

“拔估值”行情受阻 基金经理青睐新消费

□本报记者 李惠敏 林荣华

9月以来，多只消费龙头股在股价创下历史新高之后迎来放量大跌。9月2日，贵州茅台股价创下1828元的历史新高，但截至9月18日，已较历史高点跌去7.28%；9月3日，海天味业股价盘中创下203元的历史新高，但几次放量下跌后，截至9月18日，较历史高点跌去22.06%。

在这一过程中，有机构对消费龙头股启用现金流贴现模型计算：当利率无限低时，具备一定增长速度的消费企业估值可以无限高。但有基金经理指出，低利率或负利率的确是对经典估值理论的颠覆，但真正的股权投资要求的收益率并不会跟着无风险利率一直向下走。从隐含收益率来看，消费行业中依然存在预期收益率具备吸引力的公司。

此外，在伴随着消费升级的新营销时代，除了优质的传统赛道，基金经理更关注新消费领域的崛起，尤其是在美妆、跨境电商等领域，有望成长出大牛股。

“估值拔高”贡献大

Wind数据显示，截至9月18日，食品饮料板块今年以来涨幅达53.80%，位列申万一级行业涨幅榜第二；2019年以来的涨幅达172.65%，位列行业涨幅榜首位，涨幅超过位居第二位的休闲服务板块近50个百分点。大涨之下，消费股龙头已经成为A股的巨无霸。按最新交易日的收盘价和总股本计算，贵州茅台已是总市值最大的A股股票，在剔除非银金融和银行股后，贵州茅台、五粮液和海天味业市值位列A股前列。

不过，以食品饮料为代表的消费板块近期大涨主要是“估值拔高”贡献。Wind数据显示，截至9月18日，申万一级行业食品饮料板块整体市盈率从今年初的33.20倍上涨至当前的48.38倍，增长幅度达45.72%。拉长维度来看，食品饮料板块当前市盈率与2019年初的23.35倍相比，增幅高达107.19%。

从个股来看，贵州茅台今年以来股价涨幅44.95%，截至9月18日，最新收盘价为1695元，市盈率也从2019年初的23.29倍一路上涨，2020年初市盈率为36.31倍，当前已达48.55倍。海天味业亦是如此，今年以来股价涨幅达78.12%，最新收盘价为158.22元，市盈率则从年初的57倍上涨至当前的87倍，而2019年同期，海天味业市盈率仅在45倍左右。

对于消费股估值持续走高，尤其是消费龙头股估值溢价明显的情况，泓德泓益混合基金经理苏昌景表示，一方面，因为基本面支撑，消费板块较符合经济景气度的方向，相对其它板块而言，其长期增长具备更强的确定性；另一方面，市场利率下降对于未来增长确定性很高的板块永续估值部分有显著的提升效应。

建信基金权益投资部资深基金经理兼研究部副总经理吴尚伟也表示，近年来，二级市场给“确定性”的溢价非常明显。投资者对消费的认识不仅仅局限在自上而下的风格选择上，而是更加深入到中观产业的行业前景、竞争格局等和微观公司的具体经营策略、商业模式等因素上，对好的生意、好的赛道、好的管理模式不同维度的优势都体现在定价方面。市场走出了“基本面景气投资”和“产业投资”的特点，这是行业估值被拔高的一个重要原因。

在消费股估值再上一层楼时，有机构启用现金流贴现模型计算：当利率无限低时，具备一定增长速度的消费企业估值可以无限高。国信证券燕翔指出，全球永续低利率叠加消费龙头股优势持续增强的两个预期，堪称消费股估值无限提高的“永动机逻辑”。主要原因在于，任何财务估值模型本质都是对企业未来现金流的贴现求和（即将未来现金流总和除以贴现率得出企业的价值）。如果假定消费龙头股永续稳定增长，尽管增速不高，仅有10%到15%，但在



新华社图片

永续低利率的预期假设下，意味着分子端增速要高于分母端增速。从财务估值模型上说，这种情况对应的是理论上不收敛的无限估值。

高位“抱团”松动

“低利率或负利率的确是对经典估值理论的颠覆，理论上讲，在多数现金流贴现模型中，增长率和资金成本是永续价值的主要贡献者，但真正的股权投资是一个风险投资，它所要求的收益率并不会跟着无风险利率一直向下走，大家对于收益的预期仍然是建立在整个社会的投资回报率之上，因为通胀和经济增速明显，科技的进步和经济的发展，所带来的社会回报率并不会无限走低，所以不认为股权投资的回报率会跟着无风险利率波动。”苏昌景表示。

苏昌景进一步指出，从隐含预期收益率来看，消费板块和其它板块一样，都遵循同样的投资逻辑，那些长期具备很高增长速度的公司所具备的隐含收益率具有很好的确定性，而一般的公司吸引力反而会下降。市场看重的是和企业未来能够创造的价值相关，而不是完全取决于当下的估值高低。

吴尚伟也表示，从现金流贴现模型的角度看，即使无风险收益率降低到零，权益资产也需要一定的额外风险补偿，因此消费股的估值提升会有上限。虽然前期消费股的估值不断提升，但在目前的宏观背景下进行股票市场的横向比较，消费行业中依然存在预期收益率具备吸引力的公司，值得挖掘。

值得注意的是，不少消费白马股的股价创下新高后，近期频频遭遇回调。“尽管短期内利率环境出现变化，但这并不会是一个长期的走势，从中长期来看，利率仍将维持在较低的水平。所以，我并不认为利率会对股票市场或者消费股造成持续的不利影响。”苏昌景表示，对于消费板块后期的走势持较乐观的看法，中国兼具规模、密度与网络的大一统市场，消费品本身增长潜力巨大，差异化产品以及分散客户，优秀的公司都具备较好的定价权。

相聚资本强调，若基本面不出现大的变化，优质消费龙头股的下跌空间有限，只是未来的预期回报也会随之降低。目前小部分高估值公司的短暂调整不会影响消费板块整体走势，建议积极布局需求复苏、业绩改善的优质消费龙头股，同时择机布局风险释放的长赛道品种。

某私募人士表示，当公司基本面没有问题时，涨跌的主要因素就是估值和流动性。当前流动性方面的问题不大，短期不会大幅收紧，所以主要问题就是估值实在太高，愿意为这样的高估值买单的投资者越来越少，所以到一定极限时，容易出现波动，产生暴跌现象。

一位基金经理认为，成长股强势的背后两股力量是业绩相对高速增长和场内流动性溢

部分板块市盈率情况一览

板块	今年以来涨跌幅（%）	2019年初市盈率（TTM,整体法）	2020年初市盈率（TTM,整体法）	9月18日市盈率（TTM,整体法）
SW食品饮料	53.80	23.35	33.20	48.38
SW医药生物	45.69	25.92	41.50	69.03
SW汽车	30.33	14.04	29.15	45.71
SW农林牧渔	29.71	41.71	37.84	20.55
SW家用电器	15.40	12.01	20.47	27.92
SW纺织服装	4.65	18.90	45.67	84.78

部分消费股市盈率情况一览

证券简称	今年以来涨跌幅（%）	2019年初市盈率（TTM,整体法）	2020年初市盈率（TTM,整体法）	9月18日市盈率（TTM,整体法）
千禾味业	143.83	23.50	48.82	91.69
海天味业	78.12	45.05	57.28	87.56
五粮液	74.88	16.18	31.42	46.97
贵州茅台	44.95	23.29	36.31	48.55
酒鬼酒	139.47	23.52	47.42	84.60
山西汾酒	123.28	21.64	41.17	73.67
中炬高新	69.81	40.16	46.98	65.60
涪陵榨菜	69.58	26.92	32.14	50.95
古井贡酒	67.45	16.91	31.38	60.67
泸州老窖	66.08	17.98	28.03	40.75

数据来源/Wind 截至9月18日

价，溢价和宏观流动性充裕以及场内赚钱效应相关。当前的下跌主要原因是场内流动性溢价因子的变弱——宏观流动性在边际收紧的同时，场内赚钱效应又因为创业板的虹吸效应迅速减弱，后市还需关注业绩表现；而流动性溢价中，货币政策在回归中性，场内情绪出现波动，从概率上说，泛科技的情绪性溢价概率和空间都更大。

掘金新赛道

中银证券数据显示，自2000年以来，食品饮料行业指数累计涨幅为3186%，是全市场唯一一个历史涨幅超过10倍的行业。未来，消费行业能否继续出现大牛股？基金经理普遍认为，随着互联网销售渠道拓展，眼下新一代消费品牌正在加速崛起，美妆、跨境电商、MCN、宠物等投资标的正被机构重点关注。

“未来的投资，除了长期跟踪的标的之外，会重点关注最近两三年新上市的公司。特别是那些估值相对合理，在细分领域中比较有竞争力，利润和市值大概率会增长一倍左右的消费板块公司。”某基金经理表示，当前组合中主要配置的产业为化工、地产、金融、医药、消费和TMT。其中，医药消费由于前期估值涨幅较

大，市场争议也比较大，所以这部分主要配置在估值具有明显优势的港股中。“在这样的市场环境中，会有很多公司业务稳定但投资关注度极低，大家所讨论的估值陷阱问题或发生在这类公司，也是我们需要规避的风险因素。”他说。

吴尚伟表示，除了优质的传统赛道，更关注新消费的崛起，包括新内容、新渠道、新模式。苏昌景认为，新消费企业的核心竞争力还是在于企业对消费者价值的理解，产品品质、渠道优化方面的持续进化能力。

不过，投资新消费企业也存在一定风险点。苏昌景指出，在线上红利期逐渐消退的背景下，企业需要具备超强的数据和供应链管理能力和，加深对新零售本质的理解来持续提升消费者的整体体验。

“新消费的空间大、爆发力也强，但投资难度也更大。首先看到的是‘两个定位’的难度，一是需求属性的定位，这其中包括需求的广度、黏性等，是不能长期增长；二是竞争优势的定位，尤其是行业龙头的优势能不能持续扩大，从而驱动份额的持续扩张和盈利能力的稳定等。其次在新消费的投资中，对于消费潮流变化、替代品风险、管理层变动的风险都需要特别警惕。”吴尚伟强调。