



消费持仓的信号

买入（维持评级）

行业专题研究报告

证券研究报告

前瞻研究组

分析师：龚轶之（执业 S1130523050001） 联系人：王译

gongyizhi@gjzq.com.cn

wangyi9@gjzq.com.cn

消费持仓的信号：估值仓位开始提升，红利属性优势凸显

消费板块核心观点

- 一季度基金发行规模下降，大盘先抑后扬。2024Q1 基金整体新发行份额 501.38 亿份，同比 2023Q1 下滑 41.5%，环比 2023Q4 下滑 17.2%。上证指数从 2023 年底的 2974 点一度下探到 2635 点，后迎来反弹。
- 消费仓位明显提升，板块持仓集中度维持历史高位。具体体现为：①基金对消费板块公司的盈利能力要求更加严格，以白酒板块为例，资金向全国性龙头贵州茅台和五粮液进一步集中，而其他白酒公司大多仓位下降或增持幅度远小于贵州茅台与五粮液。②股息率较高的公司明显受到关注，白电板块的仓位明显提升，其中尤其是美的集团成为一季度仓位提升最大的消费板块个股。
- 基本面角度核心 CPI 回落，需求有待恢复。2024 年 3 月 CPI 同比上涨 0.1%，较上月下滑 0.6pct；核心 CPI 同比上涨 0.6%，亦较上月下滑 0.6pct。1-3 月 CPI、核心 CPI 仍处历史较低水平，反映出 2024 年一季度国内消费需求表现仍弱，有待后续修复。
- 收益率角度红利资产领先，家电板块受益。年初至今消费一级行业中排名靠前的是家电、纺服、食品饮料，分别 +10.0%、-0.9%、-5.3%，以家用电器为代表高股息红利资产显著跑赢，延续了 2021 年以来低估值占优的趋势。
- 估值角度消费板块估值开始提升，但仍处于历史低位。从数据上看，中证消费指数 PE 从 2023 年底的 26.8 提升至 2024 年 3 月底的 28.1，中证可选消费指数 PE 从 2023 年底的 16.4 提升至 2024 年 3 月底的 16.8。

消费持仓分析

- 大消费整体持仓：持仓较上季度略有提升，家电表现突出。从持仓占比上看，2024Q1 大消费行业整体持仓占比为 23.8%，季度环比上升 1.3%，略高于历史均值。
- 消费一级行业持仓：农林牧渔和社会服务板块明显下降，家电明显上升。家电受益低估值和红利属性仓位提升明显，传媒和轻工持仓也有回升。从持仓占比来看，家用电器的仓位提升最高，环比上升 0.89pct。
- 消费二级行业持仓：白电板块提升明显，家电零部件下降明显。从细分赛道持仓占比上看，本季度持仓增加比例最高的前十大消费二级行业中，白色家电仓位提升比例最高，达到 0.97pct，其次为白酒和小家电，分别提升 0.20pct 和 0.15pct。
- 大消费重仓股情况：2024Q1 前十大消费重仓股持仓占比为 15.5%，环比提升 0.6%，主要系市场盈利预期整体下滑背景下，盈利能力优秀的公司稀缺性更加明显，基金逐步将持仓集中于部分优质公司

基金经理后市观点

共识一：对于消费板块的未来预期和基本面表现之间的分歧大大减少，对于消费需求恢复的节奏拥有较高的共识。

共识二：对于商业模式出色，格局清晰的绝对龙头的共识进一步牢固，尤其体现为白酒全国龙头的持仓进一步提升。

共识三：对于红利属性资产关注度显著上升，在一季度表现最为明显，演化速度较快，尤其体现在白电龙头仓位提升。

分歧：成长 or 红利？结构性成长类公司在当期情绪下更加低估，但在人口结构、可支配收入变化长期趋势下其不确定性也较高，这或许成为减配消费成长的理由。但如果结构性成长底层逻辑稳健，或将带来比红利资产更佳的收益率。

投资建议

建议关注：1) 受益人口结构变化，行业整体仍具成长优势的赛道，例如咖啡、保健品。2) 拥有强护城河，竞争格局稳固，尽管增速预期下降，但具备不错提价能力的公司，例如高端白酒。3) 低估值且具备红利优势的标的，例如家电板块中高股息且业绩稳定的龙头公司。

风险提示

样本统计偏差、市场波动风险。



内容目录

一、消费估值开始提升，红利资产表现亮眼.....	6
1.1、大盘先抑后扬背景下，消费持仓继续提升.....	6
1.2、需求基本面有待恢复，红利资产关注度最高.....	7
1.2.1、当前板块基本面：核心 CPI 回落，需求有待恢复.....	7
1.2.2、当前板块收益率：红利资产领先，家电板块受益.....	7
1.2.3、当前板块估值：估值有所提升，仍处于历史低点.....	7
二、基金整体情况.....	8
2.1、基金发行情况：发行规模继续下降，市场情绪处于低位.....	8
2.2、基金资产配置：基金仓位略有下降，但整体仍处高位.....	8
2.3、基金持仓市值：基金持仓总市值小幅上涨，行业间差异影响持仓水平.....	9
三、大消费行业配置.....	10
3.1、大消费整体持仓：持仓较上季度略有提升，家电表现突出.....	10
3.2、消费一级行业持仓：农林牧渔和社会服务板块明显下降，家电明显上升.....	10
3.3、消费二级行业持仓：白电板块提升明显，家电零部件下降明显.....	19
3.3.1、季度环比变动 Top10	19
3.3.2、各版块二级行业季度持仓变动梳理.....	20
3.4、大消费重仓股：优质公司稀缺性凸显，持股集中度保持高点.....	27
四、基金经理后市观点.....	32
五、投资建议与启示.....	34
六、风险提示.....	34



图表目录

图表 1: 基金发行规模处于历史低位 (亿份)	6
图表 2: 上证指数 (点)	6
图表 3: 2024Q1 基金消费持仓水平处于历史低位 (%)	6
图表 4: 2024Q1 基金消费持股集中度达到历史最高点 (%)	6
图表 5: CPI 当月同比 (%)	7
图表 6: 核心 CPI 当月同比 (%)	7
图表 7: A 股消费一级行业年初至今表现 (%)	7
图表 8: A 股消费一级行业股息率 (%)	7
图表 9: 中证消费指数 PE TTM	8
图表 10: 中证可选消费指数 PE TTM	8
图表 11: 基金市场规模 (亿份)	8
图表 12: 基金单季度新发行规模 (亿份)	8
图表 13: 开放式基金分类型仓位 (%)	9
图表 14: 2024Q1 基金 A 股全行业持股总市值 (亿元)	9
图表 15: 2024Q1 基金各行业持股市值变动金额 (亿元)	10
图表 16: 大消费历史持仓占比 (%)	10
图表 17: 大消费历史超配比例 (%)	10
图表 18: 2024Q1 大消费一级行业持仓变动	11
图表 19: A 股食品饮料行业基金持仓占比 (%)	11
图表 20: A 股食品饮料行业超配比例 (%)	11
图表 21: 公募基金食品饮料板块持股市值 (亿元)	12
图表 22: 24Q1 基金持有食品饮料二级行业市值环比变动	12
图表 23: A 股家用电器行业持仓占比 (%)	12
图表 24: A 股家用电器行业历史超配比例 (%)	12
图表 25: 公募基金家用电器板块持股市值 (亿元)	13
图表 26: 24Q1 基金持有家用电器二级行业市值环比变动	13
图表 27: A 股农林牧渔行业持仓占比 (%)	13
图表 28: A 股农林牧渔行业历史超配比例 (%)	13
图表 29: 公募基金农林牧渔板块持股市值 (亿元)	14
图表 30: 24Q1 基金持有农林牧渔二级行业市值环比变动	14
图表 31: A 股商贸零售行业持仓占比 (%)	14
图表 32: A 股商贸零售行业历史超配比例 (%)	14
图表 33: 公募基金商贸零售板块持股市值 (亿元)	15



图表 34:	24Q1 基金持有商贸零售二级行业市值环比变动	15
图表 35:	A 股社会服务行业持仓占比 (%)	15
图表 36:	A 股社会服务行业历史超配比例 (%)	15
图表 37:	公募基金社会服务板块持股市值 (亿元)	16
图表 38:	24Q1 基金持有社会服务二级行业市值环比变动	16
图表 39:	A 股轻工制造行业持仓占比 (%)	16
图表 40:	A 股轻工制造行业历史超配比例 (%)	16
图表 41:	公募基金轻工制造板块持股市值 (亿元)	16
图表 42:	24Q1 基金持有轻工制造二级行业市值环比变动	16
图表 43:	A 股美容护理行业持仓占比 (%)	17
图表 44:	A 股美容护理行业历史超配比例 (%)	17
图表 45:	公募基金美容护理板块持股市值 (亿元)	17
图表 46:	24Q1 基金持有美容护理二级行业市值环比变动	17
图表 47:	A 股传媒行业持仓占比 (%)	18
图表 48:	A 股传媒行业历史超配比例 (%)	18
图表 49:	公募基金传媒板块持股市值 (亿元)	18
图表 50:	24Q1 基金持有传媒二级行业市值环比变动	18
图表 51:	A 股纺织服饰行业持仓占比 (%)	18
图表 52:	A 股纺织服饰行业历史超配比例 (%)	18
图表 53:	公募基金传媒板块持股市值 (亿元)	19
图表 54:	24Q1 基金持有纺织服饰二级行业市值环比变动	19
图表 55:	2024Q1 消费二级行业基金持仓环比增加 TOP10 (%)	19
图表 56:	2024Q1 消费二级行业基金持仓环比减少 TOP10 (%)	19
图表 57:	2024Q1 消费二级行业基金超配环比增加 TOP10 (%)	20
图表 58:	2024Q1 消费二级行业基金超配环比减少 TOP10 (%)	20
图表 59:	2024Q1 食品饮料二级行业持仓及超配比例变动	21
图表 60:	白酒板块仓位上升主要五粮液/贵州茅台引起 (%)	21
图表 61:	食品加工板块仓位下降主要由安井食品引起 (%)	21
图表 62:	2024Q1 家用电器二级行业持仓及超配比例变动	22
图表 63:	白色家电仓位提升主要贡献来自于美的集团 (%)	22
图表 64:	家电零部件仓位下降主要来源于三花智控 (%)	22
图表 65:	2024Q1 农林牧渔二级行业持仓及超配比例变动	22
图表 66:	农产品加工仓位提升主要贡献来自于中粮糖业 (%)	23
图表 67:	种植业仓位下降主要来源于隆平高科/登海种业 (%)	23
图表 68:	2024Q1 商贸零售二级行业持仓及超配比例变动	23



图表 69: 一般零售板块仓位上涨主要由小商品城引起 (%)	23
图表 70: 2024Q1 社会服务二级行业持仓及超配比例变动	24
图表 71: 专业服务仓位下降主要贡献来自苏试试验 (%)	24
图表 72: 酒店餐饮仓位下降主要由首旅酒店引起 (%)	24
图表 73: 2024Q1 轻工制造二级行业持仓及超配比例变动	24
图表 74: 家居用品板块仓位上升主要由顾家家居引起 (%)	25
图表 75: 文娱用品板块仓位上升主要由晨光股份引起 (%)	25
图表 76: 2024Q1 美容护理二级行业持仓及超配比例变动	25
图表 77: 化妆品板块仓位上涨主要由科思股份/水羊股份引起 (%)	26
图表 78: 医疗美容板块仓位上涨主要由爱美客/锦波生物引起 (%)	26
图表 79: 2024Q1 传媒二级行业持仓及超配比例变动	26
图表 80: 游戏仓位下降主要由三七互娱引起 (%)	27
图表 81: 影视院线仓位上涨主要由万达/光线引起 (%)	27
图表 82: 2024Q1 纺织服饰二级行业持仓及超配比例变动	27
图表 83: 2024Q1 基金前十大消费重仓股持仓占比 (%)	27
图表 84: 2024Q1 基金消费持股集中度仍处高位 (%)	27
图表 85: 2024Q1 基金前十大消费重仓股	28
图表 86: 2024Q1 食品饮料行业前十大重仓股	28
图表 87: 2024Q1 家用电器行业前十大重仓股	28
图表 88: 2024Q1 农林牧渔行业前十大重仓股	29
图表 89: 2024Q1 商贸零售行业前十大重仓股	29
图表 90: 2024Q1 社会服务行业前十大重仓股	30
图表 91: 2024Q1 轻工制造行业前十大重仓股	30
图表 92: 2024Q1 美容护理行业前十大重仓股	30
图表 93: 2024Q1 传媒行业前十大重仓股	31
图表 94: 2024Q1 纺织服饰行业前十大重仓股	31
图表 95: 部分基金经理 2024Q1 针对消费板块的观点	32



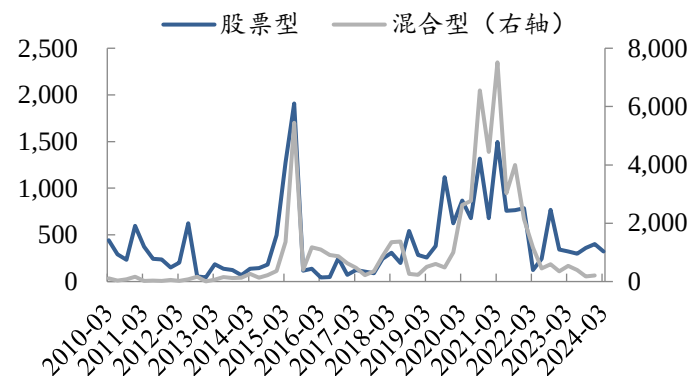
一、消费估值开始提升，红利资产表现亮眼

1.1、大盘先抑后扬背景下，消费持仓继续提升

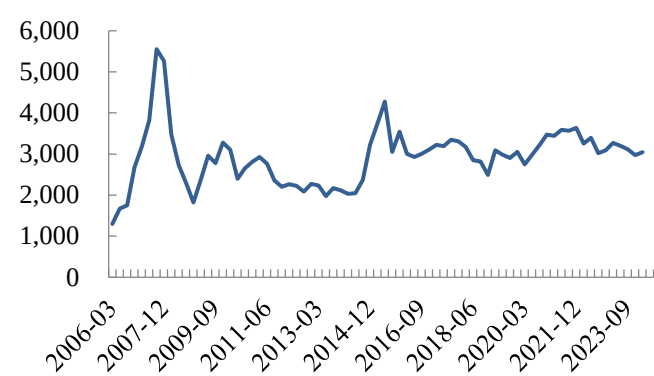
一季度基金发行规模下降，大盘先抑后扬。2024Q1 基金整体新发行份额 501.38 亿份，同比 2023Q1 下滑 41.5%，环比 2023Q4 下滑 17.2%，上一次发行规模相近的时期是 2018Q4。上证指数从 2023 年底的 2974 点一度下探到 2635 点，后迎来反弹，指数一路上行至 3 月底的 3041 点。

图表1：基金发行规模处于历史低位（亿份）

图表2：上证指数（点）



来源：Wind，国金证券研究所



来源：Wind，国金证券研究所

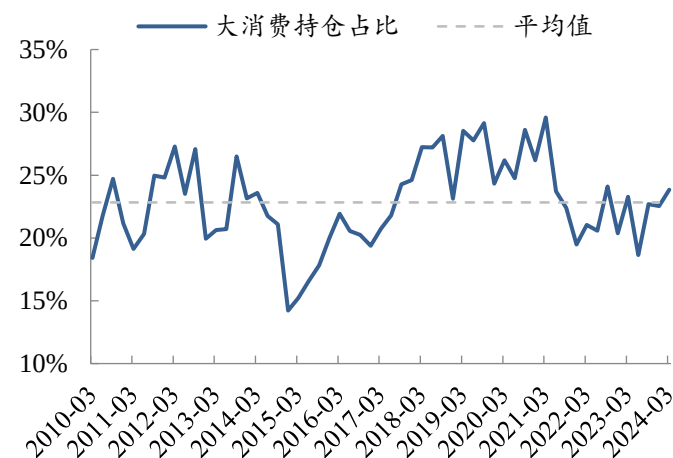
消费仓位明显提升，板块持仓集中度维持历史高位。消费板块仓位水平自 2021Q2 以来整体呈现下降趋势，在 2023Q2 以来仓位逐步稳定提升，2024Q1 大消费仓位水平达到 23.8%，环比上涨 1.3%，超过历史平均水平。消费板块内部持股集中度略有回落，环比下降 0.4% 达到 65.2% 的水平，但仍处于历史高位。

具体体现为：①基金对消费板块公司的盈利能力要求更加严格，以白酒板块为例，资金向全国性龙头贵州茅台和五粮液进一步集中，而其他白酒公司大多仓位下降或增持幅度远小于贵州茅台与五粮液。②股息率较高的公司明显受到关注，白电板块的仓位明显提升，其中尤其是美的集团成为仓位提升最大的消费板块个股。

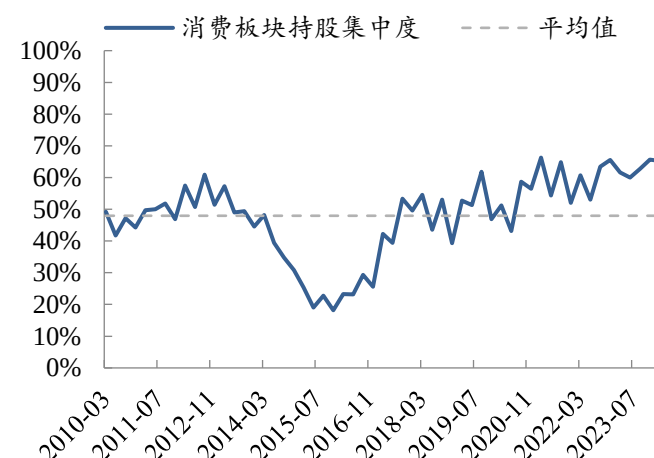
背后体现了在经济增速、人口结构变化背景下，消费长期预期变得谨慎，投资者风险偏好进一步变低，对企业盈利确定性及红利属性的重视程度显著提升。

图表3：2024Q1 基金消费持仓水平处于历史低位（%）

图表4：2024Q1 基金消费持股集中度达到历史最高点（%）



来源：Wind，国金证券研究所



来源：Wind，国金证券研究所（注：持股集中度为前十大消费重仓股占所有消费股持股总市值的比例）



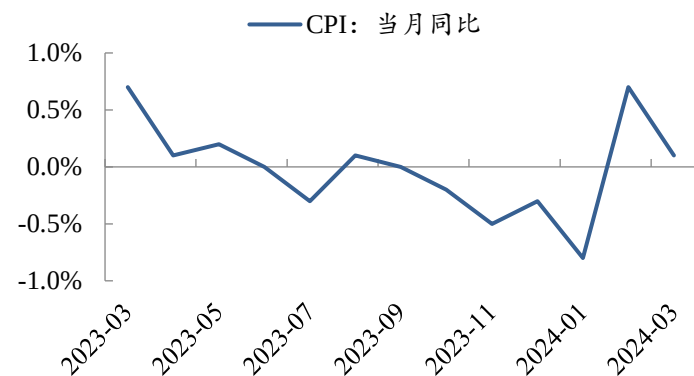
1.2、需求基本面有待恢复，红利资产关注度最高

1.2.1、当前板块基本面：核心 CPI 回落，需求有待恢复

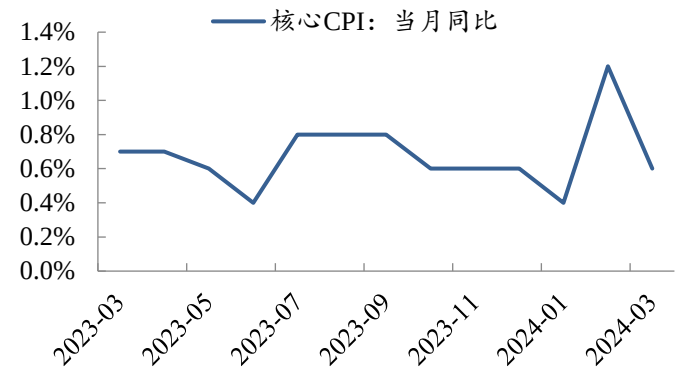
核心 CPI 回落，需求有待恢复。2024 年 3 月 CPI 同比上涨 0.1%，较上月下滑 0.6pct；核心 CPI 同比上涨 0.6%，亦较上月下滑 0.6pct，均出现超预期回落。从结构上看，消费品价格下降 0.4%，服务价格上涨 0.8%。拖累 CPI 的主要因素是消费需求的季节性回落，食品烟酒、出行价格影响较大。1-3 月 CPI、核心 CPI 仍处历史较低水平，反映出 2024 年一季度国内消费需求表现仍弱，有待后续修复。

图表5: CPI 当月同比 (%)

图表6: 核心 CPI 当月同比 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所



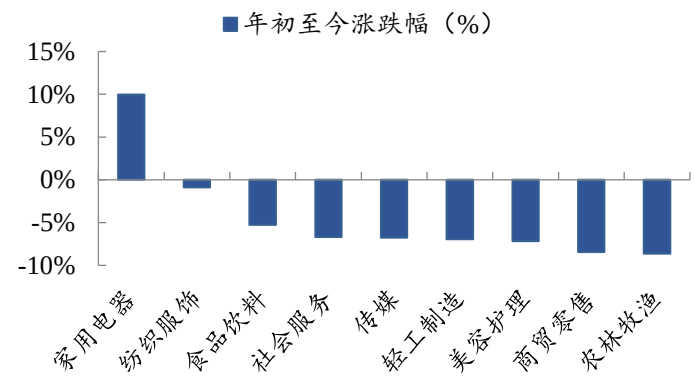
来源: Wind, 国金证券研究所

1.2.2、当前板块收益率：红利资产领先，家电板块受益

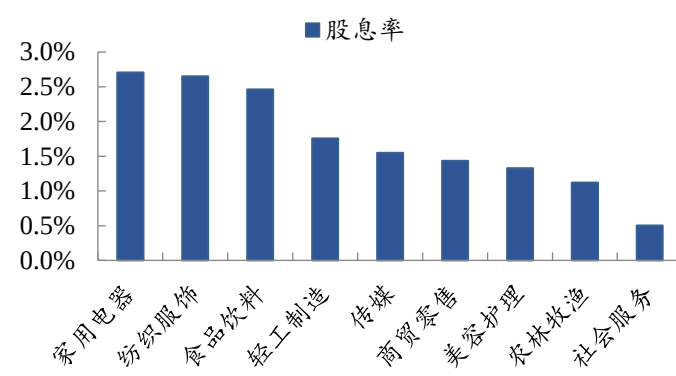
板块表现纵览，红利资产领先。2024 年初至今消费一级行业中排名靠前的是家用电器、纺织服饰、食品饮料，分别+10.0%、-0.9%、-5.3%，以家用电器为代表的高股息红利资产显著跑赢大盘，延续了 2021 年以来低估值占优的格局。随着消费需求承压和增速切换，过去的高增速板块面临估值回落，而前期增速较低的低估值板块反而因其盈利稳定性、现金质量迎来价值重估。在基本面回暖时机不明确、利率下行环境中，我们认为红利资产的价值还会持续提升，值得重点关注。

图表7: A 股消费一级行业年初至今表现 (%)

图表8: A 股消费一级行业股息率 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所 (数据截止 2024.04.12)



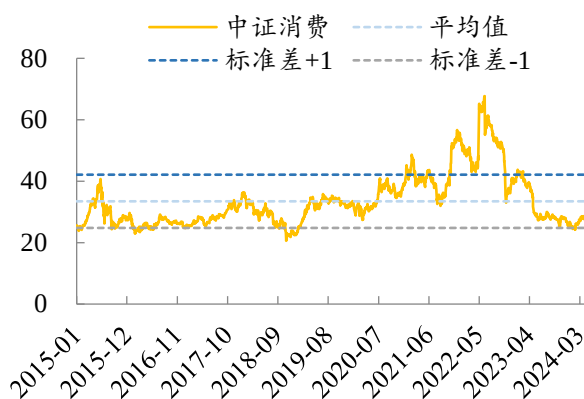
来源: Wind, 国金证券研究所 (数据截止 2024.04.12)

1.2.3、当前板块估值：估值有所提升，仍处于历史低点

消费板块估值开始提升，但仍处于历史低位。从数据上看，中证消费指数 PE 从 2023 年底的 26.8 提升至 2024 年 3 月底的 28.1，中证可选消费指数 PE 从 2023 年底的 16.4 提升至 2024 年 3 月底的 16.8。



图表9: 中证消费指数 PE TTM



来源: Wind, 国金证券研究所

图表10: 中证可选消费指数 PE TTM



来源: Wind, 国金证券研究所

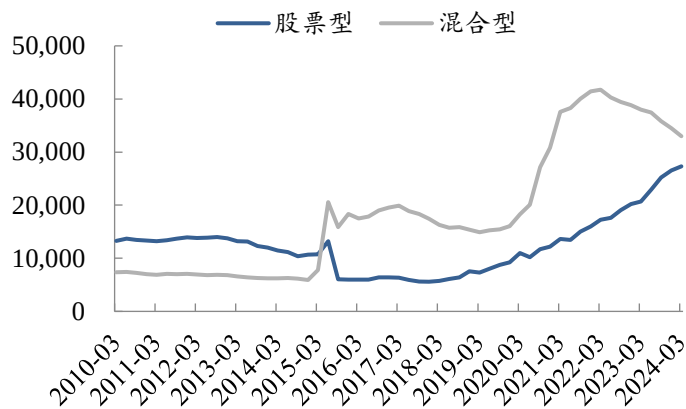
二、基金整体情况

2.1、基金发行情况：发行规模继续下降，市场情绪处于低位

从基金季度发行情况上看，2024Q1 基金整体新发行份额 501.38 亿份。同比 2023Q1 下滑 41.5%，环比 2023Q4 下滑 17.2%。上一次发行规模相近的时期是 2018Q4，当时季度基金发行份额仅为 514.1 亿份。从发行规模来看，目前 A 股情绪整体已处于历史级的冰点位置。

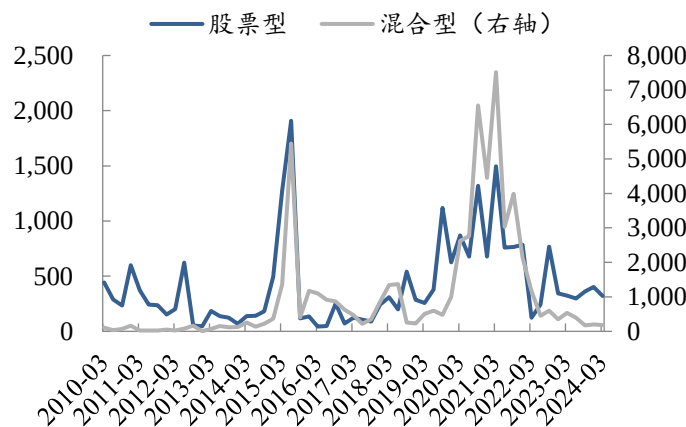
从基金市场存量规模来看，截至 2024Q1 基金份额为 60279.87 亿份，同比小幅增加 2.7%，环比小幅下降 1.3%。其中，股票型、混合型基金份额分别为 27311.63 亿份、32968.24 亿份，环比分别变动+2.8%、-4.5%，股票型基金规模扩张而混合型基金规模减少。

图表11: 基金市场规模 (亿份)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表12: 基金单季度新发行规模 (亿份)



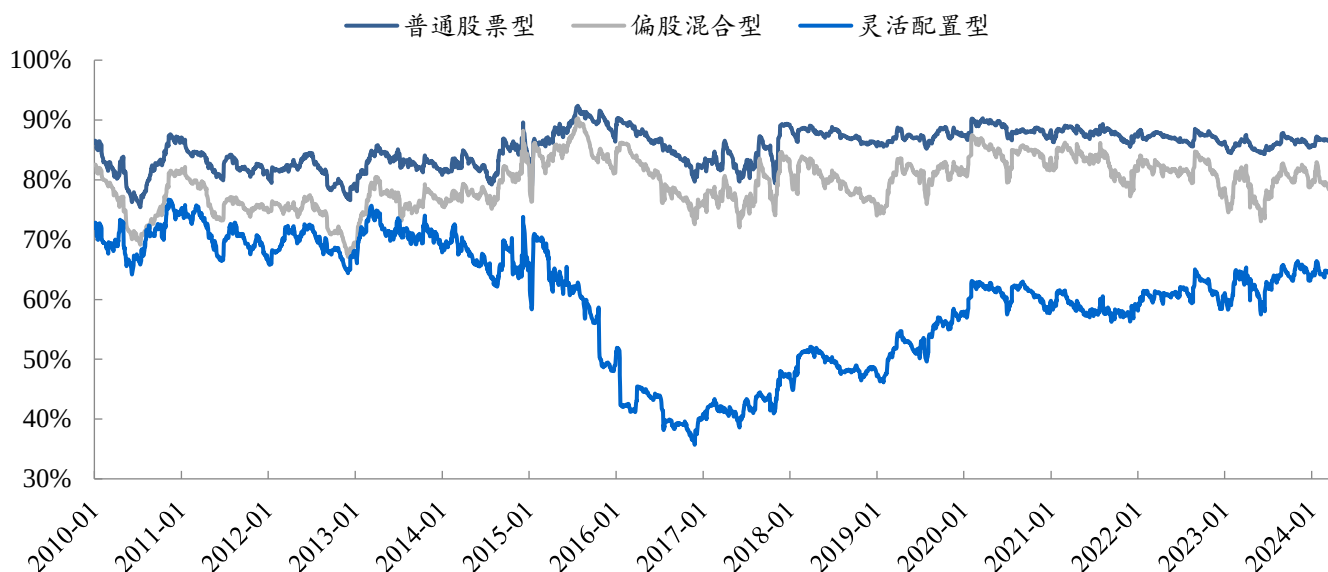
来源: Wind, 国金证券研究所

2.2、基金资产配置：基金仓位略有下降，但整体仍处高位

从开放式基金仓位上看，截至 2024Q1 普通股票型、偏股混合型、灵活配置型基金的仓位各为 86.1%、77.9%、64.2%，季度环比分别变动+0.5pct、-1.8pct、+0.2pct，仓位有小幅上升。



图表13: 开放式基金分类型仓位 (%)

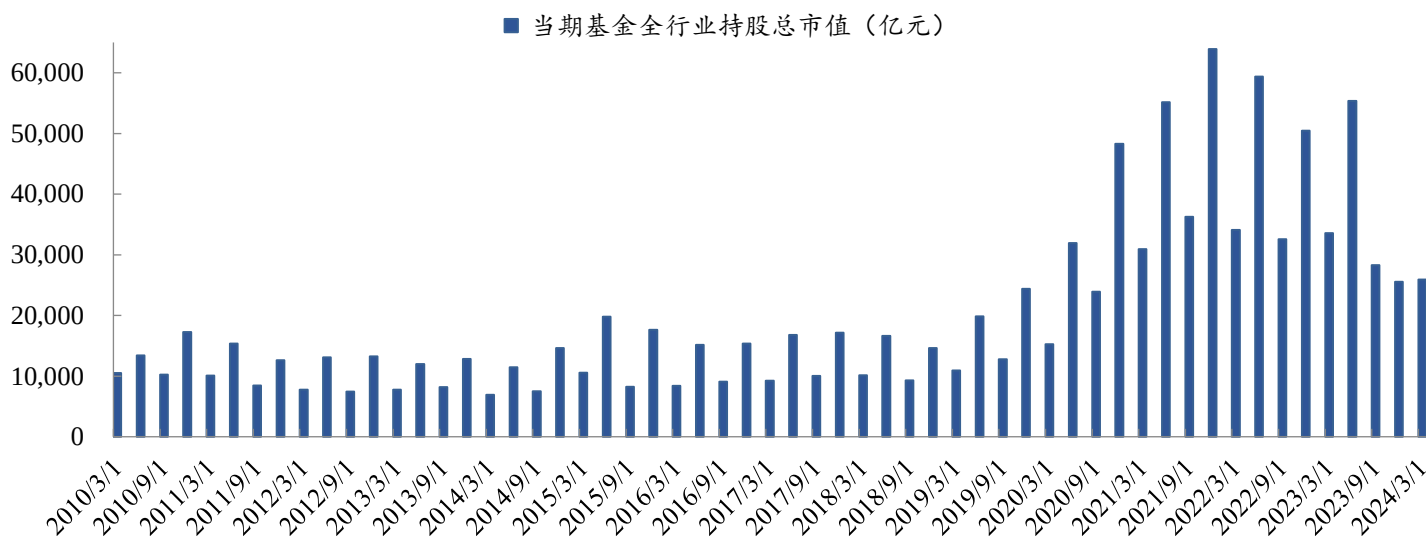


来源: Wind, 国金证券研究所

2.3、基金持仓市值: 基金持仓总市值小幅上涨, 行业间差异影响持仓水平

对2024Q1各行业仓位的讨论, 首先建立在基金持仓总市值在2024Q1小幅上涨的前提之下, 且各行业涨跌幅度不一。其中, 公募基金持有的电子和医药生物等行业市值下降规模靠前, 有色金属、通信则有明显上涨。由于各行业之间持仓市值的下降幅度差异较大, 因此对各行业的仓位水平造成了明显的影响, 会出现部分行业实际持仓市值下降, 但仓位占比反而上升的现象。

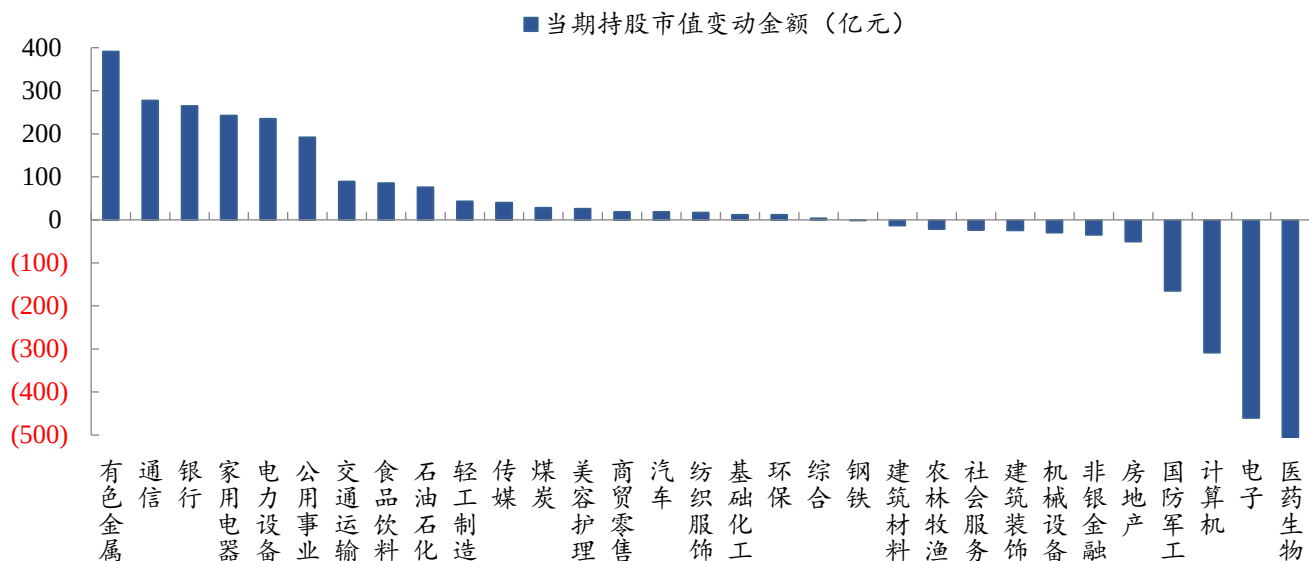
图表14: 2024Q1 基金A股全行业持股总市值 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所



图表15：2024Q1 基金各行业持股市值变动金额（亿元）



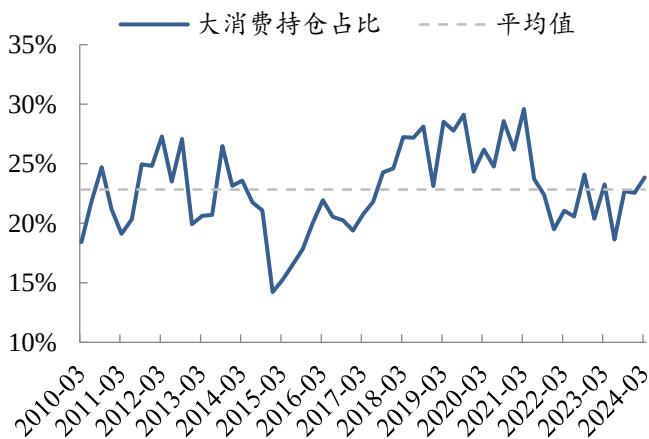
来源：Wind，国金证券研究所

三、大消费行业配置

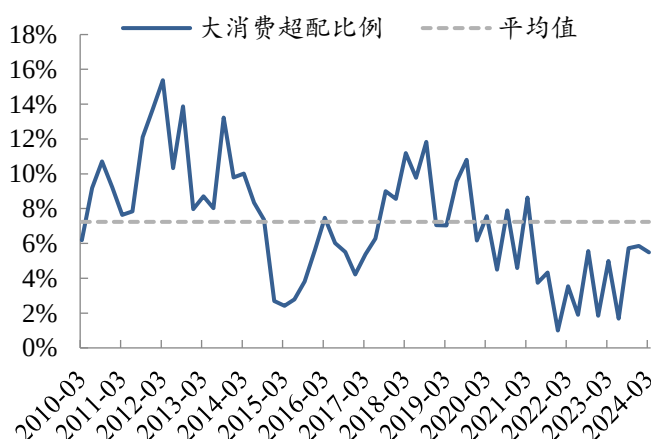
3.1、大消费整体持仓：持仓较上季度略有提升，家电表现突出

从持仓占比上看，2024Q1 大消费行业整体持仓占比为 23.8%，季度环比上升 1.3%，略高于历史均值。从超配比例上看，2024Q1 大消费行业超配比例为 5.5%，季度环比下降 0.4%，超配下降且仍处于历史低位，低于历史平均水平。

图表16：大消费历史持仓占比 (%)



图表17：大消费历史超配比例 (%)



来源：Wind，国金证券研究所（注：平均值以 2010 年至今区间计算）

来源：Wind，国金证券研究所（注：平均值以 2010 年至今区间计算）

3.2、消费一级行业持仓：农林牧渔和社会服务板块明显下降，家电明显上升

家电受益低估值和红利属性仓位提升明显，传媒和轻工持仓也有回升。从持仓占比来看，家用电器的仓位提升最高，环比上升 0.89pct，但超配比例环比下降 5.72%。其次为传媒板块，仓位上升 0.14pct，超配比例下降 0.91pct。农林牧渔和社会服务板块热度下降，仓位环比分别下降 0.11pct 和 0.10pct。此外，其他板块仓位均略有上升。



图表18: 2024Q1 大消费一级行业持仓变动

行业	持仓占比			超配比例		
	2024Q1 持仓	2023Q4 持仓	环比	2024Q1 超配比例	2023Q4 超配比例	环比
食品饮料	14.7%	14.6%	+0.10%	6.48%	-0.26%	+6.74%
家用电器	3.76%	2.87%	+0.89%	1.37%	7.09%	-5.72%
农林牧渔	1.78%	1.89%	-0.11%	0.28%	0.87%	-0.59%
纺织服饰	0.49%	0.43%	+0.06%	-0.30%	-0.48%	+0.18%
传媒	1.06%	0.92%	+0.14%	-0.98%	-0.07%	-0.91%
美容护理	0.38%	0.28%	+0.09%	-0.04%	0.00%	-0.04%
商贸零售	0.48%	0.42%	+0.06%	-0.74%	-0.06%	-0.67%
社会服务	0.39%	0.49%	-0.10%	-0.18%	-0.93%	+0.74%
轻工制造	0.79%	0.63%	+0.15%	-0.40%	-0.76%	+0.36%

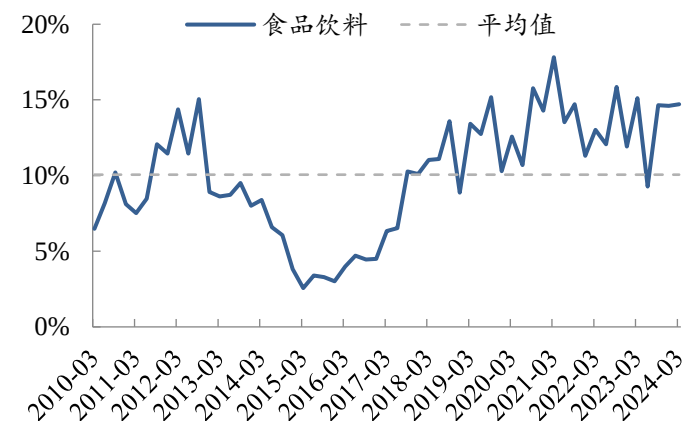
来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 计算结果保留两位小数。出现在统计列表的 0.00%, 均为 2 位小数位后存在数值的数据)

接下来对消费一级行业的仓位、超配、持仓市值情况变动进行分析和解读:

■ 食品饮料

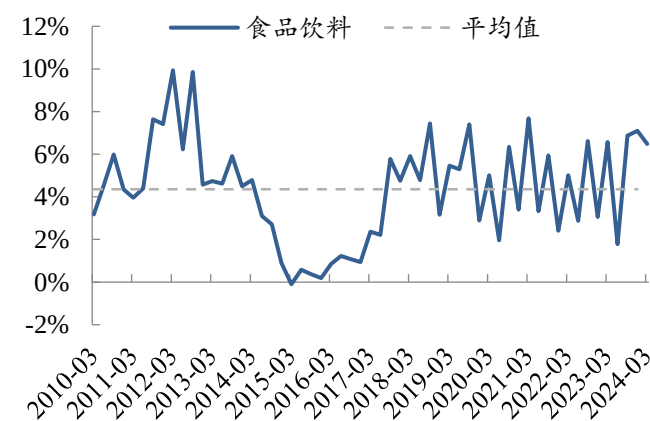
食品饮料仓位小幅上涨, 和上季度基本持平。从仓位角度看, 2024Q1 食品饮料行业仓位水平为 14.7%, 环比上浮 0.10%, 高于历史均值 10.1%。超配比例为 6.48%, 高于历史均值 4.4%。

图表19: A股食品饮料行业基金持仓占比 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表20: A股食品饮料行业超配比例 (%)

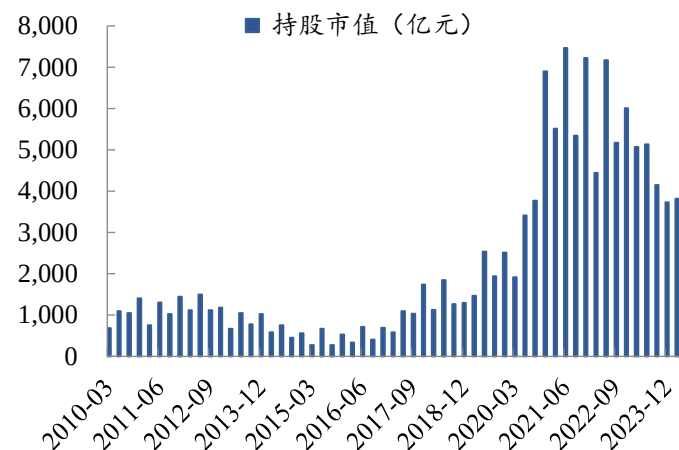


来源: Wind, 国金证券研究所

持股市值小幅上涨, 其中白酒上涨最多。2024Q1 公募基金持有的食品饮料板块市值环比 2023Q4 增加 2.3%。从绝对值角度看, 下降最多的是食品加工板块, 持股市值下降 22.83 亿元, 而非白酒和调味发酵品分别下降 4.31 亿元和 6.43 亿元; 白酒板块大幅上升 105.43 亿元。

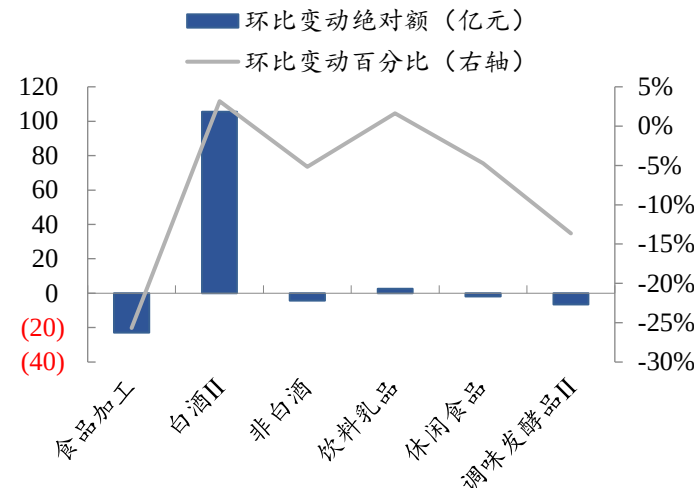


图表21：公募基金食品饮料板块持股市值（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

图表22：24Q1 基金持有食品饮料二级行业市值环比变动

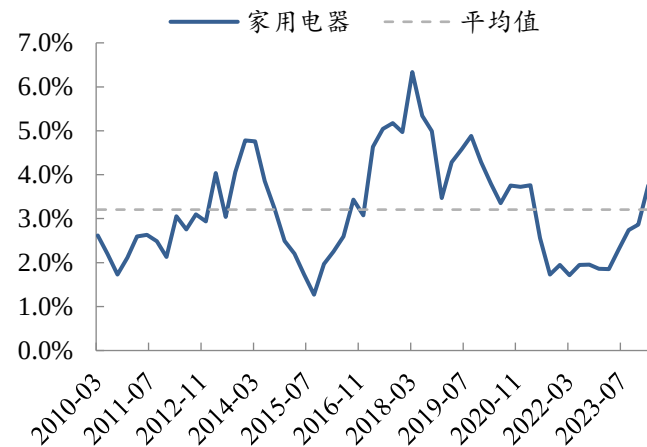


来源：Wind，国金证券研究所

■ 家用电器

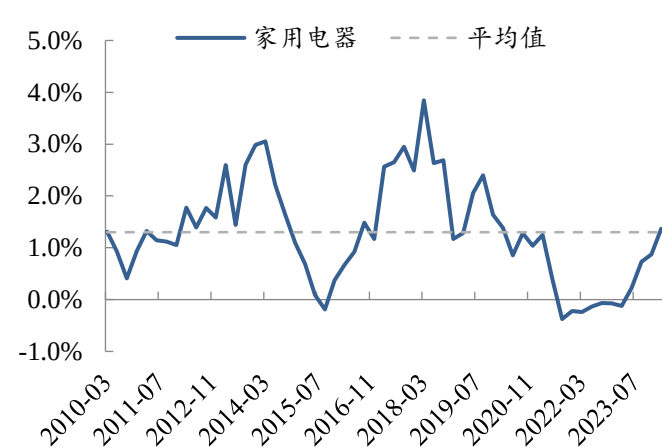
仓位环比上升明显，处于 2021Q1 以来的最高位。2024Q1 家用电器行业仓位水平为 3.8%，环比上升 0.89%，高于历史均值 3.2%。超配比例为 1.4%，环比上升 0.5%，高于历史均值 1.3%。家电板块仓位延续了自 2023Q1 开始的仓位逐步上升的趋势，板块受益于低估值、红利属性受到投资者青睐。

图表23：A股家用电器行业持仓占比（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表24：A股家用电器行业历史超配比例（%）

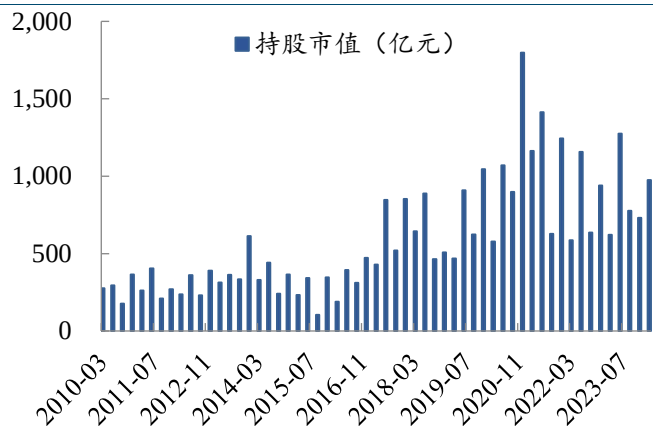


来源：Wind，国金证券研究所

持股市值上涨，主要受白电板块和小家电板块影响。2024Q1 公募基金持有的家用电器板块市值环比 2023Q4 上涨 33%，其中白色家电板块上涨额较多，环比上涨 59%，达到家用电器板块持股市值整体上涨额的 107%。其次是小家电，环比上涨 16%，占据家用电器板块持股市值上涨额的 67%。照明设备虽上涨额绝对值较小，但环比大幅上涨，高达 1165%。而黑色家电相对稳定，环比小幅上涨 4%。

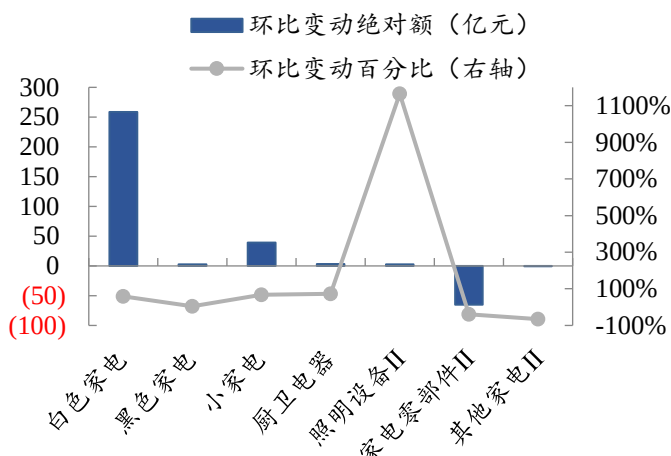


图表25: 公募基金家用电器板块持股市值(亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表26: 24Q1 基金持有家用电器二级行业市值环比变动

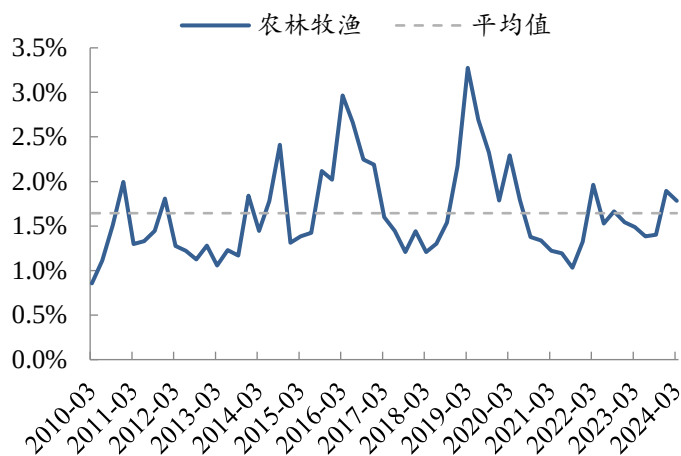


来源: Wind, 国金证券研究所

■ 农林牧渔

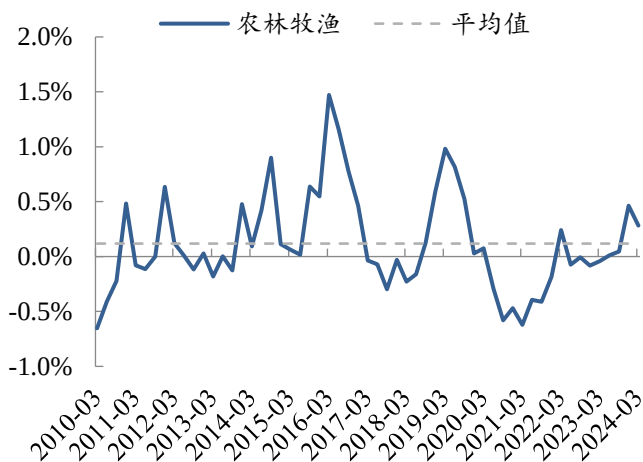
仓位有所下降, 仍高于历史均值。2024Q1 农林牧渔行业仓位水平为 1.8%, 环比下降 0.11%, 超过历史均值 1.6%。超配比例为 0.3%, 超过历史均值 0.1%。农林牧渔板块仓位在 2023Q2 触底后, 一直保持稳定上升的趋势, 直到本季度仓位开始下降。

图表27: A股农林牧渔行业持仓占比(%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表28: A股农林牧渔行业历史超配比例(%)

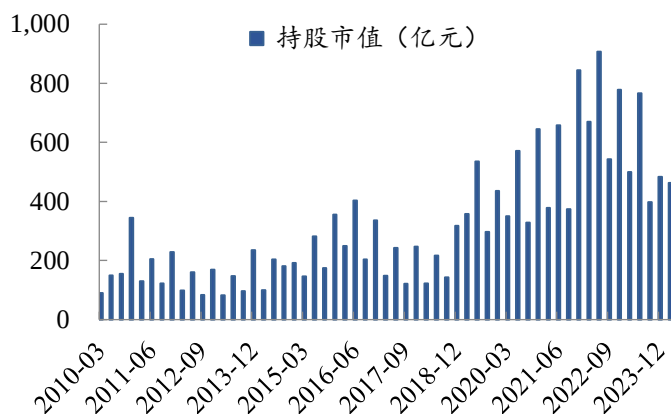


来源: Wind, 国金证券研究所

持股市值小幅下降, 主要受种植业、饲料及动物保健板块影响。2024Q1 公募基金持有的农林牧渔板块市值环比 2023Q4 下降 4%, 其中种植板块下降额较多, 环比下降 25%; 农产品加工板块上涨额绝对值及上涨幅度最大, 环比上涨 202%。

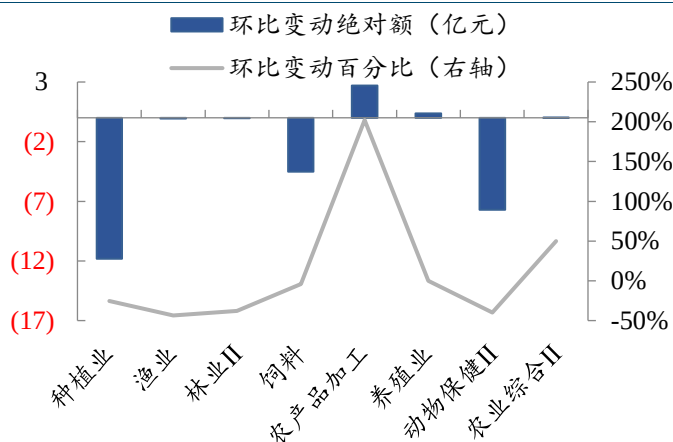


图表29：公募基金农林牧渔板块持股市值（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

图表30：24Q1 基金持有农林牧渔二级行业市值环比变动

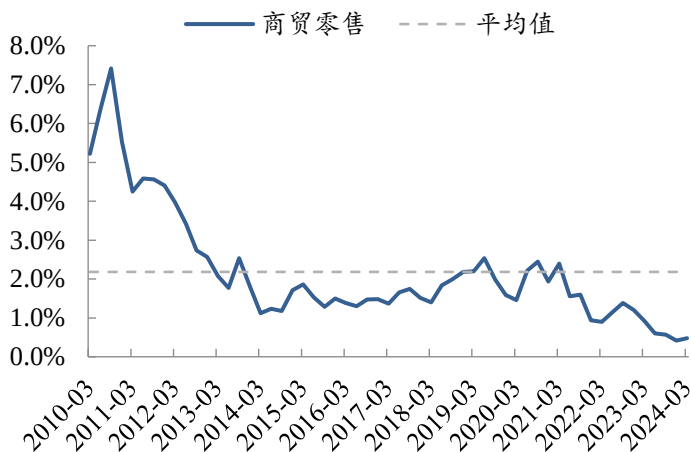


来源：Wind，国金证券研究所

■ 商贸零售

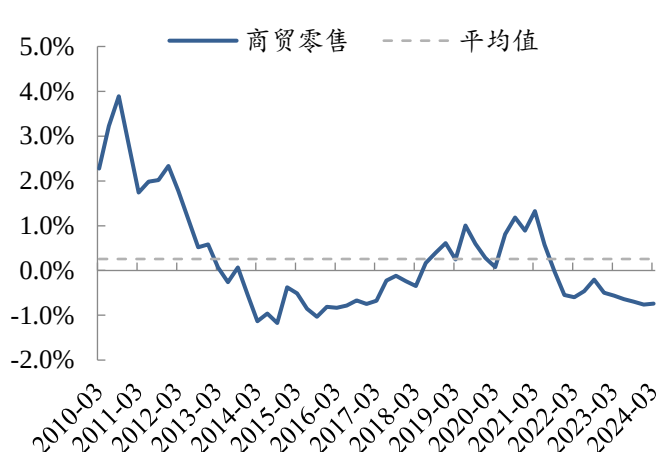
仓位小幅回升，仍处历史低位。2024Q1 商贸零售行业仓位水平为 0.5%，环比上浮 0.06%，低于历史均值 2.2%。自 2021Q1 以来商贸零售仓位整体呈持续下降的趋势，目前的仓位水平为 2010 年以来的低位。超配比例为-0.7%，低于历史均值 0.3%。

图表31：A股商贸零售行业持仓占比（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表32：A股商贸零售行业历史超配比例（%）

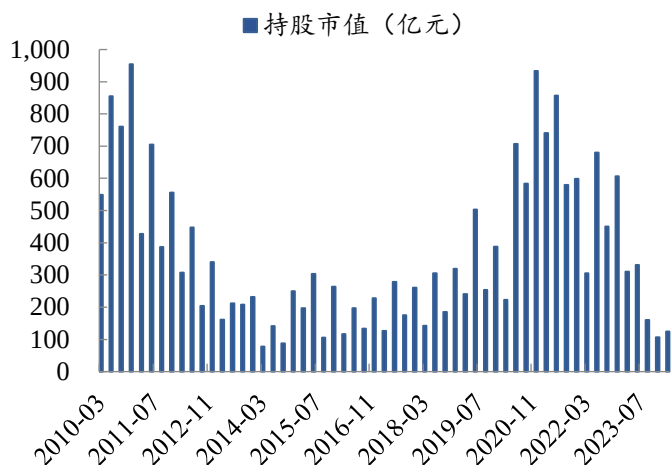


来源：Wind，国金证券研究所

持股市值上涨，除专业连锁外其他版块均有明显上涨。2024Q1 公募基金持有的商贸零售板块市值环比 2023Q4 上涨 17%，其中旅游零售板块绝对值上涨额最多，环比上涨 13%，占据商贸零售板块持股市值上涨额的 34%。一般零售板块环比上涨 16%，贸易板块绝对值上涨额占据商贸零售板块持股市值上涨额的 23%，但其自身环比上涨幅度最大，高达 410%。

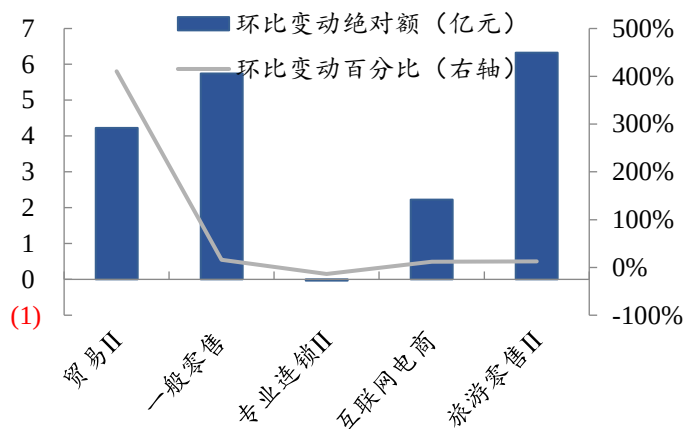


图表33：公募基金商贸零售板块持股市值（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

图表34：24Q1 基金持有商贸零售二级行业市值环比变动



来源：Wind，国金证券研究所

社会服务

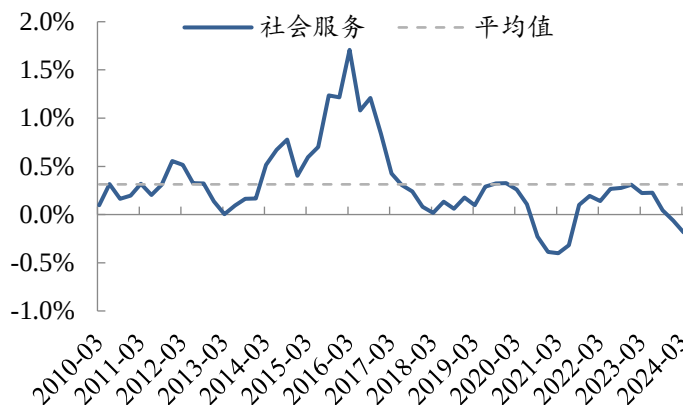
仓位持续下降，达到历史低点。2024Q1 社会服务行业仓位水平为 0.4%，环比下降 0.1%。仓位至 2022Q4 以来一直下降，目前处于 2010 年以来的历史最低点位置，低于历史均值水平 1.0%。超配比例为-0.2%，低于历史均值 0.3%。

图表35：A股社会服务行业持仓占比（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表36：A股社会服务行业历史超配比例（%）

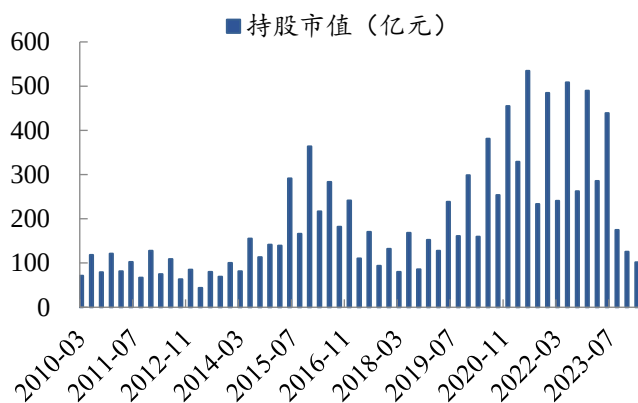


来源：Wind，国金证券研究所

持仓市值下降，主要受专业服务、餐饮酒店和教育板块影响。2024Q1 公募基金持有的社会服务板块市值环比 2023Q4 下降 19%，其中从绝对额角度看专业服务、餐饮酒店和教育板块下降均较多，三者环比下降比例分别为 24%、27%和 15%，分别占社会服务持仓整体市值下降额的 51%、37%和 12%。体育板块逆势上涨，环比上涨 37%。

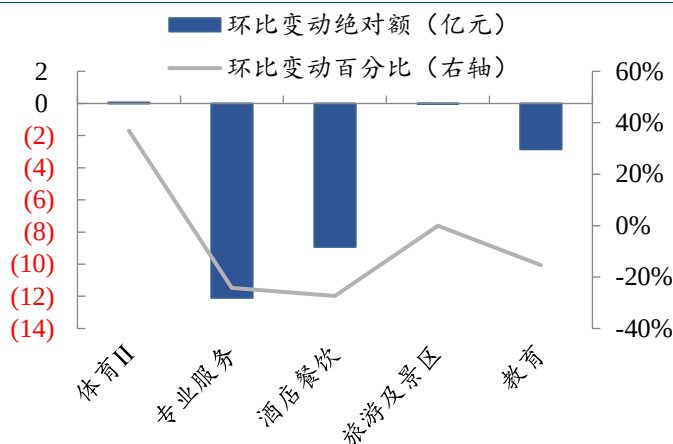


图表37：公募基金社会服务板块持股市值（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

图表38：24Q1 基金持有社会服务二级行业市值环比变动

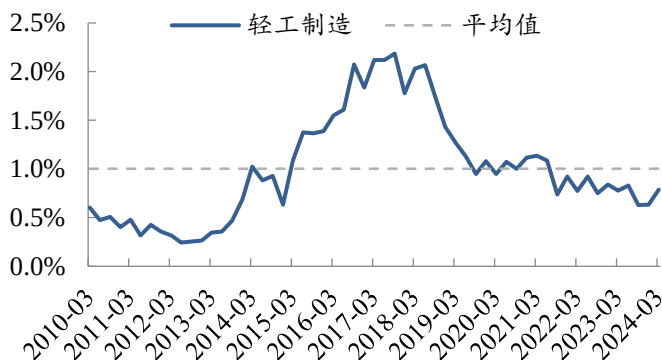


来源：Wind，国金证券研究所

■ 轻工制造

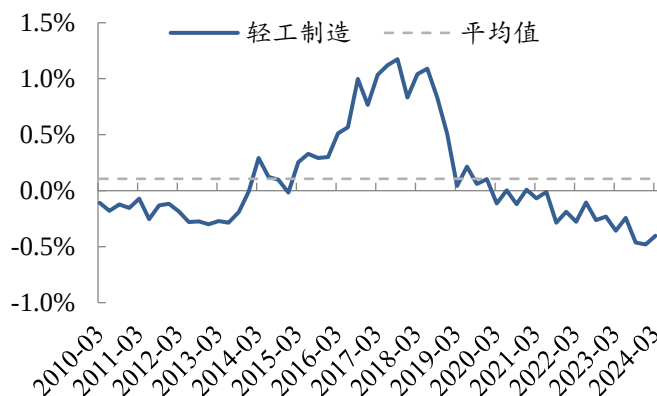
仓位水平与超配水平略有回升,但仍处于历史低位。2024Q1 轻工制造行业仓位水平为 0.8%, 环比上涨 0.15%, 低于历史均值 1.0%。超配比例为-0.4%, 低于历史均值 0.1%。轻工制造板块仓位水平与超配比例虽有所回升,但仍处于历史低位。

图表39：A 股轻工制造行业持仓占比（%）



来源：Wind，国金证券研究所

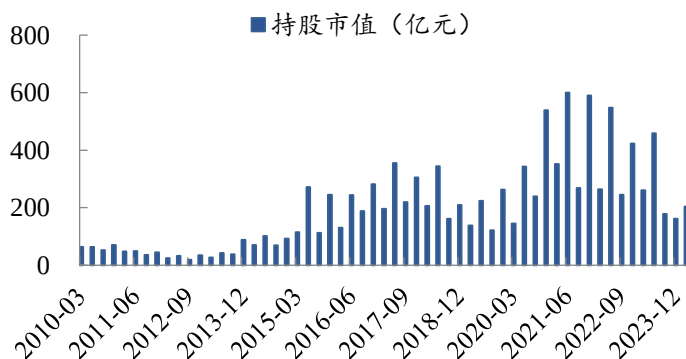
图表40：A 股轻工制造行业历史超配比例（%）



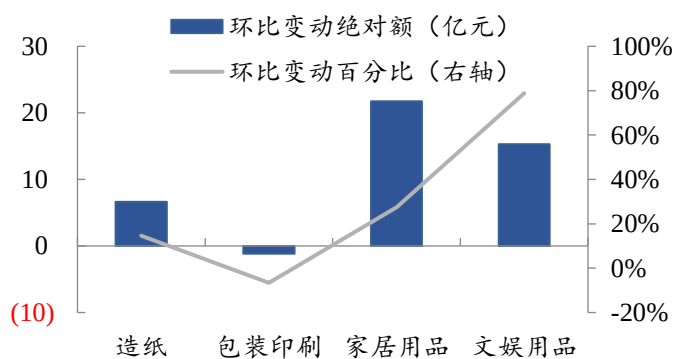
来源：Wind，国金证券研究所

持仓市值回升，主要受家居用品和文娱用品板块影响。2024Q1 公募基金持有的轻工制造板块市值环比 2023Q4 上升 26%，其中从绝对额角度看家居用品板块上涨额较多，环比上涨 27%，占轻工制造持仓整体市值上涨额的 51%。

图表41：公募基金轻工制造板块持股市值（亿元）



图表42：24Q1 基金持有轻工制造二级行业市值环比变动





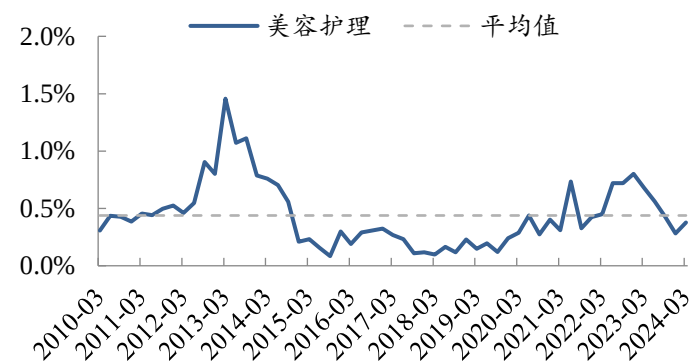
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

■ 美容护理

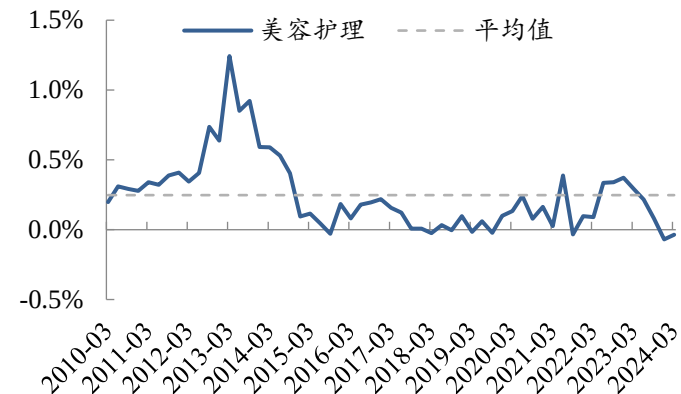
仓位打破了以往的下降趋势, 仓位开始回升。2023Q1 美容护理行业仓位水平为 0.4%, 环比上涨 0.09%, 打破 2022Q4 以来的下降趋势, 与历史均值 0.4%持平。超配比例为-0.0%, 继续低于历史均值 0.2%。

图表43: A股美容护理行业持仓占比 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

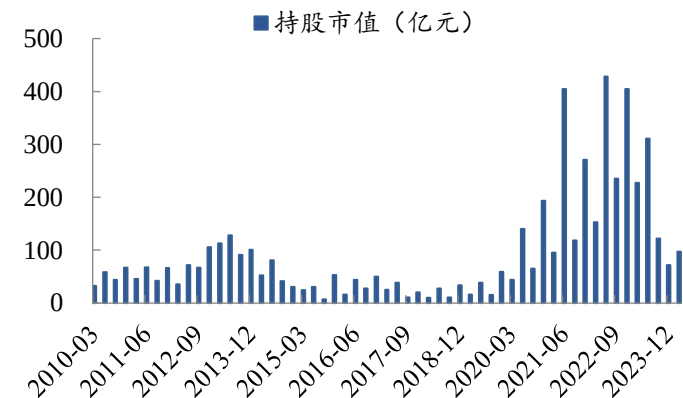
图表44: A股美容护理行业历史超配比例 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

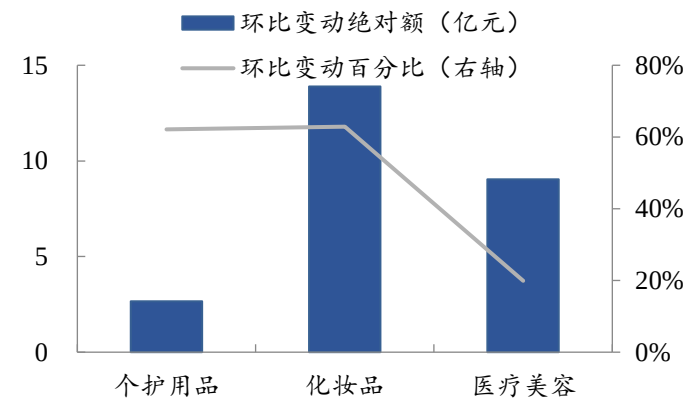
持仓市值上升, 主要受化妆品和医美板块影响。2024Q1 公募基金持有的美容护理板块市值环比 2023Q4 上涨 36%, 其中从绝对额角度看化妆品板块上涨额较多, 环比上涨 63%, 占美容护理持仓整体市值上涨额的 54%。医疗美容板块环比上涨 20%, 占美容护理持仓整体市值上涨额的 35%。

图表45: 公募基金美容护理板块持股市值 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表46: 24Q1 基金持有美容护理二级行业市值环比变动



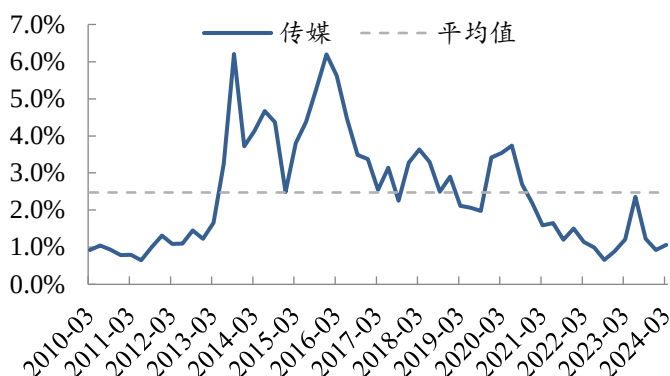
来源: Wind, 国金证券研究所

■ 传媒

传媒仓位回升。2024Q1 传媒行业仓位水平为 1.1%, 环比上升 0.14%, 目前低于历史均值 2.5%。超配比例为-1.0%, 低于历史均值 0.7%, 超配水平处于 2010 年以来最低的位置。

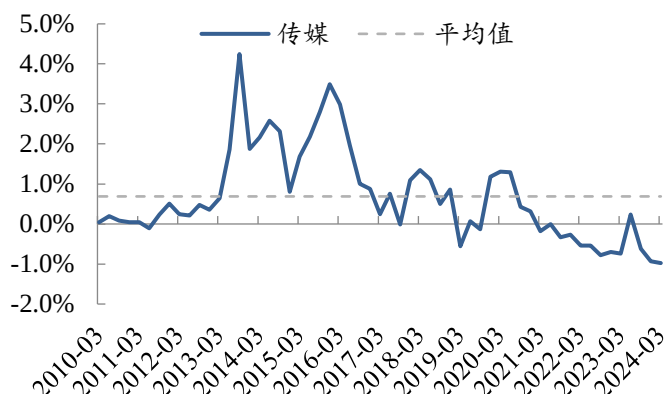


图表47: A股传媒行业持仓占比 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

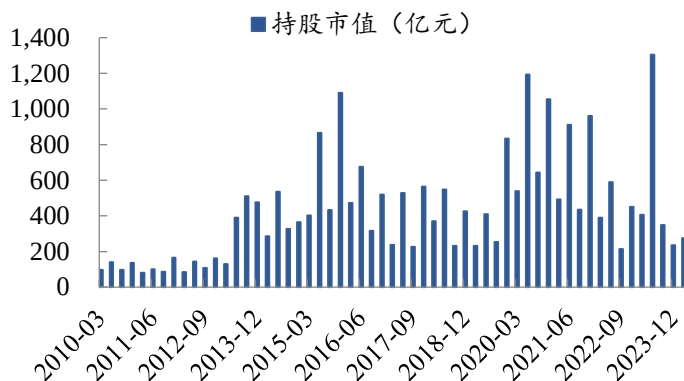
图表48: A股传媒行业历史超配比例 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

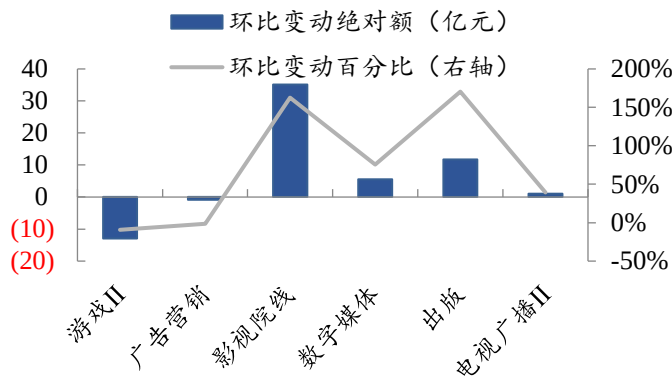
持仓市值上升, 主要受影视院线板块影响。2024Q1 公募基金持有的传媒板块市值环比2023Q4 上涨 17%, 其中从绝对额角度看影视院线板块上涨额较多, 环比上涨 163%, 占传媒持仓整体市值上涨额的 88%。

图表49: 公募基金传媒板块持股市值 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表50: 24Q1 基金持有传媒二级行业市值环比变动

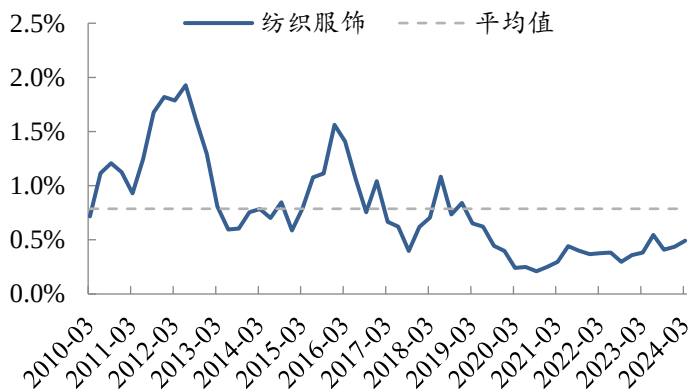


来源: Wind, 国金证券研究所

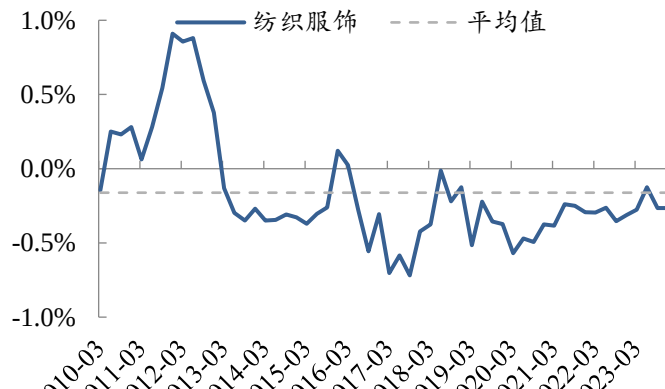
■ 纺织服饰

2024Q1 纺织服饰行业仓位水平为 0.5%, 环比增加 0.06%, 低于历史均值 0.8%。超配比例为-0.3%, 低于历史均值-0.2%。纺织服饰板块仓位水平自 2022Q3 以来一路上升, 在 2023Q2 达到近期高点后有所下降, 本季度仓位又小幅上升。

图表51: A股纺织服饰行业持仓占比 (%)



图表52: A股纺织服饰行业历史超配比例 (%)





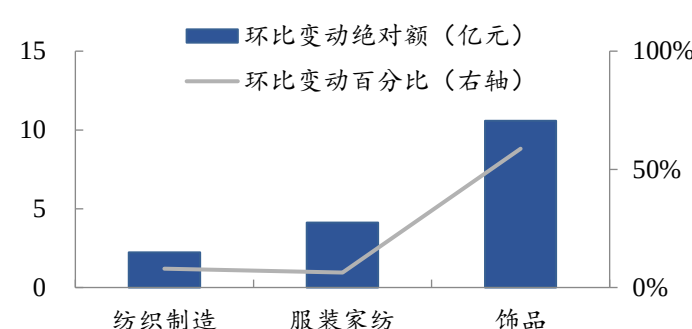
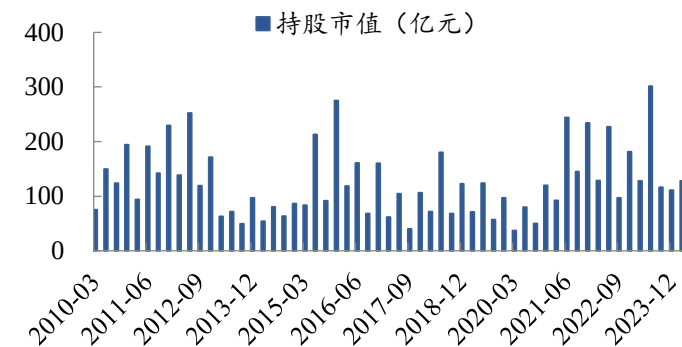
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

持仓市值上升, 主要受饰品板块影响。2024Q1 公募基金持有的纺织服饰板块市值环比2023Q4 上涨 15%, 其中从绝对额角度看饰品板块上涨额较多, 环比上涨 59%, 占纺织服饰持仓整体市值上涨额的 63%。

图表53: 公募基金纺织服饰板块持股市值 (亿元)

图表54: 24Q1 基金持有纺织服饰二级行业市值环比变动



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

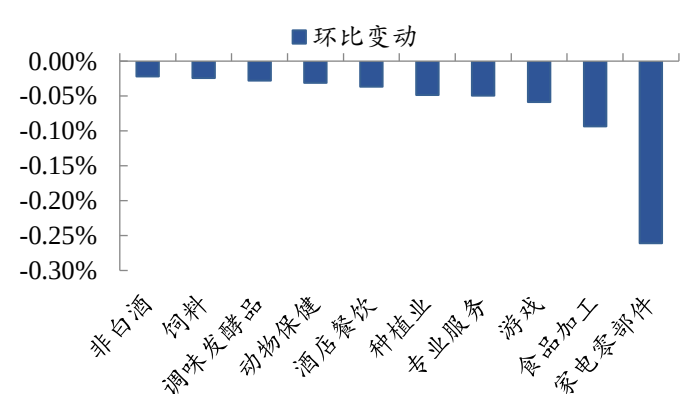
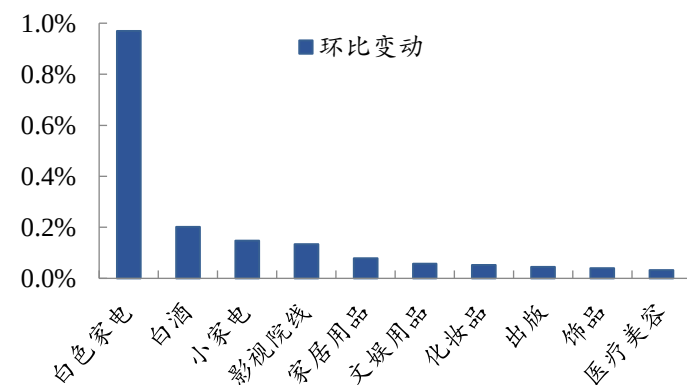
3.3、消费二级行业持仓: 白电板块提升明显, 家电零部件下降明显

3.3.1、季度环比变动 Top10

从细分赛道持仓占比上看, 本季度相比上季度, 持仓增加比例最高的前十大消费二级行业中, 白色家电仓位提升比例最高, 达到 0.97pct, 其次为白酒和小家电, 分别提升 0.20pct 和 0.15pct。而家电零部件、食品加工和游戏板块本季度持仓明显下降, 分别环比下降 0.26pct、0.09pct 和 0.06pct。

图表55: 2024Q1 消费二级行业基金持仓环比增加 TOP10 (%)

图表56: 2024Q1 消费二级行业基金持仓环比减少 TOP10 (%)



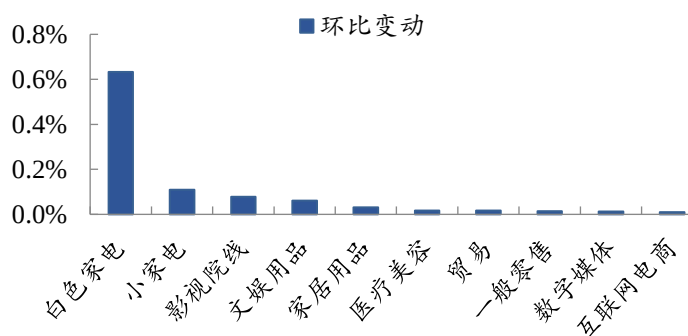
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

从超配比例上看, 超配比例环比增加较多的二级板块为白色家电, 超配比例环比增加 0.63pct。超配比例环比减少最多的板块为白酒, 超配比例环比变动 0.39pct。

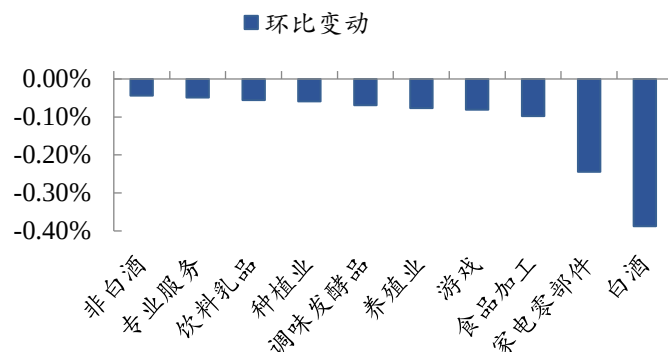


图表57: 2024Q1 消费二级行业基金超配环比增加 TOP10 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表58: 2024Q1 消费二级行业基金超配环比减少 TOP10 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

3.3.2、各版块二级行业季度持仓变动梳理

■ 食品饮料: 白酒及饮料乳品仓位提升, 其余板块仓位下降

从二级行业来看, 2024Q1 食品饮料板块中, 除白酒和饮料乳品外其余二级行业仓位均下降。其中, 食品加工仓位下降明显, 下降 0.09%。白酒仓位提升较多, 环比增加 0.20%。进一步细分, 白酒仓位上升的主要来源是五粮液 (+0.28%)、贵州茅台 (+0.19%), 全国性白酒龙头仍旧受到市场青睐。食品加工仓位下降的主要来源是安井食品 (-0.09%)。

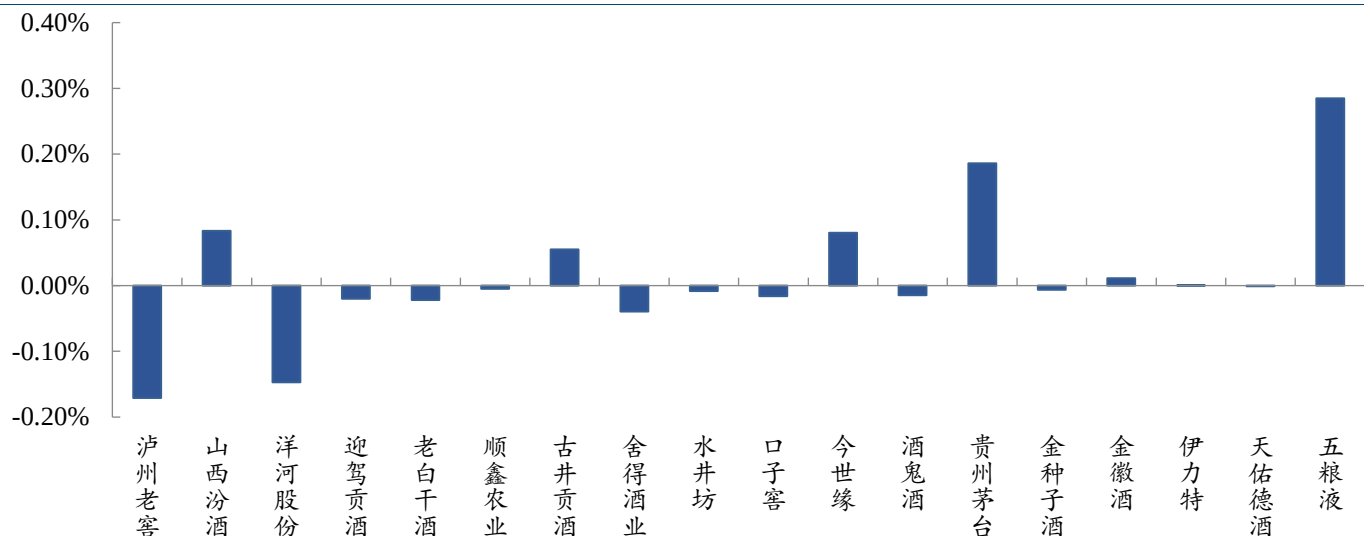


图表59：2024Q1 食品饮料二级行业持仓及超配比例变动

行业	持仓占比			超配比例		
	24Q1	23Q4	环比	24Q1	23Q4	环比
食品加工	0.3%	0.3%	-0.09%	-0.1%	0.0%	-0.10%
白酒	13.2%	13.0%	+0.20%	7.0%	7.3%	-0.39%
非白酒	0.3%	0.3%	-0.02%	0.0%	0.0%	-0.04%
饮料乳品	0.6%	0.6%	+0.00%	0.1%	0.1%	-0.06%
休闲食品	0.1%	0.2%	-0.01%	0.0%	0.0%	-0.01%
调味发酵品	0.2%	0.2%	-0.03%	-0.4%	-0.3%	-0.07%

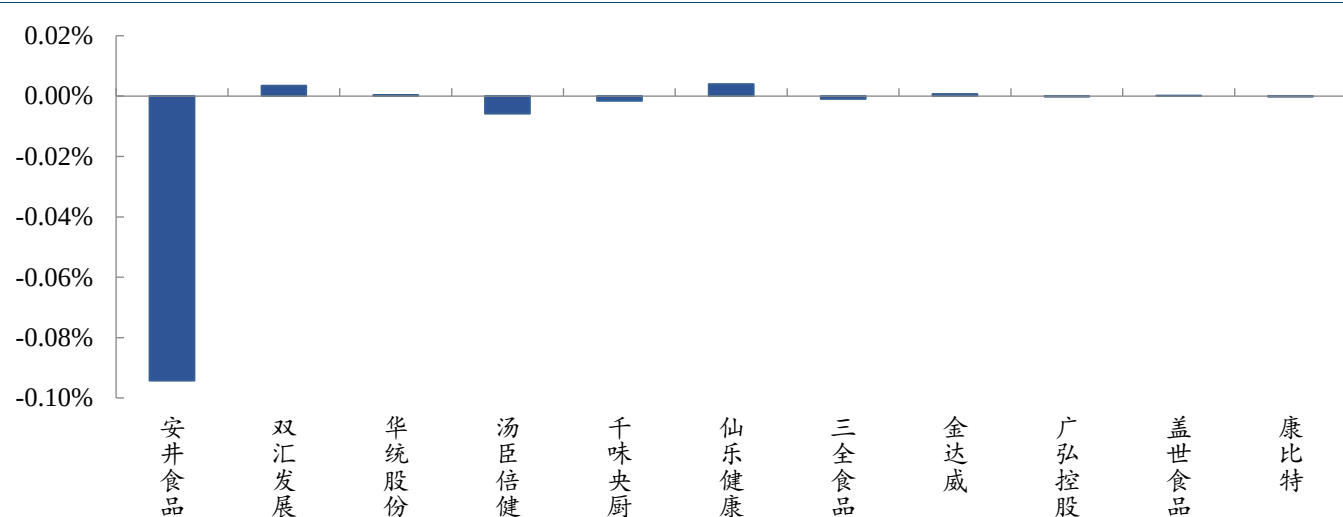
来源：Wind，国金证券研究所（注：计算结果保留两位小数。出现在统计列表的 0.00%，均为 2 位小数位后存在数值的数据）

图表60：白酒板块仓位上升主要五粮液/贵州茅台引起（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表61：食品加工板块仓位下降主要由安井食品引起（%）



来源：Wind，国金证券研究所

■ 家用电器：白色家电仓位明显提升，黑电和零部件仓位明显下降

从二级行业来看，2024Q1 家用电器各板块中，白色家电仓位上升最多，仓位环比提升 0.97%。家电零部件仓位下降相对较多，环比下降 0.26%。其中，白色家电板块仓位提升主要来源于美的集团（+0.56%），格力电器（+0.17%）和海尔智家（+0.14%）也有贡献。而家电零部件仓位下降主要来源于三花智控（-0.27%）。

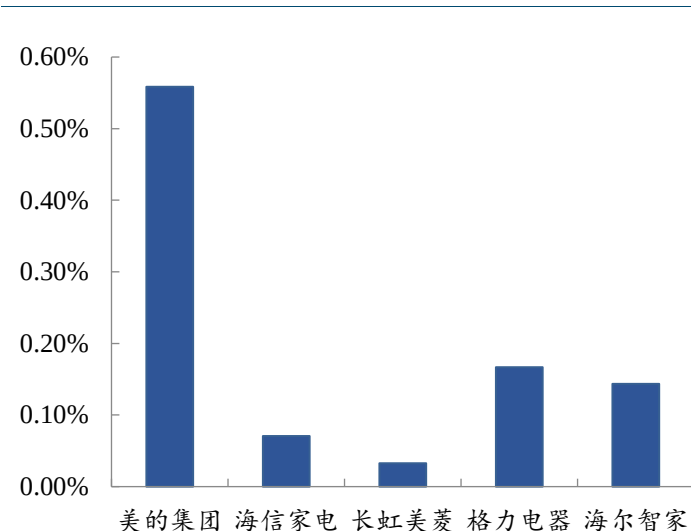


图表62：2024Q1 家用电器二级行业持仓及超配比例变动

行业	持仓占比			超配比例		
	24Q1	23Q4	环比	24Q1	23Q4	环比
白色家电	2.7%	1.7%	+0.97%	1.3%	0.6%	+0.63%
黑色家电	0.3%	0.3%	+0.01%	0.1%	0.1%	-0.02%
小家电	0.4%	0.2%	+0.15%	0.1%	-0.1%	+0.11%
厨卫电器	0.0%	0.0%	+0.01%	-0.1%	-0.1%	-0.00%
照明设备	0.0%	0.0%	+0.01%	-0.1%	-0.1%	+0.01%
家电零部件	0.4%	0.7%	-0.26%	0.1%	0.4%	-0.24%
其他家电	0.0%	0.0%	-0.00%	0.0%	0.0%	-0.00%

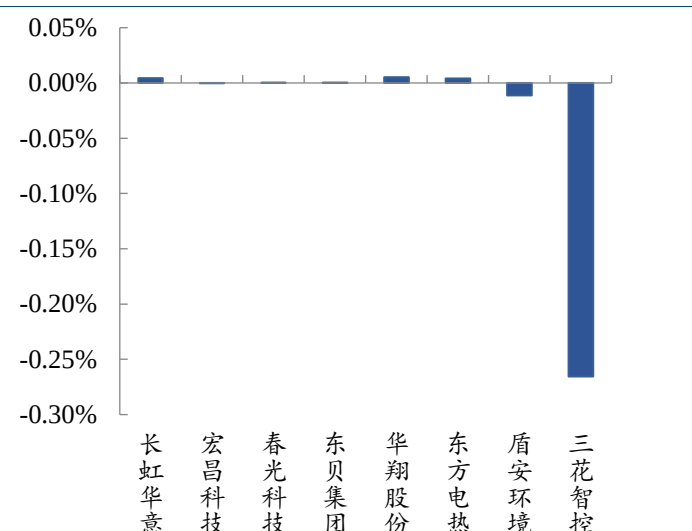
来源：Wind，国金证券研究所（注：计算结果保留两位小数。出现在统计列表的 0.00%，均为 2 位小数位后存在数值的数据）

图表63：白色家电仓位提升主要贡献来自于美的集团(%)



来源：Wind，国金证券研究所

图表64：家电零部件仓位下降主要来源于三花智控(%)



来源：Wind，国金证券研究所

■ 农林牧渔：农产品加工仓位提升，种植业仓位下降明显

从二级行业来看，2024Q1 农林牧渔板块中，农产品加工仓位提升，提升比例为 0.01%。种植业板块仓位下降最多，达到 0.05%。其中，农产品加工仓位提升的主要来源是中粮糖业（+0.01%），而种植业仓位下降的主要来源是隆平高科（-0.02%）和登海种业（-0.01%）。

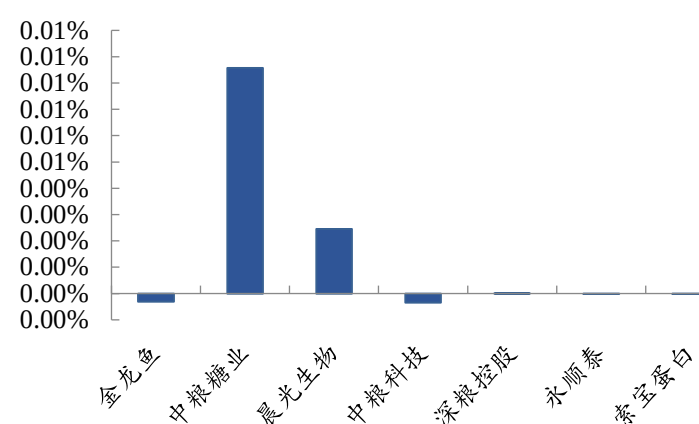
图表65：2024Q1 农林牧渔二级行业持仓及超配比例变动

行业	持仓占比			超配比例		
	24Q1	23Q4	环比	24Q1	23Q4	环比
种植业	0.1%	0.2%	-0.05%	-0.1%	0.0%	-0.06%
渔业	0.0%	0.0%	-0.00%	0.0%	0.0%	+0.00%
林业	0.0%	0.0%	-0.00%	0.0%	0.0%	+0.00%
饲料	0.4%	0.4%	-0.02%	0.2%	0.2%	-0.03%
农产品加工	0.0%	0.0%	+0.01%	-0.2%	-0.2%	+0.00%
养殖业	1.2%	1.2%	-0.02%	0.5%	0.5%	-0.08%
动物保健	0.0%	0.1%	-0.03%	0.0%	0.0%	-0.02%
农业综合	0.0%	0.0%	+0.00%	0.0%	0.0%	+0.00%

来源：Wind，国金证券研究所（注：计算结果保留两位小数。出现在统计列表的 0.00%，均为 2 位小数位后存在数值的数据）

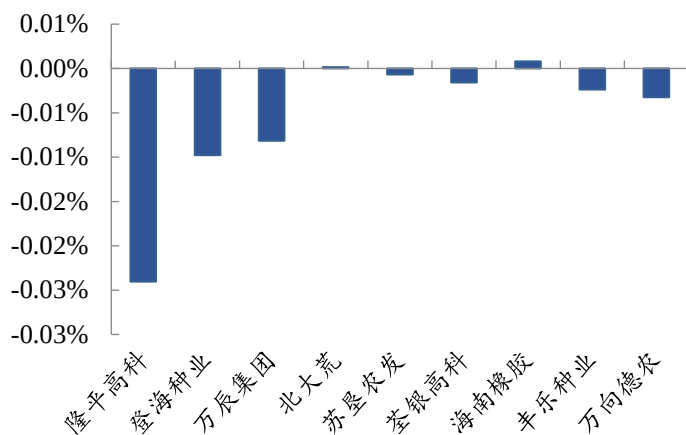


图表66: 农产品加工仓位提升主要贡献来自于中粮糖业 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表67: 种植业仓位下降主要来源于隆平高科/登海种业 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

■ 商贸零售: 专业连锁仓位下降, 其余板块仓位上涨

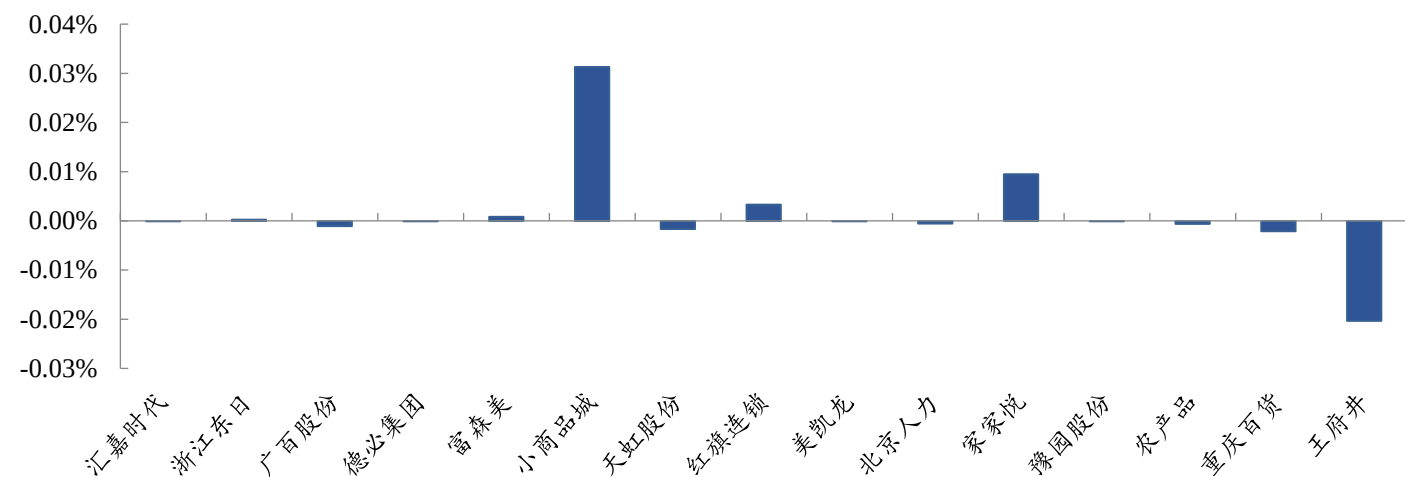
从二级行业来看, 2024Q1 商贸零售板块中, 除专业连锁外其余二级行业仓位均上涨。其中贸易、一般零售和旅游零售仓位上涨最多, 上涨比例均为 0.02%。旅游零售板块上市公司仅有中国中免, 是板块仓位上涨的主要也是唯一来源。一般零售板块仓位上涨主要来源于小商品城(+0.03%)和家家悦(0.01%)。互联网电商板块各上市公司仓位变动差异较小, 共同导致了该板块仓位上涨。

图表68: 2024Q1 商贸零售二级行业持仓及超配比例变动

行业	持仓占比			超配比例		
	24Q1	23Q4	环比	24Q1	23Q4	环比
贸易	0.0%	0.0%	+0.02%	-0.1%	-0.1%	+0.02%
一般零售	0.2%	0.1%	+0.02%	-0.5%	-0.5%	+0.01%
专业连锁	0.0%	0.0%	-0.00%	-0.1%	-0.1%	-0.01%
互联网电商	0.1%	0.1%	+0.01%	-0.1%	-0.1%	+0.01%
旅游零售	0.2%	0.2%	+0.02%	-0.1%	0.0%	-0.01%

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 计算结果保留两位小数。出现在统计列表的 0.00%, 均为 2 位小数位后存在数值的数据)

图表69: 一般零售板块仓位上涨主要由小商品城引起 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所



■ 社会服务：除体育外所有板块仓位均下降

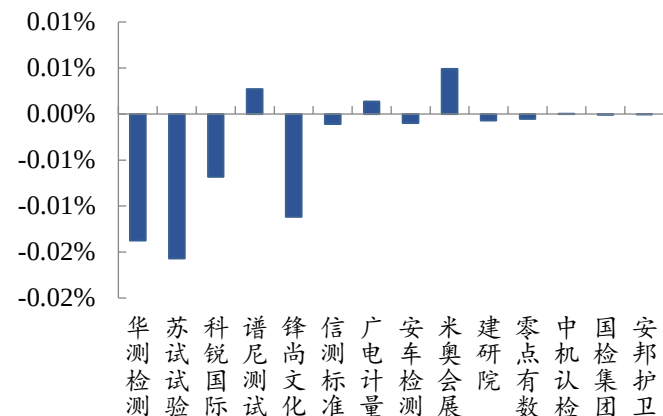
从二级行业来看，2024Q1 社会服务板块中，除体育外所有二级行业仓位均下降。其中专业服务和酒店餐饮下降比例相对较高，下降比例分别为 0.05%和 0.04%。专业服务仓位下降的主要来源是苏试试验(-0.02%)，酒店餐饮仓位下降的主要来源是首旅酒店(-0.02%)。

图表70：2024Q1 社会服务二级行业持仓及超配比例变动

行业	持仓占比			超配比例		
	24Q1	23Q4	环比	24Q1	23Q4	环比
体育	0.0%	0.0%	+0.00%	0.0%	0.0%	+0.00%
专业服务	0.1%	0.2%	-0.05%	0.0%	0.0%	-0.05%
酒店餐饮	0.1%	0.1%	-0.04%	0.0%	0.0%	-0.03%
旅游及景区	0.1%	0.1%	-0.00%	-0.1%	-0.1%	-0.03%
教育	0.1%	0.1%	-0.01%	0.0%	0.0%	-0.01%

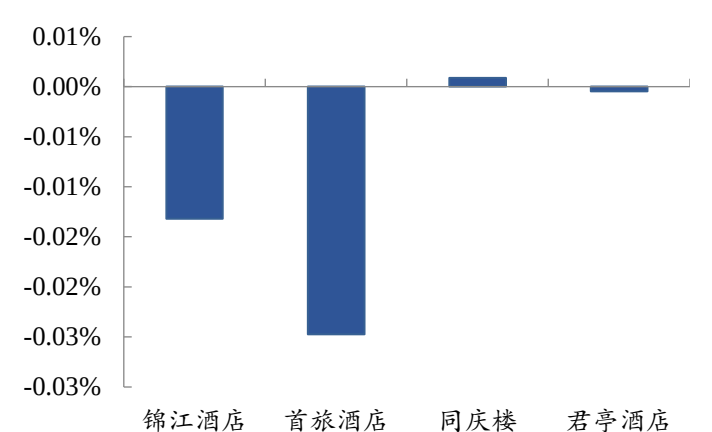
来源：Wind，国金证券研究所（注：计算结果保留两位小数。出现在统计列表的 0.00%，均为 2 位小数位后存在数值的数据）

图表71：专业服务仓位下降主要贡献来自苏试试验 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

图表72：酒店餐饮仓位下降主要由首旅酒店引起 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

■ 轻工制造：除包装印刷板块仓位下降外，其余板块仓位均上升

从二级行业来看，2024Q1 轻工制造板块中，家居用品和文娱用品板块仓位提升相对较多，提升比例分别达到 0.08%和 0.06%。顾家家居仓位的上涨(+0.08%)是家居用品板块整体仓位上涨的主要原因。文娱用品板块仓位上涨主要来源于晨光股份仓位的上涨(+0.06%)。

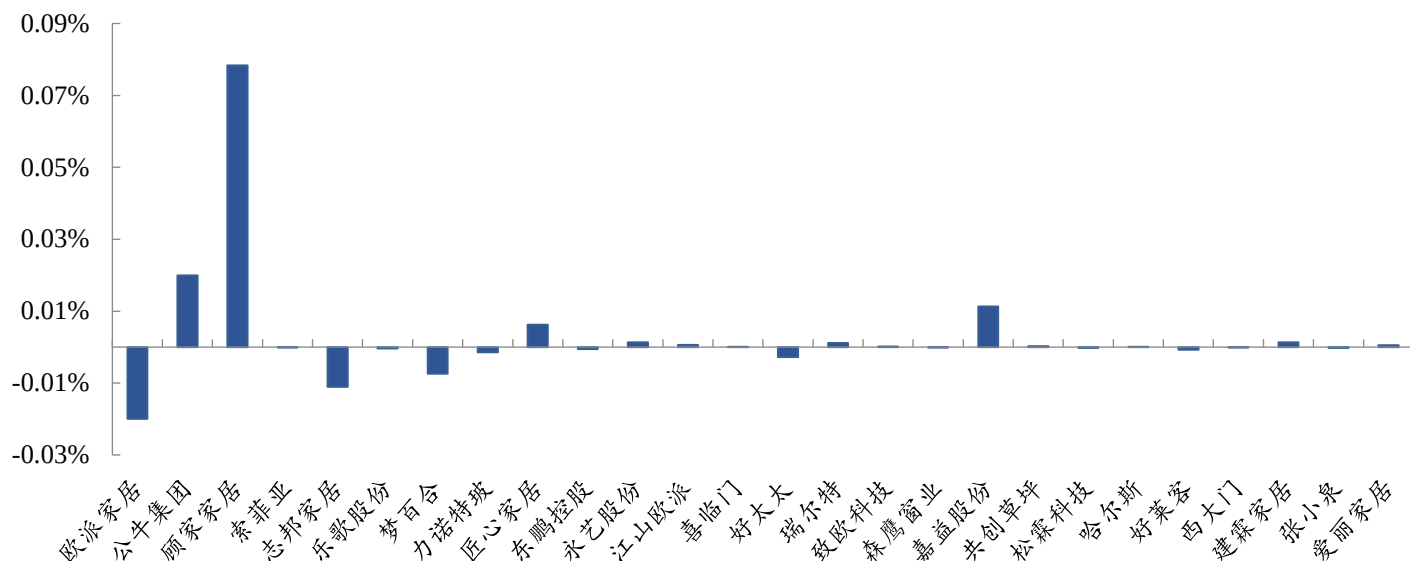
图表73：2024Q1 轻工制造二级行业持仓及超配比例变动

行业	持仓占比			超配比例		
	24Q1	23Q4	环比	24Q1	23Q4	环比
造纸	0.2%	0.2%	+0.02%	0.0%	0.0%	-0.00%
包装印刷	0.1%	0.1%	-0.01%	-0.2%	-0.2%	-0.01%
家居用品	0.4%	0.3%	+0.08%	-0.2%	-0.2%	+0.03%
文娱用品	0.1%	0.1%	+0.06%	0.0%	0.0%	+0.06%

来源：Wind，国金证券研究所（注：计算结果保留两位小数。出现在统计列表的 0.00%，均为 2 位小数位后存在数值的数据）

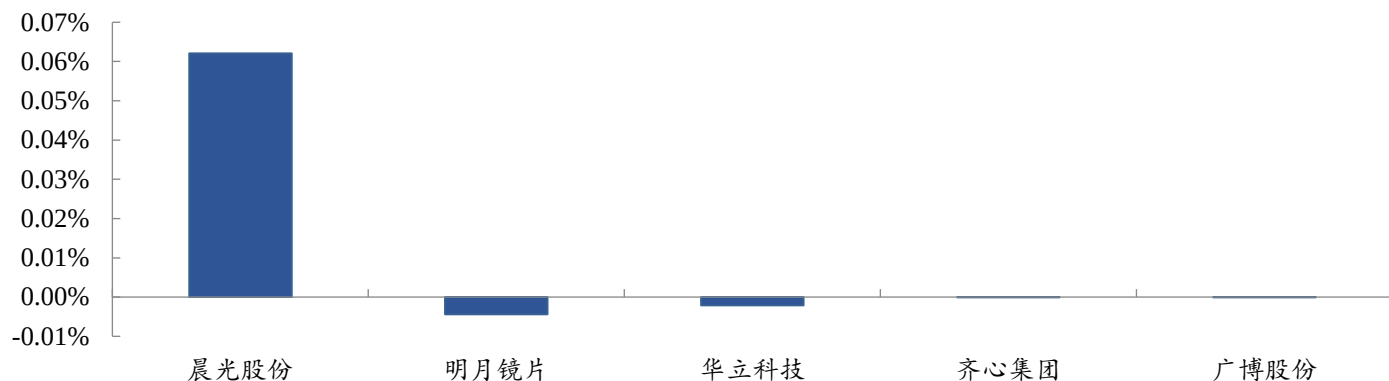


图表74：家居用品板块仓位上升主要由顾家家居引起（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表75：文娱用品板块仓位上升主要由晨光股份引起（%）



来源：Wind，国金证券研究所

■ 美容护理：各板块仓位均上涨

从二级行业来看，2024Q1 美容护理各板块仓位均出现上涨。其中，化妆品和医疗美容上涨比例相对较高，比例分别为 0.05%和 0.03%。其中，化妆品板块仓位上涨主要由科思股份（+0.03%）和水羊股份（+0.02%）引起。医疗美容板块受益于爱美客（0.03%）和锦波生物（0.01%）的上涨。

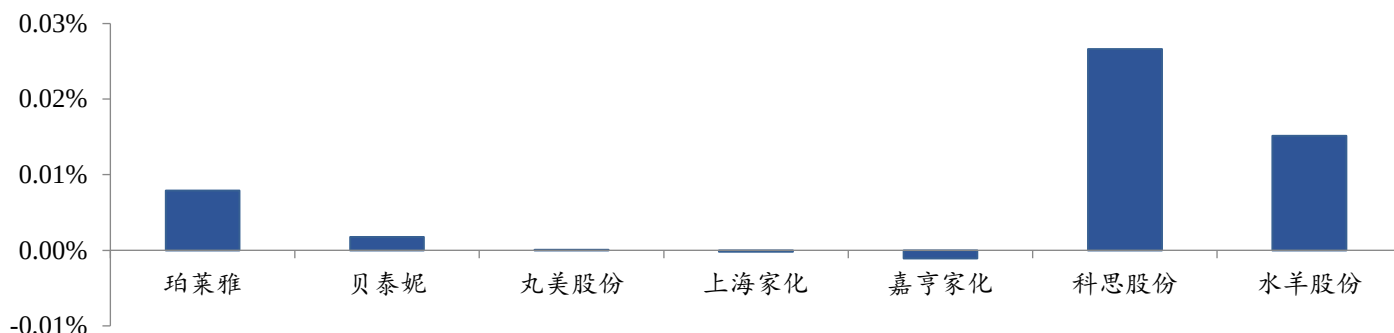
图表76：2024Q1 美容护理二级行业持仓及超配比例变动

行业	持仓占比			超配比例		
	24Q1	23Q4	环比	24Q1	23Q4	环比
个护用品	0.0%	0.0%	+0.01%	-0.1%	-0.1%	+0.01%
化妆品	0.1%	0.1%	+0.05%	-0.1%	-0.1%	+0.01%
医疗美容	0.2%	0.2%	+0.03%	0.1%	0.1%	+0.02%

来源：Wind，国金证券研究所（注：计算结果保留两位小数。出现在统计列表的 0.00%，均为 2 位小数位后存在数值的数据）

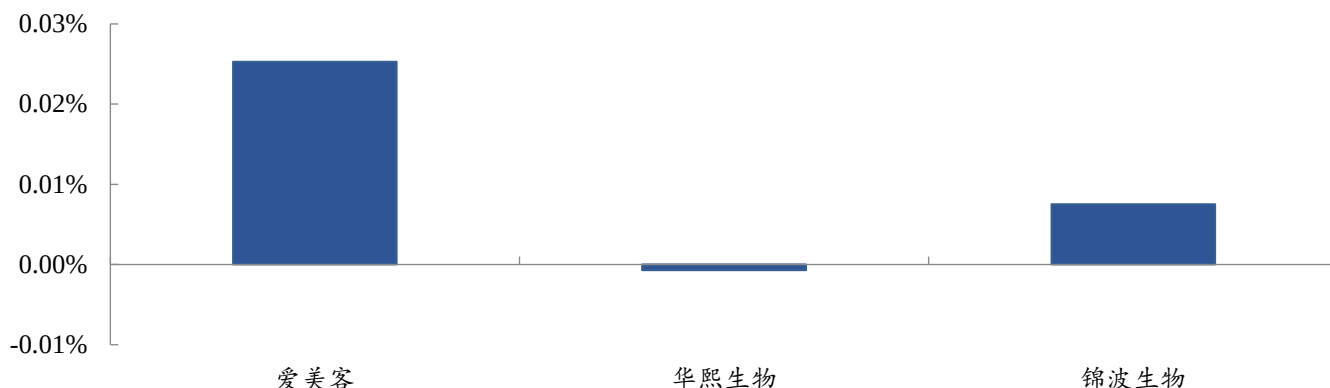


图表77：化妆品板块仓位上涨主要由科思股份/水羊股份引起（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表78：医疗美容板块仓位上涨主要由爱美客/锦波生物引起（%）



来源：Wind，国金证券研究所

■ 传媒：游戏/广告营销板块仓位下降，其余板块提升

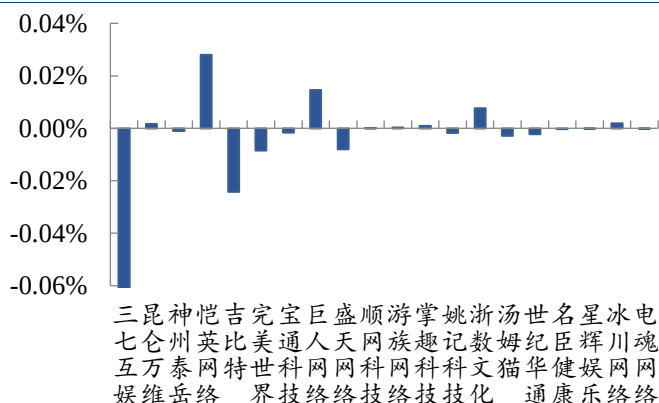
从二级行业来看，2024Q1 传媒板块中，除游戏和广告营销外其余二级行业仓位均上涨，游戏板块下降幅度最大，达到 0.06%。其中影视院线板块上涨比例相对较高，达到 0.13%，其中游戏板块仓位下降主要由三七互娱（-0.06%）引起，影视院线板块仓位上涨主要由万达电影（+0.05%）和光线传媒（+0.06%）引起。

图表79：2024Q1 传媒二级行业持仓及超配比例变动

行业	持仓占比			超配比例		
	24Q1	23Q4	环比	24Q1	23Q4	环比
游戏	0.5%	0.5%	-0.06%	0.0%	0.0%	-0.08%
广告营销	0.2%	0.2%	-0.01%	-0.2%	-0.1%	-0.03%
影视院线	0.2%	0.1%	+0.13%	-0.1%	-0.2%	+0.08%
数字媒体	0.0%	0.0%	+0.02%	-0.1%	-0.1%	+0.01%
出版	0.1%	0.0%	+0.04%	-0.4%	-0.3%	-0.03%
电视广播	0.0%	0.0%	+0.00%	-0.2%	-0.2%	-0.00%

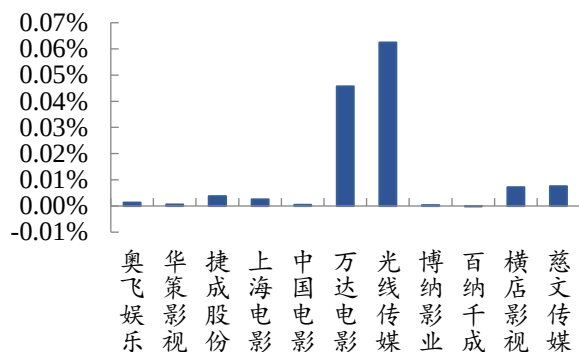
来源：Wind，国金证券研究所（注：计算结果保留两位小数。出现在统计列表的 0.00%，均为 2 位小数位后存在数值的数据）

图表80: 游戏仓位下降主要由三七互娱引起 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

图表81：影视院线仓位上涨主要由万达/光线引起（%）



来源：Wind，国金证券研究所

■ 纺织服饰：所有版块均上涨

从二级行业来看，2024Q1 纺织服饰中，所有板块均上升，上升比例分别为 0.01%、0.01% 和 0.04%，各个二级板块仓位变动较小。

图表82: 2024Q1 纺织服饰二级行业持仓及超配比例变动

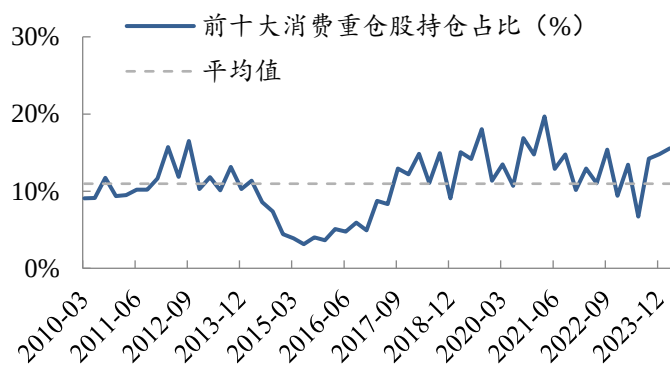
行业	持仓占比			超配比例		
	24Q1	23Q4	环比	24Q1	23Q4	环比
纺织制造	0.1%	0.1%	+0.01%	-0.1%	-0.1%	-0.00%
服装家纺	0.3%	0.3%	+0.01%	-0.1%	-0.1%	-0.02%
饰品	0.1%	0.1%	+0.04%	-0.1%	-0.1%	-0.01%

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 计算结果保留两位小数。出现在统计列表的 0.00%, 均为 2 位小数位后存在数值的数)

3.4、大消費重仓股：優質公司稀缺性凸顯，持股集中度保持高點

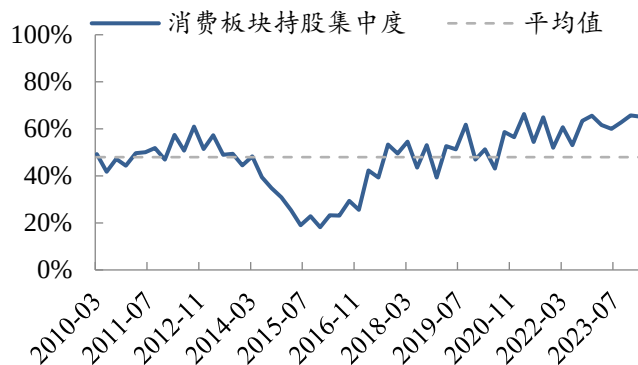
从前十大消费重仓股占基金持有的整体 A 股市值的占比看，2024Q1 前十大消费重仓股持仓占比为 15.5%，环比提升 0.6%，主要系市场盈利预期整体下滑背景下，盈利能力优秀的公司稀缺性更加明显，基金逐步将持仓集中于部分优质公司。前十大消费重仓股占比目前高于历史均值 11.0%，环比增加 0.1pct，持仓集中度处于上升趋势。从消费板块内部持股集中度上看，2024Q1 前十大消费重仓股占基金大消费整体持仓的比例为 65.2%，环比下降 0.5pct，高于历史均值 48.0%，仍处于历史高位，反映了公募基金对于消费板块的配置更加集中化，具备盈利能力优势和红利优势的消费个股，相对于板块整体的配置吸引力更加明显。

图表83: 2024Q1 基金前十大消费重仓股持仓占比 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 持仓占比为前十大消费重仓股占 A 股整体比例)

图表84: 2024Q1基金消费持股集中度仍处高位 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 持股集中度为前十大消费重仓股占有消费股持股总市值的比例)



截至 2024Q1，大消费板块整体及各一级行业前十大重仓股明细如下：

基金对消费板块的配置仍旧主要集中在白酒板块，消费板块前十大重仓股中，白酒企业占据 6 席，且前三均为白酒企业。家用电器板块也重仓较多，占据前十大重仓股中的 3 席，其中海尔智家、格力电器为本期新入的前十大消费重仓股。

图表85：2024Q1 基金前十大消费重仓股

行业	代码	名称	持股机构数量（家）	持股市值（亿元）	持股占流通股比（%）
食品饮料	600519.SH	贵州茅台	1,522.00	1,478.20	6.9%
食品饮料	000858.SZ	五粮液	807.00	622.55	10.4%
食品饮料	000568.SZ	泸州老窖	601.00	464.05	17.1%
家用电器	000333.SZ	美的集团	840.00	403.46	9.2%
食品饮料	600809.SH	山西汾酒	405.00	354.29	11.8%
食品饮料	000596.SZ	古井贡酒	249.00	204.85	19.3%
家用电器	600690.SH	海尔智家	317.00	139.33	8.9%
食品饮料	600887.SH	伊利股份	387.00	128.46	7.3%
食品饮料	002304.SZ	洋河股份	72.00	124.75	8.5%
家用电器	000651.SZ	格力电器	408.00	111.86	5.1%

来源：Wind，国金证券研究所

■ 食品饮料

环比上期，本期食品饮料板块前十大重仓股中持仓增加较多的个股为贵五粮液(+0.28%)、贵州茅台(+0.19%)和山西汾酒(+0.08%)。持仓减少较多的个股是泸州老窖(-0.17%)和洋河股份(-0.15%)。

图表86：2024Q1 食品饮料行业前十大重仓股

代码	名称	2024Q1 持仓	2023Q4 持仓	环比
600519.SH	贵州茅台	5.70%	5.51%	+0.19%
000858.SZ	五粮液	2.40%	2.12%	+0.28%
000568.SZ	泸州老窖	1.79%	1.96%	-0.17%
600809.SH	山西汾酒	1.37%	1.28%	+0.08%
000596.SZ	古井贡酒	0.79%	0.73%	+0.06%
600887.SH	伊利股份	0.50%	0.52%	-0.02%
002304.SZ	洋河股份	0.48%	0.63%	-0.15%
603369.SH	今世缘	0.35%	0.27%	+0.08%
600600.SH	青岛啤酒	0.22%	0.18%	+0.04%
603198.SH	迎驾贡酒	0.16%	0.18%	-0.02%

来源：Wind，国金证券研究所（注：计算结果保留两位小数。出现在统计列表的 0.00%，均为 2 位小数位后存在数值的数据）

■ 家用电器

环比上期，本期家用电器板块前十大重仓股中持仓增加较多的个股为美的集团(+0.56%)和格力电器(+0.17%)，持仓减少较多的个股为三花智控(-0.27%)。

图表87：2024Q1 家用电器行业前十大重仓股

代码	名称	2024Q1 持仓	2023Q4 持仓	环比
000333.SZ	美的集团	1.56%	1.00%	+0.56%
600690.SH	海尔智家	0.54%	0.39%	+0.14%
000651.SZ	格力电器	0.43%	0.26%	+0.17%



代码	名称	2024Q1 持仓	2023Q4 持仓	环比
002050. SZ	三花智控	0.34%	0.60%	-0.27%
688169. SH	石头科技	0.31%	0.15%	+0.17%
600060. SH	海信视像	0.21%	0.18%	+0.03%
000921. SZ	海信家电	0.12%	0.05%	+0.07%
002011. SZ	盾安环境	0.04%	0.05%	-0.01%
000521. SZ	长虹美菱	0.04%	0.00%	+0.03%
002429. SZ	兆驰股份	0.03%	0.05%	-0.02%

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 计算结果保留两位小数。出现在统计列表的 0.00%, 均为 2 位小数位后存在数值的数据)

■ 农林牧渔

环比上期, 本期持仓增加较多的是牧原股份 (+0.03%)、海大集团 (+0.01%) 和立华股份 (+0.01%), 持仓减少较多的是温氏股份 (-0.06%)。

图表88: 2024Q1 农林牧渔行业前十大重仓股

代码	名称	2024Q1 持仓	2023Q4 持仓	环比
002714. SZ	牧原股份	0.41%	0.37%	+0.03%
300498. SZ	温氏股份	0.40%	0.45%	-0.06%
002311. SZ	海大集团	0.29%	0.27%	+0.01%
603477. SH	巨星农牧	0.17%	0.18%	-0.01%
000998. SZ	隆平高科	0.09%	0.11%	-0.02%
300761. SZ	立华股份	0.05%	0.04%	+0.01%
002385. SZ	大北农	0.04%	0.06%	-0.01%
002100. SZ	天康生物	0.04%	0.05%	-0.01%
600975. SH	新五丰	0.04%	0.04%	-0.00%
002299. SZ	圣农发展	0.03%	0.06%	-0.02%

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 计算结果保留两位小数。出现在统计列表的 0.00%, 均为 2 位小数位后存在数值的数据)

■ 商贸零售

环比上期, 本期商贸零售板块前十大重仓股中, 持仓增加较多的是小商品城 (+0.03%) 和中国中免 (+0.02%), 持仓减少较多的是王府井 (-0.02%)。

图表89: 2024Q1 商贸零售行业前十大重仓股

代码	名称	2024Q1 持仓	2023Q4 持仓	环比
601888. SH	中国中免	0.22%	0.19%	+0.02%
600415. SH	小商品城	0.06%	0.03%	+0.03%
603613. SH	国联股份	0.05%	0.04%	+0.00%
600861. SH	北京人力	0.04%	0.04%	-0.00%
002315. SZ	焦点科技	0.03%	0.02%	+0.00%
600729. SH	重庆百货	0.02%	0.02%	-0.00%
600859. SH	王府井	0.02%	0.04%	-0.02%
601028. SH	玉龙股份	0.01%	0.00%	+0.01%
603708. SH	家家悦	0.01%	0.00%	+0.01%
000061. SZ	农产品	0.01%	0.01%	-0.00%

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 计算结果保留两位小数。出现在统计列表的 0.00%, 均为 2 位小数位后存在数值的数据)

■ 社会服务



环比上期,本期社会服务板块前十大重仓股中持仓增加较多的个股为学大教育(+0.02%),持仓减少较多的个股为中公教育(-0.03%)和首旅酒店(-0.02%)。

图表90: 2024Q1 社会服务行业前十大重仓股

代码	名称	2024Q1 持仓	2023Q4 持仓	环比
300012.SZ	华测检测	0.10%	0.11%	-0.01%
300144.SZ	宋城演艺	0.07%	0.07%	-0.00%
000526.SZ	学大教育	0.04%	0.02%	+0.02%
600754.SH	锦江酒店	0.03%	0.05%	-0.01%
605108.SH	同庆楼	0.03%	0.03%	+0.00%
600258.SH	首旅酒店	0.03%	0.05%	-0.02%
300662.SZ	科锐国际	0.01%	0.02%	-0.01%
300795.SZ	米奥会展	0.01%	0.01%	+0.00%
002607.SZ	中公教育	0.01%	0.05%	-0.03%
603199.SH	九华旅游	0.01%	0.00%	+0.01%

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 计算结果保留两位小数。出现在统计列表的 0.00%, 均为 2 位小数位后存在数值的数据)

■ 轻工制造

环比上期,本期轻工制造板块前十大重仓股中持仓增加较多的个股主要为顾家家居(+0.08%)和晨光股份(+0.06%),本期持仓减少较多的个股为欧派家居(-0.02%)和志邦家居(-0.01%)。

图表91: 2024Q1 轻工制造行业前十大重仓股

代码	名称	2024Q1 持仓	2023Q4 持仓	环比
002078.SZ	太阳纸业	0.19%	0.17%	+0.02%
603816.SH	顾家家居	0.14%	0.06%	+0.08%
603899.SH	晨光股份	0.12%	0.06%	+0.06%
603195.SH	公牛集团	0.07%	0.05%	+0.02%
002831.SZ	裕同科技	0.05%	0.06%	-0.00%
603833.SH	欧派家居	0.05%	0.07%	-0.02%
002572.SZ	索菲亚	0.03%	0.03%	-0.00%
603801.SH	志邦家居	0.02%	0.03%	-0.01%
603208.SH	江山欧派	0.02%	0.02%	+0.00%
002790.SZ	瑞尔特	0.01%	0.01%	+0.00%

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 计算结果保留两位小数。出现在统计列表的 0.00%, 均为 2 位小数位后存在数值的数据)

■ 美容护理

环比上期,美容护理板块前十大重仓股中爱美客(+0.03%)、科思股份(+0.03%)和水羊股份(+0.02%)获得增持,上海家化(-0.00%)遭减持。

图表92: 2024Q1 美容护理行业前十大重仓股

代码	名称	2024Q1 持仓	2023Q4 持仓	环比
300896.SZ	爱美客	0.20%	0.17%	+0.03%
300856.SZ	科思股份	0.05%	0.03%	+0.03%
603605.SH	珀莱雅	0.05%	0.04%	+0.01%
300740.SZ	水羊股份	0.02%	0.01%	+0.02%
003006.SZ	百亚股份	0.02%	0.01%	+0.00%
832982.BJ	锦波生物	0.01%	0.01%	+0.01%
300957.SZ	贝泰妮	0.01%	0.01%	+0.00%



代码	名称	2024Q1 持仓	2023Q4 持仓	环比
301108.SZ	洁雅股份	0.00%	0.00%	+0.00%
603059.SH	倍加洁	0.00%	0.00%	+0.00%
600315.SH	上海家化	0.00%	0.00%	-0.00%

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 计算结果保留两位小数。出现在统计列表的 0.00%, 均为 2 位小数位后存在数值的数据)

■ 传媒

环比上期, 本期持仓增加的个股主要为光线传媒 (+0.06%) 和万达电影 (+0.05%), 本期持仓减少的个股主要为三七互娱 (-0.06%)。

图表93: 2024Q1 传媒行业前十大重仓股

代码	名称	2024Q1 持仓	2023Q4 持仓	环比
002027.SZ	分众传媒	0.20%	0.19%	+0.01%
002517.SZ	恺英网络	0.12%	0.09%	+0.03%
300251.SZ	光线传媒	0.09%	0.03%	+0.06%
300418.SZ	昆仑万维	0.09%	0.09%	+0.00%
002739.SZ	万达电影	0.06%	0.02%	+0.05%
002555.SZ	三七互娱	0.06%	0.12%	-0.06%
300002.SZ	神州泰岳	0.06%	0.06%	-0.00%
002602.SZ	世纪华通	0.04%	0.04%	-0.00%
300413.SZ	芒果超媒	0.04%	0.02%	+0.03%
002558.SZ	巨人网络	0.04%	0.03%	+0.01%

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 计算结果保留两位小数。出现在统计列表的 0.00%, 均为 2 位小数位后存在数值的数据)

■ 纺织服饰

环比上期, 本期持仓增加较多的个股为海澜之家 (+0.02%)、老凤祥 (+0.02%) 和周大生 (+0.02%), 本期持仓减少较多的个股有比音勒芬 (-0.02%)。

图表94: 2024Q1 纺织服饰行业前十大重仓股

代码	名称	2024Q1 持仓	2023Q4 持仓	环比
002832.SZ	比音勒芬	0.10%	0.12%	-0.02%
600398.SH	海澜之家	0.08%	0.06%	+0.02%
600612.SH	老凤祥	0.05%	0.03%	+0.02%
300979.SZ	华利集团	0.04%	0.03%	+0.01%
002003.SZ	伟星股份	0.04%	0.05%	-0.01%
002867.SZ	周大生	0.04%	0.02%	+0.02%
600177.SH	雅戈尔	0.02%	0.03%	-0.00%
002154.SZ	报喜鸟	0.02%	0.02%	-0.00%
002327.SZ	富安娜	0.01%	0.02%	-0.00%
603055.SH	台华新材	0.01%	0.02%	-0.01%

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 计算结果保留两位小数。出现在统计列表的 0.00%, 均为 2 位小数位后存在数值的数据)



四、基金经理后市观点

我们梳理了公募基金经理 2024 年一季报的观点，并将其中和消费板块有关的观点进行整理，从而反映基金对于消费板块的最新看法：

基金经理的一季报存在三个共识和一个分歧：

共识一：对于消费板块的未来预期和基本面表现之间的分歧大大减少，对于消费需求恢复的节奏拥有较高的共识。

共识二：对于商业模式出色，格局清晰的绝对龙头的共识进一步牢固，尤其是对于白酒全国龙头的持仓进一步提升。

共识三：对于红利属性资产的关注度显著上升，并且在一季度表现最为明显，且演化速度较快，尤其体现在白电龙头仓位的提升。

分歧：

成长 or 红利？结构性的成长类公司在当期板块情绪下更加低估，但在人口结构、可支配收入变化的长期趋势下其成长的不确定性也较高，这或许成为市场减配消费成长的理由。但如果结构性成长的底层逻辑非常稳健，或许将带来比红利资产更佳的收益率。

图表95：部分基金经理 2024Q1 针对消费板块的观点

序号	观点概括
1	个股方面，我们仍然持有商业模式出色、行业格局清晰、竞争力强的优质公司。我们认为，从长期国债和类债的股票资产表现来看，市场的风险偏好已经降低到了很低的水平，具体表现为在定价时给予静态的股息率水平很高的权重，对成长性特别是企业的长期成长性持怀疑的态度。在简化模型下，在 5%股息率+1%成长性的公司 A 和 3%股息率+8%成长性的公司 B 之间，现阶段市场大多更倾向于选择公司 A，这类公司也吸引了大量类固定收益资金的配置。 如果我们复盘资本市场长期的历史，股票比债券长期收益率高的一个重要原因就是股票具有持续的成长性，而优质股票的必要条件就是具有长期持续的成长性。因此，我们认为作为股票投资者，应始终赋予寻找长期成长性相当的权重。虽然，在高质量发展时期，公司持续高速增长的基础概率在降低，但我们始终不应该放弃对中等且持续成长性的寻找，而成长性也可以通过在不同的细分结构中寻找而获得。 然而，成长必须是高质量的，不是粗放经营或者烧钱带来的，应是在合理边际投资回报率情况下获得的。我们会很关注公司对成本费用的控制能力、运营资本的管控能力、自由现金流的产生能力、资本分配的能力以及回报股东的意愿。另外，从估值角度，过去三年，由于市场对长期成长性预期的不断修正，公司 A 的估值出现了提升，而公司 B 的估值则出现了下降，我们认为，从各个估值维度（市盈率、市值/自由现金流）的绝对和相对水平来看，现阶段的市场定价使得长期高质量增长的公司 B 是有吸引力的。
2	在新旧动能转换过程中，我们认为稳增长政策会以托底为主，并不会寻求大规模需求端刺激，高质量供给更加值得期待。今年来看，内生韧性主要体现在消费，外部变化主要是外需好转。一季度实际增长不足以触发增量政策，综合实际增长和价格走势看，全年名义 GDP 有望逐季回升，稳定向好。 消费行业仍会面临需求不足、竞争加大的压力，企业加速分化会是常态，但相比去年，由于市场对宏观的预期足够低，消费行业在经历了三年估值调整后，基本上估值都处于历史 20%以下的分位，24 年消费当中“高质量”因子会逐步发挥作用。24 年消费会表现为“低预期、强韧性”，目前龙头白马的性价比在全球范围内都有非常强的优势，由于稳定的业绩增长和较高的股息率，消费龙头公司向下空间有限，向上存在一定的估值弹性。在投资上，我们持续看好壁垒高、格局稳固、现金流好的高端白酒、区域白酒龙头、白电龙头，以及成长性依然突出的休闲零食、化妆品。
3	第一，在白酒方面，我们阶段性减持了部分白酒香型的仓位，主要集中在酱香型和清香型的龙头企业，以及能够实现跨区域成长的浓香型企业中。我们对白酒的投资有一些远虑，但没有近忧。我们的远虑在于，某些白酒企业过度把精力放在“要增长”。而白酒企业最大的担忧不是不增长，反则是过度追求增长。其实，历史上已经无数次证明，白酒企业业绩增长的最大阻碍就是“要增长”，最大的弯路就是走捷径。白酒行业本来是一个慢换代、缓增长、高壁垒的行业。几十年来，很多产品更换频率极低，而品牌价值、品牌壁垒极高。产品面慢迭代，行业慢变量，这正是白酒行业最大的特点。因此，白酒行业的竞争规则和其他行业是完全不同的，如果在短时间内体量快速增长，制造神话，往往最终不及预期。我们自己的投资曾经就走过这样的弯路。在某种程



序号	观点概括
	度上，这与我们的投资是相似的，白酒行业并不是考验爆发力的行业，而更像是考验长跑马拉松能力的行业，它更多的是考验参赛选手的长期耐力、节奏把控和综合能力的持续提升。一方面，这个行业仍然具有厚深的护城河和长坡厚雪，如果管理层或者股东出于短期诉求，盲目做大收益，那么长坡厚雪也有可能变成一潭泥沼。拉长维度来看，一些快速增长的方式可能都会对白酒企业的长期扩张能力和品牌价值力造成损害。因此，我们更加警惕那些短期放大业绩弹性而埋下长期隐患的白酒企业。从某种角度上来说，过去三年，这场白酒行业的寒冬并不是一件坏事，它使整个行业的节奏发生了变化。就像中国经济，由以前的快速增长转向更加健康、更加有质量地发展。我们认为，2024 年优秀的白酒企业与普通的白酒企业，以及和管理上放弃稳健、更加激进的白酒企业相比，差距会进一步拉开。 第二，关于红利资产，我们认为可以从三个时间维度来看待。在短时间内，红利资产的表现取决于市场情绪处于进攻还是防御。在防御阶段，红利资产往往表现较好，而在市场反弹阶段，红利资产则表现偏弱；在中期维度，红利资产取决于社会回报率的实际上升或者下降程度，以及社会对资产回报的预期。如果生产率不能发生质的改变，那么红利资产就会在中长时间维度内一直具有吸引力；从更长的时间视角来看，我们认为所有优质的企业最终都应该通过红利的方式来回报股东，而不是不断地从股东手中索取资本。资产可以转化为资本，但最终资本也要完成向资产所有者的回报。从这个角度看，我们认为所有的资产，包括成长资产在内，最终都应该以红利的方式回报股东。在具体操作上，我们在红利资产的内部做了一些轮动。比如，我们阶段性减持了煤炭资产的比重。我们认为当一个行业经过三年的高歌猛进，从 0.5 倍 PB 修复到 3 倍 PB 的时候，就会出现各种各样的解释，认为此类资产可以处于一种永续增长或者永远保持在高位的状态。但正如三年前的白酒一样，万物皆周期，过高的估值往往蕴含着更多的风险，如果这些假设发生改变，那么风险就会发生。有鉴于此，我们增加了红利资产内部偏向消费行业的白电，偏向公用事业的火电以及国际资产定价视角下的石油，而阶段性地减持了煤炭。
4	整体而言，由于经济仍在低位运行，消费行业可能需要更多的时间来走出底部。但我们判断，很多消费公司的估值已具备一定的吸引力。此外，伴随着股价的调整，越来越多的消费公司也开始加大分红或回购的力度来回馈股东，价值底部逐步凸显。因此，我们着眼于中长期，整体上保持了较为稳定的持仓结构。在一季度，我们适当增加了食品饮料、家用电器、农林牧渔等行业的配置。
5	从微观调研上来看，一季度的消费、地产的复苏力度依然不是很强，需要更多的耐心和观察。但我们相信积极的因素最终必将发挥作用，即便中间会有反复。我们希望能不要过度局限于短期的种种不利数据的解读。当前市场的整体估值处于长周期中很有吸引力的位置，权益市场处在很好的风险收益区间。放在更长的时间维度，我们相信当下所面临的重重困难终将找到解决的出路。投资者当前选择承受市场波动对应的预期回报水平的是相当合适的。未来我们依然会致力于在优质股票里寻找价值。在当前估值下，红利价值风格依然能找到较好投资机会，但质量成长风格同样具备很多投资机会。我们并不具备精确预测市场短期趋势的可靠能力，而是把精力集中在耐心收集具有远大前景的优秀公司，等待公司自身创造价值的实现和市场情绪在未来某个时点的周期性回归。
6	市场情绪总会存在惯性。与 2023 年相反，我们在 2024 年很可能会经历一个从过度悲观逐步走向乐观的过程。年初以来，市场悲观情绪蔓延，长端利率一路向下，低波红利资产持续受到资金追捧。但从实际情况看，近期公布的经济数据较大幅度超出市场预期。1-2 月我国工业增加值同比增长 7%，显著好于市场预期的 4.3%，季调环比增速也显著偏强。出口显著超预期是生产走强的主要驱动。1-2 月出口以美元计价同比增长 7.1%，大幅强于市场预期的 1.8%。出口走强一方面体现出我国制造业仍然具备极强的全球竞争力，另一方面也反映出全球经济具备较强的增长韧性。消费继续温和复苏，社会消费品零售总额同比增长 5.5%，较去年全年的两年复合增速提升 2 个百分点。3 月我国制造业 PMI 为 50.8%，明显高于市场一致预期 50.1%，回升幅度显著好于季节性，新订单表现强劲，新出口订单明显回升，在手订单也终于显著反弹，未来有望带动生产进一步走强。情绪低迷时期，我们没有必要只是盯着我们经济中阶段性疲软的部门，也要看到我国有着扎实的经济基本盘。地产和化债仍然会在短期内拖累经济表现，但我国经济总体稳中向好态势已经显现。而且，我国长期以来高速发展过程中积累的问题总要解决，解决是为了更好的发展，完全没有必要过分悲观。
7	消费板块中，家电、汽车在红利策略、以及以旧换新等政策的期待下，有所表现；食品饮料板块也因春节消费好于悲观预期，有所企稳回升。报告期内，由于市场经历了较大幅度的波动，消费板块的估值进一步下探到十



序号	观点概括
	分有性价比的水平，基于中长期视角本基金对于消费板块的中长期表现信心有所提升。同时，基于消费板块自21年初以来的持续调整，估值已回归价值区间；叠加去年以来，市场也不再对消费的复苏抱有较高的预期，反而都转向中性或悲观，因此综合来看消费板块已处于估值和预期都相对较低的位置。基于此，本基金在报告期内积极寻找及配置具有估值优势及中长期可持续成长的优质消费公司的投资机会。
8	从长期的视角看，我们面对的经济环境尚未看到明显拐点。整个社会负债端的问题仍在处理当中，居民和企业的需求需要激发；资产端，产能整体是过剩的，具有较强差异化或供给壁垒的资产是稀缺的。因此我们针对不同类别的资产：资源属性资产，强调“供给刚性”；制造业资产，强调成本、技术的长期领先；消费属性资产，强调产品、品牌的差异化。同时结合估值与对应行业需求的水位，进行择股。我们相信在面对较为复杂的投资环境中，“买得便宜”的和具有稳定现金流的资产，可以帮助我们穿越周期。

来源：基金公司公告，国金证券研究所整理（注：基金经理以序号代替）

五、投资建议与启示

尽管消费板块预期的分歧逐渐减少，寻求红利的共识显著增加，但投资机会不限于此。在人口结构、可支配收入变化的长期趋势下，部分公司可能存在“价值陷阱”，消费板块的选股难度有所提升。但需要承认在板块整体明显低估值的背景下，仍旧存在一些长期可以贡献不错收益的投资标的。

展望后市，随着风险收益比回到合理区间，消费板块的长期布局机会仍旧存在，我们建议关注：1）受益于人口结构变化，行业整体仍具备成长优势的赛道，例如咖啡、保健品赛道。2）拥有强护城河，竞争格局稳固，尽管行业增速预期下降，但具备不错提价能力的公司，例如高端白酒。3）低估值且具备红利优势的标的，例如家电板块中高股息且业绩稳定的白电龙头公司。

六、风险提示

- **样本统计偏差：**本文关于公募基金资产配置的分析基于固定时点的已公开重仓股数据，不排除第三方机构对于持仓数据的后期微调。
- **市场波动风险：**市场存在波动，会导致未来市场变化偏离本文预期。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海

电话: 021-60753903
传真: 021-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn
邮编: 201204
地址: 上海浦东新区芳甸路1088号
紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-85950438
邮箱: researchbj@gjzq.com.cn
邮编: 100005
地址: 北京市东城区建内大街26号
新闻大厦8层南侧

深圳

电话: 0755-83831378
传真: 0755-83830558
邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 518000
地址: 深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究