

迈向价值之路：竞争壁垒分析框架下的选股逻辑

2024 年 01 月 15 日

➤ **基本面量化如何应用于价值投资并纳入企业长期因素判断？**景气度投资、超预期投资短短几年内逐步“失效”，根本来看可能在于两者都更为关注企业的短期特征。而在企业整体投资价值的判断中，长期因素、终局因素的占比不可忽视。本篇报告中我们将企业竞争环境和战略因素考虑到选股逻辑中，提供一个异于传统因子投资的全新价值量化视角。

➤ **竞争壁垒分析有助于行业格局与公司战略判断，并用于企业终局价值分析。**竞争壁垒存在与否决定了行业长期利润空间与公司最优战略。我们采用两个条件来定义行业竞争壁垒：长期稳定的份额和超强的盈利能力。在此框架下，我们重点寻找三类具有较高终局价值的企业：管理竞争优势的“**唯一主导**”企业、避免了博弈的“**合作共赢**”企业、在激烈竞争中胜出的“**高效运营**”企业。

➤ **“壁垒护盾型”行业长期具有超额收益，尤其是其中估值较低的。**采用“行业份额稳定性”和“行业盈利能力”将所有三级行业划分为四个极端类型：“壁垒护盾型”、“竞争激烈型”、“稳中求进型”、“寻求突破型”，其中高稳定性、高盈利能力的“壁垒护盾型”尤其是以 PB-ROE 框架进一步筛选得到的低估值行业长期超额收益显著，相对中证 800 年化收益率高出 8.81%，而“竞争激烈型”则长期跑输宽基指数。

➤ **在“壁垒护盾型”行业中寻找“唯一主导”企业，其将长期享受竞争优势。**在行业壁垒保护下，如若主导企业唯一，其将充分享受竞争优势，具备长期投资价值。利用份额占比、份额稳定性、营业利润率、现金流比率筛选“唯一主导”企业，组合 2009 年 5 月-2023 年 12 月年化收益率为 12.68%，相对“壁垒护盾型”行业年化收益率高出 1.99%，且近年表现更佳。从选股特征来看“唯一主导”筛选规则的本质是“竞争优势”第一而非“市场规模”第一。

➤ **在无“唯一主导”企业的壁垒行业中寻找“合作共赢”企业，其通过避免竞争，依然能够维持较高利润率。**壁垒保护下，相似效率、相似盈利的企业可以构成合作共赢关系，不进行价格战，合作使得运营更有效率，利润率能够长期维持在较高水平。利用营运能力相似性与盈利能力相似性筛选各项能力禀赋都比较相似的寡头企业构成“合作共赢”组合，整体具有较高胜率。“合作共赢”往往出现在垄断行业或国有企业占比较高的行业。

➤ **在非“壁垒护盾型”行业中寻找“高效运营”企业，优秀的管理者通过“降本增效”使其在无壁垒保护下依然有较高回报率。**低壁垒行业内的企业毛利率最多只能达到行业平均水平，除非是极少数管理层表现出色的企业，通过在所有经营环节实现最高效率，从而获得更高的竞争优势。采用费用率、资产周转率和资本回报率筛选得到“高效运营”企业，长期同样超额显著，且“高效运营”持续越长的企业，超额收益越高。

➤ **三者合成“竞争优势”组合，能够长期稳健跑赢市场，特别是近年下跌市场环境下。**按照 40%/60%的权重配比，将“唯一主导+合作共赢”组合与“高效运营”组合结合，得到“竞争优势”组合，组合 2009 年 4 月-2023 年 12 月平均年化收益率为 15.46%，平均年化超额收益率为 13.15%，且在 2021 年-2023 年 12 月年化收益率达到 9.36%，具有较强的抗风险能力。

➤ **风险提示：**量化结论基于历史统计，如若未来市场环境发生变化不排除失效可能。所选股票为框架回测下的案例，并未考虑估值、市场环境等问题，实际投资仍需进一步评估。



分析师 叶尔乐

执业证书：S0100522110002

邮箱：yeerle@mszq.com

相关研究

1. 量化周报：流动性进一步回落-2024/01/14
2. 量化周报：波动率回升象限注意风险-2024/01/07
3. 资产配置月报：一月配置视点：稳定板块当下投资价值几何？-2024/01/04
4. 量化周报：关注流动性回升的持续性-2024/01/01
5. 量化分析报告：十二月社融预测：19606 亿元-2024/01/01

目录

1 Quantamental 的价值之路	3
2 竞争壁垒分析框架下的 A 股行业分类	5
2.1 企业竞争战略分析框架	5
2.2 行业壁垒的定义以及行业划分效果	6
3 高进入壁垒行业中的主导与合作企业判断	10
3.1 “唯一主导”企业的判定与筛选	10
3.2 “合作共赢”企业的判定与筛选	15
4 低进入壁垒行业中的高效运营企业判断	20
4.1 “高效运营”企业的判定与筛选	20
5 “竞争优势”组合构建与框架总结	24
6 风险提示	26
插图目录	27
表格目录	27

1 Quantamental 的价值之路

2019 年以来景气度投资、超预期投资快速崛起又在短短几年内逐步“失效”，投资者感叹市场有效性太强。但从根本的原因上看，可能在于两者都更为关注企业的短期特征，博弈信息获取速度，博弈短期的高增长延续性。而在企业整体投资价值的判断过程中，长期因素、终值因素的占比不可忽视，特别是对于有竞争优势、竞争壁垒、能够长期增长的企业，远期现金流的判断相比近期现金流的估计有着更重要的影响。即便是对于几乎没有成长性的企业来说，资产负债表所反应的企业当下价值也比未来 1-5 年盈利所代表的价值要占比更高。对于想要获得稳健投资收益的投资者来说，股票价值分析更多的应放在企业当下所掌握的资源与未来长期稳态经营下企业所能获得的回报水平上面。

两阶段剩余收益估值模型显示：未来短期经营回报仅占价值判断的较小比例。

对于成长性较弱的企业来说，当前净资产对总价值的影响占主要比例，因此当前净资产的重置成本、可持续性等问题的分析较为重要；而对于成长性较强的企业来说，未来长期的回报判断对总价值的影响占主要比例，因此企业的终局分析，长期稳定状态下的行业空间、行业格局、竞争优势、竞争地位的分析更为重要。理论上企业价值判断需要做好这其中的每一块。

图1：两阶段增长型企业的价值在时间维度上的权重分布

$$PV_0 = BV_0 + \sum_{n=1}^{n=n_1} \frac{(ROE_1 - r) * BV_0 * (1 + g_1)^{n-1}}{(1 + r)^n} + \sum_{n=n_1+1}^{\infty} \frac{(ROE_2 - r) * BV_0 * (1 + g_1)^{n_1-1} * (1 + g_2)^{n-n_1}}{(1 + r)^n}$$

理论PB	一阶段ROE	一阶段净资产g	一阶段持续时间	永续ROE	永续净资产g	要求回报率r	当前净资产/总价值	一阶段价值/总价值	二阶段价值/总价值
1.73	15%	10%	5	10%	3%	8%	58%	19%	23%
2.95	20%	10%	5	15%	3%	8%	34%	20%	46%
4.16	25%	10%	5	20%	3%	8%	24%	20%	56%
4.73	30%	10%	5	25%	3%	8%	19%	20%	62%
6.86	30%	10%	10	25%	3%	8%	15%	32%	53%
8.69	30%	10%	10	25%	3%	7%	12%	28%	60%
11.74	30%	20%	10	25%	3%	8%	9%	29%	62%
15.32	30%	20%	10	25%	3%	7%	7%	25%	69%

资料来源：民生证券研究院绘制

重新审视公司估值通常采用的净现值法（DCF）我们可以看到三个问题：

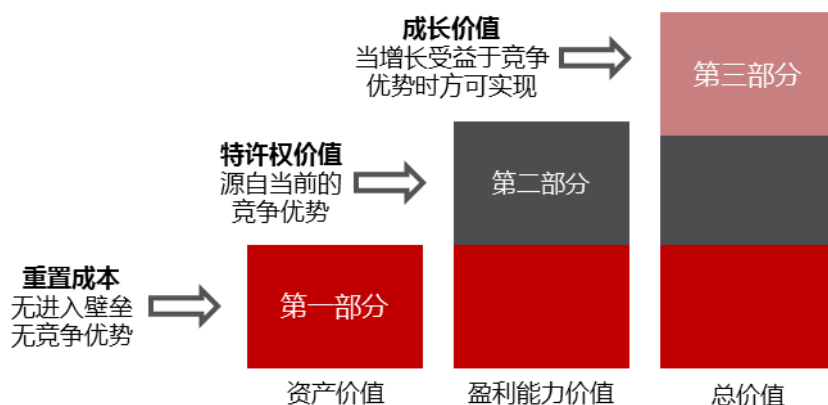
- 1、将高质量信息（近期的现金流估计）和低质量信息（遥远的现金流估计）结合，最终仍是低质量信息，假设敏感性高；
- 2、对于未来的判断，过于依赖确定性低的假设（线性外推的远期现金流、折现率假设）却忽略了确定性更高的假设（行业竞争格局以及企业战略信息）；
- 3、舍弃了许多与公司价值计算相关的信息（如资产负债表所代表的公司价值创造的“基础资源”配置信息）。

基本面量化（Quantamental）如何改进估值方法并纳入上述考量因素？像价值投资者一样思考。在哥伦比亚商学院教授布鲁斯·格林沃尔德的著作中阐述了价值评估的战略性方法，该方法由本杰明·格雷厄姆首创，又经沃伦·巴菲特等人发扬光大。该方法将企业的价值分为：资产价值、盈利能力价值、成长价值。

任何超出资产价值的盈利能力价值都必须通过判别可持续的竞争优势加以确认，否则竞争最终会使得资产重置成本等于未来利润的现值。只有竞争优势可持续才能够产生特许权价值，使得盈利能力价值高于资产价值。

同时成长性并不总是有利于公司价值，在管理层利用资源效率糟糕、投资方向决策错误或者企业处于竞争劣势的情况下，成长会变得有害并毁灭价值，只有存在竞争优势时，成长才会创造价值。

图2：战略性价值评估方法



资料来源：《竞争优势：透视企业护城河》，布鲁斯·格林沃尔德，民生证券研究院绘制

我们将循着价值投资的方向，将战略因素考虑到选股逻辑中，提供一个异于传统因子投资的全新基本面量化视角。传统因子投资依赖中高胜率和中高赔率结合后的大数定律，更多的由投资者行为偏差（以及动量）贡献收益，而价值投资思路下的选股将变为条件更为苛刻的高胜率、高赔率、低换手的高精度选股，更关注企业本身的判断。**在本篇报告中，我们将首先由企业竞争战略分析入手，对特许权价值的定量化判断进行初步的探索。**

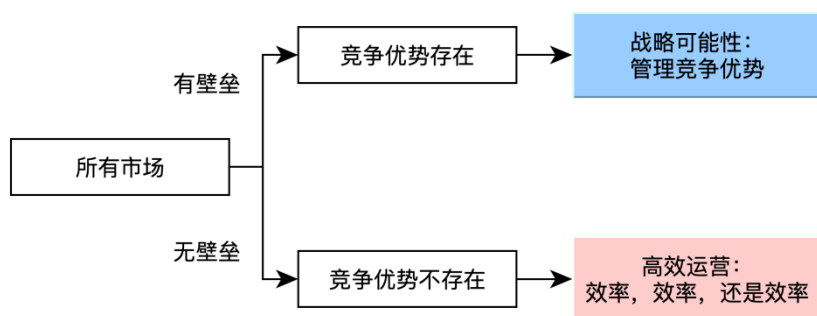
2 竞争壁垒分析框架下的 A 股行业分类

2.1 企业竞争战略分析框架

行业壁垒是企业获得竞争优势的必要条件，若行业不存在进入壁垒，则其中的企业长期只能通过高效运营以寻求生存。在有进入壁垒的行业中，新进企业与现存企业瓜分市场份额的难度大，现存企业更容易保持较高的垄断地位和利润率水平，企业只需识别自身竞争优势并且保护即可。在无进入壁垒的行业中，份额无法保持稳定，企业竞争优势不存在，行业利润率（销售净利率）水平长期趋同，但高效运营可使企业回报率（净资产收益率）与对手区分开来。

行业壁垒主要可分为供给侧壁垒和需求侧壁垒。供给侧壁垒主要源于生产技术和享有的独特资源，使得企业具有有竞争力的成本；需求侧壁垒主要源于消费者偏好与客户锁定。

图3：企业竞争战略分析第一步



资料来源：《竞争优势：透视企业护城河》，布鲁斯·格林沃尔德，民生证券研究院绘制

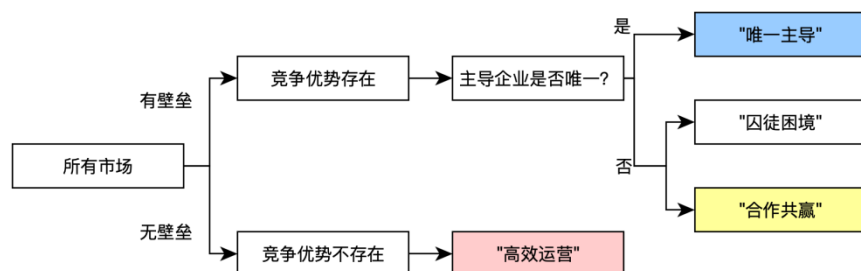
格林沃尔德采用竞争格局对企业竞争战略做出分类：

对于具有竞争优势的市场：如果存在“唯一主导”企业，其将充分的从竞争优势中受益，战略上需要确定竞争优势的本质，并有效管理竞争优势；若唯一主导企业不存在，行业中有几家享有大致相当竞争优势的企业，则企业与竞争对手或进行博弈，或进行合作。博弈如果为“囚徒困境”模式，整体回报率会被压缩，而如果为“合作共赢”模式，则整体回报率仍能保持较高水平。

对于不具有竞争优势的市场：企业将陷入竞争激烈的平等环境中，其盈利能力最多只能达到行业平均水平，除非是极少数管理层表现出色的“高效运营”企业。本报告将尝试找出可能具有更高回报率的这三类企业：

- 管理竞争优势的“**唯一主导**”企业；
- 避免了博弈的“**合作共赢**”企业；
- 在激烈竞争中胜出的“**高效运营**”企业。

图4：企业竞争战略地位分析框架



资料来源：《竞争优势：透视企业护城河》，布鲁斯·格林沃尔德，民生证券研究院绘制

竞争优势通常集中于细分市场，因而相关研究需要较细的颗粒度。一个企业的主营产品可以涉足多个细分行业，但赋予所有主营产品竞争优势并不容易。并且，广泛行业内不同的细分市场具有不同的竞争条件和市场特征，竞争优势的讨论更多的在细分市场。例如，个人计算机行业包括多个细分市场，如操作系统软件、CPU、硬盘驱动器、图形处理器，但只有部分细分市场具有进入壁垒，比如系统软件和 CPU。两个行业内部的企业市场份额稳定，并且主导企业（微软和英特尔）常年占据 80%以上的市场份额。

本报告选择使用中信三级行业来评估竞争壁垒。由于对每个企业的每个主营产品进行市场划分和讨论在量化上有一定难度，因此我们当前只能以尽量细的行业划分来代理细分市场。

2.2 行业壁垒的定义以及行业划分效果

具有竞争壁垒的行业需要满足两个条件：长期稳定的份额和超强的盈利能力。份额稳定指成分股营业收入占行业营业收入份额的变化较小。若在一定时间跨度内，成分股的营收占比稳定，表明该行业不存在新进入者迅速瓜分现存企业份额的情况，亦表明现存企业间守护各自领域、互不干涉。高盈利能力不仅是现存企业的优势体现，也是吸引新进入者加入战场的诱饵。因此，当“长期份额稳定”和“超强盈利能力”这两个条件同时存在时，就代表行业可能已形成壁垒，意味着市场不仅难以进入，而且现有企业在维护其市场份额方面相对成功。而两者若非同时成立，则大概率无法判定行业有壁垒，两者同时成立是行业有壁垒的必要非充分条件。

同时对行业壁垒而言，时间的检验是另一项必要条件。壁垒的存在必须在时间序列上有稳定性，单一截面上的条件成立无法说明任何问题。由于 A 股历史较短，我们通过滚动回看 3 年的数据，在每年的 4 月末、8 月末和 10 月末财报发布之后评估行业的份额稳定性和盈利能力。

行业份额稳定性：根据每期 TTM 财务数据，计算历史 3 年的成分股的营业总收入占行业营业总收入的变化率中位数，具体指标计算方式如下：

$$\overrightarrow{V_{k,T}} = \frac{\begin{bmatrix} x_{k,1,T} \\ x_{k,2,T} \\ \vdots \\ x_{k,J,T} \end{bmatrix}}{\sum_{j=1}^J x_{k,j,t}}$$

$$D_{k,T} = \text{median} \left(\left\| \overrightarrow{V_{k,T-t}} - \overrightarrow{V_{k,T-t-1}} \right\|_2 \right), t = 0, \dots, 11$$

$$S_{k,T} = 1 - \text{percentile}(D_{k,T})$$

其中， $x_{k,j,T}$ 为行业 k 的成分股 j 在 T 时的营业总收入（TTM）， $\overrightarrow{V_{k,t}}$ 为包含 J 个成分股营收占比的向量； $D_{k,T}$ 为过去 3 年的成分股营收占比变化的中位数， $D_{k,T}$ 值越高，行业越不稳定；根据 $D_{k,T}$ 在所有行业中的百分位，得出行业稳定性指标 $S_{k,T}$ 。 $S_{k,T}$ 值越高，行业越稳定。若某一成分股在历史 3 年内的数据不足 12 个季度，也就是对于在 3 年内新加入行业指数的企业，我们用 0 营收占比替代空值，假设其为行业的新进入者。

行业的盈利能力：计算历史 3 年的行业 ROE(TTM) 中位数作为代理变量，具体指标计算方式如下：

$$RM_{k,T} = \text{median}(ROE(TTM)_{k,T-8}, ROE(TTM)_{k,T-7}, \dots, ROE(TTM)_{k,T}), t = 0, \dots, 11$$

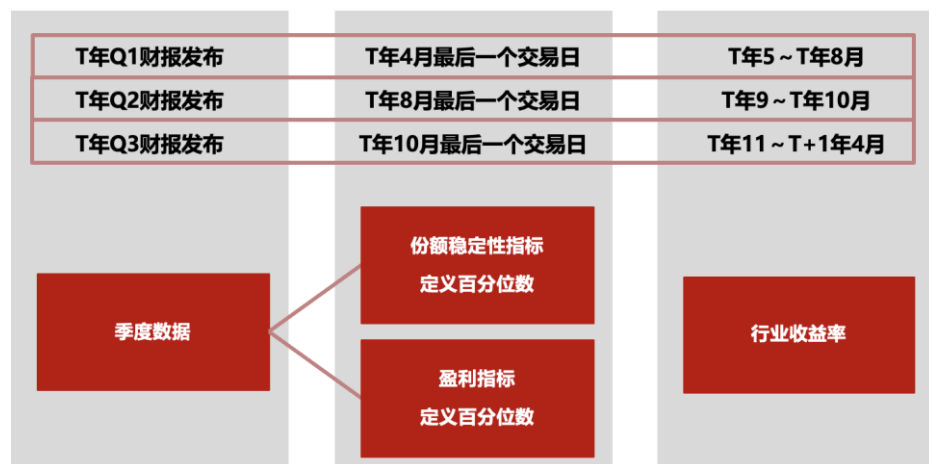
$$P_{k,T} = \text{percentile}(RM_{k,T})$$

其中， $P_{k,T}$ 为行业 k 在 T 时的盈利指标， $P_{k,T}$ 值越高，行业盈利能力越强。采用中位数的目的是为了衡量行业长期能力能力，另外也是对周期性行业随着经济周期有所波动的业绩进行平滑，较长的考察期有助于判断企业潜在的稳定盈利水平。

未上市企业数据无法获取，但对于可投资企业的评估影响有限。行业上市部分的企业的高稳定和高盈利是行业所有企业（上市与未上市企业）高稳定、高盈利的必要条件，如果上市部分都不满足，整体更不可能满足。虽然忽略未上市企业有可能识别出“伪壁垒”行业，但整体影响有限，未来结合另类数据或许能够解决此问题。

截面上两项指标的全行业百分位越高，我们认为行业壁垒越高。本报告使用 2007 年至 2023 年的季度数据，在每期末对 $S_{k,T}$ 和 $P_{k,T}$ 做截面百分位计算，并进行行业分类和收益率计算，时间线如下图所示。两项都较高的行业不易受新进入者影响，从而其中的企业可能具有较强的护城河。

图5：竞争壁垒指标及收益率计算的时间表

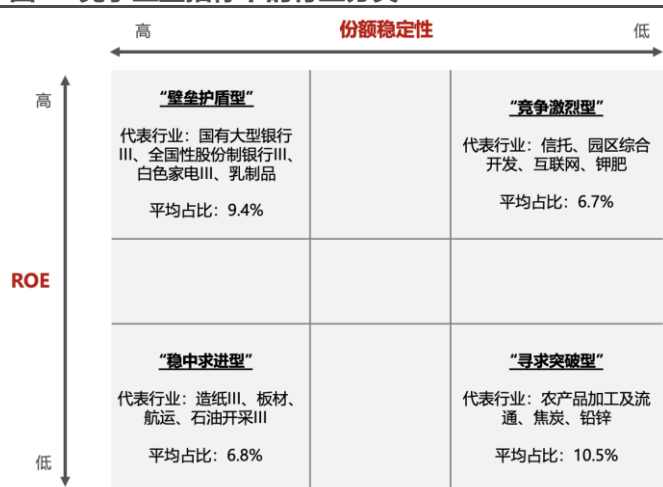


资料来源：民生证券研究院绘制

定义稳定性指标与盈利指标均大于等于 70% 分位的行业为“壁垒护盾型”行业，其长期超额较高。“壁垒护盾型”行业数量平均占总行业数量的 9% 左右，主要代表行业为国有大型银行Ⅲ、白色家电Ⅲ、全国性股份制银行Ⅲ和乳制品等，等权持有平均年化收益率 11.25%，超额收益比较平稳。若按 70/30 百分位归类四极端象限，除“壁垒护盾型”以外的极值行业整体表现一般，很难有超过宽基指数的超额收益，并且其中的“竞争激烈型”长期跑输中证 800 指数。

- “壁垒护盾型”：高 ROE，高稳定性，竞争优势已经显现的行业
- “竞争激烈型”：高 ROE，低稳定性，有空间正处激烈竞争的行业
- “稳中求进型”：低 ROE，高稳定性，重资产成熟/稳定行业
- “寻求突破型”：低 ROE，低稳定性，优势无法保护的蓝海行业

图6：竞争壁垒指标下的行业分类



资料来源：wind，民生证券研究院

图7：不同行业分类累计净值表现（2009-2023）



资料来源：wind，民生证券研究院

根据行业类别的转移概率来看，四种极值行业分类较为稳定。细分行业所处的行业种类大概率与上一季度所处的行业种类相同，极少数细分行业会在下一季度转变行业种类。因此，这四类极值行业的性质较为稳定，在“壁垒护盾型”行业中找出优秀的企业具有一定的稳定性。

表1：行业类别的转移概率

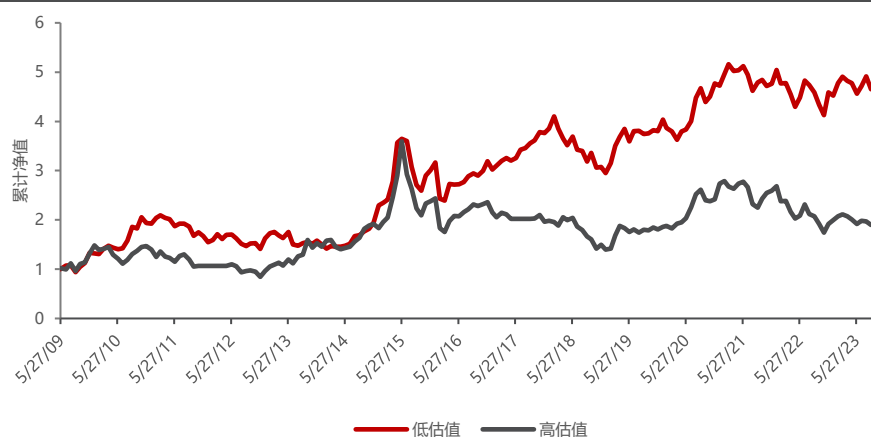
	壁垒护盾型	竞争激烈型	稳中求进型	寻求突破型
壁垒护盾型	95.89%	3.00%	0.63%	0.47%
竞争激烈型	8.30%	85.81%	1.73%	4.15%
稳中求进型	1.97%	1.97%	89.84%	6.23%
寻求突破型	1.02%	2.04%	2.86%	94.08%

资料来源：Wind，民生证券研究院，注：左为上一期类型，上为下一期类型。

“壁垒护盾型”通过 PB-ROE 框架过滤掉高估值行业后具有更高的回报。具有壁垒的行业选取只解决了“好行业”的判断，并不意味着“好价格”的判断。我们在每年的 4 月末、8 月末和 10 月末，基于成分股的 ROE 一致预测，用整体法计算行业的 ROE 一致预测。根据全行业的行业 ROE 一致预测与当天 PB_LF 的双排序，计算 $rank(ROE) - rank(PB)$ ，数值越高代表估值越低，截面划分出 50% 的低估值行业和 50% 的高估值行业。将“壁垒护盾型”行业和估值特征取交集，计算其累计净值。发现“壁垒护盾型”行业中偏高估值的部分长期表现不佳，剔除后整体具有更好的表现。低估值“壁垒护盾型”行业 2009 年以来年化收益率 11.29%，同期中证 800 年化收益率 2.47%，超额收益显著。

因此在下一节选股中，本报告仅在低估值的“壁垒护盾型”行业中挑选具有竞争优势的“唯一主导”企业和“合作共赢”企业。

图8：高低估值下“壁垒护盾型”行业的累计净值（2009-2023）



资料来源：wind，民生证券研究院

3 高进入壁垒行业中的主导与合作企业判断

本节我们将在低估值“壁垒护盾型”行业中筛选不同竞争格局下的优质龙头企业。按照 2.1 节的理论，我们将首先判断行业中是否存在唯一主导企业，若唯一主导企业不存在，则寻找寡头企业间是否有条件进行合作。从而找到唯一主导和合作共赢企业，并计算其股票的历史表现特征。股票的筛选基于主观认知的规则化，可能与行业的真实情况有所不同，但规则下客观数据反映的事实在一定程度上也说明了企业的真实地位与特征，与主观认知将相互补充。

规则选股与因子选股的区别在于外推基础的不同。因子选股以 Alpha 预测为寻优目标，以截面的长期统计显著性作为外推基础，通过大数定律获取微小的胜率赔率优势收益，统计性质发生明显变化即为策略有效性判断依据；而规则选股以主观逻辑的合理表达为目标，无法给出截面线性预测能力的长期统计显著性，更为注重企业真实价值的判断，虽同样能够检验选股表现，但不宜以选股表现为寻优目标，过少的样本更容易出现过拟合。因此采用低频规则选股策略更为重要的是规则本身的合理性和完备性。股票价格受到各类维度因素的影响，规则本身必须具备强抗干扰能力，设置利空因素的检查清单检验风险事件本身能否被规则自动规避或许是规则选股的外推基础，我们将在未来进一步讨论规则选股如何追求显著性。

3.1 “唯一主导”企业的判定与筛选

在行业壁垒保护下，如若主导企业唯一，其将充分享受竞争优势，具备长期投资价值。主导企业必然占据着较高的市场份额，并且具有较高的份额稳定性。除此之外，其应当相对同行业其他公司具备较高的竞争优势，比如较高的营业利润率水平和较好的现金流。因此我们按照以下条件判断行业唯一主导企业：

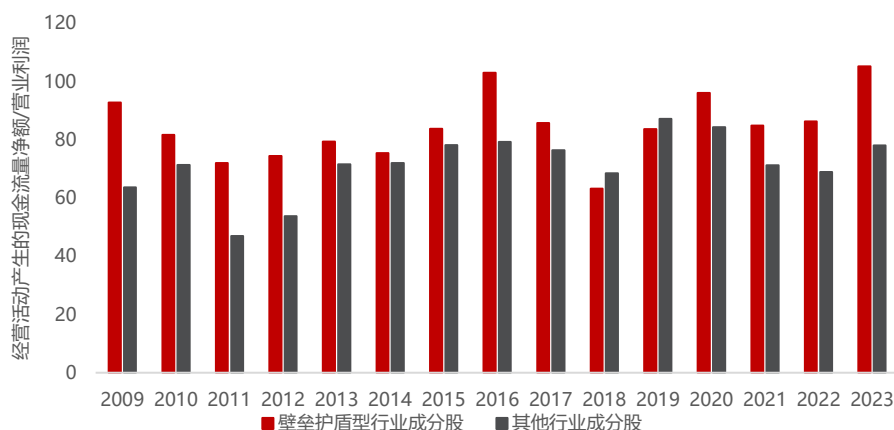
唯一主导企业的先决条件：份额中位数及份额稳定性。与第一节中类似，我们计算成分股过去 3 年营业收入份额中位数以及标准差，并在同行业内，对两个指标划分百分位。若成分股的份额中位数和份额稳定性的百分位均大于等于 50%，则该成分股可以进入下一轮筛选。

确定主导企业条件 1：经调整的营业利润率。除稳定的份额外，主导企业同时需要具备较高的盈利能力。企业财务报表中的非经常性损益项目是不可忽视的，在盈利能力的计算过程中必须予以剔除：若出现非经常性收益，经常性活动所产生的净利润低于当期净利润；若出现非经常性损失，经常性活动所产生的净利润高于当期净利润。指标计算方式如下：

$$\text{经调整的营业利润率} = \frac{\text{净利润} - \text{非经常性损益}}{\text{营业收入}}$$

确定主导企业条件 2：经营活动产生的现金流量净额/营业利润(TTM)。经营活动产生的现金流量净值反映了企业的盈利、运营和偿债能力。存在壁垒的行业大多进入稳态运营，尽管行业增长潜力有限，但主导企业往往能够维持稳定的现金流，经营活动产生的现金流量净值占营业利润比例的稳定性可以为长期投资提供可靠的基础。

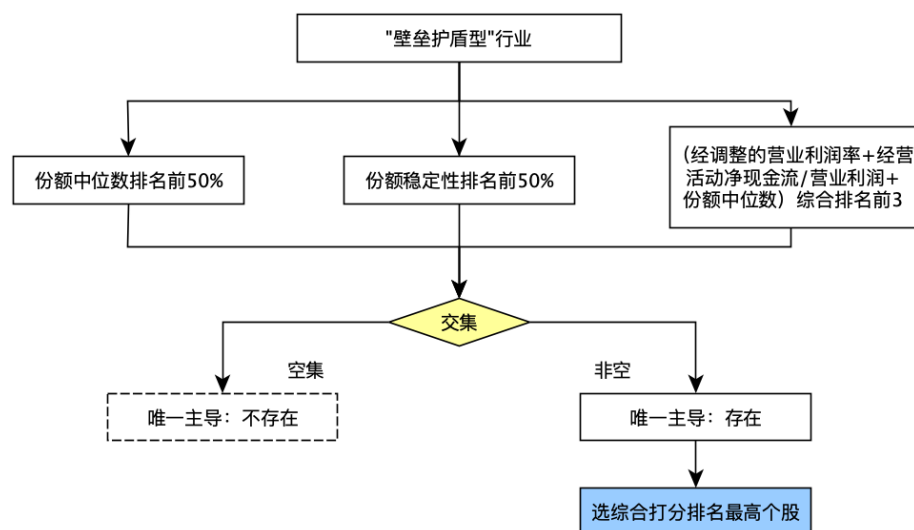
图9：壁垒护盾型行业成分股具有较强现金流 (2009-2023) (单位：%)



资料来源：wind，民生证券研究院

回看历史 3 年，计算每个成分股经调整的营业利润率中位数和经营活动产生的现金流量净额占比的中位数，截面计算其行业内分位数。两个条件的百分位以及份额中位数百分位，其等权综合打分作为判断唯一主导企业的分值。我们将份额中位数排名前 50%、份额稳定性排名前 50%与综合打分排名前 3 这三个条件取交集。若交集为空，那么判定该行业不存在唯一主导企业；若交集不为空，我们在交集选择综合打分排名最高的成分股为该行业的唯一主导企业。

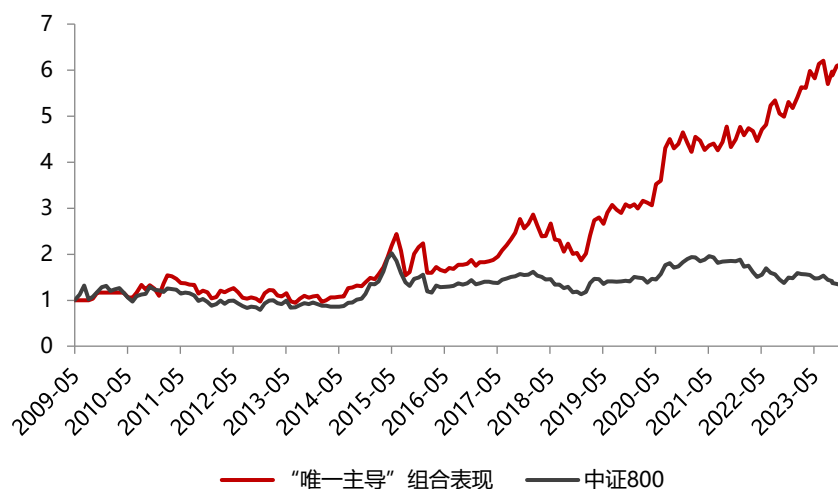
图10：判断唯一主导企业的流程图



资料来源：民生证券研究院绘制

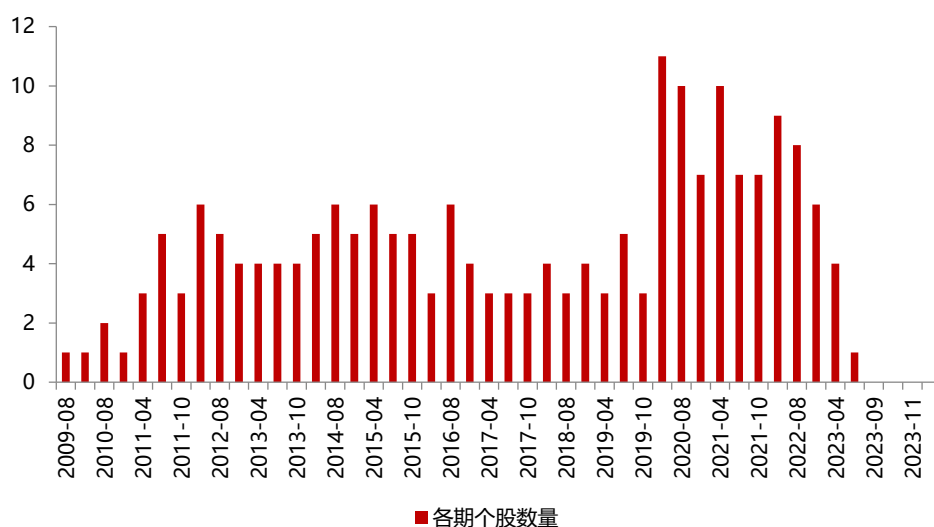
三个条件交集为空代表了份额占比较高的企业要么变动较大，要么盈利优势不明显，都是无主导企业的体现。从筛选结果来看，不是所有的壁垒护盾型行业都存在唯一主导企业，且由于本身低估值“壁垒护盾型”行业数量就较少，因此筛选得到的个股数量不多。“唯一主导”组合 2009 年 5 月-2023 年 12 月年化收益率为 13.16%，相对“壁垒护盾型”行业年化收益率高出 1.99%，且近年表现更佳。“唯一主导”组合单笔持仓绝对收益率胜率为 61.18%，均值为 12%；相对中证 800 收益率胜率为 57.65%，均值为 10.66%，胜率赔率都较高。

图11：“唯一主导”组合表现 (2009.05-2023.12)



资料来源：wind，民生证券研究院

图12：“唯一主导”组合各期个股数量

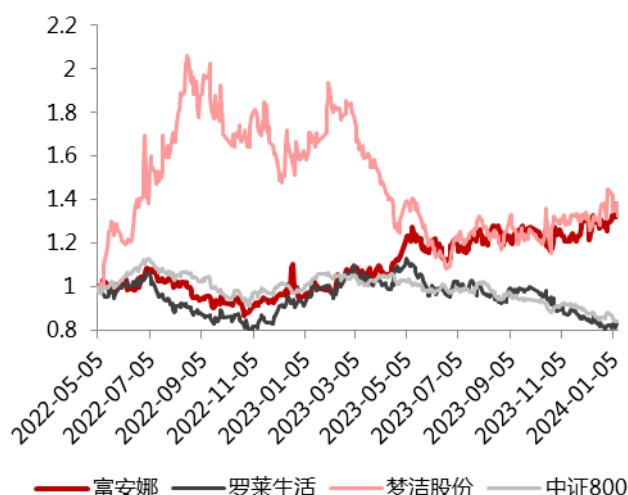


资料来源：wind，民生证券研究院

“唯一主导”企业的筛选规则并不总是选择行业内份额最大的个股，或与“唯一主导”的表面含义直观上不符，但是其更看重企业实实在在创造盈利和现金的

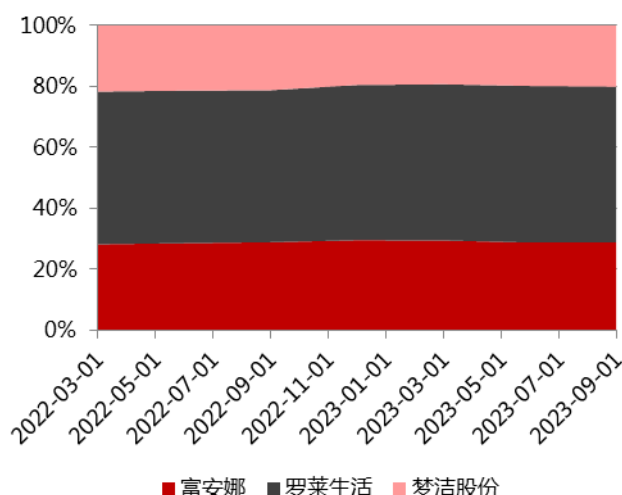
能力。我们以家纺行业为例来说明。筛选规则在 2022 年 4 月底选出了家纺行业的个股富安娜（002327）并一直持仓到 2024 年。家纺行业根据中信三级行业的数据只有三只成分股：罗莱生活（002293）、富安娜（002327）、梦洁股份（002397），整体行业格局稳定性高。从股价表现来看，富安娜虽然一开始不如梦洁股份表现强，但夏普比率较高，最终稳定跑赢其他成分股和中证 800 指数。其中罗莱生活行业份额最高，持续在 50% 以上，但份额高并不完全是“竞争优势”的体现。

图13：家纺行业个股 2022 年 4 月以来表现



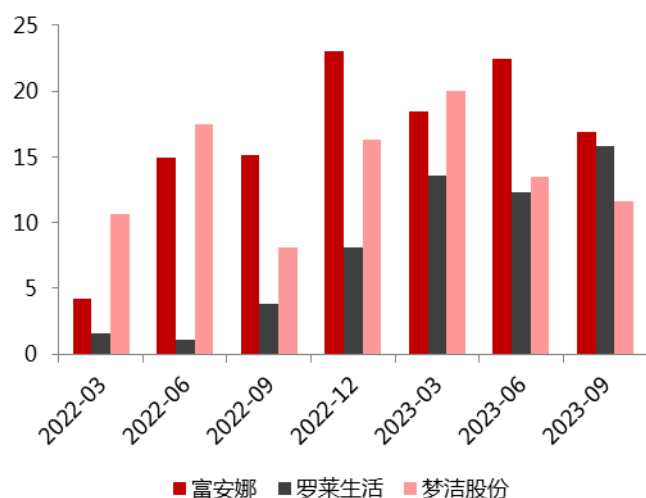
资料来源：wind，民生证券研究院

图14：家纺行业份额格局变化（营业收入 TTM 占比）

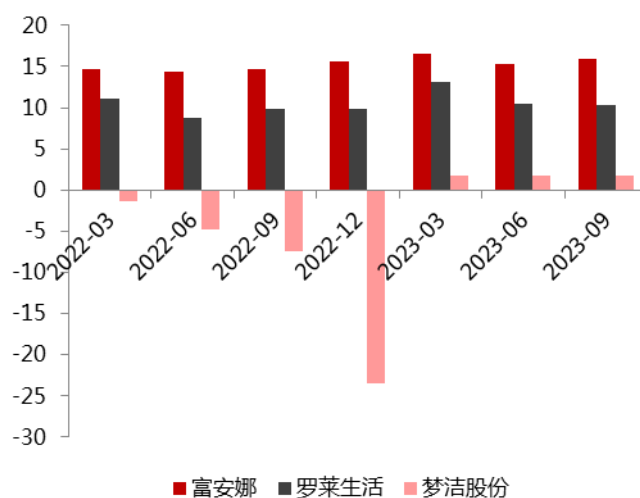


资料来源：wind，民生证券研究院

无论是获取现金的能力还是对利润的维持能力，富安娜当下无疑是家纺行业上市公司中最强的。从经营性现金流来看，富安娜和梦洁股份都要好于罗莱生活，且 2023Q2 以来富安娜要好于梦洁股份；而从扣非后销售净利率来看，富安娜的平均值和稳定性都显著高于其他两家公司，“竞争优势”显著，如若未来进行扩张，有机会成为行业龙头企业。

图15：家纺行业个股经营活动净现金流/营业收入（单位：%）


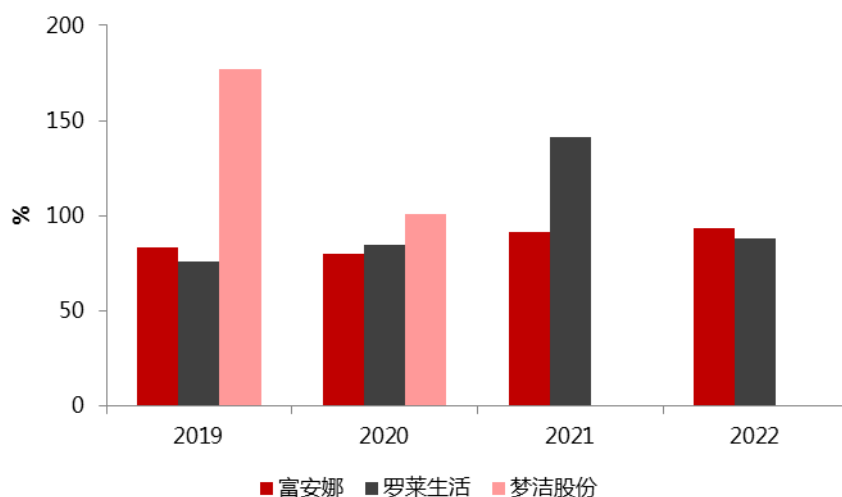
资料来源：wind，民生证券研究院

图16：家纺行业个股扣非后销售净利率（单位：%）


资料来源：wind，民生证券研究院

但由于行业本身空间有限，成分股多为高分红公司，战略上扩张意义有限。

但富安娜即便不去“争龙头”，不追求“成长性”，估值合理水平下其依然是一项长期投资回报不错的资产。对于没有成长性的行业而言，规模优先和规模扩大战略并不是最重要的，“唯一主导”筛选规则的本质是“竞争优势”第一而非“市场规模”第一。

图17：家纺行业个股年度现金分红比例


资料来源：wind，民生证券研究院

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/978015070071006031>