



耐用消费产业行业研究

买入（维持评级）

行业周报

证券研究报告

国金证券研究所

分析师：赵中平（执业 S1130524050003） 分析师：王刚（执业 S1130524080001） 分析师：张杨桓（执业 S1130522090001）
zhaohongping@gjzq.com.cn wang_g@gjzq.com.cn zhangyanghuan@gjzq.com.cn

分析师：杨欣（执业 S1130522080010） 分析师：叶思嘉（执业 S1130523080001） 分析师：许孟婕（执业 S1130522080003）
yangxin1@gjzq.com.cn yesijia@gjzq.com.cn xumengjie@gjzq.com.cn

布局景气维持 Q1 超预期，捕捉第二曲线新消费标的

消费中观策略

- 内需：2月制造业 PMI 指数 2月录得 50.2%，制造业景气水平明显回升，服务业 PMI 录得 50%略有回落，消费板块尚未完全触底复苏。24 年 9 月以来国补力度不断加大，刺激居民消费意愿的效果不断显现。且补贴按照省份进行，后续存在政策加码的可能。社保注资、财政加码下居民可支配收入与消费意愿有望得到一定修复。建议寻找母婴教育类等消耗性消费、Q1 业绩预期平稳的高股息防御性消费公司。
- 出口：美国 PCE 维持高位，降息预期继续推迟。美国 2 月核心 PCE 物价同比+2.8%，继续保持高位水平。尽管国内通胀风险仍在，但美国仍存在向中国继续征收额外关税的可能，短期内对出口扰动的影响较大。建议寻找具备新市场新消费拓展能力、有望构筑第二增长曲线能力的公司。

行业景气跟踪

- 家用电器：①白电 4 月排产：4 月三大白电合计排产总量达 3959 万台，同比+4.3%。4 月空调内销/出口排产 1342/1058 万台，同比分别+9.1%/+7.5%；4 月冰箱内销/出口排产 323/486 万台，同比分别-12.6%/+5.3%；4 月洗衣机内销/出口排产 380/360 万台，同比分别-2.3%/+1.5%。②家电 2 月出口：空调 1-2 月出口量同比+20%，单 2 月出口量+56%，欧洲、南美分别同比+63%、+58%，非洲、东南亚同比+43%、+36%；冰冷 1-2 月出口量同比+11%，单 2 月出口量+12%，南美、非洲同比+32%、+10%，北美同比+6；洗衣机 1-2 月出口量同比+9%。
- 轻工制造：①新型烟草：美国参议院正式批准对 FDA 新局长的任命，或将更侧重对非法产品的强力执法。②轻工消费：持续关注国货品牌势能提升，中宠顽皮发布烘焙新品定价优势凸显。③家居：期待后续更多地区消费补贴落地。④两轮车（拐点向上）：以旧换新日均换新速度环比加快，二季度头部数据持续超预期加速兑现。⑤AI 眼镜：近期陆续仍有大厂放出进军 AI 眼镜，产业趋势清晰。
- 纺织服装：①品牌服饰端，1~2 月服装动销环比 24H2 小幅改善，受异常天气影响，行业 β 仍存在较大不确定性。②纺织制造端，25 年 1-2 月我国整体出口增长 2.3%，抢出口通过贸易转移仍在延续，服装出口预计仍有所受益。,
- 社会服务：提振消费、鼓励生育等政策催化下，近期消费行情回暖，港股新消费标的的表现尤为亮眼。餐饮：基数改善+价格战趋缓，部分品类/品牌一看到同店同比改善或降幅收窄。人服：多家公司接入 DeepSeek，有望提高招聘匹配效率。教育：K12 景气度延续。关注竞争格局边际变化以及扩张与利润端的平衡。
- 商贸零售：美团餐饮外卖及闪购实现稳健增长，强化对商家及骑手保障。快手核心业务稳定，AI 变现开启。

投资建议

①整体消费仍偏疲软，消费板块估值或存一定压力，建议寻找 Q1 业绩预期平稳、ROE 上行、CAPEX 持续增长、具备第二增长曲线的标的。②“提内需”的紧迫性增强，社保注资、财政加码有望在 Q2 演绎，关注类拼多多式的消费品渠道及母婴、教育等政策相关方向。③红利资产价值凸显。年初至今科技成长风格占优，累计涨幅及拥挤度均已达到高位，3 月以来科技高位震荡，红利资产低估值、高确定性可以提供较优防御性，短期内建议加大配置规避波动。④AI 衍生方向机会。AI 技术落地仍在演绎，从主题投资过渡到成长机会，关注 AI 眼镜、AI 玩具等方向。

风险提示

政策落地不及预期；海外经济波动；市场波动风险；数据跟踪误差。



内容目录

一、消费中观策略.....	4
1.1、内需：地产显现边际企稳信号.....	4
1.2、出口：美国通胀高位，降息继续推迟.....	4
1.3、估值&流动性：估值相对低位，宽松环境延续.....	5
1.4、配置思路：市场风格切换，关注高股息+景气回升	6
二、家用电器：4月白电排产同比+4.3%，1-2月累计出口维持较好增长.....	6
三、轻工制造：优选新兴成长+边际景气度向上板块.....	7
四、纺织服饰：进入季报披露期，重视基本面数据比较优势标的.....	7
五、社会服务：持续推荐茶饮新消费，关注Q1业绩超预期&清明受益标的.....	8
六、主要公司业绩符合预期，静待数据拐点.....	9
七、风险提示.....	9
八、附录.....	9

图表目录

图表 1：70城市二手房价格环比（%）	4
图表 2：70城市新房价格环比（%）	4
图表 3：制造业 PMI（%）	4
图表 4：服务业 PMI（%）	4
图表 5：美国 PCE 物价同比（%）	5
图表 6：美国 PCE 核心物价同比（%）	5
图表 7：中证可选消费指数 PE TTM	5
图表 8：中证必选消费指数 PE TTM	5
图表 9：MLF 利率（%）	6
图表 10：十年期国债收益率（%）	6
图表 11：社零当月同比（%）	9
图表 12：社零分类型当月同比（%）	9
图表 13：限额以上社零分行业当月同比（%）	10
图表 14：居民可支配收入单季度同比（%）	10
图表 15：CPI 当月同比（%）	10
图表 16：CPI 分项当月同比（%）	10
图表 17：服务业 PMI.....	11
图表 18：制造业 PMI.....	11



图表 19: 出口金额累计同比 (%)	11
图表 20: 出口金额当月同比 (%)	11
图表 21: CCFI 海运价格指数.....	11
图表 22: 美元兑人民币中间价	11
图表 23: 可选消费公募持仓 (%)	12
图表 24: 可选消费分行业公募持仓 (%)	12
图表 25: 24Q4 可选消费公募持仓 TOP15.....	12
图表 26: 24Q3 财报选股模型机会.....	13

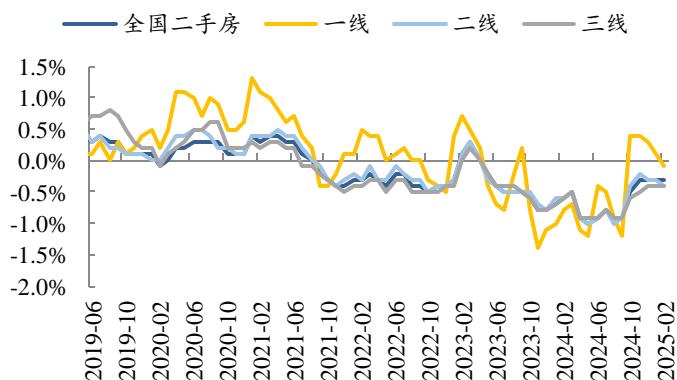


一、消费中观策略

1.1、内需：地产显现边际企稳信号

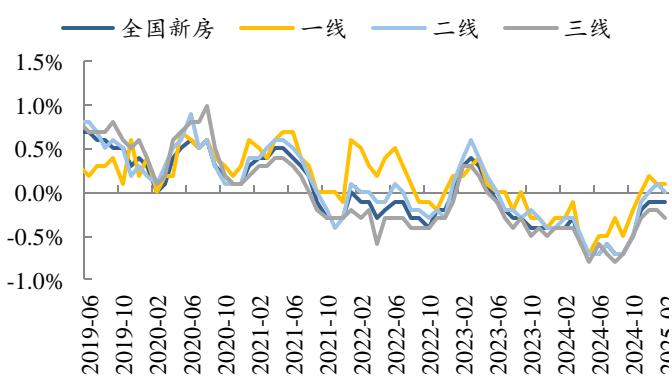
近期地产相关数据出现企稳信号：25年2月全国/一线/二线/三线城市新房价格环比-0.1%/+0.1%/0.0%/-0.3%，二手房价格环比-0.3%/-0.1%/-0.4%/-0.4%。全国新房/二手房价格环比微跌接近持平。一线城市表现优于全国整体，新房表现整体优于二手房，一线城市新房已连续4个月转正，新房企稳迹象更明显。

图表1：70城市二手房价格环比（%）



来源：wind，国金证券研究所

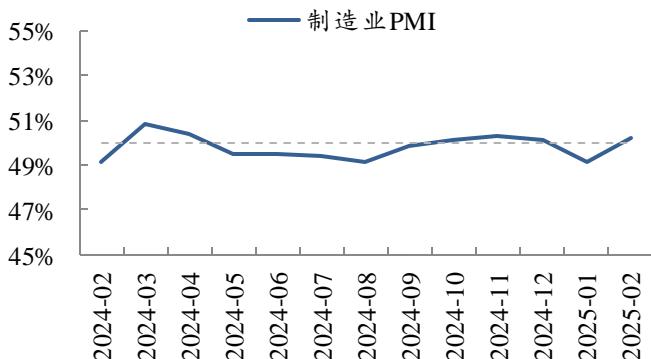
图表2：70城市新房价格环比（%）



来源：Wind，国金证券研究所

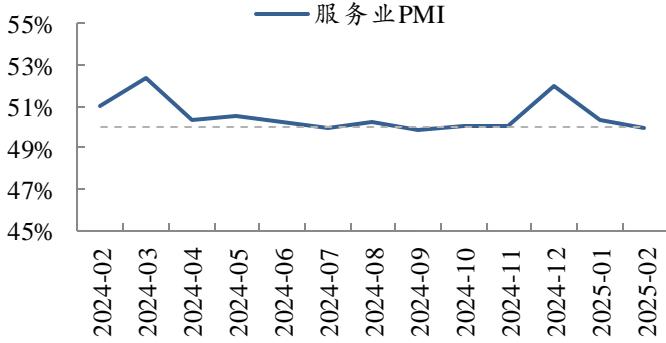
制造业 PMI 指数 2 月录得 50.2%，较上月上升 1.1pct，制造业景气水平明显回升。服务业 PMI 指数为 50.0%，较上月下降 0.3pct，主要受到节后返工潮及工作日较少影响。从行业看，航空运输、邮政处于较高景气区间；零售、住宿、餐饮等行业商务活动指数均低于临界点。

图表3：制造业 PMI（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表4：服务业 PMI（%）



来源：Wind，国金证券研究所

1.2、出口：美国通胀高位，降息继续推迟

美国 2 月核心 CPI 同比为 3.1%，较 1 月大幅回落 0.2 个百分点，为 2021 年 4 月以来新低。2 月核心 CPI 季调环比折年率大幅回落至 2.8%。2 月核心 PCE 物价同比+2.8%，继续保持高位水平。3 月 20 日，美联储宣布将利率目标区间维持不变，这是今年 1 月以来美联储连续第二次维持利率不变。据 CME，预计美联储在 6 月会议降息的概率降至 76%，低于此前的 80% 以上。降息节奏明显放缓，主因美国加征关税的不确定性增加，关税及美国通胀回升阻碍降息进程。



图表5：美国 PCE 物价同比 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表6：美国 PCE 核心物价同比 (%)



来源: wind, 国金证券研究所

1.3、估值&流动性：估值相对低位，宽松环境延续

■ 估值水平

截至 2025 年 3 月 28 日，可选消费指数 PE TTM 约为 20.5，必选消费指数 PE TTM 约为 20.6，估值水平小幅回升。

图表7：中证可选消费指数 PE TTM



来源: Wind, 国金证券研究所 (注 1: 统计区间自 2015/1/1 始; 注 2: 数据截至 2025/3/28)

图表8：中证必选消费指数 PE TTM



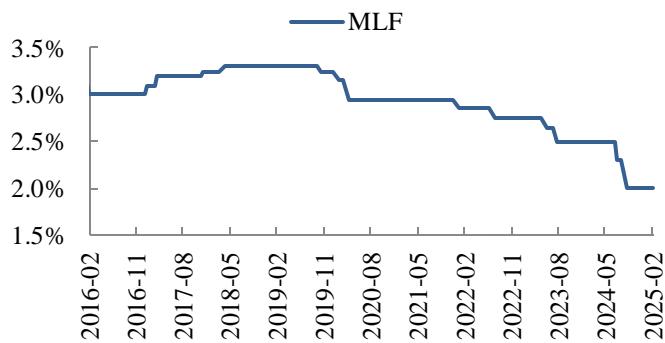
来源: Wind, 国金证券研究所 (注 1: 统计区间自 2015/1/1 始; 注 2: 数据截至 2025/3/28)

■ 流动性

宏观流动性层面，国内宽货币延续。随着 9·24 政策加码后，MLF 利率已经下调 30BP 至 2.0% 的历史低位。截至 2025 年 3 月 28 日，十年期国债收益率录得 1.81%，同样处于历史低位水平。

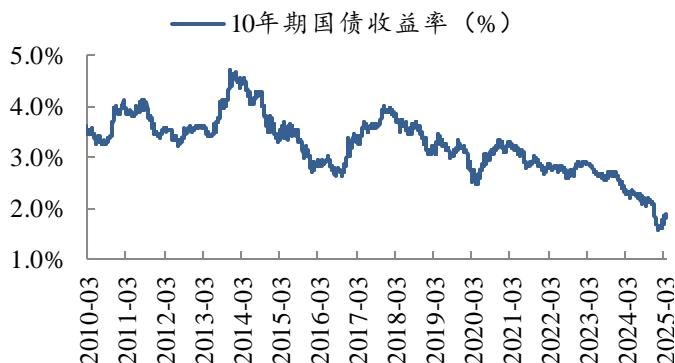


图表9: MLF 利率 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表10: 十年期国债收益率 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

1.4、配置思路：市场风格切换，关注高股息+景气回升

关注以下主线：

- 红利资产价值凸显。年初至今科技成长风格占优，累计涨幅及拥挤度均已达到高位，可能出现风格调整。红利资产低估值、高确定性可以提供较优防御性，短期内建议加大配置规避波动。
- 关注顺周期+补贴链。近期地产为首数据出现边际好转，叠加较低的机构仓位，内需方向或存预期差。关注顺周期+补贴链方向，消费复苏+25年补贴额度下放提供业绩支撑，市场偏好回升促进估值修复，例如白电、家居、厨电等方向。
- AI 衍生方向机会。AI 技术落地仍在演绎，从主题投资过渡到成长机会，关注 AI 眼镜、AI 玩具等方向。
- 均衡配置出海方向。短期内美元降息趋缓，建议观望海外需求表现。配置上以有 a 逻辑的品牌/产品出海标的为主，例如近期英美烟草公布新产品 glo hilo，可关注国内电子烟产业链机会。

二、家用电器：4月白电排产同比+4.3%，1-2月累计出口维持较好增长

■ 行业边际变化

- 板块景气判断：白电（稳健向上）、黑电（稳健向上）、厨电（底部企稳）、扫地机（高景气维持）。
- 白电 4 月排产数据跟踪：据产业在线，4月三大白电合计排产总量达 3959 万台，同比+4.3%。分产品看，4月份空调内销/出口排产 1342/1058 万台，同比分别+9.1%/+7.5%；4月份冰箱内销/出口排产 323/486 万台，同比分别-12.6%/+5.3%；4月份洗衣机内销/出口排产 380/360 万台，同比分别-2.3%/+1.5%。环比 1-3 月的排产增速来看，外销方面，美国关税影响下空冰洗排产增速相对 Q1 有所回落；内销方面，终端消费需求放缓，冰箱排产下调，洗衣机排产增速转负，空调在季节性备货下依然维持高增。
- 家电 2 月出口数据跟踪：空调 1-2 月出口量同比+20%，单 2 月出口量+56%，其中欧洲、南美出口增速领先，分别同比+63%、+58%，非洲、东南亚分别同比+43%、+36%；冰冷 1-2 月出口量同比+11%，单 2 月出口量+12%，其中南美、非洲在高基数下实现+32%、+10%，北美同比+6%，中东增速转负同比-25%；洗衣机 1-2 月出口量同比+9%，单 2 月出口量+8%，其中中东、北美增长最快，分别同比+21%、+19%，南美在高基数下实现+15%，东南亚、非洲增速转负，分别同比-11%、-8%。

■ 建议关注

- 美的集团（30%）：业绩确定性高，分红率超预期提升。内销受益于以旧换新弹性可期，外销延续较高增速。
- 格力电器（30%）：低估值+高股息，25 年有望受益于内销空调 beta。



3. 海信视像（20%）：全球份额持续提升，产品结构提升带来盈利修复弹性。
4. 科沃斯（20%）AI+服务机器人标的，国补带动下扫地机行业成长加速，份额&盈利向上修复。

三、轻工制造：优选新兴成长+边际景气度向上板块

■ 行业边际变化

1. 板块景气判断：新型烟草（拐点向上）、家居（底部企稳）、两轮车（拐点向上）、AI眼镜（高景气维持）、轻工消费（稳健向上）、造纸（底部企稳）。
2. 新型烟草：1) 3月25日，参议院正式批准了对FDA新局长马卡里的任命，根据其听证会表态其或将更侧重对非法产品的强力执法；2) 菲莫国际3月27日在美德克萨斯州奥斯汀推出IQOS（老产品），而最新产品将等待FDA审批通过后再上市。
3. 轻工消费：持续关注国货品牌势能提升，中宠顽皮发布烘焙新品定价优势凸显。中宠自主品牌顽皮近期补充烘焙条线产品，定价性价比突出，315纪录片等营销动作、线上精细化运营等动作验证品牌运作能力向上进步优势明显。
4. 家居：内销方面，预计多数家居企业一季报业绩相对一般（去年Q1基数并不低），后续等待更多地区消费补贴落地。外销方面，根据CME跟踪，25年6月议息会议降息概率为76%（低于此前的80%以上）。
5. 两轮车：以旧换新日均换新速度环比加快，二季度头部数据持续超预期加速兑现。截至3月18日，我国电动自行车以旧换新204.4万辆，带动新车销售56.1亿元。3月以来日均全国更新量环比显著加快，2Q起进入数据验证期看好头部高频出货超预期。
6. AI眼镜：近期小米推出智能二代音频眼镜（非AI眼镜），近期陆续仍有大厂放出进军AI眼镜，产业趋势清晰，优选具备品牌力（形成品牌端的相互赋能）/优质制造能力的镜片制造厂商。
7. 造纸：外盘阔叶浆3月报涨20美元/吨。截至3月28日，双胶纸/白卡纸/生活纸/箱板纸单位价格5500/4510/6400/3730元，环比上周持平/持平/持平/持平。Suzano宣布4月亚洲价格上涨20美元/吨，近期海外浆厂检修挺价，成本支撑下预计进入4月纸企涨价函仍有落地空间。

■ 建议关注

1. 新型烟草：思摩尔国际：公司步入四月虽缺少明显催化，但考虑公司后续有望逐步开启回购，并且主逻辑仍在，继续重点推荐。主要逻辑依然是以下两点：公司深度绑定头部烟草集团，将显著受益于美国合规市场扩容（目前非法市场占比雾化烟整体销售达到70%+水平），并且随着glo hilo在核心国家陆续上市后，HNB业绩弹性值得期待。
2. 地产链：考虑多数家居企业一季报相对一般，板块整体降低一定配置比例，本次配置更多推荐一季报表现相对优于板块的标的。推荐标的：顾家（15%）：短期来看公司Q1业绩预计相对优于行业，中期来看公司渠道赋能领先行业，内销业务增长驱动力清晰，25PE12x，股息率4%+。
3. AI眼镜：康耐特光学：AI眼镜产业链核心标的，积极合作大厂绑定最核心【有显三合一】方案，短期年报数据催化+国产AI眼镜层面合作也可期待，25PE23x。
4. 两轮车：雅迪控股：以旧换新+头部格局集中受益标的，25年各项指标全面优于23年，ASP提升获验证且中高端腰部产品系列储备充足+海外开拓积极，看好收入高增+利润弹性释放。
5. 宠物：中宠股份：品牌势能提升带动内销估值具备抬升空间，近期新品烘焙系列推出单价具备竞争力，25PE28X。

四、纺织服饰：进入季报披露期，重视基本面数据比较优势标的

■ 行业边际变化

1. 板块景气判断：运动户外（稳健向上）、男装（底部企稳）、女装（底部企稳）、家纺（底部企稳）、中游代工（高景气维持）、纺织原材料（略有承压）。



2. 品牌服饰端，从1~2月情况来看，服装动销环比24H2有小幅改善，但进入三月来服装板块终端流水受到北方等部分地区异常天气影响，行业β仍存在较大不确定性，且即将进入4月年报密集披露季，资金对于标的基本面关注度提升，因此我们推荐关注两个方向 1) 有差别于行业独特α，今年或有显著弹性的标的，尤其是新零售业态；2) 业绩表现在子版块拥有显著优势的标的。
3. 纺织制造端，25年1-2月我国整体出口增长2.3%，抢出口通过贸易转移仍在延续，服装出口预计仍有所受益，1-2月美国零售数据有所波动，叠加24H1高基数影响，预计今年上半年出口数据或有压力。汇率层面，近期人民币兑美元汇率提升至7.27附近。因此建议关注具备扩客户、提份额α逻辑，且海外布局完善关税敞口小的龙头。

■ 建议关注

1. 顺应消费降级趋势商业转型拓展创新市区奥莱业态，同时分红水平较高的海澜之家。
2. 品牌向上周期叠加外部事件催化共振，消费品心智持续破圈，一季报情况有明显差异优势的稳健医疗。
3. 多品牌多业态发展态势良好，一季度数据预计有比较优势的安踏体育。

五、社会服务：持续推荐茶饮新消费，关注Q1业绩超预期&清明受益标的

■ 行业边际变化

1. 板块景气判断：旅游（高景气维持）、酒店（底部企稳）、餐饮（略有承压）、K12教育（高景气维持）、职业教育（底部企稳）、人服（拐点向上）。
2. 提振消费、鼓励生育等政策催化下，近期消费行情回暖，港股新消费标的的表现尤为亮眼。
3. 餐饮：基数改善+价格战趋缓，部分品类/品牌一看到同店同比改善或降幅收窄，其中刚需品种（西式快餐）、强势能品牌（蜜雪、古茗等）改善更明显。
4. 酒店：1~2月全国酒店RevPAR同比-3.4%，其中ADR-2.3%、OCC-0.5pct，环比24年12月RevPAR-8.6%/ADR-5.8%/OCC-1.7pct降幅收窄。3月下旬数据好转，25年第12周(25/3/17~25/3/23 vs 24/3/18~24/3/24)全国酒店RevPAR同比-0.3%，较1-2月及3月上旬均有一定改善。Q1截至目前行业RevPAR降幅继续收窄，25年边际更多取决于商旅需求，重点关注一线城市OCC变化，供给增速明显放缓更期待下半年，上半年建议重点关注RevPAR优于同业的阿尔法标的。
5. 人服：人服多家公司接入DeepSeek，有望提高招聘匹配效率。
6. 教育：K12景气度延续。关注竞争格局边际变化以及扩张与利润端的平衡。

■ 建议关注

1. 古茗：25年初以来同店维持正增长，短期经营数据较同业韧性较强，Q4以来行业价格战趋缓；长期供应链布局+高质价比产品力竞争力突出；目前公司门店覆盖全国19省，采用区域加密策略，后续关键省份加密+空白市场拓展空间大，建议重点关注。
2. 行动教育：郑州、广州等地报到率较满，开年以来的报道情况火爆有望对后续订单形成有效支撑。25Q2开启传统旺季，我们对公司后续订单展望信心充足。公司课程品质优、品牌力强、销售团队狼性，随着大客户战略的不断推进，我们看好公司中长期持续获取订单的能力。
3. 华住：Q1预计RevPAR低单位数下降、指引好于同业，3月中下旬以来行业高频数据改善，预计将率先受益景气改善。品牌力、产品力强，于经济型&中档市场市占率持续提升，中高端发力桔子水晶、城际等品牌，开店指引同比继续提升，阿尔法强劲、市占率提升逻辑。24年DH减值，25年开始盈利能力望改善。
4. 科锐国际：1) 招聘业务毛利率较灵活用工更高，科锐招聘类业务占比高，有望带来较大业绩弹性。截至1H24科锐招聘类业务收入占比4.1% (vs万宝盛华2.0%、人瑞人才1.0%)，顺周期机会时业绩弹性更大。2) 灵活用工景气度改善，在册外包管理人数同比提速，1-2月数据跟踪看招聘人头数恢复较好。3) AI+招聘提质增效。



六、主要公司业绩符合预期，静待数据拐点

■ 行业边际变化

- 美团：1) 餐饮外卖及闪购：实现稳健增长，强化对商家及骑手保障，预计于2025年Q2开始试点社保方案。2) 到店及酒旅：2024全年订单量增长超过65%，正逐步受益于核心本地的协同效应。3) 新业务：Keeta海外市场拓展顺利，短期亏损可能扩大。
- 快手：核心业务稳定，AI变现开启。线上营销：eCPM提升及外循环广告拉动线上营销服务增长。电商：保持稳健增长，活跃买家数增长为主要驱动力。2024Q4，公司上线可灵AI独立APP，用户量及迅速增长，开启商业化变现至2025年2月，可灵AI累计收入超过人民币1亿元。AIGC大幅提升客户营销素材生产效率，2024Q4，AIGC营销素材日均消耗超过人民币3000万元。
- 汇通达：2025年公司将聚焦以下发展战略：1) 围绕“头部品牌+自有品牌+POP”发展供应链网络。2) 深耕已覆盖地区，提升会员店密度与弹性，加强AI赋能。3) 聚焦“三新”战略，通过新品类、新渠道、新模式推动产业升级。

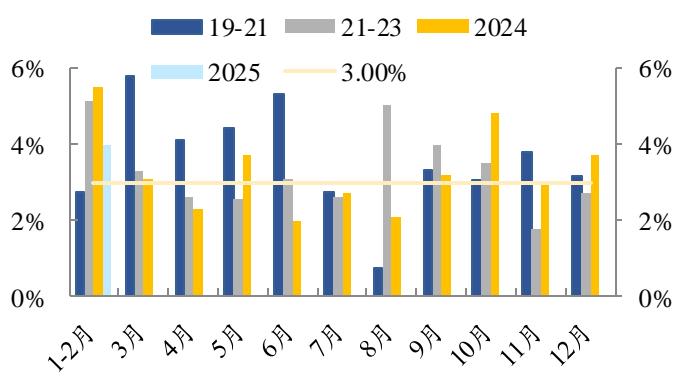
七、风险提示

- 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。

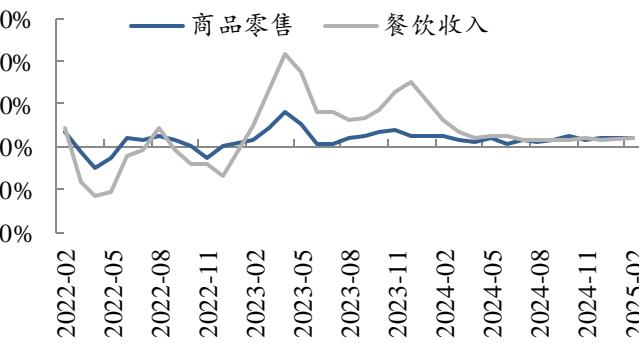
八、附录

■ 内需数据跟踪

图表11：社零当月同比（%）



图表12：社零分类型当月同比（%）



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至2024年12月）

来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至2025年2月）

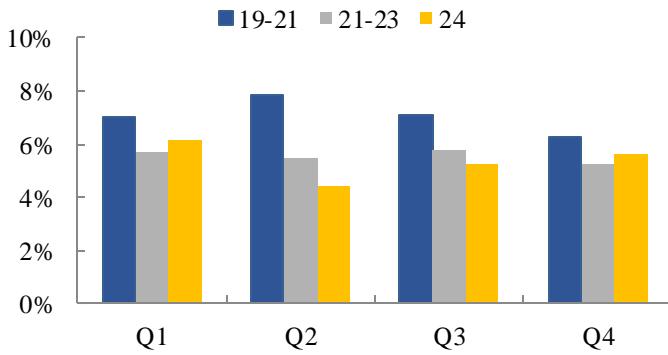


图表13：限额以上社零分行业当月同比（%）

大类	细分	年初至今	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07
必选消费	粮油、食品类	-1.5%	-0.9%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.9%
	饮料类	-2.6%	-3.5%	-4.3%	-0.9%	-0.7%	-2.7%	-0.1%
	烟酒类	-5.5%	-10.4%	-3.1%	-0.1%	-0.7%	-3.1%	-0.1%
可选消费	家用电器和音像器材类	-0.9%	-39.3%	-22.2%	-39.2%	-20.5%	-3.4%	-2.4%
	家具类	-1.7%	-8.8%	-10.5%	-7.4%	-0.4%	-3.7%	-1.1%
	服装、鞋帽、针纺织品类	-3.3%	-0.3%	-4.5%	-8.0%	-0.4%	-1.6%	-5.2%
	日用品类	-5.7%	-6.3%	-1.3%	-8.5%	-3.0%	-1.3%	-2.1%
	文化办公用品类	-21.8%	-9.1%	-5.9%	-18.0%	-10.0%	-1.9%	-2.4%
	餐饮收入	-3.6%	-1.2%	-2.5%	-0.3%	-0.7%	-0.4%	-0.7%
	金银珠宝类	-5.4%	-1.0%	-5.9%	-2.7%	-7.8%	-12.0%	-0.4%
	化妆品类	-4.4%	-0.8%	-26.4%	-40.1%	-4.5%	-6.1%	-6.1%
	体育娱乐用品	-25.0%	-15.7%	-3.5%	-26.7%	-6.2%	-3.2%	-10.7%

来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 2025 年 2 月）

图表14：居民可支配收入单季度同比（%）



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 2024Q4）

图表15：CPI 当月同比（%）



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 2025 年 2 月）

图表16：CPI 分项当月同比（%）

分类	年初至今累计	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08
食品烟酒	-0.1%	0.6%	0.0%	0.9%	2.0%	2.3%	2.1%
衣着	-1.4%	1.1%	1.2%	1.1%	1.1%	1.3%	1.4%
居住	0.1%	0.1%	0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%
生活用品及服务	0.5%	-1.1%	-0.7%	-0.3%	0.1%	0.1%	0.2%
交通和通信	-1.9%	-0.6%	-2.2%	-3.6%	-4.8%	-4.1%	-2.7%
教育文化和娱乐	1.5%	1.7%	0.9%	1.0%	0.8%	0.6%	1.3%
医疗保健	1.3%	0.7%	0.9%	1.1%	1.1%	1.2%	1.3%
其他用品和服务	3.8%	5.4%	4.9%	5.2%	4.7%	3.5%	3.4%

来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 2025 年 2 月）

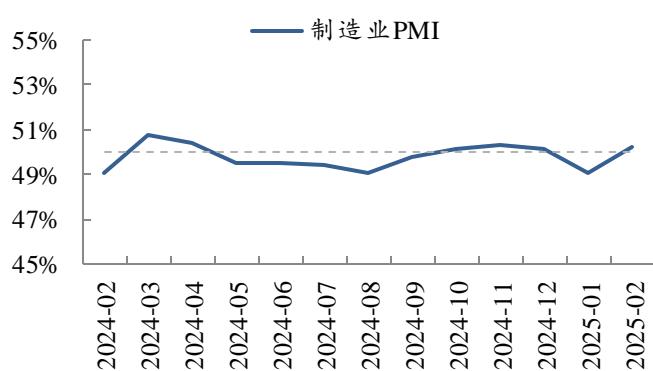


图表17：服务业 PMI



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2025 年 2 月)

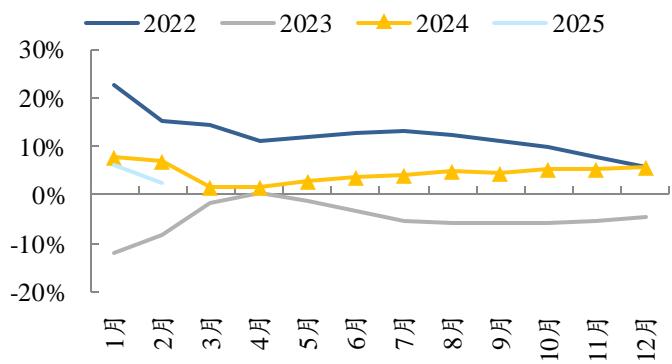
图表18：制造业 PMI



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2025 年 2 月)

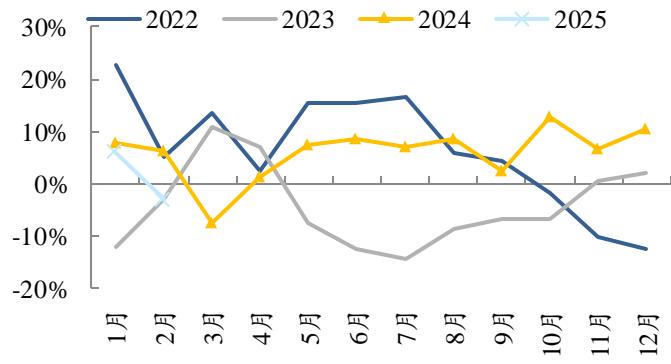
■ 出口数据跟踪

图表19：出口金额累计同比（%）



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2025 年 2 月)

图表20：出口金额当月同比（%）



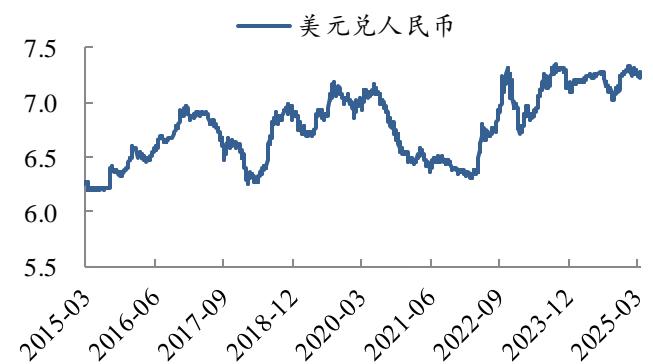
来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2025 年 2 月)

图表21：CCFI 海运价格指数



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2025/3/28)

图表22：美元兑人民币中间价



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2025/3/28)

■ 公募持仓分析

2024 年四季度，公募基金持仓中可选消费整体占比 6.3%，较上季度微降 0.2pct。
分行业看，家电 (4.5%)、纺服 (0.4%)、轻工 (0.6%)、美容护理 (0.2%)、社会



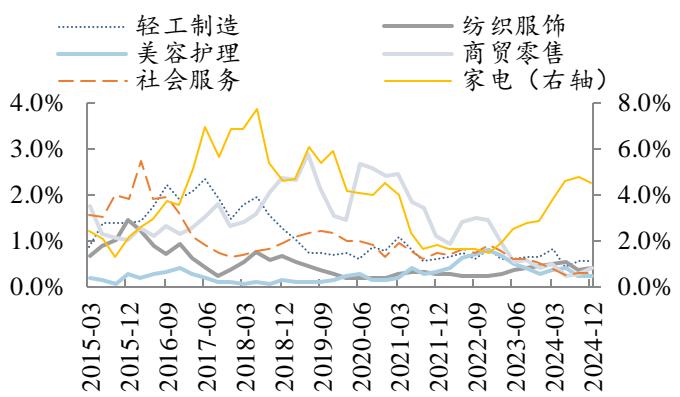
服务（0.3%）、商贸零售（0.4%）。

图表23：可选消费公募持仓（%）



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 2024 年 Q4）

图表24：可选消费分行业公募持仓（%）



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 2024 年 Q4）

图表25：24Q4 可选消费公募持仓 TOP15

排序	证券简称	一级行业	二级行业	24Q4持仓市值 (亿元)	占可选消费比例 (%)	持仓占比变动 (pct)
1	美的集团	家用电器	白色家电	666	29.3%	2.0%
2	美团-W	社会服务	本地生活服务II	223	9.8%	-1.6%
3	阿里巴巴-W	商贸零售	互联网电商	186	8.2%	1.2%
4	格力电器	家用电器	白色家电	184	8.1%	-0.2%
5	海尔智家	家用电器	白色家电	117	5.1%	-1.8%
6	三花智控	家用电器	家电零部件II	76	3.3%	0.0%
7	石头科技	家用电器	小家电	53	2.3%	-2.3%
8	太阳纸业	轻工制造	造纸	49	2.2%	0.1%
9	泡泡玛特	轻工制造	文娱用品	43	1.9%	1.1%
10	中国中免	商贸零售	旅游零售II	35	1.6%	-0.3%
11	小商品城	商贸零售	一般零售	30	1.3%	0.8%
12	百胜中国	社会服务	酒店餐饮	25	1.1%	0.3%
13	海信视像	家用电器	黑色家电	22	1.0%	-0.4%
14	华利集团	纺织服饰	纺织制造	22	1.0%	0.2%
15	同程旅行	社会服务	旅游及景区	21	0.9%	0.4%

来源：Wind，国金证券研究所（注：包括家电、轻工、纺服、美护、商贸零售、社服）

■ 财报选股模型机会筛选



图表26: 24Q3 财报选股模型机会

筛选逻辑	行业名称	细分赛道	证券代码	证券简称	筛选逻辑	行业名称	细分赛道	证券代码	证券简称
超预期	轻工制造	纸包装	603091.SH	众鑫股份	困境反转	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
	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
困境反转	社会服务	餐饮	9922.HK	九毛九	困境反转	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
	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
	商贸零售	专业连锁Ⅲ	6110.HK	滔搏		纺织服饰	非运动服装		

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%)



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。

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：021-80234211

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 5 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：0755-86695353

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**