

东兴大消费：寻求业绩确定性，关注年底估值切换

——行业周观点

2020 年 12 月 13 日

看好/维持

大消费

行业报告

报告摘要：

食品饮料：整体逻辑思路不变，寻求业绩确定性

食品饮料板块近期略有回调，挺价坚决，渠道细化，新品培育，白酒淡季看点不断。上海高端白酒渠道调研反馈茅台今年开瓶率提升；五粮液今年团购渠道完成超预期，同时渠道精细化管理到位，库存较低，提价成功；老窖产品体系梳理逐步到位，渠道精细化程度最为到位，未来增长弹性空间大。高端白酒持续推荐贵州茅台、五粮液，重点推荐泸州老窖。

【重点推荐】贵州茅台、五粮液、泸州老窖

风险提示：疫情控制超预期，突发性事件，超预期政策。

零售与社会服务：年底关注业绩确定性和估值切换

免税方面，今年海南新政实施以来，离岛免税持续高景气，日均销售额突破 1 亿元，四季度迎来海南旅游旺季，有望进一步扩大离岛免税销售规模，全年业绩确定性持续加强。职教方面，国考笔试结束，山东、北京、上海、江苏、浙江已经陆续发布 2021 省考公告，各类考试有序推进，保障中公教育等考培机构业绩确定性。年底即将迎来考研笔试，硕士扩招在解决当前就业压力的同时，也符合我国经济社会发展对人才的需求，因此我们认为扩招依旧会成为未来几年的趋势。此外，扩招的同时报考人数也在增加，21 年报录比或突破 4:1。考试扩招与竞争的日益激烈有望推动行业参培率与市场规模的提升。我们持续看好“稳就业”背景下各类招录考试扩招带来的培训赛道扩容，以及龙头市占率进一步提升。高教板块具备“确定性+成长性”的双重特征，此前教育部发函释放积极信号，若民促法实施条例落地与此次政策信号走向一致，将有望带动板块新一轮估值抬升，关注并购能力强、学校资质优、内生空间大的优质高教集团，以及有望实现并购零突破的优质单体院校。酒店行业疫后持续复苏，有望延续 2019 年下半年的复苏周期。我们认为，在国内疫情防控常态化和疫苗加速落地的催化下，龙头公司逆势拓店，多元化品牌战略加速推进，RevPAR 有望于 20 年底至 21 年上半年在同比低基数的情况下恢复至 19 年同期水平。

【重点推荐】中国中免、中公教育、锦江酒店、首旅酒店、紫光学大、珀莱雅、上海家化

风险提示：疫情控制超预期，突发性事件，超预期政策。

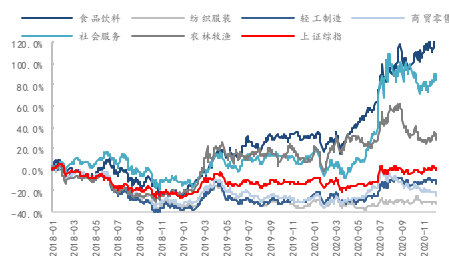
农林牧渔：猪价高位震荡，关注年末年初种业政策催化

生猪养殖：本周国内生猪价格触顶后回落，全国外三元生猪出栏均价 33.42 元/公斤，环比涨幅 2.99%。冬至将至，预计整体市场需求有所提振，然而供给端规模企业也存在年末冲量情况，供需两旺情况下，预计短期猪价以高位震荡为主。总体来讲预计春节前猪价有望维持 30 元以上区间震荡，带动具备成本优势的龙头企业 Q4 盈利持续兑现。生猪期货将于 2021 年 1 月 8 日在大商所上市，未来将为规模企业提供更多价值参考与市场对冲的工具。中长期看，生猪养殖行业正处于规模化程度提升的黄金阶段，优质龙头企业有望通过增量降本持续兑现盈利，

未来 3-6 个月行业大事

2020/02/01 中公教育：限售解禁

行业指数走势图



资料来源：Wind、东兴证券研究所

分析师：张凯琳

010-66554087

zhangkl@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480518070001

分析师：孟斯硕

010-66554017

mengssh@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070004

分析师：程诗月

010-66555458

chengsy_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050006

分析师：王习

010-66554034

wangxi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480518010001

分析师：王紫

010-66554104

wangzi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520050002

分析师：王长龙

010-66554045

wangcl@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520050001

分析师：赵莹

010-66555446

zhaoying_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070001

分析师：王洁婷

wangjt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070003

研究助理：刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480119010012

研究助理：常子杰

010-66554040

changzj@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480119070055

核心竞争力仍在成本控制与出栏成长。

种植种业：2020 粮食再获丰收，分品类来看，玉米产量微降，稻谷小麦产量提升。三大主粮中玉米供需格局依然偏紧，后市随着生猪存栏恢复带动饲用玉米需求逐步增长，预计价格有较强支撑。同时其他可替代谷物的需求随之增长，价格上抬，种植业周期上行。年末年初进入政策密集期，粮食安全议题有望持续受到关注，种业种植有望迎来主题催化。转基因种子政策有望持续推进，重点推荐较早布局转基因种业、技术储备领先的龙头企业大北农、隆平高科。

【重点推荐】生物股份、海大集团、溢多利、中宠股份、佩蒂股份

风险提示：畜禽价格波动风险，极端天气影响，动物疫病影响等。

纺织服装：11 月各品类电商增速良好，关注降温对冬装销售的促进作用

服装内销方面，十一月份各行业的线上销售延续了十月份的景气度。其中运动服饰表现最为突出，其他品类亦维持了高双位数以上的增速，线下我们预计限额以上服装销售也将维持继续回暖。今年冬季我国大范围地区将受到频繁冷空气影响，隆冬季节可能出现极端天气，低温天气利好服装行业和有关家纺企业。我们建议关注两条主线，一是运动服饰未来景气持续，品类特性决定产业链酝酿优质公司；二是服装家纺将受益于线下消费的持续回暖，建议关注持续进行品牌建设和公司数字化转型升级的公司。纺织制造长期受益于 RCEP 签订，中短期内国内终端需求好转以及海外需求保持稳定带动上游制造链。

【重点推荐】李宁、申洲国际、安踏体育、滔搏、地素时尚

风险提示：疫情导致消费复苏不及预期，品牌商战略变化，新渠道拓展受阻。

轻工制造：经济复苏预期支撑浆价与纸价，关注家具内销回暖与出口增长

本周纸浆和部分地区废纸等原材料价格有所上涨。近期全球新冠疫苗研制进程可喜，国内经济指标亦表现出较好景气度，提振经济复苏信心。下游需求回升预期提振下，浆价或从低位反复走向稳步回升，同时支撑纸价，拥有原材料自给能力的企业将更加受益。文化纸关注明年党建材料需求释放，白卡纸看好强势供需关系下价格保持坚挺，瓦楞箱板纸或受益于废纸进口清零。关注太阳纸业。生活用纸方面，浆价提升后价格竞争或将有所减弱，龙头纸企高端纸品优势凸显。长期关注中顺洁柔、维达国际。家具方面，国内地产数据支撑明年家居需求，利好零售龙头与工程端持续发力的企业。海外疫情影响之下国内家具出口能力具有相对优势，叠加跨境电商发展，相关企业或受益。软体家具具备良好成长性，关注顾家家居、梦百合等标的。同时关注办公家具等出口型细分行业。B 端市场方面，中期仍看好竣工回暖周期，长期看好集中度提升，建议继续关注 B 端拓宽客户群体、发展稳健的相关标的。

【重点推荐】顾家家居、梦百合、太阳纸业、中顺洁柔、维达国际

风险提示：原材料价格大幅波动，下游需求不及预期，地产销售不及预期。

研究助理：张东雪

zhangdx@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480119070051

目录

1. 市场回顾：市场整体上涨，大消费呈现一定韧性	4
1.1 市场整体表现：多重因素导致大盘整体上涨	4
1.2 大消费各板块表现：商社和食品饮料韧性较强	4
2. 行业追踪：寻求业绩确定性，关注年底估值切换	5
2.1 食品饮料：整体逻辑思路不变，寻求业绩确定性	5
2.2 商贸零售&社会服务：年底关注业绩确定性和估值切换	7
2.3 农林牧渔：猪价高位震荡，关注年末年初种业政策催化	11
2.4 纺织服装：11月各品类电商增速良好，关注降温对冬装销售的促进作用	14
2.5 轻工制造：经济复苏预期支撑浆价与纸价，关注家具内销回暖与出口增长	15
3. 重点标的近期重要事项提醒	16
4. 风险提示	17
相关报告汇总	18

插图目录

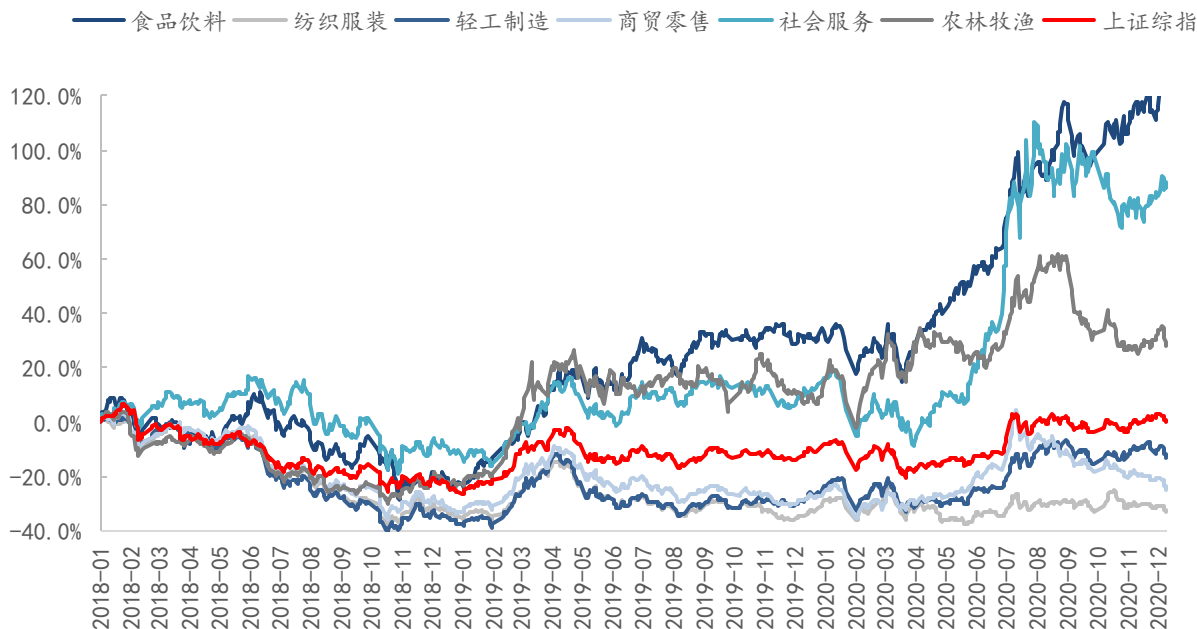
图 1：大消费行业指数变动情况	4
图 2：大消费各行业涨跌幅情况 %	5
图 3：食品饮料子行业涨跌幅	5
图 4：食品饮料子行业市盈率	5
图 5：酒类板块涨跌前五的公司	6
图 6：乳制品板块涨跌前五的公司	6
图 7：调味品板块涨跌前五的公司	6
图 8：食品板块涨跌前五的公司	6
图 9：社会服务子行业涨跌幅	9
图 10：社会服务子行业市盈率	9
图 11：商贸零售子行业涨跌幅	9
图 12：商贸零售子行业市盈率	9
图 13：社会服务行业涨跌前五的公司	10
图 14：商贸零售行业涨跌前五的公司	10
图 15：农林牧渔子行业涨跌幅	13
图 16：农林牧渔子行业市盈率	13
图 17：农林牧渔行业涨跌前五的公司	13
图 18：纺织服装子行业涨跌幅	14
图 19：纺织服装子行业市盈率	14
图 20：纺织服装行业涨跌前五的公司	15
图 21：轻工制造子行业涨跌幅	16
图 22：轻工制造子行业市盈率	16
图 23：轻工制造行业涨跌前五的公司	16

1. 市场回顾：市场整体上涨，大消费呈现一定韧性

1.1 市场整体表现：多重因素导致大盘整体上涨

上周上证综指收 3347.19 点,周跌幅 2.83%;深证成指收于 13555.14 点,周跌幅 3.36%;创业板收于 2687.78 点,周跌幅 1.58%。重要股指方面,沪深 300 收于 4889.63 点,周跌幅 3.48%;中证 500 收于 6209.43 点,周跌幅 3.95%;上证 50 收于 3427.86 点,周跌幅 3.21%。大消费行业加权周跌幅 0.77%,跑赢上证综指 2.05pct,跑赢深证成指 2.59pct,整体比大市更有韧性。

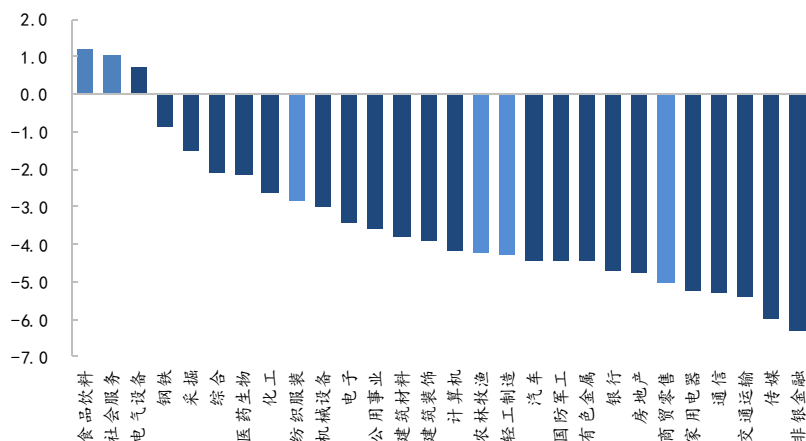
图 1：大消费行业指数变动情况



资料来源：Wind、东兴证券研究所

1.2 大消费各板块表现：商社和食品饮料韧性强

大消费行业板块方面，本周食品饮料上涨 1.19%、社会服务上涨 1.06%、纺织服装下跌 2.84%、农林牧渔下跌 4.21%、轻工制造下跌 4.28%、商贸零售下跌 5.05%，在申万一级行业中分别排名第 1，第 2，第 9，第 16，第 17 和第 23。申万一级行业涨跌幅前五位的板块依次为：食品饮料 1.19%、社会服务 1.06%、电气设备 0.75%、钢铁-0.87%、采掘-1.49%。涨跌幅后五位的板块为：家用电器-5.23%、通信-5.30%、交通运输-5.42%、传媒-6.01%、非银金融-6.32%。

图 2：大消费各行业涨跌幅情况%


资料来源：Wind、东兴证券研究所

2. 行业追踪：寻求业绩确定性，关注年底估值切换

2.1. 食品饮料：整体逻辑思路不变，寻求业绩确定性

食品饮料板块近期略有回调，挺价坚决，渠道细化，新品培育，白酒淡季看点不断。上海高端白酒渠道调研反馈茅台今年开瓶率提升；五粮液今年团购渠道完成超预期，同时渠道精细化管理到位，库存较低，提价成功；老窖产品体系梳理逐步到位，渠道精细化程度最为到位，未来增长弹性空间大。高端白酒持续推荐贵州茅台、五粮液，重点推荐泸州老窖。

乳制品板块本周维持的增长态势。乳制品板块本周平均跌幅达到 4.13%。Q3 终端去库存及进出货节奏变动导致季度波动，龙头乳企 Q3 费用投放强度同比明显减弱。但预计未来情况会有所好转。建议继续关注伊利股份。

调味品四季度业绩有望随餐饮复苏而改善，关注细分赛道龙头公司。10 月份社零餐饮收入年内首次转正，当月同比+0.8%。调味品行业下游最大需求来自餐饮，餐饮行业的复苏能够有效的提振调味品需求，为四季度调味品公司业绩奠定基础。食品行业本周出现波动。平均跌幅达到 3.88%疫情过后食品行业凭借自己抗风险能力较强的特点，收入恢复增速快。长期来看食品板块细分龙头未来将继续凭借自身优势不断抢占行业份额，实现集中度提升逻辑。食品行业重点推荐桃李面包。

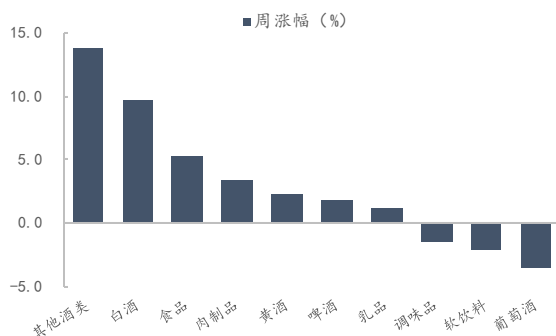
【重点推荐】贵州茅台、五粮液、泸州老窖

风险提示：食品安全，原材料价格波动，终端渠道恢复不达预期，业绩兑现不达预期。

2.1.1 市场整体表现

本周食品饮料各子行业中，周涨跌幅依次为：其他酒类 13.85%、白酒 9.68%、食品 5.26%、肉制品 3.35%、黄酒 2.21%、啤酒 1.86%、乳品 1.12%、调味品-1.55%、软饮料-2.09%、葡萄酒-3.54%。

图 3：食品饮料子行业涨跌幅
图 4：食品饮料子行业市盈率

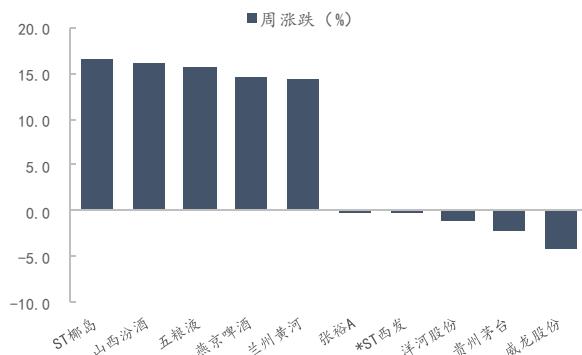


资料来源：Wind、东兴证券研究所

本周**酒类**行业公司中，涨幅前五的公司为：ST 椰岛 16.54%、山西汾酒 16.21%、五粮液 15.62%、燕京啤酒 14.64%、兰州黄河 14.47%。表现后五的公司为：张裕 A-0.10%、*ST 西发-0.11%、洋河股份-1.12%、贵州茅台-2.18%、威龙股份-4.08%。

乳制品公司表现前五位：麦趣尔 7.34%、天润乳业 1.88%、庄园牧场 1.08%、妙可蓝多 0.00%、伊利股份-1.88%，表现后五位：贝因美-4.58%、燕塘乳业-4.99%、皇氏集团-5.04%、科迪乳业-5.97%、新乳业-7.96%。

图 5：酒类板块涨跌前五的公司

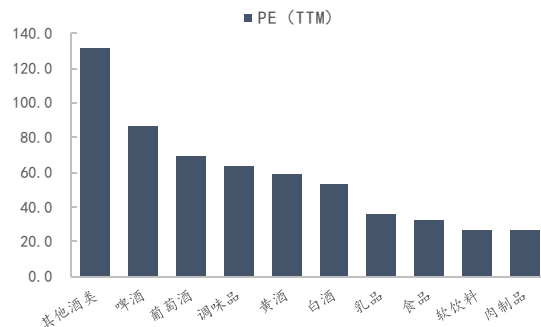


资料来源：Wind、东兴证券研究所

本周**调味品**行业子板块涨幅前五的公司为：海天味业 2.34%、天味食品 1.59%、千禾味业 1.00%、恒顺醋业 0.89%、*ST 莲花 0.70%；表现后五位的公司为：安记食品 0.24%、中炬高新-1.83%、加加食品-2.81%、星湖科技-4.38%、佳隆股份-8.70%。

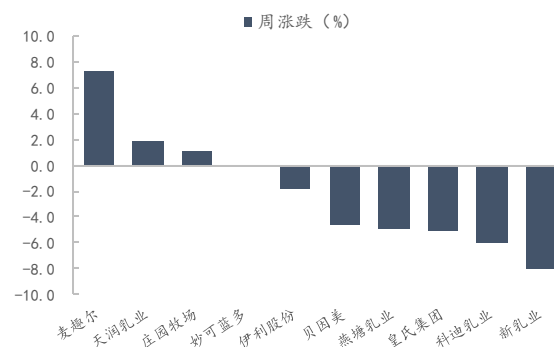
本周**食品**子板块涨幅前五的公司为：安井食品 8.11%、黑芝麻 3.74%、涪陵榨菜 3.48%、海欣食品 1.45%、广州酒家 0.52%；表现后五位的公司为：元祖股份-5.70%、上海梅林-5.74%、盐津铺子-5.90%、华宝股份-6.84%、来伊份-9.76%。

图 7：调味品板块涨跌前五的公司



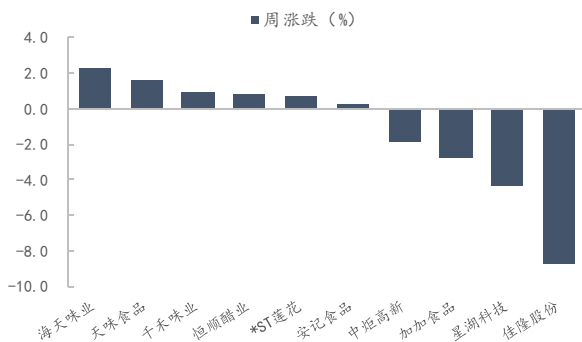
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 6：乳制品板块涨跌前五的公司

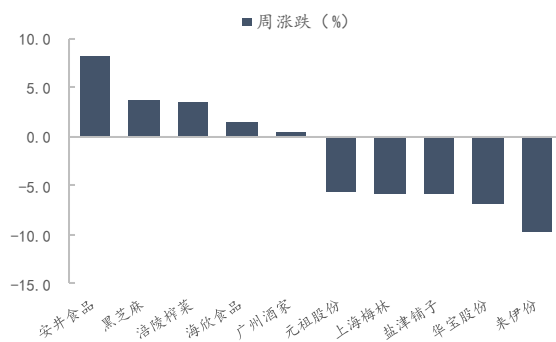


资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 8：食品板块涨跌前五的公司



资料来源：Wind、东兴证券研究所



资料来源：Wind、东兴证券研究所

2.2. 商贸零售&社会服务：年底关注业绩确定性和估值切换

年底临近，关注业绩确定性较高公司，同时化妆品、免税、教育等高景气板块关注年底估值切换。

教育方面，高教板块具备“确定性+成长性”的双重特征，此前教育部发函释放积极信号，若民促法实施条例落地与此次政策信号走向一致，将有望带动板块新一轮估值抬升，关注并购能力强、学校资质优、内生空间大的优质高教集团，以及有望实现并购零突破的优质单体院校。职教方面，国考笔试结束，山东、北京、上海、江苏、浙江已经陆续发布 2021 省考公告，各类考试有序推进，保障中公教育等考培机构业绩确定性。年底即将迎来考研笔试，硕士扩招在解决当前就业压力的同时，也符合我国经济社会发展对人才的需求，因此我们认为扩招依旧会成为未来几年的趋势。此外，扩招的同时报考人数也在增加，21 年报录比或突破 4:1。考试扩招与竞争的日益激烈有望推动行业参培率与市场规模的提升。持续看好“稳就业”背景下各类招录考试扩招带来的培训赛道扩容，以及龙头市占率进一步提升。培训方面，12 月教育部再次发出更强监管信号，强调“内外联动”规范校外培训机构，同时全国多省市集中开展整治校外培训机构活动。在此背景下，头部大型培训机构规范性与抗风险能力更强，有望在疫情行业供给端加速出清背景下实现市占率提升。

免税方面，新政实施以来离岛免税持续高景气，四季度旅游旺季有望进一步扩大销售规模。我们认为，在经济内循环和消费回流的背景下，离岛免税利好政策持续打开行业空间，适度的市场竞争和购物体验的提升有望进一步引导消费回流，推动免税蛋糕做大，但同时也对免税运营商的供应链和运营服务能力提出了更高的要求。

酒店方面，国内酒店市场持续复苏，龙头集中度有望进一步提升。国内来看，市场自 2 月跌至谷底后呈逐月向好，9-10 月，中档和经济型酒店 RevPAR 已基本恢复至去年同期水平，11 月受疫情反弹影响，市场整体 RevPAR 有小幅下跌，但整体可控，酒店行业持续复苏的大趋势不会受到根本影响。国际市场来看，随着全球旅游需求逐渐恢复，酒店市场入住率持续改善。此外，海外疫苗加速落地，将率先带动海外市场的复苏，有境外布局的酒店集团境外业务将加快恢复。我们认为，下半年国内酒店市场受旅游和商旅需求带动有望进一步恢复，头部酒店逆势拓店，多元化品牌战略加速推进，行业的 RevPAR 有望于年底至明年上半年在同比低基数的情况下恢复至去年同期水平。

餐饮方面，国务院常务会议提出提振餐饮消费。鼓励餐饮企业丰富提升菜品，创新线上线下经营模式，完善餐饮服务标准，支持以市场化方式推介优质特色饮食。我们认为，随着疫情持续恢复，餐饮市场也将进一步复苏，且整体复苏将呈现两极分化，拥有较强菜品“标签化”的品牌复苏情况或将更为乐观。疫情之后的餐饮消费将转向“大品牌”、“好口味”、“高性价比”三者的结合。

珠宝方面，随着疫情缓解，可选消费快速回暖，上半年抑制的婚庆珠宝消费需求、中秋国庆双节因素以及“双十一”大促的拉动将共同带动黄金珠宝行业四季度业绩的良好表现。建议关注可选消费的增长弹性，以及全渠道转型、加码新媒体营销方式的龙头企业，周大生、老凤祥。

人力资源服务方面，关注以人瑞人才、科锐国际为代表的灵活用工赛道，灵活用工进一步被正面定性，将得到更大的政策支持，疫情成为许多企业开启灵活用工模式的契机，推动灵工渗透率提升。公司方面，人瑞人才10月灵活用工雇员人数增至3.27万人，环比增加0.1万人，增长率3.2%；同比增加0.81万人，增长率32.9%。科锐国际前三季度实现营收27.38亿元，同比+4.67%，灵活用工业务增长稳定，成为拉动公司收入的核心动力。公司通过定增议案，调整后的定增股票数量按照募集资金总额除以发行价格确定，且不超过本次发行前总股本的30%，即不超过5,485.68万股（含本数），并补充募投项目中区域人才数字化综合管理系统。我们认为，未来公司业务结构有望持续优化，灵工占比有望超八成。同时，研发等高端灵活用工岗位占比的提升，有望提升公司灵工业务毛利率，并有望在行业内保持优势。

旅游方面，国内市场持续复苏，政策加码加速推进。文化和旅游部办公厅、中国农业银行近日联合印发《关于进一步加强金融支持全国乡村旅游重点村建设的通知》，从扩大专项政策和产品适用范围、加大信贷支持力度、支持乡村民宿发展、优化业务办理流程等方面提出九项创新举措，推进农村旅游重点村建设，促进乡村旅游高质量发展。第三季度我国游客出游意愿已达80.22%，同比恢复九成左右，旅行社复工比例接近60%，95%以上的企业表示对旅行社业务的未来保有信心，随着我国疫情防控趋于常态化，居民出行信心进一步恢复，出行半径延长，旅游消费提高，旅游市场有望进一步复苏。总体来看，旅游板块国内景区优于出境游，周边游复苏快于长线游，限价令与客流承载限额的双重限制下，国有自然景区客流、收入端依然承压，国有自然景区二次降价风险仍存，相对看好人工景区与民营自然景区。

超市方面，疫情催化叠加政策强化，社区消费习惯有望拉动mini店释放增长空间。大型商超如永辉、大润发、盒马等均加速布局小店业态，阿里、京东、拼多多也通过多方面的生活服务进入社区团购赛道。我们认为，相较于传统商超业态，小店更加考验企业在产品、门店经营管理能力。重点推荐深耕生鲜食品供应链以及具备深厚门店管理经验的永辉超市、高鑫零售。

【重点推荐】中国中免、中公教育、锦江酒店、首旅酒店、紫光学大、珀莱雅、上海家化

【长期推荐】广州酒家、宋城演艺、永辉超市、王府井、高鑫零售、老凤祥、周大生、科锐国际

风险提示：疫情控制超预期，经济增速下行，超预期政策。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_852

