



消费持仓的变化与启示

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）

gongyizhi@gjzq.com.cn

消费持仓的变化与启示：估值处于低位，集中度继续提升

板块核心观点

- 基金发行虽小幅回升，但市场情绪仍处低位。2023Q4 基金整体新发行份额 605.76 亿份，环比增加 13.5%，但整体发行规模仍较低。四季度基金仓位相对有所下降，但仓位水平仍旧略高，市场明显反弹还待增量资金进场。
- 消费仓位处于低水平，但集中度达到历史最高。2023Q4 大消费仓位处于历史均值水平，但前十大消费重仓股占比提升至 65.7% 的历史最高水平，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其护城河的重视程度显著提升，优质强龙头企业配置优势进一步凸显。
- 基本面角度增速中枢下移，但增长韧性十足。中国消费总需求已从 10% 增速时代进入 5% 时代。2024 年服务消费对社零的拉动作用大概率减弱，而居民去杠杆趋势尚未明确，因此时代变化之后，新的增速中枢有待观察。但值得关注的是居民收入增速在 2023 年依然有 6.3%，已开始高于同期社零增速。我们理解 2020-2023 年处于“偿债”阶段，消费高增速回落并进一步低于收入增速，但收入增速或许是未来增速的下限水平，也是消费韧性的根源。
- 估值水平继续下降，已处于历史低位。中证消费指数 PE 从年初的 40 左右水平下降到四季度末的 26.8，估值处于历史低位。一方面由于疫后企业业绩的不断修复，消化估值水平。另外一方面也因消费复苏持续不及预期，市场对消费板块的长期逻辑有所担忧，谨慎情绪扩散下消费估值进一步下调。

消费持仓分析

- 大消费整体持仓：持仓同上一季度基本持平，但结构性变化较大。从持仓占比上看，2023Q4 大消费行业整体持仓占比为 22.5%，季度环比下降-0.1%，略低于历史均值，整体持仓水平处于历史较低水平。
- 消费一级行业持仓：家电受益低估值，农林牧渔受益于养殖板块行情仓位提升明显，传媒热度继续降低，仓位明显下降。从持仓占比来看，农林牧渔的仓位提升最高，环比上升 0.49pct，其次为家用电器板块，仓位上升 0.12pct。传媒板块热度下降，仓位环比下降 0.31pct。此外，其他盈利确定性较弱的板块仓位也有所降低。
- 消费二级行业持仓：养殖白电提升明显，游戏明显下降。从细分赛道持仓占比上看，持仓增加比例最高的前十大消费二级行业中，养殖业仓位提升比例最高，达到 0.46pct，其次为白电和饮料乳品，分别提升 0.12pct 和 0.09pct。
- 大消费重仓股情况：2023Q3 前十大消费重仓股持仓占比为 14.8%，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

- 市场的悲观预期已相当程度体现在了板块的股价和估值表现上，当前市场的整体估值水平较低。
- 目前的经济调整是暂时的，从长期视角来看，对于中国的结构性改革和经济转型抱有确定的乐观预期。
- 一些拥有强护城河且格局稳定的龙头企业，尽管增速预期下滑，但在当前的估值水平下，叠加分红等方式仍有机会使投资者获得不错的长期投资收益。

投资建议

- 市场情绪低落环境下，尽管板块估值有所回落，但在人口结构、可支配收入变化长期趋势下部分公司可能存在“价值陷阱”，消费板块选股难度有所提升。但需承认在整体明显低估背景下存在长期可以贡献不错收益的投资标的。
- 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、消费估值继续下调，基金配置进一步集中	6
1.1、消费持仓低位，集中度进一步提升	6
1.2、寻找新的中枢，相信消费韧性	7
1.2.1、当前消费基本面：社零增速略降，寻找新的中枢	7
1.2.2、当前消费板块估值：估值继续下行，处于历史低点	8
二、基金整体情况	8
2.1、基金发行情况：发行热度小幅回升，市场情绪处于低位	8
2.2、基金资产配置：基金仓位环比下降，但整体仍处高位	9
2.3、基金持仓市值：基金持仓总市值明显下降，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：持仓同上季度基本持平，但结构性变化较大	10
3.2、消费一级行业持仓：传媒板块明显下降，农林牧渔和家电明显上升	11
3.3、消费二级行业持仓：养殖白电提升明显，游戏明显下降	20
3.3.1、季度环比变动 Top10	20
3.3.2、各版块二级行业季度持仓变动梳理	21
3.4、大消费重仓股：优质公司稀缺性凸显，持股集中度达到历史高点	28
四、基金经理后市观点	34
五、投资建议与启示	36
六、风险提示	36



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: 2023Q4 基金消费持仓水平处于历史低位 (%)	6
图表 4: 2023Q4 基金消费持股集中度达到历史最高点 (%)	6
图表 5: 社零当月同比 (%)	7
图表 6: 社零年度累计增速 (%)	7
图表 7: 居民扩表意愿 (亿元)	7
图表 8: 居民杠杆率 (%)	7
图表 9: 居民收入 (%)	8
图表 10: 居民储蓄率 (%)	8
图表 11: 中证消费指数 PE TTM	8
图表 12: 中证可选消费指数 PE TTM	8
图表 13: 基金市场规模 (亿份)	9
图表 14: 基金单季度新发行规模 (亿份)	9
图表 15: 开放式基金分类型仓位 (%)	9
图表 16: 2023Q4 基金 A 股全行业持股总市值 (亿元)	10
图表 17: 2023Q4 基金各行业持股市值变动金额 (亿元)	10
图表 18: 大消费历史持仓占比 (%)	11
图表 19: 大消费历史超配比例 (%)	11
图表 20: 2023Q4 大消费一级行业持仓变动	11
图表 21: A 股食品饮料行业基金持仓占比 (%)	12
图表 22: A 股食品饮料行业超配比例 (%)	12
图表 23: 公募基金食品饮料板块持股市值 (亿元)	12
图表 24: 23Q4 基金持有食品饮料二级行业市值环比变动	12
图表 25: A 股家用电器行业持仓占比 (%)	13
图表 26: A 股家用电器行业历史超配比例 (%)	13
图表 27: 公募基金家用电器板块持股市值 (亿元)	13
图表 28: 23Q4 基金持有家用电器二级行业市值环比变动	13
图表 29: A 股农林牧渔行业持仓占比 (%)	14
图表 30: A 股农林牧渔行业历史超配比例 (%)	14
图表 31: 公募基金农林牧渔板块持股市值 (亿元)	14
图表 32: 23Q4 基金持有农林牧渔二级行业市值环比变动	14
图表 33: A 股商贸零售行业持仓占比 (%)	15



图表 34: A 股商贸零售行业历史超配比例 (%)	15
图表 35: 公募基金商贸零售板块持股市值 (亿元)	15
图表 36: 23Q4 基金持有商贸零售二级行业市值环比变动	15
图表 37: A 股社会服务行业持仓占比 (%)	16
图表 38: A 股社会服务行业历史超配比例 (%)	16
图表 39: 公募基金社会服务板块持股市值 (亿元)	16
图表 40: 23Q4 基金持有社会服务二级行业市值环比变动	16
图表 41: A 股轻工制造行业持仓占比 (%)	17
图表 42: A 股轻工制造行业历史超配比例 (%)	17
图表 43: 公募基金轻工制造板块持股市值 (亿元)	17
图表 44: 23Q4 基金持有轻工制造二级行业市值环比变动	17
图表 45: A 股美容护理行业持仓占比 (%)	18
图表 46: A 股美容护理行业历史超配比例 (%)	18
图表 47: 公募基金美容护理板块持股市值 (亿元)	18
图表 48: 23Q4 基金持有美容护理二级行业市值环比变动	18
图表 49: A 股传媒行业持仓占比 (%)	19
图表 50: A 股传媒行业历史超配比例 (%)	19
图表 51: 公募基金传媒板块持股市值 (亿元)	19
图表 52: 23Q4 基金持有传媒二级行业市值环比变动	19
图表 53: A 股纺织服装行业持仓占比 (%)	20
图表 54: A 股纺织服装行业历史超配比例 (%)	20
图表 55: 公募基金传媒板块持股市值 (亿元)	20
图表 56: 23Q4 基金持有纺织服装二级行业市值环比变动	20
图表 57: 2023Q4 消费二级行业基金持仓环比增加 TOP10 (%)	21
图表 58: 2023Q4 消费二级行业基金持仓环比减少 TOP10 (%)	21
图表 59: 2023Q4 消费二级行业基金超配环比增加 TOP10 (%)	21
图表 60: 2023Q4 消费二级行业基金超配环比减少 TOP10 (%)	21
图表 61: 2023Q4 食品饮料二级行业持仓及超配比例变动	22
图表 62: 白酒板块仓位下降主要由泸州老窖、古井贡酒、洋河股份引起 (%)	22
图表 63: 非白酒仓位下降主要由青岛啤酒引起 (%)	22
图表 64: 饮料乳品仓位上升主要贡献来自伊利股份 (%)	22
图表 65: 2023Q4 家用电器二级行业持仓及超配比例变动	23
图表 66: 白色家电仓位提升主要贡献来自于美的集团 (%)	23
图表 67: 家电零部件仓位提升主要贡献来自三花智控 (%)	23
图表 68: 2023Q4 农林牧渔二级行业持仓及超配比例变动	23



图表 69: 养殖业仓位提升主要贡献来自于牧原/温氏 (%)	24
图表 70: 饲料仓位提升主要贡献来自天康/唐人神 (%)	24
图表 71: 2023Q4 商贸零售二级行业持仓及超配比例变动	24
图表 72: 互联网电商板块仓位下降主要由国联股份引起 (%)	24
图表 73: 2023Q4 社会服务二级行业持仓及超配比例变动	25
图表 74: 专业服务板块仓位下降主要由华测检测引起 (%)	25
图表 75: 教育板块仓位提升主要贡献来自中公教育 (%)	25
图表 76: 酒店餐饮仓位下降主要由锦江酒店引起 (%)	25
图表 77: 2023Q4 轻工制造二级行业持仓及超配比例变动	26
图表 78: 文娱用品板块仓位下降主要由晨光股份引起 (%)	26
图表 79: 2023Q4 美容护理二级行业持仓及超配比例变动	26
图表 80: 医疗美容板块仓位下降主要由爱美客/华熙生物引起 (%)	27
图表 81: 2023Q4 传媒二级行业持仓及超配比例变动	27
图表 82: 游戏仓位下降主要由恺英/三七/吉比特引起 (%)	27
图表 83: 广告营销仓位下降主要由分众传媒引起 (%)	27
图表 84: 2023Q4 纺织服饰二级行业持仓及超配比例变动	28
图表 85: 2023Q4 基金前十大消费重仓股持仓占比 (%)	28
图表 86: 2023Q4 基金消费持股集中度进一步提升 (%)	28
图表 87: 2023Q4 基金前十大消费重仓股	29
图表 88: 2023Q4 食品饮料行业前十大重仓股	29
图表 89: 2023Q4 家用电器行业前十大重仓股	30
图表 90: 2023Q4 农林牧渔行业前十大重仓股	30
图表 91: 2023Q4 商贸零售行业前十大重仓股	31
图表 92: 2023Q4 社会服务行业前十大重仓股	31
图表 93: 2023Q4 轻工制造行业前十大重仓股	32
图表 94: 2023Q4 美容护理行业前十大重仓股	32
图表 95: 2023Q4 传媒行业前十大重仓股	33
图表 96: 2023Q4 纺织服饰行业前十大重仓股	33
图表 97: 部分基金经理 2023Q4 针对消费板块的观点	34



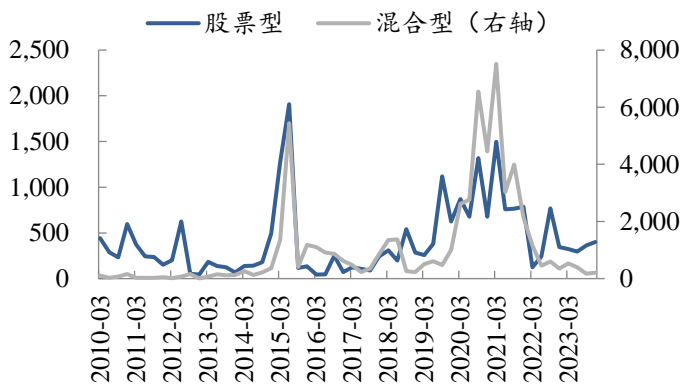
一、消费估值继续下调，基金配置进一步集中

1.1、消费持仓低位，集中度进一步提升

1.1、当前消费板块仓位：处于历史低位，基金更加抱团

基金发行小幅回升，仓位有所下降，但市场情绪仍处低位。2023Q4 基金整体新发行份额 605.76 亿份，上一次发行规模相近的时期是 2017Q1，当时季度基金发行份额仅为 598 亿份。仓位方面 2023Q4 普通股票型、偏股混合型、灵活配置型基金的仓位环比变动-1.4pct、-0.8pct、+0.2pct，但仓位位置仍旧略高，市场反弹还待增量资金进场。

图表1：基金发行规模处于历史低位（亿份）



来源：Wind，国金证券研究所

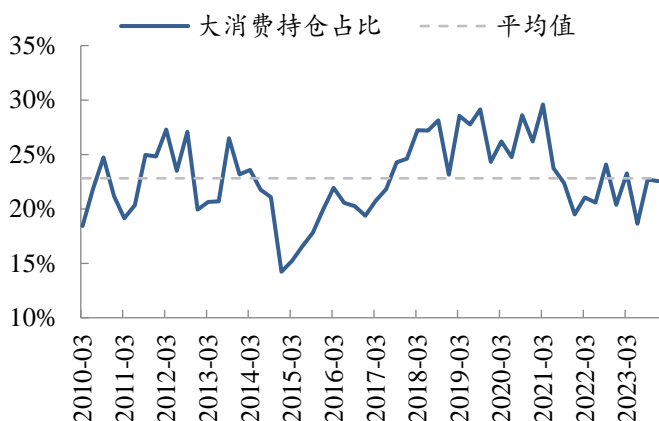
图表2：上证指数（点）



来源：Wind，国金证券研究所

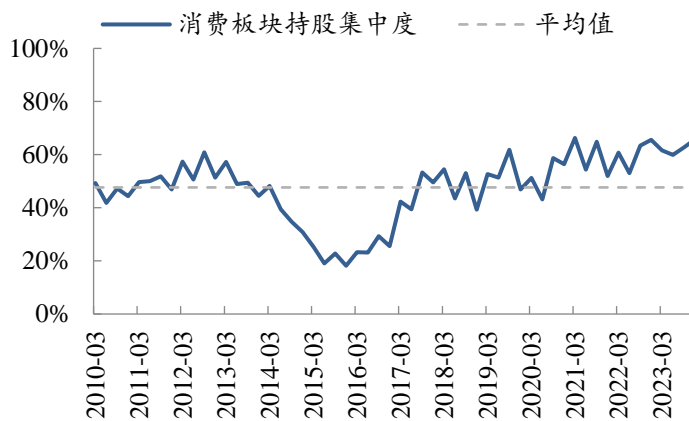
消费仓位仍处历史低位，板块内部持仓集中度达到历史最高水平。消费仓位水平自 2021Q2 以来整体呈现下降趋势，2023Q4 大消费仓位水平为 22.5%，环比下降 0.1%，目前仍处于历史低位。同时消费板块内部持股集中度不断提升，达到 65.7%的水平，环比继续上升 3% 处于历史最高水平。具体体现为：基金对消费板块公司的盈利能力要求更加严格，以白酒板块为例，资金向全国性龙头贵州茅台和区域性龙头山西汾酒进一步集中，而其他白酒公司大多仓位下降。背后体现了在经济增速、人口结构变化背景下，消费长期预期变得谨慎，投资者风险偏好进一步变低，对企业盈利确定性及其护城河的重视程度显著提升，优质龙头企业配置优势进一步凸显。

图表3：2023Q4 基金消费持仓水平处于历史低位（%）



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所有消费股持股总市值的比例）

图表4：2023Q4 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（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）



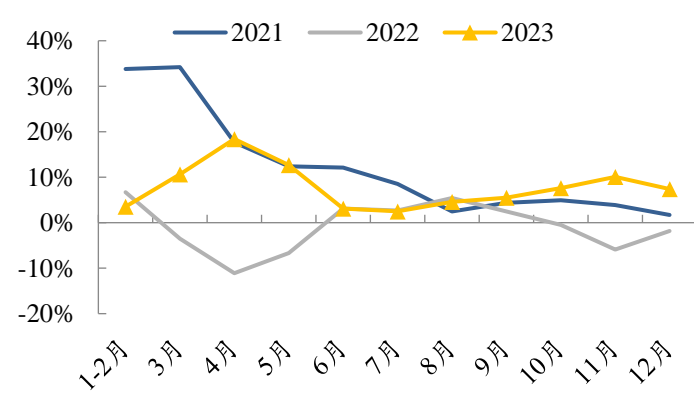
1.2、寻找新的中枢，相信消费韧性

1.2.1、当前消费基本面：社零增速略降，寻找新的中枢

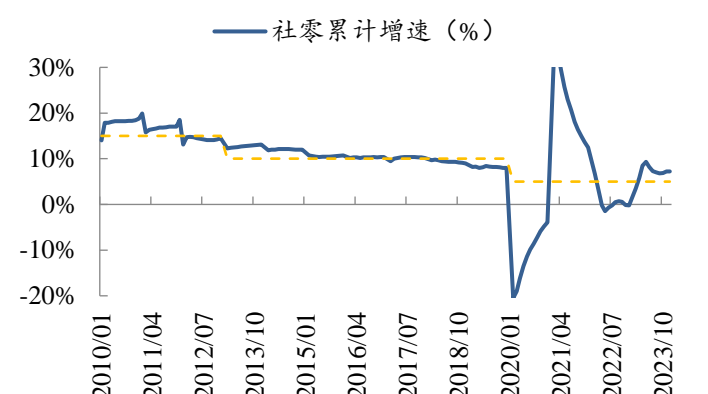
社零增速略降，寻找新的中枢。2023年12月，社零同比增长7.4%，2021-2023年2年复合增速2.7%，较上月有所回升。结构上看，12月商品零售同比增长4.8%，餐饮收入同比增长30%，低基数基础上服务消费依然占优。从更长期视角看，2023年全年社零同比增长7.4%，2021-2023年复合增速3.4%，中国消费总需求已从10%增速时代进入5%时代。2024年服务消费对社零的拉动作用大概率减弱，而居民去杠杆趋势尚未明确，因此时代变化之后，新的增速中枢有待观察。

图表5：社零当月同比 (%)

图表6：社零年度累计增速 (%)



来源：Wind，国金证券研究所



来源：Wind，国金证券研究所

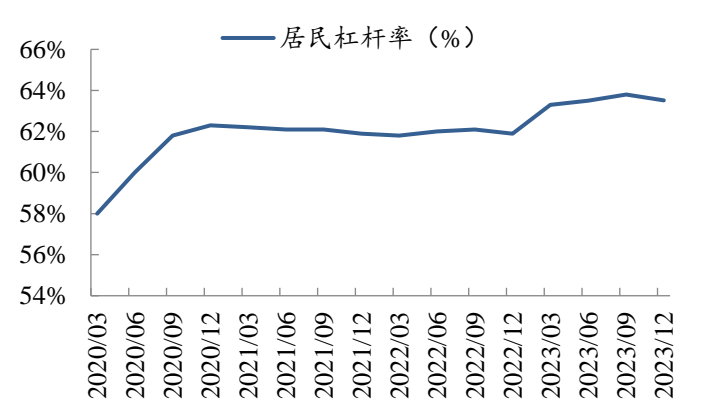
扩表意愿回落，杠杆率至高位。2023年12月居民端中长期贷款同比少增403亿元，伴随房地产市场相对疲软，居民扩表意愿或许依然处于较低水平。从居民杠杆率角度看，2023年全年整体维持高位震荡水平，经济增速有所回落同时信贷扩张速度也在放缓，截至2023年四季度我们预测杠杆率约为63.5%。由此可见，中国自2020年四季度杠杆率见顶，2023年未见继续上升的趋势，去杠杆压力或许仍较大，相应的消费需求复苏短期还有压力。

图表7：居民扩表意愿 (亿元)

图表8：居民杠杆率 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

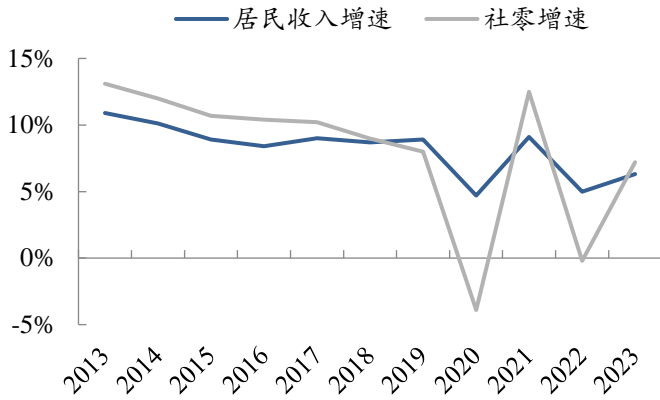


来源：Wind，国金证券研究所

储蓄率已回落，消费韧性显现。消费的源动力是：1) 收入增长；2) 居民加杠杆，从历史数据上看，社零增速持续性高于居民收入增速，因此信贷扩张或许是消费高速增长背后的重要动力，随着二阶导边际放缓，需求高速扩张也面临压力。但值得关注的是，居民收入在2023年增速依然有6.3%，2021-2023年复合增速5.7%，已经开始高于同期社零增速。我们理解2020-2023年处于“偿债”阶段，消费高增速回落并进一步低于收入增速，但收入增速或许是未来增速的下限水平，也是消费韧性的根源。从居民储蓄率指标上看，2023年已经从一季度仅次于2020年的水平下滑至四季度接近2021年的水平，也反映出消费意愿的好转。

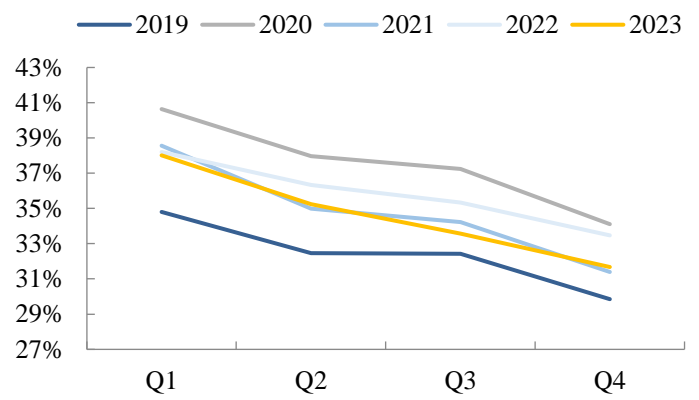


图表9: 居民收入 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表10: 居民储蓄率 (%)

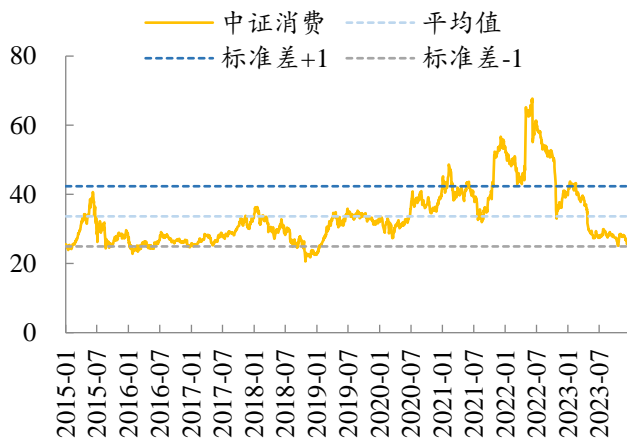


来源: Wind, 国金证券研究所

1.2.2、当前消费板块估值: 估值继续下行, 处于历史低点

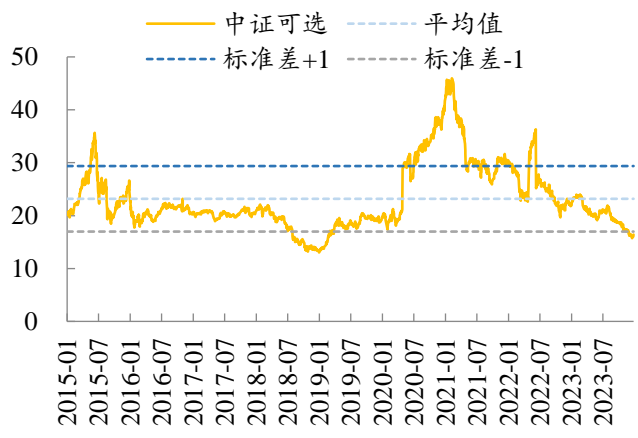
估值不断下修, 处于历史低位。今年消费板块的估值水平持续下降, 一方面由于疫后企业业绩的不断修复, 使得估值水平有所降低。另外一方面也因消费复苏持续不及预期, 市场对消费板块的长期逻辑有所担忧, 谨慎情绪扩散下消费估值进一步下调。从数据上看, 中证消费指数 PE 从年初的 40 左右水平下降到四季度末的 26.8, 估值处于历史低位。

图表11: 中证消费指数 PE TTM



来源: Wind, 国金证券研究所

图表12: 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

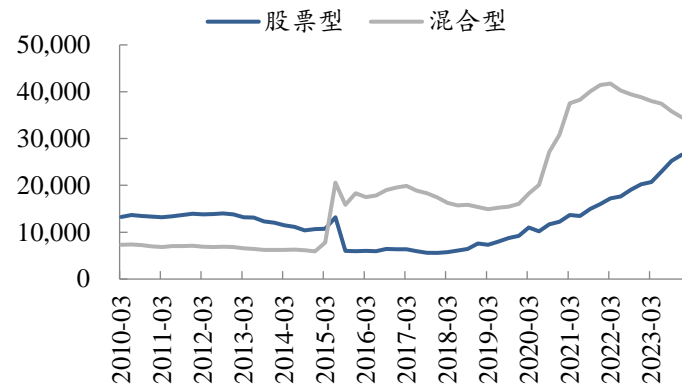
2.1、基金发行情况: 发行热度小幅回升, 市场情绪处于低位

从基金季度发行情况上看, 2023Q4 基金整体新发行份额 605.76 亿份。同比 2022Q4 下滑 12.6%, 环比 2023Q3 增加 13.5%。上一次发行规模相近的时期是 2017Q1, 当时季度基金发行份额仅为 598 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。

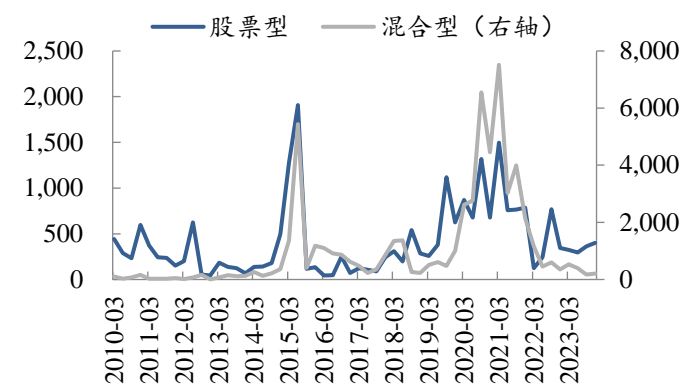
从基金市场存量规模来看, 截至 2023Q4 基金份额为 61064.94 亿份, 同比小幅增加 3.4%, 环比基本持平。其中, 股票型、混合型基金份额分别为 26554.91 亿份、34510.03 亿份, 环比分别变动+5.2%、-3.6%, 股票型基金规模扩张而混合型基金规模减少。



图表13: 基金市场规模 (亿份)



图表14: 基金单季度新发行规模 (亿份)



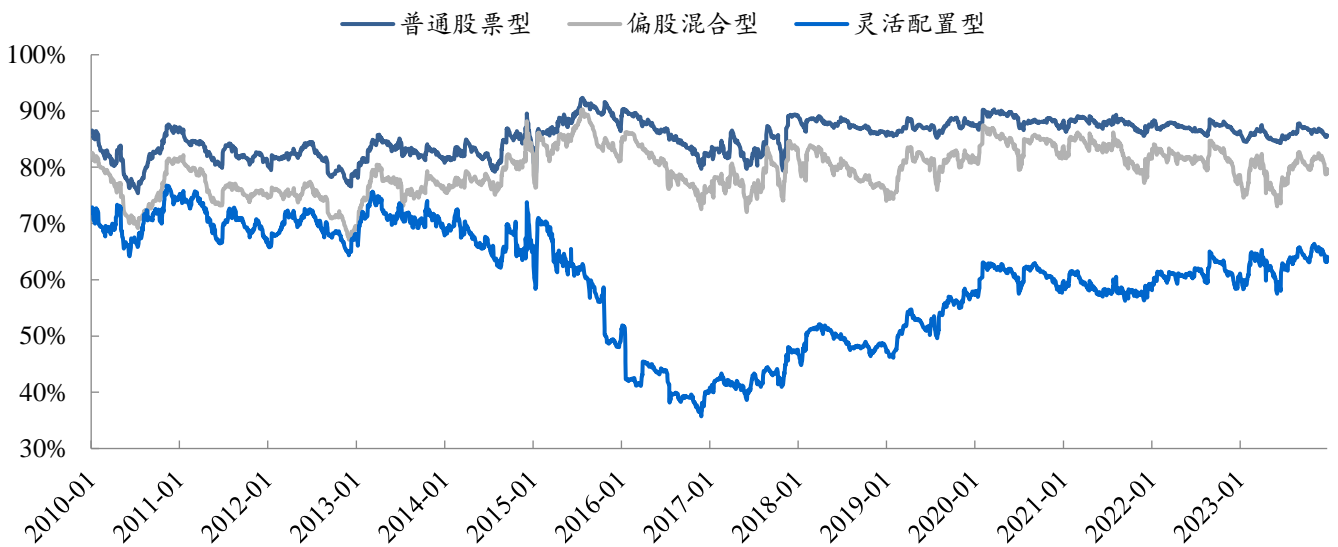
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

2.2、基金资产配置：基金仓位环比下降，但整体仍处高位

从开放式基金仓位上看，截至 2023Q4 普通股票型、偏股混合型、灵活配置型基金的仓位各为 85.7%、79.7%、64.1%，季度环比分别变动-1.4pct、-0.8pct、+0.2pct，仓位有小幅下降。相比上季度仓位水平，本季度仓位已有一定程度下降。

图表15: 开放式基金分类型仓位 (%)



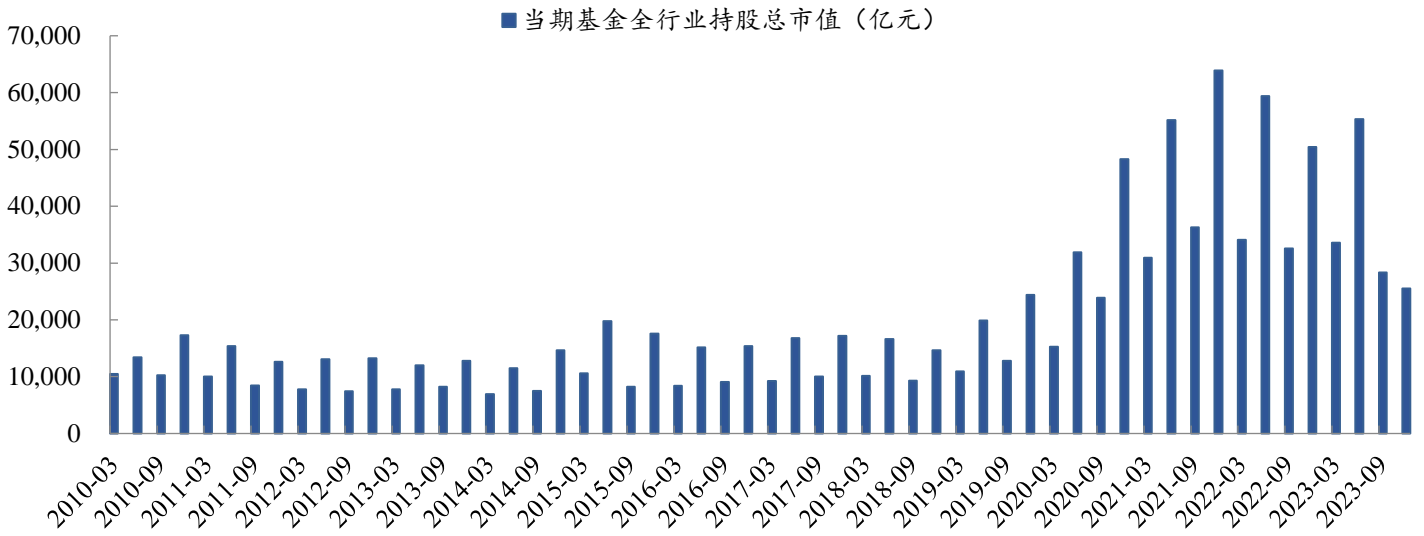
来源: Wind, 国金证券研究所

2.3、基金持仓市值：基金持仓总市值明显下降，行业间差异影响持仓水平

对 2023Q4 各行业仓位的讨论，首先建立在基金持仓总市值在 2023Q4 出现下降的前提之下，且各行业下降幅度不一。其中，公募基金持有的电力设备、食品饮料、医药生物和非金融行业市值下降规模靠前，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。

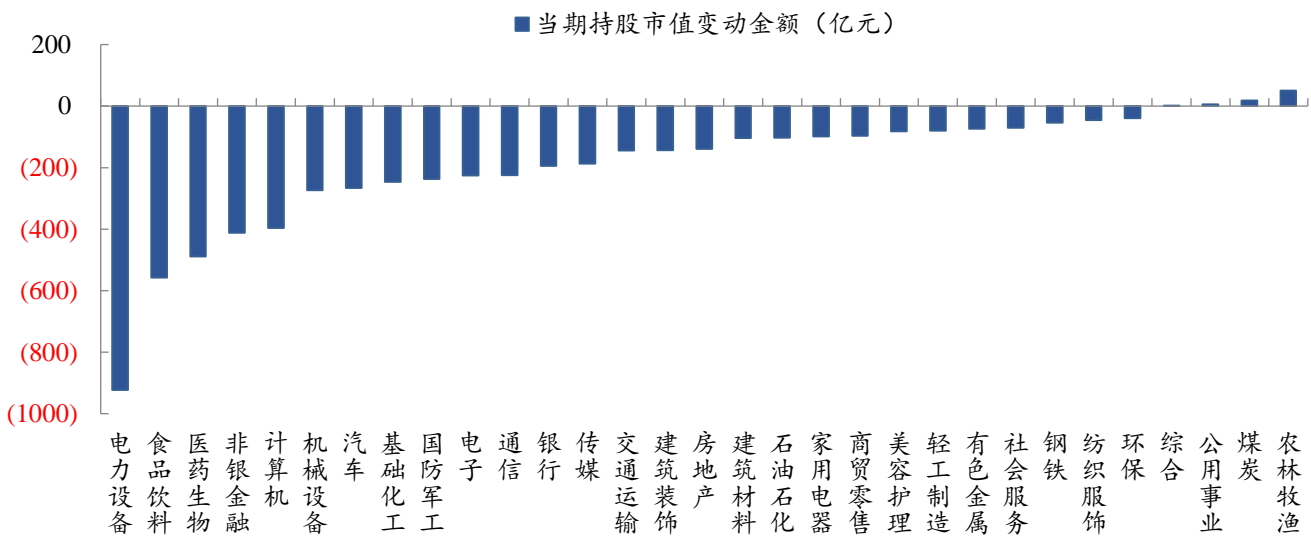


图表16: 2023Q4 基金A股全行业持股总市值(亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表17: 2023Q4 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

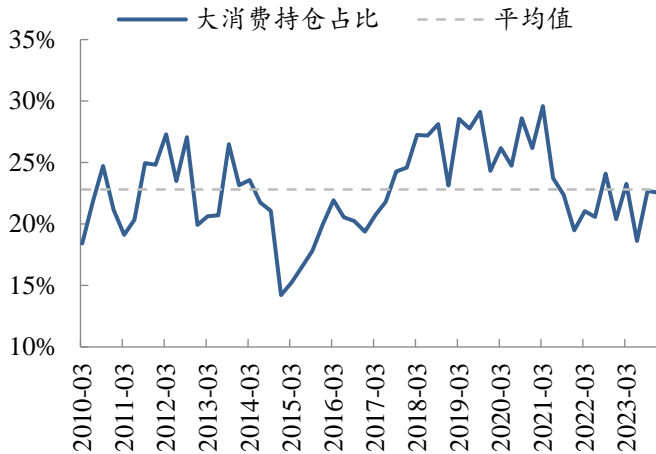
三、大消费行业配置

3.1、大消费整体持仓: 持仓同上一季度基本持平, 但结构性变化较大

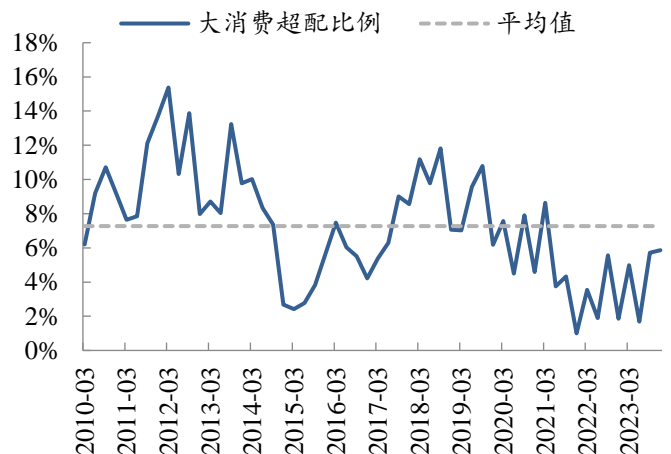
从持仓占比上看, 2023Q4 大消费行业整体持仓占比为 22.5%, 季度环比下降-0.1%, 略低于历史均值, 整体持仓水平处于历史较低水平。从超配比例上看, 2023Q4 大消费行业超配比例为 5.9%, 季度环比增加 0.1%, 超配比例小幅上升但仍处于历史低位, 低于历史平均水平。



图表18: 大消费历史持仓占比 (%)



图表19: 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: 传媒板块明显下降, 农林牧渔和家电明显上升

家电受益低估值, 农林牧渔受益于养殖板块行情仓位提升明显, 传媒热度继续降低, 仓位明显下降。从持仓占比来看, 农林牧渔的仓位提升最高, 环比上升 0.49pct, 其超配比例也环比提升 0.42%。其次为家用电器板块, 仓位上升 0.12pct, 超配比例上升 0.14pct。传媒板块热度下降, 仓位环比下降 0.31pct。此外, 其他盈利确定性较弱的板块仓位也有所降低。

图表20: 2023Q4 大消费一级行业持仓变动

行业	持仓占比			超配比例		
	2023Q4 持仓	2023Q3 持仓	环比	2023Q4 超配比例	2023Q3 超配比例	环比
食品饮料	14.6%	14.7%	-0.05%	7.1%	6.9%	+0.22%
家用电器	2.9%	2.7%	+0.12%	0.9%	0.7%	+0.14%
农林牧渔	1.9%	1.4%	+0.49%	0.5%	0.0%	+0.42%
纺织服装	0.4%	0.4%	+0.03%	-0.3%	-0.3%	+0.00%
传媒	0.9%	1.2%	-0.31%	-0.9%	-0.6%	-0.31%
美容护理	0.3%	0.4%	-0.15%	-0.1%	0.1%	-0.15%
商贸零售	0.4%	0.6%	-0.15%	-0.8%	-0.7%	-0.07%
社会服务	0.5%	0.6%	-0.13%	-0.1%	0.0%	-0.11%
轻工制造	0.6%	0.6%	+0.00%	-0.5%	-0.5%	-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)

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

食品饮料仓位小幅下降, 和上季度基本持平。从仓位角度看, 2023Q4 食品饮料行业仓位水平为 14.6%, 环比下降 0.05%, 高于历史均值 10.0%。超配比例为 7.1%, 高于历史均值 4.3%。



图表21: A股食品饮料行业基金持仓占比 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

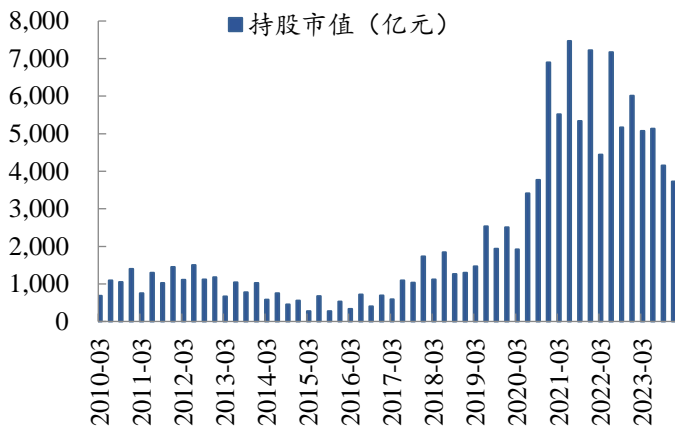
图表22: A股食品饮料行业超配比例 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

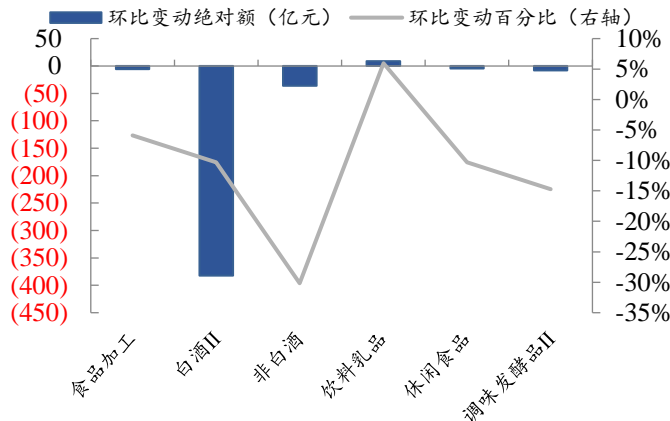
持股市值下降,其中白酒下降最多。2023Q4 公募基金持有的食品饮料板块市值环比 2023Q3 下降 10%,处于 2020Q3 以来的最低水平。从绝对值角度看,下降最多的是白酒板块,占据食品饮料整体持股市值下降额的 89%,而非白酒和调味发酵品分别占据 8%和 2%。从变化百分比来看,持有的食品加工市值下降幅度较小,环比仅下降 6%,而其他食品饮料二级板块均下降超过 10%。

图表23: 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24: 23Q4 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,仍低于历史均值。2023Q4 家用电器行业仓位水平为 2.9%,环比上升 0.12%,低于历史均值 3.2%。超配比例为 0.9%,环比上升 0.1%,但仍低于历史均值 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,板块受益于低估值和稳定格局受到投资者青睐。

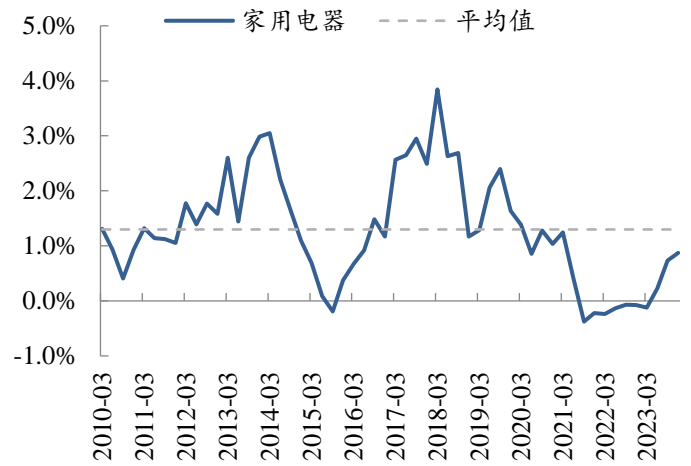


图表25: A股家用电器行业持仓占比 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

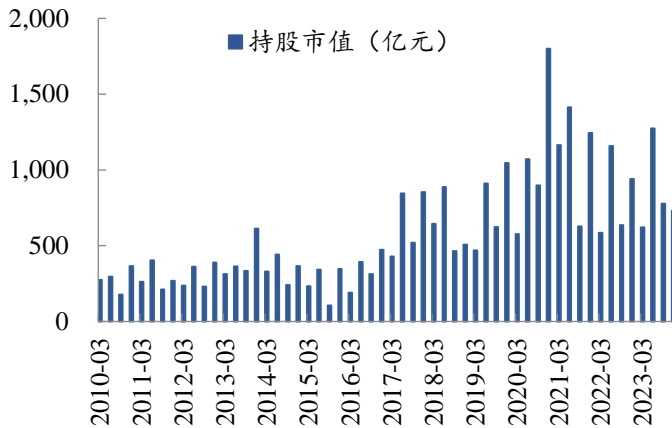
图表26: A股家用电器行业历史超配比例 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

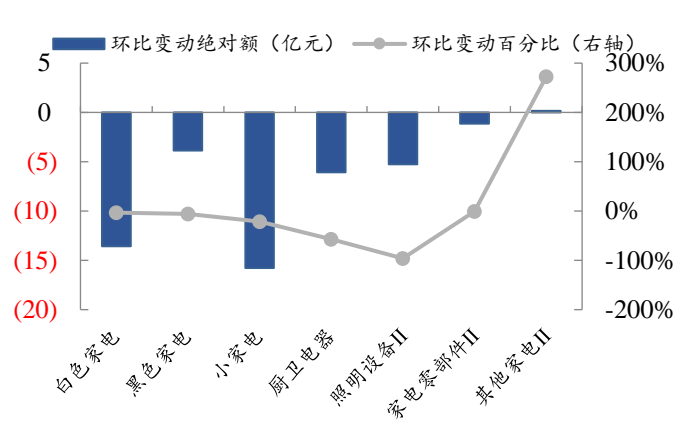
持股市值小幅下降, 主要受小家电和白电板块影响。2023Q4 公募基金持有的家用电器板块市值环比 2023Q3 下降 6%, 其中小家电板块下降额较多, 环比下降 21%, 占据家用电器板块持股市值下降额的 35%, 而家电零部件相对最稳定, 环比下降 1%, 是家电板块内部环比下降幅度最小的板块。

图表27: 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28: 23Q4 基金持有家用电器二级行业市值环比变动



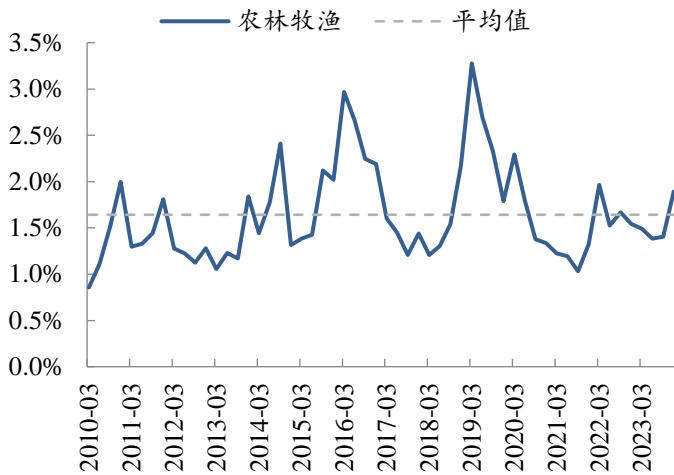
来源: Wind, 国金证券研究所

■ 农林牧渔

仓位明显上升, 超过历史均值。2023Q4 农林牧渔行业仓位水平为 1.9%, 环比提升 0.49%, 超过历史均值 1.6%。超配比例为 0.5%, 超过历史均值 0.1%。农林牧渔板块仓位在 2023Q2 触底后, 呈现稳定上升的趋势, 目前仓位已超过历史平均水平。

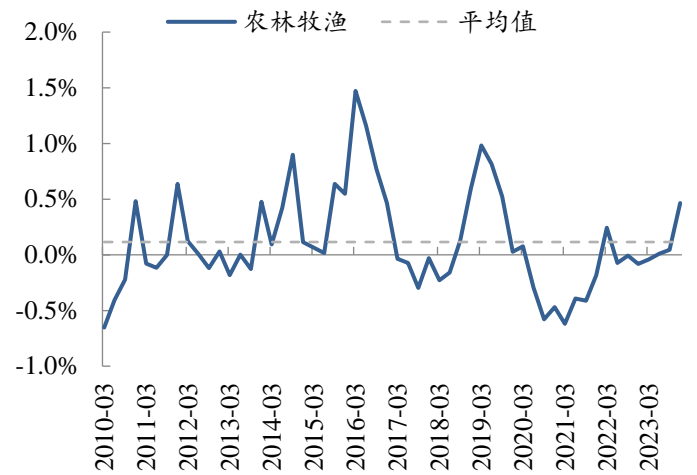


图表29: A股农林牧渔行业持仓占比 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

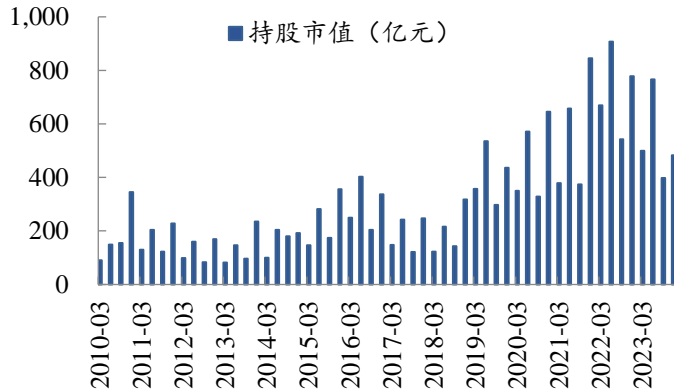
图表30: A股农林牧渔行业历史超配比例 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

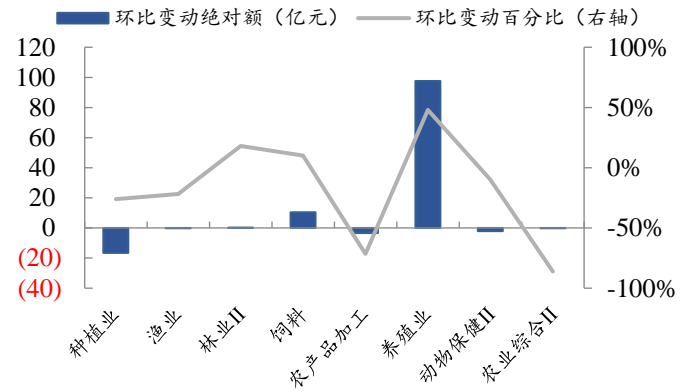
持股市值上升, 主要受养殖板块影响。2023Q4 公募基金持有的农林牧渔板块市值环比2023Q3 上升 22%, 其中养殖板块上升额较多, 环比上升 48%, 饲料板块环比上升 10%。

图表31: 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32: 23Q4 基金持有农林牧渔二级行业市值环比变动



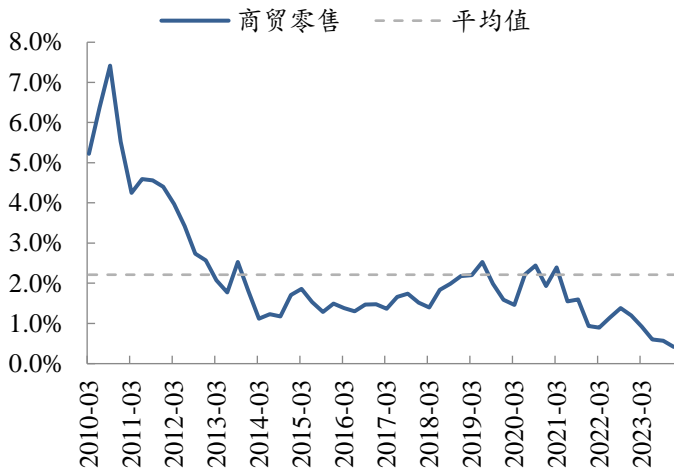
来源: Wind, 国金证券研究所

■ 商贸零售

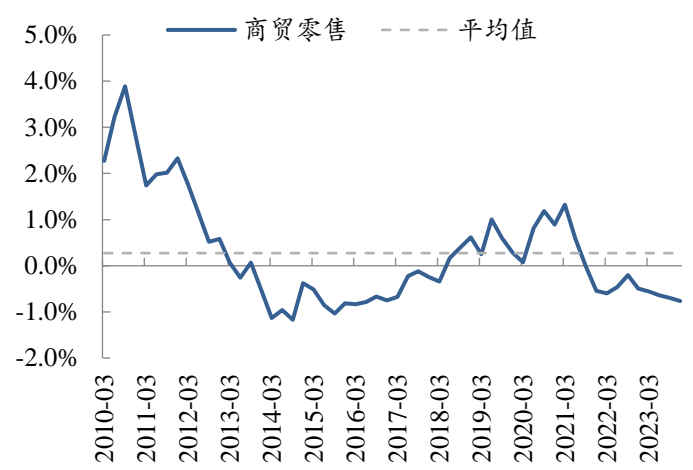
仓位继续下降, 达到历史低点。2023Q4 商贸零售行业仓位水平为 0.4%, 环比下降 0.15%, 低于历史均值 2.2%。自 2021Q1 以来商贸零售仓位整体呈持续下降的趋势, 目前的仓位水平为 2010 年以来最低水平。超配比例为-0.8%, 低于历史均值 0.3%。



图表33: A股商贸零售行业持仓占比 (%)



图表34: A股商贸零售行业历史超配比例 (%)

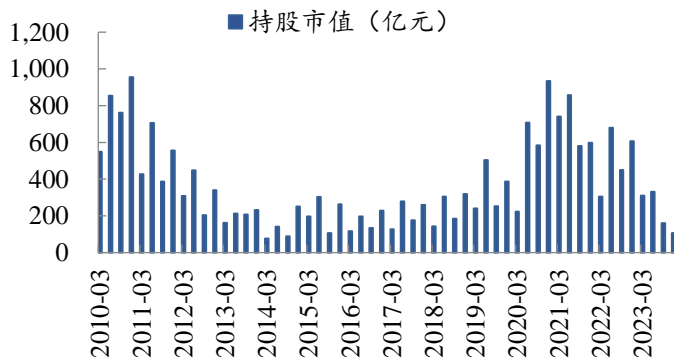


来源: Wind, 国金证券研究所

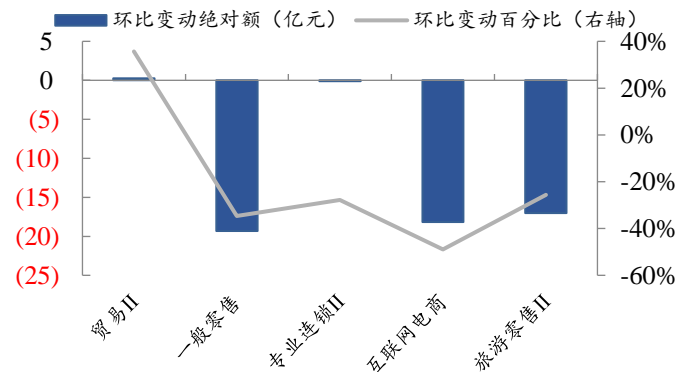
来源: Wind, 国金证券研究所

持股市值下降, 一般零售、互联网电商和旅游零售板块均明显下降。2023Q4 公募基金持有的商贸零售板块市值环比 2023Q3 下降 34%, 其中一般零售板块绝对值下降额较多, 环比下降 35%, 占据商贸零售板块持股市值下降额的 36%。互联网电商板块和旅游零售板块分布环比下降 49%和 26%。

图表35: 公募基金商贸零售板块持股市值 (亿元)



图表36: 23Q4 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

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。2023Q4 社会服务行业仓位水平为 0.5%, 环比下降 0.13%。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-0.1%, 低于历史均值 0.3%。



图表37: A股社会服务行业持仓占比 (%)



图表38: A股社会服务行业历史超配比例 (%)

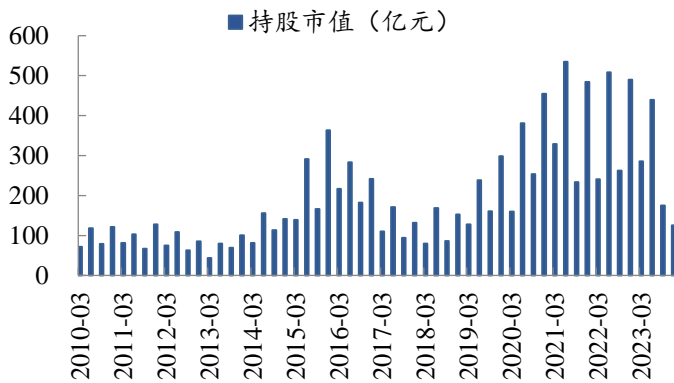


来源: Wind, 国金证券研究所

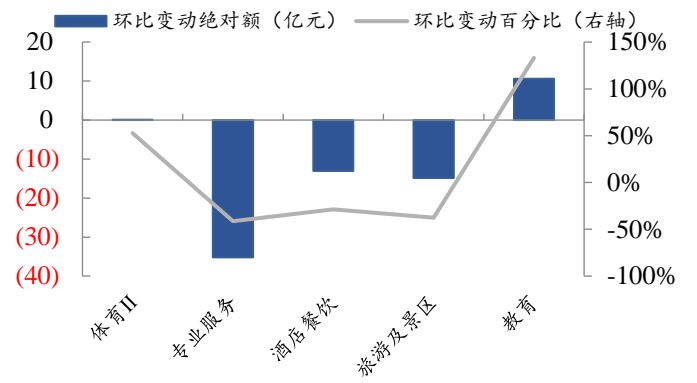
来源: Wind, 国金证券研究所

持仓市值下降, 主要受专业服务板块影响。2023Q4 公募基金持有的社会服务板块市值环比 2023Q3 下降 28%, 其中从绝对额角度看专业服务和旅游及景区板块下降均较多, 两者环比下降比例分别为 41%和 38%, 分别占社会服务持仓整体市值下降额的 67%和 28%。

图表39: 公募基金社会服务板块持股市值 (亿元)



图表40: 23Q4 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

来源: Wind, 国金证券研究所

■ 轻工制造

仓位水平下降, 超配水平达到历史低位。2023Q4 轻工制造行业仓位水平为 0.6%, 环比基本持平, 低于历史均值 1.0%。超配比例为-0.5%, 低于历史均值 0.1%。轻工制造板块仓位水平达到近 8 年的最低点, 上一次达到此仓位水平的时间为 2014Q4。超配水平达到 2010 年以来的最低水平。



图表41: A股轻工制造行业持仓占比 (%)



图表42: A股轻工制造行业历史超配比例 (%)

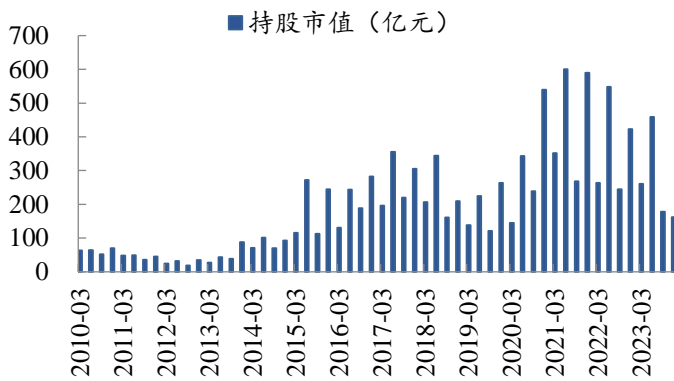


来源: Wind, 国金证券研究所

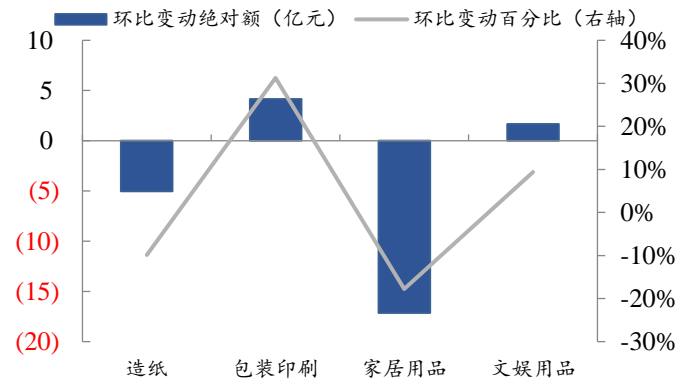
来源: Wind, 国金证券研究所

持仓市值下降, 主要受家居用品板块影响。2023Q4 公募基金持有的轻工制造板块市值环比 2023Q3 下降 9%, 其中从绝对额角度看家居用品板块下降额较多, 环比下降 18%, 占轻工制造持仓整体市值下降额的 105%。

图表43: 公募基金轻工制造板块持股市值 (亿元)



图表44: 23Q4 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

仓位延续下降趋势, 低于历史均值水平。2023Q4 美容护理行业仓位水平为 0.3%, 环比下降 0.15%, 延续 2022Q4 以来的下降趋势, 低于历史均值 0.4%。超配比例为-0.1%, 继续低于历史均值 0.3%。



图表45: A股美容护理行业持仓占比 (%)



图表46: A股美容护理行业历史超配比例 (%)

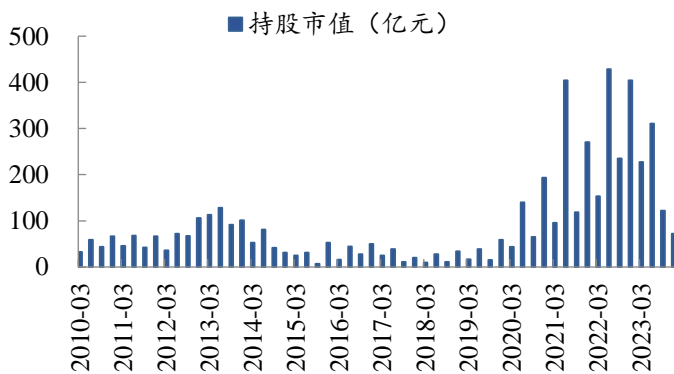


来源: Wind, 国金证券研究所

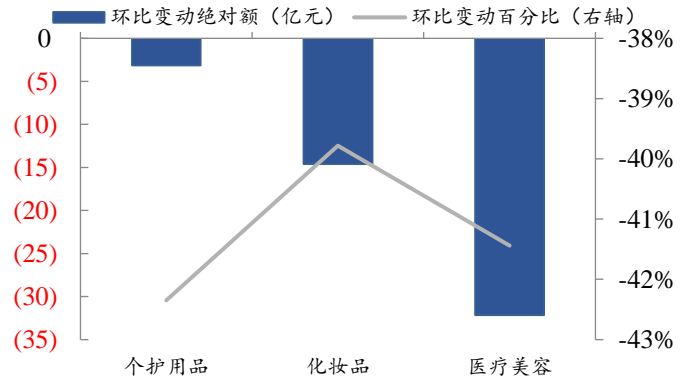
来源: Wind, 国金证券研究所

持仓市值下降, 主要受医美板块影响。2023Q4 公募基金持有的美容护理板块市值环比2023Q3下降41%, 其中从绝对额角度看医疗美容板块下降额较多, 环比下降41%, 占美容护理持仓整体市值下降额的64%。

图表47: 公募基金美容护理板块持股市值 (亿元)



图表48: 23Q4 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

来源: Wind, 国金证券研究所

■ 传媒

传媒热度下降, 仓位继续下降, 处于历史较低水平。2023Q4 传媒行业仓位水平为 0.9%, 环比下降 0.31%, 延续了 2023Q2 后的下降趋势, 目前低于历史均值 2.5%。超配比例为 -0.9%, 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49: A股传媒行业持仓占比 (%)



图表50: A股传媒行业历史超配比例 (%)

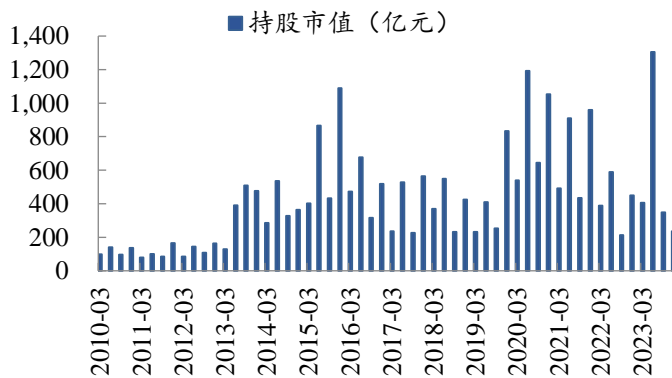


来源: Wind, 国金证券研究所

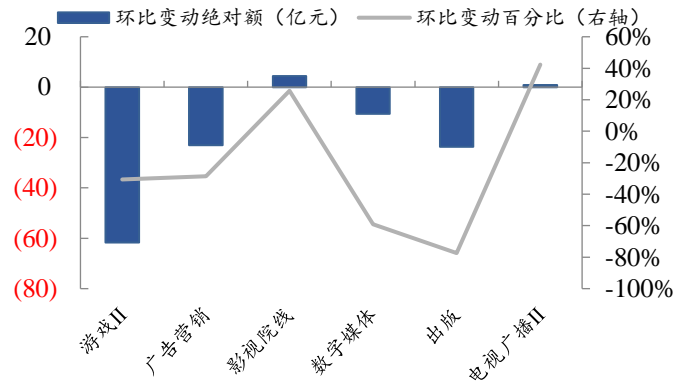
来源: Wind, 国金证券研究所

持仓市值下降, 主要受游戏板块影响。2023Q4 公募基金持有的传媒板块市值环比 2023Q3 下降 32%, 其中从绝对额角度看游戏板块下降额较多, 环比下降 31%, 占传媒持仓整体市值下降额的 54%。公募基金传媒板块持股市值在 2023Q2 达到历史级高点后持续下降。

图表51: 公募基金传媒板块持股市值 (亿元)



图表52: 23Q4 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

来源: Wind, 国金证券研究所

■ 纺织服饰

2023Q4 纺织服饰行业仓位水平为 0.4%, 环比增加 0.03%, 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53: A股纺织服装行业持仓占比 (%)



图表54: A股纺织服装行业历史超配比例 (%)

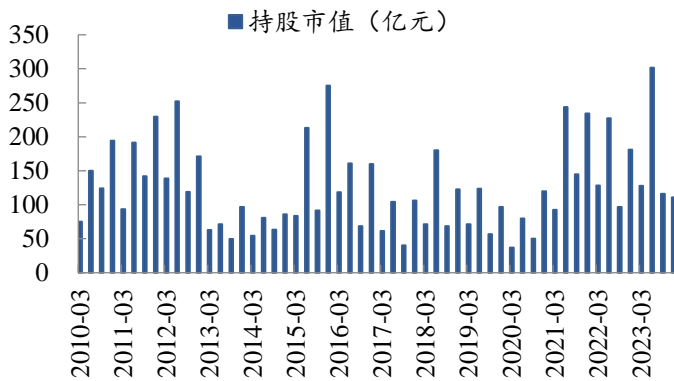


来源: Wind, 国金证券研究所

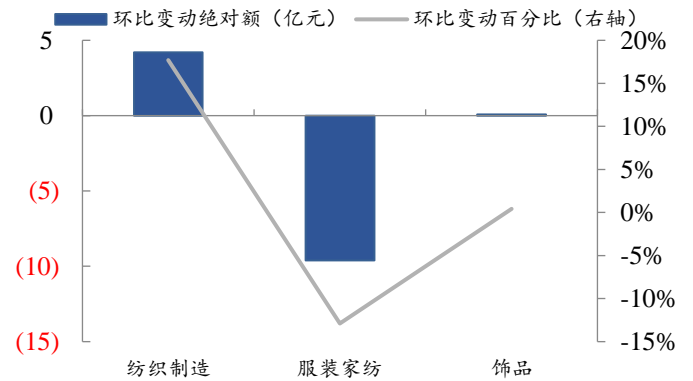
来源: Wind, 国金证券研究所

持仓市值小幅下降, 主要受服装家纺板块影响。2023Q4 公募基金持有的纺织服装板块市值环比 2023Q3 下降 4%, 其中从绝对额角度看服装家纺板块下降额较多, 环比下降 13%, 占传媒持仓整体市值下降额的 180%。

图表55: 公募基金传媒板块持股市值 (亿元)



图表56: 23Q4 基金持有纺织服装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

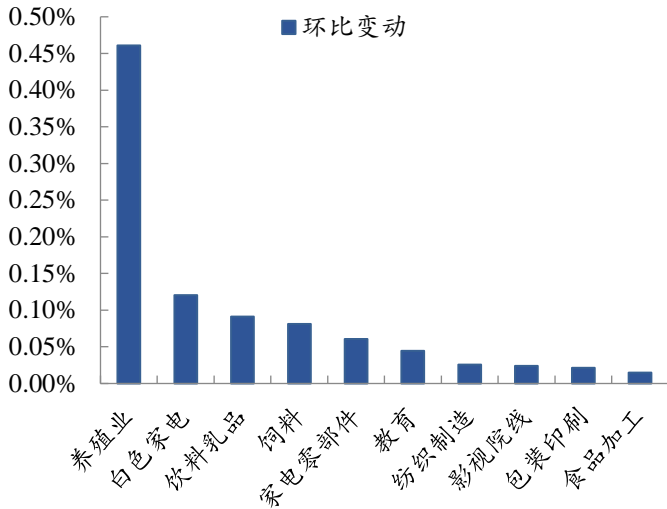
3.3、消费二级行业持仓: 养殖白电提升明显, 游戏明显下降

3.3.1、季度环比变动 Top10

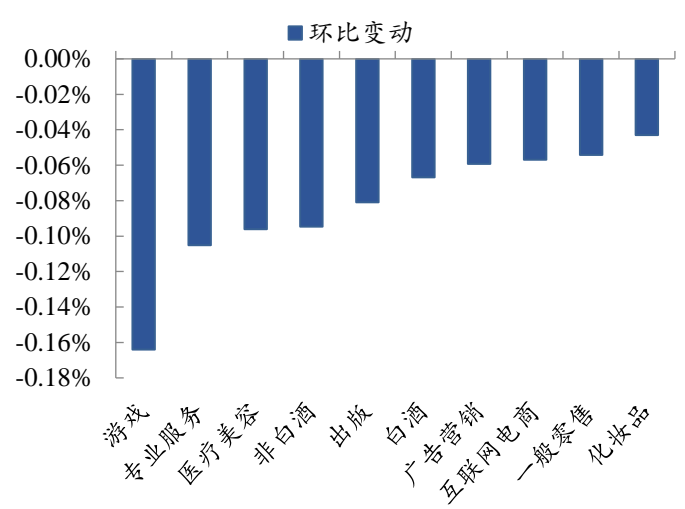
从细分赛道持仓占比上看, 本季度相比上季度, 持仓增加比例最高的前十大消费二级行业中, 养殖业仓位提升比例最高, 达到 0.46pct, 其次为白电和饮料乳品, 分别提升 0.12pct 和 0.09pct。而游戏、专业服务和医疗美容板块本季度持仓明显下降, 分别环比下降 0.16pct、0.11pct 和 0.10pct。



图表57: 2023Q4 消费二级行业基金持仓环比增加 TOP10 (%)



图表58: 2023Q4 消费二级行业基金持仓环比减少 TOP10 (%)

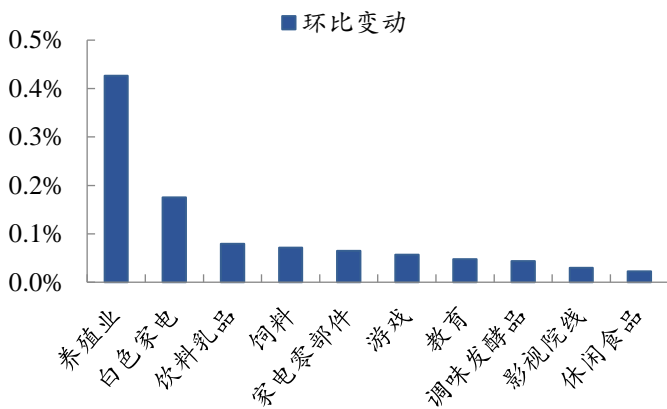


来源: Wind, 国金证券研究所

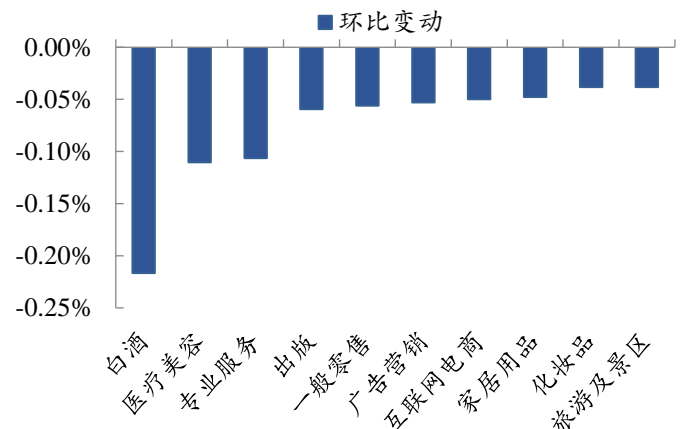
来源: Wind, 国金证券研究所

从超配比例上看, 超配比例环比增加较多的二级板块为养殖业, 超配比例环比增加 0.4pct。超配比例环比减少较多的板块为白酒, 超配比例环比变动-0.2pct。

图表59: 2023Q4 消费二级行业基金超配环比增加 TOP10 (%)



图表60: 2023Q4 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

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: 饮料乳品仓位提升明显, 非白酒/白酒仓位下降明显

从二级行业来看, 2023Q4 食品饮料板块中, 除食品加工和饮料乳品外其余二级行业仓位均下降。其中, 非白酒和白酒仓位下降明显, 分别下降 0.09%和 0.07%。饮料乳品仓位提升较多, 环比增加 0.09%。进一步细分, 白酒仓位下降的主要来源是泸州老窖 (-0.26%), 而贵州茅台、山西汾酒得到逆势加仓, 盈利能力强的白酒全国和区域龙头公司在市场下跌中韧性更足。非白酒仓位下降的主要来源是青岛啤酒 (-0.06%) 和重庆啤酒 (-0.03%), 饮料乳品仓位上升的主要来源是伊利股份 (+0.12%), 主要得益于伊利的低估值以及其稳定的盈利能力。

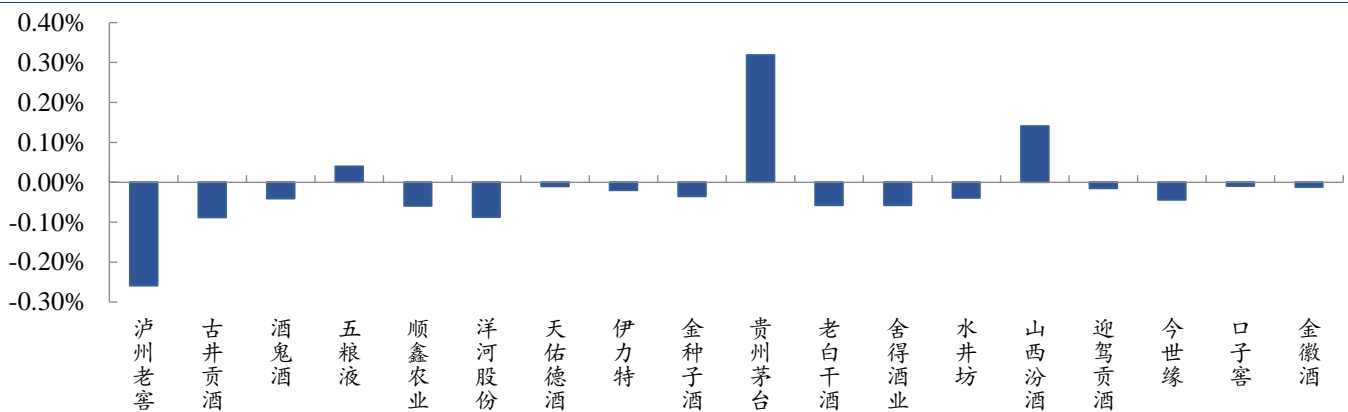


图表61: 2023Q4 食品饮料二级行业持仓及超配比例变动

行业	持仓占比			超配比例		
	23Q4	23Q3	环比	23Q4	23Q3	环比
食品加工	0.3%	0.3%	+0.01%	0.0%	0.0%	+0.00%
白酒	13.0%	13.1%	-0.07%	7.3%	7.6%	-0.22%
非白酒	0.3%	0.4%	-0.09%	0.0%	0.1%	-0.03%
饮料乳品	0.6%	0.5%	+0.09%	0.1%	0.0%	+0.08%
休闲食品	0.2%	0.2%	-0.00%	0.0%	-0.1%	+0.02%
调味发酵品	0.2%	0.2%	-0.01%	-0.3%	-0.4%	+0.04%

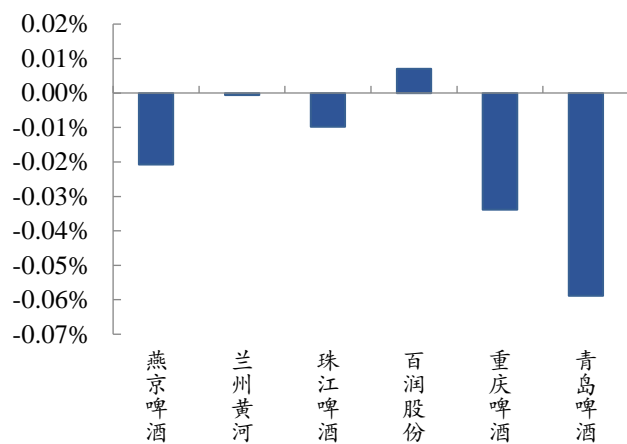
来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 计算结果保留两位小数。出现在统计列表的 0.00%, 均为 2 位小数位后存在数值的数据)

图表62: 白酒板块仓位下降主要由泸州老窖、古井贡酒、洋河股份引起 (%)



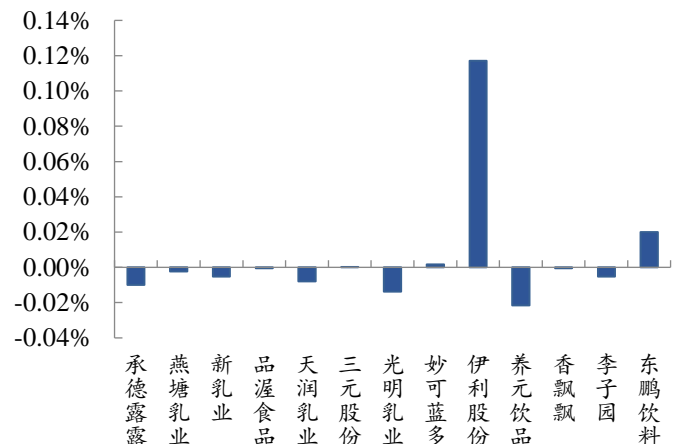
来源: Wind, 国金证券研究所

图表63: 非白酒仓位下降主要由青岛啤酒引起 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表64: 饮料乳品仓位上升主要贡献来自伊利股份 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

■ 家用电器: 白电/零部件仓位提升, 厨卫、小家电仓位下降

从二级行业来看, 2023Q4 家用电器各板块中, 白色家电和家电零部件仓位上升最多, 仓位分别环比提升 0.12%和 0.06%。小家电、厨卫电器和照明设备仓位下降相对较多, 分别环比下降 0.03%、0.02%和 0.02%。其中, 白色家电板块仓位提升主要来源于美的集团 (+0.28%), 而家电零部件仓位提升主要来源于三花智控 (+0.05%), 两家公司因其在板块内部的盈利能力优势, 仓位提升明显。

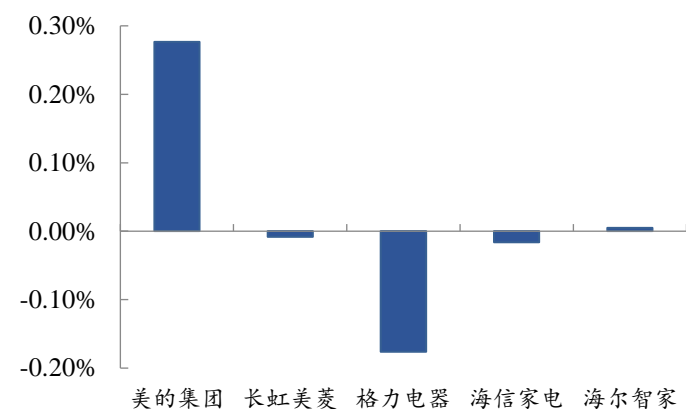


图表65: 2023Q4 家用电器二级行业持仓及超配比例变动

行业	持仓占比			超配比例		
	23Q4	23Q3	环比	23Q4	23Q3	环比
白色家电	1.7%	1.6%	+0.12%	0.6%	0.4%	+0.18%
黑色家电	0.3%	0.2%	+0.01%	0.1%	0.1%	+0.02%
小家电	0.2%	0.3%	-0.03%	-0.1%	0.0%	-0.01%
厨卫电器	0.0%	0.0%	-0.02%	-0.1%	0.0%	-0.02%
照明设备	0.0%	0.0%	-0.02%	-0.1%	0.0%	-0.02%
家电零部件	0.7%	0.6%	+0.06%	0.4%	0.3%	+0.06%
其他家电	0.0%	0.0%	+0.00%	0.0%	0.0%	+0.00%

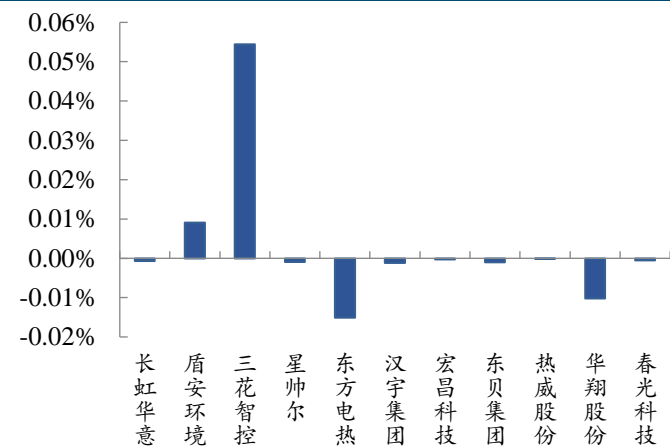
来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 计算结果保留两位小数。出现在统计列表的 0.00%, 均为 2 位小数位后存在数值的数据)

图表66: 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67: 家电零部件仓位提升主要贡献来自三花智控(%)



来源: Wind, 国金证券研究所

■ 农林牧渔: 养殖业/饲料仓位提升, 种植业仓位下降明显

从二级行业来看, 2023Q4 农林牧渔板块中, 养殖业和饲料仓位提升, 提升比例分别为 0.46% 和 0.08%。种植业板块仓位下降最多, 达到 0.04%。其中, 养殖业仓位提升的主要来源是牧原股份(+0.17%)和温氏股份(+0.17%), 而饲料仓位提升的主要来源是天康生物(+0.04%)和唐人神(+0.03%)。

图表68: 2023Q4 农林牧渔二级行业持仓及超配比例变动

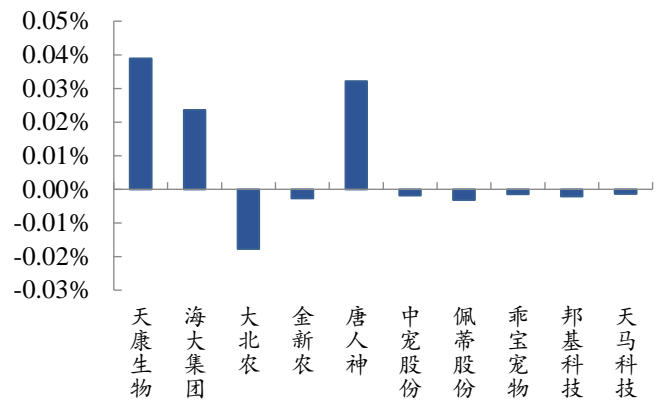
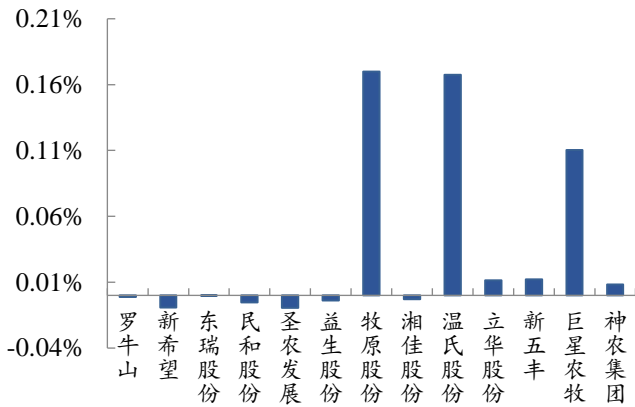
行业	持仓占比			超配比例		
	23Q4	23Q3	环比	23Q4	23Q3	环比
种植业	0.2%	0.2%	-0.04%	0.0%	0.0%	-0.03%
渔业	0.0%	0.0%	-0.00%	0.0%	0.0%	-0.00%
林业	0.0%	0.0%	+0.00%	0.0%	0.0%	+0.00%
饲料	0.4%	0.4%	+0.08%	0.2%	0.1%	+0.07%
农产品加工	0.0%	0.0%	-0.01%	-0.2%	-0.2%	-0.02%
养殖业	1.2%	0.7%	+0.46%	-0.6%	0.1%	-0.75%
动物保健	0.1%	0.1%	-0.00%	0.0%	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69: 养殖业仓位提升主要贡献来自于牧原/温氏 (%)

图表70: 饲料仓位提升主要贡献来自天康/唐人神 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

■ 商贸零售: 贸易仓位提升, 互联网电商/一般零售/旅游零售仓位下降

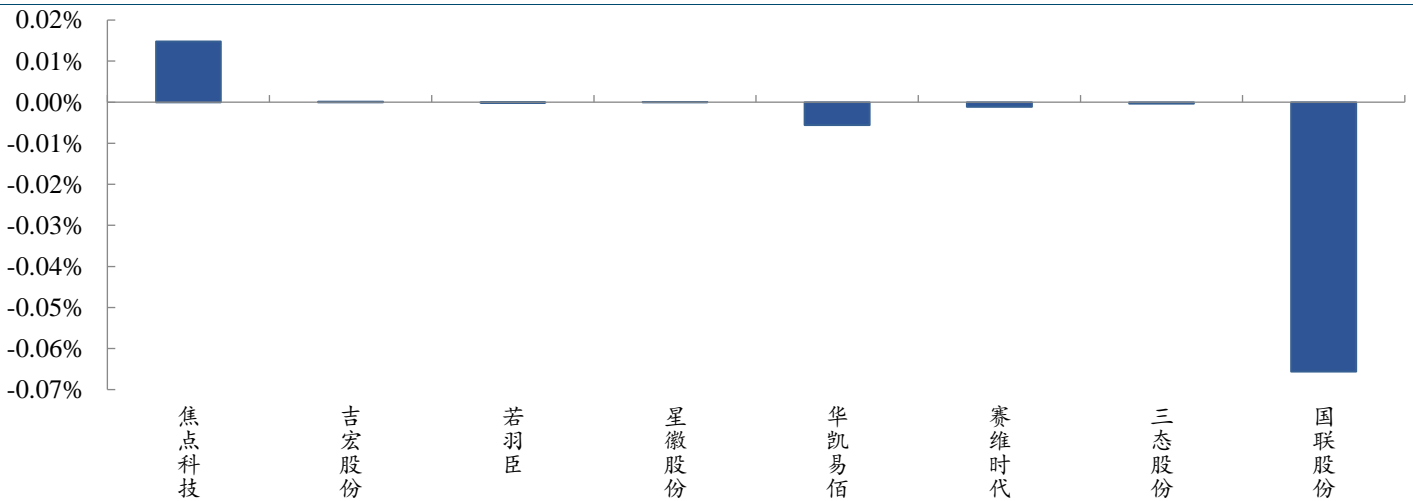
从二级行业来看, 2023Q4 商贸零售板块中, 除贸易外其余二级行业仓位均下降。其中互联网电商板块、一般零售和旅游零售仓位下降较多, 下降比例分别为 0.06%、0.05%和 0.04%。旅游零售板块上市公司仅有中国中免, 是板块仓位下降的主要也是唯一来源。一般零售板块上市公司数量较多, 且仓位变动差距较小, 共同导致了该板块整体仓位的下跌。互联网电商板块仓位下降主要来源于国联股份 (-0.07%)。

图表71: 2023Q4 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		
	23Q4	23Q3	环比	23Q4	23Q3	环比
贸易	0.0%	0.0%	+0.00%	-0.1%	-0.1%	-0.01%
一般零售	0.1%	0.2%	-0.05%	-0.5%	-0.4%	-0.06%
专业连锁	0.0%	0.0%	-0.00%	-0.1%	-0.1%	-0.00%
互联网电商	0.1%	0.1%	-0.06%	-0.1%	0.0%	-0.05%
旅游零售	0.2%	0.2%	-0.04%	0.0%	-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72: 互联网电商板块仓位下降主要由国联股份引起 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所



■ 社会服务：教育仓位提升，专业服务/酒店餐饮/旅游及景区仓位下降

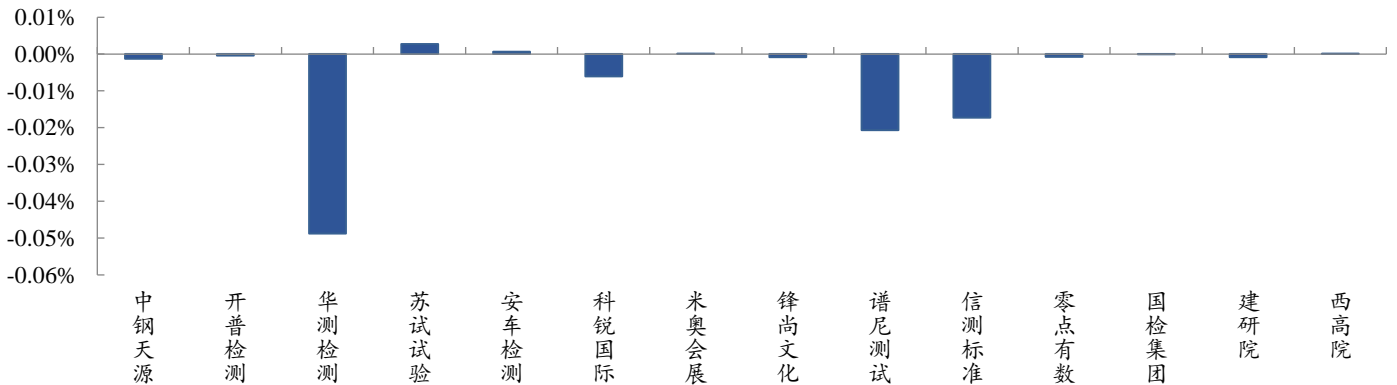
从二级行业来看，2023Q4 社会服务板块中，除教育外其余二级行业仓位均下降。其中专业服务和旅游及景区下降比例相对较高，下降比例分别为 0.11%和 0.04%。教育仓位提升较多，环比增加 0.04%，仓位提升的主要来源是中公教育(+0.04%)和学大教育(+0.01%)。专业服务仓位下降的主要来源是华测检测 (-0.05%)，酒店餐饮仓位下降的主要来源是锦江酒店 (-0.05%)。

图表73：2023Q4 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		
	23Q4	23Q3	环比	23Q4	23Q3	环比
专业服务	0.2%	0.3%	-0.11%	0.0%	0.1%	-0.11%
酒店餐饮	0.1%	0.2%	-0.03%	0.0%	0.0%	-0.03%
旅游及景区	0.1%	0.1%	-0.04%	-0.1%	0.0%	-0.04%
教育	0.1%	0.0%	+0.04%	0.0%	-0.1%	+0.05%

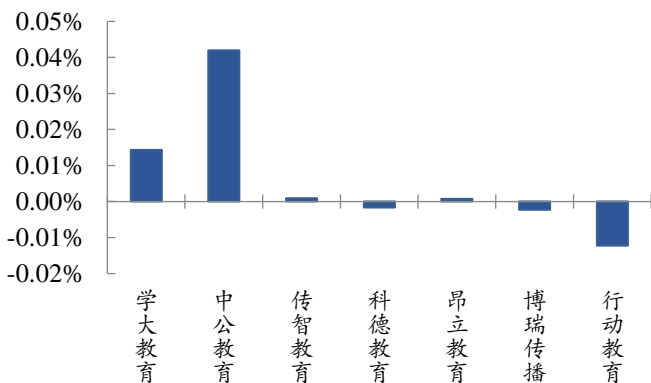
来源：Wind，国金证券研究所（注：计算结果保留两位小数。出现在统计列表的 0.00%，均为 2 位小数后存在数值的数据）

图表74：专业服务板块仓位下降主要由华测检测引起（%）



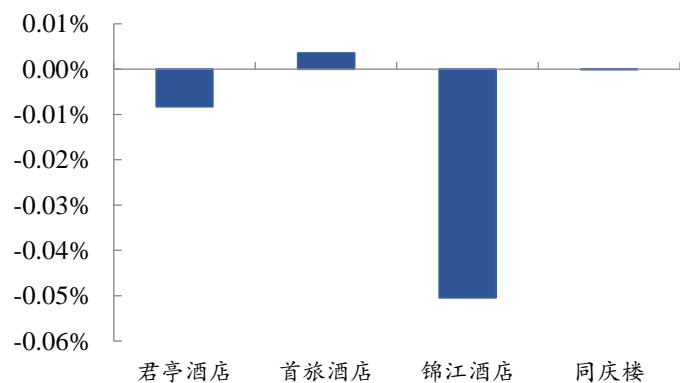
来源：Wind，国金证券研究所

图表75：教育板块仓位提升主要贡献来自中公教育（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表76：酒店餐饮仓位下降主要由锦江酒店引起（%）



来源：Wind，国金证券研究所

■ 轻工制造：包装印刷板块仓位提升，家具用品仓位下降明显

从二级行业来看，2023Q4 轻工制造板块中，包装印刷板块仓位提升相对较多，提升比例达到 0.02%。晨光股份仓位的下降 (-0.04%) 是文娱用品板块整体仓位下降的主要原因。家居用品板块仓位下降相对较多，下降比例达到 0.03%，家居用品上市公司数量较多，彼



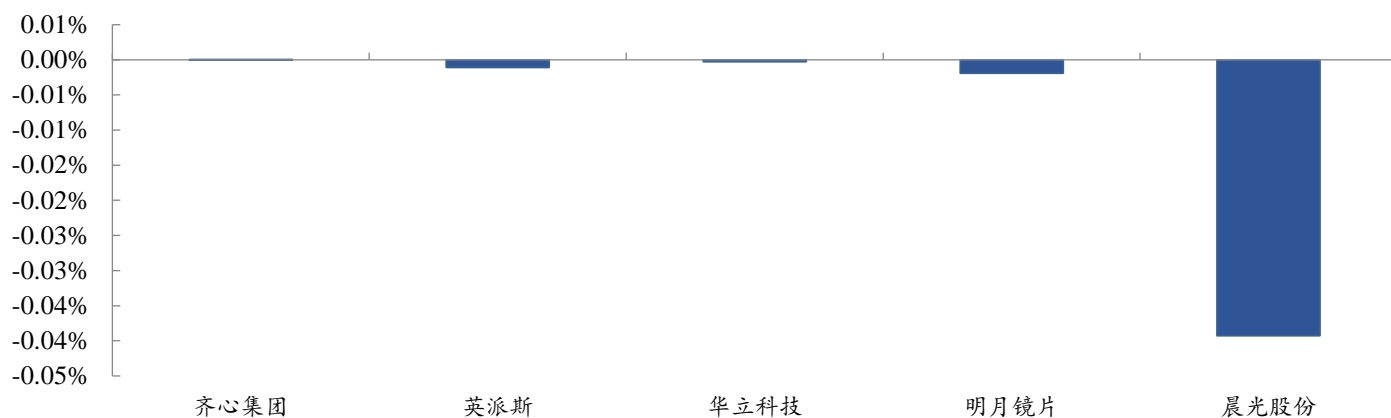
此仓位变动差距较小，共同导致了板块仓位的整体下降。

图表77: 2023Q4 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		
	23Q4	23Q3	环比	23Q4	23Q3	环比
造纸	0.2%	0.2%	-0.00%	0.0%	0.0%	-0.02%
包装印刷	0.1%	0.0%	+0.02%	-0.2%	-0.2%	+0.01%
家居用品	0.3%	0.3%	-0.03%	-0.2%	-0.2%	-0.05%
文娱用品	0.1%	0.1%	-0.00%	0.0%	-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78: 文娱用品板块仓位下降主要由晨光股份引起 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

■ 美容护理: 各板块仓位均下降, 医疗美容和化妆品下降比例相对较高

从二级行业来看, 2023Q4 美容护理各板块仓位均出现下降。其中, 医疗美容和化妆品下降比例相对较高, 下降比例分别为 0.10%和 0.04%。其中, 医美板块仓位下降主要由爱美客(-0.10%) 和华熙生物(-0.09%) 引起。

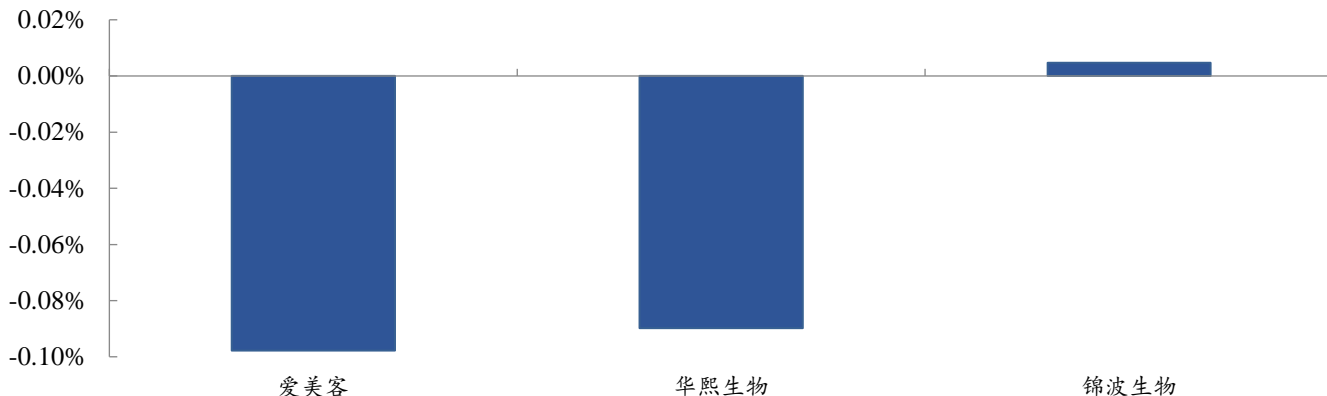
图表79: 2023Q4 美容护理二级行业持仓及超配比例变动

行业	持仓占比			超配比例		
	23Q4	23Q3	环比	23Q4	23Q3	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%	-0.04%	-0.1%	-0.1%	-0.04%
医疗美容	0.2%	0.3%	-0.10%	0.1%	0.2%	-0.11%

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: 医疗美容板块仓位下降主要由爱美客/华熙生物引起 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

■ 传媒: 影视院线/电视广播板块仓位提升, 游戏板块下降比例较高

从二级行业来看, 2023Q4 传媒板块中, 除影视院线和电视广播外其余二级行业仓位均下降。其中游戏、出版和广告营销板块下降比例相对较高, 分别为 0.16%、0.08%和 0.06%, 其中游戏板块仓位下降主要由恺英网络(-0.05%)、三七互娱(-0.05%)和吉比特(-0.04%)引起, 广告营销板块仓位下降主要由分众传媒(-0.06%)引起。

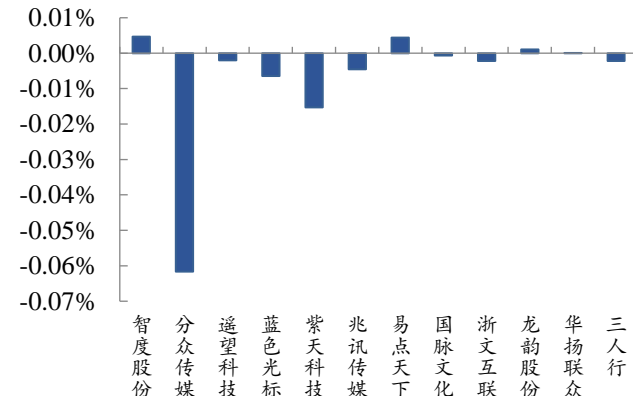
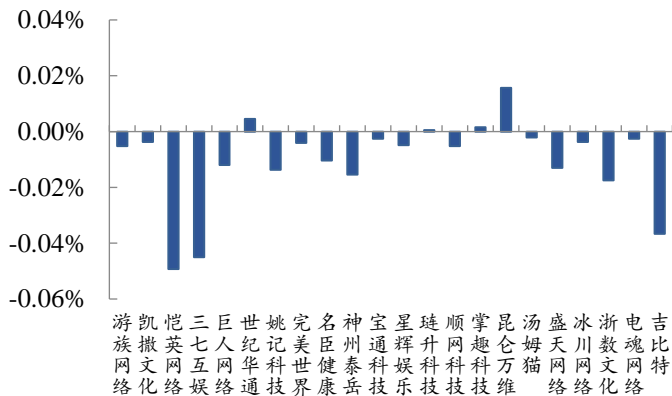
图表81: 2023Q4 传媒二级行业持仓及超配比例变动

行业	持仓占比			超配比例		
	23Q4	23Q3	环比	23Q4	23Q3	环比
游戏	0.5%	0.7%	-0.16%	0.0%	0.0%	+0.06%
广告营销	0.2%	0.3%	-0.06%	-0.1%	-0.1%	-0.05%
影视院线	0.1%	0.1%	+0.02%	-0.2%	-0.2%	+0.03%
数字媒体	0.0%	0.1%	-0.03%	-0.1%	-0.1%	-0.02%
出版	0.0%	0.1%	-0.08%	-0.3%	-0.3%	-0.06%
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82: 游戏仓位下降主要由恺英/三七/吉比特引起 (%)

图表83: 广告营销仓位下降主要由分众传媒引起 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所



■ 纺织服饰：纺织制造仓位上升，服装家纺仓位下降

从二级行业来看，2023Q4 纺织服饰中，纺织服饰和饰品板块上升，上升比例分别为 0.03% 和 0.01%，服装家纺仓位下降 0.01%，各个二级板块仓位变动较小。

图表84：2023Q4 纺织服饰二级行业持仓及超配比例变动

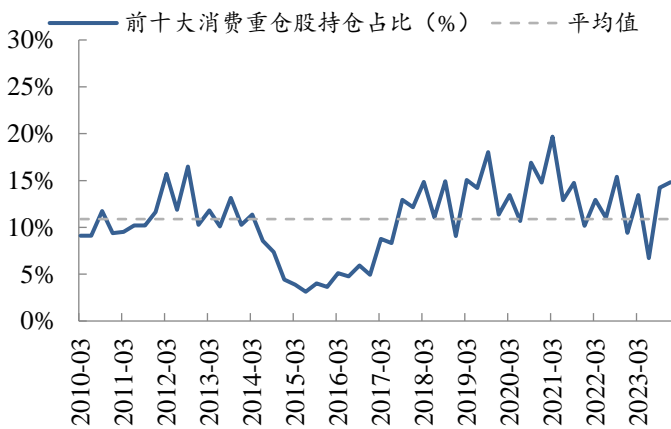
行业	持仓占比			超配比例		
	23Q4	23Q3	环比	23Q4	23Q3	环比
纺织制造	0.1%	0.1%	+0.03%	-0.1%	-0.1%	+0.01%
服装家纺	0.3%	0.3%	-0.01%	-0.1%	-0.1%	-0.02%
饰品	0.1%	0.1%	+0.01%	-0.1%	-0.1%	+0.00%

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

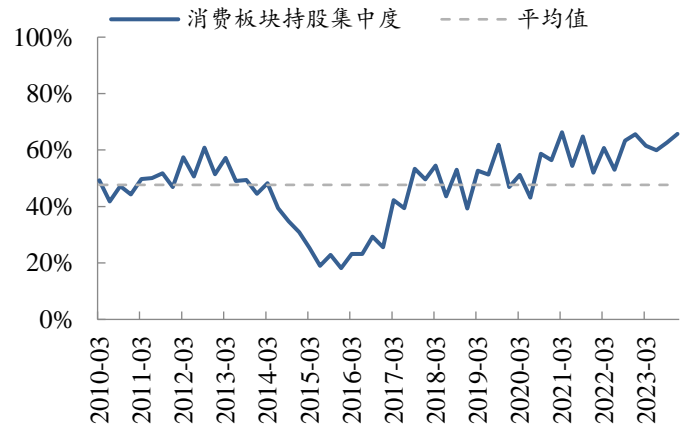
3.4、大消费重仓股：优质公司稀缺性凸显，持股集中度达到历史高点

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，2023Q3 前十大消费重仓股持仓占比为 14.8%，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 10.9%，环比增加 0.6pct，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，2023Q4 前十大消费重仓股占基金大消费整体持仓的比例为 65.7%，环比增加 3.0pct，高于历史均值 47.7%，达到 2010 年以来最高点，反映了公募基金对于消费板块的配置更加集中化，具备盈利能力优势的消费个股，相对于板块整体的配置吸引力更加明显。

图表85：2023Q4 基金前十大消费重仓股持仓占比 (%)



图表86：2023Q4 基金消费持股集中度进一步提升 (%)



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）

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）



截至 2023Q4，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，且前四均为白酒企业。家用电器板块也重仓较多，占据前十大重仓股中的 2 席，其中美的集团为本期新入的前十大消费重仓股。剩余一只前十大重仓股是来自养殖业板块的温氏股份。

图表87：2023Q4 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	1,570.00	1,407.50	6.5%
食品饮料	000858.SZ	五粮液	672.00	540.13	9.9%
食品饮料	000568.SZ	泸州老窖	598.00	500.40	19.0%
食品饮料	600809.SH	山西汾酒	354.00	327.51	11.6%
家用电器	000333.SZ	美的集团	684.00	254.61	6.8%
食品饮料	000596.SZ	古井贡酒	198.00	187.57	19.7%
食品饮料	002304.SZ	洋河股份	108.00	160.36	9.7%
家用电器	002050.SZ	三花智控	387.00	153.96	14.2%
食品饮料	600887.SH	伊利股份	372.00	132.21	7.8%
农林牧渔	300498.SZ	温氏股份	292.00	115.36	10.6%

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州茅台(+0.28%)、山西汾酒(+0.20%)和伊利股份(+0.12%)。持仓减少较多的个股是泸州老窖(-0.26%)。

图表88：2023Q4 食品饮料行业前十大重仓股

代码	名称	2023Q4 持仓	2023Q3 持仓	环比
600519.SH	贵州茅台	5.51%	5.24%	+0.28%
000858.SZ	五粮液	2.12%	2.08%	+0.03%
000568.SZ	泸州老窖	1.96%	2.22%	-0.26%
600809.SH	山西汾酒	1.28%	1.09%	+0.20%
000596.SZ	古井贡酒	0.73%	0.82%	-0.09%
002304.SZ	洋河股份	0.63%	0.72%	-0.09%
600887.SH	伊利股份	0.52%	0.40%	+0.12%
603369.SH	今世缘	0.27%	0.32%	-0.04%
603198.SH	迎驾贡酒	0.18%	0.15%	+0.03%
600600.SH	青岛啤酒	0.18%	0.22%	-0.04%

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(+0.27%)和三花智控(+0.07%),持仓减少较多的个股为格力电器(-0.14%)和海信视像(-0.02%)。

图表89: 2023Q4 家用电器行业前十大重仓股

代码	名称	2023Q4 持仓	2023Q3 持仓	环比
000333.SZ	美的集团	1.00%	0.72%	+0.27%
002050.SZ	三花智控	0.60%	0.53%	+0.07%
600690.SH	海尔智家	0.39%	0.39%	+0.00%
000651.SZ	格力电器	0.26%	0.40%	-0.14%
600060.SH	海信视像	0.18%	0.20%	-0.02%
688169.SH	石头科技	0.15%	0.15%	-0.01%
002429.SZ	兆驰股份	0.05%	0.03%	+0.03%
002011.SZ	盾安环境	0.05%	0.03%	+0.02%
000921.SZ	海信家电	0.05%	0.06%	-0.01%
002032.SZ	苏泊尔	0.03%	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)

■ 农林牧渔

环比上期,本期持仓增加较多的是温氏股份(+0.17%)、牧原股份(+0.17%)和巨星农牧(+0.12%),持仓减少较多的是大北农(-0.02%)。

图表90: 2023Q4 农林牧渔行业前十大重仓股

代码	名称	2023Q4 持仓	2023Q3 持仓	环比
300498.SZ	温氏股份	0.45%	0.28%	+0.17%
002714.SZ	牧原股份	0.37%	0.20%	+0.17%
002311.SZ	海大集团	0.27%	0.25%	+0.02%
603477.SH	巨星农牧	0.18%	0.06%	+0.12%
000998.SZ	隆平高科	0.11%	0.11%	+0.00%
002385.SZ	大北农	0.06%	0.08%	-0.02%
002299.SZ	圣农发展	0.06%	0.07%	-0.01%
002567.SZ	唐人神	0.05%	0.02%	+0.03%
002100.SZ	天康生物	0.05%	0.00%	+0.05%
300761.SZ	立华股份	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)



■ 商贸零售

环比上期,本期商贸零售板块前十大重仓股中,持仓增加较多的是焦点科技(+0.01%),持仓减少较多的是国联股份(-0.07%)和中国中免(-0.04%)。

图表91: 2023Q4 商贸零售行业前十大重仓股

代码	名称	2023Q4 持仓	2023Q3 持仓	环比
601888.SH	中国中免	0.19%	0.23%	-0.04%
603613.SH	国联股份	0.04%	0.11%	-0.07%
600861.SH	北京人力	0.04%	0.04%	-0.00%
600859.SH	王府井	0.04%	0.05%	-0.02%
600415.SH	小商品城	0.03%	0.04%	-0.01%
002315.SZ	焦点科技	0.02%	0.01%	+0.01%
600729.SH	重庆百货	0.02%	0.02%	+0.00%
000061.SZ	农产品	0.01%	0.01%	-0.00%
300592.SZ	华凯易佰	0.01%	0.01%	-0.01%
002419.SZ	天虹股份	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)

■ 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中公教育(+0.04%),持仓减少较多的个股为华测检测(-0.05%)和锦江酒店(-0.04%)。

图表92: 2023Q4 社会服务行业前十大重仓股

代码	名称	2023Q4 持仓	2023Q3 持仓	环比
300012.SZ	华测检测	0.11%	0.16%	-0.05%
300144.SZ	宋城演艺	0.07%	0.10%	-0.03%
600258.SH	首旅酒店	0.05%	0.05%	+0.00%
600754.SH	锦江酒店	0.05%	0.09%	-0.04%
002607.SZ	中公教育	0.05%	0.00%	+0.04%
605108.SH	同庆楼	0.03%	0.02%	+0.01%
000526.SZ	学大教育	0.02%	0.01%	+0.01%
300416.SZ	苏试试验	0.02%	0.02%	+0.01%
300662.SZ	科锐国际	0.02%	0.03%	-0.01%
600576.SH	祥源文旅	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)



■ 轻工制造

环比上期，本期持仓增加的个股主要为晨光股份(+0.02%)和裕同科技(+0.02%)，本期持仓减少较多的个股为欧派家居(-0.01%)、顾家家居(-0.01%)和志邦家居(-0.01%)。

图表93：2023Q4 轻工制造行业前十大重仓股

代码	名称	2023Q4 持仓	2023Q3 持仓	环比
002078.SZ	太阳纸业	0.17%	0.16%	+0.01%
603833.SH	欧派家居	0.07%	0.09%	-0.01%
603816.SH	顾家家居	0.06%	0.07%	-0.01%
603899.SH	晨光股份	0.06%	0.04%	+0.02%
002831.SZ	裕同科技	0.06%	0.03%	+0.02%
603195.SH	公牛集团	0.05%	0.05%	+0.00%
603801.SH	志邦家居	0.03%	0.04%	-0.01%
002572.SZ	索菲亚	0.03%	0.02%	+0.00%
603208.SH	江山欧派	0.02%	0.02%	-0.00%
301101.SZ	明月镜片	0.01%	0.02%	-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百亚股份(+0.00%)、锦波生物(+0.00%)和水羊股份(+0.00%)获得增持，爱美客(-0.10%)减持比例较高。

图表94：2023Q4 美容护理行业前十大重仓股

代码	名称	2023Q4 持仓	2023Q3 持仓	环比
300896.SZ	爱美客	0.17%	0.27%	-0.10%
603605.SH	珀莱雅	0.04%	0.05%	-0.01%
300856.SZ	科思股份	0.03%	0.04%	-0.01%
003006.SZ	百亚股份	0.01%	0.01%	+0.00%
832982.BJ	锦波生物	0.01%	0.00%	+0.00%
300957.SZ	贝泰妮	0.01%	0.02%	-0.01%
300740.SZ	水羊股份	0.01%	0.00%	+0.00%
600315.SH	上海家化	0.00%	0.01%	-0.01%
301108.SZ	洁雅股份	0.00%	0.00%	-0.00%
300955.SZ	嘉亨家化	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昆仑万维 (+0.03%) 和光线传媒 (+0.01%)，本期持仓减少的个股主要为分众传媒 (-0.06%)、三七互娱 (-0.05%) 和恺英网络 (-0.05%)。

图表95：2023Q4 传媒行业前十大重仓股

代码	名称	2023Q4 持仓	2023Q3 持仓	环比
002027.SZ	分众传媒	0.19%	0.25%	-0.06%
002555.SZ	三七互娱	0.12%	0.17%	-0.05%
002517.SZ	恺英网络	0.09%	0.14%	-0.05%
300418.SZ	昆仑万维	0.09%	0.06%	+0.03%
300002.SZ	神州泰岳	0.06%	0.08%	-0.02%
002602.SZ	世纪华通	0.04%	0.04%	+0.00%
300251.SZ	光线传媒	0.03%	0.02%	+0.01%
002558.SZ	巨人网络	0.03%	0.04%	-0.01%
002624.SZ	完美世界	0.03%	0.02%	+0.00%
603444.SH	吉比特	0.03%	0.06%	-0.04%

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）

■ 纺织服装

环比上期，本期持仓增加较多的个股为伟星股份 (+0.02%) 和雅戈尔 (+0.02%)，本期持仓减少较多的个股有报喜鸟 (-0.01%)。

图表96：2023Q4 纺织服装行业前十大重仓股

代码	名称	2023Q4 持仓	2023Q3 持仓	环比
002832.SZ	比音勒芬	0.12%	0.12%	+0.00%
600398.SH	海澜之家	0.06%	0.06%	-0.00%
002003.SZ	伟星股份	0.05%	0.03%	+0.02%
300979.SZ	华利集团	0.03%	0.03%	+0.01%
600612.SH	老凤祥	0.03%	0.03%	+0.00%
600177.SH	雅戈尔	0.03%	0.01%	+0.02%
002154.SZ	报喜鸟	0.02%	0.03%	-0.01%
002345.SZ	潮宏基	0.02%	0.01%	+0.01%
603055.SH	台华新材	0.02%	0.01%	+0.00%
002327.SZ	富安娜	0.02%	0.02%	-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）



四、基金经理后市观点

我们梳理了部分基金经理 2023 年四季报的观点，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：

基金经理的四季报普遍存在三个共识：第一，市场的悲观预期已相当程度体现在了板块的股价和估值表现上，当前市场的整体估值水平较低。第二，对于中国未来的结构性改革和经济转型抱有确定的乐观预期。第三，一些拥有强护城河且格局稳定的龙头企业，尽管增速预期下滑，但在当前的估值水平下，叠加分红等方式仍有机会使投资者获得不错的投资收益。

图表 97：部分基金经理 2023Q4 针对消费板块的观点

序号	观点概括
	经过四季度下跌组合中部分优质公司股东回报（分红+回购注销）水平已经接近或超过一些传统意义上的高分红公司，一定程度上暗含着市场或许不再认可这些公司的长期成长性，甚至预期一些公司会成为“价值陷阱”。然而，我们认为这些企业竞争壁垒依然坚固，只要老百姓生活水平逐年上升中国成功迈入中等发达国家，那么这些公司长期成长性依然具备。由此目前市场对这些优质公司的定价就类似“可转债”，投资者在获得票息回报同时获得成长性期权。另外从自由现金流回报角度来审视，组合整体自由现金流回报（自由现金流/市值）也几乎处于历史最高水平。因此从各个估值维度考量一批优质企业的低估值都已经反映了相当悲观的预期。
1	回顾过去几年投资者在买入高资本回报优质企业时需要付出一定估值溢价，隐含假设是这些优质企业长期成长性往往更为确定，其估值溢价会在整个投资周期中摊销，从而将投资优质企业回报摊薄到和普通公司类似水平。对这类公司的投资者来说通常相信优质公司回归永续低增长前的成长期更长，并且长久期投资者由于其估值溢价摊销周期更长，往往比短久期投资者更倾向支付估值溢价。目前状况是我们发现全球很多国家优质企业仍然维持相比普通公司更高的估值溢价，但国内优质企业估值溢价已收敛到很低水平甚至对一些公司来说已经完全消失，投资者从过去相信优质企业中长期高确定性增长到几乎不再相信，甚至对一些公司定价反映出“价值陷阱”预期。我们认为长期很多因素值得仔细考量，但此时投资优质企业已经不再需要“企盼伟大的结果”，只是“相信普通的结果”即可。
2	我们始终相信我国当前遇到的经济困难是暂时的，整固是为了更好发展。现阶段我国仍处于疫后经济恢复进程中，各经济主体缓慢修复资产负债表。同时经济结构调整叠加外部环境复杂严峻，带来阶段性资产价格下跌，债务风险暴露，经济内在收缩等压力。不过我国四季度增发 1 万亿国债，转移支付给地方政府进行基建投资，形成实际投资支出预计在 2024 年一季度；近期央行重启抵押补充贷款用于保障房、城中村改造等三大工程建设。政策重心已经向稳增长倾斜，一季度应该会看到效果。只要我们把发展放在首位，出台足够大的经济刺激措施配合提振民营经济、活跃资本市场，我们就可以逐步扭转颓势在发展中解决各种问题。
3	本基金在 2023 年第四季度投资中继续聚焦于 A 股优质消费公司。四季度中国经济继续平稳运行，但受地产销售下降等多方面因素的影响，经济有效需求不足，社会预期较弱，整体内生动能不强。这也导致市场对中国经济短期和中长期增长缺乏信心，而消费类资产因与中国经济高度相关，因此在四季度下跌较多。我们判断当前处于中国经济的底部区间，尽管我们可能需要更长时间来走出底部，但中国经济仍然具备较大成长空间。当前市场情绪较为悲观，很多消费公司估值具备一定吸引力。另外伴随着股价调整，越来越多的消费公司也开始加大分红或回购力度来回馈股东，价值底部逐步凸显。我们着眼于中长期，整体上保持了较为稳定的持仓结构。
4	2023 年消费关键词就是“弱复苏、极致性价比、卷”，呈现出需求增长放缓下的供给压力，这个趋势预计仍会延续。大部分消费细分领域依然是增速放缓、竞争加剧，企业加速分化的常态。但相比去年，由于市场对宏观预期足够低，消费行业经历了快速估值下杀，基本上都在历史估值 20%以下分位，一批壁垒相对高、稳定增长确定性强、降本增效能力突出的企业具有了很好的投资价值，24 年消费当中“高质量”因子会逐步发挥作用。
4	乐观者不是相信永远阳光明媚，但总是不断寻找方向。当前很多行业到了较深的低谷期，同时也到了龙头企业可以更放心大展身手的时期。近期调研不少企业家在行业上行期保持冷静克制，在下行期快速调整攫取更高份额，对未来制定了较高业绩目标。消费投资上我们依然看好壁垒高、格局相对稳定的高端白酒、白电，以及食品龙头，其次农业出行板块目前性价比也较高。互联网方面港股互联网大厂在过去一年里呈现利润超预期，股价持续下跌。股价与基本面背离充分反应了汇率、宏观经济预期、国际关系以及资金流向等多方面的悲观预期。长期看股价与企业盈利是正相关的，我们对于互联网行业的盈利趋势总体保持乐观的判断，我们认为 24 年港股互联网行业股价存在价值修复的空间。
5	回顾四季度，由于经济整体依然平淡，顺周期板块表现依然不佳，红利策略仍有较好相对收益表现；面对未来不确定性，



序号	观点概括
	<p>四季度相对刚需的板块也开始有所表现，如医药行业。而消费板块作为后周期品种，在四季度的整体表现相对不佳，但其中农业板块中的养殖行业伴随产能去化市场关注度有所提高。本基金基于经济相对平淡宏观背景下，从中观及自下而上角度更多寻找需求相对刚性的行业。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；叠加今年以来市场也不再对消费复苏抱有较高预期，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投资机会。中长期来看国内消费仍将沿着消费升级、品牌集中度提升等方向持续的发展，本基金将继续保持优选行业、精选个股的操作思路，坚持寻找可持续高质量成长的优质企业，来分享企业自身成长带来的投资收益。</p>
6	<p>关于白酒：酒类仍然占到本基金主要仓位一半水平，而投资者在 2023 年对白酒问题的长线主要担忧则随着公司基本持仓结构变化造成的走势不断被短线放大。一方面关于产量和人口长期结构不匹配、收入和价格不匹配、行业出现内卷这些确实是每个白酒企业都必须面对的长期宏观问题。长期以来白酒作为中国经济特色润滑剂，享受了居民消费升级的红利，这些超额红利也确实随着经济转型和向高质量发展的转向在逐步消失。我们必须直面和警惕这些问题给投资带来的陷阱而不是单纯一味再像过去那样躲在长期护城河和长坡厚雪之上。但问题另一面则是优秀白酒企业在过去三年展现出来的反脆弱能力证明这个行业格局的可靠性。这个行业品牌上存在遥遥领先，但价格上却不能以行业百草枯的方式竞争，品味上浓清酱各居天下这就足以保证优秀企业能够熬过寒冬，扩大市占率保证现金流。我们倾向于认为这些公司将以放慢收入增速但提高分红比率的方式来进一步提升股东回报。</p> <p>展望 2024 年，我们认为市场将呈现两极分化各取所需的局面。长期来看市场回报率最终将向潜在 GDP 增速靠拢。一些重大长期变化将逐渐影响到市场投资风格和趋势。我们认同单纯依靠资本堆积和人口结构红利发展的模式已经越来越走向尽头。这一方面将驱使市场寻找新的提高全要素生产力的方向，以题材和赛道的模式来摸索新科技的探索。另一方面，以前的资产向资本的单向转变将发展为双向转变。资产将向资本提出更注重回报的要求，也将体现为长线投资觉醒。那就是资本赚到的利润是否愿意以分红的模式回报投资者。</p>
7	<p>对消费服务行业而言人口结构老龄化的变化是长期结构性因素，短期因宏观波动而带来的收入增长预期更多是周期性因素，从结构性变化看，在老龄化背景下的被抚养人通胀，抚养人通缩是趋势性因素，因此养老教育医疗旅游消费的刚性增长，悦己、性价比消费的趋势和高端可选消费的回落同时出现，而短期因为收入预期带来的消费倾向周期性波动，最终会伴随预期调整的结束重新回归到新的均衡。</p>
8	<p>在我们看来至少在三个方面，我们需要告别旧时代、迎接新局面。</p> <p>第一是房地产的拐点至少在两个方面给经济和资本市场运行带来了影响。第一关乎总量，在新产业完全替代地产成为经济增长引擎之前，地产弱势将使得经济在总量层面缺乏足够弹性，整个宏观经济可能会经历一段比较长时间的底部盘整期。关于总量的机会将更多体现为悲观预期修复而非传统意义上的周期上行。第二关乎于大量周期性行业，无论归入国民经济哪一分类，最终或多或少都与地产或地产带来的财富效应相关，这些行业的企业家如果尽早认知到旧周期的一去不复返、认知到再投资收益率不可逆的下降，可能会选择减少资本开支、优化行业格局、加大分红力度。如果这变成一种集体的选择，那么这些看似进入衰退期的行业，反而有可能迎来更加持续和稳定的盈利，成为高股息行业的代表而受到市场的青睐。</p> <p>第二是市场对产业周期的理解。以新能源为代表的新兴行业仍处在盈利快速释放和增长期，但估值却已经被下杀到了历史低位。市场终于用更加全局和完备的眼光去看待行业发展，不仅只从需求角度去关注诗和远方，也会从供给质量和竞争格局角度去预判供需平衡和产业运行规律，从而形成一套比较完整的产业生命周期方法论。</p> <p>第三是整个市场负债端变化。19-21 年，外资持续流入公募基金的财富效应持续体现，市场整体在向机构化的方向发展。但这一切在 2022 年开始逐步转变，直到今年出现大逆转，这给整个市场的微观生态带来了极大的变化。从这个角度去思考行情的快速轮动、股票日内波动的加大、微盘股的崛起、机构重仓股票的持续弱势、甚至困境反转战胜高景气，就非常容易理解。我们尚不能确定这样的变化究竟是周期性的还是结构性、永久性的，但即便是周期性的，从历史上看，负债端的周期也会是一个比较长、至少 3 年左右的过程。因此，我们必须去适应这一变化。</p>
9	<p>国内很多产业在全球有相当强的竞争力，我们的技术、管理模式，资本积累都进入向外输出的阶段；供需的平衡达成还需要时间，目前还处于磨底过程中。这个过程最后会体现为技术的进步、效率的提高、产品的升级。我们非常看重这个过程中企业与企业家在面对激烈竞争中的表现，以衡量其长期的价值。</p> <p>长期来看经济发展的核心驱动力是科技进步和出海。70 年代美国经历石油危机带来的成本提升压力，产业上面对德国、日本等后起之秀的竞争，信息技术的引领创新使美国的经济驱动力由制造业逐步转变为科技、消费和高端服务业，并完成了全球出海的过程。科技创新将是我们经济发展的进一步驱动力，中国企业出海寻找新的市场也是必由之路。中国的制造业</p>



序号	观点概括
10	<p>体系是全世界最齐全的，配合最大的内需市场，科技的进步已经正在路上。同时，我们拥有最进取积极的企业家和朴素勤劳的劳动者，出海已经成为一个共识。目前主要是产能和基础产品的出海，未来会进一步看到更多技术、品牌的出海。我们已经走在正确的方向上，虽然过程仍有困难，需要我们给与更多的耐心。</p> <p>回顾 2023 年四季度，由于缺乏基本面支撑，且外资流出时有发生，股票市场整体呈现下跌态势，市场成交额逐步走低，个别主题有阶段性表现。具体来看，四季度以来宏观经济相关度较高的房地产产业链、消费等板块跌幅明显，供需失衡担忧较多的新能源、化工等制造业有所下跌，以医药、电子为代表的偏成长方向反弹后也继续回调，当前高股息的煤炭板块体现出防御属性。总体来看，股票市场缺乏清晰的定价逻辑和主线，缺乏较好的盈利机会。</p> <p>展望下个季度，宏观经济的担忧仍存，资本市场的信心需要重建，但是普遍已经过度悲观是不争的事实，福祸相依、危中有机，当前也有有利因素在积累，譬如十年期美国国债收益率已经下行、中美关系并未继续恶化、当前 A/H 股调整后部分板块估值吸引力明显上升等等，或许是逐步入场挑选一些可以中长期穿越周期的个股的时候。穿越周期的过程一定是痛苦的，我们只能做到战略上正视困难，战术上精于筹划，执行上坚决果断，保持底线思维，养精蓄锐，以待来时。</p>

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

市场情绪低落的环境下，尽管消费板块估值普遍有所回落，投资的选择面进一步扩大，但在人口结构、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，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已经显现，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: 北京市东城区建国内大街 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