

专题策略

透视 25 大消费细分赛道最新动态：可选类占优——大消费产业趋势比较系列之二

投资要点：

□ 前言：关注可选类投资机会

大消费板块三季报披露完毕，结合三季报数据、最新盈利预测和估值，在经济温和复苏的大背景下，就消费内部横向比较而言，关注可选类机会，具体包括酒店、电影、旅游、免税、教育、新零售等。

□ 重新划分大消费后各细分赛道的样本构成

□ 25 大消费细分赛道当前景气如何？

整体而言，相较 Q2，就三季报来看：

营收同比，边际提升幅度居前的有免税、教育、家居，而边际下降显著的有游戏、食品、化学原料药。

归母净利同比，边际提升幅度居前的有教育、免税、酒店，而边际下降显著的有新零售、医药外包、游戏。

ROE，边际提升幅度居前的有免税、教育、医疗器械，而边际下降显著的有新零售、医药外包、电影。

毛利率，边际提升幅度居前的有酒店、旅游、教育，而边际下降显著的有免税、游戏、乳制品。

□ 25 大消费细分赛道未来景气预期如何？

根据截至 10 月 31 日的 Wind 一致盈利预测：

2020 年盈利增速居前的板块有游戏、医疗器械、医疗外包、化学原料药、药店；

2021 年盈利增速居前的板块有酒店、电影、旅游、免税、教育；

2021 年较 2020 年，盈利预测增速提升显著的有，酒店、电影、旅游、免税、新零售；回落幅度较大的行业有，游戏、医疗器械、医药外包。

□ 估值水平：结合静态和动态 PE，可选类综合占优

风险提示

实体经济修复低于预期；流动性收紧超预期。

分析师：王杨

执业证书编号：S1230520080004

邮箱：wangyang02@stocke.com.cn

联系人：陈昊

执业证书编号：S1230520030001

邮箱：chenhao1@stocke.com.cn

正文目录

1. 前言：关注可选类投资机会	3
2. 重新划分大消费后各细分赛道的样本构成	3
3. 25 大消费细分赛道当前景气如何？	4
3.1 营业收入：Q3 免税、教育、家居等环比改善显著	5
3.2 归母净利：Q3 教育、免税、酒店等环比改善显著	7
3.3 ROE：Q3 医疗器械、白酒、调味品居前	9
3.4 毛利率：酒店、旅游、教育 Q3 较 Q2 提升显著	11
3.5 经营性现金净流量/归母净利润：Q3 乳制品、食品、药店环比提升显著	13
4. 25 大消费细分赛道未来景气预期如何？	15
4.1 2020E 盈利预测：游戏、医疗器械、医疗外包、化学原料药、药店等增速居前	16
4.2 2021E 盈利预测：酒店、电影、旅游、免税、教育等增速居前	18
4.3 2021 年较 2020 年盈利预测增速变动	20
5. 估值水平：可选类综合占优	21
5.1 最新静态估值	21
5.2 最新动态估值	21
6. 风险提示	22

1. 前言：关注可选类投资机会

大消费板块三季报披露完毕，结合三季报数据、最新盈利预测和估值：

1、就三季报来看，整体而言，相较 Q2，Q3 教育和酒店改善显著，具体来看：

(1) 归母净利同比，边际提升幅度居前的有**教育、免税、酒店**，而边际下降显著的有**新零售、医药外包、游戏**。

(2) ROE，边际提升幅度居前的有**免税、教育、医疗器械**，而边际下降显著的有**新零售、医药外包、电影**。

(3) 毛利率，边际提升幅度居前的有**酒店、旅游、教育**，而边际下降显著的有**免税、游戏、乳制品**。

2、结合 2020 年和 2021 年盈利预测，和动态估值，整体上，可选类占优，具体来看：

(1) 2021 年盈利增速居前的板块有，酒店、电影、旅游、免税、教育；

(2) 2021 年较 2020 年，盈利预测增速提升显著的有，酒店、电影、旅游、免税、新零售；

(3) 2021 年增速居前，且较 2020 年增速提升的行业，除了酒店、电影、旅游、免税、教育、新零售外，还有黑电、创新药、化妆品、服装、家居。

整体而言，在经济温和复苏的大背景下，就消费内部横向比较而言，关注可选类机会，具体包括酒店、电影、旅游、免税、教育、新零售等。

2. 重新划分大消费后各细分赛道的样本构成

重新划分大消费后，各细分赛道的样本详细构成见下表。

下文将依据上述分类对 25 个消费细分赛道进行统计分析，包括营收同比、净利同比、ROE、毛利率、现金流、2020 年和 2021 年盈利预测、静态和动态估值等，其中涉及到的各财务指标同比增速均为当季累计同比。

表 1：重新划分大消费后各细分赛道的样本构成

细分领域	公司数	公司名称
服装	15	海澜之家、森马服饰、太平鸟、红豆股份、搜于特、九牧王、美邦服饰、探路者、安正时尚、朗姿股份、七匹狼、雅戈尔、地素时尚、比音勒芬、歌力思
小家电	10	苏泊尔、新宝股份、九阳股份、石头科技、飞科电器、小熊电器、莱克电气、奥佳华、科沃斯、北鼎股份
化妆品	10	华熙生物、珀莱雅、丸美股份、上海家化、青松股份、御家汇、名臣健康、朗姿股份、拉芳家化、青岛金王
新零售	10	苏宁易购、永辉超市、安克创新、南极电商、壹网壹创、吉宏股份、星期六、值得买、焦点科技、跨境通
教育	12	中公教育、豆神教育、佳发教育、昂立教育、凯文教育、紫光学大、视源股份、美吉姆、东方时尚、科斯伍德、开元股份、中国高科

白酒	14	贵州茅台、五粮液、泸州老窖、洋河股份、山西汾酒、古井贡酒、今世缘、顺鑫农业、水井坊、口子窖、酒鬼酒、迎驾贡酒、老白干酒、金徽酒
食品	22	双汇发展、绝味食品、安井食品、桃李面包、洽洽食品、良品铺子、三全食品、三只松鼠、盐津铺子、上海梅林、甘源食品、友友食品、好想你、涪陵榨菜、克明面业、元祖股份、煌上煌、龙大肉食、金字火腿、华统股份、西麦食品、来伊份
家居	14	欧派家居、顾家家居、索菲亚、江山欧派、尚品宅配、大亚圣象、梦百合、美克家居、浙江永强、威华股份、志邦家居、恒林股份、松霖科技、好太太
电影	15	完美世界、光线传媒、万达电影、中国电影、华谊兄弟、华策影视、捷成股份、横店影视、奥飞娱乐、电广传媒、上海电影、金逸影视、幸福蓝海、美盛文化、文投控股
啤酒	6	青岛啤酒、珠江啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒、惠泉啤酒、兰州黄河
厨卫家电	6	老板电器、浙江美大、华帝股份、万和电气、日出东方、开能健康
黑电	7	TCL 科技、海信视像、深康佳 A、四川长虹、创维数字、兆驰股份、四川九州
免税	1	中国中免
白电	8	美的集团、格力电器、海尔智家、三花智控、海信家电、惠而浦、澳柯玛、长虹美菱
游戏	13	三七互娱、世纪华通、完美世界、吉比特、巨人网络、昆仑万维、掌趣科技、游族网络、浙数文化、金科文化、恺英网络、电魂网络、凯撒文化
旅游	10	凯撒旅业、中青旅、众信旅游、新华联、岭南控股、云南旅游、丽江股份、峨眉山 A、九华旅游、西安旅游
酒店	5	锦江股份、首旅酒店、黄山旅游、华天酒店、金陵饭店
调味品	9	海天味业、中炬高新、天味食品、华宝股份、千禾味业、恒顺醋业、日辰股份、莲花健康、安记食品
乳制品	9	伊利股份、光明乳业、新乳业、妙可蓝多、贝因美、三元股份、天润乳业、皇氏集团、燕塘乳业
医疗器械	13	迈瑞医疗、安图生物、乐普医疗、健帆生物、金域医学、欧普康视、大博医疗、鱼跃医疗、达安基因、南微医学、万孚生物、迈克生物、理邦仪器
化学原料药	7	富祥药业、华海药业、健友股份、海普瑞、普洛药业、九洲药业、华北制药
医药外包	7	药明康德、泰格医药、凯莱英、康龙化成、昭衍新药、博济医药、量子生物
创新药	7	恒瑞医药、复星医药、泽璟制药-U、君实生物-U、贝达药业、丽珠集团、亿帆医药
中药	14	同仁堂、云南白药、东阿阿胶、片仔癀、步长制药、济川药业、红日药业、康恩贝、中新药业、白云山、以岭药业、华润三九、天士力、西藏药业
药店	4	一心堂、益丰药房、大参林、老百姓

资料来源：Wind，浙商证券研究所

3. 25 大消费细分赛道当前景气如何？

整体而言，相较 Q2，就三季报来看：

营收同比，边际提升幅度居前的有**免税、教育、家居**，而边际下降显著的有**游戏、食品、化学原料药**。

归母净利同比，边际提升幅度居前的有**教育、免税、酒店**，而边际下降显著的有**新零售、医药外包、游戏**。

ROE，边际提升幅度居前的有**免税、教育、医疗器械**，而边际下降显著的有**新零售、医药外包、电影**。

毛利率，边际提升幅度居前的有**酒店、旅游、教育**，而边际下降显著的有**免税、游戏、乳制品**。

3.1 营业收入：Q3 免税、教育、家居等环比改善显著

就 2020 年三季报来看，25 大细分赛道中，营业收入增速较高的板块分别为**医疗器械(35.89%)**、**医药外包 (26.51%)**、**药店 (24.88%)**；营业收入同比下滑幅度较大的板块分别为**旅游 (-65.0%)**、**电影 (-46.08%)**、**酒店 (-40.80%)**。

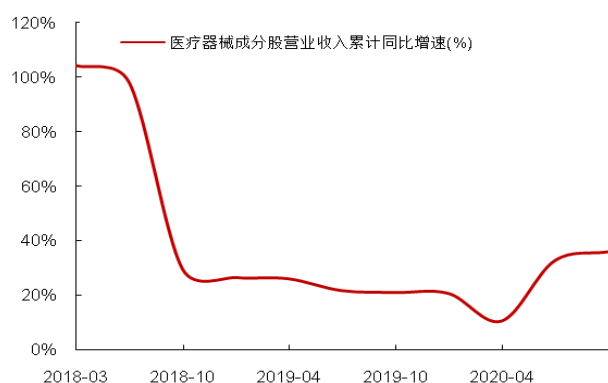
相较 Q2，Q3 边际上行显著的细分赛道为**免税 (上升 19.4 个百分点)**、**教育 (上升 16.4 个百分点)**、**家居 (上升 11.9 个百分点)**，而 Q3 环比下降显著的有**游戏 (下降 6.0 个百分点)**、**食品 (下降 4.9 个百分点)**、**化学原料药 (下降 2.7 个百分点)**。

表 2：各板块 2018 年以来营收同比增速变化情况

	2018/03	2018/06	2018/09	2018/12	2019/03	2019/06	2019/09	2019/12	2020/03	2020/06	2020/09	20Q3 较 20Q2
合计	20.1%	19.2%	18.2%	17.9%	14.2%	11.9%	9.7%	8.4%	-12.6%	-5.6%	-1.0%	4.6%
免税	53.1%	67.8%	64.4%	66.2%	54.7%	15.5%	4.3%	2.0%	-44.2%	-20.7%	-1.3%	19.4%
教育	29.1%	23.5%	25.3%	23.1%	18.4%	20.7%	16.9%	13.4%	-25.5%	-21.2%	-4.7%	16.4%
家居	21.8%	19.9%	19.3%	19.0%	13.8%	12.0%	11.2%	12.0%	-22.3%	-6.7%	5.3%	11.9%
黑电	13.8%	10.6%	8.6%	10.4%	11.9%	1.9%	-3.6%	-8.0%	-32.3%	-16.4%	-5.3%	11.1%
厨卫家电	33.5%	18.4%	14.2%	8.9%	-0.7%	-1.1%	-1.5%	-0.3%	-32.5%	-18.3%	-7.3%	11.0%
小家电	14.2%	15.7%	15.9%	15.4%	8.6%	8.0%	7.0%	7.8%	-19.2%	-0.8%	8.0%	8.8%
白电	19.0%	18.3%	16.9%	15.9%	6.9%	7.3%	5.5%	5.1%	-25.4%	-12.0%	-3.8%	8.3%
酒店	8.5%	6.0%	5.1%	4.1%	2.2%	2.0%	2.8%	1.7%	-44.2%	-46.7%	-40.8%	5.9%
啤酒	3.6%	1.7%	1.6%	2.0%	7.3%	6.3%	4.0%	3.9%	-27.6%	-7.3%	-2.2%	5.1%
电影	21.7%	8.2%	9.1%	3.7%	-8.0%	-10.0%	-9.6%	-8.0%	-50.2%	-50.8%	-46.1%	4.7%
医药外包	25.9%	27.4%	30.4%	31.4%	35.0%	36.9%	34.5%	32.1%	13.9%	22.5%	26.5%	4.0%
创新药	31.2%	27.0%	25.2%	23.1%	17.9%	20.8%	22.1%	20.5%	-0.1%	6.2%	9.9%	3.7%
医疗器械	30.6%	29.4%	28.5%	26.1%	22.8%	21.2%	20.9%	20.6%	10.5%	32.6%	35.9%	3.3%
白酒	28.4%	31.9%	25.1%	26.0%	23.4%	20.1%	18.1%	16.9%	2.2%	2.7%	5.7%	3.0%
乳制品	15.2%	13.3%	11.4%	12.0%	15.3%	11.7%	12.1%	12.4%	-10.1%	4.7%	7.2%	2.5%
中药	18.8%	18.0%	26.2%	25.7%	34.8%	29.1%	20.5%	15.6%	-4.6%	-4.1%	-2.3%	1.8%
化妆品	33.3%	33.1%	29.9%	17.6%	11.2%	9.4%	13.7%	15.8%	-9.0%	1.6%	2.9%	1.2%
旅游	12.9%	16.3%	15.5%	19.4%	-2.9%	1.3%	-1.3%	-0.5%	-54.8%	-66.1%	-65.0%	1.1%
调味品	14.3%	13.9%	13.4%	12.8%	12.8%	14.1%	14.2%	13.8%	3.3%	12.1%	12.8%	0.7%
药店	24.3%	23.0%	24.4%	25.2%	31.1%	32.2%	29.2%	26.6%	23.3%	24.2%	24.9%	0.7%
新零售	32.6%	30.5%	31.9%	30.0%	21.2%	20.1%	15.7%	10.8%	2.3%	-3.7%	-3.1%	0.6%
服装	16.1%	15.3%	7.3%	7.7%	3.1%	-1.5%	3.0%	3.5%	-26.3%	-16.4%	-16.3%	0.1%
化学原料药	21.0%	23.7%	26.5%	22.3%	9.8%	10.6%	10.5%	12.3%	6.5%	15.4%	12.6%	-2.7%
食品	7.1%	5.9%	6.3%	5.8%	8.1%	14.6%	18.6%	23.6%	27.6%	25.9%	21.0%	-4.9%
游戏	8.8%	22.8%	25.0%	23.1%	24.9%	25.4%	25.8%	23.6%	30.9%	19.4%	13.4%	-6.0%

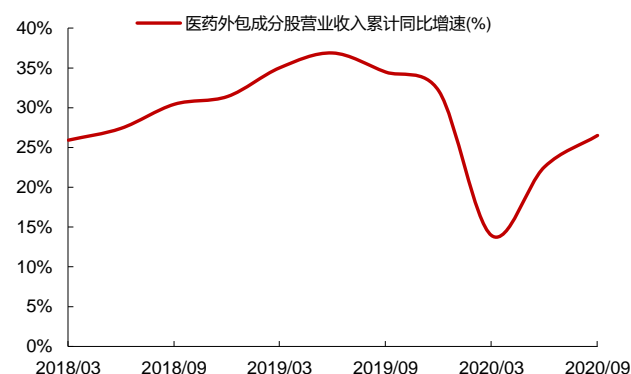
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 1：医疗器械成分股营业收入累计同比



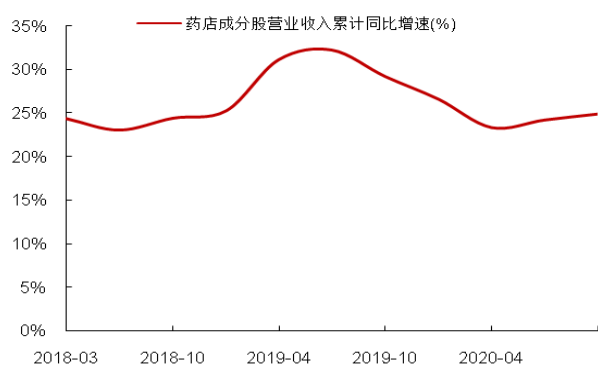
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：医药外包成分股营业收入累计同比



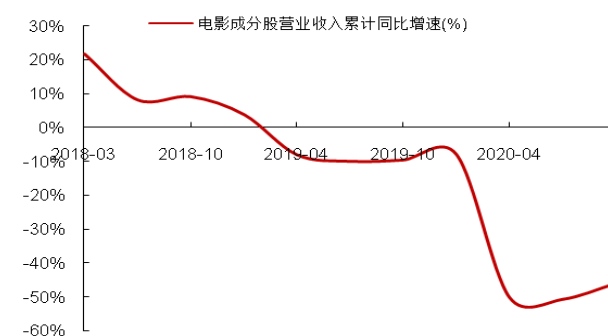
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：药店成分股营业收入累计同比



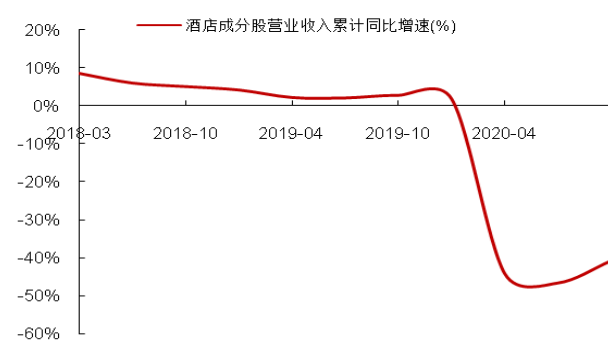
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 4：电影成分股营业收入累计同比



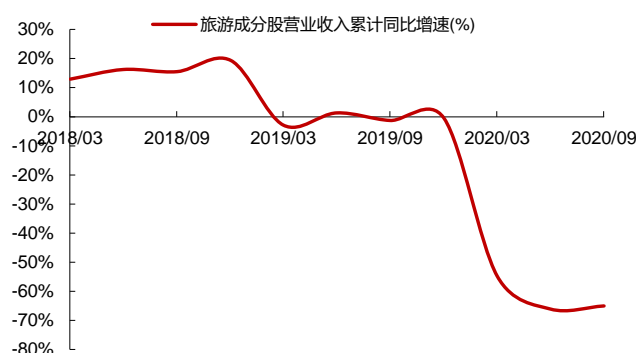
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 5：酒店成分股营业收入累计同比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 6：旅游成分股营业收入累计同比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.2 归母净利润：Q3 教育、免税、酒店等环比改善显著

从三季报披露的情况来看，归母净利润同比增速较高的板块分别为**医疗器械（70.15%）**，**医药外包（65.09%）**，**食品（54.27%）**，归母净利润同比增速下滑幅度较大的板块分别为**电影（-176.48%）**，**酒店（-136.99%）**，**新零售（69.06%）**。

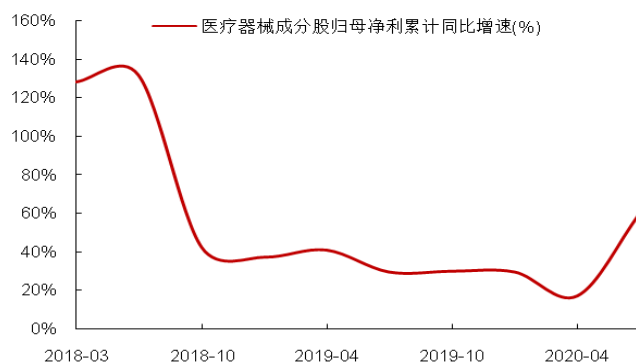
相较 Q2，Q3 归母净利润增速边际上行明显的板块分别为**教育（上升 83.49 个百分点）**，**免税（上升 47.04 个百分点）**，**酒店（上升 35.43 个百分点）**，而边际下行的板块分别为**新零售（下降 29.38 个百分点）**，**医药外包（下降 27.26 个百分点）**，**游戏（下降 24.50 个百分点）**。

表 3：各板块 2018 年以来归母净利润同比变化情况

	2018/03	2018/06	2018/09	2018/12	2019/03	2019/06	2019/09	2019/12	2020/03	2020/06	2020/09	20Q3 较 20Q2
合计	28.2%	31.7%	22.8%	13.7%	16.7%	11.2%	16.7%	5.0%	-21.0%	-7.8%	-3.2%	4.6%
教育	-12.9%	-9.0%	6.0%	-45.3%	118.2%	107.9%	116.6%	279.4%	-106.0%	-91.8%	-8.3%	83.5%
免税	61.5%	47.6%	41.8%	22.3%	98.8%	70.9%	55.1%	49.6%	-105.2%	-71.6%	-24.6%	47.0%
旅游	-5.5%	1.8%	7.3%	26.4%	2.7%	2.6%	-8.3%	-25.6%	-349.1%	-220.4%	-178.5%	41.9%
酒店	44.6%	22.1%	27.4%	-0.8%	1.4%	3.8%	-7.3%	15.1%	-277.9%	-172.4%	-137.0%	35.4%
黑电	44.1%	44.6%	22.4%	-44.0%	-8.5%	11.8%	10.4%	-4.0%	-86.1%	-30.7%	0.6%	31.3%
电影	101.7%	24.6%	17.5%	-67.0%	-57.7%	-58.8%	-43.5%	-391.8%	-156.0%	-201.9%	-176.5%	25.4%
家居	-15.4%	7.5%	17.0%	15.8%	62.2%	37.6%	25.3%	22.7%	-87.9%	-24.9%	-2.4%	22.5%
服装	-9.6%	-2.0%	2.9%	50.1%	14.8%	5.4%	3.8%	-8.2%	-53.0%	-32.2%	-12.6%	19.5%
白电	25.7%	25.3%	22.7%	14.2%	8.9%	10.3%	12.4%	5.9%	-50.1%	-33.0%	-18.1%	14.9%
厨卫家电	70.3%	35.5%	25.7%	2.5%	-22.3%	-4.4%	4.9%	24.6%	-41.1%	-21.1%	-6.7%	14.4%
化妆品	56.2%	19.4%	24.7%	23.9%	16.5%	29.6%	17.4%	0.5%	-33.7%	-34.1%	-20.5%	13.6%
小家电	-1.5%	9.3%	17.0%	24.0%	12.1%	6.6%	12.2%	8.2%	-20.7%	9.0%	22.5%	13.5%
中药	26.9%	30.8%	28.0%	17.8%	23.8%	9.0%	1.7%	-12.4%	-14.8%	-12.7%	0.2%	12.9%
医疗器械	27.6%	37.3%	39.0%	37.2%	37.4%	29.5%	29.8%	29.4%	17.0%	59.7%	70.2%	10.5%
乳制品	15.8%	9.6%	4.1%	10.7%	9.6%	10.6%	12.0%	18.3%	-57.9%	-5.4%	5.0%	10.4%
啤酒	14.6%	13.3%	13.6%	17.4%	25.2%	22.2%	26.9%	40.8%	-68.2%	-0.3%	2.9%	3.2%
药店	28.4%	26.7%	24.5%	20.4%	30.6%	26.2%	26.4%	23.9%	30.9%	35.7%	37.6%	1.8%
白酒	36.9%	39.9%	29.6%	32.4%	28.2%	26.2%	23.1%	18.0%	10.3%	8.4%	10.0%	1.6%
调味品	31.5%	27.2%	25.3%	17.4%	14.8%	22.5%	21.3%	23.6%	9.6%	15.2%	16.7%	1.5%
创新药	11.3%	4.5%	-35.3%	-36.0%	-6.3%	11.7%	10.5%	30.0%	15.4%	19.7%	18.8%	-0.9%
化学原料药	57.0%	50.3%	38.2%	19.9%	93.4%	52.7%	51.1%	72.4%	-1.5%	40.5%	37.8%	-2.7%
食品	22.2%	22.3%	17.0%	19.1%	18.6%	9.6%	12.9%	15.0%	10.3%	67.4%	54.3%	-13.1%
游戏	-21.5%	-1.2%	-3.7%	-47.1%	9.6%	5.2%	12.7%	-8.4%	40.5%	76.5%	52.0%	-24.5%
医药外包	10.0%	67.6%	71.2%	70.9%	39.1%	2.2%	8.2%	9.1%	6.9%	92.4%	65.1%	-27.3%
新零售	20.7%	319.9%	195.6%	125.6%	39.7%	-39.9%	76.0%	-32.9%	-25.8%	-39.7%	-69.1%	-29.4%

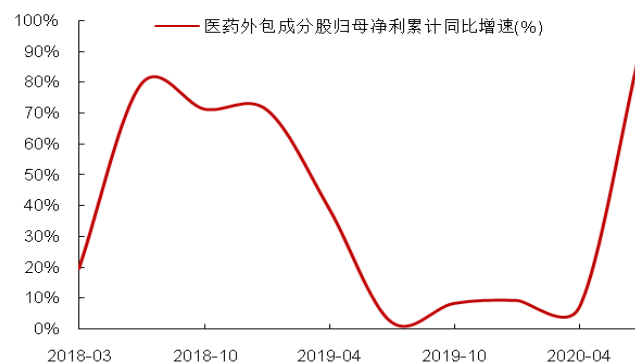
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 7：医疗器械成分股归母净利累计同比



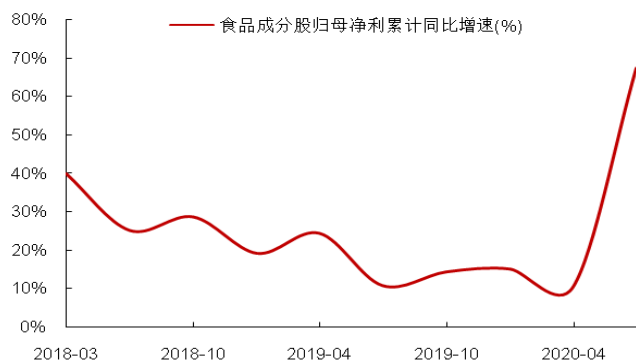
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 8：医药外包成分股归母净利累计同比



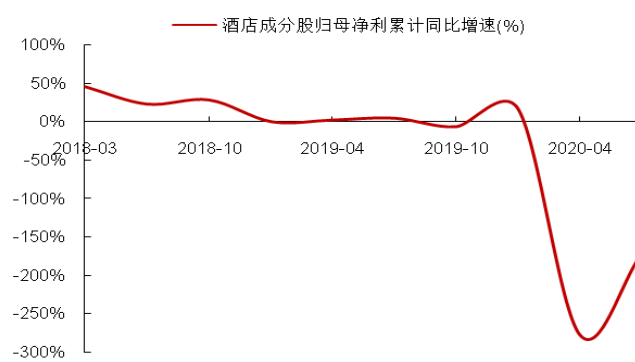
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 9：食品成分股归母净利累计同比



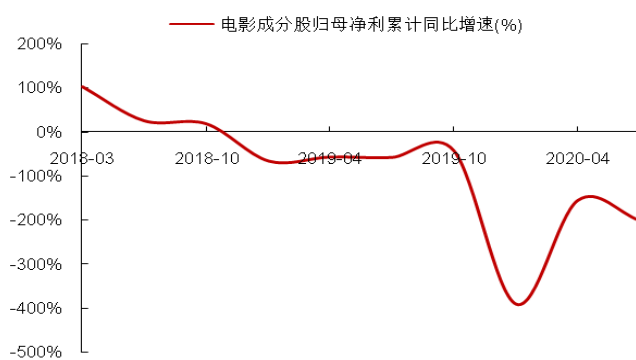
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 10：酒店成分股归母净利累计同比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 11：电影成分股归母净利累计同比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.3 ROE：Q3 医疗器械、白酒、调味品居前

结合三季报，ROE 水平居前的板块有医疗器械（28.41%）、白酒（25.71%）、调味品（25.2%），ROE 水平较低的板块分别为电影（-17.27%）、酒店（0.10%）、新零售（0.39%）。

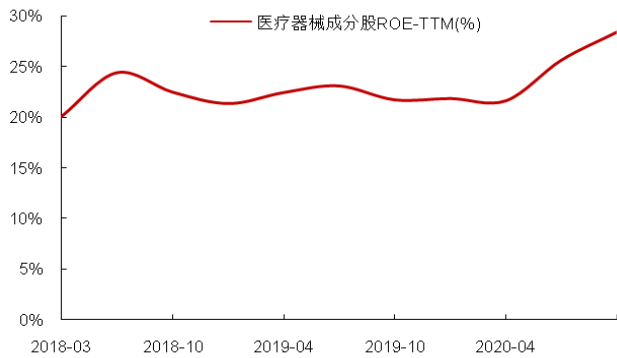
相较二季度，三季度 ROE 边际上行幅度较大的板块分别为免税（上升 5.36 个百分点）、教育（上升 3.56 个百分点）、医疗器械（上升 2.76 个百分点），而边际下行幅度较大的板块分别为新零售（下降 6.83 个百分点）、医药外包（下降 4.52 个百分点）、电影（下降 4.31 个百分点）。

表 4：各板块 2018 年以来 ROE 变化情况

	2018/03	2018/06	2018/09	2018/12	2019/03	2019/06	2019/09	2019/12	2020/03	2020/06	2020/09	20Q3 较 20Q2
合计	15.7%	16.8%	16.1%	15.3%	15.6%	15.6%	15.9%	14.3%	13.1%	13.2%	12.9%	-0.4%
免税	19.9%	20.1%	20.1%	17.8%	22.4%	22.7%	22.4%	21.4%	10.2%	10.7%	16.1%	5.4%
教育	7.2%	7.0%	7.4%	4.0%	4.9%	7.2%	10.7%	14.1%	12.9%	8.8%	12.4%	3.6%
医疗器械	23.2%	27.8%	22.5%	21.4%	22.5%	23.3%	21.8%	22.4%	21.7%	25.6%	28.4%	2.8%
服装	9.4%	9.7%	9.5%	13.3%	13.7%	13.6%	13.4%	11.7%	10.0%	9.9%	10.8%	0.9%
中药	14.4%	15.3%	15.4%	14.5%	15.0%	13.9%	13.1%	11.0%	9.8%	9.5%	10.2%	0.7%
黑电	9.4%	9.6%	9.2%	4.6%	4.5%	4.9%	4.7%	4.2%	3.3%	3.3%	4.1%	0.7%
创新药	19.4%	18.5%	12.2%	10.9%	10.6%	10.2%	10.0%	12.5%	13.0%	12.6%	13.2%	0.6%
小家电	20.3%	21.7%	21.3%	24.0%	22.6%	24.3%	22.6%	22.4%	18.9%	20.4%	20.9%	0.5%
游戏	13.8%	14.8%	13.4%	7.2%	7.5%	7.2%	8.3%	6.5%	7.3%	10.7%	11.0%	0.3%
家居	14.6%	14.8%	14.8%	15.3%	15.9%	16.8%	16.1%	16.0%	13.9%	13.8%	14.1%	0.3%
药店	15.0%	15.2%	14.1%	13.6%	14.5%	14.6%	14.8%	14.4%	14.8%	15.7%	15.9%	0.3%
啤酒	4.8%	5.1%	5.4%	5.3%	5.7%	6.2%	7.1%	7.2%	5.6%	6.9%	7.2%	0.2%
乳制品	14.0%	14.5%	13.4%	14.1%	14.7%	14.9%	15.5%	16.3%	13.3%	16.0%	16.3%	0.2%
化妆品	10.5%	10.7%	11.7%	13.4%	14.1%	14.6%	12.1%	10.1%	8.7%	7.4%	7.4%	0.0%
厨卫家电	19.1%	19.4%	18.8%	16.3%	15.0%	15.7%	16.3%	18.6%	17.1%	16.8%	16.7%	0.0%
白电	24.5%	24.8%	24.4%	22.6%	22.2%	22.4%	22.1%	20.2%	17.5%	15.5%	15.4%	-0.1%
化学原料药	7.2%	7.8%	8.0%	7.6%	9.2%	9.8%	10.5%	12.3%	11.9%	13.8%	13.2%	-0.6%
调味品	23.6%	34.0%	24.7%	22.6%	22.6%	26.0%	24.0%	24.2%	24.7%	26.0%	25.2%	-0.8%
白酒	24.9%	26.5%	25.6%	25.6%	27.1%	28.3%	27.4%	25.6%	26.0%	26.5%	25.7%	-0.8%
食品	16.2%	17.3%	17.6%	18.3%	19.5%	19.2%	18.3%	18.7%	17.9%	22.7%	21.4%	-1.3%
旅游	8.4%	8.4%	8.4%	9.9%	9.9%	9.7%	8.9%	6.9%	3.5%	-0.1%	-2.2%	-2.1%
酒店	7.3%	7.5%	8.1%	6.9%	6.9%	6.9%	6.3%	7.6%	4.8%	2.2%	-0.1%	-2.3%
电影	10.3%	9.4%	9.3%	2.7%	0.4%	-0.8%	-0.8%	-8.1%	-10.6%	-13.0%	-17.3%	-4.3%
医药外包	30.9%	18.1%	18.2%	18.4%	15.4%	14.2%	13.2%	12.1%	11.9%	16.3%	11.7%	-4.5%
新零售	6.4%	11.2%	10.7%	13.8%	14.1%	10.9%	18.3%	8.7%	8.6%	7.3%	-0.1%	-7.4%

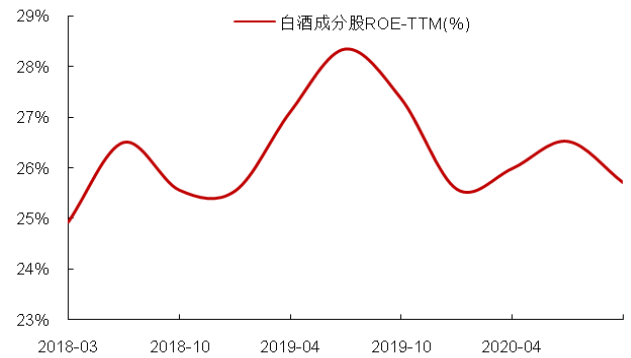
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 12: 医疗器械成分股归母净利累计同比



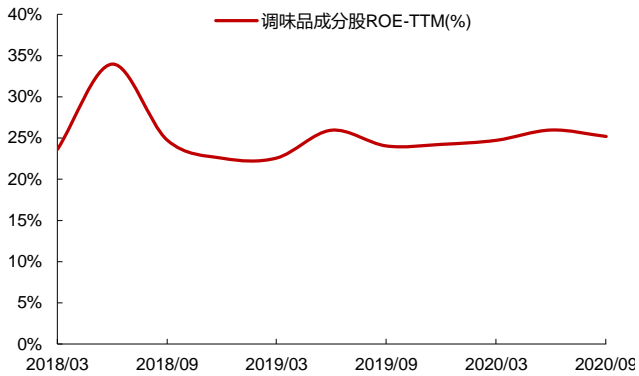
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 13: 白酒成分股归母净利累计同比



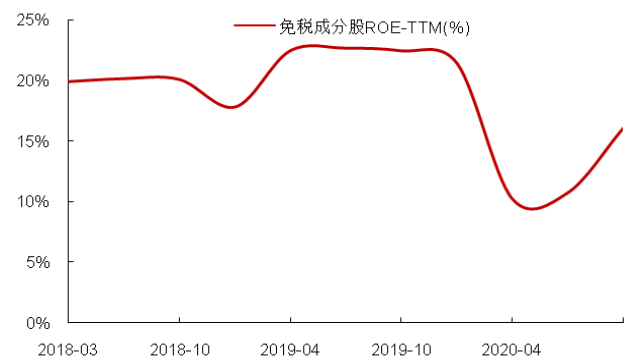
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 14: 调味品成分股归母净利累计同比



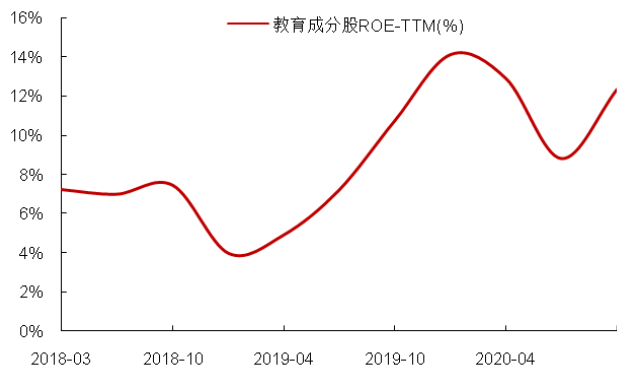
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 15: 免税成分股归母净利累计同比



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 16: 教育成分股归母净利累计同比



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

3.4 毛利率：酒店、旅游、教育 Q3 较 Q2 提升显著

从三季报披露的情况来看，毛利率较高的板块分别为白酒（77.6%）、创新药（69.3%）、游戏（68.5%），毛利率较低的板块分别为黑电（11.2%）、旅游（16.7%）、酒店（19.1%）。

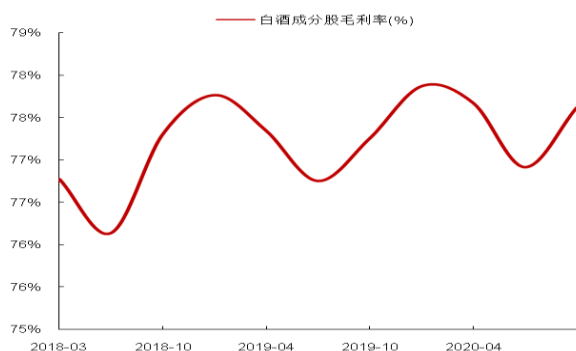
相较二季度，三季度毛利率上行幅度居前的板块分别为酒店（上升 11.3 个百分点）、旅游（上升 4.2 个百分点）、教育（上升 4.0 个百分点），而边际下行幅度较大的板块有免税（下降 1.7 个百分点）、游戏（下降 1.7 个百分点）、乳制品（下降 1.3 个百分点）。

表 5：各板块 2018 年以来毛利率变化情况

	2018/03	2018/06	2018/09	2018/12	2019/03	2019/06	2019/09	2019/12	2020/03	2020/06	2020/09	20Q3 较 20Q2
合计	35.8%	34.8%	34.5%	34.6%	36.5%	35.6%	35.5%	35.1%	35.4%	34.5%	34.3%	-0.1%
酒店	86.4%	87.1%	87.0%	86.6%	85.0%	86.3%	85.6%	86.0%	14.9%	7.8%	19.1%	11.3%
旅游	19.8%	20.8%	21.1%	22.2%	19.3%	20.5%	20.3%	22.2%	8.9%	12.5%	16.7%	4.2%
教育	22.8%	25.8%	25.8%	34.2%	36.0%	39.5%	40.0%	40.2%	35.0%	33.8%	37.8%	4.0%
电影	36.4%	34.7%	32.7%	30.5%	32.6%	31.5%	32.4%	31.4%	22.6%	18.5%	21.9%	3.4%
厨卫家电	39.9%	41.3%	42.0%	42.4%	43.6%	44.6%	45.1%	44.7%	41.0%	42.5%	43.9%	1.4%
家居	33.3%	35.2%	36.0%	36.0%	34.9%	36.7%	37.0%	36.6%	31.4%	34.7%	36.0%	1.3%
白酒	76.8%	76.1%	77.3%	77.8%	77.3%	76.8%	77.3%	77.9%	77.7%	76.9%	77.6%	0.7%
啤酒	37.0%	40.0%	39.9%	38.1%	37.3%	40.8%	40.8%	39.6%	37.0%	41.9%	42.5%	0.7%
医药外包	40.6%	40.2%	40.5%	40.1%	38.9%	39.6%	40.2%	40.3%	36.6%	39.5%	40.2%	0.6%
中药	51.3%	49.8%	47.1%	46.7%	42.8%	42.7%	42.2%	41.1%	40.1%	40.0%	40.4%	0.5%
白电	27.0%	27.5%	27.7%	27.9%	28.3%	28.9%	28.6%	28.1%	24.2%	24.9%	25.3%	0.4%
食品	23.6%	24.2%	24.2%	24.2%	24.9%	23.3%	23.1%	22.6%	21.7%	21.4%	21.7%	0.4%
创新药	67.7%	67.1%	67.2%	67.2%	68.3%	68.9%	69.6%	69.7%	69.2%	69.0%	69.3%	0.3%
化妆品	52.4%	52.1%	51.7%	52.5%	52.5%	51.1%	49.9%	50.1%	48.9%	49.0%	49.4%	0.3%
黑电	15.2%	14.2%	13.8%	14.1%	13.9%	12.3%	11.8%	11.7%	9.9%	10.9%	11.2%	0.3%
药店	39.3%	39.9%	39.5%	39.2%	37.8%	37.9%	37.9%	37.6%	36.3%	36.2%	36.4%	0.3%
医疗器械	60.6%	60.2%	60.2%	60.1%	60.9%	61.3%	61.4%	61.4%	61.8%	63.6%	63.9%	0.3%
小家电	29.8%	30.2%	30.1%	30.8%	30.9%	31.1%	31.4%	32.0%	30.4%	31.9%	31.9%	0.0%
新零售	20.7%	18.5%	18.5%	19.4%	19.6%	18.2%	18.8%	18.5%	19.4%	19.6%	19.5%	-0.1%
调味品	44.8%	45.2%	44.6%	44.8%	44.4%	43.9%	43.5%	44.3%	45.5%	43.7%	43.2%	-0.5%
服装	38.0%	38.1%	38.9%	39.6%	42.5%	43.3%	43.3%	42.3%	40.9%	42.4%	41.9%	-0.5%
化学原料药	38.3%	39.4%	40.8%	42.3%	40.7%	41.2%	41.6%	42.6%	43.0%	42.8%	41.7%	-1.1%
乳制品	37.2%	37.2%	36.5%	36.4%	37.8%	37.0%	36.3%	35.8%	36.2%	36.4%	35.1%	-1.3%
游戏	68.6%	64.6%	64.4%	63.6%	68.7%	69.2%	68.9%	67.4%	72.3%	70.2%	68.4%	-1.7%
免税	39.5%	41.2%	41.4%	41.5%	49.4%	51.0%	51.2%	49.4%	42.5%	42.8%	41.0%	-1.7%

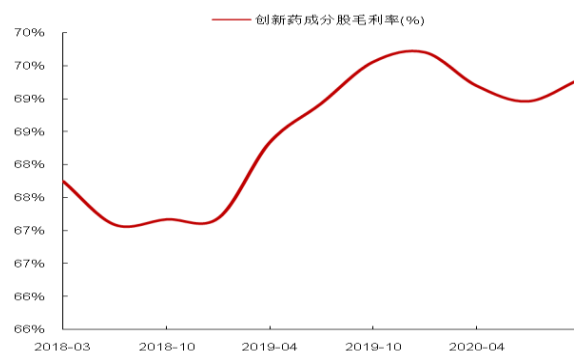
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 17：白酒成分股归母净利累计同比



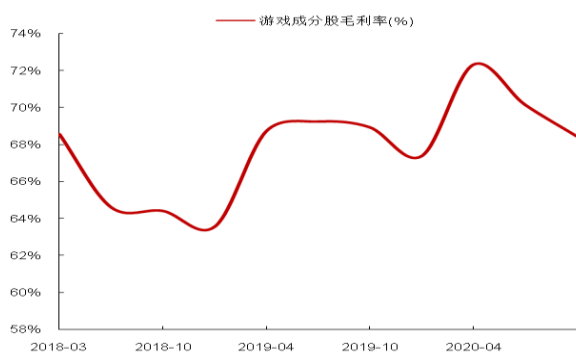
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 18：创新药成分股归母净利累计同比



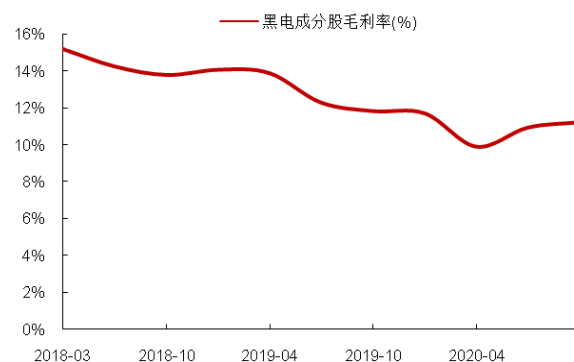
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 19：游戏成分股归母净利累计同比



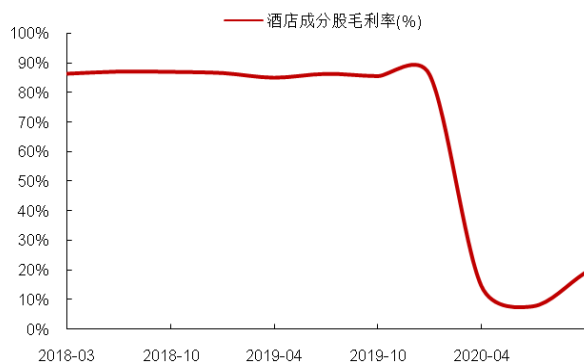
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 20：黑电成分股归母净利累计同比



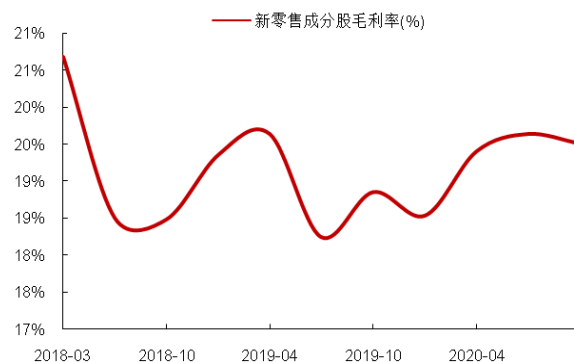
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 21：酒店成分股归母净利累计同比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 22：新零售成分股归母净利累计同比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.5 经营性现金净流量/归母净利润：Q3 乳制品、食品、药店环比提升显著

经营性现金净流量/归母净利润在一定程度上反映企业的利润质量。结合三季报，净现比较高的板块分别为**教育（311.01%）、啤酒（238.28%）、免税（210.18%）**，净现比较低的板块分别为**电影（-88.52%）、服装（53.60%）、白酒（54.08%）**。

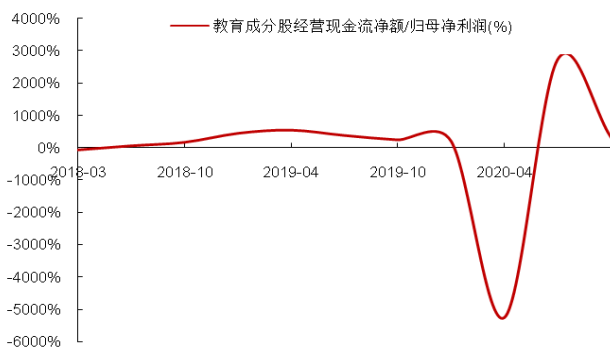
相较二季度，三季度净现比边际上行明显的板块分别为**乳制品（上升 41.88 个百分点）、食品（上升 39.01 个百分点）、药店（上升 38 个百分点）**，而边际下行明显的板块，除了教育的异常值外，分别为**免税（下降 253.11 个百分点）、酒店（下降 186.01 个百分点）、旅游（下降 158.2 个百分点）**。

表 6：各板块 2018 年以来经营性现金净流量/归母净利润变化情况

	2018/03	2018/06	2018/09	2018/12	2019/03	2019/06	2019/09	2019/12	2020/03	2020/06	2020/09	20Q3 较 20Q2
合计	64.9%	68.7%	85.5%	112.8%	61.1%	87.2%	92.7%	125.7%	7.2%	80.4%	96.9%	16.6%
乳制品	77.4%	146.0%	156.1%	179.8%	56.9%	106.7%	133.8%	157.3%	-331.9%	106.3%	148.2%	41.9%
食品	130.3%	110.7%	122.7%	117.2%	37.9%	71.8%	91.2%	89.4%	140.6%	80.9%	119.9%	39.0%
药店	16.8%	73.0%	113.1%	154.0%	111.9%	135.2%	162.5%	198.7%	128.2%	117.5%	155.4%	38.0%
化妆品	69.4%	81.3%	46.9%	87.6%	-4.3%	29.8%	69.6%	118.2%	54.9%	81.9%	111.0%	29.1%
化学原料药	47.3%	96.8%	122.5%	140.8%	42.5%	78.9%	104.9%	105.3%	43.9%	53.8%	81.4%	27.5%
家居	-260.8%	77.2%	75.3%	112.0%	-118.2%	116.8%	108.5%	120.5%	-2454.9%	86.2%	112.4%	26.2%
白酒	51.3%	66.2%	90.3%	111.6%	50.2%	84.6%	87.8%	110.7%	0.3%	28.6%	54.1%	25.5%
服装	52.6%	28.1%	27.2%	71.3%	54.1%	32.0%	30.5%	104.1%	59.3%	28.6%	53.6%	25.0%
白电	135.7%	67.6%	100.5%	133.6%	139.7%	125.5%	141.6%	144.7%	-145.6%	64.7%	87.1%	22.4%
调味品	51.1%	79.3%	97.1%	132.9%	31.2%	57.5%	94.0%	119.5%	22.0%	52.8%	74.3%	21.5%
医药外包	58.2%	65.6%	77.5%	99.6%	70.6%	86.5%	100.8%	129.7%	210.3%	74.8%	94.8%	20.0%
厨卫家电	82.1%	97.1%	80.3%	95.6%	104.4%	102.1%	122.2%	116.8%	-58.7%	72.0%	91.5%	19.4%
中药	54.3%	75.2%	83.3%	100.8%	-0.5%	46.3%	68.3%	102.5%	25.1%	83.6%	92.3%	8.7%
游戏	-5.9%	42.0%	55.6%	137.5%	42.4%	63.6%	80.7%	268.1%	117.0%	79.5%	81.5%	2.0%
小家电	56.1%	52.3%	53.2%	94.5%	55.7%	70.7%	88.5%	128.3%	127.8%	137.5%	136.4%	-1.2%
创新药	67.6%	71.3%	87.3%	102.9%	43.0%	75.0%	87.8%	90.5%	100.7%	111.2%	99.7%	-11.5%
医疗器械	38.8%	65.7%	79.1%	110.5%	37.0%	71.6%	79.3%	102.1%	113.0%	112.9%	99.8%	-13.1%
电影	62.0%	45.7%	43.8%	200.2%	93.7%	118.8%	143.2%	-176.6%	57.6%	-59.0%	-88.5%	-29.5%
黑电	-27.2%	93.7%	143.6%	228.9%	26.0%	129.6%	112.3%	229.9%	493.2%	257.4%	199.2%	-58.2%
啤酒	320.7%	281.1%	265.9%	270.8%	230.7%	239.0%	195.8%	217.1%	277.7%	318.3%	238.3%	-80.0%
新零售	-111.7%	-48.9%	-124.6%	-58.6%	-227.9%	-153.2%	-105.1%	-127.9%	-61.3%	194.0%	81.9%	-112.1%
旅游	-550.5%	167.4%	162.1%	180.3%	83.1%	228.7%	177.4%	194.8%	39.1%	-26.8%	-185.0%	-158.2%
酒店	157.5%	279.0%	245.6%	293.7%	49.1%	154.5%	209.8%	218.2%	337.8%	244.5%	58.5%	-186.0%
免税	184.3%	115.2%	125.7%	88.0%	158.4%	75.5%	85.5%	63.2%	616.4%	463.3%	210.2%	-253.1%
教育	-74.7%	53.7%	161.5%	440.8%	537.7%	375.7%	238.0%	188.8%	-5257.1%	2711.8%	311.0%	-2400.8%

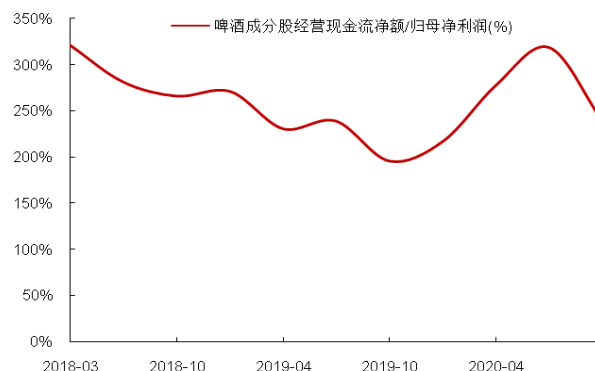
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 23：教育成分股经营现金流净额/归母净利润



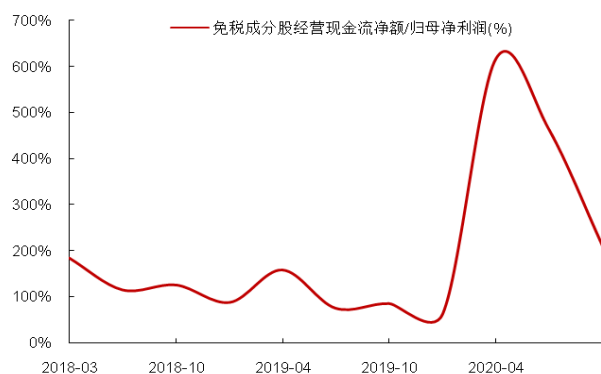
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 24：啤酒成分股经营现金流净额/归母净利润



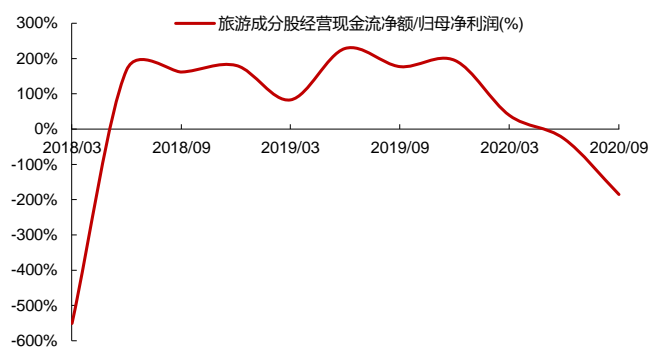
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 25：免税成分股经营现金流净额/归母净利润



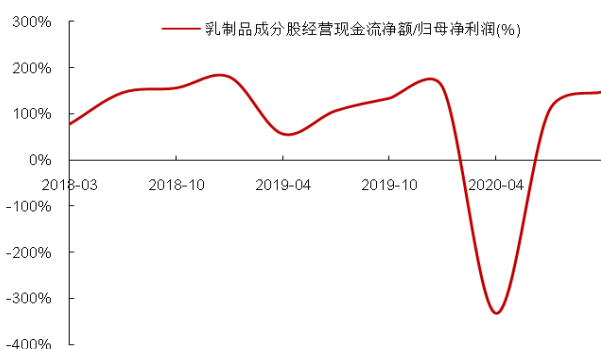
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 26：旅游成分股经营现金流净额/归母净利润



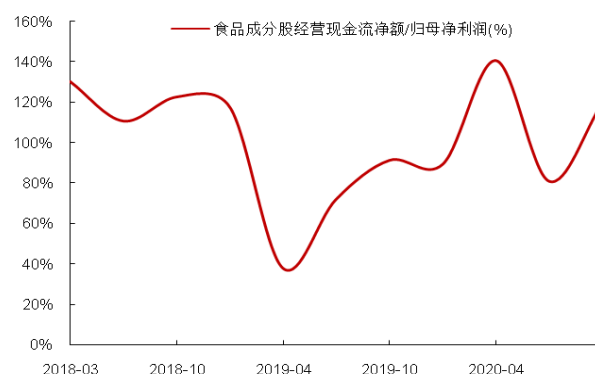
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 27：乳制品成分股经营现金流净额/归母净利润



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 28：食品成分股经营现金流净额/归母净利润



资料来源：Wind，浙商证券研究所

4. 25 大消费细分赛道未来景气预期如何？

在分析景气预期时，我们重点结合 Wind 一致盈利预测。从披露比率来看，除了厨卫家电、黑电、酒店等部分行业披露比率在 50%-60%外，大部分在 90%以上。

根据截至 10 月 31 日的 Wind 一致盈利预测：

2020 年盈利增速居前的板块有**游戏、医疗器械、医疗外包、化学原料药、药店**；

2021 年盈利增速居前的板块有**酒店、电影、旅游、免税、教育**；

2021 年较 2020 年，盈利预测增速提升显著的行业有，**酒店、电影、旅游、免税、新零售**；回落幅度较大的行业有，**游戏、医疗器械、医药外包**等。

表 7：结合 Wind 一致盈利预测各细分赛道 20E/21E 的盈利预测披露情况

细分领域	公司数	公司名称	披露率
服装	15	海澜之家、森马服饰、太平鸟、红豆股份、搜于特、九牧王、美邦服饰、探路者、安正时尚、朗姿股份、七匹狼、雅戈尔、地素时尚、比音勒芬、歌力思	93%
小家电	10	苏泊尔、新宝股份、九阳股份、石头科技、飞科电器、小熊电器、莱克电气、奥佳华、科沃斯、北鼎股份	100%
化妆品	10	华熙生物、珀莱雅、丸美股份、上海家化、青松股份、御家汇、名臣健康、朗姿股份、拉芳家化、青岛金王	90%
新零售	10	苏宁易购、永辉超市、安克创新、南极电商、壹网壹创、吉宏股份、星期六、值得买、焦点科技、跨境通	100%
教育	12	中公教育、豆神教育、佳发教育、昂立教育、凯文教育、紫光学大、视源股份、美吉姆、东方时尚、科斯伍德、开元股份、中国高科	92%
白酒	14	贵州茅台、五粮液、泸州老窖、洋河股份、山西汾酒、古井贡酒、今世缘、顺鑫农业、水井坊、口子窖、酒鬼酒、迎驾贡酒、老白干酒、金徽酒	100%
食品	22	双汇发展、绝味食品、安井食品、桃李面包、洽洽食品、良品铺子、三全食品、三只松鼠、盐津铺子、上海梅林、甘源食品、有友食品、好想你、涪陵榨菜、克明面业、元祖股份、煌上煌、龙大肉食、金字火腿、华统股份、西麦食品、来伊份	100%
家居	14	欧派家居、顾家家居、索菲亚、江山欧派、尚品宅配、大亚圣象、梦百合、美克家居、浙江永强、威华股份、志邦家居、恒林股份、松霖科技、好太太	100%
电影	15	完美世界、光线传媒、万达电影、中国电影、华谊兄弟、华策影视、捷成股份、横店影视、奥飞娱乐、电广传媒、上海电影、金逸影视、幸福蓝海、美盛文化、文投控股	73%
啤酒	6	青岛啤酒、珠江啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒、惠泉啤酒、兰州黄河	83%
厨卫家电	6	老板电器、浙江美大、华帝股份、万和电气、日出东方、开能健康	50%
黑电	7	TCL 科技、海信视像、深康佳 A、四川长虹、创维数字、兆驰股份、四川九洲	57%
免税	1	中国中免	100%
白电	8	美的集团、格力电器、海尔智家、三花智控、海信家电、惠而浦、澳柯玛、长虹美菱	88%
游戏	13	三七互娱、世纪华通、完美世界、吉比特、巨人网络、昆仑万维、掌趣科技、游族网络、浙数文化、金科文化、恺英网络、电魂网络、凯撒文化	92%
旅游	10	凯撒旅业、中青旅、众信旅游、新华联、岭南控股、云南旅游、丽江股份、峨眉山 A、九华旅游、西安旅游	70%
酒店	5	锦江股份、首旅酒店、黄山旅游、华天酒店、金陵饭店	60%
调味品	9	海天味业、中炬高新、天味食品、华宝股份、千禾味业、恒顺醋业、日辰股份、莲花健康、安记食品	78%
乳制品	9	伊利股份、光明乳业、新乳业、妙可蓝多、贝因美、三元股份、天润乳业、皇氏集团、燕塘乳业	89%

医疗器械	13	迈瑞医疗、安图生物、乐普医疗、健帆生物、金域医学、欧普康视、大博医疗、鱼跃医疗、达安基因、南微医学、万孚生物、迈克生物、理邦仪器	100%
化学原料药	7	富祥药业、华海药业、健友股份、海普瑞、普洛药业、九洲药业、华北制药	100%
医药外包	7	药明康德、泰格医药、凯莱英、康龙化成、昭衍新药、博济医药、量子生物	86%
创新药	7	恒瑞医药、复星医药、泽璟制药-U、君实生物-U、贝达药业、丽珠集团、亿帆医药	100%
中药	14	同仁堂、云南白药、东阿阿胶、片仔癀、步长制药、济川药业、红日药业、康恩贝、中新药业、白云山、以岭药业、华润三九、天士力、西藏药业	86%
药店	4	一心堂、益丰药房、大参林、老百姓	100%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

4.1 2020E 盈利预测：游戏、医疗器械、医疗外包、化学原料药、药店等增速居前

根据截至 10 月 31 日的 Wind 一致盈利预测，2020 年盈利增速居前的板块有**游戏**（174.9%）、**医疗器械**（66.9%）、**医疗外包**（58.4%）、**化学原料药**（36.2%）、**药店**（33.8%），而盈利增速靠后的板块有**电影**（-115.9%）、**酒店**（-87%）、**新零售**（-26.0%）、**服装**（-14.9%）、**白电**（-7.2%）。

从盈利预测的动态变动来看，**医疗器械**、**医药外包**、**化学原料药**、**药店**、**食品**、**小家电**、**啤酒**、**乳制品**等多次被上调。

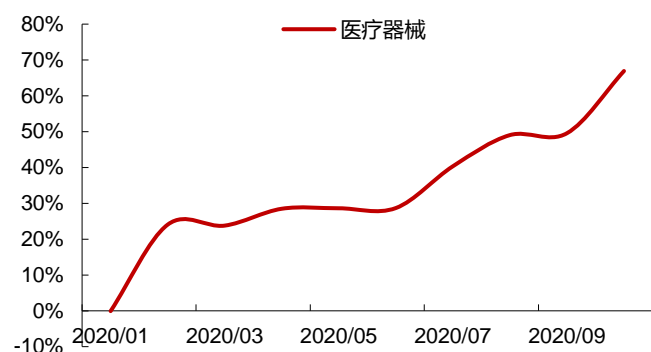
表 8：2020E 盈利同比的 Wind 各个月份一致盈利预测

	2020-01-31	2020-02-29	2020-03-31	2020-04-30	2020-05-31	2020-06-30	2020-07-31	2020-08-31	2020-09-30	2020-10-31
合计	14.8%	20.9%	17.6%	16.6%	14.3%	14.8%	14.6%	15.1%	14.9%	14.7%
游戏	157.4%	248.0%	128.5%	135.5%	135.6%	131.9%	135.1%	149.3%	143.1%	174.9%
医疗器械	-0.1%	24.0%	23.8%	28.5%	28.6%	28.7%	40.3%	49.0%	49.6%	66.9%
医药外包	5.0%	21.9%	33.1%	36.6%	36.4%	36.6%	39.6%	46.1%	47.6%	58.4%
化学原料药	3.1%	8.8%	13.3%	23.8%	29.6%	29.7%	31.1%	33.3%	35.3%	36.2%
药店	2.3%	7.3%	7.3%	28.0%	28.3%	28.2%	28.2%	29.9%	30.2%	33.8%
食品	1.3%	8.4%	13.1%	19.3%	20.4%	21.4%	22.5%	26.2%	27.9%	30.7%
创新药	-1.1%	6.4%	26.4%	26.0%	26.7%	27.2%	29.3%	29.3%	29.5%	26.7%
黑电	16.5%	23.9%	27.0%	26.0%	27.5%	25.7%	23.3%	28.0%	25.9%	26.4%
小家电	1.7%	19.2%	18.2%	13.0%	12.5%	12.6%	14.7%	19.5%	19.6%	26.3%
调味品	-0.1%	2.5%	15.2%	15.6%	15.8%	15.7%	16.0%	17.2%	17.2%	17.7%
教育	37.9%	69.1%	72.1%	47.2%	48.2%	47.7%	46.2%	38.7%	36.8%	15.2%
化妆品	20.2%	24.7%	22.9%	23.9%	21.7%	21.6%	22.4%	19.2%	14.7%	12.8%
白酒	3.2%	4.2%	3.1%	14.1%	13.9%	13.7%	13.4%	13.2%	13.1%	12.7%
免税	12.4%	10.8%	2.6%	-36.4%	-39.9%	-33.9%	-25.1%	-10.7%	-3.1%	11.2%
啤酒	-3.8%	-2.6%	4.3%	-0.8%	-2.2%	-1.8%	-0.9%	5.1%	6.4%	11.1%
家居	4.5%	8.3%	8.9%	17.2%	14.7%	13.8%	12.9%	10.8%	10.7%	8.7%
中药	22.9%	21.5%	26.8%	26.8%	15.0%	13.3%	13.0%	11.9%	10.8%	8.6%
乳制品	4.8%	7.8%	7.5%	0.5%	-2.9%	-2.4%	-1.9%	2.0%	2.2%	4.3%
厨卫家电	1.0%	13.2%	12.2%	6.9%	5.8%	5.3%	4.6%	3.8%	3.8%	1.5%

白电	6.0%	6.4%	6.2%	3.7%	-0.9%	-2.0%	-4.2%	-5.7%	-6.4%	-7.2%
服装	15.8%	25.3%	23.2%	5.5%	-6.1%	-6.9%	-8.2%	-10.8%	-12.5%	-14.9%
新零售	63.2%	66.2%	-23.5%	-48.2%	-33.5%	-33.9%	-33.5%	-28.1%	-27.9%	-25.9%
酒店	3.0%	1.4%	-11.2%	-54.5%	-56.8%	-56.8%	-60.2%	-73.8%	-73.8%	-87.1%
电影	-206.7%	-283.1%	-280.0%	-228.2%	-223.8%	-218.4%	-211.4%	-144.0%	-138.9%	-115.4%
旅游	32.8%	21.1%	16.2%	-38.2%	-50.5%	-50.5%	-57.0%	-86.4%	-92.3%	-136.4%

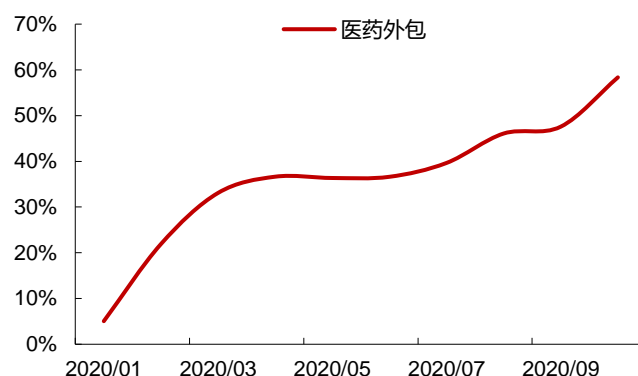
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 29: 医疗器械成分股 2020E 盈利同比



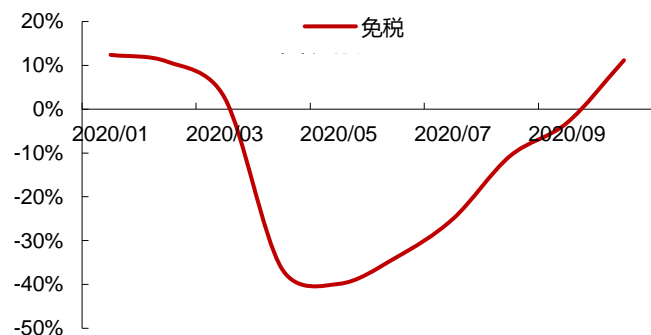
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 30: 医药外包成分股 2020E 盈利同比



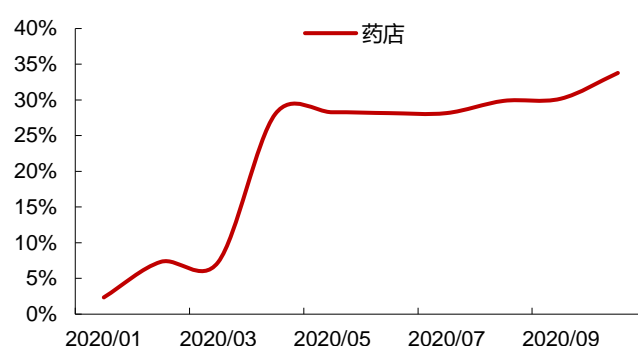
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 31: 免税成分股 2020E 盈利同比



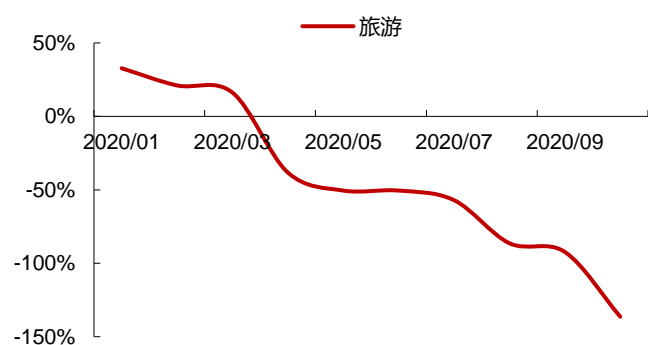
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 32: 药店成分股 2020E 盈利同比增速



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 33: 旅游成分股 2020E 盈利同比



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

4.2 2021E 盈利预测：酒店、电影、旅游、免税、教育等增速居前

根据截至 10 月 31 日的 Wind 一致盈利预测，2021 年盈利增速居前的板块有酒店（791.8%）、电影（608.7%）、旅游（373.9%）、免税（85.6%）、教育（43.5%），而盈利增速靠后的板块有游戏（4.4%）、医疗器械（10.4%）、厨卫家电（15.5%）、调味品（18.4%）、白电（19.3%）。

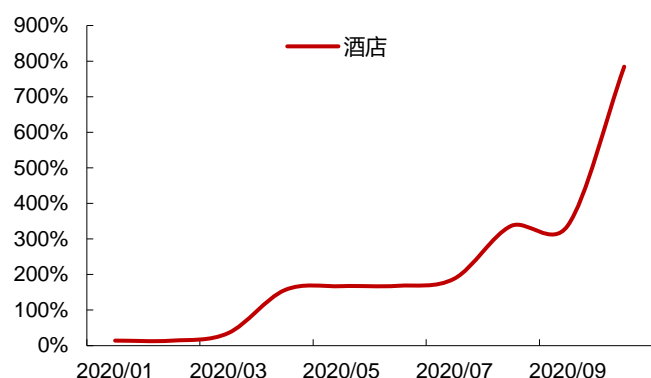
从盈利预测的动态变动来看，酒店、电影、旅游、黑电、服装、家居、中药、白电等多次被上调。

表 9：2021E 盈利同比的 Wind 各个月份一致盈利预测

	2020-01-31	2020-02-29	2020-03-31	2020-04-30	2020-05-31	2020-06-30	2020-07-31	2020-08-31	2020-09-30	2020-10-31
合计	15.4%	14.0%	18.4%	22.2%	22.8%	23.3%	23.9%	24.7%	25.4%	25.9%
酒店	14.3%	14.1%	35.4%	156.3%	167.2%	168.3%	188.7%	333.5%	334.2%	791.8%
电影	84.8%	17.2%	17.4%	61.8%	67.7%	74.7%	85.2%	155.5%	189.7%	608.7%
旅游	14.0%	18.2%	21.5%	133.0%	185.3%	185.3%	213.4%	800.7%	1451.5%	373.9%
免税	21.3%	23.1%	30.0%	94.8%	106.3%	103.5%	101.6%	95.7%	91.6%	85.6%
教育	35.4%	28.4%	31.0%	42.9%	42.9%	43.9%	44.1%	48.5%	49.4%	43.5%
黑电	22.0%	24.3%	28.6%	29.2%	28.6%	29.8%	32.5%	34.9%	38.4%	41.2%
新零售	-47.0%	-46.0%	38.2%	38.4%	41.8%	42.3%	45.9%	42.5%	42.5%	38.7%
化学原料药	23.2%	27.1%	27.1%	30.1%	29.3%	29.4%	30.2%	31.2%	30.9%	32.8%
创新药	27.7%	21.5%	24.2%	24.3%	24.4%	27.2%	27.1%	26.6%	26.6%	32.6%
化妆品	16.5%	23.1%	22.6%	23.0%	25.5%	25.8%	26.6%	28.3%	29.6%	29.5%
服装	17.0%	19.5%	19.6%	22.2%	17.3%	17.4%	18.3%	21.6%	22.8%	26.3%
家居	19.5%	19.0%	18.7%	19.2%	19.8%	20.2%	20.7%	22.5%	22.7%	26.2%
医药外包	30.6%	29.7%	32.9%	32.3%	32.8%	32.5%	31.7%	29.2%	29.0%	26.1%
药店	25.3%	25.3%	25.0%	25.1%	25.2%	25.2%	25.2%	25.5%	25.5%	25.6%
乳制品	12.4%	11.4%	11.3%	28.1%	29.3%	29.2%	28.5%	26.2%	25.7%	23.1%
啤酒	13.2%	12.9%	12.4%	20.9%	22.4%	22.3%	22.4%	21.5%	22.4%	21.4%
食品	14.7%	15.6%	16.9%	18.6%	20.6%	20.2%	20.2%	21.1%	21.8%	21.4%
小家电	16.1%	17.1%	18.0%	18.3%	18.7%	18.7%	19.4%	20.0%	19.9%	20.4%
白酒	19.2%	18.8%	18.7%	19.8%	19.8%	19.9%	19.9%	20.1%	20.1%	20.2%
中药	13.4%	13.9%	14.9%	14.6%	14.8%	16.2%	16.2%	18.4%	18.0%	20.2%
白电	11.9%	11.4%	10.4%	14.4%	15.4%	15.7%	17.1%	18.0%	18.7%	19.3%
调味品	18.2%	18.3%	17.8%	17.6%	17.8%	17.8%	17.8%	18.1%	18.3%	18.4%
厨卫家电	14.2%	13.8%	13.4%	13.1%	13.3%	13.4%	13.6%	15.3%	15.3%	15.5%
医疗器械	26.3%	25.8%	25.7%	24.6%	24.7%	24.7%	20.4%	17.2%	17.0%	10.4%
游戏	25.3%	15.6%	15.8%	16.1%	16.2%	18.1%	17.7%	10.6%	13.3%	4.4%

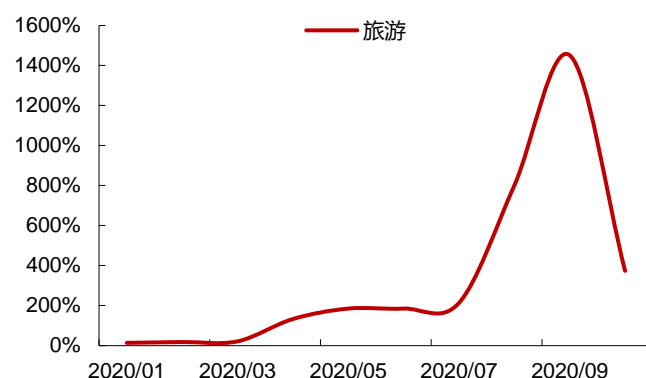
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 34：酒店成分股 2021E 盈利同比



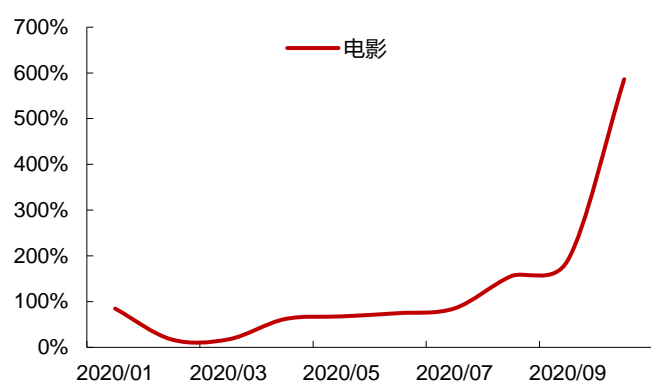
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 35：旅游成分股 2021E 盈利同比



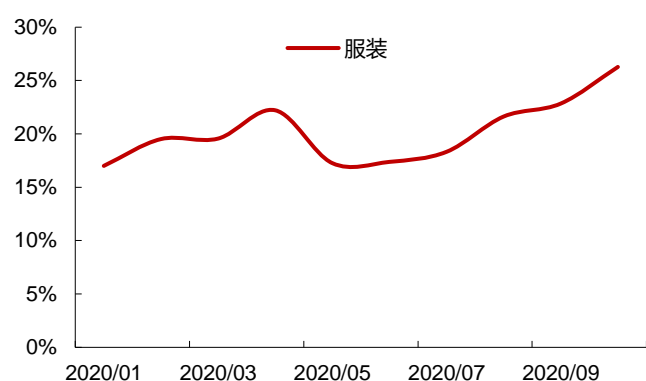
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 36：电影成分股 2021E 盈利同比



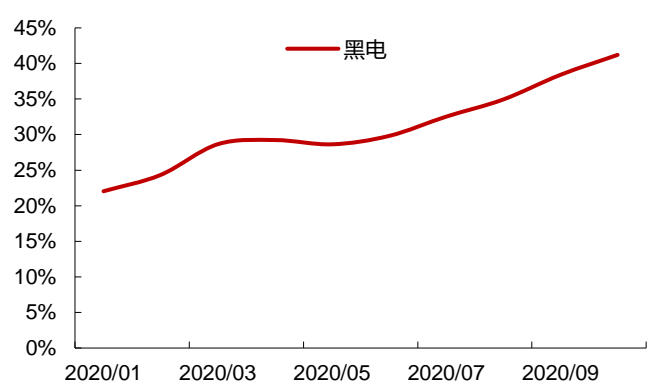
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 37：服装成分股 2021E 盈利同比



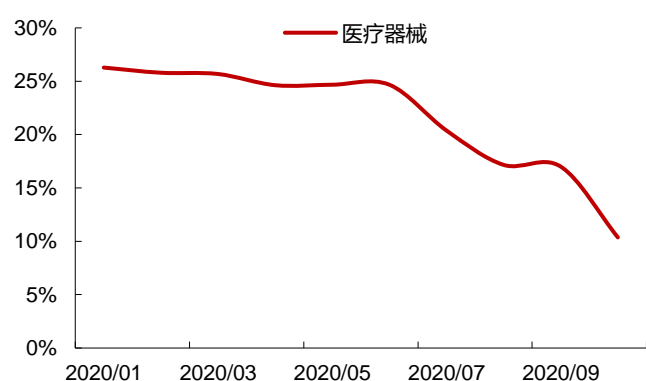
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 38：黑电成分股 2021E 盈利同比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 39：医疗器械成分股 2021E 盈利同比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

4.3 2021 年较 2020 年盈利预测增速变动

以截至 10 月底的 Wind 一致盈利预测数据为统计口径，就 2021 年较 2020 年盈利预测增速提升显著的行业有，酒店（878.9 个百分点）、电影（724.1 个百分点）、旅游（510.3 个百分点）、免税（74.4 个百分点）、新零售（64.7 个百分点）。

与此同时，2021 年较 2020 年环比回落，幅度居前的行业有游戏（下降 170.5 个百分点）、医疗器械（下降 56.5 个百分点）、医药外包（下降 32.2 个百分点）等。

表 10：2021 年较 2020 年变动情况

	2020 年盈利预测	2021 年盈利预测	2021 较 2020 变动
酒店	-87.1%	791.8%	878.9%
电影	-115.4%	608.7%	724.1%
旅游	-136.4%	373.9%	510.3%
免税	11.2%	85.6%	74.4%
新零售	-25.9%	38.7%	64.7%
服装	-14.9%	26.3%	41.1%
教育	15.2%	43.5%	28.3%
白电	-7.2%	19.3%	26.5%
乳制品	4.3%	23.1%	18.8%
家居	8.7%	26.2%	17.5%
化妆品	12.8%	29.5%	16.7%
黑电	26.4%	41.2%	14.8%
厨卫家电	1.5%	15.5%	14.0%
中药	8.6%	20.2%	11.6%
啤酒	11.1%	21.4%	10.3%
白酒	12.7%	20.2%	7.5%
创新药	26.7%	32.6%	5.9%
调味品	17.7%	18.4%	0.7%
化学原料药	36.2%	32.8%	-3.4%
小家电	26.3%	20.4%	-6.0%
药店	33.8%	25.6%	-8.2%
食品	30.7%	21.4%	-9.3%
医药外包	58.4%	26.1%	-32.2%
医疗器械	66.9%	10.4%	-56.5%
游戏	174.9%	4.4%	-170.5%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

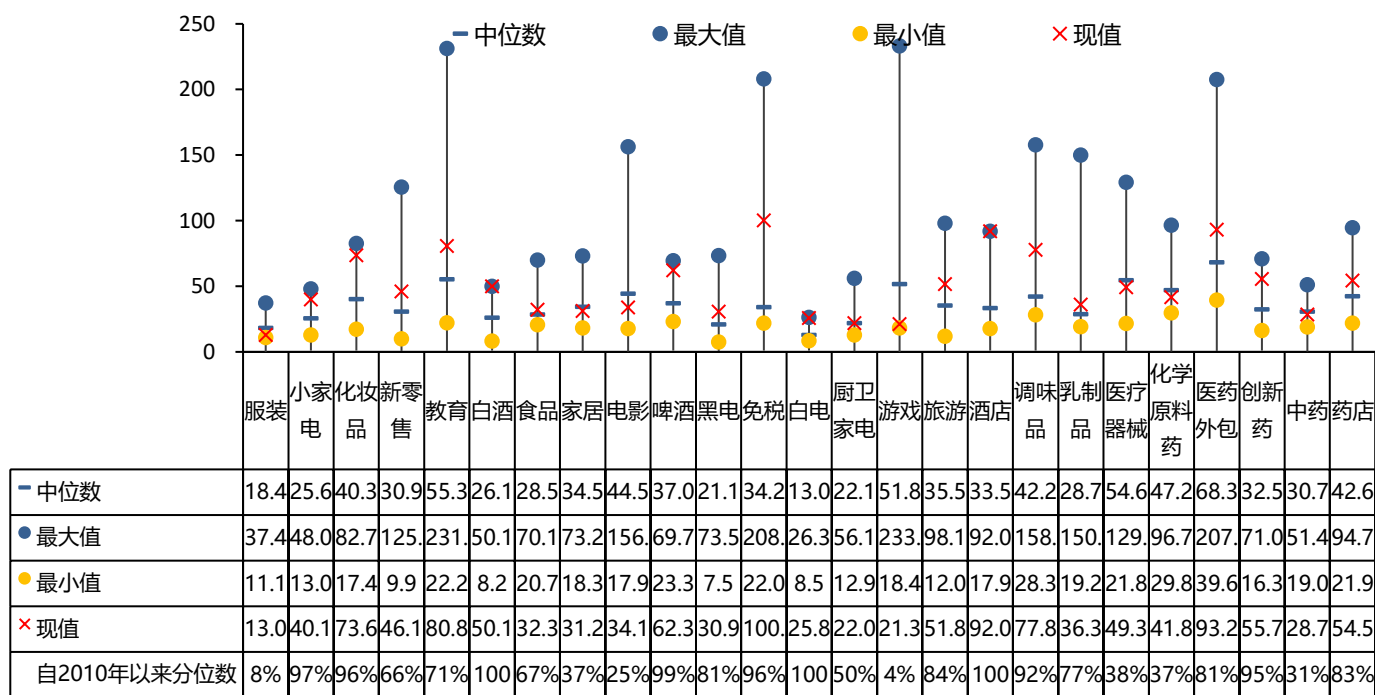
5. 估值水平：可选类综合占优

5.1 最新静态估值

截至 11 月 11 日，若以整体法统计各板 PE_TTM 水平，从 2010 年以来历史分位数的角度看，**游戏、服装、电影、中药、家居、厨卫家电、化学原料药**等所处历史分位数较低，均在 50% 以下；**白酒、白电、创新药、免税、啤酒、小家电、化妆品、酒店**等较高，均在 97% 及以上。

从估值绝对水平来看，**游戏、服装、白电、电影、厨卫家电、中药**等估值较低，而**医药外包、酒店、教育、免税、化妆品**等较高。

图 40：2010 年以来大消费细分板块 PE (TTM) 蜡烛图（截至 2020/11/11）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

5.2 最新动态估值

就动态估值来看，在统计口径上，选取 10 月 31 日的盈利预测和总市值数据。

就 2020 年动态 PE 来看，服装、游戏、厨卫家电等估值在 10-20 区间，白电、黑电、中药、家居在 20-30 区间，电影、食品、小家电、乳制品、化学原料药在 30-40 区间。

就 2021 年动态 PE 来看，服装、黑电、厨卫家电、游戏、白电在 10-20 区间，电影、家居、中药、酒店、新零售、食品、乳制品、旅游在 20-30 之间，化学原料药、小家电、白酒在 30-40 之间。

从环比变化的角度，酒店、旅游、免税、教育、医药外包、化妆品、新零售、药店、调味品、啤酒、创新药等明年有望明显消化估值。

表 11：基于未来盈利预测的估值水平

	2020E	2021E	2022E	2021E-2020E
酒店	80.7	24.7	20.8	-55.9
旅游	82.3	26.6	18.9	-55.8
免税	77.0	41.3	31.7	-35.7
教育	73.6	52.7	41.1	-20.9
医药外包	89.7	70.5	54.9	-19.1
化妆品	61.5	47.3	37.5	-14.1
新零售	41.5	28.9	21.4	-12.7
药店	54.1	43.0	34.3	-11.2
调味品	71.8	60.6	51.2	-11.1
啤酒	58.5	47.8	41.0	-10.8
创新药	53.6	43.7	36.7	-9.9
化学原料药	39.9	30.1	23.7	-9.8
电影	32.6	23.0	19.3	-9.6
白酒	44.7	37.2	31.7	-7.5
乳制品	37.2	29.9	25.5	-7.3
黑电	21.7	15.4	12.5	-6.3
食品	35.7	29.4	25.2	-6.2
小家电	36.5	30.3	26.0	-6.2
家居	29.4	23.3	19.7	-6.0
中药	29.0	24.1	20.9	-4.9
医疗器械	51.2	46.3	37.4	-4.9
白电	21.0	17.7	15.6	-3.4
服装	15.6	12.6	11.1	-3.1
厨卫家电	19.1	16.6	14.7	-2.6
游戏	18.0	16.9	14.4	-1.1

资料来源：Wind，浙商证券研究所

6. 风险提示

1、**实体经济修复低于预期。**如果实体经济修复低于预期，或影响消费板块后续盈利情况。

2、**流动性收紧超预期。**如果流动性收紧超预期，或进一步影响科技板块估值水平。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业股价相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业股价相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业股价相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业股价相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200120

电话：(8621) 80106041

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>