



2023Q2 消费板块持仓报告

买入 (维持评级)
行业季报(动态)

证券研究报告

前瞻研究组

分析师: 龚轶之 (执业 S1130523050001)

gongyizhi@gjzq.com.cn

2023Q2 消费板块持仓报告: 整体仓位下降, 行业表现不同

基金整体情况

- **基金发行情况:** 发行热度下降, 整体规模略增。截至 2023Q2, 基金份额达到 60380.34 亿份, 同比上升 4.3%, 环比上升 2.8%, 基金份额总数增加。季度发行情况上看, 2023Q2 基金新发行份额 697.04 亿份。同比上升 0.2%, 环比下降 18.7%, 季度发行数量回到 2022Q4 的水平, 相比上季度发行规模有所减少。
- **基金仓位水平:** 基金仓位环比下降, 整体情绪偏向保守。从开放式基金仓位上看, 截至 2023Q2 普通股票型、偏股混合型、灵活配置型基金的仓位各为 85.4%、77.9%、62.7%, 季度环比分别下降 2.0pct、4.0pct、1.92pct。

大消费行业配置

- **大消费整体持仓:** 持仓比例降低, 低于历史均值。从持仓占比上看, 2023Q2 大消费行业整体持仓占比为 21.8%, 季度环比下降 2.3%, 略高于 2022 年末水平, 低于历史均值。从超配比例上看, 2023Q2 大消费行业超配比例为 4.9%, 季度环比减少 1.0%, 超配比例下降且低于历史均值。
- **消费一级行业持仓:** 从持仓占比来看, 多个消费一级行业在 2023Q2 被减持, 食品饮料减持比例最高, 仓位环比下降 2.5pct。家用电器、传媒得到较大增持, 仓位环比均上升 0.5pct。截止 2023Q2, 消费一级行业中, 仓位高于历史均值的板块包括食品饮料、美容护理, 仓位低于历史均值的板块包括农林牧渔、家用电器、纺织服饰、轻工制造、商贸零售、社会服务和传媒。
- **消费二级行业持仓:** 从二级行业赛道持仓占比上看, 环比上季度, 持仓增加比例较高的前十大消费二级行业分别为游戏、白电、文娱用品、养殖业、一般零售、饮料乳品、黑电、纺织制造、服装家纺和饰品。其中游戏和白电增持比例相对更高, 分别达到 0.6pct 和 0.5pct。白酒本季度减持比例相对较高, 达到-2.3pct。
- **大消费重仓股情况:** 集中度处高位, 抱团现象延续。2023Q2 前十大消费重仓股持仓占比为 13.1%, 高于历史均值, 环比减少 1.7pct。从消费板块内部持股集中度上看, 2023Q2 前十大消费重仓股占基金大消费整体持仓的比例为 60.0%, 高于历史均值, 环比减少 1.6pct。

基金经理后市观点

- 受宏观经济影响, 超额储蓄仍然维持在较高水平, 居民消费意愿并不强劲, 消费复苏动能在边际上有所减弱, 行业内挤压式竞争更加明显, 必选消费在此阶段的表现相对好于可选消费。
- 保守的市场预期已逐步反映在消费板块估值水平之中, 大盘质量类上市公司股权风险溢价已伴随三年以上的估值调整, 部分优质消费品公司的配置性价比进一步凸显。
- 展望未来, 随着人口结构的变化, 经济发展方式的转型, 消费板块将存在结构性的投资机会, 而目前板块已进入较好的布局阶段。

投资建议

- 目前所处阶段具备三方面特征: 经济发展方式逐步转型、人口结构逐步变化、消费板块估值走低。预计下半年消费板块向下动能逐步趋缓, 向上可能受政策刺激预期、业绩基数扰动、资金流动而波动, 系统性机会尚待酝酿, 行情根本性拐点尚未到来。建议关注两类投资标的: 1. 受益于长期人口结构变化的赛道龙头公司, 具备出现独立行情的基本面基础; 2. 具备较强护城河, 在目前市场情绪下, 估值偏低的龙头公司。

风险提示

- 样本统计偏差、市场波动风险。



内容目录

一、基金整体情况.....	4
1、基金发行及规模情况：发行热度下降，整体规模略增.....	4
2、基金资产配置：基金仓位环比下降，整体情绪偏向保守.....	4
二、大消费行业配置.....	5
1、大消费整体持仓：持仓比例降低，低于历史均值.....	5
2、消费一级行业持仓：食品饮料仓位下降，家电传媒仓位上升.....	5
3、消费二级行业持仓：游戏、白电得到增持，白酒板块被减持.....	9
3.1、季度环比变动 Top10	9
3.2、各版块二级行业季度持仓变动梳理.....	9
4、大消费重仓股：集中度处高位，抱团现象延续.....	13
三、基金经理后市观点.....	18
四、投资建议.....	20
五、风险提示.....	21

图表目录

图表 1： 基金市场规模（亿份）	4
图表 2： 基金单季度新发行规模（亿份）	4
图表 3： 开放式基金分类型仓位（%）	4
图表 4： 大消费历史持仓占比（%）	5
图表 5： 大消费历史超配比例（%）	5
图表 6： 2023Q2 大消费一级行业持仓变动.....	5
图表 7： A 股食品饮料行业基金持仓占比（%）	6
图表 8： A 股食品饮料行业超配比例（%）	6
图表 9： A 股家用电器行业持仓占比（%）	6
图表 10： A 股家用电器行业历史超配比例（%）	6
图表 11： A 股农林牧渔行业持仓占比（%）	6
图表 12： A 股农林牧渔行业历史超配比例（%）	6
图表 13： A 股商贸零售行业持仓占比（%）	7
图表 14： A 股商贸零售行业历史超配比例（%）	7
图表 15： A 股社会服务行业持仓占比（%）	7
图表 16： A 股社会服务行业历史超配比例（%）	7
图表 17： A 股轻工制造行业持仓占比（%）	7



图表 18: A 股轻工制造行业历史超配比例 (%)	7
图表 19: A 股美容护理行业持仓占比 (%)	8
图表 20: A 股美容护理行业历史超配比例 (%)	8
图表 21: A 股传媒行业持仓占比 (%)	8
图表 22: A 股传媒行业历史超配比例 (%)	8
图表 23: A 股纺织服饰行业持仓占比 (%)	8
图表 24: A 股纺织服饰行业历史超配比例 (%)	8
图表 25: 2023Q2 消费二级行业基金持仓环比增加 TOP10 (%)	9
图表 26: 2023Q2 消费二级行业基金持仓环比减少 TOP10 (%)	9
图表 27: 2023Q2 消费二级行业基金超配环比增加 TOP10 (%)	9
图表 28: 2023Q2 消费二级行业基金超配环比减少 TOP10 (%)	9
图表 29: 2023Q2 食品饮料二级行业持仓及超配比例变动	10
图表 30: 2023Q2 家用电器二级行业持仓及超配比例变动	10
图表 31: 2023Q2 农林牧渔二级行业持仓及超配比例变动	10
图表 32: 2023Q2 商贸零售二级行业持仓及超配比例变动	11
图表 33: 2023Q2 社会服务二级行业持仓及超配比例变动	11
图表 34: 2023Q2 轻工制造二级行业持仓及超配比例变动	11
图表 35: 2023Q2 美容护理二级行业持仓及超配比例变动	12
图表 36: 2023Q2 传媒二级行业持仓及超配比例变动	12
图表 37: 2023Q2 纺织服饰二级行业持仓及超配比例变动	12
图表 38: 2023Q2 基金前十大消费重仓股持仓占比 (%)	13
图表 39: 2023Q2 基金消费持股集中度 (%)	13
图表 40: 2023Q2 基金前十大消费重仓股	13
图表 41: 2023Q2 食品饮料行业前十大重仓股	14
图表 42: 2023Q2 家用电器行业前十大重仓股	14
图表 43: 2023Q2 农林牧渔行业前十大重仓股	15
图表 44: 2023Q2 商贸零售行业前十大重仓股	15
图表 45: 2023Q2 社会服务行业前十大重仓股	16
图表 46: 2023Q2 轻工制造行业前十大重仓股	16
图表 47: 2023Q2 美容护理行业前十大重仓股	17
图表 48: 2023Q2 传媒行业前十大重仓股	17
图表 49: 2023Q2 纺织服饰行业前十大重仓股	18
图表 50: 部分基金经理 2023Q2 消费板块观点	18
图表 51: 中证消费指数 PE TTM	21
图表 52: 中证可选指数 PE TTM	21



一、基金整体情况

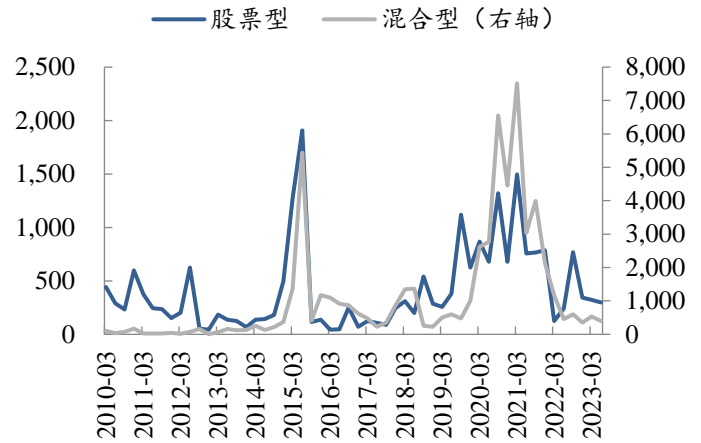
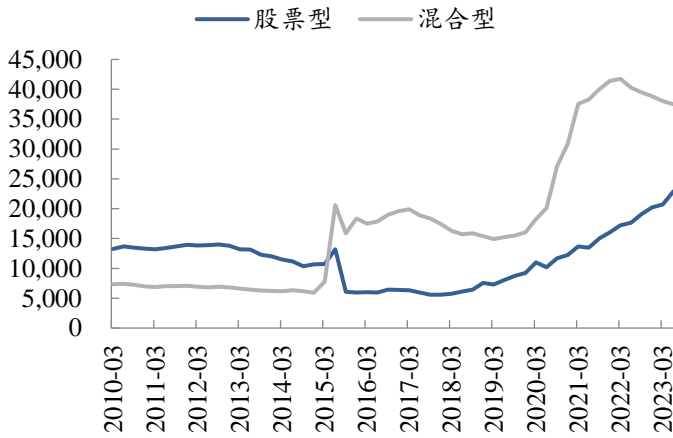
1、基金发行及规模情况：发行热度下降，整体规模略增

截至 2023Q2，基金份额达到 60380.34 亿份，同比增加 4.3%，环比增加 2.8%，基金份额总数增加。其中，股票型、混合型基金份额分别为 22903.35 亿份、37476.99 亿份，环比分别变动+10.7%、-1.4%，股票型基金规模扩张而混合型基金规模减少。

季度发行情况上看，2023Q2 基金整体新发行份额 697.04 亿份。同比变动+0.2%，环比变动-18.7%，季度发行数量回到 2022Q4 的水平，相比上季度发行数量有所减少。其中，当季度股票型、混合型基金分别新发行 297.35 亿份、399.69 亿份，环比变动-7.8%、-25.2%。

图表1：基金市场规模（亿份）

图表2：基金单季度新发行规模（亿份）



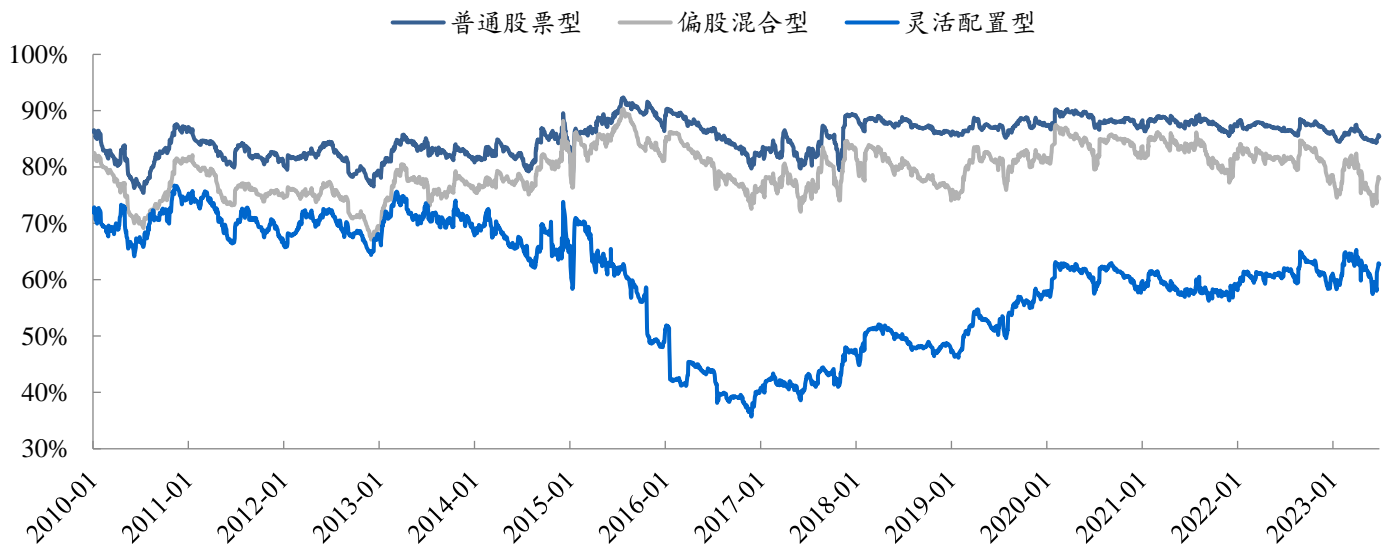
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

2、基金资产配置：基金仓位环比下降，整体情绪偏向保守

从开放式基金仓位上看，截至 2023Q2 普通股票型、偏股混合型、灵活配置型基金的仓位各为 85.4%、77.9%、62.7%，季度环比-2.0pct、-4.0pct、-1.92pct，整体配置偏向保守。

图表3：开放式基金分类型仓位（%）



来源：Wind，国金证券研究所



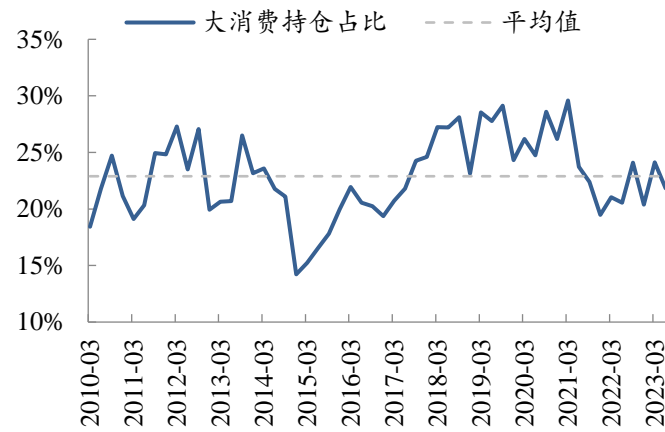
二、大消费行业配置

1、大消费整体持仓：持仓比例降低，低于历史均值

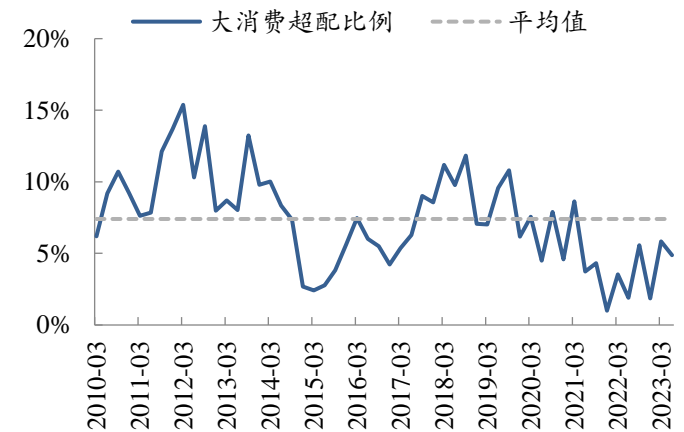
从持仓占比上看，2023Q2 大消费行业整体持仓占比为 21.8%，季度环比下降 2.3%，略高于 2022 年末水平，低于历史均值。

从超配比例上看，2023Q2 大消费行业超配比例为 4.9%，季度环比减少 1.0%，超配比例下降且低于历史均值。

图表4：大消费历史持仓占比 (%)



图表5：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）

2、消费一级行业持仓：食品饮料仓位下降，家电传媒仓位上升

从持仓占比来看，多个消费一级行业在 2023Q2 被减持，其中，食品饮料减持比例最高，仓位环比下降 2.5pct。家用电器、传媒得到较大增持，仓位环比均上升 0.5pct。超配比例方面，食品饮料超配比例下降幅度最大，达到 1.4pct。

图表6：2023Q2 大消费一级行业持仓变动

行业	持仓占比			超配比例		
	2023Q2 持仓	2023Q1 持仓	环比	2023Q2 超配比例	2023Q1 超配比例	环比
食品饮料	13.7%	16.1%	-2.46%	6.2%	7.6%	-1.40%
家用电器	2.5%	2.1%	+0.45%	0.4%	0.1%	+0.35%
农林牧渔	1.4%	1.5%	-0.08%	0.1%	0.0%	+0.08%
纺织服饰	0.4%	0.3%	+0.08%	-0.3%	-0.4%	+0.07%
传媒	1.6%	1.2%	+0.47%	-0.5%	-0.8%	+0.29%
美容护理	0.5%	0.7%	-0.17%	0.2%	0.3%	-0.13%
商贸零售	0.5%	0.9%	-0.37%	-0.7%	-0.6%	-0.13%
社会服务	0.6%	0.8%	-0.19%	0.0%	0.2%	-0.13%
轻工制造	0.6%	0.6%	-0.02%	-0.5%	-0.5%	+0.04%

来源：Wind，国金证券研究所（注：计算结果保留一位小数，环比数据正值以红绿色区分。出现在统计列表的 0.00%，均为 2 位小数后存在数值的数据）

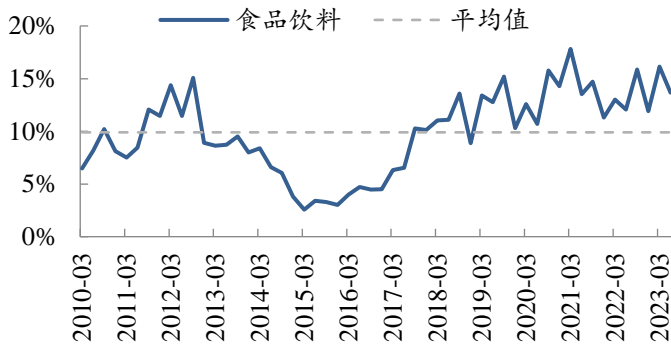
各行业历史持仓水平梳理如下：

■ 食品饮料

2023Q2 食品饮料行业仓位水平为 13.7%，高于历史均值 9.9%。超配比例为 6.2%，高于历史均值 4.3%。本季度食品饮料虽然仓位下降，但整体仓位水平仍高于历史平均水平。

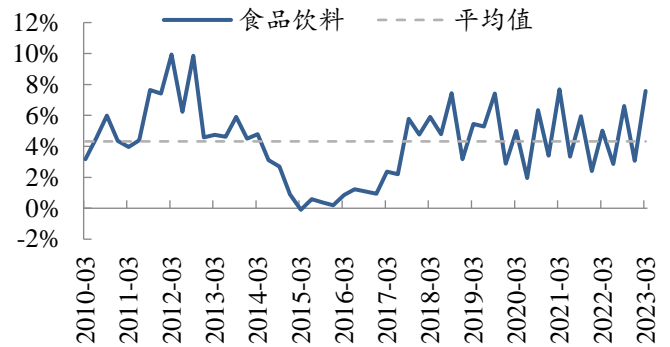


图表7: A股食品饮料行业基金持仓占比 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表8: A股食品饮料行业超配比例 (%)

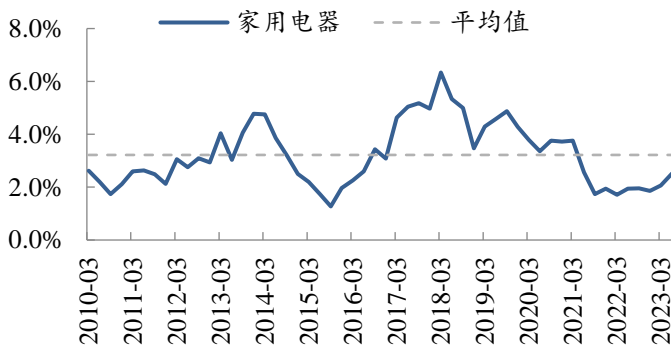


来源: Wind, 国金证券研究所

■ 家用电器

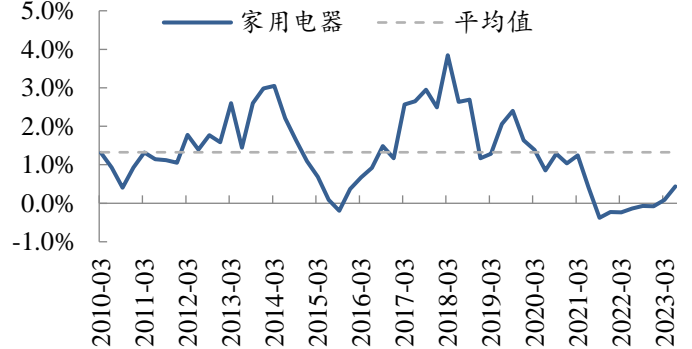
2023Q2 家用电器行业仓位水平为 2.5%，低于历史均值 3.2%。超配比例为 0.4%，低于历史均值 1.3%。家电板块仓位自 2022Q1 以后，呈现逐步增加的趋势。

图表9: A股家用电器行业持仓占比 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表10: A股家用电器行业历史超配比例 (%)

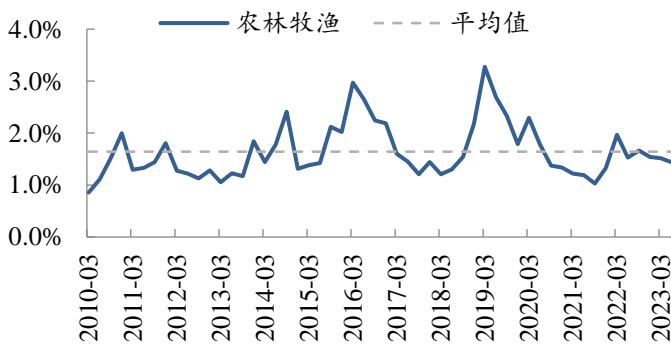


来源: Wind, 国金证券研究所

■ 农林牧渔

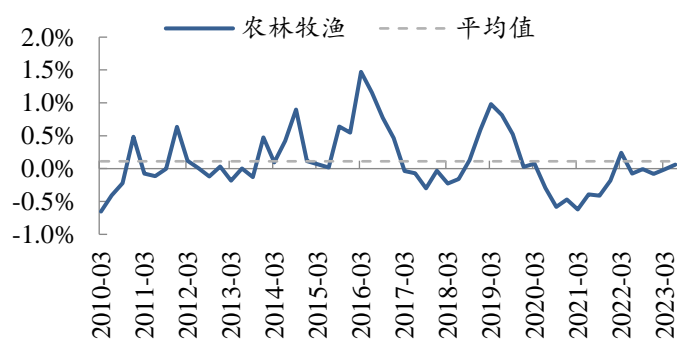
2023Q2 农林牧渔行业仓位水平为 1.4%，低于历史均值 1.6%。超配比例为 0.1%，等于历史均值 0.1%。农林牧渔板块仓位在 2022Q1 达到短期高点，后逐步走低。

图表11: A股农林牧渔行业持仓占比 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表12: A股农林牧渔行业历史超配比例 (%)



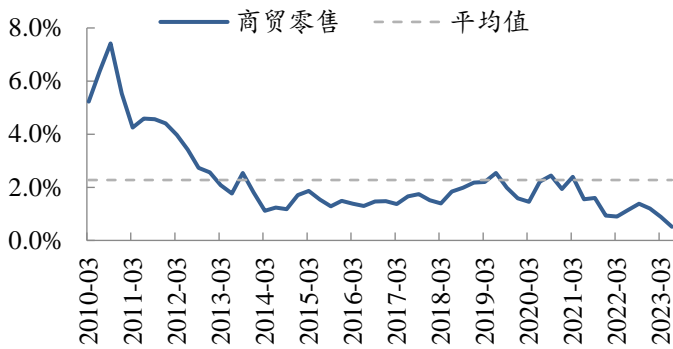
来源: Wind, 国金证券研究所

■ 商贸零售

2023Q2 商贸零售行业仓位水平为 0.5%，低于历史均值 2.3%。超配比例为-0.7%，低于历史均值 0.3%。商贸零售板块仓位处于历史最低水平。

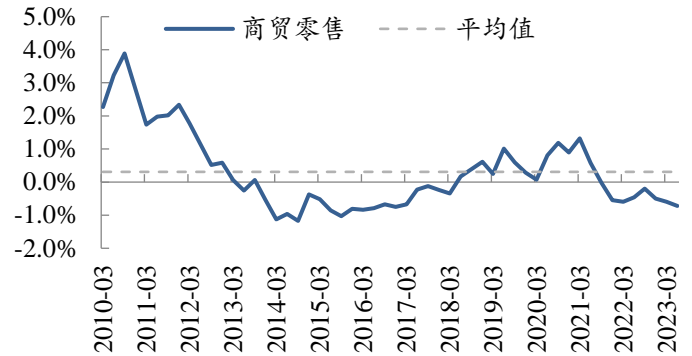


图表13: A股商贸零售行业持仓占比 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表14: A股商贸零售行业历史超配比例 (%)

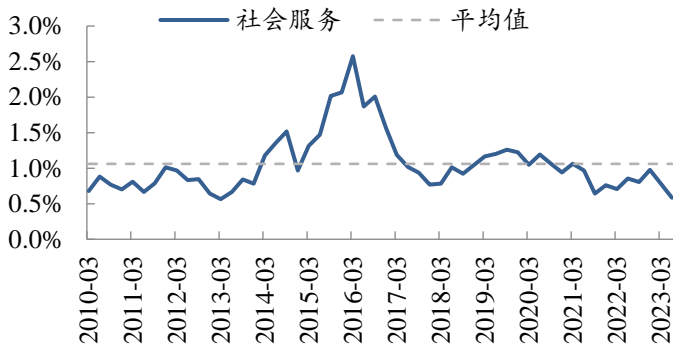


来源: Wind, 国金证券研究所

■ 社会服务

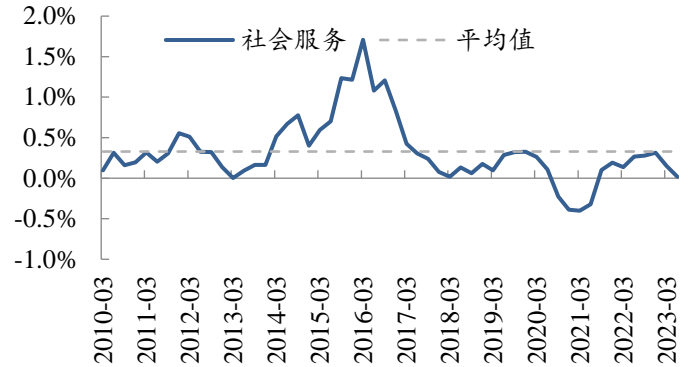
2023Q2 社会服务行业仓位水平为 0.6%，低于历史均值 1.1%。超配比例为 0.0%，低于历史均值 0.3%。社会服务板块仓位处于历史较低水平的阶段之一，之前达到此仓位水平的时间分别为 2021Q3 和 2013Q1。

图表15: A股社会服务行业持仓占比 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表16: A股社会服务行业历史超配比例 (%)

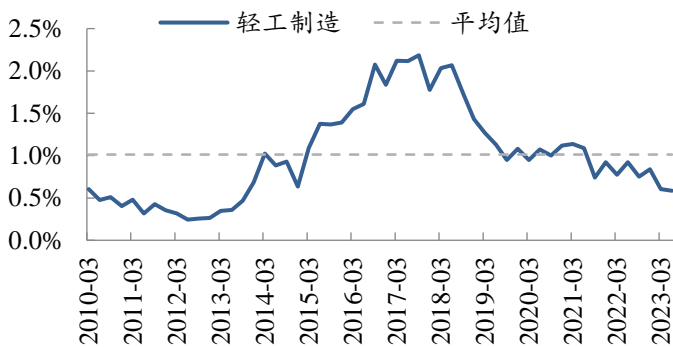


来源: Wind, 国金证券研究所

■ 轻工制造

2023Q2 轻工制造行业仓位水平为 0.6%，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。

图表17: A股轻工制造行业持仓占比 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表18: A股轻工制造行业历史超配比例 (%)



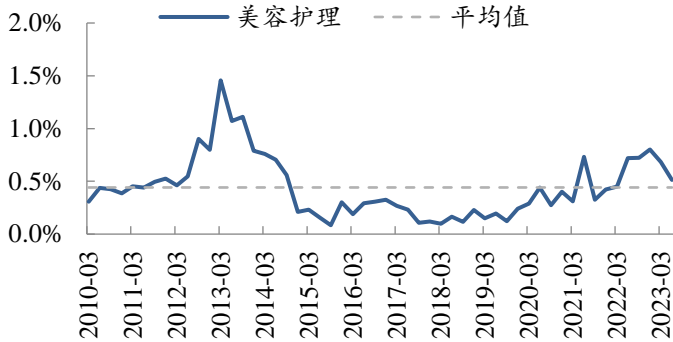
来源: Wind, 国金证券研究所



■ 美容护理

2023Q2 美容护理行业仓位水平为 0.5%，高于历史均值 0.4%。超配比例为 0.2%，低于历史均值 0.3%。

图表19: A股美容护理行业持仓占比 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表20: A股美容护理行业历史超配比例 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

■ 传媒

2023Q2 传媒行业仓位水平为 1.6%，低于历史均值 2.5%。超配比例为-0.5%，低于历史均值 0.8%。传媒板块仓位水平自 2022Q3 以来一路上扬。

图表21: A股传媒行业持仓占比 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表22: A股传媒行业历史超配比例 (%)

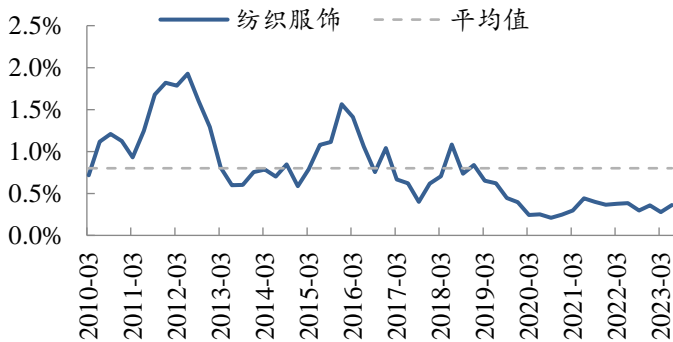


来源: Wind, 国金证券研究所

■ 纺织服装

2023Q2 纺织服装行业仓位水平为 0.4%，低于历史均值 0.8%。超配比例为-0.3%，低于历史均值-0.2%。纺织服装板块仓位水平自 2021Q2 以来整体表现稳定。

图表23: A股纺织服装行业持仓占比 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表24: A股纺织服装行业历史超配比例 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

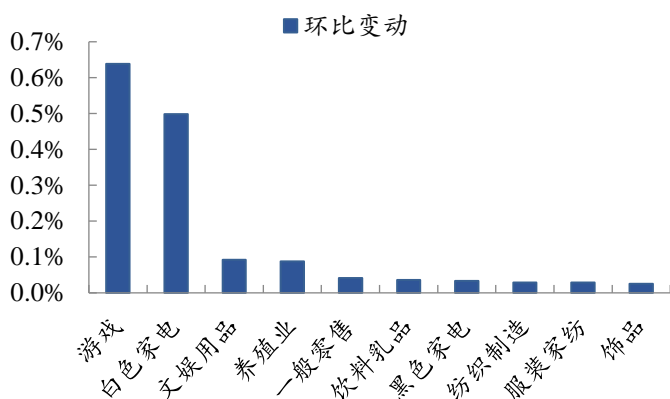


3、消费二级行业持仓：游戏、白电得到增持，白酒板块被减持

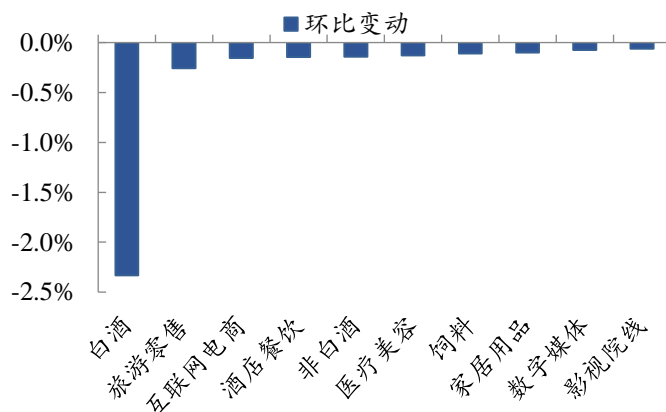
3.1、季度环比变动 Top10

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，游戏和白电增持比例最高，分别达到 0.6pct 和 0.5pct。而白酒本季度减持比例相对较高，达到-2.3pct。

图表25：2023Q2 消费二级行业基金持仓环比增加 TOP10 (%)



图表26：2023Q2 消费二级行业基金持仓环比减少 TOP10 (%)

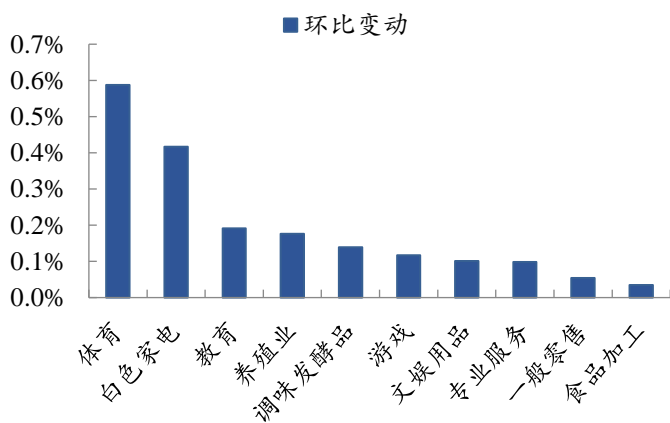


来源：Wind，国金证券研究所

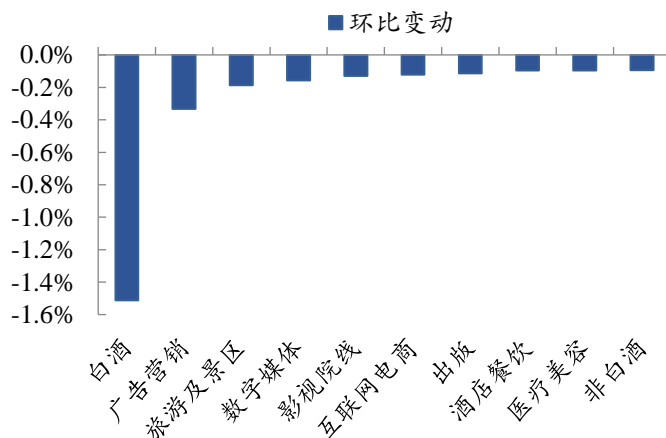
来源：Wind，国金证券研究所

从细分赛道超配比例上看，超配比例环比增加较多的二级板块分别为体育、白电、教育和养殖业，超配比例分别环比增加 0.6pct、0.4pct、0.2pct 和 0.2pct。超配比例环比减少较多的板块分别为白酒、广告营销、旅游景区和数字媒体，超配比例环比分别变动-1.5pct、-0.3pct、-0.2pct、-0.2pct。

图表27：2023Q2 消费二级行业基金超配环比增加 TOP10 (%)



图表28：2023Q2 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

3.2、各版块二级行业季度持仓变动梳理

■ 食品饮料：基金减持白酒，增持饮料乳品和食品加工

从二级行业来看，2023Q2 食品饮料板块中，白酒减持比例最高，持仓占比环比下降 2.33%。其次是非白酒板块，持仓占比环比下降 0.14%。饮料乳品和食品加工板块被增持，增持比例分别为 0.04%和 0.02%。


图表29: 2023Q2 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		
	23Q2	23Q1	环比	23Q2	23Q1	环比
食品加工	0.4%	0.4%	+0.02%	0.0%	0.0%	+0.04%
白酒	11.7%	14.0%	-2.33%	6.2%	7.7%	-1.51%
非白酒	0.6%	0.7%	-0.14%	0.2%	0.3%	-0.09%
饮料乳品	0.7%	0.7%	+0.04%	0.2%	0.2%	+0.03%
休闲食品	0.2%	0.2%	-0.03%	-0.1%	-0.1%	+0.00%
调味发酵品	0.2%	0.2%	-0.01%	-0.4%	-0.5%	+0.14%

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 计算结果保留两位小数, 环比数据正负值以红绿色区分; 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: 基金减持家电零部件、小家电, 增持白电和黑电

从二级行业来看, 2023Q2 家用电器板块中, 家电零部件、小家电等板块被减持, 白电和黑电板块被增持, 增持比例分别为 0.50% 和 0.03%。

图表30: 2023Q2 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		
	23Q2	23Q1	环比	23Q2	23Q1	环比
白色家电	1.5%	1.0%	+0.50%	0.4%	0.0%	+0.42%
黑色家电	0.2%	0.2%	+0.03%	0.0%	0.0%	+0.02%
小家电	0.2%	0.2%	-0.02%	-0.1%	-0.1%	+0.00%
厨卫电器	0.0%	0.0%	-0.00%	0.0%	-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	0.5%	0.6%	-0.05%	0.2%	0.3%	-0.09%
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, 环比数据正负值以红绿色区分; 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: 基金减持饲料, 增持养殖业

从二级行业来看, 2023Q2 农林牧渔板块中, 饲料等板块被减持, 饲料板块减持比例最高, 达到 0.11%。养殖业板块被增持, 增持比例为 0.09%。

图表31: 2023Q2 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		
	23Q2	23Q1	环比	23Q2	23Q1	环比
种植业	0.2%	0.2%	-0.02%	0.0%	0.0%	-0.01%
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	0.3%	0.5%	-0.11%	0.1%	0.2%	-0.07%
农产品加工	0.0%	0.0%	-0.00%	-0.1%	-0.2%	+0.01%
养殖业	0.8%	0.7%	+0.09%	0.2%	0.0%	+0.18%
动物保健	0.1%	0.1%	-0.04%	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, 环比数据正负值以红绿色区分; 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: 基金减持旅游零售、互联网电商, 增持一般零售

从二级行业来看, 2023Q2 商贸零售板块中, 旅游零售、互联网板块被减持, 减持比例分别



达到 0.26% 和 0.15%。一般零售板块被增持，增持比例为 0.04%。

图表32：2023Q2 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		
	23Q2	23Q1	环比	23Q2	23Q1	环比
贸易	0.0%	0.0%	+0.00%	-0.1%	-0.1%	-0.00%
一般零售	0.2%	0.1%	+0.04%	-0.5%	-0.5%	+0.05%
专业连锁	0.0%	0.0%	-0.00%	-0.1%	-0.1%	+0.01%
互联网电商	0.1%	0.3%	-0.15%	0.0%	0.1%	-0.12%
旅游零售	0.2%	0.5%	-0.26%	-0.1%	0.0%	-0.06%
体育	0.0%	0.0%	+0.00%	0.0%	-0.6%	+0.59%

来源：Wind，国金证券研究所（注：计算结果保留两位小数，环比数据正负值以红绿色区分；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：各板块均被减持，酒店餐饮减持比例较高

从二级行业来看，2023Q2 社会服务各板块均被不同程度减持，其中酒店餐饮、旅游及景区减持比例相对更高，分别达到 0.15% 和 0.03%。

图表33：2023Q2 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		
	23Q2	23Q1	环比	23Q2	23Q1	环比
专业服务	0.3%	0.3%	-0.00%	0.1%	0.0%	+0.10%
酒店餐饮	0.2%	0.3%	-0.15%	0.0%	0.1%	-0.10%
旅游及景区	0.1%	0.1%	-0.03%	-0.1%	0.1%	-0.19%
教育	0.0%	0.0%	-0.01%	-0.1%	-0.3%	+0.19%

来源：Wind，国金证券研究所（注：计算结果保留两位小数，环比数据正负值以红绿色区分；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：基金减持家居用品，增持文娱用品

从二级行业来看，2023Q2 轻工制造板块中，家居用品减持比例相对较高，达到 0.1%，文娱用品被增持，增持比例为 0.09%。

图表34：2023Q2 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		
	23Q2	23Q1	环比	23Q2	23Q1	环比
造纸	0.1%	0.1%	-0.01%	-0.1%	-0.1%	+0.01%
包装印刷	0.0%	0.1%	-0.01%	-0.2%	-0.2%	-0.01%
家居用品	0.3%	0.4%	-0.10%	-0.2%	-0.2%	-0.06%
文娱用品	0.1%	0.0%	+0.09%	0.0%	-0.1%	+0.10%

来源：Wind，国金证券研究所（注：计算结果保留两位小数，环比数据正负值以红绿色区分；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：基金减持医疗美容，增持个护用品

从二级行业来看，2023Q2 美容护理板块中，医疗美容减持比例相对较高，达到 0.13%，个护用品被增持，增持比例为 0.01%。



图表35: 2023Q2 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		
	23Q2	23Q1	环比	23Q2	23Q1	环比
个护用品	0.1%	0.0%	+0.01%	0.0%	0.0%	+0.01%
化妆品	0.1%	0.2%	-0.06%	0.0%	0.0%	-0.04%
医疗美容	0.3%	0.4%	-0.13%	0.2%	0.3%	-0.10%

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 计算结果保留两位小数, 环比数据正负值以红绿色区分; 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: 基金减持数字媒体、影视院线, 增持游戏板块

从二级行业来看, 2023Q2 传媒板块中, 除游戏和出版外, 其他板块均被不同程度减持, 减持比例相对较高的是数字媒体和影视院线, 减持比例分别达到 0.08% 和 0.06%, 而游戏板块被显著增持, 增持比例达到 0.64%, 持仓水平相比上季度实现翻倍。

图表36: 2023Q2 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		
	23Q2	23Q1	环比	23Q2	23Q1	环比
游戏	1.2%	0.6%	+0.64%	0.5%	0.4%	+0.12%
广告营销	0.2%	0.2%	-0.03%	-0.2%	0.2%	-0.33%
影视院线	0.0%	0.1%	-0.06%	-0.2%	-0.1%	-0.13%
数字媒体	0.1%	0.1%	-0.08%	-0.1%	0.0%	-0.16%
出版	0.1%	0.1%	+0.02%	-0.2%	-0.1%	-0.11%
电视广播	0.0%	0.0%	-0.02%	-0.2%	-0.2%	-0.03%

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 计算结果保留两位小数, 环比数据正负值以红绿色区分; 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: 纺织制造、服装家纺、饰品均得到增持

从二级行业来看, 2023Q2 纺织服饰中, 所有板块均得到增持, 纺织制造、服装家纺、饰品板块持仓水平平均环比上升 0.03%。

图表37: 2023Q2 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		
	23Q2	23Q1	环比	23Q2	23Q1	环比
纺织制造	0.1%	0.0%	+0.03%	-0.1%	-0.1%	+0.03%
服装家纺	0.2%	0.2%	+0.03%	-0.2%	-0.2%	+0.02%
饰品	0.1%	0.1%	+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, 环比数据正负值以红绿色区分; 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)



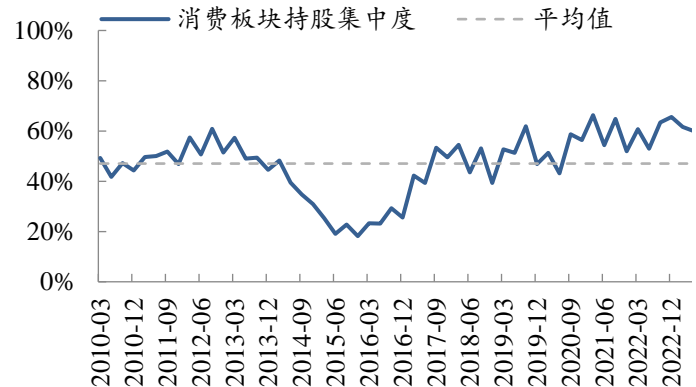
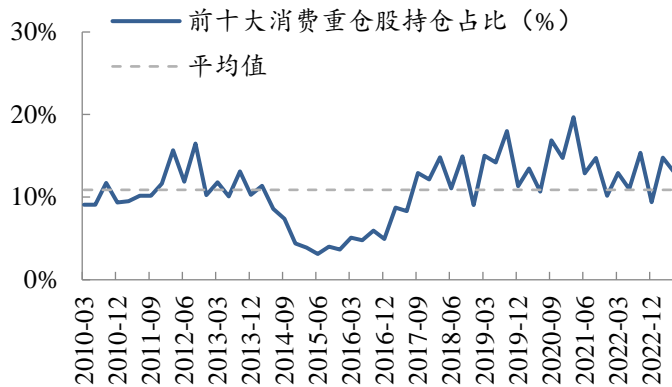
4、大消费重仓股：集中度处高位，抱团现象延续

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，2023Q2 前十大消费重仓股持仓占比为 13.1%，高于历史均值，环比减少 1.7pct。

从消费板块内部持股集中度上看，2023Q2 前十大消费重仓股占基金大消费整体持仓的比例为 60.0%，高于历史均值，环比减少 1.6pct，消费行业内部持仓集中度仍处于历史较高水平。

图表38：2023Q2 基金前十大消费重仓股持仓占比 (%)

图表39：2023Q2 基金消费持股集中度 (%)



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 2023Q2，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，白酒企业占据前 6。其余前十大重仓股分别来自乳制品板块（伊利股份）、商贸零售板块（中国中免）、家电板块（美的集团）和美容护理板块（爱美客）。

图表40：2023Q2 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	1,685	1,508.32	6.6%
食品饮料	000858.SZ	五粮液	1,002	790.87	10.3%
食品饮料	000568.SZ	泸州老窖	846	745.45	20.0%
食品饮料	600809.SH	山西汾酒	357	375.82	11.3%
食品饮料	002304.SZ	洋河股份	248	276.96	11.1%
食品饮料	000596.SZ	古井贡酒	219	228.84	18.9%
食品饮料	600887.SH	伊利股份	267	169.70	9.2%
商贸零售	601888.SH	中国中免	315	150.86	3.6%
家用电器	000333.SZ	美的集团	454	132.76	26.5%
美容护理	300896.SZ	爱美客	238	130.21	13.6%

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均被不同程度减仓,其中,持仓减少较多的个股为泸州老窖(-1.79%)、山西汾酒(-1.04%)和五粮液(-0.56%)。

图表41: 2023Q2 食品饮料行业前十大重仓股

代码	名称	2023Q2 持仓	2023Q1 持仓	环比
600519.SH	贵州茅台	4.63%	4.95%	-0.32%
000858.SZ	五粮液	2.03%	2.59%	-0.56%
000568.SZ	泸州老窖	0.66%	2.44%	-1.79%
002304.SZ	洋河股份	0.58%	0.91%	-0.33%
000596.SZ	古井贡酒	0.25%	0.75%	-0.50%
600809.SH	山西汾酒	0.19%	1.23%	-1.04%
600887.SH	伊利股份	0.09%	0.56%	-0.47%
600600.SH	青岛啤酒	0.08%	0.38%	-0.30%
603345.SH	安井食品	0.07%	0.23%	-0.16%
603369.SH	今世缘	0.06%	0.25%	-0.20%

来源: Wind, 国金证券研究所(注: 计算结果保留两位小数, 环比数据正负值以红绿色区分; 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,本期持仓增加较多的个股为美的集团(+0.27%), 本期持仓减少较多的是海尔智家(-0.17%)、格力电器(-0.15%)。

图表42: 2023Q2 家用电器行业前十大重仓股

代码	名称	2023Q2 持仓	2023Q1 持仓	环比
000333.SZ	美的集团	0.71%	0.44%	+0.27%
002050.SZ	三花智控	0.40%	0.35%	+0.04%
600690.SH	海尔智家	0.19%	0.36%	-0.17%
000651.SZ	格力电器	0.07%	0.22%	-0.15%
600060.SH	海信视像	0.03%	0.13%	-0.10%
688169.SH	石头科技	0.02%	0.08%	-0.06%
000921.SZ	海信家电	0.01%	0.04%	-0.02%
603486.SH	科沃斯	0.01%	0.05%	-0.04%
002011.SZ	盾安环境	0.01%	0.05%	-0.04%
002032.SZ	苏泊尔	0.00%	0.03%	-0.02%

来源: Wind, 国金证券研究所(注: 计算结果保留两位小数, 环比数据正负值以红绿色区分; 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，本期持仓增加的个股为温氏股份(+0.05%)，本期持仓减少较多的是海大集团(-0.13%)、牧原股份(-0.11%)。

图表43: 2023Q2 农林牧渔行业前十大重仓股

代码	名称	2023Q2 持仓	2023Q1 持仓	环比
300498.SZ	温氏股份	0.35%	0.29%	+0.05%
002311.SZ	海大集团	0.21%	0.34%	-0.13%
002714.SZ	牧原股份	0.09%	0.20%	-0.11%
000998.SZ	隆平高科	0.06%	0.09%	-0.04%
603477.SH	巨星农牧	0.04%	0.04%	-0.00%
002385.SZ	大北农	0.03%	0.06%	-0.03%
002299.SZ	圣农发展	0.02%	0.08%	-0.06%
300087.SZ	荃银高科	0.02%	0.05%	-0.03%
000876.SZ	新希望	0.01%	0.02%	-0.01%
002041.SZ	登海种业	0.01%	0.05%	-0.04%

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 计算结果保留两位小数, 环比数据正负值以红绿色区分; 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，本期整体持仓增加的个股主要为小商品城(+0.01%)，本期持仓减少较多的是中国中免(-0.26%)、农产品(-0.22%)和国联股份(-0.18%)。

图表44: 2023Q2 商贸零售行业前十大重仓股

代码	名称	2023Q2 持仓	2023Q1 持仓	环比
601888.SH	中国中免	0.24%	0.49%	-0.26%
603613.SH	国联股份	0.06%	0.24%	-0.18%
600859.SH	王府井	0.04%	0.06%	-0.03%
600415.SH	小商品城	0.01%	0.00%	+0.01%
600861.SH	北京人力	0.00%	0.12%	-0.12%
002315.SZ	焦点科技	0.00%	0.00%	+0.00%
600729.SH	重庆百货	0.00%	0.00%	-0.00%
002419.SZ	天虹股份	0.00%	0.00%	+0.00%
000061.SZ	农产品	0.00%	0.22%	-0.22%
000501.SZ	武商集团	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, 环比数据正负值以红绿色区分; 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，社会服务板块前十大重仓股本期均被不同程度减持，本期持仓减少较多的个股为锦江酒店（-0.15%）。

图表45：2023Q2 社会服务行业前十大重仓股

代码	名称	2023Q2 持仓	2023Q1 持仓	环比
300012.SZ	华测检测	0.17%	0.17%	-0.00%
600754.SH	锦江酒店	0.08%	0.23%	-0.15%
300144.SZ	宋城演艺	0.03%	0.10%	-0.07%
600258.SH	首旅酒店	0.02%	0.08%	-0.06%
300416.SZ	苏试试验	0.01%	0.04%	-0.03%
300662.SZ	科锐国际	0.01%	0.03%	-0.02%
300938.SZ	信测标准	0.01%	0.01%	-0.01%
300887.SZ	谱尼测试	0.01%	0.02%	-0.02%
002057.SZ	中钢天源	0.00%	0.01%	-0.01%
600138.SH	中青旅	0.00%	0.01%	-0.01%

来源：Wind，国金证券研究所（注：计算结果保留两位小数，环比数据正负值以红绿色区分；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（+0.05%），本期持仓减少较多的个股为欧派家居（-0.09%）。

图表46：2023Q2 轻工制造行业前十大重仓股

代码	名称	2023Q2 持仓	2023Q1 持仓	环比
002078.SZ	太阳纸业	0.13%	0.13%	+0.00%
603899.SH	晨光股份	0.08%	0.03%	+0.05%
603833.SH	欧派家居	0.05%	0.14%	-0.09%
603816.SH	顾家家居	0.01%	0.07%	-0.06%
603801.SH	志邦家居	0.01%	0.04%	-0.03%
002831.SZ	裕同科技	0.01%	0.03%	-0.02%
002572.SZ	索菲亚	0.01%	0.01%	-0.00%
603208.SH	江山欧派	0.01%	0.01%	-0.01%
603008.SH	喜临门	0.00%	0.02%	-0.02%
601968.SH	宝钢包装	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，环比数据正负值以红绿色区分；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，本期持仓增加的个股为名臣健康(+0.01%)，本期持仓减少较多的个股为爱美容(-0.12%)和珀莱雅(-0.08%)。

图表47: 2023Q2 美容护理行业前十大重仓股

代码	名称	2023Q2 持仓	2023Q1 持仓	环比
300896.SZ	爱美容	0.31%	0.43%	-0.12%
603605.SH	珀莱雅	0.04%	0.12%	-0.08%
002919.SZ	名臣健康	0.02%	0.01%	+0.01%
300856.SZ	科思股份	0.01%	0.01%	-0.00%
003006.SZ	百亚股份	0.00%	0.03%	-0.03%
600315.SH	上海家化	0.00%	0.01%	-0.01%
300957.SZ	贝泰妮	0.00%	0.05%	-0.05%
688363.SH	华熙生物	0.00%	0.01%	-0.01%
603983.SH	丸美股份	0.00%	0.00%	-0.00%
300888.SZ	稳健医疗	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, 环比数据正负值以红绿色区分; 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，本期持仓增加较多的个股为三七互娱(+0.19%)和恺英网络(+0.08%)，本期持仓减少较多的个股为昆仑万维(-0.08%)。

图表48: 2023Q2 传媒行业前十大重仓股

代码	名称	2023Q2 持仓	2023Q1 持仓	环比
002555.SZ	三七互娱	0.31%	0.12%	+0.19%
002517.SZ	恺英网络	0.16%	0.08%	+0.08%
002027.SZ	分众传媒	0.10%	0.11%	-0.02%
300002.SZ	神州泰岳	0.08%	0.03%	+0.05%
002558.SZ	巨人网络	0.06%	0.01%	+0.04%
603444.SH	吉比特	0.04%	0.08%	-0.03%
002605.SZ	姚记科技	0.03%	0.01%	+0.03%
002602.SZ	世纪华通	0.03%	0.02%	+0.01%
300418.SZ	昆仑万维	0.02%	0.10%	-0.08%
300494.SZ	盛天网络	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, 环比数据正负值以红绿色区分; 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，本期持仓增加的个股主要为比音勒芬 (+0.02%)、伟星股份 (+0.01%) 和老凤祥 (+0.01%)，本期持仓减少的个股包括周大生 (-0.01%)、海澜之家 (-0.01%) 和潮宏基 (-0.01%) 等。

图表49: 2023Q2 纺织服饰行业前十大重仓股

代码	名称	2023Q2 持仓	2023Q1 持仓	环比
002832.SZ	比音勒芬	0.13%	0.11%	+0.02%
002003.SZ	伟星股份	0.03%	0.02%	+0.01%
600612.SH	老凤祥	0.02%	0.02%	+0.01%
300979.SZ	华利集团	0.02%	0.01%	+0.00%
002867.SZ	周大生	0.01%	0.02%	-0.01%
600398.SH	海澜之家	0.01%	0.01%	-0.01%
002345.SZ	潮宏基	0.00%	0.02%	-0.01%
002327.SZ	富安娜	0.00%	0.01%	-0.01%
002154.SZ	报喜鸟	0.00%	0.01%	-0.01%
603055.SH	台华新材	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, 环比数据正负值以红绿色区分; 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)

三、基金经理后市观点

我们梳理了单只基金规模在 30 亿以上，偏好消费股的基金经理季报观点，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。

受宏观经济影响，超额储蓄仍然维持在较高水平，居民消费意愿并不强劲，消费复苏动能在边际上有所减弱，行业内挤压式竞争更加明显，必选消费在此阶段的表现相对好于可选消费。

保守的市场预期已逐步反映在消费板块估值水平之中，大盘质量类上市公司股权风险溢价已伴随三年以上的估值调整，部分优质消费品公司的配置性价比进一步凸显。

展望未来，随着人口结构的变化，经济发展方式的转型，消费板块将存在结构性的投资机会，而目前板块已进入较好的布局阶段。

图表50: 部分基金经理 2023Q2 消费板块观点

序号	观点概括
1	二季度以来，市场对经济复苏力度进行下修，居民消费意愿并不强劲，超额储蓄仍然维持较高水平，地产销售和投 资仍有一定压力，市场对长期经济增长受地缘政治的影响程度仍有一定担忧。展望未来，按照国家远景目标，我国 在 2035 年人均 GDP 目标将达到中等发达国家水平。这也是我们构建组合的一个重要基本假设，我们认为组合中公 司提供的产品和服务的需求增速会超越 GDP 增速，并且有较强的业务壁垒和护城河，能够将收入增长转化为利润和 自由现金流增长。如果投资者认为中等发达国家的目标依然能实现，目前遇到的困难可能只是前进路上的小波折。 在此前提下，我们对组合未来的内在价值增长依旧有信心，而且保守的市场预期已经反映在了低估值中。预计未来 组合内在价值增长有望至少投射为类似幅度的市值增长，除此之外，投资者还将获得未来股票回归合理估值的期权。
2	本季度消费子行业除了传媒板块在人工智能主题行情中取得较好涨幅，以及家电板块略有涨幅外，其他子行业均表 现疲弱，其中零售、食品饮料跌幅不仅相对于消费板块内其他子板块表现落后，相对其他行业的表现也属不佳。我 们在一季度对今年宏观形势判断有所偏差，经济恢复速度不及预期。因此我们更多注重公司自身边际变化能否较好 对冲当前宏观环境影响。组合操作上，我们增持了产品周期处于上升阶段，治理结构改善较为明显的消费品公司， 减持了一些估值较高、受宏观环境影响较为负面的公司。
3	2023 年第二季度，国内消费行业延续一季度以来的复苏趋势，但受宏观经济影响，消费复苏动能在边际上有所减弱。 本基金在第二季度投资中继续聚焦于 A 股优质消费公司，着眼于中长期，整体上保持较为稳定的持仓结构。二季度 以来，资本市场对中国经济发展的担心较多，导致消费、服务、周期、金融等与中国宏观经济相关性较高的行业回



序号	观点概括
4	<p>调较大。尽管市场偏保守，但我们仍然看好中国经济增长空间，看好中国消费持续稳健增长的潜力。下半年，我们预计，伴随经济活动持续正常化，居民消费信心有望增强，进而驱动消费行业回暖。我们将继续在消费结构升级、中国品牌崛起、服务消费爆发等方向进行重点投资。在二季度，我们适当增加美容护理、家用电器等行业的配置。</p> <p>报告期内，本基金基本维持上期末组合，相对市场继续超配养殖与疫情受损股，我们认为今年甚至明年这两个板块的公司盈利明显好转是大概率事件。在宏观经济恢复没那么强劲的背景下，这种不低于市场预期的业绩高增长是比较稀缺的。我们择机增加黄金等子板块的配置，同时降低弹性欠佳的休闲服务个股仓位。</p>
5	<p>报告期内，国内经济复苏进程有所放缓，PMI 回落到荣枯线之下，社会融资规模和信贷数据低于市场预期。细分行业来看，房地产销售经历小阳春之后快速回落。消费方面出现结构分化，线下消费场景恢复继续带动必选消费行业复苏，但是部分价格敏感的可选消费品需求一般。出口数据具备韧性，并且结构更加均衡，</p> <p>我们的组合整体较为均衡，大消费板块仍处于复苏进程中，必选消费数据好于可选消费，因此我们的消费持仓向必选消费有所倾斜。同时，对于市场热度较高的部分板块，我们仍然采取基本面价值投资的框架应对，业绩与估值匹配的个股有所投资，回避长期格局难以判断的标的。此外，从长周期的角度，一些优质的上市公司基本面和股价都在底部，长期投资的赔率足够，只是难以判断基本面改善的具体时点，这样的标的我们也会择机进行左侧布局。结构方面，我们认为必选消费的恢复优于可选消费，继续看好食品饮料、家电等行业的相关公司。</p>
6	<p>长周期看，我国经济发展当下的基本特征已由高速增长阶段转向高质量发展阶段。经济结构去地产化、人口结构老龄化、产业结构创新自主化是当下企业发展和产业周期变化中最大的时代背景色。中周期看，当下经济短期呈现阶段性走弱的特征，一方面体现的是外部事件冲击后阶段性的疤痕效应，消费者消费信心和企业投资意愿的修复需要时间，另一方面也和当下整体处于库存周期中的去库存阶段有关。展望未来，一方面伴随疤痕效应或将随时间逐步消退，另一方面企业盈利拐点可能随库存周期拐点出现，内生性动力有望推动经济增速逐步回归长期潜在中枢。</p> <p>从流动性和估值视角出发，当下市场整体处于流动性较为充裕的状态，以各行业优质企业为代表的大盘质量类上市公司股权风险溢价已伴随三年以上的估值调整，处于长期两倍标准差以上水平。从历史数据看，这通常是优质权益类资产具备潜在较高相对回报的市场特征，虽然目前市场中的投资者整体处于信心不足的状态，但我们认为其中隐含的中长期优质投资机会多于未充分定价的风险因素，而当下较低的宏观盈利周期状态正是我们观察企业竞争力、战略选择和执行力，积极选择投资标的的较好窗口期。</p> <p>报告期内，我们继续延续一直以来的以风险调整后复利回报作为组合优化的核心目标，减持了期间估值显著回升、未来预期风险回报比下降的传媒类公司的头寸比例，增持了部分估值处于低位的消费相关公司，我们认为这样的再平衡将使整体组合的长期风险收益比处于更为优化的状态。</p>
7	<p>消费行业在本报告期内表现不佳，主要因短期消费数据较为低迷，越来越多投资者担心中国居民消费力，甚至开始类比日本“失去的三十年”。虽然人口总量下降、老龄化加速叠加短期消费数据低迷，很容易类比当时的日本；但我中国超过 8 亿人口生活在三线城市及以下的区域，这些人大多处于追求更好物质消费的阶段，还有很大的消费升级潜力，与日本“第四消费时代”的环境完全不同。所以我们认为消费行业仍有较多结构性机会，而且消费行业中的很多公司商业模式良好，有希望持续稳健增长，我们希望通过研究寻找出品牌力强、增长确定的优质公司。</p>
8	<p>报告期内，随着消费复苏低于预期，消费板块有所回调，此次回调后，市场不再对消费复苏抱有较高的预期，反而都转向中性或保守。本基金认为消费板块在经历了 21 年初以来的调整，估值已回归价值区间；叠加今年以来的调整，对基本面预期也相对较低，因此综合来看消费板块已处于估值和预期都相对较低位置。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。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，力争分享企业自身成长带来的投资收益。</p>
9	<p>消费方面，二季度经历强预期强现实到弱预期弱现实的快速回落，大部分消费成长股都遭遇到较大估值调整，市场将一些中长期逐步消化的慢变量，如人口结构、经济转型等，较大程度放大在消费龙头公司上，对未来的不确定性给予了较大估值折价。对于食品饮料、家电等相对格局较好的领域，我们认为龙头公司的壁垒依然能够维持多年稳健增长，目前估值性价比很好。对于新兴的消费行业，当下确实还在挤泡沫的阶段，行业从野蛮生长走向理性，优质公司也会脱颖而出。</p> <p>短期由于经济复苏和消费信心的回暖仍较为缓慢，但很多公司估值已经回到了非常便宜的位置，只是基本面复苏需要时间，目前仍然在弱复苏的轨道上，结构上仍然存在压力，行业内挤压式竞争表现更加明显，我们预计这个阶段</p>



序号	观点概括
	就是龙头再次抓住机会进一步提升市占率的阶段。我们持仓上进一步向竞争壁垒高、管理能力强的公司集中，相信业绩是穿越周期最强有力的武器。后续随着政策的发力，预期的回升，我们会逐步增加弹性标的。
10	<p>2023 年二季度经济数据和市场表现证伪了我们对在疫情结束的报复性短暂消费期可以持续的误判。抛开 AI 行情和低估值高分红板块对消费标的的虹吸效应，消费类核心资产的弱势体现了市场对此类资产长期折现率提出的，尚不能证实证伪但确实有合理性的疑问：各种预期变化下的经济短期刺激政策是不是要让位于决策层长期的大计考量和定力？中国居民的资产负债表是否真的会随着人生主要资产的价格波动而出现资产负债表衰退的趋势？伴随着人口、外贸等一些非周期而是趋势性数据的改变，中国居民的消费倾向是否会提前产生结构性变化从而过渡到日本的第四消费时代？</p> <p>首先，我们主要参考也许存在部分借鉴意义的日本当年经济降速和走向高质量发展时期的消费变化和市场表现。在那段时期，尽管整体来讲，消费市场处于长期的景气度 L 型复苏期，但是，仍然有细分品类因为消费场景延伸、特定客群兴起而焕发生机。这些细分子行业主要出现在必需消费品的升级中，其背后则是社会结构变革、人口年龄改变和消费创新驱动。以此为鉴，本基金增加了对必需消费品的配置，其中以运营服务、自我诊疗的 OTC 药物、医院必选的手术类用药为主，休闲零食和饮料为辅。</p> <p>我们的调整思路可以总结为“行业集中、标的分散”，以避免重蹈覆辙以前过于集中持仓而在下行期遇到的个股经营风险。在上述思路下，我们的配置阵型将逐渐转向“两高一低”——高 ROE 与高分红结合，同时降低个股的持仓集中度。</p> <p>第二，我们增加了对赚取 GNP 的公司的配置。在日本同时期过程中，能够国际化配置生产赚取世界消费升级的公司表现远远超过单纯依赖于国内 GDP 的公司。我们在调研中发现白电和黑电公司在多年残酷竞争中已具备了这一能力。一方面，他们对应的消费场景更加必需，另一方面“吹空调”、“看电视”类消费的微创新在结合消费场景的延伸一直没有停止。这类资产长期被资本市场给予商业模式折价，正处于重估过程之中。</p> <p>第三，对于我们一直重仓的可选消费品种，以白酒和医美化妆品为主标的，我们在压减仓位的总体考虑之下在持续调整结构品类。回首日本当年，在居民家庭消费支出见顶之后，白酒出现总量见顶但低度化、特定名称化趋势。这背后对应着消费场景的变化和延伸，消费人群的个性化和多元化趋势。对应中国市场，我们认为不排除白酒竞争格局重现白电化态势，一方面单纯每年涨价、压库存的模式遇到挑战。另一方面少数头部企业和地方特色企业在这一竞争格局激烈化过程中持续集中。对于化妆品和医美投资，我们认为把握住“K”型结构龙头和口红效应更为重要。</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）

四、投资建议

目前所处阶段具备三方面特征：经济发展方式逐步转型、人口结构逐步变化、消费板块估值走低。后市判断上，我们预计下半年消费板块向下动能逐步趋缓，不必过于悲观；向上可能受政策刺激预期、业绩基数扰动、资金流动而波动，但系统性机会还尚待酝酿，行情根本性拐点尚未到来。建议关注两类投资标的：1. 受益于长期人口结构变化的赛道龙头公司，具备出现独立行情的基本面基础 2. 具备较强护城河，在目前市场情绪下，估值偏低的龙头公司。



图表51: 中证消费指数 PE TTM



来源: Wind, 国金证券研究所

图表52: 中证可选指数 PE TTM



来源: Wind, 国金证券研究所

五、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