

策略周思考

从美日市场看新消费崛起经验

核心观点

周度观点思考：经济背景与新消费的产业崛起契机。从美股和日股的历史经验来看，可选消费超越必选消费、新消费取代传统消费的走势并非偶然，而是特定经济周期与社会变迁的必然结果。美股在 70 年代年以及 2009 年之后展现出可选消费板块显著超额的特征，印证了在经济转型、技术革新或消费者结构性变化的关键时期，可选消费品的需求弹性与增长潜力会得到充分释放。例如，70 年代可能伴随着战后婴儿潮一代消费能力的提升和生活方式的转变，而 2009 年之后则与全球金融危机后的经济复苏、移动互联网的普及以及千禧一代消费观念的崛起紧密相关。这些时期往往伴随着居民收入水平的提高、消费信心恢复以及新型消费模式的涌现，共同掀起可选消费浪潮。

新消费崛起的财务特征，细分领域演变与新消费的内涵：在美股可选消费主导的市场周期中，相关行业负债率突破平台期稳步增长，能够有效管理风险并支持业务扩张。同时，其基本面（如盈利能力、成长性）持续向好，获得市场给予的较高估值溢价。美股可选消费领域早期大多是汽车、家电等耐用消费品，随后切向休闲娱乐、旅游、餐饮等服务型消费，再到近年来兴起的线上零售、数字内容、健康服务等新兴业态。这些细分领域的轮动，正是“新消费”内涵的不断丰富。日本经济高速增长长期，汽车和电子产品等耐用品消费的爆发，以及在经济转型期，服务业和体验式消费的兴起。新消费的本质在于其能够精准捕捉并满足消费者日益多元化、个性化、品质化的需求，并通过技术创新和商业模式创新，不断拓展消费的边界。

新消费驱动因素与市场结构变迁：可选消费取代必选消费的背后，是多重驱动因素共同作用的结果。首先，居民可支配收入的持续增长是基础，使得消费者在满足基本生活需求后，有更多的财力追求更高层次的消费体验。其次，技术进步，尤其是互联网、大数据、人工智能等技术的发展，极大地改变了消费的场景、方式和效率，催生了线上购物、个性化推荐、智能家居等新业态。第三，人口结构和消费观念的变化，如年轻一代成为消费主力更注重个性表达、精神满足和健康生活，推动了品牌消费、体验消费和绿色消费的兴起。这些因素共同作用，使得可选消费市场呈现出更高的集中度，头部企业通过规模效应和品牌优势进一步巩固市场地位。参考海外经验，日股中潮玩/玩具板块下的万代南梦宫、美妆板块的高丝、游戏板块的任天堂三家企业走出了相对长期连续的行情，体现出一定的景气成长特征。值得注意的是，除了 2014-2017 年美妆和动漫 IP 的阶段行情外，日股悦己经济相关标的行情落地为特定题材和标的阶段性的 α 行情。

美、日股市经验对当前 A 股新消费的借鉴意义：首先，关注经济转型和居民收入增长带来的结构性机会，寻找能够满足消费者层次需求、具备高成长潜力的细分领域。其次，新消费领域追求确定性和长期性，寻找拥有高毛利率、净利率和 ROE，且资产负债结构稳健的公司。最后，密切关注技术创新和商业模式创新对传统消费领域的颠覆作用，以及年轻一代消费观念的变化，寻找现有题材外，“年轻人的茅台”悦己型消费的扩散和迁移方向。

风险提示：海外地缘冲突不确定性，美国经济前景不明朗和美联储货币政策的不确定风险，文中列举的具体公司仅作为复盘梳理、不作为投资推荐依据。

策略研究 · 策略专题

证券分析师：王开

021-60933132

wangkai8@guosen.com.cn

S0980521030001

证券分析师：陈凯畅

021-60375429

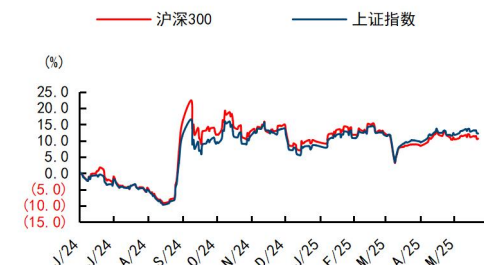
chenkaichang@guosen.com.cn

S0980523090002

基础数据

中小板/月涨跌幅(%)	6311.12/-1.51
创业板/月涨跌幅(%)	2009.89/-1.88
AH 股价差指数	130.57
A 股总/流通市值(万亿元)	67.04/63.56

市场走势



资料来源：万得、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《ESG 热点周聚焦（6 月第 3 期）-SEBI 发布可持续债券新框架》——2025-06-15
- 《估值周观察（6 月第 3 期）-稀土永磁表现突出》——2025-06-15
- 《策略周思考-海外地缘指向能源贵金属》——2025-06-14
- 《海外镜鉴系列（二十五）——悦己经济：中日对比》——2025-06-09
- 《估值周观察（6 月第 2 期）——小盘成长、TMT 估值扩张幅度较大》——2025-06-08

内容目录

从美日市场经验看新消费崛起	4
美股可选消费板块获取超额收益的契机	4
日股可选消费板块跑赢的经验借鉴	6
日股悦己经济相关板块行情复盘	9
A 股悦己经济相关板块的基本面回溯	10
风险提示	12

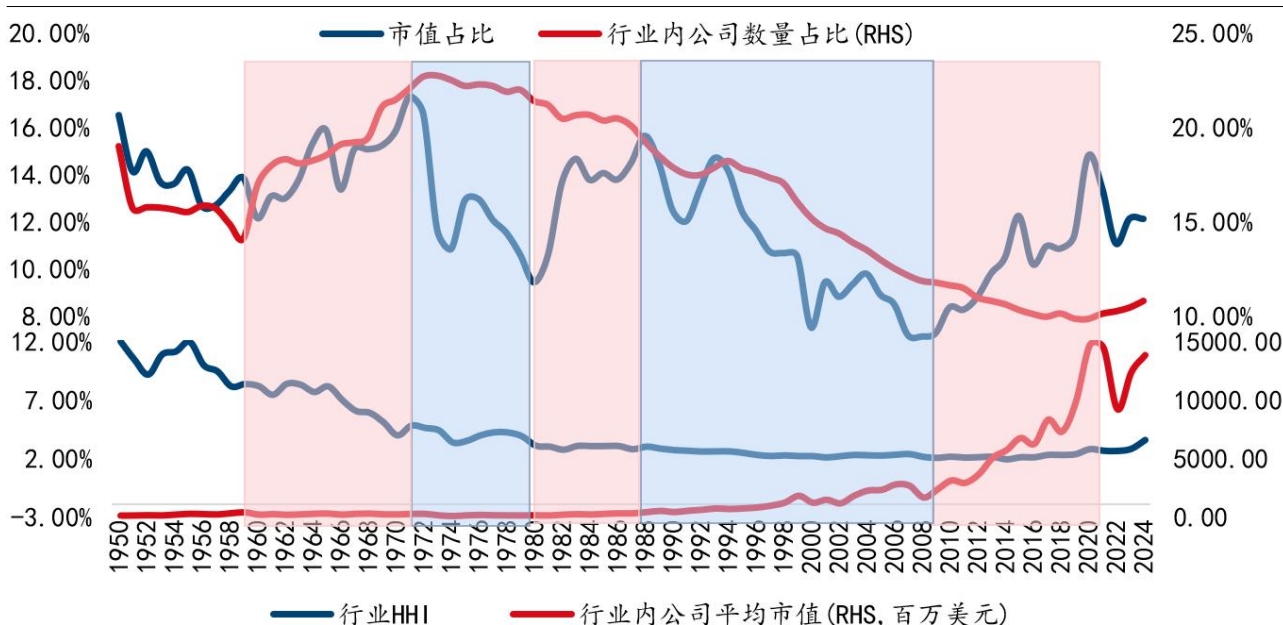
图表目录

图 1: 美股可选消费板块集中度和市值的变化情形	4
图 2: 美股可选消费行业资产·负债两端在历次行情周期中的表现	4
图 3: 美股可选消费板块的基本面和估值历史走势	5
图 4: 美股可选消费板块内部二级行业市值变化历程	5
图 5: 美股可选消费板块内部三级行业市值变化历程	6
图 6: 日股零售贸易板块资本开支和指数相对走势	6
图 7: 日股汽车与运输设备板块资本开支和指数相对走势	7
图 8: 日股可选消费板块的净利率、费用率、毛利率、ROE 走势变化	7
图 9: 日股行业成分股市值占比 (%)	8
图 10: 日股行业成分股数量占比 (%)	8
图 11: 日股悦己经济相关标的行情走势	9
图 12: 日股悦己经济相关标的 ROE 趋势	10
图 13: A 股悦己经济相关行业 ROE 构成	10
图 14: A 股悦己经济相关行业负债率变化构成	11
图 15: A 股悦己经济相关板块总体市值历年走势情况	11
图 16: 从资本周期视角看 A 股新消费相关板块变迁历程	11

从美日市场经验看新消费崛起

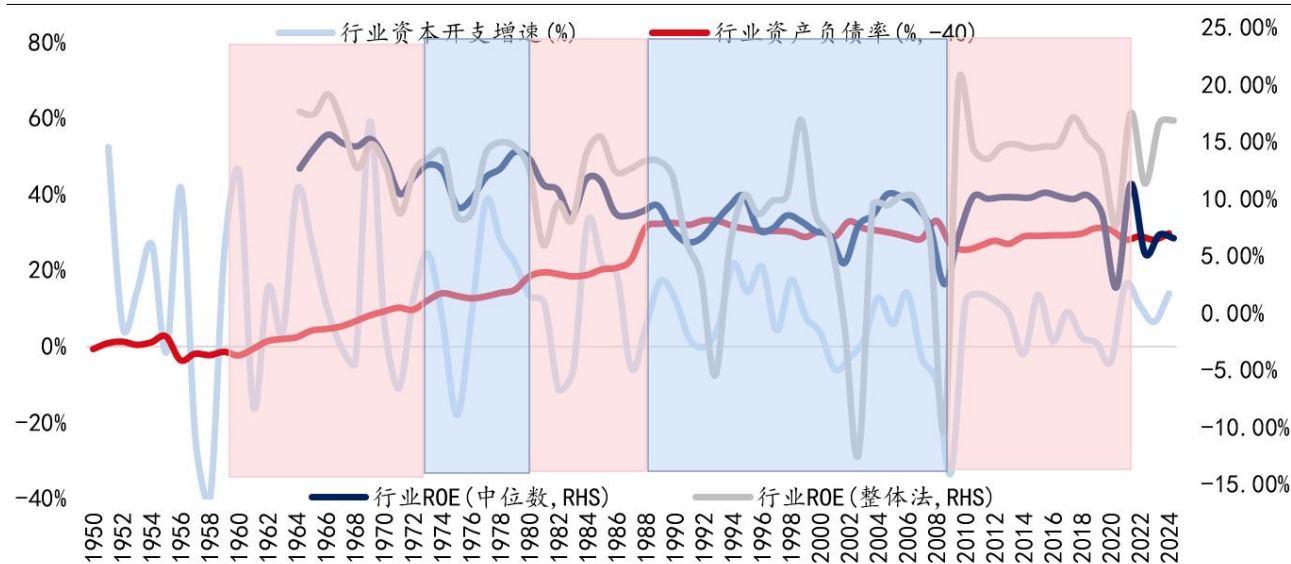
美股可选消费板块获取超额收益的契机

图1：美股可选消费板块集中度和市值的变化情形



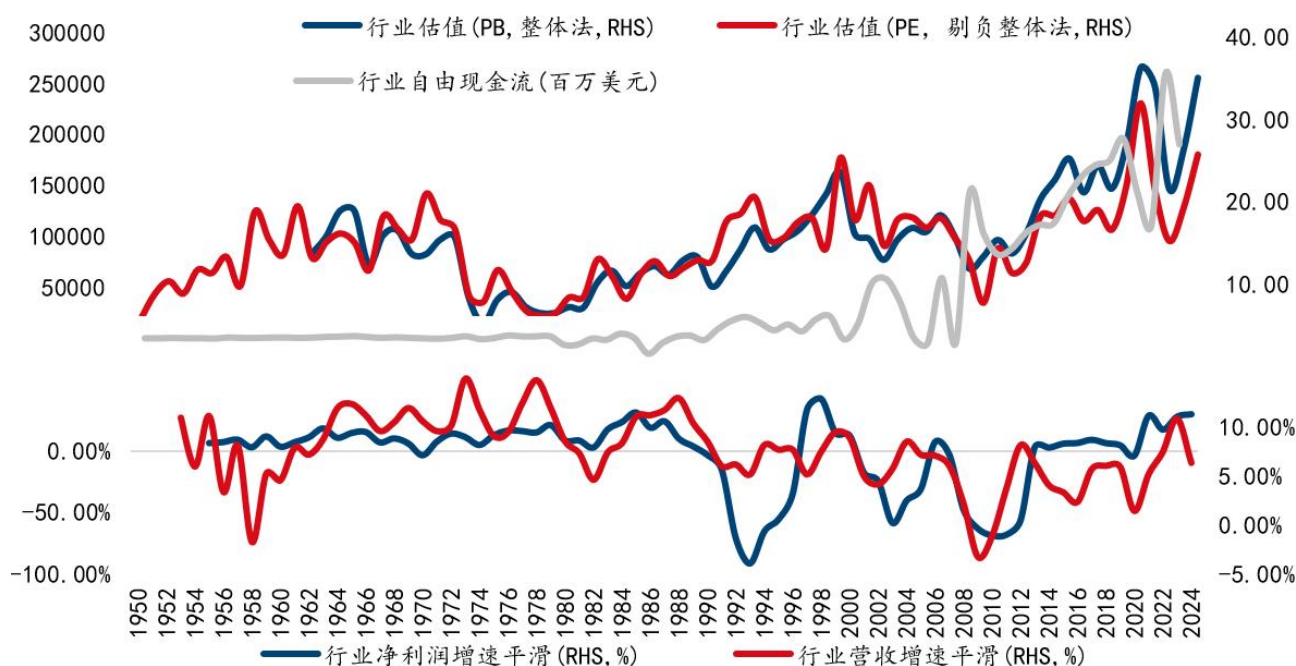
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图2：美股可选消费行业资产·负债两端在历次行情周期中的表现



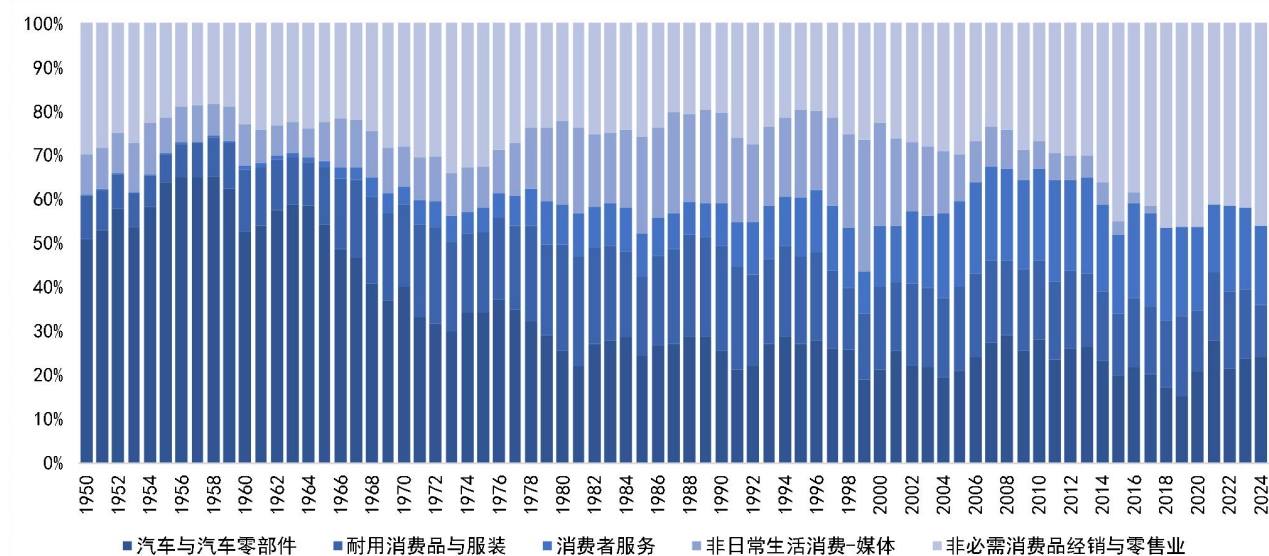
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图3：美股可选消费板块的基本面和估值历史走势



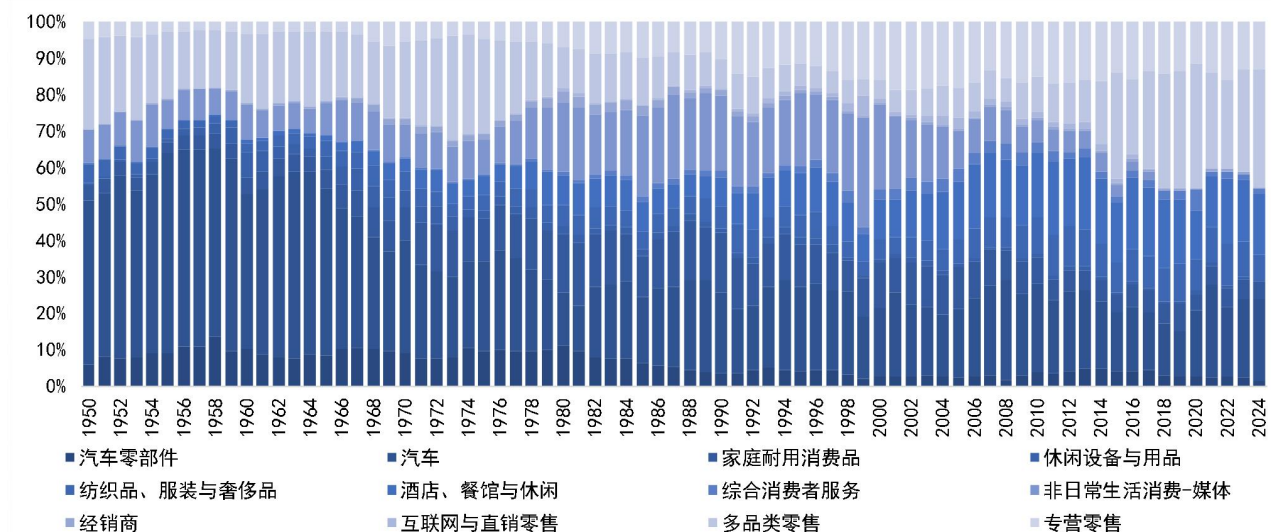
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图4：美股可选消费板块内部二级行业市值变化历程



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

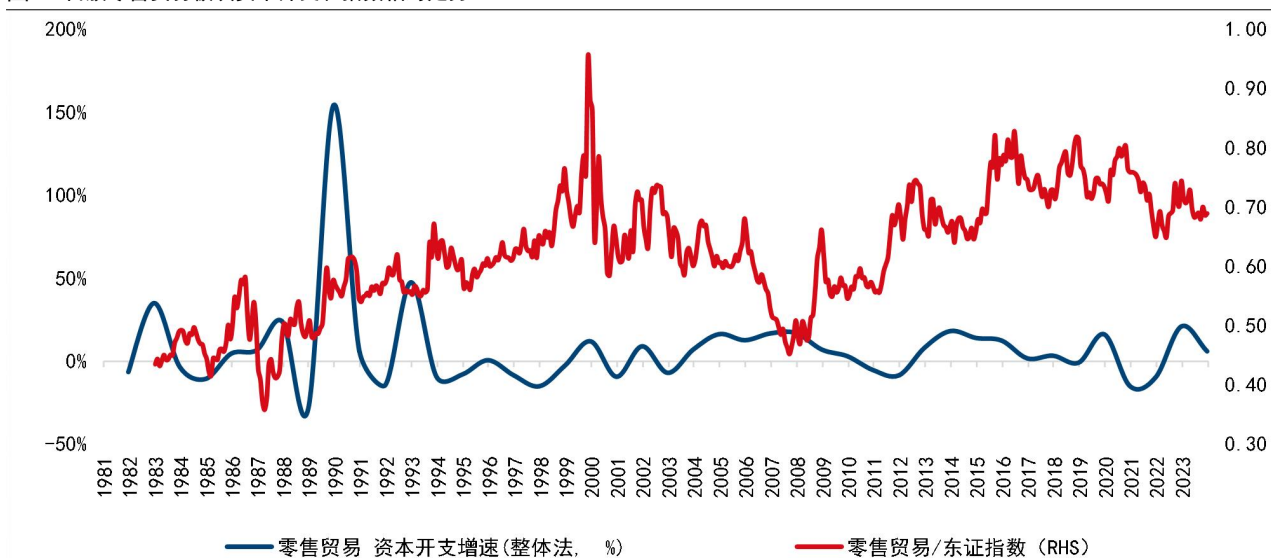
图5：美股可选消费板块内部三级行业市值变化历程



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

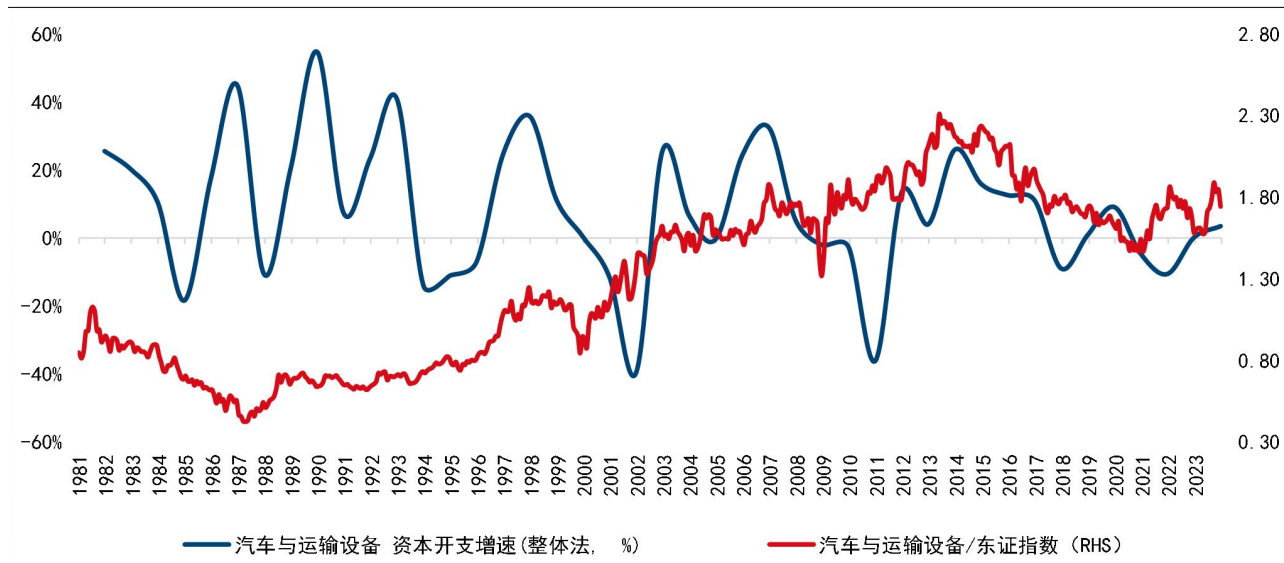
日股可选消费板块跑赢的经验借鉴

图6：日股零售贸易板块资本开支和指数相对走势



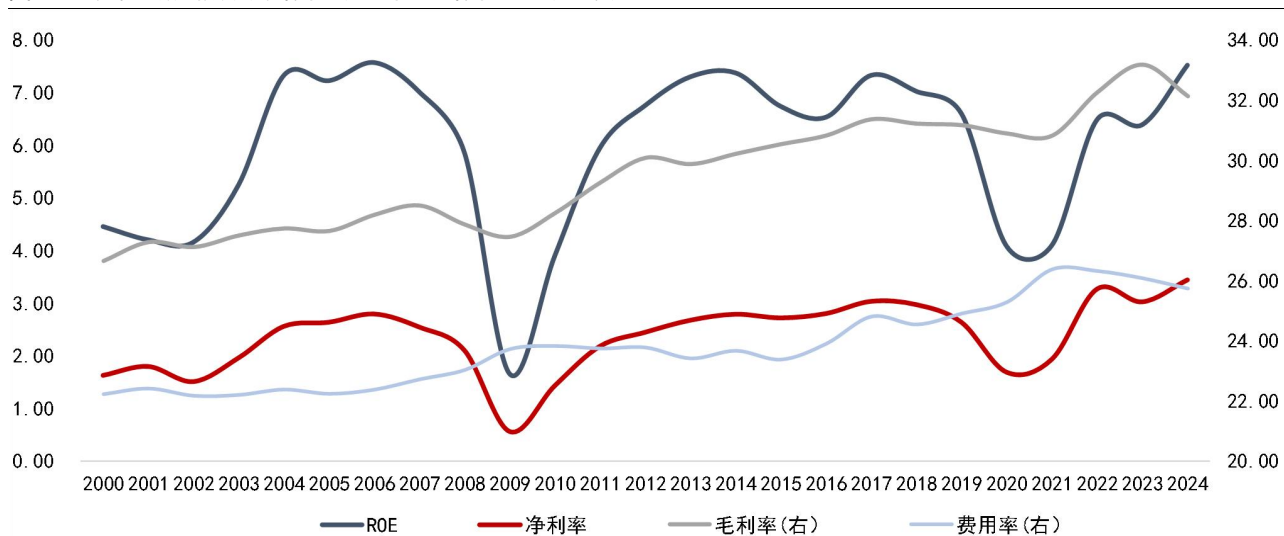
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图7：日股汽车与运输设备板块资本开支和指数相对走势



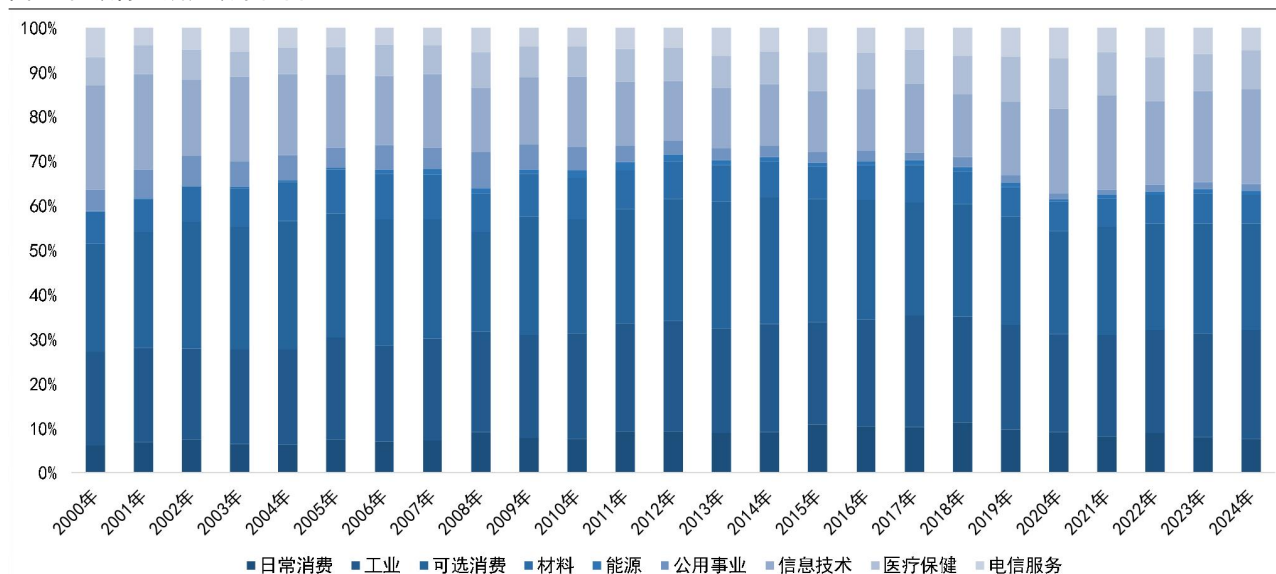
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图8：日股可选消费板块的净利率、费用率、毛利率、ROE 走势变化



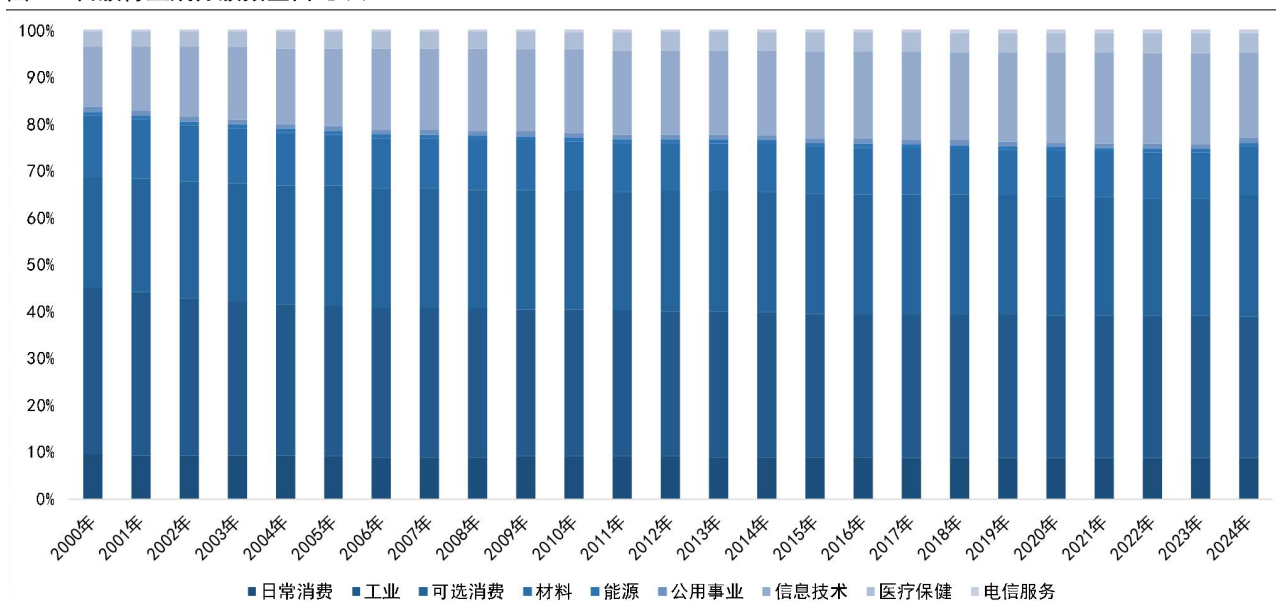
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图9：日股行业成分股市值占比(%)



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图10：日股行业成分股数量占比(%)



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

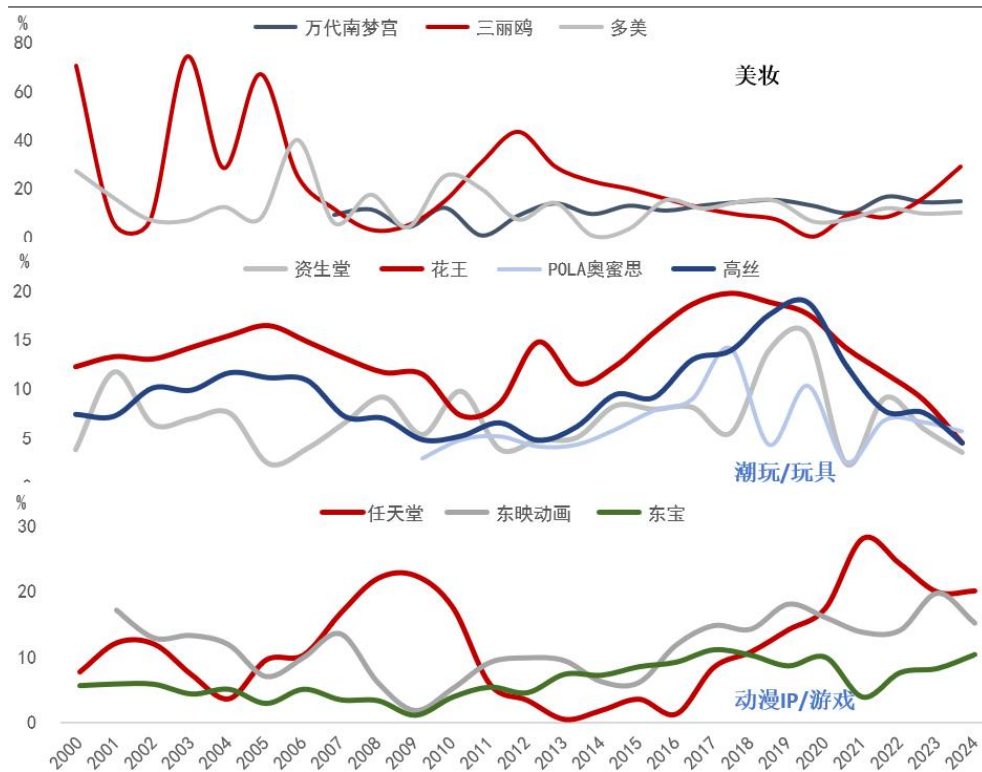
日股悦己经济相关板块行情复盘

图11：日股悦己经济相关标的行情走势



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理 注：数值为相关标的相对于东证指数的走势

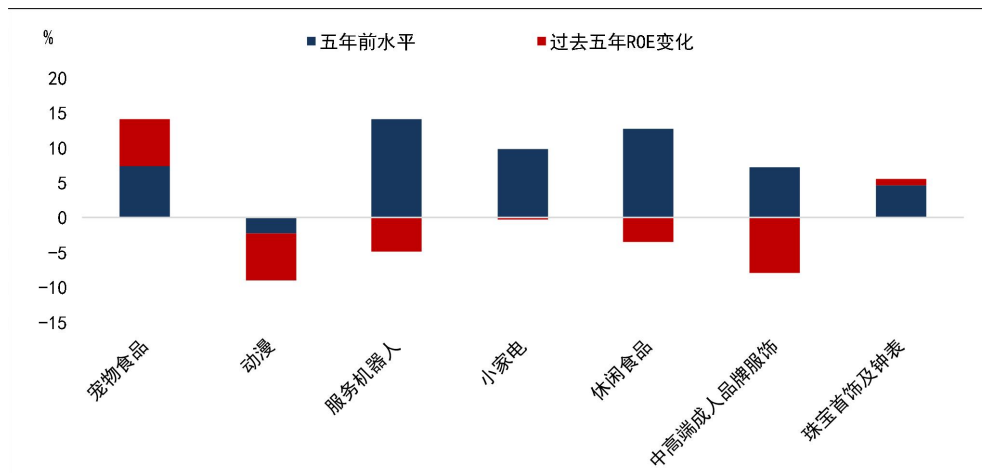
图12: 日股悦己经济相关标的 ROE 趋势



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

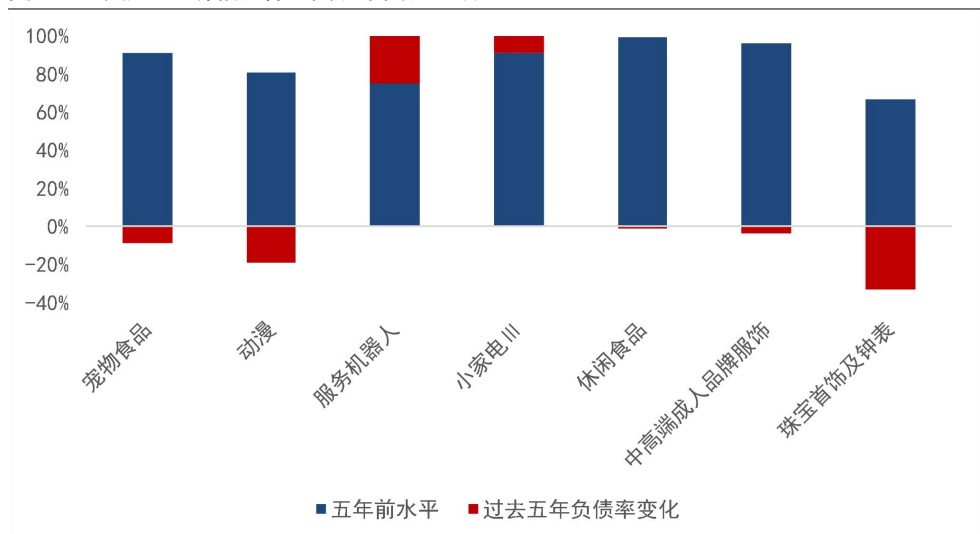
A 股悦己经济相关板块的基本面回溯

图13: A 股悦己经济相关行业 ROE 构成



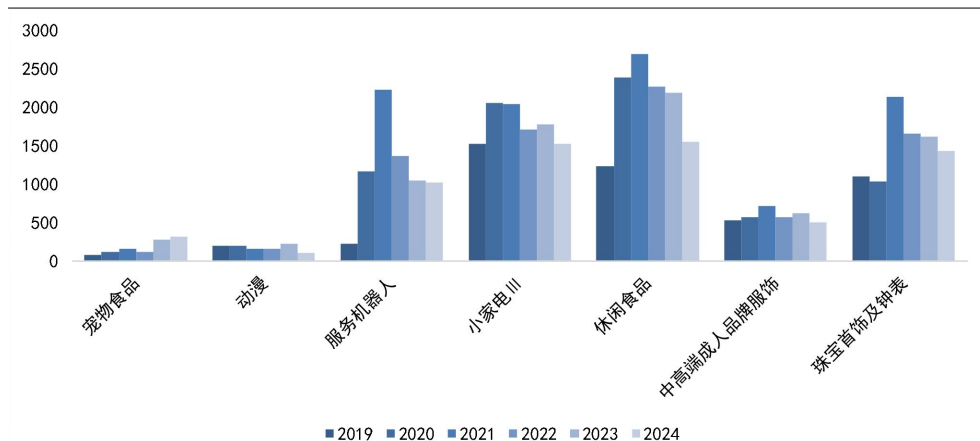
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图14: A股悦己经济相关行业负债率变化构成



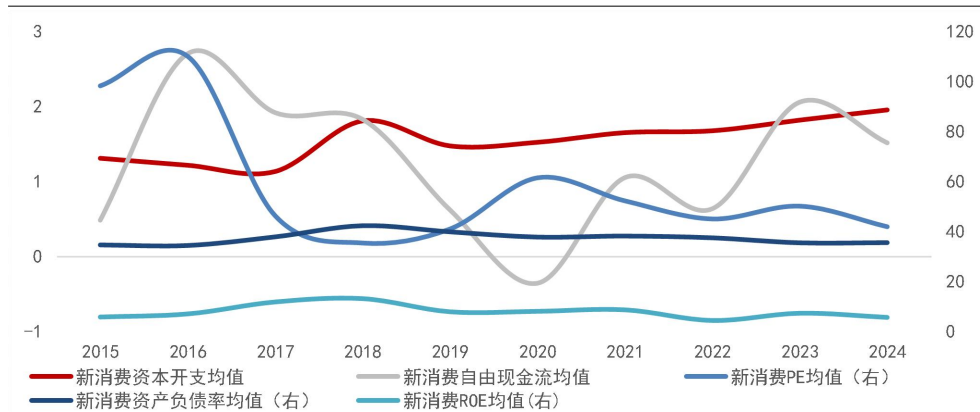
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图15: A股悦己经济相关板块总体市值历年走势情况



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理 单位：亿元

图16: 从资本周期视角看 A股新消费相关板块变迁历程



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理 注：资本开支、现金流数据经标准化处理

风险提示

- （1）海外地缘冲突不确定性
- （2）美国经济前景不明朗和美联储货币政策的不确定风险；
- （3）文中列举的具体公司仅作为复盘梳理、不作为投资推荐依据。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032