

泛消费亮点渐增，优选高性价比方向

华泰研究

2025年3月25日 | 中国内地

专题研究

研究员

SAC No. S0570520080004

SFC No. BRB318

何康, PhD

hekang@htsc.com

+(86) 21 2897 2202

研究员

SAC No. S0570524040002

SFC No. BVB302

孙瀚文

sunhanwen@htsc.com

+(86) 21 2897 2228

核心观点

近期,随着泛科技资产进入催化空窗期,投资者开始寻找有承接潜力的板块,我们认为,部分泛消费行业可能是潜在的调仓去向之一。第一,促消费是2025年的政策重心,具体措施陆续出台,抓手愈发明确。第二,短期看,高频数据、企业盈利预期显示泛消费基本面正在点状改善。中期看,就业企稳、社会保障支出扩大、房价筑底等积极信号渐现,收入和消费倾向渐具改善基础。第三,部分泛消费的估值性价比较高,外资等亦有潜在增配空间。具体行业上,我们筛选了基本面有韧性、估值性价比较高且政策有催化的方向,建议关注:**A股白电、航空、消电龙头,港股可选零售、美护、汽车。**

政策:决心更坚定,抓手更明确

自去年下半年以来,促消费政策持续加码。2025年政府工作报告中,大力提振消费置于政府工作任务首位,体现政策重心向消费的倾斜。3月16日,《提振消费专项行动方案》发布,《方案》涵盖了优化供给、提振需求、改善环境、资金支持等促消费的各个方面。从具体抓手看,受益的细分方向包括:1)大宗商品:以旧换新相关的**家电、汽车、消费电子**;2)传统服务:**文体旅游(航空/OTA/社交消费)、特色餐饮**;3)新消费:冰雪经济相关的**运动服饰**,特色IP相关的**可选零售**以及AI+消费相关的**智能终端**;4)育儿补贴相关的**乳品、母婴用品**。《方案》体现了促消费的政策决心和持续性。

基本面:短期高频数据点状改善,中期消费复苏的积极信号增多

短期,尽管消费复苏的持续性尚需进一步的数据验证,但我们观察到了点状复苏的一些迹象,包括两个方面。第一,高频数据看,1-2月社零同比改善,**服务、文体娱乐、消费电子**等表现亮眼;**出行链**等在假期后程仍有韧性;部分**餐饮和餐食品类**价格企稳乃至出现提价。第二,**A股白电以及港股可选零售**等行业体现出强于整体的盈利韧性。第一,就业的前瞻指标回升迹象初现,为收入预期改善提供基础。第三,部分地区积极增加社会保障支出,对居民将储蓄更多用于消费有促进作用。第三,1-2月二手房价格降幅收窄,一线城市筑底迹象更明显,地产财富效应对消费倾向的扰动可能减弱。

估值:三维度评估中国消费资产中的高性价比方向

纵向比较中国资产的估值水位,泛消费是其中的相对“洼地”,典型消费行业的估值均处于近5年的中位数以下。我们进一步从两个维度筛选其中的高性价比方向。第一,从中国龙头与境外龙头的PEG比较看,国内**调味品、零售、家电、纺服、消费电子、美护、饮料**等行业龙头的性价比高于海外。第二,从A/H市场内部各泛消费细分行业与其他行业的PEG比较看,A股中**航空、白电、消费电子**等性价比较高。港股中,**消费者服务、汽车**等性价比较高,**美护、可选零售**等性价比尚可。

资金:中期看,泛消费中,部分行业外资、公募的增配空间仍较大

在前述政策、基本面、估值性价比比较的基础上,中期视角,我们进一步评估行业的机构筹码压力,外资和公募筹码出清程度高可作为加分项。我们发现,**社服、零售**等服务性消费的外资及公募筹码出清程度均已较高,若未来复苏由点及面扩散,潜在增配空间较大。**航空、白电**的外资筹码已降至历史低位,但公募筹码仍处于同期偏高水位。**美护**则是公募筹码出清已相对充分,但外资的筹码水位并不低。资金视角,上述行业或可重点关注。汽车、消费电子的机构筹码拥挤度则已相对较高,资金视角的优先级相对低。

风险提示:国内基本面复苏持续性不及预期;促消费政策推进不及预期。

正文目录

政策：决心更坚定，抓手更明确	3
基本面：高频数据企稳，中期驱动在于收入和消费倾向的修复	5
社零等高频数据.....	5
消费板块的盈利预期.....	6
中期消费改善的动能正在蓄势.....	8
估值：部分消费当前估值性价比较高	10
风险提示.....	16

图表目录

图表 1：《提振消费专项行动方案》中的要点概览.....	4
图表 2：2025 年 1-2 月社零分项表现.....	5
图表 3：基于企业调研的消费品价格前瞻指数自 24Q4 以来触底回升.....	6
图表 4：A 股必需消费细分行业 25E EPS.....	7
图表 5：A 股可选消费细分行业 25E EPS.....	7
图表 6：消费板块整体盈利预期较 1 月有所上修.....	8
图表 7：盈利修正宽度近期有所提升.....	8
图表 8：从 2025E 盈利预期年初至今的调整情况看，汽车、可选零售上修幅度居前.....	8
图表 9：BCI 企业招工前瞻指数由企稳迹象.....	9
图表 10：70 城二手住宅价格指数同环比.....	9
图表 11：70 城二手住宅价格指数同比—分城市能级.....	9
图表 12：中国资产分行业 Forward 12M P/E 近五年运行区间及其分位数.....	10
图表 13：消费各细分品类海外龙头与国内龙头的 PEG 比较.....	11
图表 14：A 股重点行业盈利预期与估值匹配度.....	11
图表 15：港股重点行业盈利预期与估值匹配度.....	12
图表 16：以美国投资者为例，港股是配置中国资产的主要渠道.....	13
图表 17：以美国投资者为例，可选消费是其第一大重仓行业.....	13
图表 18：各消费相关申万行业陆股通配置系数.....	14
图表 19：各消费相关申万行业陆股通仓位.....	14
图表 20：各消费相关申万行业公募配置系数.....	15
图表 21：各消费相关申万行业公募仓位.....	15

政策：决心更坚定，抓手更明确

自去年下半年以来，促消费相关政策持续加码，从去年的中央经济工作会议到今年的政府工作报告，大力提振消费成为今年政府工作的首要任务。去年下半年以来，以7月的《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》以及《国务院关于促进服务消费高质量发展的意见》为起点，决策层出台了一系列促消费稳增长的政策。去年9月26日的政治局会议以来，促消费在以民生为导向的政策调控框架中，重要性进一步提升。今年的政府工作报告更是直接将“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”置于政府工作报告任务的首位。在今年3月5日的吹风会上，政府工作报告起草组成员、国务院研究室副主任陈昌盛指出今年宏观调控思路方面还有不少创新。比如，打破“消费是慢变量”的常规，把提振消费放在更加突出的位置，强调促消费和扩投资之间要形成互动；首次把稳住楼市股市写进总体要求；强调推动更多资金资源“投资于人”、服务于民生。

3月16日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》（以下简称《方案》），再次重申了促消费的政策决心和思路。作为纲领性文件，亦针对投资者关注的提振消费的力度、抓手和资金来源等问题给出了部分指引，我们认为关键点包括：

- 1) 《方案》涵盖了消费能力、消费供给、消费环境、财政和信贷支持等促消费的各个方面。尤其值得注意的是，《方案》强调了促进居民增收，稳住股市、促进楼市止跌回稳等政策举措，我们认为收入以及财富效应是中期消费企稳改善的关键。此外，《方案》亦提出扩大社会保障支出的做法，具体领域涵盖育儿、教育、养老、医疗等。我们认为，上述举措有利于提升居民的消费倾向，亦是中期消费企稳改善的支撑。
- 2) 除了总量层面的举措外，《方案》亦给出了结构层面的具体抓手。我们认为，值得重点关注的包括：第一，传统服务消费，《方案》明确提出促进特色餐饮等服务消费、扩大文化旅游消费；第二，传统商品消费，《方案》重申加大消费品以旧换新支持力度（3000亿元超长期特别国债，较去年翻倍），家电、汽车、消费电子是重点；第三，新型消费，《方案》中提及的包括IP品牌（潮玩）、冰雪消费（运动装备和服饰）、人工智能+消费（AI终端消费电子、智能驾驶）等。我们在图表1中总结了各项具体措施的利好方向；第四，育儿补贴，理论上能够拉动乳品、母婴用品等的消费需求。
- 3) 《方案》在支持政策方面着墨较多，具体包括加强政策间的协同联动，扩大消费基础设施等投资，运用财政补贴、贷款贴息等财政工具，强化信贷支持（鼓励金融机构在风险可控前提下加大个人消费贷款投放力度等），完善消费配套保障措施（鼓励各级工会将经费用于节日慰问品、职工健身、文化体育等消费领域等）。我们认为，下一阶段，中央和地方层面的政策跟进是关键。投资者对于各地跟进较快的生育补贴等，反应较为积极。

3月23日，中国发展高层论坛2025年年会上，中央财经委员会办公室分管日常工作的副主任、中央农村工作领导小组办公室主任韩文秀表示，我国将综合施策扩大消费，不断形成高质量发展与高品质生活相互促进，相得益彰的局面。其再次强调了政策发力的重点方向，包括：1) 增加城乡居民的收入，优化收入分配结构，提升居民收入在国民收入中的比重；2) 积极发展首发经济、健康经济、冰雪经济、银发经济，把文化旅游业发展成为重要的支柱产业，创造更多高质量的服务消费产品和场景；3) 继续优化消费环境等。

图表1：《提振消费专项行动方案》中的要点概览

主要方面	具体内容	受益行业
总体目标	大力提振消费，全方位扩大国内需求，以增收减负提升消费能力，以高质量供给创造有效需求，以优化消费环境增强消费意愿，针对性解决制约消费的突出矛盾问题	
促进居民增收	促进工资性收入合理增长，健全最低工资标准调整机制；拓宽财产性收入渠道；多措并举稳住股市，进一步丰富适合个人投资者投资的债券相关产品品种；多措并举促进农民增收；扎实解决拖欠账款问题	整体消费
改善环境、清理限制	保障休息休假权益；营造放心消费环境；完善城乡消费设施；有序减少消费限制；持续优化营商环境	整体消费
完善支持	运用财政补贴、贷款贴息等政策工具，突出重点、精准施策；鼓励金融机构在风险可控前提下加大个人消费贷款投放力度，合理设置消费贷款额度、期限、利率；鼓励各级工会将经费用于节日慰问品、职工健身、文化体育等消费领域	整体消费
房地产	持续用力推动房地产市场止跌回稳；适时降低住房公积金贷款利率；扩大住房公积金使用范围	整体消费
保障消费能力	加大生育养育保障力度，研究建立育儿补贴制度；强化教育支撑，扩大学龄人口净流入城镇的教育资源供给；2025年提高城乡居民基础养老金和城乡居民基本医疗保险财政补助标准，适当提高退休人员基本养老金；保障重点群体基本生活	乳品、母婴用品、教育
提质惠民服务消费	优化“一老一小”服务供给；促进生活服务消费，提升餐饮服务品质，支持地方发展特色餐饮；扩大文体旅游消费；推动冰雪消费；发展入境消费	餐饮、运动服饰、OTA、航空、零售
提升消费品质	聚焦商贸、物流、文旅等服务领域，分类制定提升服务品质政策，打造更多中国服务品牌。将中华优秀传统文化融入产品设计，支持开发原创知识产权（IP）品牌，促进动漫、游戏、电竞及其周边衍生品等消费，开拓国货“潮品”国内外增量市场；开展“人工智能+”行动，促进“人工智能+消费”，加速推动自动驾驶、智能穿戴、超高清视频、脑机接口、机器人、增材制造等新技术新产品开发与应用推广，开辟高成长性消费新赛道	潮玩、游戏、消费电子、汽车
升级更新大宗消费	用好超长期特别国债资金，支持地方加力扩围实施消费品以旧换新，推动汽车、家电、家装等大宗耐用消费品绿色化、智能化升级，支持换购合格安全的电动自行车，实施手机、平板、智能手表（手环）3类数码产品购新补贴	家电、汽车、消费电子

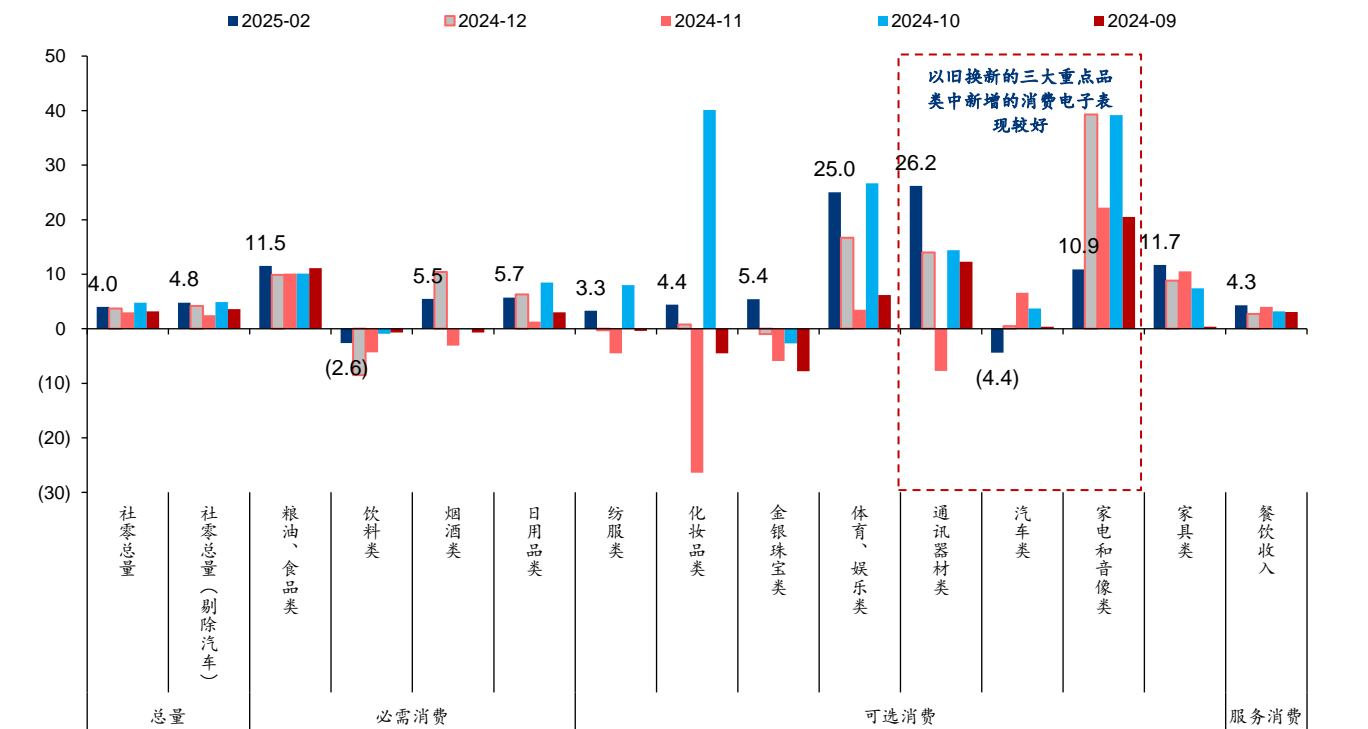
资料来源：中国政府网，华泰研究

基本面：高频数据企稳，中期驱动在于收入和消费倾向的修复

社零等高频数据

从社零数据中，我们观察到了部分品类的消费需求由底部复苏的迹象。尽管社零的趋势性复苏仍然需要数据的进一步验证，但我们在 1-2 月的数据中看到了点状复苏的迹象。整体看，1-2 月的社零增速由 12 月的 3.7% 边际上行至 4%，剔除汽车后的社零增速改善幅度更大。分行业看：1) 从餐饮收入看，服务类消费的复苏更为明显，与春节出行等数据基本匹配；2) 以旧换新中的新增品类表现较好，国补对换新需求的拉动明显，通讯器材同比增速上行超 12pp，汽车、家电社零增速放缓，以汽车为例，主要受价端拖累，量端前瞻数据仍然积极；3) 体育娱乐用品社零同比增速亦明显改善，体现体验式消费的需求进一步改善。

图表2：2025 年 1-2 月社零分项表现



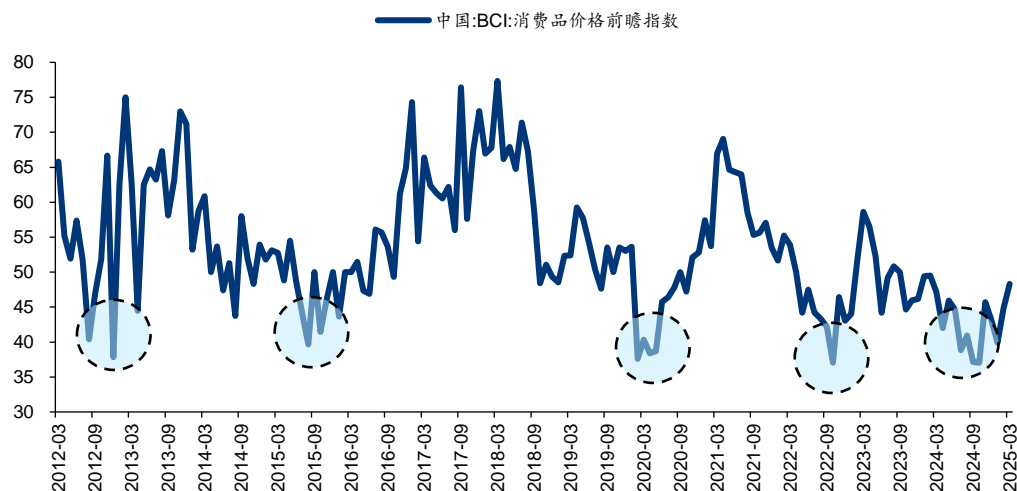
资料来源：Wind，华泰研究

行业高频数据显示潮玩高景气，美妆国货表现优秀。潮玩方面，据久谦数据，2025 年 1-2 月“天猫+京东+抖音”三大平台合计潮玩动漫销售额达同比+36.2%，销售量同比+64.8%，其中盲盒娃娃销售额占比最高(42.2%)/增速最快(+165%)。美妆方面，2025 年 1-2 月，化妆品交易额 Top20 中国货品牌数量有 10 个，其中同比增速超 10% 的国货品牌有 7 个。

一些强假期效应的服务消费在春节的亮眼表现后，节后体现出了更强的韧性。出行消费方面，第一，除夕至初七民航客运量同比增长 4% (vs 2019 年 27%) 基础上，春运下半程，尤其是最后 10 天的航空出行数据延续改善，春运整体民航客运量同比增长 7%。1-2 月，三大航+春秋+吉祥客座率同增 1.7pp 至 83.8%，超过 2019 年同期 0.9pp，但低价促销延续，票价仍然承压。前瞻性的看，中短期供给低增速维持，票价或将见底回升(2025/3/18，华泰交运团队《时刻优化助力，景气有望回升》)。第二，据酒店之家，2025 年 1-11 周(2024/12/30-2025/3/16)，全国酒店的 ADR/OCC/RevPar 降幅同比/环比均有所收敛。餐饮消费方面，据久谦，2025 年 1~2 月餐饮动销边际改善，肯德基 1-2 月同店的店均日销 2.6 万元/同比+2.5%，海底捞同店月均翻台率自 2024 年 12 月以来保持在 4.6 次及以上。

部分品类的价格也有企稳迹象，甚至出现了提价。我们观察到的点状积极信号包括：1) 餐饮方面，康师傅及统一相继提价；2) 餐饮方面，KFC、蜜雪冰城等龙头提价，同时，海底捞等的促销力度更克制，行业内价格战有好转迹象；3) 宠物食品为代表的新消费，1-2月线上GMV及ASP同比均有所改善；4) 部分家电品类，如小家电，1-2月线上、线下销售均价取得同比不同程度的正增长。尽管部分提价主要由成本上升引发，但仍可视作积极信号。与之对应的是，长江商学院基于企业调研问卷统计的BCI消费品价格前瞻指数自2024年10月触底（且底部水位与历史周期底部相当）后回升，对应企业对于未来消费品价格变动的预期开始转好。

图表3：基于企业调研的消费品价格前瞻指数自24Q4以来触底回升

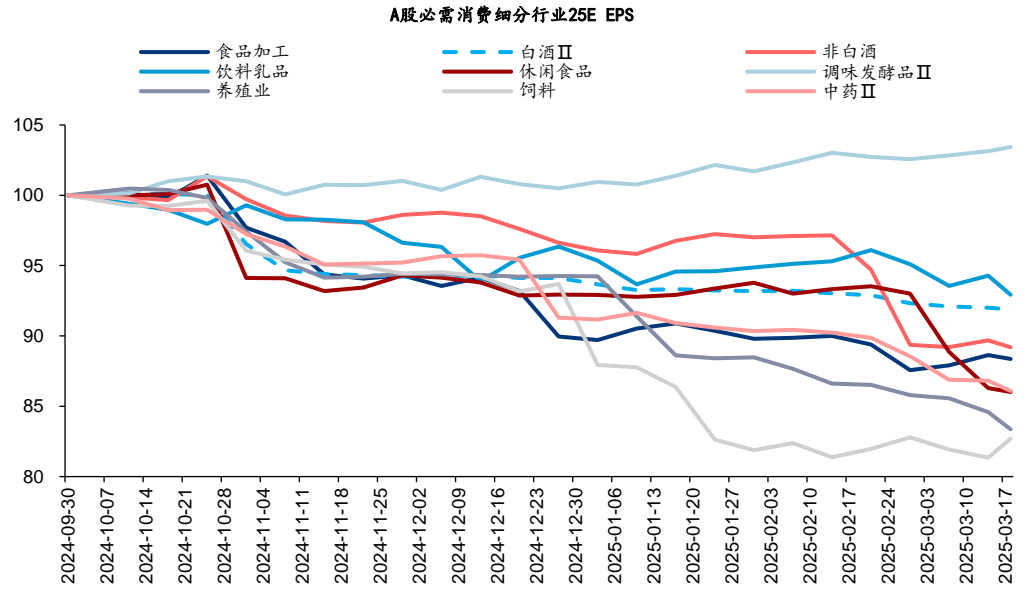


资料来源：Wind，华泰研究

消费板块的盈利预期

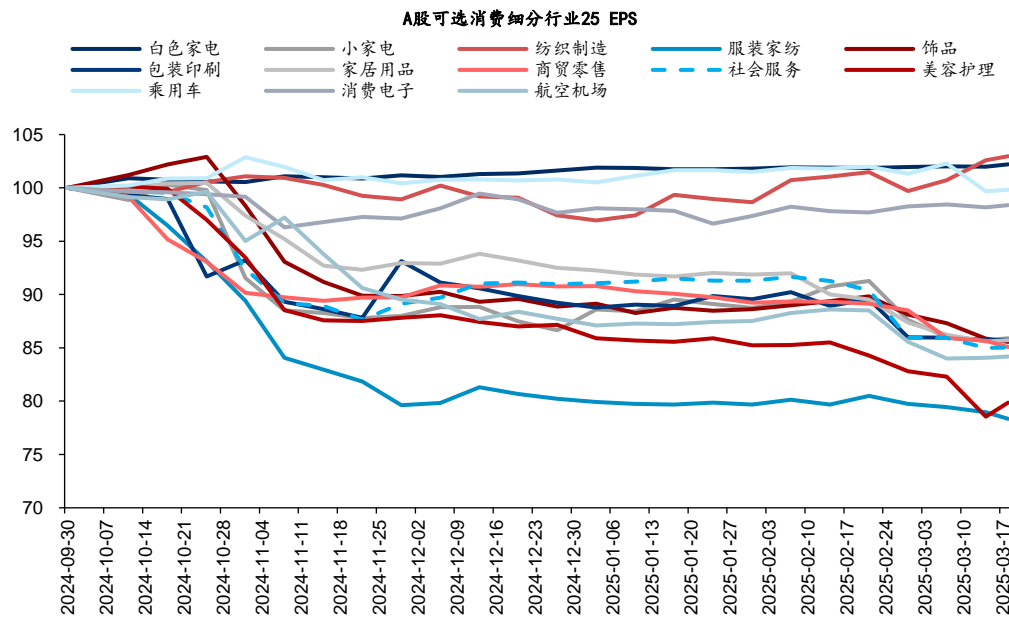
从消费板块各细分行业的25E盈利预期（A股使用Wind一致预期，境外中资股使用彭博一致预期）中，我们发现，部分细分行业体现出了一定的景气韧性优势。

具体看，对于A股，必需消费方面，**调味发酵品** 25E EPS韧性优势明显，年初至今（2025年1月3日至2025年3月21日），25E EPS上修2.5%，在所有申万二级行业中排名居前。此外，食品加工、白酒、饮料乳品在相同区间内的盈利预期下修幅度相对较小，亦体现一定的景气韧性。可选消费方面，**纺织制造**年初至今（2025年1月3日至2025年3月21日）25E EPS上修6.2%，在所有申万二级行业中排名居前。此外，受以旧换新国补政策拉动的**白电、消费电子**等的景气韧性强于A股整体。

图表4：A股必需消费细分行业 25E EPS


注：数据截至 2025/3/21

资料来源：Wind，华泰研究

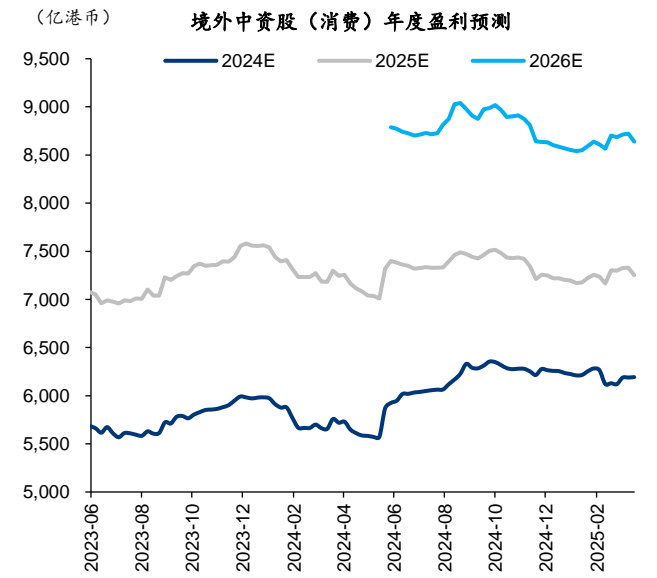
图表5：A股可选消费细分行业 25E EPS


注：数据截至 2025/3/21

资料来源：Wind，华泰研究

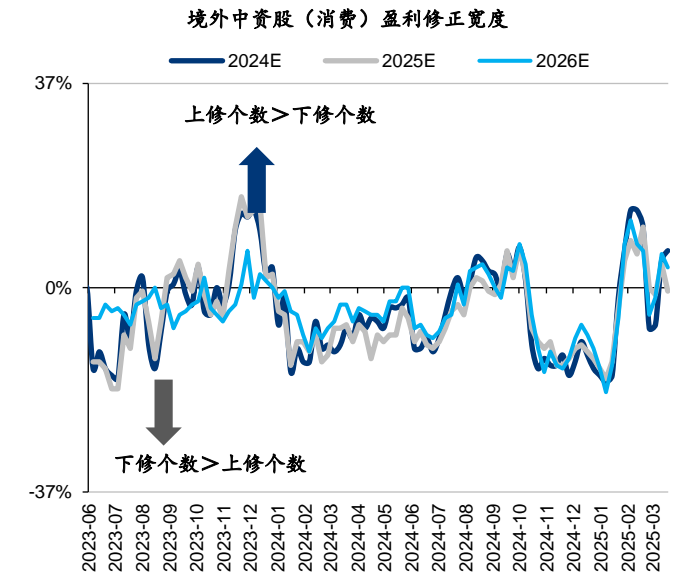
对于港股，以 MSCI 中国中的相关标的，基于 GICS 行业分类，自下而上统计，年初至 3 月 21 日，可选品的 2025E 盈利预上修幅度居前，其中汽车与汽车零部件板块上修 4.4%，吉利、蔚来、比亚迪等成分盈利均有明显上修，**可选零售**上修 2.1%，泡泡玛特、京东等盈利上修幅度靠前。**耐用消费品与服装**(-0.4%)，**家庭及个人用品**(-0.9%)，**消费者服务**(-1.4%) 2025E 盈利预期亦基本企稳。

图6：消费板块整体盈利预期较1月有所上修



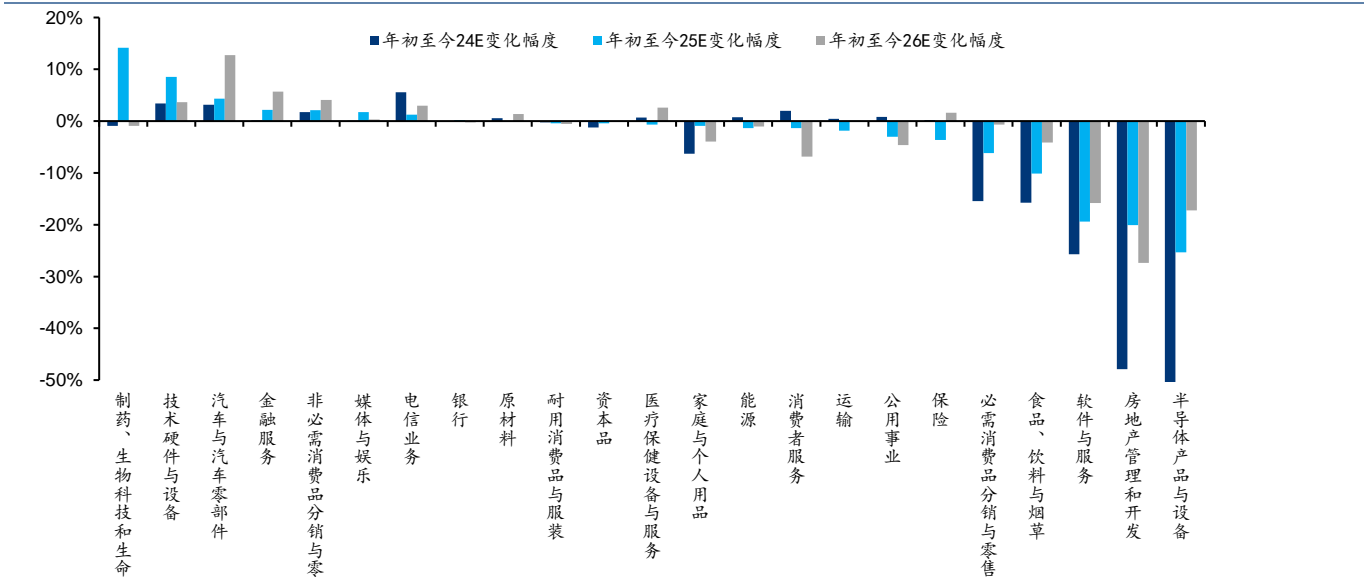
资料来源：Bloomberg，华泰研究

图7：盈利修正宽度近期有所提升



资料来源：Bloomberg，华泰研究

图8：从2025E盈利预期年初至今的调整情况看，汽车、可选零售上修幅度居前



注：数据截至2025/3/21

资料来源：Bloomberg，华泰研究

中期消费改善的动能正在蓄势

我们认为，中期视角下，消费需求是收入预期与消费倾向的函数，就业、收入、社保、地产与股市（财富效应）是影响消费需求的重要变量，我们同样观察到了一些积极的信号，如果下述积极信号能够持续，那么消费复苏的能见度将更高，消费板块的投资大概率随之进入右侧。

收入和就业方面，我们首先在就业端观察到了积极信号，收入端目前更多体现在政策预期层面。第一，从BCI企业招工前瞻指数看，该指标2024年9月基本触底，去年Q4以来，企业家对企业未来半年招聘活动的预期初步回暖，后续仍待进一步巩固。第二，从PMI从业人员分项看，就业复苏节奏与BCI企业招工前瞻指数相近。结构上，2025年2月，除建筑业外，制造业、服务业的从业人员环比改善延续。收入端，促进城乡居民增收，尤其是工资性收入合理增长置于《提振消费专项行动方案》中的高置位，体现政策决心，更重要的是就业和企业盈利的改善，与收入形成正循环。

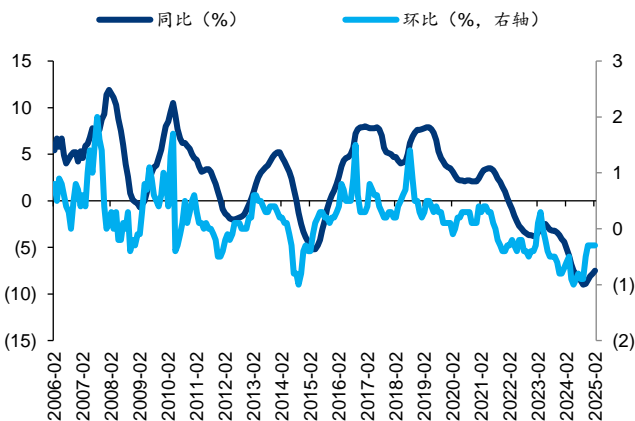
图表9：BCI 企业招工前瞻指数由企稳迹象


注：数据截至 2025/3/21

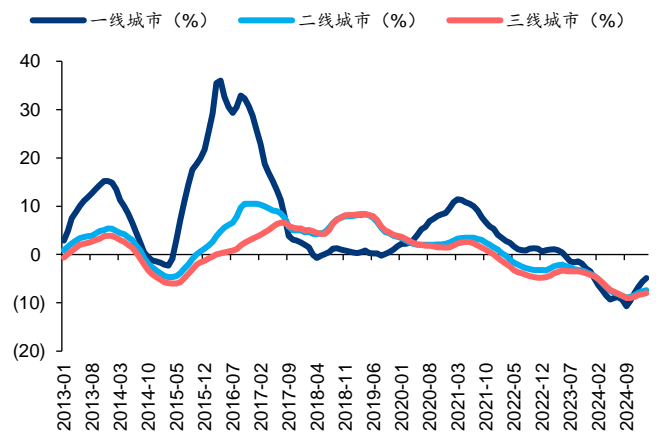
资料来源：Wind，华泰研究

社会保障支出方面，我们观察到的积极信号是，部分省份积极增加育儿补贴等社会保障支出，这意味着居民用于社会保障支出的储蓄或可适度降低，边际消费倾向或随之提升。

财富效应方面，我们观察到房地产市场出现了一些积极的信号，地产周期对消费拖累最大的阶段可能已经过去。我们认为，地产周期下行对居民消费的拖累主要体现在两个层面，第一，居民提前还贷挤出消费；第二，房价下行，财富效应减弱，制约居民消费倾向。对于前者，2024 年 9 月的存量房贷利率下调政策基本解决了存量房贷利率与新增房贷利率倒挂的问题。对于后者，1-2 月，70 城二手房价格指数同比-7.5%，降幅较 1 月收窄 0.3pp，环比-0.3%，降幅较 1 月持平，其中一线城市二手房价格指数同比分别-4.9%，较 1 月收窄 0.7pp，环比则基本持平。若（一线城市）二手房价企稳的信号能够持续，那么财富效应的恢复将提升消费复苏的能见度。此外，华泰宏观团队对地产市场分化中的积极信号及宏观涵义有更多探讨，具体参见 2025/3/24 《中国地产：分化中的积极信号及其宏观涵义》。

图表10：70 城二手住宅价格指数环比


资料来源：国家统计局，华泰研究

图表11：70 城二手住宅价格指数同比—分城市能级


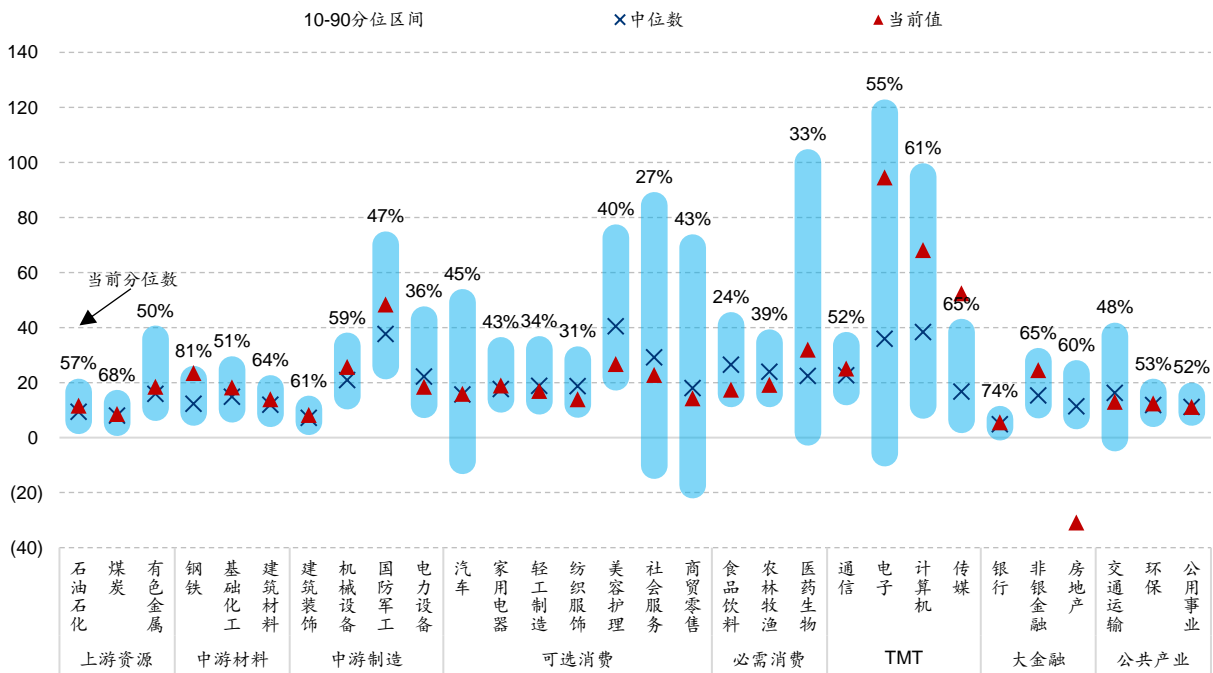
资料来源：国家统计局，华泰研究

估值：部分消费当前估值性价比较高

哪些消费细分方向的估值性价比相对高？我们从三个维度评估：前向估值的分位数、海外龙头与国内龙头的 PEG 对比以及行业间 PEG 的横向比较。考虑到部分特色的消费品类，尤其是服务性消费仅在港股上市，A 股和港股间的差异较大，行业间 PEG 的比较，我们区分 A 股和港股分别进行。

从中国资产分行业的前向 12 个月 P/E 近 5 年分位数（下称近 5 年估值分位数）看，消费板块的是全行业中的相对估值洼地，各个消费行业的近 5 年估值分位数均在历史中位数以下，其中食品饮料、社会服务（酒店、餐饮、旅游等）在 30% 分位数以下，估值调整的幅度相对更大。

图表12：中国资产分行业 Forward 12M P/E 近五年运行区间及其分位数

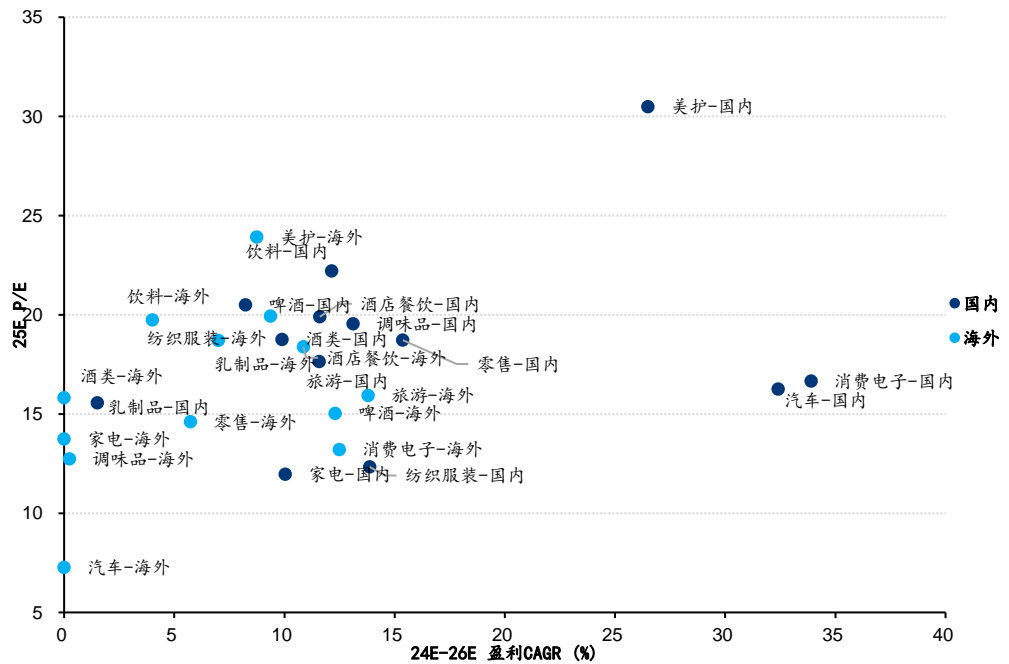


注：基于 MSCI 中国及中证 A500 成份股自下而上测算

资料来源：Bloomberg, Wind, 华泰研究

从海外龙头与国内龙头的 PEG 比较看，国内调味品、零售、家电、纺服、消费电子、美妆、饮料均较对应的海外龙头有一定的折价。上述品类对于海外投资者而言，可能具备一定的吸引力。

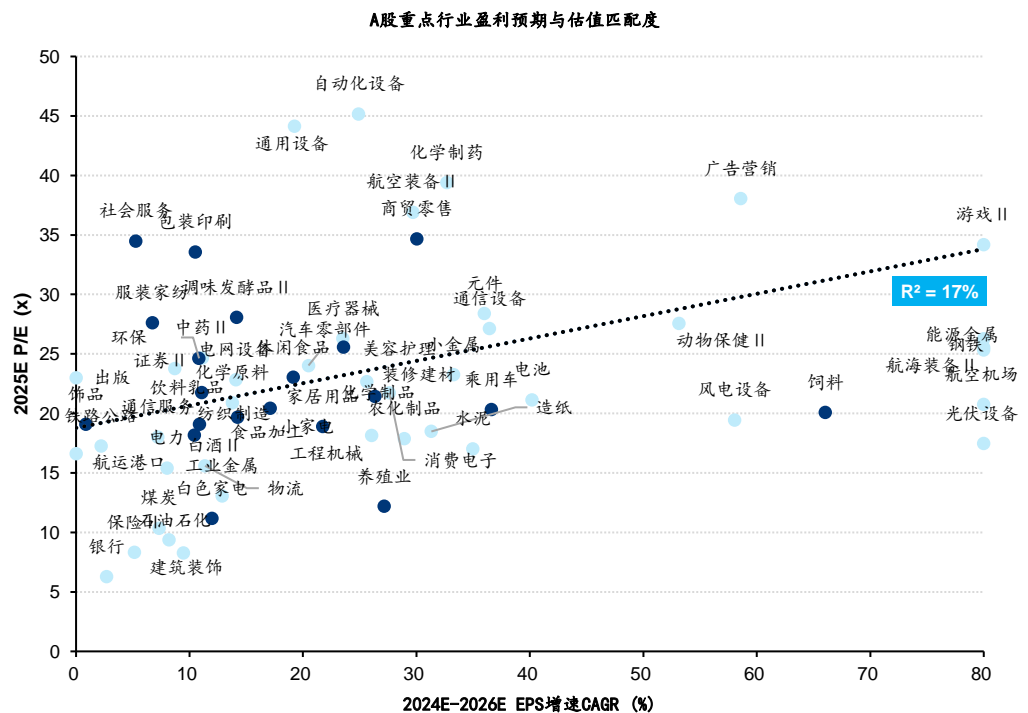
图表13：消费各细分品类海外龙头与国内龙头的 PEG 比较



注：基于对应行业样本的中位数统计；数据截至 2025 年 3 月 22 日
资料来源：Wind, 华泰研究

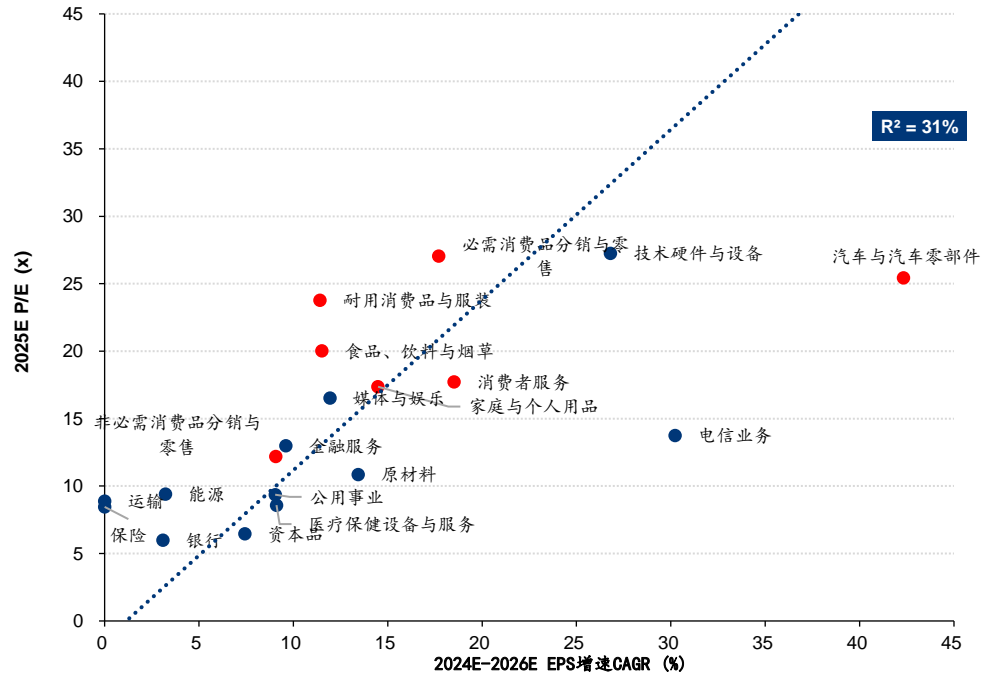
从消费品细分行业与其他重点行业的 PEG 比较看，A 股方面，航空机场（文旅出行）、乘用车、消费电子、家居用品、白色家电等 PEG 不足 1，美容护理的 PEG 亦在全行业中位数以下。港股方面，汽车、消费者服务（主要是酒店和餐饮）等 PEG 不足 1，家庭与个人用品（基本对应化妆品及个护用品）、可选零售的 PEG 亦相对低。

图表14：A 股重点行业盈利预期与估值匹配度



注：基于申万行业分类；数据截至 2025 年 3 月 21 日
资料来源：Wind, 华泰研究

图表15：港股重点行业盈利预期与估值匹配度

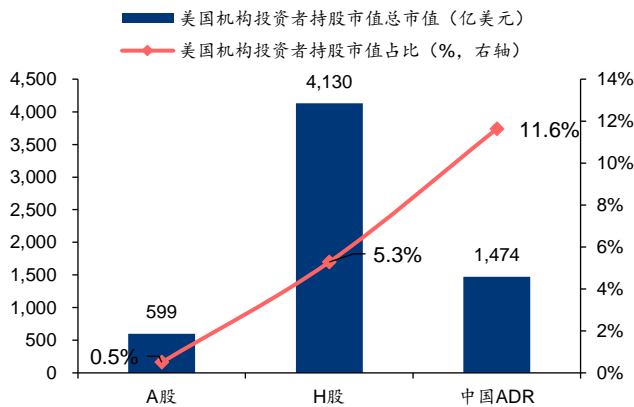


注：基于 GICS 行业分类；数据截至 2025 年 3 月 21 日
资料来源：Wind，华泰研究

资金：部分消费品的中期外资及增配空间较大

在前述政策、基本面、估值性价比比较的基础上，中期视角，我们进一步评估不同行业机构筹码压力，机构筹码出清程度高可作为行业筛选时的加分项。我们主要考虑两类资金——外资（若中国宏观基本面复苏信号进一步增多，可能继续加仓中国资产，或以港股为主，消费是其偏好板块）以及公募（若中国宏观基本面复苏信号进一步明确，可能向消费等顺周期板块调仓）。

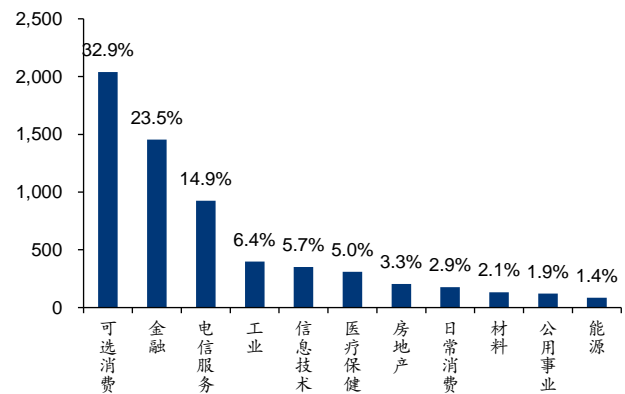
图表16：以美国投资者为例，港股是配置中国资产的主要渠道



注：具体统计样本包括：中证800成份股、恒生综合指数成份股、纳斯达克中国金龙指数成份股以及全球前20大头部资管机构持有的A股、港股及中国ADR；数据截至2025年2月28日

资料来源：FactSet, Bloomberg, 华泰研究

图表17：以美国投资者为例，可选消费是其第一大重仓行业



注：具体统计样本包括：中证800成份股、恒生综合指数成份股、纳斯达克中国金龙指数成份股以及全球前20大头部资管机构持有的A股、港股及中国ADR；数据截至2025年2月28日

资料来源：FactSet, Bloomberg, 华泰研究

首先考虑外资，前述高性价比行业中，其在航空、家居用品、社服、零售、白电等行业上的增配空间较大。我们以陆股通资金在A股各行业上的仓位和配置系数（行业仓位/行业流通市值占比）表征外资配置中国资产的情况，截至4Q24，前述PEG高性价比的行业中，外资仓位及配置系数均位于2Q16以来30%分位数以下的包括航空机场、家居用品、社服、零售，增配空间较大。白电外资仓位及配置系数均位于2Q16以来中位数以下，增配空间尚可。

以近似的方式进一步考虑公募的持仓情况，值得注意的是其在航空、白电等行业上的仓位和配置系数已处于2Q16来的相对高位。美护则较为特殊，外资仓位及配置系数已处于2Q16以来的相对高位，但公募的仓位及配置系数仍处于同区间相对低位。

图表18: 各消费相关申万行业陆股通配置系数

超配情况	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	16Q2至今分位数	趋势
必需消费											
食品加工	1.0	1.0	1.1	1.2	1.1	1.0	0.8	0.7	0.7	19%	
白酒II	1.5	1.7	1.7	1.7	1.8	1.8	1.7	1.7	1.7	28%	
非白酒	1.1	1.2	0.9	1.0	0.9	0.8	0.8	0.9	1.0	72%	
饮料乳品	3.0	2.7	2.7	2.5	2.5	2.6	2.0	2.1	2.5	17%	
休闲食品	1.4	1.4	1.4	1.2	1.2	1.1	1.0	0.7	0.5	33%	
调味发酵品II	1.9	1.8	1.6	1.2	1.2	1.1	1.0	1.1	1.2	17%	
养殖业	0.9	0.8	0.8	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9	64%	
饲料	1.1	1.0	1.1	1.2	1.4	1.3	1.4	1.3	1.4	92%	
中药II	0.7	0.7	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	42%	
可选消费											
白色家电	4.6	4.3	4.5	4.8	5.0	5.0	4.6	4.1	4.4	36%	
小家电	1.1	0.9	1.0	1.1	1.3	1.5	1.7	1.3	0.9	17%	
纺织制造	0.2	0.3	0.2	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	81%	
服装家纺	0.3	0.3	0.4	0.6	0.7	0.7	0.7	0.5	0.5	78%	
饰品	0.3	0.5	0.5	0.6	0.7	0.5	0.6	0.4	0.4	78%	
包装印刷	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5	0.4	0.6	0.6	0.6	81%	
家居用品	1.0	0.8	0.7	0.9	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5	14%	
商贸零售	1.4	1.3	0.9	0.9	0.8	0.8	0.6	0.6	0.5	8%	
社会服务	0.8	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6	0.5	0.6	0.7	33%	
美容护理	1.8	2.0	2.1	1.8	1.8	1.4	1.9	1.7	1.3	58%	
乘用车	0.8	0.9	1.0	1.2	1.2	1.2	1.1	1.2	1.3	81%	
消费电子	1.0	0.9	1.0	1.0	1.2	1.1	1.3	1.3	1.1	58%	
航空机场	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9	0.8	0.9	1.0	22%	

资料来源: Bloomberg, Wind, 华泰研究

图表19: 各消费相关申万行业陆股通仓位

仓位	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	16Q2至今分位数	趋势
必需消费											
食品加工	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	14%	
白酒II	10.0%	10.5%	9.4%	10.0%	10.0%	10.2%	8.4%	8.6%	7.2%	3%	
非白酒	0.5%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	56%	
饮料乳品	1.6%	1.3%	1.3%	1.2%	1.2%	1.3%	1.1%	1.2%	1.5%	33%	
休闲食品	0.4%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	33%	
调味发酵品II	1.5%	1.3%	0.9%	0.6%	0.6%	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%	17%	
养殖业	0.6%	0.5%	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%	0.5%	0.4%	36%	
饲料	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	86%	
中药II	1.0%	1.0%	1.1%	1.3%	1.2%	1.1%	1.0%	1.0%	0.9%	11%	
可选消费											
白色家电	5.1%	4.5%	5.1%	5.4%	5.4%	6.4%	6.2%	5.7%	5.7%	42%	
小家电	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%	0.2%	14%	
纺织制造	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	81%	
服装家纺	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	53%	
饰品	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	75%	
包装印刷	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	69%	
家居用品	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	14%	
商贸零售	2.3%	1.9%	1.1%	1.1%	0.9%	0.9%	0.5%	0.6%	0.6%	8%	
社会服务	0.6%	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.2%	0.3%	0.4%	17%	
美容护理	0.8%	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%	0.4%	58%	
乘用车	1.1%	1.1%	1.2%	1.5%	1.6%	1.6%	1.6%	1.7%	1.9%	75%	
消费电子	1.5%	1.6%	2.0%	1.9%	2.4%	2.3%	3.1%	2.8%	2.4%	86%	
航空机场	0.9%	0.8%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%	23%	

资料来源: Bloomberg, Wind, 华泰研究

图表20：各消费相关申万行业公募配置系数

超配情况	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	16Q2至今分位数	趋势
必需消费											
食品加工	1.1	1.3	1.4	1.2	1.4	1.0	0.8	0.8	0.6	6%	
白酒II	2.0	2.2	2.0	2.2	2.0	2.1	1.7	1.6	1.6	11%	
非白酒	2.3	2.3	2.0	1.6	1.4	1.4	1.0	1.0	1.9	81%	
饮料乳品	1.0	0.9	0.9	0.5	0.7	0.7	0.5	0.5	0.9	22%	
休闲食品	1.0	1.0	1.0	1.1	1.2	1.3	0.7	0.9	1.4	97%	
调味发酵品II	0.3	0.2	0.3	0.4	0.4	0.3	0.2	0.2	0.3	28%	
养殖业	0.8	0.9	1.1	1.0	1.9	2.0	2.0	1.5	0.9	44%	
饲料	2.4	2.1	1.7	1.9	2.3	2.3	2.6	2.3	2.7	81%	
中药II	0.7	1.1	1.4	1.2	1.0	1.0	1.2	0.9	1.0	61%	
可选消费											
白色家电	0.8	0.9	1.4	1.5	1.6	2.3	2.7	3.1	3.4	97%	
小家电	0.5	0.7	0.7	1.2	1.2	1.3	1.6	1.5	1.0	28%	
纺织制造	0.3	0.3	0.5	0.7	0.8	0.9	0.7	0.9	1.0	94%	
服装家纺	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9	0.7	0.6	0.5	67%	
饰品	0.3	0.6	0.7	0.6	0.7	1.0	0.3	0.2	0.4	25%	
包装印刷	0.3	0.2	0.2	0.2	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	47%	
家居用品	1.0	0.7	0.6	0.7	0.7	1.1	0.9	0.9	1.0	58%	
商贸零售	1.0	0.7	0.5	0.6	0.4	0.6	0.4	0.4	0.5	25%	
社会服务	1.5	1.5	1.2	1.2	1.1	0.9	0.8	0.7	0.7	3%	
美容护理	2.0	1.9	1.5	1.2	0.9	1.0	0.8	0.6	0.6	19%	
乘用车	1.1	0.7	0.9	0.9	0.8	0.8	1.0	1.2	1.1	92%	
消费电子	0.8	0.7	1.1	1.2	1.5	1.3	1.8	1.9	1.9	61%	
航空机场	1.5	1.5	1.2	1.2	1.2	1.3	1.1	1.0	1.3	78%	

资料来源：Bloomberg, Wind, 华泰研究

图表21：各消费相关申万行业公募仓位

仓位	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	16Q2至今分位数	趋势
必需消费											
食品加工	0.4%	0.5%	0.5%	0.4%	0.5%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	6%	
白酒II	13.2%	14.1%	10.9%	12.9%	11.5%	11.7%	8.6%	8.0%	6.8%	17%	
非白酒	0.9%	0.9%	0.7%	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.5%	64%	
饮料乳品	0.5%	0.4%	0.4%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.6%	25%	
休闲食品	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.3%	94%	
调味发酵品II	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	17%	
养殖业	0.6%	0.6%	0.7%	0.6%	1.3%	1.3%	1.3%	0.9%	0.5%	31%	
饲料	0.7%	0.6%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%	0.5%	0.6%	64%	
中药II	1.1%	1.6%	2.2%	1.7%	1.5%	1.4%	1.5%	1.1%	1.1%	47%	
可选消费											
白色家电	0.8%	1.0%	1.6%	1.7%	1.7%	2.9%	3.7%	4.3%	4.5%	75%	
小家电	0.2%	0.2%	0.2%	0.4%	0.3%	0.4%	0.5%	0.4%	0.3%	31%	
纺织制造	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	89%	
服装家纺	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	44%	
饰品	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	22%	
包装印刷	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	36%	
家居用品	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%	0.5%	58%	
商贸零售	1.7%	1.1%	0.6%	0.7%	0.5%	0.6%	0.4%	0.4%	0.6%	25%	
社会服务	1.0%	0.9%	0.7%	0.7%	0.6%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	3%	
美容护理	0.9%	0.7%	0.5%	0.4%	0.3%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	31%	
乘用车	1.4%	0.9%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.5%	1.7%	1.7%	94%	
消费电子	1.3%	1.1%	2.2%	2.4%	2.9%	2.7%	4.2%	4.0%	4.1%	83%	
航空机场	1.2%	1.2%	0.9%	0.9%	0.8%	0.9%	0.8%	0.7%	0.9%	78%	

资料来源：Bloomberg, Wind, 华泰研究



风险提示

- 1) **国内基本面复苏持续性不及预期：**我们认为中国宏观基本面的企稳复苏是消费作为顺周期品种能够取得超额收益的关键，目前我们观察到了复苏的一些积极信号，但若基本面复苏未能如期持续，则消费板块面临负面影响；
- 2) **促消费政策推进不及预期：**我们认为促消费政策，尤其是居民增收、社会保障增支相关的举措对消费板块基本面和超额收益环境的改善有积极作用，若后续相关政策推进不及预期，则消费板块面临负面影响。

免责声明

分析师声明

本人，何康、孙瀚文，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师何康、孙瀚文本及及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所述分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司