

顺势而为，乘势而上

——大消费行业 2020 年投资策略报告

强于大市（维持）

日期：2019 年 12 月 12 日

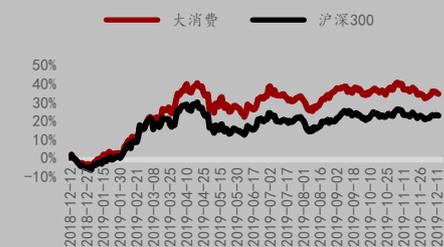
行业核心观点：

综合政策、宏观经济、资金、消费结构这四个关键因素，我们认为消费行业在 2020 年仍然具备投资价值，我们建议从以下角度选择细分行业：第一，从“猪周期”的角度，建议重点关注生猪养殖龙头企业；第二，从“类滞胀”和外资流入的角度，建议重点关注高端白酒、小家电和厨电龙头；第三，从消费升级的角度，建议关注免税、职业教育、主题公园、化妆品行业龙头企业。

投资要点：

- **政策因素：国家密集出台刺激政策，对消费形成有力支撑。**消费对 GDP 增长的贡献率自 2015 年开始持续高于投资，且差距拉大，消费成为经济增长的新引擎。社零增速 2019 上半年有所回暖，但下半年又现疲态。今年以来消费刺激政策密集出台，表明政府提振消费决心，将对消费行业形成有力支撑。
- **宏观经济因素：类滞胀格局已成，弱周期的必需消费业绩增长相对确定。**类滞胀环境已显现，本轮通胀由食品驱动，猪肉价格上涨成为 CPI 连续破 3 的主要推动力。预计 2020 年上半年通胀指数继续震荡上行，下半年有望下台阶。在类滞胀环境下，与经济关联度较低的、弱周期的必需消费板块业绩增长将更加确定。
- **资金因素：外资加速流入，引导市场投资方向。**近年来北向资金持续净流入，外资成近年来我国市场增量资金主力军。2019 年境外资金加速入场，年初至今北向资金净流入近 2800 亿元。国家持续推进我国金融市场对外开放进程，国际指数相继纳入 A 股，MSCI 纳入及扩容有望加速外资入场。增量资金或引导市场投资方向，外资重配板块如食品饮料、家电值得关注。
- **消费结构因素：消费升级仍是长期趋势。**我国居民处于生存型消费向服务型消费转型过程中，对比美国，我国居民消费支出结构中必需消费占比仍较高。低线城市和农村居民的人均可支配收入增速超过城镇居民，低线城市和农村地区的消费需求迎来快速增长期。建议关注受益于消费升级的部分可选消费。
- **风险提示：1、政策风险。2、市场投资风格切换风险。3、股市系统性波动风险。**

大消费行业相对沪深 300 指数表



数据来源：WIND, 万联证券研究所

数据截止日期：2019 年 12 月 12 日

相关研究

分析师： 陈雯
执业证书编号：S0270519060001
电话：18665372087
邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

目录

1、2019 年消费行业表现：必需涨幅居前，可选部分向好	5
2、2020 年影响消费行业投资的四大关键因素	7
2.1 因素一之政策：国家密集出台刺激政策，对消费形成有力支撑	7
2.1.1 消费数据回顾：社零增速阶段性回暖后再现疲态	7
2.1.2 消费成为 GDP 增长新引擎，消费与投资差距进一步拉大	9
2.1.3 刺激政策密集出台，对消费形成有力支撑	9
2.2 因素二之宏观经济：类滞胀格局已成，弱周期的必需消费业绩增长相对确定 ..	10
2.2.1 CPI 增速达到 4.5%，类滞胀格局已形成	10
2.2.2 本轮“通胀”由食品主导，猪周期贡献显著，预计 20 年下半年迎来拐点	12
2.2.3 类滞胀环境下与经济关联度低的、弱周期的必需消费的盈利增长相对确定 ..	13
2.3 因素三之资金：外资加速流入，引导市场投资方向	14
2.3.1 境外资金加速入场，2019 年至 11 月末北向资金净流入 2787 亿元	14
2.3.2 内外合力，长期外资流入大趋势不变	15
2.3.3 增量资金或引导市场投资方向，外资重配板块值得关注	17
2.4 因素四之消费结构：消费升级仍是长期趋势	20
2.4.1 我国居民处于生存型消费向服务型消费转型过程中。	20
2.4.2 渠道下沉，三四线城市及农村市场崛起	20
3、投资策略	21
3.1 非洲猪瘟，看好生猪养殖	21
3.1.1 生猪价格将进一步上涨，2020 年量价齐升	21
3.1.2 行业集中度提升，龙头受益	24
3.2 类滞胀+外资流入，看好食品饮料和家电，首推白酒、小家电、厨电	25
3.2.1 白酒消费具备独特刚性，高端白酒增速明显高于中低端白酒	25
3.2.2 小家电保有量较低空间大，差异化战略冲击市场格局	27
3.2.3 开工竣工面积差收窄，新增需求或带动厨电景气提升	28
3.3 消费升级，看好免税、职业教育、主题公园、化妆品	29
3.3.1 免税：空间巨大，中免一枝独秀	29
3.3.2 职业教育：政策支持，龙头中公教育成功登陆 A 股	31
3.3.3 主题公园：宋城演艺确立龙头地位，迎来异地扩张高峰期	33
3.3.4 化妆品：口红效应显现，内资新秀竞争力渐强	35
4、投资建议	38
5、风险提示	39
图表 1：2019 年以来部分可选消费跑输大盘_截至 11 月 30 日	5
图表 2：2019 年下半年部分可选消费跑输大盘_截至 11 月 30 日	5
图表 3：消费各子行业 2019 年初以来涨跌幅_截至 11 月 30 日	6
图表 4：消费各子行业 2019 年下半年以来涨跌幅_截至 11 月 30 日	6
图表 5：消费行业 2019Q1-Q3 累计营收同比增速	7
图表 6：消费行业 2019Q1-Q3 累计归母净利润同比增速	7
图表 7：经济增速下降叠加中美贸易摩擦，对社会消费造成负面影响	8
图表 8：限额以上零售的组成结构_2018 年	8
图表 9：限额以上零售的主要成分零售增速	8
图表 10：我国社零增速自 2015 年持续超过投资增速	9

图表 11: 消费对 GDP 增长贡献率超过投资	9
图表 12: 今年以来国内消费刺激政策密集出台	10
图表 13: 我国现今类滞胀环境与 2013 年相似 (以 CPI 与 PPI 双维度测度)	11
图表 14: 我国近年来典型类滞胀 (以 CPI 与实际 GDP 双维度测度)	11
图表 15: 本轮通胀由食品驱动	12
图表 16: 2019 年下半年猪肉价格暴涨	13
图表 17: 消费与成长板块在类滞胀环境中表现突出	13
图表 18: 2018 年及 2019 年前三季度各板块归母净利润同比增速 (%)	14
图表 19: 近年来境外资金加速入场	15
图表 20: 陆股通逐步占据主导地位	15
图表 21: 自开通至 2019 年 11 月 29 日北向资金累计流入 9,205 亿元	15
图表 22: “内外合力”助力外资流入我国资本市场	16
图表 23: 韩国外资持股占比自股市完全纳入 MSCI 后持续走高	16
图表 24: 我国外资占比处于较低水平, 未来提升空间大 (%)	17
图表 25: 私募基金发行数量及规模于 2013-2015 年快速上升	18
图表 26: 2013-2015 各板块区间涨跌幅 (%)	18
图表 27: 阳光私募持股市值行业分布 (2012-2015 年)	19
图表 28: 外资偏爱食品饮料、银行、家电等板块	19
图表 29: 近年我国居民必需消费支出占比下降	20
图表 30: 近年我国居民可选消费支出占比提升	20
图表 31: 我国低线城市人均可支配收入增速超过一二线城市	21
图表 32: 我国农村居民人均消费支出增速超过城镇居民	21
图表 33: 我国低线城市社零增速赶超一二线城市	21
图表 34: 前置 10 个月的能繁母猪存栏与生猪价格存在反向关系	22
图表 35: 生猪存栏同比与能繁母猪存栏同比	23
图表 36: 猪肉价格约为生猪价格的 1.5 倍	23
图表 37: 牛羊肉价格可看作猪肉价格的“隐性”上限	23
图表 38: 我国猪肉的需求自价格弹性 (年度数)	24
图表 39: 非洲猪瘟以来猪价涨幅远超生猪存栏降幅	24
图表 40: 10 大上市猪企 1-10 月生猪销量	24
图表 41: 非洲猪瘟下集中度提升加速	24
图表 42: 自年初以来白酒领涨食品饮料细分板块	25
图表 43: 食品饮料细分子板块历年归母净利润同比增速 (%)	25
图表 44: 2018 年白酒市场仍以中低端为主	26
图表 45: 未来中国白酒行业复合增速预测	26
图表 46: 规模以上酒企数量及增长率	26
图表 47: 白酒行业利润总额及增长率	26
图表 48: 15 大上市酒企营收 (亿元)	27
图表 49: 15 大上市酒企归母净利 (亿元)	27
图表 50: 中国小家电行业市场规模	27
图表 51: 2019 年双十一部分家电企业销售额 (亿元) 及同比	28
图表 52: 我国住宅新开工面积及竣工面积同比增长率	29
图表 53: 2018 年精装修厨电品牌结构	29
图表 54: 中国人全球奢侈品消费增长	30
图表 55: 中国人境内奢侈品消费增长	30

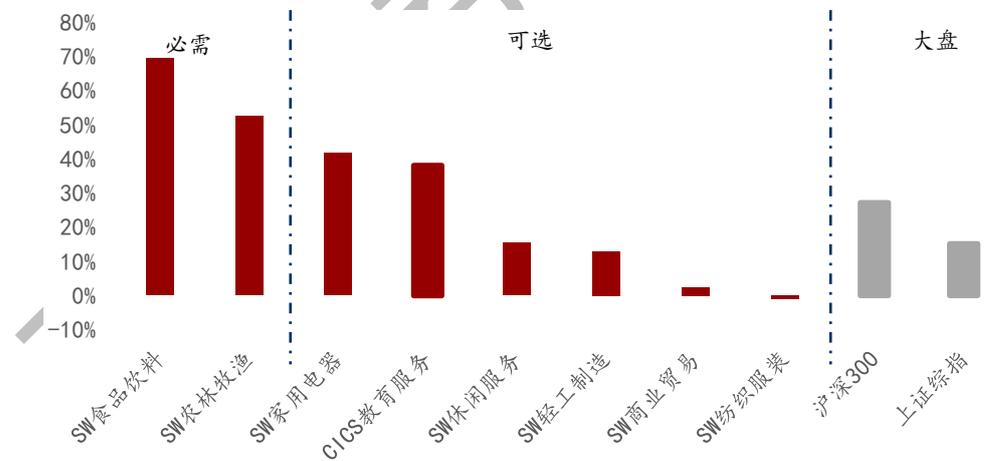
图表 56: 韩国市内免税店销售收入占比	31
图表 57: 2018 年韩国市内免税店销售收入结构	31
图表 58: 中国各年龄段人口占比	32
图表 59: 中国中职高职就业率	32
图表 60: 中国职业教育市场规模及增速	32
图表 61: 中国职业教育市场	32
图表 62: 中公和华图在人才招录考试市场占比	33
图表 63: 中公和华图在公务员考试市场占比	33
图表 64: 中公和华图在事业类考试培训市场占比	33
图表 65: 中公和华图在教师类考试培训市场占比	33
图表 66: 旅游业持续增长	34
图表 67: 近五年旅游演出与主题公园演出票房情况	34
图表 68: 2018 年主题公园演出各系列票房占比情况	34
图表 69: 宋城演艺运营与储备项目	35
图表 70: 宋城演艺未来布局空间广阔	35
图表 71: 2013-2023 年中国化妆品市场规模及增速情况和预测	36
图表 72: 2013-2021 年中国化妆品市场分品类规模情况及预测 (十亿元)	36
图表 73: 2013-2021 年中国化妆品市场分品类规模增速情况及预测	36
图表 74: 2013-2021 年中国化妆品市场分渠道规模情况及预测 (十亿元)	37
图表 75: 2013-2021 年中国化妆品市场分渠道规模增速情况及预测	37
图表 76: 2013-2023 年中婴儿专用市场规模情况及预测	37
图表 77: 2013-2023 年男士专用市场规模增速情况及预测	37
图表 78: 2018 年知名化妆品品牌商毛利率情况	38
图表 79: 2018 年知名化妆品品牌商净利率情况	38
图表 80: 2018 年知名化妆品品牌商 ROE (平均)	38
图表 81: 中国 top15 家本土化妆品公司市场份	38

1、2019 年消费行业表现：必需涨幅居前，可选部分向好

必需消费涨幅居前，部分可选消费跑赢大盘。从 2019 年初到 11 月 30 日，部分可选消费跑赢大盘，必需消费表现亮眼，涨幅位列申万一级子行业前列。可选消费行业中，家电、教育服务表现较好。休闲服务、商业贸易、纺织服装、轻工制造均跑输大盘。下半年到 11 月 30 日，必需消费维持良好态势，可选消费行业中，教育、家电优于大盘，其中，教育涨幅远超所有子行业是因为中公教育今年上市且表现出色。

我们认为消费行业分化的主要原因：1) 经济增速下行和贸易摩擦升级背景下，不确定性增加，居民消费偏谨慎，必需消费受到的负面影响较小，可选消费受到的负面影响相对较大；2) 受非洲猪瘟影响，猪肉迎来上涨周期，利好养猪产业。

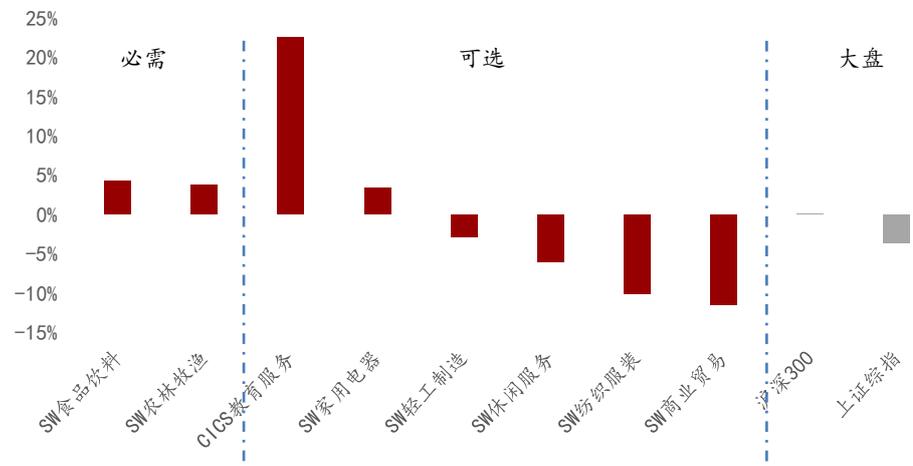
图表 1：2019 年以来部分可选消费跑输大盘_截至 11 月 30 日



资料来源：Wind、万联证券研究所整理

备注：采用总市值加权平均

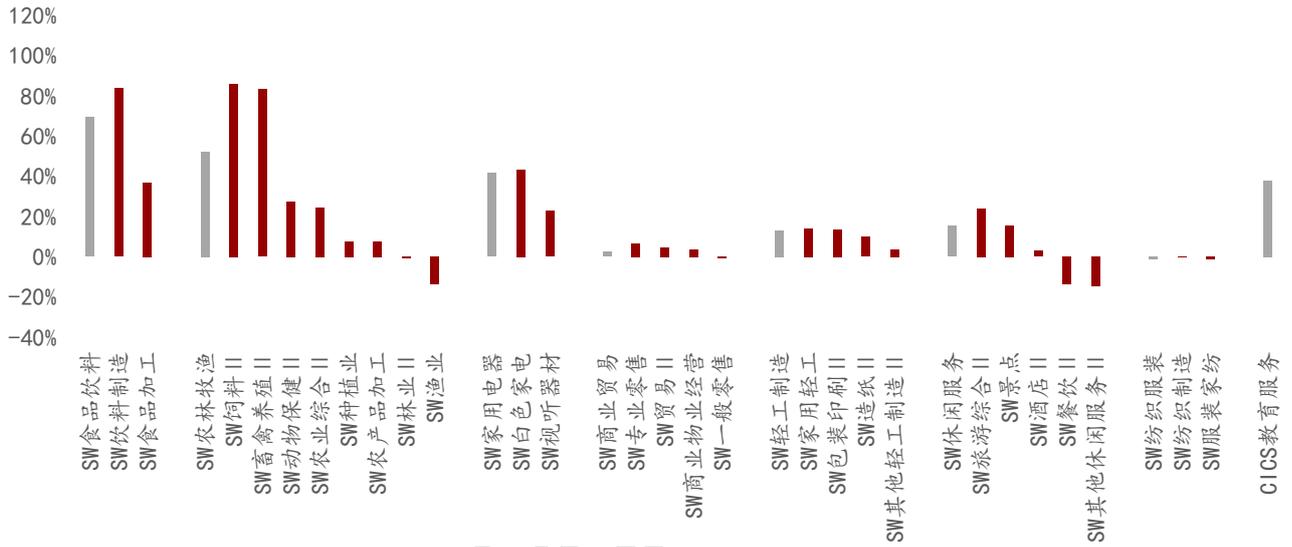
图表 2：2019 年下半年部分可选消费跑输大盘_截至 11 月 30 日



资料来源：Wind、万联证券研究所整理

备注：采用总市值加权平均

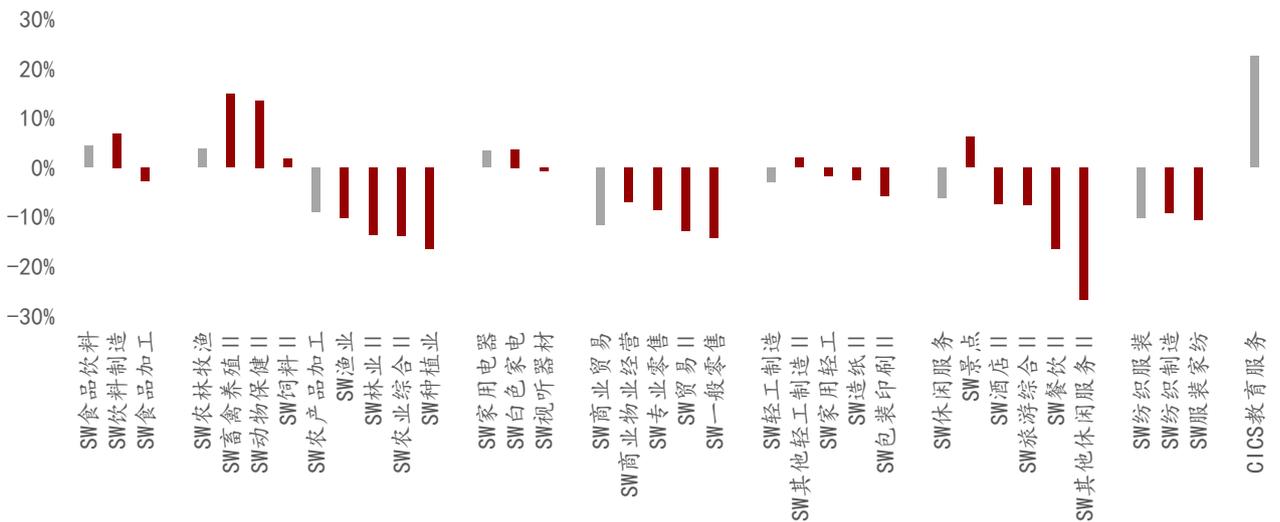
图表 3: 消费各子行业 2019 年初以来涨跌幅_截至 11 月 30 日



资料来源: Wind、万联证券研究所整理

备注: 采用总市值加权平均

图表 4: 消费各子行业 2019 下半年以来涨跌幅_截至 11 月 30 日



资料来源: Wind、万联证券研究所整理

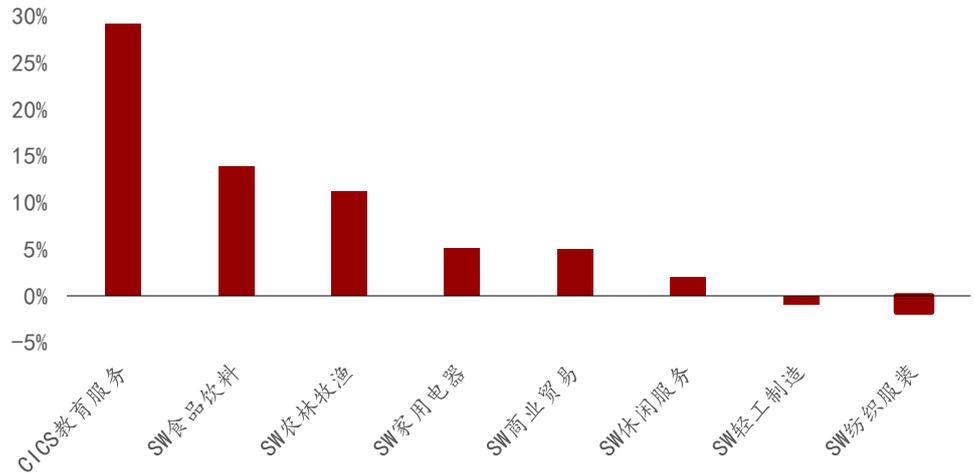
备注: 采用总市值加权平均

消费行业经营情况。分析营业收入指标, 可选消费中, 教育、家电、商贸零售、休闲服务 2019 年 Q1-Q3 累计营收同比增速均实现正增长, 其中, 教育服务以 29.13% 遥遥领先其他板块; 轻工、纺服负增长。必需消费中, 食品饮料和农林牧渔分别实现 13.90%

和 11.22% 的正增长。

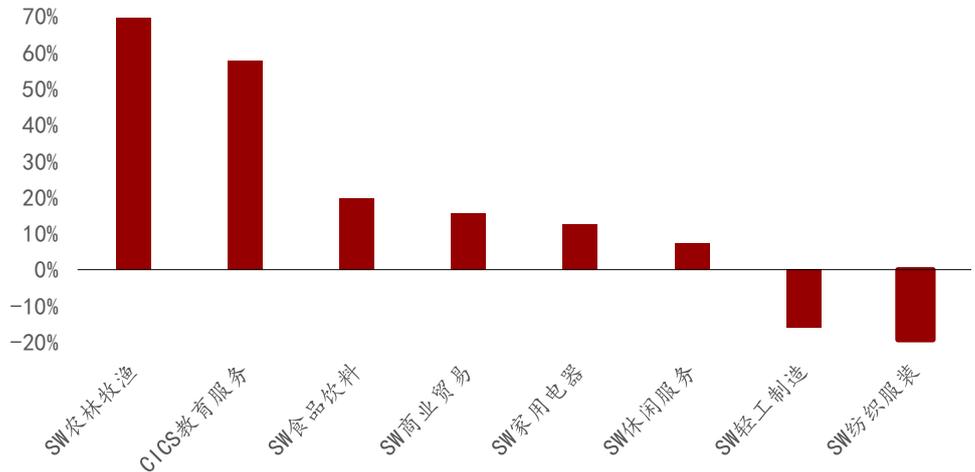
分析归母净利润指标，可选消费中，教育、商业贸易、休闲服务 2019 年 Q1-Q3 累计归母净利润同比增速均呈现正增长，其中，教育以 57.64% 的惊人增速位居前列；轻工、纺服负增长。必需消费中，农林牧渔和食品饮料分别实现 69.66% 和 19.65% 的高速增长。

图表 5：消费行业 2019Q1-Q3 累计营收同比增速



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表 6：消费行业 2019Q1-Q3 累计归母净利润同比增速



资料来源：Wind，万联证券研究所

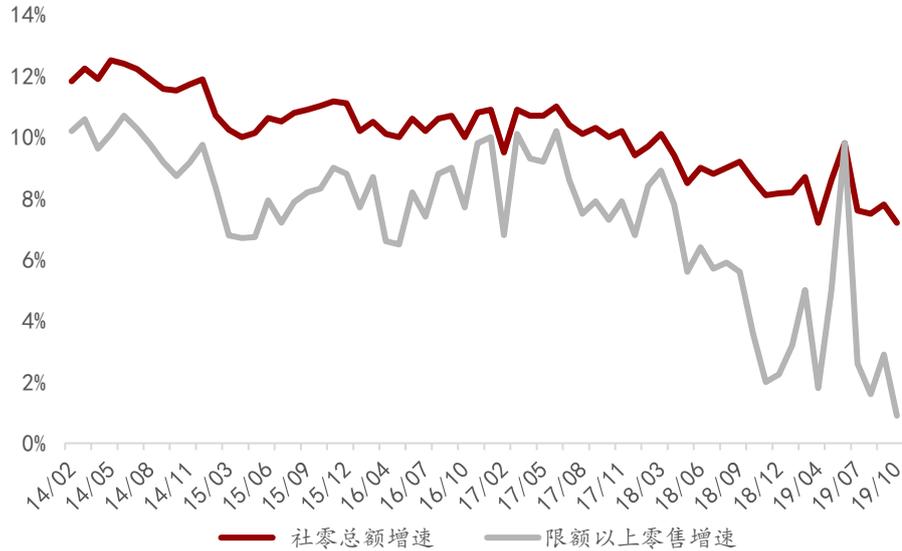
2、2020 年影响消费行业投资的四大关键因素

2.1 因素一之政策：国家密集出台刺激政策，对消费形成有力支撑

2.1.1 消费数据回顾：社零增速阶段性回暖后再现疲态

社零增速 2019 上半年有所回暖，但下半年又现疲态。社零总额增速从 2017 年 6 月的 11.0%降为 2019 年 4 月的 7.2%，之后开始触底反弹，但到 7 月又开始下滑，10 月增速重回 4 月低位 7.2%。

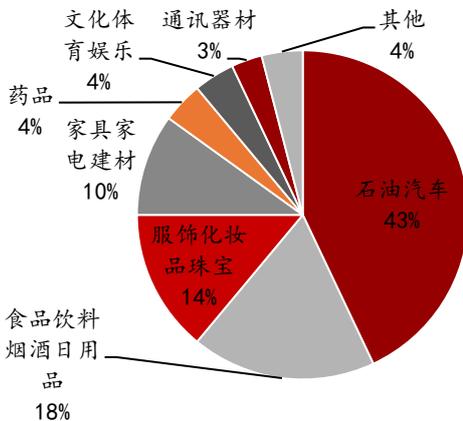
图表 7：经济增速下降叠加中美贸易摩擦，对社会消费造成负面影响



资料来源：Wind，万联证券研究所

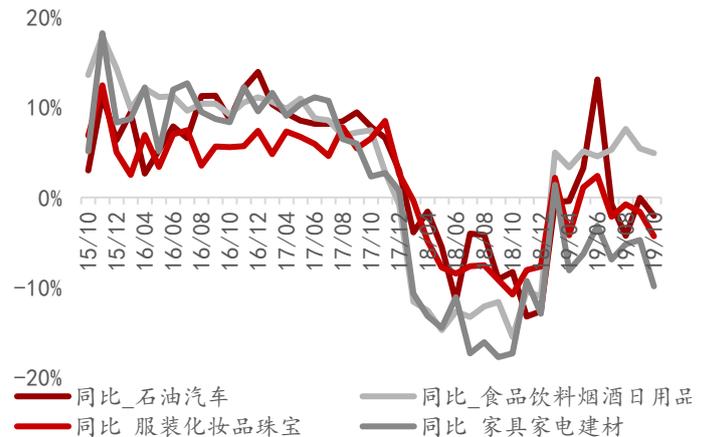
社零数据拆解。限额以上零售数据最主要的成分是石油汽车、食品饮料烟酒日用品、服装化妆品珠宝、家具家电建材四大类，2018 年占比分别为 43%、18%、14%、10%。从 2017 年 10 月开始这四大类零售规模增速下降明显，2018 年全年为负增长，2019 年开始增速逐渐提升为正增长后又调头向下。截止 2019 年 10 月，仅食品饮料烟酒日用品零售同比增速为正，其余均为负。石油汽车的降幅最大，与地产相关的家具家电建材零售额增速下降幅度也较大。

图表 8：限额以上零售的组成结构_2018年



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表 9：限额以上零售的主要成分零售增速



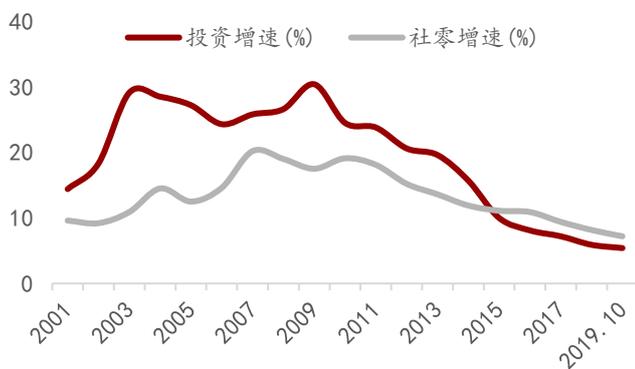
资料来源：Wind，万联证券研究所

2.1.2 消费成为GDP增长新引擎，消费与投资差距进一步拉大

社零增速自 2015 年开始持续高于投资增速。2015 年之前，投资增速一直高于社零增速，2015 年社零增速达到 11.1%，首次超过投资增速的 10%，并在后续年份持续高于投资增速，表明我国经济增长的结构发生改变，消费重要性提升并超过投资。

与此同时，消费对 GDP 增长的贡献率自 2015 年开始持续高于投资，且差距拉大。GDP 增长的三驾马车分别为投资、消费、出口，2015 年之前，投资一直是 GDP 增长最重要的驱动因素，从 2015 年开始消费对 GDP 增长的贡献率超过投资，并持续提升，与投资的贡献率差距拉大。2018 年消费对 GDP 增长的贡献率达到 76.2%，达到投资对 GDP 增长贡献率的 2 倍水平。

图表 10：我国社零增速自2015年持续超过投资增速



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表 11：消费对 GDP 增长贡献率超过投资



资料来源：Wind，万联证券研究所

2.1.3 刺激政策密集出台，对消费形成有力支撑

消费成为经济增长的引擎，今年以来消费刺激政策密集出台。经济增速下行，叠加地产调控、投资增速上行空间有限、出口受中美贸易摩擦影响的背景下，消费成为经济增长的引擎。为了刺激消费，各国家级和省级机关 2019 年相继出台消费刺激政策，这表明了政府提振消费的决心，将对消费行业形成支撑。

图表 12：今年以来国内消费刺激政策密集出台

时间	部门	政策名
2019 年 1 月	发改委	《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案（2019 年）》
2019 年 1 月	河北省人民政府	《关于完善促进消费体制机制实施方案（2019-2020 年）》
2019 年 1 月	北京市商务局	新一轮节能减排促消费政策
2019 年 3 月	财政部、税务总局、海关总署	《关于深化增值税改革有关政策的公告》
2019 年 4 月	上海市委	《关于进一步优化供给促进消费增长的实施方案》
2019 年 5 月	广东省委	《广东省完善促进消费体制机制实施方案》
2019 年 6 月	国家发展改革委、生态环境部、商务部	《推动重点消费品更新升级，畅通资源循环利用实施方案（2019-2020 年）》
2019 年 8 月	国务院	《关于进一步激发文化和旅游消费潜力的意见》
2019 年 8 月	国务院	《关于加快发展流通促进商业消费的意见》
2019 年 9 月	国务院	《关于促进全民健身和体育消费推动体育产业高质量发展的意见》
2019 年 10 月	商务部	《关于培育建设国际消费中心城市的指导意见》

资料来源：政府官网，万联证券研究所

2.2 因素二之宏观经济：类滞胀格局已成，弱周期的必需消费业绩增长相对确定

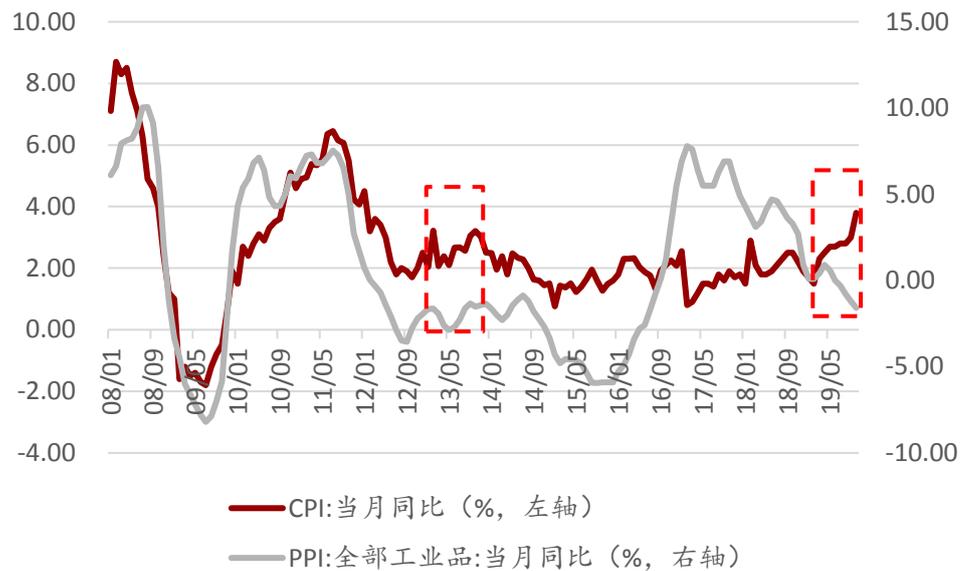
2.2.1 CPI 增速达到 4.5%，类滞胀格局已形成

类滞胀环境已显现，11 月 CPI 同增 4.5%，PPI 同比增速持续为负，整体经济趋势性下行。“滞胀”源于上世纪 70 年代的西方世界，受石油危机影响，西方国家经济增速一路下行，但与此同时，CPI 却不断拉升，因此形成了滞胀的经济环境。本质上来讲，滞胀表现为经济停滞不前，失业率及通货膨胀持续上涨，进而造成经济衰退。相比于滞胀，类滞胀对经济的危害较小，表现为经济增速放缓，整体经济具有一定下行压力，

通胀短期抬升。

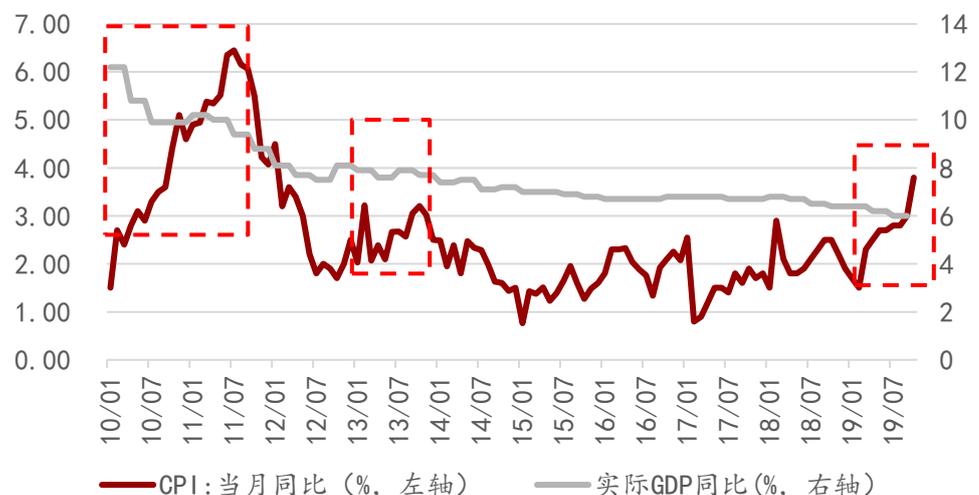
纵观我国经济发展，近年来相似经济环境曾出现于 2010 年以及 2013 年。由于缺乏对“类滞胀”统一而标准的刻画方法，我们分别采用 PPI 同比增速与实际 GDP 同比增速作为经济增长的指标，进而发现目前我国 CPI 增速连续三个月突破 3%，11 月更是达到 8 年以来的高点 4.5%，PPI 增速连续 5 个月为负，实际 GDP 增速持续下降至 6%。若以 CPI 增速突破 3%，PPI 增速持续为负作为判定标准，我们发现 2013 年我国出现相似环境；若以实际 GDP 增速放缓，CPI 增长提速为判定标准，我们发现 2010-2011 年我国经济呈现相似走势。

图表 13：我国现今类滞胀环境与 2013 年相似（以 CPI 与 PPI 双维度测度）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表 14：我国近年来典型类滞胀（以 CPI 与实际 GDP 双维度测度）



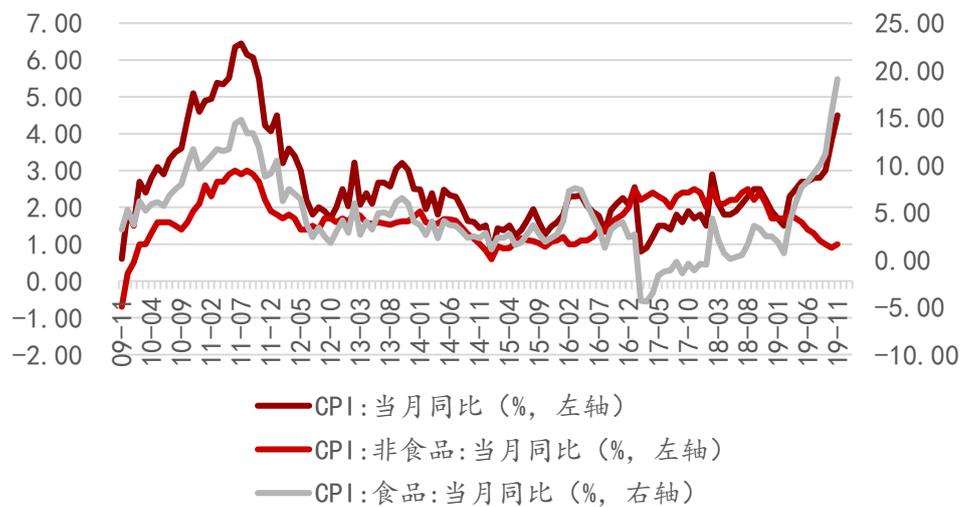
资料来源：Wind，万联证券研究所

2.2.2 本轮“通胀”由食品主导，猪周期贡献显著，预计20年下半年迎来拐点

本轮通胀由食品驱动，猪肉价格上涨成为 CPI 连续破 3 的主要推动力。我国 CPI 同比增速自 2019 年 2 月至今持续上涨，并于 11 月达到 4.50%，期间食品 CPI 增速同样一路高歌猛进，由 2019 年 2 月的 0.70% 快速增长到 11 月的 19.10%，而非食品 CPI 增速持续走低至 1.00%，主因整体经济增速下行，国内其他消费低迷。猪肉占 CPI 权重近年来虽有所下滑，但 2019 年仍达到 2.40%，此外，猪肉价格相比于蔬果等价格波动明显，因此我们认为，猪肉价格的波动仍将对 CPI 同比波动产生较大影响。在非洲猪瘟，生猪供给偏紧的影响下，猪肉平均批发价于今年年初开始上涨，于下半年迎来暴涨，并拉升其他食品价格，例如牛羊肉等其他肉类作为猪肉的替代品，需求上升导致价格协同上涨，其他如大蒜、生姜等间接商品则受猪价上涨带来的通胀预期引导影响，价格滞后上涨。与此同时，蔬果类批发价则呈现下降趋势。综合分析，猪肉价格上涨对 CPI 增速的推动作用可见一斑。

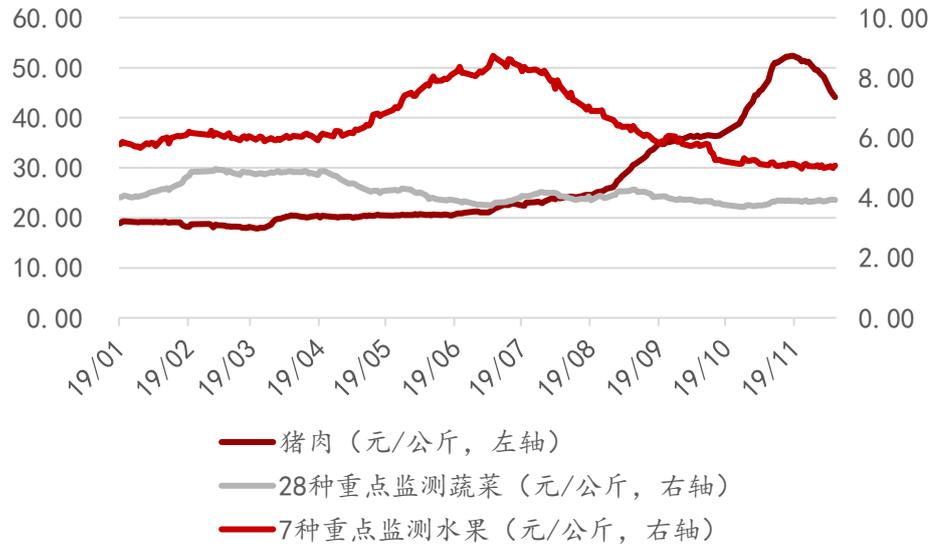
2020 年上半年通胀指数继续震荡上行，下半年有望下台阶。未来猪肉价格波动仍将对 CPI 产生较大影响，猪价自 2019 年下半年暴涨后于 11 月迎来回落，主因季节性因素，政策性调控以及东北猪瘟复发引发抛售。然而，生猪供给仍然偏紧，由于能繁母猪、生猪及商品猪之间存在一定时间的生产周期，此轮能繁母猪补库存到真正供给放量仍需时间，我们预计 2020 年上半年猪肉价格同比将继续上涨，下半年受高基数影响上涨将趋缓，年底有望下降。

图表 15：本轮通胀由食品驱动



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表 16: 2019 年下半年猪肉价格暴涨

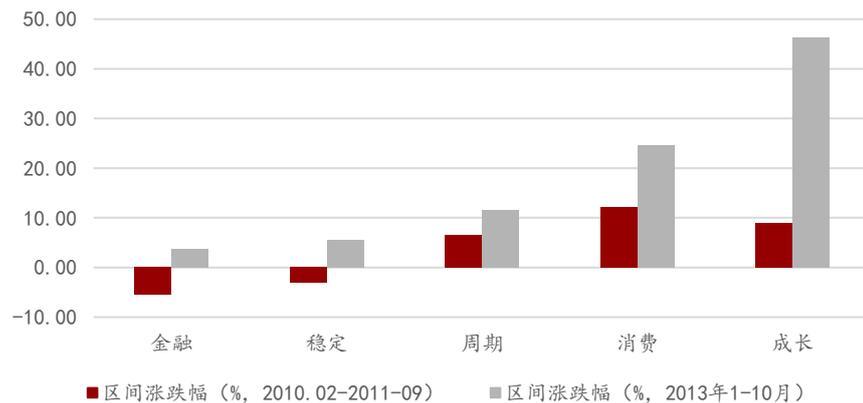


资料来源: Wind, 万联证券研究所

2.2.3 类滞胀环境下与经济关联度低的、弱周期的必需消费的盈利增长相对确定

以史为鉴，成长及消费板块在近年类滞胀环境下表现突出。通过分析上文提到的近年来两轮类滞胀环境下各板块的表现，我们发现消费板块于2010年2月至2011年9月以及2013年1月至10月两轮类滞胀环境下，区间涨跌幅仍分别达到12.07%和24.70%，相比于金融、周期等板块表现较好。

图表 17: 消费与成长板块在类滞胀环境中表现突出



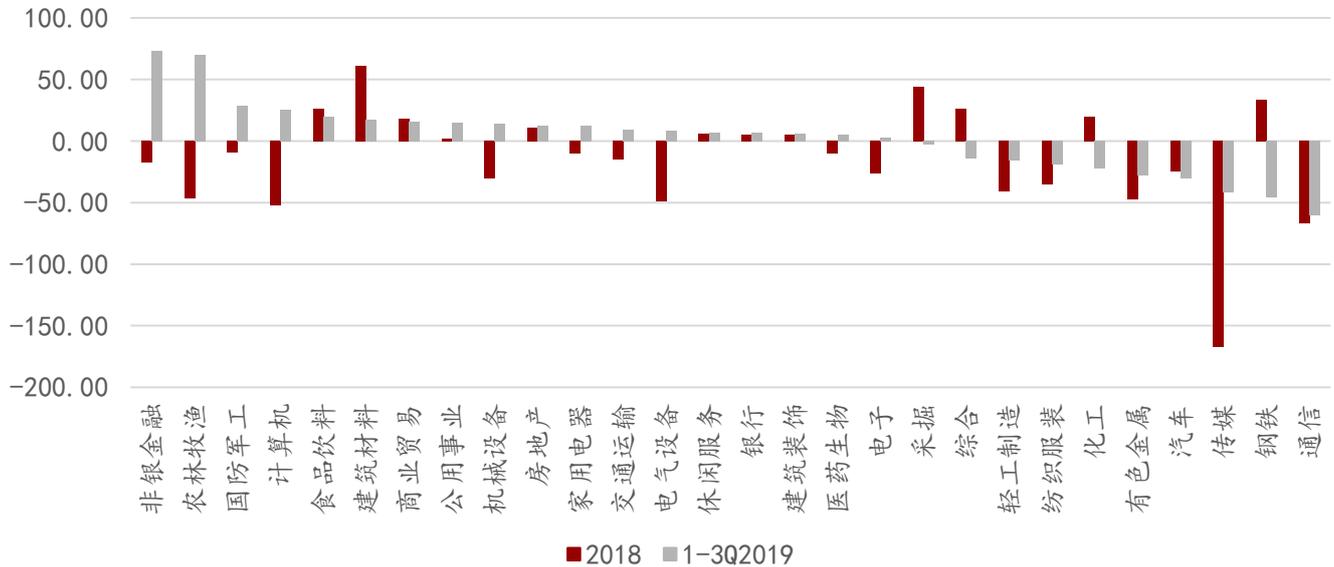
资料来源: Wind, 万联证券研究所

注: 采用成分股涨跌幅算术平均数, 成长板块包括电子、计算机、传媒、机械设备, 稳定板块包括建筑装饰、公用事业、交运等行业

本轮类滞胀形势下，必需消费则较大盘表现更好，盈利增长亮眼，其中食品饮料增速较高且较为稳定。2019年前三季度必需消费板块中的农林牧渔归母净利润同比增速高达69.66%，食品饮料归母净利同增19.65%，在28个板块中分列第二、第五位，此外，相比于其他排名更靠前的板块，食品饮料具有显著的弱周期性，于2018年同样

有 26.21%的稳定增速，在盈利增长上具有一定的确定性。我们认为，在类滞胀环境下，与经济关联度较低的、弱周期的必需消费板块将有较好表现。

图表18：2018年及2019年前三季度各板块归母净利润同比增速（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

注：采用成分股算数平均，按2019年前三季度归母净利润同比增速排序

2.3 因素三之资金：外资加速流入，引导市场投资方向

2.3.1 境外资金加速入场，2019年至11月末北向资金净流入2787亿元

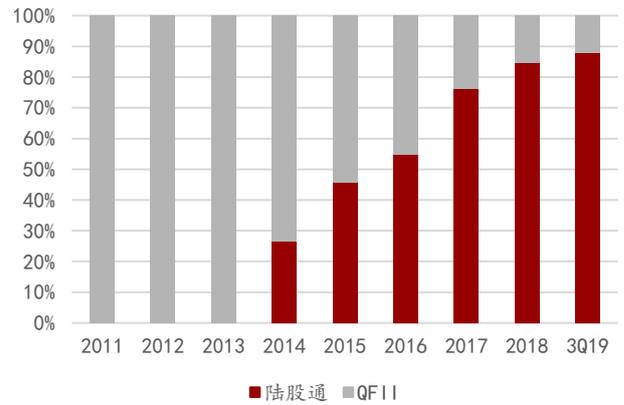
近年来境外资金流入国内市场提速，陆股通成外资流入的主要渠道。伴随着2014年11月沪港通的全面实施，我国资本市场对外开放的进程也明显提速，2016年年末，深港通也正式开通。2016年至今，外资持股规模高速上升，央行数据显示截至2019年第三季度，境外机构和个人持有境内股票总市值达到17,685.54亿元，占流通市值的比重达到3.97%，而包含陆股通及QFII在内的外资机构持股总市值12,737.83亿元，占比达到2.86%。陆股通在经历了额度扩容，投资标的上的限制放开后，加之其灵活便捷等优势以及互联互通的快速发展，目前已发展为外资流入的主力渠道。2019年第三季度报告显示，陆股通持股市值达到11,174.62亿元，是QFII持股市值的7.15倍。

近年来北向资金持续净流入，外资成近年来我国市场增量资金主力军。北向资金自开通以来至11月底已累计流入9,204.83亿元，在陆股通全面落地以及A股纳入MSCI的刺激下，2016-2018年净流入资金规模持续上升，分别达到606.79亿元、1,997.38亿元以及2,942.18亿元。2019年初至11月末北向资金净流入2,787.49亿元，其中沪股通净流入1,186.25亿元，占比43%，深港通净流入1,601.24亿元，占比57%。

图表 19: 近年来境外资金加速入场



图表 20: 陆股通逐步占据主导地位

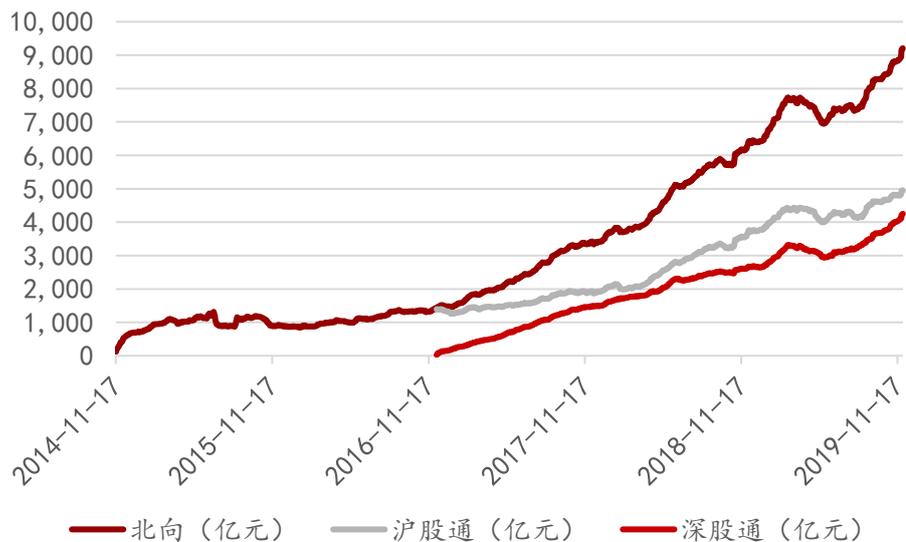


资料来源: Wind、万联证券研究所

注: 外资机构持股情况, 仅含陆股通及QFII

资料来源: Wind、万联证券研究所

图表 21: 自开通至 2019 年 11 月 29 日北向资金累计流入 9,205 亿元 (截至 2019 年 11 月 29 日)



资料来源: Wind、万联证券研究所

2.3.2 内外合力, 长期外资流入大趋势不变

国家持续推进我国金融市场对外开放进程, 2019 年推进力度超预期彰显决心。我国近年来频繁出台相关规定以促进我国金融市场对外开放的进程, 继陆股通全面开放后, 2019 年 6 月, 上交所与伦交所获批开展互联互通存托凭证业务。此外, 针对 QFII、RQFII 的投资额度限制也于今年 9 月份全面取消, 今年我国对金融市场对外开放的推进力度超于预期, 显示了政府扩大外资流入的决心。

国际指数相继纳入 A 股, MSCI 纳入及扩容有望加速外资入场。我国 A 股于 2018 年被纳入 MSCI, 目前纳入因子已升至 20%, 期间富时罗素与标普道琼斯也相继纳入我国 A 股。根据海外经验, 纳入 MSCI 常常是外资加速流入的标志。台湾、韩国等境外市场

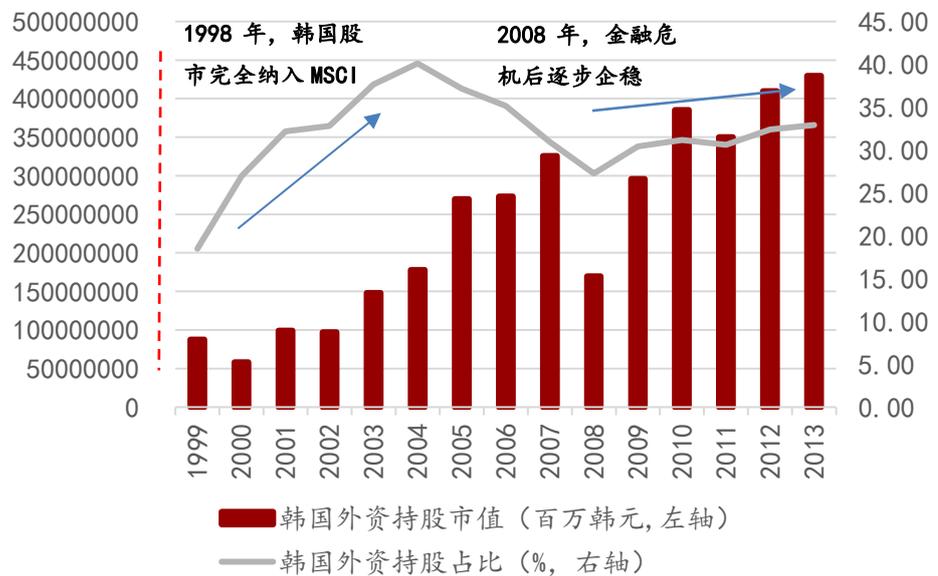
都在 MSCI 纳入之后的几年中吸引了大量外资入场。例如韩国于 1998 年被完全纳入 MSCI 后，直至 2004 年，外资持股规模及占比都在快速上升。

图表 22：“内外合力”助力外资流入我国资本市场



资料来源：网上公开资料，万联证券研究所

图表 23：韩国外资持股占比自股市完全纳入 MSCI 后持续走高

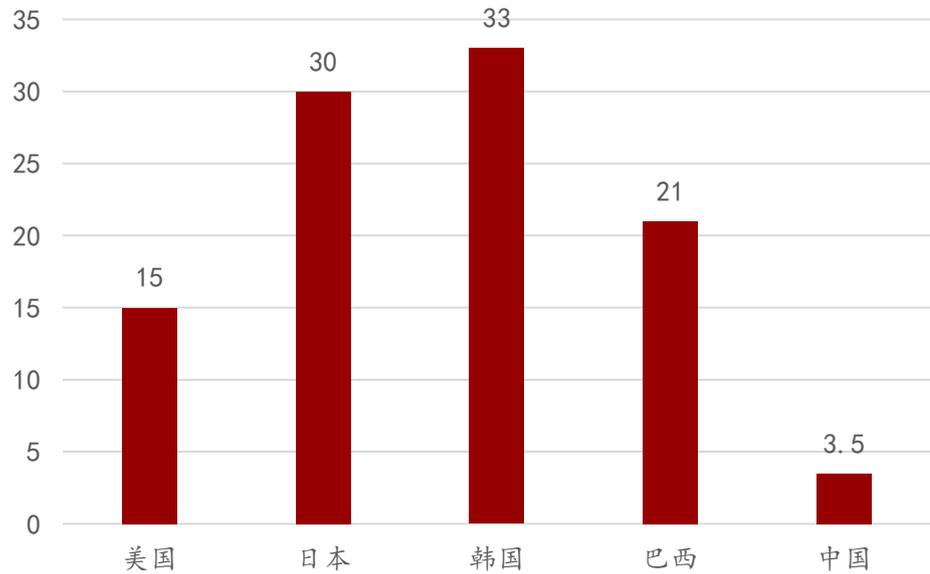


资料来源：Wind，万联证券研究所

我国外资仍处于低配阶段，未来成长空间大。根据 2018 年中国国际收支报告，截至 2018 年末，我国外资持股占境内流通股票市值的比例为 3.5%，不仅低于美国（外资持股占比为 15%）和日本（外资持股占比为 30%）等发达市场，还远低于韩国（外资持股占比为 33%）和巴西（外资持股占比为 21%）等新兴市场。因此，我国外资占比同其他主要国家的证券市场相比仍处在较低水平，未来提升空间较大。

综上分析,我们认为在国家推进金融市场对外开放力度不断加大的背景下,处在 MSCI 等国际指数纳入早期阶段以及外资低配阶段的我国证券市场将会迎来较长期的外资入场,外资将崛起成为国内机构的中坚力量。

图表 24: 我国外资占比处于较低水平,未来提升空间大 (%)

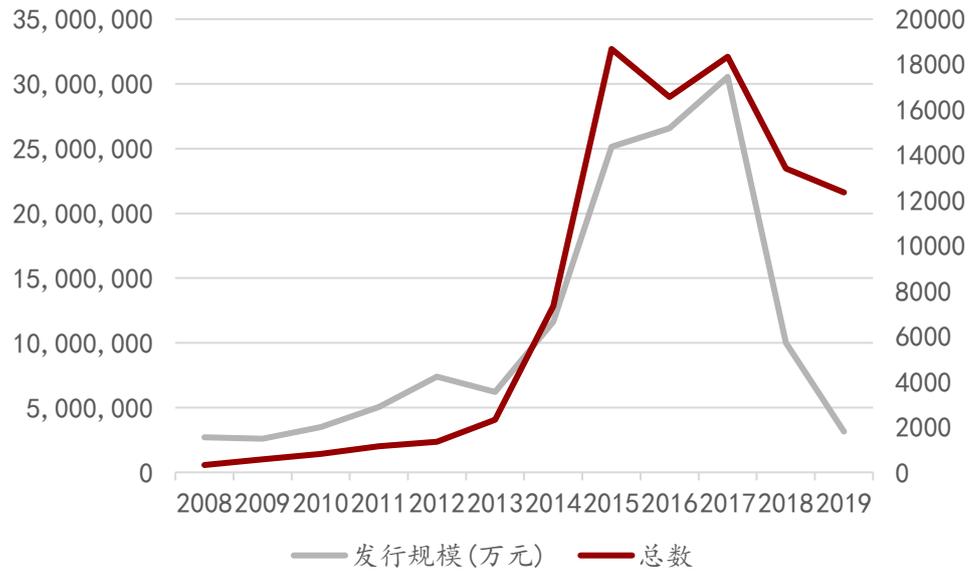


资料来源: 2018年中国国际收支报告, 万联证券研究所

2.3.3 增量资金或引导市场投资方向, 外资重配板块值得关注

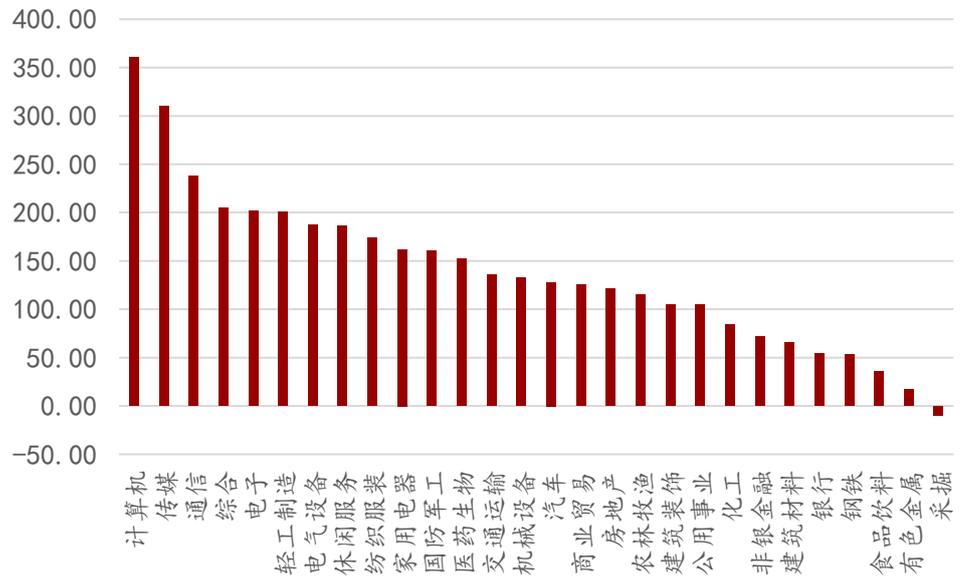
纵观我国机构发展情况,新崛起的增量资金对市场的投资偏好有一定的引导作用。以我国私募基金的发展情况举例,我国私募基金在 2013-2015 年迎来快速发展期,发行规模由 2013 年的 621.16 亿元快速上升到 2015 年的 2,513.99 亿元,私募基金也因此成为了当时主要的增量基金。通过对比 2013-2015 年阳光私募持股的行业分布变化以及各板块区间涨跌幅情况,我们发现二者有一定的重合度。在私募基金快速发展的几年中,阳光私募连续加仓的板块中不乏电子、传媒等成长型板块,而与此同时领涨的前五大行业中同样包括电子与传媒行业。因此,我们认为私募基金的投资偏好或在一定程度上对市场整体的投资方向起到了引导作用。

图表 25: 私募基金发行数量及规模于 2013-2015 年快速上升



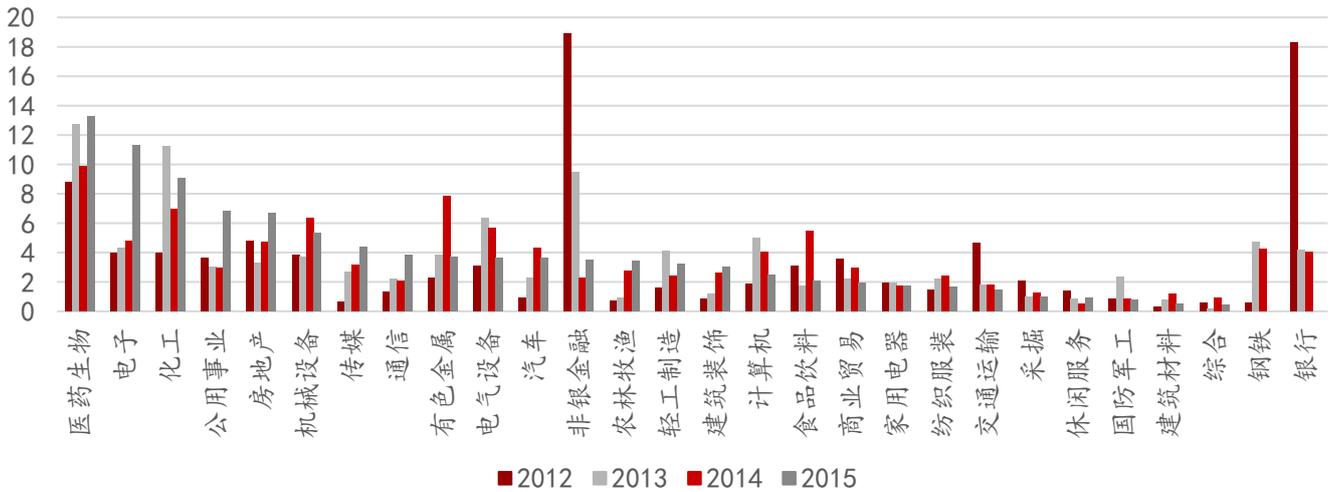
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表 26: 2013-2015 各板块区间涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

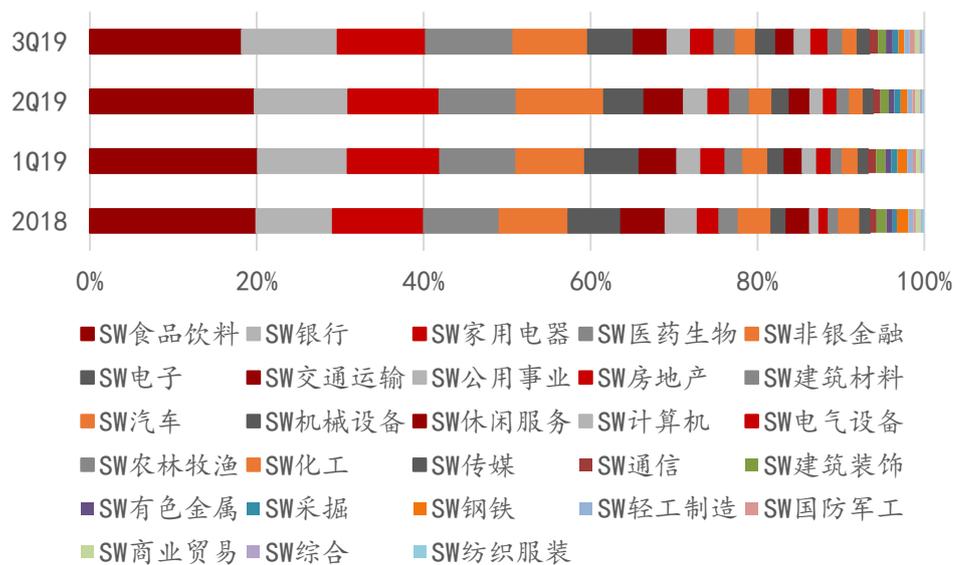
图表27：阳光私募持股市值行业分布（2012-2015年）



资料来源：Wind，万联证券研究所

外资作为新崛起的增量资金，偏爱食品饮料、银行与家电板块。通过统计分析陆股通及 QFII 持股市值的行业分布，我们发现外资稳定偏好大消费与金融行业，大消费行业中则重配食品饮料、家用电器以及医药生物板块。我国大消费行业在国际上具有一定的比较优势，尤其是在食品饮料、家电领域，我国龙头已具备较强的竞争力，这也是这两大板块得到外资青睐的重要原因之一。综合分析，我们认为外资的投资偏好或对整个市场的审美产生影响，因此外资重配板块值得关注。

图表 28：外资偏爱食品饮料、银行、家电等板块



资料来源：Wind，万联证券研究所

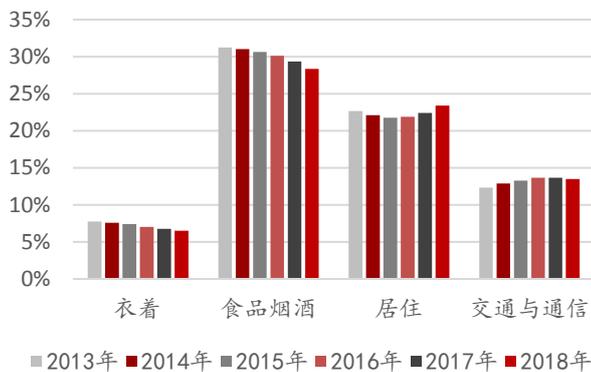
2.4 因素四之消费结构：消费升级仍是长期趋势

2.4.1 我国居民处于生存型消费向服务型消费转型过程中。

我国居民处于生存型消费向服务型消费转型过程中。随着居民收入水平提高，居民消费需求从满足吃穿用度的生存型消费转向能提高生活品质的服务型消费，因此消费支出结构也相应发生变化。从我国 2013-2018 年的数据来看，居民食品烟酒、衣着等消费支出占比处于下降趋势，医疗保健、教育文化和娱乐消费支出占比则处于提升态势。

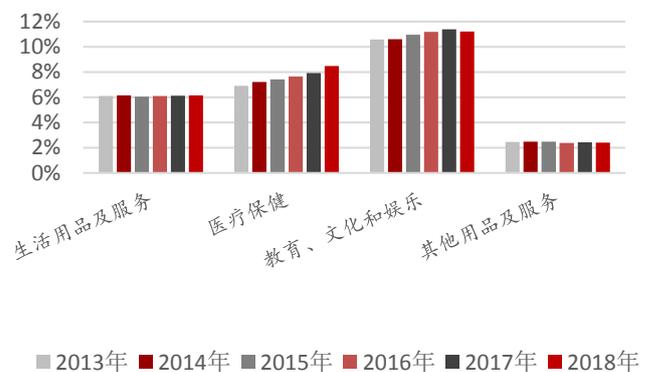
对比美国，我国居民消费支出结构中必需消费占比仍较高。不过对比美国，目前我国居民必需消费支出占比仍较高：2018 年，我国食品烟酒支出占比仍高达 28.36%，教育、文化和娱乐支出占比只有 11.21%，医疗保健支出占比只有 8.49%。而参考美国从 1929 年至今的消费结构数据，食品支出占比从 25%左右降至目前的 7%，医疗服务支出占比从 3%左右提升至目前的 17%，娱乐支出占比从 2%提升至目前的 4%。预计未来我国的服务型消费支出占比仍将持续提升。

图表 29：近年我国居民必需消费支出占比下降



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表 30：近年我国居民可选消费支出占比提升



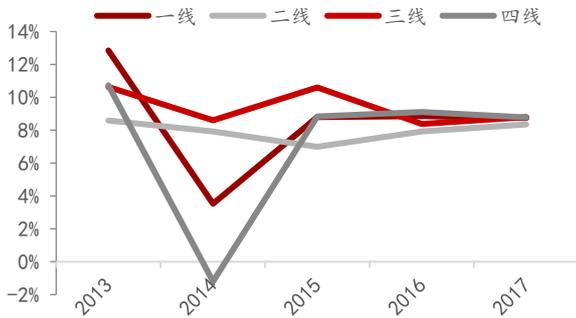
资料来源：Wind，万联证券研究所

2.4.2 渠道下沉，三四线城市及农村市场崛起

低线城市和农村居民的人均可支配收入增速超过城镇居民。2014 年开始主要针对低线城市的棚改，加上高货币化的安置比例催生出了一批低线城市中产阶级。2014-2018 年，一线城市人均可支配收入增速低于低线城市。

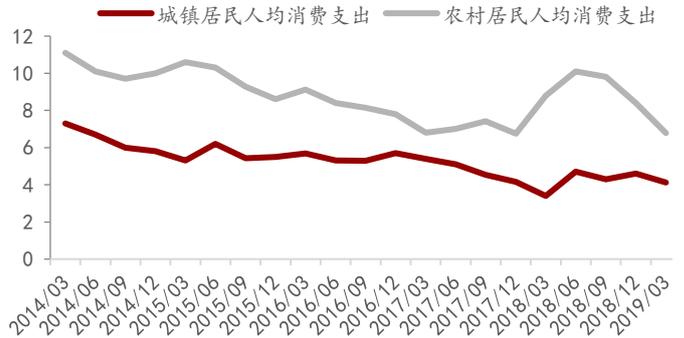
低线城市和农村地区的消费需求迎来快速增长期。相对一线城市高额房价导致高额购房和租房成本，低线城市居民生活压力更小，且时间相对充裕，因此能将更多的收入用于消费活动中。同时得益于国家对农村电商发展大力支持、物流基础设施建设不断完善，网络零售市场结构逐步优化，线上互联网零售以及线下门店连锁扩张，带来一线城市和低线城市的消费便利性差异显著缩小，低线城市的消费需求迎来快速增长期，且增速也有所提升。

图表 31: 我国低线城市人均可支配收入增速超过一二线城市



资料来源: Wind, 万联证券研究所

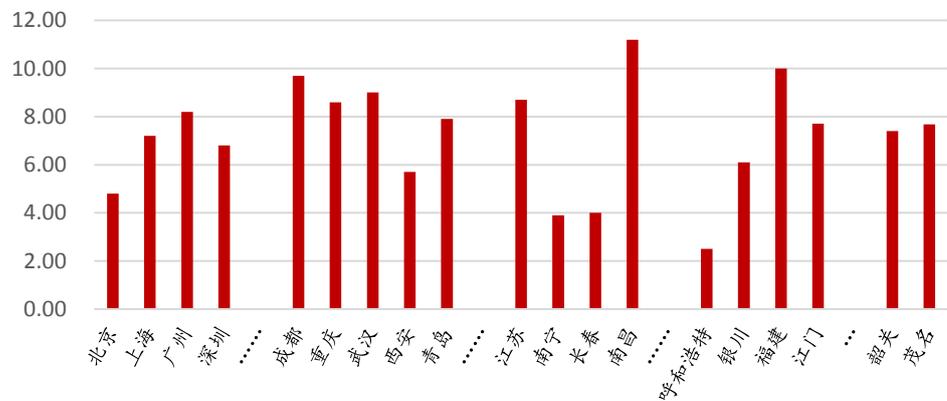
图表 32: 我国农村居民人均消费支出增速超过城镇居民



资料来源: Wind, 万联证券研究所

下沉市场仍有巨大空间。根据统计局数据,截至2019年9月,我国乡村社零总额增速为9%,超过城镇的7.9%。经查询国内一线城市及部分超一线、二线、三线、四线城市社零数据,我国低线城市社零增速存在齐平与赶超高线城市社零增速现象。高线城市的市场逐渐饱和,低线城市和农村地区消费升级,随着渠道的进一步下沉,低线城市和农村市场仍有巨大空间可释放。

图表 33: 我国低线城市社零增速赶超一二线城市



资料来源: Wind, 万联证券研究所

3、投资策略

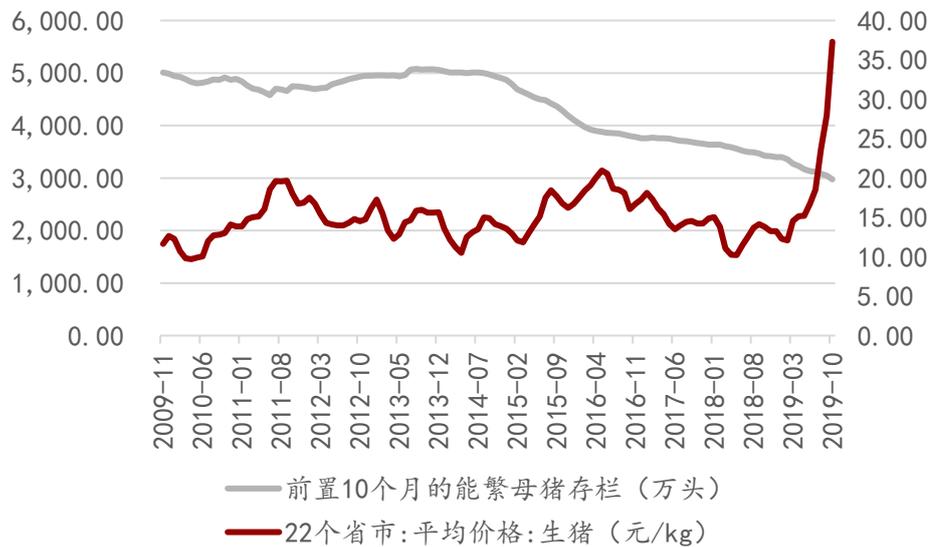
3.1 非洲猪瘟, 看好生猪养殖

3.1.1 生猪价格将进一步上涨, 2020年量价齐升

母猪存栏数将影响 10 个月后的生猪价格。根据能繁母猪的生产周期判断,当前能繁母猪存栏数据将决定未来 10 个月后的生猪存栏数据,从而影响到 10 个月后的生猪

价格，由历史数据可知，前置 10 个月的母猪存栏数据与生猪价格有明显的负相关关系。

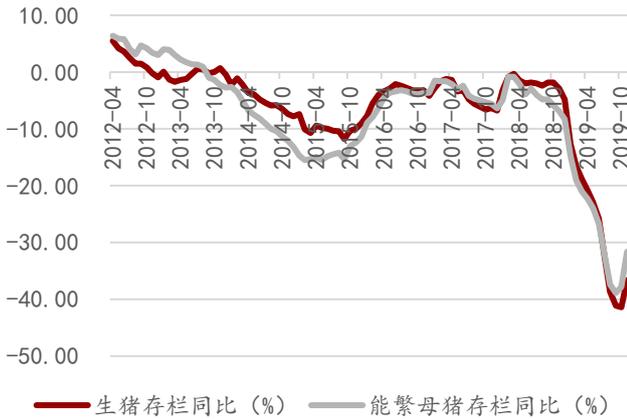
图表 34：前置 10 个月的能繁母猪存栏与生猪价格存在反向关系



资料来源：同花顺，万联证券研究所

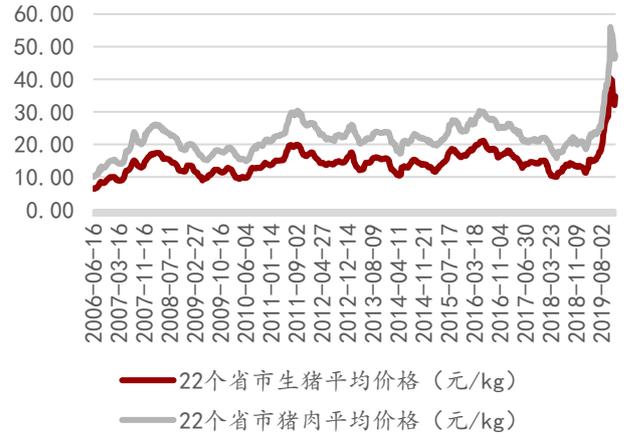
进入全面补库存阶段，生猪价格将进一步上涨。生猪产能大幅去化，受非洲猪瘟影响，我国生猪、能繁母猪存栏量自 2019 年 1 月起快速下降，2019 年 10 月同比降幅达到峰值，10 月能繁母猪存栏环比开始增长，11 月生猪存栏环比出现增长。11 月生猪存栏同比达到-36.64%，能繁母猪存栏同比达到-31.63%，同比降幅有所收紧。生猪价格已从 2018 年 7 月的 12.54 元/千克上涨至 2019 年 10 月的 37.30 元/千克，11 月受东北、华北疫情复发引发的抛售，生猪价格出现下跌，一度跌至 32.08 元/千克，12 月初生猪价格反弹至 34.81 元/千克，主因春节临近需求上升，供给缺口仍在。我们用母猪存栏数预测未来生猪价格走势，母猪存栏下降将影响未来 10 个月的生猪价格。我们判断年前猪价仍将上涨。如果瘟疫不出现反复，未来几个月生猪存栏环比持续改善，预计出栏数据环比拐点需要到明年中期，则生猪价格的高点预计也出现在明年中期，但考虑到瘟疫反复情况，预计拐点将延后。明年上半年生猪价格仍将继续上涨，但考虑到牛羊肉价格的隐形上限，预计高点在 45-50 元/千克。

图表 35: 生猪存栏同比与能繁母猪存栏同比



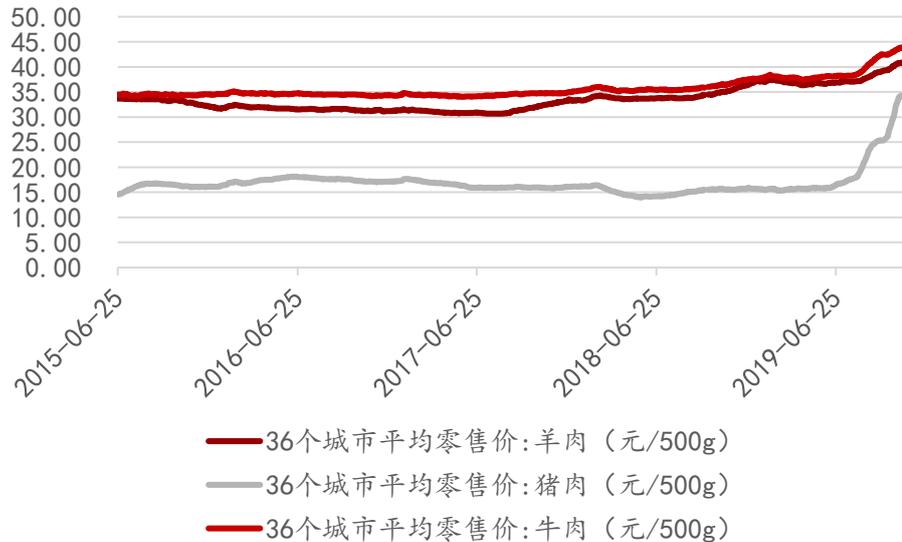
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表 36: 猪肉价格约为生猪价格的1.5倍



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

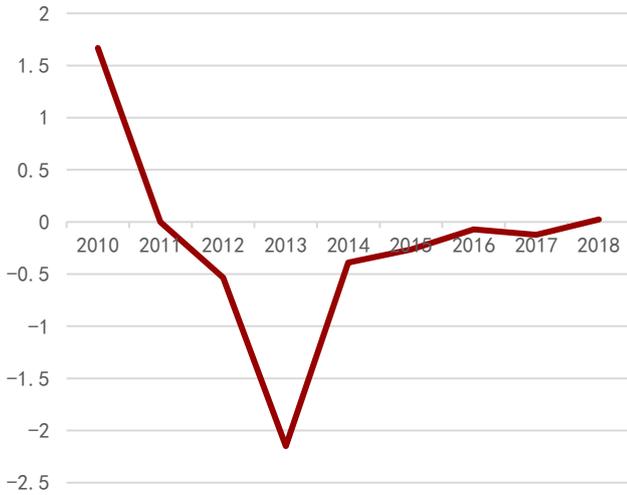
图表 37: 牛羊肉价格可看作猪肉价格的“隐性”上限



资料来源: Wind, 万联证券研究所

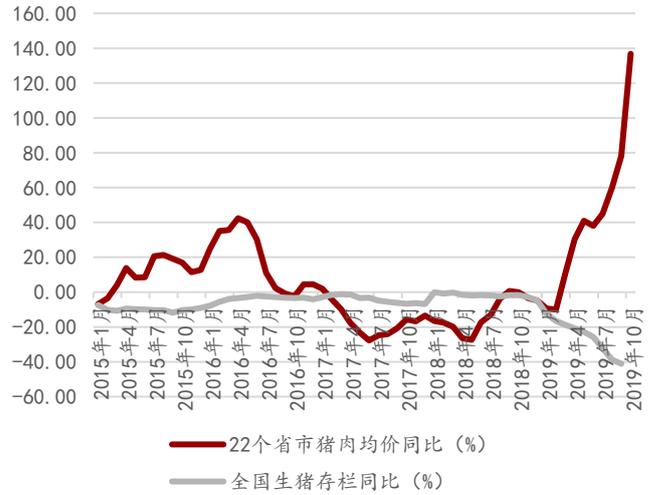
我国猪肉需求自价格弹性低, 猪企受益于猪瘟导致的供给减少。需求自价格弹性低的商品在供给减少时, 价格提升幅度大于供给减少幅度, 使得商品供给企业获得更高收入。在我国传统饮食中, 猪肉属于必需消费品, 需求自价格弹性低, 过去7年平均弹性只有 0.19, 因此非洲猪瘟以来我国猪肉价格上涨幅度远超过生猪供给下降幅度, 将使猪企受益。

图表 38: 我国猪肉的需求自价格弹性 (年度数)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表 39: 非洲猪瘟以来猪价涨幅远超生猪存栏降幅

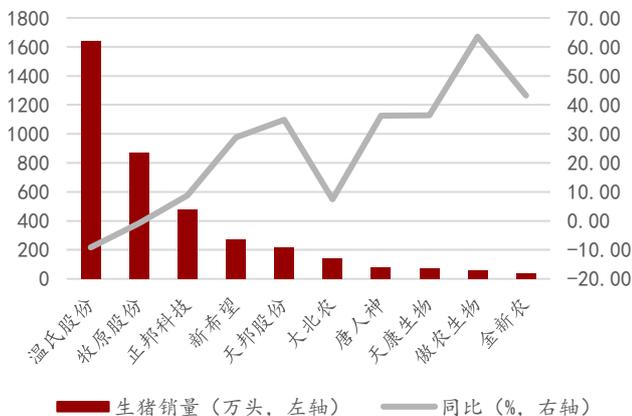


资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

3.1.2 行业集中度提升, 龙头受益

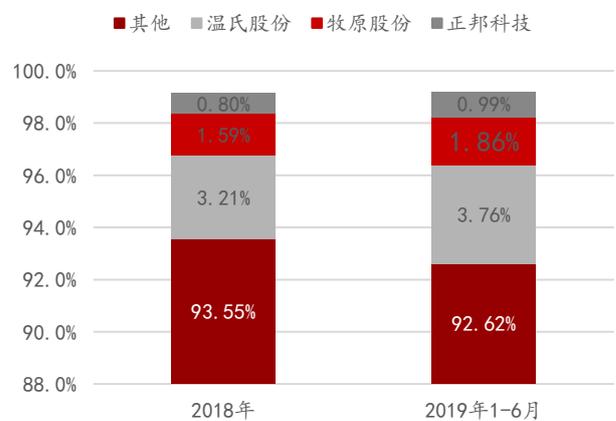
猪瘟疫提高行业壁垒, 龙头受益于集中度提升。在猪瘟疫的威胁下, 相比小型养殖场, 大型养殖场在疫病防治、产业链布局以及资金等方面都具有比较优势。由于非洲猪瘟影响, 2019年上半年全国生猪出栏31346万头, 同比下降6.2%, 但国内上市公司的出栏量却在高速增长。猪企CR3从2018年的5.6%提升到2019年上半年的6.6%。龙头集中度的提升有以下两条逻辑, 一方面, 龙头企业资本优势明显, 产能扩张及补栏能力强; 另一方面, 龙头企业具备技术以及疫病防治优势, 有能力在非洲猪瘟的影响下最小化损失。我们认为, 非洲猪瘟将加速行业集中度的提升, 猪企龙头有望受益。

图表 40: 10大上市猪企1-10月生猪销量



资料来源: Wind, 公司公告, 万联证券研究所

图表 41: 非洲猪瘟下集中度提升加速



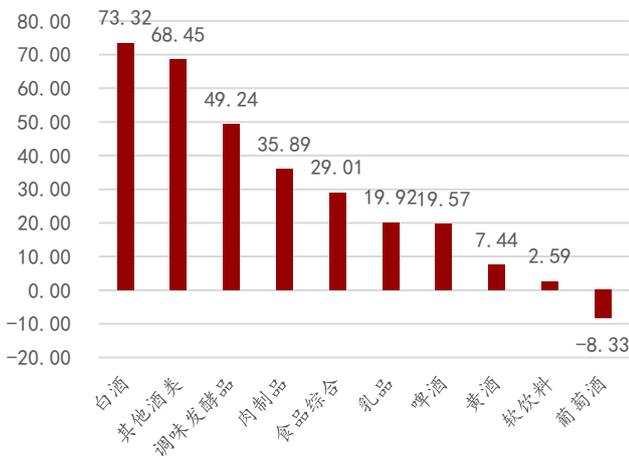
资料来源: Wind, 大畜牧, 万联证券研究所

3.2 类滞胀+外资流入，看好食品饮料和家电，首推白酒、小家电、厨电

3.2.1 白酒消费具备独特刚性，高端白酒增速明显高于中低端白酒

类滞胀环境下，看好食品饮料中的白酒板块。上文分析得出类滞胀环境中，食品饮料板块凭借其弱周期的属性在资本市场及盈利确定性上的表现皆可圈可点。通过进一步的分析，我们认为在食品饮料的 10 大子板块中，白酒值得期待。自年初至今，白酒板块便以 73.32% 的涨幅领涨食品饮料板块。此外，白酒板块 2018 年归母净利润同比增速达到 33.10%，2019 年前三季度归母净利润同增 22.82%，在食品饮料子板块中排第 4 位。但是与其他酒类、啤酒相比，白酒的盈利成长性更为稳定。

图表 42：自年初以来白酒领涨食品饮料细分板块（%，截至2019年11月29日）



资料来源：Wind，万联证券研究所

注：采用成分股涨跌幅算术平均

图表 43：食品饮料细分子板块历年归母净利润同比增速 (%)



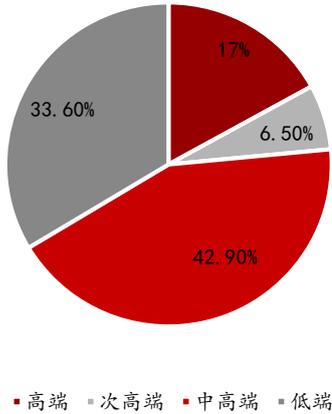
资料来源：Wind，万联证券研究所

注：采用成分股归母净利润求和，按2019年前三季度归母净利润同比增速排序取前5名

白酒特殊的社交、礼品以及投资消费属性为白酒的需求带来相对独特的“刚性”。不同于其他以满足自身温饱为主的消费品，白酒的消费场景中包含其特有的社交等其他属性。例如，社交属性包括企事业单位的商务宴请、居民的日常交际及婚宴丧宴消费等，礼品性消费包括居民的节日送礼消费等，而投资属性则表现为白酒特别是高端白酒的保值能力。

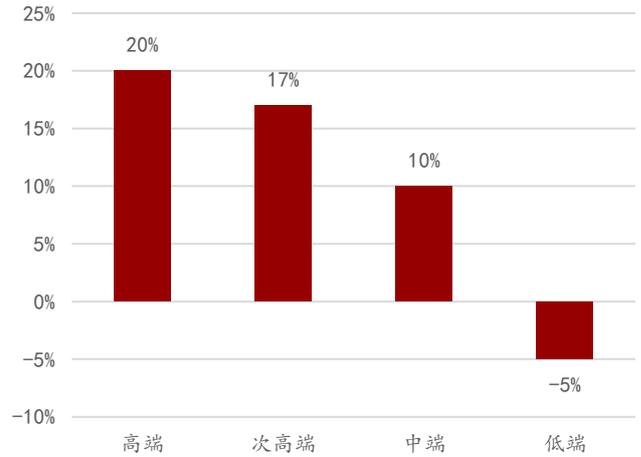
白酒高端化趋势明显，次高端及以上白酒增速明显快于中低端白酒。相比于中低端白酒，高端和次高端白酒依靠其强大的品牌力、稀缺性以及保值增值性将获得更强的发展潜力，进一步挤压中低端白酒的生存空间。根据前瞻产业研究院数据，虽然截至 2018 年，次高端及以上白酒市场规模占有率仅为 23.5%，但未来 3-5 年，高端白酒市场规模复合增速将达到 20%，次高端将达到 17%，而低端白酒市场规模将出现负增长。

图表 44：2018年白酒市场仍以中低端为主



资料来源：前瞻产业研究院，万联证券研究所

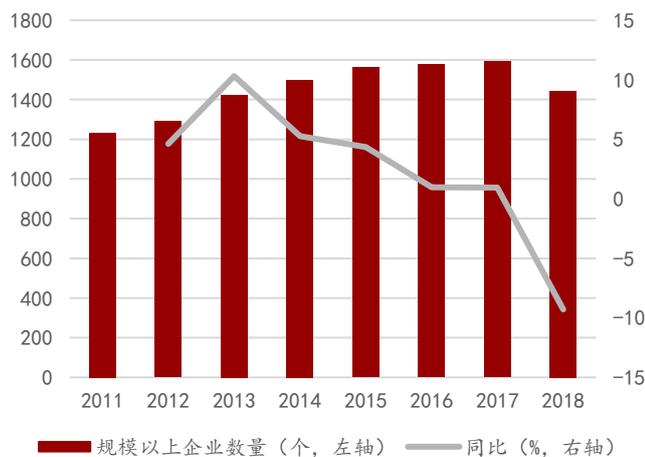
图表 45：未来中国白酒行业复合增速预测



资料来源：前瞻产业研究院，万联证券研究所

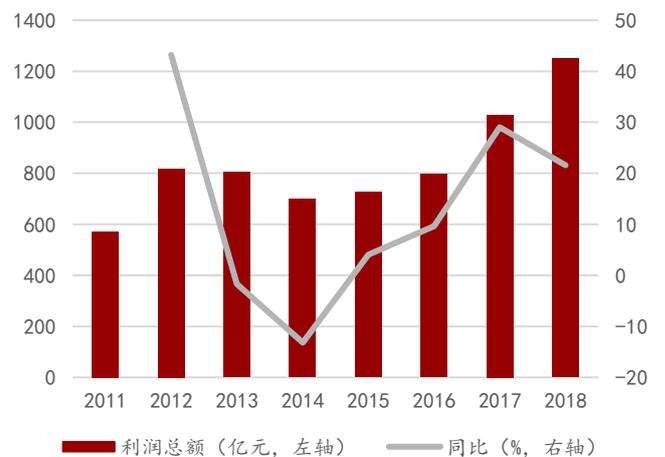
虽然行业整体规模下行，但由于龙头提价以及行业集中度提升，行业总体盈利能力提升。由于经济增速下行，我国白酒销量进入到下行阶段，行业整体规模下降，存量市场竞争加剧。高档酒停止降价，开启新一轮涨价周期，2016年3月，五粮液再次宣布普通出厂价恢复到679元，同年7月，茅台的一批价从每瓶850元涨至900元，2019年茅台一批价已突破2000元。全国名酒开始加快推进全方位的市场下沉，龙头企业的市场份额逐步扩大，规模以上白酒企业数量从2015年的1563个下降到2018年的1445个。上市龙头企业受益于提价与集中度提升，营收与归母净利润持续增长，拉动了白酒行业的整体盈利水平，规模以上酒企的利润总额连续两年同比增速超过20%，2018年实现利润总额1251亿元，同比增长21.6%。我们认为，虽然宏观经济面临增速下行压力，但高端白酒龙头仍有望受益于集中度提升带来的量增，进而保持相对稳健的增长。

图表 46：规模以上酒企数量及增长率



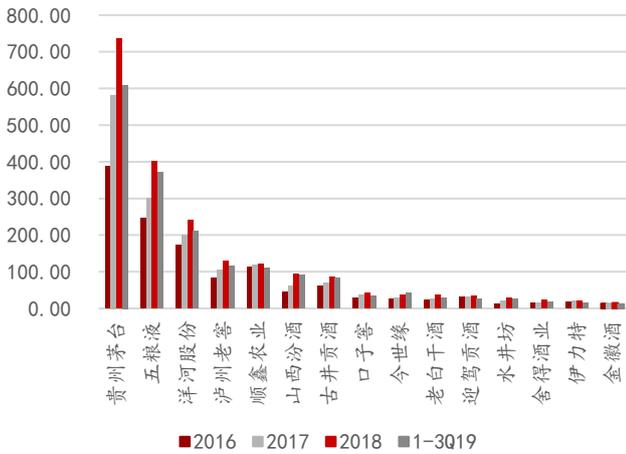
资料来源：国家统计局，万联证券研究所

图表 47：白酒行业利润总额及增长率



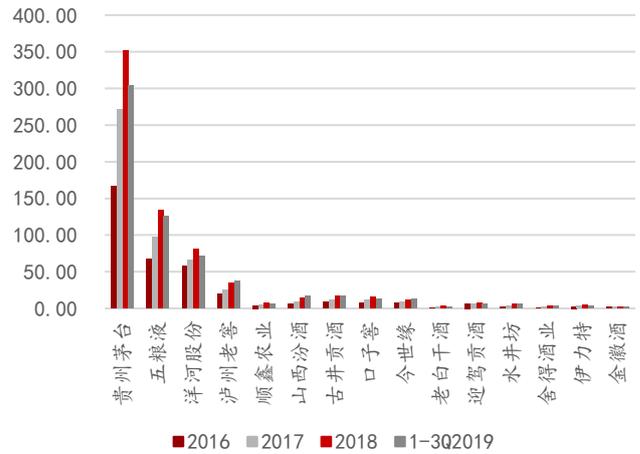
资料来源：国家统计局，万联证券研究所

图表 48: 15大上市酒企营收 (亿元)



资料来源: Wind, 万联证券研究所
注: 按2018年营业收入排序

图表 49: 15大上市酒企归母净利润 (亿元)

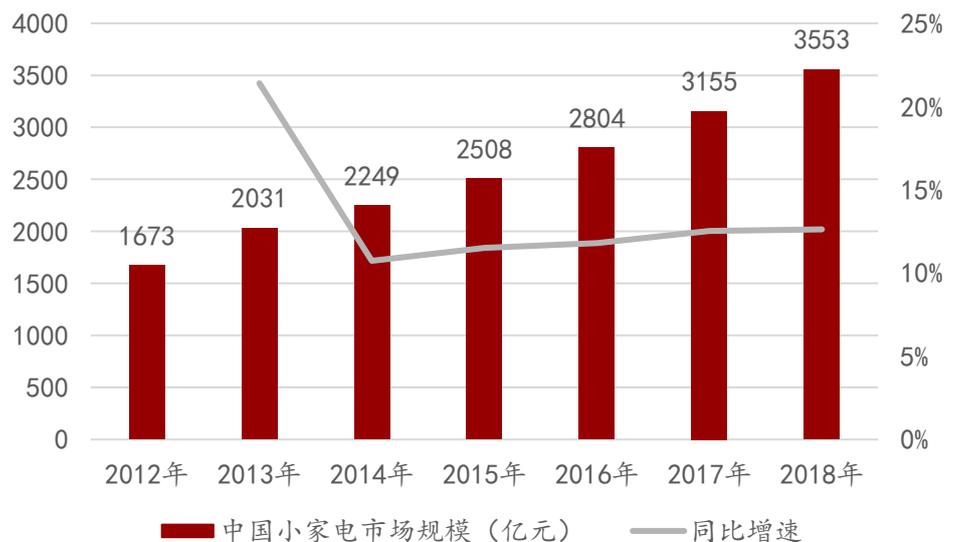


资料来源: Wind, 万联证券研究所
注: 按2018年营业收入排序

3.2.2 小家电保有量较低空间大, 差异化战略冲击市场格局

小家电领域来看, 保有量较低空间大, 近年市场规模持续上升, 有望继续延续增长态势。据智研咨询数据, 目前欧美家庭户均拥有小家电超过 30 台, 而我国城市户均小家电保有量仅在 10 台左右, 农村户均保有量不到 5 台, 增长空间较大。据前瞻产业数据, 2012-2017 年中国小家电行业市场规模年均复合增长率为 13.5%, 在行业市场空间广阔与居民消费持续增长的背景下, 小家电市场有望延续高增长。

图表50: 中国小家电行业市场规模

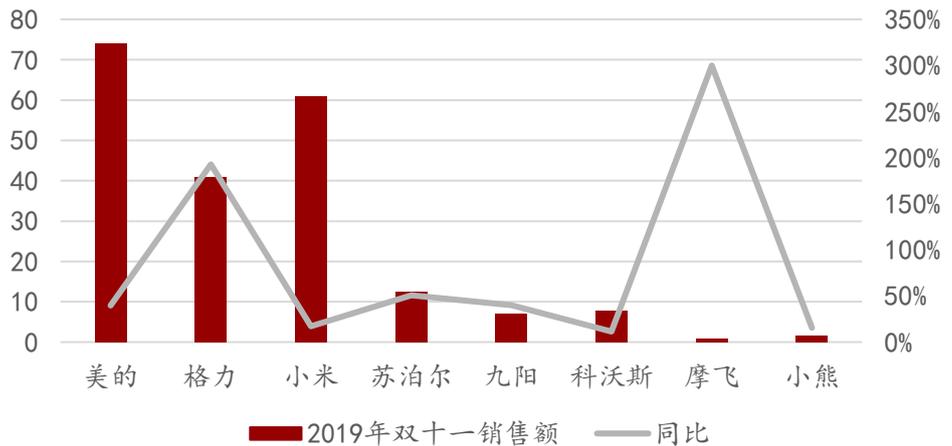


资料来源: 前瞻产业研究、万联证券研究所

差异化战略冲击市场格局, 小家电领域现新业态。小家电领域传统市场格局主要由美的、苏泊尔、九阳三家企业占领, 优质品类及渠道是传统三大小家电龙头的核心竞争

力。而随着居民消费支付能力的提升带动“小众”差异化需求的产生，叠加线上渠道与数字化营销的快速普及，新品牌对原有市场格局的稳态产生了明显的冲击。小熊电器、米家、摩飞等新兴品牌通过品类创新、电商渠道、数字化营销等差异化竞争方式在市场上捕获新的机遇。其次，相比于空冰洗等传统家电 8-10 年的更新周期，小家电的换代更加频繁，往往 3 年内就需要换新。小家电作为家电行业里的“快消品”，对于企业的研发能力与差异化市场需求的把控能力提出了更高的要求，在这一方面见长的企业有可能成为下一个增长点。

图表51：2019年双十一部分家电企业销售额（亿元）及同比

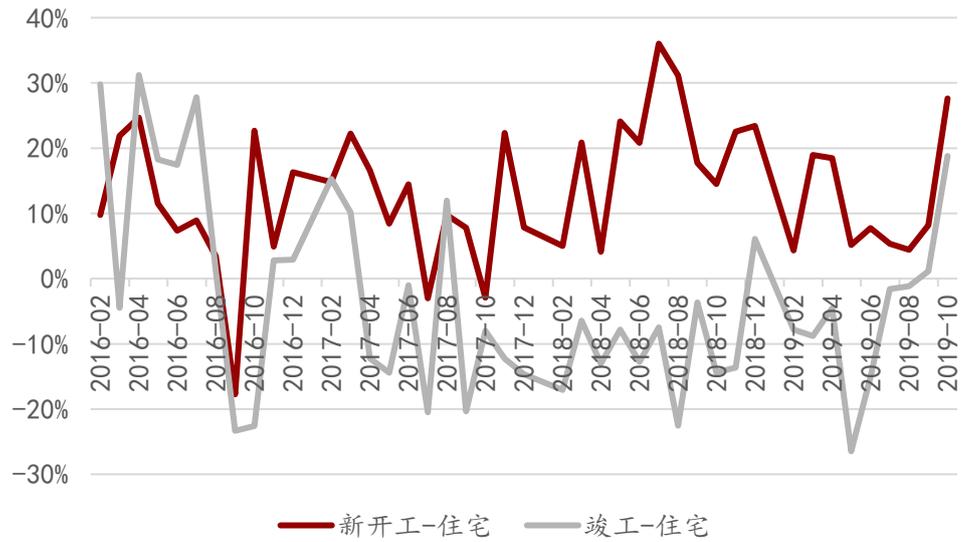


资料来源：公司信息、万联证券研究所

3.2.3 开工竣工面积差收窄，新增需求或带动厨电景气提升

房地产竣工面积有望改善，厨电行业或将受益。在传统的家电行业领域中，厨电类家电与地产的关联度相比于空冰洗及电视而言是最高的，在地产竣工面积带动收楼高峰的背景下，或将明显受益地产后周期。据国家统计局数据，自 2017 年 10 月左右起，我国房地产新开工面积同比增速与竣工面积增速逐渐背离，呈现新开工增速大于竣工增速的现象。可能的原因是房地产商延迟竣工以等待地产新政策出台。但迫于资金压力及房价因素，地产商这种战略的持续性不强。2019 年下半年，地产竣工面积有明显改善，2019 年 10 月增速上升至 19%，厨电行业或将受益地产后周期。

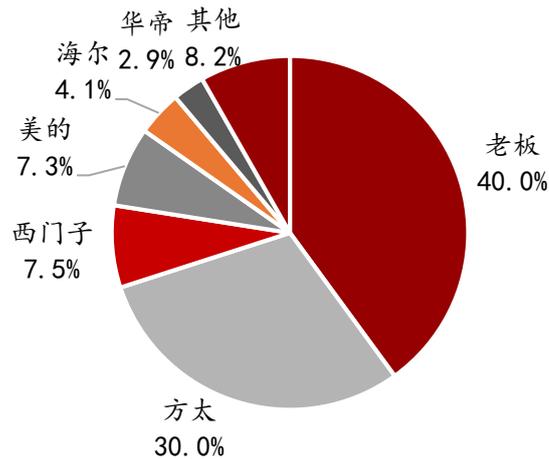
图表52：我国住宅新开工面积及竣工面积同比增长率



资料来源：国家统计局、万联证券研究所

其次，政策推动下精装房比例不断提升，将持续拉动厨电销量高增长，龙头企业占优。据奥维云网数据，精装修市场增速已连续3年高于30%，预计2019年精装修市场渗透率将达到32%。精装渠道本身对企业有产能、品控、服务质量等各方面要求，因此房企往往倾向于选择龙头企业。根据奥维云网数据显示，厨电行业在精装修领域CR2为70%，老板与方太占据垄断地位，相比而言在零售端老板与方太份额较小，但仍占据约50%市场份额。由此可见，在精装修市场规模不断提升的过程中，厨电龙头相对可能将有更好的表现。

图表 53：2018年精装修厨电品牌结构



资料来源：奥维云网、万联证券研究所

3.3 消费升级，看好免税、职业教育、主题公园、化妆品

3.3.1 免税：空间巨大，中免一枝独秀

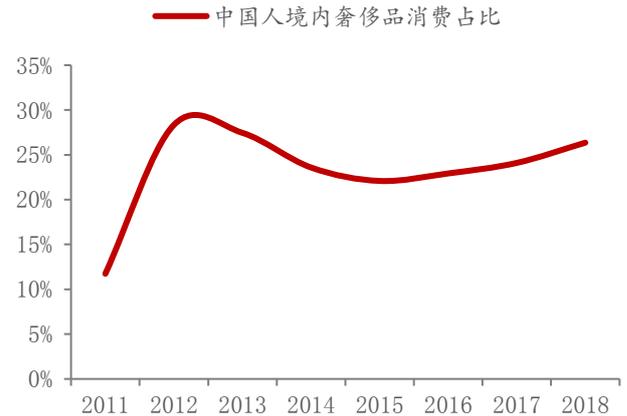
中国免税业增长空间巨大，消费回流趋势下直接受益。根据商务部数据，2018 年中国居民境外购买免税商品总体规模超过 1800 亿元，占全球免税市场销售额的 34.8%，但国内 2018 年免税市场仅 395 亿元；根据要客研究院发布的《2018 中国奢侈品报告》，2018 年全球奢侈品规模大约 3470 亿美元，其中，中国人全球奢侈品消费达到 1457 亿美元，并按约年均 7% 的速度进行增长，占全球奢侈品市场的 42%；而国内总消费额 384 亿美元，仅占有中国人奢侈品消费的 26.36%。免税消费外流规模巨大，国内免税业增长空间巨大，在当前鼓励消费回流的政策环境下，国内免税行业将直接受益。

图表 54：中国人全球奢侈品消费增长



资料来源：要客研究院，万联证券研究所

图表 55：中国人境内奢侈品消费增长



资料来源：要客研究院，万联证券研究所

我国政府出台系列相关制度政策，持续释放利好：

- **引导消费回流政策：**2011 年国家放开口岸出境免税店，2015-2016 年增设口岸入境免税店，2018 年上海市商务局明确提出支持市内免税店和口岸免税店发展，2019 年规范口岸出境免税店的租金比例与提成；
- **国家专营管理制度：**我国免税经营主要采取采取“统一经营、统一进货，统一制定零售价格，统一制定管理规定”的“四统一”政策，因此国内免税行业集中度高且准入壁垒高，信用风险较低。
- **支持行业整合思路：**国资委于 2018 年 7 月提出“以拥有优势主业的企业为主导，加快推进免税业务等专业化整合”的新思路。目前，我国免税业龙头中免集团是唯一一家经国务院授权，在全国范围内开展免税业务国有专营公司，已于 2018 年完成对我国第二大免税企业日上企业的合并，全球排名上升至第 4 位。未来有望进一步整合其他免税企业，提升资源配置能力，使集团商品采购渠道得到优化，议价能力增强，并促进整个国内免税行业的发展。

我国市内免税店空间巨大。目前全球最常见的免税店业态包括出入境免税店、离岛免税店及市内免税店。国内市内免税店的发展非常薄弱，仅港中旅旗下的中侨在哈尔滨开设一家市内免税店以及中出服拥有十余家门店，中免集团拥有市内免税店资质但此前的市内免税店因历史原因被终止。对比免税业最为发达的韩国，在 2016 年-2018 年韩国市内免税店销售额占比分别是 73%、77%、81%，占比较大且呈逐年递增的态势，且市内免税店拥有便利的交通、灵活的购物时间与方式、相对便宜的

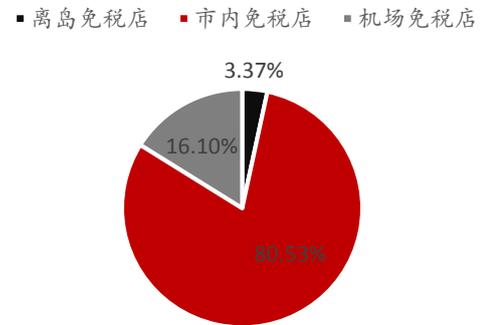
租金等诸多优势，与机场免税店形成良好互补，我国市内免税店仍拥有非常大的发展前景。

图表 56：韩国市内免税店销售收入占比



资料来源：智研咨询，万联证券研究所

图表 57：2018年韩国市内免税店销售收入结构



资料来源：智研咨询，万联证券研究所

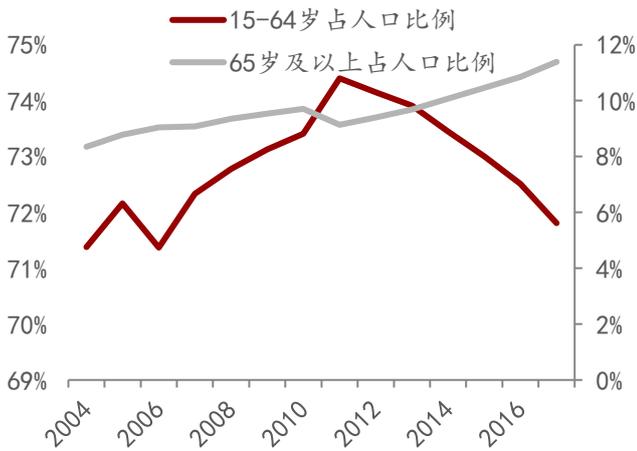
布局国际化扩张，发掘更大市场。2008-2013年，中免集团分别在中国台湾、中国澳门、柬埔寨金边成立了相关分公司或子公司，提供国际免税业务。此外，中免集团与世界第三大邮轮公司丽星邮轮有限公司（Star Cruises）签署合作协议，在其邮轮上开设免税店。近年以来，中免的国际化进程加速，陆续中标港澳国际机场及跨国远洋邮轮等的免税经营权，开辟更广大的海外盈利市场。

3.3.2 职业教育：政策支持，龙头中公教育成功登陆A股

多部委发文，重点支持职业教育。国家政策是影响教育板块的重要因素，在其他教育板块受到严格监管的情况下，职业教育仍处于国家教育最支持的教育细分板块。职业教育在促进就业和改革教育结构上有重要意义，有利于为经济社会发展培养大批高素质劳动者和技术技能人才。2019年1月24日，国务院印发的《国家职业教育改革实施方案》具体提出，到2022年，职业院校教学条件基本达标，一大批普通本科高等学校向应用型转变，建设50所高水平高等职业学校和150个骨干专业（群）。建成覆盖大部分行业领域、具有国际先进水平的中国职业教育标准体系。推动建设300个具有辐射引领作用的高水平专业化产教融合实训基地。从2019年开始，在职业院校、应用型本科高校启动“学历证书+若干职业技能等级证书”制度试点工作。

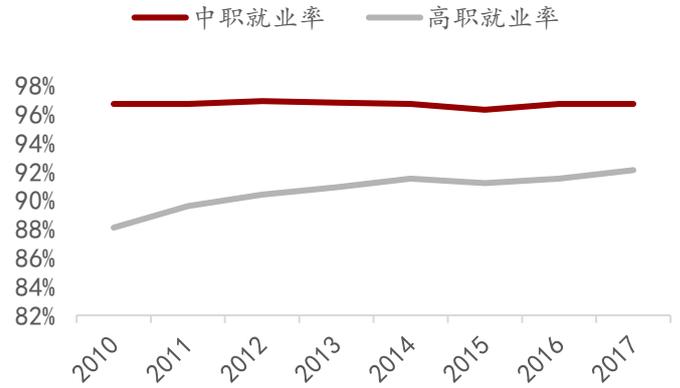
劳动力短缺引起需求增大，推动职业教育发展。根据弗若斯特沙利文的报告，劳动年龄人口总数预计在2022年将进一步减至9.93亿人，导致劳动力市场供应减少；消费升级推动产业转型升级，高质量的劳动力需求提升，根据人力资源和社会保障部数据统计，职位空缺与求职者的比例从2013年的1.09增至2017年的1.16，表明人才供需不匹配呈现明显的上升趋势。2010-2017年，中职毕业生就业率保持稳定，均在96%以上；高职毕业生就业率同样显著上升，从2010年的88.1%提高至2017年的92.1%，半年后就业率更是超过90%。在需求增大与政策利好的发酵下，职业教育行业将进入黄金发展期，市场规模有望持续扩大。

图表 58: 中国各年龄段人口占比



资料来源: wind, 万联证券研究所

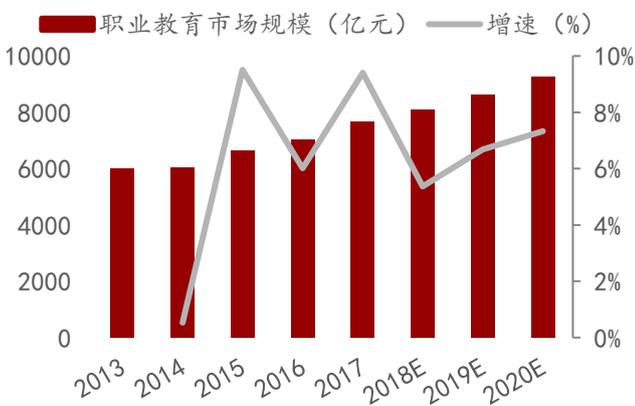
图表 59: 中国中职高职就业率



资料来源: 前瞻网, 万联证券研究所

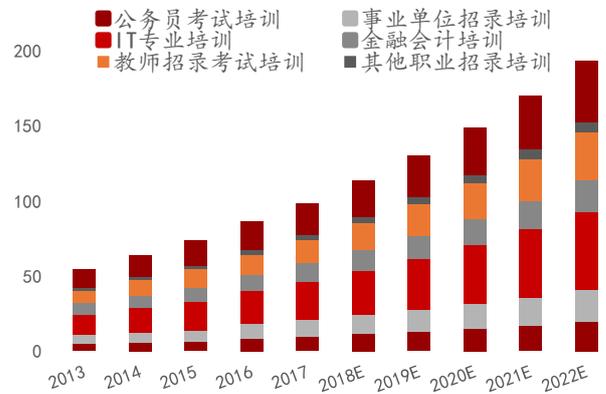
职业教育市场逐步增长, 非学历职业教育未来潜力巨大。根据前瞻网统计, 我国2017年职业教育市场规模为7681亿元, 预计2020年市场规模8536亿元; 根据弗若斯特沙利文统计数据, 2017年职业教育中, 非学历职业教育前景更为明朗, 自2013年以来年复合增长率高达16%, 预计至2022年, 非学历职业教育总收入将达到1930亿元, 年增长率为14.3%。

图表 60: 中国职业教育市场规模及增速



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表 61: 中国职业教育市场

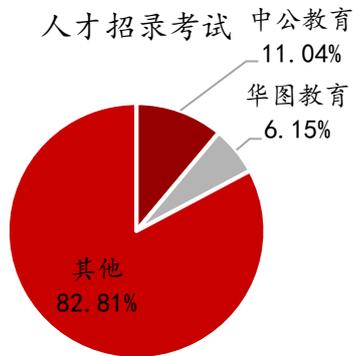


资料来源: 前瞻网, 万联证券研究所

职业培训企业次第崛起, 龙头中公教育成功登陆A股, 集中度加速提升。过去二十年, 职业培训企业次第崛起, 涉足教育范围日渐扩大, 多家职业教育机构纷纷在A股、新三板、港股和美股上市, 其中, 2019年中借壳上市的中公教育市值达1233亿元 (截至2019年10月31日数据), 为目前A股最大的教育公司。根据弗若斯特沙利文的数据, 人才招录考试培训2017年市场总量达364亿元, 其中市场前两大巨头中公及与其经营范围相似的华图教育市场占有率合计为17.19%, 其中中公教育为11.04%、

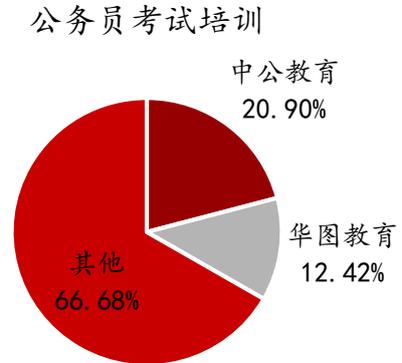
华图教育为6.15%。随着产业快速发展，资本大量涌入，上市通道打开，集中度将加快提升。

图表 62：中公和华图在人才招聘考试市场占比



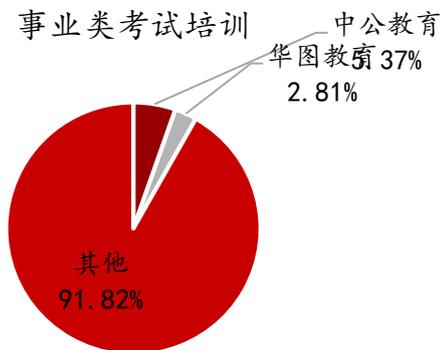
资料来源：弗若斯特沙利文，万联证券研究所

图表 63：中公和华图在公务员考试市场占比



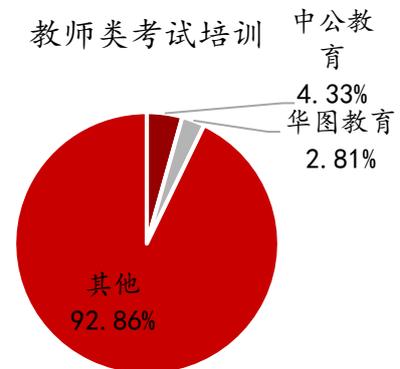
资料来源：弗若斯特沙利文，万联证券研究所

图表 64：中公和华图在事业类考试培训市场占比



资料来源：弗若斯特沙利文，万联证券研究所

图表 65：中公和华图在教师类考试培训市场占比

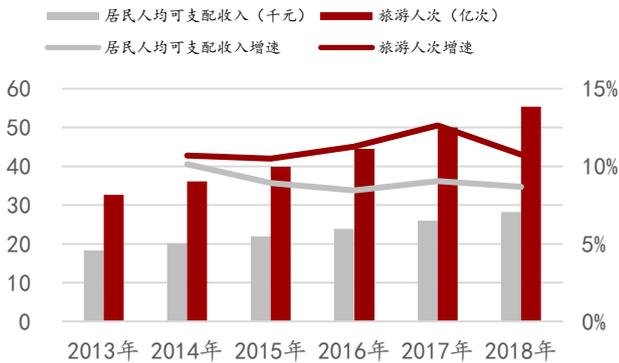


资料来源：弗若斯特沙利文，万联证券研究所

3.3.3 主题公园：宋城演艺确立龙头地位，迎来异地扩张高峰期

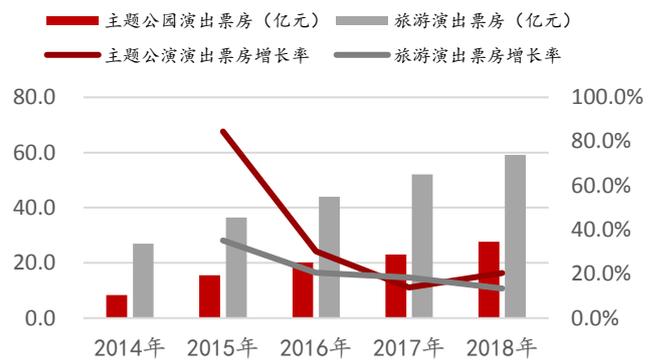
人民生活水平提高，旅游业大幅增长。近年来我国经济高速发展，居民人均可支配收入稳定增长，生活水平和消费水平持续提高，各大景区的旅游人次和旅游收入相应的大幅增长。2018 年全年我国国内和入境旅游人数超过 55 亿人次，旅游总收入超过 5.1 万亿元，旅游对国民经济和社会就业的综合贡献都将超过 10%。同时，相比于过去观光式的旅游和粗放式表演节目，度假式的旅游方式和优质的演艺节目更受到人们的欢迎。

图表 66: 旅游业持续增长



资料来源: 统计局, 万联证券研究所

图表 67: 近五年旅游演出与主题公园演出票房情况

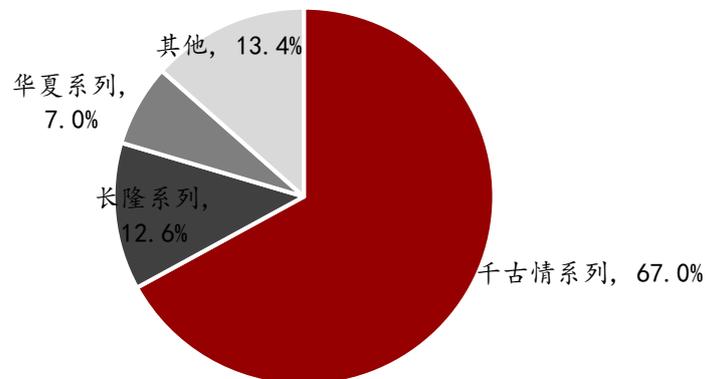


资料来源: 道略演艺, 万联证券研究所

主题公园旅游演出受热捧, 票房持续增长。旅游演艺市场主要分为三大类, 分别为剧场旅游演出、实景旅游演出和主题公园旅游演出。主题公园演出较剧场演出前期投资较大, 但对于游客来说可玩性更高, 对企业来讲附加价值、二次消费高; 较实景演出复制成功率更大。2018年主题公园类旅游演出票房27.7亿, 占旅游演出剧目总票房的46.87%, 占了旅游演出票房市场的半壁江山; 近五年来, 主题公园类演出票房持续增长, 2018年同比增长20.43%, 远高于旅游演出的整体增速。

行业集中度显现, 宋城演艺确立龙头地位。宋城演艺作为国内演艺第一股, 与2010年底在深圳交易所挂牌上市, 至今成功打造“主题公园+旅游演艺”模式, 确立了“宋城”和“千古情”两大品牌。2015年, 千古情系列依托“主题公园+旅游演艺”模式, 票房占比率先达到35.1%, 超过全国三分之一的票房市场, 一家独大; 随着“主题公园+旅游演艺”异地复制项目及旅游演艺轻资产输出项目逐渐落地, 2018年千古情系列的票房逐步扩展到占据全市场2/3左右, 助宋城演艺确立了旅游演艺行业的龙头地位。

图表 68: 2018年主题公园演出各系列票房占比情况

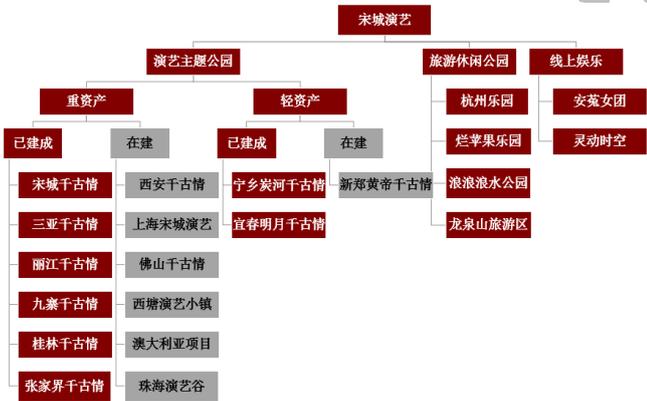


资料来源: 道略演艺, 万联证券研究所

异地项目复制成功, 储备项目充足, 后续布局空间广大, 公司未来盈利可期。公司采

用重资产+轻资产相结合两种复制扩张方式，目前公司正在运营的重资产项目有六个，分别为杭州宋城景区，一轮异地复制项目三亚千古情景区、丽江千古情景区、九寨千古情景区及二轮复制项目桂林漓江千古情、张家界千古情，截至 2018 年 12 月 31 日，除九寨项目由于震后修复期歇业，杭州大本营和其余一轮项目营收都稳定增长中，18 年营收分别达到：9.36 亿 (19.33%)、4.14 亿 (+25.51%)、2.63 亿元 (+17.50%)，一轮复制的三地项目营收合计 6.95 亿元，占公司现场演艺板块营业收入的 41.54%，项目异地复制成功。轻资产项目有三个，分别为湖南宁乡炭河千古情、江西宜春明月千古情及在建中的黄帝千古情。公司储备项目充足：目前储备的项目有 6 个，分别为西安中华千古情、上海千古情、佛山千古情、澳大利亚传奇王国、西塘演艺小镇项目和珠海演艺谷项目，预计会在未来三年内开业并逐步贡献利润。国内项目分散，后续布局空间广大。截至目前，宋城演艺的项目最密集区域为大本营杭州市所在的长三角地区，其余项目则分散分布在西南、中部以及华南地区。公司所有国内项目共涉及 10 个省市，13 个城市（含上海直辖市），后续布局仍有广大的地理空间。

图表 69：宋城演艺运营与储备项目



资料来源：网络公开信息整理，万联证券研究所

图表 70：宋城演艺未来布局空间广阔

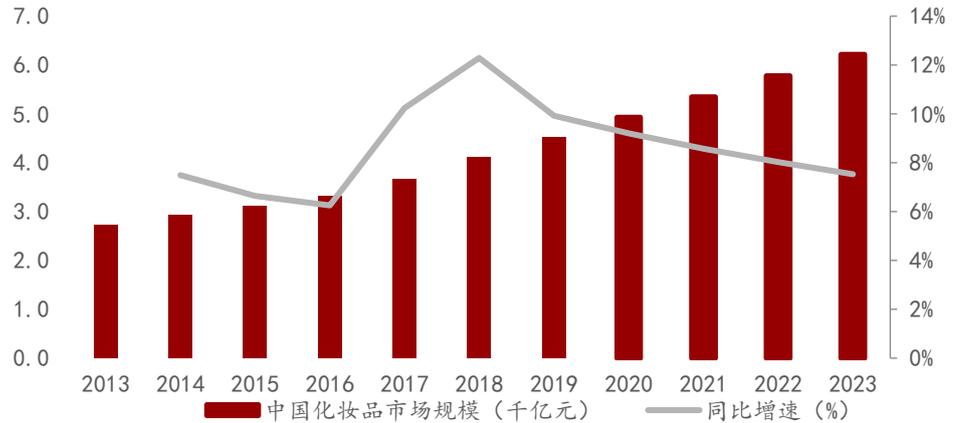


资料来源：根据公司公告整理，万联证券研究所

3.3.4 化妆品：口红效应显现，内资新秀竞争力渐强

经济放缓引发口红效应，化妆品行业未来空间广阔。十年期国债利率走低，全球经济持续下行。近年来中国 GDP 和社会消费品零售总额同比增速双双放缓，而截止 2019 年 9 月，化妆品零售额同比增加 13.4%，遥遥领先其他子板块增速。2018 年中国化妆品市场规模 4104.79 亿元，同比增长 12.29%，增速为近五年来最高。预计到 2021 年将突破 5000 亿元大关。全球占比方面，近年来占比从 2013 年的 10.51% 上升到 13.09%，预计到 2021 年将会提升至 14.65%。高端品牌、彩妆、线上销售成为行业内的三大高增长区域。

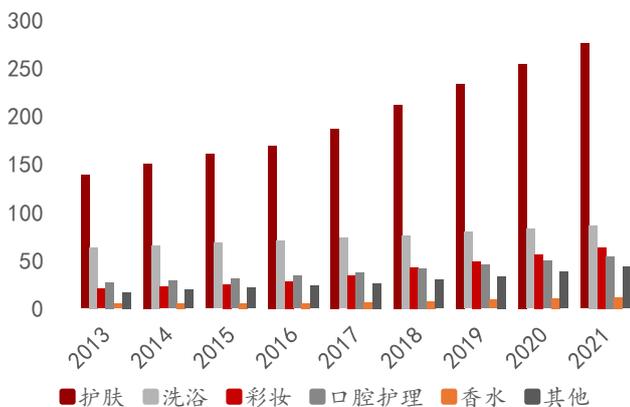
图表 71：2013-2023 年中国化妆品市场规模及增速情况和预测



资料来源：Euromonitor，万联证券研究所

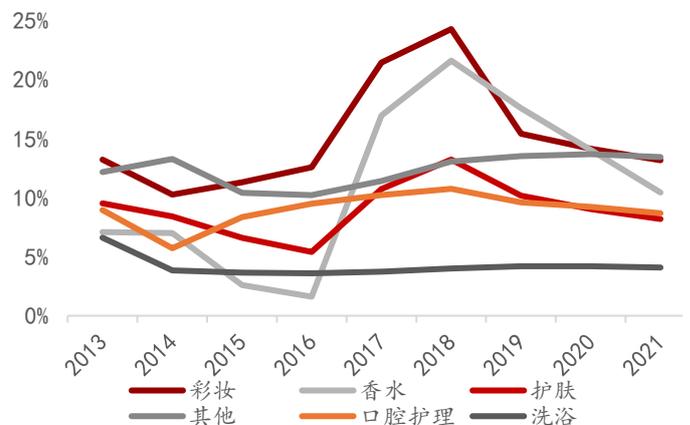
四大子市场+三大增长点，国内市场持续扩张。分品牌级别来看，大众品牌市场最大，高端品牌增速领先。2018 年大众品牌市场规模为 2567.82 亿元(+5%)，未来仍有一定空间；超高端品牌增速最快，在 2018 年达到 41.25%，未来预计维持 20-40%的增速，潜力巨大；中高端品牌和高端品牌增速也达到 28%。分品类来看，护肤的市场规模最大，彩妆增速最高。2018 年护肤市场规模为 2121.85 亿元，占化妆品市场规模的 51.69%；彩妆增速最高，2018 年达到 24.26%。分渠道来看，线下市场规模依然领先线上市场，但两者差距进一步缩小。近年来线上保持 20-30%的高速增长，线下市场则保持 3-10%增速。分群体来看，婴儿专用产品在 2018 年规模为 197.07 亿元 (+15.36%)，之后预计保持增速，男士专用市场规模 2018 年达到 144.85 亿元，预计到 2023 年突破 200 亿元大关，未来均有可能是一片广阔的市场。

图表 72：2013-2021 年中国化妆品市场分品类规模情况及预测 (十亿元)



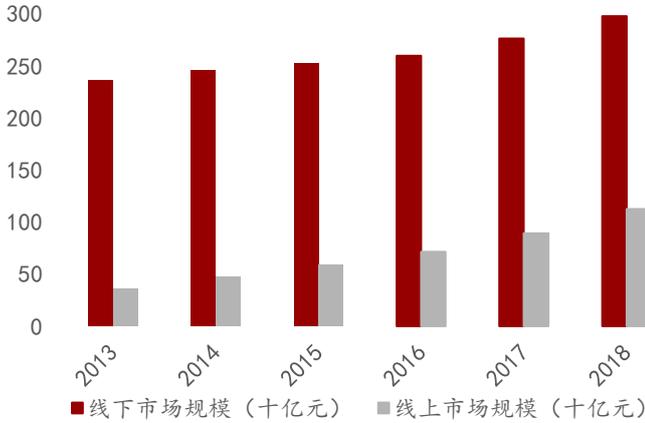
资料来源：Euromonitor，万联证券研究所

图表 73：2013-2021 年中国化妆品市场分品类规模增速情况及预测



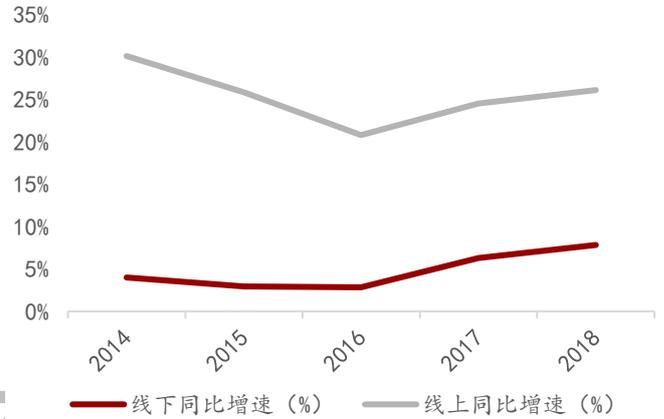
资料来源：Euromonitor，万联证券研究所

图表 74：2013-2021年中国化妆品市场分渠道规模情况及预测（十亿元）



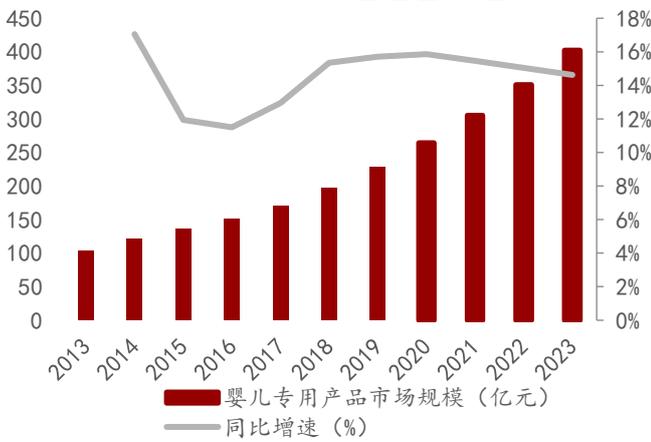
资料来源：Euromonitor，万联证券研究所

图表 75：2013-2021年中国化妆品市场分渠道规模增速情况及预测



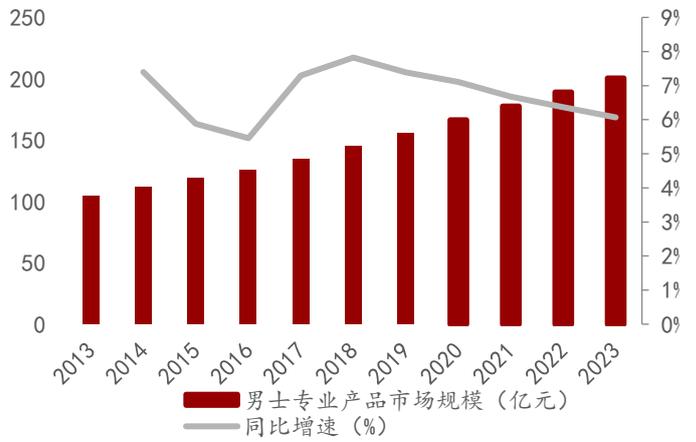
资料来源：Euromonitor，万联证券研究所

图表 76：2013-2023年中婴儿专用市场规模情况及预测



资料来源：Euromonitor，万联证券研究所

图表 77：2013-2023年男士专用市场规模增速情况及预测

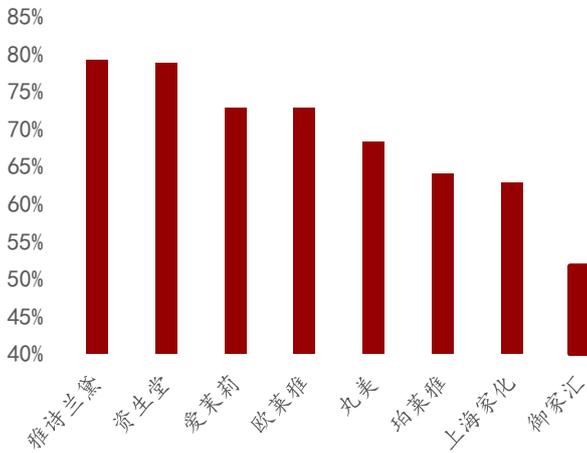


资料来源：Euromonitor，万联证券研究所

化妆品品牌端占据产业链优势，内资后起之秀竞争力渐强。品牌端发展相对成熟，已存在不少具有广泛知名度的企业，其中包括行业巨头公司欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂等，他们掌握产业链的定价权，盈利指标一般处于较高水平：毛利率大多为 60%-80%，净利率大多为 5-15%，平均 ROE 在 5-25%之间，通常国外品牌商盈利能力高于国内品牌商。但值得一提的是，我国化妆品公司丸美、上海家化等盈利数据较为优秀，其中丸美以 26.15%的净利率远超国际品牌欧莱雅（14.48%）、雅诗兰黛（8.16%）等。我国化妆品市场一直以来都被外资主导，内资企业起步发展晚，但近年来内资的市占率却在一直提升，内资企业市占率最高的是上美集团，2018 年达到 2.5%，上市的上海家化、云南白药、珀莱雅、

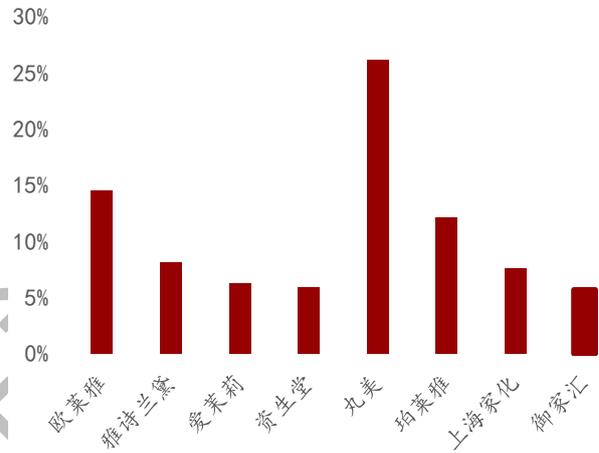
丸美在中国化妆品市场的市占率分别为 1.90%、1.20%、1.00%、0.60%。前 15 家中国本土化妆品公司市占率从 2015 年的 16.50% 提升到 2018 年的 18.70%。内资品牌竞争力逐渐增强。

图表 78：2018 年知名化妆品品牌商毛利率情况



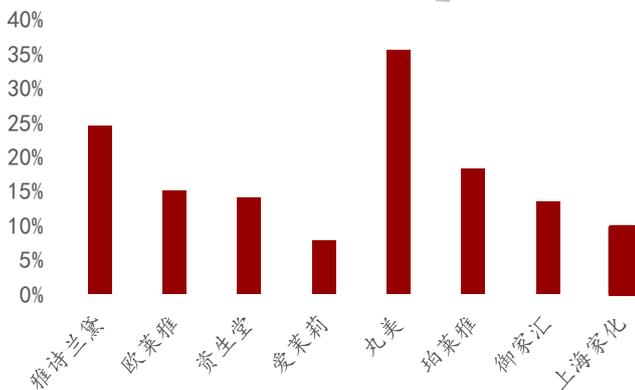
资料来源：Euromonitor，万联证券研究所

图表 79：2018 年知名化妆品品牌商净利率情况



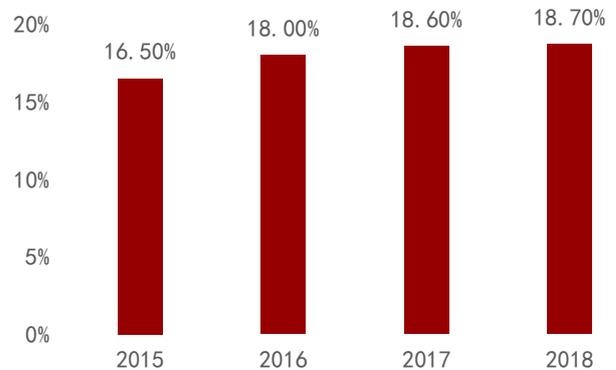
资料来源：Euromonitor，万联证券研究所

图表 80：2018 年知名化妆品品牌商 ROE (平均)



资料来源：Euromonitor，万联证券研究所

图表 81：中国 top15 家本土化妆品公司市场份额



资料来源：Euromonitor，万联证券研究所

4、投资建议

我们认为 2020 年影响消费投资的关键因素有四个：

- 1) **政策因素**：消费成为经济增长新引擎，消费刺激政策密集出台，对消费行业形成支撑；
- 2) **宏观经济因素**：由“猪周期”主导的类滞胀格局已形成，与经济周期关联度低的消费行业，尤其是必需消费行业业绩增长相对稳健；

- 3) **资金因素**：预计我国外资仍将持续加快流入，作为增量资金将主导市场投资方向，家电、食品饮料等消费大白马为外资重配板块；
- 4) **消费结构因素**：我国仍处于消费升级的长期趋势中，可选消费占比将逐步提升，市场将逐步下沉到低线城市和农村。

综合以上关键因素，我们认为消费行业在 2020 年仍然具备投资价值，我们建议从以下角度选择细分行业：

- 第一，从“猪周期”的角度，我们认为 2020 年猪肉价格将维持高位，且非瘟反复发作的概率较大，散户将逐步退出市场，上市龙头享量价齐升，继续推荐生猪养殖板块，建议重点关注生猪养殖龙头企业。
- 第二，从“类滞胀”和外资流入的角度，推荐食品饮料板块和家电板块，其中食品饮料板块中，建议重点关注高端白酒龙头，家电板块中，建议重点关注小家电和厨电龙头。
- 第三，从消费升级的角度，推荐免税、职业教育、主题公园、化妆品行业，建议关注这些细分赛道的龙头企业。

5、风险提示

- 1、**政策风险**。白酒、教育、免税等行业容易受政策影响，比如白酒行业受消费税影响较大，教育行业是政策管理严格的行业，免税行业需关注牌照、免税政策方面变动，有可能出现关键政策变动，导致行业出现大幅调整的风险。
- 2、**市场投资风格切换风险**。近年来由于多方面的综合影响，市场偏好大白马尤其是消费大白马，且给予消费大白马一定的估值溢价，未来可能发生某些未预期的因素，导致市场投资风格出现切换的风险。
- 3、**股市系统性波动风险**。如果经济增速不及预期，企业盈利不及预期，贸易摩擦进一步加剧，以及其他因素，可能导致股市出现系统性波动风险。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数：沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的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、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心
深圳 福田区深南大道2007号金地中心
广州 天河区珠江东路11号高德置地广场