动赛道依然也依然处于景气中。根据当前基本面情况，Q2 安踏/fila 流水分别下滑中单位数/高单位数，特步逆势高增，我们依次推荐李宁、特步、安踏，关注比音勒芬、报喜鸟。

波司登暖冬轻薄产品带来价格端放缓压力，但销量加速依然带来业绩韧性。 22 年公司更注重对暖冬应对型产品的开发，对 900-1500 价格带进行重点布局，虽然价格端会面临压力，但预计销量增速会好于往年，同时以产品创新、渠道优化、降本增效保证净利率的稳中有升。展望 2022 年，公司依然有信心保持收入与利润双位数以上的正增长。

1.3 白电龙头：海尔智家韧性强，经营环境边际改善

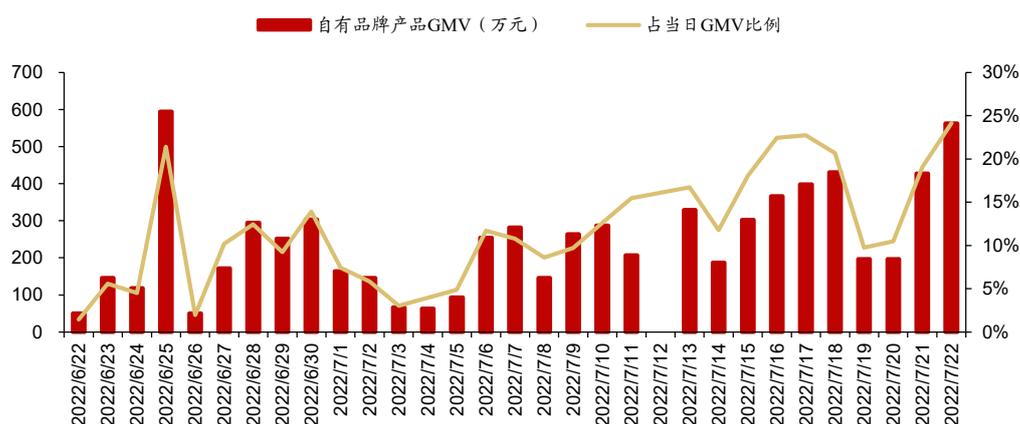
重申海尔智家的投资价值，彰显白电最强 alpha。 1) 疫情影响只会递延白电的购置需求，预计 4-5 月份的购置需求能够在 6 月份兑现。海尔 6 月份恢复势头良好，根据 618 战报来看，海尔 618 的销售额同比+23%，好于行业 15%-20%的增速；2) 海尔高端提速，运营效率也不断提升，作为全球白电龙头具有强大的韧性，Q1 公司面对海外高同比基数、美国行业消费需求下滑、人民币大幅升值的压力依然能够实现收入/利润同比+10%/+15%的亮眼业绩，超出市场预期。Q2 虽然短期受到疫情影响，但考虑到白电购置需求只会递延，我们认为公司 Q2 的压力不及 Q1。3) 需关注到家电行业的经营环境正在边际改善：疫情管控逐步放松、原材料成本开始下行、地方财政发放消费券刺激消费、人民币汇率贬值等因素。

2 新兴消费：居民储蓄迭创新高，新兴赛道及消费升级蓬勃发展

2.1 直播电商行业：东方甄选自有品牌持续发力，美丽生活矩阵号表现亮眼

东方甄选自有品牌持续发力，自营产品 GMV 占比不断提升。 本周有两款产品上新，分别是东方甄选黑蜂椴树雪蜜（7 月 18 日首推）、东方甄选厄瓜多尔南美白对虾（7 月 22 日首推），首推日销售额分别达到 161.0 万元和 145.3 万元。根据飞瓜数据，本周（7.18-7.22）自有品牌产品合计 GMV 已达到 1813.6 万元。根据新浪财经新闻，东方甄选计划每个月推出 5-10 款自营产品，一年以内做到 100 款。随着自有品牌产品持续发力，东方甄选有望从渠道商蜕变为品牌商。

图1: 东方甄选直播间自有品牌产品 GMV 及占比



资料来源: 飞瓜数据, 浙商证券研究所

东方甄选近期趋于筑底并有所回升。东方甄选凭借优质内容输出, 主账号每日观看人次近期回升到 2500 万左右、GMV 回升到 2000 万以上, 与此同时转化率和每千人观看销售额指标有所提高。东方甄选之图书直播间观看人次目前在 150 万人次左右, GMV 在 60 万左右。我们认为, 东方甄选短期内流量运营与供应链亟需补短板, 短期波动不改长期增长趋势。

表2: 东方甄选直播间近期运营数据

东方甄选	观看人次 (万)	人气峰值 (万)	GMV (万)	销量 (万)	客单 (元)	转化率	商品数	粉丝总数 (万)	增粉 (万)	年化GMV (亿元)	平均停留时长	每千人销售额 (百元)
2022/7/22	2,602	46.00	2,332	37.7	61.90	1.45%	111	2294	13	85	3m51s	8.96
2022/7/21	2,494	27.80	2,245	39.0	57.60	1.56%	129	2281	14	82	3m15s	9.00
2022/7/20	1,855	15.30	1,871	30.4	61.60	1.64%	109	2267	8	68	2m39s	10.08
2022/7/19	1,870	14.50	2,015	33.7	59.90	1.80%	135	2259	5	74	2m41s	10.78
2022/7/18	2,317	27.70	2,084	31.2	66.70	1.35%	130	2254	9	76	3m32s	9.00
2022/7/17	2,473	32.60	1,748	31.4	55.70	1.27%	117	2245	7	64	3m17s	7.07
2022/7/16	2,347	35.50	1,631	28.8	56.63	1.23%	119	2238	7	60	3m43s	6.95
2022/7/15	2,336	31.80	1,678	26.1	64.30	1.12%	120	2231	8	61	3m42s	7.18
2022/7/14	2,547	22.20	1,586	31.5	50.30	1.24%	124	2224	10	58	3m10s	6.23
2022/7/13	2,768	22.10	1,966	29.3	67.00	1.06%	105	2214	14	72	3m4s	7.10
2022/7/11	2,100	14.30	1,336	23.2	57.70	1.30%	107	2200	9	49	2m32s	6.36
2022/7/10	3,043	50.50	2,274	34.8	65.30	1.14%	120	2191	17	83	3m49s	7.47
2022/7/9	3,180	44.90	2,713	41.4	65.60	1.30%	120	2174	20	99	3m38s	8.53
2022/7/8	2,131	13.10	1,690	26.8	63.10	1.26%	106	2154	10	62	2m39s	7.93

资料来源: 飞瓜数据, 浙商证券研究所

表3: 东方甄选之图书直播间近期运营数据

东方甄选之图书	观看人次 (万)	人气峰值 (万)	GMV (万)	销量 (万)	客单 (元)	转化率	商品数	粉丝总数 (万)	增粉 (万)	年化GMV (亿元)	平均停留时长	每千人销售额 (百元)
2022/7/22	132	0.60	58	1.00	55.90	0.79%	121	323	1.1	2.1	1m18s	4.40
2022/7/21	119	0.61	59	1.10	52.10	0.95%	134	322	0.9	2.1	1m22s	4.92
2022/7/20	103	0.22	62	1.00	60.40	1.00%	141	321	0.6	2.3	1m24s	6.03
2022/7/19	113	0.30	63	1.10	59.60	0.93%	125	321	0.4	2.3	1m22s	5.54
2022/7/18	124	0.31	58	0.92	63.40	0.74%	124	320	0.3	2.1	1m18s	4.69
2022/7/17	166	0.53	60	1.00	57.00	0.63%	114	320	0.6	2.2	1m18s	3.59
2022/7/16	223	2.30	80	1.37	58.32	0.60%	98	319	1.1	2.9	1m47s	3.57
2022/7/15	193	2.10	85	1.70	51.10	0.87%	124	318	1.2	3.1	1m40s	4.42
2022/7/14	249	1.90	86	1.50	59.10	0.59%	121	317	1.9	3.1	1m28s	3.46
2022/7/13	551	14.90	209	4.60	45.60	0.83%	127	315	8.9	7.6	2m47s	3.80
2022/7/11	214	1.50	111	1.50	73.30	0.71%	114	306	1.4	4.0	1m34s	5.19
2022/7/10	260	1.70	89	1.40	65.80	0.52%	104	305	1.6	3.3	1m25s	3.42
2022/7/9	256	2.00	103	1.70	60.50	0.66%	112	303	1.8	3.7	1m28s	4.02
2022/7/8	238	1.50	115	1.90	61.60	0.78%	109	301	1.8	4.2	1m34s	4.81

资料来源: 飞瓜数据, 浙商证券研究所

东方甄选美丽生活账号表现亮眼, 契合观众对精致健康生活的需求。“美丽生活”矩阵号首播亮眼, 近期经过不断积累, 呈现出明显的增长趋势, 7月22日在明星主播顿顿带货下, GMV 和观看人次分别增长至 362 万和 445 万。我们认为“美丽生活”矩阵号短期内将不断完善商品供应链, 有较大带货潜力。

表4: 东方甄选美丽生活直播间近期运营数据

东方甄选美丽生活	观看人次 (万)	人气峰值 (万)	GMV (万)	销量 (万)	客单 (元)	转化率	商品数	粉丝总数 (万)	增粉 (万)	年化GMV (亿元)	平均停留时长	每千人销售额 (百元)
2022/7/22	445	5.40	362	6.10	59.70	1.36%	81	59	7.2	13.2	1m52s	8.13
2022/7/21	237	4.00	163	2.70	60.50	1.14%	78	52	5.5	5.9	1m43s	6.87
2022/7/20	218	1.90	144	3.00	48.60	1.36%	78	46	2.5	5.3	1m32s	6.61
2022/7/19	176	1.30	90	1.30	69.30	0.74%	79	44	1.6	3.3	1m29s	5.15
2022/7/18	117	1.50	83	1.30	66.30	1.07%	81	42	1.3	3.0	1m30s	7.11
2022/7/17	132	1.40	63	1.90	32.90	1.44%	50	41	1.5	2.3	1m29s	4.75
2022/7/16	114	1.10	42	0.71	59.20	0.62%	45	39	1.2	1.5	1m26s	3.70
2022/7/15	141	1.90	55	1.10	50.90	0.76%	58	38	1.6	2.0	1m25s	3.88
2022/7/14	108	1.30	49	0.69	71.50	0.63%	70	36	1.3	1.8	1m19s	4.53
2022/7/13	104	1.10	49	0.82	59.60	0.78%	60	35	1.8	1.8	1m14s	4.66
2022/7/11	163	2.10	88	1.60	53.80	1.01%	56	33	2.9	3.2	1m29s	5.42
2022/7/10	139	1.40	57	1.10	53.80	0.77%	55	30	4.7	2.1	1m20s	4.14
2022/7/9	339	11.80	254	4.80	53.50	1.41%	55	26	15.2	9.3	2m16s	7.51
2022/7/8	114	2.00	75	1.60	45.70	1.43%	37	10	-	2.7	1m45s	6.52

资料来源: 飞瓜数据, 浙商证券研究所

“线下逛街”到“基于兴趣内容抖音逛街”时代已经到来: 能够制造优质内容、整合优质供应链的商家, 叠加有效复制, 发展潜力将会巨大。新东方在线(东方甄选)和星期六(遥望网络)作为直播电商行业的头部企业, 在直播电商行业高速发展的阶段, 乘行业东风, 不断修炼内功, 我们看好新东方在线和星期六的发展!

新东方在线(1797.HK): 在抖音内容为王的分发逻辑下, 东方甄选凭借优质内容输出持续获得更多的流量。短期东方甄选供应链与流量运营亟需补短板, 中长期打造美丽生活等直播矩阵, 以及持续发力自有品牌产品, 从渠道商蜕变为品牌商, 我们认为东方甄选 GMV 远未达上限!

星期六(002291.SZ): 2022 年上半年实现扭亏为盈, 规模效应继续凸显。疫情得到一定控制后, 直播电商业务正处于加速发展中。伴随签约艺人的不断增加、供应链的完善, 预计全年有望实现 200 亿 GMV, 净利润率不低于上半年。遥望网络作为直播电商综合实力最强机构, 深耕两大直播平台, 已形成成熟的流量矩阵体系。艺人资源丰富且稳定, 品牌商务资源、短视频、综合运营全面发展。

表5: 餐饮供应预制品整体表现

代码	公司	本周涨跌幅(%)	近半年涨跌幅(%)	近一年涨跌幅(%)	市值	22年预期归母净利润	2022年预期PE
300973.SZ	立高食品	-6.36	-23.42	-30.91	154.7	4.4	35.2
603345.SH	安井食品*	1.09	5.70	-17.50	450.8	9.6	46.8
001215.SZ	千味央厨	-1.66	-4.79	126.24	44.2	1.2	37.8
605089.SH	味知香*	-2.12	-27.53	-18.13	61.6	1.8	34.7

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.2 医美: 行业高景气, 关注监管细化+疫后高弹性

政策端: 推进合规产品管理, 利好头部优质玩家。本周, 国家药监局医疗器械标准管理中心对外发布《2022 年医疗器械分类界定结果汇总》, 部分涉及医美产品。22 年监管侧重于“合规产品管理”, “水光针”等产品纳入正规军在规范市场经营的同时, 也有利于推进消费者教育、引导行业良性发展。在此过程中, 上游资质优秀的生产商和下游合规经营的终端机构将充分受益, 行业竞争格局向头部玩家收拢。

预计医美将引领线下消费复苏。(1) 需求景气度较为确定, $cagr \geq 20\%$ 。属消费升级赛道, 低渗透、高增长;(2) 疫情后反弹确定性佳。轻医美复购率高、消费粘性强;(3) 消费力有保证。医美属消费升级赛道, 通常面向收入稳定的中高消费人群, 消费力更有保障。

表6: 医美整体表现

代码	公司	本周涨跌幅 (%)	近半年涨跌幅 (%)	近一年涨跌幅 (%)	市值	22年预期归母净利润	2022年预期PE	2022年预期PE历史分位 (近五年)
300896.SZ	爱美客**	4.20	28.69	-24.69	1296.4	15.3	84.7	历史底部
000963.SZ	华东医药	4.85	14.80	1.06	765.7	28.5	26.9	55%
002612.SZ	朗姿股份	12.48	16.81	-31.53	142.8	3.0	47.2	66%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

爱美客: 1) 考虑到监管本质是利好合规医美, 因此担忧情绪被逐步消化; 2) Q2 存在疫情压制, 7-8月爱美客有望恢复正常增速。

华东医药: 预计 2022 年净利润 29 亿元, 其中医药净利润 25 亿元+, 医美净利润 3-4 亿元, 目标市值 900 亿, 当前市值 766 亿。预计 Q2 恢复正增长且逐季改善, 后续催化剂多: 1) 医药: 近期医药反弹较弱, 后续存在轮动机会, 华东医药板块有望跟涨; 2) 医美: 医美复苏过程, 医美板块估值有望跟涨并对标爱美客; 3) 医美情绪向好时, 市场会给确定性较强的未来管线估值, 华东在研产品丰富。4) 其它: 利拉鲁肽有望 22 年底获批糖尿病适应症 /23H1 获批肥胖症适应症; 合成微生物板块投产计划等。

2.3 化妆品: 华熙、珀莱雅高增长, 看好国货龙头长期价值

华熙生物略高于预期上限, 龙头兑现盈利能力。 本周, 华熙生物 22H1 收入 29.4 亿, 同比+51.6%, 归母净利 4.7 亿, 同比+30.5%, 净利率 16.0% (-2.6pp); 22Q2 收入 16.8 亿, 同比+45.0%, 归母净利 2.7 亿, 同比+30.1%, 净利率 16.1% (-1.8pp)。此前市场预期华熙中报收入同增 40-50%, 归母净利润同增 20%-30%, 中报整体略高于预期上限, 龙头业绩兑现力凸显。估算功能性护肤同增约 60%-65%; 原料业务及医疗终端个位数下滑, 食品维持高增态势。

珀莱雅收入复合预期, 利润复合预期上限。 本周, 珀莱雅 22Q2 业绩预告, 预计单季度收入 12.7-13.7 亿, 同比+25%-35%, 归母净利 1.3-1.4 亿元, 同比+15%-22%。上半年, 预计收入 25.2-26.2 亿, 同比+32%-37%, 归母净利 2.9-3.0 亿元, 同比+27%-32%。新品“双白瓶美白精华”7 月上市, 主打淡斑美白, 持化妆品特征。预计下半年还将对现有大单品进行迭代升级, 同时还会推出面膜等新品。

目前, 珀莱雅、华熙生物和薇诺娜等国货龙头表现亮眼, 中小品牌或加速出清。国货龙头长期投资价值凸显。

2.4 餐饮工业化: 受益于疫情渗透率提升, 预制菜赛道看好速冻龙头的供应链、渠道、品牌优势

预制菜 BC 端趋势确定。 餐饮工业化底层逻辑是降低成本、提升效率。其中速冻米面、速冻火锅料等传统品类增速已经放缓, 而冷冻烘焙、预制菜则处于行业发展前中期, 尤其是预制菜 C 端方兴未艾, 处在品类培育早期。我们认为, 预制菜 B 端同样会受益于连锁餐饮等降本增效的要求, C 端则是迎合了消费者便捷化、消费升级等需要, 疫情期间还受益于消费者教育深入和渗透率提升, 未来发展趋势确定性高。

行业处于有品类、弱品牌阶段, 长期看好速冻龙头企业。 当前, 整个行业还处于有品类、弱品牌阶段, 产业链各环节纷纷加码, 中长期看, (1) B 端: 餐饮工业化品类间融合趋势愈发明显, 品类间经销渠道复用协同率也高, 看好供应链和渠道端具备优势的企业; (2) C 端: 随着品类渗透率逐渐提升, 我们认为预制菜和其他消费品一样, 消费者对于产品力、品牌力的认知将会不断加强。综上, 我们看好进行预制菜布局, 在供应链、渠道、

品牌等具备优势的速冻龙头企业。推荐有望成为速冻派预制菜领军企业的安井食品，关注味知香。

3 地产链：至暗时刻，龙头α非常突出

停贷事件等继续发酵，本周地产链承压。 1) 本周港股市场断供停贷事件继续发酵，外资对于地产行业担忧加剧，担忧物业公司地产母公司关联方风险，继上周港股民营物业管理公司普遍遭遇重挫后，本周继续回调承压；2) 本周 A 股消费建材、家居等地产后周期板块承压，源于停贷事件等下对于行业需求的担忧。

停贷影响短期对舆论影响大于实际影响。 1) 停贷时间不是立马停止而是有时间差，7-8 月是化解问题的关键时间窗口，预计监管将积极应对；2) 业主不是没能力还贷而是求交楼后还贷，因此不涉及到由债务无力偿还引发的次贷风险；3) 高信用优质房企保交楼能力依旧，本次事件更多影响的是需求分化，而对 H2 需求修复趋势不会造成逆转性影响。

房贷利率持续下调，二手房市场维持修复趋势。 7 月 5 年期以上 LPR 维持不变，但重点城市房贷利率仍呈下降趋势，平均放款周期已缩短至历史低位的 25 天。7 月首套房贷利率 4.35%，较下限 4.25% 还有 0.10 个百分点的下调空间，二套房贷利率 5.07%，已基本降至下限水平。政策加码下，7 月第三周全国 30 城新房成交面积环比+4%，提升 5pct，同比-31%，收窄 7pct。18 城二手房成交面积环比-2.3%，同比+7.4%，提升 6pct。

二手房指导价政策出现边际放松，核心城市二手房市场或率先转暖。 7 月以来，西安明确表示暂停发布二手房指导价，上海二手房评估价有所上调，成都、广州、宁波等城市参考价制度实质性取消。广州、苏州、杭州二手房市场已经逐步走出底部，深圳、佛山逐渐筑底企稳，并不断积蓄向上修复动能。

预期底部可逐步左侧布局。 目前市场对于地产预期处于底部，22 年 6 月商品住宅新开工/竣工/销售面积分别同比-44.91%/-40.26%/-21.84%，销售增速环比持续改善（5 月为-36.64%），得益于 LPR 降低、各类城市松绑楼市政策密集出台以及疫后购房需求复苏。考虑到 21 年 7 月后地产销售基数低，看好 22 年 7 月-10 月地产销售数据持续修复。同时，本轮周期中部分龙头企业展现远超同业的成长韧性，我们认为可以左侧布局。

表7：地产后周期整体表现

代码	赛道	公司	本周涨跌幅 (%)	近半年涨跌幅 (%)	近一年涨跌幅 (%)	市值	2022年预期归母净	2022年预期 PE	2022年预期PE
603833.SH		欧派家居	-4.56	-15.57	-12.92	728.5	30.5	23.9	6.8%
002572.SZ	定制家居	索菲亚	-2.61	-24.26	-16.21	160.1	14.1	11.3	历史底部
603801.SH		志邦家居**	-1.70	-24.36	-24.96	66.8	6.2	10.7	历史底部
603180.SH		金牌厨柜**	-0.08	-26.69	-32.02	39.0	4.2	9.3	历史底部
603816.SH		顾家家居	-4.53	-19.05	-14.60	377.4	20.5	18.4	2.8%
1999.HK	软体家居	敏华控股	6.83	-43.82	-52.98	237.9	26.7	8.9	1.8%
603008.SH		喜临门	-2.63	-20.16	-1.11	112.0	7.2	15.6	23.8%
603818.SH		曲美家居	3.47	-38.38	-6.91	49.0	5.0	9.8	20.5%
002271.SZ	消费建材	东方雨虹**	-8.12	-23.00	-21.27	1006.6	53.0	19.0	19.4%
000333.SZ		美的集团	-0.20	-24.43	-16.40	3855.2	312.4	12.3	1.0%
600690.SH	家电	海尔智家**	1.20	-13.78	-8.23	2358.0	152.2	15.5	43.5%
002508.SZ		老板电器**	-2.96	-22.56	-35.82	267.2	21.9	-1.3	历史底部
1995.HK		旭辉永升服务**	-5.25	-54.90	-67.43	87.1	9.3	9.4	历史底部
6098.HK	物业管理	碧桂园服务**	-10.75	-51.57	-71.69	589.8	58.8	10.0	历史底部
6049.HK		保利物业**	-2.69	-24.46	-5.53	215.6	10.8	19.9	历史底部
9666.HK		金科服务**	1.40	-54.22	-72.04	85.6	16.6	5.2	历史底部

资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.1 家居：至暗时刻已至，修复时刻将至

Q2 预计软体好于定制。Q2 疫情对家居零售的影响逐步减弱，跟踪订单稳步向好，得益于龙头在疫情期间做好了订单蓄水、疫后推动落地转化，份额实质进一步提升，从而 Q2 业绩展现较强的韧性。软体家居复苏领先于定制（购买更便携、服务环节短，且 618 电商发力），喜临门（预计 Q2 营收+15%-20%）、顾家家居（预计 Q2 营收+5%-10%，利润优于收入）表现亮眼；定制家居马太效应继续，欧派家居（预计 Q2 营收+10%以上）、索菲亚（预计 Q2 营收+5%-10%）、志邦家居（预计 Q2 营收+5%-10%）、金牌橱柜（预计 Q2 营收+5%-10%），但定制企业的经营利润率在原料成本较高&配套品占比提升下预计同比下降。

看好 Q3 家居疫后需求回补带来的业绩弹性。6 月家居工厂订单反馈的是 5 月终端，实际 6 月终端表现较好、将对 7-8 月工厂订单形成支撑，且复苏预计至少持续至 9-10 月金九银十的家居销售旺季。龙头企业也对全年实现预期成长目标保持信心（如欧派维持 15-20% 收入目标、顾家维持双 20+% 目标、喜临门冲刺股权激励 25% 收入的目标等）。

目前家居估值低位，业绩韧性&地产弱复苏趋势下，看好下半年估值向上，首推长期生命力最强的欧派家居、顾家家居。

3.2 集成灶：行业成长红利仍在，亿田强 alpha 属性有望超行业成长

行业成长红利有望持续释放，头部品牌商市场份额提升。集成灶品类 2021 年市场渗透率仅为 12.4%，复刻侧吸式渗透率提升推演，有望 3 年从 10% 做到 30% 渗透率。专业厂商市场集中度持续提升，超行业增速反应白牌持续出清，产业在线数据显示 2022 年 1-5 月 TOP5 合计市占率（出货量口径）达到 60.13%，同比+2.93pct。

亿田渠道改善仍有空间，产品力支撑下新品上市表现可期。公司通过换商及招大商推动渠道质量改善，2021 年经销商平均创收 84 万元，较同业 95 万元-115 万元的水平仍有提升空间，此外加码下沉及家装渠道将贡献新增量。公司通过线上销量返利引导经销商线上采购，叠加新媒体平台投放力度加大，保持线上敞口，有望形成口碑发酵获取自然流量；同时，公司注重产品力打造，研发费用率高于同行，陆续打造爆款机型 D2ZK、S8A。奥维云网显示 22H1 D2ZK、S8A 线上零售额市占率分列行业第一（6.99%）、行业第三（3.65%）。待上市新品 S9 智能烹饪管家、集成烹洗中心集成模块更多，定价更高，表现可期。

3.3 消费建材：警惕补充信用计提风险，选择风险控制好的龙头

部分企业或存补充计提减值风险，选择龙头而非博弈弹性。2022H1，江山欧派持有恒大集团及成员企业的应收款项余额 7.1 亿，已经计提坏账准备 20%，7 月底恒大债务重组方案预计出炉，企业或存在进一步增加计提的风险。上周蒙娜丽莎、帝欧家居半年业绩预告公告信用减值计提增加的事实或计划，此前预期去年年底多数公司减值计提已经较为充分，此风险需要警惕。本轮周期中我们建议选择风险控制好的龙头企业，而不是选择小票博弈弹性。

C 端渠道迎合未来存量市场趋势，雨虹布局领先。本周东方雨虹与京东进行战略合作，双方强强联合瞄准存量家装市场。其中，雨虹在防水产品、施工体系等优势明显，京东在家装建材品类丰富度、线上引流、物流配送等更加领先，双方合作旨在建立“商品+供应链+履约服务”一体化的生态圈，在 C 端翻新和维修市场，从流量导入-产品购买-物流配送-施工落地全流程出发，提供最优质的产品和服务。随着合作推进，会陆续看到京东居家网点和雨虹到家的店中店、双品牌旗舰店等具体合作落地形式，我们认为双方合作会显著提升效率和用户体验。2021 雨虹 c 端占比超过 15%，预计雨虹 c 今年继续发力达到 20%。

4 疫后修复：消费场景常态化后，不担忧餐食及可选消费力

4.1 啤酒：青啤疫后修复速度+盈利能力提升超预期

短期疫情影响减弱，高温晴热天气催化。当前点状疫情反复总体可控，在“动态清零”和“精准防疫”方针指导下，伴随隔离期限缩短、行程码摘星、行程码时间范围缩短为7天，餐饮链和出行链均有序恢复中，流通渠道受影响小，因此预计短期疫情影响减弱。叠加高温晴热天气催化，啤酒旺季仍在显著修复中。

青啤疫后修复速度超预期，6月销量正增。1) 动销：由于今年6月全国平均气温创60年新高+旺季补库存，我们预计6月增长个位数，Q2销量或达持平，仍将全力以赴完成全年目标。2) 高端化：疫情前及疫情期间消费升级仍在持续，疫后中高端及以上产品加速增长。3) 催化：7月高温晴热天气延续+餐饮链恢复+出行链修复，多重催化加速旺季啤酒修复。

成本下行+提价+费用弹性，盈利能力提升超预期。1) 成本：公司包材锁价周期大约3个月，当前包材成本回落，据测算，包材成本下降5%-10%或使得公司毛利率提升1.3-2.7pct，成本下行有望带来业绩弹性。2) 提价：各区域将视当地情况进行价格调整，预计下半年部分区域部分产品仍有提价空间。3) 费用：广告费用及物流运输费用刚性，销售费用或有弹性。

因此，疫后修复速度+盈利能力提升超预期，近期催化密集，餐饮链恢复+出行链修复+成本下行，Q2业绩确定性高，Q3业绩有望加速，疫后估值或有望迎大幅反弹。

表8：啤酒整体表现

代码	公司	本周涨跌幅 (%)	近半年涨跌幅 (%)	近一年涨跌幅 (%)	市值	22年预期归母净利润	2022年预期PE	2022年预期PE历史分位 (近五年)
600132.SH	重庆啤酒**	6.43	1.14	-38.52	600.4	14.7	40.8	24%
600600.SH	青岛啤酒**	0.50	0.71	-3.55	1312.6	34.2	38.4	31%
0291.HK	华润啤酒**	2.01	4.92	-20.17	1490.4	41.1	36.3	8%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

4.2 黄金珠宝：疫后修复超预期，预计8月再迎旺季

疫情后持续修复，预计7月延续复苏增长态势。6月疫后复苏增长态势明显（6月珠宝社零+8.1%），周大福4-6月内地同店销售同比下滑19.3%，但6月预计低单位数增长，我们预计7月至今龙头品牌复苏趋势仍呈现可喜状态。同时黄金饰品节庆效应明显，预计8月初再次进入行业旺季。

金价回调有望提振黄金饰品消费。自2022年2月以来，受俄乌战争等多种因素影响，黄金价格走高，对黄金饰品消费有所影响；受美联储货币政策收紧影响，7月份以来黄金价格回调明显，上海黄金现货价格目前已经从400+元/克回调至370-380元/克，本周五收盘375.68元，短期内金价回调，有望提振黄金饰品消费。

建议关注珠宝产业链的疫后修复机会，聚焦龙头。本轮疫情防控期间对行业基本面冲击巨大，但投资上的确定性来自具备竞争优势的龙头品牌一定在疫后取得更高的市占率。同时长期看，“工艺进步+审美觉醒”提升黄金珠宝消费品属性，和金价关系趋弱，将会打开行业毛利空间。

表9: 黄金饰品整体表现

代码	公司	本周涨跌幅(%)	近半年涨跌幅(%)	近一年涨跌幅(%)	市值	22年预期归母净利润	2022年预期PE
002345.SZ	潮宏基**	7.49	-17.01	-22.28	39.5	3.9	10.3
002867.SZ	周大生**	0.65	-20.04	-30.48	153.5	14.4	10.6
1929.HK	周大福*	4.31	16.39	-1.32	1331.7	67.0	19.9
600916.SH	中国黄金**	1.78	-0.87	-11.64	220.4	9.9	22.2
600612.SH	老凤祥**	-0.26	-16.23	-19.61	167.5	18.6	9.0

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

4.3 新餐食: 散点疫情下本周仍略有承压, 长期边际改善趋势不改

本周上海、成都散点疫情下, 外出消费需求仍略有承压, 高频数据看, 本周海底捞翻台同比-25% (环比+6%)。但短期疫情扰动不改长期改善趋势, 海底捞翻台 5 月同比-57% (环比+13%), 6 月同比+22% (环比+39%); 海伦司 5 月同店日均销售额分别是 21/19 年同期的 62%/70%, 6 月同店日均销售额分别是 21/20/19 年同期的 77%/80%/82%。目前餐饮龙头业绩均处于底部, 且估值相对上一轮周期高点仍有 1.5 倍以上空间 (以海底捞、九毛九为例)。

表10: 新餐食整体表现

代码	公司	本周涨跌幅(%)	近半年涨跌幅(%)	近一年涨跌幅(%)	市值	22年预期归母净利润	2022年预期PE
2150.HK	奈雪的茶**	-1.63	-13.24	-53.47	89.0	0.6	142.5
9869.HK	海伦司**	10.83	-15.17	-30.95	182.9	3.3	55.1
6862.HK	海底捞**	-1.00	-9.27	-62.94	760.5	11.2	67.8
9922.HK	九毛九**	3.15	16.47	-40.13	229.1	4.6	49.3

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

5 猪周期: 本周猪价涨势放缓, 但中长期看市场依然缺猪

本周猪价涨势放缓, 侧面数据验证市场缺猪。本周, 全国生猪均价 22.50 元/kg, 环比下跌 2.17%, 同比上涨 41.99%。上周猪价突破 23 元/kg 后, 下游需求疲软, 屠宰企业采购积极性明显降低, 本周猪价涨势有所放缓, 预计未来 2 周市场将维持供需两弱的局面, 观察短期回落 20 元/kg 的支撑位。但是中长期看, 我们认为目前散户手中存栏生猪相对紧张, 规模场下半年出栏量也普遍少于上半年, 叠加母猪料、疫苗、猪精销售量同比下滑均较明显, 证明市场缺猪是事实, 不用质疑猪价高度和周期长度。

目前上市猪企头均市值仍处于合理区间, 布局的安全边际较高。根据“成本优势”和“出栏可预期”挑选企业, 推荐牧原股份、温氏股份、新五丰。

图2: 2018年至今生猪价格周期(元/kg)



资料来源: 飞瓜数据, 浙商证券研究所

6 优质制造: 静待对海外市场担忧及数据触底

海外需求下行为一致预期, 数据边际改善即为布局时点。5月出口超预期后, 6月出口同比增 17.9%, 预期增 11.9%, 前值增 16.9%, 继续超预期, 但市场担忧外需, 对于下半年出口预期普遍悲观。我们认为海外需求下行的预期较为一致, 股价也相应调整, 当下应该紧密跟踪海外市场及家得宝等公司数据, 若出现边际改善即为布局机会。

表11: 出口优质制造表现

代码	赛道	公司	市值(亿)	本周涨跌幅(%)	近半年涨跌幅(%)	2022年预期PE
2313.HK		申洲国际**	1090.2	1.81	-43.76	20.1
300979.SZ		华利集团**	739.5	-3.81	-23.81	20.7
2199.HK		维珍妮	52.0	9.29	-31.29	6.8
603558.SH	纺织服装	健盛集团	42.2	-4.40	1.37	13.2
605003.SH		众望布艺	24.6	-2.31	-15.78	12.1
603889.SH		新澳股份**	31.8	2.98	-8.07	8.2
603055.SH		台华新材**	128.5	26.84	-12.74	21.5
002042.SZ		华孚时尚	62.9	5.41	-29.92	9.8
603313.SH		梦百合	60.3	3.50	-29.99	11.7
301061.SZ		匠心家居	39.6	1.61	-32.46	11.3
300993.SZ	家居	玉马遮阳	29.8	-2.25	-23.07	17.0
605155.SH		西大门**	19.8	4.11	-13.56	18.1
300729.SZ		乐歌股份	35.8	0.19	-38.59	11.9
003011.SZ		海象新材**	22.2	-2.92	-41.57	10.8
300866.SZ	跨境电商	安克创新	310.7	-3.73	-17.32	21.4
2285.HK	电动工具	泉峰控股**	172.5	7.92	-27.72	15.6
002444.SZ	手工具	巨星科技*	206.7	2.20	-34.42	11.9

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>