

可选消费中期策略报告

新消费创造成长主线，结构性牛市曙光已现

分析师：赵中平 执业编号：S1130524050003

分析师：张杨桓 执业编号：S1130522090001

分析师：杨欣 执业编号：S1130522080010

分析师：王刚 执业编号：S1130524080001

分析师：许孟婕 执业编号：S1130522080003等

2025年6月

目录

01

总论结论

02

25H1消费中观&可选消费行情复盘

03

25H2 消费中观&可选消费行情展望

04

消费长线主题思考

05

中观行业估值比较

06

风险提示

1 总论结论

1.1、24年度策略表现回溯：Beta赛道+Alpha选股协同奏效

- 在国金可选消费2024年度策略中，我们旗帜鲜明地看好城镇化率后期新消费主线的崛起，凭借赛道Beta投资方法论，前瞻性地挖掘了相关赛道，对应标的在2025年上半年得到了明确表现。
- 2024年底国金可选消费在《美日消费变迁的启示：经济驱动动能转移，消费结构牛市渐起》报告中，深入剖析美日消费产业在城镇化率放缓周期中的发展轨迹，锚定新消费方向将成为未来消费投资的中心，并聚焦情绪价值、消费出海、功能价值、渠道变革，指出了当时底部的可投资标的。

图表：24年度策略推荐标的股价表现（25H1）

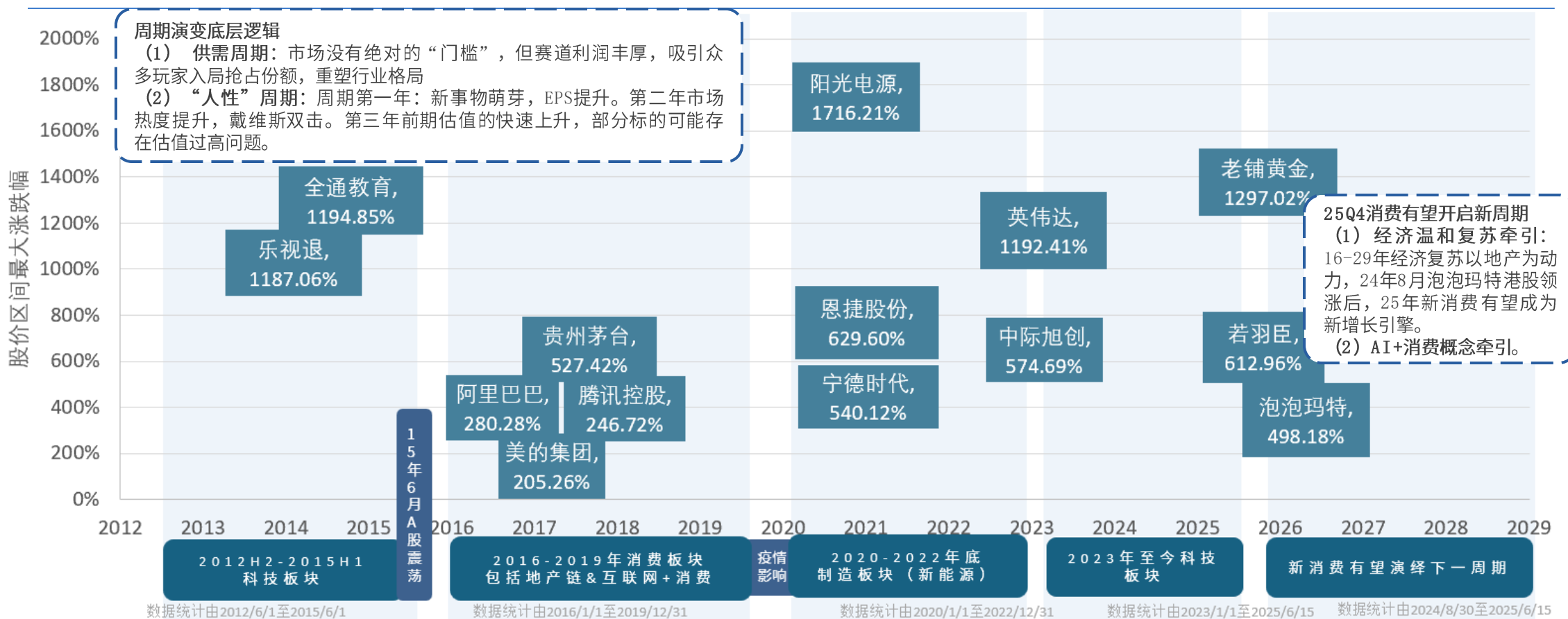
推荐逻辑	行业	公司代码	公司名称	2025/6/15表现			2024年收入表现（亿元）		净利润（亿元）			PE		
				市值（亿）	pe_ttm	ps_ttm	营业收入	归母净利润	25E	26E	27E	25E	26E	27E
情绪价值	轻工制造	9992.HK	泡泡玛特	3,348	108	26	130	31	57	80	108	59	42	31
	纺织服饰	6181.HK	老铺黄金	1,498	103	18	85	15	32	45	64	47	33	24
	农林牧渔	002891.SZ	中宠股份	206	48	4	45	4	5	6	7	45	37	30
	农林牧渔	301498.SZ	乖宝宠物	469	69	8	52	6	8	10	13	59	46	36
消费出海	电子	6969.HK	思摩尔国际	1,101	86	9	118	13	14	20	26	77	54	42
	商贸零售	600415.SH	小商品城	1,058	33	7	155	31	40	53	63	27	20	17
	电子	300866.SZ	安克创新	591	26	2	247	21	26	32	40	23	18	15
	家用电器	1070.HK	TCL电子	220	14	0	920	18	21	25	30	11	10	8
	轻工制造	301061.SZ	匠心家居	158	21	6	25	7	8	9	11	20	17	14
	轻工制造	301004.SZ	嘉益股份	104	13	3	28	7	9	11	13	12	10	8
功能价值	美容护理	832982.BJ	锦波生物	379	47	24	14	7	11	15	20	35	26	19
	家用电器	688169.SH	石头科技	393	21	3	119	20	20	25	31	20	16	13
	美容护理	300888.SZ	稳健医疗	272	36	3	89	7	10	12	15	26	22	19
	商贸零售	301078.SZ	孩子王	166	83	2	93	2	4	5	7	46	34	25
渠道变革	社会服务	3690.HK	美团-W	7,721	19	2	3,376	358	365	484	602	21	16	13
	商贸零售	002251.SZ	步步高	134	10	4	33	12	2	4	6	64	32	22
	美容护理	003006.SZ	百亚股份	122	39	3	32	3	4	5	6	32	25	20

资料来源：Wind、国金证券研究所（预测数据选用Wind一致预期）

1.2、主线逻辑：A股三年投资周期方法论，为何研究新消费

- 新消费方向崛起，看好未来3年周期演绎。从历史周期来看，A股市场呈现出较为明显的3年周期规律，2012年6月至2015年6月科技板块主导，2016年至2019年消费板块崛起，2020年初至2022年底制造板块引领，2023年1月至今回归科技行情。2024年8月，泡泡玛特，老铺黄金等新消费标的在港股表现亮眼，预计A股2025Q4开始启动新一轮消费行情。

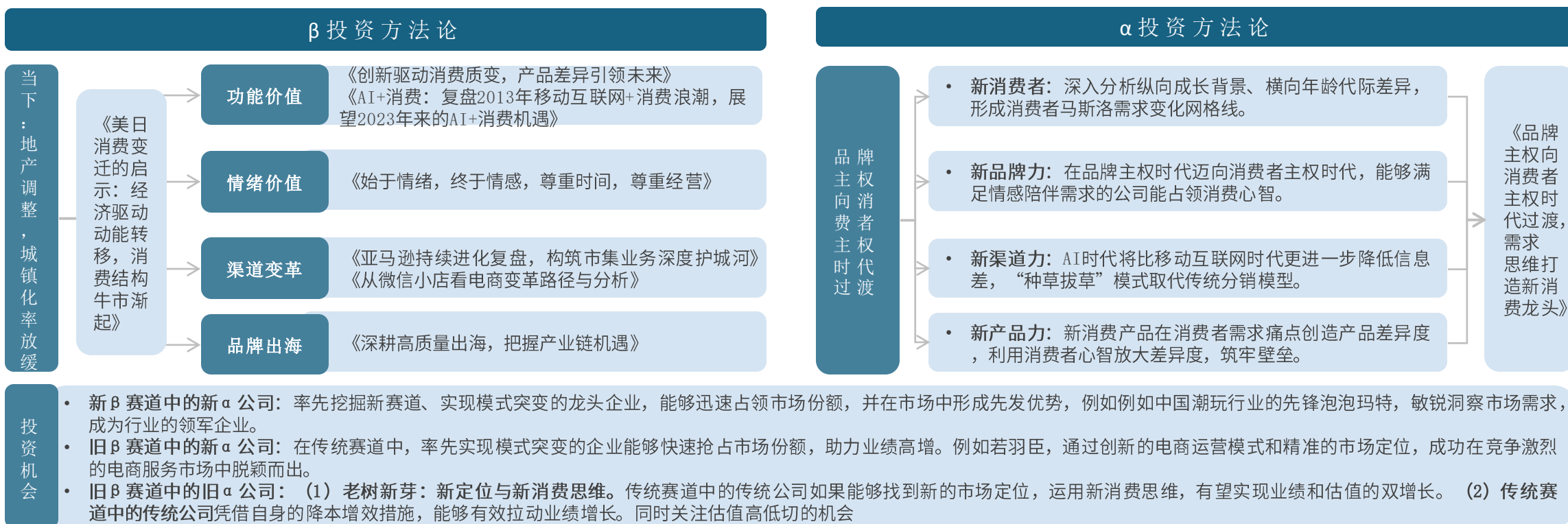
图表：A股三年周期方法论



1.2、主线逻辑 如何研究新消费——国金新消费方法论

- 2025年我们持续深化并完善国金新消费长期投资方法论，构建了“赛道β+突变α”投资方法论体系。
 - (1) β赛道投资：以美日消费产业对比为起点，从“时光机”角度寻找渗透率高速提升的赛道。
 - (2) α选股：寻找成熟行业中，能够从行业的人货场变迁中选择需求变迁的切入点，并凭借企业的产品力、渠道力、品牌力，实现企业自身能力突变与消费需求渐变的完美结合，短时间内快速提升市占率的公司。
 - (3) 长线主题： 聚焦功能价值、情绪消费、渠道变革、品牌出海等四大长线主题。

图表：国金新消费投资方法论体系



1.2、主线逻辑：坚定持有兑现度较高的新消费龙头

- 25Q3阶段性盘整中把握结构性机会，积极寻找有增长潜力的二线标的。（1）新消费龙头筹码结构有变化，主题热度从一线龙头标的的延伸至行业三四线标的，短期一线龙头标的热度较高或出现盘整。（2）25Q3宏观经济基本面边际承压，消费板块短期调整。（3）积极寻找有增长潜力的二线标的。新消费行业仍处于发展的前期阶段，新模式、新产品不断涌现，积极挖掘低估值标的。
- 2025年Q4龙头企业有望再创新高。伴随龙头企业业绩演进，新消费龙头企业有望在下半年持续超预期表现，在2025Q4有望向2026年进行估值切换，推动板块在经历季度盘整后再创新高，预计板块间表现将分化，龙头与预期能持续兑现增长的新锐公司有望持续表现。

图表：新消费龙头筹码变化

代码	简称	解禁日期	解禁数量占总股本比例 (%)
01364. HK	古茗	2025年8月12日	64.0%
02097. HK	蜜雪集团	2025年9月3日	19.0%
01318. HK	毛戈平	2025年6月10日	7.5%
06181. HK	老铺黄金	2025年6月28日	40.0%
00325. HK	布鲁可	2025年7月10日	60.0%
证券代码	证券简称	拟变动数量上限占总股本比 (%)	
002345. SZ	潮宏基	3.0%	
603719. SH	良品铺子	0.4%	
300824. SZ	北鼎股份	2.0%	
003010. SZ	若羽臣	12.0%	

资料来源：Wind，国金证券研究所

图表：新消费赛道标的梳理

行业	公司代码	公司名称	2025/6/15表现			净利润 (亿元)			PE		
			市值 (亿)	pe ttm	ps ttm	25E	26E	27E	25E	26E	27E
轻工制造	9992. HK	泡泡玛特	3,348	108	26	57	80	108	59	42	31
轻工制造	6969. HK	思摩尔国际	1,101	86	9	14	20	26	77	54	42
轻工制造	2276. HK	康耐特光学	165	39	8	5	6	8	31	26	21
零售&家电	300866. SZ	安克创新	591	26	2	26	32	40	23	18	15
社会服务	300144. SZ	蜜雪集团	1,908	44	8	54	66	78	36	31	27
社会服务	3690. HK	美团	7,721	20	2	352	473	614	21	16	12
社会服务	6862. HK	海底捞	760	17	2	49	50	52	15	14	13

资料来源：Wind，国金证券研究所（预测数据选用Wind一致预期）

1.2、主线逻辑：积极拥抱具备新消费思维的传统赛道优质公司

- 深挖老树新芽，关注具备新消费思维的传统赛道优质公司。重视新消费赛道与新消费思维的中小体量企业，由于其灵活的经营机制和较低的转型成本，能够更迅速地调整战略，较快切入新消费赛道，通过新消费经营策略和产品服务实现市场份额的持续增长，同时带动市场预期和估值提升，中远期有望兑现为估值业绩的戴维斯双击，尤其重视从新切入赛道的3-4线公司迅速演化为2线标的的类白马机会；

图表：部分“老树新芽”方向标的梳理

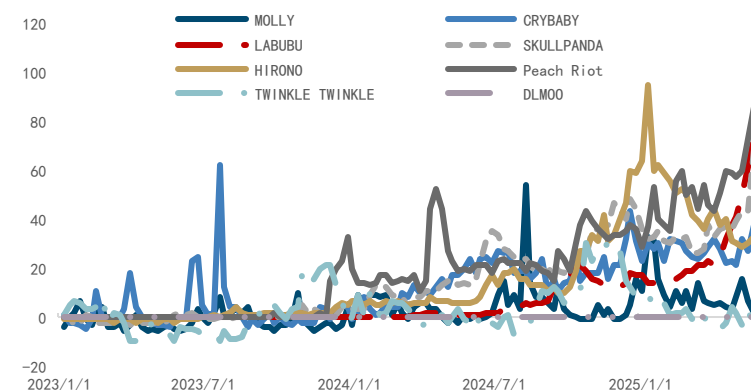
行业	公司代码	公司名称	2025/6/15表现			2024年收入表现（亿元）		净利润（亿元）			PE		
			市值（亿）	pe_ttm	ps_ttm	营业收入	归母净利润	25E	26E	27E	25E	26E	27E
轻工制造	603899.SH	晨光股份	305.4	22.9	1.3	241.3	14.0	15.8	17.6	19.6	19.4	17.3	15.6
轻工制造	002831.SZ	裕同科技	221.7	15.5	1.3	170.4	14.1	17.0	19.2	21.4	13.1	11.5	10.4
轻工制造	001323.SZ	慕思股份	116.6	6.4	2.1	56.0	7.7	8.0	8.7	9.4	14.6	13.5	12.4
家用电器	600060.SH	海信视像	292.2	12.5	0.5	583.5	22.5	25.8	29.1	32.4	11.3	10.0	9.0
纺织服饰	600398.SH	海澜之家	347.7	15.8	1.7	208.4	21.6	25.3	28.7	31.4	13.7	12.1	11.1
纺织服饰	002345.SZ	潮宏基	141.1	56.1	2.0	64.3	1.9	4.7	5.6	6.6	29.9	25.3	21.4
商贸零售	601933.SH	永辉超市	441.0	-21.5	0.7	675.7	-14.7	-3.1	6.2	12.2	-144.6	71.1	36.2
商贸零售	002251.SZ	步步高	133.6	10.2	3.6	34.3	12.1	2.0	4.6	6.7	65.8	28.9	20.0
商贸零售	6808.HK	高鑫零售	233.8	58.9	0.3	725.7	-16.1	4.1	6.0	8.1	51.1	32.3	24.7
社会服务	9987.HK	百胜中国	1,187.3	18.3	1.5	817.7	66.7	69.0	75.3	82.3	17.3	16.0	14.9

资料来源：Wind，国金证券研究所（预测数据选用Wind一致预期）

1.2、主线逻辑：情绪价值新消费——潮玩浪潮

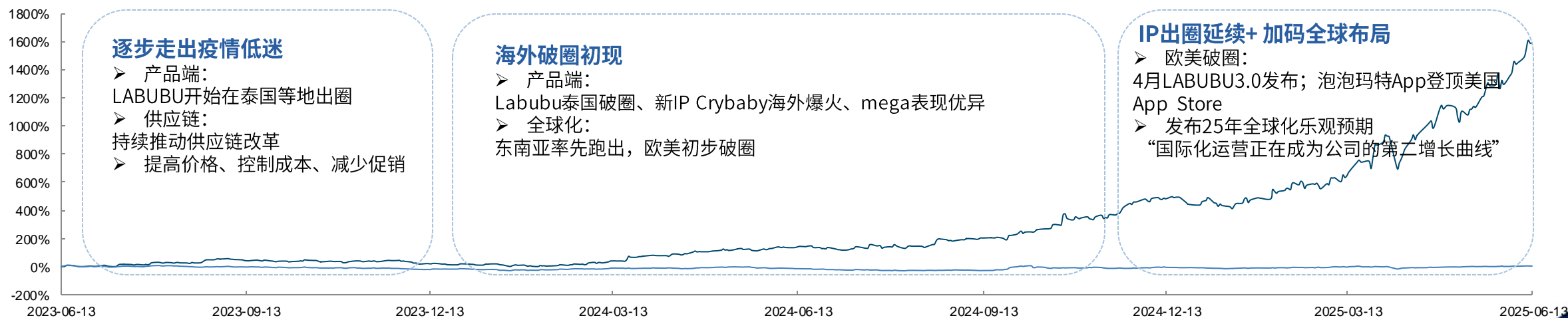
- 泡泡玛特：“世界工厂”向“全球创意中心”的范式转换领头羊。
- 产品端：凭借成熟的孵化与运营机制，构建极具竞争力的 IP 全链平台。新品发售节奏印证差异化产品创新力，出圈之路证明了IP潮玩行业运营能力（明星种草社交分发扩散等）仍在创新探索阶段、后续多点开花值得期待。
- IP运营周期：多元化 IP 变现模式，有效延长 IP 生命周期、多线运作能力持续验证，主IP the Monsters仍在势能上行期未见天花板，Labubu 3.0再度全球火爆验证IP引领创新力，Molly借助MEGA、Baby molly等成功发展为长线IP。
- 出海：从经销、快闪到 DTC，区域方向从日韩→东南亚→欧美，伴随能力夯实由近到远辐射全球；labubu出海，关注从“世界工厂”向“全球创意中心”的范式转换

图表：泡泡玛特各Ip谷歌热度搜索提升幅度（以23/1/1为基准）



资料来源：Wind，国金证券研究所

图表：泡泡玛特股价复盘



资料来源：公司公告，谷歌，国金证券研究所

1.2、主线逻辑：情绪价值新消费——黄金珠宝年轻化

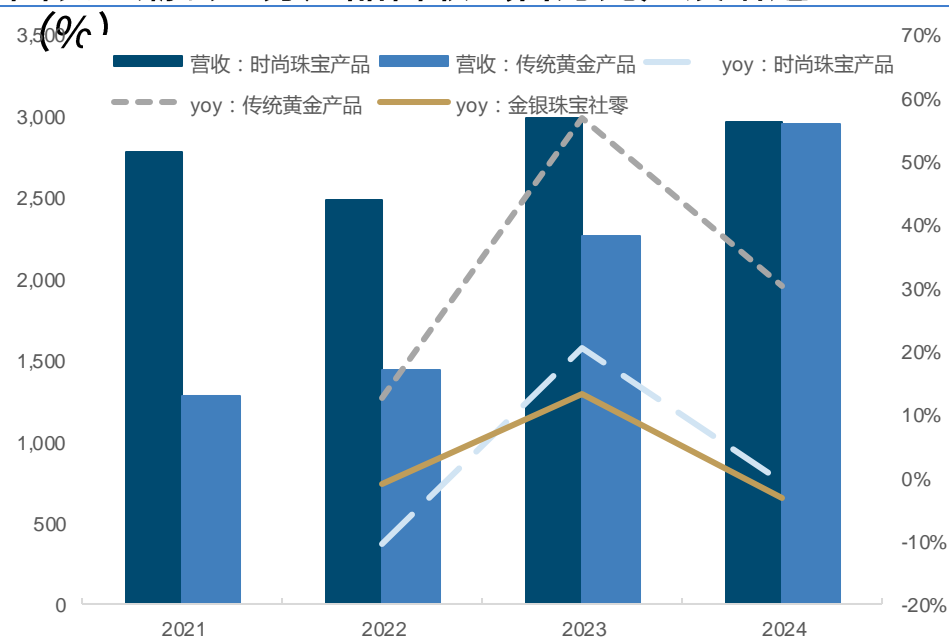
- 潮宏基凭借“年轻化+时尚感”的品牌定位，持续构建产品审美力与快速上新机制双优势。1) 面对大克重金饰动销承压，公司主力产品聚焦2000 - 5000元价格带，快速触达年轻消费群体，同店收入表现优于行业；2) 自建设计研发体系与产能体系，强化原创审美力壁垒，非遗花丝系列、臻金·梵华等凭借独特的中国元素和设计美学顺应消费者“为设计与文化买单”的趋势，有效提升溢价空间。2024年公司传统黄金产品营收同比+30.21%，高于珠宝社零增速33.31pct；3) 持续推动IP年轻化联名策略，增强品牌热度与传播广度，同时带动新品快速迭代、稳固客群粘性。

图表：潮宏基系列产品价格



注：2025年6月16日当日金价为787.93元/g

图表：潮宏基分产品营收（百万元）及增速



1.2、主线逻辑：情绪价值新消费——国货“老树新芽”

- 晨光股份：传统业务聚焦产品力，IP赋能注入新活力
- IP战略提升（近期腾讯战略合作）、品类丰富度提升、渠道范围更广：1) 2025年晨光宣布与国漫顶流平台腾讯视频达成战略合作，推出《剑来》《仙逆》《斩神》三大国漫IP全新联名产品。2) 旗下九木杂物社依托“场景化消费+P衍生开发”模式，24年拥有741家店面，同比+123家。3) 子公司潮玩品牌奇只好玩，聚焦自主IP孵化、IP运营、品牌联名开发及潮玩衍生品业务，深入拓展“二次元IP”领域。
- 看好能力的构建和迭代，3Q业绩有望拐点，短期跟踪新货盘动销、中期持续跟踪IP战略对传统&大店业务的优化节奏。

图表：子公司奇只好玩IP联名&九木杂物社产品



咒术回战 x 奇只好玩

原神 x 奇只好玩

SPICY CANDY x 奇只好玩



九木礼物季产品.png

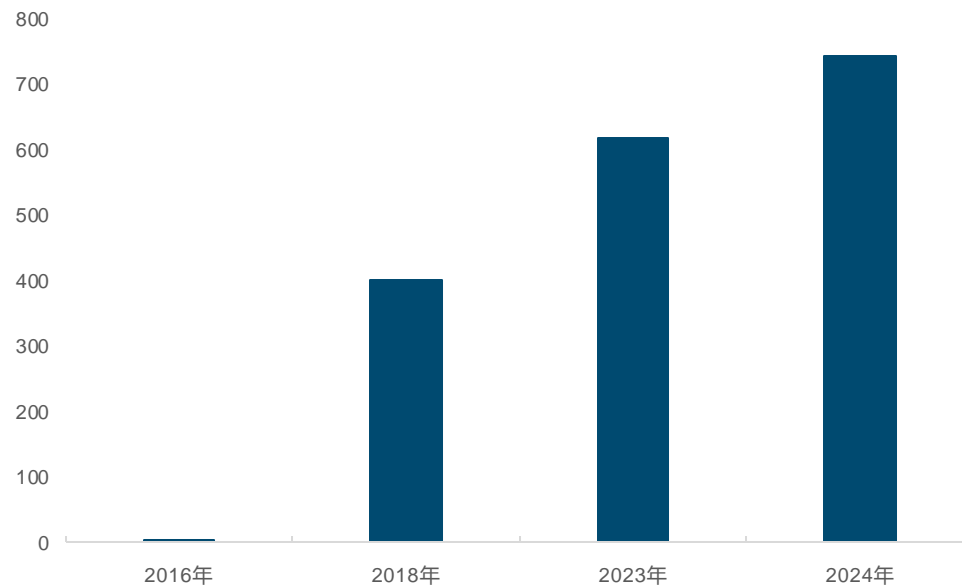


九木礼物季产品.png



九木夏日限定产品.png

图表：九木杂物社门店数量（家）



1.2、主线逻辑：功能价值新消费——AI+消费浪潮

- **AI+眼镜：行业扩容在即，镜片制造看头部客户卡位**
- **产业趋势：**AI拍摄眼镜快速崛起，稳定供货的品牌占据潮头。2024年，全球智能眼镜市场取得重要突破，出货量达到156.8万副，同比大幅增长119%。根据洛图科技（RUNTO）线上监测数据显示，2025年第一季度，智能眼镜（包含AR）在线上市场的销量达11.6万副，同比增长117%。
- **从产品技术难点来看，主要聚焦在变薄+减重。**1) 精度要求的提升（毫米级上升至微米级）；2) 性能方面：耐高温高湿、远小于视光产品的超薄、功能性膜层配方/工艺等的优化；3) 从原料磨具到固化打磨全流程的改进等。
- **技术路线：**（1）AI眼镜-普通视光学：对镜片环节要求的技术壁垒低，合作对象更注重镜片/镜框品牌力（例如meta合作雷朋（镜架品牌）/依视路（镜片品牌））。（2）带显AI+AR眼镜：方案①：卡扣式；方案②：外部螺丝贴合，参考rokid；方案③：三合一路线（软贴硬）路线，现在看下来最优，但未有量产。

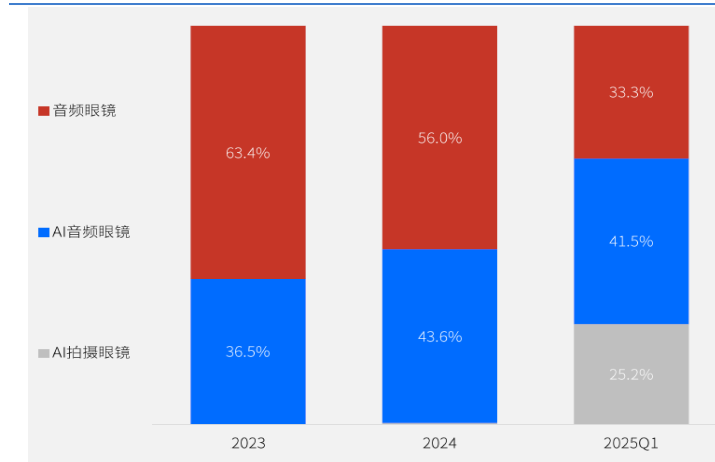
图表：AR眼镜的演绎形态



图表：AI和AR眼镜对定制光学(RX)镜片的技术要求



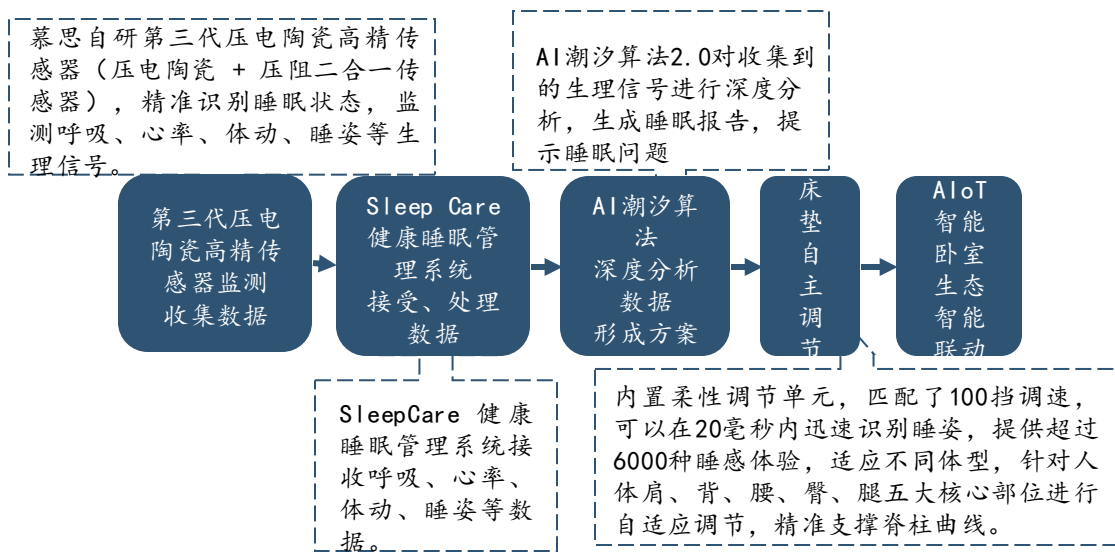
图表：25Q1国内AI拍摄眼镜占比达到25%



1.2、主线逻辑：功能价值新消费——AI+消费浪潮

- 慕思深耕智能睡眠床垫。2024年T11系列的推出代表了慕思正式迈入AI床垫时代，开启了智能睡眠的新篇章。
- 价格策略升级：客单价提升路径清晰：（1）2024年：公司主推T11 SE型号，基础定价为1.98万元；（2）2025年产品矩阵重构，新增三款AI床垫新品，定价分别为6万元以上、3.58万元和2.98万元。
- 配套销售强化：套餐组合提升连带率。（1）电动排骨架协同。（2）助眠生态拓展：助眠小件（800-1000元）以及高端枕头产品“枕王”。

图表：慕思AI床垫工作原理



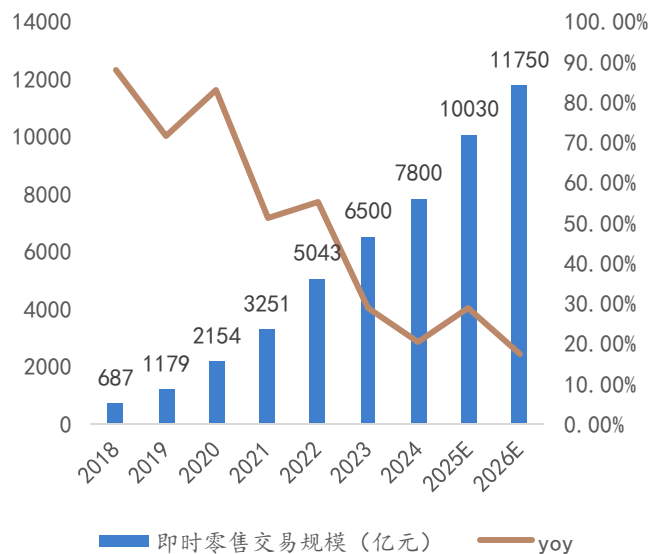
图表：慕思AI床垫核心技术

智能感知与数据采集技术	第三代压电陶瓷高精传感器	实时监测心率、呼吸率、翻身次数、睡眠周期数据。静息状态心率平均准确率达97%，高于医用领域PSG多导睡眠仪90%准确率。
	多传感器协同	配备23个高精传感器，能够快速识别体型，提供6000种睡感体验。
AI智能调节技术	潮汐算法2.0	能够动态分析用户睡眠阶段，通过柔性调节单元与调速设计，提供超过6000种个性化支撑方案，精准针对肩、背、腰、臀、腿五大核心部位进行自适应调节。
	AutoFit自适应技术	智能适应不同身形和睡姿，达到行业最佳5级贴合度。
智能睡眠生态技术	AIoT智能卧室生态融合	T11+可与智能家居系统深度互联，用户可通过慕思APP或语音指令联动卧室环境，如自动调节室温至最佳睡眠温度、切换助眠音乐、关闭灯光等。还可适配电动床架并提供7+N种睡眠模式，如观影模式、按摩模式、太空模式、一键入睡、缓新等。
	SleepCare健康睡眠管理系统	可查看详尽的睡眠报告，系统还能根据睡眠数据提供优化睡眠、运动和饮食的专业建议。

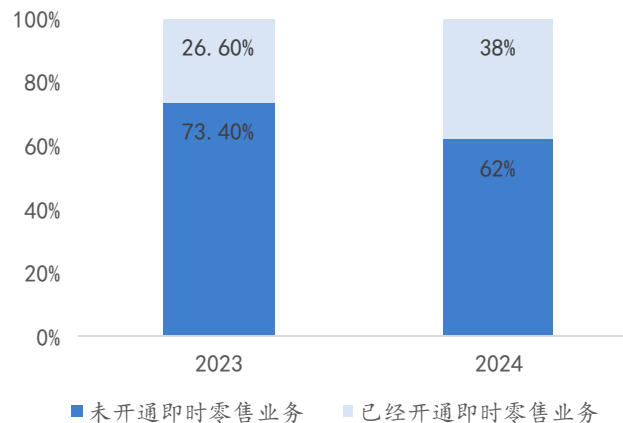
1.2、主线逻辑：渠道变革新消费，线上渠道关注即时零售

- 即时零售规模快速增长，商超便利店线上化转型加速，外卖平台竞争加剧。
- 即时零售市场规模即将突破万亿，超市便利店等线下渠道积极拥抱市场。根据商务部，2024年即时零售市场规模已达7800亿，同比增长20%，2025年有望突破万亿，根据毕马威便利店企业调研情况，2024年便利店开通即时零售比例提升12.2%。
- 京东入局外卖市场，订单量快速增长，倒逼行业现有玩家内卷，京东外卖日均单量占比已经提升至30%以上，美团、饿了么在此情况下亦加大补贴积极应对。

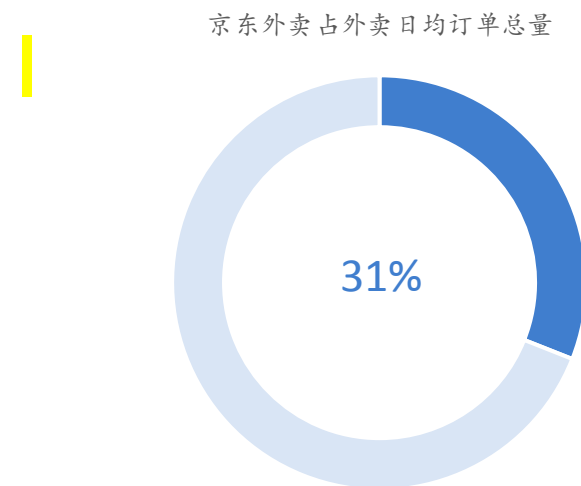
图表：即时零售市场规模



图表：样本企业（便利店）即时零售开通比例



图表：京东外卖占外卖日均订单总量达到30%以上



1.2、主线逻辑：渠道变革新消费，线下渠道关注折扣零售

- 海澜之家：京东奥莱扩展线下渠道。
- 主业稳健，京东奥莱增量成为 α 。2023年，公司和海新体育合资组建斯搏兹，公司出资1.6亿元持有斯搏兹40%股权，2024年以8800万元增持11%股权，合计持有51%股权，成为斯搏兹控股股东。斯搏兹2023年营业收入5.97亿元，净利润0.85亿元，净利率14%，业绩主要来自在京东和唯品会销售运动及户外品牌尾货，为公司带来3400万元投资收益。今年以来，公司发力FCC和城市奥莱两个项目，有望带来明显业绩增量。FCC目前门店数突破400家。

图表：京东奥莱轻资产模式周转快风险可控

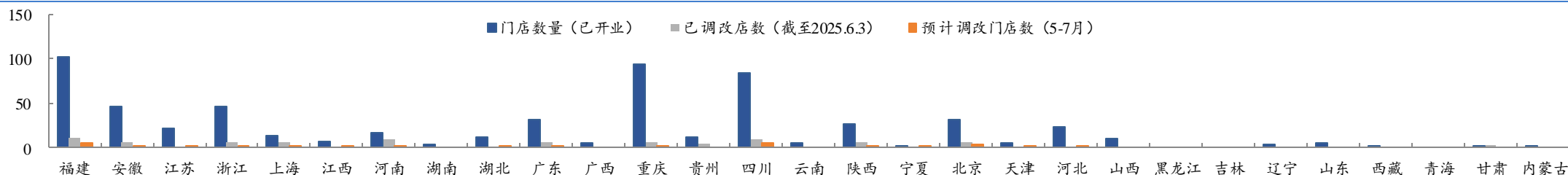
	传统奥莱	TJX	海澜之家城市奥莱	荟品仓	唯品会
折扣模式	硬折扣	硬折扣	硬折扣	硬折扣	硬折扣
商业模式	品牌折扣直销店	品牌折扣集合店	品牌折扣集合店	品牌折扣集合店	线上特卖会
渠道	线下为主	线下为主	线下为主	线下为主	线上
位置	城市近郊/远郊		城市购物中心	城市近郊	
平均面积 (m ²)	10 万	2000	~3000	1.1 万	/
城市	一线城市为主，近年来出现城市化趋势	美国营收贡献 78%，加拿大、欧洲和澳洲贡献 22%	/	华东地区为主	/
进货模式	代销	买断	大部分为可退货模式	买断	代销
买手	/	1300	/	/	2000+
品类	服饰为主	服饰营收贡献 65%	服饰为主	服饰为主	服饰营收贡献 54%
品牌等级	拥有部分顶奢，知名品牌为主	拥有部分轻奢，大众品牌为主体	拥有部分轻奢，大众品牌为主体	大众品牌为主	大众品牌为主
品牌数量	110	2.1 万	~60	3000	3 万+
折扣	7 折左右	20%-60%	探索期，仍在快速迭代	1-3 折	30%-90%
门店数量	全球 600 家左右，中国 239 家	~5000	1	~30	/
店效 (亿元)	6.2	0.7	/	~1	/
坪效 (万元/m ²)	1.28	4	/	~1	/
毛利率	/	30%	/	/	24.35%
净利率	/	8.25%	/	/	7.77%

资料来源：《商业价值新支点：让奥特莱斯赢在中国》，上海本地宝，国金证券研究所

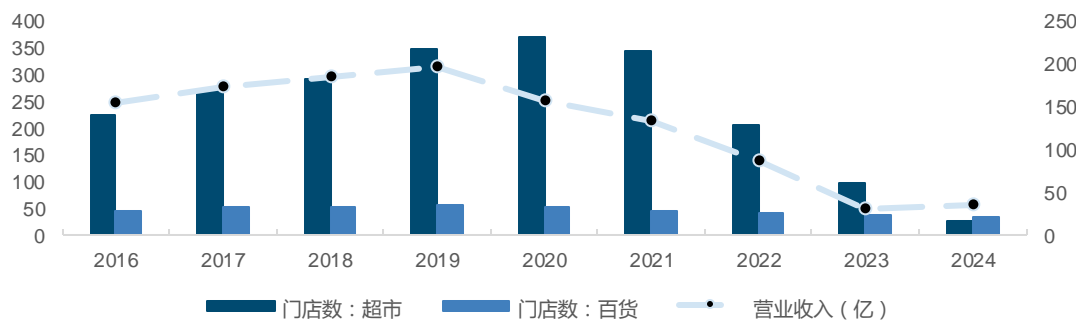
1.2、主线逻辑：渠道变革新消费，线下渠道关注品质零售

- **永辉超市：具备3种独特优势，看好其全国化调改空间。**（1）长期全国化生鲜经营铸就的护城河——生鲜是精选型零售中最具差异化的武器。（2）规模优势带来的护城河——对于标品：裸价采购+规模优势=更低的进货价，对于自有品牌：代工厂更优质+成本价更低。（3）上市地位带来独特的融资优势
- **步步高：具备3种独特优势，看好其成为区域性强势零售龙头。**（1）超市+百货双业态消费场景互补引流：步步高超市70%都是自有物业，租金成本远低于租赁为主的行业平均水平。（2）上市地位带来的多元融资渠道优势。（3）“本土高知名度品牌+先进模式”的协同效应：步步高目前门店网络覆盖全省98%县市，市场份额稳居湖南省本土市占率第一，为湖南省知名度最高商超

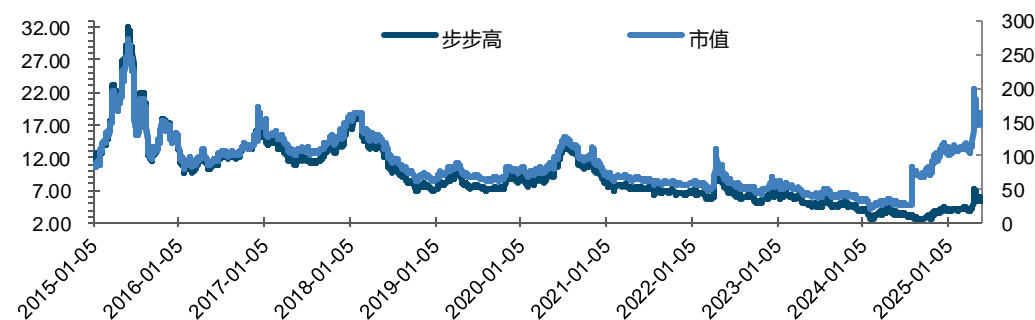
图表：永辉超市各省份门店调改情况（截止2025.06.03）



图表：步步高大量关闭已有门店，深度推进改革



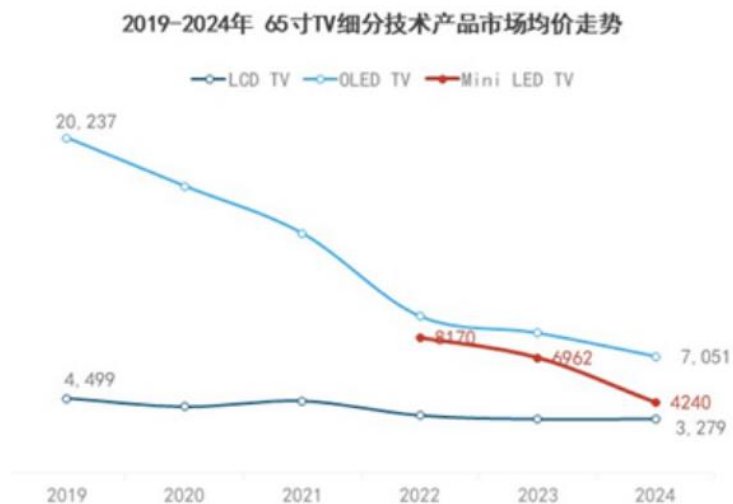
图表：步步高股价 (元) 和市值 (亿元) 走势



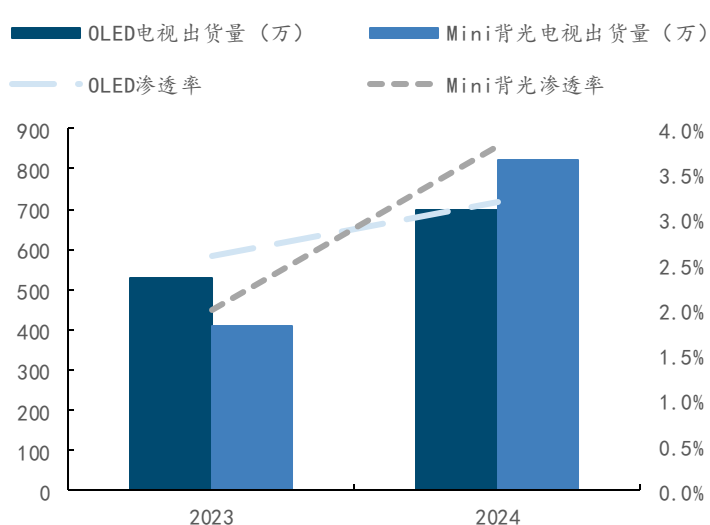
1.2、主线逻辑：消费出海新消费——品牌出海

- 海信视像：技术竞争进入关键阶段，25Q1 Mini LED全球出货继续大幅领跑OLED。近三年Mini LED电视与LCD电视价差迅速收敛，带动Mini LED渗透率快速提升，24年全球Mini LED电视渗透率反超OLED，25Q1增速继续领跑，据Counterpoint，25Q1 MiniLED电视出货量同比+159%，OLED电视仅+10%。
- Mini LED带动我国龙头弯道超车，25Q1高端电视份额同比大幅提升12pct。我国龙头积极布局Mini LED赛道，充分享受技术路线切换带来的结构性红利，据Counterpoint，25Q1 海信+TCL高端电视份额达39%，同比+12pct，韩系则下滑18pct至44%。

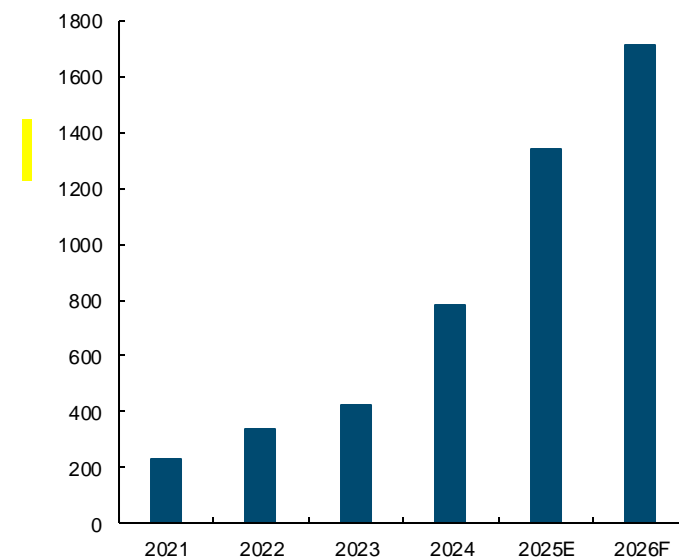
图表：产业链及技术进步已推动Mini LED与OLED价差优势迅速放大



图表：24年Mini LED的全球渗透率已超过OLED



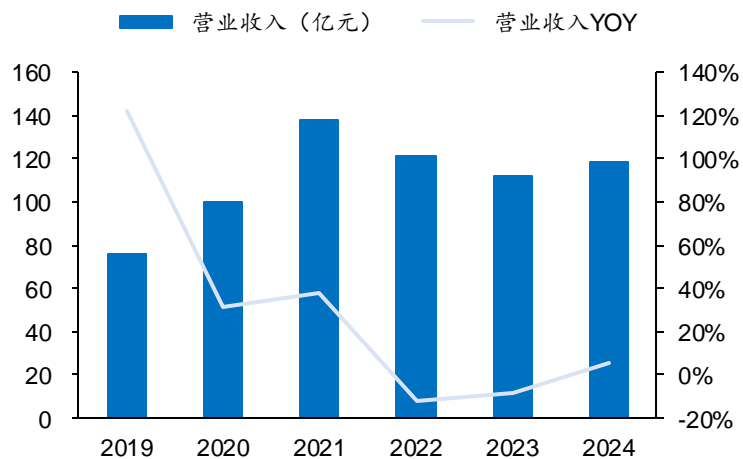
图表：预计25、26年全球Mini LED延续高增



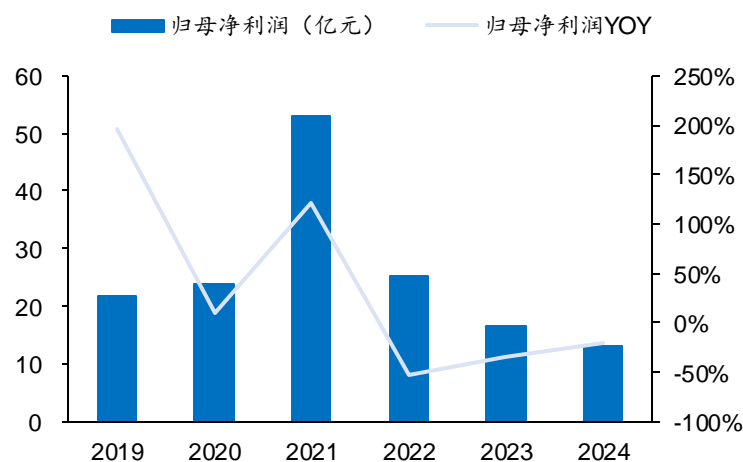
1.2、主线逻辑：消费出海新消费——代工出海

- 思摩尔国际：绑定核心客户，HNB业务成长性值得期待。
- 雾化电子烟：充分受益美国打击非法+欧洲限制一次性烟，合法换弹及开放式大烟有望持续扩容。美国FDA通过跨部门联合执法、建立进口电子烟溯源系统等，持续加大对非法电子烟的打击力度。长期看，后续合法市场的扩容空间巨大。欧洲各国全面禁售一次性烟的进程明显加快，相应消费需求正向换弹式产品转换。且欧洲地区是思摩尔自营开放式大烟销售的核心市场，预计开放式大烟也可承接部分一次性烟需求。
- 英美烟草有序推广HNB新品glo hilo，相关业务成长性值得期待。调研反馈日本版glo hilo与IQOS整体性能相当，且价格也对标IQOS系列。英美烟草在日本的营销渠道已较完善，目前宣发资源也多向glo hilo倾斜，日本市场销售业绩值得期待。思摩尔作为英美烟草在HNB领域的核心代工商，glo hilo全球推广节奏明确可预期，公司有望充分受益于英美烟草在HNB高端领域的快速成长，为公司带来业绩增长新增量。

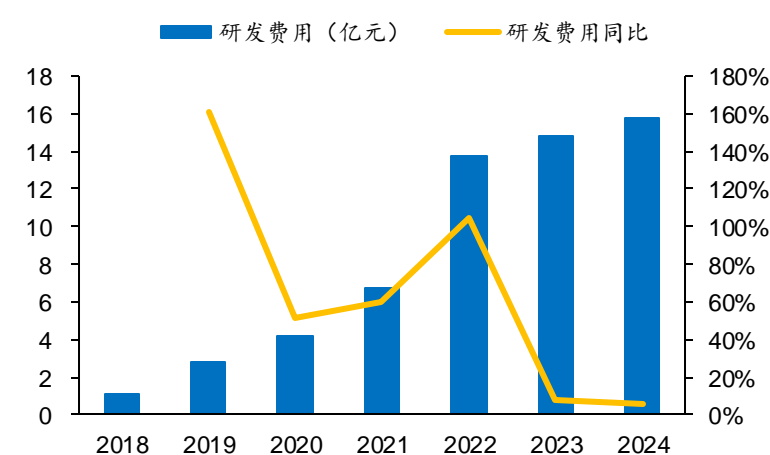
图表：思摩尔营业收入变动



图表：思摩尔归母净利润变动



图表：思摩尔持续保持较高研发投入



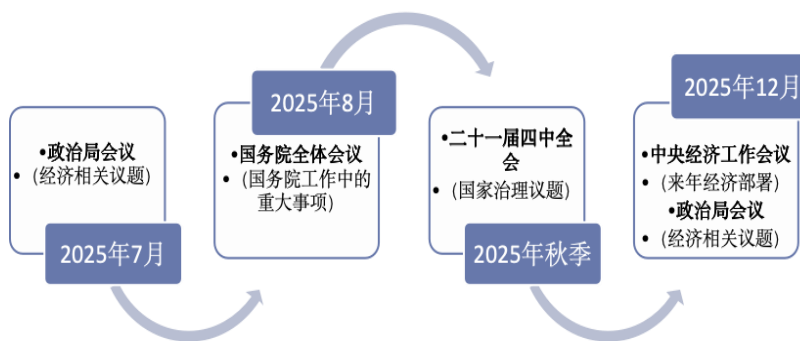
1.2、主线逻辑：传统消费捕捉超跌反弹机遇

- 传统消费超跌后政策催化，红利+消费的布局机会：（1）传统消费超跌后期待政策催化：部分传统核心资产如餐饮，家居、两轮车、品牌服饰等板块仍处于估值低位，可期待后续国补或消费刺激的进一步发力。（2）关注红利+品种，餐饮、包装、白电等红利+品种公司有望成为底仓品种。
- 估值修复的催化剂。如果6-8月经济数据走弱，如果外围美联储Q4降息宽松，9月附近的重点会议推出消费刺激与经济刺激方案，且地产总体如果构筑底部平台最大的通缩力量消失，后续CPI有望回到正常轨道，且公募基金对传统消费基准中白马资产欠配，传统消费白马资产的估值水位有望向上修复，关注基本面有向好变化的低位传统核心资产。

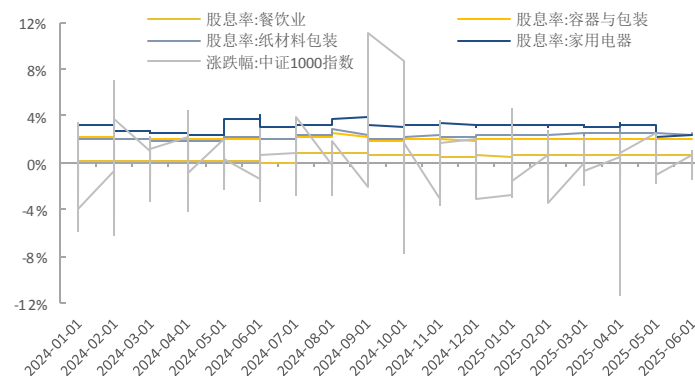
图表：传统消费赛道梳理

行业	公司代码	公司名称	2025/6/15表现			2024年收入表现 (亿元)		净利润 (亿元)			PE		
			市值 (亿)	pe_ttm	ps_ttm	营业收入	归母净利润	25E	26E	27E	25E	26E	27E
轻工制造	603833.SH	欧派家居	350	13.0	1.9	188	26	28	30	33	12	12	11
家用电器	000651.SZ	格力电器	2,516	7.5	1.3	1,874	322	353	380	406	7	7	6
家用电器	000333.SZ	美的集团	5,462	13.1	1.3	4,091	385	433	473	516	13	12	11
轻工制造	603195.SH	公牛集团	902	20.9	5.3	167	43	46	50	54	20	18	17
纺织服饰	2020.HK	安踏体育	2,394	15.5	3.4	708	156	136	153	170	18	16	14
汽车	1585.HK	雅迪控股	345	27.5	1.2	282	13	28	33	39	12	10	9
商贸零售	600729.SH	重庆百货	129	9.5	0.8	171	13	14	15	16	9	9	8
社会服务	605108.SH	同庆楼	51	59.3	2.0	25	1	2	4	5	22	15	11

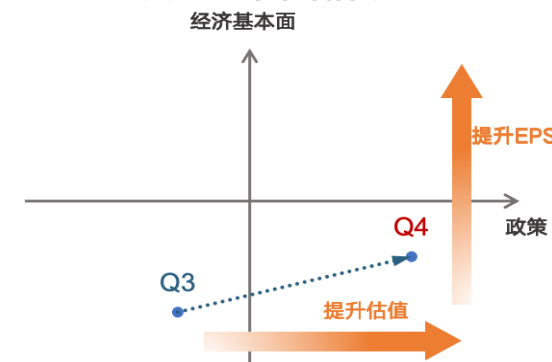
图表：25H2重要会议时间梳理



图表：25H2宏观基本面情况



图表：25H2宏观基本面情况

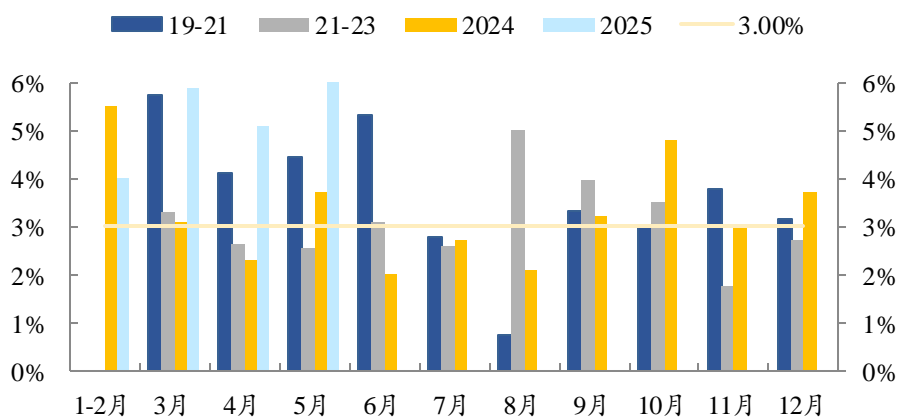


2 25H1消费中观 可选消费行情复盘

2.1、25H1消费中观基本面复盘：内需减速压力缓解，消费市场整体回暖

- 内需减速压力缓解，消费市场整体回暖。2025年中央及各地政府陆续出台了多项消费刺激政策，在促消费、惠民生政策“组合拳”下，社零增长中枢已重回上行通道，2025年1-5月社会消费品零售总额累计同比增长5.0%，其中4月和5月的社零单月同比增速分别为5.1%和6.4%，主要系劳动节假期延长及618促销季前置拉动。
- 分品类看，家电、家具行业类受益于“以旧换新”以及国补政策品类扩大红利，年初至今社零同比+30.2%/21.4%，五月末以旧换新有暂停和放缓迹象，下半年国补节奏或趋于平缓。金银珠宝类受金价上涨助推表现较好，年初至今社零同比+12.3%；此外文化办公用品、体育娱乐用品受益于消费分级与新消费潮流涨幅亦超过25%。纺织服装行业受北方大风以及南方降雨等异常天气因素，板块主要公司春装流水受到拖累，年初至今社零同比增长相对平缓。餐饮各月份保持稳健增长，其中性价比快餐景气度持续，正餐及休闲餐静待修复。

图表：社零增速中枢上移（%）



资料来源：Wind，国金证券研究所（数据截至25年5月）

图表：限额以上社零分行业当月同比（%）

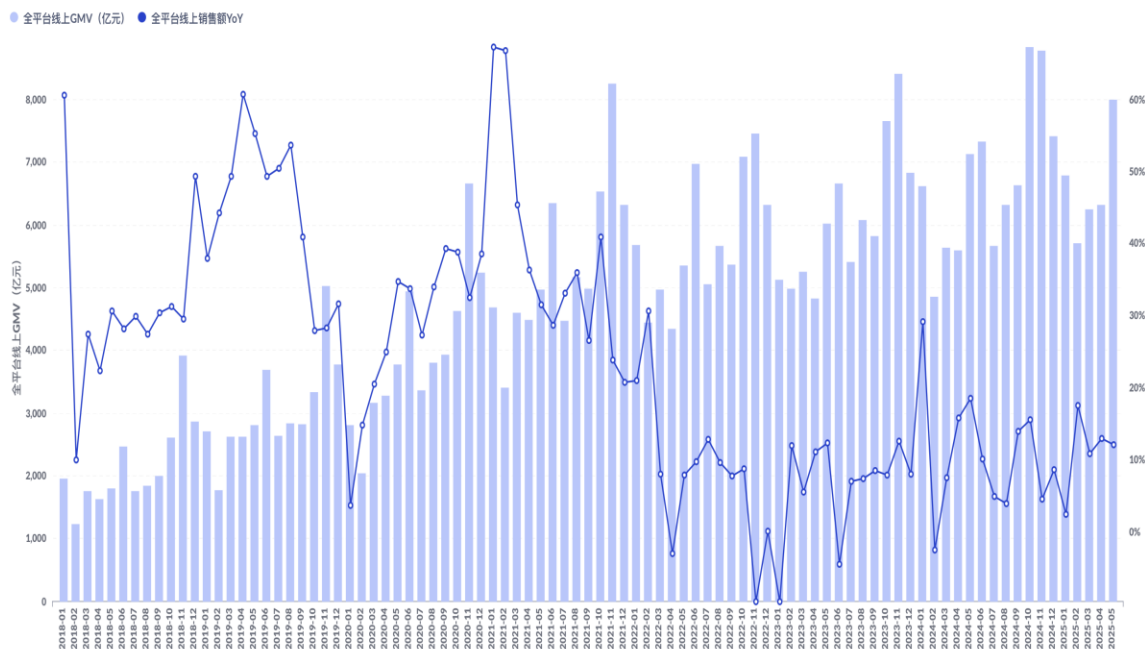
大类	细分	年初至今	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2024-12	2024-11
必选消费	粮油、食品类	3.0%	4.6%	4.0%	3.8%	1.5%	9.9%	10.1%
	饮料类	0.2%	0.1%	2.9%	4.4%	-2.6%	-8.5%	-4.3%
	烟酒类	6.7%	1.2%	4.0%	8.5%	5.5%	10.4%	-3.1%
可选消费	家用电器和音像器材类	30.2%	53.0%	38.8%	35.1%	10.9%	39.3%	22.2%
	家具类	21.4%	25.6%	26.9%	29.5%	1.7%	8.8%	10.5%
	服装、鞋帽、针纺织品类	3.3%	4.0%	2.2%	3.6%	3.3%	-0.3%	-4.5%
	日用品类	7.2%	8.0%	7.6%	8.8%	5.7%	6.3%	1.3%
	文化办公用品类	25.7%	30.5%	33.5%	21.5%	21.8%	9.1%	-5.9%
	餐饮收入	4.5%	4.8%	3.7%	6.8%	3.6%	1.2%	2.5%
	金银珠宝类	12.3%	21.8%	25.3%	10.6%	5.4%	-1.0%	-5.9%
	化妆品类	4.1%	4.4%	7.2%	1.1%	4.4%	0.8%	-26.4%
	体育娱乐用品	25.7%	28.3%	23.3%	26.2%	25.0%	6.7%	3.5%

资料来源：Wind，国金证券研究所（截至2025年5月）

2.1、25H1消费中观基本面复盘：内需减速压力缓解，消费市场整体回暖

- **电商大盘：整体保持稳定增长。**整体线上零售GMV自2022年以来增速趋于稳定，2024年上半年消费整体承压，下半年随着国补等消费政策的刺激，线上GMV增速出现一定程度回暖。2024年全平台线上GMV同比增长10.65%，2025Q1全平台线上GMV同比增长11.3%，Q2的4月、5月以来延续此前增速趋势，整体处于底部企稳状态。
- **国补受益品类景气度高，必选品类表现较优。**分品类来看，2025年上半年与2024年整体趋势方面未呈现出较大变化：1) 补贴驱动的高景气度品类：家用电器、3C数码；2) 自身景气度修复的品类：食品饮料、化妆品、母婴；3) 景气度仍待修复的品类：纺织服装、家具家装。

图表：全平台线上GMV及同比



图表：线上消费分品类增速

线上总体一级类目同比	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2024-01
3C数码	29.8%	28.06%	26.05%	32.12%	29.81%	21.62%	12.39%	30.87%	25.79%	9.71%	-1.64%	12.37%	20.23%	21.06%	7.16%	2.97%	2.79%
家用电器	28%	38.59%	33.11%	31.55%	11.15%	32.66%	15.92%	27.1%	18.97%	-5.37%	-2.99%	-8.93%	-2.92%	4.76%	-2.16%	-8.93%	11.03%
食品饮料	27.97%	38.25%	26.72%	20.06%	4.34%	6.69%	7.92%	15.53%	1.4%	6.67%	12.97%	11.06%	25.54%	6.52%	5.92%	26.52%	24.06%
医药健康	26.05%	29.51%	27.67%	35.8%	11.56%	27.11%	20.02%	13.07%	18.19%	17.49%	21.18%	21.95%	24.72%	23.18%	13.5%	-3.67%	0.64%
化妆品	13.11%	14.9%	9.62%	16.88%	-3.02%	4.68%	6.36%	9.55%	5.8%	-1.37%	2.95%	8.22%	13.24%	17.23%	15.39%	-9.6%	48.99%
书籍	9.04%	6.22%	6.31%	13.4%	-9.89%	2.31%	9.67%	12.27%	3.83%	-0.41%	-2.92%	0.62%	22.09%	8.67%	4.51%	-17.15%	18.68%
母婴	7.7%	17.59%	18.93%	21.97%	11.36%	16.27%	0.22%	11.62%	15.5%	7.18%	15.72%	20.19%	27.81%	18.06%	5.91%	2.67%	38.32%
户外运动	5.68%	3.48%	3.17%	21.26%	1.14%	3.09%	5.08%	11.73%	24.5%	17.04%	9.26%	10.02%	29.87%	16.78%	12.15%	-6.35%	38.99%
家居日用	1.72%	4.88%	4.86%	5.22%	-10.31%	-3.88%	-2.45%	4.31%	7.87%	9.77%	10.39%	11.87%	24.4%	13.3%	3.8%	-4.01%	32.92%
纺织服装	-5.09%	-10.36%	-10.61%	-1.81%	-4.53%	-9.18%	-11.13%	11.83%	4.12%	-1.82%	2.86%	11.51%	20.34%	14.45%	5.29%	-5.98%	48.5%
家具家装	-12.5%	-9.27%	-13.16%	-2.21%	-22.13%	0.23%	-0.7%	-3.45%	26.03%	9.36%	9.27%	24.11%	10.57%	33.98%	22.9%	-12.28%	86.25%
珠宝首饰	-26.88%	-30.77%	-28.8%	-27.34%	-36.13%	-39.91%	-28.01%	10.61%	50.7%	-2.81%	12.37%	27.32%	73.26%	72.58%	80.38%	44.21%	83.08%

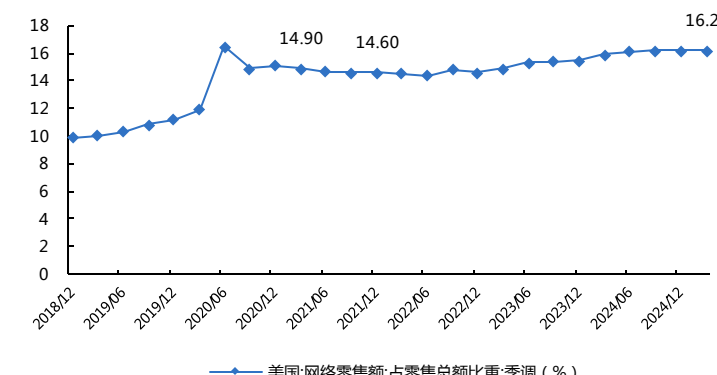
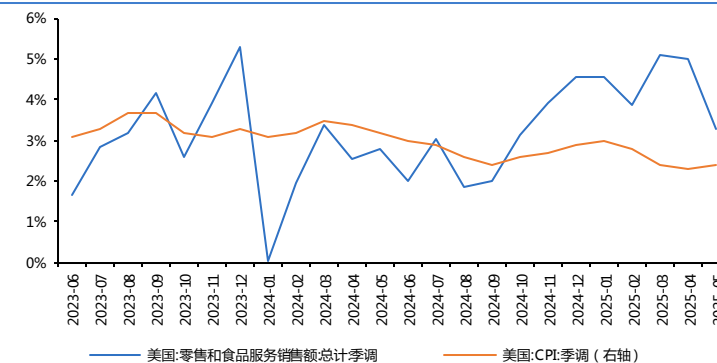
2.1、25H1消费中观基本面复盘：外需美国零售持续承压，性价比&线上消费韧性凸显

- 通胀高位回落阶段，无店铺零售延续增长韧性，线下&可选品类增速回暖迹象显著。2024年5月份以来通胀回落，无店铺零售增速逐渐回归稳健。这一阶段，通胀环境下培育的线上消费习惯持续释放效能，消费者对无店铺零售的便捷性、选品丰富性形成依赖。同时，服装配饰这类低价位可选品类优先回暖，家居家装、建材园林、汽车及零部件等高价位可选回暖趋势缓慢，但弹性更大。

图表：美国疫后分品类零售同比增速 (%)

	零售和食品服务销售额:总计	零售和食品服务销售额(不包括机动车辆及零部件店)	机动车辆	汽车及其他机动车辆	家具和家用装饰品店	电子和家用电器店	建材、园林设备及物料店	食品和饮料店	食品杂货店	保健和个人护理店	加油站	服装及配饰店	运动爱好、休闲及书店	日用品商店	杂货店零售	无店铺零售业(电子购物、网购)	消费趋势
2025-05	3.3	3.5	2.5	2.3	8.8	-1.9	-1.1	2.2	2.3	7.7	-6.9	3.7	1.8	2.2	7.5	8.3	
2025-04	5.0	4.1	8.9	9.4	8.1	-0.2	2.1	2.7	2.8	8.6	-6.9	4.2	0.5	2.5	3.4	8.7	
2025-03	5.1	4.2	8.7	9.1	8.7	2.5	1.0	3.4	3.5	9.4	-4.9	7.1	3.0	2.8	7.7	6.6	
2025-02	3.9	4.3	2.2	2.1	6.9	-3.0	-0.9	4.0	4.3	7.8	-0.3	2.2	-3.9	2.8	8.0	10.0	通胀回落，线上增速韧性持续；可选耐用品展现增速弹性；汽车、家具、服装等增速转正
2025-01	4.6	4.4	5.4	5.8	5.5	-3.1	1.0	3.8	4.0	4.6	2.0	3.5	-2.0	4.0	7.3	7.9	
2024-12	4.6	3.7	8.3	8.7	9.0	5.4	-0.1	3.5	3.5	4.7	-1.1	2.8	1.9	2.7	6.1	7.4	
2024-11	3.9	3.1	7.3	7.8	2.5	1.9	2.5	2.2	2.1	2.5	-4.2	2.9	-3.3	2.7	0.2	8.4	
2024-10	3.1	3.0	3.5	3.8	2.4	-2.1	2.8	2.7	2.7	2.5	-7.7	3.7	-2.5	2.9	5.2	7.9	
2024-09	2.0	2.5	-0.3	-0.5	2.5	-4.9	1.4	2.6	2.5	7.1	-10.7	2.3	-2.2	2.6	6.9	7.2	
2024-08	1.9	2.2	0.5	0.4	-1.0	-0.6	-0.3	1.6	1.5	4.5	-6.7	0.3	-3.7	1.4	9.5	6.6	
2024-07	3.0	3.4	1.7	1.6	-0.7	3.7	0.3	2.8	2.8	6.3	1.3	2.8	-7.1	2.8	4.0	5.8	
2024-06	2.0	3.4	-3.9	-4.5	-3.7	0.7	-1.0	2.1	2.0	1.0	0.6	3.9	-3.5	2.0	3.8	9.4	
2024-05	2.8	3.0	1.8	1.7	-4.4	3.1	-3.6	1.6	1.5	0.8	1.5	3.9	-4.4	3.0	4.6	6.9	消费降级+口红效应：保健个护、日用杂货、线上零售增速韧性凸显
2024-04	2.6	2.9	1.0	0.7	-5.9	1.8	-2.2	2.0	1.7	0.8	1.1	2.3	-5.4	2.7	5.5	6.2	
2024-03	3.4	3.5	3.0	2.6	-8.4	-2.6	-0.5	1.0	0.7	1.2	-1.6	-0.7	-3.4	4.3	6.9	10.3	
2024-02	2.0	1.8	2.5	2.4	-9.1	1.7	-4.9	-0.2	-0.5	2.0	-3.7	1.9	-0.7	1.0	4.4	6.3	
2024-01	0.0	0.6	-2.3	-2.9	-14.1	-2.1	-7.9	0.6	0.7	3.5	-7.4	-0.4	-2.9	0.3	0.9	7.5	
2023-12	5.3	4.5	8.9	9.2	-4.1	3.6	-2.7	0.6	0.2	9.4	-5.8	4.7	-4.5	2.2	6.0	12.1	
2023-11	3.9	3.6	5.5	5.3	-3.7	4.6	-2.7	0.5	0.3	9.6	-9.7	1.3	-0.6	0.7	6.2	12.2	
2023-10	2.6	2.6	2.9	2.4	-9.0	-0.1	-5.6	0.6	0.5	10.8	-7.8	-0.1	-2.6	0.9	3.2	9.9	
2023-09	4.2	3.6	6.8	6.8	-5.9	-0.8	-4.4	1.5	1.5	7.4	-2.7	0.5	-2.0	1.0	1.2	10.6	
2023-08	3.2	2.8	4.9	4.6	-5.1	-2.5	-4.5	2.0	2.2	8.3	-8.5	2.5	-1.6	2.1	-6.0	9.9	必选消费重回高位，涉及：加油站、食品饮料、杂货、日用品
2023-07	2.9	1.9	7.2	7.0	-3.8	-4.7	-4.0	2.1	1.9	6.1	-20.8	2.4	2.1	2.5	-0.2	11.2	线上零售增速放缓
2023-06	1.7	0.6	6.3	6.0	-3.5	-1.9	-3.7	1.1	0.9	7.6	-23.6	-1.1	-0.2	0.6	0.1	9.9	
2023-05	2.1	1.3	5.6	5.5	-5.5	-4.6	-2.0	2.6	2.4	9.5	-20.8	-1.0	0.5	1.8	-0.4	9.1	
2023-04	1.6	1.9	0.0	-0.7	-6.4	-9.4	-4.8	3.5	3.7	8.1	-14.9	-2.9	1.1	2.7	-0.5	9.5	
2023-03	2.2	2.5	0.6	0.3	-2.5	-5.8	-5.6	4.0	4.4	8.2	-13.3	-2.6	-1.1	2.7	-1.7	8.7	
2023-02	5.3	6.5	0.8	0.1	1.9	2.3	0.8	5.8	6.2	8.2	-1.6	3.1	0.2	7.0	1.4	9.0	

图表：美国零售销售额与CPI同比增速 &美国线上零售渗透率持续提升



资料来源：Wind, 国金证券研究所

2.1、25H1消费中观基本面复盘 消费制造行业景气度复盘

- **轻工制造：**（1）家居：短期国补刺激趋缓，长期受地产周期影响终端需求仍偏弱。（2）新型烟草：海外雾化电子烟合规监管趋势延续，25年6月HNB板块新品迭代加速。（3）包装：下游需求相对偏弱，而竞争格局相对有改善趋势。（4）造纸：浆纸价格底部企稳，等待淡季结束。（4）两轮车：25Q1受旧换新政策推动，25Q2国补阶段性放缓，市场边际增长有所放缓。（5）宠物：行业仍保持较高增长。（6）AI眼镜：处于产业趋势爆发的前期阶段，6月主要品牌新品陆续发布，突破性产品引发的产业链机会值得期待。（7）潮玩：25H1行业高景气维持，6月个别IP炒作降温情绪回稳，但行业整体仍保持高增长趋势。（8）轻工消费：25年6月各平台品牌竞争明显加剧，投入产出比降低带来盈利能力或有波动。

图表：轻工行业25H1细分赛道景气度复盘

细分赛道	日期																						
	01/13	01/20	01/27	02/03	02/10	02/17	02/24	03/03	03/10	03/17	03/24	03/31	04/07	04/14	04/21	04/28	05/12	05/19	05/26	06/03	06/09	06/15	06/22
家居	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳
新型烟草	拐点向上	拐点向上	拐点向上	拐点向上	拐点向上	拐点向上	拐点向上	拐点向上	拐点向上	拐点向上	拐点向上	拐点向上	拐点向上	拐点向上	拐点向上	拐点向上	拐点向上	拐点向上	拐点向上	拐点向上	拐点向上	拐点向上	拐点向上
包装	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上
造纸	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳
两轮车	拐点向上	拐点向上	拐点向上	拐点向上	加速向上	加速向上	加速向上	加速向上	加速向上	加速向上	加速向上	加速向上	加速向上	加速向上	加速向上	高景气维	高景气维	高景气维	高景气维	高景气维	高景气维	高景气维	略有承压
宠物	高景气维	高景气维	高景气维	高景气维	高景气维	高景气维	高景气维	高景气维	高景气维	高景气维	高景气维	高景气维	高景气维	高景气维	高景气维	高景气维	高景气维	高景气维	高景气维	高景气维	高景气维	高景气维	高景气维
AI眼镜	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上
潮玩	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	加速向上	加速向上	加速向上	加速向上	加速向上	加速向上	加速向上	加速向上	加速向上	高景气维
轻工消费	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	略有承压

资料来源：国金证券研究所

2.1、25H1消费中观基本面复盘 消费制造行业景气度复盘

- **纺织服装：**（1）运动户外：整体稳健向上，受消费疲弱影响，但明显好于传统服装。（2）男装/女装：受消费疲弱影响，25H1底部企稳。（3）纺织原材料：受关税影响较大，25H1略有承压。（5）中游代工：25Q1受抢出口影响景气度较高，关税与国际关系仍影响β，5月以来主要公司订单稳健。（6）家纺：线上受国补有所提振，但线下流水仍有压力。（7）**黄金珠宝**板块受情绪消费热潮及金价上涨的双重拉动，2025H1年景气度逐步攀升。（8）美护：行业整体稳健向上，2025年大促活动时长超预期，大促期间行业加速向上，618后暂时缺乏催化，行业增长承压。（9）医美：淡季需求稳健增长。

图表：纺服行业25H1细分赛道景气度复盘

细分赛道	日期																							
	01/13	01/20	01/27	02/03	02/10	02/17	02/24	03/03	03/10	03/17	03/24	03/31	04/07	04/14	04/21	04/28	05/12	05/19	05/26	06/03	06/09	06/15	06/22	
运动户外	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	
男装/女装	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	
纺织原材料	略有承压	略有承压	略有承压	略有承压	略有承压	略有承压	略有承压	略有承压	略有承压	略有承压	略有承压	略有承压	略有承压	略有承压	略有承压	略有承压	略有承压	略有承压	略有承压	略有承压	略有承压	略有承压	略有承压	
中游代工	高景气维 持	高景气维 持	高景气维 持	高景气维 持	高景气维 持	高景气维 持	高景气维 持	高景气维 持	高景气维 持	高景气维 持	高景气维 持	高景气维 持	高景气维 持	略有承压	持续承压	持续承压	持续承压	持续承压	拐点向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	
家纺	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	
黄金珠宝	稳健向上	稳健向上	稳健向上	加速向上	加速向上	加速向上	加速向上	加速向上	加速向上	加速向上	加速向上	加速向上	加速向上	加速向上	加速向上	加速向上	加速向上	加速向上	加速向上	加速向上	高景气维 持	高景气维 持	高景气维 持	高景气维 持
美护	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	加速向上	加速向上	加速向上	加速向上	加速向上	加速向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	加速向上	加速向上	加速向上	加速向上	加速向上	加速向上	
医美	加速向上	加速向上	加速向上	加速向上	加速向上	加速向上	加速向上	加速向上	加速向上	加速向上	加速向上	加速向上	加速向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	

资料来源：国金证券研究所

2.1、25H1消费中观基本面复盘 消费制造行业景气度复盘

- 家电：（1）白电：25年1-5月受国补政策催化以及抢出口等影响，行业持续向上，6月国补节奏放缓，行业略有承压。（2）黑电：结构提升带动销额提升，行业整体加速向上。（3）厨卫电器：受房地产周期影响，出货增速仍在偏低位置，底部企稳。（4）扫地机：受国补政策催化，同时中国品牌产品竞争力过硬，年初以来线上销额持续高增，整体高景气度维持。

图表：家电行业25H1细分赛道景气度复盘

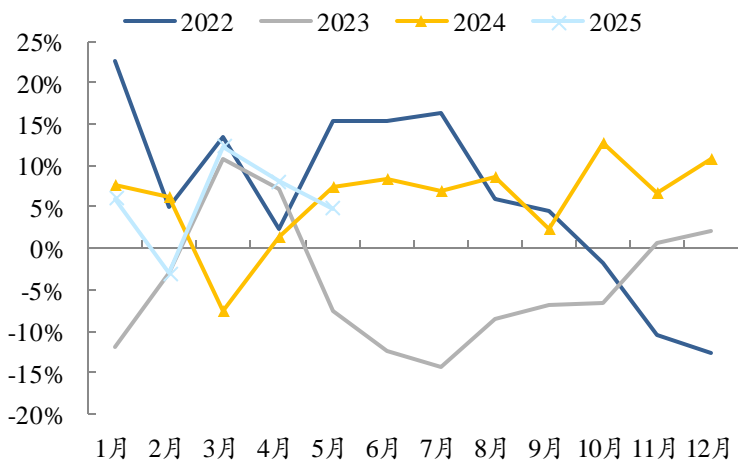
细分赛道	日期																						
	01/13	01/20	01/27	02/03	02/10	02/17	02/24	03/03	03/10	03/17	03/24	03/31	04/07	04/14	04/21	04/28	05/12	05/19	05/26	06/03	06/09	06/15	06/22
白电	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	加速向上	加速向上	加速向上	加速向上	加速向上	加速向上	加速向上	加速向上	加速向上	略有承压	略有承压	略有承压	略有承压	略有承压
黑电	稳健向上	稳健向上	稳健向上	稳健向上	加速向上	加速向上	加速向上	加速向上	加速向上	加速向上	加速向上	加速向上	加速向上	加速向上	加速向上	加速向上	加速向上	加速向上	加速向上	加速向上	加速向上	加速向上	加速向上
厨卫电器	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳	底部企稳
扫地机	高景气维持	高景气维持	高景气维持	高景气维持	高景气维持	高景气维持	高景气维持	高景气维持	高景气维持	高景气维持	高景气维持	高景气维持	高景气维持	高景气维持	高景气维持	高景气维持	高景气维持	高景气维持	高景气维持	高景气维持	高景气维持	高景气维持	高景气维持

资料来源：国金证券研究所

2.1、25H1消费中观基本面复盘：外需抢出口导致基本面具备韧性

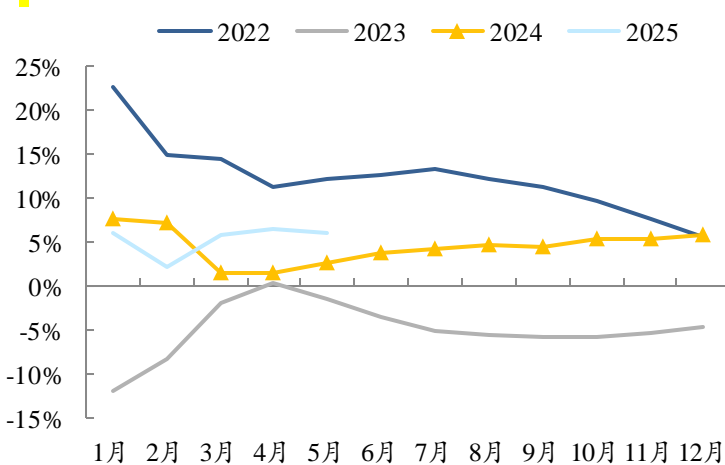
- **外需：特朗普2.0带来对潜在贸易摩擦的担忧，中美经贸会谈出口下行风险缓和。**2025年美国对华关税政策频繁变动，引发了市场对潜在贸易摩擦的担忧，出口板块受关税影响有较大波动。2025年5月12日中美双方发布《中美日内瓦经贸会谈联合声明》，美国对中国加征的关税税率从145%降至30%，其中包括20%的芬太尼相关关税和10%的“对等关税”。目前，中美之间仍在就芬太尼相关的20%关税进行谈判，这部分关税存在进一步下调的可能性。
- **2025年上半年“对等”关税“过山车”主导出口波动，延续正增、韧性仍强。**2025年Q1，关税预期升温下的“抢出口”明显推高月度出口增长。4月，在对东盟等地的“抢转口”以及豁免行业对美“抢出口”的带动下，出口总额同比增长9.1%。5月出口额同比增速4.8%，增速有所放缓，从关税降低到形成实际出货量需要2-3周时间，中美互降关税的效果还未完全显现。

图表：出口-当月同比



资料来源：Wind，国金证券研究所

图表：出口-累计同比



资料来源：Wind，国金证券研究所

图表：2025年中美关税政策变化

生效时间	关税政策变动	税率范围
2025年2月4日	以芬太尼问题为由增加10%关税	基准关税+10%
2025年3月4日	以芬太尼问题为加征关税至20%	基准关税+20%
2025年4月2日	提高对中国汽车及部分零部件的232关税至25%	基准关税+20%+25% (汽车及零部件)
2025年4月2日	提高对中国征收特定对等关税至34%	基准关税+20%+34%
2025年4月8日	提高对中国的对等关税至84%	基准关税+20%+84%
2025年4月9日	提高对中国的对等关税至125%	基准关税+20%+125%
2025年5月14日	对中国输美商品取消91%关税，暂停24%对华关税90天，后续可协商	基准关税+20%+10%

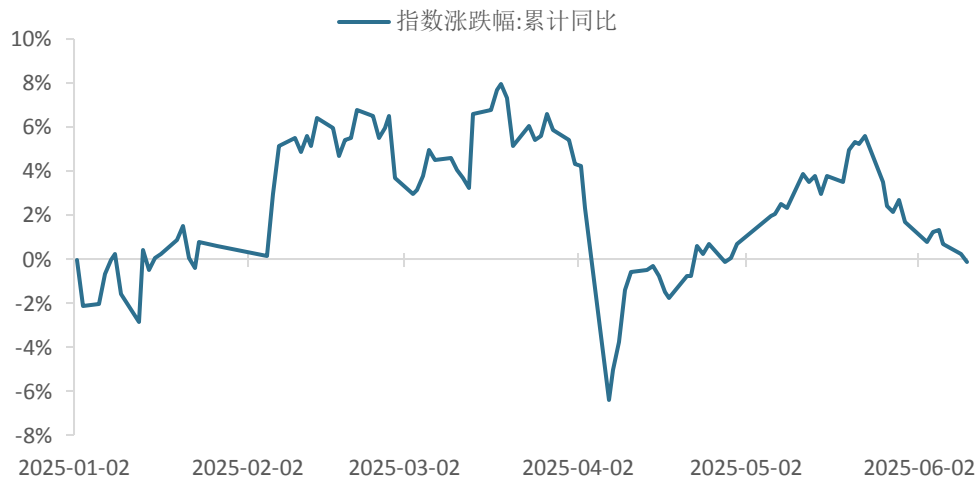
注：原先301条款已对半导体、电机电器、消费品等中国输美商品加征关税，多数加征水平在7.5%-25%

资料来源：Wind，国金证券研究所

2.2、25H1可选消费行情复盘：Q1为AI+与国补驱动，Q2新消费主线

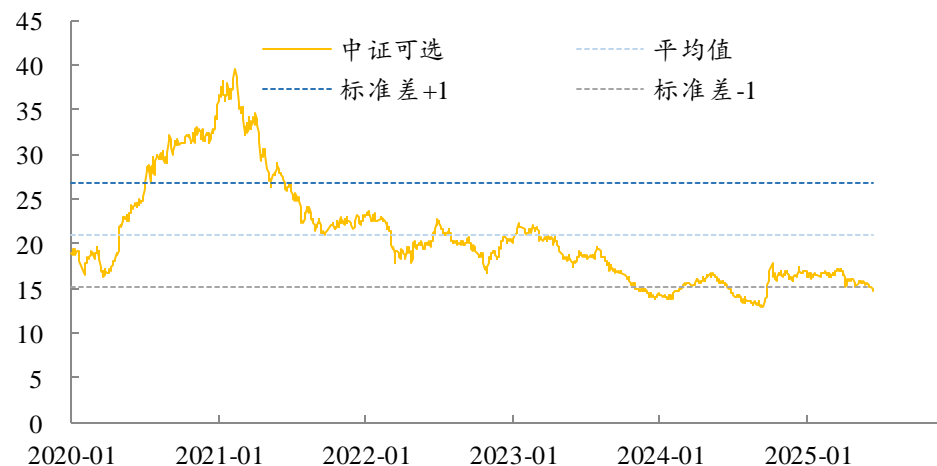
- 1月至3月中旬第一轮行情。中证可选消费指数累计上涨6.56%，可选消费指数PE TTM估值由20.7X提升至22.9X。（1）国补政策。经济政策着重惠民生、促消费，资金中央安排特别国债支持消费品以旧换新，利好汽车、家电板块。（2）AI科技概念。年初DeepSeek开启科技成长概念，可选消费板块中AI+概念标的乘风而上。（3）第一轮行情延续至3月底，中美贸易战以及关税政策持续变化引发资本市场悲观情绪，消费板块随A股主板震荡。
- 4月底至5月初第二轮行情。中证可选消费指数累计上涨5.70%，可选消费指数PE TTM估值由20.9X提升至21.7X。（1）AI衍生方向机会逐步从主题投资应用于新的实体设备，如AI玩具、AI眼镜、AI床垫等，资本外溢效应助推市场复苏。（2）新消费概念由港股向A股映射，推动相关板块的估值提升和股价上涨。（3）中美贸易摩擦“降温”，“出口链”标的迎来回涨。（4）6月消费板块有所回落，主要系多地国补政策因资金阶段性断档而暂停或采取限额管理，部分消费需求提前透支，市场情绪回归谨慎。

图表：中证可选消费指数累计涨跌幅（%）



资料来源：Wind，国金证券研究所

图表：中证可选消费指数PE TTM（除汽车）

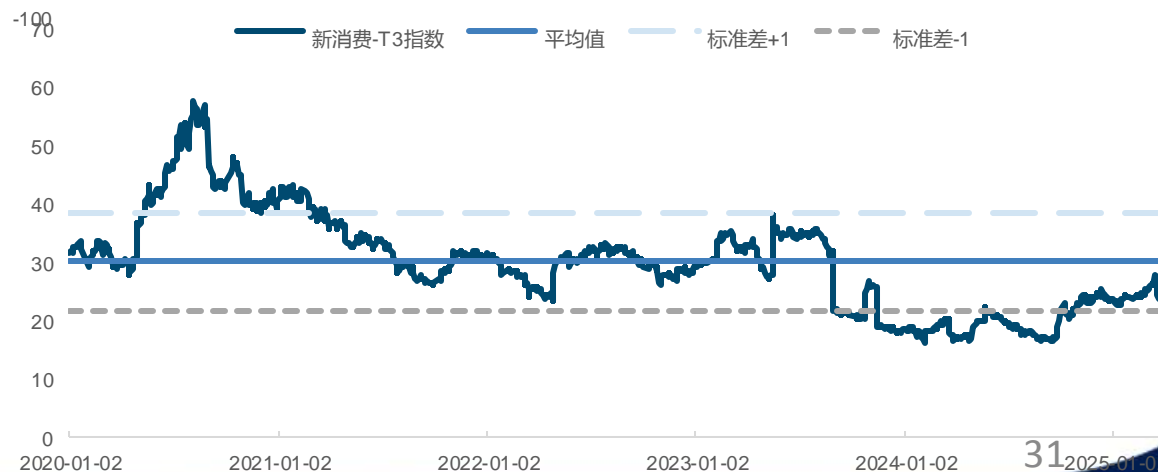
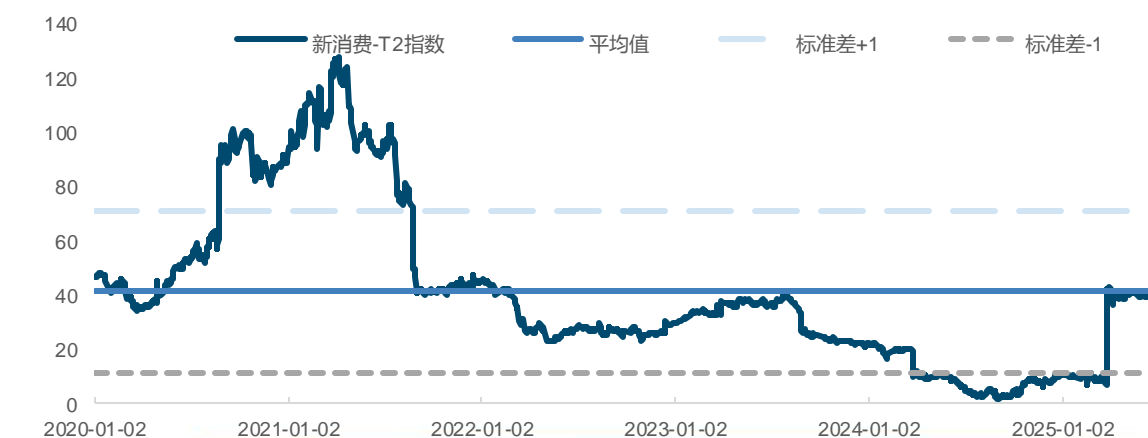
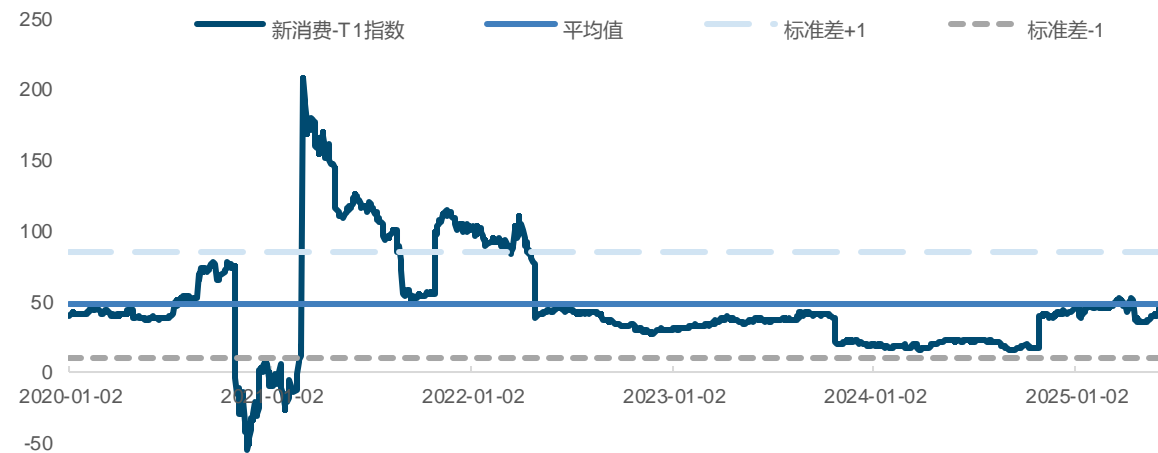
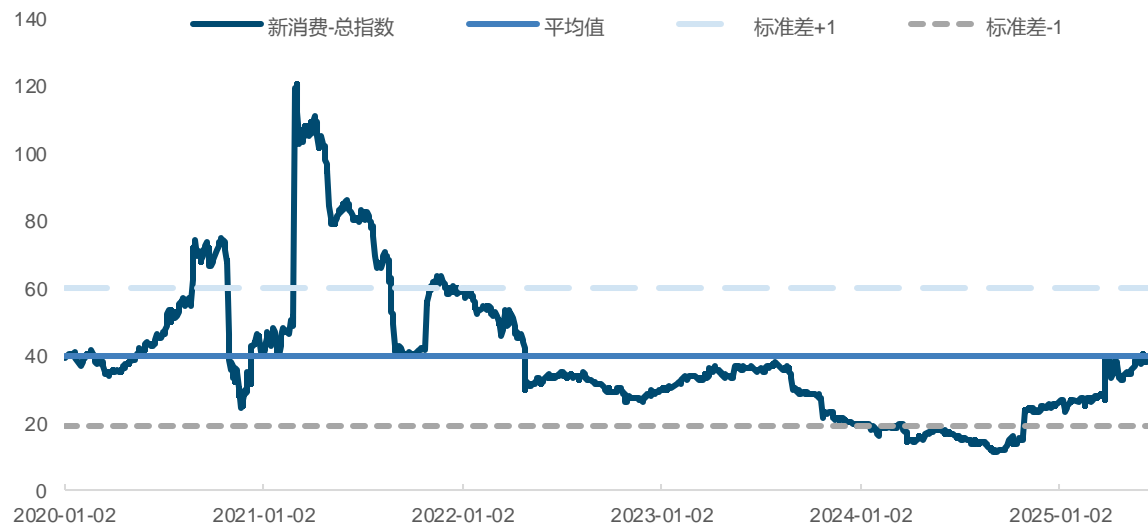


资料来源：Wind，国金证券研究所

2.2、25H1可选消费行情复盘：新消费估值已回复5年均值水平

- 编制方式：梯度式选取新消费标的，等权配置为4大新消费指数，具体股票池为①T1：主要为各个赛道龙一龙二；②T2：主要为各个赛道龙三龙四；③T3：主要为其他新消费赛道排名5名以及以后公司+转型新消费赛道公司；④总指数：T1、T2、T3总池。

图表：四大新消费指数2020年至今年估值变化



2.2、25H1可选消费行情复盘 消费制造业个股-轻工

- 2025年是中国新消费崛起之年，板块中高涨幅公司均与各类新消费主题相关。
- 情绪消费方向：（1）新消费：泡泡玛特围绕IP持续运营与推新，通过消费者的IP世界观与个人情感需求，实现客户粘性和客单价的提高，25H1累计涨幅208%。乖宝宠物、中宠股份依托宠物陪伴与情感体验，25H1累计涨幅分别为44%/76%。（2）老树新芽：豪悦护理、天元宠物，上半年股价累计涨幅达50%/60%。
- 功能价值方向：思摩尔国际充分受益于英美烟草在HNB高端领域快速增长，25H1累计涨幅达50%。康耐特光学依托AI眼镜产业链，25H1累计涨幅达49%。登康口腔通过多元化产品矩阵满足不同群体口腔护理需求，25H1累计涨幅达51%。
- 品牌出海：匠心家居深化海外客户合作，25H1累计涨幅达52%。中烟香港作为中烟指定海外经营主体，推动“中式加热卷烟”进入全球市场，25H1累计涨幅达35%。

图表：消费制造业-轻工板块个股梳理

一级行业	二级行业	预测PE	三级行业	预测PE	标的代码	标的名称	25H1涨跌幅	PE				EPS			
								24	25E	26E	27E	24	25E	26E	27E
轻工制造	造纸	-115.3	大宗用纸	-21.2	002078.SZ	太阳纸业	-7.9%	12.3	10.8	9.5	8.6	1.1	1.3	1.4	1.6
					600567.SH	山鹰国际	-6.1%	-22.3	28.3	19.8	17.7	0.0	0.1	0.1	0.1
					600966.SH	博汇纸业	-16.1%	32.9	17.7	12.5	14.6	0.1	0.2	0.3	0.3
			2689.HK	玖龙纸业	1.3%	18.2	10.1	6.9	5.2	0.2	0.3	0.4	0.6		
			603733.SH	仙鹤股份	-1.3%	14.3	11.4	9.5	8.1	1.1	1.8	2.1	2.5		
			605007.SH	五洲特纸	-6.1%	15.5	12.7	9.9	7.6	0.9	0.9	1.2	1.5		
	605377.SH	华旺科技	-19.0%	10.3	11.6	10.3	9.0	1.0	0.7	0.8	1.0				
	包装印刷	32.6	金属包装	23.0	002701.SZ	奥瑞金	3.7%	19.0	12.0	12.1	10.9	0.3	0.5	0.5	0.5
					002752.SZ	昇兴股份	-13.7%	12.6	13.0	11.5	9.4	0.4	0.4	0.5	0.6
					601968.SH	宝钢包装	-3.0%	35.3	33.5	31.1	28.6	0.2	0.1	0.2	0.2
			塑料包装	25.2	002014.SZ	永新股份	14.5%	15.6	14.4	13.1	11.7	0.8	0.8	0.9	1.0
			纸包装	29.7	002831.SZ	裕同科技	-10.4%	15.7	13.0	11.5	10.3	1.5	1.8	2.1	2.3
			002918.SZ	蒙娜丽莎	-22.0%	27.4	16.5	13.3	10.9	0.2	0.5	0.6	0.8		
	家居用品	22.7	瓷砖地板	132.5	003012.SZ	东鹏控股	-10.3%	20.0	17.8	15.1	12.3	0.3	0.3	0.4	0.5
					001323.SZ	慕思股份	-20.2%	15.2	14.4	13.3	12.4	2.0	2.0	2.2	2.3
					603008.SH	喜临门	-3.8%	18.6	14.0	12.6	11.2	0.9	1.1	1.3	1.4
			成品家居	18.2	603816.SH	顾家家居	-8.9%	14.6	11.1	10.2	9.3	1.7	2.3	2.5	2.7
					301061.SZ	匠心家居	50.7%	22.7	19.7	16.5	13.6	4.1	3.6	4.3	5.2
					1999.HK	敏华控股	-13.7%	7.8	7.8	7.0	6.5	0.5	0.5	0.5	0.6
			定制家居	14.8	002572.SZ	索菲亚	-13.8%	9.7	10.0	9.0	8.4	1.4	1.4	1.5	1.6
					603801.SH	志邦家居	-19.2%	11.7	10.3	9.4	8.9	0.9	1.0	1.1	1.2
					603833.SH	欧派家居	-17.7%	13.3	12.3	11.4	10.6	4.2	4.6	5.0	5.4
			卫浴制品	19.2	001322.SZ	箭牌家居	3.2%	119.2	27.8	22.0	17.9	0.1	0.3	0.4	0.5
					002790.SZ	瑞尔特	0.4%	16.9	15.4	13.3	12.0	0.4	0.5	0.5	0.6
					603385.SH	惠达卫浴	4.1%	17.8	16.9	16.2	15.8	0.4	0.4	0.4	0.4
	603408.SH	建霖家居			-8.6%	10.6	9.6	8.1	7.3	1.1	1.2	1.4	1.6		
	603992.SH	松霖科技			19.0%	21.1	17.4	15.1	13.5	1.0	1.3	1.4	1.6		
	603195.SH	公牛集团			1.7%	20.9	19.5	17.8	16.4	3.3	2.5	2.8	3.0		
	其他家居用品	28.8	301004.SZ	嘉益股份	-11.6%	14.1	11.6	9.4	7.8	7.1	6.1	7.5	9.1		
			605099.SH	共创草坪	97.7%	32.0	26.6	22.7	19.6	1.3	1.5	1.8	2.1		
300729.SZ			乐歌股份	-8.6%	14.5	12.8	10.7	8.9	1.1	1.1	1.3	1.6			
文娱用品	39.5	娱乐用品	81.3	605080.SH	浙江自然	17.5%	21.1	14.5	10.7	8.3	1.3	1.9	2.6	3.3	
				0325.HK	布鲁可	178.6%	-96.7	39.7	27.0	19.4	-2.7	3.9	5.7	7.9	
				1910.HK	新秀丽	-33.1%	7.9	8.0	7.3	6.7	1.7	1.7	1.8	2.0	
9992.HK	泡泡玛特	208.0%	109.4	58.9	42.3	31.8	2.4	4.3	6.0	7.9					
消费电子	24.5	消费电子零部件及组装	21.7	6969.HK	思摩尔国际	49.3%	87.0	78.0	55.2	43.2	0.2	0.2	0.3	0.4	
				003006.SZ	百亚股份	16.3%	40.9	31.2	24.1	18.9	0.7	0.9	1.1	1.4	
个护用品	29.2	生活用纸	27.2	605009.SH	豪悦护理	69.6%	26.7	21.3	18.6	16.2	2.5	2.2	2.6	3.0	

资料来源：Wind，国金证券研究所（预测数据选用Wind一致预期）

2.2、25H1可选消费行情复盘 消费制造业个股-纺服美护

- **情绪价值方向：**珠宝板块受益金价攀升与情绪价值觉醒，板块涨幅靠前，实现了估值重估。老铺黄金首创古法金巩固利润空间，承接国际大牌流量下移，25H1累计涨幅295%。潮宏基通过“非遗”、“串珠”和“流行IP”三大差异化产品类别，定位“时尚珠宝”打破同质化竞争，25H1累计涨幅达165.1%。此外莱绅通灵/曼卡龙/周大福均有亮眼表现。
- **功能价值方向：**（1）AI+纺织服装：2025年3月，AI技术在纺织服装上游的应用体现功能价值，南山智尚，聚杰微纤，恒辉安防，康隆达等相关标的25H1表现出色。（2）美容护理板块大放异彩，龙头个护标的若羽臣带动下，诸多公司通过开发创新单品实现估值重估，若羽臣、上美股份205%/98.31%，拉芳家化，润本股份等同样表现突出。

图表：消费制造业-纺服美护板块个股梳理

一级行业	二级行业	预测PE	三级行业	预测PE	标的代码	标的名称	25H1涨跌幅	PE				EPS			
								24	25E	26E	27E	24	25E	26E	27E
纺织服装	纺织制造	17.6	棉纺	16.5	000726.SZ	鲁泰A	-2.0%	12.7	10.1	9.0	7.9	0.5	0.6	0.7	0.8
					601339.SH	百隆东方	-8.4%	17.3	13.9	12.0	10.7	0.3	0.3	0.4	0.4
			印染	16.7	600987.SH	航民股份	10.3%	10.4	9.8	9.0	8.4	0.7	0.7	0.8	0.9
					605189.SH	富春染织	25.9%	18.2	14.1	11.9	10.4	0.8	1.1	1.3	1.5
			辅料	16.4	002003.SZ	伟星股份	-19.5%	18.5	16.8	14.8	13.2	0.6	0.7	0.8	0.8
					300918.SZ	南山智尚	94.0%	52.6	37.6	29.7	24.1	0.5	0.5	0.7	0.8
	其他纺织	26.1	603055.SH	台华新材	-15.6%	11.2	9.4	7.9	6.7	0.8	1.0	1.2	1.4		
			002293.SZ	罗莱生活	18.9%	17.1	14.4	12.9	11.5	0.5	0.6	0.7	0.8		
	服装家纺	45.4	家纺	16.0	002327.SZ	富安娜	-7.6%	11.7	12.0	11.2	10.5	0.6	0.6	0.7	0.7
					603365.SH	水星家纺	25.7%	14.6	13.8	12.8	11.9	1.4	1.5	1.6	1.7
			非运动服装	52.7	002832.SZ	比音勒芬	-23.8%	11.9	12.1	10.7	9.5	1.4	1.4	1.5	1.7
					600398.SH	海澜之家	-3.6%	16.1	13.7	12.1	11.0	0.5	0.5	0.6	0.7
					603587.SH	地素时尚	14.6%	22.7	20.6	18.8	16.8	0.7	0.7	0.8	0.9
					603808.SH	歌力思	13.4%	-9.5	15.9	12.2	10.1	-0.9	0.5	0.7	0.8
	3306.HK	江南布衣	-1.7%	9.3	9.0	8.5	7.8	1.6	1.7	1.8	2.0				
	3998.HK	波司登	20.1%	15.9	14.0	12.3	10.8	0.3	0.3	0.3	0.4				
	饰品	26.7	钟表珠宝	24.1	002345.SZ	潮宏基	165.1%	69.6	28.6	24.1	20.5	0.2	0.5	0.6	0.7
					002867.SZ	周大生	-1.4%	14.8	13.6	12.2	11.0	0.9	1.0	1.1	1.2
600612.SH					老凤祥	-5.5%	13.8	15.9	14.5	13.7	3.7	3.2	3.5	3.8	
600916.SH					中国黄金	1.3%	17.2	15.7	13.6	12.2	0.5	0.5	0.6	0.7	
1929.HK					周大福	103.9%	23.2	23.2	19.2	17.5	0.6	0.5	0.7	0.7	
6181.HK					老铺黄金	295.0%	102.5	46.6	33.1	23.5	9.5	18.5	26.1	36.8	
美容护理	个护用品	29.2	品牌化妆品	25.8	300957.SZ	贝泰妮	8.8%	38.6	27.8	23.4	20.5	1.2	1.7	2.0	2.2
					301371.SZ	敷尔佳	-2.7%	21.3	20.8	19.3	17.6	1.7	1.3	1.4	1.5
					600315.SH	上海家化	29.4%	-17.7	42.7	32.5	27.7	-1.2	0.5	0.7	0.8
					603605.SH	珀莱雅	-2.1%	21.2	17.9	15.3	13.4	3.9	4.6	5.4	6.2
					1318.HK	毛戈平	95.5%	58.2	42.6	33.2	26.3	2.2	2.4	3.1	3.9
					2145.HK	上美股份	115.3%	35.0	26.9	21.6	17.8	2.0	2.5	3.1	3.8

资料来源：Wind，国金证券研究所（预测数据选用Wind一致预期）

2.2、25H1可选消费行情复盘 消费制造业个股-家电

- **传统制造：**（1）黑电内销量价齐升，结构上高端化趋势明显，外销产能分散布局，关税不改长期优势，TCL电子、极米科技等涨幅靠前，分别为49.5%/23.0%。（2）白电分别受受国补政策和关税波动影响显著，内外销分化较大，龙头企业向下调整。
- **新制造：**（1）家电零部件龙头企业春光科技涨幅可观，达95.6%，主要系小米产业链和智能家居概念驱动。（2）受年初AI概念驱动，各类AI+标的表现较好，例如荣泰健康，禾盛新材等，涨幅分别为69.5%/83.6%。（3）扫地机行业凭借极强产品和品牌力维持高景气度。

图表：家电部分行业半年行情及代表个股复盘

一级行业	二级行业	预测PE	三级行业	预测PE	标的代码	标的名称	25H1涨跌幅	PE				EPS			
								24	25E	26E	27E	24	25E	26E	27E
家用电器	白色家电	10.7	空调	10.1	000333.SZ	美的集团	-0.7%	14.2	12.6	11.6	10.6	5.4	5.6	6.2	6.7
					000651.SZ	格力电器	0.3%	7.8	7.1	6.6	6.2	5.8	6.3	6.8	7.2
					000921.SZ	海信家电	-6.0%	11.2	9.9	8.8	7.9	2.5	2.8	3.1	3.4
			冰洗	13.1	002668.SZ	TCL智家	-26.2%	10.3	9.0	8.1	7.3	0.9	1.1	1.2	1.3
					600690.SH	海尔智家	-14.2%	12.2	10.8	9.7	8.8	2.0	2.3	2.5	2.8
					6690.HK	海尔智家	-14.2%	12.2	10.8	9.7	8.8	2.0	2.3	2.5	2.8
	黑色家电	23.3	其他黑色家电	46.4	688696.SH	极米科技	23.0%	70.2	23.4	18.1	15.6	1.8	5.1	6.7	7.7
	小家电	19.4	厨房小家电	19.5	002032.SZ	苏泊尔	3.4%	18.7	17.5	16.3	15.4	2.8	3.0	3.2	3.4
					002242.SZ	九阳股份	-8.5%	58.5	21.4	18.0	16.1	0.2	0.4	0.5	0.6
					002705.SZ	新宝股份	-5.2%	10.6	9.5	8.6	7.7	1.3	1.5	1.6	1.8
					002959.SZ	小熊电器	0.2%	26.2	20.1	17.7	15.7	1.8	2.4	2.7	3.1
	厨卫电器	16.4	厨房电器	16.6	002035.SZ	华帝股份	-11.6%	11.4	10.3	9.5	9.0	0.6	0.6	0.7	0.7
					002508.SZ	老板电器	-10.4%	11.2	10.5	9.9	9.4	1.7	1.8	1.9	2.0
					300894.SZ	火星人	-9.1%	455.6	59.3	49.1	42.2	0.0	0.2	0.3	0.3
照明设备II	30.7	照明设备III	30.7	603515.SH	欧普照明	3.6%	14.1	13.3	12.4	11.3	1.2	1.3	1.4	1.5	
家电零部件II	26.3	家电零部件III	26.3	002011.SZ	盾安环境	3.7%	11.4	10.4	9.0	7.9	1.0	1.1	1.2	1.4	
				002050.SZ	三花智控	9.0%	33.5	25.6	22.0	18.2	0.8	1.0	1.2	1.4	
				603657.SH	春光科技	95.6%	318.9	130.1	66.6	39.2	0.1	0.3	0.5	0.9	

资料来源：Wind，国金证券研究所（预测数据选用Wind一致预期）

2.2、25H1可选消费行情复盘 消费服务业个股-商贸零售

- 电商平台：（1）若羽臣等电商代运营公司凭借对所运营多品牌经验以及消费者数据洞察开发出多项爆品，从情绪与功能价值再造行业，涨幅高达200%。（2）以小商品城为首的向非美国品牌出海服务商与品牌商也在贸易战2.0期间实现再次腾飞，小商品城年初以来上涨45.3%。
- 连锁商贸：（1）商超百货行业集中度提升进行时，步步高传统渠道调改带来上涨趋势。（2）黄金珠宝受益金价攀升与情绪价值觉醒涨幅靠前，实现了估值重构，包括老铺黄金，潮宏基，莱绅通灵，曼卡龙，周大福等。

图表：商贸零售部分行业半年行情及代表个股复盘

一级行业	二级行业	预测PE	三级行业	预测PE	标的代码	标的名称	25H1涨跌幅	PE				EPS			
								24	25E	26E	27E	24	25E	26E	27E
商贸零售	贸易II	20.2	贸易III	20.2	600710.SH	苏美达	3.8%	10.6	9.6	8.8	8.1	0.9	1.0	1.1	1.2
			百货	-295.9	002419.SZ	天虹股份	-9.9%	79.5	47.8	37.8	31.3	0.1	0.1	0.1	0.2
	一般零售	48.8	超市	457.6	002251.SZ	步步高	26.3%	11.1	64.1	31.9	22.1	0.5	0.1	0.2	0.2
			多业态零售	22.6	601933.SH	永辉超市	-22.9%	-30.3	-149.5	74.4	37.6	-0.2	0.0	0.1	0.1
				600694.SH	大商股份	-16.2%	11.4	10.1	9.1	8.2	1.9	1.9	2.1	2.3	
				600729.SH	重庆百货	-1.3%	9.7	9.1	8.6	8.2	3.0	3.2	3.4	3.5	
				600827.SH	百联股份	-16.2%	10.4	32.5	28.3	24.2	0.9	0.3	0.3	0.4	
				000785.SZ	居然智家	-16.0%	24.3	17.3	15.2	18.2	0.1	0.2	0.2	0.2	
			商业物业经营	27.4	600655.SH	豫园股份	-9.2%	181.7	17.1	13.2	11.3	0.0	0.3	0.4	0.5
	600415.SH	小商品城	45.3%	34.1	26.3	19.7	16.5	0.6	0.7	1.0	1.2				
	专业连锁II	42.2	专业连锁III	42.2	000829.SZ	天音控股	-26.1%	320.2	89.7	83.9	61.4	0.0	0.1	0.1	0.2
					300755.SZ	华致酒行	0.5%	167.5	71.8	47.3	37.3	0.1	0.2	0.4	0.5
					301078.SZ	孩子王	18.1%	93.2	47.0	34.4	25.8	0.2	0.3	0.4	0.5
	互联网电商	39.6	跨境电商	54.0	002803.SZ	吉宏股份	8.3%	33.8	23.1	18.0	14.5	0.5	0.6	0.8	0.9
					300592.SZ	华凯易佰	-22.5%	26.3	13.8	10.5	8.6	0.4	0.8	1.0	1.3
301381.SZ					赛维时代	-12.3%	37.3	23.6	17.9	14.0	0.5	0.8	1.1	1.4	
电商服务			122.7	002127.SZ	南极电商	-7.3%	-41.9	31.8	16.5	12.0	-0.1	0.1	0.2	0.3	
003010.SZ			若羽臣	200.1%	129.1	79.9	59.8	44.3	0.6	0.8	1.0	1.4			
300792.SZ	壹网壹创	8.3%	80.7	67.3	53.4	40.2	0.3	0.4	0.5	0.6					

资料来源：Wind，国金证券研究所（预测数据选用Wind一致预期）

2.2、25H1可选消费行情复盘 消费服务业个股-社服

- **AI概念：**AI+教育与AI+人力借deepseek引发的AI热潮在3月累积了较大涨幅，对应中国东方教育，豆神教育，Boss直聘，科锐国际，同道直聘等涨幅可观。
- **新消费：**新式茶饮是典型的社服新赛道标的公司，产品价值与情绪体验迎合新消费趋势，蜜雪冰城、古茗上市以来收益可观，分别达154.0%/174.6%。

图表：社会服务部分行业半年行情及代表个股复盘

一级行业	二级行业	预测PE	三级行业	预测PE	标的代码	标的名称	25H1涨跌幅	PE				EPS			
								24	25E	26E	27E	24	25E	26E	27E
社会服务	旅游及景区	56.2	人工景区	37.0	300144.SZ	宋城演艺	-3.4%	22.4	19.8	17.4	16.2	0.4	0.5	0.5	0.6
			自然景区	53.0	000888.SZ	峨眉山A	6.7%	31.7	25.4	22.7	20.7	0.4	0.6	0.6	0.7
			旅游综合	-852.8	002707.SZ	众信旅游	4.7%	71.8	46.4	32.5	25.7	0.1	0.2	0.2	0.3
					9961.HK	携程集团-S	-11.8%	18.3	18.0	15.8	13.8	24.8	24.1	27.4	31.3
	酒店餐饮	31.0	酒店	25.0	600258.SH	首旅酒店	-6.7%	18.9	16.8	14.6	12.9	0.7	0.8	0.9	1.1
					600754.SH	锦江酒店	-17.3%	26.1	20.7	17.3	15.8	0.9	1.1	1.3	1.4
			餐饮	36.3	1364.HK	古茗	154.0%	37.6	29.0	24.5	20.6	0.7	0.8	0.9	1.1
					2097.HK	蜜雪集团	174.6%	44.1	36.9	31.8	27.2	12.3	13.8	16.0	18.7
					2150.HK	奈雪的茶	-9.6%	-2.1	-8.0	-17.8	33.9	-0.5	-0.1	-0.1	0.0
					9987.HK	百胜中国	-6.7%	18.2	17.2	15.8	14.6	16.7	18.4	20.0	21.6
	2555.HK	茶百道	-11.0%	27.4	16.1	13.5	11.7	0.3	0.5	0.6	0.7				
	专业服务	26.7	会展服务	20.9	300795.SZ	米奥会展	-3.6%	28.2	16.4	12.9	10.8	0.7	0.9	1.1	1.4
	教育	-386.0	培训教育	-179.8	000526.SZ	学大教育	13.6%	32.4	22.9	18.1	15.1	1.5	2.1	2.6	3.2
					605098.SH	行动教育	3.4%	15.9	13.9	12.3	11.0	2.3	2.6	2.9	3.2
					9901.HK	新东方-S	-24.8%	24.9	18.5	14.4	11.8	1.3	1.8	2.3	2.9

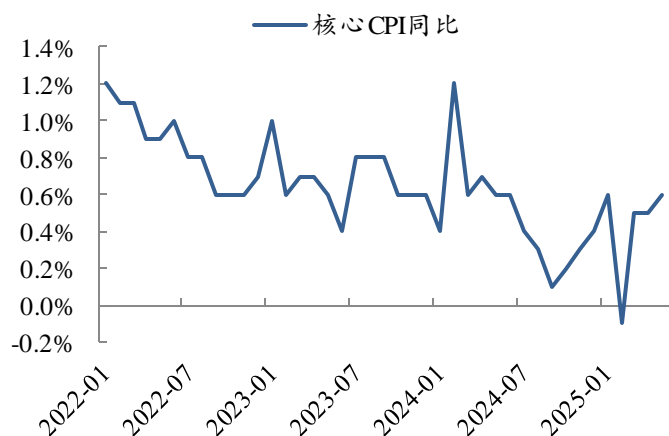
资料来源：Wind，国金证券研究所（预测数据选用Wind一致预期）

3 25H2 消费中观 可选消费行情展望

3.1、25H2消费中观基本面展望 Q3承压，Q4企稳

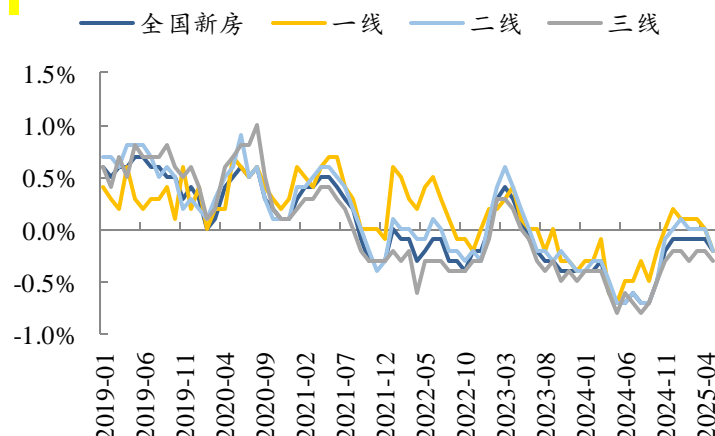
- **内需：**2025年有望成为宏观经济逐步触底之年，2026-2027年或迎来消费温和复苏。
- **25Q3:经济筑底与政策调整期。**（1）CPI维持低位，通缩压力仍存。25H1CPI低位前行，5月CPI同比增长-0.1%，与前月持平，核心CPI同比上涨0.6%，较前月提升0.1个百分点，预计618前置和端午节透支部分消费，在外需回落背景下预计三季度CPI仍将维持低位运行状态。（2）地产仍处于底部左侧。2025年4月楼市“小阳春”成色不足，全国房地产市场仍处于底部左侧，新房销量增速逐步触底且占比下降，整体房产交易有望寻得底部。
- **25Q4:政策发力与市场复苏。**（1）外部不确定性降低：伴随中美贸易战在波动中逐步缓和，为国内经济政策的调整和实施提供有利环境；（2）Q3存量政策的使用接近尾声，Q4增量政策有足够的腾挪空间，为经济复苏提供有力保障；（3）政策支持下CPI有望温和回升至正常轨道，不同品类提价能力根据供需缺口将有所分化。

图表：核心CPI变化



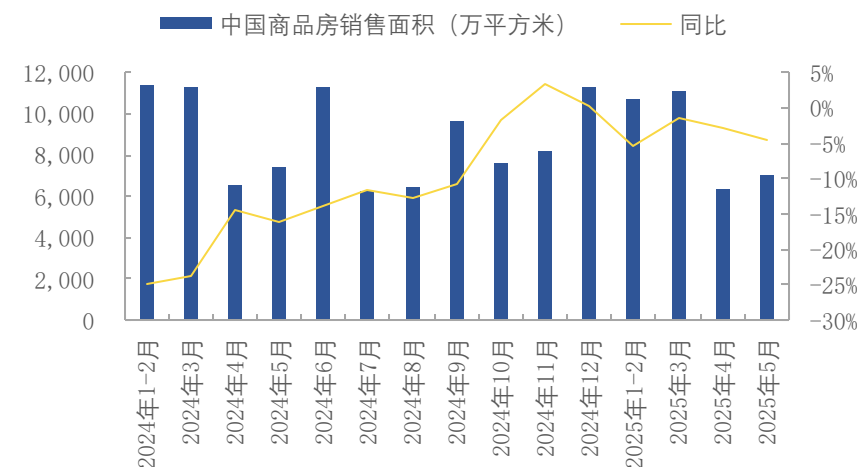
资料来源：Wind，国金证券研究所

图表：全国新房房价



资料来源：Wind，国金证券研究所

图表：全国商品房销售面积

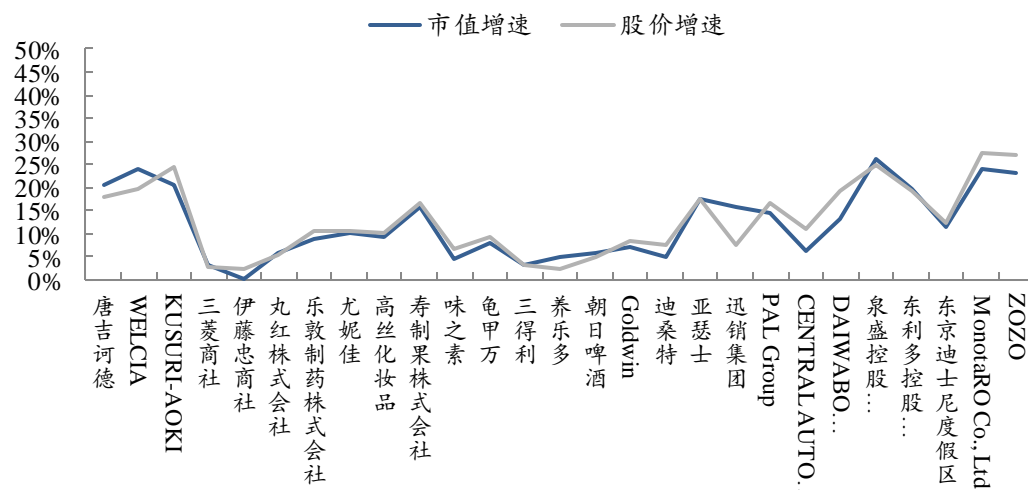


资料来源：Wind，国金证券研究所

3.1、25H2消费中观基本面展望：内需量增维度

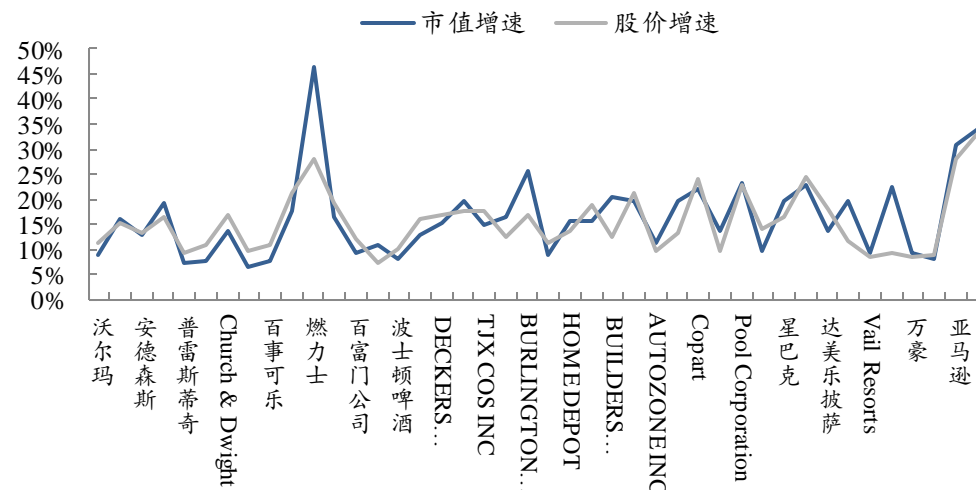
- **新消费β赛道：**在中国地产调整和城镇化率放缓的背景下，中国消费股面临新情况和新机遇。参照美日类似经验，积极拥抱新机遇、新模式的标的将通过行业渗透率的提升实现快速放量。率先开创新业态的标的能够迅速占领消费者心智，从而实现快速扩张。例如，情绪消费板块万代南梦宫、东映动画、科乐美等成为谷子经济的长青巨擘与创新先锋。
- **传统消费品类中的α公司：**注重结构性机会的挖掘。积极实现新消费转型的标的通过模式和产品的“微创新”，能够快速蚕食先发企业的市场份额。（1）功能价值转型：尤妮佳率先将卫生巾生产技术扩展至银发经济板块的纸尿裤产品和宠物经济板块的宠物产品，实现业绩高速增长。（2）渠道变革：堂吉柯德抓住日本泡沫经济的机遇，成为软折扣模式的先锋。（3）品牌出海：宝洁、Costco、沃尔玛、可口可乐等企业均在本地城镇化率放缓阶段加速海外布局。

图表：90年代以来日本消费品重点公司复盘（%）



资料来源：Wind，国金证券研究所

图表：90年代以来美国消费品重点公司复盘（%）

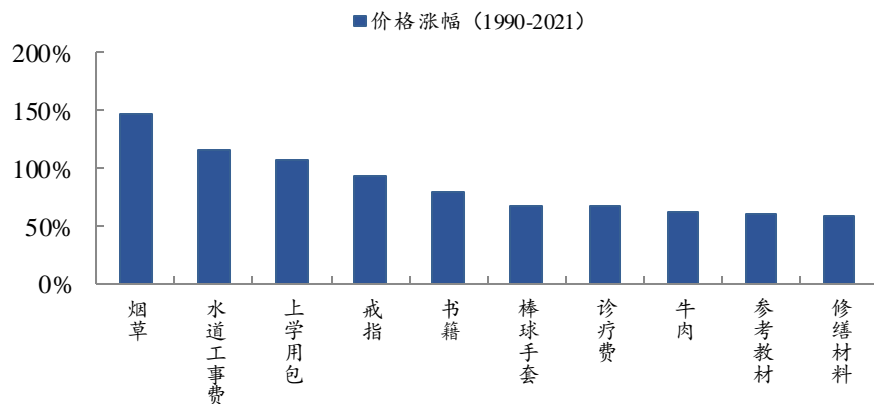


资料来源：Wind，国金证券研究所

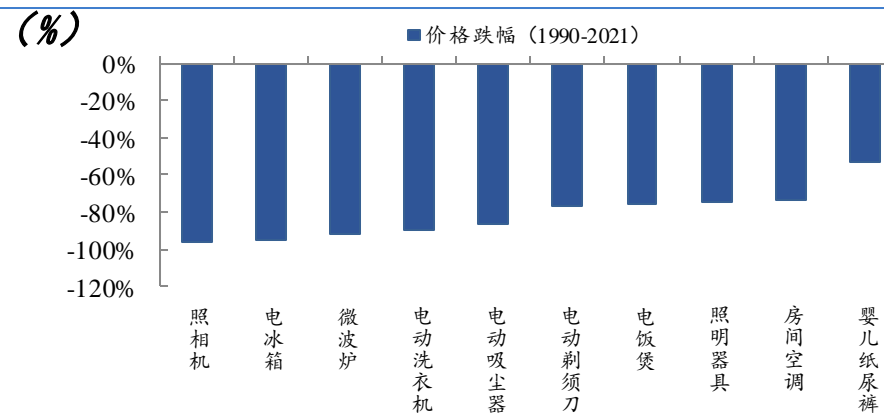
3.1、25H2消费中观基本面展望 内需价增维度

- 通过分析日本1990—2021年期间各消费品类价格变动情况，关注成瘾性、高端属性、人力依赖型等品类结构性机会。
- **成瘾性品类。**成瘾性品类由于其独特的生理或心理依赖性，消费者对其需求相对稳定且价格敏感度较低。烟草成为日本1990-2021年提价能力最强的品类，期间价格涨幅达到147%，跑赢同期核心CPI。对于中国市场，建议关注烟草、新型烟草等具备成瘾特性的消费品赛道，长期的提价能力仍然占优。
- **强功能价值&消费价值品类。**功能价值板块，日本上学用包通过针对性地震场景保护功能，1990-2001年期间价格涨幅达到107%。情绪价值方面，戒指价格涨幅达到94%。对于中国市场，建议关注高端珠宝、高端服饰品牌等具备奢侈属性品类，以及绝对价格不高、相对溢价空间充足、能够通过身份认同和社交属性赋予人情绪价值的高频实用消费品。
- **对人力的依赖度高品类。**随着人口老龄化加剧，劳动力不足的问题日益明显，日本汽车教学费、修鞋费、干洗费等服务类1990-2021年期间价格涨幅都在40%以上。对于中国市场，建议关注医疗服务、餐饮服务、教育服务等赛道，同时关注AI+概念及机器人等通过技术提升服务效率或创造新服务模式的标的。

图表：日本1990-2021年价格涨幅靠前细分消费品类（%）



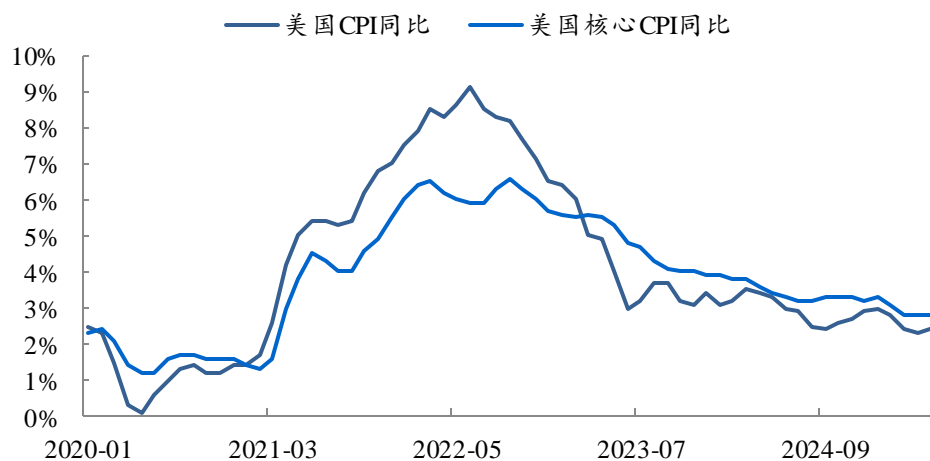
图表：日本1990-2021年价格跌幅靠前细分消费品类（%）



3.1、25H2消费中观基本面展望 外需布局从β到α

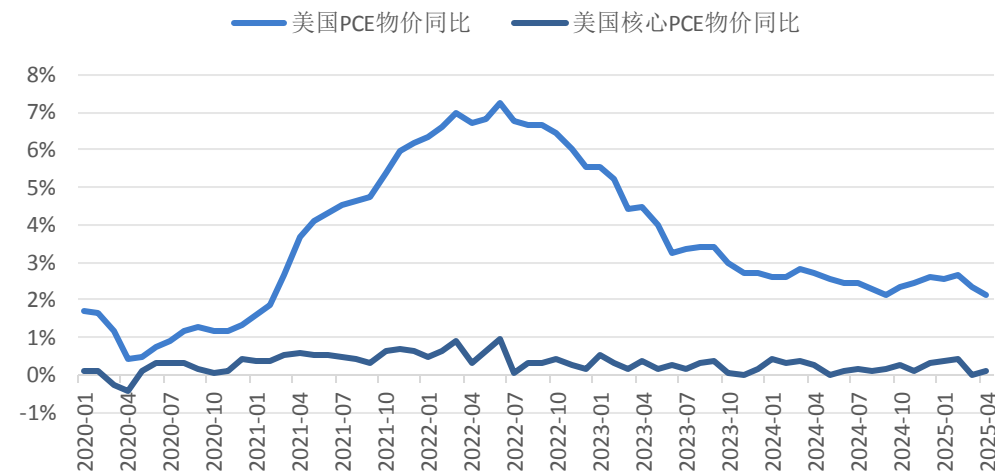
- 美国经济系统性走弱，消费需求或进一步收缩。对外，尽管中美关税缓和，但美国“对等关税”税率不低，使美国进口需求回落。对内，特朗普的政策风险带来“阵痛期”延续，使得消费者信心下降。
- 关注中国出海结构性机会。后续中美之间关税政策、美国国内经济依旧存在较大不确定性。(1) 关注品牌化程度高标的。考虑到美国市场绝对空间仍大，深耕细分赛道的龙头标的仍然具有发展空间，中国“品牌出海”结构性机会值得关注。(2) 关注海外产能布局能力强的标的。后续存在美国对中国乃至东南亚加征关税可能性，具备前瞻海外多地产能布局的企业优势将逐步显现。(3) 关注随着美国需求回落之后，中国转出口贸易往来的韧性。此外，中国通过“一带一路”倡议和RCEP等区域合作，扩大了新兴市场出口，关注拓展新市场、新客户的标的。

图表：美国CPI水平变化



资料来源：Wind，国金证券研究所

图表：美国PCE物价水平变化

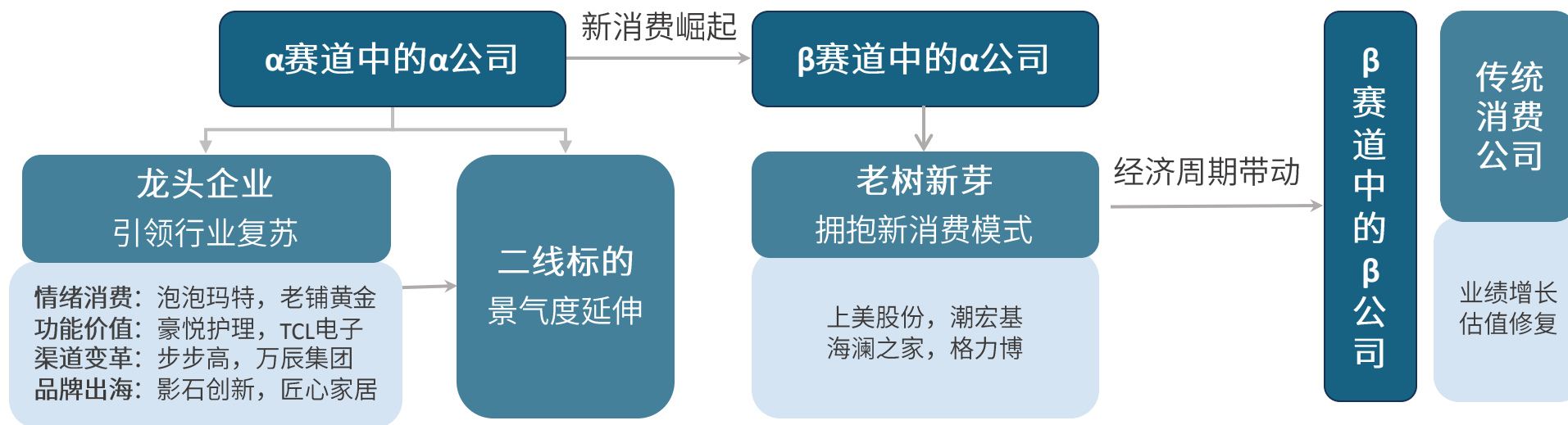


资料来源：Wind，国金证券研究所

3.1、25H2消费中观基本面展望 内需复苏节奏从 α 到 β

- **新消费龙头**： α 赛道中的 α 公司。新消费龙头公司通过创新商业模式、拓展新兴市场以及优化产品和服务，率先提升自身的 α ，实现业绩快速增长和估值提升，为消费行业复苏注入了强劲动力，并将景气度延伸至新消费的二线标的。
- **老树新芽**： β 赛道中的 α 公司。随着新消费崛起，景气度进一步延伸至拥抱新消费模式的传统赛道标的，传统企业通过转型升级、引入新兴技术和商业模式，实现了业绩改善和估值修复，重新焕发出活力。
- **传统消费**： β 赛道中的 β 公司。传统消费公司通过降本增效实现业绩维持和提升。若宏观经济稳健复苏，传统消费公司能够在经济周期的带动下，实现业绩的稳定增长和估值的合理修复。

图表：内需复苏节奏



3.2、25H2可选消费投资展望：新消费投资机会

- 新消费趋势性行情有望延续，坚定持有兑现度较高的新消费龙头。
- 情绪消费：人均消费提升与结构性变化带来的情感需求流变，助推情绪价值消费市场处于高速增长区间。优质情绪消费企业始于情绪，终于情感，通过组织架构稳定、产品策略清晰引领消费者需求而非盲从市场风向。具体来说，(1) 向内悦己：泡泡玛特通过盲盒引起好奇与探索情绪满足。(2) 宠物经济：宠物赛道陪伴满足变为了长期的爱与依赖。(3) 服务增值：海底捞将“超预期”服务的流水线化；毛戈平通过美妆专业服务提高公司产品定价及盈利能力；慕思股份提供五位一体的服务体验，提高顾客体验；(4) 社交悦人：老铺黄金坚守高端品质将社媒热度转化为圈层社交需求。

图表：新消费-情绪消费赛道梳理

情绪价值	代表性标的	涨跌幅	归母净利润（亿元）				预期利润增速（%）		
			2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
悦己需求	泡泡玛特	191.93%	3125	5892	8151	10703	88.52%	38.34%	31.30%
	毛戈平	115.55%	881	1190	1526	1921	35.15%	28.20%	25.90%
	布鲁可	198.76%	-401	964	1415	1947	340.49%	46.72%	37.61%
	若羽臣	234.45%	106	168	223	308	58.84%	33.02%	38.00%
	海底捞	-3.12%	4708	5137	5581	6039	9.12%	8.64%	8.20%
	乖宝宠物	70.69%	625	794	1018	1288	27.17%	28.15%	26.53%
	中宠股份	112.33%	394	455	558	690	15.51%	22.65%	23.63%
社交价值	老铺黄金	328.95%	1473	3217	4530	6217	118.39%	40.80%	37.25%
	亚玛芬体育	47.19%	530	2683	3689	4755	406.24%	37.49%	28.91%
	嘉益股份	-0.37%	733	887	1083	1304	20.99%	22.10%	20.46%

资料来源：Wind，国金证券研究所（预测数据选用Wind一致预期）

3.2、25H2可选消费投资展望：新消费投资机会

- 新消费趋势性行情有望延续，坚定持有兑现度较高的新消费龙头。
- 功能价值：伴随发展供给端“新质生产力”要求，以及我国制造业高度发达导致产品同质化竞争度相对提高，通过功能价值提升竞争优势愈发重要。我们在国金新消费长线主题报告《创新驱动消费质变，产品差异引领未来》中分析，功能价值包括迭代式产品更新和两个维度，前者通过筑牢已有竞争优势，驱动市占率缓慢提升；后者则给予消费者需求演变充分重视和快速响应，侵蚀份额占领消费者心智。

图表：新消费-功能价值赛道梳理

功能价值	代表性标的	涨跌幅	归母净利润（亿元）				预期利润增速（%）		
			2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
迭代式更新	百亚股份	14.42%	288	380	492	626	31.95%	29.74%	27.14%
	登康口腔	78.94%	161	204	253	315	26.49%	24.21%	24.28%
	飞科电器	-13.29%	458	673	773	880	47.01%	14.80%	13.86%
	亚朵	14.86%	1275	1619	2030	2490	26.97%	25.34%	22.69%
	科思股份	-17.18%	562	419	529	623	-25.48%	26.28%	17.73%
	珀莱雅	-10.83%	1552	1843	2151	2463	18.77%	16.71%	14.49%
	豪悦护理	68.65%	388	485	554	636	25.11%	14.34%	14.70%
	古茗	152.52%	1479	1905	2253	2676	28.87%	18.22%	18.79%
	蜜雪集团	163.70%	4437	5251	6112	7134	18.35%	16.40%	16.72%
	海信视像	12.78%	2246	2577	2906	3240	14.73%	12.75%	11.52%
突变式创新	TCL电子	86.26%	1660	1979	2344	2706	19.25%	18.43%	15.44%
	巨子生物	17.99%	2062	2582	3197	3870	25.22%	23.78%	21.06%
	锦波生物	103.05%	732	1101	1483	1958	50.34%	34.73%	32.02%
	公牛集团	-2.97%	4272	4593	5017	5469	7.50%	9.24%	9.00%
	思摩尔国际	76.63%	1303	1366	1928	2480	4.82%	41.16%	28.59%
	康耐特光学	174.73%	428	535	648	768	24.84%	21.24%	18.46%
	慕思股份	-20.78%	767	803	873	942	4.66%	8.72%	7.88%
	趣睡科技	55.84%							
	石头科技	-3.75%	1977	2019	2523	3058	2.17%	24.96%	21.18%
九号公司	26.25%	1084	2261	2994	3107	108.54%	32.44%	3.76%	

资料来源：Wind，国金证券研究所（预测数据选用Wind一致预期）

3.2、25H2可选消费投资展望：新消费投资机会

- 新消费趋势性行情有望延续，坚定持有兑现度较高的新消费龙头。
- 线上渠道变革：线上零售渗透率整体趋于平稳，电商平台经营策略进阶，进入精细化运营的全域电商模式。综合电商平台（淘天、京东、拼多多）补足内容短板，社交电商平台（抖音、快手、微信小店）强化货架建设。
- 线下渠道变革：传统商场的进场费制度和联营制与当下消费者诉求不适配，逐渐式微，给新型优质零售商超留出广泛发展空间。新型零售模式已在中国大地萌芽，永辉超市、步步高、重庆百货德国精选型零售参照胖东来模式，以优质优价和情绪价值脱颖而出；量贩零食参照Costco模式打造硬折扣零售。

图表：新消费-渠道变革赛道梳理

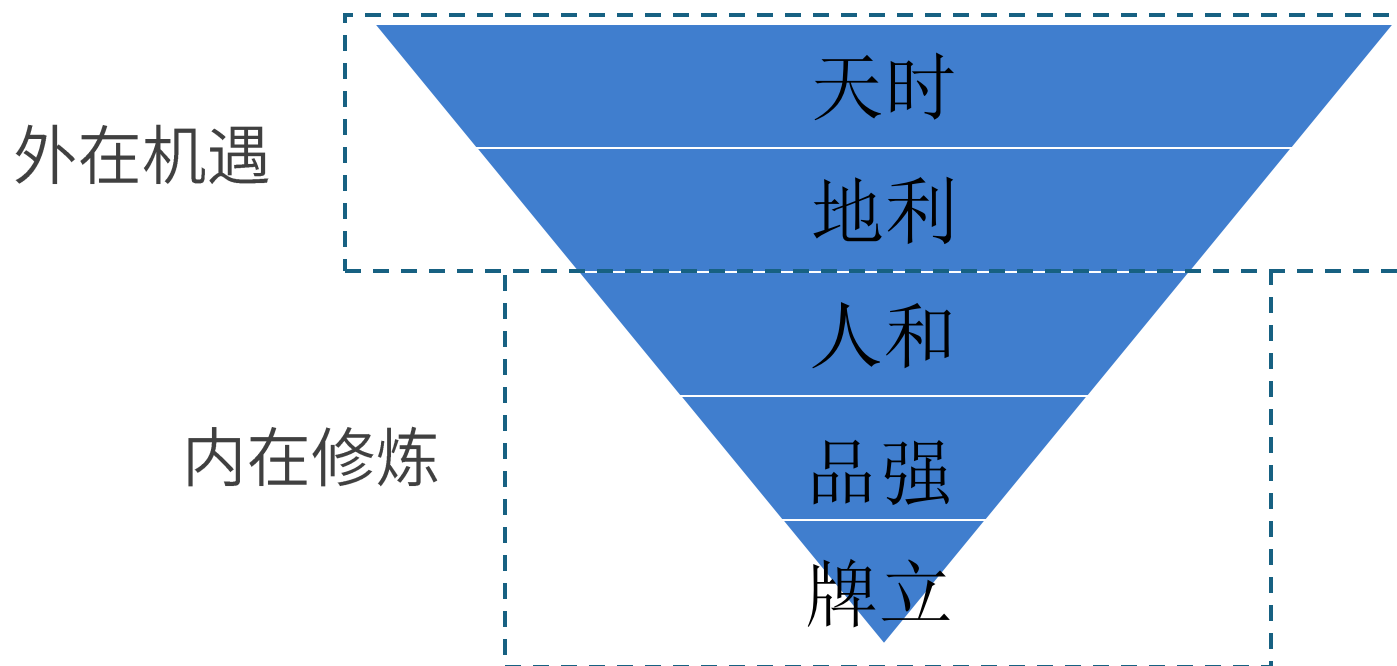
线下渠道变革	代表性标的	涨跌幅	归母净利润（亿元）				预期利润增速（%）		
			2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
精选型零售	永辉超市	-21.24%	-14.65	-3.05	6.20	12.18	79.19%	303.29%	96.43%
	步步高	27.09%	12.12	2.03	4.63	6.70	-83.24%	127.82%	44.75%
	重庆百货	-10.10%	13.15	13.95	14.80	15.54	6.08%	6.15%	4.97%
硬折扣零售	海澜之家	21.99%	21.59	25.30	28.73	31.70	17.21%	13.55%	10.34%
	万辰集团	138.87%	2.94	8.50	11.57	14.49	189.65%	36.09%	25.25%
	博士眼镜	-8.82%	1.04	1.39	1.63	1.85	34.34%	16.96%	13.78%
其他	汇通达网络	-0.56%	2.7	3.94	5.04	6.31	46.03%	28.02%	25.03%

资料来源：Wind，国金证券研究所（预测数据选用Wind一致预期）

3.2、25H2可选消费投资展望：新消费投资机会

- 新消费趋势性行情有望延续，坚定持有兑现度较高的新消费龙头。
- 品牌出海：当前行业逐步从贴牌代工的出海1.0时代过渡到品牌出海，优质的出海企业具备“外在机遇”和“内在修炼”两方面的要素。**外在机遇**：(1) “天时”：市场进入择时。外来企业进入时机通常选在目标市场供需两端发生较大变化时，例如任天堂选准美国本土游戏机企业雅达利崩塌和民众娱乐需求高涨的时机；(2) “地利”：正确的市场选择。企业出海通常首选具有相似文化以及较短地理距离的市场地区，以降低运营和市场教育成本。

图表：新消费-品牌出海五要素



3.2、25H2可选消费投资展望：新消费投资机会

- 新消费趋势性行情有望延续，坚定持有兑现度较高的新消费龙头。
- 品牌出海：当前行业逐步从贴牌代工的出海1.0时代过渡到品牌出海，优质的出海企业具备“外在机遇”和“内在修炼”两方面的要素。
内在修炼：（3）“人和”：本土化运营。本土化渠道的本质是用本地人的思维解决本地人的需求，2023年Anker在日本的成功印证：当本土团队获得充分授权，渠道ROI可提升3倍以上。
（4）“品强”：产品力深挖护城河。产品力是品牌出海摆脱价格战陷阱，实现品牌价值升级的关键抓手，例如大疆凭借高性能在美国三次关税制裁中市场份额不减反增。
（5）“牌立”：品牌定位筑牢立身之本。在出海过程中，保持自身高端品牌形象能够维持相对溢价，维持利润空间，例如星巴克入驻中国通过其“第三空间”理念和门店选址装修带来的高端形象维持定价策略。

图表：新消费-品牌出海赛道梳理

代表性标的	涨跌幅	归母净利润（亿元）				预期利润增速（%）		
		2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
安克创新	26.34%	21	26	32	40	21.78%	25.79%	23.59%
匠心家居	77.51%	7	8	9	11	14.83%	18.66%	20.14%
影石创新	260.14%	10	12	16	23	18.51%	39.30%	42.40%
致欧科技	-6.42%	3	4	6	7	20.20%	37.15%	28.73%
傲基股份	-22.39%	5	7	8	8	31.93%	19.99%	-0.79%
赛维时代	-21.49%	2	3	4	6	52.67%	32.16%	27.84%

资料来源：Wind，国金证券研究所（预测数据选用Wind一致预期）

3.2、25H2可选消费投资展望：传统消费投资机会

- **短期博弈：关注外需“抢出口”带来的中报超预期行情。**部分出口导向型企业因美国加征关税预期及政策不确定性，加快出口节奏，关注相关标的25年中报超预期行情。
- **25Q3:基本面压力与红利型机会。**25Q3经济增长的内生动力尚未完全恢复，关注红利+标的类机会。
- **25Q4布局：（1）消费核心白马的底部回升与估值修复。**传统核心资产的估值水位处于低位，25Q4宏观基本面向好，有望在流动性宽松和公募基金欠配的背景下向上修复。（2）**积极拥抱新消费赛道或具备新消费思维的传统赛道优质公司。**伴随新消费景气度延续，重视新消费赛道和新消费思维的企业在宏观政策助推下有望迎来超跌反弹的机遇。

图表：传统消费赛道梳理

代表性标的	涨跌幅	归母净利润（亿元）				预期利润增速（%）		
		2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
安踏体育	18.66%	156	135	152	169	-13.29%	12.62%	11.16%
雅迪控股	4.51%	13	29	33	39	125.01%	16.95%	15.55%
裕同科技	1.08%	14	17	19	21	20.47%	13.63%	11.29%
上美股份	82.18%	8	10	12	15	28.17%	24.29%	21.43%
美的集团	2.23%	385	434	473	516	12.54%	9.07%	9.00%
海尔智家	-15.38%	187	214	238	261	14.07%	11.21%	9.89%
石头科技	-5.95%	20	20	25	31	2.17%	24.96%	21.18%
海澜之家	21.99%	22	25	29	32	17.21%	13.55%	10.34%
格力博	36.14%	1	3	4	5	242.46%	37.87%	26.51%
慕思股份	-17.73%	8	8	9	9	4.66%	8.72%	7.88%
茶百道	-0.78%	5	8	9	11	60.03%	21.97%	17.42%

3.3、25H2可选消费板块展望：轻工新消费

- **整体布局思路：**优选预期政策受益方向，并综合发展阶段、渗透率、集中度等行业成熟度指标，推荐排序为新型烟草=潮玩板块>两轮车=内销家居，此外关注新兴国货、出口&出海、造纸板块的结构性机会，以及老树新芽机会。
- **功能价值方向：**(1) AI+眼镜：AI拍摄眼镜快速放量，产业链成熟度提升，行业扩容在即，关注产业链核心标的康耐特光学。(2) 新型烟草：仍处于行业发展初期，后续仍具渗透率提升红利，叠加欧美合规电子烟市场有望扩容，推荐思摩尔国际，绑定核心客户，HNB业务成长性值得期待。
- **情绪价值方向：**(1) 潮玩板块：新兴赛道渗透率快速提升，龙头企业先发优势明显，同时新公司/新渠道运营模式持续涌现。首推业绩高度确定的龙头泡泡玛特、布鲁可，同时关注传统公司转型的晨光股份、名创优品。(2) 宠物：国产替代趋势延续，行业格局方面一线/准一线公司进入毛销差提升期，后续品牌势能分化来源是产品力，关注龙头乖宝宠物、中宠股份。
- **品牌出海方向：**出口家居板块：在关税风险叠加海外补库周期开启，关注技工贸一体化程度（或海外产能布局能力）与品牌化程度高的标的，建议关注匠心家居、傲基股份、致欧科技、恒林股份、永艺股份、乐歌股份等。
- **老树新芽方向：**两轮车板块：受益于补贴政策+新国标落地，头部品牌整体量价齐升趋势显著。①产品力具备性价比、渠道规模效应强且具有一定店效改善空间的龙头公司雅迪控股；②中高端电自、电摩类产品力带动价格带不断突破、用户群体和渠道具备增量开拓空间的新势力品牌，关注九号公司、春风动力。
- **传统消费方向：**(1) 内销家居板块：行业集中度仍较低，补贴政策或将加速行业集中度提升。后续在行业流量整体承压、流量碎片化、消费者一站式采购需求等背景下，头部家居品牌在整装渠道加速开拓、多品类加速融合的两大趋势推动下，市场份额有望迎来加速提升，推荐零售能力优异的索菲亚、顾家家居、欧派家居、志邦家居、敏华控股、慕思股份等。(2) 造纸：①关注行业地位稳固、稳健高分红的优质标的，推荐裕同科技。②并购整合下行业竞争格局不断优化，关注奥瑞金。

3.3、25H2可选消费板块展望：纺服她经济

- 赛道选择框架：首选景气度高以及格局变化大的行业。黄金珠宝赛道（高景气度+格局变化大）>美容护理赛道（景气度平稳+格局变化较大）>品牌服饰（景气度平淡+格局稳定）
- 黄金珠宝赛道：（1）金价上涨拉动行业高景气维持。（2）代际切换推动黄金珠宝需求重构，从贵重和保值演化为情绪消费，行业格局剧烈变化。（3）功能价值方向：锦波生物在胶原蛋白赛道拥有高研发壁垒，通过持续的技术创新，推出差异化产品。巨子生物的胶原技术持续升级，支撑品牌在功效端的差异化。
- 美护赛道：（1）赛道景气度平稳，彩妆、护肤品内容电商渠道红利已经释放较为充分，增量主要来自于抖音渠道。（2）新的成分带动需求增长，行业格局变化大。（3）情绪价值方向：潮宏基凭借“年轻化 + 时尚感”的品牌定位，持续构建产品审美力与快反上新机制双优势。（4）渠道重构方向：若羽臣通过“自有品牌 + 品牌管理 + 代运营”业务体系构筑护城河，形成从品牌孵化、营销投放到渠道运营的链路闭环。上美股份凭借对渠道趋势的敏锐洞察与快速执行能力，通过短剧引流、自播矩阵搭建及多平台打法复制，成功打造韩束全域增长路径。
- 品牌服饰：（1）服装消费处于弱复苏过程，板块景气度平稳。（2）服装需求在过去的10年中逐渐完成重构，行业格局整体稳定。（3）老树新芽：海澜之家在传统主业上保持稳健发展，京东奥莱的增量成为其新的增长点。安踏体育安踏体育凭借强大的运营能力 α 凸显。

3.3、25H2可选消费板块展望：商社互联网

- **整体布局思路：**商超百货领域关注在某一赛道具备护城河，同时积极拥抱调改的标的；互联网电商领域关注货架电商与即时零售和外卖龙头。
- **商超百货：行业集中度提升进行时，关注传统渠道调改方向。**中国零售商集中度较美国有很大提升空间，在集中度提升的过程中，新型商超模式不断涌现：**（1）胖东来模式：**门店面积3000-7000平方米，无需会员费，SKU数量达到1万以上，商品均为小包装，自有产品销售占比达到30%；**（2）仓储会员模式：**门店面积在三种模式中最大，需要会员费，SKU数量限制在4000左右，商品均为大包装，自有产品销售占比超过30%；**（3）以奥乐齐为代表的德国“穷人超市”模式：**门店面积在三个模式中最小，不需要会员费，SKU数量控制在2000个以内，商品均为小包装，自有产品比例达到80%。
- **看好自身具备护城河，同时积极调改的传统转型标的。**永辉超市引入胖东来团队积极改革，其本身具备长期全国化生鲜经营经验，可作为精选零售中最具差异化的武器，同时其具备规模优势带来的更低成本；步步高深耕湖南本地，区域龙头属性显现，超市百货双业态互补引流，且其门店大部分为自有物业，租金成本远低于行业平均；孩子王扩充赛道品类，进军AI玩具领域，产品提供情感陪伴的情绪价值。
- **互联网电商：****（1）**电商大促有可能带来的潜在消费需求释放，计划性消费需求增多有望利好货架电商。阿里巴巴客户管理收入加速增长，物流网络覆盖助力新兴市场亮眼表现，电商基本盘稳固，AI驱动第二曲线增长，超高投入深挖技术护城河。京东品类以3C家电为主，有望持续受益于国补政策，与618促销等形成共振。**（2）**即时零售规模快速增长，商超便利店线上化转型加速，外卖平台竞争加剧。美团深耕外卖多年，用户心智难以撼动，数据积累筑起隐形壁垒，随着京东补贴退坡，预计长期仍能保持外卖龙头地位。京东切入外卖竞争，外卖作为高频流量入口，有助于激活即时零售生态。
- **整体布局思路：**首推以茶饮为代表的成长型新消费核心赛道，加息预期与新消费回调可能下布局餐饮高股息龙头稳防御，同时关注酒旅板块触底反弹机会。
- **新茶饮赛道搏增长：**茶饮是新消费核心赛道，产品价值与情绪体验迎合新消费趋势，目前估值仍然具有性价比。关注对内和对外两条成长路径，出海与下沉同时进行，二三线城市和海外市场有望帮助打开增量曲线。核心标的蜜雪集团、古茗预计业绩估值均有良好表现，困境反转逻辑中，茶百道、沪上阿姨预计迎来拐点。
- **高股息龙头稳防御：**结合美国降息预期，预防可能的消费板块回调与市场风格切换，餐饮赛道建议关注历史上稳定派息的百胜中国和海底捞等高股息龙头。
- **酒旅板块技术触底值得关注：**行业低基数具备较大成长空间，华住、亚朵等标的筹码结构干净，锦江酒店即将赴港再上市，融资后财务压力有望改善。

3.3、25H2可选消费板块展望：家电新制造

- 整体布局思路：新消费新制造迎合功能价值和情绪价值需求，具备高成长性；传统家电龙头受益国补和出海优势积累，业绩更加稳健。
- 新消费：以全景相机和扫地机器人为代表的家电新消费同时具备强功能价值和情绪价值。（1）功能价值：影石创新的全景相机能够实现全空间不同视角成像，利用算法自动拼接出360°全景图片或视频。石头科技凭借极强产品竞争力快速抢占市场份额，成效显著；（2）情绪价值：影石创新全景相机能够记录完整时空，为消费者带来向内悦己的愉悦感（炫酷照片）、珍贵记忆（沉浸式回忆）和向外悦人的社交价值（分享展示）。
- 新制造：关注进军机器人领域，传统制造转向新制造的家电公司。欧圣电气主营业务在海外份额持续增长，子公司深耕养老机器人多年，有望充分受益于养老经济及政策催化。格力博主业迎来困境反转，布局户外动力工具的商用锂电OPE，发力割草机器人。
- 传统大家电龙头：（1）白电：美的充分受益国补，多元化布局开辟长期增长曲线。海尔智家高端产品线重回高增，数字化带动盈利能力持续提升。海信家电海外新兴市场高增，产能布局完善，北美关税风险敞口较小，全年业绩完成确定性较高。（2）黑电：结构持续改善，均价提升趋势显著，Mini LED技术帮助龙头快速迭代，实现弯道超车。海信视像高端产品出货大幅提速，结构持续优化，海外市场份额提升明显，低基数下利润高增可期。TCL电子双品牌战略取得良好效果，海外产能布局完善，欧洲及新兴市场渠道突破贡献持续增量。

4 消费长线主题思考

4、消费长线主题思考：一级项目融资方向

- 据财联社创投通数据，可选消费行业的一级市场投资热点主要集中在以下领域。（1）潮玩及二次元周边：潮玩板块深受一级市场青睐，行业处于高速发展期，需求端正在从Z世代和女性消费者扩展到更广泛的年龄层，而供给端则呈现出结构性分化，重点关注新品类、新玩法。（2）智能机器人&AI数字化：政策助推下产业前景明朗，技术发展初期市场渗透率正接近关键“奇点”。（3）美妆原料&纯净美妆：各大品牌正通过成分创新和科学叙事来加速其市场突围。内容电商的快速发展进一步推动了行业的繁荣，维持了较高的景气度。

图表：2025年重点一级项目融资统计

投资热点	代表公司	时间	具体业务	轮次	投资方
美妆原料	荣秀盛生	2025年3月	天然精油产品研发	天使轮	嘉道资本、中投中财
	尚捷优蓝	2025年4月	国家级化妆品新原料研发	A轮	昌发展集团、中美绿色基金、上海嘉诚投资
	仅三生物	2025年4月	麦角硫因研发与产业化	Pre-A轮	集富亚洲
纯净美妆	未名拾光	2025年5月	生物活性材料研发	战略轮	欧莱雅集团、纳爱斯集团
	RED CHAMBER	2025年5月	可持续纯净美妆品	A轮、A+轮	水羊股份、解百消费基金
AI及数字化文旅	星辰影迹	2025年3月	AI旅拍平台	天使轮	冠峰资本
	云南数智文旅	2025年3月	文旅产业数字化转型	Pre-A轮	歌尔投资、深空星河
智能陪伴机器人	手滑科技	2025年5月	AI+陪伴机器人、可穿戴设备	A轮	杭广曜曜
	得印科技	2025年4月	智能养老机器人产品研发	A轮	享佳健康，南京新百
	玄源科技	2025年4月	消费级AI陪伴机器人产品研发	Pre-A轮	东方富海，金鼎资本，联想之星
茶酒文化	月上茶涧	2025年4月	新中式“文化茶饮”	天使轮	翰畔创投
	唐三两打酒铺	2025年3月	散酒零售	天使轮	挑战者创投
	茶叮咛	2025年2月	西南地区新现制茶饮	A轮	中良华太投资
潮玩及二次元周边	寻物鲸	2025年3月	二次元周边销售	Pre-A轮	中投国创（海南）投资发展集团有限公司
	Letsvan	2025年2月	潮流玩具孵化和运营	A轮	北京量子之歌科技有限公司、上德合利

4、消费长线主题思考：一级项目融资方向

- 据桔子IT数据显示，餐饮行业的一级市场投资热点主要集中在以下领域。（1）茶饮：上半年三家茶饮企业赴美或港股上市，反映一级市场对茶饮赛道热情高涨；（2）连锁快餐：2020年以来，餐饮连锁化率以每年约2pct的速率提高，反映出连锁化、品牌化趋势，同时各餐饮品类客单价在近3年均呈现出下滑趋势，消费者注重性价比，利好快餐发展；（3）餐饮服务商：餐饮行业温和复苏，同时品牌化趋势明显，“卖铲子的人”同样受一级市场投资者青睐。

图表：2025年餐饮重点一级项目融资统计

投资热点	时间	公司名	公司描述	轮次	投资方
茶饮	2025/5/26	邓氏阿嬷手作	手作奶茶品牌	B轮	众瓴投资控股
	2025/4/17	月上茶涧	新中式茶饮品牌	天使轮	翰畔创投
	2025/4/16	茶邦见山	新中式茶饮品牌	A轮	国诚投资
	2025/2/27	茶叮叮	新锐茶饮品牌	A轮	[领投]中良华太
服务商	2025/4/30	川百餐饮	餐饮品牌孵化与运营服务商	Pre-A轮	未透露
	2025/2/28	钱戈戈	餐饮服务商	A轮	番茄资本
	2025/1/22	妙喜厨	高品质餐饮服务提供商	A轮	[领投]惠州市中世瑾投资
连锁快餐	2025/4/3	欧吉堡	西式快餐餐饮连锁管理商	A轮	冠峰资本
	2025/4/2	麦罗塔	新兴健康轻食品牌	A轮	[领投]早行人创投
	2025/3/11	哥味盈水饺砂锅菜	新中式快餐品牌	A轮	[领投]源码资本
	2025/3/4	披萨一世	青岛西餐品牌	A轮	小数桔创投
	2025/2/7	韩卓味	朝鲜族特色餐饮品牌商	A轮	[领投]慧财投资
	2025/2/5	阿赛小面	社区快餐连锁	天使轮	流行美亚洲吃面
	2025/1/21	西贝餐饮	西北民间美食连锁品牌	战略投资	新潮传媒
	2025/4/25	福来魏	陕西特色小吃品牌	A轮	瀚信实业
熟食	2025/5/12	卤林传奇	卤菜熟食品牌	B轮	中科云富
	2025/1/21	热气饼店	新型现制连锁烘焙品牌	天使轮	宽窄创投
正餐连锁	2025/3/28	小龙坎	火锅连锁品牌	A轮	绝味网聚资本
	2025/2/24	贵凤凰	贵州菜餐饮企业	B轮	新锐销基金
	2025/1/15	曹家巷火锅	成都老字号火锅品牌	战略投资	晓麦国际控股集团

4、消费长线主题思考：一级项目融资方向

- 据桔子IT数据显示，商贸零售的一级市场投资热点主要集中在以下领域。（1）电商服务：电商服务是当前一级市场最活跃的领域，尤其是跨境电商和供应链优化方向，产业资本的参与可能意味着战略协同的需求；（2）交易平台：集中在二手和垂直领域，比如潮玩，受益于其热度，相关领域的循环经济也受资本市场关注；（3）零售：无人零售、智慧零售相关企业获得融资，说明综合零售的数字化升级是趋势所在。

图表：2025年商贸零售重点一级项目融资统计

投资热点	时间	公司名	公司描述	轮次	投资方
电商服务	2025/6/16	智运中卡	电商供应链服务提供商	B轮	步步高星陀资本
	2025/6/5	船长BI	为亚马逊卖家提高运营效率	B轮	PartnerBoost
	2025/5/29	智绘阁	电商平台AI客服研发商	天使轮	[领投] 赛文胜 Squared
	2025/5/7	杰一信息	跨境电商服务公司	A轮	赛富投资基金
	2025/4/15	微客宝	实体电商运营一站式方案提供商	天使轮	未透露
	2025/3/12	艾姆诗	跨境电商解决方案提供商	Pre-IP0	同创伟业
	2025/1/14	数美万物	跨境电商服务商	Pre-A轮	[领投] 美团龙珠 锦秋基金 红杉中国
	2025/3/18	汽贸商城	智慧电商平台	A轮	[领投] 加速资本
	2025/5/19	卡谷电商	家具家居跨境电商平台	A轮	金沙江创投 X&KSK基金
交易平台	2025/3/3	寻物熊	文创潮玩交易平台	Pre-A轮	[财务顾问] 创投资堂
	2025/1/14	刘备回收	企业个人二手数码产品回收平台	Pre-A轮	天津资本
零售	2025/4/29	丰e足食	无人零售运营商	B+轮	松禾资本 中金资本 亦联资本
	2025/2/18	借时智慧科技	综合性零售企业	A轮	[领投] 港汇资本

5 中观行业估值比较

5、中观行业估值比较

图表：可选消费板块25H1估值水平

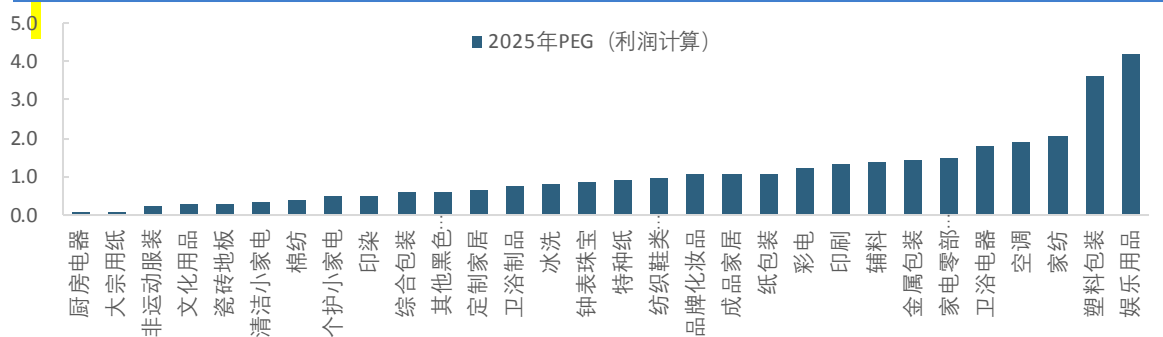
	PB	PB3年历史分位	PB5年历史分位	二级行业	PB	PB3年历史分位	PB5年历史分位	三级行业	PB	PB3年历史分位	PB5年历史分位
家用电器	2.3	18.9	11.3	白色家电	2.1	8.7	5.2	空调	2.1	9.9	6.0
				黑色家电	2.4	82.9	89.8	冰洗	2.0	3.4	2.7
				小家电	3.1	14.9	8.9	其他黑色家电	3.9	77.3	97.8
				厨卫电器	1.9	17.6	10.6	厨房小家电	2.9	59.6	28.6
				照明设备II	1.7	23.1	16.9	厨房电器	1.9	60.6	5.7
				家电零部件II	3.1	29.3	17.7	照明设备III	1.7	62.3	16.9
				家电零部件III	3.1	43.5	17.7	美容护理	3.3	30.2	18.1
纺织服饰	1.8	73.1	49.8	纺织制造	1.5	36.1	23.1	棉纺	0.9	55.0	22.4
				服装家纺	1.7	53.7	35.9	印染	1.4	65.4	30.8
				饰品	2.5	98.6	99.2	辅料	2.4	0.4	38.1
				个护用品	2.6	73.6	48.1	其他纺织	2.1	47.3	49.0
				造纸	1.1	23.2	14.1	家纺	1.8	91.0	21.4
				包装印刷	2.0	52.4	33.8	非运动服装	1.5	96.2	34.8
				家居用品	1.8	13.7	8.2	钟表珠宝	2.5	99.3	96.2
轻工制造	1.7	38.4	23.2	个护用品	2.6	73.6	48.1	品牌化妆品	3.5	47.7	14.3
				文娱用品	3.5	63.3	38.9	大宗用纸	1.0	61.4	7.8
				消费电子	3.0	83.6	53.1	特种纸	1.6	85.4	38.3
				个护用品	2.6	73.6	48.1	金属包装	1.7	14.8	28.3
				一般零售	1.6	90.9	85.0	塑料包装	2.5	58.4	63.1
				专业连锁II	3.3	68.3	72.7	纸包装	1.7	93.5	29.8
				互联网电商	2.7	51.2	70.2	瓷砖地板	1.2	86.0	38.4
				旅游及景区	3.1	65.3	78.8	成品家居	1.7	33.3	8.5
				酒店餐饮	1.8	5.2	3.1	定制家居	1.6	37.6	5.1
				专业服务	2.4	20.0	12.0	卫浴制品	1.4	66.4	29.3
商贸零售	1.8	50.1	57.4	家居用品	1.8	13.7	8.2	其他家居用品	2.9	62.3	21.6
				专业连锁III	3.3	96.8	72.7	消费电子零部件及组装	2.9	28.7	36.6
				互联网电商	2.7	51.2	70.2	生活用纸	2.5	79.5	42.1
				旅游及景区	3.1	65.3	78.8	百货	1.4	96.1	75.4
				酒店餐饮	1.8	5.2	3.1	超市	3.4	0.8	94.0
				专业服务	2.4	20.0	12.0	多业态零售	1.2	16.6	10.5
				教育	4.7	91.9	81.9	商业物业经营	1.7	99.9	95.8
社会服务	2.9	39.9	24.1	一般零售	1.6	90.9	85.0	专业连锁II	3.3	68.3	72.7
				专业连锁II	3.3	68.3	72.7	互联网电商	2.7	51.2	70.2
				互联网电商	2.7	51.2	70.2	旅游及景区	3.1	65.3	78.8
				旅游及景区	3.1	65.3	78.8	酒店餐饮	1.8	5.2	3.1
				酒店餐饮	1.8	5.2	3.1	专业服务	2.4	20.0	12.0
				专业服务	2.4	20.0	12.0	教育	4.7	91.9	81.9
				教育	4.7	91.9	81.9	培训教育	6.6	0.8	93.9

资料来源：wind，国金证券研究所

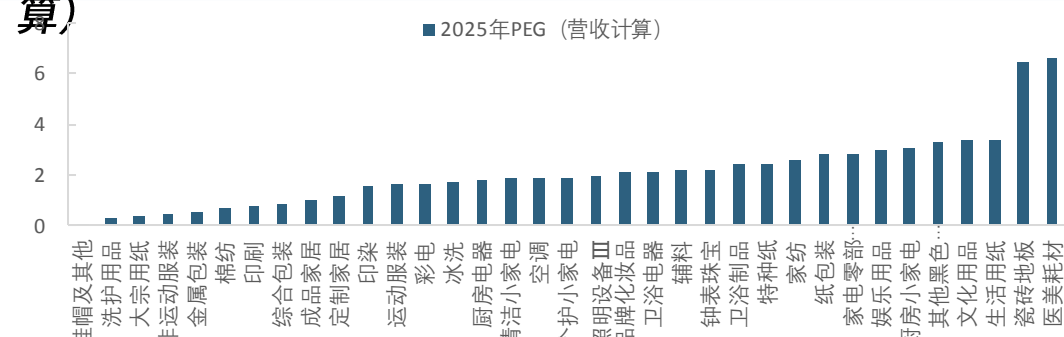
5、中观行业估值比较：PEG估值&新消费“虚假的估值锚”

- PEG估值体系：我们总体采用PEG估值方式，选取每个子行业中A股和港股各1-3家龙头作为定量景气代表。（1）PE：在三级子行业中剔除ST股票、业务转型股票等板块内异常股票，市值加权计算出板块PE。（2）增速g：由于2025年Q2财报尚未发布，我们选取2025年Wind一致预期的营业收入和归母净利润，剔除2025Q1的贡献，计算每个公司的营业收入增速和归母净利润增速，并取加权平均预判2025年下半年增速的定量依据。
- 新消费标的的估值呈现快速动态变化，业绩会多次上修，不能表观地按照其所在传统行业的估值体系去衡量。例如宠物板块、黄金珠宝板块、潮玩板块，部分新消费公司虽然从PEG表观看似估值较高，但新消费公司可能仍有新爆品、新打法，仍有较大发展潜力和估值上抬升期空间。

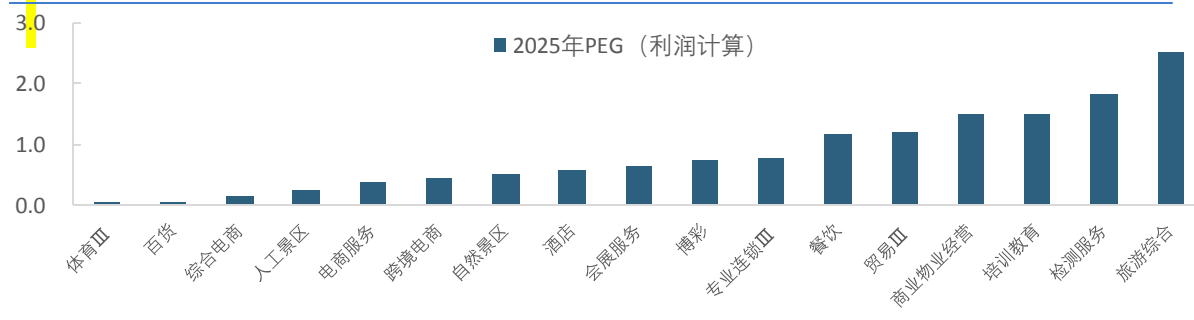
图表：2025年轻工、美护、纺织服装、家电PEG（利润计算）



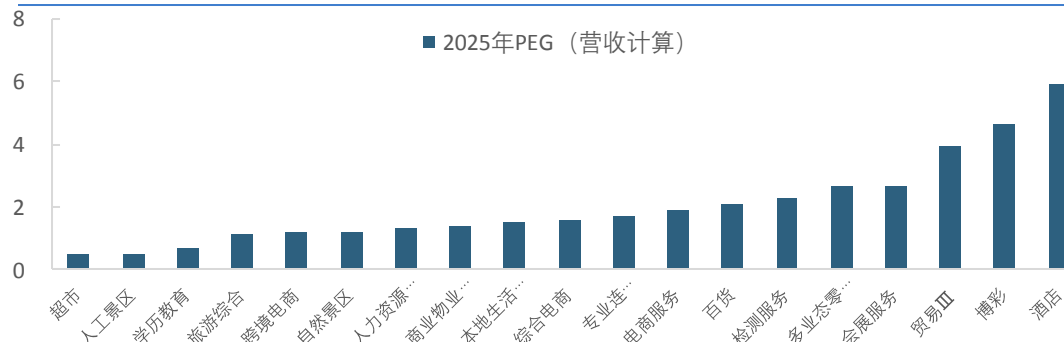
图表：2025年轻工、美护、纺织服装、家电PEG（营收计算）



图表：2025年社会服务、商贸零售PEG（利润计算）



图表：2025年社会服务、商贸零售PEG（营收计算）



6 风险提示

- **内需回升力度不及预期：**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；
- **中美摩擦程度超预期：**如果美国关税政策超预期变化，90天“豁免期”后美国加征关税的幅度可能再度提升、对全球产业链造成较大扰动；
- **数据跟踪误差：**高频数据跟踪可能存在统计误差；

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。

获取更多研究服务，欢迎访问国金研究小程序



最新研报

会议路演

研究专题