

2025 年 06 月 15 日

关于港股和消费的两大核心问题

策略研究团队

——投资策略周报

韦冀星（分析师）

耿驰政（联系人）

weijixing@kysec.cn

gengchizheng@kysec.cn

证书编号：S0790524030002

证书编号：S0790125050007

● AH 溢价的回落仍有进一步空间

近期市场讨论较多的问题集中于当下较为火热的港股以及消费板块，这里产生了两个核心问题，一是投资者普遍关心怎么看待当前的 AH 溢价？二是消费当下应该怎么买？本文将重点回答这两个问题。我们在 2025 年 3 月 12 日发布的报告《从 AH 溢价视角看当前港股修复》中指出，2015 年以来，A/H 持续溢价的原因主要包括：A 股相对港股存在估值溢价、两地流动性锚点差异、流动性折溢价效应，以及打新机制带来的看涨期权溢价。今年以来，AH 溢价显著收窄，与过往形态出现背离，背后主要受两方面推动：一是年内南向资金净流入突破新高，港股的边际定价力量发生改变；二是分母端流动性阶段性改善，表现为基础货币扩张、外汇储备与银行体系结余提升、Hibor 下行，共同缓解 H 股流动性压力，支撑估值修复。展望未来，在互联网平台反垄断监管趋缓这一核心催化下，港股估值端的压制得到缓和，在岸市场(A 股)相对离岸市场(H 股)估值或进一步平衡，AH 溢价率有望进一步回落至 2016-2019 年的相对低位。

相关研究报告

《一季报并非真正盈利底的原因及未来盈利底的探讨—投资策略周报》
-2025.6.8

《开源金股，6 月推荐—投资策略专题》-2025.5.29

《理解消费今年以来的领涨——从总量到结构—投资策略周报》
-2025.5.24

● 消费应以 Delta G 为核心线索

今年以来，消费板块超额收益显著，但我们认为，本轮行情的核心驱动力并非“新消费”与“传统消费”的简单对立，而是更深层次的结构性变化。我们提出，应以盈利增速的边际变化 (Delta G) 作为核心线索，它能更准确反映行业的底部修复、业绩反转或加速增长趋势。基于此，我们从未来、现在与过去三个时间维度出发，提出三条投资主线，系统梳理当前消费领域的结构性机会：（1）基于景气预测的边际改善，如饮料乳品、调味发酵品 II；（2）聚焦盈利预测显著上修的板块，如电商、摩托车与个护用品；（3）挖掘财报数据中展现出盈利“拐点”的反转型行业，特别是 2024 年报为负、2025Q1 转正的方向，如包装印刷与黑色家电。

● 大变局下，“变”关注地缘风险溢价下行，“不变”关注国内确定性和预期差

行业配置“4+1”建议：（1）“内循环”内需消费：服装鞋帽、汽车（包括两轮电动车）、一般零售、个护用品、食品、饮料乳品、风味发酵品 II、新零售及黑色家电等，重点关注盈利增速边际改善的细分领域；（2）科技成长自主可控+军工：AI+、机器人、半导体、信创、军工（导弹、无人机、卫星）；（3）成本改善驱动：养殖、航海装备、能源金属、饲料、贵金属；（4）出海结构性机会：中欧贸易关系缓和（对欧洲出口占比高品种：汽车、风电等）及小品类出海（如零食等）；（5）中长期底仓：稳定型红利、黄金、优化的高股息。

● 风险提示：：宏观政策超预期变动放大市场波动；全球流动性及地缘政治风险；测算的定价模型基于历史数据，不能代表未来。

目 录

1、AH 溢价的回落仍有进一步空间	3
1.1、AH 溢价产生的原因	3
1.1.1、AH 溢价产生根本因素：分母端估值差异	3
1.1.2、本次 AH 溢价走势背离“常态”的原因	5
2、消费应以 Delta G 为核心线索	6
2.1、新消费 VS 传统消费：我们给出新线索——Delta G (Δg)	7
2.2、三条主线下，消费板块的结构性机会	9
3、投资建议：大变局下，“变”关注地缘风险溢价下行品种，“不变”关注国内确定性和预期差	12
4、风险提示	13

图表目录

图 1：目前 AH 溢价已显著低于第三阶段中枢	3
图 2：中、美等强在岸市场的估值相较港股离岸市场的估值有明显溢价	4
图 3：A 股和港股小市值股票的换手率均值有显著差异	5
图 4：南向资金持续流入	6
图 5：香港银行总结余上升	6
图 6：二级行业中消费相关领涨	7
图 7：消费行业中分化明显	8
图 8：二级消费行业中的 Delta G 信号	8
图 9：个护用品：盈利预测增速斜率小幅抬升	9
图 10：调味发酵品 II：盈利预测增速长期震荡	9
图 11：服装家纺：景气度进一步回暖	10
图 12：食品加工：景气度改善向好	10
图 13：饮料乳品：盈利边际变化明确	10
图 14：非白酒： Δg 呈现弱正向	10
图 15：互联网电商、摩托车等消费细分行业年内盈利上修幅度较为显著	11
图 16：盈利增速持续边际上行的行业	12
图 17：业绩反转行业	12

1、AH 溢价的回落仍有进一步空间

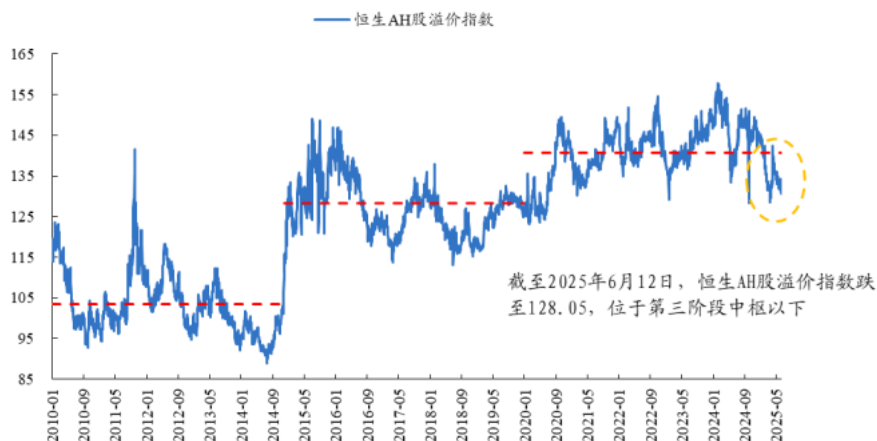
近期市场讨论较多的问题集中于当下较为火热的港股以及消费板块，这里产生了两个核心问题，一是投资者普遍关心怎么看待当前的 AH 溢价？二是消费当下应该怎么买？本文将重点回答这两个问题。

我们在 2025 年 3 月 12 日发布的报告《从 AH 溢价视角看当前港股修复》中将 2010 年以来的 AH 溢价率分为 3 个显著不同的阶段，并提出自第二阶段起 AH 溢价成为常态。具体阶段划分为：以 2014 年 11 月为分界点，第一个阶段为 2010 年 1 月至 2014 年 11 月，第二个阶段为 2014 年 12 月至 2020 年，第三个阶段为 2020 年至今。

截至 2025 年 6 月 12 日，恒生 AH 股溢价指数收于 128.05，已显著低于自 2020 年以来确立的第三阶段中枢水平 140.68。同时，A 股相较 H 股的整体溢价已降至 27%，创近五年新低。目前，本轮溢价快速压缩，已呈现出一定的“常态背离”特征，这意味着港股相对 A 股有显著的修复，但同样这并不代表港股当前就相对高估。本轮“重估”牛由年初的“AI+”叠加互联网带队，过渡到后来的新消费以及创新药，港股市场产生了多只代表性龙头个股，已经成为了当下最具赚钱效应的市场。

在互联网平台反垄断监管趋缓这一核心催化下，港股估值端的压制得到缓和；叠加南下资金持续流入，港股的边际定价力量发生改变，对于日股过去分母端由外资定价的环境产生冲击。在岸市场（A 股）相对离岸市场（日股）估值或进一步平衡，AH 溢价率有望回到 2016–2019 年的相对低位。

图1：目前 AH 溢价已显著低于第三阶段中枢



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1、AH 溢价产生的原因

1.1.1、AH 溢价产生根本因素：分母端估值差异

从 DDM 三要素来看，A/H 股共享类似的分子端（主要区别在于港股具有更多中国互联网平台龙头），而主要的不同则集中于影响估值的分母端的两大要素：流动性和

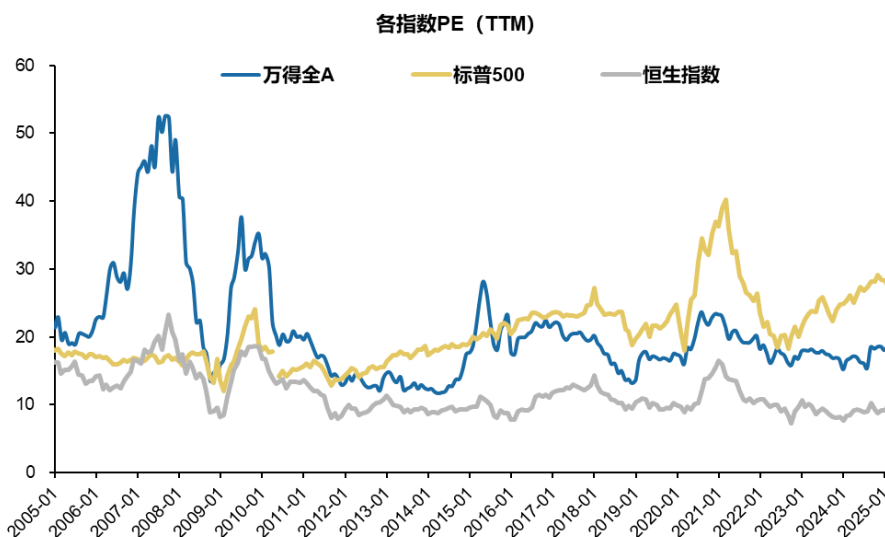
股权风险溢价。由此观之，AH 折溢价的根本原因在于估值的不同。到底是何种原因导致的 A 股对 H 股的相对溢价？

2015 年以来，A/H 持续溢价的主要原因有四：

（1）在岸市场（A 股）相对离岸市场（港股）具有一定估值溢价

A 股是强在岸市场，港股是离岸市场。A 股作为在岸市场，经济、财政政策和货币政策能够较好的互相配合，盈利估值双杀的时间较少；且当货币政策宽松、风险偏好提升时，A 股的分母端驱动力更为直接强劲。港股作为离岸市场，其盈利端主要取决于中国大陆，而分母端流动性则受到以美国为主的发达市场的流动性影响，风险偏好则同时受到大陆/海外的影响，盈利&流动性&风险偏好均是以离岸为主。对于像港股这样的离岸市场，当地政策对于股市的辐射影响力度微弱，当市场出现盈利估值双杀的情况时无法通过政策手段对金融市场进行逆周期调节，这就导致投资者对于离岸市场的信心相对低于在岸市场，从而使得离岸市场的估值偏低。

图2：中、美等强在岸市场的估值相较港股离岸市场的估值有明显溢价



数据来源：Wind、开源证券研究所

（2）分母端流动性的锚的不同

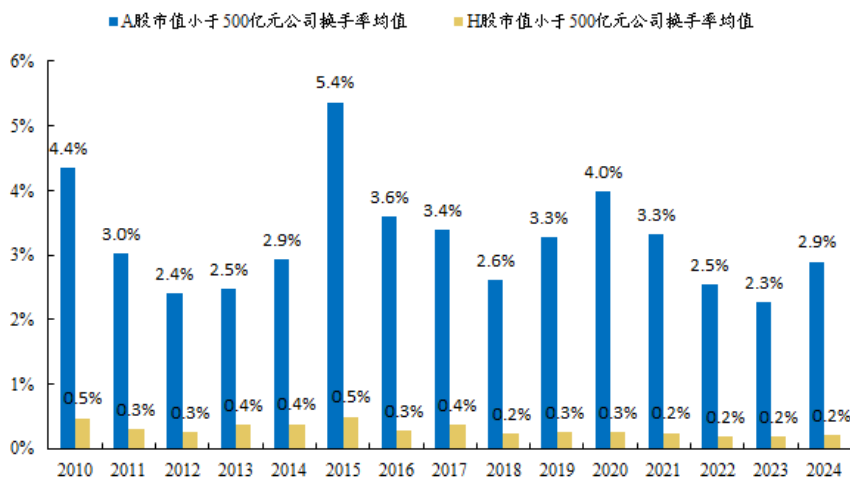
A 股流动性的锚主要对标的是国内主要的无风险利率和货币供应量——从价的角度来看，10 年期国债、银行间流动性（回购、NCD 价格）；从量的角度来看，A 股估值对于中国货币供应十分敏感，即 wind 全 A 估值与 M1 增速呈显著的正向关系。

而港股流动性的锚主要对标的是 10 年期美债实际收益率——2003 年以来，恒生指数的估值与美国 10 年期实际收益率基本呈反向变动关系，即港股流动性的锚主要对标的是海外即美国的流动性情况。

（3）流动性折价/溢价

A 股成交相对港股更为活跃，因而 A 股存在流动性溢价，港股则存在流动性折价。由于 A 股散户、游资占比更高，港股全球性机构投资者占比更高——个人投资者羊群效应显著，采用短线交易策略的较多；而机构投资者多注重价值投资，持股时间相对较长，换手率相对较低。因此，从整体成交额和换手率来看，A 股都高于港股。另一方面，投资者结构和偏好的不同使得 A 股在部分类型股票尤其是小盘股、题材股上的流动性更高，而港股在小盘股的流动性更差，因此港股的估值、尤其是小盘股的估值上相对 A 股往往存在折价。

图3：A 股和港股小市值股票的换手率均值有显著的差异



数据来源：Wind、开源证券研究所

（4）打新“看涨期权”溢价

A 股价格一定程度上包含了“看涨期权”的价值。A 股的“打新”策略具备比较显著且稳定的收益，而 A 股目前新股申购需要二级市场的股票市值来进行配售，因此持有 A 股本身就具备一个“看涨期权”。

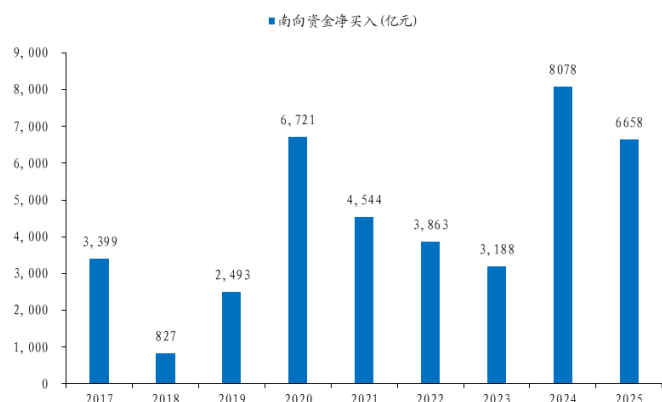
1.1.2、本次 AH 溢价走势背离“常态”的原因

（1）南向资金持续流入：截至 2025 年 6 月 9 日，年内南向资金净流入总额已达 6658 亿元，距离 2024 年全年 8078 亿元仅相差约 1420 亿元，流入节奏显著加快。南向资金的大幅流入反映出市场对港股阶段性估值修复机会的认可，但也造成部分优质 A 股出现相对 H 股“倒挂”等定价异常，背离了以往由分母端驱动形成的相对溢价结构。换言之，在港股估值修复已阶段兑现的背景下，A 股当前的定价错位可能正提示其被低估的结构性机会，有望重新获得资金与市场关注。

（2）分母端流动性锚的阶段性改变：在联系汇率制度下，港元兑美元汇率稳定于 7.75 - 7.85 之间，当美元指数走弱并触及强方保证时，香港金管局通常会买入美元、卖出港元，导致香港基础货币扩张，带动本地流动性改善，表现为外汇储备与银行体系总结余同步上升、Hibor 走低。这一流动性宽松趋势有效支撑了港股估值，削弱了分母端对 H 股的压制力。数据显示，截至 2025 年 6 月 12 日，3 个月期 Hibor 为 1.70%，虽较 5 月略有回升，但整体仍处于低位区间。流动性锚的边际宽松，使得港股在估值分母端的负担明显减轻，从而造成 A/H 股估值体系短期错位，推动 AH 溢

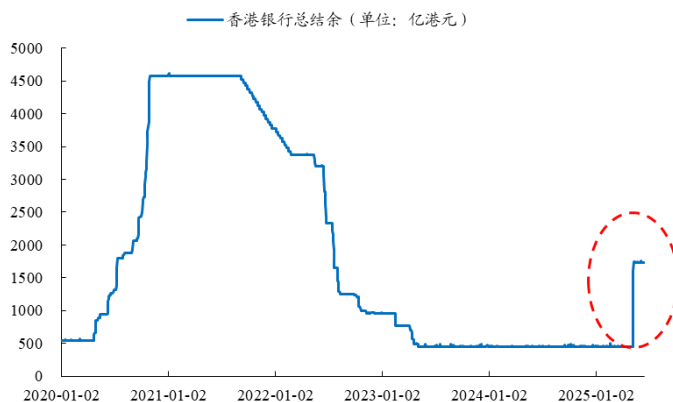
价阶段性收窄。

图4：南向资金持续流入



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：香港银行总结余上升



数据来源：iFind、开源证券研究所

我们在2025年3月12日发布的报告《从AH溢价视角看当前港股修复》中提出：AH溢价或进一步下行，而目前AH溢价指数处于自2015年来的40.2%分位值，较3月12日下跌5.3%。展望未来，AH溢价率依然不是港股的掣肘，仍有进一步下行的空间。

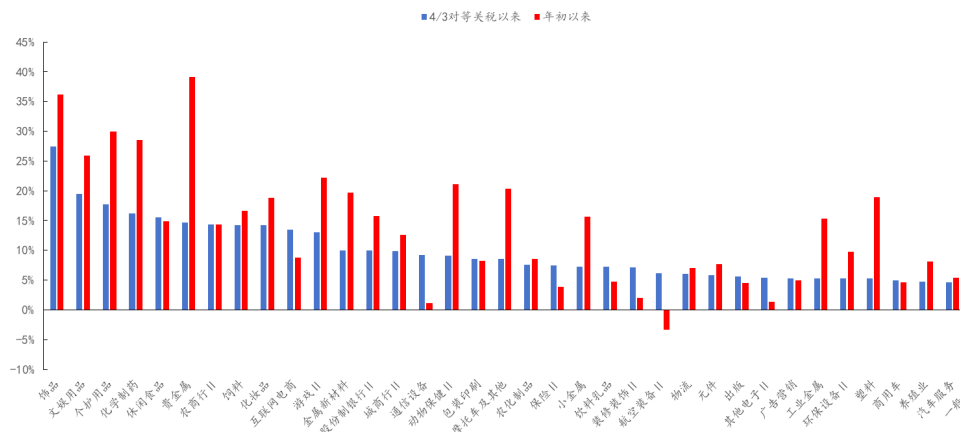
当前AH溢价率的下修过程中，市场主线已从此前由Deepseek等驱动的AI科技与智能驾驶等板块，逐步过渡至新消费与创新药等估值回归主导的方向，H股相较于A股当前更像是“牵牛者”即提供了更强弹性反馈的同时个股更具辨识度以及代表性的指引。此前我们提及港股与A股分子端最大的区别来自于“互联网平台巨头”和“硬科技巨头”的占比。腾讯、阿里、美团等互联网巨头以及小米、理想、小鹏等硬科技巨头均在港股上市，因此年初在新一轮“AI+”逻辑演绎下港股的估值修复有望更强。当下尽管热点较年初存在切换，但港股的个股总能具备更强辨识度，这或由于近年来优质标的赴港上市为市场提供了更多活力，如泡泡玛特、蜜雪冰城等“新式消费”赴港上市后更是为港股扩容了更多符合“新时代特征”的标的，这也吸引了南下资金的持续流入，在岸市场相对离岸市场的估值优势逐步“熨平”。

2、消费应以Delta G为核心线索

从二级行业视角来看，年初至今消费股超额收益显著，尤其在4月美国对华加征关税政策落地后，市场领涨的细分板块均以消费为主，其中又以个护用品、动保、饲料、休闲食品、化妆品等品种涨幅最为领先。

我们在2025年5月24日《理解消费今年以来的领涨——从总量到结构》中从三个维度详细阐述了今年消费上涨的原因，而财政线索（财政边际扩张的方向），不考虑消费最终是否能够取得复苏的情况下，我们可以重视另一个历史规律：历史上

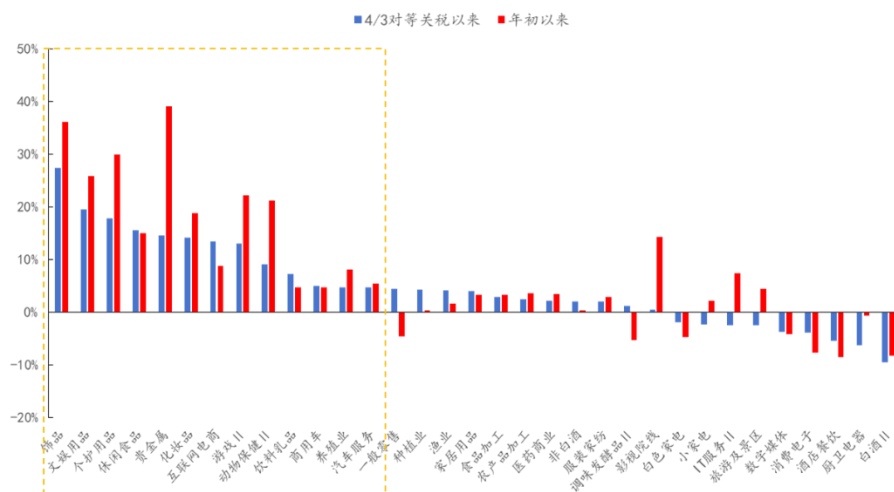
图6：二级行业中消费相关领涨



数据来源: Wind、开源证券研究所

在消费投资领域，“新消费”与“传统消费”的划分并非绝对对立，而是基于行业特征、驱动因素和商业模式差异的相对概念。传统消费通常指成熟度高、需求稳定的行业，如食品饮料、家电、服装等，其增长依赖规模效应、成本控制和品牌壁垒。新消费则聚焦新兴赛道，如新式茶饮、智能家居、健康零食等，其核心在于需求创造和技术赋能。尽管消费板块涨幅显著，但宏观消费数据尚未全面回暖，表明市场更多交易的是结构性机会而非整体复苏。从细分领域来看，市场领涨标的呈现多元化特征，如港股新消费三巨头——泡泡玛特（IP生态重构潮玩行业）、蜜雪冰城（供应链霸权驱动下沉市场）、老铺黄金（用非遗工艺和奢侈品逻辑重构黄金产业）。但同样A股这边的部分食品饮料（非白酒、乳品、休闲食品）、汽车包括两轮电车等涨幅并不弱。既有泡泡玛特、蜜雪冰城等新消费标杆企业，也有老铺黄金等传统消费转型典范，二者涨幅不分伯仲。**值得注意的是，新旧消费的界限正日益模糊。**这表明单纯以新旧行业划分消费投资逻辑已不合时宜，市场正在形成新的筛选标准。

图7：消费行业中分化明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

在此背景下，Delta G（盈利增速边际变化）成为关键指标。**Delta G** 重视的并非盈利增速绝对值的高低，而是盈利增速的边际变化方向，它包括了底部的反转和业绩的再加速两种形态。通过拆解年内消费牛股，发现不论新式茶饮、黄金珠宝赛道还是年内其他涨幅较强的消费二级细分行业其共性均在于盈利预期的显著改善。这种边际变化既包含困境反转的弹性品种，也涵盖高景气赛道的持续超预期。

图8：二级消费行业中的 Delta G 信号

代码	名称	景气预期边际向上	25年盈利预测上修	财报边际增长	年初以来
801053.SI	贵金属		✓	✓	39%
801133.SI	饰品			✓	36%
801981.SI	个护用品	✓		✓	30%
801145.SI	文娱用品	✓		✓	26%
801764.SI	游戏II	✓		✓	22%
801018.SI	动物保健II			✓	21%
801982.SI	化妆品	✓		✓	19%
801128.SI	休闲食品				15%
801766.SI	影视院线			✓	14%
801206.SI	互联网电商	✓	✓		9%
801017.SI	养殖业	✓			8%
801103.SI	IT服务II	✓		✓	7%
801092.SI	汽车服务				5%
801127.SI	饮料乳品	✓			5%
801096.SI	商用车	✓			5%
801993.SI	旅游及景区				4%
801124.SI	农产品加工	✓		✓	4%
801154.SI	医药商业			✓	3%
801142.SI	家居用品	✓		✓	3%
801124.SI	食品加工				3%
801132.SI	服装家纺	✓		✓	3%
881001.WI	万得全A				2%
801113.SI	小家电			✓	2%
801015.SI	渔业			✓	2%
801126.SI	非白酒			✓	0%
801016.SI	种植业	✓		✓	0%
801114.SI	厨卫电器				-1%
801767.SI	数字媒体			✓	-4%
801203.SI	一般零售				-5%
801111.SI	白色家电		✓	✓	-5%
801129.SI	调味发酵品II	✓		✓	-5%
801085.SI	消费电子				-8%
801125.SI	白酒II				-8%
801219.SI	酒店餐饮				-9%
000932.SZ	中证消费				-3%

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、三条主线下，消费板块的结构性机会

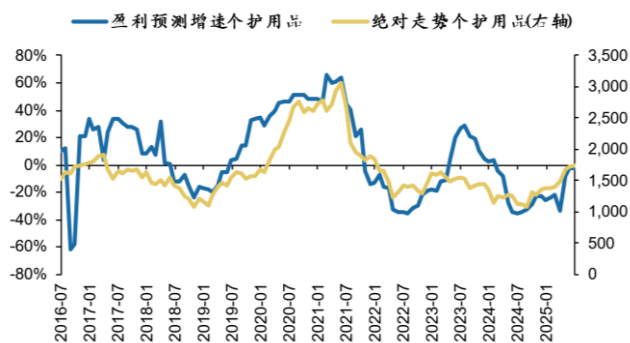
因此，在判断接下来的消费投资方向时，我们以 DeltaG 为核心线索，分别从未来、现在与过去三个时间维度出发，给出一下 3 个投资思路：

思路一：景气预期

我们在 2025 年 3 月 29 日发布的报告《从景气预期看恒生科技和美股科技巨头》当中介绍过景气预期框架。“景气预期”框架的理论基石——**基于分析师预期边际变化的景气预期指标的构建**。“景气预期行业比较框架”与市场上其他基于分析师预期的行业比较框架相比的最大区别是，它不仅考虑了近期分析师预期的边际变化，还考虑了去年同期分析师预期的边际变化，因此对于行业预期在顶部、底部拐点时的边际变化都更加敏感。“景气预期”的趋势可以理解为“卖方分析师对于该行业产业周期趋势的理解”，“景气预期”还具备产业周期的动量，进一步帮助我们判断行业的股价走势。产业趋势往往是中周期的趋势，我们看到“景气预期”指标的往往具有一定的周期性（约 3-5 年一个周期）。由于具有周期性，“景气预期”指标带有一定的“动量”，即一个行业前期产业趋势持续上行，往往在未来一个月产业趋势大概率会延续前期的方向继续向上，小概率突发反转向下；反之亦然。而这也解释了为何景气预期可以充分解释股价走势：即“人们理解的产业趋势”决定了股价走势。

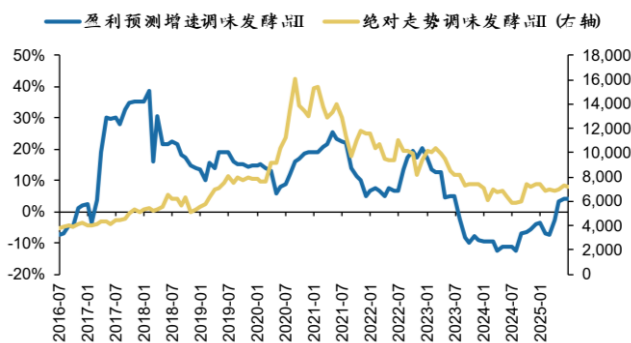
基于景气预期维度，针对不同消费二级行业，从收入景气预期和盈利景气预期两大维度，以 DeltaG 的视角展开呈现。从这个角度出发，我们发现以下个护用品、调味发酵品 II、服装家纺、食品加工、饮料乳品、非白酒等行业在近期均出现盈利预测增速的边际抬升，景气预期拐头向上。其中饮料乳品的 Δg 边际变化最显著。

图9：个护用品：盈利预测增速斜率小幅抬升



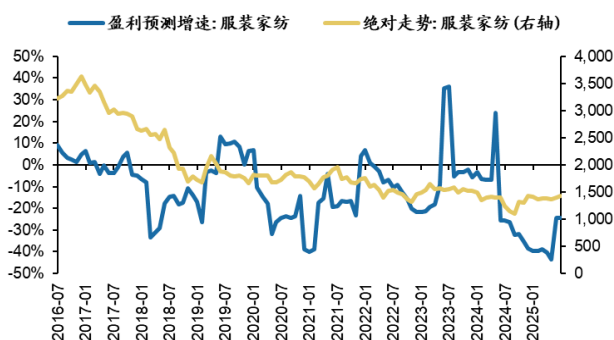
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：调味发酵品 II：盈利预测增速长期震荡



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：服装家纺：景气度进一步回暖



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：食品加工：景气度改善向好

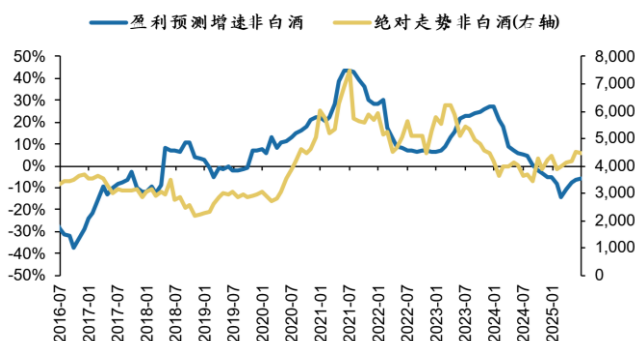


数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：饮料乳品：盈利边际变化明确



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：非白酒： Δg 呈现弱正向


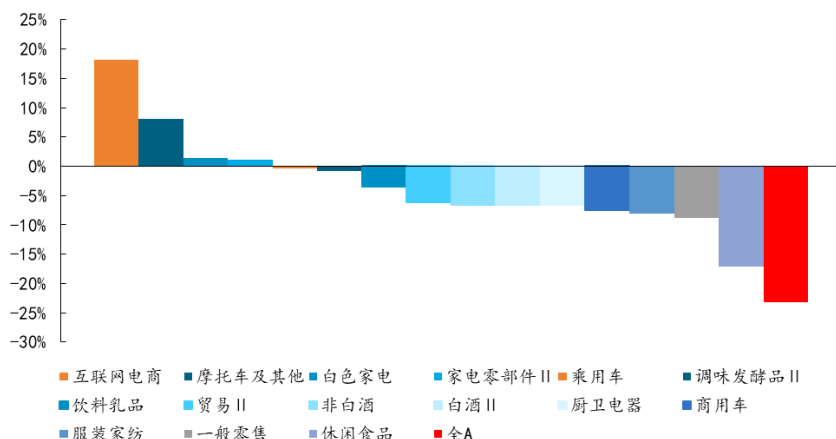
数据来源：Wind、开源证券研究所

DeltaG 正向是景气向上的核心信号，从 Delta G 视角看，**饮料乳品**呈现“盈利增速边际大幅改善（ Δg 强正向）”的消费二级行业，契合“底部反转+业绩加速”特征，与“领涨细分消费行业需 Δg 驱动”逻辑高度匹配，形成完整的“景气改善闭环”。这说明在消费板块中，盈利增速的“边际变化方向”（而非绝对增速），是识别景气与行情的关键线索。

思路 2：盈利预测上调幅度

思路二则是更为直接从当年的盈利预测上修幅度来选出年内基本面改善预期最强的品类，当前相对年初对全年盈利预测上修的消费细分行业有哪些？

1、线索一，寻找盈利预测显著上修的行业。基于数据分析结果，在细分消费行业中，部分行业展现出了盈利预测增速上调的良好态势。其中，互联网电商盈利增速变化达 18%，增长显著，这或得益于互联网技术创新、消费线上化及电商业务拓展。摩托车及其他行业增速为 8.1%，因消费升级、摩托车文化兴起和周边产业发展而增长。白色家电和家电零部件 II 增速较小，分别为 1.3% 和 1.1%，前者源于品质生活需求和企业创新，后者受益于白色家电市场扩大。总体这些消费细分行业年内盈利上修幅度较为显著。

图15：互联网电商、摩托车等消费细分行业年内盈利上修幅度较为显著


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、线索二，基于宏观背景的波动，全A盈利预测较年初均有所下修，消费品普遍具备韧性，哪些品类韧性更足？

在年内经历了中美贸易谈判以及数据上信用端以及地产链修复仍相对缺位的背景下，全A整体的2025年全年盈利相较年初预期有所下修，但内需品类下修幅度普遍优于全A，这反映了消费的刚性和韧性。

食品饮料相关行业，如调味发酵品II、饮料乳品等Delta G为负，但相对A股表现较好。从Delta G的角度看，虽然目前盈利增速在下滑，但下滑幅度小于A股整体水平，说明行业具有一定的抗风险能力。可能是由于原材料价格上涨、市场竞争加剧等因素导致盈利增速下降，但消费的刚需性使得其下滑速度相对缓慢。

此外，部分贸易II、一般零售等行业Delta G为负但优于A股。这些行业受到电商冲击等多种因素影响，盈利增速下滑。然而，它们也在积极转型，如一般零售通过线上线下融合、打造体验式消费场景等方式提升竞争力。从Delta G来看，虽然目前处于负增长区间，但随着转型效果的显现，有可能实现盈利增速的边际改善，向业绩反转的方向发展。

这类行业虽然盈利预测下修，但相比A股-23%的下修仍具有一定优势，表明其在当前市场环境下的抗风险能力相对较强，相对更具韧性。

思路3：实际财报线索中的Delta G

前两条思路我们都是基于未来的盈利预测视角下去筛选，而思路三旨在从已公开财报中挖掘更多线索。我们筛选的核心目标是挖掘盈利增速持续改善的行业机会。

1、盈利增速持续边际上行的行业

通过对比三期内盈利增速，发现乘用车、黑色家电、包装印刷、专业服务、摩托车及其他和个护用品等行业在2024Q1、2024年报和2025Q1三个关键时点处在“盈利增速上行”，反映盈利改善的持续性。具体如下：

图16：盈利增速持续边际上行的行业

代码	行业名称	折线图	2024 Q1 (%)	2024 FY (%)	2025 Q1 (%)
801095.SI	乘用车		-14.4	4.7	19.3
801112.SI	黑色家电		-51.2	-0.5	14.3
801218.SI	专业服务		-21.8	-6.9	-6.7
801881.SI	摩托车及其他		12.6	23.6	38.2
801981.SI	个护用品		-14.2	-4.7	12.9

数据来源：Wind、开源证券研究所

2、2024 年报为负转 2025Q1 为正的业绩反转行业

我们定义的业绩反转行业需严格满足两个核心条件：本期盈利增速为正，标志行业盈利拐点出现，从“困境”向“修复”切换。上期（2024 年报）盈利增速为负，反映行业此前处于盈利下行或承压状态；

从 Delta G 视角看，当前消费板块的“业绩反转”并非简单的“增速转正”，而是“从深度负增长向高正增长”的跳跃式改善（如包装印刷的+36.51%）或“从浅负增长向稳健正增长”的趋势性修复（如个护用品的+17.65%）。前者提供短期修复弹性，后者贡献长期持有价值。

在 A 股市场中，“业绩反转”之所以能引发资金的高度关注，本质上源于预期差的集中修复——当行业从“盈利承压”的悲观预期中走出，通过“负转正”的盈利数据验证拐点时，市场往往会对业绩反转更趋向于热情。因此，识别高 Delta G（强反转信号）且驱动因素可持续的行业（如个护用品的消费复苏），既能捕捉短期边际改善带来的机会，也能分享长期成长红利。

这一类行业在 2024 年报为负增长，但 2025Q1 为转为正增长，增速转正且 DeltaG 改善幅度越大，反转信号越强烈。上述 6 个增速上行品种中，有 3 个属于业绩反转行业，具体如下：

图17：业绩反转行业

代码	行业名称	2025 Q1 (%)	2024 FY (%)	Δ G
801141.SI	包装印刷	19.7	-16.8	36.5
801981.SI	个护用品	12.9	-4.7	17.6
801112.SI	黑色家电	14.3	-0.5	14.8
801095.SI	乘用车	19.3	4.7	14.7
801881.SI	摩托车及其他	38.2	23.6	14.6
801218.SI	专业服务	-6.7	-6.9	0.2

数据来源：Wind、开源证券研究所

3、投资建议：大变局下，“变”关注地缘风险溢价下行品种，

“不变”关注国内确定性和预期差

当前我们认为，尽管 AH 溢价处于 2020 年以来的偏低区间，但基于港股流动性

的阶段性改善以及港股估值端的压制得到缓和，我们认为 AH 溢价的中枢发生了改变，在当前的位置下并不意味着 AH 溢价一定要上行；另一方面，我们依然建议重视消费板块，重点沿着“盈利与预期边际改善”的方向挖掘结构性机会。

同时，大变局下“地缘风险溢价”将嵌入 DDM 定价模型，不建议过多博弈对美暴露过高的品种（盈利有博弈空间，但估值长期来看受损）。大变局下，“变”关注地缘风险溢价下行品种，“不变”关注国内确定性和预期差。

行业配置“4+1”建议：（1）“内循环”内需消费：服装鞋帽、汽车（包括两轮电动车）、一般零售、个护用品、食品、饮料乳品、风味发酵品 II、新零售及黑色家电等，重点关注盈利增速边际改善的细分领域；（2）科技成长自主可控+军工：AI+、机器人、半导体、信创、军工（导弹、无人机、卫星）；（3）成本改善驱动：养殖、航海装备、能源金属、饲料、贵金属；（4）出海结构性机会：中欧贸易关系缓和（对欧洲出口占比高品种：汽车、风电等）及小品类出海（如零食等）；（5）中长期底仓：稳定型红利、黄金、优化的高股息。

4、风险提示

宏观政策超预期变动放大市场波动。

全球流动性及地缘政治恶化风险。

测算的定价模型基于历史数据，不能代表未来。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn