

雪球访谈

谈消费品行业投资

2020年02月27日

雪球

聪明的投资者都在这里

免责声明

本报告由系统自动生成。所有信息和内容均来源于雪球用户的讨论，雪球不对信息和内容的准确性、完整性作保证，也不保证相关雪球用户拥有所发表内容的版权。报告采纳的雪球用户可能在本报告发出后对本报告所引用之内容做出变更。

雪球提倡但不强制用户披露其交易活动。报告中引用的相关雪球用户可能持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能与这些公司或相关利益方发生关系，雪球对此并不承担核实义务。

本报告的观点、结论和建议不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的任何操作建议。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，根据本报告做出的任何决策与雪球和相关雪球用户无关。

股市有风险，入市需谨慎。

版权声明

除非另有声明，本报告采用知识共享“署名 3.0 未本地化版本”许可协议进行许可（访问 <http://creativecommons.org/licenses/by/3.0/deed.zh> 查看该许可协议）。



访谈嘉宾



非完全进化体 V 雪球2018年度十大新锐用户
雪球私募（牛顿定律）基金经理 王冠

访谈简介

春节黄金周本就是消费旺季，疫情发生之后，国民减少出行，对酒店、餐饮、电影娱乐、旅游、交通运输等消费领域造成了不同程度的影响！虽然疫情会引起市场阶段性情绪紧张和剧烈调整，但不会改变经济及市场中长期趋势，“黑天鹅”事件只是一朵浪花。受疫情影响的优质消费股票出现下跌，却很有可能是中长期布局的好时机。

疫情下的消费复苏何时到来？哪些消费领域领域更具有投资机会？

本期雪球访谈邀请到牛顿定律私募基金基金经理@非完全进化体为大家在线解答疑惑，速来戳访谈留言互动讨论吧~

[\(进入雪球查看访谈\)](#)

以下内容来自[雪球访谈](#)，想实时关注嘉宾动态?立即[下载雪球客户端](#)关注TA吧!

[问] 价值投资者康凯:

对@[非完全进化体](#)说: 想问下老师, 怎么看洋河。

[答] 非完全进化体:

业务细节不说, 从消费者角度来看:

你要想选择大众公认最好的白酒来招待客人, 你会选择茅台、五粮液。

你要想选择性价比最高的白酒日常饮用, 品质可靠、方便购买, 你会选择牛栏山、红星。

你要想选择一款中档白酒, 你考虑的因素有。。。。可以选择品牌有。。。。

再想想服饰行业, 为什么规模最大的服饰集团是LVMH、开云集团、ZARA、H&M、优衣库, 而不是任何中档品牌。

我并不是看空, 白酒行业整体还是会增长, 只是分析一下产品属性和竞争属性。

[问] 北落-师门:

对@[非完全进化体](#)说: 您好, 我想知道针对乳制品行业, 这次疫情对一季度的影响会大概达到什么程度, 比如一季度的营业额预估减少多少, 以及后面几个季度是否会反而上升, 因为乳制品的主要消费群体是青少年, 在我印象中, 并不是很依赖于酒店和餐饮, 即使一季度春节送礼消费减少, 但是是否也可以理解为这部分消费可能会被滞后。而且这次疫情造成的上游牧场经营困难, 是否会造成下一季度的原奶供应短缺, 乳品龙头企业是否能够进一步收复市场, 加强垄断。

[答] 非完全进化体:

乳制品行业各季度营收相对平均, 以商超等零售渠道为主, 目前恢复很快, 疫情主要影响2月份销售, 全年也就个位数影响。有调研说公司将努力在疫情后追回这一部分增长。

作为经营杠杆、财务杠杆极低, 现金充裕的品牌消费公司, 如果按照DCF测算对公司内在价值的影响, 影响几乎可以忽略不计。

另外你提的很对，我们应当从全产业链角度来测算实际影响，比如上游的供应商（典型如乳液公司的牧场），下游的经销商（典型如家电、家居公司的经销商），损失会相对大很多，此时上市公司理应对产业链进行支持和补贴，正如伊利发布的牧场支持计划。这对产业链整体的健康发展，稳固合作关系，吸引新的合作伙伴都有积极的意义。

[问] 龙头先行：

对@非完全进化体 说：红酒这行业里，国内公司还有突围可能嘛？比如张裕，看起来是价值投资的黑洞

[答] 非完全进化体：

从发展现状来看，似乎是个黑洞。身边喝红酒的人并不多，某次调研广州白酒经销大商介绍，原先广州的富裕阶层喜欢喝红酒和洋酒，这几年也都开始转向喝高端白酒了。

从后视镜看，可以有很多解释：经销体系的效率、假货的泛滥、红酒文化的认知难度、佐餐的适宜性、亚洲人的体质。

如果要长期预测酒文化的演变，包括白酒，我是无能为力。我只知道文化的养成和改变并不是一朝一夕的事情。

[问] 打新神器：

对@非完全进化体 说：怎么看疫情对白酒的影响

[答] 非完全进化体：

全年来看，对各企业终端动销的直接影响5-20%，茅台是特例。换算成对企业内在价值影响1-4%。但这并不是重点，重点是疫情发展至今，包括全球性的扩散，对中国经济的影响。疫情影响消费方式，经济影响消费能力。不同企业影响不一，作为受经济影响最小的 \$顺鑫农业(SZ000860)\$，还创了新高。

[问] 何适投资：

对@非完全进化体说：在外卖、生鲜物流不断发展并深刻影响人们生活的过去几年里，国内挂面就像“打不死的小强”，年产销量规模还在不断增长，产业集中度不断提升。

一场疫情，几年前被认为“已死”的泡面再次引起资本的大讨论。克明面业这样的消费品，疫情过后怎么看？

[答] 非完全进化体：

产品相对同质化，价值量难以大幅提升，生产端规模效应不够明显，资产相对较重，导致ROE一直偏低，怎么看都更接近一门普通生意。

[问] 五零金：

对@非完全进化体说：1、怎么看国内珠宝企业受疫情的影响？2、香港珠宝企业的估值和成长性如何，能否配置？3、周大生目前价格值得长期（5年）持有吗？

[答] 非完全进化体：

研究不深，业务细节就不说了。仅谈几点商业模式直观的看法：1、从需求角度，我不清楚十年后消费黄金珠宝的人是变得更多还是更少；2、从竞争角度，消费者越来越不愿意为大众品牌付出溢价；3、从产品设计角度，消费者的喜好一直在变化。如果是五年内拿股息或者博估值弹性，那就另当别论了。

[问] 粽哥2025：

对@非完全进化体说：请问对旅游行业后市的投资价值怎么看？

[答] 非完全进化体：

旅游行业细分领域比较多，无法一一细数，可以参考这篇文章中服务业投资的要点。

[网页链接](#)

[问] 王者小昭：

对@非完全进化体说：19年底，房地产竣工开始加速，如果我们布局竣工产业链的消费，前期的五金件、玻璃、防水等公司已经开始显现了，后面的消费类，比如

定制家居、家电等公司你比较看好哪些？

[答] 非完全进化体：

竣工逻辑的问题在于，你现在望着山头，真正上了山头你看见的又是什么景象？B端的精装修确实有利于参与其中的家电、家居企业做大规模，提升集中度，但商业模式变差，需要进行权衡。家电行业从长期成长空间来看，我更看好小家电。

[问] 历城先知：

对@非完全进化体 说：是否关注过黑电行业？作为国际化比较成功的Tcl电子和海信，盈利情况也很不错。黑电的竞争是否会进入稳态？

[答] 非完全进化体：

如果一个行业一直需要不断地进行大的创新与研发投入，产品又很难做到差异化或建立粘性，竞争就很难进入稳态。可以考虑投资的情形是：公司在很长一段时间保持显著的竞争优势，且研发投入得到很好地覆盖（不断高价融资也是一种特殊的价值创造模式）。但这一点并不是那么好把握。

[问] 遇见美好自己：

对@非完全进化体 说：如何看待当前及长远的白酒行业，龙头好像也不便宜，那些企业更值得关注，谢谢。

[答] 非完全进化体：

事实上，如果你无法把握一个行业的长期前景，你就很难说它贵还是便宜。在酒文化未发生大的改变的情形下，长期白酒行业发展与居民收入增长同步。在我看好，白酒行业目前并不贵。我个人更看好高端和大众白酒中已经建立起显著优势的公司。

[问] 淡如初雪：

对@非完全进化体 说：非大，能否请教一下，定制家居如衣柜、橱柜行业，未来行业集中度能否大幅提升？有什么契机？此次疫情是一个推动力吗？谢谢

[答] 非完全进化体：

以目前的发展阶段，我并不是很看好定制家具行业。精装修有助于部分龙头市占率的提升，但2C的生意变成2B，盈利能力与现金流变得更差。在2C端，除了高端品牌，产品偏向于同质化竞争，在生产端规模化的门槛也并不高。再加上流量较以往变得更加分散，并不利于龙头企业保持渠道优势。

[问] 九头蛇怪：

对@非完全进化体 说：请教，对白家电的影响程度 以及哪个行业指数值得关注，谢谢

[答] 非完全进化体：

一季度本身是白色家电行业的淡季，直接影响有限。对内在价值的影响就更有限。行业指数我关注不多，如果从竞争格局与盈利能力来看，最好的行业一个是白酒，一个是物业服务。

[问] 电广：

对@非完全进化体 说：调味品行业是一个好赛道吗，希望你重点谈谈对颐海国际的看法，谢谢！

[答] 非完全进化体：

调味品是公认的好赛道，对于颐海国际，我并没有什么比市场更深入的看法。绝大多数时候我的选择是，不在乐观预期的高估值下，与市场的观点进行较量。

[问] 安洛夫：

对@非完全进化体 说：请问啤酒行业在总量下跌的情况下，通过增加中高端销量来提升利润。这次疫情后，随着放水加大，会对行业格局、产品类型产生怎样影响？

[答] 非完全进化体：

啤酒作为大众消费品，不论是疫情还是放水对行业都不会有太大的影响。

[问] 后厂村芒格：

对@非完全进化体 说：知道您之前很看好格力电器，对于格力电器近期的人事变动和对外投资，非大怎么看？

[答] 非完全进化体：

对于格力近期的内部变化，我关注并不多。这些事情作为外部人也很难有定论。我更关注商业模式与竞争格局的变化。

[问] 后厂村芒格：

对@非完全进化体 说：你曾经说过，腾讯控股的合理价格应该在700元左右，2年多过去了，现在的毛估是不是超过1000了

[答] 非完全进化体：

现在看来是看错了。投资者的观点修正与公司发展不断被事件影响和改变都会是常态。

[问] 后厂村芒格：

对@非完全进化体 说：有没有讲估值的书可以分享一下，达摩达兰的太难了，有没有稍微浅显一点的，谢谢！

[答] 非完全进化体：

我的看法是：对商业模式理解了，对估值也就自然理解了。如果你运营了一家公司十年，你肯定应该知道自己的公司大概值多少钱。

但对于绝大多数投资者，作为运营结果的呈现，财务信息与建立在财务信息上的估值方法仍是对各种类型商业模式及个体公司认识的主要方式之一。

以前推荐过《沃伦巴菲特之路》和《巴菲特的投资组合》，主要讲投资案例和估值过程。应该会有帮助。

[问] hfsime:

对@非完全进化体 说: 请问对香飘飘怎么看待, 售价更高的一点点喜茶等线下奶茶跟它是竞争对手吗?

[答] 非完全进化体:

公司附近开了一家CoCo奶茶店, 旁边7-11里买饮料的人开始减少了。后来又开了一家瑞幸咖啡, 便利店与奶茶店里的人都受到了影响。后来又开了一家便利蜂。。。这个生意似乎有些让人头疼。

[问] 独立思考的马达:

对@非完全进化体 说: 如何看待永辉超市? 现在的永辉估值贵吗? 中长线持有永辉可行吗?

[答] 非完全进化体:

贴一段此前对零售行业的整体看法: “零售业的复杂性在于需要在多重因素制约下(货源, 仓储, 物流, 租金, 人流量, 品类丰富vs周转率)满足消费者的多重需求(便宜, 交通便捷, 购买过程便捷, 优质新鲜, 选择多vs好挑选), 更麻烦的是不论是产品还是消费者的需求都在不断地变化之中, 并且换个地方上述很多因素都可能会发生变化。并且, 在中国, 很大一部分商品最高效的销售方式是电商, 解决了一大部分人群的一大部分需求。而零售业需要做的是在电商以外的空间中不断求最优解和相互竞争。”

[问] 价值投资者康凯:

对@非完全进化体 说: 老师, 您有没有了解过春秋。廉价航空雪道厚, 就是盈利性稳定性比较差, 想听下王总的意见。

[答] 非完全进化体:

我之前发表过一个观点: 商业模式的重要性要高于竞争优势。你想想, 如果一个行业的长期平均ROE只有5-6%, 即便你拥有5%的显著优势, 你也就10-11%。春秋航空无疑是一家优秀的公司, 廉价航空的长期需求也很明确, 投资者最终能获得多少回

报？我不太清楚。

[问] 思而学投资：

对@非完全进化体 说：怎么看高速公路的利空股市却没有下跌多少的情况？还有高速公路的经营年限问题最后会怎么解决？有多少越干越差最后黄昏的例子？谢谢！

[答] 非完全进化体：

高速公路没太多研究。我不太喜欢价格受到行政管制的行业。

[问] 五零金：

对@非完全进化体 说：1、怎么看国内珠宝企业受疫情的影响？2、香港珠宝企业的估值和成长性如何，能否配置？3、周大生目前价格值得长期（5年）持有吗？

[答] 非完全进化体：

回复@五零金：关键就在这里。随着社会发展，美的方式只会越来越多。你可以买一条大金链子，也可以买辆宝马车，还可以买一把+15的屠龙宝刀。//@五零金：回复@非完全进化体：谢谢回复。我自己的理解是，人类对真善美的追求是亘古不变的，珠宝黄金有“美”的价值；商业模式方面，一般从业企业都是高毛，存货不跌价，比拼客户需求了解、产品和渠道，最终目标是品牌，也是最难的。

[问] 金石0202：

对@非完全进化体 说：1.服务消费类公司依赖于人提供服务，这类公司中良好的企业管理人才激励和优秀的企业文化能否成为牢固的护城河？例如：海底捞的企业文化靠双手改变命运等，别的餐饮企业真的学不会么？2.线下的k12教培行业依赖优秀的教师，对这个行业来说公司能形成品牌效应么？最后会造就大的品牌公司么？例如：家长也许看重的是名师的口碑，并不关注名师在那个公司。

[答] 非完全进化体：

教培行业可以去看@小狼 的文章。对于企业文化，我依靠它来排除企业。依靠它来选择企业，我自认不具备这个资源和能力。我认为多数人也只是能看到结果，以此

来反推企业文化的优劣。我只选择对于我而言显性、明确、底层逻辑清晰的护城河或竞争优势。

[问] 投资路上多笑笑：

对@非完全进化体 说：请教下您如何看待国产奶粉，那些品牌能突围

[答] 非完全进化体：

还没来得及细看，感觉国产奶粉的逆袭思路类似于国产化妆品。通过三四线的渠道深耕，更准确的产品定位，更快速的响应需求和潮流，来与国际一线品牌进行差异化竞争。但整体而言，仍是一个竞争激烈的行业。这种类型的投资适合深度跟踪而不是预判。

[问] 林肯法球：

对@非完全进化体 说：请问非大，对于伊利和蒙牛的超高营销费用，三两年内有没有较大幅度下降的可能？

[答] 非完全进化体：

不太可能。很多人认为超高营销费用是竞争所致，其实不完全如此，有很大程度是这类消费品的内在属性所决定的。不论是维护整体品牌形象，推广新品，建立细分品牌联想与感受，还是促销以刺激购买，营销都是必要的手段。我认为长期有可能慢慢改善，中短期明显改善概率不大。

[问] 特立独行W-Y：

对@非完全进化体 说：请问良品铺子和三只松鼠的有护城河吗？怎么做到明显的差异化？

[答] 非完全进化体：

产品差异化较小。看过三只松鼠章总的一些文章，这个行业的竞争优势更多取决于全产业链的运营效率。

[问] 林肯法球：

对@非完全进化体 说：非大对猫眼娱乐的前景有无看法？

[答] 非完全进化体：

感觉平台粘性不够强，再加上互联网水太深，就没有深入再看了。

[问] 求知寻道者：

对@非完全进化体 说：兄台对东阿阿胶的困境怎么看，逻辑上能反转吗？

[答] 非完全进化体：

没有深入研究。他的长期逻辑我并不是太认可。

[问] 荆棘之路变坦途：

对@非完全进化体 说：请问非大，对于盐津铺子这样的休闲食品发展前景怎么看？如何看待这个行业的壁垒？谢谢

[答] 非完全进化体：

前面谈到了，产品相对同质化，最终看谁的全产业链运营效率最高。对于投资者，外部评价难度较高，更适合深度跟踪。

[问] 后厂村芒格：

对@非完全进化体 说：有比较好的DCF估值计算器吗？可以推荐一下吗？

[答] 非完全进化体：

计算器自己找吧。我一般只毛估，需要算太细的不是好生意。

[问] 汤山脚下：

对@非完全进化体 说：请问非大，如何看待酱油行业上市公司（海天、千禾）普遍估值较高，这种状态会是常态吗？行业的发展空间如何？

[答] 非完全进化体：

这是在有海外成熟产业发展路径参考下，低利率外资定价的自然结果。低利率环境与竞争优势不变，很可能会是常态。

[问] 投资创造美好生活：

对@非完全进化体 说：请问，你对消费品企业的估值是怎样计算的，谢谢

[答] 非完全进化体：

任何企业的估值基础都是DCF。目前利率环境下，进入成熟期、拥有护城河、具有抗通胀能力的消费品公司合理估值在20倍左右。

[问] 电广：

对@非完全进化体 说：海底捞这样优秀的餐饮公司，你会考虑配置吗？如果五年以上看海底捞、颐海二选一，你会怎么选择？

[答] 非完全进化体：

我对这两家企业的认知程度，并不支持我在目前的估值水平下去投资。

[问] 李小志：

对@非完全进化体 说：非大你好，除了白酒以外，可以长期持有的快消品类行业，你看好什么？或者说只能选一个除了白酒之外的快消品行业，你选哪个

[答] 非完全进化体：

调味品、乳制品，我认为市场认知已经很充分了。长期可以配置，想要获得超额收益有点难。

[问] 大战师价投：

对@非完全进化体 说：圣象地板怎么看？之前很多建材股已经有过一波大涨，地板和人造板作为竣工的后段环节，是否会迎来营收利润的增长？地板行业也已经产生第

一品牌，地板产品营收多年持续增长。王总有二次装修占比的数据吗？

[答] 非完全进化体：

我对并不是太缺钱，但分红吝啬的公司格外谨慎。估值再低也不想看。

[问] 身騎白馬：

对@非完全进化体 说：您好，想问问疫情对家电家具行业的影响？这部分偏刚性的需求是否会在疫情之后兑现？供给侧会出现集中度的提升吗？

[答] 非完全进化体：

耐用品的需求会有很大一部分被自然推迟。根据近期看到的一些调研，中小企业，尤其是中小企业的经销商，受损不小。而龙头企业有能力对产业链进行支持。这会更有利于经销商对龙头企业的选择与合作。以上都会进一步加速优胜劣汰的过程。

[问] 后厂村芒格：

对@非完全进化体 说：对于羽绒服行业，非大认为有值得做价值投资的优秀上市公司吗？比如波司登，羽绒服行业需要思考的角度有哪些？

[答] 非完全进化体：

研究不深，谈谈大致的看法。波司登在细分品类具有品牌认知上的优势，且羽绒服偏功能性，设计不容易过时，能满足一类人群的偏好。仅就商业模式而言，需要关注，这类季节性明显的产品，在产能利用效率与终端门店运营效率上，天然具有缺陷。只有产品的价值量提升至某一较高水平，才能有效弥补上述缺陷。波司登选择在淡季做代工，一定程度解决了产能利用问题。所以，关注其产品价值的提升情况，以及在核心商圈的开店运营情况，是其能否实现突破式增长的关键。

[问] 白小木木：

对@非完全进化体 说：请问牛大对当前物业服务行业的看法，尤其是近期港股各个物业股暴涨的情况，背后有什么逻辑吗。另外就是如何看待类似南都这种没有爹的第三方物业公司与保利物业这种亲儿子的比较？

[答] 非完全进化体：

虽然称物业服务是个好行业，但我对目前市场的热情持谨慎看法。物业公司扎堆在港股上市，正是因为A股审核更加严格，对收入费用、关联交易等问题，很难自证清白。再加上市场给予的高估值激励，以及种种合理化的理由。构成了舞弊的典型场景。要相信激励制度的力量。

[问] irdq_因吹斯汀：

对@非完全进化体 说：非大，一个颠覆性创新产品，但是由于行业原因，渗透率只是缓慢提升，不像智能机终结功能机之类的快速渗透，最终的结局还会是“创造性破坏”吗？是不是行业里的老公司和创新者一起转型？历史上有类似的案例吗？谢谢。

[答] 非完全进化体：

颠覆性创新产品，而渗透率缓慢提升。这本身就是存在矛盾的，很可能其产品技术或形态颠覆，但价值相对有限。很多消费类创新产品的推广，非常依赖渠道和广告，这可能会成为像你所说的小公司创新，但最终大公司跟进受益的典型场景。但好的现象是，社会资本、渠道和信息正在变得更高效，给创业型公司迅速成长的机会。

[问] 唐茶：

对@非完全进化体 说：请问非大，中国消费品中的上市公司，除了茅台还有什么是很强的奢侈品属性，或者很强的提价权？阿胶 海天 榨菜我感觉是比较弱的提价权，限制很大

[答] 非完全进化体：

名酒可以算奢侈快消品，其他类似能做到超高毛利的生意还有化妆品、保健品以及品牌中药。以上商业模式各有不同，统一特征是，价格越高，人们就越容易认为他好。

[问] 微笑的虾米：

对@非完全进化体 说：非大对于保健食品怎么看，如何看待汤臣倍健这家公司

[答] 非完全进化体：

去年出现的几个问题，暴露了保健品商业模式的一项缺陷，就是需求不够刚性。不论是海外代购的新政，还是国内对药房社保消费以及陈列营销的监管，以及权健事件的不良影响，都在很大程度上影响了需求。但我认为，从长期来看，随着渠道与心理影响的恢复，行业整体仍会持续发展。

[问] 出山花粥0406：

对@非完全进化体 说：您对小家电行业怎么看？

[答] 非完全进化体：

相比于大家电，小家电产品品类多，部分产品价值量提升空间大，雪道会很长。一项小家电产品可以卖到50元，也可以卖到1000元。缺点是，产品需要不断创新，新的竞争者较多，竞争格局没有大家电稳定。我认为，在某些细分品类具有系统优势的小家电公司，还是有不错的长期投资价值。

[问] 流云君：

对@非完全进化体 说：请教，消费品行业竞争一般都很激烈，那它的护城河是如何树立的,怎么确定一家消费型企业的护城河够深 或者未来可以加深？仅仅从"成瘾"性来选择是否片面了一些？

[答] 非完全进化体：

评论关闭，转发回答下：“成瘾”解决的需求的受众与持续性问题，可以支撑产品消费的体量，但这仅仅只是好生意的特征之一。“成瘾”并不能解决竞争格局以及护城河的问题，糖、茶叶、咖啡都具有成瘾性，但绝大多数经营上述产品的模式完全谈不上是好生意。

[问] 流云君：

对@非完全进化体 说：请教，消费品行业竞争一般都很激烈，那它的护城

河是如何树立的,怎么确定一家消费型企业的护城河够深 或者未来可以加深? 仅仅从"成瘾"性来选择是否片面了一些?

[答] 非完全进化体:

护城河可以理解为竞争对手难以模仿的某项核心资源或优势。可以去看看《巴菲特的护城河》一书。

但我最后要说,护城河也并不是好生意的全部。//@非完全进化体:回复@行云君:评论关闭,转发回答下:“成瘾”解决的需求的受众与持续性问题,可以支撑产品消费的体量,但这仅仅只是好生意的特征之一。“成瘾”并不能解决竞争格局以及护城河的问题,糖、茶叶、咖啡都具有成瘾性,但绝大多数经营上述产品的模式完全谈不上是好生意。

(完)

以上内容来自[雪球访谈](#),想实时关注嘉宾动态?立即[下载雪球客户端](#)关注TA吧!

没别的 就是比人聪明



雪球

聪明的投资者都在这里