消费行业是比较适合普通投资者做入门研究的行业，研究起来相对简单。周期股和科技股，涉及环节、变量、周期非常多，股价波动也大，一不小心就被揍的鼻青脸肿。所以普通投资者无论是做研究，还是投资，最好从消费股入手。

消费行业在A包括了酿酒、食品饮料、家电、餐饮娱乐等众多行业，出了不少长线牛股。那我们就挖掘一下，这些长线牛股都是如何炼成的？

**一、消费股为什么受到很多投资者的青睐**

如果我们去观察大部分的消费类股票的话，会发现会有一些共有的特征，财务指标上，比如应收少预付少、某些公司还会有预收和应付、有息负债率低、经营性现金流好、周转率高、存货可控、毛利率和净利率相对稳定等。

这些要素综合起来，就是一句话，**商业模式的抗风险能力比较强。简单来说，就是不容易爆雷。**

18年好多公司爆雷了，当时的背景是贸易战叠加去杠杆，实业类公司外部环境恶劣。外部环境恶劣，固然是爆雷的原因，但只是导火索，不是根本原因，根本原因其实隐藏在这些企业的商业模式之内。之所以爆雷，是商业模式固有的缺陷在各种不利因素夹击下导致原有的商业循环进行不下去了，最终爆雷了。从投资者的角度，**这些经营风险、这些商业模式上自带的风险，是可以识别的，也是可以规避的。**

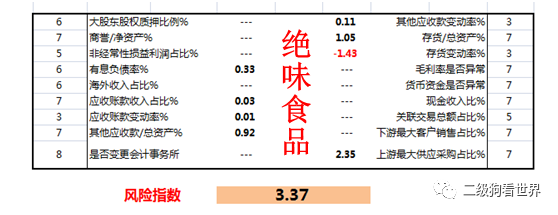
但18年消费类公司爆雷的比较少，而且爆雷一般也是增速下降的之类的爆雷，是利润多了少了的雷，而非公司能不能活下去的雷。

对于一家公司来说，风险有很多种。我们按照严重程度的，大致可以分为三类。**第一类是业绩增速的风险。**也就说，原来大家预期业绩增速是30%，但实际报出来的业绩增速是10%，业绩不及预期。这种风险相对来说比较小，业绩还是在不断增加的，只不过增速没有预期增长的快而已。**第二类是公司从盈利到亏损的风险。**这类风险是原本预期报表上能赚钱，结果报表上反而亏钱了，这种亏钱，除了强周期股因为产品价格或者原材料价格大幅波动会导致公司从盈利直接到亏损（其实这种情况一般市场会有预期）的情况外，多数是原来的商业模式带来的。比如存货减值了，比如应收账款变坏账了，比如收购的公司业绩不达预期商誉减值了，比如现金流太差赚的“假钱”撑不住业务规模了。**第三类风险，是公司可能破产的风险**。比如，有息负债率过高、存量债务到期借不到新债导致违约了，比如大股东股权质押被强平了，比如连续亏损把净资产亏光了可能要退市等等。

这三类风险中，第一类风险的伤害相对来说比较低；第三类破产风险大家都盯着呢也非常警惕，没金刚钻的基本上大家也不会去博傻，去博傻的也知道自己在博傻；**真正容易造成巨大损失的其实是第二类风险，平时公司看起来好好的，利润也在持续增长，可能好几年都没事儿，但不一定啥时候突然就爆出大雷来了，给投资者狠狠的来一刀。**客观的说，绝大部分投资者吃的亏，都是第二种亏。明明计算好业绩增长大概是什么水平了，突然发现以前在账上挂着没啥事儿的应收账款要变坏账了，以前账上放着的存货和在建工程要计提减值了，账上放着的商誉也要爆雷了。这就导致业绩算不准，业绩的波动加上估值的下杀，双杀让没有心理准备的投资者一下就爽歪歪了。

我们曾经做了一个衡量上市公司风险的模型，基本原理是把可能出问题的项目一个个列出来，再赋予一定的权重，按照总分100分来计算。在这个模型中，大部分的消费股，风险评估之后，分数的都很低（也即风险很小）。制造业、周期性行业、科技行业，风险相对来说会比较高。

下面是一家消费品公司绝味食品的风险评分。

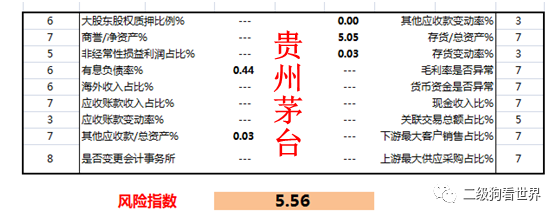




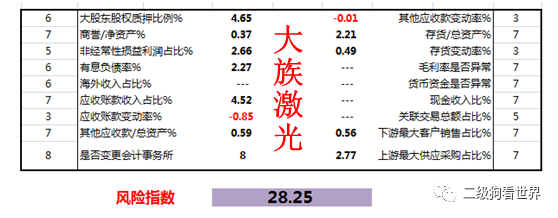


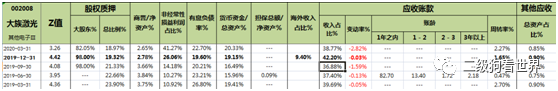
可以看出来，大股东股权质押几乎没有，商誉几乎没有，非经常性损益占比几乎可以忽略，有息负债率低到个位数，应收账款几乎没有，容易藏污纳垢的其他应收款也几乎没有，存货在总资产中的占比也比较低，经营性现金流持续为正，现金收入比超过100%，下游客户极度分散、最大客户占比不到1%（没有大客户依赖），关联交易占比也可以忽略不计。好的消费品公司的报表，好到几乎无可挑剔，商业模式自带的风险几乎都被堵掉了。**那么对于这类公司来说，投资者思考的就是业绩能不能增长就行了，不用太考虑哪个地方会不会突然爆雷。**

当然，拥有A股顶尖商业模式的茅台，风险评分也非常低。之所以评分会比绝味食品稍微高一点，是存货占比分数高了一些。但大家都知道，茅台的存货是不会减值的，只会增值了。所以各种量化监控系统，也要考虑到业务的实质才行。扣除掉存货的分数，贵州茅台各项风险项的分数加一块，不到1分，好到简直不像一个正常的公司，妥妥假账做的啊。



大族激光，也算是比较优秀的制造业公司了，风险评分就会比较高一些。







很多制造业或科技类公司，为了上产能或者自由现金流不好，就得借款，就有有息负债，借款不够花大股东就要搞股权质押。因为是To B的，下游客户爸爸要给账期，就会形成应收。三搞两搞，很多风险项就搞出来了。

那么问题来了，**为什么消费类公司从商业模式上来说比其他类型的公司（制造业、周期性行业、部分科技类行业）风险会小一些呢？**

对于这个问题，可以从多种不同的角度解读。我个人的理解是，**消费品公司做了“最终集成”的工作，而“最终集成”这个事儿其实是比较难的事儿。**

我们用一个简单的例子就能看的很清楚了。现在国内有好多厂家做代工制造的，订单接国外的，接单生产完了直接出货给国外客户。这时候好多人会打抱不平，说都是我们国内辛辛苦苦制造的，才不到10%的利润，绝大部分利润都让国外拿走了。经常被拿来说事儿的是给苹果代工的富士康，制造一部手机才十几美元的利润。但站在苹果的角度，能完成组装的有很多厂家，但是能完成设计、完成供应链体系构建、完成品牌设计、完成销售渠道铺设、完成营销管理的，真没几个。

对于终端消费品公司来说，生产制造只是其中一环，只是“最终集成”的一小部分。从生产设备采购、到原材料供应、到供应商管理、到品质控制、到销售体系构建、到营销策略制定等等众多环节，消费品公司都要搞定。比如，空调出问题了，消费者只会说这家空调不行，不会说空调上的哪个零部件不行，空调厂家作为“最终集成”商，就必须担负起对上游供应商品质控制的责任。比如，你要是手机摄像头厂商，找到一个或者两个大客户可能就能活了；但你要是一个手机厂商，你就要搞定千千万万的消费者，这些不同的消费者有不同的想法，不同的理念，不同的购买力，不同的决策依据，你都需要考虑。你要考虑通过什么地方投放广告能接触这批人，考虑建设什么样的渠道能让这部分人很方便的购买到你的手机，考虑怎么才能形成对同业对手的竞争力。搞定几千万个客户和搞定几个大客户，哪个难？

也正是因为掌握了最终端的消费客户，消费品公司才有实力押上游供应商的货款，才有实力要求让上游供应商不断降价，才有实力让上游客户不断配合自己进行技术升级。反观不掌握终端客户的公司，面对大客户，大部分只能接受客户爸爸的要求。

正是因为干了比较难的事儿，做了系统集成，做了品控和供应链管理，所以投资者会看到，绝大部分终端消费品公司在整个产业链里都比较强势。一般是他们有预收款和应付款，在他们供应链里的上游公司，大部分会形成应收款。强势的消费品公司，对上游供应商可以要求账期和降价，对下游一个个分散的客户可以或明或暗的涨价。这就意味着消费品公司强大的风险转移能力，原材料涨价了我可以让供应商挺一挺直到实在挺不住，或者也可以选择给终端产品涨点价。终端产品价格一旦涨上去，即使原材料降价了售价基本也不会再降下去了。

如果终端消费品的格力、美的已经开始不赚钱了，那上游供应链的厂商们基本上就得哭爹喊娘了。苹果砍砍单，也就是利润少点，供应链上的公司，各种坏账、亏损之类的一下就涌出来了，18年这事儿可没少见。同理，亚马逊和沃尔玛订单少下一些，国内就有工厂直接要倒闭了。

那些把工厂建起来找个大客户按照客户指定标准和流程开始生产的，既不了解为啥自己生产的产品是这么设计的、也不知道自己的终端客户都什么人群，凭什么要求高利润？

消费品公司的产品，制造的技术难度可能没那么大，产品看起来也不是那么高大上，**但其供应链管理、品质控制、销售渠道管理、营销推广等方面工作的难度并不一定小，是一个链条很长的系统工程。在这个系统工程里，需要各个环节不断优化，进而提高效率、降低成本、提升品质。复杂系统的集成、有效控制和良好运行，从来都是一个很难的事儿。**总有键盘侠说自己当市长、省长也能管的不错，其实绝大部分人管100人就能管的鸡飞狗跳，甚至自己一家人天天吵架都摆不平，但总觉得自己其实可以管一个大城市。**管理和运营庞大系统，是非常难的事儿，消费品公司充当的就是这样的角色。商业模式抗风险能力强，是对他们做“难事儿”的补偿。**

**2、弱周期性**

消费股的周期性会弱一些，虽然也受宏观经济影响，但是影响不是那么大。**一般的规律是，离个人消费者越近，周期性越弱；离个人消费者越远，周期性越强。**疫情影响导致经济下行，好多终端消费品的销售量只是小幅下降，但上游产品销量有的已经是断崖式下跌了；终端消费品价格微跌，上游原油已经腰斩再腰斩了。

**弱周期性导致消费股很多情况下是能够穿越经济周期的**。个人认为主要原因有两个，**第一个是消费股需求波动较小，需求波动小导致上市公司利润波动平缓，利润波动平缓导致股价波动平缓。**一个常识题问一下，如果某行业的总需求萎缩10%，那么该行业的总利润会缩小多少？有些人会线性的思考认为，需求萎缩10%，利润也萎缩10%。大错特错，总需求萎缩10%，对于好的行业来说，利润萎缩15%到20%；对于差一点的行业利润萎缩30%到50%是很正常的；对于某些垃圾行业来说，利润直接就变成负的了。原因在于在需求下降的情况下，大家首先考虑的是保市场份额，而不是保利润，多数行业价格战直接就开打了。**存量博弈，是血腥而残酷的。**最近全球原油行业的价格大战大家都看到了，需求萎缩了大概百分之一二十，价格直接跌去了三分之二，很多国家的原油开采直接变成负利润了，国内看热闹的韭菜通过原油宝一下就被收割了几百亿。在需求萎缩的时候，越靠近下游、越靠近终端消费者，利润萎缩幅度越小；越靠近上游，越惊心动魄。**消费品公司，几乎都是位于最下游的，在经济周期下行的时候，消费品可能也会降价，但是绝不像上游那样惨烈，利润变动相对来说也平缓一些。**

**第二个原因是，消费品公司有向上下游转嫁成本的能力。**茅台这种就不说了。**一般的消费品公司都是一面让上游供应商分担成本，另一方面计算上游的承担极限，一旦发现上游承担不了就直接以成本上涨的借口涨价向终端客户转移成本了。**在这个操作里，**上游供应商对于大客户，议价能力是偏弱的；而一个个分散的终端消费者，对于消费品涨价，基本上也只能接受，除非有更好的替代品。**也就是说，困扰很多公司的所谓材料价格上涨，所谓成本上涨等等，在消费品公司这里，都是可以转嫁出去的。何以这么说？看他们的毛利率和净利率，长期稳定甚至稳中有升，穿越了经济周期，哪有什么经济好坏。

海天酱油，毛利率从30%多稳步上涨到45%；净利润率从15%稳步上涨到了27%。



贵州茅台，毛利率一直维持在90%以上，稳如狗。净利润率也基本上在50%以上。



三一重工，也算还是非常优秀的制造业公司了。毛利率从30%多到20%多，起起伏伏。净利润率就没那么好看了，好的时候18%，差的时候基本接近于0，利润几乎打没了。



京东方，也算中国高科技制造业的一面旗帜了吧，总书记都去考察过。但是看报表毛利率和净利率完全一副听天由命的意思，根本看不出规律，赚钱亏钱都看命。



**3、增长曲线长**

消费行业的增长曲线，维持的时间相对来说会长一些。在一个赛道上，可以长期的跟踪和操作。如果一个行业，你费了好久时间终于搞明白了，但是行业增长空间和标的公司的增长空间很快到头了，遇到天花板了，那研究所创造的价值就大幅缩水了。

之所以消费的赛道长，在于对中美这类大国来说，人口众多，消费者接受某个产品之后，消费升级的过程是逐步进行的，新是北上深一线城市，再是省会级二线城市，最后还有三四五线城市和十八线小县城。**消费能力是逐级引爆的，随着经济的发展，消费品的客户群不断涌现。**比如，茅台，最早是政务消费，后是高端商务消费，反腐限制三公消费之后，再后来是一二线城市富起来的人消费。也就是说，先富的消费完了，还有后富的冒出来了，后富的旁边还有一大群的待富的。对于某些消费品来说，社会进步不停止、经济发展不停步，就很难轻言天花板，**那么多人辛勤工作的最终目的不就是为了享受消费吗？**

**对中国来说，某些消费品的增长曲线有可能会延续的很长。**中国一线城市是发达国家，内陆偏远地区还有些是非洲水平，随着中国经济发展，增长曲线可以维持很久，美国3亿人口，中国是13亿。中国现在还扛起了全球化的大旗，中国消费品的品质和质量在不断提升，海外市场以后也会是很多消费品公司的市场。**美国消费品的神话，大概率也只有在中国这样内需庞大的市场能复制，而且很有可能青出于蓝而胜于蓝。**

**二、怎么选消费品公司的股票**

**1、商业模式好**

前面已经说过了，不再细说了。自由现金流尽量好点，赚到真钱而不是一堆白条或者存货，对上下游尽量有议价能力和转嫁风险的能力。不要有太多的爆雷项。

**2、具有较强的品牌优势和辨识度**

在终端消费者眼里，具备了品牌优势，并且能和其他品牌区别开，这本身就是竞争优势。一个品牌一旦建立起来，就意味着对消费者强大的号召力，意味着在竞争中处于相对较好的位置，风险会降低。

**3、要么行业空间持续扩大要么行业集中度不断提升**

**这个对应的是一个公司成长的两种模式，一种模式是行业在不断增长，公司随着行业的增长而不断发展壮大。**比如，化妆品行业，总量不断增长，消费者的消费总量在不断增长。**另外一种模式是，总量的增长已经停止了，但行业内的集中度在不断提升**，比如白酒总产量在多年前已经见顶了，但是高端白酒一直在增长。这意味着高端白酒一直在吃别的白酒的份额。

承德露露和养元饮品你说好不好？除了业绩不增长，别的方面几乎无可挑剔。在各自领域都是知名品牌，都很有号召力，财务指标好的一塌糊涂。但就是看不到增长空间了。没有增长，就只能低估值一直趴着了。不增长，按债券来估值啊？

至于你问全聚德的鸭子也有品牌也有增长空间为啥就是不行？只能回一句，垃圾机制下的垃圾管理层，在一个竞争性行业里，要是能做好也是见鬼了。这就引出了第4条。

**4、良好的激励机制和优秀的管理层**

很多人说，消费行业是躺赚，消费行业不辛苦，所以投资想省心就应该投消费行业。**这个说法，结论可能对，但推导过程值得商榷。**除了高端白酒等行业以外，**很多行业其实蛮辛苦的，并不是投资者想象的不辛苦躺赚**。海底捞，海天酱油，绝味鸭脖，中顺洁柔，格力，美的等等这些公司，**都是在非常激烈的竞争中杀出重围的，竞争过程中也都是刀刀见血，血腥残忍程度并不会比其他行业差多少。只不过是变成巨头之后，竞争烈度降低了，赚钱相对容易了。投资者已经看不到血雨腥风了，看不到利润率的大幅波动了，但这并不意味着上市公司放下屠刀立地成佛了，他们一个个都狼性十足，否则很可能就会被人掀翻。**

消费品行业，基本上没啥行政准入壁垒，随意进出。**如果激励机制不行，管理层不行，在激烈的竞争中，消费品行业的公司是很容易倒下的，一将功成万骨枯和其他行业并没有区别。**海底捞凶猛增长的背景底色，是全国火锅店总量几乎已经停止增长了，一个海底捞新开出来，很可能意味着另外一家或者几家别的倒掉，只不过倒掉的你看不见而已。良好的激励机制和优秀的管理层，非常重要。至于多重要，看看全聚德就知道了，捧着金饭碗要饭吃。

很多投资者担心或者考虑的很多问题，其实是管理层应该考虑的，比如品类增长空间到头了怎么拓展新的空间，渠道应该怎么建，广告应该怎么打之类的。企业发展中遇到的各种问题和挑战，都有赖于优秀的管理层去解决。优秀的管理层，要靠良好的激励机制去激励和约束。管理层优秀的话，那些普通投资者能想到的问题他们早都想过了，结论是“普通投资者不用乱想”；对于垃圾管理层来说，无论你怎么想都没用，反正不听，结论还是“普通投资者不用乱想”。**二级市场投资者的角色非常有意思，就是傍大款的小三。大款厉害，不用你小三指手画脚；大款不行，小三指手画脚也不可能给大款逆天改命。小三唯一能做的是用脚投票，谁行，跟谁。**

**三、怎么给消费股估值**

消费股和医药股的估值，相对来说都比较高。在二十倍到四五十倍之间漂，停止增长的，在十几倍漂。简单给几个观察到的现象吧，**如果总量还有较大的增长空间，且暂时看不到头，现在的增速也不错，那估值给的会比较高，**比如化妆品、小丸子之类的；**如果总量暂时没到头，但是空间不是非常大，龙头除了吃总量增长还可以吃份额增长，那么估值也会不错**，典型的像酱油；**再次之的是总量增长停止，龙头靠吃份额和集中度提升**，典型的如白酒、啤酒；**最差的就是总量停止增长，份额自己已经很大了吃无可吃**，典型的就是露露和养元饮品之类的。

客观的说，现在大A市场有效性还是非常强的，基本上是按照这种模式给估值的。当然，实际操作中，还要考虑确定性，品牌竞争力等各方面的因素。

**“好货不便宜，便宜没好货”这句话在A股以后可能越来越正确。**随着外资的不断进入，越来越多的机构按照成熟市场的模式进行估值。尤其是消费股，许多机构用现金流折现模型估值。要是按照现金流折现模型，很多消费股的估值可能就会让习惯了PEG方法的投资者非常不适应。比如，很多投资者就觉得，海天酱油20%+的增长，怎么就能给40多倍的估值呢？高估啦！然后自己就一直买不到了。在现金流折现模型投资者眼里，别说疫情，就算海天和茅台，一年一分钱不挣，利润变成0了，也就是一个跌停板的事儿，一个跌停板就消化了。这不，人家又奔新高去了。