

3.1.3 寻找龙头-细分龙头

今天第27期内容是【寻找龙头】中的第一讲【细分龙头】。

前两期我们介绍了A股行业和大行业的龙头企业，但这两年或者说近三四年，更火的一个词叫“细分龙头”。搜了一下金融数据库里的研报，收录了1000份左右标题带“细分龙头”四个字的，其中700多份都是发表在2015年之后。

这也印证着我国的大行业发展从快速增长走向稳定，想要超额收益，就得找发展还处于高速期的细分行业了。

那我们应该怎么找细分行业和它的龙头？这些细分龙头有什么特别之处，能够吸引到市场的关注呢？

1. 【小行业，大企业】

和上期讲龙头股一样，在开头我们也要先说明，所谓“细分龙头”，是指那些已经在这个行业能够提供这一细分领域产品或者服务的公司，并且这些产品或服务，对公司营收或利润有重大贡献。

那些炒概念的、发个公告说“我司已涉足某某领域的研发”“我司已与某某细分行业公司签订合作协议”这种的，大部分属于滥竽充数蹭热点，从基本面角度看，还不属于这个细分行业的参与者，更算不上龙头了。

最夸张的例子，就是之前“区块链”概念很火爆的时候，请了两个做过区块链相关业务的“员工”都干算是概念股了，相当夸张。

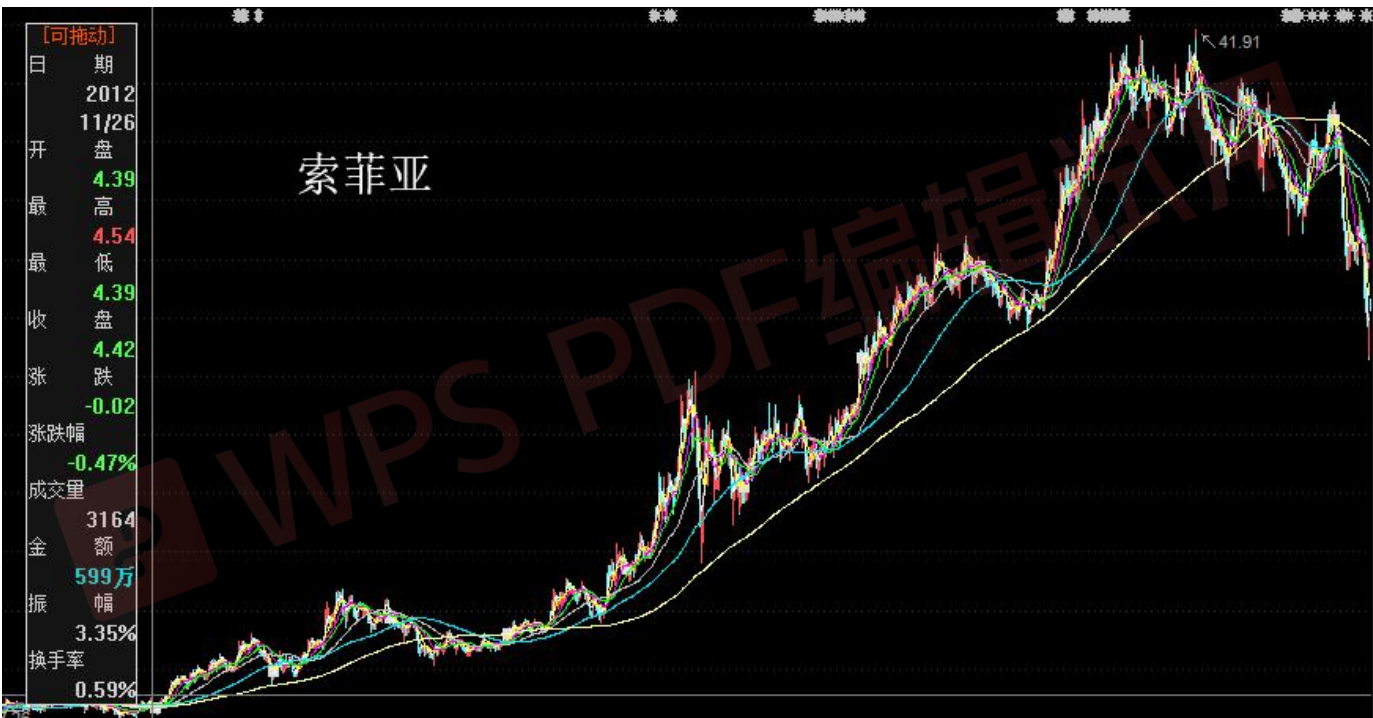
就现在大家日常看到的很多股票评论每天在写的**概念的龙头是哪个，一般都是直接看涨的多就说谁是龙头的。这种不属于我们在这定义的“细分龙头”。

那怎么找这些细分行业？能做到第一手挖掘增速快的细分行业，基本上都是专业的研究员才做的事情。因为一般新上市的新股中很多都是一些新兴行业的股票，比如最近新上市不久的扫地机器人企业“科沃斯”。所以很多最快最新的细分行业详细信息，可以找新上市股票的招股说明书，百度“股票名称+招股说明书”就可以，这里会对股票所在行业和竞争对手的近况做一个充分的阐述。更

专业的方法是去“巨潮资讯网”查找具体的招股书，这块内容我们详细的放到2斗再跟大家详说。

由于有监管的审查，这些描述相对比较平实。如果放在研究员发布的研报里，就开始吹票了，什么五年复合增速30%这种夸张的词汇，夺人眼球。还有一些财经媒体或者研报精读的自媒体，会找到快速发展的细分行业，但投资这类股票的难度比较大，后面我们会做详细解释。

对于我们普通投资者来说，一个更好的办法还是多观察自己熟悉的行业，看看最新行业的一些变化，这样就可以找到一些还不错的细分行业机会了。比如一直观察家具行业的人，很有可能在前几年就发现像“定制家具”这样的细分方向，那么就很有可能挖到索菲亚这样的五倍牛股。



下面我们具体来看看，细分行业从专业的角度可以怎么来找。

从产业链条的角度看，细分行业一般有这么两种：大品类下的小品类（例如医药里专门做恶性肿瘤药物），或者产业链上下游里的小行业（比如汽车行业里专做汽车内饰的公司），他们的共同特征就是，相对整体行业，细分行业的总市值比较小，相差着一两个数量级也很正常。

值得关注的细分行业，肯定是其中增速快的那些，很少有人会去投资一个增速平稳的小行业。其中细分行业龙头，一般就是这个行业里，销售额最多（市占率最高），和毛利率较高的企业。

能有这么快的增速，摆脱了国家整体经济和大行业增速的限制，以前很多都是国产的成本低、质量不差于外国货，所以产生了国产替代的情况，这个时候会产生比以往更多的需求。比如改革开放初期，我们的制造业零部件，技术难度较低的，几年时间就已经实现了国产化，从而大大降低下游工业品的制造成本。

如果看未来，北斗系统能否顺利商用化并打开国际市场，这是一个潜在的国产替代领域；还有今年备受关注的芯片行业，在部分领域国内公司尚未攻克技术难关，而国外同类产品的价格一定会非常高，老外挣的就是垄断的钱。

这两年其实讲的更多的细分机会，是靠“消费升级”产生的。比如前面提到的定制家具，比如各种品牌的服装等等。

其他比如区域扩张这样的也能带来高增速的可能性，比如销售范围从地方铺开全国，甚至能出口和世界品牌一争高下，这样行业的天花板就被打破了，细分龙头能够获得更广阔的市场。这些行业变迁的案例，我们将在本模块的最后三节课做解释。

下面我们来看两个具体的细分龙头的案例，让大家看清，有哪些东西是我们在分析时一定要擦亮眼睛的：

一个是行业上限本身就小的例子，我们可以看看九阳豆浆机的状况。

从家电这个大行业来说，可以分为黑色家电（电视机）、白色家电（冰箱、洗衣机），还有无数的小家电，比如微波炉、电饭煲、灶台等，其中豆浆机就属于小家电的范畴。

豆浆机的龙头企业——九阳股份（002242）在2008年上市，股价正好遭遇了全球金融危机的影响，比较低迷，但业绩增速还很不错，比如下图刚上市的时候：

2018Q1 营收： 15.68亿， 同比增速： 5.57%

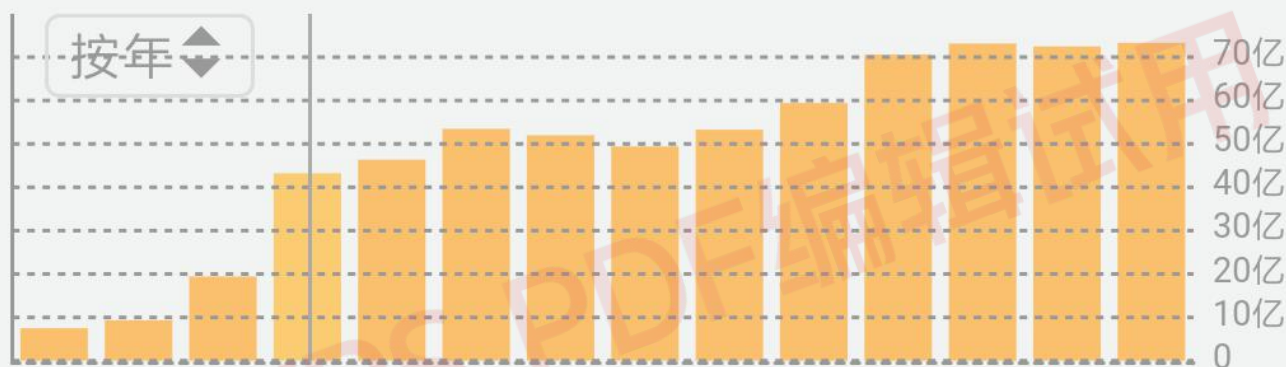
一年

三年

五年

全部

九阳营收增速



PE
19.03预

PB
3.54

PS
1.79

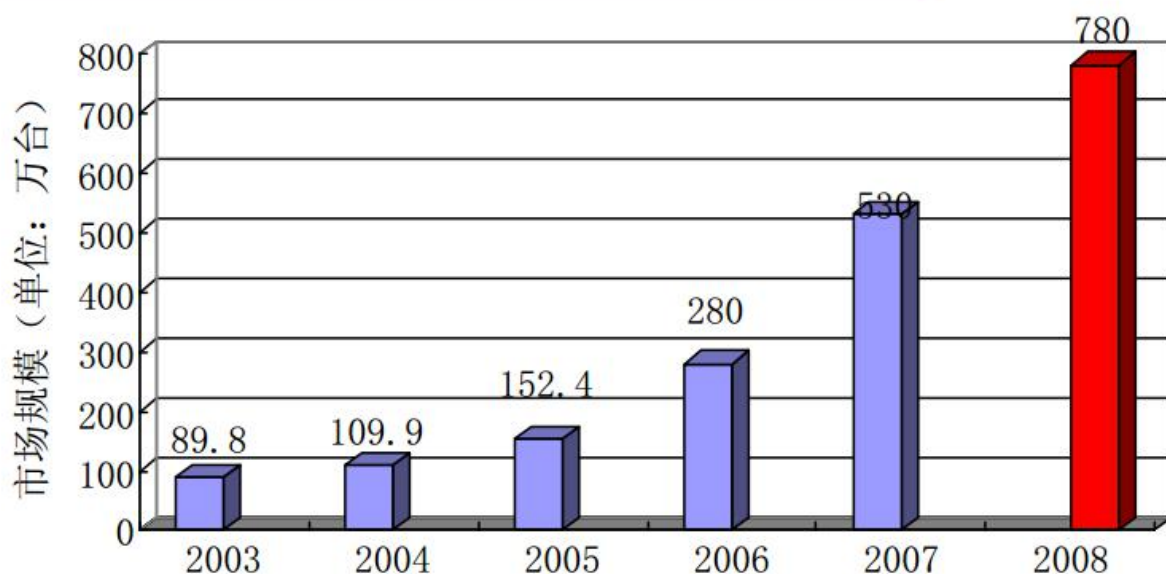
营收增速
5.6%

净利增速
-4.8%预

2008年营收增速能够达到100%以上。当时的营收主要来源就是豆浆机，占营收的76%，占利润的86%。然而这么多年过去，九阳豆浆机的营收一直维持在30-40亿左右的营收规模，最高的一年是2010年的40亿，之后下滑并趋稳在30亿。

因为豆浆机这个市场本身就不大。从招股说明书里可以看到九阳上市的时候，豆浆机的发展很快：

费习惯的形成，豆浆机市场将继续保持高速增长。豆浆机市场2003年至2006年市场容量增长情况及2007和2008年市场容量增长预测见下图：



九阳当时市占率80%，现在仍然有70%，整体行业没了空间，做老大也很难受。这就是投资细分龙头的一个缺点，小行业里的大企业，更加受制于行业整体发展，这和我们上期提到的行业龙头困境是一个道理。这种龙头的前景，可能还不如在大行业里有一些特殊优势的小企业。

现在的九阳营收来源十分复杂了，为了突破行业限制，除了豆浆机和上市之初就有的电磁炉，还有营养煲、西式小家电等，但从利润来源看，豆浆机（现在叫“食品加工机”）还是占据54%。我们看九阳的股价，一直以来表现的马马虎虎，十年仅仅涨了60%。

✓ 区间统计

开始: 2008-05-28 结束: 2018-08-10 总个数: 2448

单股统计

多股比较

起始价:	10.12	最终价:	16.31	均价:	18.07
最低价:	4.42	最高价:	35.32	涨跌幅:	61.21%
总手:	1.69亿	金额:	3051亿	换手率:	3989.91%
振幅:	305.48%	阳线:	1288	阴线:	1106

确定

像九阳这样的细分龙头，由于行业本身空间所限，即使企业再好，可能也不会有太大的发展，大家分析这些的时候，一定要注意市场规模的限制。

在看这些细分行业的时候，最忌讳盲目的乐观。比如当年九阳，就有很多行业研报分析说如果每家都有一个甚至两个豆浆机（参照日美的标准），那整个市场其实非常大。但其实呢，根据我们中国人的消费习惯，饮食习惯，豆浆机后来的普及度远远没到那么多。现在很多新上市的新股也有同样的问题，值得大家关注。

另一个例子，是下游巨头开始做上游细分龙头的事情。我们这里看一个大家平时耳熟能详的案例，视频网站的自制节目，现在已经对传统的影视制作公司造成了很大的冲击。

这种情况是对细分行业的威胁，毕竟下游面向消费者的大公司，体量大，钱也多，如果有它感兴趣又挣钱的上游行业，巨头们愿意砸钱一试。

对于影视行业来说，最挣钱的是爆款，其他的90%以上的作品其实都是陪衬。这样的盈利构成，对视频网站也是同样的。今年上市的爱奇艺，从它的招股说明书里能看出，自制节目的野心不小。

过去三年自制内容成本2.3亿、5.8亿和8.1亿，不足营收的10%，这还是限于资金不够充足的情况下，从2018Q1的业绩电话会议上，爱奇艺的CEO表示未来自制成本占比能达到1/3。

这一块发展的想法，学习的就是外国的奈飞（Netflix），追美剧的会员可能会更加清楚，奈飞的自制剧品质高，容易聚集大量的观影人群，促使他们多包月多付费，形成用户粘性。对于网站来说，高速发展之后，最重要的就是用户粘性了。

这就对上游那些做粗制滥造影视剧的公司形成了冲击，特别是爱奇艺上市之后，现金压力大大缓解，而影视剧的质量和爆款率，对资本的依赖十分严重。类似的下游侵占上游市场的例子，在BAT的扩张之下，不断上演。

举得这两个例子，就是要告诉大家，在看细分行业的时候，要注意发展的方向，和空间。这两点非常重要，到底扩张能不能做到，空间是不是真的那么大，投资细分龙头要思考的关键问题。

【知识延伸：历史故事】

背靠大树好乘凉，借着下游巨头的大势，细分龙头可以乘风破浪。也有因为与产业走向完全背道而驰消亡的龙头。作为现在消费电子独一无二的领袖企业，苹果可是培养/毁灭了不少这样的公司。

现在的手机已经成为了高科技电子零部件的集合体，任一零件的加入或去除，都将直接影响这一零部件企业的命运。不知道还有多少人记得iPhone之前要做蓝宝石屏幕的事情，2013年苹果宣传iPhone要应用蓝宝石这一材料，加入到6和6s型号之中，蓝宝石比液晶屏幕更耐磨是当时的一大亮点。

但实际生产组装时才发现，蓝宝石太容易碎了，加工成本还高。所以蓝宝石目前也只能用在小面积的部件上，比如屏幕下方的Home键、摄像头镜头，或者手表上。

2013年11月，苹果与蓝宝石供应商GTAT签订了一项近6亿美元的合作协议，那时蓝宝石概念正大行其道，苹果也信心满满，GTAT同时出资9亿，建设蓝宝石工厂，准备扩产，迎接苹果的新增需求。

发现了蓝宝石难以用于手机甚至平板屏幕的现实后，苹果决定结束合作，GTAT因为债务最终在2014年走向破产，这也是所有细分龙头最害怕的事情——单一大客户抛弃了自己。

现在蓝宝石的应用也仅限于上述提到的那些小面积的产品或部件上，商业世界记住的只有那些胜利者。国内的歌尔声学、德赛电池、信维通信等，这些因苹果产业链而兴盛的公司，股价随苹果产品的预期销量而起伏。苹果最知名的代工厂富士康，现在追求多元化的客户来源。

巨头虽好，大船掉头的时候，旁边的小舢板们免不了经历一场惊涛骇浪。

【知识点总结】

细分龙头的特点：行业小，企业大；

细分龙头的投资风险：行业需求减少或消失，其他大公司入侵细分行业市场

本周内容是行业观察模块的第一周，主要对行业和龙头的特点做一个介绍，下周我们将对三类行业做进一步分析：制造业、消费股和文娱行业，从这些行业发展的特点、商业模式，可以举一反三，去理解更多行业的运行方式和投资逻辑。