

2019年07月07日

中国消费品龙头到底是趋势投资还是价值投资

增持（维持）

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002

010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证号：S0600517050003

021-60199793

linjch@dwzq.com.cn

投资要点

- **本篇报告的目的：**在A股消费品龙头19年以来超额收益明显，大幅跑赢指数，本篇报告我们希望分析目前消费龙头的牛市究竟是价值的真正体现还是短期的趋势投资。
- **借鉴巴菲特的选股方式，我们筛选出18家可以媲美海外巨头的中国消费品龙头公司。**我们通过（1）全球市场（以北美、欧洲、日韩、港台、大陆为主）市值大于500亿、净利润大于5亿的消费企业；（2）10年内ROE至少9年大于15%；（3）10年经营性现金流持续为正，这三个指标对全球消费品公司进行了筛选。根据上述标准共筛选出62家上市公司，主要集中在美国（25家）和中国（18家），我们认为这得益于两国均拥有人口规模庞大且具有较高消费能力的统一市场。
- **A股常用的PEG角度，中国龙头近5年估值提升明显，海外龙头则持续享受估值溢价：**（1）相对估值视角下，美国在过去十年平均利润增速7.3%的情况下，对应当前PE均值26X；中国在过去十年平均利润增速23.3%的情况下，对应当前PE均值28X。（2）受益于中国经济和消费市场的快速发展，中国龙头的10年利润复合增速均值23%，高出美国16pct；同时，近3年收入和利润复合增速均高于过去5年约6pct，体现中国消费品向龙头集中趋势较为明显。（3）近5年利润复合增速大于10%的中国企业，年化19%的业绩增速对应年化37%的收益率，估值提升明显；而低位增长基本无收益率，利润复合增速小于10%的中国企业，过去五年年化1.5%的业绩增速仅对应年化1.1%的收益率。（4）美国消费龙头的业绩增速只有低单位数，但近五年这些龙头依旧获得了10%+的年化收益率。
- **从自由现金流贴现的方式看，海外成熟龙头的估值普遍隐含中高个位数的预期回报率。**我们通过假设海外龙头的现金流，同时用目前市值倒推隐含回报率的方式，计算了海外龙头各自的回报率情况，其中知名的海外消费品公司如可口可乐（6.6%）、耐克（8.3%）、宝洁（6.9%）、TJX（8.5%）回报率均相对不高，我们认为这与美国市场持续走低的利率水平以及美国市场更稳定的消费市场、金融监管环境有关。
- **中国消费品龙头目前估值下，相较海外龙头依旧具备吸引力。**受益于中国消费市场依旧较高的增速以及仍有待提升的市场集中度，中国消费龙头目前看有着明显高于海外龙头的未来现金流增速。经过我们计算中国消费品龙头目前市值对应的隐含回报率大致在10%（如贵州茅台10.7%、五粮液11.2%、美的集团10.1%、格力电器11.6%、安踏体育10.0%等），即便考虑到我国较高的利率，这样的回报率依旧较海外龙头具备吸引力，这也是外资持续布局的基石。我们认为，虽然2019年上半年消费品超额收益明显，从国内外龙头估值对比的角度，明前的定价体系非常合理，中国的优质消费品龙头长线依旧具备投资价值。
- **风险提示：**宏观经济增速不及预期，消费需求疲软

行业走势



相关研究

- 1、《纺织服装行业：再度提示！市场风险偏好有望持续修复，重视PEG折价的个股机会》2019-06-30
- 2、《纺织服装行业：半年报季来临+市场风险偏好修复，紧抓业绩亮眼个股》2019-06-24
- 3、《纺织服装中期策略：不确定环境下的确定性趋势》2019-06-17

内容目录

引言：A 股的消费品涨到目前究竟是价值体现还是趋势投资	4
一、 全球消费品龙头最多的国家依次是美国、中国	5
二、 不同增速对应的历史回报率：近 5 年来中国市场高增速龙头估值提升，海外市场给予成熟龙头溢价显著	8
三、 海外成熟龙头估值普遍隐含中高个位数的预期回报率	10
四、 中国消费龙头目前市值隐含的预期回报率依旧具有吸引力	11
五、 复盘巴菲特重仓股	13
六、 附录	18

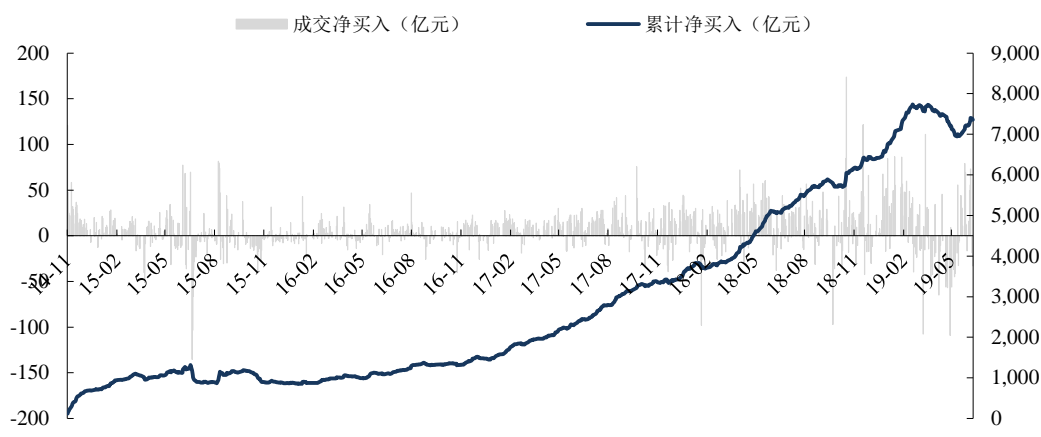
图表目录

图 1: 北上资金规模及流向	4
图 2: 2019 年以来 A 股消费龙头超额收益	5
图 3: 全球消费龙头 ROE 来源 (按十年均值计算)	6
图 4: 全球主要消费龙头经营性现金流 (单位: 亿人民币)	6
图 5: 全球消费龙头区域概览 (单位: 亿人民币, %)	7
图 6: 全球主要国家消费市场规模	7
图 7: 中美核心消费龙头概览 (单位: 亿人民币, %)	8
图 8: 全球消费龙头历史增速及收益率概览	9
图 9: 美国消费龙头 PE 与利润增速走势	10
图 10: A 股消费龙头 PE 与利润增速走势	10
图 11: 欧美消费龙头绝对估值体系计算	11
图 12: 美国十年期国债收益率 (%)	11
图 13: 英国十年期国债收益率 (%)	11
图 14: 当下中国消费品子行业情况	12
图 15: 中国消费龙头绝对估值体系计算	12
图 16: 当前 A 股消费龙头外资持股统计	13
图 17: 巴菲特历年投资收益	13
图 18: 19Q1 伯克希尔特持仓统计	14
图 19: 巴菲特沃尔玛投资线 (美元)	15
图 20: 巴菲特可口可乐投资线 (美元)	16
图 21: 巴菲特好事多投资线 (美元)	17
图 22: 全球消费龙头概览 (单位: 亿人民币, %)	18
图 23: 全球消费龙头特征统计 (按十年均值计算)	20
图 24: 全球消费龙头历史增速及收益率明细	21
图 25: 海外消费龙头隐含回报率测算假设	24
图 26: 中国消费龙头隐含回报率测算假设	24

引言：A 股的消费品涨到目前究竟是价值体现还是趋势投资

近年来北上资金规模持续增加，累计净流入一度超过 7700 亿，在经历 19 年 4、5 月的短暂离场后，6 月以来回流近 400 亿。随着环球三大指数相继纳入 A 股并提高权重，外资入场节奏将明显加快。根据东吴策略团队的估算，预计 19 年将带来近 600 亿美元（约 4000 亿人民币）的增量资金，外资持有 A 股市值规模不断逼近公募基金（19Q1 公募约 1.9 万亿，外资约 1.7 万亿），在 A 股市场的定价权越来越高。

图 1：北上资金规模及流向



数据来源：Wind，东吴证券研究所

在此背景下，A 股消费品龙头超额收益非常明显，19 年以来沪深 300 涨幅 26.3%，同期五粮液、古井贡酒、贵州茅台、格力电器、海天味业等消费白马均大幅跑赢指数。那么到目前为止消费白马的强势领涨究竟是趋势性投资、还是真实价值反应，带着这样的疑问我们开展这项专题研究。

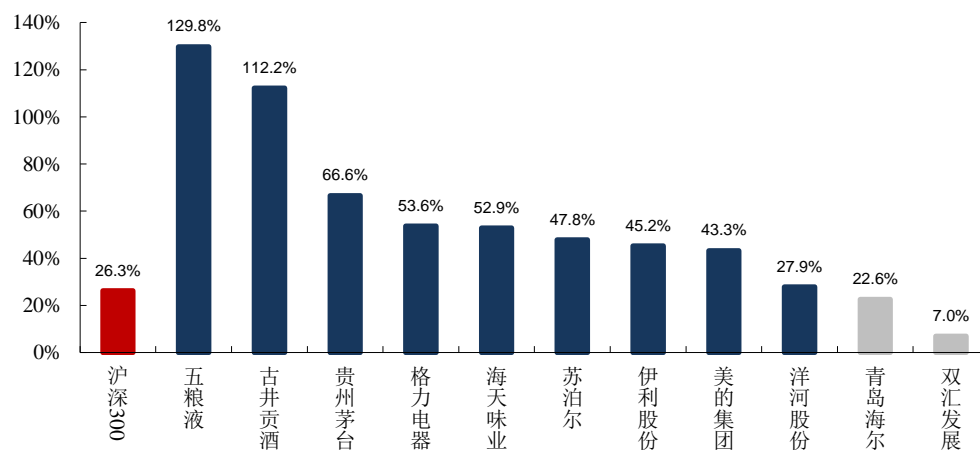
我们的研究路径将分为四部分：

- 1) 借鉴巴菲特的选股标准筛选海外消费白马分析区域特征；
- 2) 比较不同时间段龙头公司增速与区间收益率的关系；
- 3) 探究海外成熟消费企业的市值对应怎样的隐含预期回报率；
- 4) 中国消费品龙头目前市值下隐含预期回报率水平与海外龙头的对比；
- 5) 复盘巴菲特消费品重仓股。

我们的结论是，中国消费品龙头虽然已经在近期获得了较高的超额收益，但是受益于中国消费市场依旧较高的增速带来的更强劲的未来现金流增速，目前市值下中国消费

品龙头的隐含回报率依旧高于海外消费龙头（考虑了利率影响）。因此，在海内外龙头未来现金流确定性相似的假设下，我们认为中国消费龙头依旧有着更高的投资价值，其估值依旧有望继续提升。

图 2：2019 年以来 A 股消费龙头超额收益



数据来源：Wind，东吴证券研究所

一、全球消费品龙头最多的国家依次是美国、中国

首先我们对于成熟的消费大龙头进行筛选，标准为：

1) 全球市场（以北美、欧洲、日韩、港台、大陆为主）市值大于 500 亿的消费企业；净利润大于 5 亿。参考巴菲特在 1982 年致股东信中提及的“大额交易”标准，即“税后盈余至少为 500 万美元”，至 2004 年提升至 7500 万美元。大规模企业通常处于稳定的成熟发展阶段，业绩波动性相对较低，长期趋势的确定性高。

2) 10 年内 ROE 至少 9 年大于 15% 以体现稳定持续的获利能力。巴菲特在 1979 年致股东信中谈到净资产收益率（排除不当的财务杠杆或会计作帐）是判断企业经营好坏的主要依据。长期稳定的高 ROE 说明公司所从事的行业是一门好生意，值得长期投资。高 ROE 来源大致可分为三类：1) 高净利率，表现为产品品牌、技术研发等优势下占据较大的市场份额或拥有较宽的护城河，从而享有定价权，如十年平均净利率 50% 的茅台、烟草巨头英美烟草等。2) 高周转率，体现为快消品的行业属性，采用薄利多销的盈利模式，如商超行业的沃尔玛、主打低价的家庭服装零售商 TJX、国内肉制品龙头双汇等。3) 高杠杆，健康的可持续的高杠杆模式主要来自经营杠杆而非财务杠杆，最为典型的是家电行业中的美的、格力，在强大的渠道把控力度下预收及计提经销商返利占比高，从而导致经营杠杆高。

图 3：全球消费龙头 ROE 来源（按十年均值计算）

公司	地区	ROE (%)	净利率 (%)	周转率	权益乘数	公司	地区	ROE (%)	净利率 (%)	周转率	权益乘数
高净利率											
贵州茅台	中国	33.93	49.71	0.53	1.34	利洁时	英国	33.53	23.95	0.61	2.43
英美烟草	英国	53.42	41.19	0.45	3.77	布朗福曼	美国	33.93	21.52	0.74	2.39
洋河股份	中国	34.65	32.76	0.65	1.53	帝亚吉欧	英国	36.00	20.50	0.47	3.83
高特利	美国	111.82	32.52	0.48	7.81	爱马仕国际	法国	26.16	20.35	0.92	1.39
五粮液	中国	22.97	31.93	0.54	1.34	海天味业	中国	34.07	20.24	1.16	1.50
高周转率											
Alimentation Couche Tard	加拿大	22.36	2.38	4.00	2.52	Ross 商店	美国	41.26	7.18	2.65	2.09
Sysco	美国	25.89	2.42	3.48	3.59	伍尔沃斯集团	澳大利亚	20.13	3.00	2.59	2.51
双汇发展	中国	29.21	7.59	3.30	1.47	克鲁特	比利时	21.72	4.29	2.49	2.01
TJX	美国	48.38	6.45	2.84	2.64	JD 运动时装	英国	27.73	5.19	2.48	2.17
拖拉机供应	美国	24.97	5.40	2.77	1.70	沃尔玛	美国	20.81	3.38	2.40	2.60
高杠杆											
索迪斯	法国	17.76	2.95	1.41	4.30	格力电器	中国	33.49	10.32	0.91	3.79
Jerónimo Martins	葡萄牙	29.05	2.98	2.42	4.07	美的集团	中国	28.08	7.26	1.30	2.79

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所（注：详细数据参见附录）

3) 10 年经营性现金流为正以体现健康的营运状态。企业价值取决于现有资产创造现金流的能力，稳定的现金流反映企业可持续为股东创造价值，沃尔玛十年保持千亿级现金流，茅台、美的现金流随成长性的释放呈增长趋势。

图 4：全球主要消费龙头经营性现金流（单位：亿人民币）

	FY08	FY09	FY10	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18
沃尔玛	1560	1601	1793	1596	1562	1613	1426	1764	1740	2113	1902
净利	962	925	982	1106	1011	1071	983	1011	928	910	662
宝洁	1092	1020	1101	877	844	929	857	904	994	868	967
净利	986	919	870	782	683	707	715	435	677	1044	634
英美烟草	420	362	415	422	394	379	326	402	363	375	776
净利	317	290	301	321	380	376	316	412	418	3260	532
联合利华	375	576	516	510	577	533	477	532	539	578	548
净利	514	321	381	371	354	395	423	342	381	461	733
贵州茅台	52	42	62	101	119	127	126	174	375	222	414
净利	38	43	51	88	133	151	153	155	167	271	352
美的集团	44	35	42	41	81	101	248	268	267	244	279
净利	15	16	37	35	33	53	105	127	147	173	202

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所（注：本报告中货币单位未具体提及的均以人民币计量以实现全球标的的可比统一性）

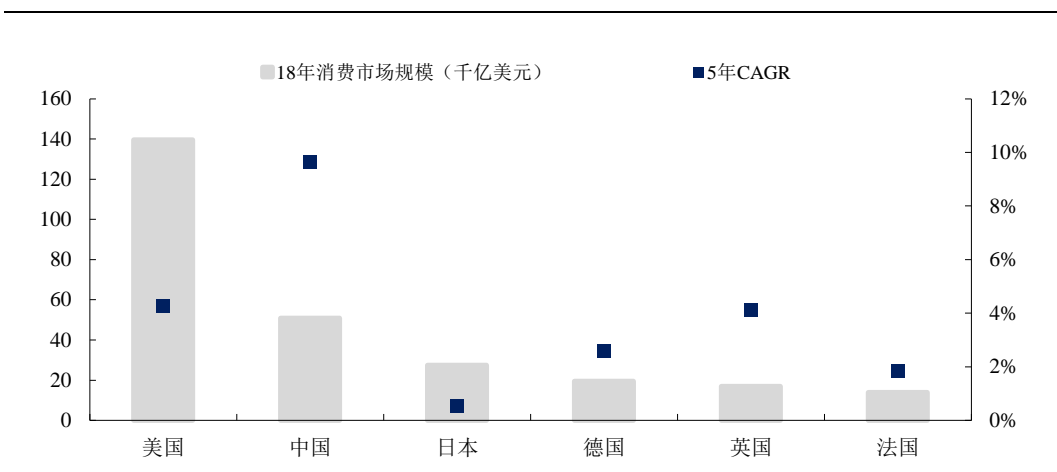
根据上述标准共筛选出 62 家上市公司，主要集中在美国（25 家）和中国（18 家），这得益于两国均拥有庞大人口规模且具有较高消费能力的统一市场。18 年美国消费规模 14 万亿美元位列第一，中国 5 万亿美元排在第二但 5 年 CAGR 约 10% 远高于其他国家。消费品行业受外来技术冲击小，而与社会文化关联度高，因而在具备人口优势的消费大国里企业容易发挥规模效应，夯实护城河，行业集中度持续上行至形成垄断格局。

图 5：全球消费龙头区域概览（单位：亿人民币，%）

	数量	市值总和	收入总和	利润总和	龙头
美国	25	117,263	61,361	4,439	沃尔玛、宝洁、可口可乐、百事可乐、耐克、高特利、雅诗兰黛、TJX、Sysco、Ross、怪兽饮料、通用磨坊、好时、布朗福曼、荷美尔、味好美、切达杜威、家乐氏、达登、孩之宝、拖拉机供应、金汤宝、Rollins、TPR-DRS-RS、Pool
中国	18	39,238	11,810	1,618	贵州茅台、五粮液、美的集团、格力电器、海天味业、金沙中国、伊利股份、洋河股份、申洲国际、安踏体育、海尔智家、新东方、双汇发展、永利澳门、统一超、恒安国际、苏泊尔、古井贡酒
英国	7	33,330	11,549	1,872	联合利华、帝亚吉欧、英美烟草、利洁时、金巴斯集团、本泽商贸、JD 运动时装
加拿大	3	4,880	4,228	169	Lululemon、Alimentation Couche Tard、萨普托
法国	2	6,267	2,051	160	爱马仕国际、索迪斯
西班牙	1	6,131	2,040	269	印第迪克
澳大利亚	1	1,920	2,876	87	伍尔沃斯集团
瑞典	1	1,822	1,606	97	海恩斯莫里斯
韩国	1	1,186	406	41	LG 生活健康
比利时	1	731	699	29	克鲁特
葡萄牙	1	719	1,354	31	Jeronimo Martins
德国	1	667	733	87	麦德龙

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所（注：1、个股详细数据参见附录；2、由于美股受 18 年税改影响，最新财年使用 17 财年数据）

图 6：全球主要国家消费市场规模



数据来源：Wind，东吴证券研究所（注：消费市场规模以 GDP 居民消费支出衡量）

从两国龙头画像来看，均为市占率领先的业内佼佼者。美国 25 家龙头年收入总和超 6 万亿人民币，利润总和约 4400 亿人民币，其中可口可乐、耐克等消费大白马全球市占率约 48%、15%。中国 18 家龙头年收入超万亿人民币，利润总和约 1600 亿人民币，这些消费龙头均在行业内筑起牢固的护城河，例如茅台在高端白酒市占率超 60%，家电双寡头美的、格力空调市占率达到 25%、30%。

从两国消费行业的演变来看，在美国经济快速发展的 20 世纪 70-80 年代，耐克、星巴克等大量优质消费品牌孕育而生，消费需求大爆发带动企业实现收入利润双击的跨越式发展。目前，随着美国经济逐渐进入成熟期，这些消费品品牌在国内成为寡头垄断后增速明显放缓。

相较之下，如今中国消费龙头正处于快速提升市占率的黄金发展阶段，18 个消费白马的 10 年利润增速均为 10%+，其中 13 个更是超越 20%，显著优于美国成熟市场，未来有望匹敌世界龙头的市场规模。

图 7：中美核心消费龙头概览（单位：亿人民币，%）

公司	行业	市值	PE -TTM	最新财 年收入	收入 10 年 复合增速	最新财年 净利	利润 10 年 复合增速	ROE 10 年均值	经营性现 金流	股息 率
美国										
沃尔玛	零售	20921	21.91	32409	3.4%	910	1.9%	20.81	2113	1.8%
宝洁	个护	18852	25.90	4430	-1.6%	1044	4.0%	18.54	868	2.5%
可口可乐	食品饮料	15178	23.42	2391	0.0%	84	1.0%	27.32	505	3.2%
百事可乐	食品饮料	12928	24.14	4290	4.9%	328	-1.5%	36.63	677	3.1%
耐克	服装	9059	32.26	2333	7.7%	288	11.0%	24.76	261	0.7%
中国										
贵州茅台	食品饮料	11469	30.25	772	25.1%	352	24.9%	33.93	414	1.6%
五粮液	食品饮料	4074	27.36	400	17.6%	134	22.1%	22.97	123	1.6%
美的集团	家用电器	3341	15.83	2618	15.1%	202	29.7%	28.08	279	2.6%
格力电器	家用电器	3078	11.71	2000	16.8%	262	29.6%	33.49	269	1.8%
海天味业	食品饮料	2781	59.94	170	16.0%	44	22.4%	34.07	60	1.0%

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所（注：1、股息率按三年分红率对应当前 PE 计算；2、海天味业 2014 年 2 月上市，财务数据为 9 年跨度）

二、不同增速对应的历史回报率：近 5 年来中国市场高增速龙头估值提升，海外市场给予成熟龙头溢价显著

我们进一步考察 62 家消费龙头不同业绩增速下的年化收益水平：

1) 中国消费龙头表现出强劲的成长属性及集中趋势，18 家公司 10 年利润复合增

速均在 10% 以上，且增速均值 23%，高出美国 16pct。同时，近 3 年收入和利润复合增速均高于过去 5 年约 6pct，体现中国消费品向龙头集中趋势较为明显。

2) 近 5 年来中国市场高增速龙头估值提升，14 年沪港通开通后，外资逐渐入场，偏好成长属性更浓、长期增长确定性高的中国消费龙头，这些龙头的估值也显著提升。近 5 年利润复合增速大于 10% 的中国企业共有 13 家，年化 19% 的业绩增速对应年化 37% 的收益率，估值提升明显（美国龙头年化 15% 的业绩增速对应年化 20% 的收益率，估值相对稳定）。

3) 中国消费股一旦业绩增速不具吸引力，其收益水平显著降低。近 5 年利润复合增速小于 10% 的中国企业共有 5 家，年化 1.5% 的业绩增速对应年化 1.1% 的收益率。但近 3 年低增速的龙头也出现了提估值现象，股价涨幅超过利润增速（年化 6.6% 的业绩增速对应年化 10.4% 的收益率），这段时间也正好是外资在改变定价模式。

4) 海外市场给予成熟龙头溢价显著，美国消费龙头的利润增速大多集中在 10% 以下，但由于其发展成熟、市值规模大、长期经受市场检验，即使业绩增速只有低单位数，依旧可获得 10%+ 的收益率。

图 8：全球消费龙头历史增速及收益率概览

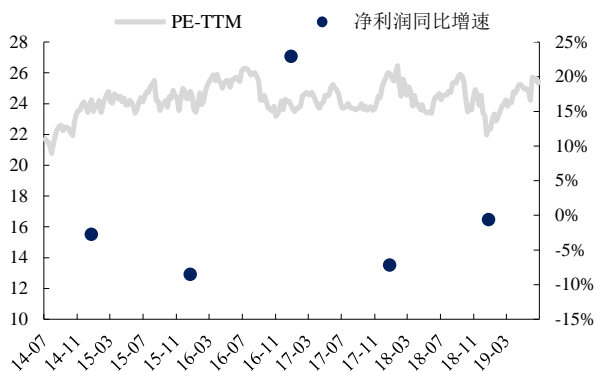
		10 年			5 年			3 年		
		全球	美国	中国	全球	美国	中国	全球	美国	中国
合计	数量	62	25	18	62	25	18	62	25	18
	收入增速	9.4%	4.6%	16.3%	7.1%	2.9%	12.1%	9.0%	2.3%	18.2%
	利润增速	13.3%	7.3%	23.3%	9.1%	6.2%	14.1%	11.9%	6.9%	19.9%
	股价涨幅	19.5%	18.0%	23.0%	17.8%	14.1%	26.7%	17.9%	12.3%	32.4%
利润增速>10%	数量	36	11	18	28	8	13	32	9	14
	收入增速	13.3%	7.0%	16.3%	12.0%	6.2%	15.6%	14.5%	4.6%	21.9%
	利润增速	20.0%	13.4%	23.3%	17.3%	15.0%	19.0%	21.4%	18.9%	23.7%
	股价涨幅	24.1%	24.2%	23.0%	29.4%	20.1%	36.5%	23.8%	13.2%	38.6%
利润增速<10%	数量	26	14		34	17	5	30	16	4
	收入增速	4.0%	2.7%		3.1%	1.4%	2.8%	3.2%	1.1%	5.1%
	利润增速	4.2%	2.5%		2.4%	2.0%	1.5%	1.7%	0.2%	6.6%
	股价涨幅	13.2%	13.1%		8.3%	11.3%	1.1%	11.6%	11.8%	10.4%

数据来源：Bloomberg, Wind, 东吴证券研究所（注：详细数据参见附录）

相对估值视角下，美国在过去十年平均利润增速 7.3% 的情况下，对应当前 PE 均值 26X；中国在过去十年平均利润增速 23.3% 的情况下，对应当前 PE 均值 28X。进一步，我们考虑两国 PE 的变化趋势，将 25 家美国公司和 11 家 A 股公司分别按市值加权方式编制两国消费龙头指数，发现：1) 尽管美国消费龙头业绩增速低，但近 5 年估值

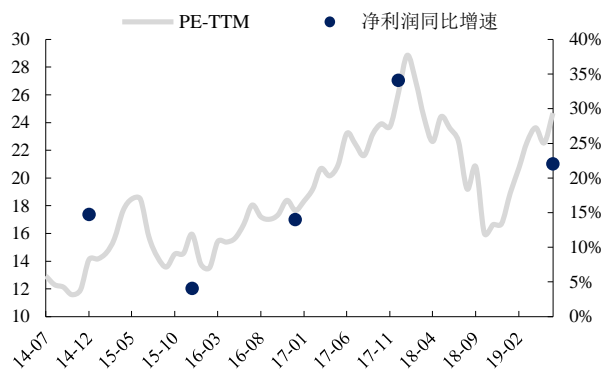
中枢一直稳定保持在 22-26X；2) 中国消费龙头近 5 年的估值中枢从 15X 上移至 24X，估值提升明显。

图 9：美国消费龙头 PE 与利润增速走势



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所（注：FY16 由于高特利并入 SABMiller 27% 股权收益拉高利润增速）

图 10：A 股消费龙头 PE 与利润增速走势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

三、海外成熟龙头估值普遍隐含中高个位数的预期回报率

公司估值方法主要分为相对估值法和绝对估值法，其中相对估值法包括 PE、PB、PS、PEG 等，绝对估值法主要指 DCF 现金流贴现法，即企业的自由现金流是为股东创造价值的源泉，这也是巴菲特最为看重的估值方法。我们选择美国、欧洲各消费子行业中典型的成熟企业，运用绝对估值体系考察当下的隐含回报率。

整体来看，美国消费龙头的隐含回报率大致如下：可口可乐 6.6%、耐克 8.3%、宝洁 6.9%、TJX 8.5%。相较于中国，美国市场的特点主要有：1) 美国龙头发展成熟，且国内拥有足够大的市场，未来现金流创造企业价值的确定性高，投资者所给予的风险溢价较低；2) 资金使用的机会成本在降低，美国十年期国债收益率由 09 年的 4% 一路下行至 2%，投资者对股票的要求回报率也随之降低；3) 美国金融市场环境稳定、资本化程度高、流动性强，且投资者对持有美元标的更有信心，因而市场愿意给更高的估值溢价。

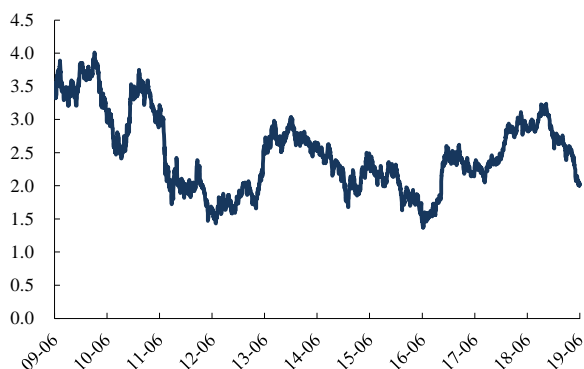
相较之下，欧洲龙头由于所处的单一国家消费规模较小，整体欧盟市场文化差异较大，导致业绩增速的确定性相对减弱，叠加金融市场环境不如美国的稳定性高，因而考虑资金成本前提下目前市值隐含了更高的预期回报率，扣除十年期国债利率（英国 0.93%、法国 0%）后的回报率整体高出 1.6pct。

图 11：欧美消费龙头绝对估值体系计算

	美国					欧洲				
	上市公司	隐含回报率	扣除利率后	股息率	PE-TTM	上市公司	隐含回报率	扣除利率后	股息率	PE-TTM
食品饮料	可口可乐	6.6%	4.6%	3.2%	23.7	帝亚吉欧	6.5%	5.6%	2.0%	28.6
服装	耐克	8.3%	6.3%	0.7%	34.1	爱马仕国际	6.5%	6.5%	1.3%	47.5
个护	宝洁	6.9%	4.9%	2.5%	26.6	联合利华	9.6%	8.6%	3.5%	15.9
零售	TJX	8.5%	6.5%	0.9%	23.5					

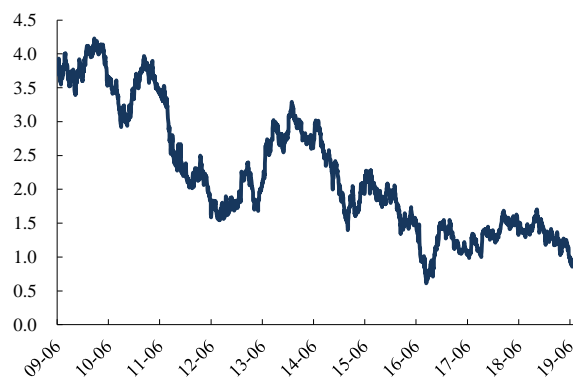
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所（注：1、美国国债收益率 2%、英国国债收益率 0.93%、法国国债收益率 0%；2、测算假设详见附录）

图 12：美国十年期国债收益率（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 13：英国十年期国债收益率（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

四、中国消费龙头目前市值隐含的预期回报率依旧具有吸引力

我们针对国内消费龙头，运用绝对估值体系测算当前市值下的隐含回报率。

绝对估值的核心便是对未来业绩增速的判断，我们认为相较于海外龙头，中国消费品未来十年的增速将保持中高增长且业绩兑现确定性较高。一方面，中国的人口规模优势更大，能有效带动市场扩容，高端白酒、酱油、体育服饰等子行业的增速均在 10% 以上。同时，企业能将人口红利转化为规模优势，降低单位成本和费率，并借助消费升级趋势实现产品结构升级，从而使盈利能力得到进一步提升。

另一方面，中国消费龙头市占率仍有提升空间，竞争格局将持续优化。目前美国碳酸饮料行业可口可乐、百事可乐共占据约 80% 的市场份额，巧克力双寡头好时和玛氏市占率合计约 60%。相较之下，中国消费品市场集中度较低，调味品龙头海天市占率约 6%（酱油市占率 16%），乳制品双寡头伊利蒙牛合计市占率 44%，肉制品单寡头双汇市占率 15%，体育服饰领域安踏市占率 11%（含 Fila），均有充分的提升空间。

因此我们在对于中国消费龙头未来现金流估计中，均给出了相对美国龙头更高的假设。

图 14：当下中国消费品子行业情况

	市场规模 (亿元)	行业增速	市场集中度	龙头市占率
高端白酒	1000	10%	CR3 95%	茅台 63.5%、五粮液 25.9%
酱油	900	10%	CR5 28.2%	海天 15.6%
液态奶	4000	5%	CR2 43.8%	伊利 22%
肉制品	1500	5%	CR4 25%	双汇 15%
空调	0.9-1 亿台	3%	CR2 55%	格力 30%、美的 25%
体育服饰	3000	10%	CR5 60%	安踏 11% (含 Fila)

数据来源：Wind，东吴证券研究所

在更高的未来现金流增速假设下，我们看到国内龙头目前市值虽然 PE 相对较高，但是其对应的隐含回报率依旧高于海外龙头。按照我们中性的现金流假设，家电、白酒、服装行业龙头均有双位数的隐含回报率，在扣除利率因素影响后回报率依旧高于海外的龙头公司。此外，双汇、格力、美的股息率较高，确定性的现金分红使这些龙头更具吸引力。

这样的结果表明，由于中国经济/消费市场更高的增速，若参照海外龙头的回报率，中国消费龙头的估值依旧有望在目前走出一波牛市行情的情况下继续提升。

图 15：中国消费龙头绝对估值体系计算

上市公司	隐含回报率	扣除利率后	股息率	PE-TTM	上市公司	隐含回报率	扣除利率后	股息率	PE-TTM
食品饮料					家电				
贵州茅台	10.7%	7.5%	1.6%	32.6	美的集团	10.1%	6.8%	2.6%	17.0
五粮液	11.2%	8.0%	1.6%	30.8	格力电器	11.6%	8.3%	1.8%	12.6
海天味业	8.1%	4.9%	1.0%	61.1	服装				
伊利股份	8.1%	4.8%	2.2%	30.8	安踏体育	10.0%	7.4%	1.9%	30.8
双汇发展	9.6%	6.3%	5.7%	16.0	申洲国际	8.8%	6.1%	1.6%	31.0
教育					个护				
新东方	9.4%	7.4%	0.0%	58.3	恒安国际	8.4%	5.8%	3.8%	15.7

数据来源：Wind，东吴证券研究所（注：1、国债收益率 3.26%；2、测算假设详见附录）

从外资持股来看，A 股消费龙头备受青睐。目前美的集团、伊利股份、格力电器等陆股通及十大流通股股东中 QFII 持股比例已超过 10%（格力电器 15 年曾触及 26% 的外资持股比例警戒线，美的集团 19 年以来也连续 4 个月触及警戒线），我们认为，贵州茅

台、洋河股份、五粮液、双汇发展等持股比例可能仍有上升空间。同时，根据东吴策略团队预计，随着 A 股加入全球指数进程加速，目前 30% 的外资持股比例限制会在不久的将来被讨论并存在提高的可能。随着外资的边际资金持续入场、定价权的提升，其对消费龙头的青睐将逐渐兑现估值溢价。

图 16: 当前 A 股消费龙头外资持股统计

上市公司	陆股通持股比例	十大流通股东中 QFII 持股比例
美的集团	13.96%	3.60%
海尔智家	10.48%	3.66%
伊利股份	13.11%	0.00%
格力电器	10.59%	0.72%
贵州茅台	8.44%	1.30%
洋河股份	7.33%	1.09%
五粮液	7.03%	0.32%
苏泊尔	5.23%	1.47%
海天味业	5.69%	0.00%
双汇发展	1.92%	0.00%
古井贡酒	1.71%	0.00%

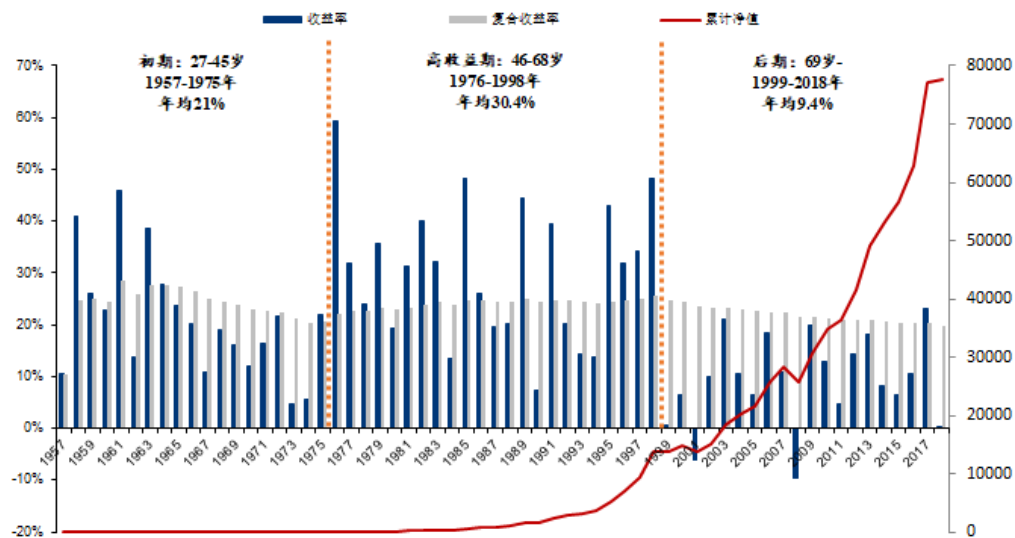
数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (注: 外资包括 QFII、RQFII 及陆股通投资者, 由于数据披露问题, 此表为不完全统计)

我们认为, 虽然 2019 年上半年消费品超额收益明显, 从国内外龙头估值对比的角度, 明前的定价体系非常合理, 中国的优质消费品龙头长线依旧具备投资价值。

五、复盘巴菲特重仓股

巴菲特 60 多年的投资生涯单年收益超过 50% 的仅有 1 年, 但年化 20% 的收益水平以复利滚雪球的形式使其累计收益增长超过 7.7 万倍。我们将其投资生涯划分成三个时期: 1) 1957-1975 年的早期年化收益 21%; 2) 1976-1998 年巅峰期收益年化超过 30%, 这一时期正是美国经济快速发展阶段, 标普 500 年化收益 12%, 巴菲特收购/买入喜诗糖果 (72 年收购)、华盛顿邮报 (73 年买入)、可口可乐 (88 年买入) 等多个当时价值被低估的优质龙头; 3) 1999-2018 年后期年化收益 9.4%, 这一时期美国股市经历了互联网泡沫、金融危机, 标普 500 年化收益 3.6%, 01 年、08 年也是巴菲特仅有的 2 年收益为负的年份。

图 17: 巴菲特历年投资收益



数据来源：《巴菲特致股东的信》，东吴证券研究所（注：巴菲特于1957年成立私募公司巴菲特合伙企业，64年收购纺织厂伯克希尔，其后以伯克希尔账面价值增加值测算，按市价法收益率会更高）

巴菲特近年来的持仓股变动不大，标志性事件主要有16年买入苹果、18Q3清仓沃尔玛等，截止19Q1可口可乐、卡夫亨氏、好事多位列三大重仓消费股，其中卡夫亨氏介于全资子公司和二级投资之间，属于长期股权投资，并不直接受股价波动影响，因此我们主要考察沃尔玛、可口可乐、好事多的走势。

图 18: 19Q1 伯克希尔持仓统计

证券简称	持有数量 (万股)	持有证券市值 (百万美元)	行业	证券简称	持有数量 (万股)	持有证券市值 (百万美元)	行业
苹果公司	24959	47409	技术硬件与设备	好市多	433	1049	零售
美国银行	89617	24725	银行	红帽公司	511	934	软件与服务
富国银行	40980	19802	银行	亚马逊	48	861	零售业
可口可乐	40000	18744	食品饮料与烟草	制造商和贸易商银行 (M&T BANK)	538	845	银行
美国运通	15161	16571	多元金融	旅行者集团	596	817	保险 II
卡夫亨氏	32563	10632	食品饮料与烟草	SIRIUS XM HOLDINGS	13792	782	媒体 II
美国合众银行	12931	6231	银行	梯瓦制药	4325	678	制药、生物科技与 生命科学
摩根大通	5951	6025	银行	SYNCHRONY FINANCIAL	2080	664	多元金融
穆迪公司	2467	4467	多元金融	STORE CAPITAL CORP	1862	624	房地产 II
纽约梅隆银行	8094	4082	多元金融	AXALTA COATING SYSTEMS	2426	612	材料 II
达美航空	7091	3663	运输	STONECO	1417	582	软件与服务

高盛集团	1835	3524	多元金融	LIBERTY MEDIA SIRIUSXM-A RESTAURANT	1486	567	媒体 II
西南航空	5365	2785	运输	BRANDS INTERNATIONAL	844	549	消费者服务 II
通用汽车	7227	2681	汽车与汽车零部件	PHILLIPS 66	555	528	能源 II
威瑞信	1295	2352	软件与服务	托马科金融	635	521	保险 II
达维塔保健	3857	2094	医疗保健设备与服务	自由全球-A	1979	493	媒体 II
特许通讯	571	1981	媒体 II	森科能源公司	1076	349	能源 II
联合大陆航空	2194	1750	运输	自由全球-C	735	178	媒体 II
美国石绵	3900	1689	资本货物	LIBERTY LATIN AMERICA-A	271	53	电信服务 II
VISA	1056	1650	软件与服务	强生公司	33	46	医疗保健设备与服务
美国航空	4370	1388	运输	宝洁公司	32	33	家庭与个人用品
LIBERTY MEDIA SIRIUSXM-C	3109	1189	媒体 II	亿滋国际	58	29	食品饮料与烟草
万事达卡	493	1162	软件与服务	LIBERTY LATIN AMERICA-C	128	25	电信服务 II
PNC 金融服务	867	1064	银行	联合包裹服务	6	7	运输

数据来源：Wind，东吴证券研究所

98年巴菲特少量购入沃尔玛，规模不足100万股，05年大举增持至2000万股（97-05年股价年涨幅13%），并持续加仓至14Q3达到6770万股，持仓市值一度超过50亿美元（05-14年股价年涨幅9%）。但15Q2后逐渐减仓沃尔玛至16年底已经砍掉九成头寸，剩余规模不足1亿美元（14-16股价年涨幅-7%），并于18Q3彻底清仓。减持清仓的决策主要由于近年来零售巨无霸亚马逊对传统零售商的碾压，而一旦零售业态发生转变，传统模式的劣势难以扳回，转型发展的出路也会因对手的先发优势变得较为困难。

图 19：巴菲特沃尔玛投资线（美元）



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

88年下半年巴菲特重仓买入可口可乐，至89年上半年买入超过10亿美元，占可口可乐股本7%，占伯克希尔投资组合的三分之一，至今依旧位列五大重仓股，也是消费股中的第一位。可口可乐属于具有持续竞争力的消费垄断型企业，在行业内具有极强的话语权，18年可口可乐全球市占率48%，远远领先对手百事可乐33%的市占率，定价权也使其毛利率、净利率领先对手6个百分点。88-18年股价年涨幅超过12%，近十年分红率超过70%，对应股息率3%，即当前每年有约6亿美元的分红，超过初始投资成本的一半。可口可乐稳健的股价走势和高分红使近十年的年化收益超过巴菲特第三阶段的投资收益，至今一股未卖。

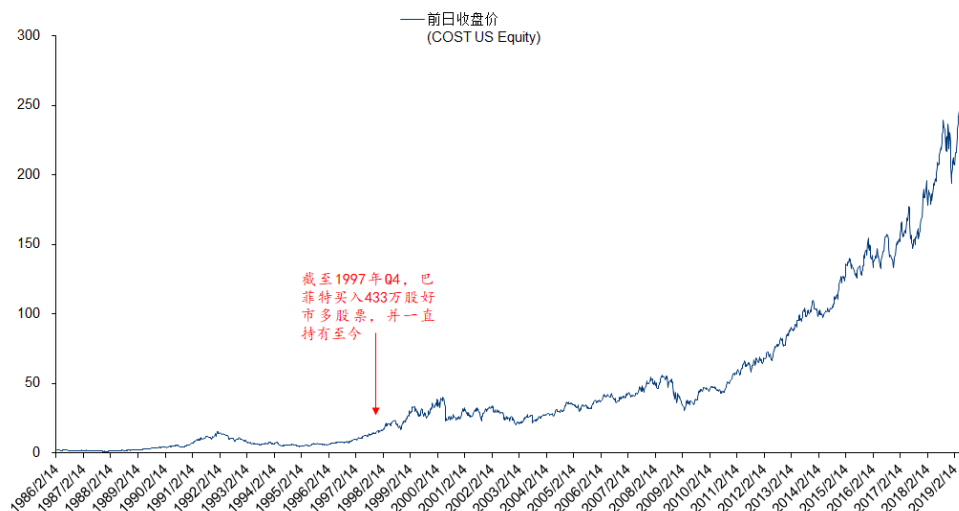
图 20：巴菲特可口可乐投资线（美元）



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

97年伯克希尔买入好事多，全球最大的会员制超市，将薄利多销模式发挥极致，ROE近年来不断提升至18年达到26.6%：1) 低价，产品毛利率（剔除会员费）长期控制在11%，远低于超市行业20-25%的毛利率水平（沃尔玛约25%、永辉约20%），产品销售仅需保本，充分挖掘中产阶级市场；2) 低SKU，SKU数量仅为3700，远低于沃尔玛2万+的SKU数量，从而发挥规模优势提高单个SKU的议价权，低价与低SKU加速周转，周转率3.7高于同业（沃尔玛2.4、永辉2）；3) 高客户粘性，严格实行仅办卡才可购物的会员制，每年续卡率超过90%，会员费为利润来源。好事多的商业模式构筑极宽的护城河，巴菲特买入迄今股价年涨幅13%，持仓市值超过10亿美元。

图 21：巴菲特好事多投资线（美元）



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

总结可口可乐、沃尔玛、好市多，我们可以看到即便在这几个股票业绩增速已经逐步下降的情况下（近十年仅有中低单位数的业绩增速），受益于已经构筑起的极强壁垒以及由此带来的业绩稳定性，这些公司依旧是巴菲特最重要的持仓标的。巴菲特超长的持股周期叠加全球持续的货币宽松，使得这几个巨头在市值和规模已经非常大的情况下，依旧为巴菲特带来了年化 10%+ 的复合收益率（其中好市多年化 10% 的业绩增速对应 20%+ 的涨幅），大幅跑赢指数。

同时，我们看到这样的复合回报率其实与中国龙头消费品公司现金流隐含的回报率较为接近，这也印证了我们上面关于我国消费品龙头目前市值下依旧具有投资价值的判断。

风险提示

宏观经济增速不及预期，消费需求疲软，从而导致国内龙头业绩增速不及预期。

六、附录

图 22：全球消费龙头概览（单位：亿人民币，%）

公司	行业	市值	PE -TTM	最新财 年收入	收入 10 年 复合增速	最新财年 净利	利润 10 年 复合增速	ROE 10 年均值	经营性现 金流	股息 率
美国 (25)										
沃尔玛	零售	20921	21.91	32409	3.4%	910	1.9%	20.81	2113	1.8%
宝洁	个护	18852	25.90	4430	-1.6%	1044	4.0%	18.54	868	2.5%
可口可乐	食品饮料	15178	23.42	2391	0.0%	84	1.0%	27.32	505	3.2%
百事可乐	食品饮料	12928	24.14	4290	4.9%	328	-1.5%	36.63	677	3.1%
耐克	服装	9059	32.26	2333	7.7%	288	11.0%	24.76	261	0.7%
高特利	农业	6642	12.97	1316	2.5%	690	0.4%	111.82	331	3.5%
雅诗兰黛	个护	4422	33.51	805	5.3%	85	10.8%	29.47	123	1.1%
TJX	零售	4351	23.01	2213	6.7%	153	12.0%	48.38	242	0.9%
Sysco	食品饮料	2539	21.17	3771	4.7%	78	1.3%	25.89	152	3.6%
Ross 商店	零售	2518	22.79	858	8.7%	75	16.6%	41.26	104	0.7%
怪兽饮料	食品饮料	2476	34.38	227	14.1%	55	18.6%	30.70	67	0.0%
通用磨坊	食品饮料	2144	16.17	1060	2.3%	113	3.8%	26.81	164	4.0%
好时食品	食品饮料	1991	24.54	507	4.3%	53	13.8%	68.85	84	3.8%
布朗福曼	食品饮料	1855	33.09	202	3.0%	45	5.6%	33.93	43	1.0%
荷美尔食品	食品饮料	1551	23.10	623	4.0%	58	10.9%	17.75	70	1.4%
味好美	食品饮料	1440	30.74	328	5.2%	32	7.6%	24.46	55	1.5%
切迟杜威	个护	1327	33.03	255	5.5%	50	16.0%	19.64	46	1.2%
家乐氏	食品饮料	1317	14.65	868	0.9%	85	1.3%	47.05	27	5.7%
达登饭店	社服	1031	21.61	487	2.6%	33	9.1%	23.54	61	2.6%

孩之宝	社服	921	26.79	352	3.1%	27	1.8%	24.64	49	1.9%
拖拉机供应	零售	905	24.49	490	10.4%	29	15.9%	24.97	43	1.0%
金宝汤	食品饮料	896	17.69	538	0.7%	60	0.4%	66.17	88	3.2%
Rollins	社服	871	55.24	113	6.5%	12	10.7%	31.35	16	1.1%
TPR-DRS-RS	服装	606	11.63	306	5.6%	40	-1.2%	37.96	58	6.6%
Pool	零售	521	32.67	188	3.8%	13	10.7%	39.06	12	0.9%
中国 (18)										
贵州茅台	食品饮料	11469	30.25	772	25.1%	352	24.9%	33.93	414	1.6%
五粮液	食品饮料	4074	27.36	400	17.6%	134	22.1%	22.97	123	1.6%
美的集团	家用电器	3341	15.83	2618	15.1%	202	29.7%	28.08	279	2.6%
格力电器	家用电器	3078	11.71	2000	16.8%	262	29.6%	33.49	269	1.8%
海天味业	食品饮料	2781	59.94	170	16.0%	44	22.4%	34.07	60	1.0%
金沙中国	博彩	2498	20.41	574	11.0%	124	26.7%	26.87	194	5.9%
伊利股份	食品饮料	1938	29.29	796	14.1%	64	29.1%	24.92	86	2.2%
洋河股份	食品饮料	1716	19.81	242	24.6%	81	27.0%	34.65	91	2.7%
申洲国际	服装	1240	28.27	210	15.8%	45	20.6%	24.21	44	1.6%
安踏体育	服装	1147	29.36	241	17.9%	41	16.4%	25.17	44	1.9%
海尔智家	家用电器	1040	13.69	1833	19.7%	74	25.5%	24.69	189	1.3%
新东方教育科技集团	教育	979	43.31	160	28.4%	19	19.7%	18.88	42	0.0%
双汇发展	食品饮料	794	15.48	489	6.5%	49	21.5%	29.21	52	5.7%
永利澳门	博彩	719	13.79	334	10.4%	32	11.8%	108.88	101	5.5%
统一超	零售	690	29.58	538	5.3%	22	11.2%	35.21	39	2.9%
恒安国际	个护	611	16.66	205	11.1%	38	12.2%	24.41	41	3.8%
苏泊尔	家用电器	595	34.36	179	17.3%	17	21.6%	20.61	20	1.6%
古井贡酒	食品饮料	529	27.87	87	20.2%	17	47.6%	21.40	14	1.4%
英国 (7)										
联合利华	个护	12346	15.68	3982	2.3%	733	6.4%	37.14	548	3.5%
帝亚吉欧	食品饮料	7131	28.35	1065	4.2%	265	7.1%	36.00	270	2.0%
英美烟草	农业	6096	11.55	2162	7.3%	532	9.4%	53.42	776	2.3%
利洁时	个护	3997	20.97	1112	6.7%	191	6.8%	33.53	217	2.3%
金巴斯集团	社服	2580	24.84	2012	7.2%	99	9.8%	32.96	166	3.0%
本泽商贸	零售	647	22.06	801	8.1%	29	8.7%	21.65	38	2.4%
JD 运动时装	零售	533	22.86	416	21.5%	23	26.8%	27.73	33	0.3%
其他地区 (11)										
爱马仕国际 (法)	服装	5063	45.84	466	13.0%	110	17.1%	26.16	140	1.3%
索迪斯 (法)	社服	1205	23.66	1585	4.1%	51	5.6%	17.76	88	2.5%
麦德龙 (德)	零售	667	19.37	733	2.2%	87	7.9%	21.29	38	0.8%
印第迪克 (西)	服装	6131	22.87	2040	9.6%	269	10.6%	26.84	314	2.8%
海恩斯莫里斯 (瑞典)	零售	1822	20.56	1606	9.0%	97	-1.9%	35.78	163	4.4%
克鲁特 (比)	食品饮料	731	23.40	699	4.8%	29	2.6%	21.72	38	2.5%
Jeronimo Martins SGPS SA (葡)	食品饮料	719	24.34	1354	9.7%	31	9.4%	29.05	66	1.7%
Alimentation Couche	零售	2511	19.34	3380	12.8%	110	24.4%	22.36	142	0.7%

Tard (加)										
Lululemon (加)	服装	1553	44.90	156	31.7%	20	44.5%	31.40	26	0.0%
萨普托 (加)	食品饮料	817	23.79	691	8.8%	39	10.5%	18.82	45	1.3%
伍尔沃斯集团 (澳)	食品饮料	1920	25.84	2876	1.9%	87	0.6%	20.13	148	2.9%
LG 生活健康 (韩)	个护	1186	30.79	406	13.1%	2.2%	17.9%	23.11	49	0.8%

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

注：1) 本报告中货币单位未具体提及的均以人民币计量以实现全球标的的可比统一性；2) 由于美股受 18 年税改影响，最新财年使用 17 财年数据；3) 海天味业 2014 年 2 月上市，财务数据为 9 年跨度，伊利股份 2008 年由于行业因素亏损，财务数据为 9 年跨度

图 23：全球消费龙头特征统计（按十年均值计算）

公司	地区	ROE (%)	净利率 (%)	周转率	权益乘数	公司	地区	ROE (%)	净利率 (%)	周转率	权益乘数
食品饮料 (23)											
好时食品	美国	68.85	9.35	1.39	5.19	洋河股份	中国	34.65	32.76	0.65	1.53
金宝汤	美国	66.17	10.00	1.10	6.29	海天味业	中国	34.07	20.24	1.16	1.50
家乐氏	美国	47.05	7.82	1.00	6.22	贵州茅台	中国	33.93	49.71	0.53	1.34
百事可乐	美国	36.63	10.20	0.96	4.34	双汇发展	中国	29.21	7.59	3.30	1.47
布朗福曼	美国	33.93	21.52	0.74	2.39	伊利股份	中国	24.92	6.31	1.78	2.42
怪兽饮料	美国	30.70	18.08	1.29	1.35	五粮液	中国	22.97	31.93	0.54	1.34
可口可乐	美国	27.32	18.25	0.52	3.10	古井贡酒	中国	21.40	15.28	0.87	1.56
通用磨坊	美国	26.81	9.87	0.79	3.61	伍尔沃斯集团	澳大利亚	20.13	3.00	2.59	2.51
Sysco	美国	25.89	2.42	3.48	3.59	萨普托	加拿大	18.82	6.26	1.64	1.85
味好美	美国	24.46	9.85	0.95	2.75	克鲁特	比利时	21.72	4.29	2.49	2.01
荷美尔食品	美国	17.75	6.55	1.75	1.56	Jeronimo	葡萄牙	29.05	2.98	2.42	4.07
帝亚吉欧	英国	36.00	20.50	0.47	3.83	Martins					
零售 (12)											
TJX	美国	48.38	6.45	2.84	2.64	永利澳门	中国	108.88	16.93	1.06	7.84
Ross 商店	美国	41.26	7.18	2.65	2.09	统一超	中国	35.21	4.78	2.31	3.42
TPR-DRS-RS	美国	37.96	17.69	1.31	1.67	海恩斯莫里斯	瑞典	35.78	12.36	2.00	1.49
拖拉机供应	美国	24.97	5.40	2.77	1.70	JD 运动时装	英国	27.73	5.19	2.48	2.17
达登饭店	美国	23.54	6.29	1.30	2.90	Alimentation Couche Tard	加拿大	22.36	2.38	4.00	2.52
沃尔玛	美国	20.81	3.38	2.40	2.60	麦德龙	加拿大	21.29	4.92	2.26	2.01
个护 (8)											
雅诗兰黛	美国	29.47	8.34	1.44	2.52	恒安国际	中国	24.41	18.19	0.65	2.13
切达杜威	美国	19.64	12.12	0.82	2.02	联合利华	英国	37.14	10.46	1.03	3.44
宝洁	美国	18.54	15.73	0.56	2.16	利洁时	英国	33.53	23.95	0.61	2.43
LG 生活健康	韩国	23.11	8.43	1.47	2.17	本泽商贸	英国	21.65	3.37	1.84	3.51
服装 (6)											
Lululemon	加拿大	31.40	14.74	1.69	1.25	安踏体育	中国	25.17	18.83	0.98	1.38

Athletica											
耐克	美国	24.76	10.21	1.50	1.66	申洲国际	中国	24.21	19.36	0.92	1.34
印第迪克	西班牙	26.84	13.63	1.30	1.52	爱马仕国际	法国	26.16	20.35	0.92	1.39
社服 (6)											
孩之宝	美国	24.64	8.95	1.03	2.75	金沙中国	中国	26.87	19.90	0.65	2.09
Rollins	美国	31.35	9.02	1.85	1.84	金巴斯集团	英国	32.96	4.49	1.91	3.70
Pool	美国	39.06	4.39	2.44	3.54	索迪斯	法国	17.76	2.95	1.41	4.30
家电 (4)											
格力电器	中国	33.49	10.32	0.91	3.79	海尔智家	中国	24.69	5.64	1.62	2.95
美的集团	中国	28.08	7.26	1.30	2.79	苏泊尔	中国	20.61	8.41	1.58	1.55
农业 (2)											
高特利	美国	111.82	32.52	0.48	7.81	英美烟草	英国	53.42	41.19	0.45	3.77
教育 (1)											
新东方	中国	18.88	16.80	0.72	1.57						

数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 24: 全球消费龙头历史增速及收益率明细

公司	行业	地区	收入 10 年增速	净利 10 年增速	股价 10 年涨幅	公司	行业	地区	收入 5 年增速	净利 5 年增速	股价 5 年涨幅
利润增速>10% (36)						利润增速>10% (28)					
古井贡酒	食品饮料	中国	20.2%	47.6%	30.6%	美的集团	家用电器	中国	16.6%	30.6%	35.6%
Lululemon	服装	加拿大	31.7%	44.5%	37.7%	安踏体育	服装	中国	27.0%	25.6%	39.3%
美的集团	家用电器	中国	15.1%	29.7%	32.5%	Alimentation Couche Tard	零售	加拿大	7.7%	23.9%	23.7%
格力电器	家用电器	中国	16.8%	29.6%	28.0%	苏泊尔	家用电器	中国	16.3%	23.2%	49.3%
伊利股份	食品饮料	中国	14.1%	29.1%	30.8%	古井贡酒	食品饮料	中国	13.7%	22.2%	43.4%
洋河股份	食品饮料	中国	24.6%	27.0%	17.9%	海天味业	食品饮料	中国	15.2%	22.1%	42.0%
JD 运动时装	零售	英国	21.5%	26.8%	40.0%	JD 运动时装	零售	英国	31.1%	21.8%	49.3%
金沙中国	博彩	中国	11.0%	26.7%	18.1%	金巴斯集团	社服	英国	5.4%	21.4%	16.0%
海尔智家	家用电器	中国	19.7%	25.5%	19.5%	申洲国际	服装	中国	15.8%	20.3%	32.7%
贵州茅台	食品饮料	中国	25.1%	24.9%	27.1%	高特利	农业	美国	2.2%	19.6%	8.9%
Alimentation Couche Tard	零售	加拿大	12.8%	24.4%	35.6%	怪兽饮料	食品饮料	美国	10.3%	19.3%	21.4%
海天味业	食品饮料	中国	16.0%	22.4%		格力电器	家用电器	中国	10.8%	19.2%	33.2%
五粮液	食品饮料	中国	17.6%	22.1%	21.9%	Pool	零售	美国	7.4%	18.5%	28.7%
苏泊尔	家用电器	中国	17.3%	21.6%	27.2%	贵州茅台	食品饮料	中国	20.0%	18.4%	51.4%
双汇发展	食品饮料	中国	6.5%	21.5%	11.3%	新东方	教育	中国	20.6%	16.8%	28.5%
申洲国际	服装	中国	15.8%	20.6%	43.9%	切迟社威	个护	美国	5.3%	16.3%	19.2%
新东方	教育	中国	28.4%	19.7%	20.3%	伊利股份	食品饮料	中国	10.7%	15.1%	27.3%
LG 生活健康	个护	韩国	13.1%	19.1%	21.0%	联合利华	个护	英国	0.5%	14.2%	16.8%
怪兽饮料	食品饮料	美国	14.1%	18.6%	27.8%	耐克	服装	美国	8.0%	13.9%	18.9%
爱马仕国际	服装	法国	13.0%	17.1%	22.1%	LG 生活健康	个护	韩国	9.3%	13.8%	23.6%
Ross 商店	零售	美国	8.7%	16.6%	27.4%	海尔智家	家用电器	中国	16.2%	12.3%	18.5%

安踏体育	服装	中国	17.9%	16.4%	24.3%	爱马仕国际	服装	法国	9.7%	12.2%	20.6%
切达杜威	个护	美国	5.5%	16.0%	21.4%	Ross 商店	零售	美国	8.4%	11.2%	25.8%
拖拉机供应	零售	美国	10.4%	15.9%	28.2%	荷美尔食品	食品饮料	美国	2.2%	11.1%	13.7%
好时食品	食品饮料	美国	4.3%	13.8%	17.4%	五粮液	食品饮料	中国	10.1%	10.9%	46.8%
恒安国际	个护	中国	11.1%	12.2%	8.2%	Lululemon	服装	加拿大	18.6%	10.5%	35.9%
TJX	零售	美国	6.7%	12.0%	22.9%	洋河股份	食品饮料	中国	10.0%	10.2%	27.1%
永利澳门	博彩	中国	10.4%	11.8%	10.0%	Rollins	社服	美国	5.7%	10.0%	24.3%
统一超	零售	中国	5.3%	11.2%	19.1%	0%<利润增速<10% (34)					
耐克	服装	美国	7.7%	11.0%	21.0%	本泽商贸	零售	英国	8.3%	9.6%	7.9%
荷美尔食品	食品饮料	美国	4.0%	10.9%	19.1%	英美烟草	农业	英国	9.9%	9.1%	0.4%
雅诗兰黛	个护	美国	5.3%	10.8%	28.1%	TJX	零售	美国	7.4%	9.0%	15.7%
Rollins	社服	美国	6.5%	10.7%	24.2%	拖拉机供应	零售	美国	9.2%	8.9%	12.1%
Pool	零售	美国	3.8%	10.7%	28.7%	索迪斯	社服	法国	2.1%	8.2%	8.9%
印第迪克	服装	西班牙	9.6%	10.6%	16.3%	雅诗兰黛	个护	美国	4.0%	7.8%	19.9%
萨普托	食品饮料	加拿大	8.8%	10.5%	15.0%	宝洁	个护	美国	-4.5%	7.3%	10.3%
0%<利润增速<10% (26)						家乐氏	食品饮料	美国	-2.0%	5.5%	-0.3%
金巴斯集团	社服	英国	7.2%	9.8%	21.6%	布朗福曼	食品饮料	美国	1.9%	5.5%	10.7%
Jeronimo	食品饮料	葡萄牙	9.7%	9.4%	14.5%	恒安国际	个护	中国	4.1%	5.2%	-2.3%
Martins	食品饮料	葡萄牙	9.7%	9.4%	14.5%	双汇发展	食品饮料	中国	1.7%	5.0%	6.1%
英美烟草	农业	英国	7.3%	9.4%	10.4%	统一超	零售	中国	4.1%	4.9%	9.9%
达登饭店	零售	美国	2.6%	9.1%	18.6%	萨普托	食品饮料	加拿大	7.9%	4.7%	6.7%
本泽商贸	零售	英国	8.1%	8.7%	18.3%	利洁时	个护	英国	6.3%	4.4%	8.0%
麦德龙	零售	德国	2.2%	7.9%	17.2%	帝亚吉欧	食品饮料	英国	1.5%	4.3%	15.7%
味好美	食品饮料	美国	5.2%	7.6%	19.8%	麦德龙	零售	德国	2.4%	4.2%	19.7%
帝亚吉欧	食品饮料	英国	4.2%	7.1%	18.4%	印第迪克	服装	西班牙	9.3%	3.7%	4.8%
利洁时	个护	英国	6.7%	6.8%	12.6%	好时食品	食品饮料	美国	2.5%	3.4%	9.8%
联合利华	个护	英国	2.3%	6.4%	16.7%	孩之宝	社服	美国	5.0%	3.4%	18.5%
索迪斯	社服	法国	4.1%	5.6%	14.0%	味好美	食品饮料	美国	3.8%	3.2%	19.2%
布朗福曼	食品饮料	美国	3.0%	5.6%	19.5%	金宝汤	食品饮料	美国	1.9%	2.8%	1.6%
宝洁	个护	美国	-1.6%	4.0%	11.2%	通用磨坊	食品饮料	美国	-1.3%	1.1%	3.0%
通用磨坊	食品饮料	美国	2.3%	3.8%	10.4%	克鲁特	食品饮料	比利时	1.7%	1.1%	12.3%
克鲁特	食品饮料	比利时	4.8%	2.6%	9.4%	Jeronimo	食品饮料	葡萄牙	7.9%	1.0%	6.5%
沃尔玛	零售	美国	3.4%	1.9%	10.8%	Martins	食品饮料	葡萄牙	7.9%	1.0%	6.5%
孩之宝	社服	美国	3.1%	1.8%	19.0%	Sysco	食品饮料	美国	5.5%	0.4%	17.5%
Sysco	食品饮料	美国	4.7%	1.3%	15.2%	达登饭店	零售	美国	-2.2%	0.2%	25.7%
家乐氏	食品饮料	美国	0.9%	1.3%	5.7%	沃尔玛	零售	美国	1.7%	-2.8%	10.4%
可口可乐	食品饮料	美国	0.0%	1.0%	11.0%	金沙中国	博彩	中国	-0.6%	-3.3%	-2.0%
伍尔沃斯	食品饮料	澳	1.9%	0.6%	6.4%	永利澳门	博彩	中国	4.8%	-4.1%	-6.3%
高特利	农业	美国	2.5%	0.4%	17.7%	百事可乐	食品饮料	美国	-0.6%	-4.7%	12.0%
金宝汤	食品饮料	美国	0.7%	0.4%	7.1%	伍尔沃斯	食品饮料	澳	-0.6%	-5.3%	1.5%
TPR-DRS-RS	服装	美国	5.6%	-1.2%	4.1%	可口可乐	食品饮料	美国	-7.4%	-5.6%	8.3%
百事可乐	食品饮料	美国	4.9%	-1.5%	12.8%	海恩斯莫里斯	零售	瑞典	10.4%	-5.9%	-8.5%
海恩斯莫里	零售	瑞典	9.0%	-1.9%	2.0%	TPR-DRS-RS	服装	美国	-1.2%	-10.7%	-1.9%

斯											
公司	行业	地区	收入3 年增速	净利3 年增速	股价3年 涨幅	公司	行业	地区	收入3 年增速	净利3 年增速	股价3 年涨幅
利润增速>10% (32)						0%<利润增速<10% (30)					
JD 运动时装	零售	英国	37.3%	63.9%	33.3%	麦德龙	零售	德国	4.4%	9.8%	6.2%
永利澳门	博彩	中国	27.5%	37.3%	17.1%	宝洁	个护	美国	-4.4%	9.6%	13.9%
古井贡酒	食品饮料	中国	18.2%	33.3%	33.5%	Rollins	社服	美国	5.8%	9.2%	27.6%
贵州茅台	食品饮料	中国	32.2%	31.4%	53.2%	金巴斯集团	社服	英国	9.1%	9.1%	16.3%
五粮液	食品饮料	中国	22.7%	29.4%	55.9%	金沙中国	博彩	中国	8.3%	8.7%	17.3%
格力电器	家用电器	中国	25.8%	27.9%	45.3%	帝亚吉欧	食品饮料	英国	4.0%	8.3%	27.7%
高特利	农业	美国	2.8%	26.3%	-3.3%	利洁时	个护	英国	12.4%	7.4%	2.1%
安踏体育	服装	中国	29.4%	26.2%	54.5%	统一超	零售	中国	6.0%	7.4%	13.4%
家乐氏	食品饮料	美国	-4.1%	25.7%	-6.7%	Sysco	食品饮料	美国	6.0%	7.0%	17.2%
中洲国际	服装	中国	18.3%	24.5%	40.8%	Jeronimo	食品饮料	葡萄牙	8.1%	6.4%	6.0%
联合利华	个护	英国	-1.5%	24.1%	20.4%	Martins	食品饮料	葡萄牙	8.1%	6.4%	6.0%
苏泊尔	家用电器	中国	17.8%	23.4%	44.7%	恒安国际	个护	中国	3.2%	5.2%	0.3%
Alimentation	零售	加拿大	14.2%	21.7%	16.9%	双汇发展	食品饮料	中国	3.1%	4.9%	10.8%
Couche Tard	零售	加拿大	14.2%	21.7%	16.9%	拖拉机供应	零售	美国	8.3%	4.4%	7.4%
切迟杜威	个护	美国	4.6%	21.6%	17.6%	克鲁特	食品饮料	比利时	0.4%	4.1%	8.7%
海天味业	食品饮料	中国	14.7%	20.3%	54.1%	味好美	食品饮料	美国	4.4%	2.9%	18.7%
Pool	零售	美国	7.5%	20.1%	30.5%	Lululemon	服装	加拿大	13.8%	2.8%	35.5%
海尔智家	家用电器	中国	26.9%	20.0%	24.7%	TJX	零售	美国	6.6%	2.4%	13.4%
怪兽饮料	食品饮料	美国	11.0%	19.3%	6.4%	雅诗兰黛	个护	美国	2.5%	1.2%	26.5%
达登饭店	零售	美国	4.5%	18.7%	24.2%	金宝汤	食品饮料	美国	-1.5%	0.8%	-9.1%
美的集团	家用电器	中国	23.4%	16.8%	34.8%	布朗福曼	食品饮料	美国	0.0%	0.5%	16.0%
耐克	服装	美国	7.3%	16.3%	16.4%	孩之宝	社服	美国	6.8%	-1.6%	10.9%
新东方	教育	中国	25.2%	15.3%	33.1%	索迪斯	社服	法国	1.0%	-2.4%	7.1%
洋河股份	食品饮料	中国	14.6%	14.8%	19.5%	好时食品	食品饮料	美国	0.4%	-2.6%	15.8%
LG 生活健康	个护	韩国	8.2%	14.0%	9.2%	通用磨坊	食品饮料	美国	-4.5%	-3.1%	-3.0%
爱马仕国际	服装	法国	7.2%	13.0%	24.5%	可口可乐	食品饮料	美国	-10.4%	-4.3%	7.8%
英美烟草	农业	英国	23.2%	12.0%	-7.2%	沃尔玛	零售	美国	0.7%	-5.2%	18.4%
荷美尔食品	食品饮料	美国	-0.5%	12.0%	8.7%	伍尔沃斯	食品饮料	澳	-1.2%	-7.0%	18.4%
本泽商贸	零售	英国	11.8%	12.0%	4.3%	TPR-DRS-RS	服装	美国	-2.3%	-8.9%	-4.3%
萨普托	食品饮料	加拿大	7.1%	11.9%	3.2%	百事可乐	食品饮料	美国	-1.6%	-9.3%	12.2%
伊利股份	食品饮料	中国	9.6%	11.6%	29.7%	海恩斯莫里斯	零售	瑞典	5.2%	-15.4%	-10.5%
印第迪克	服装	西班牙	7.7%	10.4%	-1.7%						
Ross 商店	零售	美国	7.9%	10.1%	24.6%						

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所（注：海天味业 2014 年 2 月上市，财务数据为 9 年跨度，股价涨幅为 5 年跨度；美的集团 2013 年 9 月上市，股价涨幅为 6 年跨度；伊利股份 2008 年由于行业因素亏损，财务数据为 9 年跨度）

图 25：海外消费龙头隐含回报率测算假设

	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25	FY26	FY27	FY28	FY29
可口可乐	食品饮料-美										
收入增速	9%	4%	5%	4%	4%	3%	3%	1%	1%	1%	
利润增速	39%	8%	7%	7%	6%	5%	5%	3%	3%	3%	
FCFF 永续增速	2%										
隐含回报率	6.6%		PE-TTM	23.4							
TJX	零售-美										
收入增速		6%	6%	5%	5%	5%	5%	5%	3%	3%	3%
利润增速		5%	5%	5%	14%	8%	5%	5%	3%	3%	3%
FCFF 永续增速	2%										
隐含回报率	8.5%		PE-TTM	23.0							
宝洁	个护-美										
收入增速	1%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	
利润增速	20%	5%	5%	5%	5%	4%	4%	4%	4%	4%	
FCFF 永续增速	2%										
隐含回报率	6.9%		PE-TTM	25.9							
耐克	服装-美										
收入增速		6%	6%	6%	6%	5%	5%	5%	5%	4%	4%
利润增速		10%	10%	10%	10%	7%	7%	7%	7%	6%	5%
FCFF 永续增速	3%										
隐含回报率	8.3%		PE-TTM	32.3							
帝亚吉欧	食品饮料-欧(英)										
收入增速	5%	5%	5%	5%	8%	5%	5%	5%	5%	5%	
利润增速	1%	7%	8%	6%	8%	5%	5%	5%	5%	5%	
FCFF 永续增速	2%										
隐含回报率	6.5%		PE-TTM	26.5							
联合利华	零售-欧(英)										
收入增速	2%	4%	4%	5%	4%	4%	2%	2%	2%	2%	
利润增速	-35%	13%	10%	8%	3%	3%	2%	2%	2%	2%	
FCFF 永续增速	2%										
隐含回报率	9.6%		PE-TTM	15.7							
爱马仕国际	服装-欧(法)										
收入增速	12%	8%	8%	10%	10%	8%	8%	8%	8%	8%	
利润增速	7%	10%	9%	9%	9%	8%	8%	8%	8%	8%	
FCFF 永续增速	3%										
隐含回报率	6.5%		PE-TTM	45.8							

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 26：中国消费龙头隐含回报率测算假设

	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25	FY26	FY27	FY28
贵州茅台										
收入增速	16%	17%	15%	13%	11%	9%	8%	8%	6%	6%
利润增速	22%	19%	17%	15%	13%	11%	10%	10%	8%	8%
FCFF 永续增速	3%									
隐含回报率	10.7%	PE-TTM		32.6						
五粮液										
收入增速	23%	19%	16%	15%	13%	10%	8%	8%	6%	6%
利润增速	28%	20%	19%	17%	15%	12%	10%	10%	8%	8%
FCFF 永续增速	3%									
隐含回报率	11.2%	PE-TTM		30.8						
海天味业										
收入增速	17%	16%	15%	13%	11%	9%	7%	7%	6%	6%
利润增速	21%	19%	18%	16%	14%	12%	10%	10%	8%	8%
FCFF 永续增速	3%									
隐含回报率	8.1%	PE-TTM		61.1						
伊利股份										
收入增速	14%	12%	11%	10%	10%	8%	8%	6%	6%	6%
利润增速	11%	16%	15%	13%	13%	10%	10%	8%	8%	8%
FCFF 永续增速	3%									
隐含回报率	8.1%	PE-TTM		30.8						
双汇发展										
收入增速	11%	11%	4%	8%	8%	8%	6%	6%	5%	5%
利润增速	6%	8%	11%	10%	8%	8%	6%	6%	5%	5%
FCFF 永续增速	3%									
隐含回报率	9.6%	PE-TTM		16.0						
美的集团										
收入增速	9%	10%	9%	8%	8%	6%	6%	4%	4%	4%
利润增速	14%	13%	12%	10%	10%	7%	7%	5%	5%	5%
FCFF 永续增速	3%									
隐含回报率	10.1%	PE-TTM		17.0						
格力电器										
收入增速	5%	6%	6%	5%	5%	5%	4%	4%	3%	2%
利润增速	5%	6%	6%	5%	5%	5%	4%	4%	3%	3%
FCFF 永续增速	2%									
隐含回报率	11.6%	PE-TTM		12.6						
安踏体育										
收入增速	24%	21%	17%	13%	13%	10%	10%	8%	8%	6%
利润增速	25%	23%	18%	15%	15%	12%	12%	8%	8%	6%
FCFF 永续增速	3%									
隐含回报率	10.0%	PE-TTM		30.8						
申洲国际										
收入增速	12%	15%	16%	12%	10%	8%	7%	7%	6%	6%
利润增速	16%	19%	19%	15%	12%	10%	8%	8%	6%	6%

FCFF 永续增速	3%									
隐含回报率	8.8%	PE-TTM	31.0							
新东方										
收入增速	28%	27%	23%	15%	12%	12%	10%	10%	10%	10%
利润增速	4%	53%	24%	15%	12%	12%	10%	10%	10%	10%
FCFF 永续增速	3%									
隐含回报率	9.4%	PE-TTM	58.3							
恒安国际										
收入增速	4%	6%	7%	5%	5%	3%	3%	3%	3%	3%
利润增速	6%	8%	6%	4%	4%	2%	2%	2%	2%	2%
FCFF 永续增速	2%									
隐含回报率	8.4%	PE-TTM	15.7							

数据来源：Wind，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

