

2019.11.19

消费行业的小龙头时代

——大消费行业 2020 年投资策略

	瞿猛(分析师)	陈彦辛(分析师)	邱苗(研究助理)
	021-38676442	021-38676430	021-38675861
	ziming@gjtas.com	Chenyanxin@gjtas.com	qiumiao@gjtas.com
证书编号	S0880513120002	S0880517070001	S0880118060081

本报告导读:

消费进入下半场，2020 年市场热点可能会从大龙头走向小龙头，重点关注行业需求红利仍在、竞争格局逐渐清晰的小龙头企业。

摘要:

- **投资建议:** ①从宏观层面看，消费已全面上升至国家战略高度，成为经济增长核心驱动力；②经济下行压力下，预计未来整个消费增速会变得更加平稳，增长的核心驱动力逐渐从投资驱动，变为多因素共同驱动（人均可支配收入、财富分化效应、低线城市消费升级等）；③2020 年大消费行业的投资主线可概括为：供给看效率、需求看红利，市场热点可能会从大龙头逐步走向小龙头。我们协同九大消费行业（食品饮料、商贸零售、家电、农业、轻工、社服、汽车、纺服、传媒）分析师，精选出 28 只消费品小龙头企业。
- **目前大消费行业主要存在三大市场分歧。** 消费白马是否估值偏高、机构“抱团取暖”是否会瓦解、科技股崛起是否会导致消费股崩盘，目前市场担忧主要集中于这三点。我们认为，大消费行业进入下半场后，估值体系会从 PE 向 DDM 切换，以前是给“增长”估值，未来是给“竞争优势”估值，竞争优势稳固、业绩稳健增长的消费龙头估值水平是有支撑的。消费属于长周期的产业投资逻辑，如果不出现持续的业绩低于预期或者极端的外部事件，“抱团”现象很难打破，科技股的崛起并不会导致消费股崩盘，但可能会影响超额收益。
- **从资产配置的角度解读大消费行业。** 我们回顾了美国、英国、日本股市，发现大消费行业是盛产长牛股的“摇篮”，这些消费品公司不仅成功穿越了多个经济周期波动，还为投资者带来了惊人的超额回报。从资产配置角度而言，消费行业 β 系数更低，更受大资金青睐，无风险利率缓慢下行的大背景下更是如此。同时，MSCI 第三次提升 A 股纳入比例，反映出海外资金“长期做多中国、加仓大消费”的信心。
- **九大消费行业 2020 年展望。** A. 供给看效率：伴随中国经济进入挤压式竞争时代，经营效率高、竞争优势强的龙头企业，可以挤压中小企业市场份额来获得成长；B. 需求看红利：三四线城市的人口红利还在继续，这些城市人口基数大、收入增长快、边际消费倾向高，为美妆、免税、体育、休闲娱乐、户外运动、白酒、零食等细分领域带来巨大的发展机遇。在投资标的方面，我们更看好消费小龙头企业：①从增长价值角度，随着中国步入第三消费社会，个性化、品质化、多样化消费成为主旋律，众多细分领域的小龙头迎来增长提速期，而超级龙头（如白酒、家电等）市占率已经历一轮快速上行且市场预期充分；②相较于超级龙头，小龙头盈利增速更快，充分享受行业高增长红利及竞争优势加强带来的市场份额快速提升，估值性价比明显更高。
- **风险因素:** 经济增速放缓，中美经贸摩擦，行业竞争加剧的风险。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

细分行业评级

范杨(分析师)

021-38031722

fanyang021430@gjtas.com

S0880519050001

穆方舟(分析师)

0755-23976527

mufangzhou@gjtas.com

S0880512040003

刘越男(分析师)

021-38677706

liuyuenan@gjtas.com

S0880516030003

钟凯锋(分析师)

021-38674876

zhongkaifeng@gjtas.com

S0880517030005

郝帅(分析师)

010-59312799

haoshuai@gjtas.com

S0880518020004

相关报告

《通胀风云起，还看大消费》2018.01.09

目 录

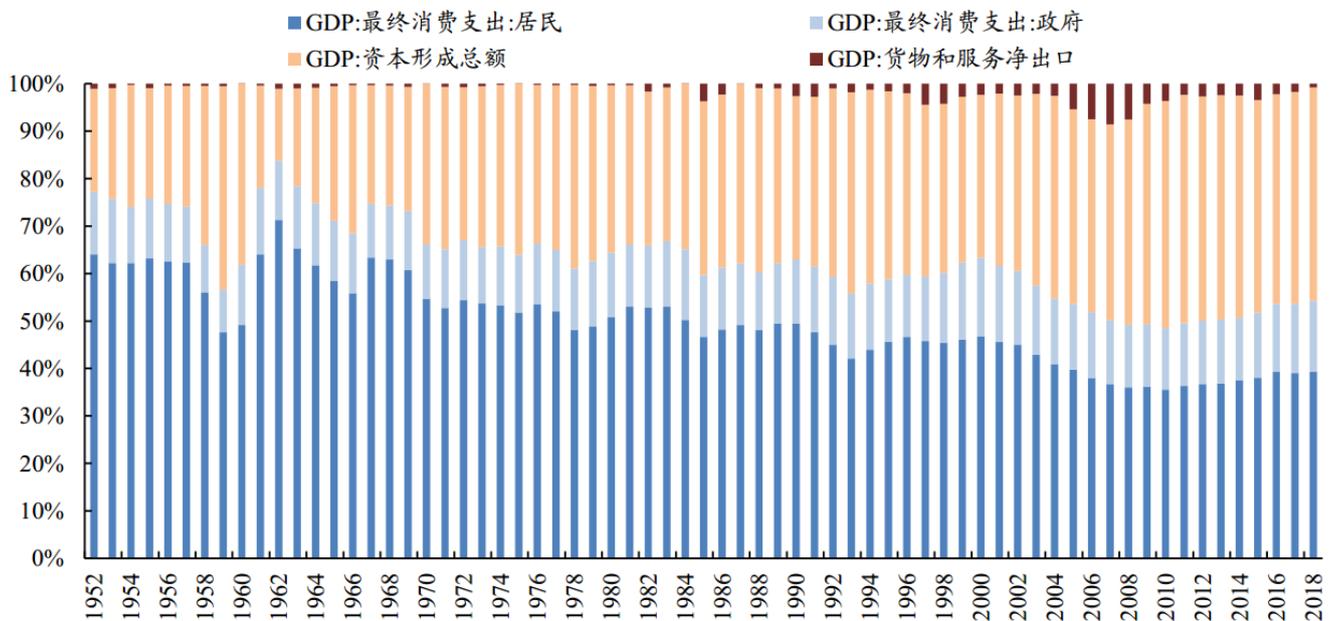
1. 大消费行业 2020 年投资策略	3
1.1. 消费全面上升至国家战略高度，成为经济增长核心驱动力	3
1.2. 未来大消费行业的演变趋势：供给看效率，需求看红利	4
1.3. 消费进入下半场，市场热点可能会从大龙头走向小龙头	5
1.4. 三四线城市人口红利仍在继续，重视消费升级巨大机会	6
1.5. 房地产边际改善带动后周期产业链，家电值得重点关注	7
2. 大消费行业市场主要争议点	8
2.1. 消费白马年初以来持续走强，市场担忧估值是否过高	8
2.2. 机构“抱团取暖”达到历史高位，市场担忧是否会瓦解	12
2.3. “减消费、增科技”现象出现，市场担忧消费股是否遇冷	13
3. 从资产配置角度分析大消费	14
3.1. 借鉴海外成熟市场经验，大消费行业是盛产牛股的摇篮	14
3.1.1. 美国：快速消费品是美国股市长期大牛股的摇篮	14
3.1.2. 英国：消费行业中食品饮料及快消品大市值公司多	15
3.1.3. 日本：汽车股表现优异，成为拉动日本经济增长引擎	15
3.2. 消费龙头超额收益显著、 β 系数更低，更受大资金青睐	16
3.3. 资金配置热情达到空前水平，MSCI 再扩容加速外资流入	18
4. 九大消费行业 2020 年展望	19
4.1. 从增长价值、估值、盈利确定性角度，消费小龙头更占优	19
4.2. 食品饮料：白酒龙头优势凸显，乳制品、调味品平稳增长	20
4.3. 商贸零售：必选消费依旧坚挺，国货崛起化妆品景气	22
4.4. 家电：从风险折价走向确定性溢价，2020 年行情可期	24
4.5. 农业：蛋白缺口支撑史诗级周期，猪鸡共振唱响周期赞歌	26
4.6. 轻工：地产回暖估值压力有望修复，办公集采迎来红利期	27
4.7. 社会服务：免税延续超高景气，低估值酒店板块或迎反转	28
4.8. 汽车：更新周期下的整车，国产替代&四化下的零部件	29
4.9. 纺服：2020 年继续推荐业绩稳定、低估值高分红龙头	30
4.10. 传媒：板块边际回暖趋势有望延续，2020 年机会可期	31
5. 投资建议	33
6. 风险因素	35
6.1. 宏观经济增速整体放缓拖累大消费行业	35
6.2. 中美经贸摩擦及海外市场风险扰动不断	35
6.3. 大消费行业市场竞争激烈，上市公司经营面临压力	35

1. 大消费行业 2020 年投资策略

1.1. 消费全面上升至国家战略高度，成为经济增长核心驱动力

从宏观层面看，消费已全面上升至国家战略高度，成为保持经济平稳运行的“稳定器”和“压舱石”。回顾历史，GDP 构成中消费、投资、出口的比重变化经历过三个发展阶段：①1990-2002 年，消费占 GDP 比重在 60%以上，投资和出口占比相对较少；②2003-2010 年，随着中国加入 WTO，投资、出口占比显著提升，消费占比逐渐下降至 50%以下；③2012 年以后，随着对公消费占比下降，居民消费接棒复苏，最终消费占比开始提升。国家统计局数据显示，2018 年最终消费支出对 GDP 增长贡献率为 76.2%，比上年提高 18.6%，对 GDP 增长的拉动达到 5.03%，均远高于投资和出口。至此，大消费行业已经成为拉动经济增长三驾马车中的“头马”，成为保持经济平稳运行的“稳定器”和“压舱石”。

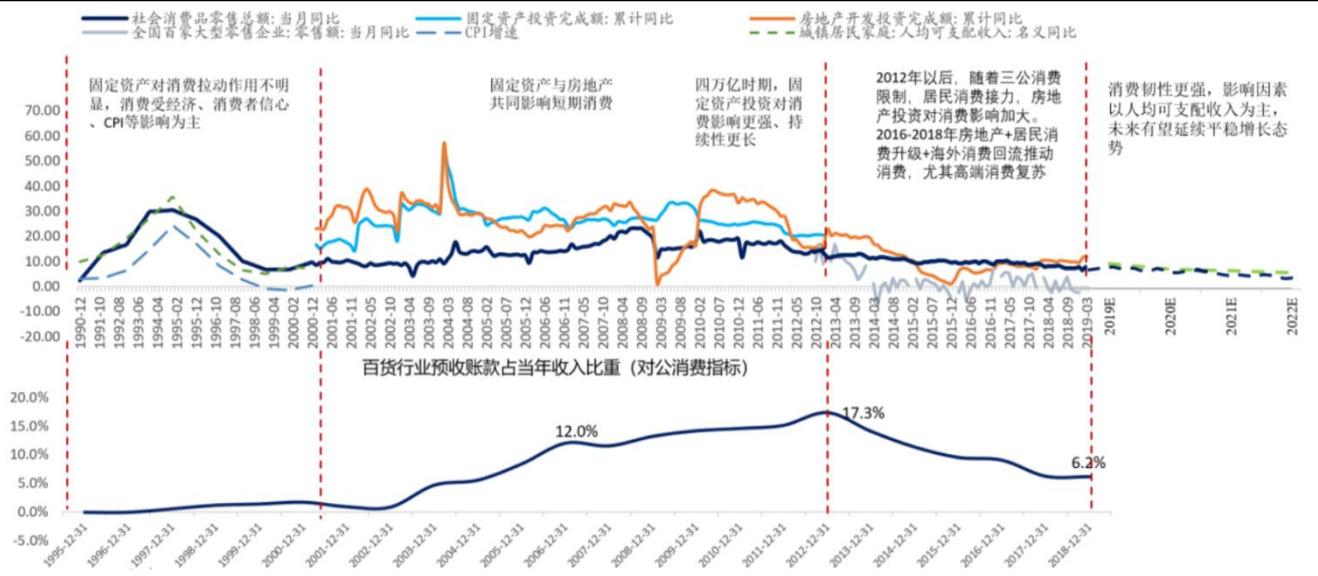
图 1：消费占 GDP 比重 2012 年以后逐步提升，成为拉动经济增长三驾马车中的“头马”



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

整个消费增长的核心驱动力逐渐从投资驱动，变为多因素共同驱动（人均可支配收入、财富分化效应、低线城市消费升级等），预计未来消费增速会变得更加平稳。回顾历史，中国消费与经济关系大致可划分为三个阶段：①2000 年以前对公消费占比低，消费主要受人均可支配收入、消费者信心、CPI 等因素影响；②2000-2012 年对公消费占比提升，固定资产与房地产对消费拉动效果显著，尤其 2009 年四万亿刺激经济计划时期，固定资产投资成为短期消费的主要拉动因素；③2012 年之后，房地产对消费影响加大，同时居民消费逐渐承接对公消费成为拉动消费的主要力量。2018 年下半年以来，整个消费增长的核心驱动力已经逐渐从此前的固定资产投资、房地产驱动，变为多因素共同驱动，人均可支配收入增速、财富分化效应、三四线城市消费升级、下沉市场贡献增量空间等，均会对消费增长造成影响，我们判断，未来整体消费增速也会变得更加平稳。

图 2：三季度 GDP 增长 6%，未来消费有望延续平稳增长态势，核心驱动力转为多因素共同驱动

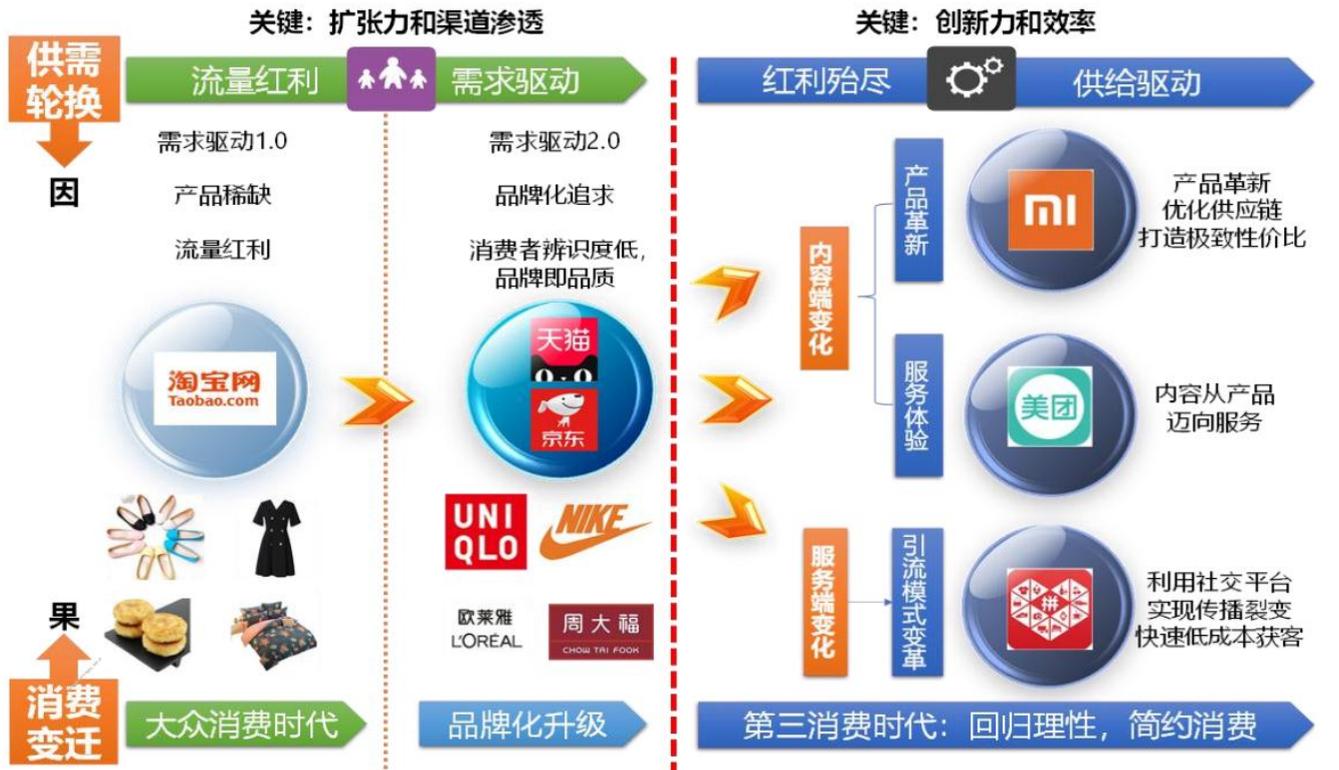


数据来源：Wind，国泰君安证券研究

1.2. 未来大消费行业的演变趋势：供给看效率，需求看红利

我们认为，未来两个大的消费方向，可以概括为：“供给看效率，需求看红利”。从供给端来看，整个消费板块的增长已经进入挤压式增长阶段，企业之间的竞争更多地体现为效率之间的竞争，而效率又体现为企业的管理能力和管理团队的竞争。从这个角度而言，投资者应该重点配置龙头企业，龙头企业可以充分利用自己的竞争优势，通过挤压中小企业的市场份额来获得成长。从需求端来看，虽然整体宏观经济增长放缓，但很多行业依然具备较大的红利空间，比如三四线城市的人口红利还在继续，这些城市人口基数大、收入增长快、边际消费倾向高，大多处在大众消费和品牌消费阶段，为白酒、零食、化妆品、免税、体育、休闲娱乐、户外运动等细分领域带来巨大的发展空间。我们可以从 2019 年“十一”黄金周表现加以佐证，京东大数据显示，“十一”低线城市（3-6 线）下单金额平均增长 20%，涨幅优于一二线城市，白酒、家电、智能数码、美妆、箱包订单量较往年有明显提高。除产品端渗透率不断提升外，低线城市（3-6 线）服务型消费猛增，旅游、免税、餐饮、电影等全面呈现向好趋势。

图 3: 消费行业进入下半场，需求驱动+供给驱动是两条投资主线



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

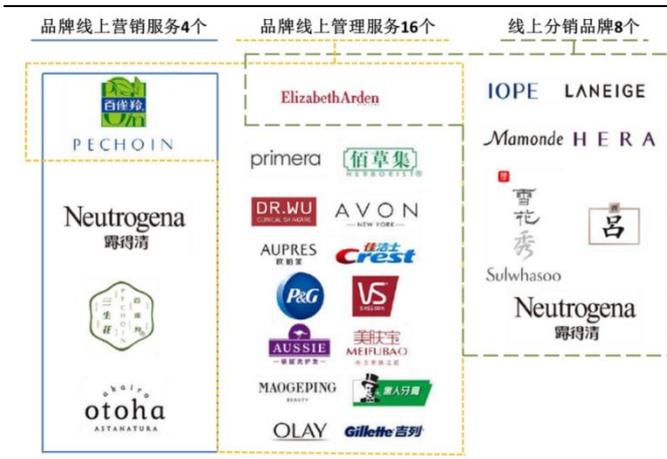
1.3. 消费进入下半场，市场热点可能会从大龙头走向小龙头

2020 年市场热点可能会从大龙头走向小龙头，重点关注需求驱动、行业格局发生积极变化的投资标的。回顾 2019 年市场行情，从火爆的猪肉概念，到白酒的一路飞涨，大消费无疑是 A 股市场最热门的投资主题。Wind 数据显示，截至 11 月 6 日，白酒、牧业、食品饮料年内上涨 89%、87%、61%，在 112 个申万二级行业中排名第 2、3、7，大幅跑赢同期大盘表现。然而，大消费是一个较大的主题，涉及的细分行业和上市公司繁多，我们认为未来市场投资的热点，可能会从贵州茅台、五粮液、海天味业、格力电器、美的集团等公认的大龙头，逐步走向一些细分领域的小龙头，例如零食行业中的三只松鼠、绝味食品，免税中的中国国旅，体育用品中的安踏，速冻食品行业中的安井食品，化妆品行业中的壹网壹创等。相较而言，这些企业的营收和市值规模可能不及大龙头，但所处的行业都处于快速成长期，行业竞争格局日渐清晰，这些企业正在凭借建立起来的竞争优势，迅速抢占市场份额，投资机会也越来越大。

以美妆代运营龙头壹网壹创为例，行业高速发展的同时，公司依靠整合营销、产品开发优势不断提升市场份额，业绩全面加速向好。化妆品是大消费中的偏早周期行业，行业还处于快速增长期，尤其是这几年小红书、抖音对消费者的教育以及拼多多将低线城市消费人群激活成为互联网用户，化妆品从一二线向三四线加速渗透，人均使用金额也在不断提高，这给国货品牌带来巨大机遇。公司自 2012 年开始为百雀羚提供电商服务，助力品牌夺得 2015-2018 年双十一天猫全网美妆类目三连冠。近年来公司又新增宝洁、露得清、伊丽莎白雅顿、爱茉莉、佰草集等国内外重量级客户，优异的成绩彰显了公司在整合营销、产品开发等方面

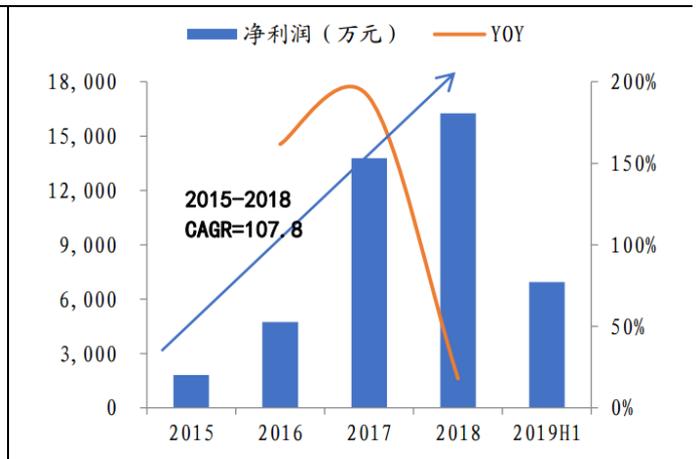
的独特优势，而 IPO 上市后，公司资金实力进一步提升，有望加速公司客户拓展。

图 4：公司为多个美妆品牌提供代运营服务



数据来源：公司招股书，国泰君安证券研究

图 5：公司业绩保持高速增长



数据来源：公司招股书，国泰君安证券研究

1.4. 三四线城市人口红利仍在继续，重视消费升级巨大机会

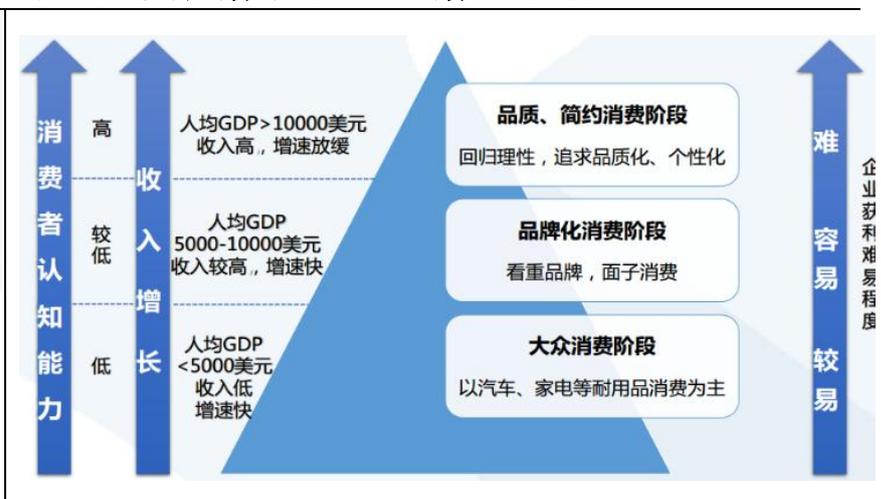
三四线城市仍处在品牌和向品质化升级时代，五六线城市还处在大众消费品时代，预计需求红利可维持 3-5 年。从收入和城市分层来看，国内区域广阔，区域之间经济差异巨大。我们根据人均 GDP 将中国的城市分成了 6 档，国内一二线城市已经进入了品质化、简约化消费阶段，覆盖人口 3.9 亿，占中国总人口的 28%；三四线城市还处于品牌化消费阶段，正向品质化消费进化，覆盖 5.7 亿人口，占中国总人口的 41%；五六线城市还处于大众消费阶段，覆盖 4.3 亿人口，占中国总人口的 31%。整体而言，中国有 10 亿人口处于大众消费和品牌消费阶段，人口基数大，收入增长快，边际消费倾向高，认知程度较低，消费企业获利难度小，为超市、电商、国货品牌等带来巨大发展空间。

图 6：低线城市市场机会巨大



数据来源：国泰君安证券研究

图 7：低线城市消费辨识能力弱，消费企业获利能力强



数据来源：国泰君安证券研究

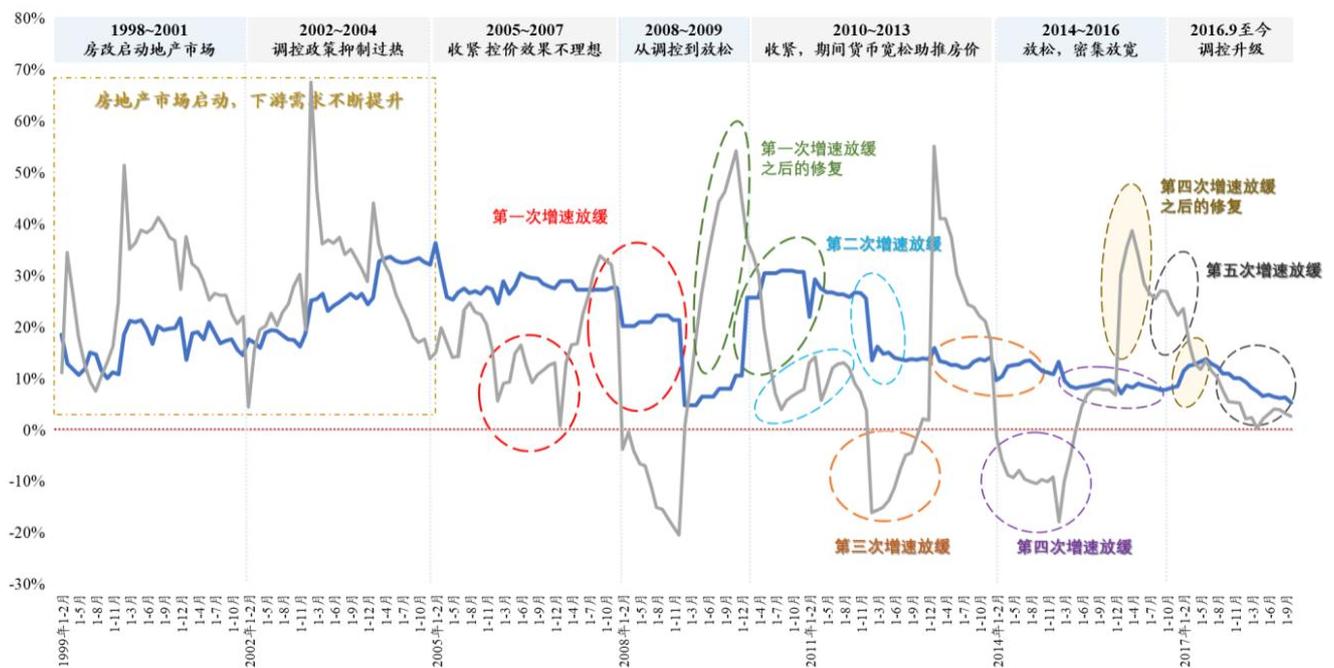
精选需求红利驱动下的高景气度行业，例如白酒、零食、化妆品、免税、体育、休闲娱乐、户外运动等。我们认为，棚改货币化使得城镇化进程

加快,使得低线城市人群逐渐转向享受美好生活,农村生活方式城市化,健康化、家庭化、追求精神消费等新的理念正在形成。举例说明,在三四线城市家庭中,食品和日用品的采购比例通常达到90%左右,过去是满足温饱柴米油盐,现在是要“吃得好”、“吃得健康”,作为正餐补充的休闲零食行业迎来快速发展,三只松鼠、绝味食品等零食企业实现爆发式增长。在三四线城市,随着电商、海淘的普及,年轻人的消费欲望也走上了轻奢,化妆品和彩妆成为消费者偏爱购买的奢侈品类。除产品端渗透率不断提升外,低线城市(3-6线)服务型消费猛增,旅游、免税、餐饮、电影等全面呈现向好趋势。

1.5. 房地产边际改善带动后周期产业链, 家电值得重点关注

房地产竣工面积出现好转,地产后周期产业链(家电、家具等)值得关注。国家统计局数据显示,2019年1-9月,全国房地产新开工面积16.57亿平米,增长8.6%;房屋竣工面积4.67亿平米,同比下降8.6%,降幅收窄1.4pct,单月增速4.8%,增幅上升2pct。房地产新开工、竣工增速剪刀差收窄,单月销售面积连续三月同比增长,显示出房地产市场较强的韧性。我们认为,经济下行压力下,基建逆周期调节力度可能会超出市场预期,地产后周期产业链有望持续受益,例如与房地产销售有较强相关性的家电、家具行业。以家具行业为例,其消费市场主要来源于人们购买房产后配套购买家具的需求,受房地产市场住宅商品房和二手房交易市场的影响非常大。通过对家具行业历史近20年数据的复盘,我们发现行业先后经历过五次相对明显的增速变化,其变化与地产增速变化的滞后期约为9~12个月。房地产边际改善对家具行业无疑有着积极的影响,一旦竣工面积持续回升,家具市场也有望持续向好。

图8: 家具行业与房地产市场“息息相关”, 增速变化滞后于商品房销售面积增速约一年

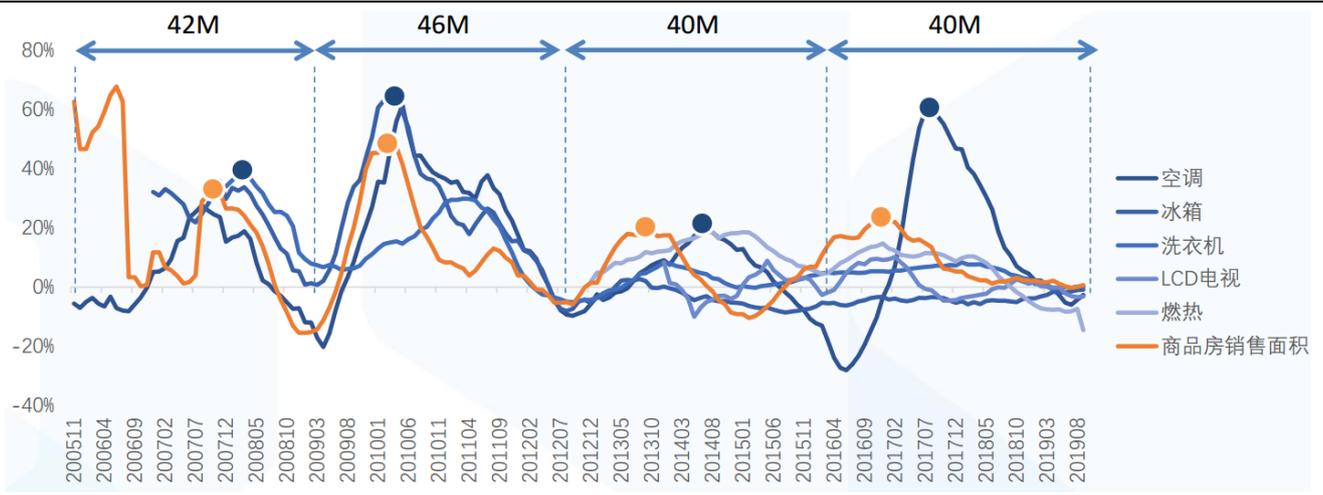


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

值得注意的是, 家电行业与房地产市场同样存在“良好的”正相关关系。

一般而言，空调、冰箱、洗衣机安装滞后现房 6-9 个月，滞后期房 24-36 个月，油烟机安装滞后现房 3-6 个月，滞后期房 21-33 个月。因此，市场通常用“地产后周期”来表达地产和家电的领先滞后关系，将地产成交量和竣工作为家电行业的关键领先指标。地产对家电需求无论从理论上还是从测算上，都有明显的拉动作用，过去 10 年中，地产年均贡献行业增速超过 1pct，同时还部分对冲了非地产因子产生需求波动。房地产竣工面积出现好转，投资者应重视家电行业边际改善信号。

图 9：家电行业与房地产市场同样存在“良好的”正相关关系



数据来源：产业在线，国家统计局，国泰君安证券研究

2. 大消费行业市场主要争议点

2.1. 消费白马年初以来持续走强，市场担忧估值是否过高

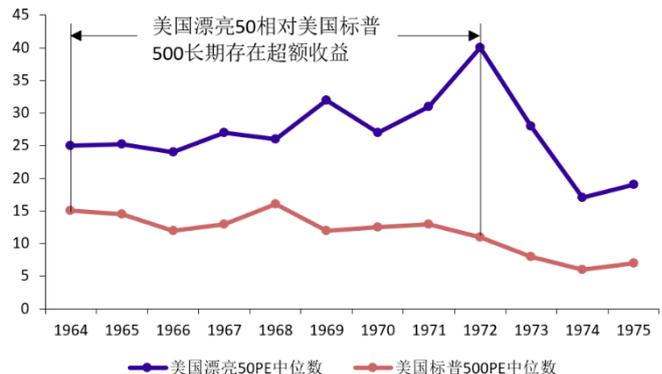
探讨估值问题前，我们先回顾下美国 20 世纪 70 年代初的“漂亮 50”行情。20 世纪 60 年代末至 70 年代初，美国股市涌现出一批优质龙头公司（以大消费行业为主），凭借稳健的盈利和龙头壁垒备受机构追捧。自 1971 年底起，“漂亮 50”股价和估值水平迅速抬升，1972 年底估值中位数超过 40 倍，最高的宝丽来公司估值甚至超过了 90 倍，而同期标普 500 估值中位数仅为 12 倍。从投资回报率来看，1970 年 6 月至 1972 年底，“漂亮 50”指数累计上涨 89%，相较标普 500 获得 35% 超额收益。

图 10：从股价表现看，“漂亮 50”大幅跑赢标普 500



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

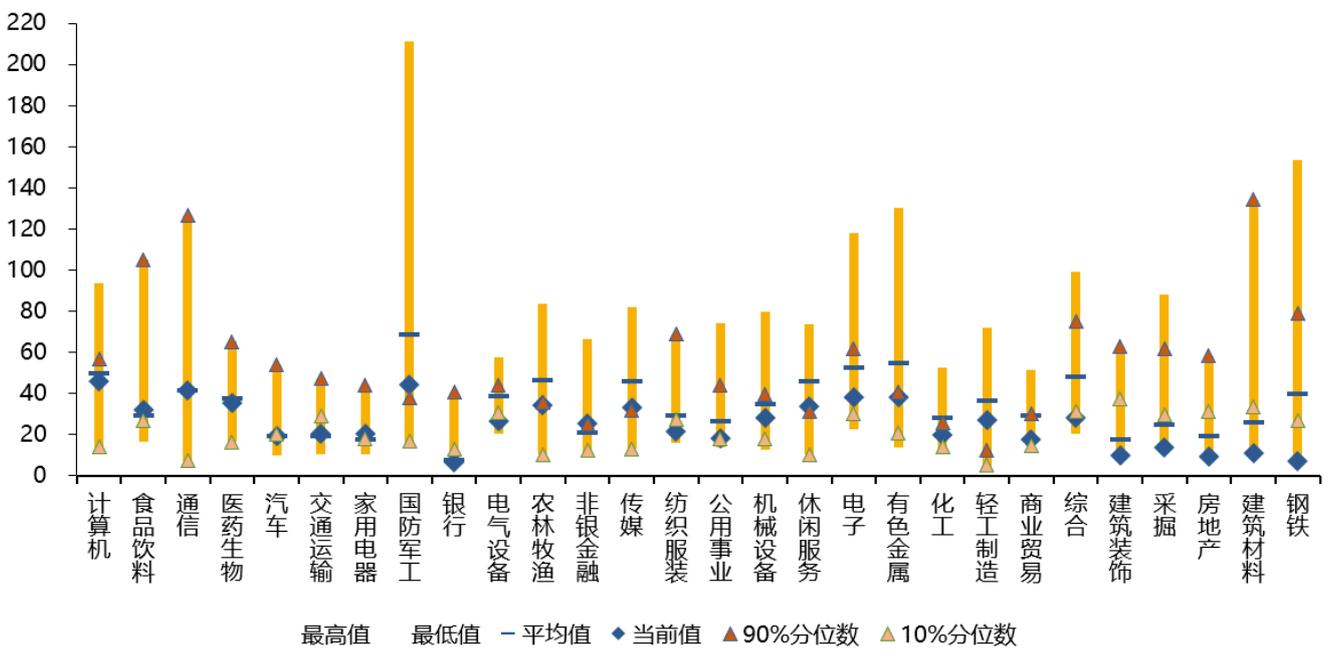
图 11：从估值水平看，“漂亮 50”长期存在估值溢价



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

反观中国，目前消费板块最大的争议点无疑是“估值是否过高”。年初以来，A股消费白马股价持续走强，贵州茅台、中国平安、恒瑞医药等屡创新高，基金“抱团取暖”的格力电器、美的集团、海天味业等个股走势同样强劲。从估值情况来看，大消费板块无论市盈率（PE）还是市净率（PB），均处于相对高位。举例说明，食品饮料PE为32.17倍，达到历史百分位68%，PB为6.5倍，达到历史百分位81%；细分白酒板块市盈率更是高达32.17倍，远高于历史均值水平；家用电器、汽车、农林牧渔的估值也不便宜，PE分别为22.13倍、23.89倍、34.22倍，达到历史百分位58%、56.39%、41%。

图 12: 大消费板块市盈率（PE）水平处于历史相对高位



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

但我们认为，消费行业不能简单地按照市盈率（PE）判断估值水平高低。主要基于以下三点理由：①宏观层面，消费已成为保持经济平稳运行的“稳定器”和“压舱石”，消费在国民经济发展中的战略地位日益突出，消费未来稳定增长的确定性更强；②产业层面，消费产业由上半场流量红利阶段逐渐进入下半场存量竞争阶段，由需求驱动逐渐转向供给驱动，由过去加杠杆粗放式的增长逐步转向竞争优势驱动的高质量增长，最终完全转向由产品品牌、运营效率、技术创新等核心竞争优势驱动产业发展；③微观层面，消费品基于竞争优势实现成长三步曲路径更加清晰，构建竞争优势→在竞争优势基础上获得超额利润→在获得超额利润的基础上构建长期成长性，龙头企业持续成长的核心源泉来自于竞争优势，成长稳定性与确定性加强。

基于此，消费行业估值体系应该由PE向DDM转变，以前是给“增长”估值，未来是给“竞争优势”估值。消费品公司创造价值的三步曲为“构建竞争优势→产生超额利润→长期成长性”，第一阶段企业享受发展红利，估值方法主要以PE、PEG为主；第二阶段企业逐步构建竞争优势，通过成长三步曲实现价值创造，基于竞争优势获得持续成长，通过给“增

长”估值逐步转向给竞争优势估值,估值方法由 PE、PEG 向 DDM 转变。通常而言,消费行业需求相对稳定,强势品牌、高效运营往往能够有效转化为稳定的盈利和现金流,能够满足应用较为严苛的 DDM 模型。

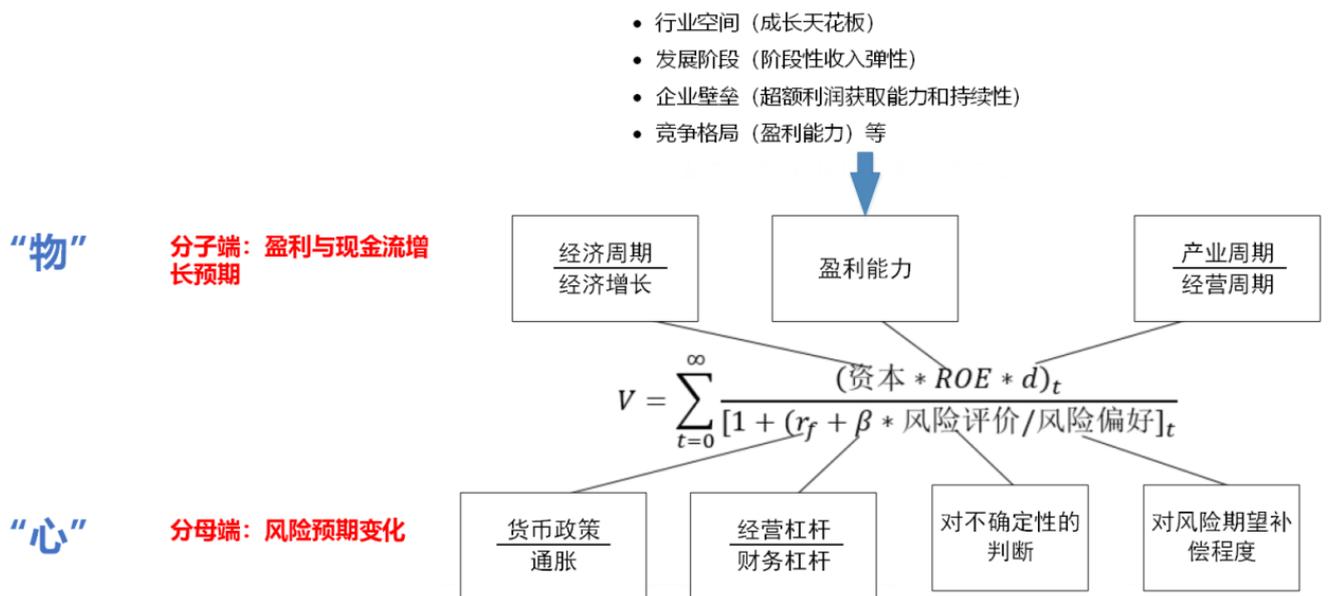
图 13: 消费品公司估值系统已经发生转变

	给“增长”估值	给“竞争优势”估值
企业价值	基于发展红利快速成长	基于竞争优势持续成长
成长驱动	杠杆(渠道、营销等)	竞争优势(品牌、运营等)
成长波动	成长波动性强	成长稳定性强
估值方法	PE、PEG	FCFE、FCFF、DDM

数据来源: 国泰君安证券研究

利用 DDM 构建消费品行业估值框架体系,基于竞争优势的盈利稳定性与持续性更强。从公式来看,DDM 模型中,分子端盈利能力、成长性描述投资者对企业未来经营的预期,即对客观世界“物”的预期;分母端主要描述风险预期的变化,即投资者的内心世界,其中风险评价描述的是对风险的判断, $\beta \times$ 风险评价代表了投资者对分子端企业盈利预期的风险预期,无风险利率、风险偏好描述的是投资者的投资心态。DDM 模型表明企业核心价值在于远期经营价值折现,对企业盈利的持续性和稳定性提出了较高要求。消费行业从需求驱动向供给驱动发展,从增量竞争向下半场存量结构优化转变,消费品企业由过去的渠道、营销驱动逐步向运营、产品、品牌驱动发展,龙头企业通过竞争优势逐步获得长期成长性,呈现出的财务特征即为盈利与现金流稳定。

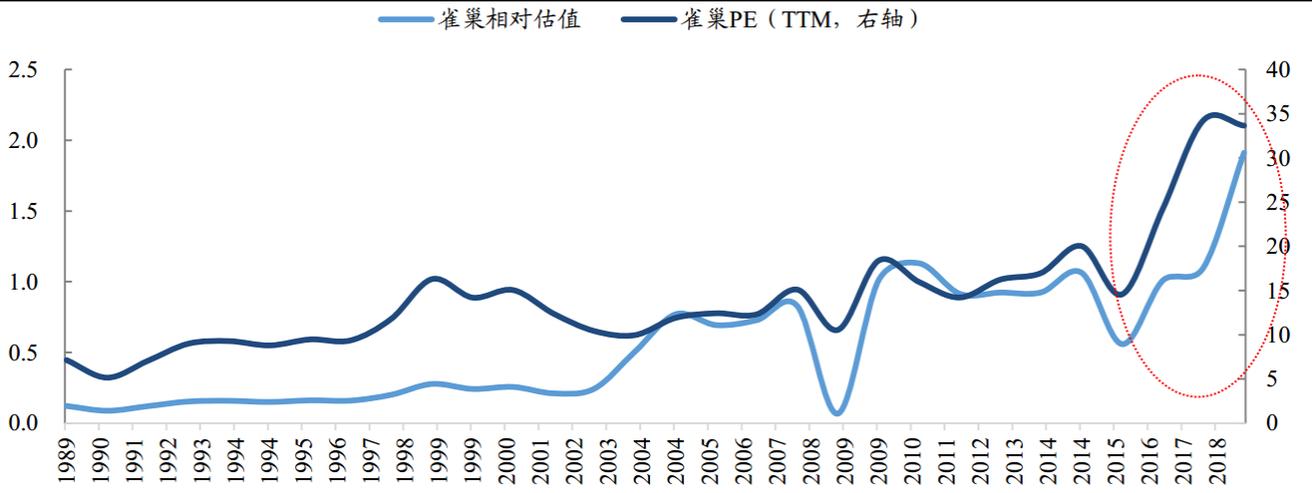
图 14: 围绕 DDM 模型重构消费行业估值体系



数据来源: 黄燕铭所长培训教材, 国泰君安证券研究

以我们熟知的雀巢公司为例，一旦建立起稳固的竞争优势、持续的盈利能力，估值不会下降，反而会屡创新高。作为全球化食品巨头，雀巢公司 1989-2000 年处于快速发展期，这一阶段 PE 估值稳定提升；2000-2008 年，PE 估值与营收增速同步波动；2009 年至今，雀巢通过并购整合，业务板块与产品品牌不断壮大和完善，实现了高度稳健的内生增长，估值溢价越来越明显，2017 年 PE 达到历史最高水平 35 倍左右，为投资者带来丰厚的回报。

图 15: 雀巢上市以来 PE 整体保持增长态势，2017 年达到历史最高水平



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

雀巢的案例并非“个案”，纵观整个海外市场，消费龙头进入成熟期后，营收和净利润增速可能趋缓，但估值水平并不会下降。除了上文提到的雀巢，宝洁和耐克在经历了高速增长期后，目前已进入平稳发展阶段，但估值水平仍持续提升；沃尔玛快速成长扩张期估值明显提升，增长趋缓后估值中枢有所回落，但 2011 年起超市行业平稳发展，沃尔玛凭借竞争优势逐渐占据垄断地位后估值迎来向上修复；可口可乐持续高分红机制下，PE 估值稳定在 20X 以上；帝亚吉欧营收与业绩增速趋缓后，估值持续提升。以上案例均说明，消费龙头一旦建立起足够深的“护城河”，稳健增长、市占率提升、盈利改善、持续分红等就足以支撑其估值水平。有趣的是，如果将中外消费龙头估值和增长进行对比，海外龙头营收和净利润普遍为个位数增长，甚至出现负增长，但与国内龙头估值相比并没有太大差异。

表 1: 中外消费龙头估值和增长对比, 国外龙头 PE 并不低

类别	名称	最新 PE	近 1 年平均 PE	近 5 年平均 PE	5 年营收复合增速	5 年净利润复合增速	最新总市值 (亿美元)
烈性酒	贵州茅台	36	26	21	18%	18%	2115
	五粮液	32	22	18	8%	11%	738
	帝亚吉欧	27	23	21	4%	4%	961
调味品	海天味业	59	48	39	15%	22%	431
	味好美	31	29	25	6%	19%	213
肉制品	双汇发展	19	16	16	2%	5%	143
	泰森	16	12	14	3%	25%	305
饮料	伊利	25	23	21	11%	15%	255
	可口可乐	30	22	21	-7%	-6%	2309
超市	永辉超市	39	34	33	18%	15%	117
	好市多	36	32	30	6%	9%	1302
家电	美的	17	12	10	17%	31%	581
	格力	14	9	8	11%	19%	545
	惠而浦	9	9	8	2%	-26%	5.51
家具	欧派家居	25	21	-	24%	46%	64
	家得宝	23	20	17	7%	14%	2599
鞋服	安踏体育 (H)	36	21	19	27%	26%	1843
	耐克	34	27	26	7%	8%	1392

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

2.2. 机构“抱团取暖”达到历史高位, 市场担忧是否会瓦解

从市场交易层面而言, 机构“抱团”消费白马的交易热度达到历史高位。尽管大消费行业估值并不便宜, 但众多机构资金依然保持较高的配置热情。以公募资金为例, 过去 3 年公募的持仓结构发生明显变化, 呈现向 A 股核心资产“抱团”的趋势, 其中前 50 大重仓股市值占比从 2016 年的 27% 上升至目前的 50% 以上, 白酒板块持仓比例突破历史新高, 食品饮料中的大众品、家电中的白电也处于历史较高水平。

我们认为, 消费行业属于长周期的产业投资逻辑, 如果不出现持续的业绩低于预期或者极端的外部事件, “抱团”现象很难打破。仍旧以美国“漂亮 50”为例, “漂亮 50”行情走向终结主要有三方面原因: ①美国大幅的财政赤字和信贷扩张积聚高通胀泡沫, 粮食危机触发 CPI 上行, 美联储不得不加速收紧货币政策; ②1973 年石油危机爆发, 导致通胀进一步恶化, 原材料成本上升侵蚀企业盈利, 企业毛利率和盈利增速双双下行, 股市由牛转熊; ③自 1973 年起, “漂亮 50”的盈利增速和 ROE 开始回落, 盈利稳定性受到市场质疑。我们认为, A 股机构“抱团取暖”的现象只可能在两种情况下被打破: 第一种情况是消费龙头业绩持续低于预期, 但目前而言, 贵州茅台、五粮液、格力电器、美的集团等白马股营收和净利润保持稳定增长; 第二种情况是像美国“漂亮 50”那样, A 股遭遇大的外部变动, 例如中美摩擦全面升级或全球经济断崖式衰退, 但目前来看概率很小。短期市场调整不会使得当前市场偏好的价值风格完全转向, 白马蓝筹等“核心资产”依然是机构的配置重点, 我们认为

消费白马“抱团取暖”的现象还会延续，市场无需过分忧虑。

2.3. “减消费、增科技”现象出现，市场担忧消费股是否遇冷

从 2019 年三季度持仓情况来看，基金确实出现了减仓消费、加仓科技的现象。2019 年上半年末，高科技板块在公募基金配置比例中处于 6 年新低，科技板块市盈率和市净率也处于 2010 年以来 30%分位以下。随着政府迫于外部压力逐渐将大力发展自主核心科技技术作为长期发展战略，自 8 月份开始，A 股科技股整体走强，不管是电子、通信、计算机甚至军工板块，分别走出了华为产业链、5G 产业链和自主可控等主题。从 2019 年三季度持仓情况来看，主动投资偏股型基金三季度对立讯精密、恒瑞医药和海康威视大幅度增持，对伊利股份、美的集团、招商银行、五粮液等个股有所减持，展示了市场对科技、消费主题此消彼长的关注趋势。

表 2: 基金合计持有的前 20 只重仓股增、减持情况

上市公司	19Q3 市值 (亿元)	19Q3 持股数 (亿股)	19Q2 持股数 (亿股)	持股数环比变动情况 (%)
贵州茅台	442.5	0.38	0.36	6.4
中国平安	342.0	3.93	4.19	-6.3
五粮液	255.5	1.97	2.29	-14.1
格力电器	202.5	3.53	3.63	-2.6
立讯精密	193.1	7.22	4.94	45.9
泸州老窖	143.8	1.69	1.80	-6.5
恒瑞医药	140.7	1.74	1.22	43.4
美的集团	140.6	2.75	3.31	-16.9
招商银行	138.3	3.98	4.64	-14.3
长春高新	137.5	0.35	0.37	-6.7
保利地产	117.5	8.22	7.04	16.8
伊利股份	111.5	3.91	5.61	-30.3
隆基股份	111.1	4.24	4.76	-11.0
海康威视	102.3	3.17	2.42	30.8
万科 A	85.2	3.29	3.16	4.1
三一重工	78.9	5.52	5.49	0.7
上海机场	69.6	0.87	0.92	-4.8
牧原股份	68.7	0.97	1.02	-4.5
中国国旅	68.4	0.74	0.72	2.5
宁波银行	68.0	2.70	2.26	19.5

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

我们认为，前期涨幅较高的消费板块出现减持属于正常现象，科技股的崛起并不会造成消费股的崩盘，但可能影响消费股超额收益。如果将 A 股市场风格进行划分，大致可划分为四大类：消费、科技、金融地产、周期（基建及大宗商品）。年初至今，消费、科技两大板块先后崛起，涨幅约为 50%、44%，而金融地产、周期板块涨幅明显落后。若考虑到具体个股中的股价涨幅与估值的比较，确实存在部分资金由高估值板块

流向低估值板块的可能，但科技股的崛起并不会造成消费股的崩盘，只会影响消费股超额收益。在当前 A 股的存量行情下，只要国内政策基调保持稳定、外围不出现重大风险事件，市场风格短期内就不会完全切换，长线资金的配置风格依然“偏防守”，高 ROE、业绩增速稳健的消费品种就会受到青睐。

3. 从资产配置角度分析大消费

3.1. 借鉴海外成熟市场经验，大消费行业是盛产牛股的摇篮

3.1.1. 美国：快速消费品是美国股市长期大牛股的摇篮

回顾美股近 50 年历史，快速消费品、医药行业诞生了很多投资回报率惊人的长牛股。在《投资者的未来》一书中，西格尔教授通过对 1957-2003 年标准普尔 500 指数成份股进行数据分析，整理出 1957-2003 近 50 年间美国股市回报率最高的 20 只股票，这 20 家公司不仅成功穿越了多个经济周期波动未被市场淘汰，并且平均取得了 942 倍的投资回报，大幅超越同期标普 500 指数。这 20 家公司中有 11 家来自快速消费品行业，6 家来自医药行业，比例高达 85%，包括大名鼎鼎的菲利普莫里斯公司（大型烟草生产商，投资回报率 4625 倍）、小脚趾圈实业公司（糖果公司，投资回报率 1090 倍）、可口可乐（饮料制造商，投资回报率 1051 倍）、百事可乐（饮料制造商，投资回报率 865 倍）、高露洁棕榄公司（家具护理公司，投资回报率 760 倍）、亨氏公司（营养食品生产商，投资回报率 635 倍）。

表 3: 美国 1957-2003 年投资回报率最高的 20 家上市公司

	上市公司	投资回报 (倍)	年化收益率	行业分类	知名产品
1	菲利普·莫里斯	4625	19.75%	消费品	卡夫食品、万宝路香烟、美乐啤酒、咖啡等
2	雅培制药公司	1280	16.51%	制药	雅培奶粉、小安素、益力佳、按全素等
3	百时美施贵宝	1208	16.36%	制药	金施尔康、百服宁等
4	小脚趾圈实业	1090	16.11%	消费品	棒棒糖
5	辉瑞公司	1054	16.03%	制药	万艾可等
6	可口可乐	1051	16.02%	消费品	可口可乐、雪碧、芬达、美汁源、酷儿等
7	默克公司	1002	15.90%	制药	果纳芬、乐芮、艾泽、思则凯、爱必妥等
8	百事可乐	865	15.54%	消费品	美年达、七喜、芬达、佳得乐、果缤纷等
9	高露洁棕榄公司	760	15.22%	消费品	高露洁牙膏等
10	克瑞公司	736	15.14%	机械制渣	阀门、橡胶件
11	亨氏公司	635	14.78%	消费品	番茄酱、辅食、零食、奶粉等
12	箭牌公司	603	14.65%	消费品	箭牌口香糖、大大泡泡糖、真知棒、益达等
13	富俊公司	579	14.55%	消费品	烟草
14	克罗格	546	14.41%	零售	零售百货
15	先灵葆雅	536	14.36%	制药	VYTORIN2、益适纯 2、Remicade3、内舒拿等
16	宝洁	513	14.26%	消费品	OLAY、舒肤佳、SK-II、海飞丝、潘婷等
17	好时食品公司	506	14.22%	消费品	好时巧克力、糖果等
18	惠氏公司	460	13.99%	制药	善存、钙尔奇、奶粉等
19	荷兰皇家石油	398	13.64%	能源化工	石油

20	通用磨坊	387	13.58%	消费品	哈根达斯冰淇淋、湾仔码头、绿巨人等
	同期标普 500	123	10.85%		

数据来源：国泰君安证券研究。注：相对权重定义为[基金配置的权重 / 流通市值权重]。

3.1.2. 英国：消费行业中食品饮料及快消品大市值公司多

英国公司市值排名前 20 的股票中，消费行业占据 7 个席位。回顾 2008-2018 年十年间，英国市值最高的 20 家上市公司，Unilever、帝亚吉欧、力拓集团、利洁时、康帕斯集团、帝国烟草、乐购这 7 家公司均属于消费行业，十年间累计涨幅分别达到 2.70 倍、2.92 倍、3.44 倍、2.18 倍、5.31 倍、1.07 倍、-0.32 倍，除乐购外收益率均跑赢同期富时 100 指数。

表 4：英国市值排名前 20 的股票中有 7 个消费股

代码	公司	GICS 行业分类	总市值 (亿美元)	2008-2018 年 区间累计涨幅	2008-2018 年 复合收益率
ULVR LN Equity	Unilever	必选消费-家庭与个人用品	1,658.16	270%	14%
HSBA LN Equity	汇丰银行	金融-银行	1,624.29	84%	6%
BP/LN Equity	英国石油公司	能源-能源	1,464.59	61%	5%
AZN LN Equity	阿斯利康制药	医疗保健-生物制药	1,065.70	244%	13%
GSK LN Equity	葛兰素史克	医疗保健-生物制药	1,015.15	100%	7%
DGE LN Equity	帝亚吉欧	可选消费-食品、饮料与烟草	977.13	292%	15%
RIO LN Equity	力拓集团	必选消费-家庭与个人用品	963.28	344%	16%
BATS LN Equity	英美烟草公司	医疗保健-保健设备与服务	929.81	117%	8%
RB/LN Equity	利洁时	必选消费-家庭与个人用品	589.39	218%	12%
LLOY LN Equity	劳埃德银行集团	金融-银行	582.44	-3%	0%
PRU LN Equity	英国保诚集团	金融-保险	528.07	366%	17%
VOD LN Equity	沃达丰集团	电信服务-电信业务	509.65	95%	7%
REL LN Equity	RELX 集团	工业-商业服务与供应品	415.09	341%	16%
NG/LN Equity	NATIONAL GRID	公用事业-公用事业	395.79	115%	8%
RBS LN Equity	苏格兰皇家银行	金融-银行	393.94	-56%	-8%
CPG LN Equity	康帕斯集团	可选消费-消费者服务	364.52	531%	20%
BARC LN Equity	巴克莱银行	金融-银行	351.53	30%	3%
AAL LN Equity	英美资源集团	基础材料-原材料	333.64	44%	4%
IMB LN Equity	帝国烟草	可选消费-食品、饮料与烟草	322.84	107%	8%
TSCO LN Equity	乐购	必选消费-食品与日用品零售	300.70	-32%	-4%
	富时 100 指数			24%	4%

数据来源：Bloomberg，国泰君安证券研究

3.1.3. 日本：汽车股表现优异,成为拉动日本经济增长引擎

汽车为日本最为倚重的支柱产业，汽车股崛起成为日本经济增长的缩影。众所周知，日本是高度发达的资本主义国家，二战后得到美国的帮助，日本经济迅速崛起，成为经济大国。20 世纪八九十年代，日本的经济还曾经一度有赶超美国的态势，直到 2010 年，日本 GDP 才被中国超越。事实上，日本经济能够实现腾飞，汽车产业功不可没。2018 年汽车产业

在日本工业产值中的比重达到 40%，汽车与相关产业至少为日本提供了超过 530 万个就业岗位，占据日本劳动人口的 10%。而日本 2008-2018 年收益率排名前十的公司中，斯巴鲁、五十铃汽车、东方乐园株式会社这三只消费股分列第二、第四、第九位，汽车股排名靠前，其年化收益率达到 29%、23%、21%，累计涨幅为 11.3 倍、7.24 倍、5.55 倍，均大幅跑赢日经 225 指数。

表 5: 日本 2008-2018 年收益率排名前十的公司中有三个消费股，汽车股排名靠前

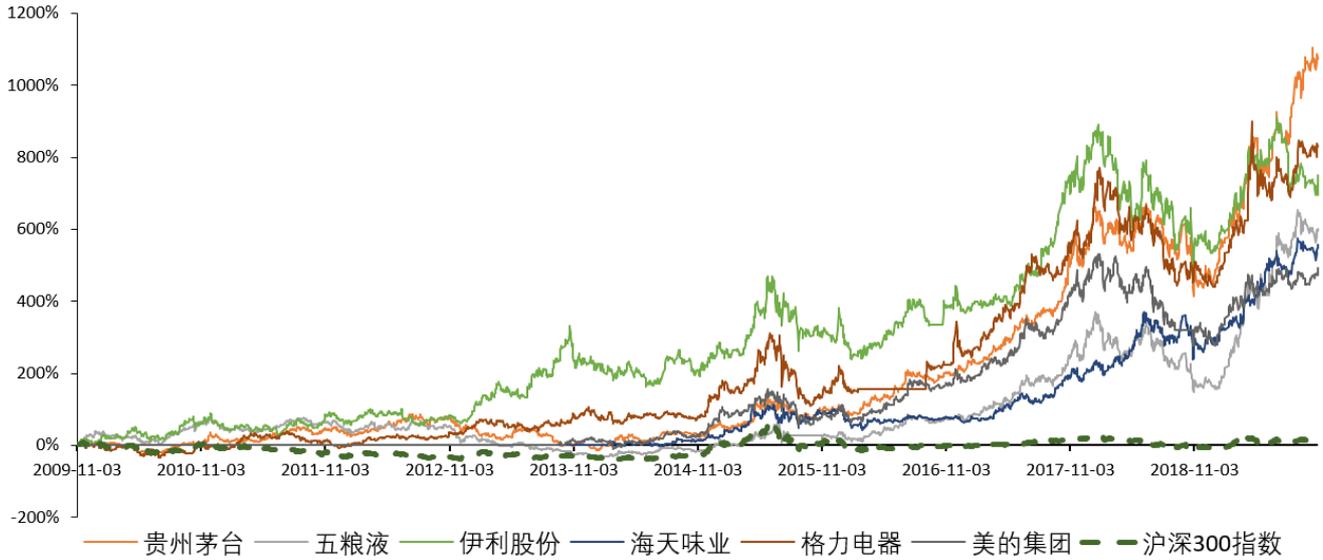
代码	公司	GICS 行业分类	总市值 (亿美元)	2008-2018 年 区间累计涨幅	2008-2018 年 复合收益率
2413 JP Equity	M3 INC	医疗保健-保健设备与服务	104.2	1145%	29%
7270 JP Equity	斯巴鲁公司	可选消费-汽车与零部件	187.2	1130%	29%
6098 JP Equity	RECRUIT	工业-商业服务与供应品	464.4	145%	25%
7202 JP Equity	五十铃汽车	可选消费-汽车与零部件	112.7	724%	23%
6594 JP Equity	日本电产公司	工业-资本货物	361.8	707%	23%
8439 JP Equity	新百利融资	金融-综合金融	44.8	687%	23%
6861 JP Equity	KEYENCE	信息技术-技术硬件	763.1	664%	23%
6869 JP Equity	SYSMEX	医疗保健-保健设备与服务	128.1	616%	22%
4661 JP Equity	东方乐园株式	必选消费-消费者服务	406.3	555%	21%
8001 JP Equity	伊藤忠商事	工业-资本货物	291.3	500%	20%
日经 225 指数				90%	8%

数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

3.2. 消费龙头超额收益显著、 β 系数更低，更受大资金青睐

消费龙头股不惧市场波动，股价表现远远跑赢大盘。复盘 10 年股价表现，贵州茅台、五粮液、伊利股份、海天味业、格力电器、美的集团涨幅达到 10.8 倍、6.1 倍、7.6 倍、5.6 倍、9.1 倍、5.3 倍，而同期沪深 300 指数只录得 16% 涨幅，远远跑输消费白马股。展望未来，内需消费占 GDP 的比重越来越高，消费升级趋势不断延续，消费龙头只要能够保持产品竞争力和公司所处的行业格局，最终的盈利和财务表现仍然会长期向好，未来跑赢大盘仍然是大概率事件。

图 16: 和沪深 300 指数相比, 消费龙头股具备非常明显的超额收益

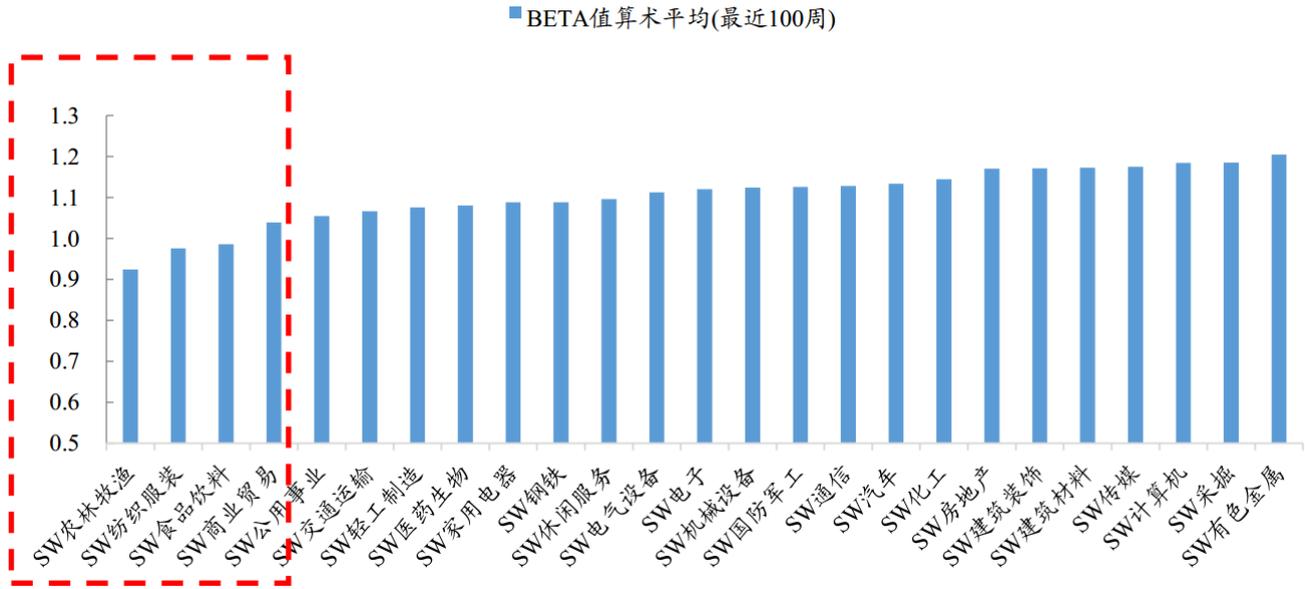


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

其它行业频频暴雷, 食品饮料、家电等消费白马业绩经营稳健, 比较优势和防御属性凸显。2018 年底以来, 市场上出现了大量曾经的明星白马股暴雷, 遍布各个行业, 医药、基础化工、环保是重灾区, 而本轮白马股暴雷潮基本未涉及食品饮料、家电等消费行业。同时, 白酒、乳制品、调味品、家电上市公司财报内容相对比较简单, 业务模式容易理解, 在白马股中具备比较优势和防御属性。对其它行业白马股的避险行为引发的重仓股再配置, 也是本轮白酒、家电领涨的一个原因。

消费行业从产业角度而言属于持续成长性行业, β 系数更低, 更受大资金青睐, 无风险利率缓慢下行的大背景下更是如此。通常而言, 我们使用 β 系数衡量行业和企业的系统性风险, 当投资者有很大把握预测到一个大牛市的到来时, 应该选择那些高 β 系数的证券, 它将成倍地放大市场收益率; 相反, 在一个熊市到来或市场走势较为疲软时, 投资者应该选择那些低 β 系数的证券, 从而抵御市场风险、避免损失。显然, 当前宏观经济下行压力不断加大的背景下, 国内外资金的配置风格是偏防守型的, 对分子端盈利不确定性的容忍度较低, β 系数越低越好。而消费行业龙头企业通过竞争优势逐步获得长期成长性, 呈现出的财务特征即为盈利与现金流稳定, 对应的 β 值很低, 很好地满足了大资金的稳健需求。

图 17: 消费行业属性对应低 Beta 值, 对大资金吸引力更强



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

3.3. 资金配置热情达到空前水平, MSCI 再扩容加速外资流入

从国内资金配置的角度而言, 消费白马的配置热情达到空前水平。尽管消费行业已然位于估值高位, 但众多机构资金仍然对其颇为追捧。以公募基金为例, 过去3年公募的持仓结构发生明显变化, 正呈现向核心资产“抱团”的趋势, 其中前50大重仓股市值占比从2016年的27%上升至目前的50%。根据Wind最新公布的基金重仓持股比例, 2019年三季度整体保持稳定, 食品饮料、家电、农林牧渔、汽车的重仓持股比例达到16.61%、5.30%、2.42%、2.08%; 而从另一个更直观的指标来说, 2019年三季度食品饮料、家电、餐饮旅游、农林牧渔明显超配, 超配比例分别达到8.81pcts、2.71pcts、0.65pcts、0.42pcts。

表 6: 2019 年三季度大消费行业整体持仓稳定, 食品饮料、家电超配比例最高

	2019Q3				2019Q2			
	重仓市值 (亿元)	重仓持股 比例	行业标配 比例	重仓超配 比例	重仓市值 (亿元)	重仓持股 比例	行业标配 比例	重仓超配 比例
食品饮料	1876	16.61%	7.80%	8.81pcts	1888	17.99%	7.84%	10.15pcts
家电	599	5.30%	2.60%	2.71pcts	628	5.98%	2.63%	2.97pcts
农林牧渔	273	2.42%	2.00%	0.42pcts	309	2.94%	1.83%	1.24pcts
汽车	235	2.08%	3.01%	-0.93pcts	233	2.22%	3.39%	-1.17pcts
传媒	217	1.92%	2.24%	-0.32pcts	230	2.19%	2.27%	-0.08pcts
商贸零售	147	1.31%	1.40%	-0.10pcts	209	1.99%	1.49%	0.50pcts
餐饮旅游	152	1.35%	0.70%	0.65pcts	132	1.25%	0.71%	0.54pcts
轻工制造	85	0.75%	1.03%	-0.28pcts	82	0.78%	0.99%	-0.21pcts
纺织服装	36	0.32%	0.71%	-0.39pcts	42	0.40%	0.76%	-0.36pcts
共计	3622	32.07%	21.49%	10.58pcts	3753	35.76%	21.91%	13.85pcts

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究, 统计口径为重仓持股且不含港股

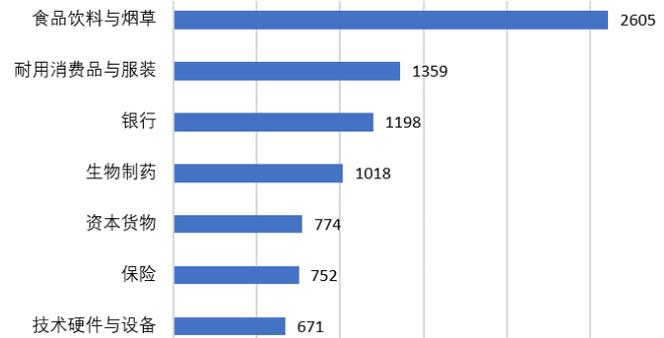
从海外资金配置的角度而言，MSCI 第三次提升 A 股纳入比例，北上资金加速流入，大消费行业占据配置榜首。随着 A 股市场进一步对外开放，叠加 A 股纳入 MSCI、富时罗素、标普道琼斯等国际主流指数并稳步提高纳入权重，近两年外资加速流入 A 股——2017 年、2018 年陆股通分别净流入 1997 亿、2942 亿；2019 年初至今，外资通过陆股通渠道已累计净流入 8675 亿左右。那北上资金主要流入哪些行业呢？毫无疑问，消费行业是最大的去处，北上资金持股市值最高的前 4 大行业是食品饮料、耐用消费品与服装、银行和医药生物，持仓市值均超过千亿元。11 月 8 日，MSCI 再次宣布，将实施纳入 A 股扩容的第三步，将指数中所有大盘 A 股（包含符合条件的创业板标的）在 MSCI 新兴市场指数中的纳入因子从 15% 增加至 20%，而根据此前披露的名单，大盘股公司主要分布于食品饮料、家电、医药、非银和地产，反映出海外资金“长期做多中国、加仓大消费”的信心。

表 7：随着 A 股国际化进程提速，北上资金持续流入

	合计 (亿元)	沪股通 (亿元)	深股通 (亿元)
本周合计	230	96	134
本月合计	75	33	42
本年合计	2258	989	1269
近 3 月	1174	467	707
近 6 月	1183	405	778
开通以来	8675	4755	3920

数据来源：Wind，国泰君安证券研究，数据截至 11 月 3 日

图 18：北上资金主要流向食品饮料、耐用消费品等行业



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

4. 九大消费行业 2020 年展望

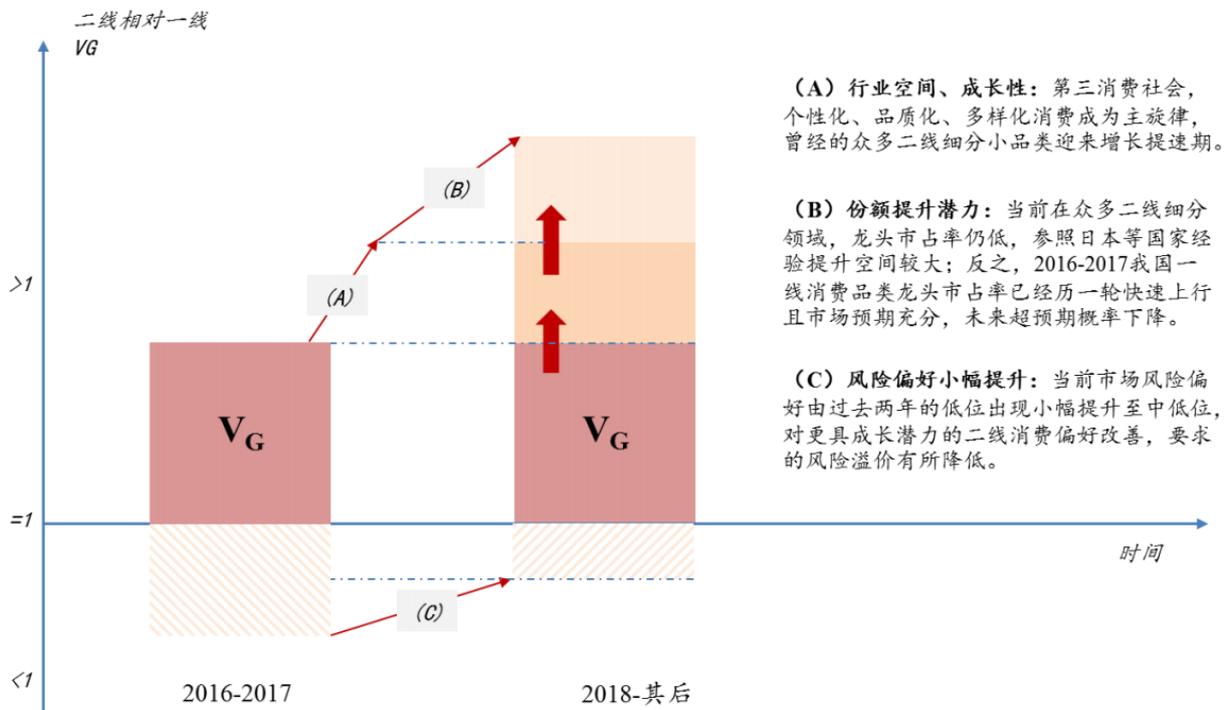
4.1. 从增长价值、估值、盈利确定性角度，消费小龙头更占优

2020 年消费行业投资热点可能会大龙头逐步走向小龙头。年初以来，以贵州茅台、五粮液、海天味业、格力电器、美的集团为代表的消费白马股价屡创新高，走出一轮价值回归的行情，获得了极高的市场关注度。展望 2020 年，我们认为消费行业的投资热点可能会大龙头逐步走向一些细分领域的小龙头，例如零食行业中的三只松鼠、绝味食品，免税中的中国国旅，体育用品中的安踏，速冻食品行业中的安井食品，化妆品行业中的壹网壹创等。相较而言，这些企业的营收和市值规模可能不及大龙头，但所处的行业都处于快速成长期、具备一定的需求红利，这些企业正在凭借竞争优势迅速抢占市场份额，行业竞争格局日渐清晰，投资机会也越来越大。

从企业创造价值角度而言，小龙头增长价值 VG 相对大龙头更占优。从消费品公司价值创造“三部曲”而言，企业价值 $V = \text{资产的价值 } VB + \text{盈利的价值 } VF + \text{增长的价值 } VG$ ，小龙头增长 VG 更胜一筹，理由如下：①随着中国步入第三消费社会，个性化、品质化、多样化消费成为主旋律，众多细分领域的小龙头迎来增长提速期，推动小龙头 VG 相对于超级龙头更快提升；②当前小龙头在各自领域市场占有率仍低，参照日本

等国家经验提升空间较大，而超级龙头（如白酒、家电等）市占率已经历一轮快速上行且市场预期充分；③当前市场风险偏好由过去两年的低位出现小幅提升至中低位，对更具成长潜力的消费小龙头偏好改善，要求的风险溢价有所降低。

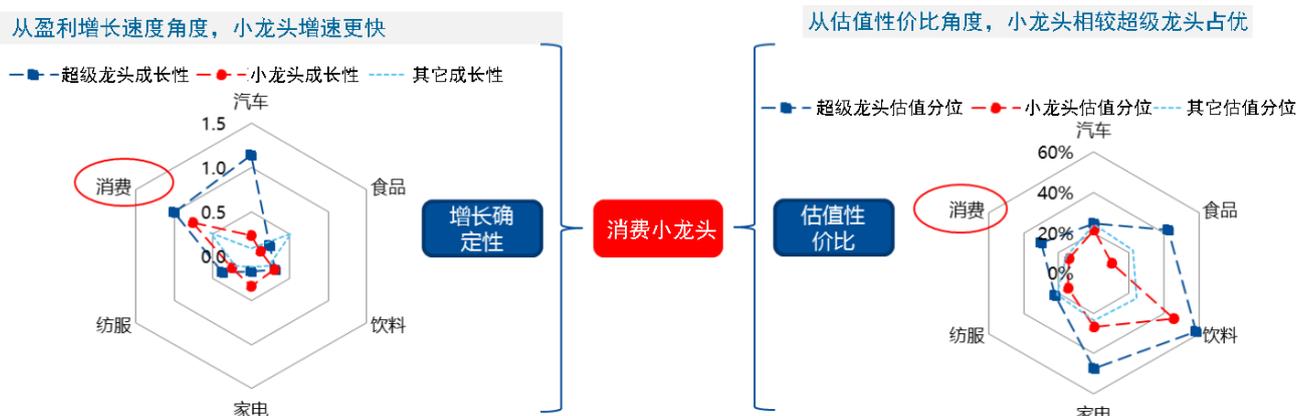
图 19: 消费小龙头占优，关键在于增长的价值 VG 相对超级龙头提升更快



数据来源：国泰君安证券研究

与此同时，消费小龙头兼具盈利增速、估值性价比优势。相较于超级龙头，小龙头盈利增速更快，充分享受行业高增长红利及竞争优势加强带来的市场份额快速提升，估值性价比明显更高。

图 20: 消费小龙头盈利增速更快，估值性价比明显更高



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

4.2. 食品饮料：白酒龙头优势凸显，乳制品、调味品平稳增长

白酒：继续分化，龙头稳定，区域龙头弹性大。Q3 白酒板块收入 545

亿、净利润 187 亿，其中一线白酒收入 400 亿，净利润 163 亿，分别同比+11%、15%；二三线白酒收入 148 亿，净利润 24 亿，分别同比+20%、24%。板块整体增速放缓，二三线区域龙头收入环比提升明显，但一线白酒仍贡献了行业大多数收入和净利润，占白酒板块比重为 73%、87%。从行业内重点公司来看：①贵州茅台：全年业绩弹性仍在，股份公司直销带来可观的业绩增长，Q3 业绩略低于市场预期，但根据渠道反馈，企业团购客户的货尚未发出，预计公司将于 Q4 加快发货，鉴于当前茅台酒批价在 2200-2300 元，发完剩余的直销量没有压力，预计仅股份公司直销 2019 全年可以为公司带来 6pct 收入增长、10pct 利润增长，再考虑到非标提价与增量投放，全年业绩目标轻松实现；②五粮液：行业集中化、高端化趋势助力五粮液改革成功，强大的品牌力支撑五粮液站稳千元价格带，改革顺利推进，前三季度收入均保持在 25% 以上，净利润均保持在 30% 以上，回款及现金流表现突出，预计全年收入增长 25% 的 500 亿目标轻松实现；③泸州老窖：Q3 单季净利率升 3.04pct 至 30.18%，主因国窖增长更快下结构上移及高中档酒提价带动，Q4 预计在控货稳价预期下国窖仍保持快速增长，特曲换装成功率高、期待特曲价值回归。

表 8: 白酒持续分化，龙头平稳运行，区域龙头有发力趋势

	总市值(亿) 2019/10/31	2019Q1-Q3						2019Q3	
		收入 (亿)	收入 YOY	净利润 (亿)	净利 YOY	预收账款 (亿)	预收账款环比 增加额(亿)	收入 YOY	净利 YOY
贵州茅台	14871	609.3	17%	304.5	23%	112.6	-10.0	14%	17%
五粮液	5083	371.0	27%	125.4	32%	58.6	15.1	27%	35%
洋河股份	1542	211.0	1%	71.5	2%	19.8	2.0	-21%	-23%
泸州老窖	1257	114.8	24%	38.0	38%	15.9	2.0	22%	36%
一线白酒	22752	1,306.1	17%	539.4	23%	206.9	9.1	11%	15.3%
山西汾酒	778	91.3	26%	17.0	33%	18.4	3.6	34%	54%
古井贡酒	563	82.0	21%	17.4	39%	8.9	3.7	12%	36%
今世缘	409	41.1	30%	12.9	26%	4.7	1.7	32%	28%
顺鑫农业	3281	110.6	20%	6.6	24%	48.3	-1.3	34%	-70%
迎驾贡酒	169	26.5	9%	6.0	21%	1.9	-0.2	9%	34%
口子窖	303	34.7	8%	13.0	14%	5.8	0.6	0%	-2%
青青稞酒	49	8.3	-13%	0.3	-68%	0.7	0.1	12%	506%
老白干酒	103	28.2	16%	2.7	11%	4.9	1.7	-11%	-21%
舍得酒业	104	18.4	16%	3.0	11%	2.3	1.1	9%	10%
金徽酒	68	11.1	15%	1.6	1%	2.3	0.9	70%	878%
伊力特	69	15.1	1%	3.0	4%	1.2	0.5	14%	36%
酒鬼酒	107	9.7	27%	1.8	14%	1.3	0.6	9%	-39%
金种子酒	41	6.9	-13%	(0.7)	-4507%	1.3	0.1	-25%	-809%
水井坊	258	26.5	24%	6.4	38%	0.8	0.2	20%	53%
皇台酒业	13	0.4	316%	(0.1)	67%	0.0	0.0	1693%	120%
二三线酒	3361	511	19%	91	24%	103	13	20%	23.8%
白酒	26113	1,816.9	18%	630.4	23%	309.9	22.3	13%	16.3%

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

乳制品: 收入、利润正增长, 龙头长期发展积极。受益消费升级和渠道下沉, 乳制品板块收入、利润保持双位数增长, 2019Q1-3 实现收入 1002

亿、净利润 65 亿，同比增 11.3%、10%。以行业龙头伊利股份为例，Q3 单季营收 236.1 亿、增 10%，增速下降主因行业增速放缓；19Q1-Q3 伊利股份液体乳收入 560.7 亿，预计增 12% 左右；单品方面预计安慕希、金典、每益添、畅轻等高端单品保持 30% 以上快速增长；奶粉及奶制品收入 66.8 亿，市占率微幅提升。展望 2020 年，行业增长虽放缓但伊利股份加大创新及新业务投入，短期调结构、控费降促等方式转嫁短期原奶成本压力，未来发展仍然积极。

调味品：整体平稳增长。2019Q1-3 调味品板块收入 429 亿元，增长 12.4%；净利润 77 亿元，增 19%，高基数下增速降 29.4pct。龙头公司中炬高新主业保持平稳增长，Q3 单季酱油、鸡精鸡粉、食用油实现营收 6.7、1.2、1.5 亿元，增 8.6%、18.9%、42.2%。分区域看东区、南区、中西区、北区增 11.6%、13%、28.8%、13.7%，中西区持续加速，东区及南区保持平稳，北区增速放缓较为明显。

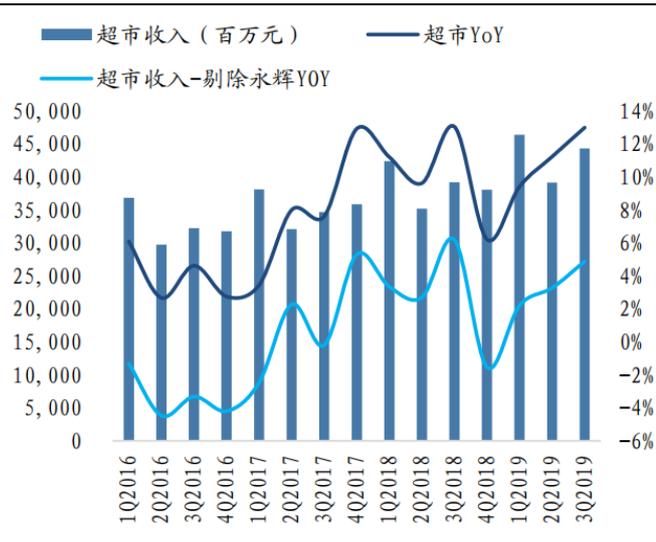
啤酒：降税降费释放利润弹性。2019Q1-3 啤酒行业收入 429 亿、净利润 42.6 亿，增 3.9%、25%。行业龙头青岛啤酒业绩符合预期，盈利仍在改善，2019Q1-Q3 销量 719.5 万吨、基本持平，吨价提升 5.2%，主因部分产品提价及产品结构上移。主品牌销售 353.1 万吨、增 3.1%。低端副品牌销售 366.4 万吨、降 2.8%。4 月以来降税降费带动毛利率改善、释放业绩弹性，展望 2020 年，青岛啤酒原材料及包材成本基本可控，盈利能力有望保持平稳。全年关厂计划仍在推进，行业需求短期承压，期待关厂为公司基本面带来更多改善空间。

4.3. 商贸零售：必选消费依旧坚挺，国货崛起化妆品景气

经济增速放缓，食品 CPI 大幅升高，必选消费依旧坚挺。2019Q3GDP 增速为 6.2%，环比下降 0.1pct，而 CPI 增速大幅回升，9 月飙升至 3.0%。其中，食品 CPI 在 2019 年 7 至 9 月分别为 9.1%/10.0%/11.2%，主要是由于鲜菜、鲜果和肉类 CPI 出现较大提升所致。从限额以上零售额来看，以粮油食品饮料、日用品为代表的必需消费在经济增速放缓、CPI 上行的背景下仍然韧性十足，日用品类和粮油食品类继续维持较高增长，日用品 2019 年 7-9 月增速分别为 13%/13%/12%；化妆品类变现亮眼，7-9 月增速分别为 9.4%/12.8%/3.4%。

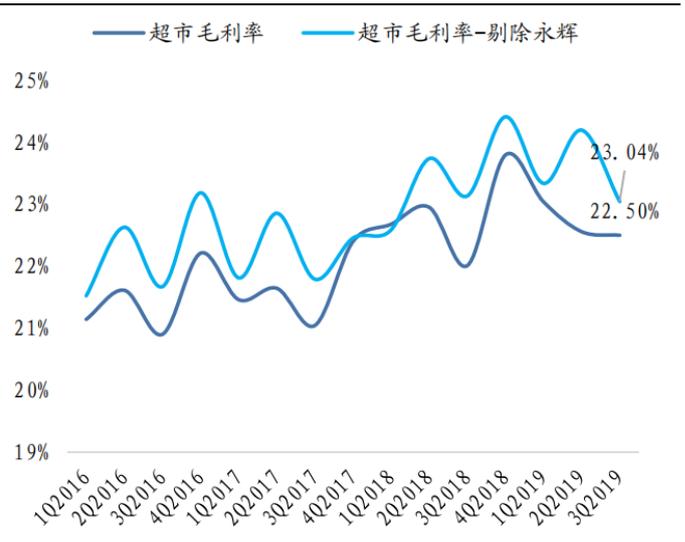
超市：CPI 上行带动营收增长，盈利能力持续提升。2019Q1-Q3 超市行业营收同比+11.16%，增速同比-0.17pct；剔除永辉后行业营收同比+3.40%，增速同比-0.65pct，龙头优势更加明显。永辉超市 2019 年前三季度新开大店 118 家，去年同期新开大店 70 家，云超开店加速；2019Q3 新开永辉 MINI112 家，总计开业 510 家永辉 MINI，Q3MINI 店开店环比放缓；单店模型不断优化，Q3 新开 mini 店单店平均面积为 440 平米，预计平均单店日销已接近 2 万元，毛利率有所提升，北京、福建等区域 MINI 店模型有望陆续跑通。家家悦 2019Q3 大卖场/综超/百货/专业店/便利店营收均实现正增长，前三季度新开门店 53 家，其中张家口新增 15 家，青岛、济南及周边地区新开 18 家，预计全年新开店有望达 80-90 家。

图 21: 必需消费韧性十足, CPI 上行带动超市营收回升



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

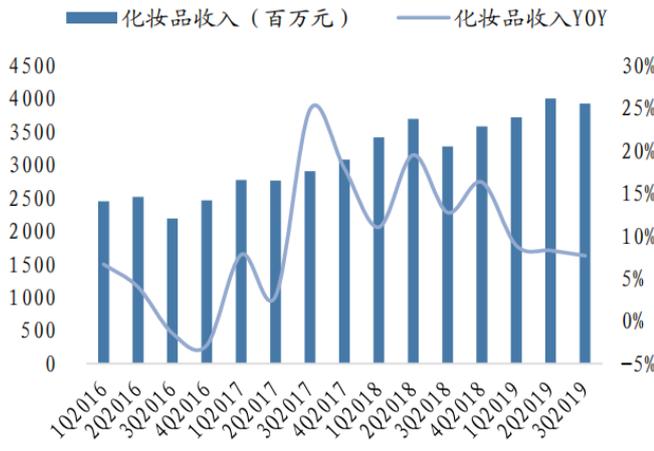
图 22: 超市整体毛利率中枢持续上移



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

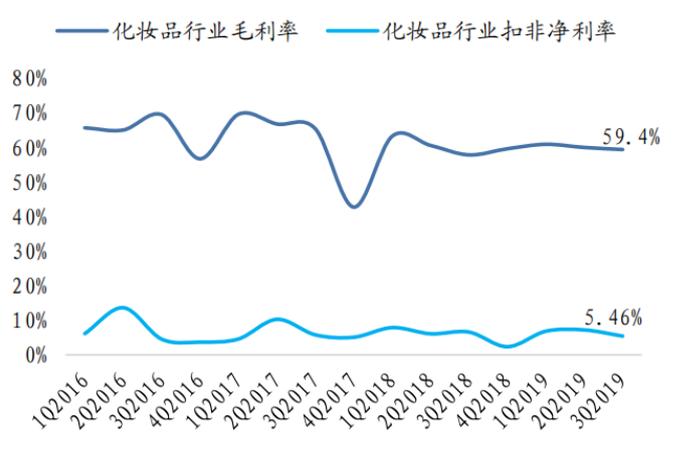
化妆品: 国货化妆品品牌相继崛起, 渠道红利带来高增长。中国化妆品行业仍处于长周期加速成长阶段, 尤其国货品牌崛起将是未来大趋势。2019Q1-Q3 化妆品行业营收同比+12.11%, 单季度看, 2019Q3 营收同比+7.69%。2019Q3 化妆品扣非净利润同比-2.51%, 主要是受到上海家化和拉芳家化影响。行业数据持续向好, 社零限额以上化妆品零售额 1-9 月累计同比+12.8%居消费品类中高位, 在整个可选消费中, 化妆品穿越周期属性愈发得到市场认可。行内重点跟踪公司如下: ①珀莱雅: 2019Q1-Q3 公司实现营收/净利润 20.8/2.33 亿元, 同比+33.35%/+28.51%, Q3 泡泡面膜成为美妆品类爆品, 持续拉动销售增长; ②丸美股份: 2019Q1-Q3 公司实现营收/净利润 12.12/3.59 亿元, 同比增长 14.77%/52.26%, 线上线下同步发力, 天猫渠道加速增长, 根据淘数据, Q3 丸美天猫旗舰店 GMV 同比+79%; ③壹网壹创: 2019Q1-Q3 公司实现营收/净利润 7.9/0.96 亿元, 同比增长 50.6%/29.4%, 公司服务品牌数量为 29 个, 宝尊电商、丽人丽妆、若羽臣服务品牌数量分别为 185、77 和 67 个, 品牌和品类有望加速拓展, 代运营行业成长前景广阔; ④上海家化: 2019 年 Q1-Q3 营收/净利 57.4/5.4 亿元, 同比+5.8%/19.1%, 电商渠道持续向好, 预计前三季度 GMV 增速 29%, 库存仍在调整, 更换 TP 后运营质量强化, 太极精华已经成为佰草集第二大预售 SKU, 消费者反馈积极。

图 23: 化妆品行业收入稳步增长



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 24: 化妆品行业毛利率维持高位, 扣非净利率稳定



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

黄金珠宝: 金价上行带来黄金珠宝个股业绩、股价弹性。 可选消费逐渐触底, 在各类促消费政策的激励下, 叠加金价提升, 黄金珠宝行业需求复苏, 龙头企业表现可期。2019Q3 黄金珠宝行业收入同比增长 17.9%, 环比上升 8.8pct。龙头公司表现优异, 老凤祥 2019Q3 营收增速 24.6%, 优于行业整体水平。

电商: 2019 双十一延续火爆, 各平台发力下沉市场, 全场景成为常态。 2019 年双 11 全网 GMV 4101 亿元/同比+30.5%、天猫淘宝 GMV 2684 亿元/同比+26%, 增速放缓趋势基本符合预期, 下沉市场成为兵家必争之地。苏宁份额稳中有升, 拼多多份额呈现较大增幅, 小米新零售稳步发展。双 11 新变化: 流量端-下沉市场流量红利带来全新增长点; 场景端-全场景布局, 覆盖全渠道; 产品端-国货崛起, 多品类国货品牌力凸显; 战线拉长-双十一由单一电商购物日转为全民购物狂欢节。未来下沉市场将成为电商发展着力点, 全场景、全渠道或将成为电商发展的方向。

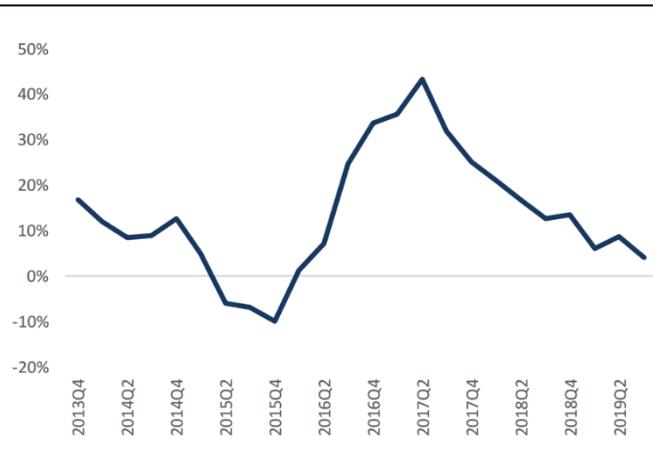
4.4. 家电: 从风险折价走向确定性溢价, 2020 年行情可期

行业估值从风险折价, 走向确定性溢价, 将成为年底行情的主旋律, 2020 年家电行业大概率会成为 2020 年底最亮眼的板块之一。

我们认为当前家电行情的关键在于三个确定性:

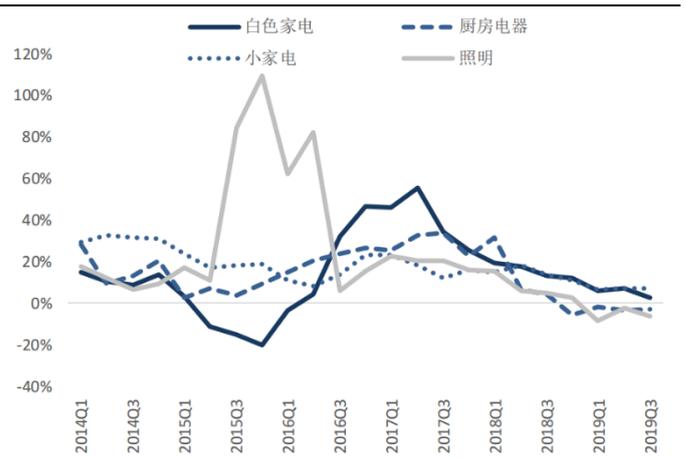
①**行业增速不会进一步大幅下行的确定性。** 2019 年三季度家电行业整体收入同比提升 4.1%, 增速环比 Q2 的 8.7% 降低 4.6pct, 这一增速在过去 5 年中处于低位, 2015 年的大幅负增长主要是空调行业大力去库存所致, 而当前空调行业的库存压力远小于 2015 年, 因此家电行业增速再下台阶的风险不大。

图 25: 2019Q3 家电收入增速处于低位, 向下空间不大



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 26: 白电、小家电收入增速好于厨电、照明



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

②**竞争格局稳定向好的确定性。**通常而言, 毛利率和净利率能够反映出行业竞争格局的好坏, 当一个行业在恶化的时候, 竞争者采用“价格战”抢夺份额的动机会增强。从 2019 年三季度报来看, 白电、厨电、小家电、照明等主要家电子行业竞争格局稳定, 并未出现上市公司毛利率、净利率大幅波动的不利信号。

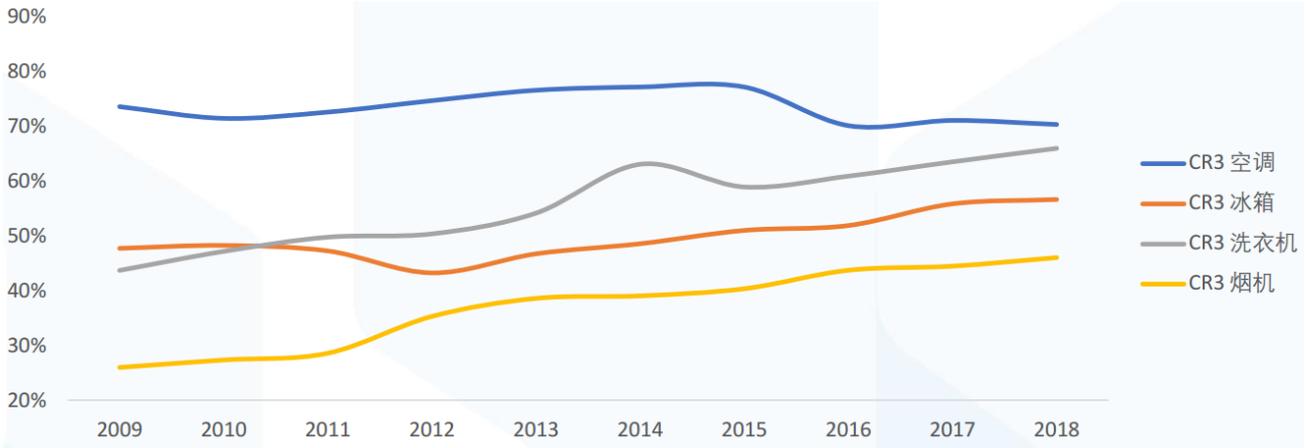
表 9: 19Q3 家电行业毛利率、净利率水平稳中有升

	毛利率	yoy	净利率	yoy
白电	27.9%	-0.1pcts	9.2%	+1.1pcts
厨电	48.0%	+2.7pcts	15.1%	+2.9pcts
小家电	31.2%	+1.6pcts	9.5%	-0.1pcts
零部件	16.6%	+0.1pcts	4.7%	+0.4pcts
照明	33.5%	+4.2pcts	7.3%	-1.4pcts
黑点	11.6%	+0.7pcts	1.6%	+0.9pcts
家电行业	24.9%	+0.1pcts	7.6%	+0.8pcts

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

③**龙头公司竞争优势继续扩大的确定性。**在经历多次价格战、渠道战后, 家电行业大量中小企业逐渐淘汰出局, 行业集中度大幅提高, 部分细分品类已进入寡头竞争阶段发展。在线下市场, 冰箱、洗衣机、空调 TOP3 零售额份额合计分别为 58.57%、63.24%、74.61%, 同比提升 2.34、1.57、0.53 个百分点, 三巨头美的、格力、海尔的优势进一步加强, 在产品份额、收入占比、利润占比等指标方面更为突出。2019 年上半年, 三巨头的收入占比达到 61%, 较上年提升近 8 个点; 净利润占比达到 74%, 较上年提升 6 个多点。在如此高的龙头集中度下, 中小企业基本失去了在家电业腾挪的空间。

图 27: 空调、冰箱、洗衣机、厨电行业中, 龙头公司市场占有率稳步提升



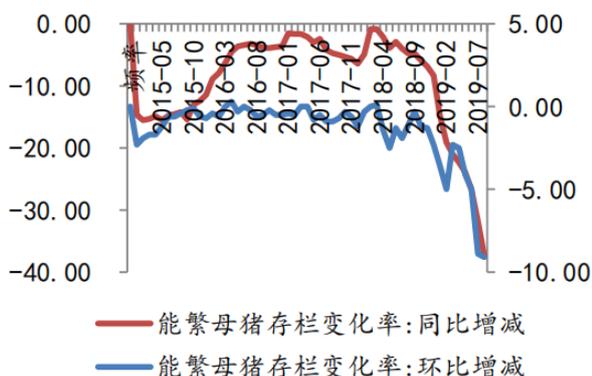
数据来源: 产业在线, 中怡康, 国泰君安证券研究

4.5. 农业: 蛋白缺口支撑史诗级周期, 猪鸡共振唱响周期赞歌

猪周期进入后疫情时代, 继续看好畜禽大板块。在非洲猪瘟蔓延的一年多时间内, 国内生猪能繁与育肥猪去化 50% 以上存栏量。对于以猪肉消费为主蛋白消费的国家来讲, 疫情不仅仅带来超级猪周期, 也带来了史诗级的蛋白涨价周期。我们综合考虑其他蛋白对猪肉的替代影响后, 仍可以判断后续总动物蛋白摄入产需缺口依然高达 1200 万吨左右, 猪价等价格均将受益超级猪周期反转。

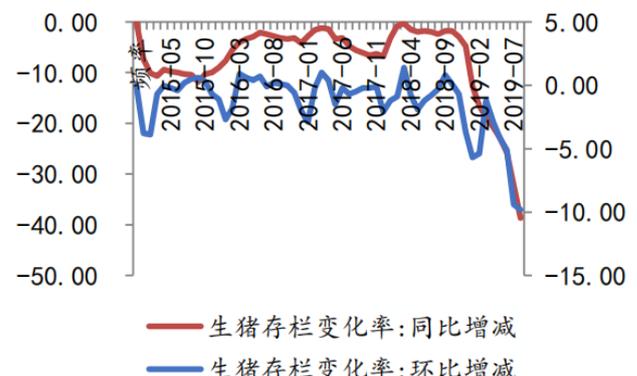
生猪: 超级猪周期逻辑不变, 当前板块存在超预期机会。我们认为周期远未结束, 超级猪周期仍在, 逻辑如下: ①猪价仍在涨价通道内, 短期供给虽难以细论, 但在未来一年内, 供给将会持续性快速下滑, 价格仍会新高。从农业部官方数据来看, 9 月份能繁母猪存栏同比下滑 38.9%, 生猪存栏同比下滑 41.1%。从能繁母猪留种到育肥猪出栏接近 1 年的时滞来看, 未来一年内, 生猪供给将持续收缩, 猪价仍处于上涨通道之中。②从行业角度看, 目前集团化企业凭借资金和技术优势率先恢复生产, 散养户虽然存栏企稳, 但仍全面暴露在疫情的高风险下, 未来很可能出现集团化企业单边扩产, 散养户存栏维持微增, 猪价维持高盈利区间, 行业成长性凸显。

图 28: 2015-2019 年能繁母猪存栏大幅下滑



数据来源: 农业部, 国泰君安证券研究

图 29: 2015-2019 年生猪存栏大幅下滑



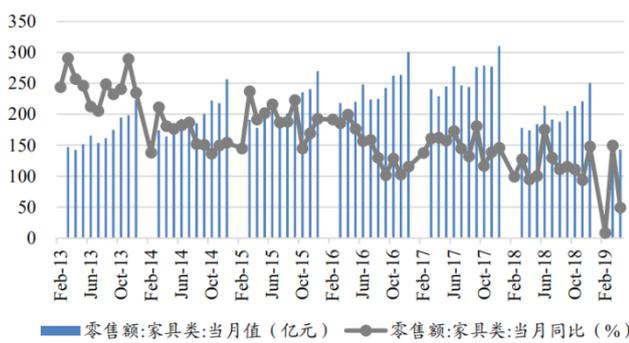
数据来源: 农业部, 国泰君安证券研究

禽板块：高盈利受益高猪价。本轮疫情育肥猪的去化幅度远高于母猪，这在历史上是少有的案例。这就意味着，未来一年内猪肉供给在疫情的干扰下，仍在持续的短缺通道中，猪价仍会新高。鸡肉作为价格较低的高品质替代肉，有望充分受益替代带来的行业性红利。本轮猪肉缺口保守估计 2000 多万吨，鸡肉一年总供给不及猪肉缺口，行业红利确定性明显，继续看好。

4.6. 轻工：地产回暖估值压力有望修复，办公集采迎来红利期

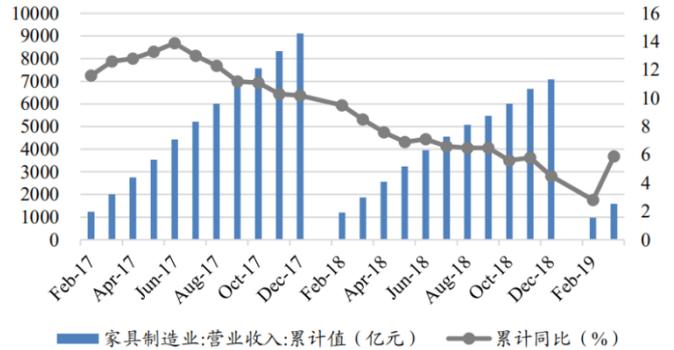
家具：地产数据有所回暖估值压力有望修复。从地产竣工数据来看，1-10 月相较于 1-9 月的降幅继续小幅收窄，地产销售数据在全年首次由负转正，单月表现有所修复，市场对地产数据短期的悲观预期有望得到一定的修复，这对于中长期后周期的消费需求持续增长（家具、家装）情况有待继续观察。从家具需求端来看，主要分为标准化需求（工程、整装）和非标准化需求（传统零售），不同类型的需求最终均指向 C 端市场，区别主要在于路径的差异，从而也带来了需求的分层。渠道结构的变化则是通过工程、整装适度的降低个性化需求，转化为以相对标准化的产品形式，其最终改变的是需求结构曲线（即长尾部分缩短、标准化部分进一步扩张），从中长期来看将带来相对标准化的 B 端市场集中度进一步提升。

图 30：社零-家具类当月同比增速呈现放缓趋势



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 31：2019 年起规模以上家具企业收入增速有所修复



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

消费轻工：消费日趋品质化，办公集采迎来政策红利期。消费日趋理性化，轻工消费从过去的低价逐步向品质化过渡。轻工领域的部分品类过去以“低价”作为重要的选择标准，近两年逐渐出现了品牌化消费的趋势，一方面是三四线城市的消费能力的提升，一方面是众多供应低价产品的小企业退出，其中包含了文具、晾衣架和人体工学等多个领域。办公采购的范围扩张，逐步从标准化采购扩张到非标产品以及服务采购。随着采购品类扩张需求的不断释放，办公集采正从标准化产品采购向非标采购及服务方向延展。根据对齐心集团、科力普、得力草根调研的情况，办公集采的市场规模约 3 万亿，其中消耗类办公物资、资产类办公设备、MRO 标准产品等占比较高，市场规模的扩张主要来自于采购品类的增加。

造纸：木浆系盈利水平回升显著，长期需求仍需宏观支撑，2020 或迎触底拐点。终端需求未见明显回暖，行业景气度预期内回落，增速下行趋

势有所放缓，2020 或迎触底拐点；中美关系变化无定，市场观望情绪略显浓厚，纸价与市场信心长期仍需宏观经济支撑。受整体宏观经济的影响，2019 年造纸行业景气度预期内下行，终端需求未见明显回暖。2019 年春季小旺季涨价函传导时间较往年更长，落实情况尚可，但终端销量未有显著好转；秋季小旺季涨价落实情况良好，出版社订单与双十一备货带动价格坚挺，规模纸厂排产较满，但经销商终端订单变现一般。长期来看，需求与纸价仍需宏观经济整体支撑，2019 行业景气度下行已临近几年低点，2020 或迎触底拐点。

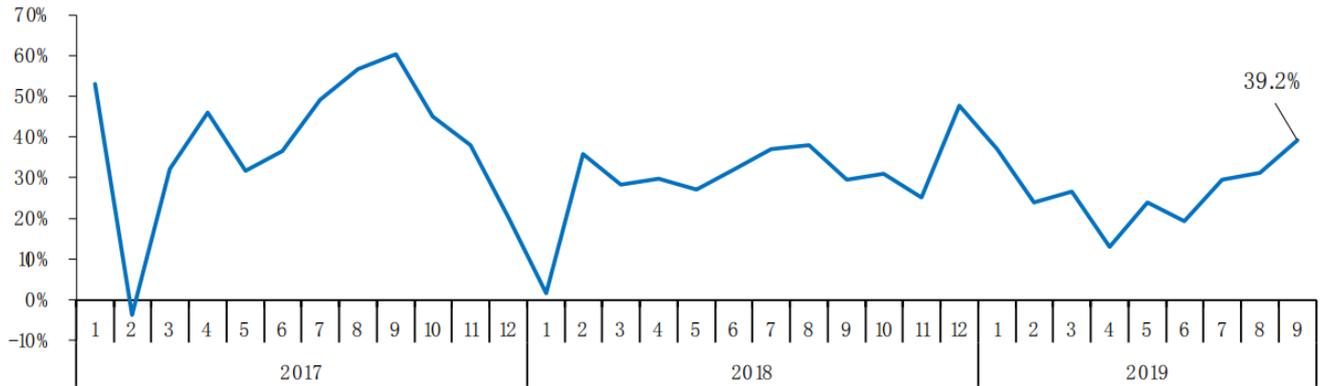
包装印刷：成本拐点提升盈利，集中度提升支撑长期增长。印刷包装行业集中度偏低，龙头公司将长期受益于集中度提升。印刷包装行业整体集中度较低环保政策日益严格、原材料涨价等因素使得纸包装行业门槛越来越高，同时下游行业高集中度将逐渐传导至上游包装行业，倒逼企业转型升级、包装行业集中度提升。在此过程中，龙头企业将享受行业增长和集中度提升双重红利。印刷包装行业下游需求与宏观经济联系紧密，经济波动可能影响需求端，优先选择需求稳定的印刷细分龙头。受国内经济增速放缓和贸易战等因素影响，在纸价下行利好印刷包装行业盈利回升的同时，需要考虑到经济放缓消费疲软对行业需求的负面影响，优先选择需求稳定的细分品种。

4.7. 社会服务：免税延续超高景气，低估值酒店板块或迎反转

可选服务行业继续显著分化，免税延续超高景气。①酒店、出境游、博彩需求明显放缓或降级：商旅预算降级，高端住宿需求仍在筑底；长线游需求处于底部，低客单需求稳定；博彩 GGR 增速自 2019 年 1 月开始转负之后，8 月增速持续下滑，9 月低基数下略有回暖；受宏观经济影响，2019 年 Q2 社会消费品零售总额餐饮收入同比增长 9.5%，最近 5 年整体增长持续放缓。②免税高景气度持续，预期全年离岛免税收入有望维持 30%以上，预计北京 T3 航站楼与上海机场三季度免税依然保持了较高速的增长；主要景区游客增速企稳回升，一半景区股扣非业绩实现正增长。以免税行业龙头中国国旅为例，2019 年前三季度公司营收 355.84 亿/+4.35%，归母净利 41.96 亿/+55.09%，第三季度三亚免税营收 20.8 亿/+33.3%，维持较高景气度。展望未来，进入 10 月份，国庆黄金周三亚免税营收增速在 40%以上，2019 年四季度离岛免税大概率将维持较高增速，未来市内店政策落地、海免并表和毛利率持续提升都将带来潜在利润增量。

图 32: 三亚海棠湾免税收入保持高速增长

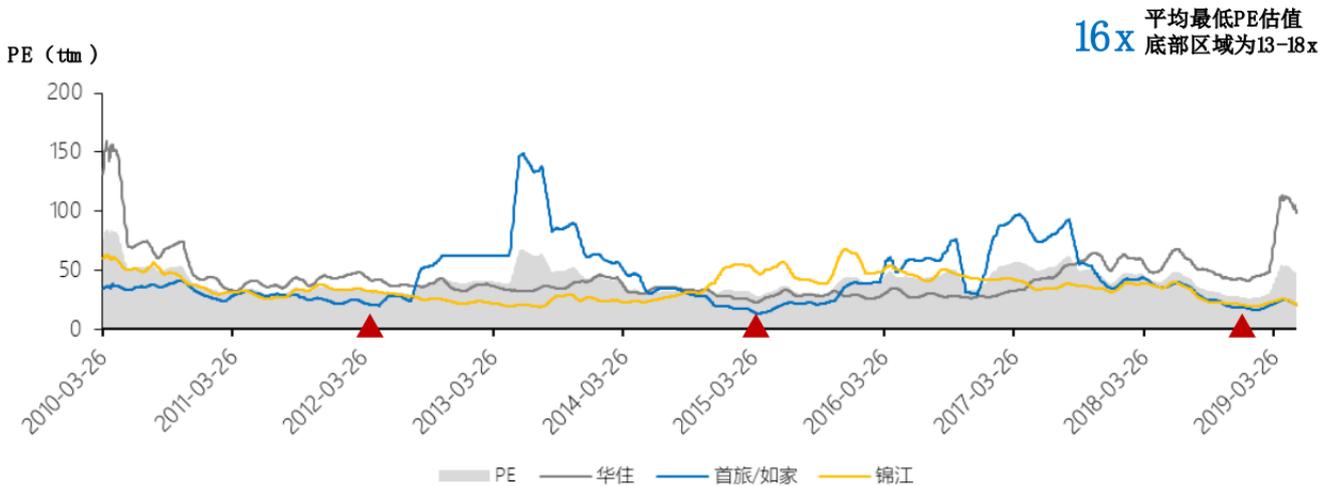
三亚离岛免税销售金额同比



数据来源: 国泰君安证券研究

酒店敏感性与弹性最高，目前预期估值业绩三重底，或迎双击。①受宏观环境影响，酒店经营数据较差，部分投资者担心公司业绩下滑，中国酒店 PE 估值底为 16-18x，目前 A 股两家酒店：锦江股份 2019/2020 年估值 19.9x/17.4xPE；首旅酒店 18x/15.5xPE，均处于历史估值底部区域；②此前市场过度担心周期性对酒店业绩影响，成长与价值属性支撑下，上市公司定期报告实际表现业绩受影响程度比市场预期要好；③目前三大酒店龙头品牌、规模、物业优势明显，壁垒难以逾越，且周期底部并未放缓产能扩张脚步，若宏观改善，酒店将迎来从估值修复到双击的过程。

图 33: 中国酒店 PE 估值底部区域 13-18x，目前 A 股酒店公司处于历史底部附近



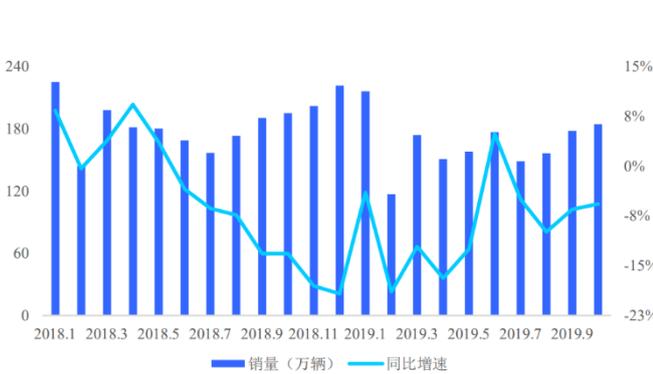
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

4.8. 汽车: 更新周期下的整车, 国产替代&四化下的零部件

乘用车处于销量底部、重卡高景气度有望维持、客车拐点正在逐步到来。从短周期看，乘用车乘用车处于销量底部，10月乘用车零售销量184.3万辆，同比-5.7%，短期大幅改善的概率不大，但随着替换需求的逐步释放，中长期看乘用车销量仍将继续增长；在基建投资继续加码、道路治超进一步收紧的背景下，重卡产业链的高景气度有望继续维持；客车行

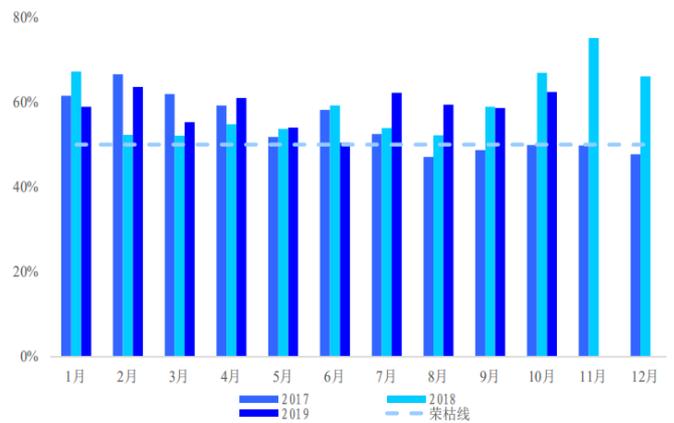
业受空间规模限制，未来增量主要来自于成本下降带来的盈利改善，随着退坡因素的边际影响减弱，客车龙头的盈利将迎来拐点。

图 34: 中国乘用车销量处于底部区域



数据来源: 乘联会, 国泰君安证券研究

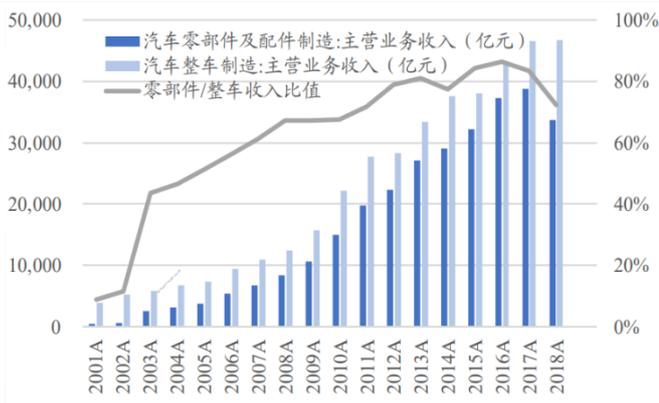
图 35: 10 月经销商库存预警指数为 62.4%



数据来源: 中国汽车流通协会, 国泰君安证券研究

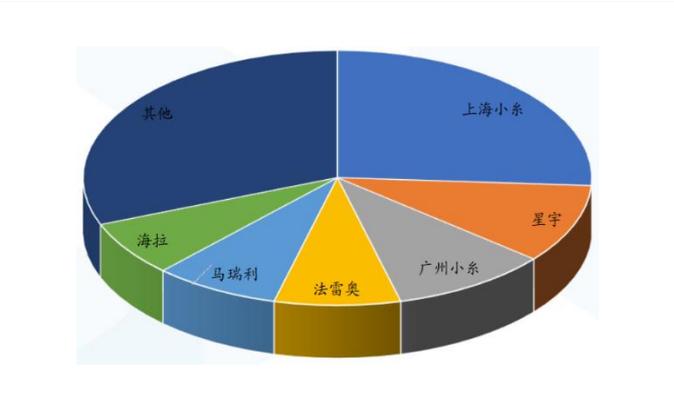
汽车零部件车灯、轮胎等子领域国产替代将加速，“四化”仍是主要边际增量。整车盈利下行带来两个结果，一个是盈利压力向零部件传导使其加速增长，另一个是国产替代加速，对于单车价值较高、成本优势显著的细分龙头将快速增长。此外特斯拉上海大众 MEB 平台逐步投产将成为新能源车产业链的重要催化剂，叠加对续航里程提升的需求以及车联网、自动驾驶等新技术推进，汽车零部件的轻量化、电动化、新能源化和智能化将是行业主要边际增量。建议投资者沿三条主线挖掘投资机会——“高景气度细分产业链+四化+低估值龙头预期修复”。

图 36: 与整车比值来看, 中国零部件行业提升空间较大



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 37: 车灯领域合资外资占据主导, 国产替代前景广阔



数据来源: 中国产业信息网, 国泰君安证券研究

4.9. 纺服: 2020 年继续推荐业绩稳定、低估值高分红龙头

宏观经济因素和天气原因导致 10 月服装零售有所波动。10 月服装鞋帽社零总额达到 1153 亿元, 同比下降 0.8%, 增速比去年同期下降 5.6pct。服装类销售波动主要受到两方面因素的影响, 一方面仍然受到宏观经济因素和消费环境的影响; 另一方面受到天气因素的影响, 国庆期间台风影响江浙和广东地区的服装销售, 此外华南华东地区天气偏暖, 也对服装销售造成不利的影响。重点服装公司 10 月零售数据较为平淡, 森马

成人休闲可比同店为负增长；高端女装歌力思可比同店在 10 月首次出现负增长，天气因素对歌力思影响较为明显。

双十一服装品牌积极参与，国产品牌优势稳固，运动、童装、羽绒龙头表现较好。近期双十一落下帷幕，主要服装品牌均参与活动带动服装品类表现，其中安踏、Adidas、Nike、南极人、优衣库等服装品牌双十一销售额突破 10 亿元。榜单情况看，各个细分子行业国产品牌均占据前十榜单中过半的比例，多领域本土品牌排名显著上升。与国际品牌相比较，本土品牌深受国内消费者的认可。销售额方面看，运动、童装和羽绒服领域，本土品牌表现亮眼。运动领域安踏推出 IP 款和电商特供款受到消费者喜爱，流水同比增长 61.95%、达到 18.3 亿元，延续历年的高增长。童装领域本土品牌 Balabala 蝉联榜单第一名，龙头地位稳固。羽绒服龙头波司登双十一线上全渠道销售突破 10 亿元，同比增长 37%，其中天猫旗舰店收入同比增长 58% 至 6.5 亿元，成为中国服装品牌单店销售第一名，表明产品优化效果显著。

图 38: 2019Q3 主要运动服饰公司季度零售流水维持高增速

	安踏体育	李宁	特步国际
2019Q1	安踏品牌产品零售额同比录得 10%-20%的低段增长	零售表现：整个平台零售录得 20%-30%低段增长；同店销售表现：整个平台同店销售录得 10%-20%中段增长	零售销售增长超过 20%；同店销售增长为低双位数；零售折扣水平约 7.5 折
	其他品牌产品零售额同比录得 65%-70%的升幅		
2019Q2	安踏品牌产品零售额同比录得 10%-20%的中段增长	零售表现：整个平台零售录得 20%-30%低段增长；同店销售表现：整个平台同店销售录得 10%-20%中段增长	零售销售增长超过 20%；同店销售增长为低双位数；零售折扣水平 7.5-8 折
	其他品牌产品零售额同比录得 55%-60%的升幅		
2019Q3	安踏品牌产品零售额同比录得 10%-20%的中段增长	零售表现：整个平台零售录得 20%-30%高段增长；同店销售表现：整个平台同店销售录得 10%-20%高段增长	零售销售增长约 20%；同店销售增长为约 10%；零售折扣水平 7.5-7.8 折
	其他品牌产品零售额同比录得 30%-35%的升幅		

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

4.10. 传媒：板块边际回暖趋势有望延续，2020 年机会可期

电影行业：受益于国庆档及少年的你等电影质量过硬，10 月全国实现票房 81.6 亿，创新的历史记录，同时截止到昨天全年累计票房 576 亿元，较去年同期增长 32 亿元，全年票房实现正增长基本确定；另一方面贺岁档及 20 年春节档竞争格局逐渐清晰，十一档开始的观影情绪提升有望至少延续到明年春节，在这个背景下最受益的是期间内有重点影片上映的公司，此外我们也建议长期关注经营拐点即将到来的院线板块。

表 10: 院线 CR5 集中度出现增长, 优质企业创收能力增强

院线	2015	2016	2017	2018	1H19
万达院线	59.66	60.89	68.37	76.87	40.72
大地院线	35.28	36.69	44.88	55.84	28.41
上海联和院线	30.96	35.69	42.13	44.99	23.55
中影南方新干线	29.78	32.36	38.23	42.13	21.52
中影数字院线	21.23	29.5	37.94	41.24	19.21
中影星美	37.73	34.5	37.34	36.37	15.64
广州金逸珠江	28.86	27.68	28.18	27.73	14.31
横店院线	19.77	20.71	22.72	24.61	12.29
江苏幸福蓝海院线	13.24	14.14	16.88	19.46	11.21
保利影业	12.22	14.45	17.67	19.7	10.64
CR3	30.23%	29.27%	29.67%	31.41%	32.16%
CR5	33.08%	43.96%	44.21%	46.14%	46.30%
CR10	66.58%	67.43%	67.65%	68.74%	68.54%

数据来源: 艺恩数据, 国泰君安证券研究

广告行业: 截至 2019Q3 广告市场整体下滑 8.0%, 其中传统媒体同比降幅达到 11.4%, 户外生活圈媒体的增幅亦收窄至 5% 以内; 广告主行业分类中, 医药和互联网行业在全媒体的广告花费占比持续下滑; 食品饮料行业广告花费同比上涨 16.9%, 在经济不景气的背景下广告投放主力开始向消费和服务型行业迁移。随着 Q4 双十一等活动影响, 预计消费类和服务类行业广告投放占比有望进一步增加。长期看好在优势投放场景下具备核心媒介资源的公司。

互联网视频行业: 爱奇艺及腾讯三季报公布付费会员数均超 1 亿人, 内容付费渗透率持续提升, 同时因部分内容上线延迟等原因导致广告收入增长受限, 随着内容政策边际放松, 《鹤唳华亭》等古装剧于 11 月开始定档播出, 以古装剧为代表的前期积压内容有望得以批量上线, 提升平台用户活跃度和流量价值; 此外各大卫视和视频平台 2020 年度重点剧集综艺招商资源均已发布, 题材丰富度持续提升, 同时网端平台内容投入维持较高水平, 但预算持续向自制内容和定制内容迁移, 叠加 2018 年开始的剧集行业供给侧改革, 内容生产要素价格下降带来平台内容成本下降, 在存量高成本内容消化完毕后, 平台成本端有望出现明显改善。首推标的是在综艺等内容领域具备核心竞争优势的芒果超媒。此外, 根据中报数据主要剧集内容制作公司新开机项目和库存去化都比较顺利, 推荐长期关注储备项目较多、库存去化速度较快的优质标的。

游戏行业: 2019 年 Q3, 国内手游市场规模 383.8 亿元, 环比基本持平, 较之去年同期增长近 8%, 增速放缓, 预计 Q4 各厂商重点游戏陆续上线有望进一步推动全年游戏行业增长。字节跳动作为移动互联网时代流量巨头, 有望进入手游市场增强其流量变现能力, 优质手游内容厂商或运营能力公司有望直接受益。此外, 预计 2019 年游戏出海市场规模 110 亿美元, 较 2018 年的 95.9 亿美元有较大增长, 游戏出海成为确定性的发展方向, 在游戏市场规模增速放缓和集中度提升的趋势下, 内容精品化趋势下研发和运营实力得以持续验证的公司存在超预期机会。

图 39: 2008-2019H1 中国游戏市场实际收入持续增长



数据来源: 中国游戏产业报告, 国泰君安证券研究

图 40: 2018 中国手游上市公司手游营收规模持续攀升

排名	上市公司	代表产品	移动游戏营收 (亿元)	涨幅
1	腾讯游戏	王者荣耀、和平精英	778.00	19.67%
2	网易游戏	楚留香、明日之后、荒野行动	285.23	5.70%
3	三七互娱	斩月屠龙、我的帝国H5	55.81	69.65%
4	智明星通	帝国战争、列王的纷争	30.65	-21.00%
5	昆仑万维	魂·界-魂之觉醒-死神、艾尔战记	29.88	-3.08%
6	Bilibili	命运-冠位指定、碧蓝航线	29.37	42.67%
7	完美世界	完美世界手游、火炬之光	27.11	-23.77%
8	游族网络	女神联盟2手游、刀剑乱舞	25.68	17.86%
9	掌趣科技	奇迹MU:觉醒、大掌门2	18.72	13.23%
10	恺英网络	蓝月传奇、传奇盛世	17.62	46.32%

数据来源: 中国产业信息网, 国泰君安证券研究

5. 投资建议

我们协同九大消费行业（食品饮料、商贸零售、家电、农业、轻工、社服、汽车、纺服、传媒）分析师，精选出 28 只消费品小龙头企业，目标价、盈利预测及核心推荐理由如表 11 所示。

表 11: 重点推荐公司目标价、盈利预测及核心推荐理由

公司名称	目标价 (元)	每股收益 (元)			市盈率 (PE)			核心推荐理由
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
绝味食品	53	1.37	1.71	2.13	32.4	26.0	20.8	卤制品细分领域龙头，行业景气度依然较高，渠道下沉、门店扩张
安井食品	75	1.42	1.72	2.07	45.8	37.8	31.4	火锅产业链景气度高，公司竞争优势明显，上游速冻行业集中度持续提升
双汇发展	35	1.63	1.76	1.98	19.7	18.2	16.2	肉制品行业绝对龙头，成本掌控能力强，屠宰业务受益进口肉和较高库存水平贡献业绩弹性
壹网壹创	192	2.65	3.49	4.66	63.2	48.0	35.9	天猫代运营企业 2018 年合计 GMV 渗透率不足 6%，行业发展空间极大，公司在整合营销、产品开发、销售达成等方面具备竞争优势，品牌和品类拓展有望提速
珀莱雅	112	1.89	2.49	3.12	50.1	38.1	30.4	电商渠道持续高增长，爆品打造经验继续复制，与西班牙高功能护肤品牌圣瑰兰成立合资公司、代理意大利国民彩妆 wycon、英国优质平价彩妆 MUA，内增外延同步发力可期
丸美股份	87.5	1.40	1.75	2.15	52.4	41.9	34.1	国货轻奢眼护龙头企业，公司目前在淘系电商占比远低于同行，极具提升潜力，高端产品线丸美东京持续发力，线下有望维持强势增长
新宝股份	20	0.87	1.09	1.29	19.7	15.7	13.3	西式小家电市场领跑者，品牌建设初见成效，有望成为“小苏泊尔”
华帝股份	14.6	0.92	1.13	1.27	13.2	10.7	9.5	厨电行业集中度仍有较大提升空间，华帝在中端市场优势有扩大潜力
老板电器	34.6	1.77	1.95	2.12	17.7	16.1	14.8	厨电行业集中度仍有较大提升空间，老板在中高端市场优势有扩大潜力

欧派家居	136.8	4.5	5.26	6.09	23.2	19.8	17.1	公司在大宗、整装等标准化市场积极顺应渠道变化，通过对零售经销商的支持与帮扶有望提振信心，中长期有望在多个渠道逐步实现集中度提升及稳步增长
晨光文具	57.8	1.1	1.36	1.65	46.3	37.5	30.9	科力普收入快速提升并从投放期进入收获期；九木杂物社有望提升终端竞争力，大众、精品文创、办公产品和儿童美术四条赛道有序推进贡献多方面增长点
齐心集团	15	0.38	0.5	0.65	33.6	25.5	19.6	大客户方面布局快速推进，从投入期逐渐进入收获期，随着多品类规模效应提升，盈利能力有望修复；云视频会议领域将与办公采购形成较强的协同效应
海大集团	40	1.16	1.46	1.76	28.1	22.4	18.5	饲料主业受益蛋白涨价带来的盈利能力加强；公司管理层优秀，未来布局养猪行业大有可为
牧原股份	120	2.70	14.03	13.90	35.1	6.8	6.8	国内生猪自繁自养龙头企业，受益行业景气上行，未来业绩迎量价齐升；非洲猪瘟疫情加快行业集中度提升，公司作为龙头率先受益
圣农发展	30	2.91	3.81	2.75	8.6	6.6	9.1	国内白羽鸡行业自繁自养龙头，受益行业景气上行，业绩充分受益；生猪供给缺口巨大带来替代品涨价逻辑，公司作为龙头率先受益
中国国旅	115	2.68	2.90	3.61	32.4	30.0	24.1	免税市场维持高增长，公司竞争优势明显，壁垒高，未来效率提升利润率空间大
首旅酒店	23	0.87	0.93	1.05	20.2	18.9	16.7	酒店目前处于周期底部，预计2020Q1-Q2降幅收窄触底反弹，公司业绩弹性最大
宋城演艺	34.7	0.92	0.99	1.25	31.7	29.4	23.3	演艺行业龙头，增量项目进入密集开业期，业绩有望爆发
海底捞 (港股)	38.3	0.54	0.78	1.03	64.9	44.9	34.0	餐饮龙头，开店维持高增长，同店仍在持续提升；品牌、服务、供应链优势明显
星宇股份	94.15	2.69	3.28	4.24	33.2	27.2	21.1	车灯产品升级显著，led渗透率不断提升，行业成长空间广阔；行业竞争格局稳定，集中度较高，前五大供应商占据80%份额，充分受益行业快速成长红利；对比同行业竞争对手，公司上下游产业链覆盖完整，具备成本优势及开发优势
科博达	45.5	1.24	1.57	1.88	39.7	31.3	26.2	作为以照明控制系统为核心业务的汽车电子龙头，公司处于原有客户渗透率快速提升、新客户逐步量产、新产品快速放量阶段，业绩有望维持快速增长
伯特利	26	1.03	1.3	1.62	19.3	15.3	12.3	产品迭代能力强，从盘式制动到电控制动再到线控制动，未来有望向智能驾驶辅助延伸；客户结构优化，从奇瑞到吉利再到长安福特、东风日产等合资客户
安踏体育 (港股)	82	2.10	2.61	3.19	36.7	29.6	24.2	主品牌安踏稳居国产运动品牌市占率第一，FILA高速增长，收购Amer如虎添翼，多品牌协同孵化，宣传和科研优势巩固，未来有望实现市占率的进一步提升
中洲国际	122	3.38	4.00	4.66	31.5	26.6	22.9	公司核心优势突出、客户资源望进一步拓展，

(港股)								
								产能扩张持续推进，整体业绩表现良好，2020年随着海外产能的释放，收入预计稳步增长
森马服饰	14	0.70	0.81	0.93	14.5	12.5	10.9	公司旗下童装品牌 balabala 稳居国内龙头地位，并通过收购不断扩充童装品牌矩阵。休闲装业务稳步发展，产品和渠道不断变革，未来有望企稳增长
芒果超媒	38	0.69	0.93	1.06	48.6	36.0	31.6	内容与平台业务强劲落地，付费率及 ARPU 值望持续提升
新媒股份	157	2.85	3.62	4.41	42.4	33.4	27.4	IPTV 及 OTT 业务持续发力，享家庭大屏红利
掌趣科技	8.3	0.17	0.33	0.46	31.8	16.4	11.7	制作能力持续提升，产品拐点望到来

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

6. 风险因素

6.1. 宏观经济增速整体放缓拖累大消费行业

国家统计局数据显示，2019 年三季度 GDP 同比增长 6%，创造了自 92 年我国有 GDP 季度记录以来的历史最低值。随着宏观经济下行压力对居民收入的直接影响逐渐显现，大消费行业可能受到拖累。从总体上看，企业经营压力加大、居民就业质量转差、收入增长困难增多等，成为当前制约消费潜力释放的主要因素。

6.2. 中美经贸摩擦及海外市场风险扰动不断

美方不断升级中美经贸摩擦，对中国实行贸易霸权主义和各种封锁打压，无疑会对我国国内企业的生产经营以及人们的消费和预期产生不利影响。同时，英国脱欧等海外事件，可能会波及中国的出口业务，特别是一旦欧盟倾向于采取贸易保护政策，将影响中欧双边贸易。

6.3. 大消费行业市场竞争激烈，上市公司经营面临压力

大消费行业处于高度竞争状态，市场化程度较高，若上市公司未能准确把握市场需求或产品定位，行业竞争加剧有可能导致公司盈利能力下降。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

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并进行证券或期权交易，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，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		