

国金可选消费研究框架

主线主题，中观比较与多维择时

分析师：赵中平等

执业编号：S113052050003

2025/3/27

目录

01

研究立意与研究产品

02

大消费长周期主线

03

可选消费行业中观比较

04

个股选择：研究为本，投资为实



01

研究立意&
研究产品

- 可选消费组工作立意：以提高投资胜率为最终目的

做对投资有用的研究，以帮助机构投资人提高研究胜率为目标，优先研究收益率分歧背后的核心矛盾：(1)估值观点差异背后的中长期逻辑预期差，(2)业绩观点差异背后的核心假设参数预期差；力求通过立体式研究提升减少可选消费板块预期值与实际兑现的偏离值

- 中观研究：短中长结合，中台组辅助前台组重点假设判断

(1) 长期主题：消费出海，平价消费，技术创新，情绪消费，银发消费等

(2) 中观比较：结构性，周期性，风格性等多维度比较不同板块投资端吸引力

(3) 高频跟踪：与数据未来实验室产品结合，全方位跟踪消费最新高频边际变化，佐证主观判断

(4) 海外复盘：海外复盘以鉴中，为提高AH市场消费股中长期投资胜率进行研究比较与判断

- 微观推票：研究的成果通过可追溯业绩的组合表达才更为明确，更为凸显研究锐度

(1) 相对收益轮动组合：讲求催化剂的时效性与收益率的爆发力，力求跑赢中信+申万的A+H分类各自25%权重的指数；

(2) 绝对收益轮动组合：讲求安全边际的确定性与高夏普比例，力求超过保险类资产负债表要求的权益资产最低收益率（一般是复合6-8%）；

(3) 长期持仓组合：力求获得三类配置性标的：A.年度金股（年内商业模式突变、大单品爆发，渠道变革，周期反转，JUMP），B.3年1倍（已确定成长逻辑，在合理估值获得稳健利润增速，估值可能略有提升，GARP），C.5年1倍（低速确定成长+股息率保护，比如12+3，或者10+5）

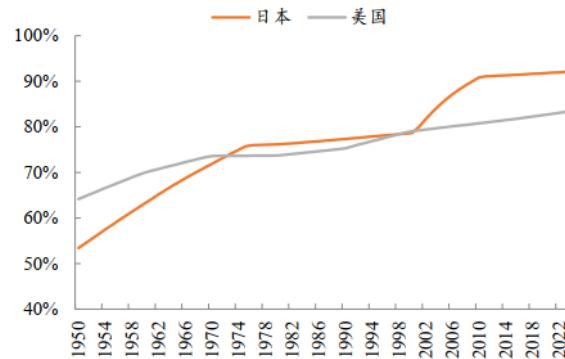


02 大消费长期主线

2.1、长期趋势：城镇化率见顶，借鉴美日经验，消费是接力棒

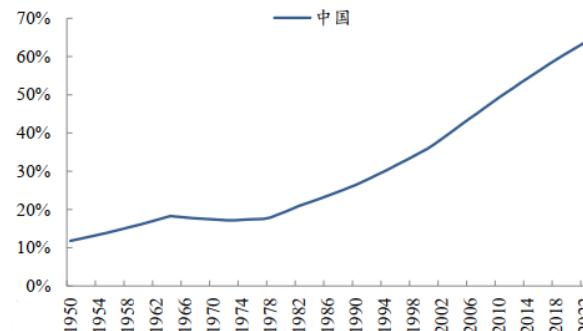
- 随着中国城镇化率超过65%，中国城镇化率提升速度将逐步减缓，同时伴随近些年地产调整的大背景，房地产对于中国经济的推动作用开始逐步减小。
- 整体城镇化率接近见顶，意味着以地产+投资拉动经济增长时代的结束，供给侧全要素生产率的科技与高端制造+需求侧实现经济良性循环的消费有望成为未来重要的接力棒，美国和日本都经历过这个转折期，即科技+消费有望逐步承接周期+制造增速放缓，驱动经济二次腾飞。
- 在旧的发展动能逐渐式微之际，复盘日美类似经验，有助于为未来消费的发展判断提供长周期的启示，以及在消费板块研究侧重点上做出更好的研判。

图表：美日城镇化率在达到70%之后开始放缓（%）



资料来源：Wind，国金证券研究所

图表：中国城镇化率已达到65%以上（%）



资料来源：Wind，国金证券研究所

美日进入城镇化率放缓阶段后，消费所面临的情景又各不相同，我们根据①老龄化率水平、②收入分化情况、③全要素生产率三个核心指标，划分为三个时代，代表三种消费可能面对的情景，分别包括：

1) 第一种：

美国1970s之后，代表特征是老龄化率较低（10%→18%）且提升速度缓慢，社会不同群体收入开始分化，受益于科技创新的推动，全要素生产率仍在提升。

2) 第二种：

日本1990s之后，代表特征是高老龄化率（12%→30%），社会不同群体收入开始分化，且未创造出足够有力的新质生产力，全要素生产率陷入停滞。

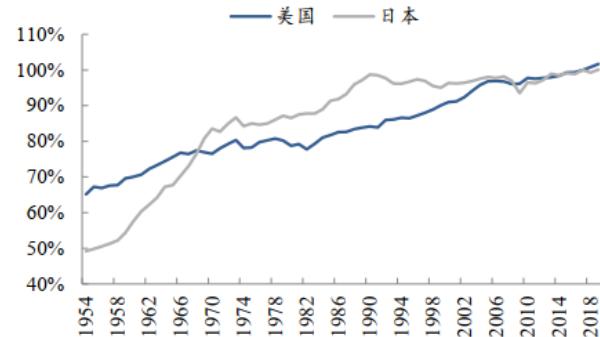
3) 第三种：

日本1970-1990年，代表特征是老龄化率适中（7%→12%），社会不同群体收入普涨，全要素生产率迅速提升。

2.1、长期趋势：城镇化率见顶，借鉴美日经验，消费是接力棒

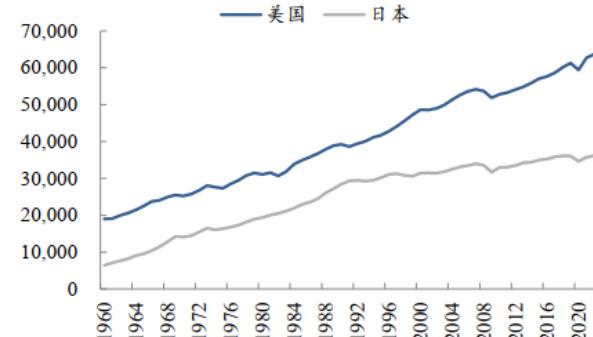
- 启示一：全要素生产率决定未来消费基本盘
- “全要素生产率”用于衡量资本和劳动要素投入之外，由技术进步和能力实现等创新要素所导致的产出增加。
- 1970-1983年期间，美国全要素生产率提升速度明显放缓，随着逐步进入到1990年代，互联网等新技术的爆发进一步推动了全要素生产率的提升，最终推动美日的人均收入差距从1990年开始不断扩大。
- 要保住消费大盘持续增长，科技创新带动全要素生产率的提升至关重要。

图表：美日全要素生产率比较 (%)



资料来源：Wind，国金证券研究所

图表：美日人均收入差距扩大 (美元/人/年)



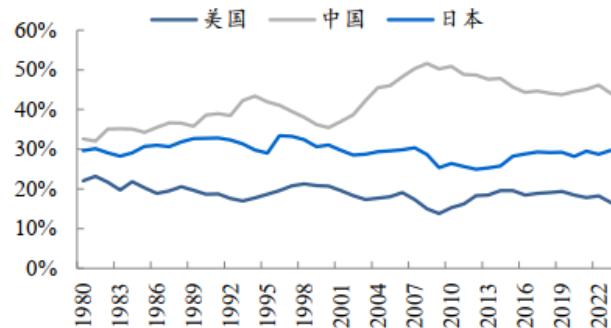
资料来源：Wind，国金证券研究所

2.1、长期趋势：城镇化率见顶，借鉴美日经验，消费是接力棒



- 启示二：中国消费仍有较大提升空间
- 经济驱动力从需求侧投资+出口主导逐步走向需求侧消费+供给侧创新为主导，政府长期政策导向在于助力最终消费率企稳回升。社会保障制度逐步健全为中低收入群体兜底，常态化以旧换新补贴激发中产阶级的耐用品消费，地方政府在今年正式开启财税体制改革，增值税上收消费税下放，也在驱动地方政府在新一轮经济周期中以改善民生促进消费为导向，不再是卖地盖房刺激投资为核心导向（1994-1995年央地财税分税制改革开启了1998-2018年以需求侧投资加出口为经济增长引擎的时代）。
- 2018-2027年是经济动能支柱转换期，以2024年财税改革开始，2028年希望打造的是以供给侧全要素生产率提高的创新（高端科技、高端制造）+需求侧消费为经济增长引擎的新时代。最终将体现为中产阶级+低收入群体的边际消费倾向提升。

图表：中国国民总储蓄率长期高于美日（%）



资料来源：Wind，国金证券研究所

2.2、短期展望：关注政府行为，消费估值回升

- 经济驱动力的变化，促使中央给与地方指挥棒发生变化：2024年4月提出的深化财税体制改革，增值税（来自生产供给）上移，消费税（来自消费需求）下移，就是鼓励地方政府多刺激消费、少投资+地产。站在中国体制制度历史上对经济的重要性判断看，央方政府行为对投资方向至关重要。
- 当前消费板块整体估值较低，中央有充分的政策工具促进地产与股市止跌回稳，宏观预期趋稳有助于消费股估值向中枢回归，产生结构性投资机会。截至2025年1月8日，中证可选消费指数PE 约18.4，低于历史平均水平；A股整体ERP约为5.2%，亦处于历史较高位置。

2.3、美日消费变迁的历史规律总结

本文采用的行业分类为Bloomberg industry classification，将大消费板块划分为必需消费品和非必需消费品两类。其中必需消费品包括家用产品制造、食品生产、烟草、饮料生产和必需品对应的零售和批发。非必需消费品包括车辆制造、房屋建设、服装纺织等非必需品消费品，以及服务类消费和非必需品对应的零售和批发。

图表：彭博必需品板块分类

二级分类	三级分类
家用产品制造	个人护理用品生产
	家用产品制造
	消费保健品
零售（必需品范围）	大型零售商
	食品及药品店
	农产品批发商
批发（必需品范围）	其他批发商
	食品饮料批发商
	包装食品制造
食品生产	农产品生产商
	烟草
	非酒精饮料生产
烟草和大麻	含酒精饮料生产
饮料生产	

来源：Bloomberg，国金证券研究所（分类标准为 BICS：Bloomberg industry classification 行业分类）

图表：彭博非必需品板块分类

二级分类	三级分类
非必需消费品	车辆制造
	房屋建设
	服装和纺织产品
	家具与办公产品制造
	休闲产品制造
非必需消费品服务	消费者服务
	休闲设施与服务
零售与批发-非必需	零售-非必需品
	批发-非必需品
	在线交易市场

来源：Bloomberg，国金证券研究所（分类标准为 BICS：Bloomberg industry classification 行业分类）

2.3、美日消费变迁的历史规律总结

从日本和美国两大国家所有消费板块中，我们分别挑选出了27家日本消费品公司和42家美国消费品公司，挑选标准为：①长期存续，目前仍为上市状态②连续年化市值增长率居于各个板块最前列③非小市值公司。这些公司均是1990年以来各个板块长期增长最优异的代表性公司，其中除了一些耳熟能详的热门公司之外，更有一些国内不熟悉的细分赛道优秀公司，我们力图将各个消费板块的代表性公司都挑选出来，从而实现从全消费+长周期视角的全面比较，从中找到相通的规律，最终为中国消费板块未来的投资提供长期建议。

图表：日本1990年来各消费板块表现优异的27家公司

一级行业	二级行业	代表性公司	代码	市值 (亿日元)
必需品	零售	唐吉诃德	7532 JP	21,400
	食品药品店	WELCIA	3141 JP	5,170
	食品药品店	KUSURI-AOKI	3549 JP	2,023
	批发	三菱商社	8058 JP	97,200
	批发	伊藤忠商社	8001 JP	91,400
	批发	丸红株式会社	8002 JP	37,500
	消费保健品	乐敦制药株式会社	4527 JP	5,661
	个人护理	尤妮佳	8113 JP	31,700
	个人护理	高丝化妆品	4922 JP	6,408
	食品生产	寿制果株式会社	2222 JP	3,363
	食品生产	味之素	2802 JP	28,400
	食品生产	龟甲万	2801 JP	16,700
	饮料生产	三得利	2587 JP	14,400
	饮料生产	养乐多	2267 JP	10,800
	饮料生产	朝日啤酒	2502 JP	26,700
非必需品	服装鞋类	Goldwin	8111 JP	4,641
	服装鞋类	迪桑特	8114 JP	2,762
	服装鞋类	亚瑟士	7936 JP	8,095
	零售 (专业服饰店)	迅销集团	9983 JP	107,452
	零售 (专业服饰店)	PAL Group	2726 JP	2,201
	批发 (汽车批发)	CENTRAL AUTO PRO	8117 JP	805
	批发 (消费电子商店)	DAIWABO HOLDINGS	3107 JP	2,871
	餐饮业	泉盛控股 ZENSHO HOLDINGS	7550 JP	11,828
	餐饮业	东利多控股 TORIDOLL	3397 JP	3,570
	娱乐设施	东京迪士尼度假区管理	4661 JP	95,487
	电子商务	MonotaRO Co	3064 JP	7,448
	电子商务	ZOZO	3092 JP	9,206

来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表：美国1990年来各消费板块表现优异的42家公司

一级行业	二级行业	代表性公司	代码	市值 (亿美元)
必需品	零售	沃尔玛	WMT US	3.874
	零售	Costco	COST US	2.410
	批发	安德森斯	ANDE US	19
	批发	PERFORMANCE FOODS 性能食品	PFBC US	93
	消费保健品	prestige 消费品保健	PBHI US	31
	个人护理	PROCTER & GAMBLE 宝洁公司	PG US	3,584
	个人护理	Church&Dwight Co 艾禾美	CHD US	230
	饮料生产	可口可乐	KO US	2,539
	饮料生产	百事可乐	PEP US	2,334
	饮料生产	KEURIG DR PEPPER 彩泉思蓝宝	KDP US	463
	饮料生产	CELSIUS HOLDINGS 燃力士	CELH US	126
	饮料生产	NATL BEVERAGE 全国饮料	FIZZ US	46
	饮料生产	BROWN-FORMAN 百富门	BFA US	276
	饮料生产	MOLSON COORS 啤酒	TAP US	132
	饮料生产	BOSTON BEER 波士顿啤酒	SAM US	42
非必需品	服装鞋类	耐克	NKE US	1,613
	服装鞋类	DECKERS	DECK US	118
	服装鞋类	SKECHERS 斯凯奇	SKX US	95
	零售 (专业服饰店)	TIJU COS 折扣商	TIJU US	946
	零售 (专业服饰店)	ROSS STORES 罗斯百货	ROST US	410
	零售 (专业服饰店)	BURLINGTON STORE 伯灵顿百货	BURL US	147
	零售 (专业服饰店)	WINMAR 威玛克工贸	WINA US	15
	零售 (家居专卖)	HOME DEPOT 家得宝	HD US	3,218
	零售 (家居专卖)	LOWE'S COS 芬氏	LOW US	1,298
	零售	BUILDERS FIRSTCO	BLDR US	203
	零售 (汽车零售)	O'REILLY AUTOMOTIVE 汽配	ORLY US	561
	零售 (汽车零售)	AUTOZONE 汽车地带	AZO US	438
	零售 (汽车零售)	LITHIA MOTORS 汽车经销	LAD US	90
	批发 (汽车批发)	OOPART INC 科帕特	CPRT US	423
	批发 (消费电子商店)	EPLUS INC 正羽科技	PLUS US	13
	批发	POOL CORP 池池用品分销	POOL US	153
	餐饮业	麦当劳	MCD US	2,143
	餐饮业	星巴克	SBUX US	1,043
	餐饮业	墨式烧烤	CMG US	627
	餐饮业	麦乐披萨	DPZ US	143
	娱乐设施	LIVE NATION ENTERTAINMENT 音乐会制作	LYV US	218
	娱乐设施	VAIL RESORTS 卓尔度假村	MTN US	90
	博彩业	FLUTTER ENTERPRISES	FLUT US	317
	酒店业	万豪	MAR US	655
	酒店业	CHOICE HOTELS 精选国际	CHH US	56
	电子商务	亚马逊	AMZN US	15,776
	电子商务	ETSY INC 古董电商	ETSY US	97

来源：Bloomberg，国金证券研究所



2.3.1、日本1990年后消费变迁的启示

1) 银发经济、平价消费方向包揽了大部分高成长公司

■ 银发经济明显受益方向

药妆店：Welcia、Kusuri

■ 平价消费明显受益方向

折扣零售：唐吉诃德

性价比服饰零售：迅销集团（优衣库）

平价餐饮：东利多控股（丸龟制面）、泉盛控股（食其家）

其中进攻性最强的赛道当属折扣零售和药妆店，因为他们不仅完全受益于新需求，而且几乎是从0开始的全新业态，没有历史的包袱，共同促成了两大板块的高成长性。

图表：日本市值年化增速最快的10家代表性消费品公司（%，除电子商务之外）

一级行业	二级行业	代表性公司	代码	市值（亿日元）	市值年化增速（%）	市值区间	2000年之前	2000-2010	2010-2023	海外业务占比	消除出海因素后市值年化增速（%）
非必需品	餐饮业	泉盛控股 ZENSHO HOLDINGS	7550 JP	11,828	26%	2014-2023			26%	68%	11%
必需品	食品药品店	WELCIA	3141 JP	5,170	24%	2001-2023		26%	23%	1%	24%
必需品	零售	唐吉诃德	7532 JP	21,400	21%	1997-2023	83%	7%	20%	15%	20%
必需品	食品药品店	KUSURI-AOKI	3549 JP	2,023	20%	2006-2023		-7%	30%		20%
非必需品	餐饮业	东利多控股 TORIDOLL	3397 JP	3,570	20%	2006-2023		7%	24%	38%	16%
非必需品	服装鞋类	亚瑟士	7936 JP	8,095	17%	1990-2023	-14%	28%	13%	74%	11%
必需品	食品生产	寿制果株式会社	2222 JP	3,363	16%	1995-2023	-16%	14%	32%	3%	15%
非必需品	零售（专业服饰店）	迅销集团	9983 JP	107,452	16%	1994-2023	43%	5%	13%	61%	12%
非必需品	零售（专业服饰店）	PAL Group	2726 JP	2,201	15%	2001-2023		20%	11%		15%
非必需品	批发（消费电子商店）	DAIWABO HOLDINGS	3107 JP	2,871	13%	2009-2023		25%	12%	43%	9%

来源：Bloomberg，国金证券研究所（此排序为根据标准筛选出来的代表性公司内部的排序，由于电子商务板块受新兴技术影响明显，因此不放在排序之中）

2.3.1、日本1990年后消费变迁的启示

2) 相比消费品生产商，渠道商的成长优势开始凸显

随着人口因素转变导致的必需品消费量逐渐见顶，商品生产商的国内成长优势减缓，而随着商品大生产时代的到来，渠道商迎来一次由效率提升，行业出清带来的成长机会。这体现为零售商龙头（折扣零售和药妆店）相比商品生产商龙头的市值复合增速上，尤其是将出海因素剔除之后。这样的特征在美国也得到了同样的体现，而且体现的更加明显。

3) 大部分消费品生产商的收益率为低个位数，但运动品类和护理品类仍有超额空间

从剔除了出海因素后的增长情况来看，传统的食品、饮料公司（以龟甲万、三得利、朝日啤酒为代表）长期收益率为低个位数水平。但运动户外赛道（以亚瑟士、Goldwin为代表）、个人护理板块用品（以尤妮佳为代表）的代表性公司依赖内需实现的长期收益率显著更高，尤其是运动赛道，和美国的特征一致，这得益于运动需求更长的生命周期。

图表：日本市值年化增速最快的10家代表性消费品公司（%，除电子商务之外）

一级行业	二级行业	代表性公司	代码	市值(亿日元)	市值年化增速(%)	市值区间	2000年之前	2000-2010	2010-2023	海外业务占比	消除出海因素后市值年化增速(%)
必需品	食品生产	龟甲万	2801 JP	16,700	8%	1993-2023	1%	1%	18%	77%	3%
非必需品	服装鞋类	亚瑟士	7936 JP	8,095	17%	1990-2023	-14%	28%	13%	74%	11%
必需品	食品生产	味之素	2802 JP	28,400	5%	1993-2023	4%	-5%	13%	70%	0%
必需品	个人护理	尤妮佳	8113 JP	31,700	10%	1993-2023	14%	5%	13%	60%	7%
非必需品	服装鞋类	迪桑特	8114 JP	2,762	5%	1994-2023	-11%	13%	13%	56%	2%
必需品	饮料生产	三得利	2587 JP	14,400	3%	2013-2023			3%	55%	-5%
必需品	消费保健品	乐敦制药株式会社	4527 JP	5,661	9%	1994-2023	9%	4%	13%	42%	7%
必需品	饮料生产	朝日啤酒	2502 JP	26,700	6%	1993-2023	2%	3%	10%	39%	4%
必需品	饮料生产	养乐多	2267 JP	10,800	5%	1994-2023	-3%	6%	8%	38%	3%
必需品	个人护理	高丝化妆品	4922 JP	6,408	9%	1999-2023		0%	13%	36%	7%
非必需品	服装鞋类	Goldwin	8111 JP	4,641	7%	1994-2023	-31%	12%	27%	5%	7%
必需品	食品生产	寿制果株式会社	2222 JP	3,363	16%	1995-2023	-16%	14%	32%	3%	15%

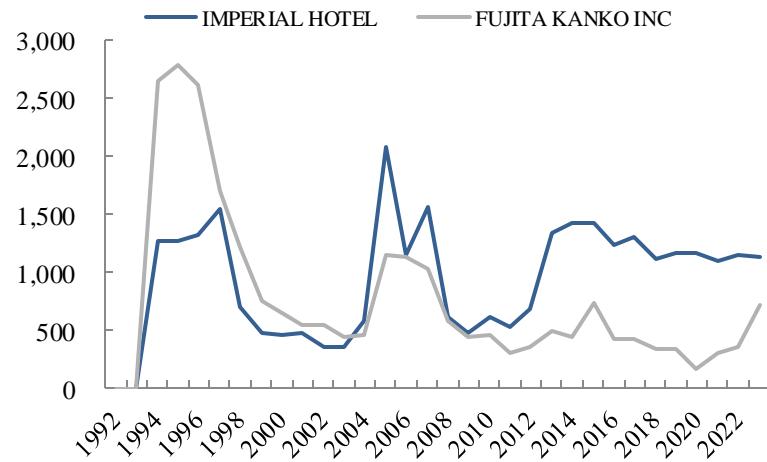
2.3.1、日本1990年后消费变迁的启示

4) 致敬品牌的力量，高端糖果商、东京迪士尼成另类成长代表

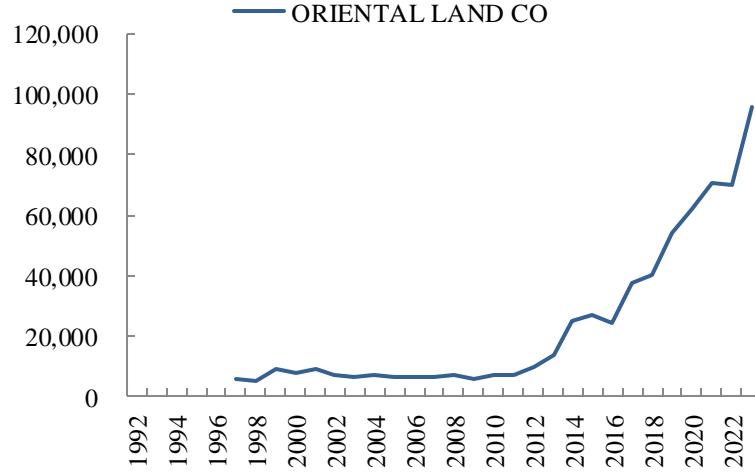
寿制果株式会社从一众食品生产商中脱颖而出，实现了年化16%的复合增速，一家专注于礼品糖果的生产商，依靠独特的品牌力优势，在日本消费低迷的年代，仅依靠内需就实现了高速增长，堪称东方的“喜诗糖果”。

东京迪士尼也完全不同于其他随着经济周期起起落落的娱乐设施公司，依靠全球独特的品牌优势和日本的稀有地位，也仅仅依靠内需实现了年化11%的复合增速。

图表：其他娱乐设施公司市值随周期波动（亿日元）



图表：东京迪士尼管理公司市值持续上涨（亿日元）



2.3.1、日本1990年后消费变迁的启示（更新版，增加谷子经济）

国金证券
SINOLINK SECURITIES

图表：日本各消费板块代表性公司市值增速表现汇总（%，分不同时间阶段/是否出海的不同情景）

一级行业	二级行业	代表性公司	代码	市值(亿日元)	市值年化增速(%)	市值区间	2000年之前	2000-2010	2010-2023	海外业务占比	消除出海因素后市值年化增速(%)
必需品	零售	唐吉诃德	7532 JP	21,400	21%	1997-2023	83%	7%	20%	15%	20%
	食品药品店	WELCIA	3141 JP	5,170	24%	2001-2023		26%	23%	1%	24%
	食品药品店	KUSURI-AOKI	3549 JP	2,023	20%	2006-2023		-7%	30%	低	20%
	批发	三菱商社	8058 JP	97,200	3%	1996-2023	18%	-8%	8%	90%	-6%
	批发	伊藤忠商社	8001 JP	91,400	0%	2002-2023		-4%	3%	90%	-10%
	批发	丸红株式会社	8002 JP	37,500	6%	1993-2023		-7%	9%	90%	-2%
	消费保健品	乐敦制药株式会社	4527 JP	5,661	9%	1994-2023	9%	4%	13%	42%	7%
	个人护理	尤妮佳	8113 JP	31,700	10%	1993-2023	14%	5%	13%	60%	7%
	个人护理	高丝化妆品	4922 JP	6,408	9%	1999-2023		0%	13%	36%	7%
	食品生产	寿制果株式会社	2222 JP	3,363	16%	1995-2023		-16%	14%	32%	15%
	食品生产	味之素	2802 JP	28,400	5%	1993-2023		4%	-5%	13%	0%
	食品生产	龟甲万	2801 JP	16,700	8%	1993-2023		1%	1%	18%	3%
	饮料生产	三得利	2587 JP	14,400	3%	2013-2023			3%	55%	-5%
	饮料生产	养乐多	2267 JP	10,800	5%	1994-2023		-3%	6%	8%	3%
	饮料生产	朝日啤酒	2502 JP	26,700	6%	1993-2023		2%	3%	10%	4%
	服装鞋类	Goldwin	8111 JP	4,641	7%	1994-2023		-31%	12%	27%	7%
	服装鞋类	迪桑特	8114 JP	2,762	5%	1994-2023		-11%	13%	13%	2%
	服装鞋类	亚瑟士	7936 JP	8,095	17%	1990-2023		-14%	28%	13%	11%
非必需品	零售(专业服饰店)	迅销集团	9983 JP	107,452	16%	1994-2023		43%	5%	13%	61%
	零售(专业服饰店)	PAI Group	2726 JP	2,201	15%	2001-2023			20%	11%	低
	批发(汽车批发)	CENTRAL AUTO PRO	8117 JP	805	6%	1994-2023		-14%	10%	14%	5%
	批发(消费电子商店)	DAIWABO HOLDINGS	3107 JP	2,871	13%	2009-2023			25%	12%	9%
	餐饮业	泉盛控股ZENSHO HOLDINGS	7550 JP	11,828	26%	2014-2023			26%	68%	11%
	餐饮业	东利多控股 TORIDOLL	3397 JP	3,570	20%	2006-2023			7%	24%	16%
	娱乐设施	东京迪士尼度假区管理公司 ORIENTAL LAND CO	4661 JP	95,487	11%	1997-2023		8%	-1%	22%	0%
	电子商务	MonotaRO Co., Ltd	3064 JP	7,448	24%	2006-2023			0%	32%	23%
	电子商务	ZOZO	3092 JP	9,206	23%	2007-2023			82%	13%	低
	谷子经济	万代南梦宫	7832 JP	18,802	9%	2006-2023			-14%	18%	7%
	谷子经济	三丽鸥	8136 JP	4,782	5%	1994-2023		14%	-12%	15%	4%
	谷子经济	任天堂	7974 JP	59,737	3%	1991-2023		0%	5%	3%	1%
	谷子经济	科乐美	9766 JP	8,228	9%	1992-2023		38%	-11%	10%	5%
	谷子经济	东映动画	4816 JP	5,381	11%	2001-2023			-9%	28%	7%

来源：Bloomberg, 国金证券研究所



2.3.2、美国1970年后消费变迁的启示

1) 相比消费品生产商，渠道商的成长优势显著

曾经被认为是竞争激烈的批发零售业，却贡献了过去30年最多的牛股。这些零售商龙头公司分别瞄准不同的消费品方向，覆盖服饰、汽车、家居、消费电子等多个细分方向，但均具备“高性价比”特点，最终大多公司在不需要依赖出海，仅依靠内需成长的前提下，实现了较高的长期市值增速水平。

图表：美国零售批发板块代表公司市值增速表现优异（%）

一级行业	二级行业	代表性公司	代码	市值（亿美元）	市值年化增速（%）	市值区间	2000年之前	2000-2010	2010-2023	海外业务占比	消除出海因素后市值年化增速（%）
非必需品	零售（专业服饰店）	BURLINGTON STORE伯灵顿百货	BURL US	147	26%	2014-2023			26%	2%	25%
非必需品	批发	POOL CORP 泳池用品分销	POOL US	153	23%	1995-2023	63%	8%	22%	7%	23%
非必需品	批发（汽车批发）	COPART INC科帕特	CPRT US	423	22%	1994-2023	34%	16%	22%		22%
非必需品	零售	BUILDERS FIRSTSO	BLDR US	203	21%	2005-2023		-23%	43%	0%	21%
非必需品	零售（汽车零售）	O'REILLY AUTOMOTIVE汽配	ORLY US	561	20%	1993-2023	28%	20%	16%	1%	20%
非必需品	零售（汽车零售）	LITHIA MOTORS汽车经销	LAD US	90	20%	1996-2023	21%	9%	28%	33%	18%
必需品	批发	PERFORMANCE FOOD性能食品	PFGC US	93	19%	2016-2023			19%	低	19%
非必需品	零售（专业服饰店）	ROSS STORES罗斯百货	ROST US	410	16%	1990-2023	15%	17%	16%	0%	16%
必需品	零售	Costco	COST US	2,410	16%	1992-2023	27%	4%	19%	27%	15%
非必需品	零售（家居专卖）	LOWE'S COS劳氏	LOW US	1,298	16%	1990-2023	33%	6%	11%	5%	16%
非必需品	零售（家居专卖）	HOME DEPOT家得宝	HD US	3,218	15%	1990-2023	47%	-8%	16%	8%	15%
非必需品	零售（专业服饰店）	TJX COS折扣商	TJX US	946	15%	1990-2023	17%	12%	15%	22%	14%
非必需品	批发（消费电子商店）	EPLUS INC正羽科技	PLUS US	13	14%	1999-2023	328%	-6%	19%	6%	13%
必需品	批发	安德森斯	ANDE US	19	13%	1996-2023	-4%	27%	9%	未披露	13%
非必需品	零售（汽车零售）	AUTOZONE汽车地带	AZO US	438	11%	1991-2023	8%	14%	12%	13%	11%
必需品	零售	沃尔玛	WMT US	3,874	9%	1990-2023	26%	-2%	5%	17%	8%
非必需品	零售（专业服饰店）	WINMARK 威玛克工贸	WINA US	15	9%	2004-2023		1%	18%	低	9%

来源：Bloomberg，国金证券研究所



2.3.2、美国1970年后消费变迁的启示

2) 消费品生产商中，具备健康属性的能量饮料和运动户外领域内生成长性优越

消费品生产商整体增速水平不及零售批发商，其中能量饮料、碳酸饮料和运动户外领域成长性优越。能量饮料生产商收益率最高，其海外占比较低，完全依靠美国的国内市场实现了快速的发展，凸显了健康化趋势叠加人口增长优势下，能量饮料赛道的长期爆发力。运动户外品牌依靠内需成长的速度仅次于能量饮料赛道，同时由于运动户外品牌出海比例更高，最终均实现了较高的复合增速，但即使不出海，运动品牌依赖内需成长的优势依然明显，这和日本的规律一致。

图表：美国代表性消费品生产企业（%）

一级行业	二级行业	代表性公司	代码	市值(亿美元)	市值年化增速(%)	市值区间	2000年之前	2000-2010	2010-2023	海外业务占比	消除出海因素后市值年化增速(%)
必需品	消费保健品	prestige消费品保健	PBH US	31	7%	2005-2023		-13%	16%	15%	6%
必需品	个人护理	PROCTER & GAMBLE宝洁公司	PG US	3,584	8%	1990-2023		9%	6%	50%	6%
必需品	个人护理	Church&Dwight Co艾禾美	CHD US	230	13%	1990-2023		9%	19%	13%	13%
必需品	饮料生产	可口可乐	KO US	2,539	7%	1990-2023		17%	0%	4%	83%
必需品	饮料生产	百事可乐	PEP US	2,334	8%	1990-2023		16%	2%	6%	43%
必需品	饮料生产	KEURIG DR PEPPER澎湃新闻思蓝宝	KDP US	463	18%	2008-2023			35%	15%	13%
必需品	饮料生产	CELSIUS HOLDINGS燃力士	CELH US	126	46%	2009-2023			-22%	77%	5%
必需品	饮料生产	NATL BEVERAGE全国饮料	FIZZ US	46	16%	1992-2023		17%	13%	18%	低
必需品	饮料生产	BROWN-FORMAN百富门	BF_A US	276	9%	1994-2023		14%	8%	8%	55%
必需品	饮料生产	MOLSON COORS啤酒	TAP US	132	11%	1993-2023		25%	12%	3%	20%
必需品	饮料生产	BOSTON BEER波士顿啤酒	SAM US	42	8%	1995-2023		-21%	24%	10%	5%
非必需品	服装鞋类	耐克	NKE US	1,613	13%	1990-2023		15%	12%	12%	50%
非必需品	服装鞋类	DECKERS	DECK US	118	15%	1993-2023		-17%	52%	11%	70%
非必需品	服装鞋类	SKECHERS斯凯奇	SKX US	95	19%	1999-2023			6%	19%	62%

来源：Bloomberg，国金证券研究所



2.3.2、美国1970年后消费变迁的启示

3) 传统消费品公司和餐饮公司，出海成为成长重心

大部分餐饮公司，如果不出海，内需收益率仅相当于传统日用品和啤酒公司的水平，只有星巴克相对特殊，咖啡赛道的超长生命周期给予了星巴克明显成长优势。星巴克依靠内需的长期收益率可以达到17%，而麦当劳和达美乐披萨仅可达到7%，后两大品牌依托出海才实现了更高的增长水平。而传统品牌可口可乐和百事可乐，依靠内需的增速仅可达到中低个位数。这些传统的优势消费品公司，出海均成为后期成长的重心。

图表：按照海外业务占比排序的前十二大美国代表性消费品企业（%）

一级行业	二级行业	代表性公司	代码	市值(亿美元)	市值年化增速(%)	市值区间	2000年之前	2000-2010	2010-2023	海外业务占比	消除出海因素后市值年化增速(%)
必需品	饮料生产	可口可乐	KO US	2,539	7%	1990-2023	17%	0%	4%	83%	1%
非必需品	服装鞋类	DECKERS	DECK US	118	15%	1993-2023	-17%	52%	11%	70%	11%
非必需品	餐饮业	达美乐披萨	DPZ US	143	14%	2004-2023		-4%	23%	67%	7%
非必需品	服装鞋类	SKECHERS斯凯奇	SKX US	95	19%	1999-2023		6%	19%	62%	15%
非必需品	博彩业	FLUTTER ENTER-DI	FLUT US	317	22%	2006-2023			23%	62%	16%
非必需品	餐饮业	麦当劳	MCD US	2,143	10%	1990-2023	14%	7%	8%	59%	7%
必需品	饮料生产	BROWN-FORMAN百富门	BF_A US	276	9%	1994-2023	14%	8%	8%	55%	6%
必需品	个人护理	PROCTER & GAMBLE宝洁公司	PG US	3,584	8%	1990-2023	9%	9%	6%	50%	6%
非必需品	服装鞋类	耐克	NKE US	1,613	13%	1990-2023	15%	12%	12%	50%	11%
非必需品	餐饮业	星巴克	SBUX US	1,043	20%	1992-2023	44%	10%	14%	49%	17%
必需品	饮料生产	百事可乐	PEP US	2,334	8%	1990-2023	16%	2%	6%	43%	6%
非必需品	电子商务	ETSY INC古董电商	ETSY US	97	34%	2015-2023			34%	43%	25%

2.3.2、美国1970年后消费变迁的启示

图表：美国各消费板块代表性公司市值增速表现汇总（%，分不同时阶段/是否出海的不同情景）

一级行业	二级行业	代表性公司	代码	市值（亿美元）	市值年化增速（%）	市值区间	2000年之前	2000-2010	2010-2023	海外业务占比	消除出海因素后市值年化增速（%）
必需品	零售	沃尔玛	WMT US	3,874	9%	1990-2023	26%	-2%	5%	17%	8%
	零售	Costco	COST US	2,410	16%	1992-2023	27%	4%	19%	27%	15%
	批发	安德森斯	ANDE US	19	13%	1996-2023	-4%	27%	9%	未披露	13%
	批发	PERFORMANCE FOOD性能食品	PFGC US	93	19%	2016-2023			19%		19%
	消费保健品	prestige消费品保健	PBH US	31	7%	2005-2023		-13%	16%	15%	6%
	个人护理	PROCTER & GAMBLE宝洁公司	PG US	3,584	8%	1990-2023	9%	9%	6%	50%	6%
	个人护理	Church&Dwight Co艾禾美	CHD US	230	13%	1990-2023	9%	19%	13%	16%	13%
	饮料生产	可口可乐	KO US	2,539	7%	1990-2023	17%	0%	4%	83%	1%
	饮料生产	百事可乐	PEP US	2,334	8%	1990-2023	16%	2%	6%	43%	6%
	饮料生产	KEURIG DR PEPPER雀巢恩蓝宝	KDP US	463	18%	2008-2023		35%	15%	13%	16%
非必需品	饮料生产	CELSIUS HOLDINGS燃力士	CELH US	126	46%	2009-2023		-22%	77%	5%	46%
	饮料生产	NATL BEVERAGE全国饮料	FIZZ US	46	16%	1992-2023	17%	13%	18%	低	16%
	饮料生产	BROWN-FORMAN百富门	BF_A US	276	9%	1994-2023	14%	8%	8%	55%	6%
	饮料生产	MOLSON COORS啤酒	TAP US	132	11%	1993-2023	25%	12%	3%	20%	10%
	饮料生产	BOSTON BEER波士顿啤酒	SAM US	42	8%	1995-2023	-21%	24%	10%	5%	8%
	服装鞋类	耐克	NKE US	1,613	13%	1990-2023	15%	12%	12%	50%	11%
	服装鞋类	DECKERS	DECK US	118	15%	1993-2023	-17%	52%	11%	70%	11%
	服装鞋类	SKECHERS斯凯奇	SKX US	95	19%	1999-2023		6%	19%	62%	15%
	零售（专业服饰店）	TJX COS折扣商	TJX US	946	15%	1990-2023	17%	12%	15%	22%	14%
	零售（专业服饰店）	ROSS STORES罗斯百货	ROST US	410	16%	1990-2023	15%	17%	16%	0%	16%
批发	零售（专业服饰店）	BURLINGTON STORE伯灵顿百货	BURL US	147	26%	2014-2023			26%	2%	25%
	零售（专业服饰店）	WINMARK 威玛克工贸	WINA US	15	9%	2004-2023		1%	18%	低	9%
	零售（家居专卖）	HOME DEPOT 家得宝	HD US	3,218	15%	1990-2023	47%	-8%	16%	8%	15%
	零售（家居专卖）	LOWE'S COS劳氏	LOW US	1,298	16%	1990-2023	33%	6%	11%	5%	16%
	零售	BUILDERS FIRSTO	BLDR US	203	21%	2005-2023		-23%	43%	0%	21%
	零售（汽车零售）	O'REILLY AUTOMOT汽车配	ORLY US	561	20%	1993-2023	28%	20%	16%	1%	20%
	零售（汽车零售）	AUTOZONE汽车地带	AZO US	438	11%	1991-2023	8%	14%	12%	13%	11%
	零售（汽车零售）	LITHIA MOTORS汽车经销	LAD US	90	20%	1996-2023	21%	9%	28%	33%	18%
	批发（汽车批发）	COPART INC科帕特	CPRT US	423	22%	1994-2023	34%	16%	22%		22%
	批发（消费电子商店）	EPLUS INC正羽科技	PLUS US	13	14%	1999-2023	328%	-6%	19%	6%	13%
餐饮业	批发	POOL CORP泳池用品分销	POOL US	153	23%	1995-2023	63%	8%	22%	7%	23%
	餐饮业	麦当劳	MCD US	2,143	10%	1990-2023	14%	7%	8%	59%	7%
	餐饮业	星巴克	SBUX US	1,043	20%	1992-2023	44%	10%	14%	49%	17%
	餐饮业	墨式烧烤	CMG US	627	23%	2006-2023		37%	19%	2%	23%
	餐饮业	达美乐披萨	DPZ US	143	14%	2004-2023		-4%	23%	67%	7%
	娱乐设施	LIVE NATION ENTE音乐会制作	LYV US	218	20%	2005-2023		18%	20%	33%	17%
	娱乐设施	VAIL RESORTS韦尔度假村	MTN US	90	9%	1997-2023	-12%	8%	16%	19%	8%
	博彩业	FLUTTER ENTER-DI	FLUT US	317	22%	2006-2023			23%	62%	16%
	酒店业	万豪	MAR US	655	9%	1998-2023	21%	4%	12%	31%	8%
	酒店业	CHOICE HOTELS精选国际	CHH US	56	8%	1998-2023	-4%	12%	7%	16%	7%
电子商务	电子商务	亚马逊	AMZN US	15,776	31%	1997-2023	56%	31%	26%	23%	30%
	电子商务	ETSY INC古董电商	ETSY US	97	34%	2015-2023			34%	43%	25%



2.3.3、美日消费变迁的共同特征与差异（1990年之后）



1) 人口、收入要素差异，导致了两国传统消费品公司1990年后的增速差距

在新的消费方向，如电子商务、折扣零售、平价餐饮赛道，两国的代表性公司增速不相上下。但在传统消费赛道，例如个人护理、食品饮料生产赛道，代表性公司依赖内需成长的增速产生了差距（美国高个位数&日本低个位数）。

2) “创新”成为大部分新成长方向的底层基因

无论是折扣零售、药妆店等业态的商业模式创新，还是能量饮料等业态的产品创新，不拘泥于原有的模式和需求，扎根于新需求之上的创新，最终衍生出了长期增长的优势业态。

3) 1990年后均诞生了长期高增长公司的消费赛道（长期市值复合增速 $>10\%$ ）

折扣零售批发商、电子商务、运动品牌、专业服饰店、餐饮

4) 1990年后日本特有的长期高增长业态（长期市值复合增速 $>10\%$ ）

药妆店

5) 1990年后美国特有的长期高增长业态（长期市值复合增速 $>10\%$ ）

能量饮料、农产品批发商、演唱会娱乐公司、汽车批发商、博彩公司、泳池用品分销商

2.3.4 中国消费基本面的分析——全要素生产率成为经济增长和消费复苏的核心



- 能否创造出新的引擎，是决定经济实现二次增长，全要素生产率持续提升，国民收入穿越1万美元向2-3万美元进发，突破中等收入陷阱的关键。这是目前市场分歧最大扑朔迷离难以定论的部分，因为消费具备后周期属性，能否突破取决于经济实现新引擎下的二次腾飞，已经超出了消费的讨论范畴。短期来看，消费回暖更多还是围绕财政补贴和政策红利驱动的消费alpha细分子板块（例如家电家居汽车二轮车，以及各项接受补贴的服务业等），而长期来看，自主消费的修复有赖于地方政府在化债包袱下降后驱动地方经济重现活力，在失业率，通货膨胀率，人均收入三大宏观先导指标有变化时实现真正拐点。

2.3.5、未来长期成长性优越的投资方向

■ 方向——平价消费占比提升，奢侈消费占比下降

日美的消费变迁历史证实了发展到一定阶段，平价消费的崛起是必然性事件。无论是实现了全要素生产率的提升，人均GDP持续上行的美国，还是人均GDP停滞的日本1990年代，都共同出现了平价消费的趋势，并且是一个长期的趋势，这样的趋势最终推动了唐吉诃德、优衣库、Costco等优秀公司的崛起，并且有望成为未来进攻性最强的消费方向。

近些年随着经济进入新常态，国内已开始逐步出现性价比消费的趋势，我们认为应当对该方向进行长期的关注和推荐，具体板块和标的方面，推荐关注：

①线上平价电商：拼多多

②线下折扣零售商：永辉超市、万辰集团（线下折扣零售刚刚兴起，真正优秀公司还在成长之中，二级市场标的有限）

③性价比餐饮：瑞幸咖啡、蜜雪冰城（未上市）是符合性价比+标准化高的标的，标准化程度低的餐饮公司不符合要求

④性价比服饰：还未有真正的可对标优衣库的公司成长起来，海澜之家旗下的京东奥莱有潜力

2.3.5、未来长期成长性优越的投资方向

- 方向——平价消费占比提升，奢侈消费占比下降

未来中国消费长期赛道的成长性，优选还是渠道整合方向

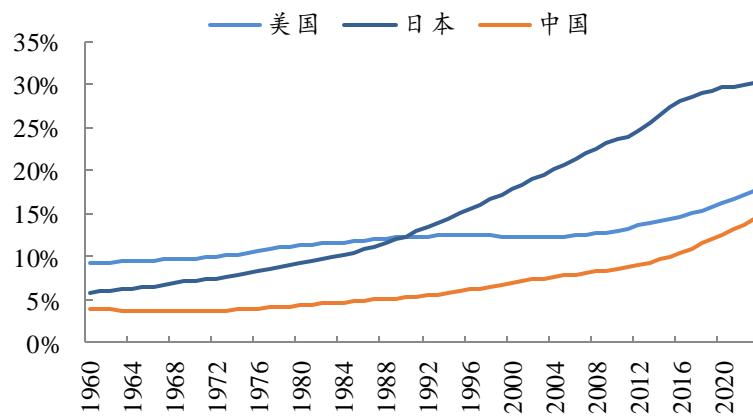
线下渠道整合的机会，关注线上化率较低的消费行业：

2.3.5、未来长期成长性优越的投资方向

■ 方向二——银发经济占比提升，婴童消费占比下降

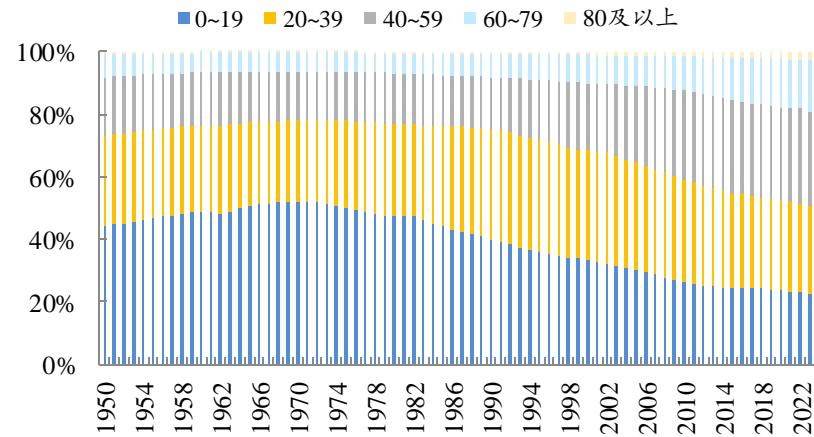
中老年人所推动的需求，与年轻人有所不同。截止2023年中国40岁以上人口占比已达到50%，中老年人即将替代年轻人成为消费的主力人群，随着中老年人占比的提高，将利好“健康”、“休闲”、“精神类”消费赛道。健康属性赛道如医药、保健品、个人护理用品、无糖饮料等，休闲属性赛道如旅游、户外运动，精神类属性赛道如宠物、流媒体等。

图表：中国65岁以上人口占比迅速提升（%）



来源：世界银行，国金证券研究所

图表：截止2023年中国40岁以上人口占比已达到50%（%）



来源：世界银行，国金证券研究所

2.3.5、未来长期成长性优越的投资方向

传统的消费品赛道，可能迎来由于年龄结构变化导致的消费量减少，但仍旧有少数消费量未来将持续增长的赛道。以日本数据为例，1990年以来日本众多传统消费品的总需求量迎来下滑，其中尤其是以年轻人为核心消费群体的品类，受冲击相对更大，例如奶粉、水果饮料和啤酒。其他品类方面，酱油受到了低盐低糖健康化和复合调味品两大消费趋势的冲击，男士女士衬衫一定程度上也受到了中老年人衣物更换频率降低叠加经济疲软的共同影响。

我们推荐关注：

- ①具备健康属性的茶饮料、能量饮料赛道：农夫山泉、东鹏特饮（单独做新业务的公司成长性更高）
- ②具备健康属性的运动户外赛道：安踏、亚玛芬（就算不出海，纯靠内需成长，也可获得较高长期收益率）
- ③具备健康属性的保健品赛道（关注H&H，奶粉业务和保健品Swisse业务的复杂构成）
- ④顺老龄化的个人护理赛道（百亚股份）
- ⑤依靠成瘾性成长的咖啡赛道（A股未有合适标的，美股有瑞幸咖啡）

2.3.5、未来长期成长性优越的投资方向

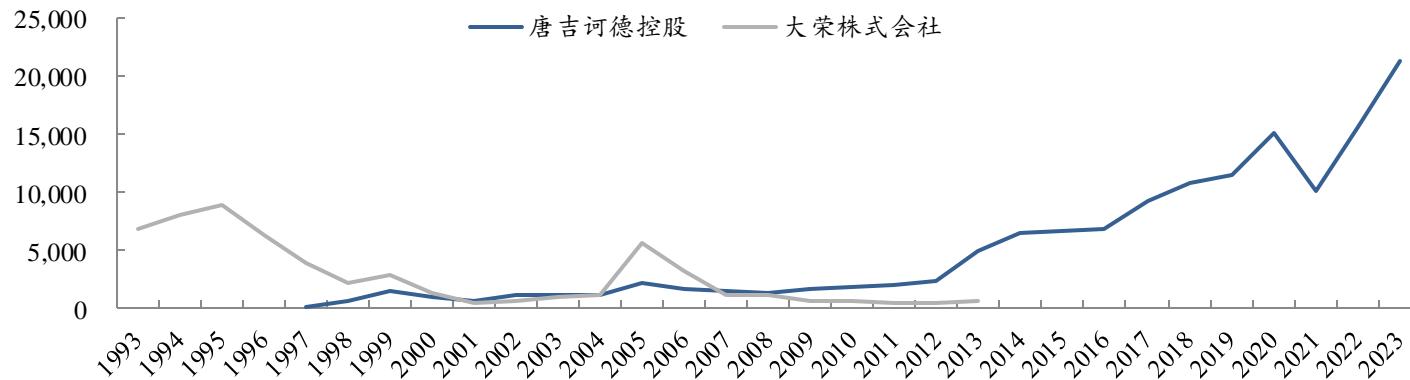
■ 方向三——情绪消费占比提升，功能消费占比下降

根据马斯洛需求层次理论，基础的生理与安全需求满足后，消费者将追求更高层次的消费需求。随着居民人均收入跨过1万美元，消费者基本的衣食住行被满足之后，转而追求精神上的满足和自我实现。近些年潮玩、潮鞋、瑜伽、综艺的流行和爆火，均体现了消费者目前情绪类、兴趣类消费的崛起。

我们推荐关注：

- ①潮玩赛道：泡泡玛特（对标日本万代南梦宫，长期复合收益率9%）
- ②宠物赛道：中宠股份、乖宝宠物等

图表：日本传统零售公司大荣与折扣零售代表唐吉诃德的市值对比（亿日元）



来源：Bloomberg，国金证券研究所

2.3.5、未来长期成长性优越的投资方向

■ 方向四——消费出海占比提升，GNP重要性高于GDP

随着人口总量增长停滞和老龄化率提高，国内消费量到顶的赛道企业，最具出海扩张的动力。几年前海外营收占比较高的企业主要分布在家电领域，目前各个消费领域均出现了出海成绩较为显著的消费品企业，例如充电宝领域的安克创新、家居领域的致欧家居、潮玩领域的泡泡玛特、商贸零售领域的名创优品、电商领域的TEMU等等。这些企业大多均不是传统的国内消费品巨头，但恰恰得益于新一代企业家的全球化视野，和小体量所带来的轻包袱，最终助力了企业海外竞争的灵活性，同时又具备极强的业绩弹性和空间。扎根传统赛道，瞄准海外市场，也是一个越来越重要的投资方向。

我们推荐关注：

- ①家电板块的出海公司
- ②轻工板块的出海公司
- ③潮玩板块的出海公司
- ④电商板块的出海公司
- ⑤商贸零售板块的出海公司

2.3.6、新消费方向投资的注意点

■ 容易被宏观数据的表现所掩盖，从而可能被错误定价

由于市场过度关注整体的消费宏观数据走势，隐藏在大消费板块之中的“新消费”个股，容易受市场情绪影响而被错误定价。新消费的发展和传统消费的式微是同时进行的，并且众多新消费的成长才刚刚开始，因此容易被混杂在众多消费股之中，由于市场的整体情绪而被赋予和传统消费股一样的低估值。以出海公司为例，致力于出海并且卓有成效的个股，其估值体系应当和传统的同板块其他企业有所不同。

■ 着眼的需求较新，国内研究较少，估值不确定性较强

新消费面对的需求也更为新颖，依赖的成长路径和传统消费有所不同，因此市场研究相对稀缺，市场并未形成一致预期。例如传统的消费品巨头伊利、青岛啤酒、阿里巴巴，其过去的成长模式不一定适用于性价比消费（如胖东来代表的新零售、拼多多代表的白牌电商）、情绪消费（泡泡玛特为代表）等新消费的发展模式，因此市场上对新消费公司还未形成稳固的共识，导致估值的不确定性较强。

03 行业中观比较

3.1 结构性因子比较：增速新高驱动与ROE新高驱动

- 结构性因子比较：质量景气（ROE三年单季度新高），增速景气（收入利润三年单季度新高），最重要的以消费视角与行业组研究员再次精筛具体推荐标的

图表：24Q3 财报选股模型机会

推荐逻辑	行业名称	细分赛道	证券代码	证券简称	推荐逻辑	行业名称	细分赛道	证券代码	证券简称
超预期	社会服务	人力资源服务	600861.SH	北京人力	困境反转	商贸零售	专业连锁Ⅲ	6110.HK	酒博
	轻工制造	纸包装	603091.SH	众鑫股份		商贸零售	多业态零售	600729.SH	重庆百货
	轻工制造	纸包装	603499.SH	翔港科技		商贸零售	多业态零售	600827.SH	百联股份
	美容护理	洗护用品	603193.SH	润本股份		商贸零售	超市	002697.SZ	红旗连锁
	美容护理	洗护用品	001328.SZ	登康口腔		轻工制造	娱乐用品	1910.HK	新秀丽
	家用电器	照明设备Ⅲ	600261.SH	阳光照明		轻工制造	特种纸	603733.SH	仙鹤股份
	家用电器	清洁小家电	301332.SZ	德尔玛		轻工制造	特种纸	605007.SH	五洲特纸
	家用电器	家电零部件Ⅲ	002676.SZ	顺威股份		轻工制造	特种纸	605377.SH	华旺科技
质量提升	社会服务	培训教育	600661.SH	昂立教育	困境反转	轻工制造	金属包装	002752.SZ	昇兴股份
	社会服务	会展服务	300795.SZ	米奥会展		轻工制造	成品家居	603816.SH	顾家家居
	商贸零售	跨境电商	002315.SZ	焦点科技		家用电器	照明设备Ⅲ	603303.SH	得邦照明
	轻工制造	塑料包装	002014.SZ	永新股份		家用电器	清洁小家电	603355.SH	莱克电气
	美容护理	医美耗材	832982.BJ	锦波生物		家用电器	家电零部件Ⅲ	603112.SH	华翔股份
	美容护理	生活用纸	003006.SZ	百亚股份		家用电器	家电零部件Ⅲ	002011.SZ	盾安环境
	家用电器	清洁小家电	301187.SZ	欧圣电气		家用电器	厨房小家电	002705.SZ	新宝股份
	家用电器	厨房小家电	002032.SZ	苏泊尔		纺织服饰	钟表珠宝	002867.SZ	周大生
困境反转	家用电器	冰洗	600690.SH	海尔智家		纺织服饰	钟表珠宝	600612.SH	老凤祥
	纺织服饰	鞋帽及其他	300577.SZ	开润股份		纺织服饰	钟表珠宝	605599.SH	莱百股份
	社会服务	餐饮	9922.HK	九毛九		纺织服饰	运动服装	2331.HK	李宁
	社会服务	博彩	2282.HK	美高梅中国		纺织服饰	非运动服装	3709.HK	赢家时尚
质量提升	美容护理	生活用纸	1044.HK	恒安国际		纺织服饰	非运动服装	002832.SZ	比音勒芬
	美容护理	化妆品制造及其	300856.SZ	科思股份		纺织服饰	非运动服装	002154.SZ	报喜鸟

来源：Wind，国金证券研究所（注 1：标黄标的为 24Q3 首次入选；筛选标准 ①超预期：单季度收入、利润增速均创过去 3 年新高；②质量提升：单季度 ROE 创过去 3 年新高，全年预期大于 15%；③困境反转：PE、PB 历史分位低于 2021 年以来 20%，PE 绝对值低于 15，全年预期 ROE 大于 5%）

3.2 周期性因子比较：估值比较，预期差比较和拥挤度比较



- 估值水位比较：各个子板块各自所处的估值历史水位，寻求背后解释是否被充分定价
- 预计差比较：板块之间估值历史分位数横向对比，关注对口研究员关注度高但基金经理买入度低的子行业
- 拥挤度比较：公募基金的30%持仓效应与板块持仓分位的90%效应，侧面印证板块逻辑认可度

3.3 风格性因子比较：乘风而上胜过逆水行舟

- 风格比较：信任内部策略组&政策组对于短期市场风格的判断，结合结构性因子与周期性因子寻找匹配当前市场风格的细分板块，同样因子在不同市场环境下的权重不同
- 去除掉动量因子，因为属于技术分析范畴，容易造成组合配置端的追涨杀跌

风格因子	关注重点	适用市场环境
价值因子	资产内在价值与价格差异	市场低估时
成长因子	公司增长潜力	经济繁荣期
规模因子	公司规模大小	行业变革期
动量因子	资产价格趋势	趋势明显的市场
质量因子	公司财务健康和盈利稳定性	长期投资

3.4 数据跟踪体系：中观高频交叉印证，高频验证核心假设



- 宏观经济指标：失业率，人均可支配收入，边际消费倾向，CPI与PPI（社零是个滞后性指标）
- 中观消费指标：依托于教研平台的跨行业数据库，包括（1）电商平台数据；（2）线下消费数据；（3）互联网流量数据；
- 高频数据指标：依托于教研平台下各行业景气度数据库，在打通之后对行业逻辑进行严密认证



- 对于每一个细分板块与其中的重点个股：
- 1. **复盘归因**：该T年度内主要子板块内核心板块与公司的涨跌幅归因复盘：从而知道股价中已经蕴含了哪些基本面信息和预期，为寻找年度级别预期差机会做准备，股价复盘变化无非拆分为两种（1）EPS预期变化：什么导致EPS预期在某个阶段上修和下修（以WIND一致预期做回溯）；（2）估值（PEPBPS等）变化：在某个阶段什么导致TM估值发生切换变化，背后原因是什么；
- 2. **定性展望**：T+1年份细分子版块与重点个股重大预期变化展望（前景展望）：因为知道了T0年股价背后波动已经定价的因素，所以要充分大胆想象和论证各种行业基本面和重点公司重大业务的变化，研究最大的风险其实是想象力和推演能力不足，导致无法发现市场尚未定价的机会和风险。说明从目前的EPS预期和TM估值水位看，行业或者个股分别有多少已经定价，有哪些未充分定价甚至没有定价，分门别类进行说明；
- 3. **定量测算**：T+1年细分板块以及重点个股的EPS预期和估值预期测算（敏感测算）：各种重要基本面要素乐观，中性，悲观概率加权情境下，不同的EPS预期波动和估值预期波动如何，得出重点覆盖股价的涨跌幅敏感度测算表。
- 4. **排序权重**：按照板块与个股的收益率空间与最大亏损幅度做排序：排序出无论是细分行业还是重点个股的相对收益组合（重视弹性，时点，催化剂，力争跑赢行业），绝对收益组合（重视安全边际，假设置信度，力争获取确定性正收益）



04

个股选择：
研究为本，投资为实

4.1 研究范式：空间格局优势壁垒

1. 需求形态：需求描述，产品分类，市场规模，未来空间
2. 竞争格局：终局展望，逆向推演，外部突变，价费节奏
3. 静态优势：产品力，渠道力，品牌力-静态护城河
4. 动态壁垒：人员，文化，资本，运营-动态护城河

4.1.1研究目的&方法：提高胜率赔率，想的更远看的更深比的更广



- 比研究的方法更重要的是明确研究的意义
- **研究目的：**研究目的是为了服务投资，提高个股投资胜率（每个关键投资假设趋向于事实的概率和离散的区间）和赔率（不同种投资假设组合下，按照贝叶斯法则的安全边际VS上行空间，以及综合的概率上的收益率空间），研究方法更多服务胜率，投资方法更多服务赔率
- 如何提高关键假设趋向事实的概率以及确认离散区间
- **想的更远：**时间越长维度的假设确定性越强，因为决定消费整体和竞争格局因素稳定性越明显，比如人口，人性，消费习惯，收入结构等（EG：折扣零售赛道，财政补贴赛道）；
- **看的更深：**信息量数据量越充沛，加工方法越得当，得出正确结论概率就越提高。比如知道全球的各项高密度数据并紧密跟踪（EG：数据密度类新型烟草，产业密度类消费草根）
- **比的更广：**跨国别、行业、标的的历史对比，会给与研究结论更好的佐证（EG：美日消费对比复盘，海外仓储看国内商超变革，从快消品区域走向全国路径看百亚股份异地扩张）

4.1.2需求形态：需求描述，产品分类，市场规模，未来空间

- **需求描述：**消费的本质是对个人需求的满足，因此要讲明白终端产品或服务在满足消费的哪几种需求，各自权重如何，如何满足的，以及动态的变化。马斯洛曲线只是起点，只有更精确的点明该产品满足何种需求，才能更准确对产品进行分类，并进一步做定量研究；
- **产品分类：**细分行业属性差异很大清楚定义方可判断当前竞争格局形成原因，也便于向未来展望与判断，行业定性分类可类比竞争优势理论分类，即：成本领先（阴型销售半径小，重服务；阳型销售半径大，轻服务），差异化（差异端异化，大众标准化），聚焦（更细分行业分类属性是否异于行业整体）

4.1.2 需求形态：需求描述，产品分类，市场规模，未来空间

- **市场规模：**目前该行业容量如何，各细分行业占比如何，如有直接可采纳的权威数据最好。否则可以考虑用本国的替代品，互补品比较测算，或者采用国别对比，从渗透率与单价比较的方式测算，要注意出厂规模和终端规模等数据口径的差异；
- **未来空间：**未来空间永远是动态变化的，当下的预测和3年后的预测也会不同，模糊的正确比精确的错误更重要，因此要多考虑相关因素，从更多维度上做测算，确保考虑相关因素可持续的跟踪性；多用敏感性分析测试重要变量，给出乐观，中性，悲观的假设；

4.1.3 竞争格局：终局展望，逆向推演，外部突变，价费节奏



- **终局展望：**竞争格局终局不是确定的，但一定和前期对需求描述，产品划分的分析紧密相关，相似属性的行业更容易有相似的终局，所对标的行业也很重要，一定要多维度对比缩小误差。最终目的是得出各个梯队公司市占率天花板的展望。
- **逆向推演：**考虑前期预测的行业增速，根据标的公司价格战，受众群体定位推演其在细分行业长期（5年+）和中期（3年）和短期（1年，根据策略变化）的市占率变化推演，也要跟踪并推演同梯度以及更高梯队公司的市占率变化，在定性的推演中不断反问自己对该公司市占率依据是否充分，就会不断去查找竞争对手的信息来证实或者证伪原有的判断；

4.1.3 竞争格局：终局展望，逆向推演，外部突变，价费节奏



- **外部突变：**研究错误的最大风险来自于想象力不足（线性外推），分为正向外部突变与负向外部突变，正向突变比如公司大单品创新突破，踩到新主流需求等，政策远期利好，负向突变比如过于内卷产品力下降使得替代品市占率提升，远期政策利空等；
- **价费节奏：**行业竞争格局变化一定伴随着竞争周期性的加剧与放松，反映在定价策略与毛销差的变化，务必回溯历史了解当下所处的竞争格局周期位置，方能对收入中的价格因子，利润前的费用率因子有更清晰的判断

4.1.4 战略选择：产品力，渠道力，品牌力-静态护城河



- 在短期时间内（1-3年），竞争优势体现为静态护城河
- **产品力：**多快好省框架逐项分析，是主打数量丰富产品梯度层次的多，还是迭代物流响应的快，还是产品品质过硬配套服务周到的好，还是成本领先优势明显的省。务必要结合与主要竞争对手的对比展示清楚，战略优势是通过对比显示出来的，不是标的公司自己喊出来的；
- **渠道力：**原有渠道结构占比以及管理模式梳理，经销商或者分销商的盈利模型如何，单店模型如何，与友商无论管理广度密度维度有何不同以及优势，未来产品是否有希望在新兴细分渠道开启放量周期。大单品线上衰减曲线与多品类线下单店模型至关重要；
- **品牌力：**体现在对产业链上下游定价能力，对消费者类似产品价格对消费者定价高于友商，对供应商或者下游B端客户通过预收，应付占用现金流，真正的品牌力一定也要用财务指标佐证；
- 在中长期变化中（3年以上）**动态护城河**提供高估值：时代永远在变化，靠谱的公司各层级人员（体现为：人均薪酬，流动率，专业性）遵循过往决策文化，通过对**资本**的良好运用与选择，持续高效率的**运营**公司，最终体现为ROE和G持续优于同行，这也是DCF定价最关键的2个内生变量

5.2 投资范式：*ABC*的交织拆解

1. 行业渗透率快速提升下的投资机会 (*beta*)
2. 行业中低速增长后优势龙头高质量成长机会 (*alpha*)
3. 行业基本面周期性变化带来的投资机会 (*cycle*)
4. 管理股权变革驱动行业变革带来的投资机会 (*mix*)



5.2.1 投资机会范式：以终为始，投资故事决定研究重心



- 实战角度：

首先这四种推荐范式可能是交错在一起，并非互斥的，不过不同投资逻辑所需要研究的重心确实有所不同，大体遵循先定性研究判断-定量研究验证-确立研究论点，在这个过程中反复证实证伪后建立投资故事，故事所蕴含投资机会范式大体包括：

1. 行业渗透率加速beta：行业成长动因以及速度曲线描绘尤其是量价拆分，二阶段增速拐点判断，行业进入壁垒判断，主流玩家主流产品技术水平与迭代周期；
2. 优势龙头成长alpha：龙头公司壁垒的历史成因与体现，未来发展的展望以及如何作用经营侧进而进入报表端，与其他竞争对手动态优势演变，行业整体稳健性成长论证；
3. 行业周期性变化cycle：行业历史详细复盘总结，与标的公司业绩，估值，市值分阶段对应的复盘，展望该行业在当前周期底部的状态，对后续行业启动节奏，动因做详细梳理，并参照过往复盘以敏感性分析标的公司弹性；
4. 管理股权变革驱动变化mix：最终还是要落到（1）行业扩容beta成长加速，（2）龙头alpha优势提升，（3）周期位置cycle变化，这三者中的一项或者几项投资因子来分别研究，典型案例是人力密集管理密集的消费服务业中多例股权架构变化，管理层变革治理改善事项（近期的包括永辉超市等，远期的包括海底捞）

5.2.2 渗透率提升beta机会：

- 识别主题主线：渗透率位置，可对标空间
 - (1) 0-5%渗透率为主题演绎阶段，投资角度核心是看是否有可对标的高渗透率国家，大市值公司，在快速起步无法证伪时期做主题对标投资；5-30%渗透率为主线演绎阶段
 - (2) 新赛道迈过5-8%渗透率是新消费赛道迈入真正成长期的标志，开始进入主线投资，开始密切跟踪基本面数据做跟踪模型渗透，进入常规投研分析框架；
- 验证空间与价值链分配：人货场变革，辨别新赛道的空间与价值链分配
消费新赛道的投资机会往往来自于人货场之一或者多维结合的变革，比如
 - (1) 人的变革：反映在年龄结构上体现出银发消费，反映在城镇化率放缓年代体现出日常消费崛起，反映在教育结构上体现出悦己消费，
 - (2) 货的变革：一方面是需求所创造供给的变革，即满足于人需求侧的变革而演化出新机会；一方面是供给创造需求，即技术创新驱动产品升级满足了人并未被满足的需求；
 - (3) 场的变革：服务于人与货更高效更低成本链接而变革，线下从百货裂变出商超再裂变出便利店，线上从平台电商裂变出内容电商再裂变出社招电商，变革愈发的细化；
 - (4) 与投资最有关的是测算新赛道空间与价值链分配，找到针对性研究点
- 落地高价值与高市占环节：
 - (1) 价值量高且市占率高：最完美的选择
 - (2) 价值量低但市占率高：隐形冠军，质量投资
 - (3) 价值量高但市占率低：刹那芳华，景气投资

5.2.3 高质量成长alpha机会：



- 行业长期仍能维持稳态，具备规模优势特征：投资alpha的前提是beta稳定且容量巨大，沙漠之花背景板的沙漠也是广袤且常年存在。并且要确保行业特性是具备某方面可量化度量的规模优势，尤其不能仅仅是采购所带来的成本优势；
- 市占率有提升空间，经营指标有回归空间，龙头企业有竞争优势：在收入增速变化不大背景下，报表侧最终体现为ROE的逐步提升，背后是可能是在行业形成稳态竞争格局的竞争过程中高度内卷导致的盈利能力，周转能力偏离了行业正常应有的均值水平。在定性论述中，龙头企业应有某项较强核心竞争优势可以持续进行跟踪验证，并支撑市占率持续向上提升；
- 股息率确定性收益率弥补降速的成长性收益率：企业对投资人的回报率更多部分逐步体现为对于企业资本配置实施对投资人更友好的规划，关于企业capex规划和留存利润分配
- 案例：敏华控股，晨光股份，美的集团

5.2.4 经营周期cycle机会

- **利空反映充分，利好酝酿途中：**既然是周期性投资机会，一般都是困境反转型投资，可以对利空定性假设测算更充分些对短期定量测算更精准些，并对利好的想象力更充分些与对时点兑现度容忍度更宽容些。
- **做好历史复盘，把握估值区间：**既然是周期性投资机会，则核心假设参数都有过往运行的区间，因此做好历史复盘尤其是核心假设参数的历史复盘尤为关键，并且考虑到如果仅是周期性翻转，则估值大体停留在原有区间内，且博弈和见顶会变得更为剧烈
- **论证逻辑差异，证实公司成长：**尽管投资范式仍以周期思路，但仍要清晰的比较本轮逻辑演绎时行业环境与上一轮周期下的异同，以及公司在历史周期中如何强化的竞争优势，以确保仍能在本轮周期变化中受益
- **案例：**地产后周期的几轮波动性行情（欧派家居为例）、苹果周期波动（裕同科技为例）、造纸价格波动（太阳纸业为例）、美国消费周期波动（运动鞋服等出口代工公司为例）

风险提示

政策落地不及预期：当前内需依然偏弱，主要依赖增量政策托底，若后续落地效果不及预期可能造成不利影响。

海外经济波动：美国经济后续节奏尚待观察，若外需走弱可能影响出口链行业景气。

市场波动风险：当前市场情绪变化较大，可能导致波动率同步放大。

数据跟踪误差：高频数据跟踪可能存在统计误差。

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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。

获取更多研究服务，欢迎访问国金研究小程序



最新研报

会议路演

研究专题

