

2025 年 06 月 18 日

从“第四消费时代”看未来消费机遇

策略研究团队

——投资策略专题

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

● 总量承压、结构分化：中国消费正步入深层次转型期

当前中国消费市场在经济弱复苏与政策持续支持下，呈现出“总量承压、结构分化”的趋势：一方面，传统消费升级持续推进；另一方面，新兴赛道加快扩张。同时，当前中国消费呈现出更为突出的情绪化特征，消费者倾向于通过消费进行心理补偿与情绪释放，并愈发重视本土文化的认同感与价值共鸣。这一转型路径与日本自 2005 年前后进入的“第四消费时代”在特征上高度相似，背后是经济、人口和社会心理等多重因素共同作用的结果。在这一背景下，日本过去四十年的消费转型过程所呈现出的阶段性特征与成因，可作为观察消费演进趋势的一个参照视角。同时，围绕消费板块的二级行业表现，我们提出以 Delta G（盈利增速的边际变化）为核心线索的分析方法，重点回答以下问题：当前有哪些消费细分品类值得重点关注？

● “日本消费四十年”的突围逻辑

日本自 2005 年前后步入“第四消费时代”，消费行为逐步呈现理性化、情绪化与文化认同并重的特征，其背后由经济低增速、人口老龄化与社会心理转变共同驱动。相较于以“占有”为导向的第三消费社会，“第四消费时代”更强调个体价值实现、社会联结与生活方式选择，消费重心从物质购买转向服务体验，健康养老、个性定制、环保简约等新兴业态兴起，以动漫为代表的文化产业在情绪共鸣与心理慰藉的需求推动下逆势扩张，成为“文化出海”战略的重要推动因素。这一过程中，消费结构由“拥有型”向“共享型”“体验型”转型，企业则通过标准化产品与个性化服务协同提升供给效率，推动平价高质、节约理性的市场偏好成型。同时，在全球化竞争中，日本品牌积极运用本土文化叙事构建差异化认知，强化文化软实力与海外延展能力，形成以“本土即国际”为特征的输出模式。由此可见日本消费转型过程核心在于围绕人口结构变迁与价值观重塑。中国消费市场的转型路径亦需更加注重人群分层运营、文化认同构建与长期价值驱动，探索具有本土特征的消费升级逻辑与产业演化方向。

● 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。“新”与“旧”的划分并非绝对，而是基于行业特征、驱动因素和商业模式差异的相对概念，且新旧消费的界限正日益模糊。在此背景下，我们提出应以盈利增速的边际变化（Delta G）作为识别结构性机会的核心线索。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，既包括底部反转型的修复机会，也涵盖持续提速型的成长机会。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）思路一：基于景气预测的边际改善，识别景气预期拐头向上的子行业，如个护用品、调味发酵品 II、服装家纺、食品加工、饮料乳品、非白酒、文娱用品、化妆品等；

（2）思路二：聚焦盈利预测显著上修与相对全 A 下修幅度较小的板块，如互联网电商、摩托车及其他、白色家电、乘用车等；

（3）思路三：挖掘财报数据中展现出盈利“拐点”的行业，如包装印刷、黑色家电等。

● 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。

相关研究报告

《关于港股和消费的两大核心问题——投资策略周报》-2025.6.15

《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

目 录

1、“日本消费四十年”的突围逻辑	3
1.1、“第四消费时代”的核心特征：围绕资源效率、生活质量与文化认同的系统性转型	3
1.2、消费转型的驱动因素：三大结构性变量的叠加作用	5
1.3、消费转型结果：产业结构重塑与文化出海	6
2、日本消费转型经验的启示	9
3、消费应以 Delta G 为核心线索	11
3.1、市场回顾：今年以来消费超额收益显著	11
3.2、新消费 VS 传统消费：我们给出新线索——Delta G (Δg)	11
3.3、三条主线下，消费板块的结构性机会	13
4、风险提示	18

图表目录

图 1：第三与第四消费时代的对比分析	4
图 2：日本 GDP 同比增速长期处于低位波动	5
图 3：日本失业率整体稳定在 2%-5% 之间	5
图 4：2023 年日本 65 岁以上人口占比为 29.56%	6
图 5：年轻人对共享空间的接受度正在快速上升	6
图 6：日本“第四消费时代”背景下的典型低价品牌股价表现	7
图 7：日本动漫产业规模逆势扩张	8
图 8：日本动漫产业海外规模大幅扩张	8
图 9：从四条路径思考日本消费转型的启示	9
图 10：二级行业中消费相关领涨	11
图 11：传统消费与新消费涨跌互现	12
图 12：二级消费行业中的 Delta G 信号	13
图 13：个护用品：盈利预测增速斜率小幅抬升	14
图 14：调味发酵品 II：盈利预测增速长期震荡	14
图 15：服装家纺：景气度进一步回暖	14
图 16：食品加工：景气度改善向好	14
图 17：饮料乳品：盈利边际变化明确	14
图 18：非白酒： Δg 呈现弱正向	14
图 19：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	15
图 20：盈利增速持续边际上行的品类	16
图 21：业绩反转品类	17
图 22：基于三条思路我们选出以下品类	17

1、“日本消费四十年”的突围逻辑

在百年变局与经济弱复苏的共振下，中国消费市场正经历深刻变革。2025 年以来，消费板块年初至今超额收益显著，既是政策驱动的结果，也是消费结构性分化的缩影。一方面，**传统消费升级持续推进**，家电产品的智能化折射出消费者对品质生活的追求；另一方面，**新消费赛道快速崛起**，健康零食、智能家居等依托技术创新和需求洞察不断开辟增量市场。同时，当前中国消费呈现出更为突出的情绪化特征，消费者倾向于通过消费进行心理补偿与情绪释放，并愈发重视本土文化的认同感与价值共鸣。这种“总量承压、结构分化”的特征，与日本自 2005 年前后进入的“第四消费时代”转型高度相似，这是经济、人口、社会心理多重因素共同作用的结果。

通过回顾日本过去四十年的消费转型路径，我们将从**核心特征、驱动因素和后续影响**三个方面展开分析。相关经验有助于我们更全面理解消费市场在不同发展阶段可能呈现的特征与演进逻辑。

1.1、“第四消费时代”的核心特征：围绕资源效率、生活质量与文化认同的系统性转型

自 2005 年前后，日本逐步迈入被学界称为“第四消费时代”的新阶段，其显著特征在于消费观念的深刻嬗变以及生活方式的系统性重构。在这一时期，消费行为从以往强调个体拥有与彰显地位的“占有型”模式，逐步转向关注社会关联、环境可持续性、与文化认同的“共享型”与“体验型”模式。这一转型不仅源于人口老龄化、经济低增长的结构性背景，更体现出日本社会价值观层面的系统更新。

对比“第三消费社会（1975-2004）”与“第四消费社会（2005-2034）”的特征，后者呈现出如下转变：社会背景方面，从战后经济高速增长后的泡沫破裂和长期停滞，转为多重危机与不确定性叠加；人口与出生率持续减少，老年人口比重显著上升至 20-30%；国民价值观由强调个体主义与私有观念的“individual”转向重视共享与社会联系的“social”；消费取向不再聚焦品牌、品质或流行趋势，而是趋向“无品牌”“朴素”“环保”“本土”等更具社会意义和可持续性的方向；消费主题从个性、品味、欧式风潮，转变为“联系”“几人一辆”“共享住宅”等集体性与生活方式导向；消费承担者也不再限于特定年龄段的中青年，而是扩展至所有年龄层里单一化的个人。由此可见，日本步入“第四消费时代”后，经历的不仅是物质层面的消费结构调整，更是社会价值观、生活方式以及个人认同方式的深层次变革。

图1：第三与第四消费时代的对比分析

时代划分	第三消费社会1975-2004	第四消费社会2005-2034
社会背景	从石油危机开始，经历低增长、泡沫经济、金融危机，小泉改革加剧贫富差距	雷曼危机、两次大地震、经济长期低迷和不确定性致收入下降，人口减少带来消费市场萎缩
人口	缓慢增长	持续减少
出生率	从2下降至1.3-1.4	稳定在1.3-1.4左右
老年人比率	6% 上升至 20%	20% - 30%左右
国民价值观	强调“个人主义”（Individual）：重视私有权、个人选择、个性表达	倾向“社会主义”（Social）：强调共享理念与社会关系
消费取向	强调个性、差异与多样性；追求品牌、大城市、欧美风格	倾向无品牌、简约生活；注重休闲、本土文化
消费主题	从数量向质量转变：每家多辆、每人一辆、每人多辆	强调“连接”与“共享”：几人共车、车辆共享、住房共享
消费承担者	主要由单身或隐性单身人群承担	所有年龄段的“去家庭化”个体消费者

数据来源：《第四代消费时代》三浦展、开源证券研究所

具体而言，“第四消费时代”的演进特征主要沿四条主线展开：

1、共享意识的崛起成为该阶段最为突出的消费新趋向。与战后经济高速发展时期强调个人资产积累的消费逻辑不同，第四消费时代下的个体更倾向于通过共享实现资源效率最大化与社会关系的再连接。在居住领域，诸如中老年女性合租社区、“共享公寓”等新业态不断出现，不仅有效缓解了空置资源浪费的问题，也重建了高龄社会中的人际支持网络；在交通和消费领域，共享汽车、二手交易平台等逐步普及，使得“占有”不再是使用的前提。在品牌层面，以无印良品、优衣库为代表的企业精准回应了消费者对“去品牌化”与“性价比”的偏好，通过产品的功能性与极简美学赢得市场份额，体现出以“合理使用”为导向的新型消费逻辑。

2、环保与简约的消费取向逐步强化，成为大众行为中的内生变量。在资源约束日益凸显与气候变化议题升温的背景下，日本消费者逐渐摒弃过度消费与浮华包装，回归到理性、低碳、可持续的生活方式之中。在具体消费表现上，服饰选择更注重天然、有机材质，倾向于耐穿耐洗的实用主义；家居消费回归“少即是多”的理念，耐用性与生态安全性被放在优先考虑的位置。同时，政府层面的政策引导也形成重要支撑，例如“零浪费社会”政策与相关地方自治体的社区回收体系，为公众践行绿色消费创造了制度保障，推动形成更广泛的社会共识。

3、本土化与地方文化意识的觉醒成为对抗全球化趋同影响的重要文化力量。在经历了长期对欧美高端品牌与生活方式的模仿与追捧后，日本消费者开始主动回归本土文化，重新审视并重估传统工艺与地域性价值。在消费层面，表现为对地方小众品牌、手工艺产品的兴趣提升，对国内短途旅行的需求上升。在此基础上，“秘境探索”等特色旅游形式不断涌现，形成了区别于传统海外奢侈品消费的新路径。诸如茑屋书店、星野集团等品牌，通过在地文化元素与现代设计的融合，构建出强烈的文化识别度与情感黏性，在第四消费时代中脱颖而出。

4、消费重心从物质向服务的结构性转移，进一步重塑了产业结构与企业定位。伴随着人口结构老化与居民生活节奏的变化，传统耐用品与大宗消费品的重要性下降，而教育、医疗、旅游、养老等服务性消费需求显著上升。在旅游业领域，“慢旅行”成为主流趋势，旅客更看重沉浸式的文化体验与情感疗愈功能，而非快速打卡式的消费模式；在健康与生活服务方面，从定制营养餐到社区健康中心，从护理服

务到精神疗愈，日本社会对“人性化服务”的需求快速增长，推动企业从“卖产品”走向“提供方案”。在这一过程中，消费的本质从“占有”转向“参与”，消费者角色由买家转变为共创者，这种变化已深刻嵌入日本经济结构与社会运行方式之中。

整体来看，四条主线汇聚成三个特征：围绕资源效率、生活质量与文化认同三大主轴展开系统性转型，对政策制定、城市发展乃至全球老龄化背景下的消费路径转型均具有深远启示，成为其他面临类似结构性挑战经济体的重要参照。

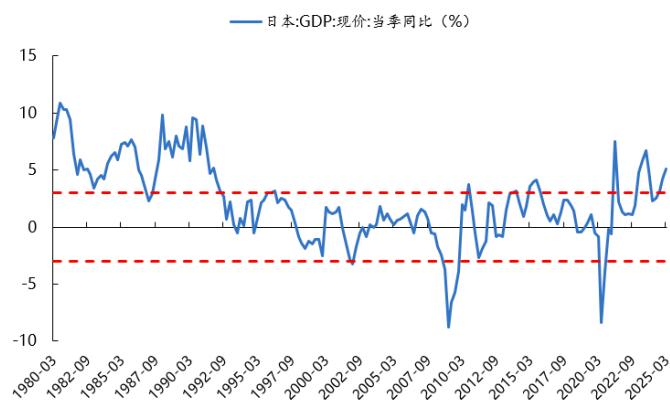
1.2、消费转型的驱动因素：三大结构性变量的叠加作用

日本消费社会进入第四阶段的转型，并非偶然演化，而是受多重结构性因素共同驱动的结果。从宏观经济的长期停滞，到人口结构的持续重构，再到消费心理的潜移默化转向，这一系列深层变量共同塑造了日本当前以共享、简约、本土化为主导的新消费范式。下文将从三个维度深入分析转型背后的关键推力。

首先，经济长期低迷与系统性社会压力的叠加构成了消费结构重塑的基础性背景。自1991年泡沫经济破裂以来，日本进入被称为“失去的三十年”的低增长阶段。其间，不仅GDP年均增速持续处于低位，居民实际可支配收入也陷入长期停滞，家庭资产负债表修复周期拉长，银行体系风险厌恶情绪浓厚。在此背景下，传统依赖信贷扩张与房地产升值支撑的大宗消费模式逐渐失效。2008年全球金融危机的冲击进一步放大了日本民众对不确定性的感知，强化了“节俭意识”与“风险厌恶”型消费倾向，推动社会整体消费行为回归理性，倾向于“必要性消费”与“价值回报更可控”的生活方式。

近年来，日本GDP同比增速整体维持在低位波动，虽然在个别季度出现短暂回升至5%左右，但长期平均增速仍显疲弱，缺乏持续的增长动能；失业率虽整体稳定在2%-5%之间，但在经济危机期间波动幅度显著。反映出日本经济缺乏有效的增长动能和政策刺激空间，促使消费行为向理性化与安全性导向加速转型。

图2：日本GDP同比增速长期处于低位波动



数据来源：Wind、开源证券研究所

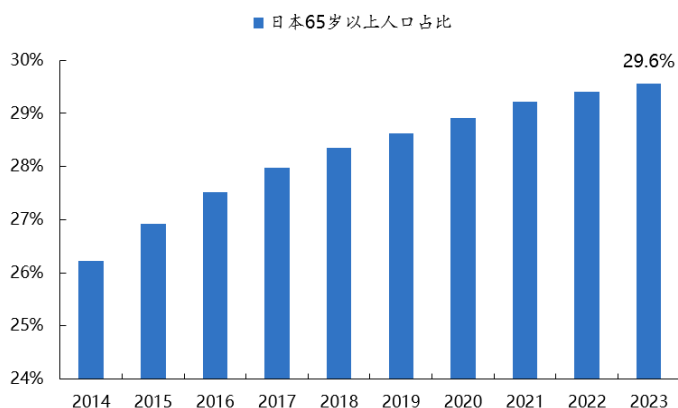
图3：日本失业率整体稳定在2%-5%之间



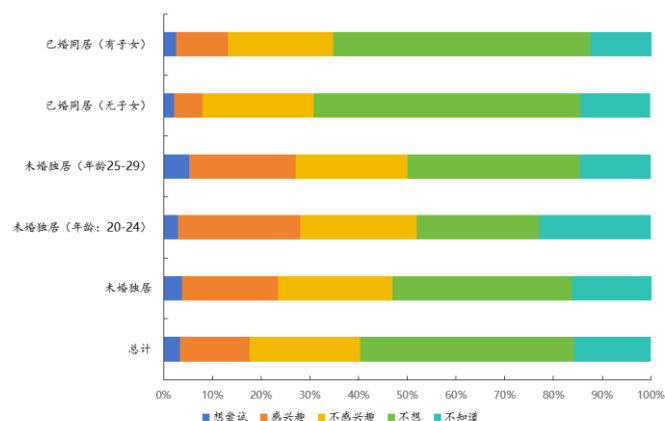
数据来源：Wind、开源证券研究所

与此同时，人口结构的深刻剧变构成了推动消费需求重组的关键变量之一。根据2023年数据，日本65岁以上人口占比已接近30%，正式进入超高龄社会。这一转变不仅在数量上形成压制人口红利的“倒三角结构”，更在消费层面带来明显迁移：老龄群体消费倾向明显向医疗健康、日常照护、心理慰藉与社区支持等服务领域集

中，注重可持续性与低干扰性，偏好功能化、无负担、低更替率的产品形态。同时，伴随生育率持续走低，单身人口占比持续上升，尤其在东京、大阪等大都市圈，独居青年与中老年人群体大幅增长。调查显示在 20-29 岁的未婚独居女性中，有接近 30% 表示愿意或感兴趣尝试“共享住宅”，远高于已婚人群。反映出年轻人对共享空间的接受度正在快速上升。这一趋势催生出微型公寓、单人便当、共享厨房等适配“小单位家庭结构”的消费新场景，也推动传统住宅、餐饮、交通等领域的产品和服务向“个体化”“模块化”演进。

图4：2023 年日本 65 岁以上人口占比为 29.56%


数据来源：Trading Economics、开源证券研究所

图5：年轻人对共享空间的接受度正在快速上升


数据来源：《THE RISE OF SHARING》日本国际文化会馆、开源证券研究所

第三，消费心理的结构性转变为这一轮消费演化提供了文化与价值观层面的支撑。在物质极大丰富之后，传统的“炫耀性消费”逐渐丧失其社会认同基础。曾经代表地位的品牌、价格、外形等维度，被越来越多的消费者所淡化，取而代之的是对“意义感”“情绪价值”与“过程体验”的深度关注。在心理层面，日本社会经历了从“消费是身份象征”到“消费是生活构建”的价值重估。消费者倾向于投入于手工体验、文化参与、社区共创等可与个体精神状态产生深度连接的场景。例如，手作工坊、独立书店、地方节庆等业态迅速兴起，为消费者提供“可被感知的满足”而非单纯“商品的拥有”。这一趋势也为大量本土品牌提供了差异化生存空间，弱化了跨国品牌对消费认知的主导力。

1.3、消费转型结果：产业结构重塑与文化出海

上文中我们发现消费转型主要由宏观经济、人口结构和消费心理三方面驱动，其结果则体现在产业结构的重塑与相关产业的加速成长两个维度。

(1) 产业结构调整：随着消费重心由物质购买向服务与体验转移，日本的产业结构也在悄然重塑。传统制造业如家电、汽车等逐步被边缘化，其增量市场趋于饱和，而医疗、养老、教育、文化创意、低价餐饮等服务型产业则迅速扩张，成为新一轮经济增长的驱动器。

从日本进入“第四消费时代”的十年（2005-2015 年）来看，多个定位低价的品牌在股价表现上显著受益于消费结构转型。泉盛控股、OM2 Network、良品计划、

迅销、泛太平洋国际控股（唐吉诃德）、花王等多个低价定位品牌表现亮眼，显示出它们在消费结构转型中的显著受益。其中，平价餐饮品牌依托连锁化、标准化与高性价比供给满足低支出人群需求，如牛肉饭、家庭料理店在经济波动期更受欢迎；服装快消企业则凭借性价比、基本款、单品定价优势在年轻与中老年人群中稳步扩张；零售美护与生活消费品企业则以成本管理与差异化选品，在生活必需品市场保持稳健增长。

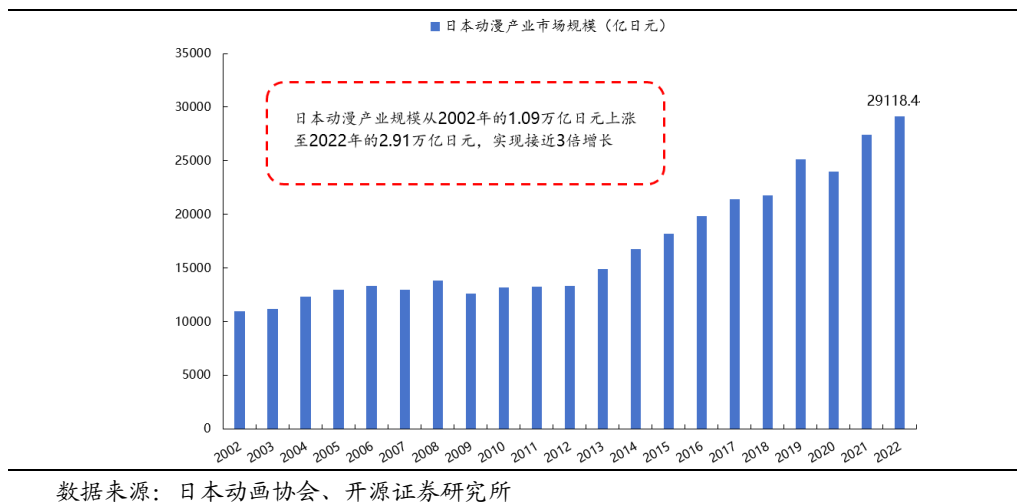
总体来看，这些企业虽分属不同赛道，但本质上都体现了日本“第四消费时代”中理性、节约、去炫耀化的主流消费倾向，背后共同遵循的是“低价高效”的市场逻辑与经营策略。

图6：日本“第四消费时代”背景下的典型低价品牌股价表现

分类	日企	涨跌幅（%）	低价逻辑
平价餐饮	泉盛控股	309.25	快餐及食品连锁店，平价牛肉饭、乌冬面等，性价比高
	萨莉亚	73.60	提供平价意大利餐的连锁餐厅，兼顾品质与效率
	松屋食品	26.39	牛肉饭和日式面条连锁快餐品牌，价格实惠
服装快消	良品计划	378.45	无印良品母公司，注重产品功能性与合理定价
	迅销	446.67	优衣库母公司，强调高性价比与大规模采购优势
	岛村	90.64	本土快消服装品牌，价格亲民、品类齐全
零售美护	泛太平洋国际控股	390.50	消费类电子产品、日用品等，定价具有竞争力
	芳珂	27.76	强调差异化定位，提供平价美妆与营养保健品
	山田控股	19.13	家电零售龙头，通过成本控制压缩售价
	花王	138.74	成本控制能力强，国产市场定价优于国际品牌
	Arclands	75.85	DIY产品主打低价，确保基础功能性不打折
	OM2 Network	137.63	零售鲜肉、肉制品和即食食品，低价与效率结合

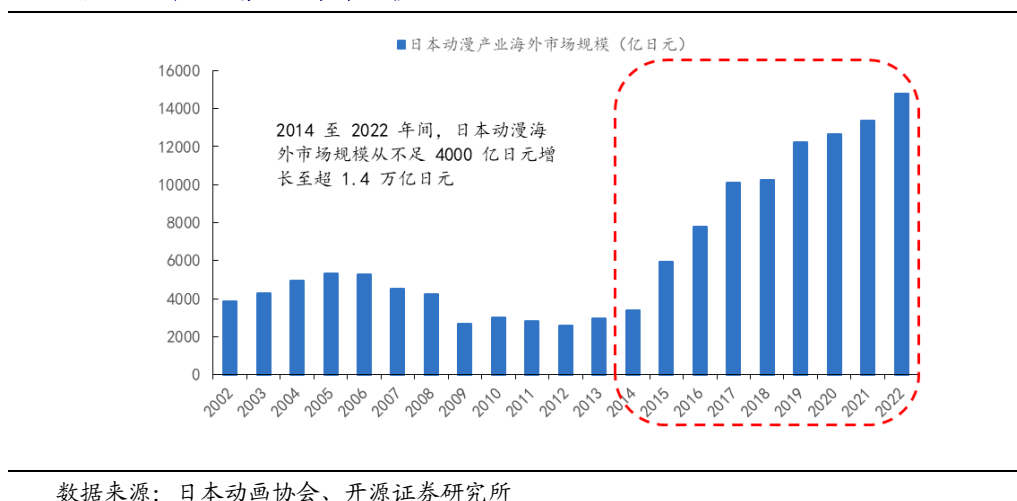
数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

日本动漫产业在经济低迷背景下逆势扩张，其背后的心理与社会基础主要体现在两个层面：其一，在经济困顿与生活压力加剧的背景下，公众对于情绪宣泄和精神慰藉的需求显著上升。动漫作品中所体现的理想主义、友情羁绊、浪漫情感等元素，成功承载了社会群体的情感投射，成为特殊时期的心理安抚机制。其二，随着结构性失业和社会阶层固化等问题加剧，原本处于劳动主力位置的“团块次代”“觉醒世代”逐步将重心从职场转移至个体生活，娱乐和休闲需求迅速上升。时间成本降低叠加经济压力上升，使得价格低廉、获取便利的动漫产品成为主流消费选择，并带动相关产业稳定扩容。在这一背景下，日本动漫产业持续扩容。据日本动画协会发布的数据，其市场规模由2002年的约1.09万亿日元增长至2022年的近3万亿日元，实现逾2倍增长，增速远超同期日本GDP，展现出显著的逆周期韧性与产业外延扩张能力。同时，全球化战略的推进也进一步打开海外增长空间，强化了动漫作为“内容出口资产”的战略地位。

图7：日本动漫产业规模逆势扩张


（2）全球化与本土化博弈：在第四消费时代语境下，日本品牌正主动重塑其全球竞争策略，通过“本土化叙事”强化文化软实力，并构建差异化认知。例如，无印良品提出的“这样就好（Just Enough）”理念，强调生活的本质与极简美学，成功嵌入全球消费者的情感认同体系；与此同时，日本文化体验型产业蓬勃发展，吸引大量海外游客赴日体验茶道、和食、温泉、和服等，形成文化输出与服务出口相结合的全新商业模式，使“本土即国际”成为可能。

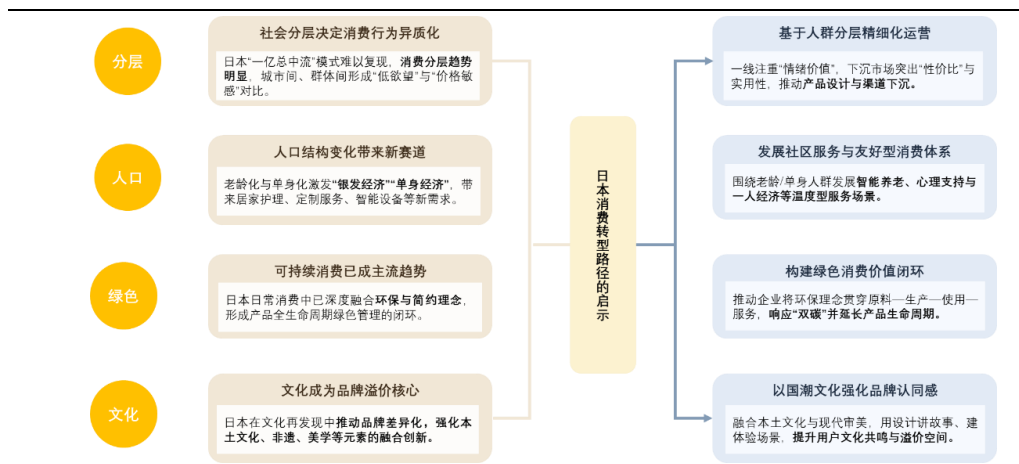
自 90 年代起，日本动漫加快“出海”节奏，通过与海外电视媒体合作、参与国际展会、发售影音制品等多元化方式，逐步建立起覆盖北美、欧洲、东亚等地的受众基础。伴随海外流媒体平台的崛起，海外资本开始主动布局日本动漫内容，以满足日益扩大的全球观众需求。特别是近年来，诸如 Netflix、Crunchyroll 等平台加大对日本动漫 IP 的采购力度，成为拉动其外销增长的主力渠道。数据显示，2014 至 2022 年间，日本动漫海外市场规模从不足 4000 亿日元增长至超 1.4 万亿日元。2020 年海外收入首次超过国内，标志着日本动漫迈入全球内容资产的竞争格局。

图8：日本动漫产业海外规模大幅扩张


2、日本消费转型经验的启示

在分析了日本“第四消费时代”的结构转型与产业演化路径后，我们试图回顾其对中国的现实意义。尽管日本的转型进程发生于特定的历史与人口背景下，但对于当下正处于深层次社会结构调整期的中国，仍具备一定参考价值。尤其是在**消费多样化、人口结构演进、可持续发展理念重构与文化价值回归**等核心议题上，中日两国有一定共性，而日本的实践路径和演进经验，也可为中国新一轮消费升级和产业变迁提供些许思考。

图9：从四条路径思考日本消费转型的启示



数据来源：开源证券研究所

首先，社会分层决定了消费行为的异质性，中国不应试图复制日本曾经历的“一亿总中流”模式。与战后日本社会中产高度同质化不同，中国当下呈现出明显的圈层分化与区域断裂。消费趋势在一线城市的中青年“低欲望”人群与三四线城市的“价格敏感”群体之间形成强烈对比。这种分层结构要求企业与品牌在产品设计、营销策略和服务模式上实施精细化管理。高线城市更关注价值观表达、情绪体验与功能整合，而下沉市场则强调性价比与实用性，未来中国市场需要建立以人群为基础的分层运营体系，推动供给端更灵活地响应多元化消费偏好。

其次，人口结构的变化正带来前所未有的市场机遇。在日本经验中，老龄化与单身化催生了“银发经济”与“单身经济”两大新兴消费赛道，中国可据此提前布局相关产业链。从适老化住宅设计、居家护理服务、智能健康设备，到一人食餐饮、迷你电器、个人定制旅行，相关产品和服务正在形成稳定的需求基础。此外，社区功能的提升也是日本第四消费时代中的关键环节。中国可以通过政策与商业力量合力推动社区服务体系建设，实现医疗、心理、社交、文化等资源在地整合，为高龄与单身人群提供更有温度的生活支持。

第三，践行可持续消费已不再是道德选择，而是企业长远发展的战略布局。在日本，环保与简约已融入日常消费的方方面面，构建了清晰的消费价值体系。中国企业在推动绿色消费时，应在产品全生命周期中融入环保理念，从原料采购（如可再生材料）、生产过程（如碳中和流程）到消费模式（如租赁制、订阅制、共享服务）形成闭环。在政策鼓励“双碳”目标的背景下，可持续消费不仅是市场趋势，更将在未来构成一类基本的竞争门槛。通过“服务化”路径延长产品使用周期，不仅能够降低资源消耗，还可激发客户粘性，提升品牌信任度。

最后，品牌升级的核心不只是技术，更在于文化。在日本，第四消费时代的一大亮点在于本土文化的再发现与产业化转化。对中国而言，走出“低价陷阱”的关键之一，正是在传统文化中寻找差异化资源。非遗工艺、地域特色、民俗美学等元素，若能与现代审美和市场需求相融合，将极大增强品牌的文化张力与用户认同感。例如，借助国潮风潮进行产品再设计、包装本地文化叙事、引入文化体验式消费场景，都能有效拉升品牌溢价。文化不仅是产品的包装，更是品牌长期价值的锚点。

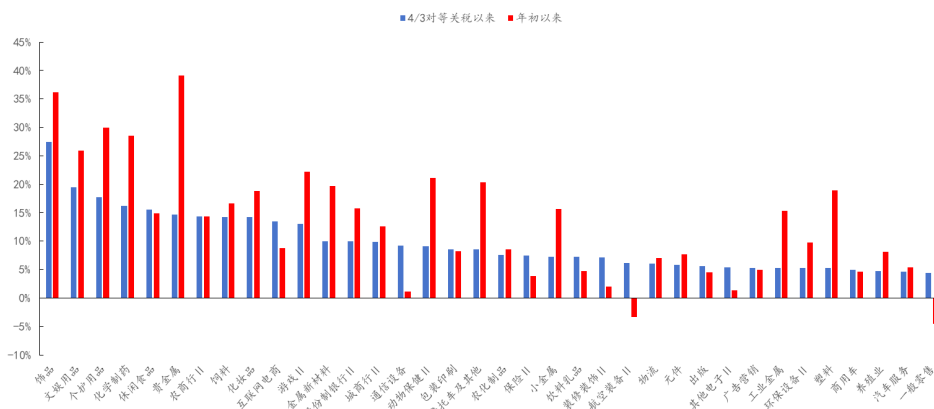
3、消费应以 Delta G 为核心线索

3.1、市场回顾：今年以来消费超额收益显著

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。

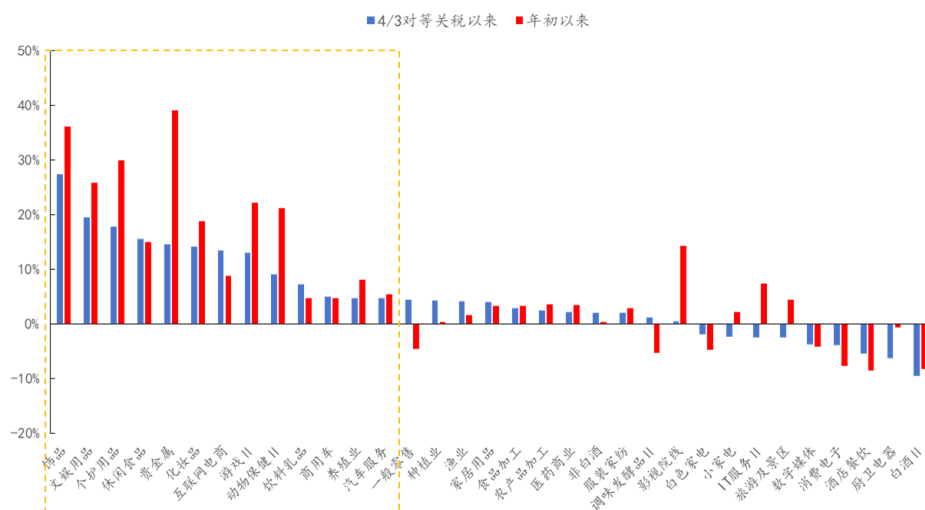
我们在 2025 年 5 月 24 日《理解消费今年以来的领涨——从总量到结构》中从三个维度详细阐述了今年消费上涨的原因，而财政线索（财政边际扩张的方向），不考虑消费最终是否能够取得复苏的情况下，我们可以重视另一个历史规律：历史上来看，获得财政边际支持扩张的方向，往往能够在财政边际扩张的过程当中，获得显著的超额收益。而基于这一线索，我们可以看到，从 2024 年 12 月的中央经济工作会议一直到今年 4 月 25 日的政治局会议，政策的支持方向持续向消费和科技倾斜，尤其是消费维度，在 4 月 25 日的政治局会议当中进一步提及服务消费。从本轮政策的一致性来看，我们认为财政对于消费维度的边际支出会持续扩张，从而带来对超额收益的指引，并强调科技已形成一致预期，2025 年中国资产配置的核心主线已明确为“科技+消费”。

图10：二级行业中消费相关领涨



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11：传统消费与新消费涨跌互现



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12：二级消费行业中的 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%
000932.SZ	中证消费				-3%
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%

数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3、三条主线下，消费板块的结构性机会

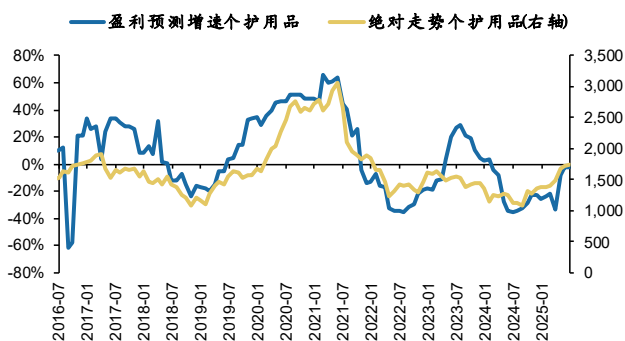
因此，在判断接下来的消费投资方向时，我们以 Delta G 为核心线索，分别从未来、现在与过去三个时间维度出发，给出以下 3 个投资思路：

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”的趋势可以理解成“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。

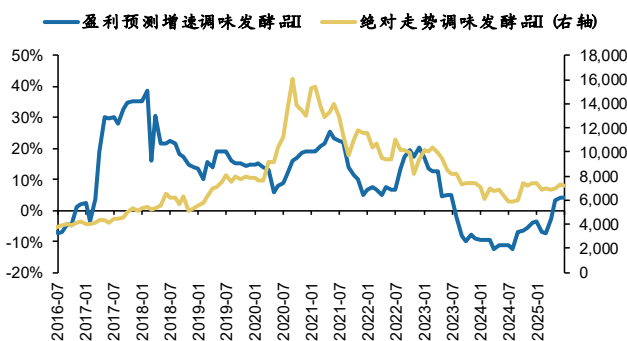
基于景气预期维度，针对不同消费二级行业，从收入景气预期和盈利景气预期两大维度，以 Delta G 的视角展开呈现。从这个角度出发，我们发现以下个护用品、调味发酵品 II、服装家纺、食品加工、饮料乳品、非白酒等行业在近期均出现盈利预测增速的边际抬升，景气预期拐头向上。其中饮料乳品的 Δg 边际变化最显著。

图13：个护用品：盈利预测增速斜率小幅抬升



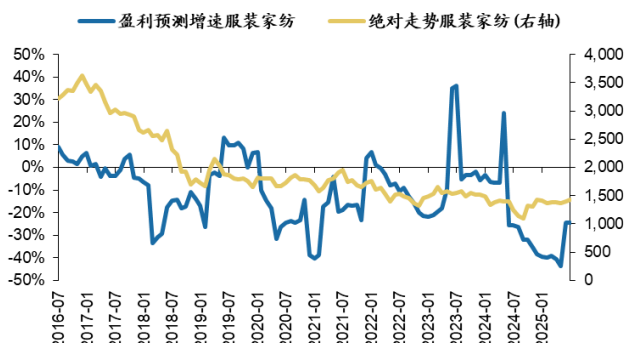
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：调味发酵品 II：盈利预测增速长期震荡



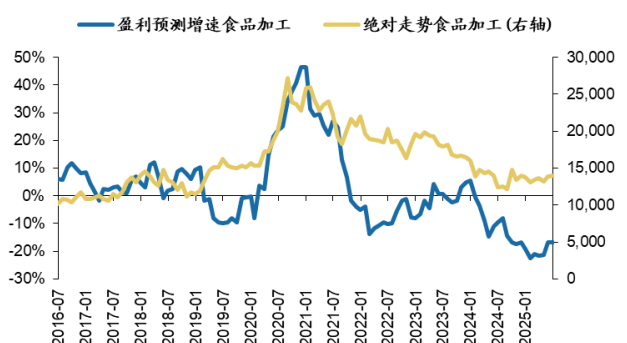
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：服装家纺：景气度进一步回暖



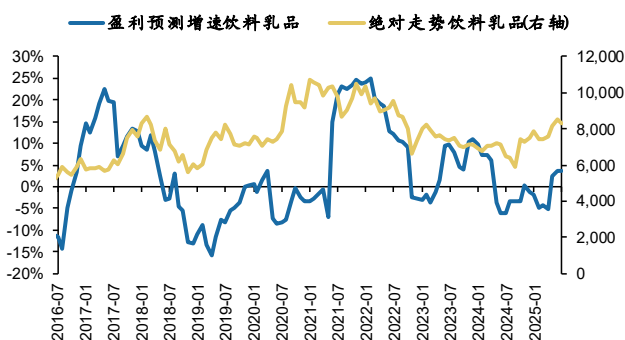
数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：食品加工：景气度改善向好



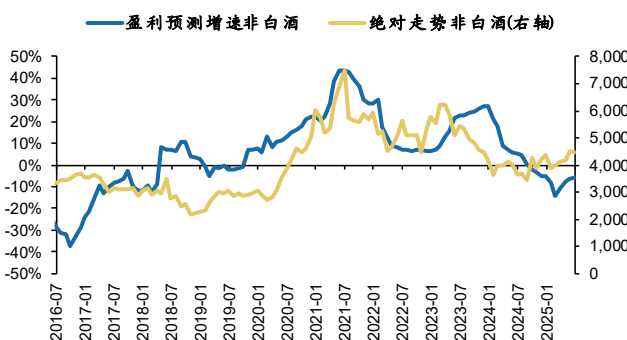
数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：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18：非白酒： Δg 呈现弱正向



数据来源：Wind、开源证券研究所

Delta G 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，请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

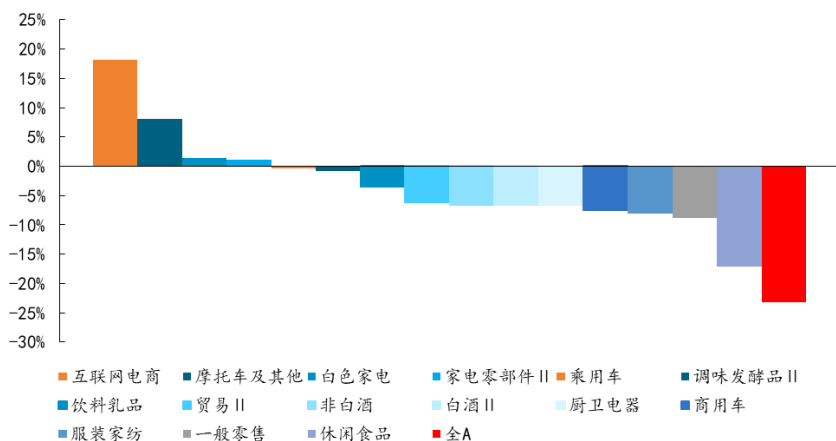
征,与“领涨细分消费行业需 Δg 驱动”逻辑高度匹配,形成完整的“景气改善闭环”。这说明在消费板块中,盈利增速的“边际变化方向”(而非绝对增速),是识别景气与行情的关键线索。

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19: 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 年全年盈利相较于年初预期有所下修,但内需品类下修幅度普遍更小。

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、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20：盈利增速持续边际上行的品类

代码	二级行业名称	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%）。前者提供短期爆发力，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），既能捕捉短期爆发机会，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 Delta G 改善幅度越大，反转信号越强烈。二级消费板块中包装印刷、个护用品与黑色家电属于典型的业绩反转品类，具体如下：

图21：业绩反转品类

代码	二级行业名称	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

基于上述三条思路，我们建议关注以下 Delta G 边际变化显著的品类：（1）景气预期边际改善：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、文娱用品、化妆品等；（2）盈利预测边际上修+相较于全 A 韧性较强：互联网电商、摩托车及其他、白色家电、乘用车等；（3）业绩边际反转+财报边际改善：包装印刷、黑色家电等。

图22：基于三条思路我们选出以下品类

判断思路	判断依据	二级行业
思路一	景气预期拐头向上	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、文娱用品、化妆品等
思路二	2025年盈利预测边际上修	互联网电商、摩托车及其他、白色家电
	相较全A下修幅度较小	乘用车、调味发酵品 II、饮料乳品、贸易 II、非白酒
思路三	财报持续边际增长	乘用车、黑色家电、专业服务、摩托车及其他、个护用品
	业绩反转	包装印刷、个护用品、黑色家电

数据来源：Wind、开源证券研究所

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