

周刊 精选

仅供内部参考

【2017/10/19】

2017年10月19日星期四

证券市场红周刊



第2页共13页

扎根消费升级 拥抱长跑冠军股

作者：许玉琴

编者按：国庆、中秋的双节，传递给人们的除了往年游客数量与旅游收入的双升、零售餐饮的增长、观影市场的火爆外，还有移动支付的海外抢滩，以及趋于品牌化、高端化和个性化的消费观。中国“第三次消费升级”正在方方面面展现，且正催化着二级市场的核心标的股价持续上涨。双节后的第一周，贵州茅台、美的集团、老板电器、海天味业、伊利股份等消费大白马股价再创历史新高。且无论是国内还是国外的资本市场历史都表明，消费品行业能够穿越经济周期实现长期持续性增长，更容易出“长跑冠军”，投资者乐见的、可以穿越牛熊的股票就在其中。因此，于二级市场的投资者而言，扎根消费升级

领地，持续关注传媒娱乐、医疗健康、消费电子等新兴产业，以及食品饮料等传统产业中具备寡头垄断潜力的优质龙头，均是顺势之选。

•宏观篇•

御技术东风 启新经济投资之门

国庆中秋双节，开心麻花一记《羞羞的铁拳》超越《港囧》砸向国产 2D 电影票房冠军位置，也在当下汹汹而来的消费升级潮流中砸出了一朵无比欢悦的浪花。当然，赚足眼球与钞票的不只是开启霸屏模式的国产喜剧电影……游客数与旅游收入双升、轻奢游、个性游趋势明显；零售与餐饮稳健增长，高端白酒、汽车、家电、珠宝等销售火爆；移动支付二马抢滩海外，微信与支付宝图标漂洋过海。

以上种种，均显示中国“第三次消费升级”正在方方面面展现，基于互联网及智能技术的“新经济”正在形成。从经济理论层面来讲，互联网、智能技术对各行各业的颠覆与渐次渗透，会提升企业以至整个经济体的全要素生产率，提升国民消费能力，改变其行为

2017 年 10 月 19 日星期四

偏好以至于打破传统商业模式，形成新的经济业态。在这个过程中，技术进步、消费升级共生共促，不断颠覆“旧经济”，形成“新经济”，如是往复，社会终得以进步。于投资者而言，扎根“新经济”中消费升级领地，持续关注传媒娱乐、医疗健康、消费电子等新兴产业，食品饮料等传统产业中具备寡头垄断潜力的优质龙头，均是顺势之选。

现状：“第三次消费升级”进行时

如前所述，技术进步与消费升级共生共促，不断形成“新经济”，淘汰“旧经济”，可以认为，每一轮技术进步，都会让国民消费需求上台阶，形成一种新的经济模式；反过来，每一次的消费升级，又会对技术提出新的要求，启动新一轮经济循环。

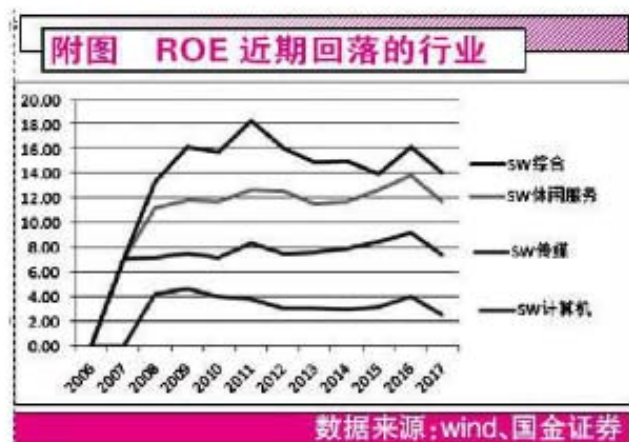
事实上，消费升级的过程，可以认为是对“非必需品”消费量不断提升的过程，而在经济发展的不同阶段，“非必需品”的范畴也在不断升级变化。这与马斯诺需求层次中生理、安全、社交、尊重、自我实现等需要层次的递进关系比较类同。譬如中国从改革开放以来可以认为有三次明显的“消费升级”。改革开放之初，国民消费支出中必需品粮食占

比下降，非必需品轻工、纺织产品消费大幅提升。第二次消费升级贯穿整个 20 世纪 90 年代，“中国制造”大发展，从“三转一响”到“电冰洗”，到后期的大屏幕高清晰度彩电、大容量冰箱、空调等的需求潮涌不绝，电子、钢铁、机械等行业也获益良多。当前，第三次消费升级已经全面铺开，教育、文化娱乐、通讯、医疗保健、旅游等更能满足人们个性化需求，品质化需求的产业获得长足发展。

从上市公司净资产回报率（ROE）的表现，也验证这种消费升级阶段的判断。比如，从最近的 2017 年中报的各行业 ROE（净资产收益率）来看，若去除金融行业，申万 26 个行业中，食品饮料、医药生物、家电、地产等 ROE 持续上升，且食品饮料、家电、医药生物等在消费上趋向于品牌化与高端化，也更加注重品质提升与个性化服务。另外，虽然传媒、计算机、汽车等产业经历了高增长后 ROE 高位回落，但是 TMT 板块中元器件、光学电子、营销传播等细分领域 ROE 处于持续上行通道中，预计消费升级在食品饮料、家电、医药等行业上的持续，以及个性化消费的提升，会传导到上述领域，包括消费电子、传媒娱

2017 年 10 月 19 日星期四

乐相关产业链。汽车、传媒、计算机等产业经历了高速成长期后 ROE 高位回落；轻工、建材、休闲服务等 ROE 长期稳定在 4%到 10%之间。



成因：

技术进步收入增、有能力、愿消费

剖析当前的消费倾向与经济情况，不难发现“第三次消费升级”的成因与其主要特征，以及其利好的相关产业。

首先，技术进步是消费升级的驱动力源泉。互联网及智能技术的进步与其在各行各业的应用，让消费者的各种个性化需求满足成为可能，譬如在医疗领域，基因测序、免疫治疗、伺服机器人等技术突破从方方面面满足消费者在健康方面的需求；又譬如在文娱领域，AR/VR 技术让身临其境成为可能，在线教育、旅游、远程教育等获得新的发展机遇。

其次，是经济增长的内生需求。随着改革开放制度红利的不断释放，我国投资及出口这两驾经济增长马车前行遭遇瓶颈，而消费因为居民高储蓄低消费的习惯惯性，仍具有较大发展潜力。所以我们看到近年来国家政策在促进消费升级的力度上也不断加强，如包括推动优质商品供给、发展老字号与电商平台、提升生活服务水平打造智慧生活、增强消费信息服务优化消费环境四个方面。

2017 年 10 月 19 日星期四

第三，国民收入水平支持消费升级。我国居民当前消费倾向不高，边际消费倾向低于 0.7，而美国最高时接近 0.94，日本更是超过 1。也就是说，我国居民每新增 1 元可支配收入，只会用不到 7 毛钱来消费，3 毛多存起来。但是，2016 年我国居民人均 GDP 已达 8300 美元，根据美国、日本等国家的经验，当居民人均收入增长到一定水平后，收入预期渐趋稳定叠加社会保障制度的完善，其消费意愿会不断提升，我国目前处于提升阶段。

第四，人口结构的变化，消费习惯改变。市场普遍预计，我国劳动人口数量到 2020 年可能会到达顶部，消费意愿与能力均较强的 35-54 岁人群比重增加。这一消费群体会更加注重品质，且大量中产阶级为保证其后代维持优质生活而在教育方面大量投入。另外，90 后、00 后新生代消费者将具有更加不同的消费观念，消费意愿强且会追求个性化，从直播、手游、影视以及与之相关的知识付费来看，这一群体的消费能力就不容小觑。

综合来看，个性化、健康、高品质是此轮消费升级的主要倾向，也是投资关键词，与之相关的产业必将迎来长足发展。

行业：

医疗看良药，分诊传媒求个性、品质

如前所述，关注消费升级，投资“新经济”，其核心在于抓住此轮消费升级的几个关键词“个性化、健康、高品质”，理论上来说，每个行业都有一些公司或者是子板块具备其中一个甚至多个特征。但整体来讲，笔者认为医疗、传媒、轻奢、消费金融、消费电子等行业整体与消费升级契合度更高。从行业来讲，我们以医疗与传媒为例，分析消费升级投资应该往哪些方向挖掘。

随着人口结构老龄化及医保覆盖面的拓展，居民对于医药、医疗服务及器械的需求与品质要求提升。政策上，医改政策不断，预计 OTC、原料药、流通、受益分级诊疗的器械板块和受益消费升级的专科医疗服务龙头会在这种消费升级过程中极大受益。其中，优质药链条上的江中药业、片仔癀、东阿阿胶、康恩贝、奥佳华、恒瑞医药、恩华药业等均属

2017 年 10 月 19 日星期四

于此类。而体外试剂诊断、透析产业相关的迪安诊断等将受益分级诊疗的发展；高端医疗器械相关的有乐普医疗、鱼跃医疗等。

传媒行业看，对中产阶级中消费力最强的青壮年（35-54 岁）而言，其消费会更注重高端化与优质化。对 85 后、90 后消费者而言，个性化及品质兼具的“小确幸”消费方式受到推崇。比如体育板块中、小众的项目如赛马和高尔夫等会成为他们竞逐的焦点。再如电影产业中，院线企业在中上游发行及制片的压力下，有极大动力拓展产业链，而在线电影售票平台能够通过平台积累的大数据进行精确营销，提高了整体产业链的效率。目前光线传媒持有猫眼文化 30.11%的股权，控股股东光线控股持有猫眼文化 47.02%的股权。

标的选择：

食品饮料寻寡头 新兴亦需抓龙头

从标的选择的角度来看，如前所述，食品饮料行业受益于消费升级过程中的高端化、品牌化趋势，已经或者正在成长出一批行业寡头，各细分子行业中的龙头企业有望分享更多红利。

比如说以贵州茅台、五粮液为代表的高端白酒行业，在茅台等龙头带头控价背景下，整体价格相对稳定。短期看四季度是白酒消费旺季，且从现有数据看预计优质白酒公司的三季报超预期概率较大。长期看，高端白酒企业在产业链中定价权较高，消费升级是确定性趋势，预计龙头公司将持续受益。

在乳制品产业中，短期看夏季季节效应导致生鲜乳产量下降，供给端情况会改善。长期看，相关数据显示，2017 年上半年需求持续回暖，在居民收入及消费意愿提升情况下，乳制品高端化需求会持续提升，且二胎政策放开之后婴儿潮来临预计三四线城市需求会加速升级。行业龙头伊利股份高端产品储备最为充足，且在三四线城市及乡镇覆盖面为行业最广。

2017 年 10 月 19 日星期四

调味品行业是食品饮料产业中龙头定价权仅次于白酒的一个子板块。受益于消费升级，餐饮行业景气度长期保持在高位，其中，中高端、连锁餐饮发展迅速，高端调味品需求增长持续性比较高。当前国内该行业市场集中度不高，龙头企业有望凭借品牌和渠道优势，抢占更高市场份额。海天味业渠道优势较强，2016 年进行产能扩张与生产线改造，改善管理，酱油、蚝油和调味酱分团队运营的同时进军食用醋市场，有望受益行业集中度提升红利。另外还有恒顺醋业、中炬高新等。

（文中个股只做举例，不做买入推荐）

（作者系国金证券分析师）