

2020年02月11日

中性

相关研究

"19 年消费增速稳健，网红经济成为市场热点：‘数据会说话’之 2019 年 12 月深度解读" 2020 年 1 月 20 日

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com
赵令伊 A0230518100003
zhaoly2@swsresearch.com
刘乐文 A0230517110001
liuyw@swsresearch.com
赵金厚 A0230511040007
zhaohj@swsresearch.com
吕昌 A0230516010001
lvchang@swsresearch.com
屠办婷 A0230512080003
tuyt@swsresearch.com
林起贤 A0230519060002
linqx@swsresearch.com
黄哲 A0230513030001
huangzhe@swsresearch.com
游宜柱 A0230519100001
youdz@swsresearch.com

研究支持

戎姜斌 A0230118070010
rongjb@swsresearch.com
郭鼎 A0230118030001
guojing@swsresearch.com
匡培钦 A0230519070001
kuangpq@swsresearch.com
王越 A0230118110002
wangyue@swsresearch.com
贾梦迪 A0230520010002
jiamd@swsresearch.com

联系人

戎姜斌
(8621)23297818×7450
rongjb@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

消费受阶段性影响，风物长宜放眼量

——展望疫情下消费服务行业的发展机会

本期投资提示：

- **消费服务业受阶段性影响，“危”与“机”并存，众志成城战疫情，长期来看中国消费韧性较强。**新型冠状病毒肺炎（以下简称“疫情”）发生在一季度消费旺季，覆盖范围较广。我们预计将对消费服务行业产生影响，社零增速短期承压。同时消费服务业挑战与机会并存，会促进新消费习惯和业态的产生，预计催生“宅家经济”发展，如生鲜电商、在线教育、游戏等消费快速增长，“宅家经济”崛起有望引领新一轮消费复苏。而餐饮、旅游、酒店、百货、博彩、航空业等受影响较大。同时我们也看到近期国务院财政部等部委也积极出台相关政策，对中小企业进行扶持。从历史经验来看，中国消费韧性强，趋势依旧向好。
- **服务消费：生鲜电商、在线教育、游戏等线上消费快速崛起。1）转危为机，有望逆势上行的子行业：a）生鲜电商、超市：**“宅家经济”促进线上消费需求，生鲜电商受益明显。同时超市疫情期间不打烊保供，需求稳定。**b）游戏、视频：**休闲游戏对线下聚会产生替代效应，中重度游戏流水创新高；视听娱乐需求从线下转移至线上，全国卫视减少娱乐性节目，用户视听需求进一步由传统媒体转移至网生平台，短视频、长视频、OTT 均受益。**c）在线教育：**大规模线下培训学员转移至线上培训，大幅增加线上教学的满班率，并减少线上教育的获客成本。**2）短期承压，未来有望反弹的子行业：a）餐饮、旅游、博彩：**餐饮业短期面临库存和工资压力，龙头公司抗风险能力更强，快速扩张削弱疫情对业绩影响，旅行社净利率较低，团队游业务暂停后，对现金流产生一定压力；内地赴澳门的旅游签证暂停使澳门访客量大幅减少，签证恢复后预计博彩收入将反弹。**b）百货：**商场客流大幅下降，销售、租金收入承压。**c）航空：**春运需求快速下跌，航司已大量取消航班。**d）院线：**影院关停期间票房及非票房收入受到直接影响，一季度已损失票房占全年大盘约 15%。
- **商品消费：可选消费影响大于必选，长期坚定看好中国消费腾飞。1）必选消费需求刚性，受影响相对较小。a）食品饮料：**春节旺季白酒消费受到直接影响，但影响为阶段性和一次性，中长期将加速行业整合，利好龙头；大众消费需求刚性，整体影响相对较小。**b）轻工：**生活用纸需求快速增加，家居及文具需求偏刚性，会延迟但不会缺失。疫情压力加速行业整合，龙头长期更为受益。**c）农业：**猪肉、鸡肉等部分农产品阶段性消费下降或延迟，部分产品生产、供给阶段性下降。**2）可选消费需求短期受到抑制，但弹性较大，预计疫情后有望快速复苏。a）家电：**小家电线上市场占比高，龙头企业普遍超 50%，疫情期间线下需求分流至线上，影响较小；白电/黑电/厨电线下关店率高，线下渠道占比高、需要售后/安装服务的大家电受疫情影响较大。**b）化妆品：**线下销售有所影响，但化妆品旺季主要在下半年，同时电商渠道占比高，整体影响相对较小。**c）服装：**百货、购物中心等客流下降明显，服装线下零售承压，疫情之后反弹预计较为明显。
- **投资建议：居民消费需求短期受到压制，长期来看消费需求有望持续提升。我们坚定看好中国消费的韧性以及成长性，当前消费出现黄金坑，正是布局绝佳时机。1）回顾历史，**消费行业出现黄金坑后，反弹迅速，后期持续上涨，相对表现突出。2008 年次贷危机之后的市场反弹中，白酒、白电等行业获得显著超额收益。2015 年股市见底后，以白酒为代表的可选消费再次触底回升，持续跑赢大盘。本次疫情出现后，线下消费需求向线上转移，生鲜电商、在线教育、游戏等线上消费快速增长，有望引领新一轮消费复苏。**2）从估值看，**目前消费板块估值普遍处于历史偏低分位，9 个消费细分行业中，5 个估值均位于 50%分位以下，风险敞口相对较小，也为布局提供了良好的契机。**推荐子行业：生鲜电商、游戏、视频、在线教育、超市、生活用纸。同时也建议关注各行业低估值龙头白马。**
- **风险提示：**若新型冠状病毒肺炎疫情影响持续时间较长，消费服务行业业绩可能不及预期。

投资案件

结论和投资建议

居民消费需求短期受到压制，长期来看消费需求有望持续提升。我们坚定看好中国消费的韧性以及成长性，当前消费出现黄金坑，正是布局绝佳时机。同时目前消费板块估值普遍处于历史偏低分位，9个消费细分行业中，5个估值均位于50%分位以下，风险敞口相对较小，也为布局提供了良好的契机。**推荐子行业：生鲜电商、游戏、视频、在线教育、超市、生活用纸。**同时也建议关注各行业低估值龙头白马。

原因及逻辑

消费服务业受阶段性影响，“危”与“机”并存，众志成城战疫情，长期来看中国消费韧性强。本次疫情发生在一季度消费旺季，且覆盖范围较广，我们预计将对消费行业产生影响，社零增速短期承压。同时消费服务业挑战与机会并存，会促进新的消费习惯和业态的产生，预计催生“宅家经济”发展，如生鲜电商、在线教育、游戏等消费快速增长，“宅经济”的崛起有望引领新一轮消费复苏。

服务消费：生鲜电商、在线教育、游戏等线上消费快速崛起。1) 转危为机，有望逆势上行的子行业：生鲜电商、超市、游戏、视频、在线教育等；2) 短期承压，未来有望反弹的子行业：a) 餐饮、旅游、博彩、百货、航空、院线等。

商品消费：可选消费影响大于必选，长期坚定看好中国消费腾飞。必选消费需求刚性，受到影响相对较小。可选消费需求短期受到抑制，但弹性较大，预计疫情后有望快速复苏。

有别于大众的认识

大众可能认为此次疫情对消费影响较大，未来消费行业投资机会较少。但是我们回顾历史，消费行业出现黄金坑后，反弹迅速，后期持续上涨，相对表现突出。同时我们也发现消费经历数次起伏，中国消费韧性强，且每次引领消费复苏的动力也有所不同。1) 2008年次贷危机后，4万亿基建投资推高房地产市场景气度，带动地产后周期消费，家居、家电企业随之受益。受建筑业、工业企业商务活动频繁度增加影响，白酒消费量增加。因此在次贷危机之后的市场反弹中，白酒、白电等行业获得显著超额收益。2) 2013年，打击“三公”消费后，白酒需求由商务宴请逐渐向居民自主消费转移。15年股市下跌后，扩大内需、促进经济增长的措施相继出台，随着消费升级趋势的建立，以白酒为代表的可选消费再次触底回升，持续跑赢大盘。3) 本次疫情出现后，线下消费需求向线上转移，“宅家经济”的崛起有望引领新一轮消费复苏，如生鲜电商、在线教育、游戏等线上消费快速增长。

目录

1. 从历史经验看本次疫情对消费服务行业的影响 7

- 1.1 本次与 03 年不同：一季度为消费旺季，疫情覆盖地区更广 7
- 1.2 消费为经济增长重要引擎，宏观经济或短期承压 8
- 1.3 社零增速将受阶段性冲击，可选消费影响程度更大 10

2. 众志成城战疫情，长期来看中国消费韧性强 18

- 2.1 社会服务：餐饮、旅游影响较大，行业洗牌，龙头份额有望提升 18
- 2.2 商贸零售：疫情宅家催生到家新需求，生鲜电商迎黄金期 20
- 2.3 传媒：在线娱乐受益明显，影视一季度收入承压 22
- 2.4 教育：疫情不改长期成长逻辑，精选配置优质教育公司 24
- 2.5 食品饮料：阶段性受影响，不改产业中长期趋势，利好龙头 25
- 2.6 家电：疫情冲击无足为虑，推荐白电及厨小龙头 27
- 2.7 纺织服装：化妆品影响较小，服饰短期承压，行业弹性较大 30
- 2.8 轻工：生活用纸需求增加，家居及文具需求刚性略有延迟 32
- 2.9 交通运输：短期有所压力，长期增长逻辑不改 35
- 2.10 农业：运输不畅生猪淡季回升，消费平淡肉鸡补栏延迟 41
- 2.11 博彩：博彩需求短期承压，但不改行业长期投资逻辑 44

3. 风物长宜放眼量，展望危机过后的投资机会 47

- 3.1 回顾历史上的消费反弹之一：09 年地产产业链引领消费复苏 47
- 3.2 回顾历史上的消费反弹之二：15 年后消费升级带动行业复苏 48
- 3.3 展望未来消费趋势及投资建议：线上消费有望加速 49

图表目录

图 1 : 2003 年非典和 2020 年新型冠状病毒肺炎发展时间线对比.....	7
图 2 : 中国新型冠状病毒感染肺炎疫情地图	8
图 3 : 中国大陆地区 SARS 疫情地图	8
图 4 : 2003 年非典对经济带来阶段性冲击	8
图 5 : 2003 年国内经济处于短周期的上升期.....	8
图 6 : 2019 年第三产业占比 GDP 最大为 54%	9
图 7 : 2019 年消费支出对 GDP 增长贡献 58%	9
图 8 : 2018 年城镇居民家庭食品支出占总消费 28%	9
图 9 : 2019 年城镇居民人均可支配收入更高.....	9
图 10 : 2003 年非典对消费和进口影响较大, 出口影响较小.....	10
图 11 : 2003 年社零总额增速呈“V 型”	10
图 12 : 2003 年 1-5 月累计同比增速 8%	10
图 13 : 2003 年食品饮料、日常用品类增速稳健	12
图 14 : 2003 年百货相关可选消费增速阶段性下挫.....	12
图 15 : 2003 年地产后周期消费需求拉动高速增长.....	12
图 16 : 2003 年汽车相关消费受需求拉动高速增长.....	12
图 17 : 2003 年 CPI 受疫情因素影响较小	12
图 18 : 2003 年食品 CPI 主要受鲜菜类 CPI 拉动	12
图 19 : 2003 年二季度九大消费行业涨跌幅情况	13
图 20 : 非典期间休闲服务市场跌幅居前为-11.23%	13
图 21 : 肺炎期间轻工制造市场跌幅居前为-4.6%.....	13
图 22 : 春节假期, 内地访港人数合计 20.36 万人次.....	19
图 23 : 春节假期, 内地访澳人数合计 14.92 万人次.....	19
图 24 : 2000 年以来我国旅游市场发展平稳	19
图 25 : 代表百货企业 2003Q2 营业收入下降明显.....	21
图 26 : 代表百货企业 2003Q2 经营出现亏损.....	21
图 27 : 2002-2004 年白酒行业收入与利润同比增速.....	26
图 28 : 2002-2003 乳制品销量保持双位数高速增长	26

图 29 : 2003-2004 调味品板块季度收入增速位底部.....	26
图 30 : 2003-2004 啤酒板块季度收入增速同比放缓.....	26
图 31 : 2003 年家电行业 (申万) 指数相对沪深 300 表现	27
图 32 : 小家电线上内销收入占比高	29
图 33 : 2003 年服装零售额增速变化情况.....	30
图 34 : 2003 年化妆品零售额增速变化情况	30
图 35 : 2003 年服装家纺 (申万) 指数相对申万 A 股指数表现.....	31
图 36 : 2003 年纺织服装出口情况	31
图 37 : 2003 年纺织制造 (申万) 指数相对申万 A 股指数表现.....	32
图 38 : 2002/09-2003/09 大盘、轻工各子板块及社零增速走势	34
图 39 : SARS 期间, 各子行业代表公司单季度收入增速	34
图 40 : 节假日航班量 100 架次以上航司的取消率快速上升	36
图 41 : 2003 年前后民航客运量情况.....	36
图 42 : 2003 年上海航空收入与净利润影响	36
图 43 : 白云与浦东两座机场日国际航班量快速下降 (单位 : 架次/日)	37
图 44 : 2003 年前后公路货运量情况.....	38
图 45 : 2003 年 Q2 板块收入受影响.....	38
图 46 : 铁路春运情况	39
图 47 : SARS 期间铁路客运情况.....	39
图 48 : 2018 年铁路货运中煤占比过半达 52%	39
图 49 : SARS 期间铁路货运情况.....	39
图 50 : 2003 年快递业务量增速提升至 22.8%.....	40
图 51 : 预计 2020 年快递业务量同比增长 22%	40
图 52 : 单季行业平均单件收入增速情况	40
图 53 : 韵达股份历年单量、单件收入与成本	40
图 54 : 中通、韵达业务增量占比高于同行.....	41
图 55 : A 股三家电商快递单季归母净利润.....	41
图 56 : 中国生猪出栏量统计.....	42
图 57 : 非典时期生猪价格走势	43
图 58 : 当前生猪价格走势	43

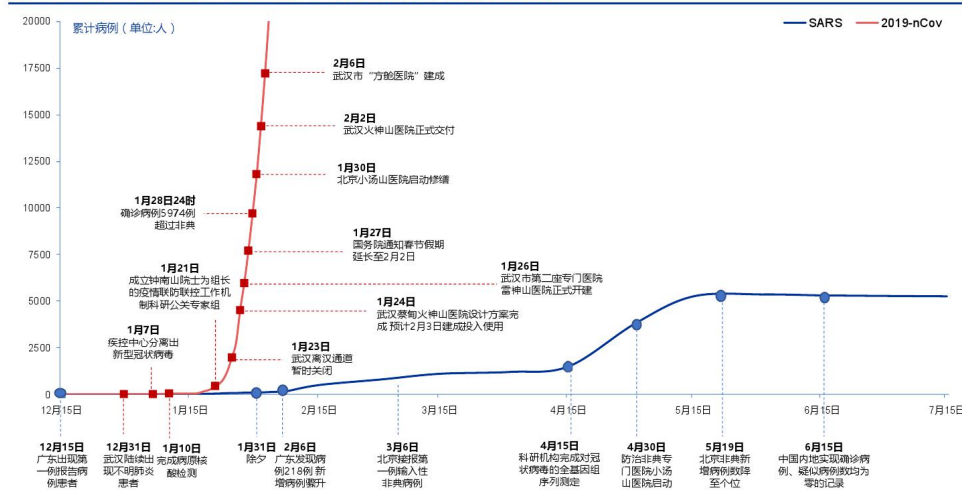
图 59：非典时期白条鸡价格走势.....	43
图 60：中国祖代种鸡引种或更新量	44
图 61：2017-19 年中国祖代种鸡月度引种或更新量	44
图 62：春节期间访澳旅客同比大幅下滑	45
图 63：2007-2009 年，经历次贷危机后，大盘在 4 万亿投资计划刺激下逐渐回暖	47
图 64：2015-2016 年，随一系列救市政策出台，大盘逐渐企稳	48
表 1：从社零结构看，03 年消费以必需消费为主，19 年可选消费占比更高	11
表 2：预计新型冠状病毒感染肺炎疫情对各消费服务业的影响.....	14
表 3：国家出台各项政策助力疫情防控，减轻企业压力.....	16
表 4：板块内上市公司旗下大部分景区于节后相继关停.....	18
表 5：超市到家业务春节放量，增速高企.....	20
表 6：春节期间部分游戏公司重点产品 iOS 端下载量变化（个）	22
表 7：视频 App iOS 免费榜期间平均排名变化.....	23
表 8：2003 年家电个股表现	28
表 9：家电重点公司湖北地区布局情况	29
表 10：生猪养殖龙头上市公司出栏量.....	44
表 11：行业平均 EV/EBITDA 估值接近历史平均减一倍标准差	45
表 12：目前消费行业估值处以历史偏低分位	49
表 13：重点公司估值表	51

1. 从历史经验看本次疫情对消费服务行业的影响

1.1 本次与 03 年不同：一季度为消费旺季，疫情覆盖地区更广

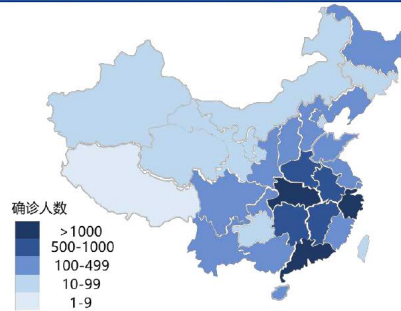
从影响时段看，本次新型冠状病毒肺炎疫情影响主要集中在 2020 年第一季度，正处于消费旺季，消费行业受影响更大；从确诊人数看，本次疫情确诊人数更多，主要集中在湖北地区。非典第一例患者发现于 2002 年 12 月 15 日广东省河源市；2003 年 3 月 6 日，北京接报第一例输入性非典病例；截止 2003 年 5 月 18 日，全国累计确诊非典病例 4698 人，其中北京确诊 2434 例，广东确诊 1514 例。本次疫情从 2019 年 12 月开始湖北武汉陆续出现不明肺炎患者，至 2020 年 2 月 8 日 0 时，全国共确诊 28138 人，其中湖北地区 19665 人；新型冠状病毒肺炎疫情影响主要集中在第一季度的春节期间，正处于消费旺季，文化娱乐场所、购物中心商场、景区景区等受疫情影响关店歇业，全民宅家，对消费服务行业影响更大。

图 1：2003 年非典和 2020 年新型冠状病毒肺炎发展时间线对比



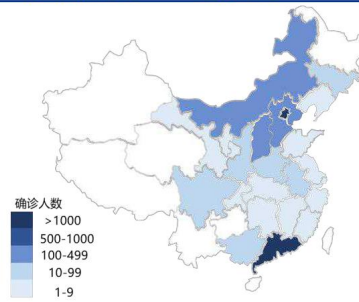
资料来源：国务院新闻办公室，国家及各省市区卫健委，申万宏源研究；注：统计于 2019 年 2 月 8 日

图 2：中国新型冠状病毒感染肺炎疫情地图



资料来源：国家及各省市地区卫健委，申万宏源研究；注：该确诊人数统计截至 2020-02-08 00:00

图 3：中国大陆地区 SARS 疫情地图

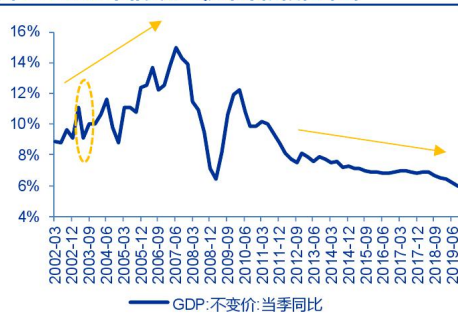


资料来源：国家及各省市地区卫健委，申万宏源研究；注：该确诊人数统计于 2003 年 5 月 18 日

1.2 消费为经济增长重要引擎，宏观经济或短期承压

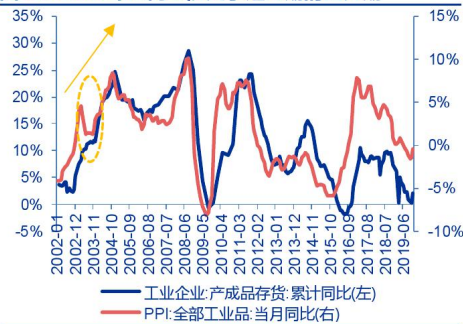
当前宏观经济基本面处于短周期的回升趋势里，疫情将对经济增长造成阶段性影响；2003 年非典经济增长短期受疫情影响有所拖累，但总体未改变经济上行趋势。2003 年非典对经济影响主要发生第二季度，实际 GDP 增速从一季度的 11.1% 回落 2pcts 至第二季度的 9.1%，但从全年来看整体并未改变其上行趋势，经济增长于第三季度企稳回升，Q3、Q4 实际 GDP 同比分别增长 10.0%、10.0%；2019 年第四季度实际 GDP 增长 6%，经济处于短周期的回升趋势里，本次疫情大概率将对经济增长造成阶段性影响。

图 4：2003 年非典对经济带来阶段性冲击



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 5：2003 年国内经济处于短周期的上升期

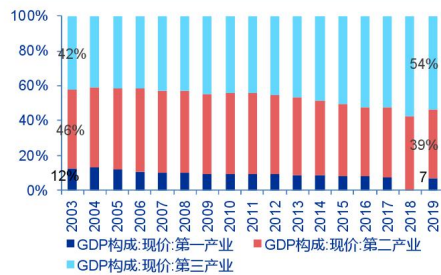


资料来源：国家统计局，申万宏源研究

城镇居民可支配收入逐年提升，食品支出占比总消费支出比重逐渐降低，消费成为 GDP 增长重要引擎，第三产业成为支柱性产业。自 2003 年以来，城镇居民可支配收入不断提升，食品支出占比消费不断下降。随着人们生活水平的大幅提高，消费者从过去“温饱型”转向追求“小康型”生活，对享受型和发展型消费资料的需求出现了日益增长的趋势。对比 2003 年，当前消费支出已成为拉动经济增长第一动力，2019 年消费支出对 GDP 增长贡献

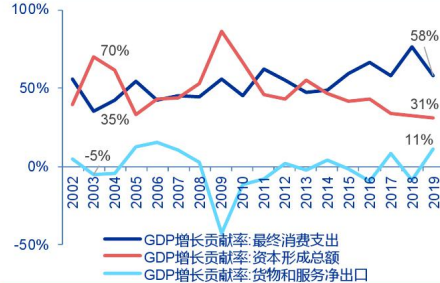
率为 58%，第三产业占 GDP 比重不断提高，到 2019 年达到 54%。我们预期本次疫情对消费服务业带来的短期冲击更大。

图 6：2019 年第三产业占比 GDP 最大为 54%



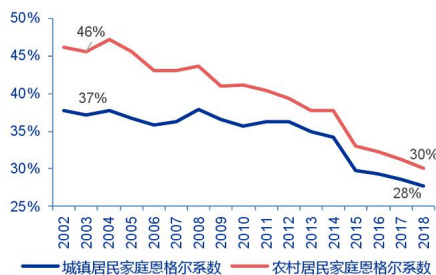
资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 7：2019 年消费支出对 GDP 增长贡献 58%



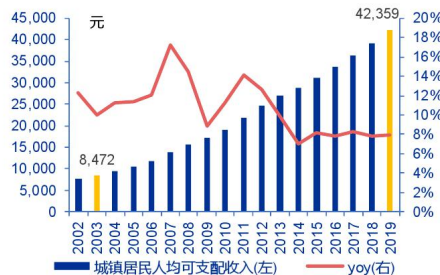
资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 8：2018 年城镇居民家庭食品支出占总消费 28%



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 9：2019 年城镇居民人均可支配收入更高



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

2003 年进出口贸易增长快，消费和进口受非典疫情的影响更大；如今内需成为拉动经济的第一动力，进出口业务受疫情影响有限。2019 年第四季度社零增速维持在 8% 左右，较 2002 年四季度维持在 9% 增速相近，2003 年二季度社零消费受疫情影响短期下挫，疫情恢复后强势反弹；进出口方面，03 年我国进出口贸易正值高速发展期，维持在 30% 以上的增速，进口受疫情影响较大，当月同比从 1 月的 63% 下降 36pct 至 8 月的 27%，主因疫情影响内需疲软导致进口减少。

图 10：2003 年非典对消费和进口影响较大，出口影响较小



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

1.3 社零增速将受阶段性冲击，可选消费影响程度更大

复盘 2003 年的社零消费情况，我们发现非典疫情对社零消费的短期冲击较为明显，5 月社零增速下降到 4.3%。非典疫情在 2003 年 5 月发展较快，社会消费品零售增速同步回落，5 月社零增速当月同比仅 4.3%，环比回落 3.4pct，1-5 月累计同比增速 8%。6 月疫情显著缓解，社零增速即迅速回升，呈“V 型”反弹，显示疫病对商品消费的冲击是暂时性的、与疫情同步性强。

图 11：2003 年社零总额增速呈“V 型”



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 12：2003 年 1-5 月累计同比增速 8%



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

2003 年社零消费结构中以吃穿基本生活需求为主，2019 年社零消费结构中以汽车相关的消费占比更高。参考限额以上企业商品零售额，与 2019 年做对比，2003 年汽车相关类社零占比偏低，仅占比 25%，而粮油食品、中西药品、烟酒饮料、日用品等必选消费占比 31%，比重最高。此外，可选消费中与百货销售相关度大的化妆品、金银珠宝和纺织服装类占比 16%，地产相关零售额占比 12%，文娱通讯类占比 7%。

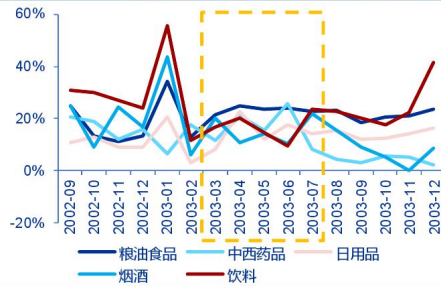
表 1：从社零结构看，03 年消费以必需消费为主，19 年可选消费占比更高

	限额以上企业商品零售额（亿）		各品类占比	
	2003年	2019年	2003年	2019年
汽车	1,482	39,389	14%	26%
石油及制品	1,196	20,042	11%	13%
汽车相关类小计	2,678	59,431	25%	40%
粮油、食品	1,272	14,525	12%	10%
日用品	533	6,111	5%	4%
中西药品	895	5,907	8%	4%
烟酒	397	3,913	4%	3%
饮料	201	2,099	2%	1%
必选消费类小计	3,298	32,556	31%	22%
纺织服装	1,321	13,517	12%	9%
化妆品	207	2,992	2%	2%
金银珠宝	163	2,606	2%	2%
百货相关类小计	1,690	19,115	16%	13%
建筑及装潢材料	95	2,061	1%	1%
家用电器和音像器材	1,127	9,139	11%	6%
家具	79	1,970	1%	1%
地产相关类小计	1,301	13,170	12%	9%
通讯器材	211	4,839	2%	3%
书报杂志	295	1,333	3%	1%
文化办公用品	188	3,228	2%	2%
体育、娱乐用品	79	694	1%	0%
文娱通讯类小计	773	10,094	7%	7%
其他	211	4,200	2%	3%

资料来源：国家统计局，申万宏源研究

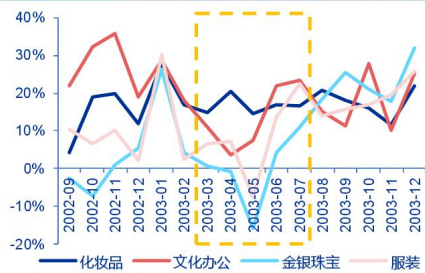
疫情期间，必选消费增长稳健，可选消费承压。从各类限额以上零售品消费的表现来看，1）食品饮料类增长稳健。中西药品类，日用品类，粮油、食品、饮料、烟酒类等必选消费在疫情期间保持稳健增长，增速维持在 20% 左右；2）百货相关品类增速回落明显，化妆品呈现出一一定抗周期。非典期间，由于出行不便，担心在商场人群密集的地方被病毒感染，居民减少了购物活动和在外就餐及娱乐次数，导致可选消费品总体需求下降，与百货销售相关的金银珠宝、纺织服装、文化办公等品类在 2003 年第二季度呈现“V 型”走势，其中金银珠宝和纺织服装 5 月当月同比增速跌幅达到-15.8%、-7.6%，但疫情过后均恢复至疫情前甚至更高的水平；3）地产后周期和汽车类消费受疫情影响较小。建筑及装潢材料类，由于非典期间原本装修的居民被迫推迟而得到集中释放，带动此类商品增长，维持在 20% 以上的增速。同样，汽车消费受当时市场需求拉动销量大幅提升，维持 50% 左右的高速增长，受非典疫情影响较小。

图 13：2003 年食品饮料、日常用品类增速稳健



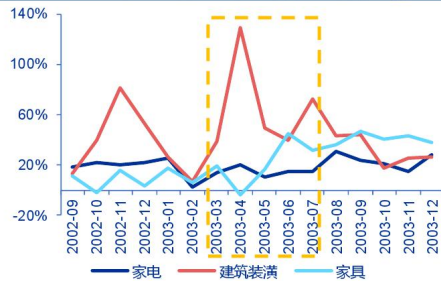
资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 14：2003 年百货相关可选消费增速阶段性下挫



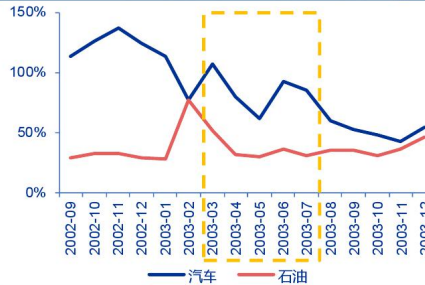
资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 15：2003 年地产后周期消费需求拉动高速增长



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

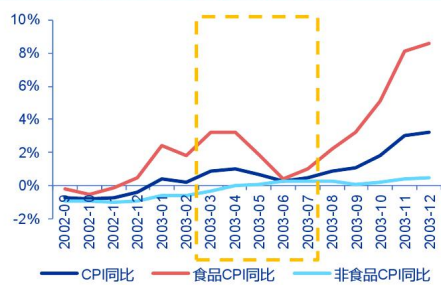
图 16：2003 年汽车相关消费受需求拉动高速增长



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

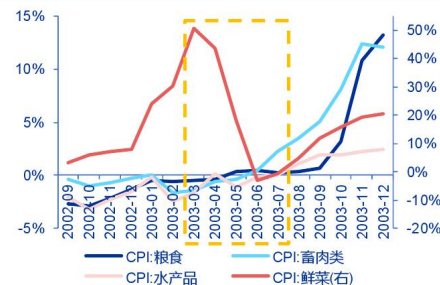
CPI 受疫情影响较小，食品 CPI 波动较大主要受 2002 年寒冬所致。2003 年第二季度 CPI 维持在 1% 以内，食品 CPI 全年呈现 Q1 上升、Q2 回落再上升的走势，主要受季节因素影响。具体来看，粮食/猪肉/水产品/鲜菜 CPI 在 2003 年 5 月增速分别为 0.4%/-0.4%/-1.1%/18.3%，其中，受 2002 年寒冬因素，鲜菜 CPI 从 2003 年 3 月达到顶点 50.7%，逐渐回落到 6 月份-2.9%，下半年反弹上升至 12 月 20.5% 的增速。

图 17：2003 年 CPI 受疫情因素影响较小



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

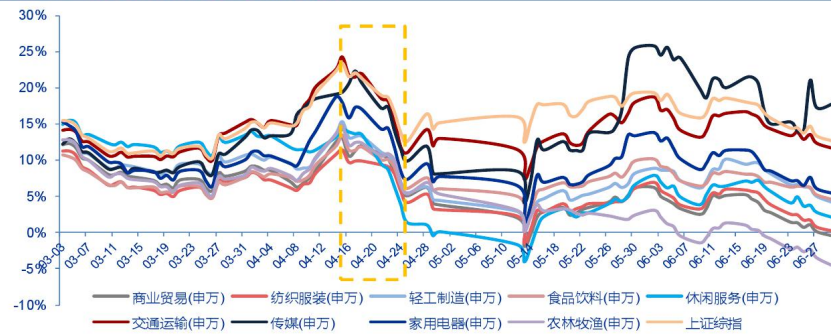
图 18：2003 年食品 CPI 主要受鲜菜类 CPI 拉动



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

2003 年 4 月至 5 月为非典疫情快速爆发期，但 2003 年由非典主导的市场行情非常短暂；相较 03 年市场行情，2020 年春节后开市第一周的市场表现跌幅更小。从市场表现看，市场对非典疫情充分反应表现剧烈主要在 2003 年 4 月 16 日至 2003 年 4 月 24 日，上证综指跌幅高达-8.85%。具体来看各消费子行业表现，休闲服务（-11.23%）、交通运输（-10.61%）受疫情影响较大，表现欠佳，跑输上证综指（-8.85%）。其它行业轻工制造（-8.6%）、农林牧渔（-8.23%）、传媒（-7.97%）、商业贸易（-7.11%）、纺织服装（-6.54%）、食品饮料（-6.53%）等板块跌幅较小。消费行业整体表现阶段性回落，但在资金入市和政策支持下快速实现恢复反弹；反观 2020 年农历春节后开市第一周（2020/2/3-2020/2/7），上证综指跌幅达-3.38%，较 03 年跌幅更小。分各行业看，轻工制造（-4.6%）、交通运输（-4.07%）、商业贸易（-3.77%）受此次疫情影响更大，表现欠佳，跑输上证综指。休闲服务（-3.29%）、家用电器（-2.86%）、食品饮料（-1.68%）、农林牧渔（-1.07%）、纺织服装（-0.34%）相对而言受影响更小，而传媒行业更是在“宅经济”的驱动下上涨 3.24%。我们认为此次疫情只是抑制短期消费需求释放，并未恶化消费行业增长动力，但会改变行业格局，加速行业优胜劣汰，竞争优势强的企业优势将进一步加强，头部效应和结构化特征更加凸显。

图 19：2003 年二季度九大消费行业涨跌幅情况



资料来源：Wind，申万宏源研究；注：以 2003 年 1 月 1 日收盘价为基数计算涨跌幅

图 20：非典期间休闲服务市场跌幅居前为-11.23%



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 21：肺炎期间轻工制造市场跌幅居前为-4.6%



资料来源：Wind，申万宏源研究

疫情宅家推动商业现代化进程加速，消费服务业挑战与机遇并存。本次新型冠状病毒感染肺炎疫情爆发于春节期间，为防止疫情进一步扩散，商场、文化娱乐场所、电影院、景区等线下活动场所相继关停，**餐饮、旅游、酒店、百货、博彩、航空业**等受疫情负面影响更大；同时，疫情期间，全民宅家，线下消费需求向线上转移，新兴行业像**生鲜电商、在线教育、游戏**等消费快速增长，“宅家经济”的崛起有望引领新一轮消费复苏。

表 2：预计新型冠状病毒感染肺炎疫情对各消费服务业的影响

行业	影响程度	疫情具体影响
休闲服务		
免税	-1	免税的成长逻辑主要来自转化率和客单价的提升而非客流量增长，离岛免税的停业损失对全年业绩的影响相对有限，我们认为中国国旅 2020 年将继续加强价格优势和规模效应，公司核心竞争力未受到影响
景区	-2	大量景区暂停开放，对收入造成一定影响，但景区核心资源壁垒不变，长期角度依然是现金牛行业
酒店	-3	一季度为酒店淡季，影响相对较小，后续持续关注复工时间带来的商旅需求的改善，寻求宏观经济复苏带来的拐点机会
旅行社	-4	旅行社本身净利率较低，团队业务暂停后，虽然一部分成本由上游供应商承担，但仍对现金流产生一定压力，关注疫情消退后的出境游客流反弹和行业整合机会
餐饮	-4	餐饮业短期虽然面临库存和工资压力，但我们认为龙头公司抗风险能力更强，行业龙头目前均处于成长期，快速扩张削弱了疫情对业绩的影响，后续可持续跟踪行业拐点的出现
商贸零售		
超市	4	疫情期间不打烊保供应，以必选消费为主，需求稳定，“送货到家”需求激增带动超市到家业务增长
百货	-3	商场客流大幅下降，销售、租金收入承压；以可选消费为主，疫情后大部分可恢复反弹，部分分流至线上
黄金珠宝	-2	闭店歇业，消费推迟，疫情结束后修复性强；珠宝类连锁部分可享租金减免
电商	3	“宅家经济”促进线上消费需求，部分地区短期受制于物流、交通管制，中长期受益
互联网传媒		
游戏	5	春节期间 iOS 免费榜排名上升最快的前 1268 个 APP 中游戏占了 35%，中重度游戏流水创新高，休闲游戏对线下聚会产生替代效应
视频	3	视听娱乐需求从线下转移至线上，全国卫视减少娱乐性节目，用户视听需求进一步由传统媒体转移至网生平台，短视频、长视频、OTT 均受益
影视内容	-2	制作发行公司项目延后上映会影响现金流节奏，剧集和综艺等制作公司项目拍摄时间延后也会后续产能释放节奏产生影响
院线	-5	影院关停期间票房及非票收入受到直接影响，一季度已损失票房占全年大盘约 15%，恢复时间需观察疫情控制情况
教育		
在线课后培训	4	疫情开启大规模线下培训学员转移至线上培训，大幅增加线上教学的满班率，并减少线上教育的获客成本。收入和利润端均有显著的提升
线下课后培训	-2	线下培训开班延后，且部分学员被分流至线上。短期导致收入确认延后并减少收入规模。长期看龙头公司通过线上教学平台保证教学进度，维持现有学员的留存。同时通过在线教学平台获取竞争对手学员，加速行业整合
高校及基础教育学校	0	开学虽延后，但由于学籍在册，学生都会学则返校就读，在校生人数并不会减少。因此相关公司的收入规模不变，但上下半年收入确认比例会前低后高（因延后开学可能导致本学期跨越上下半年）
职业教育培训	-1	学员培训需求暂时受压制，预计疫情结束后会反弹。全年短期班开班次数下降，影响收入。长期班可通过调整课时和周末补课可以跟上全年教学计划，收入几乎不受影响
食品饮料		
白酒	-3	春节旺季消费受到直接影响，还需跟进疫情进度，但影响只是阶段性和一次性，中长期将加速行业整合，利

好龙头		
大众消费	-1	需求刚性，整体影响相对较小，但也受复工推迟和物流受阻等系统性影响
家用电器		
小家电	2	小家电线上市场占比较高，龙头企业普遍超 50%，疫情期间线下需求分流至线上，影响较小
白电/黑电/厨电	-2	线下关店率高，线下渠道占比较高、需要售后/安装服务的大家电受疫情影响较大
纺织服装		
品牌服饰	-3	百货、购物中心等客流下降明显，服装线下零售承压，疫情之后反弹预计较为明显
纺织制造	-2	国内工厂复工延迟，预计 2 月 10 号之后，人工成本增加，但海外工厂不受影响
化妆品	-1	线下销售有所影响，但化妆品旺季主要在下半年，同时电商渠道占比较高，整体影响相对较小
轻工制造		
家居	-1	家居消费相对刚性，Q1 承压有望跨期反弹在后续季度；外销海外工厂不受影响，龙头有望抢夺订单
生活用纸	4	需求快速增加，标品且可通过线上渠道完成购买，短期受制于物流
文具	0	进入开学旺季，文具以标品为主，可通过线上渠道解决需求，消费偏稳定刚性
包装印刷	1	居民外出减少，食品卡、箱板瓦楞、外卖包装需求提升；烟酒饮料需求短期受挫；消费电子包装仍为 5G 产品上市大年
交通运输		
航空/机场	-4	春运需求快速下跌，节后客流量增速为 -70%，航司已大量取消航班，收入大幅减少；疫情后需求有望报复性反弹，预计航司与机场 Q3 收入与业绩均出现大幅增长
电商快递	3	节后快递需求环比回升，短期内行业面临供给小于需求，价格企稳带动板块业绩高增长
铁路客运	-5	铁路客运属于人员密集行业，节后客运量明显下滑，从整个春运统计，春运前 30 天旅客发送量已同比减少 32.5%，受直接影响相对较大
铁路货运	-2	刚需性行业，同时不涉及人员聚集，业务本身受影响相对较小，主要看上下游情况
高速公路	-4	受短途自驾减少影响及企业延期复工影响，客、货车流均下滑，短期影响相对较大
港口	-2	非人员流动性行业，业务本身受疫情影响相对较小，主要看宏观经济与对外贸易情况
农林牧渔		
生猪养殖	1	阶段性消费下降或延迟，屠宰加工企业复工延迟，饲料等农业生产资料物流运输不畅。短期内市场猪肉更加偏紧，价格再度回升。
白羽肉鸡养殖	-1	饲料运输紧张，春季补栏旺季因疫情可能会延迟。
博彩		
博彩	-5	内地赴澳门的旅游签证暂停使澳门访客量大幅减少，娱乐场停业 15 天使博彩和非博彩收入降为零，签证恢复后预计收入将反弹

资料来源：申万宏源研究

在新型冠状病毒肺炎疫情的侵袭下，企业生产、经营普遍受到影响，中央和地方出台多项针对性的政策助力疫情防控，减轻企业压力。2020 年 2 月 5 日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，要求切实做好疫情防控重点医疗物资和生活必需品保供工作，确定支持疫情防控和相关行业企业的财税金融政策。自 1 月 1 日起暂对运输防控重点物资和提供公共交通、生活服务、邮政快递收入免征增值税，免征民航企业缴纳的民航发展基金，支持银行向重点医疗防控物资和生活必需品生产、运输和销售的重点企业包括小微企业，提供优惠利率贷款，由财政再给予一半的贴息，确保企业贷款利率低于 1.6%。对受疫情影响较大的批发零售、住宿餐饮、物流运输、文化旅游等行业，国家积极出台政策减轻企业负担，我们预期在各项减费降税等利好政策下，消费行业受疫情影响冲击会减小，疫情结束后企业能较快恢复经营，迎来消费需求反弹。

表 3：国家出台各项政策助力疫情防控，减轻企业压力

政策/会议	发布时间	主要内容
《农业农村部办公厅印发紧急通知 部署应对疫情抓好蔬菜生产保障供给》	2020/1/29	各级农业农村部门要加强蔬菜生产主体的指导服务，特别要加强种植大户、专业合作社、家庭农场、农业企业等规模化生产主体的支持力度。各冬春蔬菜主产区要积极组织生产，加强与重要城市、重点地区的沟通协调，根据市场需求，及时组织货源、协调调运、保障供应。
《关于进一步强化金融支持防控新型冠状病毒肺炎疫情的通知》	2020/2/1	对于受疫情影响较大的批发零售、住宿餐饮、物流运输、文化旅游等行业，以及有发展前景但受疫情影响暂时困难的企业，特别是小微企业，不得盲目抽贷、断贷、压贷。对受疫情影响严重的企业到期还款困难的，可予以展期或续贷。
《关于支持金融强化服务 做好新型冠状病毒肺炎疫情防控工作的通知》	2020/2/3	对疫情防控重点保障企业贷款给予财政贴息支持：对 2020 年新增的疫情防控重点保障企业贷款，在人民银行专项再贷款支持金融机构提供优惠利率信贷的基础上，中央财政按人民银行再贷款利率的 50% 给予贴息，贴息期限不超过 1 年，贴息资金从普惠金融发展专项资金中安排。
《教育部应对疫情工作领导小组工作方案（试行）》	2020/2/4	加强对高校选择在线课程平台教学解决方案的支持服务，开放线上教学资源，制定在线教学组织与实施方案，保障学生及相关人员可以正常学习
《国务院常务会议：切实做好疫情防控重点医疗物资和生活必需品保供工作 确定支持疫情防控和相关行业企业的财税金融政策》	2020/2/5	自 1 月 1 日起暂对运输防控重点物资和提供公共交通、生活服务、邮政快递收入免征增值税；免征民航企业缴纳的民航发展基金；用好专项再贷款政策，支持银行向重点医疗防控物资和生活必需品生产、运输和销售的重点企业包括小微企业，提供优惠利率贷款，由财政再给予一半的贴息，确保企业贷款利率低于 1.6%。
《农业农村部发布疫情防控期间做好渔业船舶管理通知》	2020/2/5	为避免扩大疫情对渔业生产的影响，各省级渔业主管部门要配合有关部门加快补贴资金发放速度并适当延长渔业船舶国籍证书、渔业捕捞许可证等业务的办理期限。
《零售、餐饮企业在新型冠状病毒流行期间经营服务防控指南》	2020/2/5	企业要全面采集了解上岗员工假期动态并登记汇总，有疫情发生地区生活史、旅行史以及有确诊病例有密切接触的员工暂不应返程返岗；员工每天进入经营场所前，应检测体温，并进行洗手消毒，员工上班期间应时刻佩戴口罩；对所有进入商业综合体的消费者测量体温。鼓励外卖平台推行“无接触配送”操作规范。
《黑龙江省农业农村厅关于落实政策措施促进农业农村发展的意见》	2020/2/7	对种猪场、规模猪场建设给予流动资金贷款贴息，贴息利率不高于 4.35%；支持奶牛、肉牛等草食牲畜养殖场收贮全株青贮玉米，在国家每吨补助 60 元基础上，省市县配套增加 40 元等 23 条政策意见，确保全省农业农村经济继续保持健康平稳发展
《关于疫情防控期间做好企业债券工作的通知》	2020/2/8	允许企业债券募集资金用于偿还或置换前期因疫情防控工作产生的项目贷款。鼓励信用优良企业发行小微企业增信集合债券，为受疫情影响的中小微企业提供流动性支持。
财政部、发展改革委、工业和信息化部、人民银行、审计署联合召开全国电视电话会议，动员部署强化疫情防控重点保障企业资金支持工作	2020/2/9	要坚决遏制疫情蔓延势头，坚决打赢疫情防控阻击战。加强政策宣传解读，帮助企业了解内容、知晓流程，用足用好政策，全力支持相关企业尽快复工复产。切实做好当前财政支持疫情防控工作，全力保障疫情防控资金供给。认真落实落细各项财税政策措施，让政策发挥更大作用、更好效果。
《关于切实加强疫情科学防控有序做好企业复工复产工作的通知》	2020/2/9	推动分批有序错峰返程返岗，统筹制定分类分批复工复产方案，建立重点企业派驻联络员制度，及时协调解决机器、用工、资金不足等问题，抓好原辅料、重要零部件等稳供保障。努力提高公共服务保障能力，在保障一线医护人员防护物资的基础上，努力满足公共服务岗位防护需求，通过多种方式切实降低企业负担。

《湖北省人民政府办公厅关于印发应对新型冠状病毒肺炎疫情支持中小微企业共渡难关有关政策措施的通知》

2020/2/9

从减轻企业负担、强化金融支持、加大财税支持、加大稳岗支持等四方面入手，出台 18 项措施，支持中小微企业应对新冠肺炎疫情影响，共渡难关。相关政策即日起施行，有效期暂定 6 个月对承租国有资产类经营用房的中小微企业，3 个月房租免收、6 个月房租减半。对受疫情影响严重的小微企业，担保费率降至 1% 以下，再担保费减半。企业裁员(减员)率不高于 5.5% 的，返还上年度实际缴纳失业保险费的 70%。

资料来源：中国政府网，新华社，中华人民共和国农业农村部，申万宏源研究

2. 众志成城战疫情，长期来看中国消费韧性强

本次新型冠状病毒感染肺炎疫情与非典时期（2002/11/16-2003/7/5）有相似，也有不同之处。此次疫情对各个行业也有不同的影响。我们希望通过参考 03 年特殊时期消费的变化，来预判当下消费服务走势，寻找值得重点关注的子行业和值得长期持有的优质表弟。

2.1 社会服务：餐饮、旅游影响较大，行业洗牌，龙头份额有望提升

国内游方面：国内大部分景区于节后相继关停，全国旅行社团队游全部暂停。为控制疫情进一步扩散，全国大部分文化场馆及旅游景区于春节后相继宣布暂时关停，同时取消或延迟新春集体性活动，这也是近年来首次全国景区大规模关停。文旅部 1 月 24 日下发通知要求：全国旅行社及在线旅游企业暂停经营团队旅游及“机票+酒店”旅游产品。考虑到一季度为大部分景区相对淡季，若后续疫情能够得到有效控制，则从全年来看，我们预计对景区类上市公司造成的经营性损失相对可控。

表 4：板块内上市公司旗下大部分景区于节后相继关停

上市公司	涉及景区	主要收入来源	关停时间
曲江文旅	大唐芙蓉园、西安城墙等	门票、酒店餐饮、二次消费等	1 月 24 日
峨眉山 A	峨眉山	门票、索道、酒店等	1 月 24 日
大连圣亚	圣亚海洋世界	门票、二次消费等	1 月 25 日/26 日
西藏旅游	雅鲁藏布大峡谷、苯日神山等	门票、观光车、游艇、餐饮等	1 月 27 日
张家界	杨家界、宝峰湖、十里画廊等	观光电车、索道、游船等	1 月 26 日
桂林旅游	两江四湖、银子岩、象山等	门票、旅游客运、酒店餐饮等	1 月 26 日象山景区关闭，漓江景区暂停游船、筏筏水上游览活动
云南旅游	云南世博园	门票	1 月 25 日
丽江旅游	玉龙雪山	索道、印象丽江门票等	1 月 25 日
黄山旅游	黄山、花山谜窟等	门票、索道、酒店等	1 月 25 日
长白山	长白山	旅游客运、酒店餐饮等	1 月 26 日
中青旅	乌镇、古北水镇等	门票、二次消费等	1 月 25 日
九华旅游	九华山	酒店、索道等	1 月 24 日
宋城演艺	杭州宋城、三亚宋城、丽江宋城等	门票、二次消费等	1 月 24 日/25 日
三特索道	华山、千岛湖、南湾猴岛等	门票、索道、旅游客运等	1 月 24 日/25 日
天目湖	山水园、南山竹海、御水温泉等	门票、酒店、索道及内交通、二次消费等	1 月 24 日
中国国旅	海棠湾免税店	免税购物	琼海博鳌免税店于 25 日 18:00 闭店；三亚免税城、海口日月湾免税店于 26 日 16:00 闭店；
首旅酒店	三亚南山	门票、餐饮、内交通等	1 月 26 日
海昌海洋公园	上海海昌海洋公园	门票、二次消费等	1 月 24 日
迪士尼	上海迪士尼	门票、二次消费等	1 月 25 日

资料来源：各省市旅游局，申万宏源研究

出境游方面：部分境外航司暂停往返中国大陆航班，港澳暂停个人旅游签注，部分国家对华实施出入境管制。2020年1月28日，内地赴中国香港、中国澳门自由行签注宣布暂停。同时为保障我国居民和境外居民人身健康和安，境外部分国家相继调整了有关中国居民的入境管制措施和签证政策。以上措施在短时间内对出境游人数可能形成一定压制，但我们预计，随着后期疫情影响消退，客流有望逐步恢复。

图 22：春节假期，内地访港人数合计 20.36 万人次



资料来源：中国香港入境事务处，申万宏源研究

图 23：春节假期，内地访澳人数合计 14.92 万人次

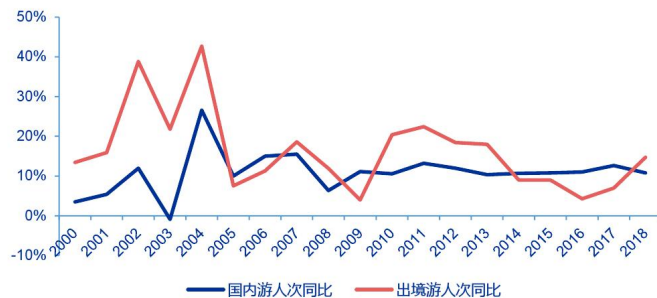


资料来源：中国澳门旅游局，申万宏源研究

免税方面：离岛免税线下渠道暂停运营，旅客可选择退货或延迟提货。截至1月26日，海南海口日月广场免税店、琼海博鳌免税店、三亚国际免税城已宣布暂停营业，28日，美兰机场免税店也宣布暂时关停。春节期间离岛免税店暂时关停对 Q1 的免税销售额造成一定影响，但考虑到旅游消费具备需求回补的逻辑，后续可通过提升促销力度进行弥补。

酒店餐饮：受居民出行出游人次减少影响，春节期间酒店入住率和餐饮门店就餐人数明显下滑。为防止人员聚集造成疫情加速扩散，多家连锁餐饮春节期间宣布暂停营业。酒店方面，华住、锦江、首旅、格林等酒店集团推出免费退改政策，同时华住、开元对旗下部分酒店实施免征加盟管理费，保障加盟业主权益。

图 24：2000 年以来我国旅游市场发展平稳



资料来源：Wind，国家统计局，申万宏源研究

复盘 SARS 时期，疫情仅为短期冲击，可选消费紧密跟随人均收入水平。旅游作为典型的可选消费，其发展与居民生活水平高度相关，行业近年来逐步走向消费升级：观光至休闲&境内至境外双向发展。我国国旅游人次增速自 2002 年以来除 2003 年（-0.91%）和 2008 年金融危机导致增速下滑（+6.3%）外，基本全部维持在两位数，长期来看，短期的冲击对行业长期发展并没有产生核心影响。因此我们认为此次疫情不会对行业未来发展形成压制，同时旅游行业竞争相对充分，短期向下的冲击往往会带来行业过剩供给的加速出清，上市龙头公司在后续恢复中能获得更优的竞争格局。

投资建议：尽管春节作为黄金周为旅游旺季，但此次新型冠状病毒感染肺炎疫情的影响目前发生在行业淡季。我们认为从**利润角度影响从大到小排序：餐饮、旅行社、酒店、景点、免税**；我们认为从**估值角度影响从大到小排序：酒店、旅行社、餐饮、景点、免税**，主要由于相对估值法下，酒店由于周期性更强，因此市场对未来的判断更短，因此对 1-2 年内利润更加看重，而景区更多为净现金流估值，单一年份利润影响不大。因此从利润和估值影响来看，景点和免税是影响较小的，我们依然重点推荐：景区成长股**宋城演艺**及影响偏小的**中国国旅**。建议关注美团点评、天目湖、峨眉山 A。

2.2 商贸零售：疫情宅家催生到家新需求，生鲜电商迎黄金期

疫情当下隔离防护，到家需求井喷。受疫情影响，市场需求高于往年，不少超市和生鲜连锁出现果蔬销量骤增的情况，商超企业均提前做好了春节民生商品囤货计划，在门店端、物流端、外仓端等不同环节，对米面粮油、蔬果肉禽等民生商品做好了商品储备工作，供应量均为日常 2-5 倍。**新型冠状病毒感染肺炎疫情影响下，消费者居家隔离防控病毒，更倾向于选择“送货到家”服务，带来商超线上销售激增。**2020 年除夕至正月初三期间，京东到家全平台销售额同比去年春节增长 540%。其中，粮油副食、日配冷藏、水果蔬菜和肉类成为销售额最高的品类。与此同时，超市商品销售额同比去年春节增长 600%，医药产品增长 430%，水果和蔬菜均增长达 200%。**抗疫情保民生 抓住拓展线上渠道的战略机遇。****到家需求井喷让商超积极储备物资，开放更多的线上购买入口。**大润发、永辉超市等均根据平日供应量的 2-5 倍进行储备物资。步步高更是在大年初六正式上线“小步到家”服务，首批覆盖湖南长沙西区 27 个社区。小步到家仅上线一个小时，就突破了 1000 单。

表 5：超市到家业务春节放量，增速高企

超市/第三方平台	春节运营情况
永辉超市	永辉生活 APP 到家粮油储备是平时的 3 倍供应量;饮水是平常 2.5 倍供应量;海鲜河鲜贝类货源充足随时调货;民生肉类根据平日供应量增加 5 成;奶类商品是平时的 2-3 倍供应量;大米是平时的 1-2 倍供应量;蔬菜备货 20 万份以上，是平时的 3 倍
红旗连锁	2019 年 11 月，与美团、饿了么合作推出了红旗连锁到家业务，用户可以享受分钟级即时配送，进一步强化用户粘性，增强用户体验。与美团合作一年来，销售额同比增长了 400%，公司还将与京东到家等进行合作
步步高	2020 年 01 月 30 日，正式上线“小步到家”服务，首批覆盖湖南长沙西区 27 个社区。目前，小步到家实行每天 2 次配送，下单后 90 分钟达。步步高官方数据显示，小步到家仅上线一个小时，就突破了 1000 单

京东到家

2020 年除夕至正月初三期间，全平台销售额同比去年春节增长 540%。其中，粮油副食、日配冷藏、水果蔬菜和肉类成为销售额最高的品类。与此同时，超市商品销售额同比去年春节增长 600%，医药产品增长 430%，水果和蔬菜均增长达 200%

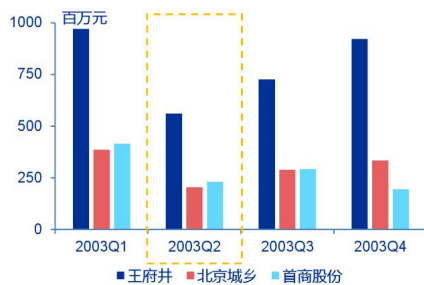
淘鲜达

在全国 29 省 165 城 570 家超市上线“无接触配送”服务，大润发、新华都、绿地优选、卜蜂莲花、邯郸阳光、合肥红府、香江百货、中百仓储、欢乐爱家等 20 余家商超品牌接连公开表示，正全力增加采购保障民生商品供应，保证民生商品不会提价

资料来源：联商网，亿邦动力网，申万宏源研究

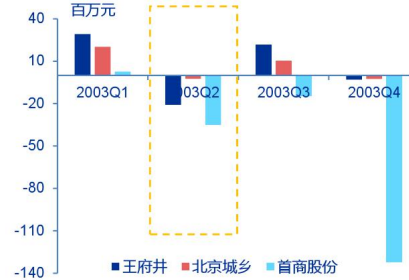
非典期间，北京商场客流量显著下降，百货业景气明显回落。从 2003 年 4 月 20 日直到“五一”期间，北京市商委的监测显示，全市 10 家主要大型商场销售收入降幅达 60% 以上，客流量降幅在 70%-80% 左右，流动人口较大的王府井、西单地区下降幅度达到 80%-90%。国家信息中心对 26 个城市商场监测表明，受非典影响，统计的 175 个商场营业额平均增长 3.57%，同比增幅出现较大回落。其中，北京 10 个商场上半年实现营业收入 39.16 亿元，同比下降 20%。**北京地区零售上市企业整体经营情况在一季度增长良好，第二季度的“非典”重创阶段，销售、毛利和利润出现大幅度下滑，非典疫情结束后三季度呈现反弹恢复稳步上升。**其中，位于核心商圈、经营百货的王府井在 2003Q1/Q2/Q3 分别实现 9.7/5.6/7.3 亿元营业收入，实现 0.29/-0.21/0.22 亿元净利润。

图 25：代表百货企业 2003Q2 营业收入下降明显



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 26：代表百货企业 2003Q2 经营出现亏损



资料来源：公司公告，申万宏源研究；注：首商股份 2003Q4 大幅亏损主因西单商场被迫停业进行改造调整

非典爆发使人们不愿意接受面对面的服务，而以网络技术为基础的电子商务等现代信息手段受到空前的重视，电商交易网站会员大幅增加，网上交易额不断攀升。彼时阿里巴巴网站各方面的业务指标一路走高，从 2003 年 3 月份开始，阿里巴巴网站每天新增供求商机数保持在 9000 条，4 月中旬达到 12000 条，5 月初达到 15000 条，比 2001 年和 2002 年长期保持的 3000 条增长了 3 至 5 倍。网上交易的异常火爆进一步促使阿里巴巴投资 1 亿元人民币，于 2003 年 5 月 10 日正式推出中国本土 B2C 个人网上交易平台淘宝，截至 2003 年 7 月 4 日，“淘宝”已拥有会员 1.7 万人，上网商品 6.2 万件，平均网页浏览量达

30 万人次，平均访问人次达 2.5 万人次。电子商务能有效的帮助企业克服“非典”造成的商务隔离危机，打通新的业务渠道。

投资建议：我们认为疫情对零售行业带来阶段性影响，可选消费回落明显，必选消费需求稳定，新兴业态如生鲜电商增速加快。新型冠状病毒感染的肺炎疫情期间，生鲜渠道加速变革，超市行业进一步规范，线上买菜需求大幅增加。我们预期 CPI 将维持温和通胀态势，到家消费需求激增，超市行业韧性十足。**相关标的：**永辉超市、苏宁易购、家家悦、红旗连锁、中百集团。海外：阿里巴巴、京东、拼多多。

2.3 传媒：在线娱乐受益明显，影视一季度收入承压

疫情之下，不仅延长了用户的休闲娱乐时长，也将假期娱乐需求转向线上，在线娱乐明显收益，尤其游戏获得业绩弹性，视频新媒体拉动了流量增长；院线短期受挫但长期不会被视频取代，影视制作类公司拍摄进度短期受到影响。

1) 游戏：头部游戏、休闲游戏均亮眼，带来业绩弹性。春节期间 iOS 免费榜排名上升最快的前 1268 个 APP 中游戏占了 35%。头部效应明显。竞品少+春节活动运营带动重度老游戏流水取得增长。春节期间 iOS 畅销榜 TOP20 游戏下载量同比增长 130%，TOP51-60 下载量翻一倍，《王者荣耀》流水创历史新高，《完美世界》除夕排名上升明显。中重度游戏具备较强的成瘾性和用户粘性，腾讯控股、网易、完美世界、三七互娱等明显受益。

表 6：春节期间部分游戏公司重点产品 iOS 端下载量变化（个）

公司	重点游戏	2019 年春节 (2.4-2.9)	2020 年初 (1.1-1.6)	2020 年春节 (1.24-1.29)	新春资料片/版本 上线时间	2020 春节 同比增长	2020 春节相比 2020 年初增长
腾讯	王者荣耀	829792	606044	830301	2020.1.08	0.1%	37.0%
	和平精英	1566669	595348	886616	2019.12.17	-43.4%	48.9%
网易	梦幻西游	48238	41215	64357	2020.1.15	33.4%	56.1%
	阴阳师	63173	49913	61710	2020.1.23	-2.3%	23.6%
完美世界	诛仙	7096	22779	23873	2020.1.13	236.4%	4.8%
	完美世界	-	19696	20818	2020.1.8		5.7%
	新笑傲江湖	-	253824	173141	2020.1.15		-31.8%
三七互娱	一刀传世	386526	65521	50197	2020.1.20	-87.0%	-23.4%
	斗罗大陆	331507	54218	59233	2020.1.21	-82.1%	9.2%
吉比特	问道	9118	19798	7945	2019.12.23	-12.9%	-59.9%
游族网络	少年三国志	9827	7697	3765	2020.1.15	-61.7%	-51.1%
	少年三国志 2	-	333130	177291	2020.1.20		-46.8%
掌趣科技	一拳超人	-	4484	26644	2020.1.16		494%
世纪华通	辐射：避难所	-	13232	8830	2020.1.15		-33.3%

资料来源：七麦数据，申万宏源研究

注 1：下载量来自七麦数据预估，不完全代表实际新增和用户活跃情况

注 2：由于游戏厂商加强了安卓端买量，iOS 端下载量亦不能反映全貌

休闲游戏受众广泛，能满足各年龄层用户娱乐需求，且能对民众线下聚会产生替代效应，这一效应在棋牌类手游中尤为明显。2019 年棋牌类游戏中仅《腾讯欢乐麻将》《欢乐斗地主》两款游戏上榜且排名靠后。而 2020 年不仅有《小美斗地主》《明日斗地主》等四款棋牌类手游进入前十榜单，《腾讯欢乐麻将》更是高居榜单第三名，热度稳定。昆仑万维的闲徕互娱也有不错表现。

投资建议：疫情影响下，我们预计头部游戏公司和休闲游戏预计较大业绩弹性。腾讯控股《王者荣耀》《和平精英》及其他竞技和休闲品类表现突出，后续《DNF 手游》《天涯明月刀》等自研储备充足；网易经典 IP 产品表现稳健，《阴阳师》再次开启季票模式流水表现可观；完美世界《新笑傲江湖》稳居排行榜 10 名左右，《完美世界手游》除夕前畅销榜跃居前 10，前期调整悲观预期基本消化，安全边际较高，春节流水弹性有望带来超预期业绩表现。三七互娱老产品延续稳健表现，买量效果预计在新年期间有所放大，2020 产品储备丰富，业绩弹性较大。吉比特《问道》新年服拉新能力强，构筑 Q1 业绩增长基本盘。游族网络《少三 2》畅销榜排名稳定，流水预计维持高位。掌趣科技、世纪华通重点产品春节期间排名明显抬升。昆仑万维棋牌游戏业务闲徕互娱表现抢眼，预计一季度有较好表现。姚记科技《小美斗地主》1 月中旬至大年初三位居免费榜第一，目前仍稳定在 10 名左右，预计 DAU 取得大幅增长。

2) 视听娱乐：视频春节受益明显，但需关注影视综艺拍摄暂停影响；电影短期受挫但不会被视频取代。

(1) 视频：疫情之下，视听娱乐需求从线下转移至线上，全国卫视减少娱乐性节目，用户视听需求进一步由传统媒体转移至网生平台，短视频、长视频、OTT 均受益于疫情。其中芒果超媒等长视频重点剧综有望带动付费会员基数扩大，新媒股份携手腾讯视频的 OTT 家庭娱乐也获得进一步推广。但疫情之下，电视剧、户外综艺拍摄停工或影响下半年剧集供给节奏，棚内综艺录制受影响相对较小。

表 7：视频 App iOS 免费榜期间平均排名变化

	2020 春节前 7 天	相比于前一周	相比于 2019 春节
爱奇艺	17	↑2	↑1
腾讯视频	21	↑6	↑1
优酷	26	↑8	↓3
芒果 TV	26	↑22	↑12
快手	3	↑11	↑14
抖音	6	↑5	↑1
西瓜视频	2	↑4	↑19

资料来源：七麦数据，申万宏源研究

(2) 电影春节档受挫，等待第二个热门档期，长期看影院不会被短视频取代。春节档占全年票房约 9%，影院关停期间票房及非票收入受到直接影响，但预计在疫情缓和之后的第二个热门档期积压头部影片仍有望播出，观影需求有望迎来反弹，而短期行业阵痛将加速影院的供给出清，提升集中度。字节跳动 6.3 亿买下《囡妈》等内容的在线播映权我们认为特殊时期公司的推广策略，而非常态，因为采购高价电影版权对在线视频而言投入

产出效率较低，因为电影单片时长通常 90 分钟，可供插入广告的时间太短，在吸引高粘性用户进而获取付费收入上也不如 40 集的电视剧。当前视频网站内容的采购策略：（1）高价购买头部剧；（2）网络大电影分账，制作通常不足千万，分账模式风险也低；（3）购买过了窗口期的院线电影网络版权，但总体而言，视频网站在采购电影版权的支出在整体内容采购预算中占比不高。因此，我们判断制作成本较高的电影，院线仍是首选；但由于出品公司承担较高的项目风险，为了尽快回流资金，我们判断会有更多中长尾内容选择在网络首播。

视频、OTT：疫情拉动了网络视听需求的增长，短期受益明显；但后续需关注电视剧、综艺拍摄延期对后续内容供给的影响；综合类长视频平台涨价预期的落地需关注字节跳动在长视频领域是否持续投入。推荐**芒果超媒**、**新媒股份**、**哔哩哔哩**，关注**爱奇艺**、**华数传媒**。

院线、票务：我们预计所有院线公司、票务平台一季度的放映、非票收入在疫情下都会受到较大影响，若疫情得到及时控制，有望在五一等后续档期，积压影片上映、观影需求释放。对于头部内容，院线仍是主要播映渠道，但可能会有更多中长尾内容为了尽快回流资金选择网络播映。

影视制作公司：以及制作发行公司项目延后上映会影响现金回流节奏，剧集和综艺等制作公司项目拍摄时间延后也会后续产能释放节奏产生影响。推荐受影响较小的**光线传媒**（动画电影抗风险能力较强）、关注**北京文化**（《封神》基本完工）。

2.4 教育：疫情不改长期成长逻辑，精选配置优质教育公司

新冠肺炎疫情推动在线教育快速高质规模扩张。因为没有物理空间上的接触，在新冠病毒疫情防控严密线下教学无法开展的情况下，线上教学深受家长青睐。课后培训开启大规模从线下转线上的进程。线上教育将进入规模快速扩张且盈利提升的通道。

从规模上看，目前线上线下参培人数比例 1：9，假设 10% 的线下转线上，线上参培人数即可翻倍。从盈利能力来看，节约营销费用后线上课程的盈利能力将接近线下课程。头部机构如新东方，好未来单用户花费 10000 元每年，单用户利润率 20%，则单用户利润贡献在 2000 元。而目前在线教育获客成本在 2000-4000 元。假设此次线下转线上由用户自发驱动，而并不依靠教培机构通过营销获客，则节省的营销成本可使线上课程的利润率达到线下班的水平。

新冠肺炎疫情短期内影响线下培训的开展，长期利好龙头整合市场。线下培训暂停将影响相关公司收入。由于部分线下学员转移线上学习，培训人次也将下降。但我们预计头部机构如新东方和好未来受影响很小。原因之一是两家机构均有线上业务，新冠肺炎疫情期间，公司已经将线下学员的课程转到线上，保证了客户留存。同时利用线上平台抢占线下竞争对手的市场达到整合市场的目的。长期来看，龙头的地位和市占率将进一步提升。

多项举措保证招生，高等教育基本面依旧稳健。开学虽然延后，但由于学籍在册，学生均会则返校就读，在校生人数并不会减少，相关公司的收入规模不变。开学时间延后，春季学期可能跨越上下半年可能导致上半年收入确认比例会前低后高。

部分学校在新冠肺炎疫情的事中，事后均有妥善安排。疫情期间推迟到校时间，转而通过线上教学系统对学生授课。03 年非典后，就业压力陡增，我们预计部分待业人员回流高校，培训机构再深造。高教，职业教育招生迎来高增长。部分高校已经做好基于疫情结束后招生规模扩大后的准备，提前启动线上招生流程。使用 VR 技术供学生可以远程参观学校。并通过微信公众号联系学生，提供入学咨询，从各个方面保证招生平稳有序。

短训招生受影响，长训招生维持稳健，新冠肺炎疫情对职教领域受冲击有限。由于短期培训仅仅持续一到两个月左右，在目前疫情防控严密的情况下，全年短训的开班数量会下降，从而影响只招收短训学生的公司业绩。长训是基于两到三年左右的培训周期，类似于高等教育。因此开学时间的延后可以通过压缩暑假时间，或者提供周末课程，保证教学进度。长训学生的招生不会受疫情影响。相反由于疫情后就业压力陡增，我们预计部分待业人员回流培训机构再深造。职业教育招生迎来高增长，从而利好职业培训相关公司。

投资建议：疫情推动在线教育快速高质规模扩张；多项举措保证招生，高等教育基本面依旧稳健；短训招生受影响，长训招生维持稳健，职教领域受冲击有限。**推荐标的：**新东方在线，宇华教育，希望教育，东方教育。

2.5 食品饮料：阶段性受影响，不改产业中长期趋势，利好龙头

疫情对白酒的影响大于食品，因为白酒约 30% 的年消费集中于春节前后，且多为宴席和礼品消费，大众食品季节性偏弱且需求更刚性。

1) 白酒板块：白酒企业的回款发货在春节前已经基本完成，节前已有的消费未受影响，疫情主要抑制节日期间消费。聚餐活动的减少，走亲访友拜年的减少将影响宴席和送礼，使得部分库存停留在终端和消费者手中，需要淡季更长时间来消化，进而可能需要企业重新审视原有的年度计划；**中高端名酒品牌力和渠道掌控力强，大众酒消费场景多为自饮，因此疫情对品牌力强的企业和大众酒影响相对较小，高端酒如茅台、五粮液，大众酒如牛栏山、玻汾；**

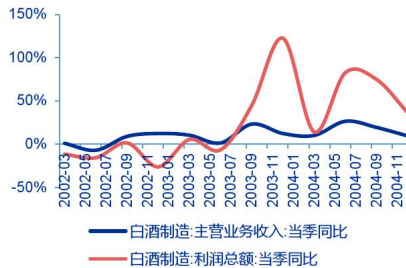
2) 食品板块：疫情对餐饮依赖程度较高的部分调味品公司，以及节日礼品属性较强的部分盒装食品影响相对更大，对日常消费如普通乳品、肉制品、啤酒、普通零食等影响较小；

2003 年非典复盘：非典对白酒的负面影响主要在 03Q2，全年影响有限。从白酒行业整体收入利润表现来看，非典疫情对白酒行业基本面的影响主要体现在 03Q2，2003 年春节为 2 月 1 日，首例非典出现在 2002 年 11 月 16 日，3 月 6 日北京报道第一例输入性非

典,从疫情的严重程度和社会重视程度及应对措施来判断,2003年白酒春节旺季消费并未受到明显影响。03Q1白酒行业收入同比增长10.42%,利润同比增长5.5%。2003年4月-5月非典疫情逐步扩散,尽管二季度是白酒行业淡季,行业基本面仍然受到明显影响,03Q2白酒行业收入同比增长1.43%,利润同比下滑6.49%。2003年5月下旬开始,非典疫情缓解并得到控制,白酒消费逐步恢复正常,2003年中秋为9月11日,双节时间区间拉长,03Q3白酒行业收入与利润分别同比增长23.29%和44.94%,且五粮液、茅台分别在2003年9月与10月先后上调出厂价。03Q3至2008年,白酒行业单季度收入利润均维持了两位数增长。

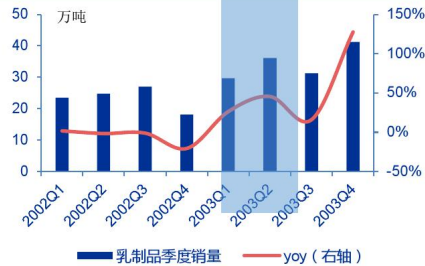
非典对大众板块影响各有不同,疫情解除增长恢复。疫情期间,大众消费品子行业的收入表现有所分化。调味品与啤酒板块由于部分依赖餐饮渠道,因此有一定影响,2003Q2调味品与啤酒板块的整体收入同比增速分别为16.42%与5.6%,增速处于同期底部水平。但随着疫情缓解,板块收入增速自2003Q3有所恢复。相比之下,乳制品行业销量受疫情冲击最小,行业在2000-2005年仍处于人均消费量提升的快速增长期,且乳制品对餐饮渠道依赖较低,因此整体销量增速仍保持双位数高增长。

图 27 : 2002-2004 年白酒行业收入与利润同比增速



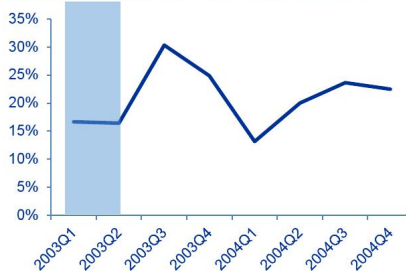
资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 28 : 2002-2003 乳制品销量保持双位数高增长



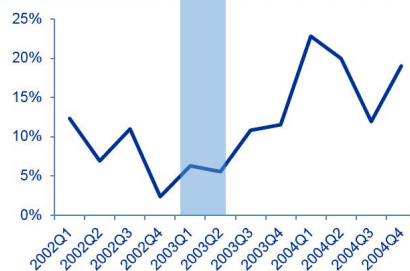
资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 29 : 2003-2004 调味品板块季度收入增速位底部



资料来源：wind，申万宏源研究

图 30 : 2003-2004 啤酒板块季度收入增速同比放缓



资料来源：wind，申万宏源研究

投资建议 通过复盘 2003 年非典疫情对食品饮料行业的影响我们可以得出以下结论：

- 1、非典疫情对板块带来了阶段性、一次性影响，影响集中在二季度，随着疫情 5 月中旬得到有效控制，行业和上市公司三季度开始恢复正常。
- 2、白酒行业收入和利润增速在二季度受到影响，大众消费品受影响不明显。

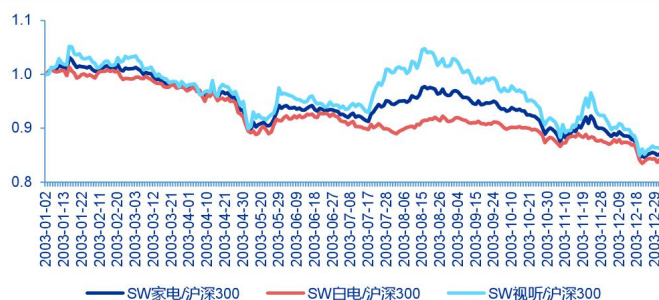
对板块整体而言，疫情的影响是阶段性和一次性的，行业头部集中和消费升级的中长期逻辑没有变化，消费依然是中国经济最确定的未来。很多龙头公司 2020 年目标规划本已理性务实，疫情发生后都快速响应、积极应对，突发事件只会加速行业洗牌，中长期利好龙头公司。建议投资者在密切关注疫情进展的同时，也积极关注股价短期波动带来的中长期布局机会！**重点推荐：1）白酒：贵州茅台、五粮液、顺鑫农业、山西汾酒、泸州老窖；2）食品：伊利股份、双汇发展、洽洽食品、涪陵榨菜**

2.6 家电：疫情冲击无足为虑，推荐白电及厨小龙头

家电必需消费品需求相对刚性，复工延迟对行业供给影响不大。渠道库存+工厂备货足以应对疫情期间的供给缺口。从子版块受影响程度来看，小家电消费频次高、日用必选属性强，且线上销售占比高，外部负面冲击更小；白电和厨电大家电线下消费需求或受疫情冲击有所延后释放，全年来看影响不大。

非典复盘：在此期间，2003 年上半年申万家电指数上涨 5%，跑输大盘指数沪深 300 约 8 个 pct；家电指数迎来下跌主要是下半年，跌幅 10%；相对大盘指数沪深 300 来看，家电整体跑输，其中视听器材表现略好于白电，主要原因在于彼时白电行业仍在价格战行业洗牌过程中，而以彩电为主的视听器材板块技术变革浪潮未至，四川长虹黑电龙头地位依然稳固。

图 31：2003 年家电行业（申万）指数相对沪深 300 表现



资料来源：wind，申万宏源研究

分季度表现：家电一季度消费基本属于淡季，03 年非典期间黑电四川长虹、海信视像上半年表现较差，下半年环比明显改善；白电则没有表现出明显的季节性影响，其中格力一季度收入增幅全年最高，美的当年完成厨具事业部分拆，全年收入继续快速增长。

个股表现：2003 年以前家电上市公司主要为彩电、冰箱、空调、洗衣机和极少部分小家电公司，四川长虹作为家电龙头当年收入和利润增幅表现尚可 12%和 18%，股价全年基本持平，跑输上证综指。全年表现出正收益和超额收益的主要是空调和小家电公司。

1) 格力电器：产能扩张&渠道建设推动收入进入爆发阶段，当年收入和利润增幅分别达 43%和 11%。2002 年中重庆一期工程正式竣工投产，建成 3 条分体机生产线，年产家用空调 80 万套；2003 年 12 月，珠海四期工程竣工，总产能扩张至 600 万台。2003 年格力对广州和深圳两家销售分公司进行改革，到 2004 年格力完成区域销售分公司体系建设。

2) 宁波富达：吸尘器、厨房小家电、油烟机等电器收入占比 22%，其余为水泥和房地产贡献。当年收入和利润增幅分别达 49%和 44%。

3) 顺纳股份：热水器、灶具等电器收入占比 26%，其余为输变电产品贡献。当年收入和利润增幅分别达 17%和 270%。

表 8：2003 年家电个股表现

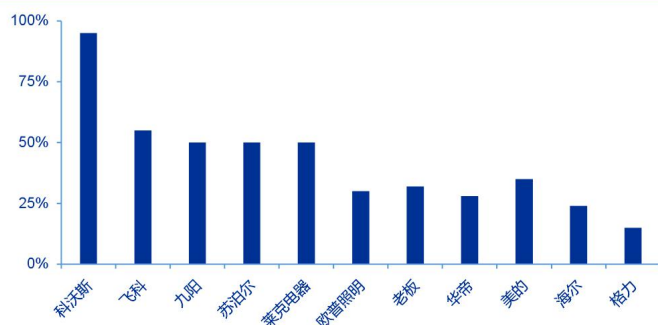
代码	简称	收盘(元)	年涨跌幅(%)	超额收益	总市值(亿元)	收入增幅	净利润增幅	申万二级行业	申万三级行业
600839.SH	四川长虹	6.76	0.45	-9.82	146.3	12	18	视听器材	彩电
600690.SH	海尔智家	8.56	-4.90	-15.17	68.28	1	-8	白色家电	空调
000921.SZ	海信家电	6.68	-0.89	-11.16	66.27	26	106	白色家电	冰箱
000651.SZ	格力电器	8.87	10.36	0.10	47.63	43	11	白色家电	空调
000016.SZ	深康佳 A	6.70	-1.62	-11.88	40.33	59	148	视听器材	彩电
600854.SH	春兰股份	6.15	-15.71	-25.98	31.95	85	-52	白色家电	空调
600060.SH	海信视像	6.17	-4.49	-14.76	30.47	2	32	视听器材	彩电
600724.SH	宁波富达	8.26	20.50	10.23	30.1	49	44	白色家电	小家电
000533.SZ	顺纳股份	5.07	36.66	26.39	29.19	17	270	白色家电	小家电
600619.SH	海立股份	7.49	-33.72	-43.98	28.5	26	51	白色家电	冰箱
000527.SZ	美的电器(退市)	5.80	-14.26	-24.53	28.12	27	-9	白色家电	空调
000418.SZ	小天鹅 A(退市)	6.32	-49.92	-60.19	23.07	-1	108	白色家电	洗衣机
600870.SH	ST 厦华	5.44	-19.41	-29.67	20.17	2	259	视听器材	彩电
600336.SH	澳柯玛	5.74	-26.18	-36.45	19.58	10	-41	白色家电	冰箱
000521.SZ	长虹美菱	3.96	-17.15	-27.42	16.38	10	-2,540	白色家电	冰箱
000404.SZ	长虹华意	3.62	-35.01	-45.28	9.44	55	-2,640	白色家电	冰箱
000801.SZ	四川九洲	6.96	-14.39	-24.66	9.19	82	119	视听器材	其它视听器材
000893.SZ	东凌国际	3.95	-37.20	-47.47	8.77	19	-718	白色家电	冰箱
000001.SH	上证综指		10.27						

资料来源：Wind, 申万宏源研究

投资建议：疫情冲击带来布局良机，继续看好白电+厨小家电龙头。白电龙头长期配置价值凸显，家电需求延后但不会消失，**格力、美的、海尔**基本面依旧稳健，短期波动凸显长期配置价值。零部件板块继续推荐**三花智控**，疫情冲击对2020年空调供需影响微弱，特斯拉放量拉动新能源汽车业务放量。

厨小家电消费频次高、日用必选属性强，线上销售占比高，外部负面冲击影响较小。推荐**苏泊尔、九阳股份**。宏观逆周期调控下，财政+货币宽松背景下地产周期向上，精装修受益逻辑推动厨电反转，看好**老板电器、华帝股份**。

图 32：小家电线上内销收入占比高



资料来源：公司年报，申万宏源研究

表 9：家电重点公司湖北地区布局情况

公司	生产基地	基本情况
苏泊尔	武汉	武汉苏泊尔炊具有限公司
美的	武汉 荆州	武汉工业园是美的空调继顺德、芜湖之后的第三生产基地，总投资近 8 亿元，2005 年形成 300 万套空调的生产能力 美的冰箱荆州工业园 2017 年产量达 600 万台，产值 55.12 亿；小天鹅荆州洗衣机工业园年产能 600 万台，实现销售收入约 40 亿元
海尔	武汉	海尔武汉工业园 2002 年投产，总占地面积 426 亩，具有年产 400 万台空调、200 万台电热水器、150 万台燃气热水器和 120 万台电冰柜的生产能力
格力	武汉	格力电器武汉产业园是格力电器继珠海、重庆、合肥、郑州，巴西、巴基斯坦、越南之后兴建的全球第八个生产基地。该项目占地面积达 1400 亩，总投资超过 30 亿元，设计产能为家用空调年产 600 万套，压缩机 600 万套，电机 2000 万台。
TCL	武汉	TCL 武汉产业园占地 30 万平米，设计年产能 300 万套，包括家用、商用、中央空调

资料来源：公司网站，网络公开数据，申万宏源研究

2.7 纺织服装：化妆品影响较小，服饰短期承压，行业弹性较大

品牌与制造受到影响逻辑有所差异，我们对品牌服饰和纺织制造分别进行分析：

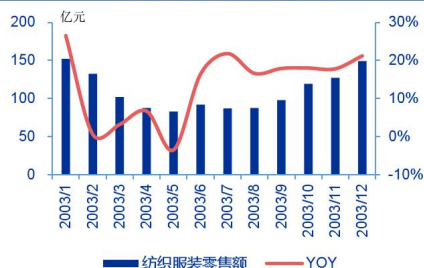
品牌服饰：预计线下客流的减少导致品牌服饰业绩承压。春节前一周基本是各品牌销售较为火爆的时间点。本次疫情出现后，消费者外出购物频次减少。品牌服饰的线下门店销售低于预期，尤其是百货、购物中心等购物场所客流量减少明显。我们认为高端可选受到的影响更大，低端品牌偏必选，影响相对较小。同时消费的意愿从线下向线上转移，预计线上销售好于线下，电商占比较高的企业受到的冲击相对小一点，但整体来看预计品牌服饰一季度销售有所压力。

化妆品：预计仍是消费中表现较好的品类。化妆品旺季主要集中在下半年，上半年影响较小。同时线上渠道目前是化妆品品牌的重要渠道，尤其是国货品牌本轮兴起主要是通过社交电商这样的新的方式实现弯道超车。因此我们预计化妆品未来仍旧是表现突出的品类。

2003 年非典复盘：服装消费弹性较大，化妆品增速影响较小。从 2003 年社零数据来看，当年社零总额增速基本高于 9%，二季度增速放缓明显，5 月社零增速一度滑落至 4.3%。

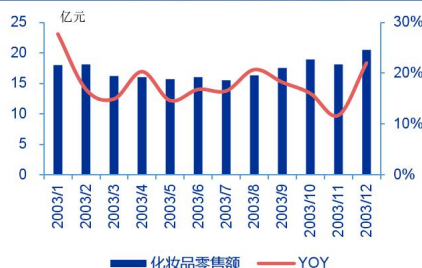
1) 品牌服饰：服装零售额增速在 2003 年 3、4 月均为个位数增长，5 月零售额同比下降 3.5%，但随着疫情逐步缓解之后，6 月服装零售额增速恢复至 16.4%，7 月增速超 20%，之后增速也基本保持在 18% 左右。可以看到，服装销售弹性较大，预计本次疫情出现拐点 1-2 个月之后，品牌服饰销售就会有比较明显的反弹。**2) 化妆品：**在 2003 年化妆品零售额增速波动相对较小，基本保持 15%-20% 左右的增速。可见化妆品消费在 2003 年受到疫情影响相对较小，预计 2020 年化妆品消费仍能良好增速。

图 33：2003 年服装零售额增速变化情况



资料来源：中华商业信息网，申万宏源研究

图 34：2003 年化妆品零售额增速变化情况



资料来源：中华商业信息网，申万宏源研究

2003 年，申万 A 股指数累计下跌 1.5%，服装家纺（申万）指数累计下跌 16.3%，相对申万 A 股下跌 17.8%

图 35：2003 年服装家纺（申万）指数相对申万 A 股指数表现

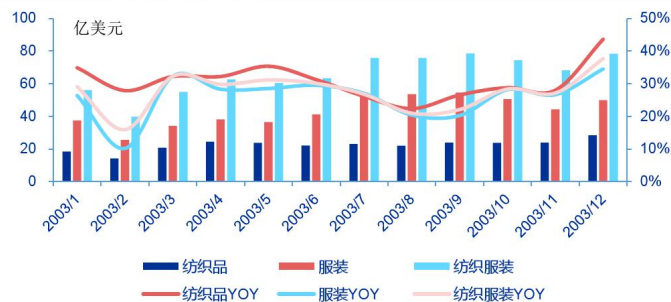


资料来源：Wind，申万宏源研究

纺织制造：工厂复工延迟，人工成本增加，但预计影响有限。1) 虽然由于疫情原因，国内工厂纺织工厂今年复工较晚，基本在 2 月 10 日之后逐步开始复工，对工厂的生产进度有一定的拖累。但是目前纺织企业在海外拓展产能已有 4-5 年，大部分企业海外产能占比达到 1/3-1/2，而像在越南、柬埔寨的工厂不受这次疫情影响，工人都是按正常时间复工。2) 各家纺织企业也都及时在梳理可能影响交期的订单，和客户进行沟通协商，基本也不会有取消订单和赔偿的情况出现。

2003 年非典复盘：从 03 年中国纺织服装出口数据来看，3-6 月增速基本保持 30% 以上，7 月开始增速放缓，放缓至 20% 左右，10 月增速逐渐恢复。影响滞后主要由于工期原因，基本约为一个季度，故疫情带来的影响体现滞后一个季度。

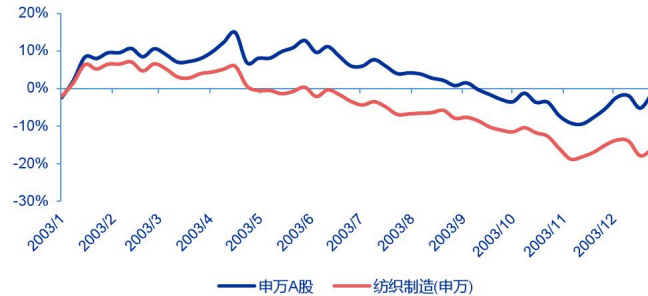
图 36：2003 年纺织服装出口情况



资料来源：Wind，申万宏源研究

2003 年，申万 A 股指数累计下跌 1.5%，纺织制造（申万）指数累计下跌 17.9%，相对申万 A 股下跌 19.4%

图 37：2003 年纺织制造（申万）指数相对申万 A 股指数表现



资料来源：wind，申万宏源研究

投资建议：短期来看，子行业中化妆品预计表现最佳，电商其次，纺织制造影响有限，品牌服饰受到影响较大，但未来弹性较大。推荐：青松股份、珀莱雅、丸美股份。长期来看，小企业受影响较大，行业龙头集中度有望提升。建议关注行业龙头以及低估值白马，如安踏体育、李宁、海澜之家、森马服饰。

2.8 轻工：生活用纸需求增加，家居及文具需求刚性略有延迟

疫情发生后轻工行业情况以及影响：

供给端：国内工厂复工时间基本都在 2 月 10 日左右，湖北工厂复工时间在 2 月 14 日左右，复工进程慢于全国；但因一季度整体生产压力不大，其他工厂可以调配产能。但考虑到实际工人复工及相关的防控措施开展情况，还有物流发货及供应链配套，初期会影响产能的有效发挥。家居一季度的上门测量送货安装，可能也会受一定影响。国外工厂基本都与 2 月 2 日-3 日正常开工。从生产的角度，一季度占比为全年最低，如后续疫情发展得到有效控制，则对 2020 年全年产能发挥影响不大。

轻工消费：必选消费品体现稳定抗风险属性，包括生活用纸及文具类。疫情影响下，生活用纸需求快速增加，包括纸巾、湿巾等，电商渠道增速更快。高端可选消费品包括珠宝、手表可能阶段性承压。

此外，电商渗透率比较高、且对后续服务需求较低的产品，受影响较小，随物流逐渐恢复后，有望体现较好增长（生活用纸及文具）；而与线下消费场景相关度高的品类，如商场百货类相关产品，预计短期受影响幅度较大（高端可选消费）。

潜在应用亮点：齐心集团云视频会议系统。本次疫情期间，大家减少外出，通过网上办公等方式减少人员流动；将大幅增加远程办公的需求，加快远程和云视频会议的渗透速度。

短期需求受益：中顺洁柔：生活用纸在疫情背景下，需求边际增加。公司节前渠道库存充足，复工延迟不会影响终端销售。此外公司拟开展生产医用口罩业务，生产能力约 35 万片/日，预计 2 月底形成产能，未来将视需求将产能扩大至 200 万片/日，积极对外支援输出。

家居：一季度为家居行业传统淡季，占比较低。疫情叠加 2020 年春节时间较早，预计家居企业在 2020Q1 内销将略有影响；但家居消费相对刚性，需求有望跨期体现在后续季度。**内销线上集客营销：**营销方式和销售场景向线上倾斜，部分企业在疫情期间通过线上精准营销，储备流量池，待疫情过后刚性需求将得到释放。**出口主动出击，海外产能助力：**外销方面，上半年国内家居展延迟取消较多，中小家居外销企业订单获取受到较大冲击；而具备一定实力的龙头企业客户资源储备更强，更多主动营销方式（主动走出去拓展客户等），具备海外产能的公司有望借机加速抢夺海外订单。**疫情有望加速行业整合洗牌：**无论是软体的复杂供应链体系，还是定制化的半制造半服务属性特征，都在短期面临一定挑战；疫情之后，有望加速家居行业的整合进程。

造纸：纸厂生产排产端基本不受疫情影响，春节期间除湖北地区外，其他地区大厂基本正常开机。**由于物流运输及下游复工迟于往年，纸厂发货量有所延迟。**当前纸厂库存虽有提升，但下游库存仍处相对低位。我们预计伴随疫情逐步缓解，纸厂库存将快速得到消化。分纸种看，文化纸更偏刚需，需求受宏观经济波动扰动较小；箱板瓦楞纸下游受电商外卖需求抬升，及间接出口需求减弱影响对冲。**持续推荐关注白卡纸行业整合（参考前期 APP 收购博汇集团深度报告）后，行业盈利提升进程。**

包装印刷：从下游需求角度来看，预期快递、外卖需求将更快进入高峰，拉动箱板瓦楞、食品卡等需求；药包、口罩、洗手液、医疗器械等纸包装、塑料包装需求提升。烟酒饮料包装受疫情影响，短期消费量略有压制。总体影响幅度有限。

2003 年非典复盘：2003 年大部分轻工公司尚未上市（当时轻工指数仅 29 家上市公司 VS 目前 133 家），因此和目前指数构成差异度很大，复盘仅供参考。

行业复盘：从第一例病患出现（2002/11/16）至疫情被完全扑灭（2003/7/5 世卫组织将中国台湾从疫区中除名），沪深 300 指数累计涨幅为 4.9%，期间最大跌幅为 22.7%。我国社会消费品零售总额单月增速从起初的 9-10%，随疫情进入高峰期下降至 4.3%，随疫情好转后快速反弹回到 9%-10% 水平。

轻工各子板块情况：造纸板块累计变动 1.4%，最大跌幅 17.7%；包装印刷累计变动 1.5%，最大跌幅 24.4%；家居累计变动 7.1%，最大跌幅 16.6%；轻工消费（以高端可选消费为主）累计变动-12%，最大跌幅 27.3%。

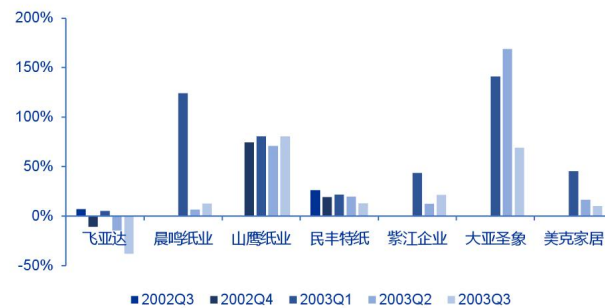
图 38：2002/09-2003/09 大盘、轻工各子板块及社零增速走势



资料来源：Wind，申万宏源研究

从中可以看出轻工整体仍以必选消费为主，造纸、包装印刷及家居股价和业绩具备一定刚性，短期需求端可能略有承压，但会呈现一定的跨期消费，对最终需求总量影响不大，股价表现较为稳健。家居消费也偏刚需属性，在 4 月受到阶段性影响，滞后释放，5 月起家具社零增速明显回升。高端可选消费（主要包括手表、珠宝等）股价和业绩受到较大影响。

图 39：SARS 期间，各子行业代表公司单季度收入增速



资料来源：Wind，申万宏源研究

投资建议：从投资角度来看，短期业绩及股价震荡，不改龙头白马长期商业模式，及经营护城河，中长期角度为优质龙头白马提供买入机会。轻工制造公司终端需求偏刚性，需求会滞后不会消失，疫情结束后有望加速释放。龙头企业对比中小企业具备更综合全面的渠道网络，更强的综合管理能力和抗风险能力，此次事件客观上有利于行业走向集中，短期波动提供长期买点。如晨光文具、顾家家居、敏华控股（1999.HK）、欧派家居、索菲亚、尚品宅配、志邦家居、大亚圣象、美凯龙、太阳纸业、博汇纸业、劲嘉股份、奥瑞金等。

疫情中需求有望加速的行业包括：生活用纸（**中顺洁柔**、恒安国际（1044.HK）、维达国际（3331.HK））、云视频及远程办公（**齐心集团**）。此外“小汤山”模式建设推动装配式建筑缩短工期，需求抬升，**海鸥住工**、惠达卫浴的整装卫浴也得以加速推广。

轻工消费：生活用纸公司股价展现较强抗风险性；文具类龙头在超跌后提供较好买点机会。

家居：2020H1 内销家居企业 Q1 业绩略有承压，但全年业绩无忧；海外产能布局完善的成品家居企业抵御风险能力更强。疫情加速行业整合，龙头持续提升市占率；短期市场情绪影响股价调整，提供家居龙头长期布局时机。

造纸：文化纸需求稳定，受疫情影响有限；白卡纸行业整合，短期受疫情影响，但行业整合推动盈利修复逻辑不变。

包装印刷：包装需求相对刚性。预期大包装企业仍维持较好现金流水平，抗风险能力较强，可关注高股息率公司。

2.9 交通运输：短期有所压力，长期增长逻辑不改

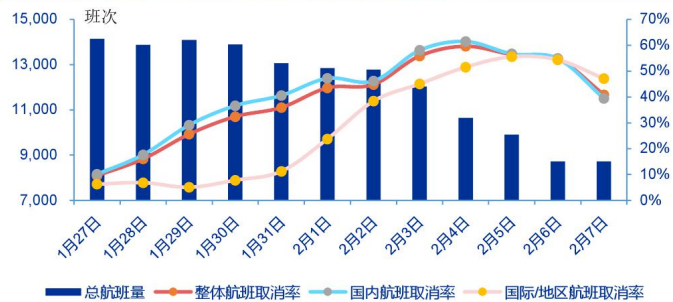
交通运输行业我们将从航空机场、公路铁路、快递三大主线进行分析：

1) 航空机场：

航空：中期供给逻辑未改，短期冲击后业绩有望快速反弹

短期来看，以除夕为转折点，航空旅客发送量出现迥然不同的两个阶段。1) 除夕前需求旺盛，根据交通运输部统计消息，春运前 12 天民航共发送旅客 2683 万人次，同比增长 8.4%，而根据民航总局安排，春运期间供给增速仅为 7.6%，因而节前客座率出现大幅上涨。2) 除夕之后需求快速下滑，根据以往经验，节后高峰集中于 1 月 28 日-30 日（大年初四至初六），但这两天民航发送旅客仅为 73 万人次、61 万人次和 52 万人次，同比下滑 63.7%、70.2%与 74.5%。1 月 26 日起各航司开始大量减班，取消率快速提升至 40%以上。

图 40：节假日航班量 100 架次以上航司的取消率快速上升



资料来源：飞常准、申万宏源研究

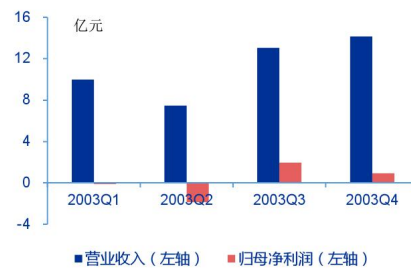
复盘 SARS 事件，短期航空需求“先抑后扬”。回顾 2003 年 SARS 事件航空走势不难发现，2003 年 4-6 月民航旅客发送量同比减少 25%、71%、50%。但疫情得到控制以后，Q3 需求与收入增速即迅速恢复，2003Q3 旅客发送量增速超过 15%。

图 41：2003 年前后民航客运量情况



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 42：2003 年上海航空收入与净利润影响



资料来源：Wind，申万宏源研究

中期逻辑未变，短期业绩冲击后将快速回升：

1) 中期供给收紧逻辑未变：春运第一阶段，即除夕前航空供给已经确定性降速，目前 737-MAX 停飞与 CCAR-121-R5 约束日趋增强，供给将长时间受到抑制，中期供需改善将非常明显。

2) 油价等营业成本快速下降：从 2020 年 1 月 1 日起，所有航司将免缴民航发展基金，测算来看中国航成本将减少 12 亿、南方航空减少 15 亿，对利润有一定贡献。同时复盘“埃博拉”疫情后国际油价表现不难发现，疫情对于国际需求的影响将导致油价保持低位，因此也将利好航司业绩恢复。

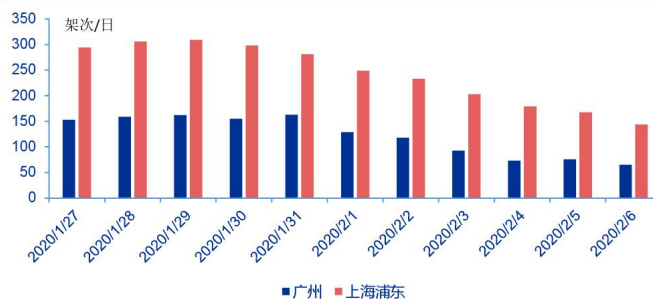
3) 汇率影响消失：2019 年人民币兑美元汇率从年初的 6.82 贬值至 7 附近，因而三大航分别产生 15-20 亿的汇兑损失，对 2019 业绩产生一定影响。根据申万宏观组判断，2020

年人民币汇率环境相对乐观，大幅贬值的概率较低，因而航司将不会产生大额汇兑损失，同比有明显改善，对业绩产生一定支撑。

机场：新生命周期下业绩短期承压，国际旅客恢复时间有待观察

国际航班大量取消，短期业绩承压。机场春运表现与航空类似，存在明显的阶段区分：除夕前需求旺盛，免税收入维持稳定；除夕后航司大量减班，机场收入受到较大影响。但与航空不同，机场受负面影响持续时间可能更长。目前国际社会对我国的旅游警示变更存在时滞，各航司对国际航班的恢复相当审慎，国际航班停飞可能比疫情持续更长时间，也即意味着国际旅客和免税收入将出现大幅下降。

图 43：白云与浦东两座机场日国际航班量快速下降（单位：架次/日）



资料来源：飞常准、申万宏源研究

国际航班恢复时间有待观察。复盘“埃博拉”国际疫情发展来看，短期事件对于国际航班影响持续时间相对更长，普遍比国内需求多一至三个月。2015年1月6日美国宣布马里游客在抵达美国时将不再需要接受强化安检，而这已距离12月5日马里最后一名埃博拉患者接受测试呈阴性反应相距整一个月。因此国际社会何时恢复我国国际直飞航班有待观察，可能会对免税收入和机场非航收入产生比较明显的影响。

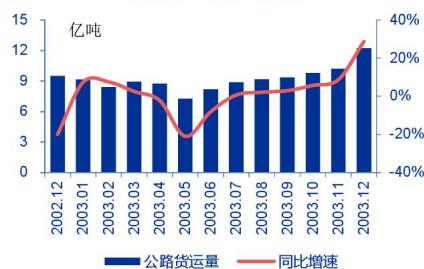
2) 公路铁路：

高速：短期受双层次影响，一季度业绩影响仍有不确定性

逻辑上看，或受双层次影响。1) 春节期间，短途出行、春节返乡等减少，道路旅客发送量减少，据交通运输部统计，2020年1月27日至2020年2月1日以来，道路旅客发送量分别为1146万人、936万人、969万人、1156万人、1082万人、1048万人，同比分别减少70.30%、88.00%、85.60%、85.40%、86.20%、92.90%，出行人次减少，直接影响客车车流。2) 复工时间延后，致使大部分工业生产暂停，工业物流受到严重影响，高速货车车流锐减。两个层次看，客、货车流均受影响。

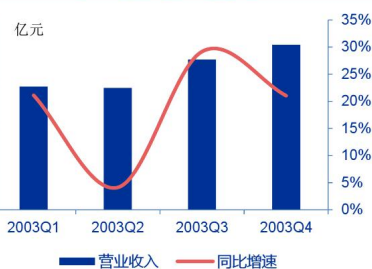
复盘 SARS 事件，高速货运及板块收入出现短期下滑。回看 2003 年 SARS，2003 年 4-6 月高速货运量同比减少 2.2%、21%、8.1%。业绩上看，2003Q2 板块营收增速从 Q1 的 21% 迅速下滑到 4%，但疫情得到控制以后，到了 Q3 就迅速恢复，2003Q3 收入增速迅速恢复至 29%，03Q4 增速增长 21%。

图 44：2003 年前后公路货运量情况



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 45：2003 年 Q2 板块收入受影响



资料来源：Wind，申万宏源研究

三重因素叠加，一季度业绩影响幅度仍有不确定性：

1) 九五折推广 ETC 系统：目前，全国已经取消了省界收费站，推行 ETC 结算，同时给予 ETC 用户不少于 5% 的优惠折扣，对于高速收费，短期依旧会有影响，但提升车流量通行效率。

2) 货车改收费模式：从 2020 年 1 月 1 日起，全国所有封闭式高速公路对货车收费由计重收费改为按车（轴）型收费，一方面按车型收费或将增加空载及轻载货车过路费，车流量或受小幅影响，另一方面具体货车各类车通行费收费标准各省自行重新制定，因此影响具有一定不确定性。

3) 新型冠状病毒感染肺炎疫情：前文分析，受防疫影响，一方面客车及货车车流量均有所降低，另一方面春节小客车免费通行时间延长至 2 月 8 日，对高速公路短期收费均有负面影响。

铁路：铁路客运或受影响，建议配置铁路货运

主动及被动防疫，铁路客运短期受影响。1) 主动防疫：宣传引导、改退政策鼓励下民众健康防范意识增强，春节返乡、短途出游意愿降低。据新上海文化和旅游局，新型冠状病毒感染肺炎疫情发生后，上海市逾 20 万人次的团队游客取消出行。2) 被动防疫：《旅游法》规定，不可抗力因素影响旅游行程时消费者可协商更改行程，旅行社对费用多退少补，且不得在退款中扣减自身损失；根据国家卫健委发布，截至 1 月 31 日上午，全国共计 16 个省份全面暂停省际客运班线，各地短途运输服务不同程度中止。

春运期间铁路客运呈现下滑。根据国铁集团统计，从除夕开始，全国铁路旅客发送量就呈现同比下滑趋势，除夕当天同比减少 6.3%，初一同比减少 38.4%，初二之后同比下滑

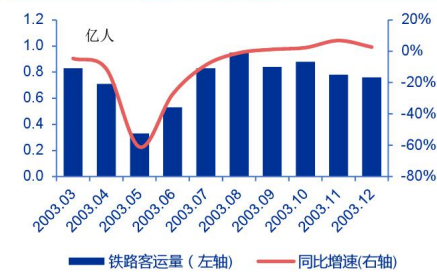
比例超过 50%，初七之后同比减少 80%以上，这与延期复工有一定关系，但整体看，本次新型冠状病毒感染肺炎疫情影响了春节回乡、访友、出游等，春运铁路客运量可能将整体下滑。同时 2003 年 SARS，2003 年 3-6 月，铁路客运量分别同比减少 4.6%、11.3%、61.2%、27.4%。

图 46：铁路春运情况



资料来源：国铁集团，申万宏源研究

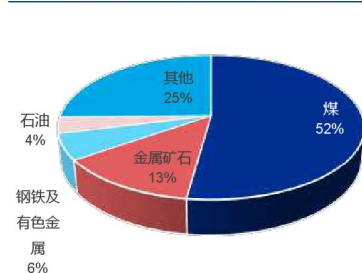
图 47：SARS 期间铁路客运情况



资料来源：Wind，申万宏源研究

铁路货运相对刚性，受影响相对较小。1) 铁路货运结构刚性大，铁路货运以煤炭、金属矿石、钢铁及有色金属等大宗商品为主，稳定性强；2) “公转铁”政策持续推进，同时铁路货运担起防疫重任。3) 铁路货运并非人员聚集行业。因此铁路板块整体受影响相对较小。回看 2003 年 SARS，2003 年 3-6 月，全国铁路货运量分别同比增长 6.3%、5.2%、8.1%、9.7%，影响甚微。

图 48：2018 年铁路货运中煤占比过半达 52%



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 49：SARS 期间铁路货运情况



资料来源：Wind，申万宏源研究

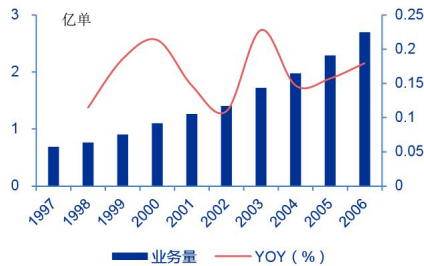
3) 快递：

量：03 年非典催生电商快递需求，此次疫情不改行业高增长态势

2020 年 1 月 24 日至 29 日，全国邮政业揽收包裹 8125 万件，投递包裹 7817 万件，日均业务量仅有平日的 5-10%。参考 2003 年非典的情况，预计疫情对电商渗透率将会是进一步的提升，预计 2020 年行业单量增速在 22% 左右，疫情不改行业高增长态势。

非典当年：2002 年中国的电商行业还在培育阶段，包括淘宝、京东还没有开始电商业务，全国快递业务量仅 1.4 亿件，同比增长 10.9%。2003 年非典的爆发，直接催生了国人网购的习惯，当年业务量增速提升至 22.8%。非典当年快递业务量增速明显提升，2004-2006 年增速相较 2002 年同样呈现提升态势。

图 50：2003 年快递业务量增速提升至 22.8%



资料来源：wind，申万宏源研究

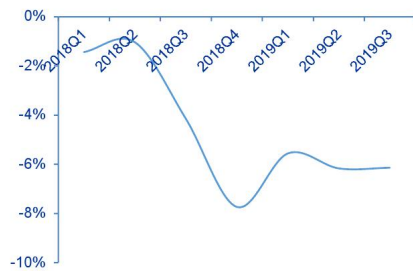
图 51：预计 2020 年快递业务量同比增长 22%



资料来源：wind，申万宏源研究

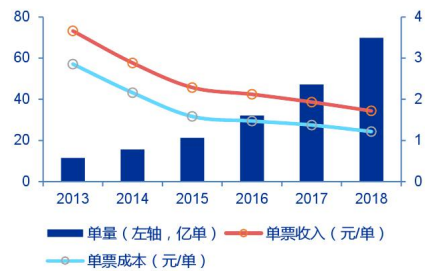
价：疫情或带动短期快递单价企稳，长期成本管控仍是核心。1)短期来看：春节之后，快递需求量就会很快恢复至正常水平。如果疫情继续发展，短期内快递需求随时都可能呈现爆发式增长。此时快递供应量短期内难以恢复到正常水平，势必造成快递供应小于需求的局面，此时快递价格也必然会止跌回升。**2)长期来看：**由于业务模式趋同，再加上菜鸟在技术上无差别的帮助扶持，通达系产品没有明显的区别。在这种情况下，适当降低价格便成为获得更大市场份额的重要手段。从通达系电商快递公司过去十多年的发展来看，也基本延续着“适当降价—更大市场份额—规模效应—成本壁垒”这样的成长路径，成本管控能力仍然是通达系核心竞争力。

图 52：单季行业平均单件收入增速情况



资料来源：wind，申万宏源研究

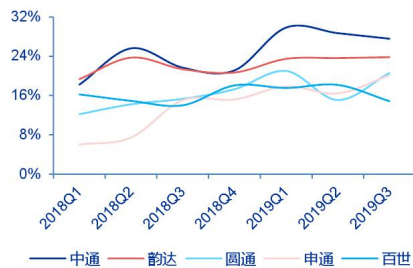
图 53：韵达股份历年单量、单件收入与成本



资料来源：wind，申万宏源研究

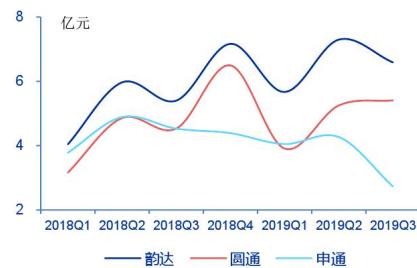
格局：疫情或将进一步推动加盟快递分化。单件成本差异开始推动通达系在业务量、业绩上进一步分化。以 2019 年为例，在价格竞争持续激烈的情况下，单件成本较低的公司争夺行业增量的能力更强。如 2019Q1-Q3，前两名的中通与韵达合计取得了行业增量 52% 左右，明显高于同行。单票较高的毛利、较高的业务规模，使得领先的公司在利润规模上进一步拉开与同行差距。此次疫情期间，如果哪一家能够做到服务的相对稳定，将会是其品牌价值从通达系脱颖而出的机会。

图 54：中通、韵达业务增量占比高于同行



资料来源：wind，申万宏源研究

图 55：A 股三家电商快递单季归母净利润



资料来源：wind，申万宏源研究

注：圆通速递剔除转债的影响

投资建议：疫情或带动短期快递单价企稳，带来板块业绩超预期。但长期来看，单票成本仍然是观察通达系的核心指标。单票较高的毛利、较高的业务规模，使得领先的公司在利润规模上进一步拉开与同行的差距，进而可以在资本开支上保持优势，形成“单票成本优势——利润规模优势——资本开支优势——效率优势”的正循环。从这个角度，继续推荐单票成本持续领先的韵达股份，同时推荐有望借助转债资本的支持、通过持续开支来降成本的圆通速递。从直营快递公司来看，继续推荐顺丰控股，继续等待德邦股份基本面的改善。

2.10 农业：运输不畅生猪淡季回升，消费平淡肉鸡补栏延迟

疫情对农业的影响：宏观上，因全国大部分地区“春耕”生产尚未开始，对农业生产影响尚未明显。如疫情延续时间较长，部分地区农业生产资料（如种子、饲料等）因农村道路防控断路运输有可能不畅，但农业生产的季节性很强，相信政府会采取措施，农业生产应该不会“耽误农时”。

疫情对农业相关子行业影响有二：1）猪肉、鸡肉等部分农产品阶段性消费下降或延迟（餐饮消费下降、学校等集团消费延迟）；2）部分产品生产、供给阶段性下降。如鸡苗孵

化企业、屠宰加工企业复工延迟、饲料等农业生产资料物流运输不畅等，有可能导致部分地区农产品供给出现阶段性紧缺，引发相关地区农产品价格阶段性上涨。

其中畜禽养殖业（生猪养殖和肉鸡养殖）关注度较高：

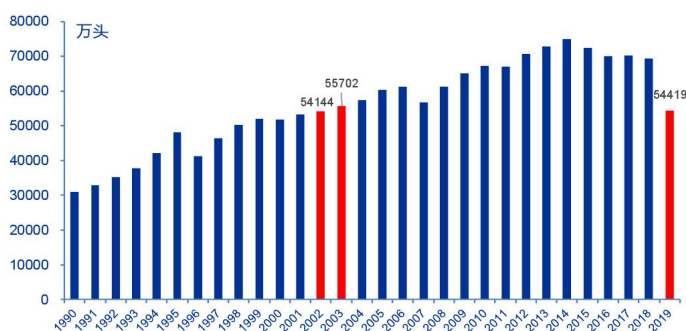
生猪养殖：疫情对生猪生产影响不大，但会推升生猪市场“淡季”价格回升。回顾 2003 年“非典”时期，2002 年中国生猪出栏量 54144 万头，猪肉产量 4123 万吨，因疫情叠加季节性消费下降（一般春节前居民猪肉、猪肉制品购买量增加，形成家庭库存，商品猪肉购买量减少），生猪、猪肉价格均阶段性下跌。随着疫情平息，生猪价格出现了明显上涨。

当前时点和 2003 年不同点：

1) 2019 年中国发生非洲猪瘟疫情并全国性蔓延，生猪养殖产能急剧下降，尤其是 2019 年下半年出现了供不应求。2019 年上半年生猪出栏量 31346 万头，同比下降 6.21%；下半年出栏仅 23073 万头，同比下降 35.84%。预计 2020 年上半年依然处于紧缺状态，生猪、猪肉价格并未出现季节性下跌。相反，新冠肺炎疫情导致运输不畅、屠宰厂复工延迟，短期内市场猪肉更加偏紧，价格再度回升。

2) 未来预期不同，2003 年生猪养殖业并未发生大的疫情，2003 年生猪价格总体上随消费变化而动，呈现“先跌后涨”格局。2004-2005 年发生猪蓝耳病疫情，价格随后一路上扬。而 2019 年更多的是由供给波动使然。2019 年下半年急剧下降的生猪产能，2020 年上半年依然难以回补，市场预期 2020 年全年生猪处于紧缺状态，生猪价格难以下跌。

图 56：中国生猪出栏量统计



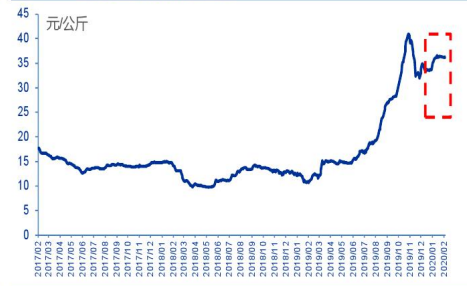
资料来源：农业农村部，申万宏源研究

图 57：非典时期生猪价格走势



资料来源：农业农村部，申万宏源研究

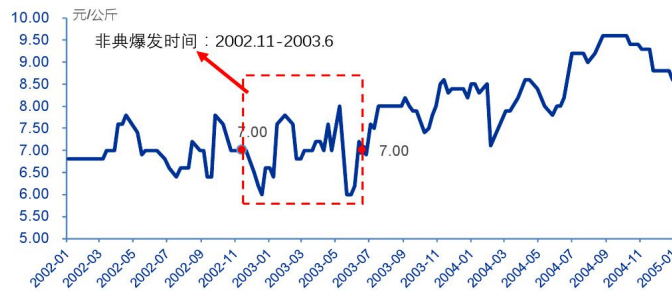
图 58：当前生猪价格走势



资料来源：农业农村部，申万宏源研究

肉鸡养殖：2003 年 SARS 疫情发生初期，麦当劳、肯德基（KFC）等连锁餐饮消费急剧下降，鸡肉产品阶段性销售不畅，叠加季节性消费下降，鸡肉价格随之明显下降。但随后反弹。疫情后期因供给增加价格再次下跌。总体上，略有影响，但影响不是很大。

图 59：非典时期白条鸡价格走势



资料来源：农业农村部，申万宏源研究

2019 年新冠肺炎疫情与春节期间发生，肉鸡养殖总体上处于停工状态。正常情况下，正月十五后，养殖企业、屠宰企业陆续开工，上下游同时开工，但生产时间差往往会出现一波“开工行情”。但目前因疫情发生，开工可能会有所延迟。同时，湖南邵阳地区发生了 H5N1 禽流感疫情。农村道路隔离，个别地方会出现饲料运输紧张。**春季补栏旺季因疫情可能会延迟。**同时，2018 年 9 月份开始，中国 2019 年中国祖代种鸡进口量开始回升，2019 年进口量达到了 122.35 万套，基本满足正常生产之需。但 2019 年因种鸡（祖代、父母代）发生疾病，各代次实际鸡苗生产量增长低于正常水平，而 2019 年肉鸡养殖规模明显增加，造成鸡苗价格上涨，商品代鸡苗价格更是创历史新高。理论上，2020 年鸡苗供求明显好转，价格大幅上涨的概率较低。不确定因素：种鸡疾病是否再度发生。

图 60：中国祖代种鸡引种或更新量



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，申万宏源研究

图 61：2017-19 年中国祖代种鸡月度引种或更新量

单位：万套	2017年		2018年		2019年	
引种时间	单月引种	累计引种	单月引种	累计引种	单月引种	累计引种
1月	8.2	8.2	1.3	1.30	4	4.00
2月	8.09	16.29	1.04	2.34	10.47	14.47
3月	0	16.29	7.28	9.62	10.93	25.40
4月	3.9	20.19	6.12	15.74	11.48	36.88
5月	0.87	21.06	6.91	22.65	8.49	45.37
6月	5.62	26.68	2.7	25.35	5.42	50.79
7月	6.52	33.2	4.05	29.40	6.59	57.38
8月	4.08	37.28	2.5	31.90	13.36	70.74
9月	8.08	45.36	7.43	39.33	9.64	80.38
10月	7	52.36	14.77	54.10	8.09	88.47
11月	8.97	61.33	10.7	64.80	15.24	103.71
12月	7.38	68.71	9.74	74.54	18.64	122.35

资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，申万宏源研究

投资建议：基于上述分析，我们继续推荐：①2020 年预计生猪出栏量、业绩大幅增长的生猪养殖龙头企业：牧原股份、温氏股份、新希望、正邦科技；②行业景气延续的肉鸡养殖业龙头企业：益生股份、民和股份、圣农发展(KKR 减持)、仙坛股份；③随着生猪补栏量的逐步增加，2020 年动物疫苗行业将“触底回升”，推荐生物股份、中牧股份、普莱柯；④其他：海大集团、金河生物（公司金霉素系列产品可继续在饲料中使用）。

表 10：生猪养殖龙头上市公司出栏量

代码	公司简称	出栏量（万吨）			
		2018A	2019	2020E	2021E
300498.SZ	温氏股份	2230	1852	2200	2500
002714.SZ	牧原股份	1101	1025	2200	2800
002157.SZ	正邦科技	554	578	900	1200
000876.SZ	新希望	255	355	850	1500

资料来源：公司年报，申万宏源研究

2.11 博彩：博彩需求短期承压，但不改行业长期投资逻辑

旅游签注暂停，春节期间访澳旅客同比大幅下滑。澳门自 1 月 22 日出现首例确诊病例以来，政府采取了取消春节大型公众活动、缩短口岸通关时间等措施。根据中华人民共和国文化和旅游部以及国家移民管理局，为加强防控工作，1 月 24 日和 28 日内地赴澳门的跟团游和自由行签注相继被暂停，而持这两类签注的旅客占内地赴澳门总入境人次的 70%，其他类型的签注如过境签，商务签，探亲签，对于博彩客人来说不便利。澳门旅游局的数据显示 2020 年春节（1 月 24 日至 30 日）总访澳旅客数量同比下滑 78%，其中访澳内地旅客数量同比下滑 83%，占比 57%。澳门博彩监察局的数据显示 1 月的博彩毛收入同比下滑 11.3%，低于彭博卖方一致预期-9.7%。

图 62：春节期间访澳旅客同比大幅下滑



资料来源：澳门旅游局，申万宏源研究

博彩娱乐场计划停业 15 天，博彩毛收入将继续承压。为防止疫情扩散，2月4日澳门政府宣布关闭各博彩娱乐场及相关娱乐业务半个月，2月5日凌晨起生效。六间博彩企业与政府承诺，将不会向相关员工实施无薪假，并向不能上班的员工支付有关薪酬。这是澳门历史上第二次暂停博彩娱乐场运营，上一次是在 2018 年 9 月，因台风山竹导致博彩娱乐场停业 33 小时。我们预计停业 15 天将导致 2 月份的行业博彩毛收入同比下滑 75% 左右，如果 15 天后博彩娱乐场未恢复营业、内地赴澳门的旅游签证未恢复，博彩毛收入将有进一步下行的风险。

本次疫情无法参照非典。两个原因：1) 行业阶段不同。2003 年澳门刚开放赌牌，大部分赌场还没有运营，六家博彩公司中的五家均未上市，而 2019 年澳门博彩毛收入达 2925 亿澳门币，是全球最大的博彩市场。2) 客源结构发生了明显变化。2003 年以前，香港是澳门的主要客源市场，非典之后，为了刺激港澳旅游业的发展在 2003 年 7 月推出的港澳个人自由行签证计划，使得内地游客目前成为澳门主要的客源，占比约 70%。

股价已反应一定的疫情影响因素。六家博彩公司的股价从 1 月 20 日以来平均下跌约 19%，当前行业平均 EV/EBITDA 估值 10.6 倍，接近历史平均减一倍标准差 9.9 倍。我们认为股价已反应一定的疫情影响因素，当前的影响是暂时的，签证恢复后需求将反弹。

表 11：行业平均 EV/EBITDA 估值接近历史平均减一倍标准差

股票代码	公司	未来 12 月 EV/EBITDA 一致预期			
		当前估值	历史平均	历史平均+1 倍标准差	历史平均-1 倍标准差
01928 HK	金沙中国	12.7	14.5	16.4	12.6
00027 HK	银河娱乐	12.4	13.1	15.6	10.6
01128 HK	永利澳门	10.6	13.5	15.6	11.4
02282 HK	美高梅中国	8.6	12.2	14.6	9.7
00880 HK	澳博控股	10.8	8.5	10.9	6.0
MLCO US	新濠博亚娱乐	8.3	11.1	13.1	9.1
行业平均		10.6	12.1	14.4	9.9

资料来源：彭博，申万宏源研究

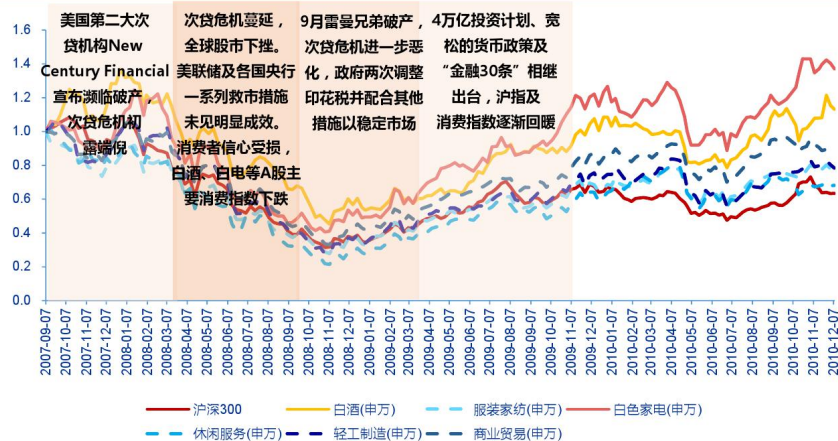
短期影响不改长期增长逻辑，关注中长期布局机会。长期来看，澳门博彩公司拥有牌照护城河和垄断竞争的优势，将持续受益于人均可支配收入的增长，内地赴澳门旅游渗透率的提升，以及基建更加便利等红利。博彩业务从贵宾向中场的持续转型将使上市公司的盈利更加稳定，也符合国家将澳门建设成世界旅游休闲中心的定位。我们建议投资者关注龙头公司股价波动带来的中长期布局机会，建议重点关注今年有新增套房供给的金沙中国(01928HK)，以及拥有最多土地储备的银河娱乐(00027HK)。

3. 风物长宜放眼量，展望危机过后的投资机会

3.1 回顾历史上的消费反弹之一：09 年地产产业链引领消费复苏

2007 年初，随着美国多家次贷机构相继宣布盈利预警和破产保护，美国次级抵押贷款风险开始浮出水面。随后，次贷危机逐渐向欧洲和亚洲蔓延，全球股市接连下挫，A 股大盘也受到影响。为保增长、促发展、维护股市有序发展，2008 年年末政府批准 4 万亿投资计划，同时配合“金融 30 条”出台和宽松的货币政策，大盘开始逐渐回暖。

图 63：2007-2009 年，经历次贷危机后，大盘在 4 万亿投资计划刺激下逐渐回暖



自2008.6.1起		1M	3M	6M	9M	12M	18M
绝对涨跌幅							
000300.SH	沪深300	-22.69%	-33.77%	-49.83%	-40.73%	-20.85%	-2.76%
851231.SI	白酒(申万)	-19.23%	-19.79%	-40.07%	-35.00%	-28.16%	15.52%
801132.SI	服装家纺(申万)	-24.91%	-34.54%	-50.20%	-37.55%	-17.32%	7.45%
801111.SI	白色家电(申万)	-24.87%	-35.21%	-39.71%	-26.04%	5.70%	55.47%
801210.SI	休闲服务(申万)	-20.16%	-37.47%	-55.51%	-40.10%	-12.38%	12.77%
801140.SI	轻工制造(申万)	-28.93%	-37.56%	-55.89%	-44.66%	-25.58%	-2.40%
801200.SI	商业贸易(申万)	-20.26%	-33.32%	-49.06%	-37.51%	-15.62%	12.05%
相对涨跌幅							
851231.SI	白酒(申万)	3.47%	13.98%	9.26%	5.73%	-7.30%	14.28%
801132.SI	服装家纺(申万)	-2.21%	-0.77%	-0.87%	3.18%	3.53%	0.22%
801111.SI	白色家电(申万)	-2.18%	-1.44%	9.62%	14.69%	26.55%	58.23%
801210.SI	休闲服务(申万)	2.53%	-3.70%	-6.19%	0.62%	8.47%	15.53%
801140.SI	轻工制造(申万)	-6.24%	-3.89%	-6.56%	-3.93%	-4.73%	0.36%
801200.SI	商业贸易(申万)	2.43%	0.46%	0.27%	3.12%	5.23%	14.82%

资料来源：Wind，申万宏源研究

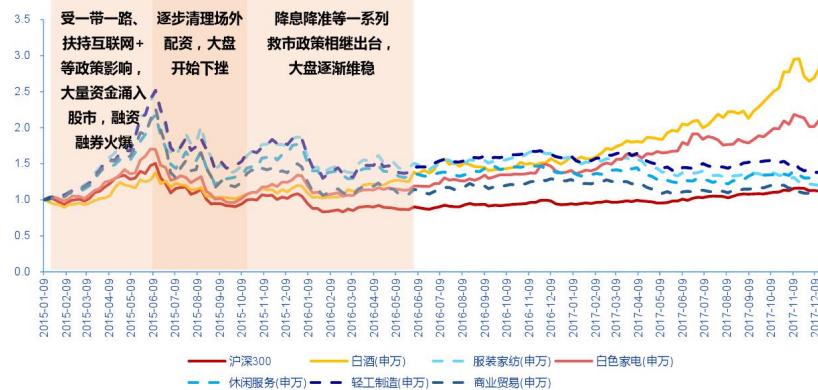
2008 年次贷危机期间，消费者信心受损，2008 年 1 月初-2008 年 10 月底，主要可选消费白酒/白电/休闲服务指数分别下跌-65%/-62%/-75%，跌幅略超大盘。政府出台 4

万亿投资计划后，定向投入基础设施建设，同时配合“扩大内需，通过消费与投资拉动经济增长”的一揽子计划，重振企业和消费者信心，消费行业指数相继回暖，表现明显由于成长类行业。2008年11月-2009年12月期间，申万白酒/白电/休闲服务指数分别上涨约128%/202%/202%，涨幅远超同期大盘走势。

3.2 回顾历史上的消费反弹之二：15年后消费升级带动行业复苏

2014-2015年，随着“一带一路”、“扶持互联网+”等一系列新战略的出台，配合宽松的货币政策和支持中小企业流动性等相关措施，市场流动性大幅提升。2015年年中，证监会暂停场外配资新端口的接入，随后股市开始出现快速调整。伴随之后降息降准等一系列救市政策相继出台，大盘逐渐维稳。居民人均收入水平的阶段性提升促使各领域的消费升级现象，可选消费行业快速发展，2016年12月-2017年12月，申万白酒/白电指数分别上涨71%/49%，持续跑赢大盘。

图 64：2015-2016 年，随一系列救市政策出台，大盘逐渐企稳



自2015.6.1起		1M	3M	6M	9M	12M	18M
绝对涨跌幅							
000300.SH	沪深300	-7.60%	-30.46%	-26.33%	-39.46%	-34.71%	-26.91%
851231.SI	白酒(申万)	6.12%	-16.94%	-11.68%	-16.08%	3.41%	21.18%
801132.SI	服装家纺(申万)	-8.70%	-29.33%	-19.05%	-37.46%	-31.43%	-24.09%
801111.SI	白色家电(申万)	-4.54%	-34.73%	-26.08%	-35.15%	-26.54%	-6.20%
801210.SI	休闲服务(申万)	-9.75%	-32.09%	-19.12%	-32.19%	-29.23%	-24.50%
801140.SI	轻工制造(申万)	-8.35%	-30.16%	-17.70%	-40.55%	-34.33%	-23.85%
801200.SI	商业贸易(申万)	-11.00%	-33.58%	-27.21%	-45.00%	-40.88%	-33.39%
相对涨跌幅							
851231.SI	白酒(申万)	14.12%	13.51%	14.65%	23.37%	38.52%	48.10%
801132.SI	服装家纺(申万)	-1.10%	1.12%	7.28%	2.00%	3.28%	2.83%
801111.SI	白色家电(申万)	3.06%	-4.27%	0.25%	4.31%	8.17%	20.71%
801210.SI	休闲服务(申万)	-2.15%	-1.63%	7.20%	7.26%	5.48%	2.42%
801140.SI	轻工制造(申万)	-0.75%	0.29%	8.62%	-1.09%	0.38%	3.07%
801200.SI	商业贸易(申万)	-3.40%	-3.13%	-0.88%	-5.54%	-6.17%	-6.48%

资料来源：Wind，申万宏源研究

纵观 2008 年与 2015 年在突发性事件引起明显调整后，股市所处的黄金底部阶段，通常会有相应的税收优惠或经济刺激政策出台，对于企业的经营环境起到有利的改善，从而使优质企业获得更好的发展前景。从市场反馈的角度，下跌能够形成估值修复的良好时点，随投资者信心的重建和企业盈利能力的恢复，大盘在经历短期波动后，会迅速企稳回升。

表 12：目前消费行业估值处以历史偏低分位

行业估值	PE(TTM)		PB(LF)	
	2020/2/6	当前估值所处历史的百分位	2020/2/6	当前估值所处历史的百分位
家用电器	20.4	46%	3.2	55%
纺织服装	37.4	52%	1.8	15%
汽车	28.5	76%	1.6	13%
轻工制造	50.2	76%	2.2	36%
农林牧渔	37.0	18%	3.4	47%
商业贸易	16.4	3%	1.4	2%
食品饮料	30.3	39%	6.3	67%
休闲服务	32.0	16%	2.9	18%
医药生物	47.3	73%	4.2	53%

资料来源：Wind，申万宏源研究

消费行业两次触底后，快速反弹，后期表现优异。2008 年，次贷危机后，4 万亿基建投资推高房地产市场景气度，带动地产后周期消费，家居、家电企业随之受益。受建筑业、工业企业商务活动频繁度增加影响，白酒消费量增加。因此在次贷危机之后的市场反弹中，白酒、白电等行业获得显著超额收益。2013 年，打击“三公”消费后，白酒需求由商务宴请逐渐转向居民消费。2015 年后扩大内需、促进经济增长的措施相继出台，随着消费升级趋势的建立，以白酒为代表的可选消费再次触底回升，持续跑赢大盘。

3.3 展望未来消费趋势及投资建议：线上消费有望加速

居民消费需求短期受到压制，在线教育、游戏等线上消费需求快速增长。本次新型冠状病毒感染肺炎疫情出现在一季度消费旺季，预计居民消费需求在短期内受到压制，白酒、家电、零售、服装、旅游、酒店、博彩等行业受到短暂冲击，快递、家居等行业也因复工时间延迟，使一季度业绩受到一定影响。同时，疫情期间，居民线上消费需求增加，利好在线教育、游戏等业态渗透率提升。在历次股市调整后，白酒、白电等消费强势子行业具有明显的抗风险能力而市场表现持续强于整体平均，值得重点关注。另一方面，新兴消费领域中生鲜电商、在线教育、游戏等远程居家消费存在发展机遇，亦值得持续关注。

我们认为，恢复经济增长政策落地和疫情数据改善可能是同步的。根据申万策略行业估值水平统计，在经历疫情带来的震荡后，目前消费板块 PE 估值普遍处于历史偏低分位，9 个消费细分行业中，5 个估值均位于 50%分位以下，风险敞口相对较小，也为布局提供了良好的契机。因此，面对此次疫情对消费行业造成的冲击，我们做出如下投资建议：

商贸零售：我们认为疫情对零售行业带来阶段性影响，可选消费回落明显，必选消费需求稳定，新兴业态如生鲜电商增速加快。新型冠状病毒感染的肺炎疫情期间，生鲜渠道加速变革，超市行业进一步规范，线上买菜需求大幅增加。我们预期 CPI 将维持温和通胀态势，到家消费需求激增，超市行业韧性十足。相关标的：永辉超市、苏宁易购、家家悦，红旗连锁、中百集团；海外：阿里巴巴、京东、拼多多。

纺织服装：短期来看，子行业中化妆品预计表现最佳，电商其次，纺织制造影响有限，品牌服饰受到影响较大，但未来弹性较大。推荐：青松股份、珀莱雅、丸美股份。长期来看，小企业受影响较大，行业龙头集中度有望提升。建议关注行业龙头以及低估值白马，如安踏体育、李宁、海澜之家、森马服饰。

快递：疫情或带动短期快递单价企稳，带来板块业绩超预期。但长期来看，单票成本仍然是观察通达系的核心指标。单票较高的毛利、较高的业务规模，使得领先的公司在利润规模上进一步拉开与同行的差距，进而可以在资本开支上保持优势，形成“单票成本优势——利润规模优势——资本开支优势——效率优势”的正循环。从这个角度，继续推荐单票成本持续领先的韵达股份，同时推荐有望借助转债资本的支持、通过持续开支来降成本的圆通速递。从直营快递公司来看，继续推荐顺丰控股，继续等待德邦股份基本面的改善。

家电：疫情冲击带来布局良机，继续看好白电+厨小家电龙头。白电龙头长期配置价值凸显，家电需求延后但不会消失，格力、美的、海尔基本面依旧稳健，短期波动凸显长期配置价值。零部件板块继续推荐三花智控，疫情冲击对 2020 年空调供需影响微弱，特斯拉放量拉动新能源汽车业务放量。厨小家电消费频次高、日用必选属性强，线上销售占比高，外部负面冲击影响较小。推荐苏泊尔、九阳股份。宏观逆周期调控下，财政+货币宽松背景下地产周期向上，精装修受益逻辑推动厨电反转，看好老板电器、华帝股份。

轻工家居：包装需求相对刚性。预期大包装企业仍维持较好现金流水平，抗风险能力较强，可关注高股息率公司。建议关注相关标的：奥瑞金、合兴包装、劲嘉股份、吉宏股份、永新股份。生活用纸公司股价展现较强抗风险性；文具类龙头在超跌后提供较好买点机会。利好相关上市公司包括中顺洁柔、恒安国际（1044.HK）、维达国际（3331.HK）、晨光文具、齐心集团等。

食品饮料：对板块整体而言，疫情的影响是阶段性和一次性的，行业头部集中和消费升级的中长期逻辑没有变化，消费依然是中国经济最确定的未来（请参考我们 2019 年 12 月 11 日报告《消费：确定的中国未来》）。很多龙头公司 2020 年目标规划本已理性务实，疫情发生后都快速响应、积极应对，突发事件只会加速行业洗牌，中长期利好龙头公司。建议投资者在密切关注疫情进展的同时，也积极关注股价短期波动带来的中长期布局机会！重点推荐白酒：贵州茅台、五粮液、顺鑫农业、山西汾酒、泸州老窖。食品：伊利股份、双汇发展、洽洽食品、涪陵榨菜。

社会服务：一季度除春节黄金周为旅游旺季外，其余时间基本为旅游、酒店的消费淡季，因此疫情的发生对行业的影响相对可控。我们认为从疫情对利润的影响排序：餐饮=旅行社>酒店>景点>免税；从疫情对估值的影响排序：酒店>旅行社>餐饮>景点>免税。

我们认为短期事件产生的冲击不影响板块内公司的长期成长逻辑，因此我们依然重点推荐：景区成长股宋城演艺及受疫情影响较小的中国国旅。建议关注美团点评、天目湖、峨眉山 A。

传媒：疫情对流量边际影响长期看较小，但对游戏、视频等在线娱乐形成了一定的业绩弹性，对于渗透率较低的应用，如在线教育、远程办公、生鲜电商等则加快了市场教育。推荐关注公司：腾讯控股、完美世界、三七互娱、芒果超媒、新媒股份、游族网络、掌趣科技、分众传媒、光线传媒、立思辰。

教育：短训招生受影响，长训招生维持稳健，新冠肺炎疫情对职教领域受冲击有限。由于短期培训仅仅持续一到两个月左右，在目前疫情防控严密的情况下，全年短训的开班数量会下降，从而影响只招收短训学生的公司业绩。长训是基于两到三年左右的培训周期，类似于高等教育。因此开学时间的延后可以通过压缩暑假时间，或者提供周末课程，保证教学进度。长训学生的招生不会受疫情影响。相反由于疫情后就业压力陡增，我们预计部分待业人员回流培训机构再深造。职业教育招生迎来高速增长，从而利好职业培训相关公司。

博彩：短期影响不改长期增长逻辑，关注中长期布局机会。长期来看，澳门博彩公司拥有牌照护城河和垄断竞争的优势，将持续受益于人均可支配收入的增长，内地赴澳门旅游渗透率的提升，以及基建更加便利等红利。博彩业务从贵宾向中场的持续转型将使上市公司的盈利更加稳定，也符合国家将澳门建设成世界旅游休闲中心的定位。我们建议投资者关注龙头公司股价波动带来的中长期布局机会，建议重点关注今年有新增套房供给的金沙中国 01928HK，以及拥有最多土地储备的银河娱乐 00027HK。

表 13：重点公司估值表

证券代码	证券简称	投资评级	2020/2/7		PB		申万预测 EPS			PE		
			收盘价(元)	总市值(亿元)	2018A	2018A	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
商贸零售	疫情宅家催生到家新需求，生鲜电商迎黄金发展期，超市行业进一步规范。											
601933	永辉超市	买入	9.39	898.7	4.4	0.15	0.25	0.34	0.45	38	28	21
002024	苏宁易购	买入	9.71	904.0	1.0	1.43	1.18	0.2	0.36	8	49	27
603708	家家悦	买入	26.17	159.2	5.7	0.92	0.84	1.04	1.29	31	25	20
服装	预计疫情对于化妆品消费影响较小，主要由于化妆品旺季在下半年以及化妆品电商占比较高；对于品牌服饰销售，尤其是高端可选影响较大；对于纺织制造影响主要是工人复工有所延迟。推荐：青松股份、珀莱雅、丸美股份											
300132	青松股份	买入	13.14	67.9	2.3	1.04	0.9	1	1.1	15	13	12
603605	珀莱雅	买入	105.01	211.4	11.3	1.43	1.94	2.63	3.44	54	40	31
603983	丸美股份	增持	66.77	267.7	10.7	1.15	1.37	1.59	1.84	49	42	36
600398	海澜之家	买入	6.93	306.3	2.4	0.77	0.81	0.88	0.97	9	8	7
002563	森马服饰	买入	8.17	220.5	1.9	0.63	0.69	0.82	0.94	12	10	9
02020.HK	安踏体育	买入	66.50	1796.8	9.1	1.7	2.29	3.18	3.86	26	19	15
电商快递	疫情或带动短期快递企稳，但长期电商快递仍然看成本控制能力，推荐顺丰控股、韵达股份及圆通速递。											
002352	顺丰控股	买入	45.22	1996.3	5.0	1.03	1.25	1.47	1.81	36	31	25
002120	韵达股份	买入	31.73	706.4	5.5	1.58	1.27	1.49	1.78	25	21	18
600233	圆通速递	买入	15.32	435.5	3.6	0.67	0.76	0.92	1.05	20	17	15
002127	南极电商	买入	10.02	246.0	5.8	0.36	0.51	0.65	0.82	20	15	12
家电家居	家电：疫情推迟家电需求释放，短期带来布局良机，继续看好白电龙头及线上占比较高的小家电龙头。											
000651	格力电器	买入	62.10	3735.8	3.7	4.36	4.78	5.29	5.88	13	12	11

000333	美的集团	买入	52.30	3648.8	3.7	3.04	3.36	3.88	4.33	16	13	12
002032	苏泊尔	买入	70.46	578.6	9.4	2.03	2.44	2.9	3.36	29	24	21
002242	九阳股份	买入	29.29	224.7	6.4	0.98	1.14	1.37	1.67	26	21	18
轻工制造	轻工消费必须+标品属性不受冲击；家居消费刚性特质，需求跨期但不消失，短期冲击加速行业长期整合。长期看好晨光、顾家、欧派、索菲亚。疫情推动生活用纸需求（中顺洁柔）及云视频业务发展（齐心集团）。											
603899	晨光文具	增持	47.32	435.3	11.1	0.88	1.12	1.38	1.7	42	34	28
603833	欧派家居	增持	107.00	449.6	5.1	3.74	4.34	5.01	5.78	25	21	19
603816	顾家家居	增持	42.04	253.0	5.0	1.64	1.95	2.28	2.66	22	18	16
002511	中顺洁柔	增持	14.44	189.0	4.9	0.31	0.47	0.53	0.61	31	27	24
002301	齐心集团	增持	16.48	121.0	3.5	0.26	0.37	0.48	0.62	45	34	27
食品饮料	短期不悲观，长期更乐观，阶段性影响不改长期趋势，龙头强者愈强。											
600519	贵州茅台	买入	1066.49	13397.2	10.7	28.02	32.49	36.82	43.92	33	29	24
000858	五粮液	买入	121.13	4701.8	6.8	3.45	4.43	5.51	6.54	27	22	19
600887	伊利股份	买入	30.17	1839.3	7.6	1.06	1.17	1.24	1.4	26	24	22
000895	双汇发展	买入	33.03	1096.4	7.2	1.48	1.63	1.75	2.01	20	19	16
002507	涪陵榨菜	买入	26.48	209.0	7.5	0.84	0.84	0.92	1.05	32	29	25
农林牧渔	猪肉、鸡肉阶段性消费下降或延迟，部分农产品生产、供给同步阶段性下降；继续推荐：出栏量、业绩大幅增长的生猪养殖龙头，景气延续的肉鸡养殖。											
002714	牧原股份	买入	99.21	2187.2	12.1	0.24	2.81	13.63	12.83	35	7	8
300498	温氏股份	买入	32.25	1713.0	4.6	0.75	2.67	6.16	4.7	12	5	7
002299	圣农发展	增持	22.61	280.2	3.8	1.21	3.33	3.1	2.87	7	7	8
社会服务	我们认为短期事件产生的冲击不影响公司的长期成长逻辑，我们依然重点推荐：景区成长股宋城演艺及受疫情影响较小的中国国旅。											
300144	宋城演艺	增持	27.90	405.3	4.1	0.88	0.93	0.82	1.19	30	34	23
601888	中国国旅	增持	79.00	1542.5	7.7	1.59	2.39	2.36	3.17	33	33	25
603136	天目湖	增持	22.59	26.2	2.9	1.29	1.07	0.96	1.2	21	24	19
互联网传媒	我们预计头部游戏公司预计取得较大业绩弹性；视频短期受益明显，但后续需关注电视剧、综艺拍摄延期对后续内容供给的影响，重点推荐：三七互娱、完美世界以及芒果超媒。											
002555	三七互娱	买入	37.49	791.9	12.1	0.47	1	1.19	1.35	37	32	28
002624	完美世界	买入	53.92	697.0	7.3	1.3	1.16	1.79	2.02	46	30	27
300413	芒果超媒	买入	50.75	903.5	10.5	0.87	0.65	0.85	0.98	78	60	52
300770	新媒股份	买入	194.37	249.5	12.1	2.13	2.93	4.24	5.21	66	46	37
教育	疫情推动线上教育高速优质扩张，重点推荐：线上学科辅导机构新东方在线。											
01797.HK	新东方在线	na.	35.50	333.2	11.3	na.	-0.06	-0.03	0.16	(532)	(1063)	199
06169.HK	宇华教育	买入	6.12	204.4	4.9	0.17	0.15	0.32	0.39	37	17	14
00667.HK	东方教育	买入	15.20	333.1	4.5	na.	0.46	0.5	0.61	30	27	22
01765.HK	希望教育	na.	1.81	120.7	2.5	0.03	0.07	0.1	0.12	23	16	14
博彩	博彩娱乐场停业使博彩毛收入短期承压，但不改行业长期增长逻辑。											
01928.HK	金沙中国	增持	38.25	3093.79	8.73011	1.79	1.87	1.97	2.14	18	17	16
00027.HK	银河娱乐	中性	53.25	2308.3	3.7	3.06	3.31	3.55	3.96	14	13	12
02282.HK	米高梅中国	买入	11.14	423.3	5.2	0.28	0.49	0.6	0.73	20	17	14

资料来源：Wind，申万宏源研究

备注：服装及化妆品、教育及博彩等行业所涉及港股公司收盘价、总市值计价货币均为港币，其余均为人民币

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swsresearch.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swsresearch.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swsresearch.com
海外	胡馨文	021-23297753	huxinwen@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户联系的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。