



# 4 月大消费组电话会议行业 观点：消费的方向



食品饮料行业首席分析师于佳琦

食品饮料观点：信心比黄金珍贵

面对外界这么多的黑天鹅事件，我们对投资者的心力交瘁感同身受，也承认诸多负面因素和不确定性，但客观来看，我们认为股价已经得到较为充分的前置性反应。

一、估值水平充分回调，继续下探空间有限。为什么认为是充分的怎么去评估充分我们从几个维度来看：1) 茅台从前两年的 4-5XPEG，到今年的 2XPEG，基本上是从估值上急剧下探，但竞争力是提升的。34X 估值对应今年 17-18%的增长，今、明年不排除继续加速可能。2) 五粮液今年 21X 估值，我们认为业绩确定性较强，目前不需要考虑下调 EPS，以其品牌力在 20X 估值水平上应当有较强的支撑。再来看（悲观预期下疫情可能受损的）洋河、今世缘，即便疫情下，存在业绩的不确定性甚至下调 EPS（悲观假设、今年上半年都无法控制住华东疫情），那么我们业绩平移到 23 年，对应 23 年 20X 的估值，再考虑到 1 年的资金成本折现，回来也就是几个点的回调空间。

二、疫情对基本面影响来看，当前股价下跌程度高于基本面实际变差程度，也就是股价比基本面预期跑的更快。首先，目前为止疫情影响对酒企还相对较小。

白酒 3-4 月是淡季，这意味着实际上疫情发酵在 3-4 月，对企业直接

的影响到目前位置还非常小。对于部分次高端企业，如舍得、酒鬼 1-2 月已经完成情况已经去年 H1 相当。也就是即便是 Q2 停业，也没有非常严重的全年业绩影响。

其次，高端、次高端白酒场景刚需，疫情基本不影响总量只影响确认季度。首先从 20 年 Q1 开始向后看 7 个季度，相对完整的一个周期，白酒中高端白酒、次高端白酒基本没有受到疫情的影响，次高端白酒即便受到了短期的场景限制，但是在疫情结束之后，就完成了非常充分的回补。也就是意味着疫情干扰的大概是季度节奏，但并不影响消费总量和企业远期现金流折现。但我们看到从上周浦东疫情高增之后，次高端领跌回调已经高达 20%。第三，疫情掩盖了一些优秀企业的积极信号和动作。以汾酒为例，山西省内的情况没有受到干扰，同时复兴版做了价格调整，打款价从 849 提到了 929，整体市场价格体系都已经恢复了，乱价，低价出货的少了很多，销售也超预期。五粮液在开展整控货、严查和挺价工作，茅台的微观动作也非常多。

三、虽然对宏观信心有分歧，但我们看到局部的积极的财政政策，仍然对需求有较强的支撑。从 1-2 月地方债发行、基建开工情况来看形成一个积极财政支出的结构性亮点，在 1-2 月草根调研中也有反馈，国企事业单位团购成为一个亮点。我们认为今年后面积极的财政政策、地方开支，依然会形成对经济的托底。当然，如果后续季度 M2 等货币政策增强，也将在私人部门有更强的边际拉动。

四、大众品防御须严格精选标的，二季度之后表观增速有所复苏。与20年相比，今年疫情受益的品种可能范围较为有限，同时受到成本压制导致利润兑现难度略有加大。综上，我们认为内忧外患仍然较多，我们可以悲观的理由很多，但理性来看，悲观的空间并不大。

五、投资建议：综上，我们认为内忧外患仍然较多，我们可以悲观的理由很多，但理性来看，悲观的空间并不大。短期防御洽洽、伊利可以配置，1年维度选股，我们的推荐标的：

1、攻守兼备品种 1) 贵州茅台，业绩加速，竞争优势强化；2) 海天味业，抢夺份额，竞争优势持续强化。

2、疫情干扰较小，全年业绩确定性强，泸州老窖（股权激励保障）& 山西汾酒&古井贡酒（主销区无影响或影响小，整体企业势能向上，业绩有平滑余力）。

3、疫情明朗后情绪推动，高反弹标的舍得酒业、餐饮产业链（啤酒板块、调味品板块-B端恢复）。

4、疫情进一步明朗后关注经济，目前首选地方财政和基建托底的区域酒，增强关注流动性变化信号，重点关注徽酒（古井口子迎驾）、苏酒（洋河今世缘）。

5、Q2后加推涪陵榨菜，销售投入拉动表观增速恢复，成本下降红利。

轻工行业首席分析师赵中平

轻工板块观点：家居迎来 3-4 年一倍的买点，聚焦 315 草根调研汇报首先结合自下而上调研结论与自上而下的判断，说明下为何我们认为当下是家居行业 3-4 年翻一倍的买点，且大约在 5-6 月份应该开始有所兑现；其次和各位领导更新下前期我们密集进行了 10+ 家线上经销商小范围调研的结论和情况；

家居为何又迎来一轮 3-4 年一倍的买点，理由有三方面，分别包括：静态估值比较，动态估值推演，基本面上行节奏：1) 从估值位置上看板块与上一轮熊市尾部的估值水平相近，估值向下幅度非常有限：2019 年年初上一轮熊市尾声时，A 股的两家家具欧派家居、顾家家居市值对应 2018 年利润分别为 23 倍和 18 倍，当下来看两家公司对应 2022 年业绩预期的估值也分别是 23 倍与 18 倍左右，从静态估值比较来看下行空间很有限，只是尚需时日去兑现估值切换空间，或者欠缺催化剂形成向上催化；2) 从中长期发展观察，2018 年顾家家居 91 亿营收，欧派家居 115 亿营收，2022 年预计均实现翻倍乃至以上的增长，我们在前期报告中展望龙头公司营收天花板在千亿收入乃至以上，因此即便龙头公司在 2022 年的水平向后观察依然有望维持中高速增长，内销维持 25XPE+，外销维持 15XPE+ 的动态估值水平依然是合理的，中间会因为地产预期的变化产生波动；3) 股价形成向上催化的核心要素是地产销售数据与逐月订单数据，前期市场对喊话式托底以及不断低于预期的地产数据已经麻木与释放，叠加 3 月中旬以来愈发严重的散点疫情严重影响全国线下家居消费，体现出股价已经出现大幅回撤。向 5 月以及以后观察，一方面实际性逆周期政策逐步落地有望

带动地产销售回暖使得板块情绪修复，其实地产销售数据从 2 月中下旬已经发生积极变化，3 月份高频数据转弱很大一部分来自疫情对线下看房的阻碍，因此一方面疫情如果能在 4 月底得到控制，5-6 月份家居线下消费有望得到持续回补，基本面的回暖类似于 20 年 Q2，收益率可能提前于基本面回暖持续兑现；从最终的兑现程度来看，考虑到 22 年上半年与 20 年上半年在流动性方向、地产弹性、消费能力的差异，上涨幅度难比 20 年 Q2-21 年 Q2 翻倍，但空间依旧可观。

今年 315 经营情况如何头部品牌整体增长向好，客流区域分化，客单普遍提升。我们将门店销售情况拆分为：收入=单量 X 转化率 X 客单值，依次进行讨论总结，1) 单量：单量与客流相关度较高，客流则主要受当地交房情况（客流结构亦有影响）及疫情防控情况影响出现区域分化，例如今年成都等地交房情况较好，疫情在 2 月略有影响，因此整体来看对客流影响较小，如北京等交房情况欠佳，叠加疫情管控严苛，客流及单量受影响则相对较大，此外，头部品牌经销商逐步掌握线上引流、前期培育等新零售打法，客流转化为订单的比例预计有所提升；2) 转化率：所调研门店大定比例较高，转化率预计普遍较高；3) 客单值：头部定制品牌推出整家套餐进行引流锁客，进而得以深挖单位客户价值，增加配套品销售，所调研推出整家套餐的品牌门店基本可实现 10%+的客单值提升，部分品牌、品类较高者可实现 30%+的客单值提升。

疫情对行业影响未来如何演化客流影响预计趋弱，中长期影响喜忧参

半。自 20 年初爆发 Covid-19 疫情以来，我国疫情呈现区域性散点式爆发的情况，亦会存在区域封控的情况，对客流影响较大，但随着加强针接种、病毒危险程度逐步下降以及特效药逐步推出等，消费者对于疫情的恐慌心理预计会有所缓解，疫情对客流的影响预计趋弱，且该部分需求更多是延迟而非消失（低线城市新房占比较高，该情况则更加明显）。从中长期来看，疫情反复或将导致消费者消费能力承压，进而影响部分旧改需求或降低整体预算。但从竞争格局的角度看，或将促进头部品牌集中度提升，从需求端来看，消费者消费能力承压时预计消费会更加谨慎，选择知名品牌的概率提升；从供给端看，品牌企业产能布局更加充足、分散，疫情阶段性防控时其跨厂调货满足交付的优势得以凸显。

整家套餐成效如何，未来的机遇与挑战趋势已成，痛点仍存。从本轮 315 草根调研情况来看，整家套餐的引流宣传效应明显，直观来看符合消费者“一站式装修”及“减少总预算”的需求，但最终通常会以更高价格成交，即所谓的套餐引流锁客，进店通过升级扩单、转单等方式深挖客户价值，提升客单价，最终选择基础套餐的客户占比较小。中长期看，整家套餐已成趋势，一方面如上文所说更加符合消费者诉求，且空间感更强，另一方面配套销售亦可提升自身服务质量，稳固主力品类订单；但仍面临如下挑战，或需因地制宜，或加剧竞争。

推荐标的：顾家家居，欧派家居，敏华控股

农业行业首席分析师熊承慧

农林牧渔观点：粮价景气上行，母猪产能有望加速去化。

一、种植：南美减产 + 俄乌冲突 + 油价上涨，粮价景气上行。3 月以来，国内豆粕价格上涨 474 元 / 吨(10%)、玉米价格上涨 78 元 / 吨(3%)、小麦价格上涨 201 元 / 吨 (7%)、稻谷价格维持平稳。原因或主要系：1) 异常天气 (国内的秋汛，南美的干旱等) 使得多作物的生产出现减产风险；2) 受俄乌冲突等地缘政治的影响、及油价上涨对运输成本的抬升，农产品的国际贸易也受到了冲击。3) 国内的生猪白鸡存栏仍在高位，叠加新冠疫情的复发，粮食的消费及库存需求仍然偏旺。展望后市，我们判断粮价仍有望高位运行。国际层面，根据 USDA 的全球农作物供需形势 3 月月报，2021 / 22 年度全球玉米和大豆供需偏紧的格局已定；俄乌冲突或影响到其春播，并进而干扰玉米、大麦等作物的生产。国内层面，大豆和油料的扩种预计将挤压玉米和稻谷的种植面积，从而带动玉米产不足需的格局中期持续、稻谷库存去化。粮价高景气背景下，种植产业链相关公司均有望受益。其中种子行业或可另外受益于转基因玉米商业化带动的技术变革催化。

投资策略：继续推荐隆平高科、登海种业、大北农，关注稻麦种植龙

**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\\_39940](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_39940)

