

# 恒生消费 ETF (159699) 投

## 基金分析专题报告

证券研究报告

## 资价值分析

国金金融产品研究

 分析师：于婧（执业 S1130519020003）  
 yujing@gjzq.com.cn

 分析师：王子薇（执业 S1130524010001）  
 wangziw@gjzq.com.cn

 分析师：张剑辉（执业 S1130519100003）  
 zhangjh@gjzq.com.cn

## 深挖港股消费潜力，把握市场复苏机遇

广发恒生消费交易型开放式指数证券投资基金（代码 159699.OF）采用指数化投资策略，紧密跟踪恒生消费指数，追求跟踪偏离度和跟踪误差的最小化，其风险收益特征与标的指数所表征的市场组合的风险收益特征相似。基金经理刘杰先生，超过 20 年证券、基金行业从业经历，自 2014 年 4 月 1 日起管理公募指数基金，擅长宽基指数、行业指数与主题指数等，目前管理在管产品 18 只，管理规模超 700 亿元，具备丰富的研究和投资经验。

### 港股消费行业投资价值分析

港股消费蕴含了众多国潮、互联网消费平台、服务消费等在内的新消费领域的稀缺资产，填补了 A 股的结构空白，在盈利修复过程中具备较高弹性空间，部分龙头公司凭借对市场趋势的精准把握和产品创新打开增量空间，全球市场份额稳步提高，凸显长期配置价值。政策端整体呈现短期刺激叠加长效机制的现状特征，政策力度与覆盖范围均显著超越前两年，港股消费板块在政策不断加码和流动性宽松的环境下仍具备超额收益的空间。与此同时，2024 年以来南向资金大幅流入港股市场，金融、非必需性消费及资讯科技行业最受青睐，内外资共同看好港股市场，其中消费行业在全球利率水平整体下行的背景下高股息优势凸显。总体来看，港股市场具备良好的投资价值，港股消费板块更是值得重点关注的领域之一。

### 恒生消费指数投资价值分析

全面覆盖消费赛道，把握衣食住行复苏。截止 2025 年 3 月 17 日，恒生消费指数成分股主要分布在六个恒生二级行业板块，分别是食品饮料、家庭电器及用品、纺织及服饰、旅游及休闲设施、专业零售、消费者主要零售商。食品饮料市值占比最高（28.31%），家庭电器及用品市值占比其次（23.73%）。三级行业方面，恒生消费指数涵盖 21 个恒生三级行业，覆盖衣食住行等日常生活消费，以及盲盒、文旅等新兴消费领域，全面把握消费复苏的机遇。

中大市值龙头为主，不乏中小盘标的。截止 2025 年 3 月 17 日，指数 50 只成分股平均总市值 879.27 亿元，中大盘风格显著。从市值分布来看，龙头个股权重较高，中小市值个股权重相对较低。指数前十大成分股权重合计为 58.30%，涵盖了 4 个恒生二级行业，重仓股消费属性极高，覆盖衣食住行，汇聚了各细分行业龙头，如餐饮龙头百盛，服装龙头安踏，旅游龙头携程，食品饮料龙头农夫山泉、蒙牛等，以及新兴消费代表的泡泡玛特。

估值历史低位孕育修复空间，胜率与赔率兼具。截止至 2025 年 3 月 17 日，恒生消费指数的 PE（TTM）为 18.46 倍，位于指数发布以来的 34.56%分位，处于历史低位，性价比较好，估值修复空间大，显示出较高的投资价值。从各个年份的收益率表现来看，恒生消费指数在 2010 年、2013 年、2017 年和 2020 年从底部开启反弹趋势的年份里，相对恒生指数、上证指数均实现显著的正向超额。当前恒生消费指数处于历史底部区间，有望实现较大幅度的反弹。

与港股通消费指数比较，消费含量更“纯粹”。从恒生一级行业来看，在非必需性消费领域，恒生消费指数占比 70.37%，港股通消费指数为 65.13%，二者均高度重视该板块。从更细分的恒生二级行业来看，恒生消费指数更侧重于食品饮料、家庭电器及用品、纺织及服饰、旅游及休闲设施等大众化的传统消费行业，其消费属性更“纯粹”；而港股通消费指数则偏重于专业零售、软件服务、汽车、资讯科技器材等新型消费及科技领域。

与中证主要消费指数比较，行业配置更多元。从申万三级行业分布来看，中证主要消费指数白酒Ⅲ行业占比达 41.2%，为其核心构成，行业配置高度集中。恒生消费指数则在顺周期属性较强的白酒行业含量极低，通过兼顾各大消费行业，有效分散风险，避免受到单一行业波动影响。

### 风险提示

海外降息进程不及预期、国内政策及经济复苏不及预期等带来的股票市场大幅波动风险。

基金相关信息及数据仅作为研究使用，不作为募集材料或者宣传材料。本文涉及所有基金历史业绩均不代表未来表现。

## 内容目录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 一、政策红利驱动消费复苏，资金流入提升港股消费板块配置价值..... | 4  |
| 行业基本面结构优化与韧性增长并存，细分领域亮点纷呈.....     | 4  |
| 政策工具箱持续发力，短期刺激和长效机制多维支撑消费复苏.....   | 4  |
| 内外资共振流动性改善，港股消费配置需求提升.....         | 5  |
| 二、恒生消费指数投资价值分析.....                | 6  |
| 全面覆盖消费赛道，把握衣食住行复苏.....             | 6  |
| 中大市值龙头为主，不乏中小盘标的.....              | 7  |
| 估值历史低位孕育修复空间，胜率与赔率兼具.....          | 8  |
| 具备高弹性优势，触底反弹可期.....                | 8  |
| 与港股通消费指数比较，消费含量更“纯粹”.....          | 9  |
| 与中证主要消费指数比较，行业配置更多元.....           | 9  |
| 三、广发恒生消费 ETF 基金及基金经理介绍.....        | 9  |
| 风险提示.....                          | 10 |

## 图表目录

|                                         |   |
|-----------------------------------------|---|
| 图表 1： 港股行业市值分布（截至 2025/3/17）.....       | 4 |
| 图表 2： 港股消费细分行业市值分布（截至 2025/3/17）.....   | 4 |
| 图表 3： 2023 年以来中央重要会议及促消费政策核心内容.....     | 4 |
| 图表 4： 2022 年以来社零及部分行业零售额同比增速（%）.....    | 5 |
| 图表 5： 2022 年以来乘用车月度销量（万辆）.....          | 5 |
| 图表 6： 南向资金月度净流入情况（截至 2025/2/28）.....    | 6 |
| 图表 7： 港股通行业资金流向（截至 2025/2/28）.....      | 6 |
| 图表 8： 恒生消费指数编制规则.....                   | 6 |
| 图表 9： 指数恒生二级行业分布（截至 2025/3/17）.....     | 7 |
| 图表 10： 指数恒生三级行业分布（截至 2025/3/17）.....    | 7 |
| 图表 11： 指数成分股市值分布（截至 2025/3/17）.....     | 7 |
| 图表 12： 指数成分股市值集中度（截至 2025/3/17）.....    | 7 |
| 图表 13： 指数前 10 大成分股信息（截至 2025/3/17）..... | 8 |
| 图表 14： 指数估值水平（截至 2025/3/17）.....        | 8 |
| 图表 15： 港股消费细分行业估值（截至 2025/3/17）.....    | 8 |
| 图表 16： 指数基日以来累计收益率（截至 2025/3/17）.....   | 8 |

|                                                       |    |
|-------------------------------------------------------|----|
| 图表 17: 指数各年度收益率水平 (截至 2025/3/17) .....                | 8  |
| 图表 18: 恒生消费与港股通消费指数恒生一级行业对比 (截至 2025/3/17) .....      | 9  |
| 图表 19: 恒生消费与港股通消费指数恒生二级行业对比 (截至 2025/3/17) .....      | 9  |
| 图表 20: 恒生消费与中证主要消费指数申万一级行业对比 (截至 (截至 2025/3/17) ..... | 9  |
| 图表 21: 中证主要消费指数申万三级行业分布 (截至 2025/3/17) .....          | 9  |
| 图表 22: 广发恒生消费 ETF 基金基本信息 .....                        | 10 |

## 一、政策红利驱动消费复苏，资金流入提升港股消费板块配置价值

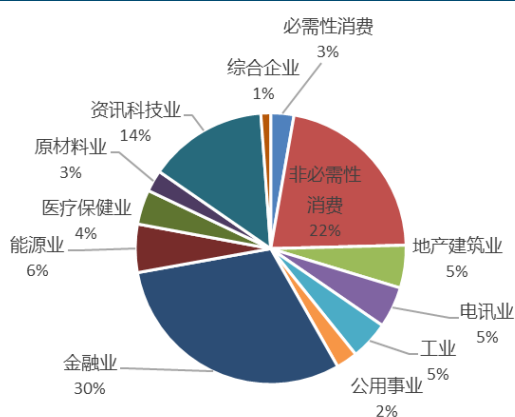
港股市场作为连接中国内地与国际市场的重要桥梁，在全球经济格局不断演变的背景下其投资机遇备受关注。其中，消费行业不仅是经济增长的重要驱动力，还能在不同经济周期展现出独特的稳定性与韧性。随着疫后线下服务场景的修复以及经济刺激措施的逐步落地，众多港股消费企业展现出积极的增长态势，港股消费行业进入政策催化与业绩验证驱动的修复通道，叠加 2021 年以来港股估值充分调整，目前仍处历史相对低位水平，长期来看投资性价比较为显著。

### 行业基本面结构优化与韧性增长并存，细分领域亮点纷呈

从行业结构来看，港股消费与 A 股存在显著的结构性差异，其核心特征在于可选消费占据主导地位。截至 2025 年 3 月 17 日，港股非必须性消费行业市值为 12.33 亿元人民币，占港股总市值的比例约 22%，细分行业中市值占比较高的专业零售、汽车、旅游及休闲设施、纺织及服饰均属于可选消费品类，与 A 股消费板块更多依赖食品饮料、家电等必选消费呈现出较大差异。

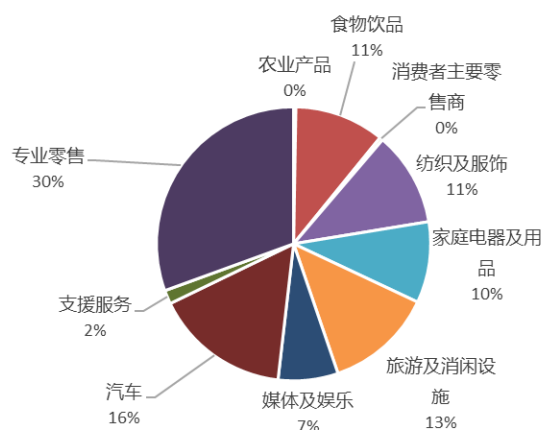
这一结构性特征使得港股消费行业具有双轮驱动的复苏路径，一方面公共卫生事件之后线下服务场景逐渐修复，头部餐企翻台率相比过去几年显著回升、在线旅游的机票预定量和酒店预订量激增带动股价上行，另一方面新兴消费服务也将充分受益于消费升级趋势下的新业态渗透，港股的国潮品牌和体验式消费在对接全球消费市场、吸引国内外消费者方面具有先天优势，近年来泡泡马特、名创优品等国潮消费龙头的海外业务增速引人注目，国际竞争力和市占率有望进一步提高。另外，尽管港股必选消费权重较低，但细分领域仍存亮点，线下消费场景消费恢复拉动啤酒行业营收增速回升，乳制品龙头在国内经济尚处疲软的阶段展现出较高的需求韧性，其相对成熟的竞争格局和稳定的现金流带来高股息防御属性。

图表1：港股行业市值分布（截至 2025/3/17）



来源：Wind，国金证券研究所

图表2：港股消费细分行业市值分布（截至 2025/3/17）



来源：Wind，国金证券研究所

### 政策工具箱持续发力，短期刺激和长效机制多维支撑消费复苏

近年来国家层面出台的一系列政策为港股消费行业发展注入强大动力。消费政策从 2023 年的“恢复和扩大”逐步升级为 2024 年经济工作的首要任务，2024 年中央经济工作会议首次将促消费置于九大任务之首，推出大规模设备更新和消费品以旧换新的“两新”政策，并逐步扩容至家居、3C 产品等领域，补贴撬动万亿消费市场，同时配套财政金融支持方案，降低存量房贷利率政策直接增加了居民可支配收入，有效提升了居民的消费能力，对餐饮、旅游、零售等消费行业产生了直接的提振作用，使得居民将更多流动资金用于日常消费和休闲娱乐，从而推动相关行业的市场需求增长。

2025 年政府工作报告将“提振消费”列为首要任务，提出“促消费与惠民生”结合，强调促进中低收入群体增收、提升消费结构、培育新型消费业态、完善生育支持政策体系，另外，消费券发放规模较 2024 年扩大 30%，重点覆盖家电、汽车、文旅三大领域，进一步强化市场信心，从根本上为消费行业的长期发展奠定了坚实基础。

图表3：2023 年以来中央重要会议及促消费政策核心内容

| 会议时间                | 会议名称                          | 促消费政策核心内容                                                                                                                                                                                 |
|---------------------|-------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2023 年 7 月 28 日     | 国务院办公厅转发国家发展改革委《关于恢复和扩大消费的措施》 | 稳定大宗消费，如优化汽车限购措施、扩大新能源汽车消费、支持刚性和改善性住房需求；鼓励错峰休假、弹性作息，促进假日消费；鼓励各地制定实施景区门票减免等政策；发展“互联网+医疗健康”，完善互联网诊疗收费政策，逐步将符合条件的“互联网+”医疗服务纳入医保支付范围；有条件的地区可对绿色智能家电下乡、家电以旧换新等予以适当补贴；实施消费促进专项投资政策，支持消费基础设施建设等。 |
| 2023 年 12 月 25-26 日 | 中央企业负责人会议                     | 要求着力提高质量效益，发挥有效投资关键作用，推动经济持续回升向好；国资央企要为居民“能消费”“敢消费”“愿消费”做出积极努力，包括提升价值创造能力、优化消费供给能力、促进共同富裕等；围绕国家所需，企业所长，充分发挥示范带动作用，聚焦重点领域，大力培育新产业新赛道，推动产业基础高级化、产业链现代化，以新供给创造新需求，促进消                        |

|                 |                                  |                                                                                                                                                                                                                                    |
|-----------------|----------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                 |                                  | 费提质升级。                                                                                                                                                                                                                             |
| 2024 年 1 月      | 中央经济工作会议                         | 提出 2024 年着力扩大国内需求，要激发有潜能的消费；稳定和扩大传统消费，培育壮大新型消费，形成多重增长动力；增加城乡居民收入，扩大中等收入群体规模，优化消费环境；形成消费和投资相互促进的良性循环；激发有潜能的消费，应更多聚焦健康消费、绿色智能消费、数字消费等领域；推动服务消费进一步扩大，加快推动消费供给升级等。                                                                     |
| 2024 年 8 月      | 中央政治局会议                          | 部署“以提振消费为重点扩大国内需求”；扎实推进消费品以旧换新释放消费潜能，着力增强居民消费能力，不断培育壮大消费新增长点，推动消费市场持续扩大，进一步发挥消费对经济发展的基础性作用；把服务消费作为消费扩容升级的重要抓手，推动教育、养老、育幼、家政等服务消费提质扩容，支持文体旅游高质量发展。                                                                                  |
| 2024 年 9 月 26 日 | 习近平总书记主持的政治局会议                   | 提出“要把促消费和惠民生结合起来，促进中低收入群体增收，提升消费结构。要培育新型消费业态……抓紧完善生育支持政策体系”。                                                                                                                                                                       |
| 2025 年 3 月      | 中央经济工作会议                         | 将“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”列为 2025 年经济工作的首要任务；稳定和扩大汽车、家电等大宗消费，挖掘培育新型消费，拓展消费场景，满足消费升级的需要；把服务消费作为消费扩容升级的重要抓手，推动教育、养老、育幼、家政等服务消费提质扩容，支持文体旅游高质量发展。                                                                                      |
| 2025 年 3 月 17 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》相关会议 | 从提升消费能力、提高供给质量、增强消费意愿、解决制约消费突出矛盾问题等方面部署全面提振消费的七大行动、30 条举措，包括完善工资增长机制、提高养老金标准、扩大职业技能培训覆盖面，以及强化生育养育、教育、医疗养老和重点群体基本生活保障等；扩大电信、医疗、教育等领域开放试点，优化对消费新业态新模式和跨界融合创新消费等监管措施，清理优化消费限制措施；保障休息休假权益、鼓励创新和丰富消费场景，加强消费维权和消费领域信用体系建设，以及完善城乡消费基础设施等。 |

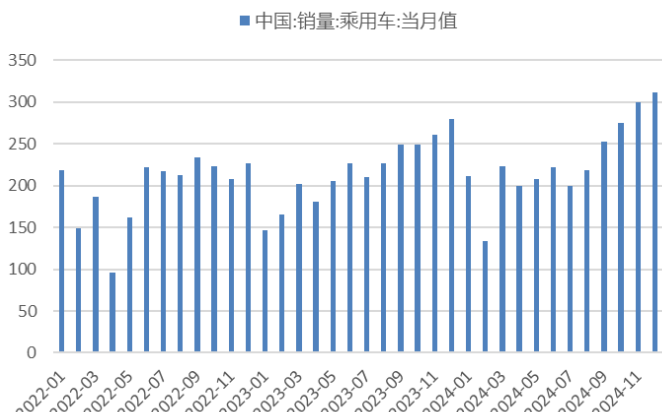
来源：国金证券研究所

从政策效果来看，2024 年家电和汽车补贴政策通过以旧换新、财政资金加码等方式显著拉动社零增长，其中，家电补贴效果尤为突出，9~12 月家用电器和影像器材类商品零售额同比增速平均为 30.30%，相比 2~8 月的 3.19% 大幅改善，短期销量弹性显著；汽车的刺激政策效果则在四季度出现集中释放，行业零售额同比增速由负转正，叠加年末销售旺季，11 月汽车销量首次突破 300 万辆，环比增长 8.95%，12 月再创新高。由此，2024 年家电和汽车的补贴政策显著提振行业消费意愿，拉动需求回暖。尽管 2025 年政策效果存在边际递减的不确定性，但补贴规模扩大及品类扩展仍将支撑消费韧性，成为经济稳增长的核心驱动力。

图表4：2022 年以来社零及部分行业零售额同比增速 (%)      图表5：2022 年以来乘用车月度销量 (万辆)



来源：国家统计局，国金证券研究所



来源：中国汽车工业协会，国金证券研究所

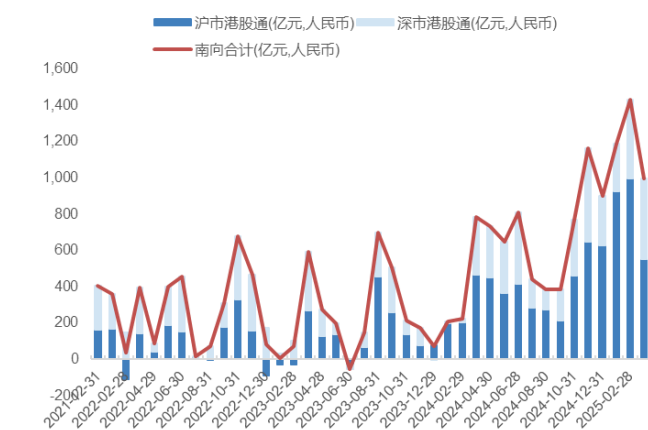
内外资共振流动性改善，港股消费配置需求提升

2024 年南向资金呈现出极为强劲流入态势，成为港股市场中不可忽视的重要力量，从全年整体数据来看，南向资金成交净买入金额达到 7440.31 亿元（人民币），刷新了互联互通机制开通以来的最高纪录，相比 2023 年净买入规模同比大幅增长 157.05%，进入 2025 年以来依旧保持高速流入态势，2 月南向资金单月净买入金额达 1430.37 亿元，创下近 4 年来单月流入新高，彰显内资对于港股市场投资价值的高度认可以及后市表现的信心。

从南向资金流入的结构上看，金融、非必需性消费及资讯科技成为内资买入规模前三的行业。金融行业去年受到南向资金热捧的主要原因在于其稳健的经营模式和较高的股息回报，在经济环境存在一定不确定性的背景下，金融机构依靠抗较强的风险能力和稳定的盈利水平成为资金避险的理想选择。随着经济企稳信号释放、政策预期强化及企业盈利改善，非必需性消费行业成为今年以来南向资金重点布局的领域，2 月港股通非必需性消费行业净买入规模远超其他行业，进入 3~4 月上市公司业绩披露期，基本面或将成为市场资金的主要驱动力，经营持续向好的消费行业公司景气度有望进一步提升。

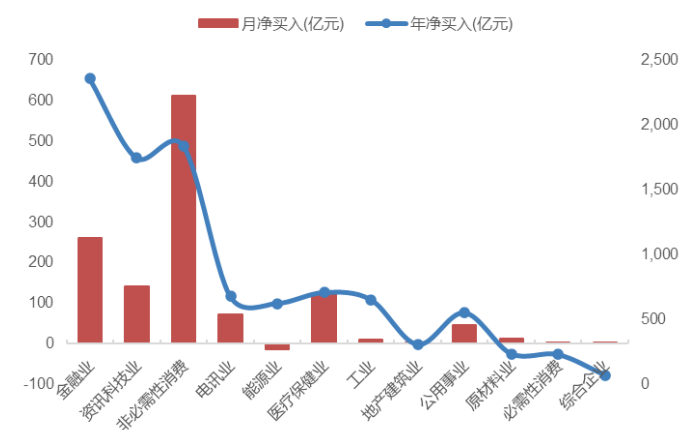
除了内资增持港股的力度持续增强以外，外资也在逐渐看多并回流港股市场，去年 9 月美联储降息靴子落地，开启了自 2022 年 3 月加息周期启动后的首次降息，国际货币政策的转向也将利好港股的流动性环境，加之国内经济刺激政策的超预期，使得外资对我国资本市场的态度明显转向积极，港股市场有望进一步迎来增量资金。另外，港股消费行业具有较多股息派发意愿和能力较高的公司，在全球利率水平整体下行的背景下，为外资投资者提供稳定且可观的现金流回报，凸显高股息优势。

图表6：南向资金月度净流入情况（截至 2025/2/28）



来源：Wind，国金证券研究所

图表7：港股通行业资金流向（截至 2025/2/28）



来源：Wind，国金证券研究所

综上所述，港股消费蕴含了众多国潮、互联网消费平台、服务消费等在内的新消费领域的稀缺资产，填补了 A 股的结构空白，在盈利修复过程中具备较高弹性空间，部分龙头公司凭借对市场趋势的精准把握和产品创新打开增量空间，全球市场份额稳步提高，凸显长期配置价值。政策端整体呈现短期刺激叠加长效机制的现状特征，政策力度与覆盖范围均显著超越前两年，港股消费板块在政策不断加码和流动性宽松的环境下仍具备超额收益的空间，短期补贴直接利好新能源车、智能家居、家电板块的需求增量，港股这些领域的优质上市公司众多，有望充分享受政策红利；长期来看，培育新型消费业态为线上消费、绿色消费打开上行空间，完善生育政策也将带动母婴消费、教育消费等领域发展。与此同时，2024 年以来南向资金大幅流入港股市场，金融、非必需性消费及资讯科技行业最受青睐，内外资共同看好港股市场，其中消费行业在全球利率水平整体下行的背景下高股息优势凸显。总体来看，港股市场具备良好的投资价值，港股消费板块更是值得重点关注的领域之一。

## 二、恒生消费指数投资价值分析

恒生消费指数是恒生指数公司发布的一只跟踪日常消费相关的消费品制造及服务的香港上市证券的指数，该指数从恒生综合指数的成分股中，筛选出属于恒生行业系统中消费相关业务类别的证券，按照市值排名选取前 50 只作为成分股。每半年进行一次调整，采用缓冲区规则，即排名 40 名或以上的非成分股可加入，排名 60 名以下的现有成分股将被剔除。成分股的权重采用流通市值加权，单个成分股权重上限为 10%，并每季度进行一次权重调整，反映港股通内科技龙头上市公司证券的整体表现。从指数的编制方式来看，恒生消费指数的成分股高度聚焦港股消费产业，重仓股消费属性极高，为投资者提供了高效布局港股消费相关产业龙头股票的可能。

图表8：恒生消费指数编制规则

|      |                                                                                                                                                                                                                                    |      |            |
|------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|------------|
| 指数全称 | 恒生消费指数                                                                                                                                                                                                                             | 简称   | 恒生消费       |
| 指数代码 | HSCGSI.HI                                                                                                                                                                                                                          | 成分数量 | 50         |
| 基日   | 2010-03-05                                                                                                                                                                                                                         | 发布日期 | 2015-08-17 |
| 样本空间 | 恒生综合指数成份股                                                                                                                                                                                                                          |      |            |
| 选择方法 | <p>(1) 样本空间内，标的需被分类为恒生行业系统中的特定业务类别，包括家用电器、消费电子产品、玩具及休闲用品、家具、纺织品及布料、服装、鞋类、珠宝钟表、其他服饰配件、酒店及度假村、旅游及观光、餐饮、休闲及文娱设施、服装零售商、多元化零售商、其他零售商、包装食品、乳制品、非酒精饮料、酒精饮料、食品添加剂、禽畜肉类、农产品、超市及便利店、个人护理等；</p> <p>(2) 从符合上述条件的证券中，按照市值排名选取最高的50只证券作为成份股。</p> |      |            |
| 定期调整 | 每半年（数据截至每年六月底及十二月底）                                                                                                                                                                                                                |      |            |

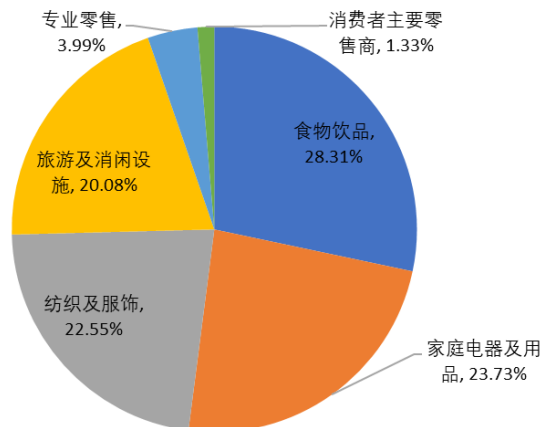
来源：Wind，国金证券研究所

### 全面覆盖消费赛道，把握衣食住行复苏

截止 2025 年 3 月 17 日，恒生消费指数成分股主要分布在六个恒生二级行业板块，分别是食品饮料、家用电器及用品、纺织及服饰、旅游及休闲设施、专业零售、消费者主要零售商。食品饮料市值占比最高（28.31%），家用电器及用品市值占比其次（23.73%），纺织及服饰市值占比 22.55%，旅游及休闲设施市值占比 20.08%，大的行业板块分布相对集中。三级行业方面，恒生消费指数涵盖 21 个恒生三级行业。家用电器及用品行业中的家用电器权重最大，4

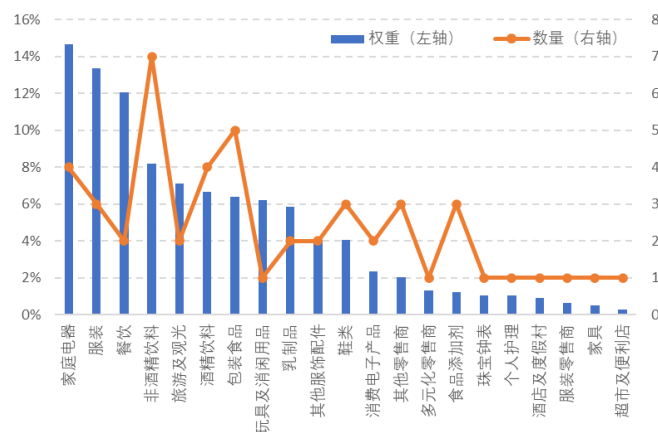
只成分股权重合计 14.66%；纺织及服饰行业中的服装、旅游及休闲设施行业中的餐饮紧随其后，成分股权重分别为 13.37%、12.06%；食品饮料行业中的非酒精饮料成分股数量最多，7 只成分股权重合计 8.18%。除此之外，在旅游及观光、酒精饮料、包装食品、玩具及休闲用品、乳制品、其他服饰配件、鞋类、消费电子产品、其他零售商、多元化零售商、食品添加剂等领域都有配置，覆盖衣食住行等日常生活消费，以及盲盒、文旅等新兴消费领域，全面把握消费复苏的机遇。

图表9：指数恒生二级行业分布（截至 2025/3/17）



来源：Wind，国金证券研究所

图表10：指数恒生三级行业分布（截至 2025/3/17）



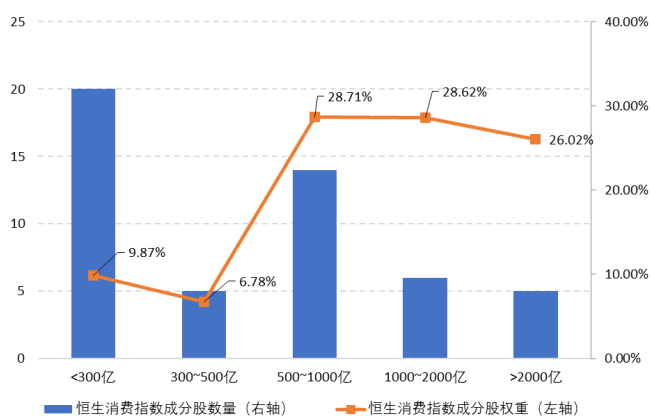
来源：Wind，国金证券研究所

### 中大市值龙头为主，不乏中小盘标的

截止 2025 年 3 月 17 日，指数 50 只成分股平均总市值 879.27 亿元，中大盘风格显著。从市值分布来看，总市值 2000 亿元以上的成分股共计 5 只、1000 亿元-2000 亿元的成分股 6 只、500 亿元至 1000 亿元的成分股 13 只、300 亿元至 500 亿元的成分股 6 只、总市值在 300 亿元以下的成分股 20 只，整体指数成分股市值空间分布比较广泛，既包括市值千亿以上的消费龙头，也不乏中小盘标的。

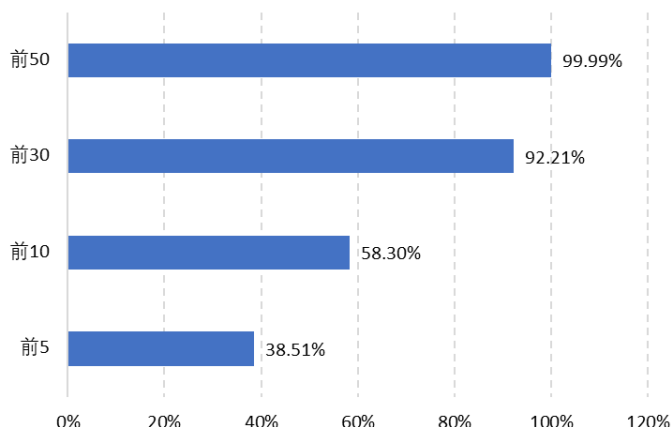
从权重分布来看，聚焦港股消费产业，市场认可度更高、发展前景更为明朗的龙头个股权重较高，成长空间可期、股价弹性更大的中小市值个股权重相对较低。截止 2025 年 3 月 17 日，指数前五大成分股权重合计为 38.51%，前十大成分股权重合计为 58.30%，集中度相对较高。百胜、安踏、创科实业权重均在 8% 以上。指数前十大权重股涵盖了 4 个恒生二级行业，重仓股消费属性极高，覆盖衣食住行，汇聚了各细分行业龙头，如餐饮龙头百盛，服装龙头安踏，旅游龙头携程，食品饮料龙头农夫山泉、蒙牛等，以及新兴消费代表的泡泡玛特。这些企业在各自领域占据重要地位，通过互联网技术对传统消费模式进行了创新和变革。

图表11：指数成分股市值分布（截至 2025/3/17）



来源：Wind，国金证券研究所

图表12：指数成分股市值集中度（截至 2025/3/17）



来源：Wind，国金证券研究所

图表13: 指数前10大成分股信息 (截至2025/3/17)

| 代码      | 简称     | 权重(%) | 总市值(亿)   | 恒生一级行业     | 恒生二级行业      | 恒生三级行业      |
|---------|--------|-------|----------|------------|-------------|-------------|
| 9987.HK | 百胜中国   | 9.84  | 1,521.98 | 非必需性消费(HS) | 旅游及消闲设施(HS) | 餐饮(HS)      |
| 2020.HK | 安踏体育   | 8.98  | 2,783.35 | 非必需性消费(HS) | 纺织及服饰(HS)   | 服装(HS)      |
| 0669.HK | 创科实业   | 8.08  | 1,752.62 | 非必需性消费(HS) | 家庭电器及用品(HS) | 家庭电器(HS)    |
| 9992.HK | 泡泡玛特   | 6.22  | 1,763.28 | 非必需性消费(HS) | 家庭电器及用品(HS) | 玩具及消闲用品(HS) |
| 9961.HK | 携程集团-S | 5.39  | 3,362.96 | 非必需性消费(HS) | 旅游及消闲设施(HS) | 旅游及观光(HS)   |
| 9633.HK | 农夫山泉   | 4.95  | 4,307.40 | 必需性消费(HS)  | 食品饮料(HS)    | 非酒精饮料(HS)   |
| 6690.HK | 海尔智家   | 4.14  | 2,491.16 | 非必需性消费(HS) | 家庭电器及用品(HS) | 家庭电器(HS)    |
| 2319.HK | 蒙牛乳业   | 4.00  | 778.11   | 必需性消费(HS)  | 食品饮料(HS)    | 乳制品(HS)     |
| 0288.HK | 万洲国际   | 3.59  | 859.62   | 必需性消费(HS)  | 食品饮料(HS)    | 包装食品(HS)    |
| 2313.HK | 申洲国际   | 3.11  | 882.39   | 非必需性消费(HS) | 纺织及服饰(HS)   | 服装(HS)      |

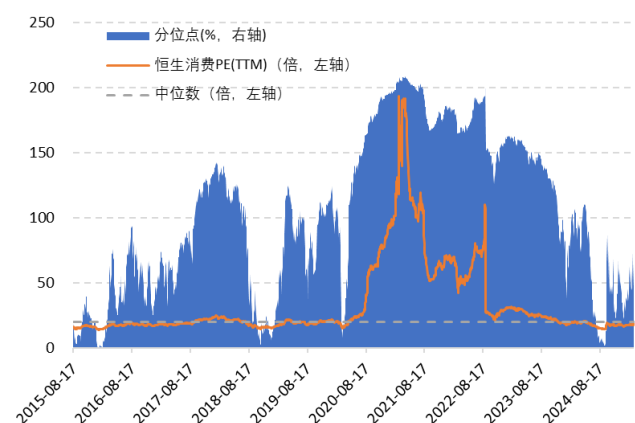
来源: Wind, 国金证券研究所

### 估值历史低位孕育修复空间, 胜率与赔率兼具

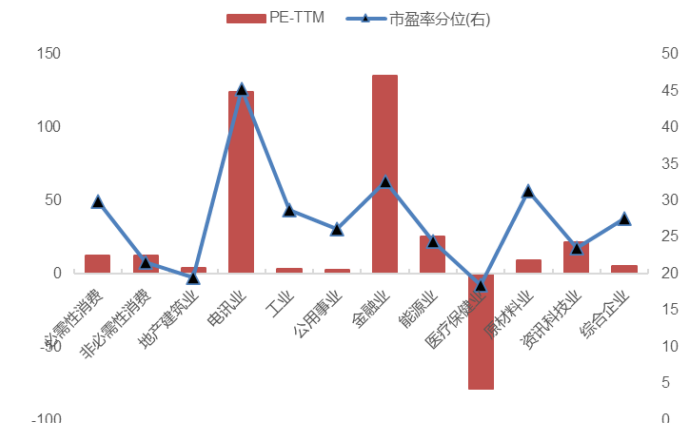
截止至2025年3月17日, 恒生消费指数的PE(TTM)为18.46倍, 位于指数发布以来的34.56%分位, 处于历史低位, 具有较高的安全边际和修复空间, 后续随着行业基本面的改善、宏观经济环境的回暖以及市场情绪的修复, 有望迎来进一步估值修复行情。横向对比来看, 非必需性消费近期虽获南向资金大幅度流入, 但估值同样仍处历史相对低位区间, 截至3月17日非必需性消费行业公司平均PE-TTM为12.56, 位于近10年的21.50%分位, 加之其较高的盈利增速, 属于港股市场胜率与赔率兼具的细分方向, 一旦市场情绪转向, 有望实现戴维斯双击。

图表14: 指数估值水平 (截至2025/3/17)

图表15: 港股消费细分行业估值 (截至2025/3/17)



来源: Wind, 国金证券研究所



来源: Wind, 国金证券研究所

### 具备高弹性优势, 触底反弹可期

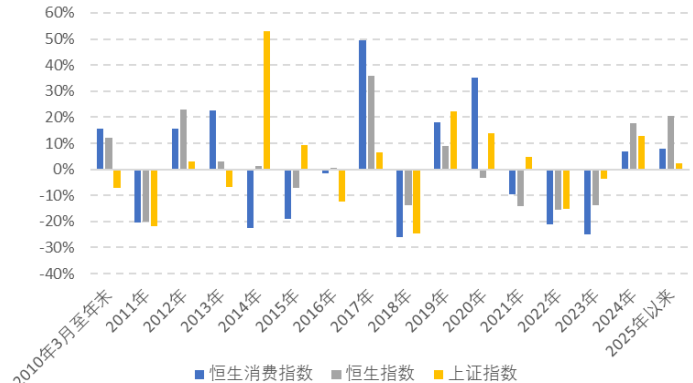
从各个年份的收益率表现来看, 恒生消费指数在2010年至2025年以来的区间内, 在2010年、2013年、2017年和2020年从底部开启反弹趋势的年份里, 相对恒生指数、上证指数均实现显著的正向超额。其中, 2017年, 市场环境复杂多变, 诸多行业面临调整压力; 2020年, 受公共卫生事件冲击, 市场整体波动剧烈。恒生消费指数却能在消费升级等因素推动下, 逆势上扬, 展现出高弹性的特征。当前恒生消费指数处于历史底部区间, 有望实现较大幅度的反弹。

图表16: 指数基日以来累计收益率 (截至2025/3/17)

图表17: 指数各年度收益率水平 (截至2025/3/17)



来源: Wind, 国金证券研究所



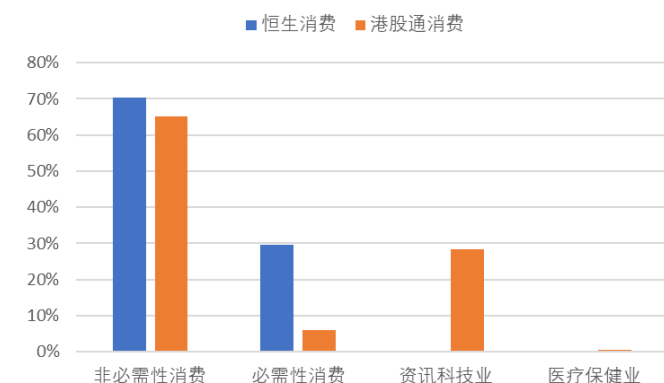
来源: Wind, 国金证券研究所

## 与港股通消费指数比较，消费含量更“纯粹”

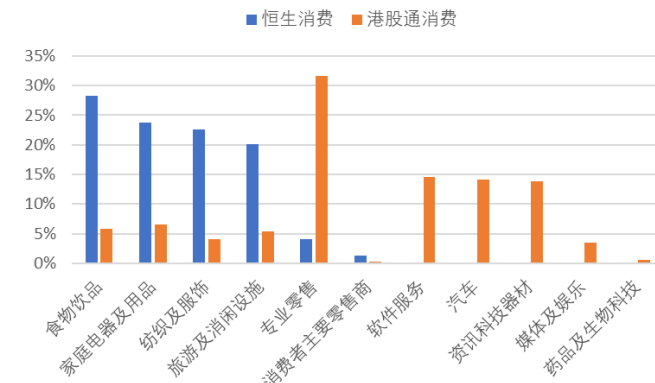
恒生消费指数与港股通消费指数均为有 ETF 跟踪的港股消费主题指数。从恒生一级行业来看，在非必需性消费领域，恒生消费指数占比 70.35%，港股通消费指数为 65.13%，二者均高度重视该板块。除此之外，恒生消费指数更注重必需性消费（29.63%），而港股通消费指数则更注重资讯科技业（5.99%），并少量布局医疗保健业（0.49%）。从更细分的恒生二级行业来看，恒生消费指数更侧重于食品饮料、家庭电器及用品、纺织及服饰、旅游及休闲设施等大众化的传统消费行业，其消费属性更“纯粹”；而港股通消费指数则偏重于专业零售、软件服务、汽车、资讯科技器材等新型消费及科技领域。

图表18：恒生消费与港股通消费指数恒生一级行业对比（截至 2025/3/17）

图表19：恒生消费与港股通消费指数恒生二级行业对比（截至 2025/3/17）



来源：Wind，国金证券研究所



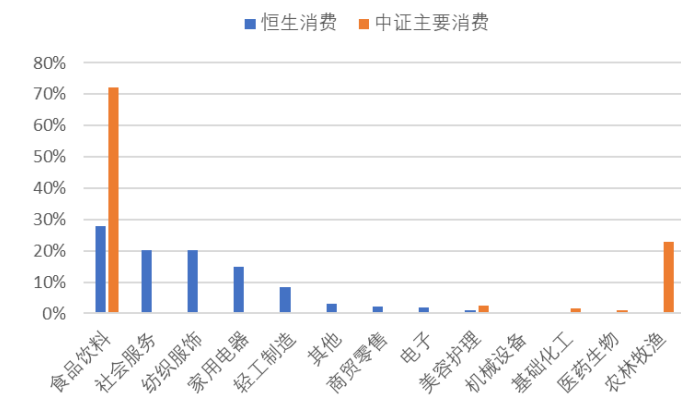
来源：Wind，国金证券研究所

## 与中证主要消费指数比较，行业配置更多元

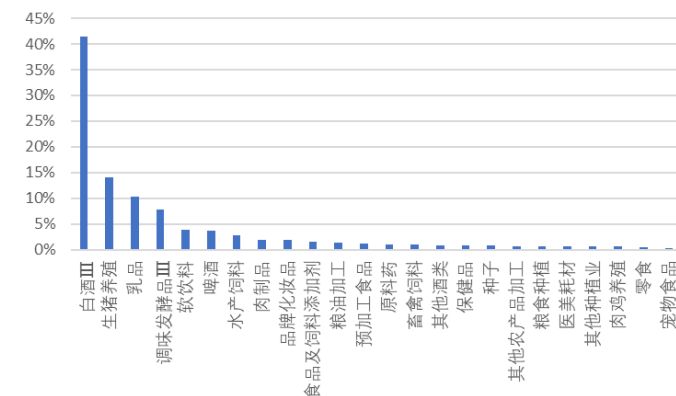
恒生消费指数与中证主要消费指数相比，行业配置更多元。在申万一级行业中，中证主要消费指数 72.21% 的权重集中于食品饮料行业，显示出对该行业的高度侧重。而恒生消费指数在食品饮料行业占比仅 27.77%，且在社会服务、纺织服饰、家用电器、轻工制造等行业都有一定比例的配置。从申万三级行业分布来看，中证主要消费指数白酒 III 行业占比达 41.2%，为其核心构成，行业配置高度集中。恒生消费指数则在顺周期属性较强的白酒行业含量极低，通过兼顾各大消费行业，有效分散风险，避免受到单一行业波动影响。

图表20：恒生消费与中证主要消费指数申万一级行业对比（截至 2025/3/17）

图表21：中证主要消费指数申万三级行业分布（截至 2025/3/17）



来源：Wind，国金证券研究所



来源：Wind，国金证券研究所

## 三、广发恒生消费 ETF 基金及基金经理介绍

广发恒生消费交易型开放式指数证券投资基金(代码 159699.OF)采用指数化投资策略，紧密跟踪恒生消费指数，追求跟踪偏离度和跟踪误差的最小化，其风险收益特征与标的指数所表征的市场组合的风险收益特征相似。该基金于 2023 年 8 月 10 日成立，2023 年 8 月 23 日上市。

基金经理刘杰先生，超过 20 年证券、基金行业从业经历，自 2014 年 4 月 1 日起管理公募指数基金，擅长宽基指数、行业指数与主题指数等，目前管理在管产品 18 只，管理规模超 700 亿元，具备丰富的研究和投资经验。

图表22：广发恒生消费ETF基金基本信息

|        |                                     |        |           |
|--------|-------------------------------------|--------|-----------|
| 基金全称   | 广发恒生消费交易型开放式指数证券投资基金(QDII)          |        |           |
| 基金简称   | 广发恒生消费ETF                           | 基金代码   | 159699.OF |
| 基金管理公司 | 广发基金管理有限公司                          | 基金经理   | 刘杰        |
| 投资目标   | 采用指数化投资策略，紧密跟踪标的指数，追求跟踪偏离度和跟踪误差的最小化 |        |           |
| 跟踪标的指数 | 恒生消费指数                              | 标的指数代码 | HSCGSI.HI |
| 业绩比较基准 | 人民币计价的恒生消费指数收益率                     |        |           |
| 成立时间   | 2023/8/10                           | 管理费    | 0.50%     |
| 托管费    | 0.10%                               | 销售服务费  | —         |

来源：广发基金，国金证券研究所

## 风险提示

- 1、海外降息进程不及预期：全球通胀及经济增速放缓背景下，海外降息受阻，将造成市场加剧波动。
- 2、国内政策及经济复苏不及预期：政策落地仍有不确定性，国内经济复苏亦存不及预期的可能。
- 3、基金相关信息及数据仅作为研究使用，不作为募集材料或者宣传材料。
- 4、本文涉及所有基金历史业绩均不代表未来表现。

## 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方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。

| 上海                        | 北京                        | 深圳                        |
|---------------------------|---------------------------|---------------------------|
| 电话：021-60753903           | 电话：010-85950438           | 电话：0755-83831378          |
| 传真：021-61038200           | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn | 传真：0755-83830558          |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn | 邮编：100005                 | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编：201204                 | 地址：北京市东城区建国门内大街 26 号      | 邮编：518000                 |
| 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号       | 新闻大厦 8 层南侧                | 地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号     |
| 紫竹国际大厦 7 楼                |                           | 嘉里建设广场 T3-2402            |