

消费表现与市场定价有哪些潜在预期差？

——扩大内需战略专题研究（一）



易碧归 分析师

Email: yibigui@lcqz.com

证书: S1320523020003

投资要点：

近三年国内消费缓慢复苏，增长特点突出。2023-2025 年国内消费保持持续复苏态势，最终消费支出对 GDP 增长的年均贡献率超 60%，年均拉动 GDP 增长超 3 个百分点，稳居经济增长第一拉动力位置。整体来看，消费市场呈现三大核心特征：服务消费增长亮眼、政策与优惠力度显著影响社零消费冷热、消费结构升级的预期偏低。

食品饮料表现差强人意，估值下杀与盈利下滑接连拖累。资本市场对于消费板块，尤其是食品饮料的传统商品消费领域青睐呈现明显降温，前期调整具备相应的合理性；但从当前时点来看，压制板块定价的核心因素边际变化已现，持续恶化的空间或已有限，板块定价存在修正可能。

传统消费估值与价值之间的矛盾，孕育了潜在预期差。可关注三点：（1）市场在关注景气度的同时，可能低估必需消费的高股息、低估值，与可选消费的成长性价值；（2）若延续消费估值锚在地产的分析框架，将放大对消费复苏的悲观预期，可能低估人口结构更迭与收入结构优化带来的结构性机会；（3）市场过度关注短期真金白银的一次性补贴政策，可能低估长期消费刺激政策工具的杠杆效应、资金效率与提振效果。

扩大内需战略专题系列前瞻：我们将沿着“市场认知-重构解读-历史复盘-国际对标-未来预判-政策传导-策略落地”的路径，绘制完整的从认知解读到机会挖掘的内需投资地图。

风险提示：（1）政策落地可能不及预期：地方财政压力、执行偏差、居民响应不足等因素可能影响实际效果；（2）外部环境可能恶化：国际经贸摩擦、地缘政治风险可能通过出口渠道传导至国内消费市场；（3）行业竞争可能加剧：部分消费赛道可能供给过剩、价格战、利润压缩，导致企业增收不增利；（4）其他风险。

投资评级：看好（维持）

市场表现



相关报告

业绩分化加大，经营战略重要性凸显——
食品饮料 24 年与 25 年一季度业绩综述

2025.05.16

年胜一年，内外兼修方得大成之道——
2025 年食品饮料行业策略

2025.04.14

食品饮料 ETF：消费改善与估值修复共推价值
提升

2024.09.25

目 录

1. 近三年消费表现：树欲静而风不止.....	4
1.1 消费为经济增长第一拉动力，商品增速不及服务	4
1.1.1 服务消费高速增长，成为消费增长的主要贡献	4
1.1.2 社零消费冷热交替，国补政策与折扣优惠影响较大	5
1.1.3 总量增长放缓背景下，居民消费增长潜力或有低估	6
1.2 指数差强人意，餐饮板块估值下杀与盈利下滑接连拖累	8
1.2.1 餐饮板块此轮调整经历了四个完整阶段	8
1.2.2 前期从同步到分化，当前压制板块定价的边际变化已现.....	9
2. 估值与价值矛盾的原因：市场认知局限与潜在预期差.....	9
2.1 新质生产力板块资金虹吸，势不可挡	10
2.2 惯性思维影响认知，用“地产+基建”绑定消费.....	11
2.3 内需政策“审美疲劳”，市场反应钝化.....	13
3. 本系列报告前瞻.....	14
3.1 绘制一张“内需投资地图”.....	14
3.2 寻找“内需战略”的二级市场锚	14
4. 核心观点与风险提示	15
4.1 核心观点小结.....	15
4.2 风险提示	15

图表目录

图 1	2025 年最终消费支出对 GDP 拉动超 2.6 个百分点.....	4
图 2	我国人均服务性消费 2 年 CAGR 近 6%	4
图 3	社零消费 2 年 CAGR3.6% (%)	5
图 4	餐饮收入与商品零售增速趋近 (%)	5
图 5	我国人口总数仍将维持相对高位 (万人)	7
图 6	2026 年 CPI 企稳预期增强 (%)	7
图 7	消费刺激相关政策梳理及指数表现	8
图 8	2022 年以来餐饮板块经历估值、盈利接连调整	9
图 9	餐饮与 TMT 指数的 PB/ROE 拉开较大差距	10
图 10	餐饮与 TMT 指数成交额占比冰火两重天	10
图 11	餐饮板块估值达近五年 10%分位数水平	11
图 12	房地产、基建投资增速与社零消费的关系由强转弱 (%)	12
图 13	人口是驱动地产与消费的长期底层逻辑，中期消费需看收入 (%)	12
图 14	消费韧性与潜力犹存 (%)	13
图 15	中美收入结构对比.....	13
表 1	2025 年多领域服务消费增长受供需共振	5
表 2	2024-2025 年限上商品零售额增长情况 (%)	6
表 3	2024-2025 年消费拆分增速与拉动率	6
表 4	新老消费的供给端创新持续创造新需求	7
表 5	餐饮板块与全 A 指数从同步走向分化的核心变化	9
表 6	压制板块定价的核心因素边际变化已现	9
表 7	重点促消费政策出台后的餐饮指数涨跌幅 (%)	13
表 8	附录：关键消费数据汇总表	14

当市场多次热议“扩大内需”时，我们是在交易一个短期的政策刺激故事，还是一个决定未来数年资产价格中枢的长期主线？

2023-2025 年，国内消费始终是经济增长的第一拉动力，基本面呈现“总量稳增、结构分化”的核心特征，但资本市场对消费板块尤其是以餐饮为代表的传统商品消费赛道的定价却持续走弱。本报告将从消费基本面全景复盘、餐饮板块定价演化拆解、估值与价值背离的根源三个维度，系统梳理此前市场对消费板块的定价逻辑、演化路径与核心矛盾。

1. 近三年消费表现：树欲静而风不止

近三年消费“树欲静而风不止”：政策层面力促消费恢复、稳中向好，然需求侧人口结构与消费意愿变迁、供给侧场景与渠道迭代、市场端餐饮板块估值下杀与盈利承压，叠加时代背景下的多重变化，共同形成对消费实质与消费板块表现的持续扰动。

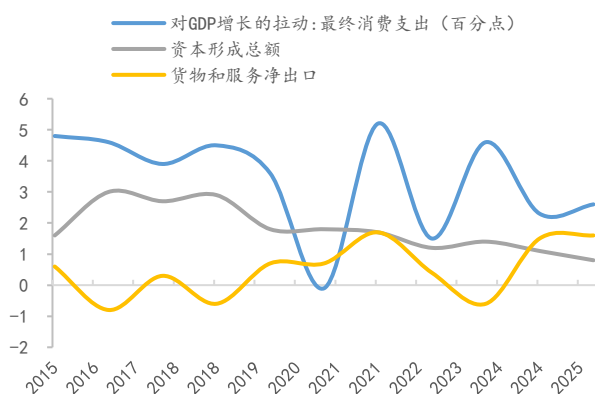
1.1 消费为经济增长第一拉动力，商品增速不及服务

2023-2025 年国内消费保持持续复苏态势，最终消费支出对 GDP 增长的年均贡献率超 60%，年均拉动 GDP 增长超 3 个百分点，其中 2025 年最终消费支出对 GDP 增长的拉动仍达 2.6 个百分点，稳居经济增长第一拉动力位置。整体来看，消费市场呈现三大核心特征：服务消费增长亮眼、政策与优惠力度显著影响社零消费冷热、消费升级趋缓与结构分化特征凸显。

1.1.1 服务消费高速增长，成为消费增长的主要贡献

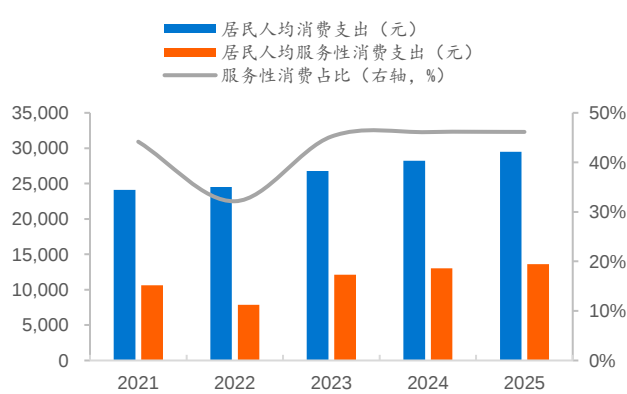
疫后居民体验类需求持续释放，叠加优质供给持续扩容，服务消费成为支撑消费大盘的核心引擎。2025 年我国居民人均消费支出达 2.95 万元，2 年复合增速（CAGR）为 4.88%；其中人均服务性消费支出 1.36 万元，2 年 CAGR 达 5.96%，显著快于居民整体消费支出增速，服务性消费占居民消费支出的比重持续提升至接近 50%，成为居民消费增长的核心贡献项。

图1 2025 年最终消费支出对 GDP 拉动超 2.6 个百分点



资料来源：iFind，联储证券研究院

图2 我国人均服务性消费 2 年 CAGR 近 6%



资料来源：iFind，联储证券研究院

服务消费高增的核心驱动来自两方面：一是疫后居民对自由、体验类消费的需求集中释放，文旅活动、体育赛事、演唱会、线下娱乐等场景消费持续火热，参与人次与花费多呈增长态势，居民对“情绪价值”、“体验感”的付费意愿显著提升；二是免税品类扩容、养老医疗服务供给增加，持续拓宽了服务消费的边界，进一步打开服务消费的中长期增长空间。

表1 2025年多领域服务消费增长受供需共振

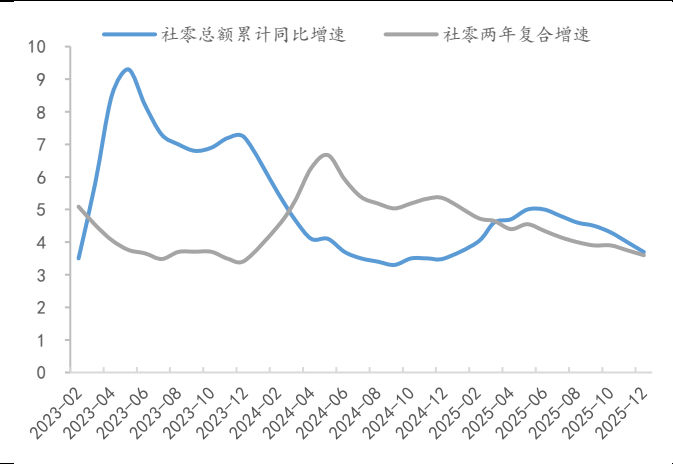
消费场景	核心指标	具体数值	同比变化
演出市场	全国营业性演出票房收入	616.55 亿元	6.39%
	全国营业性演出观众人数	1.94 亿人	4.22%
文旅消费	国内游客出游总花费	6.30 万亿元	9.50%
	国内出游总人次	65.22 亿人次	16.20%
	文艺创作与表演销售收入	-	17.30%
体育赛事	体育会展服务、体育咨询服务销售收入	-	12.2%、27.8%
	中超/中甲/中乙三级联赛现场观众	895.78 万人次	18.00%
养老消费	老年人养护、社会看护与帮助、疗养院服务消费	-	24.9%、23.1%、15.4%
免税消费	办理离境退税的境外旅客数量\退税商品销售额	-	305%、95.9%

数据来源：中国演出行业协会、文旅部、中足联、国家税务总局，联储证券研究院

1.1.2 社零消费冷热交替，国补政策与折扣优惠影响较大

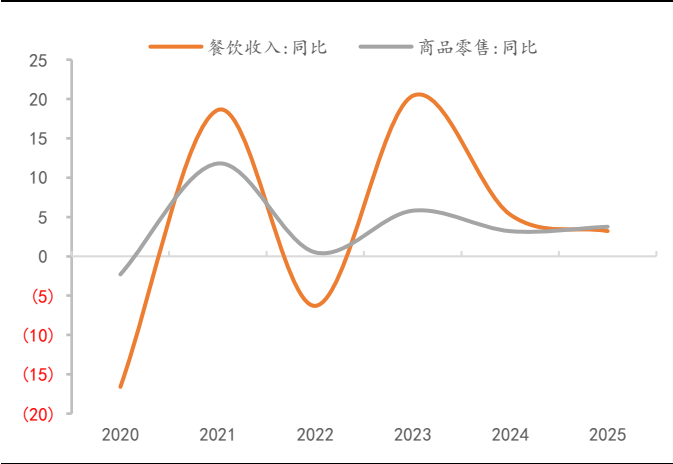
相较于服务消费的高景气，商品消费增长整体偏弱。社零消费呈现冷热交替的特征，增长节奏高度依赖政策补贴与优惠促销活动，内生复苏动能仍显不足。我国社会消费品零售总额 2 年复合增速（CAGR）仅为 3.6%，2025 年社零总额同比增长 3.7%，其中餐饮收入与商品零售增速分别为 3.21%、3.76%，两者增速趋近。从趋势看，社零累计同比在 2023 年中一度冲高超 8%，但 2024-2025 年持续回落至 3%-5% 区间，两年复合增速同步下行，显示复苏动能边际减弱。

图3 社零消费 2 年 CAGR3.6%（%）



资料来源：iFind，联储证券研究院

图4 餐饮收入与商品零售增速趋近（%）



资料来源：iFind，联储证券研究院

从限额以上商品零售结构来看，消费分化特征进一步凸显。必选消费品类表现相对稳健，粮油食品类零售额各月均保持正增长，2025 年 12 月同比增速仍达 3.9%，全年累计增长 9.3%；可选消费品类波动剧烈，受 25 年 4 月“以旧换新”国补政策刺激和“618”、“双 11”促销活动影响，家电、家具、金银珠宝等品类在阶段性冲高后快速回落；汽车、地产链相关品类持续承压，2025 年汽车类、建筑及装潢材料类零售额全年累计同比分别下降 1.5%、2.7%，成为拖累商品消费的核心分项。

表2 2024-2025 年限上商品零售额增长情况 (%)

当月 同比	粮油 食品	饮料	烟酒	服装 鞋帽、 针纺织 品	化妆 品	日用 品	家电 和音 像器 材	中西 药品	家具	金银 珠宝	体 育、 娱乐 用品	书报 杂志	文化 办公 用品	通讯 器材	石油 及制 品	建筑 及装 潢材 料	汽车
2512	3.9	1.7	-2.9	0.6	8.8	3.7	-18.7	1.2	-2.2	5.9	9.0	4.6	9.2	20.9	-11.0	-11.8	-5.0
2511	6.1	2.9	-3.4	3.5	6.1	-0.8	-19.4	4.9	-3.8	8.5	0.4	0.5	11.7	20.6	-8.0	-17.0	-8.3
2510	9.1	7.1	4.1	6.3	9.6	7.4	-14.6	3.6	9.6	37.6	10.1	-3.5	13.5	23.2	-5.9	-8.3	-6.6
2509	6.3	-0.8	1.6	4.7	8.6	6.8	3.3	1.9	16.2	9.7	11.9	-6.9	6.2	16.2	-7.1	-0.1	1.6
2508	5.8	2.8	-2.3	3.1	5.1	7.7	14.3	0.9	18.6	16.8	16.9	11.9	14.2	7.3	-8.0	-0.7	0.8
2507	8.6	2.7	2.7	1.8	4.5	8.2	28.7	0.1	20.6	8.2	13.7	-6.6	13.8	14.9	-8.3	-0.5	-1.5
2506	8.7	-4.4	-0.7	1.9	-2.3	7.8	32.4	-0.7	28.7	6.1	9.5	-10.7	24.4	13.9	-7.3	1.0	4.6
2505	14.6	0.1	11.2	4.0	4.4	8.0	53.0	0.3	25.6	21.8	28.3	-8.4	30.5	33.0	-7.0	5.8	1.1
2504	14.0	2.9	4.0	2.2	7.2	7.6	38.8	2.6	26.9	25.3	23.3	-8.5	33.5	19.9	-5.7	9.7	0.7
2503	13.8	4.4	8.5	3.6	1.1	8.8	35.1	1.4	29.5	10.6	26.2	2.8	21.5	28.6	-1.9	-0.1	5.5
2412	9.9	-8.5	10.4	-0.3	0.8	6.3	39.3	-0.9	8.8	-1.0	16.7	-12.2	9.1	14.0	-2.8	0.8	0.5
2411	10.1	-4.3	-3.1	-4.5	-26.4	1.3	22.2	-2.7	10.5	-5.9	3.5	-10.1	-5.9	-7.7	-7.1	2.9	6.6
2410	10.1	-0.9	-0.1	8.0	40.1	8.5	39.2	1.4	7.4	-2.7	26.7	-4.8	18.0	14.4	-6.6	-5.8	3.7
2409	11.1	-0.7	-0.7	-0.4	-4.5	3.0	20.5	5.4	0.4	-7.8	6.2	5.1	10.0	12.3	-4.4	-6.6	0.4
2408	10.1	2.7	3.1	-1.6	-6.1	1.3	3.4	4.3	-3.7	-12.0	3.2	-3.9	-1.9	14.8	-0.4	-6.7	-7.3
2407	9.9	6.1	-0.1	-5.2	-6.1	2.1	-2.4	5.8	-1.1	-10.4	10.7	-2.7	-2.4	12.7	1.6	-2.1	-4.9
2406	10.8	1.7	5.2	-1.9	-14.6	0.3	-7.6	4.5	1.1	-3.7	-1.5	0.8	-8.5	2.9	4.6	-4.4	-6.2
2405	9.3	6.5	7.7	4.4	18.7	7.7	12.9	4.3	4.8	-11.0	20.2	-5.1	4.3	16.6	5.1	-4.5	-4.4
2404	8.5	6.4	8.4	-2.0	-2.7	4.4	4.5	7.8	1.2	-0.1	12.7	-2.0	-4.4	13.3	1.6	-4.5	-5.6
2403	11.0	5.8	9.4	3.8	2.2	3.5	5.8	5.9	0.2	3.2	19.3	10.7	-6.6	7.2	3.5	2.8	-3.7

数据来源：国家统计局，联储证券研究院

1.1.3 总量增长放缓背景下，居民消费增长潜力或有低估

居民商品消费增长偏弱，但政府消费已然开启托底。以 GDP 支出法进行消费总量的拆分，我们可以发现：2024-2025 年，居民消费实际增速从 5.22% 降到 4.4%，其中商品消费增速下滑 1.27 个百分点，是主要拖累项；但政府消费实际增速从 1.24% 跃升至 5.20%，成为拉动最终消费的重要力量，说明财政在发力，通过增加公共服务购买、发放消费券等方式进行托底。

表3 2024-2025 年消费拆分增速与拉动率

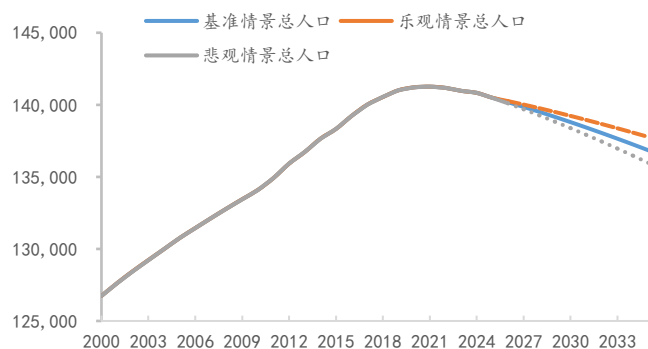
	2024 年实际增速 (%)	2025 年实际增速预计 (%)	增速变化 (pp)	2024 年拉动率 (%)	2025 年拉动率 (%)	2025 年权重 (%)
最终消费支出	4.01	4.64	0.63	4.01	4.64	100
——居民消费支出	5.22	4.4	-0.82	3.68	3.1	70.36
居民商品消费	5.61	4.34	-1.27	1.98	1.64	37.9
居民服务消费	4.75	4.47	-0.28	1.7	1.46	32.46
——政府消费支出	1.24	5.2	3.96	0.33	1.54	29.64

资料来源：iFind，联储证券研究院测算

注：表格测算以 GDP 支出法、人均消费支出、CPI 分项、价格平减、人口数据为基础进行总量拆分与结构拟合；拉动率均采用上一年基期权重计算。

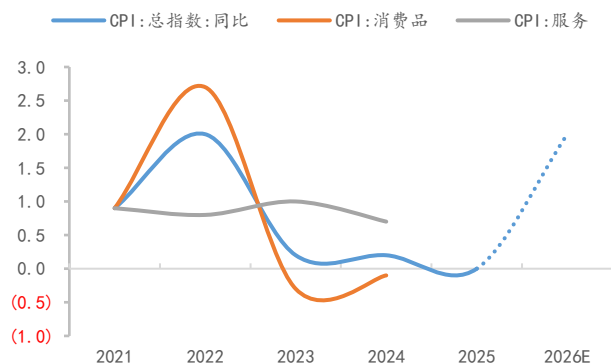
居民消费增长潜力或有低估，总量缓增、结构升级仍为大势所趋。消费总量仍有坚实支撑，一方面，人口数的下降非朝夕之事，近 5 年内仍将维持相对高位，以基准情景预计，2026 年的年末总人口仍有 14.02 亿人；另一方面，基础品价格降速放缓，情绪品定价接受度提高，CPI 企稳可期，若 CPI 以每年 2% 增速同比上涨，消费总量每年可实现 1.7-1.8% 的增长。

图5 我国人口总数仍将维持相对高位（万人）



资料来源：iFind，联储证券研究院

图6 2026 年 CPI 企稳预期增强（%）



资料来源：iFind，联储证券研究院

与此同时，供需端的结构升级仍在继续。消费市场内部竞争格局逐步优化，如零食量贩、运动鞋服、复合调味品等赛道均呈现头部集中趋势；产业链上下游价格传导机制逐步理顺，如海天味业、安井食品、蜜雪冰城等均实现了上下游供需的高效匹配；新渠道、新模式、新产品的构建逐步成熟，社区店、零食量贩、跨境电商等新渠道快速崛起，“30 公里鲜啤圈”、“BC 双轮驱动”等新模式持续落地，药食同源、轻量化户外、医研共创等新产品不断开辟细分增量，供给端创新持续创造新需求；叠加国货品牌崛起与入境消费增长，当前居民消费增长潜力可能存在一定低估，中长期增长潜力有望持续释放。

表4 新老消费的供给端创新持续创造新需求

细分领域	代表企业	核心策略
精酿啤酒	乐惠国际	社区鲜啤店+全链路冷链技术+「30 公里鲜啤圈」模式
	青岛啤酒	中式风味创新+产品结构高端化+全渠道数字化运营
复合调味品	天味食品	火锅底料+中式复调双轮驱动+餐饮标准化解决方案
	海天味业	西式调味酱+健康配方升级+全产业链数智化管控
无糖饮料	元气森林（纤茶）	药食同源植物饮+健康养生场景卡位+古方创新
	农夫山泉（东方树叶）	有机茶认证+风味持续创新+全渠道深度覆盖
特色饮品	冻颜密码	100%NFC 椰子水+运动/健身场景精准卡位+锁鲜技术
	泉阳泉	白桦树汁+稀缺天然资源卡位+高端化概念创新
零食量贩	万辰集团	区域品牌收购+高毛利产品开发+下沉市场快速扩张
	鸣鸣很忙	下沉市场极致性价比+加盟体系标准化+全国智能化仓储网络
谷子经济	泡泡玛特	全球化品牌营销+全生命周期 IP 运营+品类多元化拓展
	卡游	智能制造提升产品溢价+多元化 IP 矩阵+全球化授权
新茶饮	霸王茶姬	原叶鲜奶茶+国风品牌定位+全球化布局
	蜜雪冰城	极致全产业链管控+下沉市场全渠道覆盖+全球化扩张
功效护肤	贝泰妮（薇诺娜）	医研共创+敏感肌垂直赛道深耕+多品牌矩阵布局
	珀莱雅	大单品策略+全渠道运营+功效护肤持续升级
户外运动	安踏集团	多品牌矩阵+全球化布局+全产业链深度管控
	蕉下	轻量化户外赛道首创+场景化产品创新+全渠道协同
预制菜	安井食品	BC 兼顾双轮驱动+全国产能布局+锁鲜技术创新
	味知香	家常菜预制菜深耕+渠道下沉+本土化口味研发
宠物食品	乖宝宠物	自有品牌高端化+全产业链布局+海内外双市场
个护家电	徕芬科技	核心技术自研+极致性价比+全球化品牌打造
	科沃斯	服务机器人技术创新+全球化布局+全场景产品矩阵

数据来源：iFind，公司官网，联储证券研究院

1.2 指数差强人意，食品饮料估值下杀与盈利下滑接连拖累

在国内消费总量保持增长、政策支持与供给优化持续利多的宏观背景下，资本市场对于消费板块，尤其是食饮为主的传统商品消费领域青睐却呈现明显降温。食饮板块与全A指数从高度同步走向深度分化：2022年至2024年4月30日，申万食品饮料指数涨跌幅与同花顺全A（加权）基本同步，两者分别累计下跌27.9%、24.5%，板块与大盘走势高度联动；但2024年5月1日至2026年2月27日，申万食品饮料指数累计下跌16.7%，同期同花顺全A（加权）上涨54.8%，沪深300上涨30.7%，板块与大盘走势彻底分化，超额收益持续、显著为负。

图7 消费刺激相关政策梳理及指数表现



资料来源：iFind，联储证券研究院

1.2.1 食饮板块此轮调整经历了四个完整阶段

从盈利与估值的贡献拆分来看，食饮板块此轮调整经历了四个完整阶段，估值与盈利交替成为拖累板块表现的核心因素，板块估值已回落至历史极低水平：

2022年：估值下杀主导。疫情反复导致消费场景持续受限，防疫政策变化带来复苏预期博弈，导致估值贡献波动极大，从-11.4%到+3.3%不等，是指数涨跌的绝对主导；盈利端对板块的拖累相对有限，贡献波动极小，仅Q4小幅转负，全年保持盈利韧性，累计贡献为正。

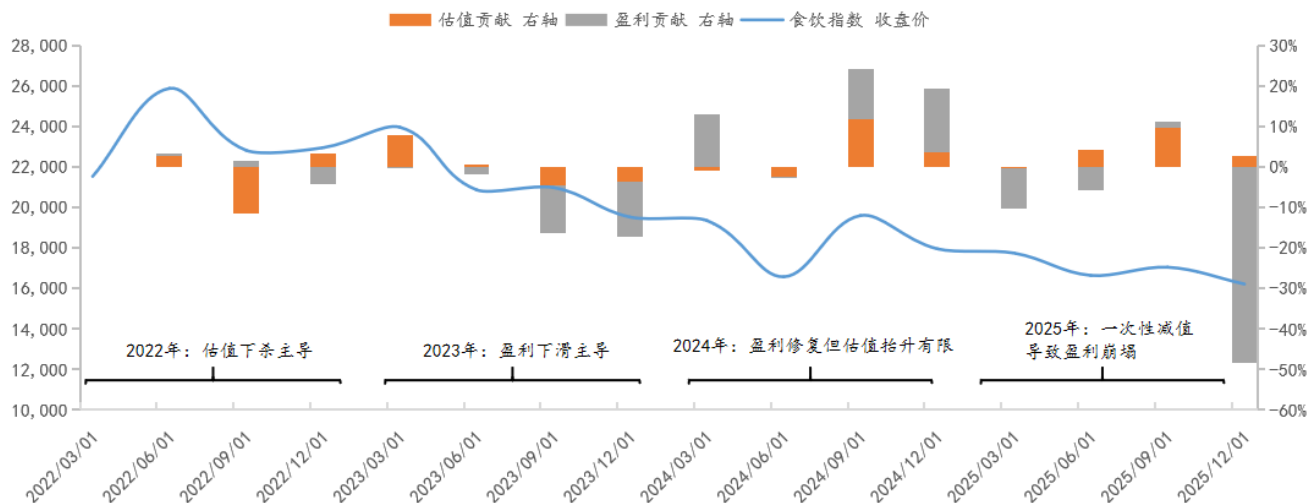
2023年：盈利下滑主导。疫后复苏不及预期，需求疲软导致企业盈利持续下修，成为板块调整的核心拖累，全年估值贡献累计为负，2022年以来首次出现盈利端断崖式下滑，板块基本面逻辑彻底破位。Q3-Q4估值贡献-4.5%、-3.5%、盈利贡献-11.7%、-13.8%，出现戴维斯双杀，是板块持续走弱的核心拐点。

2024年：盈利边际修复但估值抬升有限。板块盈利端触底反弹，全年盈利贡献持续为正，Q3-Q4盈利增速分别达12.5%、15.5%，基本面出现实质性修复；但全年估值抬升有限，由于资金风格切换，新质生产力主线分流资金，指数不涨反跌，与大盘形成鲜明剪刀差。

2025年：一次性减值导致盈利再度崩塌。因消费通缩、禁酒令、板块流动性持续承压等扰动，叠加企业集中计提减值，导致盈利端大幅恶化，Q4贡献达-48.3%，仅Q3微增；估值全年虽正贡献，但实属被动抬升，无法对冲盈利下滑，板块调整进一步加剧，

指数续创新低。

图8 2022年以来食品饮料板块经历估值、盈利接连调整



资料来源：iFind，联储证券研究院

1.2.2 前期从同步到分化，当前压制板块定价的边际变化已现

食品饮料板块与全A指数从同步走向分化，是宏观预期、资金流向、行业基本面、政策偏好、市场风格五大维度共同作用的结果，前期调整具备相应的合理性；但从当前时点来看，上述压制板块定价的核心因素边际变化已现，持续恶化的空间或已有限，板块定价存在修正的可能性。

表5 食品饮料板块与全A指数从同步走向分化的核心变化

维度	24年5月前（同步阶段）	24年5月后（分化阶段）	核心变化
宏观预期	经济弱复苏预期一致，政策托底期待高	复苏证伪，通缩预期强化，政策不及预期	弱现实→更弱现实，预期下修
资金流向	外资小幅波动，内资均衡配置	外资集中减持食品饮料，内资转向科技/中特估	资金从食品饮料持续撤离，板块流动性与定价权持续弱化
行业基本面	春节后淡季但预期稳定	白酒批价下跌、库存高企，大众品需求疲软	基本面恶化，业绩雷频发，盈利预期下修
政策偏好	消费提振与新质生产力并重	政策重心全面转向新质生产力	消费政策催化缺位，市场关注度边缘化
市场风格	均衡震荡，板块轮动	AI/算力/机器人吸金，消费持续承压	极致分化，“科技强、消费弱”

数据来源：联储证券研究院

表6 压制板块定价的核心因素边际变化已现

维度	2026年核心变化
宏观预期	通缩预期从“持续强化”转向“逐步收敛”，经济复苏预期从“弱现实”转向“温和修复”，政策托底信号明确。
资金流向	食品饮料资金净流出速度收敛，大众品、餐饮供应链等子板块获内资增配，外资流出边际减弱。
行业基本面	白酒主动去库提速，批价企稳；大众品需求低位修复，餐饮链景气回升。
政策偏好	政策重心从单一“新质生产力”转向“扩内需+新质生产力”协同，消费政策催化逐步落地。
市场风格	AI/算力板块热度从“狂热”转向“理性”，资金开始再平衡，低估值消费板块的防御+复苏逻辑重新被关注。

数据来源：联储证券研究院

2. 估值与价值矛盾的原因：市场认知局限与潜在预期差

食品饮料板块估值与内在价值的持续背离，本质并非消费基本面的长期崩塌，而是市场在资金结构、分析框架、政策认知三个维度形成了一定的认知局限，在极致的风格演绎

中放大了负面预期，同时也孕育了超预期的修复空间。

2.1 新质生产力板块资金虹吸，势不可挡

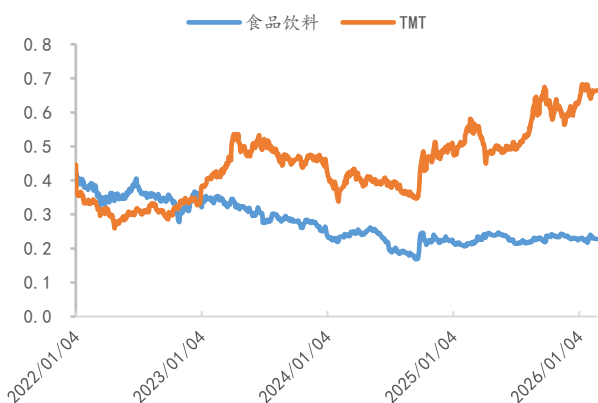
近三年来 A 股成长风格极致演绎，市场资金在新质生产力板块与传统消费板块之间呈现“冰火两重天”的极端分化格局，成为压制消费板块估值的最直接因素。

从估值与盈利的匹配度来看，食品饮料与 TMT 板块的 PB/ROE 水平已拉开历史性差距。2022 年初，两大板块的 PB/ROE 基本持平，均维持在 0.4 附近，估值盈利性价比基本匹配；但此后两者走势持续反向分化，TMT 板块的 PB/ROE 持续震荡抬升，截至 2026 年初已攀升至 0.7 附近，而食品饮料板块的 PB/ROE 持续回落，最低下探至 0.2 左右，截至 2026 年 1-2 月仅维持在 0.23 上下，板块估值性价比的分化已达到极端水平。

从资金交易结构来看，板块成交额占比的分化进一步印证了资金的单向迁移趋势。2022 年以来，TMT 板块成交额占全 A 比重中枢持续抬升，从 2022 年初的 20% 左右，最高攀升至 44% 以上，截至 2026 年初仍维持在 30% 以上的高位；反观食品饮料板块，成交额占比持续单边走低，从 2022 年初的 4%，持续回落至 2026 年初的 1% 左右。公募基金持仓数据验证了资金迁移趋势：截至 2025 年四季度，公募基金对食品饮料板块的持仓占比仅为 7.1%，较 2023 年一季度的 16.6% 不止腰斩；而对电子板块的持仓占比升至 20.2%，较 2023 年一季度近提升 15 个百分点，资金从消费板块持续向以 TMT 为代表的新的生产力板块迁移的趋势极为明确。

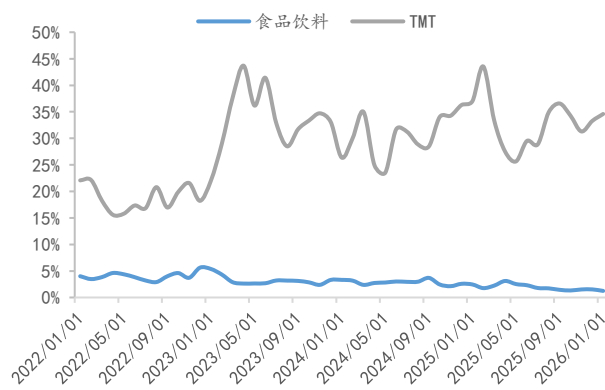
这一分化背后，是市场行为金融学中损失厌恶的认知局限：人们在面对同等价值的收益和损失时，对损失的厌恶程度远高于对收益的喜悦。在新的生产力板块持续的赚钱效应下，资金对消费板块的负面信息敏感度显著提升，对板块潜在的基本面修复机会视而不见，进一步加剧了板块的估值折价。

图9 食品饮料与 TMT 指数的 PB/ROE 拉开较大差距



资料来源：iFind，联储证券研究院

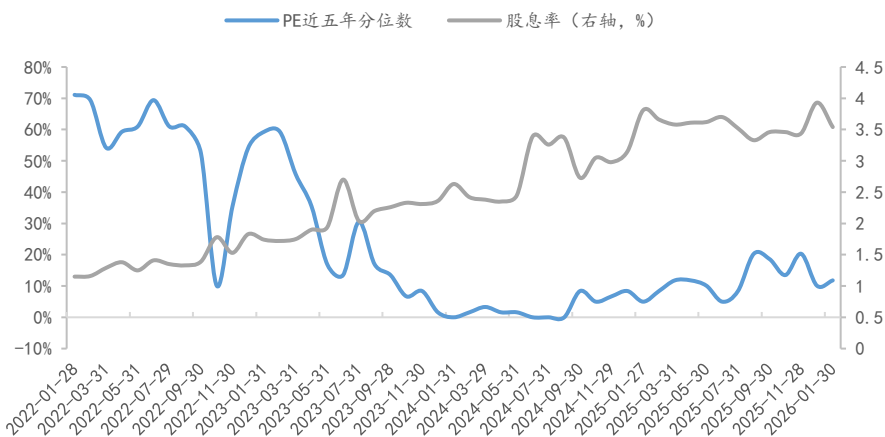
图10 食品饮料与 TMT 指数成交额占比冰火两重天



资料来源：iFind，联储证券研究院

核心预期差：当前市场在关注景气度的同时，忽视了必需消费的低估值，与可选消费的成长性。市场过度聚焦成长板块的短期景气度，但也应关注，一方面，必需消费板块低估值带来充分的安全边际，截至 2026 年 1 月，申万食品饮料指数 PE (TTM) 仅为 22 倍，处于近十年 3.2%分位数、近五年 1.8%分位数的历史极低水平，估值已回落至 2018 年熊市底部区间，股息率在 3-4% 区间。另一方面，可选消费板块供给端优化创新、传统消费业态革新、新型消费持续增长带来的长期成长，也孕育了较大的预期修复空间。

图11 餐饮板块估值达近五年 10%分位数水平



资料来源：iFind，联储证券研究院

2.2 惯性思维影响认知，用“地产+基建”绑定消费

市场对消费板块的认知局限，在于对扩大内需战略的认知仍长期禁锢在“地产+基建”的老框架中，用地产周期思维看待所有内需政策，当地产端刺激措施不及预期时，对消费的增长预期也随之大打折扣，而这一逻辑曾经有效，但近十年已逐步失效。

从数据复盘来看，地产、基建投资与社零消费的相关性已经历了三个阶段的根本性变化：

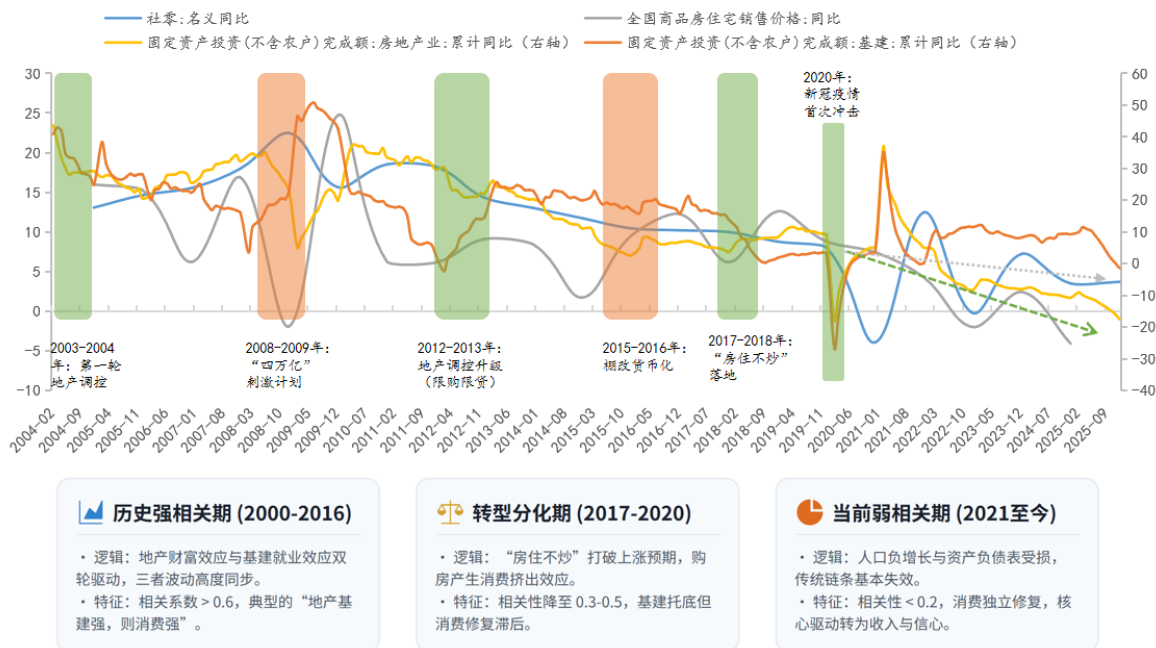
2000-2016 年：历史强相关期。核心逻辑是地产财富效应与基建就业效应双轮驱动，三者波动高度同步，呈现典型的“地产基建强，则消费强”的特征。无论是 2003-2004 年第一轮地产调控、2008-2009 年“四万亿”刺激计划，还是 2012-2013 年地产调控升级、2015-2016 年棚改货币化，地产、基建与消费的走势均高度联动。

2017-2020 年：转型分化期。核心逻辑是“房住不炒”打破房价上涨预期，购房支出对居民消费形成挤出效应，仅基建托底消费的逻辑部分成立，消费修复滞后于地产、基建周期。

2021 年至今：当前弱相关期。核心逻辑是人口负增长与居民资产负债表受损，传统的地产-消费链条基本失效，消费独立于地产周期，其修复的核心驱动转为居民收入与消费信心，而非地产销售回暖。2021-2025 年，全国商品房销售面积累计下降超 40%，但同期社会消费品零售总额累计增长 12.8%，居民人均服务性消费支出累计增长 21.5%，地产周期与消费景气度已实质性脱钩，传统分析框架的失效已被数据验证。

这一认知偏差的根源，是市场分析中的惯性思维：即长期依托“地产+基建”驱动经济的传统框架形成固化认知，在解读消费刺激政策时，仍机械将消费景气度与地产周期深度绑定，沿用旧有传导逻辑判断复苏前景，而非转向适应新时代的新分析框架，从而低估了结构性消费政策的潜在效能，放大了对消费复苏的悲观预期。

图12 房地产、基建投资增速与社零消费的关系由强转弱 (%)

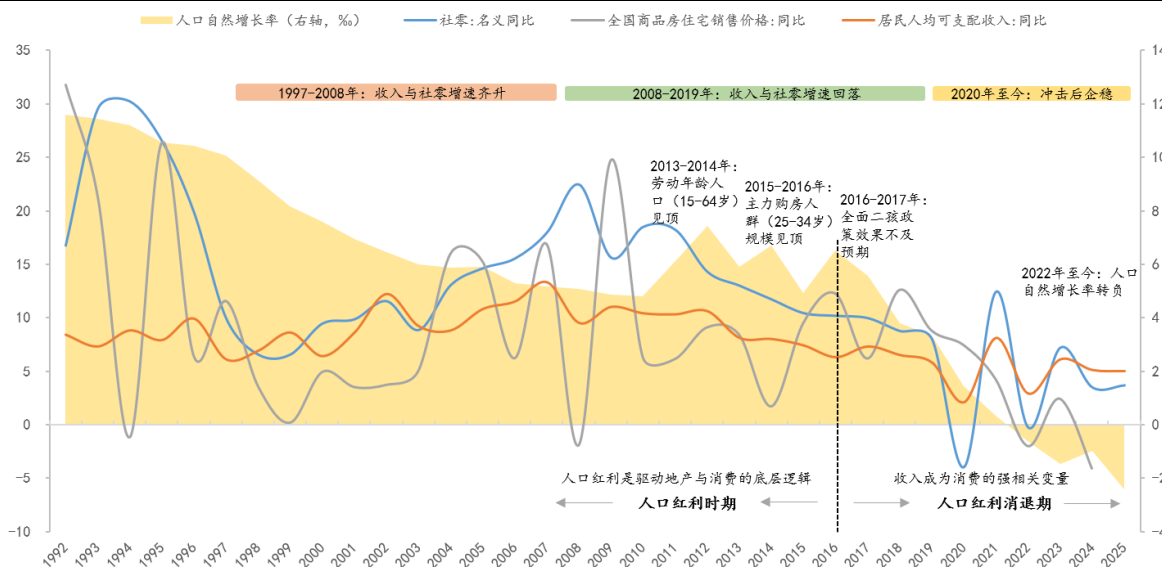


资料来源：iFind，联储证券研究院

注：相关性系数均以社零累计实际同比与房地产业固定资产投资额累计同比、基建固定资产投资额累计同比数据计算所得。

从长期逻辑来看，人口红利曾是驱动地产与消费的底层逻辑，而 2022 年至今，人口自然增长率转负，人口红利期逐步消退，居民收入已成为消费的强相关变量，成为中期消费景气度的核心锚点。

图13 人口是驱动地产与消费的长期底层逻辑，中期消费需看收入 (%)

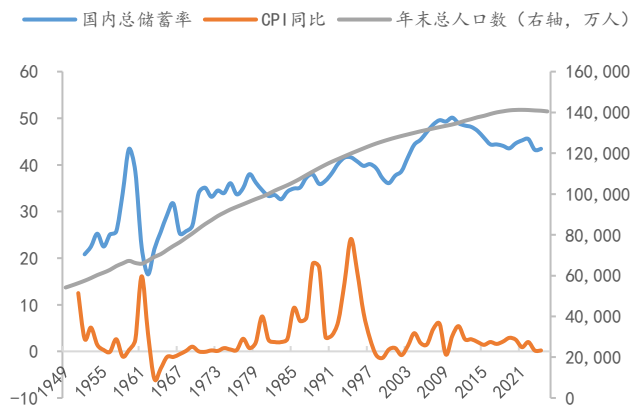


资料来源：iFind，联储证券研究院

核心预期差：市场普遍认为消费的估值锚在地产，而实际上消费的估值将取决于人、货、场的合力。未来对消费的分析框架，需要从“人口→房地产→消费”的传统链条，转向“收入优化与人口结构特点→消费意愿与消费能力→消费存量升级”的新框架，重点关注人口结构更迭与收入结构优化带来的结构性机会。消费的评价体系需要回归本源，连续调整已见证了消费的地产叙事、大国叙事接近尾声，而文化叙事、品牌叙事、强国叙事或已悄然开启。

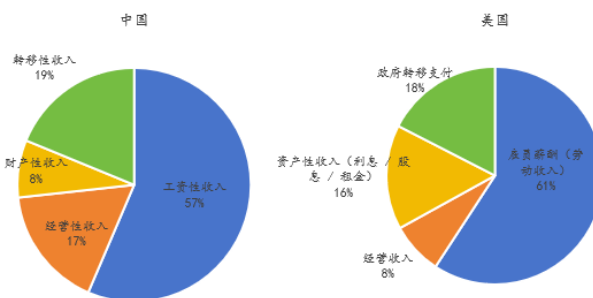
以 3-5 年的中期视角来看,消费基本盘仍有支撑:人口总量虽然出现了向下的拐点,但伴随人均预期寿命的拉长,未来 5 年还将处于一个高位水平,伴随 CPI 的企稳回升和高位居民储蓄规模逐步释放,如果在消费意愿和预期上有所提振,这部分释放的消费潜力也不容小觑,国内消费具有长期韧性。**增量改善有空间:**2025 年人均可支配收入 25 年同比增速达 5%,超过了社零、物价增长,但收入结构亟待优化。参考美国,我国财产性收入仅占 8%,美国占到 16%,这部分感官上相对易得、源于投资收益、资产增值部分,往往提振消费意愿比较有效,所以保持收入增长的同时,收入结构优化对于消费意愿和预期的激发潜力或将超预期。

图14 消费韧性与潜力犹存 (%)



资料来源: iFind, 联储证券研究院

图15 中美收入结构对比



资料来源: iFind, 《IncomeintheUnitedStates:2024》, 联储证券研究院

2.3 内需政策“审美疲劳”，市场反应钝化

市场对内需相关政策出现“审美疲劳”与反应钝化，预期中高估了短期消费刺激政策的力度，却低估了长期结构性改革的决心，更低估了收入分配改革、社会保障网络完善对中长期消费倾向的提振作用。

市场对政策的反应钝化，本质源于行为金融学中的贝勃定律：人在经历强烈刺激后，后续刺激的感知度会显著减弱，第一次大刺激能冲淡第二次小刺激。2023-2025 年，全国层面累计出台超 30 项促消费政策，涵盖汽车、家电、餐饮、文旅等多个领域，但政策发布前后对申万食品饮料指数周涨跌幅的正向刺激越来越小，市场对短期刺激政策的敏感度持续下降，逐步形成了“政策出台-市场无动于衷-板块预期进一步下修”的负向循环。

表7 重点促消费政策出台后的食品饮料指数涨跌幅 (%)

	食品饮料指数	全 A (加权)	超额	核心政策/会议
2023 年 7 月	3.06	0.76	2.30	政治局会议首次明确“积极扩大国内需求”；《关于恢复和扩大消费的措施》
2023 年 12 月	-3.80	-1.49	-2.31	经济工作会议定调“着力扩大国内需求”，将恢复和扩大消费置于内需战略首位
2024 年 3 月	1.64	0.98	0.67	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》
2024 年 7 月	2.26	0.96	1.30	政治局会议提出“深入挖掘内需潜力”；《关于促进服务消费高质量发展的意见》
2024 年 8 月	-0.95	-0.58	-0.37	《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》
2024 年 12 月	1.10	1.05	0.05	定调“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”，将以旧换新、服务消费、新型消费列为 2025 年消费核心发力点
2025 年 3 月	1.08	-0.32	1.40	《提振消费专项行动方案》
2025 年 7-8 月	-0.08	1.49	-1.57	《个人消费贷款财政贴息政策实施方案》
2025 年 12 月	-1.76	0.49	-2.26	首次提出“坚持内需主导，建设强大国内市场”，将提振消费列为八大重点任务之首

数据来源: 中共中央办公厅, 国务院办公厅, 发改委, 商务部等, 联储证券研究院

注: 指数涨跌幅取政策出台/会议发声时间节点的前后两周平均涨跌幅计算

核心预期差：市场过度关注短期真金白银的一次性补贴政策，却忽视了长期消费刺激政策工具的杠杆效应与资金效率。相较于短期一次性补贴，收入分配改革、社会保障体系完善、消费场景扩容、供给端优化创新等长期政策，在政策总额度、杠杆乘数效应、资金使用效率上均具备显著优势，其对消费板块的长期提振作用被市场严重低估，这也是当前消费板块最核心的未被定价的预期差。

3. 本系列报告前瞻

3.1 绘制一张“内需投资地图”

我们将沿着“市场认知-重构解读-历史复盘-国际对标-未来预判-政策传导-策略落地”的路径，为您绘制完整的投资导航图：

【市场认知篇】：目前市场如何定价消费政策，有哪些潜在预期差？

【重构解读篇】：解读扩大内需战略的现实意义与核心逻辑。

【历史复盘篇】：我国在历次“内需刺激”周期中的政策工具与消费表现。

【国际比较篇】：美日韩消费崛起时代，股市的“十倍股”诞生于哪些赛道？

【政策工具篇】：结合当前国内消费表现与政策工具的实际效用，预计未来发力点。

【消费掘金篇】：当前消费刺激政策的效果推演，及其对资本市场的传导路径。

【终极落地篇】：综合构建“内需战略”主题下的行业配置与组合策略建议。A股在历次“内需刺激”周期中的行业轮动与冠军板块。

3.2 寻找“内需战略”的二级市场锚

关键跟踪指标：居民可支配收入增速、服务消费占比、民间投资增速、新消费增速、以旧换新补贴政策规模等。

情绪观察窗口：后续中央政治局会议、金融工作会议、产业政策细则的表述与力度。

表8 附录：关键消费数据汇总表

数据分类	核心指标	2024 年	2025 年	备注
宏观经济数据	人均可支配收入	41314 元（同比+5.3%）	43377 元（同比+5.0%）	反映居民消费能力基础
	居民储蓄率	37.04%	38.65%	持续抬升，制约消费意愿
	最终消费支出对 GDP 增长贡献率	47.00%	52.00%	消费“主引擎”作用凸显
	全球经济增速预判	3.3%	3.2%左右	预计 26 年 3.1%，结合全球货物贸易量预计外需疲软
消费市场数据	社零总额	48.3 万亿元	50.1 万亿元	反映超大规模市场规模
	服务消费占居民消费支出比重	46.11%	46.15%	较发达国家仍有 15-20 个百分点差距
	城镇居民消费增速	4.74%	3.80%	消费偏弱
	农村居民消费增速	6.08%	5.08%	下沉市场潜力释放

政策工具 数据	国内游客出游花费	5.75 万亿元（同比+17.10%）	6.30 万亿元（同比+9.50%）	文旅消费对餐饮住宿有较强带动
	国内出游总人次	56.15 亿人次（同比+14.8%）	65.22 亿人次（同比+16.20%）	性价比、体验倾向性明显
	超长期特别国债发行规模	1 万亿元（3000 亿元支持“两新”）	1.3 万亿元（5000 亿元支持“两新”）	财政政策支撑消费升级
	LPR 利率下调	1 年期以上 LPR 下调 35 个基点 5 年期以上 LPR 下调 60 个基点	1 年期以上 LPR 下调 10 个基点 5 年期以上 LPR 下调 10 个基点	货币政策引导消费信贷成本下降
	以旧换新补贴规模	-	3000 亿	撬动不同品类消费需求

数据来源：国家统计局，IMF，联储证券研究院

4. 核心观点与风险提示

4.1 核心观点小结

近三年国内消费缓慢复苏，增长特点突出。2023-2025 年国内消费保持持续复苏态势，最终消费支出对 GDP 增长的年均贡献率超 60%，年均拉动 GDP 增长超 3 个百分点，稳居经济增长第一拉动力位置。整体来看，消费市场呈现三大核心特征：服务消费增长亮眼、政策与优惠力度显著影响社零消费冷热、消费结构升级的预期偏低。

食品饮料表现差强人意，估值下杀与盈利下滑接连拖累。资本市场对于消费板块，尤其是食饮为主的传统商品消费领域青睐呈现明显降温，前期调整具备相应的合理性；但从当前时点来看，压制板块定价的核心因素边际变化已现，持续恶化的空间或已有限，板块定价存在修正可能。

传统消费估值与价值之间的矛盾，孕育了潜在预期差。可关注三点：（1）市场在关注景气度的同时，可能低估必需消费的高股息、低估值，与可选消费的成长性价值；（2）若延续消费估值锚在地产的分析框架，将放大对消费复苏的悲观预期，可能低估人口结构更迭与收入结构优化带来的结构性机会；（3）市场过度关注短期真金白银的一次性补贴政策，可能低估长期消费刺激政策工具的杠杆效应、资金效率与提振效果。

4.2 风险提示

（1）政策落地可能不及预期：地方财政压力、执行偏差、居民响应不足等因素可能影响实际效果；（2）外部环境可能恶化：国际经贸摩擦、地缘政治风险可能通过出口渠道传导至国内消费市场；（3）行业竞争可能加剧：部分消费赛道可能供给过剩、价格战、利润压缩，导致企业增收不增利；（4）其他风险。

免责声明

联储证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路195号8号楼11、15F
邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区滨江大道1111弄1号中企国际金融中心A栋12层
邮编：200135

北京

地址：北京市朝阳区安定路五号院13号楼B座14层
邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路2号侨城一号广场28-30F
邮编：518000