



2020 年 05 月 15 日

分析师：谭韞珩

执业编号：S0300519090001
电话：010-66235716
邮箱：tanwenhui@y kzq.com

分析师：康崇利

执业编号：S0300518060001
电话：010-66235635
邮箱：kangchongli@y kzq.com

近期报告

《【粤开策略基金专栏】权益类基金正收益超九成，券商、创业板主题受青睐-0511》
2020-05-11

《【粤开策略深度报告】业绩洼地显现，边际改善正在路上——年报季报点评》
2020-05-12

《【粤开策略资金面日报】不惧 B 股重挫，外资从容加仓消费龙头-0512》
2020-05-12

《【粤开策略流动性专题】两市日均成交额创 7 周高点，哪些板块受青睐》2020-05-13
《【粤开策略资金面日报】MSCI 新增股偏成长，医药龙头获外资大额加仓-0513》
2020-05-13

投资策略研究

【粤开策略专题报告】复盘 2008 年消费复苏，哪些细分领域独步一时——“扩内需”系列之二

投资要点**复盘“四万亿”计划对消费行业影响**

通过“四万亿”计划发掘经济复苏过程中的传导机制：以货币宽松为起点，为消费破冰，带动企业营收提速，提振二级市场信心。

- 1、经济刺激政策的传导最先显现在货币供给量和股价上。以 2008 年消费复苏为例，货币供给量在政策出台当月出现明显的正向反馈，股市同月受消息面刺激开始反弹。
- 2、随后是居民消费和社会零售总额。以 2008 年为例，3 个月后货币政策的实际效果在 CPI 和社零数据上显现出来。
- 3、最后是公司的基本面。各行业上市公司在 2009 年三季度营收增速出现正向反馈的拐点，政策实施的两年内居民消费和企业经营逐步回归到金融危机前水平。

（一）货币供给及居民消费复苏情况

货币供给复苏：2008 年 11 月，货币供应量（M2）受货币宽松和信用宽松政策影响开始同比增加。当月 M2 同比增速加快持续到 2010 年 7 月，2009 年 11 月时增速到达峰值。

居民消费复苏：政策实施 3 个月后，宽松货币政策在消费层面有所反映。从各消费品类社会零售数据来看，11 个消费品类出现负增长，仅汽车和家电复苏后出现报复性增长。

（二）消费行业二级市场复苏情况

股市复苏几乎与“四万亿”复苏计划步调一致，从细分行业来看，消费行业 2008 年至 2010 年基本跑赢综合指数沪深 300：1）复苏计划实施前，农林牧渔、医药生物韧性较大具备避险属性；2）复苏计划实施后，家电、汽车等可选消费涨幅较大，政策刺激下，弹性更好。

（三）消费行业基本面复苏情况

行业基本面复苏时点相对较晚。消费行业基本面复苏拐点的到来大约在 2009 年三季度，2010 年二季度行业营收增速回归到金融危机前水平。综合考虑前期增长减速或负增长，可选消费行业营收增速除轻工制造外均呈现报复性增长，时长延续一年左右：1）休闲服务领衔其他消费行业半年最先出现复苏迹象；2）纺服、汽车、家电出现报复性增长。

消费复苏背后经济环境对比**（一）应对空间充足，货币政策更加灵活适度**

稳健的货币政策更加灵活适度。2008 年金融危机时，9 月至 12 月三个月内



连续四次降准，因此货币流通量增加带动居民消费与经济增长出现 V 型反转。现阶段，货币政策 4 月、5 月两次针对中小银行定向降准共 1pct，促进实体经济特别是中小微企业的发展，更有针对性。

货币政策应对空间充足。横向对比，日元、欧元进入负利率时代，美国开启无限量化宽松政策，而中国选择有的放矢地应用货币政策，纵向对比，经济不景气伴随着 CPI 下滑，前期猪肉结构性通胀得到缓解，进一步释放了货币政策应对空间。

（二）投资、消费双管齐下拉动经济增长

消费与投资占 GDP 贡献率的 80%以上。今年以来公共卫生事件在国内、海外两次接连冲击，导致国内复工复产、消费复苏的同时，国际产业链供应面临影响，三季度进出口如何演绎还要视海外情况判断，**因此企稳内需、扩大投资是拉动 GDP 回升的关键环节。**

哪些细分领域独步一时

（一）必需消费：防御效果显著

1、必需消费——粮食

结合 2008 年消费复苏经验来看，必需消费特别是农林牧渔中的粮油加工、果蔬加工刚需强，不管是消费总体走弱还是复苏开启，农林牧渔有较强的独立性周期。

中长期来看，农林牧渔作为必需消费，依然有较强的防御属性。政策层面为农产品保驾护航，收储消费端保持相对稳健。短期内，国际农产品的生产供应受事件性因素影响，价格上升预期加强，事件催化下有较强进攻性。业绩增长在公司一季度报告上已有所体现，受两次事件性催化在股价上已经有了一定程度兑现。农林牧渔行业近期表现也受到机构资金认可，一季度机构持仓占比达 4.38%，所有行业排名第四。部分存在炒作热度的高估值个股需谨慎投资。

2、必需消费——医药

2008 年，医药生物也体现出较好的避险属性，行业指数在整个金融危机期间表现居前，此次由于是公共卫生事件诱导的消费负增长，医药行业受到最直接激励：1）口罩、呼吸机、防护服等医疗器械类产品需求量保持快速且持续的增长势头；2）检测试剂核酸诊断始终是“黄金标准”，需求量将持续增加直至我国全面复工复产，海外订单在国外恢复生产能力前有望继续增加；3）关注特效药、疫苗和细胞免疫疗法中临床试验进度居前的管线。

3、必需消费——食品饮料

2008 年，食品饮料行业整体营收和社会零售复苏反响较平淡，大众品中的乳品、发酵调味品等复苏较迟且增速不高，但白酒类在金融危机时期仍能保持季度高单位数增长，复苏后营收增速翻倍至 40-50%，酒品高端替代维持了 20+% 的稳定净利率。长期来看，大众品和酒类一样，产品升级和集中度提升是食品饮料的红利主线。短期来看，餐饮恢复有助于食品饮料销量提升。

（二）可选消费：市场空间有望释放

关注资金从必选消费向可选消费的扩散效应。随着政策刺激力度的加大，国



内公共卫生事件控制得也较好，线下消费场景有所回归，滞后需求也有望进一步回补。低估值耐用品在政策刺激下销量弹性较大，是促消费、稳增长的重点。从中期角度，可继续布局汽车、家电板块在扩内需、促消费政策下的投资机会，中期收获超额收益概率较大。

1、可选消费——汽车

1) 新能源车方面：延长补贴为行业打“强心针”。3月31日，国务院常务会议将新能源汽车购置补贴和免征购置税政策延长2年，延长补贴一定程度上可以缓解车企的高成本压力，同时消费者可以享受到优惠的购车价格。长期来看，政策将有助于促进新能源汽车产业的良性发展。

2) 二手车置换方面：环保消费两手抓。鼓励淘汰国三及以下标准旧车辆，对农村居民在汽车销售企业以旧换新的，除享受财政补贴外鼓励汽车销售企业给予增值服务。

2、可选消费——家电

1) 白电方面：短期来看，白电龙头风险抵御能力较强：(1) 销售返利护城河凸显；(2) 国际公共卫生事件对家电出口确有影响，但有助于落后产能退出市场，龙头公司集中度进一步提升。长期来看，白电龙头业绩稳健增长能力较强。白电类空调、洗衣机、冰箱需求刚性较强，事件性影响过后需求有望回补，且政策面提出针对八类产品给予家电下乡补贴。

2) 小家电方面：短期内，“宅家经济”推动小家电需求上升。首先，小家电没有入户安装的强制性要求，其次，小家电电商渠道较为成熟，再加上“宅家经济”提升消费者对电饭锅、扫地机器人等小家电的消费倾向，部分消杀类小家电也受到利好。

(三) 新型消费：线上场景加速拓展

短期来看，事件性催化加速新消费崛起，在线教育、远程办公在全面复工复产之前仍有很大的刚性需求。长期来看，随着越来越多的行业与信息技术结合，5G产业周期带来的技术变革将进一步带动下游垂直行业融合应用的快速发展，满足多层次消费群体的多种类线上场景将进一步丰富。

1) 在线办公：异地复工、复工延宕催化远程办公需求爆发，钉钉用户次月留存率高达65%。

2) 在线教育：跟主流媒体（如学习强国、央视频）联动，2亿中小学生和家長接触在线教育，完成了品牌快速推广。

3) 直播带货：短期是去除积压库存，重启消费生产的重要手段。部分地方领导干部加入直播带货行列，话题“自带流量”再加上较强的公信力和权威背书，“领导干部+直播带货”起到良好的化学反应。网红KOL的影响力和变现能力强，顶级网红电商的购买转化率可达到20%，电商直播仍处在高速发展阶段。

4) 在线医疗、娱乐等各类线上场景的进一步丰富。

风险提示：投资有风险，入市需谨慎



目 录

一、复盘“四万亿”计划对消费行业影响	6
(一) 货币供给及居民消费复苏情况	7
(二) 消费行业二级市场复苏情况	9
(三) 消费行业基本面复苏情况	10
二、消费复苏背后经济环境对比	11
(一) 应对空间充足，货币政策更加灵活适度	11
(二) 投资、消费双管齐下拉动经济增长	11
三、拆解大消费的空间潜力	13
(一) 必需消费：防御效果显著	13
1、必需消费——农林牧渔	13
2、必需消费——医药	15
3、必需消费——食品饮料	15
(二) 可选消费：市场空间有望释放	16
1、可选消费——汽车	17
2、可选消费——家电	17
(三) 新型消费：线上场景加速拓展	19
三、附表	21

图表目录

图表 1：“四万亿”复苏计划资金分布	6
图表 2：“四万亿”复苏计划各层面传导时点	7
图表 3：2008-2010 年货币供给量 (M2) 及其增速	7
图表 4：两次家电下乡政策对比	8
图表 5：细分消费品类社会零售增速恢复情况	8
图表 6：CPI 同比增速	9
图表 7：社会消费品零售总额同比增速	9
图表 8：沪深 300 以及申万一级消费行业市场表现	9
图表 9：消费行业相对沪深 300 超额收益	9
图表 10：2008-2011 年消费一级行业季度营收增速情况 (%)	10
图表 11：存款准备金率变化情况	11
图表 12：CPI 及其分项变化情况	11
图表 13：GDP 累计同比及三大需求的增长拉动 (%)	12
图表 14：社会环境因素异同下的行业投资导向	12
图表 15：大消费行业景气度分析	13
图表 16：两次事件性因素催化下农林牧渔走势	14
图表 17：各行业一季度机构持仓	14
图表 18：细分农产品价格趋势	14
图表 19：新增确诊病例情况	15



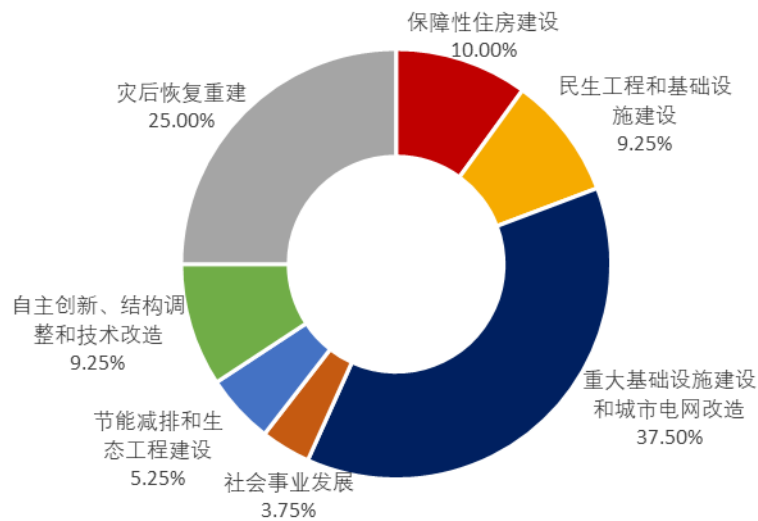
图表 20：2014-2019 年我国每千克调味品价格.....	16
图表 21：网上实物商品零售额销售同比增速.....	16
图表 22：政策期汽车板块收获明显的超额收益.....	17
图表 23：政策期家电板块收获明显的超额收益.....	18
图表 24：白电行业销售返利情况.....	19
图表 25：农村每百户居民家电保有量.....	19
图表 26：5G 应用场景落地时间表.....	20
图表 27：不同电商形式购买转化率.....	20
图表 28：2008-2010 年消费三级行业季度营收增速情况（%）.....	21
图表 29：2008-2010 年消费三级行业季度净利率情况（%）.....	22



一、复盘“四万亿”计划对消费行业影响

2008 年 11 月 5 日，中国为应对国际金融危机冲击，保持经济平稳较快发展，出台了扩大内需促进经济增长的十项措施，提出了扩大投资的重点领域和方向，主要包括：1）廉租住房、棚户区改造等保障性住房建设，投资约 4000 亿元；2）农村水电路气房等民生工程 and 基础设施建设，投资约 3700 亿元；3）铁路、公路、机场、水利等重大基础设施建设和城市电网改造，投资约 15000 亿元；4）医疗卫生、教育、文化等社会事业发展，投资约 1500 亿元；5）节能减排和生态工程建设，投资约 2100 亿元；6）自主创新、结构调整和技术改造，投资约 3700 亿元；7）灾后恢复重建，投资约 10000 亿元。

图表1：“四万亿”复苏计划资金分布



资料来源：Wind、粤开证券研究院

通过“四万亿”计划发掘经济复苏过程中的传导机制：以“四万亿”复苏计划为起点，货币供应充裕为消费破冰，带动企业营收提速，提振二级市场信心。

1、经济刺激政策的传导最先显现在货币供给量和股价上。以 2008 年消费复苏为例，货币供给量在政策出台当月出现明显的正向反馈，股市同月受消息面刺激开始反弹。

2、居民消费和社会零售总额随后出现正反馈。以 2008 年为例，3 个月后货币政策的实际效果在 CPI 和社零数据上显现出来。

3、行业基本面营收拐点到来较晚。各行业上市公司在 2009 年三季度营收增速出现正向反馈的拐点，政策实施的两年内居民消费和企业经营逐步回归到金融危机前水平。

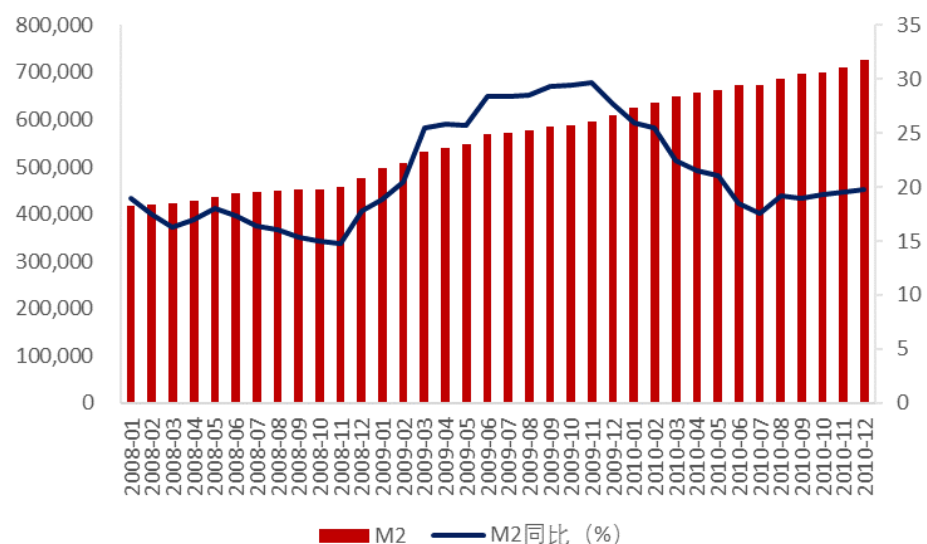

图表2：“四万亿”复苏计划各层面传导时点

	出现正向反馈拐点	增速恢复正常水平/绝对值达峰值
货币供给量 (M2)	2008 年 11 月	2009 年 11 月
居民消费 (CPI)	2009 年 02 月	2010 年 05 月
社会消费零售额	2009 年 02 月	2010 年 05 月
股票价格	2008 年 11 月	2009 年 12 月
基本面 (营收增速)	2009 年 09 月	2010 年 06 月

资料来源：wind、粤开证券研究院

(一) 货币供给及居民消费复苏情况

2008 年 11 月，货币供应量 (M2) 受货币宽松和信用宽松政策影响开始同比增加，以此作为研究“四万亿”复苏计划传导效应的起始点。2008 年 11 月，M2 同比增速加快，快速增长过程持续到 2010 年 7 月，2009 年 11 月时增速到达峰值。

图表3：2008-2010 年货币供给量 (M2) 及其增速


资料来源：Wind、粤开证券研究院

政策实施 3 个月后，宽松货币政策在消费层面有所反映。2009 年 2 月，CPI 与社会零售同比增速触及底部，政策效果开始显现，直至 2010 年 5 月 CPI 恢复到 3% (物价稳定红线) 以上，社会消费品零售总额同比增速也恢复正常。从各消费品类社会零售数据来看，11 个消费品类出现负增长，仅汽车和家电消费品受下乡政策激励，复苏后社零增速超过危机前 10pct 以上，出现了报复性增长。

家电下乡与汽车下乡的政策，旨在提高农民购买能力，加快农村消费升级，促进汽车摩托车产品技术更新换代和农村家电普及率提高：

1) 家电下乡政策：2008 年 11 月家电下乡三省试点取得显著成果后，下乡政策开始加大范围推广，不仅推广时长延长、覆盖省份增多，家电限价也有所提高 (彩电限价



提高 33.33%，冰箱提高 25%)。

2) 汽车下乡政策：2009 年 2 月起，针对农民换购轻型载货车给予以旧换新优惠，购买微型客车或摩托车可获得相应补贴，政策带动微客、轻卡等低端车型销量。

图表4：两次家电下乡政策对比

	家电下乡试点	家电下乡推广
地区	3 省	12 省市
下乡产品	冰箱、手机、彩电	冰箱、手机、彩电、洗衣机
试点时间	2007 年 12 月-2008 年 11 月	川鲁豫三省延长至 2011 年 11 月，其他九省延长至 2012 年 11 月
产品限价	彩电 1500；冰箱 2000；手机 1000	彩电 2000；冰箱 2500；手机 1000；洗衣机 2000

资料来源：wind、粤开证券研究院

图表5：细分消费品类社会零售增速恢复情况

	增速底部	增速恢复↓	是否出现负增长	是否出现报复性增长
家具	2008 年 12 月	2009 年 5 月	○	○
化妆品	2009 年 2 月	2009 年 5 月	○	○
服装	2009 年 2 月	2009 年 5 月	●	○
汽车	2009 年 1 月	2009 年 6 月	○	● (0906-1012)
建筑材料	2008 年 11 月	2009 年 8 月	●	○
中西医药	2009 年 1 月	2009 年 8 月	○	○
家电	2009 年 2 月	2009 年 10 月	●	● (0910-1101)
饮料	2009 年 2 月	2009 年 10 月	●	○
书报	2009 年 7 月	2009 年 12 月	○	○
通讯设备	2009 年 2 月	2009 年 12 月	●	○
石油制品	2009 年 3 月	2009 年 12 月	●	○
文化办公	2009 年 6 月	2010 年 1 月	●	○
粮食	2009 年 3 月	2010 年 2 月	●	○
肉禽	2009 年 2 月	2010 年 2 月	●	○
烟酒	2009 年 2 月	2010 年 2 月	●	○
金银珠宝	2009 年 2 月	2010 年 2 月	○	○
日用品	2009 年 2 月	2010 年 2 月	○	○
体育娱乐	2008 年 12 月	2010 年 2 月	●	○

资料来源：wind、粤开证券研究院

*注：●表示出现该情况；○表示未出现该情况

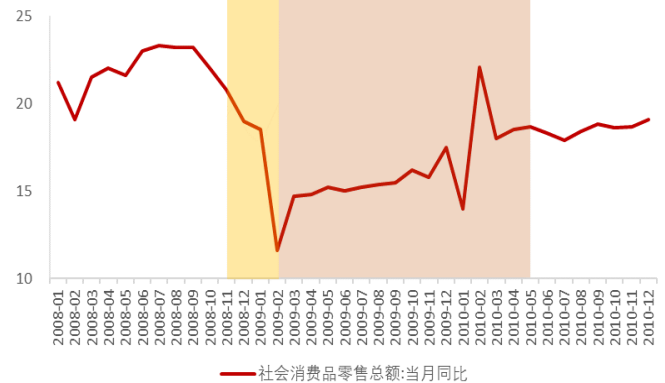


图表6：CPI 同比增速



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表7：社会消费品零售总额同比增速



资料来源：Wind、粤开证券研究院

（二）消费行业二级市场复苏情况

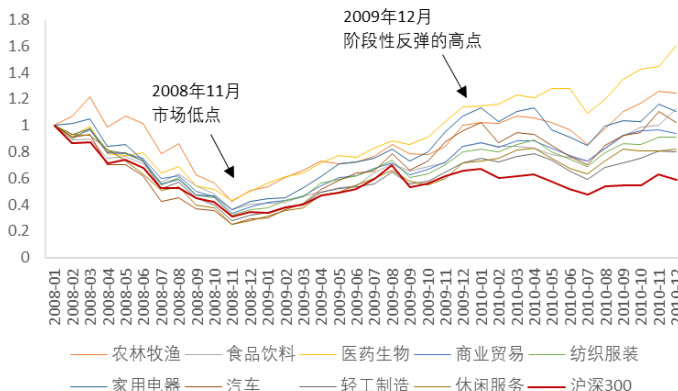
股市复苏几乎与“四万亿”复苏计划步调一致，经济复苏期各消费行业表现均超过综合指数。2008年11月，几乎所有行业11月初探底后受复苏计划刺激反弹，沪深300指数也在11月到达低位。

从细分行业来看，消费行业2008年至2010年基本跑赢综合指数沪深300，具备两处明显特征：

1、复苏计划实施前，农林牧渔、医药生物韧性较大具备避险属性。金融危机爆发前期，农林牧渔作为必需消费是确定性最强的行业，在经济全面受挫的局面下其避险性发挥作用，跌幅相对较小仍然存在阶段性机会。另外，医药生物也体现出较好的避险属性，医药生物行业指数在整个金融危机期间表现较好。

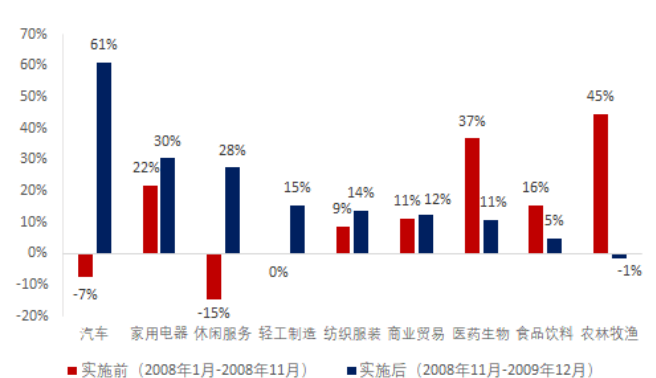
2、复苏计划实施后，家电、汽车等可选消费涨幅较大，弹性更好。以2008年1月为区间起点，截至11月必需消费涨幅居前，但是2008年11月到2009年12月间可选消费的超额收益更高，汽车与家电领涨，且家用电器板块在复苏前后都有不错的表现。

图表8：沪深300以及申万一级消费行业市场表现



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表9：消费行业相对沪深300超额收益



资料来源：Wind、粤开证券研究院



(三) 消费行业基本面复苏情况

行业基本面复苏时点相对较晚。消费行业基本面复苏拐点的到来大约在 2009 年三季度，2010 年二季度行业营收增速回归到金融危机前水平。

休闲服务最先复苏，可选消费迎来近一年期报复性消费。综合考虑 2009 年的增长减速或负增长，可选消费行业营收增速除轻工制造外均呈现报复性增长，时长延续四到五个季度，其中比较明显的复苏迹象有：

1、休闲服务领衔其他消费行业半年最先出现复苏迹象。由于休闲服务行业的消费弹性较大，前期压抑的需求通过 2009 年文旅餐饮类消费券诱导提前释放。

2、纺服、汽车、家电出现报复性增长。家电、汽车受政策利好销售渠道下沉乡镇，企业补贴释放成本压力，销量表现较好。纺织服装类中男装企业营收相对稳定，女装需求弹性很大并持续到 2011 年，引导了服纺行业报复性增长。

图表10：2008-2011 年消费一级行业季度营收增速情况（%）

	2008-03	2008-06	2008-09	2008-12	2009-03	2009-06	2009-09	2009-12	2010-03	2010-06	2010-09	2010-12	2011-03	2011-06	2011-09	2011-12
农林牧渔	17.98	31.64	34.30	33.17	24.27	9.43	5.80	17.96	25.16	42.02	45.40	34.05	57.76	50.40	56.27	62.37
食品饮料	24.83	24.15	22.55	19.40	11.37	4.21	2.23	3.76	9.96	22.38	27.03	28.91	29.62	31.06	29.85	28.80
医药生物	16.24	21.06	20.91	17.04	13.95	7.29	5.35	11.63	17.49	31.49	35.79	42.89	41.37	35.78	36.15	27.79
商业贸易	18.44	22.29	26.24	29.32	22.47	7.53	-2.95	-7.58	4.17	26.17	41.06	50.70	41.81	32.00	30.51	32.87
纺织服装	18.68	19.02	27.52	21.65	20.83	14.02	5.83	9.53	11.39	30.25	65.64	77.45	92.29	86.56	47.64	39.99
家用电器	33.21	39.41	29.06	23.69	21.09	-0.92	-5.03	-3.53	-1.74	29.09	45.69	54.23	62.45	42.90	36.64	28.16
汽车	65.20	51.16	36.74	17.57	12.36	-4.37	-5.97	4.68	16.21	57.56	79.33	78.35	79.36	70.52	50.69	44.27
轻工制造	31.83	43.81	43.71	32.58	22.46	-1.15	-8.60	-7.17	0.99	18.59	27.63	34.74	33.21	37.15	39.20	33.81
休闲服务	36.06	38.41	29.23	13.97	1.05	-6.03	-2.85	44.06	55.17	62.31	68.27	29.39	26.00	32.41	30.37	27.99

资料来源：Wind、粤开证券研究院



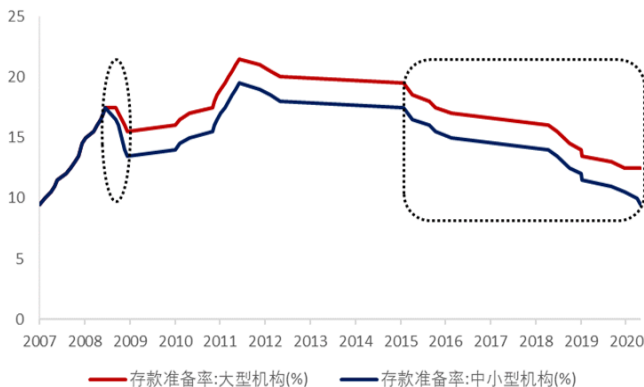
二、消费复苏背后经济环境对比

(一) 应对空间充足，货币政策更加灵活适度

稳健的货币政策更加灵活适度。2008 年金融危机时，9 月至 12 月三个月内连续四次降准（9 月至 12 月大型机构降准 2pct，中小型机构降准 3pct），因此货币流通量增加带动居民消费与经济增长出现 V 型反转。现阶段，货币政策 4 月、5 月两次针对中小银行定向降准共 1pct，促进实体经济特别是中小微企业的发展，更有针对性。

货币政策应对空间充足。横向对比，日元、欧元进入负利率时代，美国开启无限量化宽松政策，而中国选择有的放矢地应用货币政策，纵向对比，经济不景气往往伴随着 CPI 下滑，前期猪肉结构性通胀得到缓解，进一步释放了货币政策应对空间。

图表11：存款准备金率变化情况



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表12：CPI 及其分项变化情况



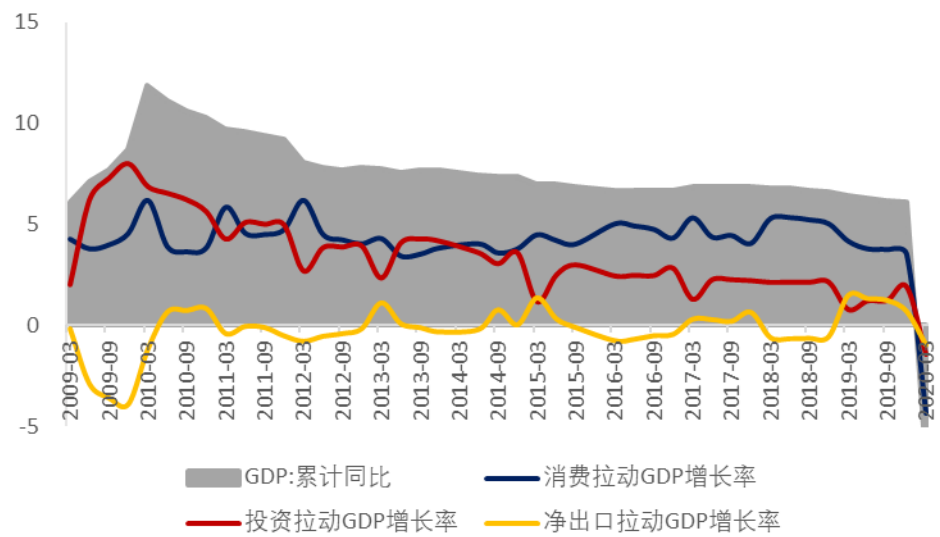
资料来源：Wind、粤开证券研究院

(二) 投资、消费双管齐下拉动经济增长

消费与投资占 GDP 贡献率的 80%以上。今年以来公共卫生事件在国内、海外两次接连冲击，导致国内复工复产、消费复苏的同时，国际产业链供应面临影响，三季度进出口如何演绎还要视海外情况判断，因此**企稳内需、扩大投资是拉动 GDP 回升的关键环节**。内需方面，必需消费刚性较强，在公共卫生事件前期表现良好，可选消费弹性较强，在国内事件性因素减弱后积压需求得到释放。公共事业投资方面，新老基建规划挖掘了工业产业链上下游广阔市场空间。在公共卫生事件未完全明朗之前，投资、消费两架马车将一同拉动经济增长。



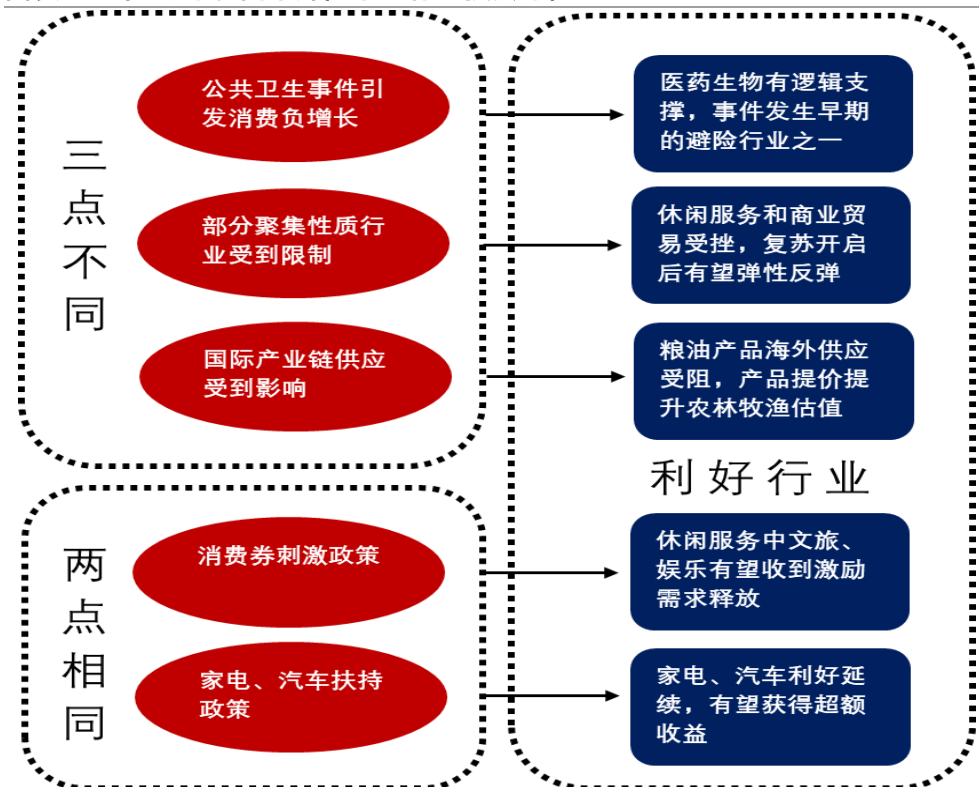
图表13：GDP 累计同比及三大需求的增长拉动（%）



资料来源：Wind、粤开证券研究院

与 2008 年“四万亿”复苏计划的背景相比，社会环境因素还有三点不同和两点相同，具有一定的行业投资指导性。

图表14：社会环境因素异同下的行业投资导向



资料来源：公开资料、粤开证券研究院



三、拆解大消费的空间潜力

以下，我们将详细拆解必需消费、可选消费、新型消费中有潜力的细分领域。

必需消费显现强防御属性，前文所述的 3 月社零数据亦呈现出快速修复以及刚性的特征。必需消费品行业是指生产生活的必需品，是人们维系生存、健康所必需的产品，主要包括：食品、医药、服饰、日用品等。截至 5 月 13 日，春节开市以来沪指下跌 2.64%，大消费中可选消费下跌 1.82%，但是必需消费体现了比较强的防御属性逆势上涨 14.73%。

当下可重点关注资金从必选消费向可选消费的扩散效应。随着政策刺激力度的加大，国内公共卫生事件控制较好，线下消费场景有所回归，滞后需求也有望进一步回补。低估值耐用品在政策刺激下销量弹性较大，是促消费、稳增长的重点，如地产竣工链的消费建材和厨电、汽车等。

新消费乘风发力。短期来看，事件性催化加速新消费崛起，在线教育、远程办公在全面复工复学之前仍有很大的刚性需求。长期来看，随着越来越多的行业与信息技术结合，5G 产业周期带来的技术变革将进一步带动下游垂直行业融合应用的快速发展，满足多层次消费群体的多种类线上场景将进一步丰富。

图表 15：大消费行业景气度分析



资料来源：粤开证券研究院

(一) 必需消费：防御效果显著

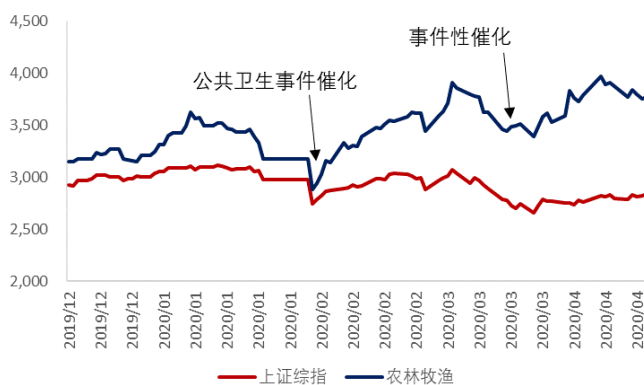
1、必需消费——农林牧渔

结合 2008 年消费复苏经验来看，必需消费特别是农林牧渔中的粮油加工、果蔬加工刚需强，不管是消费总体走弱还是复苏开启，农林牧渔有较强的独立性周期，着眼于当下形势：

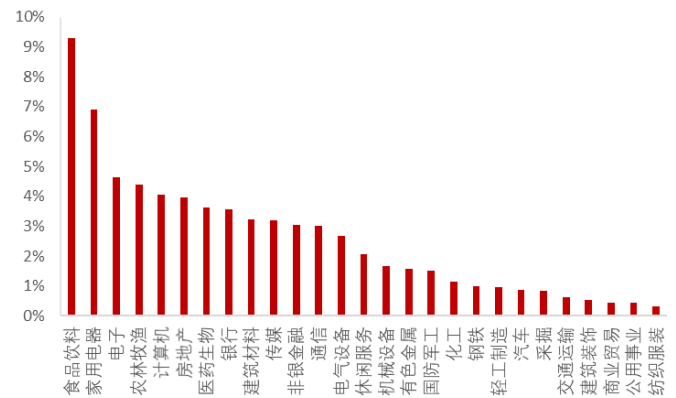


长期来看，农林牧渔作为必需消费，依然有较强的防御属性。政策层面为农产品保驾护航，收储消费端保持相对稳健。4月17日，中共中央政治局会议提出了包括“保粮食能源安全”在内的六保政策，随后粮食和物资储备局召开夏粮收购准备工作督导调度视频会议，要求：1) 千方百计扩大收储能力；2) 牢牢守住农民“种粮卖得出”，提升种植积极性。

短期内，国际农产品的生产供应受事件性因素影响，价格上升预期加强，事件催化下有较强进攻性。业绩增长在公司一季报上已有所体现，受两次事件性催化在股价上已经有了一定程度兑现。农林牧渔行业近期表现也受到机构资金认可，一季度机构持仓占比达4.38%，所有行业排名第四。部分存在炒作热度的高估值个股需谨慎投资。

图表16：两次事件性因素催化下农林牧渔走势


资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表17：各行业一季度机构持仓


资料来源：Wind、粤开证券研究院

在夏粮收储前粮食相关产业估值会受农产品价格上涨压力影响提升，中长期来看，在全球公共卫生事件作用下，粮食生产与供应的稳定性值得关注。细分来看，我国稻谷、小麦粮食类农产品连年丰收，可以实现自给自足，库存量也处于历史高点，价格尚能维持，但是玉米、大豆粮油类农产品需求量不断增加，但是国内供应较少，对外依赖度较高，因全球供应链受阻带来供需趋紧、价格上行压力较大。

图表18：细分农产品价格趋势

粮食种类	产量	库存	需求	对外依赖	价格
稻谷	连年丰收	历史高点	需求稳定	自给自足	目前尚可维持
小麦	连年丰收	历史高点	需求稳定	自给自足	目前尚可维持
玉米	供需偏紧	库存下降	不断增加	一定依赖度	上行压力大
大豆	供应较少	库存充足	不断增加	对外高度依赖	上行压力大

资料来源：公开资料、粤开证券研究院



2、必需消费——医药

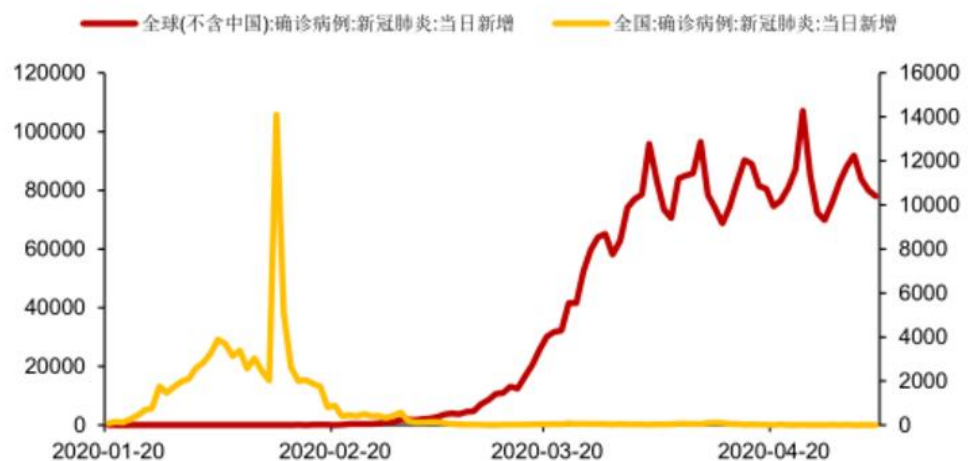
2008 年，医药生物也体现出较好的避险属性，行业指数在整个金融危机期间表现居前，此次由于是公共卫生事件诱导的消费负增长，医药行业受到最直接激励：

1) 口罩、呼吸机、防护服等医疗器械类产品需求量保持快速且持续的增长势头。短期内防护用品会是生活刚需，并且海外缺口巨大，短期内不具备复工复产条件，医疗物资出口受限较小，订单量有望通过一、二季度业绩快速兑现。长期来看，在特效药与疫苗研制落地之前，口罩需求将维持在高位水平。

2) 检测试剂核酸诊断始终是“黄金标准”。大面积核酸检测是海外追踪、隔离感染源的重要措施，我国在“严防境外输入”方面仍然有不小的压力，检测需求仍在增加，为防止个别地区重现聚集性感染现象，4 月 22 日，中央工作领导小组召开会议决定大规模开展核酸抗体检测。检测试剂需求量将持续增加直至我国全面复工复产，海外订单在国外恢复生产能力前有望继续增加。

3) 关注特效药、疫苗和细胞免疫疗法中临床试验进度居前的管线。短期内虽无业绩体现，但是具有先发优势的品类将率先在未来收获巨大蓝海市场。

图表 19：新增确诊病例情况

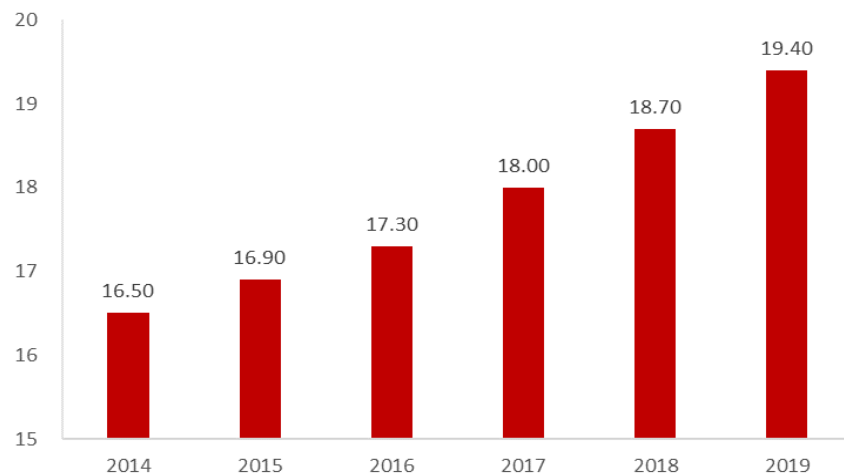


资料来源：wind、粤开证券研究院

3、必需消费——食品饮料

2008 年，食品饮料行业整体营收和社会零售复苏反响较平淡，大众品中的乳品、发酵调味品等复苏较迟且增速不高，但白酒类在金融危机时期仍能保持季度高单位数增长，复苏后营收增速翻倍至 40-50%，酒品高端替代维持了 20+% 的稳定净利率。如今，大众品和酒类一样，产品升级和集中度提升是食品饮料的红利主线。

1) 大众品：从居民消费来看，消费者对高频低价的必需品价格敏感性明显弱化，对品牌的追求超过了价格。从下游餐饮行业来看，虽然下游餐饮业经营风险有所增加，但人口市场并没有缩减，随着餐饮业恢复，餐饮消费向大众品的传导会较快显现。

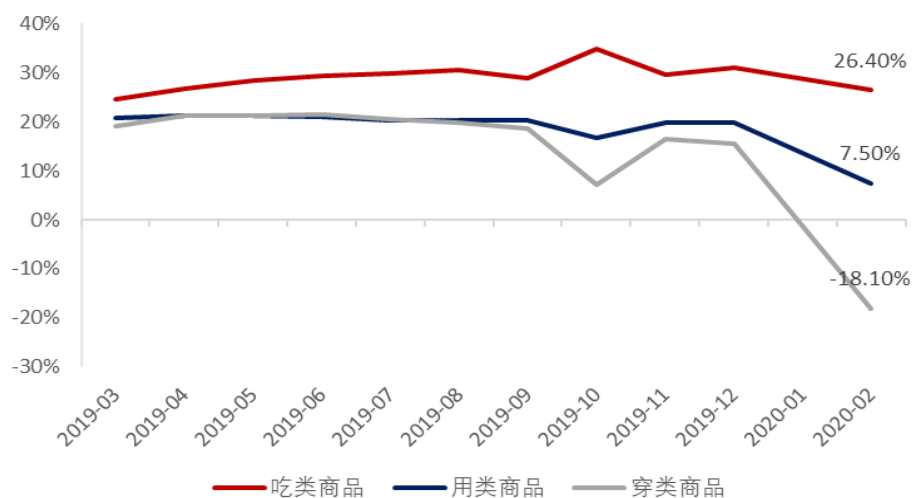

图表20：2014-2019 年我国每千克调味品价格


资料来源：Euromonitor、粤开证券研究院

2) 白酒：长期来看，高端白酒市占率高因此相较于下游客户有更强的议价能力。优质白酒在我国具有一定垄断优势，对于投资拉动、商务宴请来说作用难以替代，且贵州茅台（60+%）、五粮液、泸州老窖的高端白酒 CR3 市占率高达 90% 以上。**短期来看**，餐饮恢复有助于白酒企业销量提升，公共卫生事件对行业的产能、物流影响已在四月基本消除。

（二）可选消费：市场空间有望释放

关注资金从必选消费向可选消费的扩散效应。随着政策刺激力度的加大，国内公共卫生事件控制得也较好，线下消费场景有所回归，滞后需求也有望进一步回补。**低估值耐用品在政策刺激下销量弹性较大，是促消费、稳增长的重点。**从中期角度，可继续布局汽车、家电板块在扩内需、促消费政策下的投资机会，中期收获超额收益概率较大。

图表21：网上实物商品零售额销售同比增速


资料来源：Wind、粤开证券研究院



1、可选消费——汽车

政策频出，提振产业信心，股指低位有望回升。回顾历史，2009 年和 2015 年均实施了汽车刺激政策，如购置税优惠、汽车下乡、以旧换新等，带来了行业增长快速回升，让汽车板块具有明显的超额收益。2020 年初以来多地发布地方刺激汽车消费政策，广州、深圳、海南、贵阳、杭州等城市已经明确放松限牌限购增加牌照，烟台、郑州、长春、宁波等城市鼓励车企对购买乘用车并在当地上牌照的消费者基于不同程度的让利补贴，预计将由更多地方政府响应号召出台刺激政策以拉动 2020 年乘用车消费。

1) 新能源车方面：延长补贴为行业打“强心针”。去年新能源车政策明确 2019 年是补贴的最后一年，加之受事件性影响，1-2 月新能源汽车产销量分别同比下降六成左右。3 月 31 日，国务院常务会议将新能源汽车购置补贴和免征购置税政策延长 2 年，延长补贴一定程度上可以缓解车企的高成本压力，同时消费者可以享受到优惠的购车价格。长期来看，政策将有助于促进新能源汽车产业的良性发展。

2) 二手车置换方面：环保消费两手抓。鼓励淘汰国三及以下标准旧车辆，对农村居民在汽车销售企业以旧换新的，除享受财政补贴外鼓励汽车销售企业给予增值服务。

图表22：政策期汽车板块收获明显的超额收益



资料来源：Wind、粤开证券研究院

2、可选消费——家电

出口或受影响，国内家电需求逐年恢复。短期来看，中国是世界家电工厂，出厂产品中出口比例接近 50%，海外销量或受影响，白电龙头有一定的风险抵御能力，小家电受“宅家经济”影响，需求或有放大。**长期来看**，一方面我国农村的人均电器保有量较低，未来有待提升，另一方面，冰箱、空调等白电也算刚性需求，前期社区封闭阻碍了白电家装，消费会陆续回补。

此外，政策面也有所发力，4 月 12 日，广东省工信厅发出《广东省工业和信息化厅



关于提供家电下乡备选生产企业及产品清单的函》，提出将针对空调、4K 电视、洗衣机、冰箱、电脑、手机、电饭煲、热水器八类产品给予家电下乡补贴。2008 年-2013 年两次家电下乡政策期间，家用电器行业指数相对沪深 300 有明显超额收益。

图表23：政策期家电板块收获明显的超额收益



资料来源：Wind、粤开证券研究院

1) 白电方面：短期来看，白电龙头风险抵御能力较强：(1) 销售返利护城河凸显；(2) 国际公共卫生事件对家电出口确有影响，但有助于落后产能退出市场，龙头公司集中度进一步提升。

销售返利的本质是丰年备荒、未雨绸缪。销售返利是指经销商如完成任务业绩厂商按约定予以返利的一种激励措施，以便推动渠道在产销波动的周期中持续经营。各行各业都有这种激励补偿方式，以白电行业为例，季节性和产业周期波动会导致供应链浪费，而厂商计提销售返利是为自己及经销商积蓄储钱罐，在行业衰退期稳定渠道和供应链。

产业寒冬下，格力电器销售返利护城河作用凸显：

2010-2014 年，格力电器收入、利率双增，主动降低当期盈余，计提储备销售返利；

2015-2016 年，空调行业经历寒冬市场空间缩窄，格力电器收入下降，毛利率继续上升，但依然有余力储备销售返利，同期美的出货量骤降 50%，且毛利率随之下降，格力电器利用返利刺激经销商，提升了市场占有率；

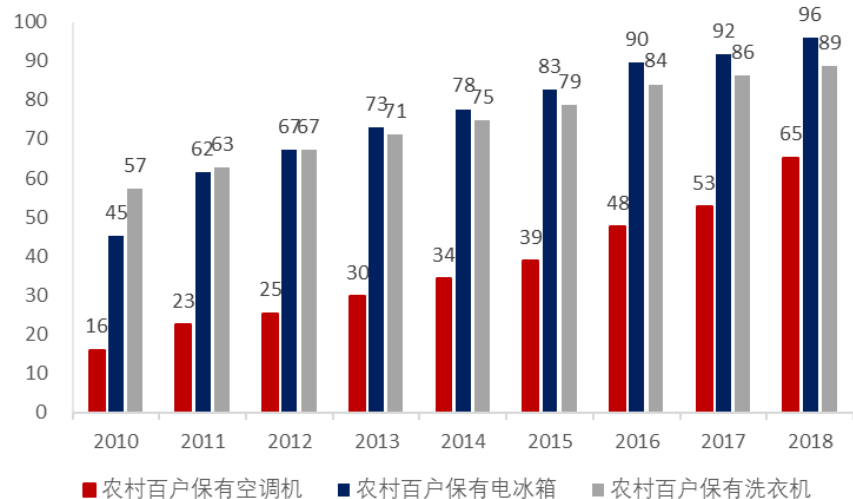
2017-2018 年，行业回暖，格力电器收入、毛利继续提升，600 亿销售返利保障下渠道安全边际增厚，护城河的刺激作用开始在毛利率上体现。


图表24：白电行业销售返利情况

销售返利余额（亿元）	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
格力电器	531	582	595	619
美的集团	138	162	172	196
海尔智家	62	95	109	124
销售返利余额/家电收入	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
格力电器	45.60%	70.10%	67.80%	50.40%
美的集团	11.00%	13.10%	12.20%	10.10%
海尔智家	8.80%	13.60%	10.90%	9.00%

资料来源：wind、粤开证券研究院

长期来看，白电龙头业绩稳健增长能力较强。农村每百户居民家电保有量较低，特别是空调每户仅 0.6 台空调，对比发达国家的每户 3 台仍然很低，白电类空调、洗衣机、冰箱需求刚性较强，事件性影响过后需求有望回补。

图表25：农村每百户居民家电保有量


资料来源：Wind、粤开证券研究院

2) 小家电方面：短期内，“宅家经济”推动小家电需求上升。首先，小家电没有入户安装的强制性要求，其次，小家电电商渠道较为成熟，再加上“宅家经济”提升消费者对电饭锅、扫地机器人等小家电的消费倾向，部分消杀类小家电也受到利好。

（三）新型消费：线上场景加速拓展

新型消费近年来崛起，正处于快速增长赛道。短期来看，事件性催化加速新消费崛起，在线教育、远程办公在全面复工复产之前仍有很大的刚性需求。长期来看，随着越来越多的行业与信息技术结合，5G 产业周期带来的技术变革将进一步带动下游垂直行业融合应用的快速发展，满足多层次消费群体的多种类线上场景将进一步丰富。


图表26：5G 应用场景落地时间表

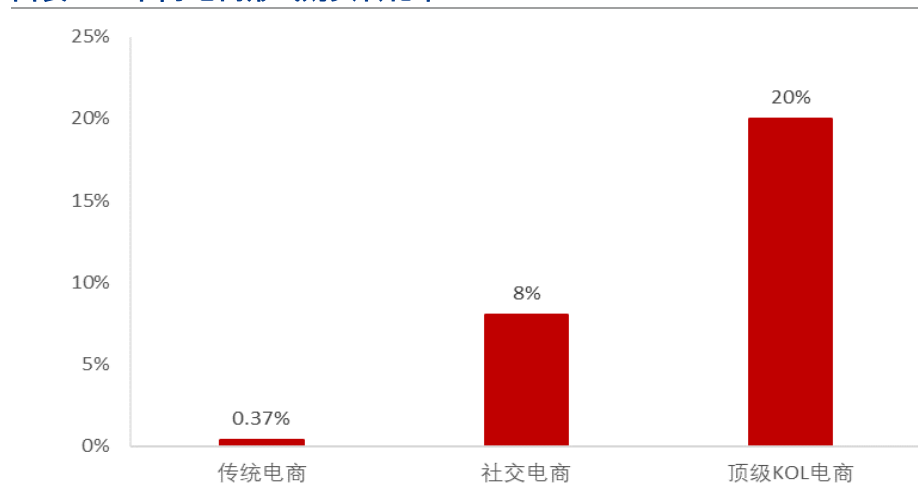

资料来源：艾瑞咨询，粤开证券研究院

1) 在线办公：异地复工、复工延宕催化远程办公需求爆发，钉钉用户次月留存率高达 65%。

2) 在线教育：跟主流媒体（如学习强国、央视频）联动，2 亿中小学生和家長接触在线教育，完成了品牌快速推广。

3) 直播带货：短期来看，直播带货是去除积压库存、重启消费生产的重要手段。部分地方领导干部加入直播带货行列，话题“自带流量”再加上较强的公信力和权威背书，“领导干部+直播带货”起到良好的化学反应。网红 KOL 的影响力和变现能力强，顶级网红电商的购买转化率可达到 20%，电商直播仍处在高速发展阶段。长期来看，直播带货是传统行业数字化转型的必然趋势。董明珠、郭广昌等亲自上场带货，一方面获得庞大的围观消费者群体，另一方面也体现了经此事件性影响商家对线上销售渠道更加重视。

4) 在线医疗、娱乐等各类线上场景的进一步丰富，新型 5G 应用场景带来的需求不断增加。

图表27：不同电商形式购买转化率


资料来源：《2019 年网红电商生态发展白皮书》、粤开证券研究院



三、附表

图表28：2008-2010 年消费三级行业季度营收增速情况 (%)

	三级 行业	2008 -03	2008 -06	2008 -09	2008 -12	2009 -03	2009 -06	2009 -09	2009 -12	2010 -03	2010 -06	2010 -09	2010 -12
农林牧渔	粮油加工	-0.53	-13.99	-16.79	11.75	-0.21	4.72	2.81	5.30	5.30	38.31	68.04	64.32
	果蔬加工	50.68	43.01	37.77	30.69	5.91	-19.67	-26.29	-31.39	-23.33	-17.14	-10.39	5.34
食品饮料	白酒	25.87	26.22	28.71	24.08	13.45	9.09	6.17	19.17	31.19	44.81	47.01	35.65
	乳品	19.69	16.39	16.70	18.56	13.48	4.58	2.33	-3.98	-0.43	18.75	19.05	25.63
	调味发酵品	22.97	5.41	2.86	-1.23	-2.15	2.89	5.58	14.25	26.76	27.92	27.87	24.01
医药生物	医药商业III	16.47	23.12	22.09	21.77	22.96	16.11	18.48	20.70	22.01	33.22	37.11	66.39
	医疗服务III	11.29	18.96	21.49	24.87	13.81	10.36	5.95	13.51	16.74	14.91	19.54	18.47
商业贸易	超市	30.37	64.71	80.67	74.36	76.81	27.80	14.50	12.95	48.54	51.45	52.96	86.36
	百货	22.56	26.75	24.95	17.49	15.35	7.98	13.40	11.15	16.22	40.94	37.79	41.46
	多业态零售	21.04	20.65	21.50	21.73	20.23	12.30	9.54	6.83	11.54	19.94	22.51	26.23
纺织服装	男装	31.06	31.39	13.01	7.35	26.78	25.82	19.57	23.58	9.80	5.80	25.86	40.37
	女装	-41.61	45.23	71.43	83.62	76.06	1.31	-18.18	-29.26	-28.58	-33.53	-29.73	-27.01
家用电器	空调	40.93	51.38	34.19	23.60	23.60	-3.26	-13.00	-16.16	-15.83	4.87	23.59	48.81
	冰箱	45.81	43.77	21.20	12.95	11.98	-7.03	-8.10	-1.43	2.34	38.41	67.50	72.48
	洗衣机	24.51	28.53	46.31	64.25	70.60	79.72	75.10	74.69	86.73	90.54	89.19	70.62
	小家电	29.87	97.66	128.23	133.56	137.70	49.04	23.87	14.05	6.67	26.85	34.93	51.77
汽车	乘用车	86.15	51.24	29.03	7.78	7.21	-2.23	0.34	14.37	22.76	67.70	90.56	95.43
	商用载客车	26.25	28.68	34.17	22.83	20.07	-2.93	-19.06	-15.65	-12.01	15.94	40.65	43.70
	商用载货车	44.82	44.29	38.29	26.15	11.21	-6.00	-14.87	-6.40	23.83	49.51	67.72	55.96
轻工制造	家具	74.81	56.46	46.09	34.88	8.93	-9.89	-12.90	-11.60	1.06	17.87	26.04	47.14
	珠宝首饰	51.27	68.41	74.29	58.23	47.30	10.43	10.30	16.22	24.70	46.40	46.86	40.86
休闲服务	酒店III	26.11	12.53	13.15	7.53	1.55	-0.79	-2.28	1.92	7.76	16.04	38.72	51.29
	餐饮III	208.15	214.95	210.72	10.84	18.15	15.29	17.26	60.58	50.12	52.29	53.18	10.06
	旅游综合III	40.34	53.81	35.19	23.98	-2.16	-12.73	-7.42	77.63	100.78	112.51	108.68	26.38

资料来源：Wind、粤开证券研究院


图表29：2008-2010年消费三级行业季度净利率情况（%）

	三级 行业	2008 -03	2008 -06	2008 -09	2008 -12	2009 -03	2009 -06	2009 -09	2009 -12	2010 -03	2010 -06	2010 -09	2010 -12
农林牧渔	粮油加工	-21.25	-11.19	-33.40	-33.60	-3.91	35.59	-4.72	1.26	0.39	4.87	-7.87	-4.07
	果蔬加工	5.57	5.06	-1.64	-7.15	4.24	1.99	-5.93	1.72	-6.26	-35.21	-5.67	-43.69
食品饮料	白酒	27.44	23.99	25.30	20.49	31.30	24.33	27.17	24.21	30.88	26.01	26.25	24.50
	乳品	2.43	1.29	-5.39	-49.96	2.15	1.70	3.14	-0.19	1.48	2.08	1.90	4.18
	调味发酵品	6.02	2.43	2.19	-28.06	3.66	6.09	3.68	19.22	8.67	16.20	3.51	0.92
医药生物	医药商业III	2.63	3.40	2.52	2.12	2.62	3.02	2.28	1.48	3.35	3.86	3.72	2.48
	医疗服务III	12.10	9.79	-0.29	-11.55	3.91	1.64	6.87	10.76	3.12	6.33	5.44	7.85
商业贸易	超市	2.37	1.73	1.24	1.92	2.52	1.52	1.29	1.63	2.50	1.86	1.00	1.87
	百货	4.07	3.64	2.81	3.29	4.22	4.28	3.15	3.87	4.55	4.17	2.99	3.25
	多业态零售	2.69	2.71	1.74	1.18	2.04	2.84	1.09	1.26	2.43	2.44	1.85	2.00
纺织服装	男装	9.58	6.83	5.72	10.24	8.29	6.47	7.76	13.32	10.42	7.98	10.07	13.57
	女装	-9.35	-5.80	-0.43	29.57	-27.63	-60.77	-55.39	-78.01	76.59	8.75	-41.64	-6.06
家用电器	空调	2.80	3.33	3.64	18.88	3.95	4.94	9.53	6.94	4.95	5.27	6.48	6.22
	冰箱	1.61	3.83	2.16	-4.20	1.53	5.78	3.62	2.49	3.45	4.85	4.06	4.08
	洗衣机	14.88	12.21	7.30	9.41	13.30	15.07	8.64	7.17	10.65	12.05	7.82	9.37
	小家电	5.09	9.78	8.84	8.09	7.05	10.94	10.49	10.28	7.72	8.01	9.10	9.20
汽车	乘用车	4.64	2.79	1.31	-9.98	2.06	3.88	5.79	6.19	7.28	6.38	6.70	5.71
	商用载客车	6.87	3.56	0.55	2.38	0.71	2.87	3.68	4.26	3.50	3.99	4.02	4.63
	商用载货车	3.86	4.36	1.77	0.46	2.90	3.88	3.86	3.23	5.07	5.23	4.38	0.92
轻工制造	家具	6.39	7.17	6.44	4.99	4.09	5.51	4.98	4.51	6.49	5.59	6.09	4.46
	珠宝首饰	-2.21	1.25	-0.32	-0.96	2.22	-2.10	0.88	3.64	2.32	3.55	6.44	2.92
休闲服务	酒店III	16.22	25.28	13.55	14.37	21.87	18.60	10.94	15.76	12.62	14.80	13.67	9.49
	餐饮III	6.07	5.92	7.31	3.24	6.23	6.90	6.14	11.00	9.02	7.23	6.71	5.63
	旅游综合III	5.61	5.44	54.63	-36.62	4.33	11.40	7.73	2.45	5.87	9.57	6.55	2.67

资料来源：Wind、粤开证券研究院



分析师简介

谭韞琿，新南威尔士大学硕士研究生，2016 年 6 月加入粤开证券，现任策略组负责人，证书编号：S0300519090001。
康崇利，北京工业大学本科，2014 年 1 月加入粤开证券，现任研究院副院长，证书编号：S0300518060001。

研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@ykzq.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@ykzq.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；
增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；
持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；
减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；
中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司(以下简称“粤开证券”)提供,旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,不构成所述证券的买卖出价或询价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内,本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此,投资者应注意,在法律许可的情况下,本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下,本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险,投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素,亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前,如有需要,投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的,须在允许的范围内使用,并注明出处为“粤开证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真:010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼粤开证券(平安财富大厦)

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址:www.ykzq.com