

海外镜鉴系列（二十五）

悦己经济：中日对比

策略研究 · 策略深度

证券分析师：王开

021-60933132

wangkai8@guosen.com.cn

S0980521030001

- **国内悦己经济对应标的整体呈现出高成长、高估值、高分化的特征，与日本对标公司相比具有明显的发展阶段差异和估值溢价。**从财务表现看，中国公司普遍处于快速成长期，收入增长率显著高于日本成熟公司，毛利率水平相当甚至更优，但在品牌沉淀、技术积累、国际化程度等方面仍有较大提升空间。代表性产业和公司或以商业模式创新实现了对日本传统玩具巨头的“弯道超车”，或通过文化价值挖掘开创了传统工艺的现代化商业化路径。此外，国潮美妆企业则体现了国货崛起的时代机遇，在技术创新、品牌建设、渠道变革等方面展现出强劲的竞争力。在当前公司的估值已经price in了成长前景时，在竞争加剧、增长放缓的背景下，需要挖掘真正具备护城河优势的龙头企业，以维持估值溢价并实现长期价值创造。
- **国内悦己经济和产业投资逻辑主要涵盖四个方面：**（1）发展阶段的时间差优势：中国悦己经济企业普遍处于快速成长期，而日本对标公司已进入成熟期或转型期。这种发展阶段的差异为中国企业提供了可参考、可超越的发展机遇，借鉴日本悦己经济发展的经验，同时避免其发展过程中的弯路。（2）商业模式的创新突破：以头部IP潮玩为代表的中国企业在商业模式上实现了重要创新，盲盒模式的成功证明了中国企业不仅学习日本经验，更是在此基础上实现改良、优化和超越。这种模式创新为投资者提供了获得超额回报的机会。（3）文化价值的重新发现：古法金饰代表性企业通过对传统文化的现代化演绎，开创了全新的商业价值空间。这表明在悦己经济时代，文化价值正在成为重要的竞争优势和投资主题。（4）技术驱动的差异化竞争：人工智能赋能AI眼镜、智能家居等创新产品。在悦己经济领域，技术不仅是生产工具，更是创造独特价值主张的重要手段。
- **围绕核心-卫星模式进行投资布局。**（1）核心持仓策略：底仓重点配置具有明确护城河优势的龙头企业，IP潮玩和化妆品龙头等，这些公司在各自细分领域具有领先地位，能够充分受益于行业增长红利，适合作为β打底的基石。（2）价值发现策略：关注被市场长期投资的优质标的，如古法黄金、仪表管理、中式茶饮等，这些公司的内在价值存在较大的提升空间。（3）主题投资策略：围绕文化复兴、技术创新、模式创新等主题进行投资布局，把握悦己经济发展的阶段性主题行情和结构性机遇。
- **风险提示：**（1）**IP生命周期风险：**IP的商业价值可能随时间推移而衰减，应对策略是关注公司的IP储备和更新能力。（2）**竞争加剧风险：**行业快速发展可能吸引大量竞争者进入，需要警惕过度竞争并选择具有护城河优势的龙头企业。（3）**技术迭代风险：**新技术的出现可能颠覆现有商业模式。需要关注公司的技术创新投入和适应能力。（4）文中列举公司仅作为案例梳理，不构成投资推荐依据。

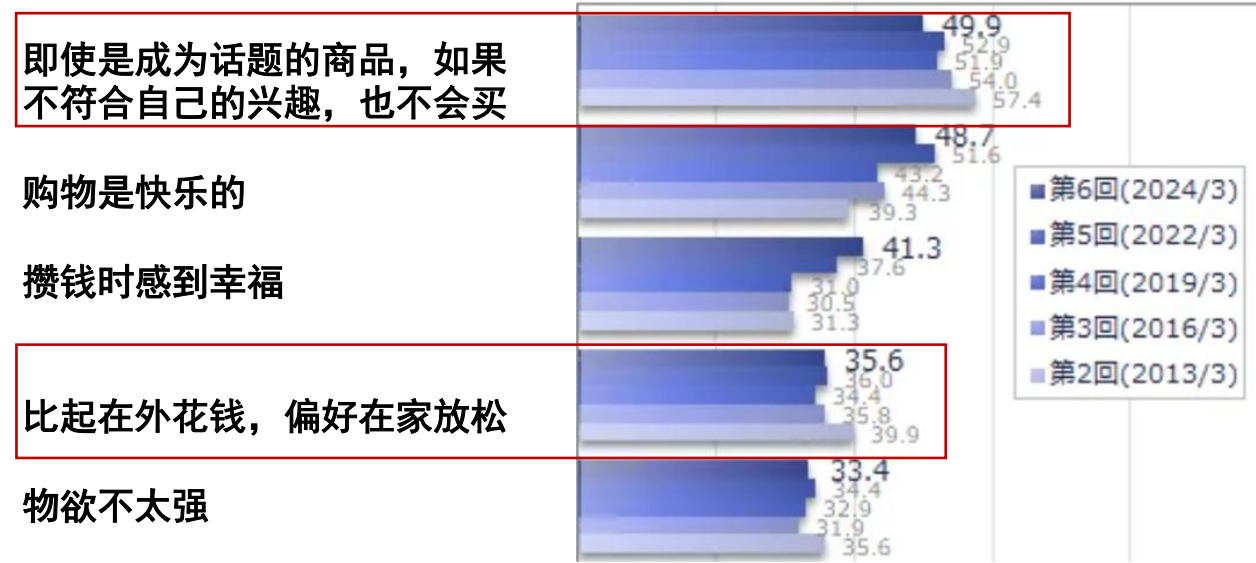
- [01] 日本悦己消费浪潮的回溯
- [02] 日本新消费崛起过程中传统消费冲击
- [03] 国内悦己消费的发展脉络和未来展望

- **日本消费时代的迭代与进步经验：**日本社会学家三浦展在其著作《第四消费时代》中，将日本现代消费社会的发展划分为四个阶段，每个阶段都反映了特定的经济、社会和文化背景。这一理论框架为理解悦己经济的演进提供了重要的分析工具。
- **第一消费时代（1912-1944年）：**这一时期日本正处于工业化初期，消费主要集中在少数富裕阶层，大众消费尚未兴起。消费品主要以实用性为主，奢侈品消费仅限于极少数人群。
- **第二消费时代（1945-1974年）：**战后重建期间，日本经济快速发展，大众消费开始兴起。这一时期的消费特征是追求“三大神器”（电视、洗衣机、冰箱），体现了从无到有的消费升级。
- **第三消费时代（1975-2004年）：**经济高速增长期，消费开始从量的追求转向质的提升。品牌意识觉醒，个性化消费需求开始显现，为后来的悦己经济奠定了基础。
- **第四消费时代（2005年至今）：**经济增长放缓，消费者更加注重精神满足和自我实现，悦己消费成为主流。这一时期的消费特征是“去物质化”和“重体验”。
- **中日发展阶段对比：**基于经济进程的相似性，国内正处于第二、第三消费社会向第四消费社会的过渡期，正是悦己经济快速发展的黄金时期。
- 通过深入分析中日两国的人口结构、经济发展水平和社会特征，我们发现两国在不同历史时期存在显著的相似性。**1）人口结构相似性：**中国2011-2020年的人口特征与日本1971-1980年高度相似。两国都经历了人口增速放缓、家庭小型化、老龄化加速等趋势。具体而言，中国一人户、二人户家庭占比分别提高了4.44%和3.58%，与日本同期的3.26%和3.03%非常接近。**2）经济发展阶段：**1968年日本超越德国成为世界第二大经济体，2010年中国超过日本成为世界第二大经济体。两国都经历了向人均GDP突破1万美元快速增长的阶段，这一阶段正是消费转型的关键时期。**3）社会开放度：**1964年东京奥运会和1970年大阪世博会标志着日本社会的全面开放，而2008年北京奥运会和2010年上海世博会则代表了中国的全球开放新征程。这些大型国际活动往往伴随着消费观念的重大变化。

日本悦己经济的发展历程

- 日本悦己经济的兴起并非一蹴而就，而是经历了一个渐进的发展过程。在第三消费时代后期，随着经济的持续增长和生活水平的提高，消费者开始从满足基本需求转向追求精神享受和自我实现。
- IP经济的萌芽**：20世纪80年代，日本动漫产业开始兴起，《龙珠》《圣斗士星矢》等经典作品不仅在内容上获得成功，更重要的是建立了完整的IP产业链。这些IP通过玩具、游戏、服装等多种形式实现商业化，为后来的潮玩经济奠定了基础。
- 美妆文化的演进**：日本美妆产业在这一时期也经历了重要转型。从最初的基础护肤需求，逐步发展为追求个性化和差异化的美妆文化。资生堂、花王等公司通过不断的技术创新和品牌建设，成功塑造了日本美妆的高端形象。
- 奢侈品消费的兴起**：80年代的日本经历了"泡沫经济"时期，奢侈品消费达到顶峰。虽然泡沫破裂后消费有所回落，但这一时期培养的品质消费观念和品牌意识对后来的发展产生了深远影响。
- 个性化需求的觉醒**：进入第四消费时代后，日本消费者更加注重个性表达和情感满足。这种变化催生了大量小众品牌和个性化产品，为悦己经济的全面兴起创造了条件。

图1：日本每隔2-3年针对居民进行的消费意愿调查



资料来源：Myvoice，国信证券经济研究所整理

图2：日本悦己经济发展历程

发展阶段	时间周期	主要特征	成功要素	代表公司
萌芽期	1960-1980年	产品导向，满足基本需求	产品质量、制造工艺	早期的资生堂、花王
成长期	1980-2000年	品牌建设，差异化竞争	品牌力、渠道建设、技术创新	万代、三丽鸥、任天堂
成熟期	2000-2010年	市场整合，全球化扩张	规模效应、国际化能力	资生堂、花王的全球化
转型期	2010年至今	IP经济，数字化转型	IP运营、数字化营销、生态构建	当前所有主要公司

资料来源：日生基础研究所，国信证券经济研究所整理

悦己经济的群体意识：从“我的消费”到“我们的消费”

- 日本Z世代的悦己经济呈现出从追求他人认可转向自我精神满足的显著特征。他们将消费视为构建个人身份认同的途径，例如通过兴趣消费在动漫、铁道模型等领域投入金钱与时间，以实现对特定角色或文化的神格化与情感联结。这种消费并非为了炫耀社会地位，而是聚焦于“第三消费文化”所强调的个人内心价值追求，如通过收藏、参与主题活动等获得纯粹的自我满足。同时，Z世代对品牌的功能性价值更为重视，倾向于根据使用场景和实际需求选择商品，而非单纯追求品牌的社会象征意义，甚至出现重品味轻品牌的消费倾向，体现出对自我真实需求的深度关注。在“我们的消费”意识方面，Z世代通过兴趣社群形成新型消费共同体。他们以SNS为纽带，利用话题标签和虚拟互动构建基于共同世界观的消费圈层，例如在社交网络上通过情报收集和专属账号运营强化群体归属感。消费行为不仅是个人喜好的表达，更是融入特定社群的“入场券”——购买社群内流行的商品或参与集体活动（如偶像应援、漫展）成为维系群体认同的关键。这种消费意识突破了传统沟通的地域限制，转向以兴趣为核心的非实体联结，且消费动机从“他人眼光驱动”转向“群体身份认同驱动”，呈现出“消费即社交”的新型模式，同时保留对个体独立性的追求，形成“群体归属”与“自我表达”并存的消费逻辑。

图3：从“我的消费”进化迭代为“我们的消费”

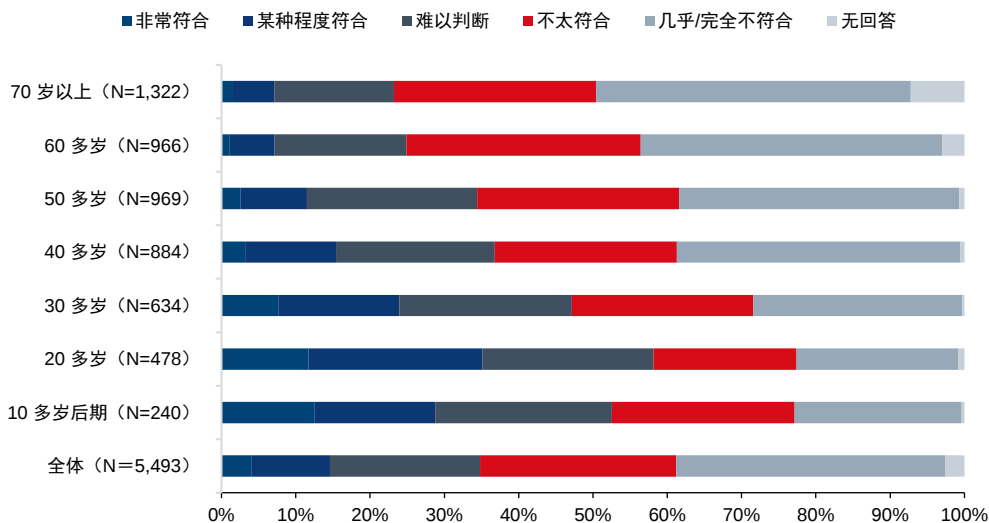


资料来源：日生基础研究所，国信证券经济研究所整理

日本居民在悦己消费方面的意愿调查

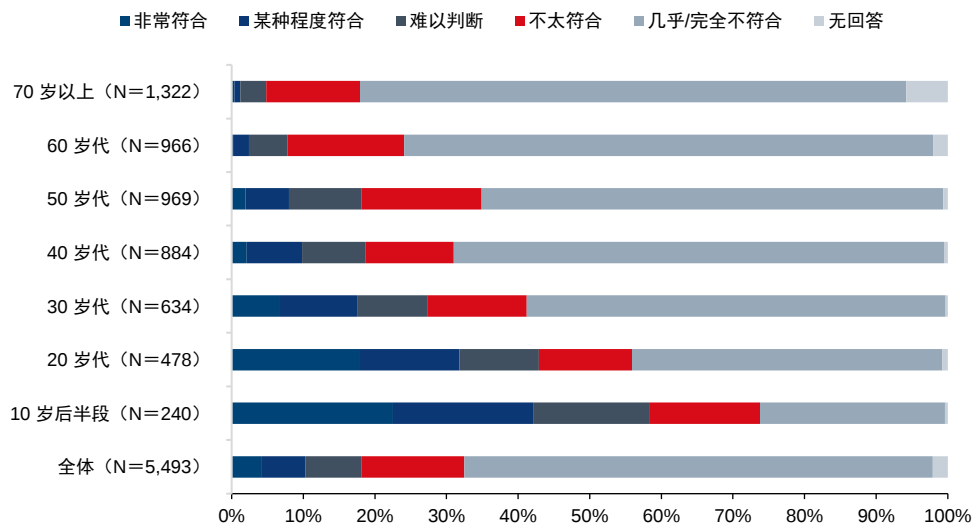
- 基于日本消费者厅在 2021 年进行的消费者意识基本调查，呈现了不同年龄层为名人或角色等支援活动花钱情况的比例数据。从整体来看，大部分人（65.4%）几乎或完全不会为这类活动花钱，仅有 4.1% 的人感觉非常符合会为此花钱。分年龄层而言，10 岁后半段和 20 岁代相对更倾向于为此花钱，非常符合和某种程度符合的比例在各年龄层中较高；而 60 岁代和 70 岁以上人群则很少会在这类活动上花钱，几乎或完全不符合的比例高达 74% 和 76.2%。
- 其次，不同年龄层人群对于“为仅当下可参与的体验或内容花钱”的接受程度呈现出较大差异。年轻人群体（如 10 多岁后期和 20 多岁）在“非常符合”和“某种程度符合”选项上的占比相对较高，表明他们更倾向于为这类体验或内容消费。随着年龄增长，如 60 多岁和 70 岁以上人群在这些选项上的占比显著降低，更倾向于选择“不太符合”或“几乎 / 完全不符合”，说明年龄越大，对此类消费的接受度越低。

图4：“花钱购买现在只能参与的体验和内容”用户比例（年龄组别）



资料来源：日本消费厅《消费者意识基本调查》，国信证券经济研究所整理
注：该统计为对于“关于您自身的消费意识和行为，您认为以下项目在多大程度上符合您？”这一问题，选择了“会为仅当下可参与的体验或内容花钱”的回答。

图5：“花钱支持名人或角色等活动”的人的比例（年龄组别）



资料来源：日本消费厅《消费者意识基本调查》，国信证券经济研究所整理
注：该统计为对于“您认为以下项目在多大程度上符合您自己的消费意识和行为”的问题，选择了“为名人或角色等支援活动花钱”的回答。

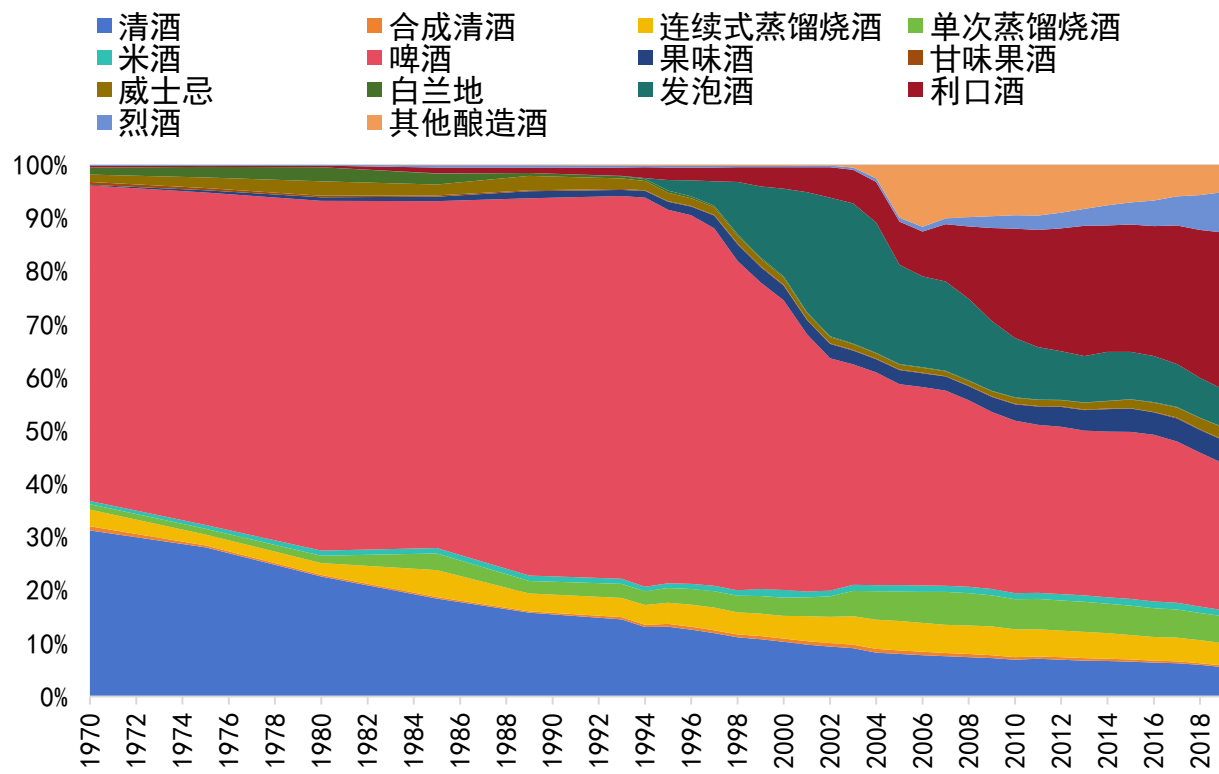
- [01] 日本悦己消费浪潮的回溯
- [02] 日本新消费崛起过程中传统消费冲击
- [03] 国内悦己消费的发展脉络和未来展望

- 20世纪末至21世纪初，日本年轻一代逐渐疏远传统的清酒和啤酒，转而青睐利口酒。这一转变源于社会文化变迁：年轻人追求更个性化、时尚化的消费体验，而传统酒饮被视为“父辈的象征”，带有保守和刻板印象。利口酒凭借丰富的口味（如果味、甜味）、低酒精度和色彩鲜艳的包装，更贴合年轻女性及轻度饮酒者的需求。加之营销策略的成功——如便利店调酒的流行、明星代言和社交媒体推广——利口酒迅速成为“轻松饮酒文化”的代表，挤压了传统酒类的市场份额。
- 这一趋势迫使日本酒类行业加速转型。清酒和啤酒厂商不得不推出低度果味气泡酒、罐装鸡尾酒等新产品以迎合市场，甚至跨界与时尚品牌联名。传统酿酒厂面临萎缩，部分小型清酒作坊倒闭，而大型企业则通过多元化勉强生存。与此同时，利口酒的爆发式增长催生了细分市场竞争，但也引发健康争议（如糖分过高）。长期来看，日本酒饮文化由此走向两极：传统酿造技艺逐渐边缘化，而快消型酒品主导市场，反映出社会价值观从“传承”向“即时享受”的倾斜。
- 日本单身人群和中年人群成为酒类消费主力，主要源于社会结构变化和消费习惯的差异。单身人群（尤其是年轻职场人）因社交需求减少、独居生活增多，倾向于选择方便、低度且口味多样的酒类（如罐装鸡尾酒、利口酒），以适配居家小酌或便利店即饮场景；而中年人群则因经济稳定、社交应酬较多，更偏好高溢价的高端清酒、威士忌或精酿啤酒，既满足身份象征需求，也延续传统饮酒文化。这一趋势推动酒类行业两极分化：一方面，厂商加速开发面向单身人群的平价创新产品（如低糖低卡酒饮），并强化电商和便利店渠道；另一方面，高端酒类通过限量款、年份酒等策略巩固中年市场，导致行业整体向“便利化”和“精品化”两端倾斜，传统中端大众酒市场则持续萎缩。

日本酒类消费案例：年龄结构与收入结构双重影响

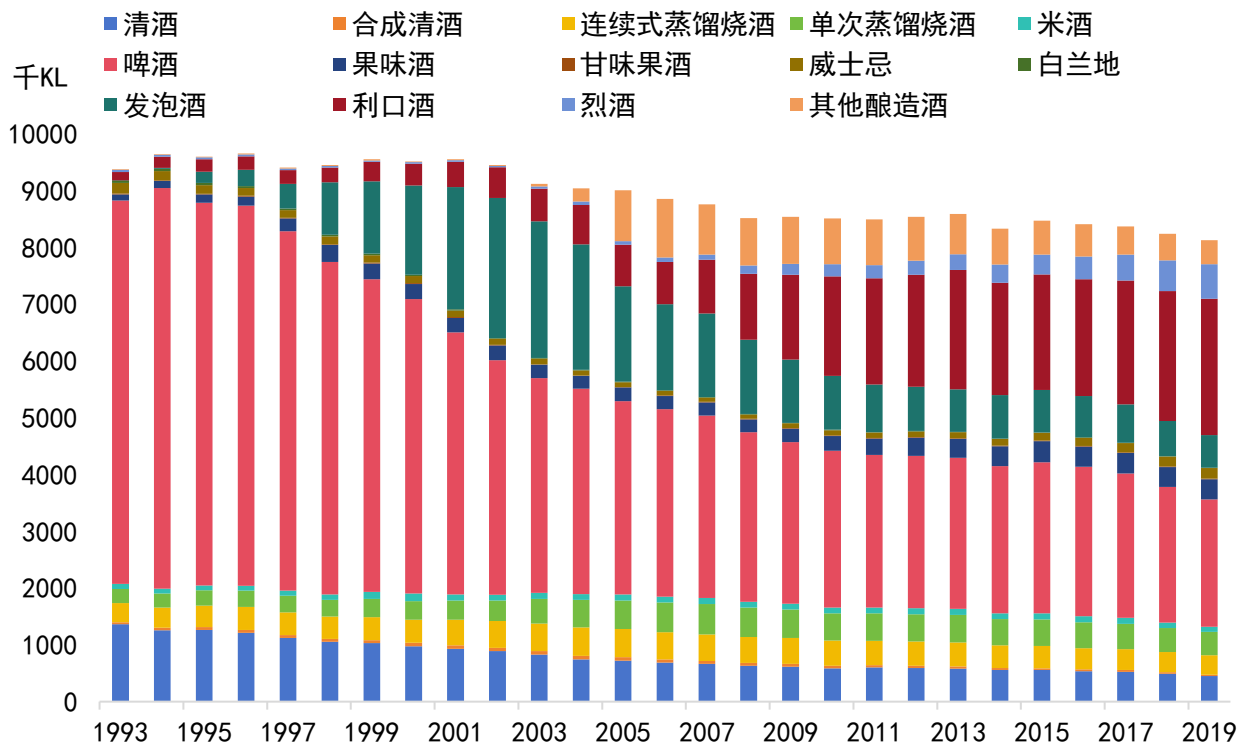
- 日本酒类消费高峰出现在90年代中期，以啤酒的消费增量扩容为主，随后人均GDP和中青年人口比例回落，带来酒类消费高峰回落。
- 酒类消费中啤酒占据绝对优势地位，但近些年份额逐渐被利口酒所挤占。清酒的消费份额自70年代起一路下滑。

图6：日本酒水消费量百分比（1970-2020）



资料来源：日本国税局，国信证券经济研究所整理

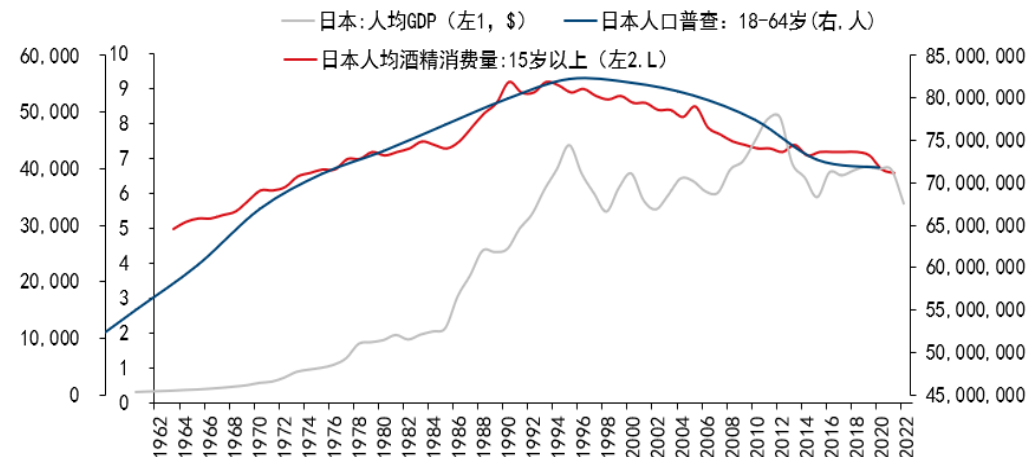
图7：日本酒水消费量（1993-2020）



资料来源：日本国税局，国信证券经济研究所整理

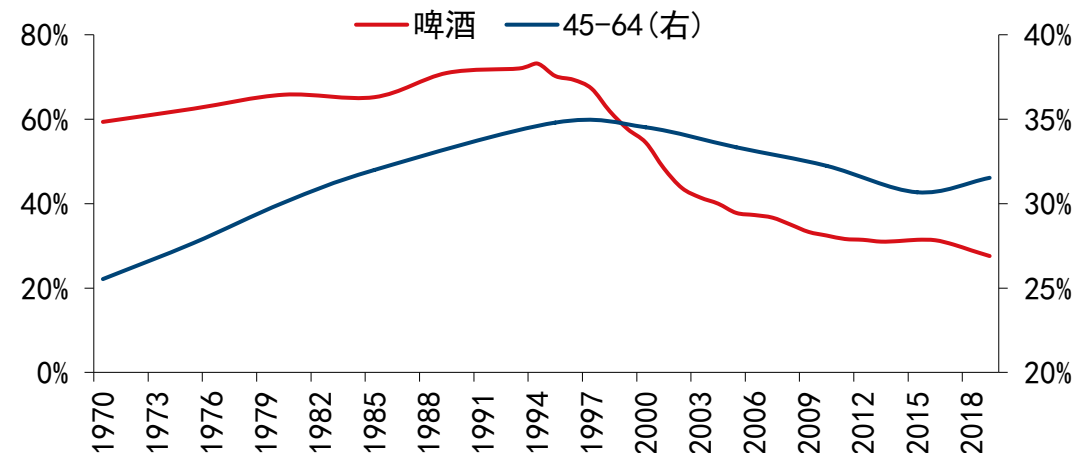
日本酒类消费案例：年龄结构与收入结构双重影响

图8：90年代日本人均酒水消费和人口周期同步，也受到人均GDP的影响



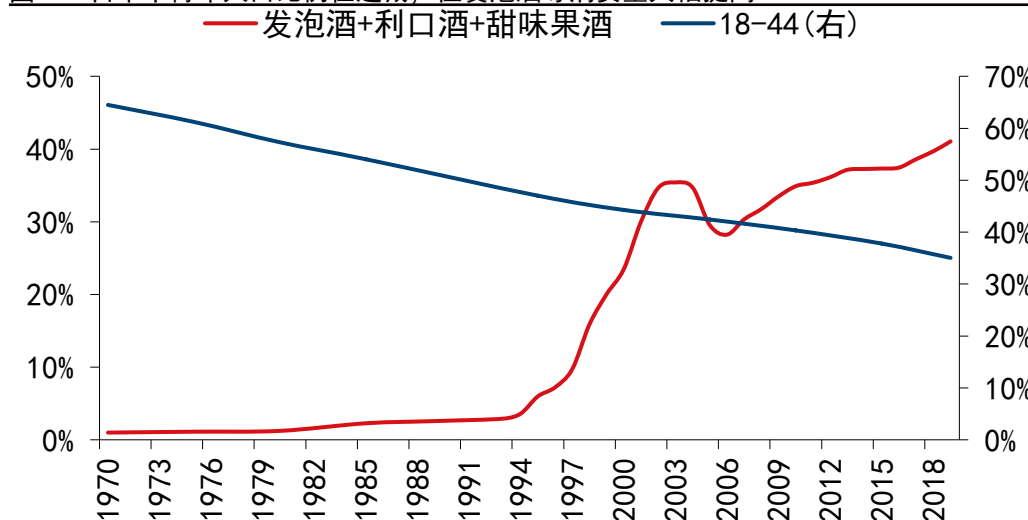
资料来源：日本国税局，日本统计局，国信证券经济研究所整理

图9：日本啤酒消费高峰和中年人口高峰见顶时间接近



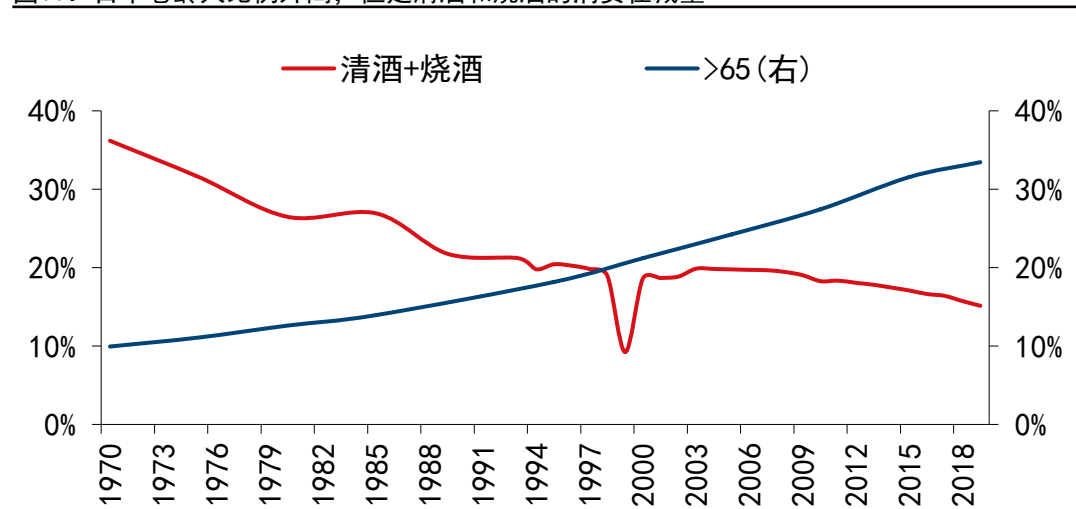
资料来源：日本国税局，日本统计局，国信证券经济研究所整理

图10：日本中青年人口比例在递减，但发泡酒等消费量大幅提高



资料来源：日本国税局，日本统计局，国信证券经济研究所整理

图11：日本老龄人比例升高，但是清酒和烧酒的消费在减量

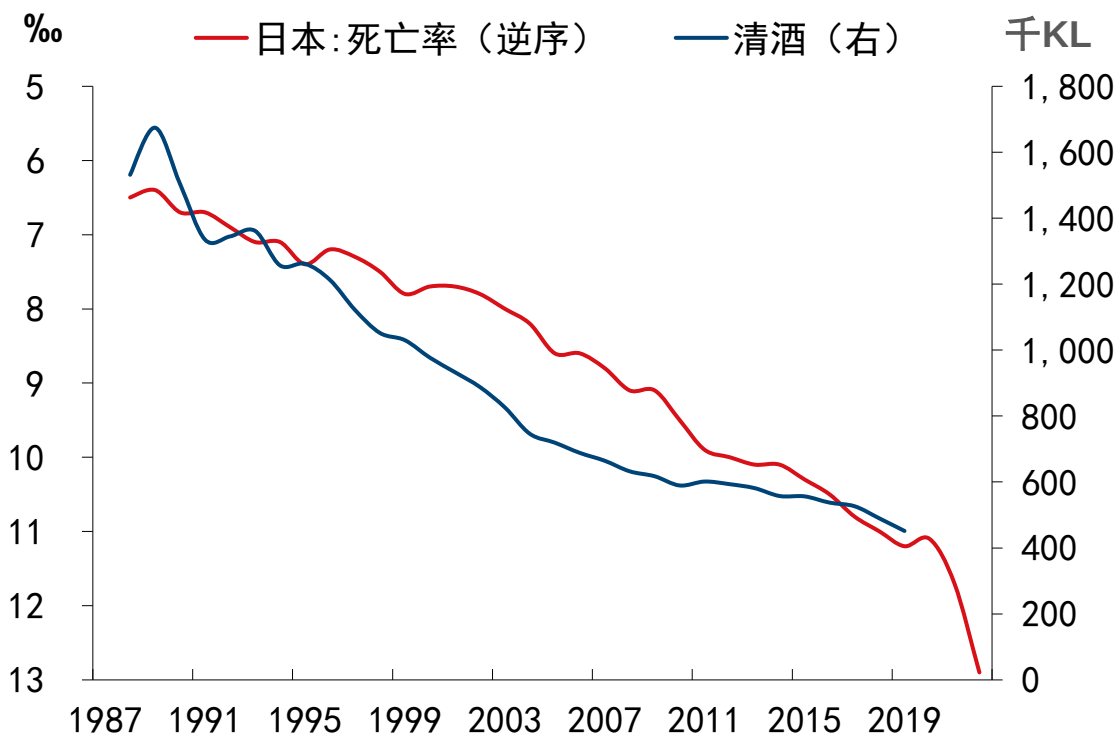


资料来源：日本国税局，日本统计局，国信证券经济研究所整理

日本酒类消费案例：年龄结构与收入结构双重影响

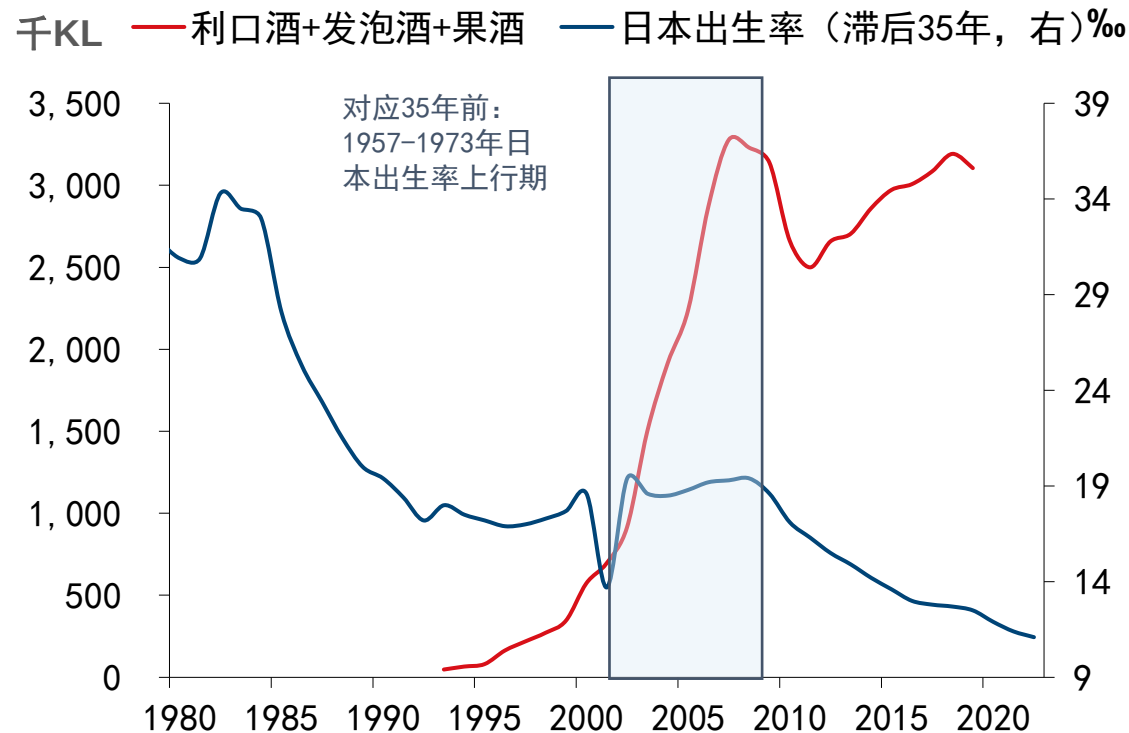
- 日本清酒和烧酒制造商协会在80-90年代调查显示，老年人喜欢清酒和烧酒、中年人喜欢啤酒，青年人喜欢发泡酒和果酒。
- 酒类消费偏好、消费体量并非取决于当期老年人，而是取决于当时老年人（年轻时的习惯和路径依赖）。

图12：日本死亡率与清酒消费量的走势关系



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图13：日本出生率与部分酒类消费量的走势关系

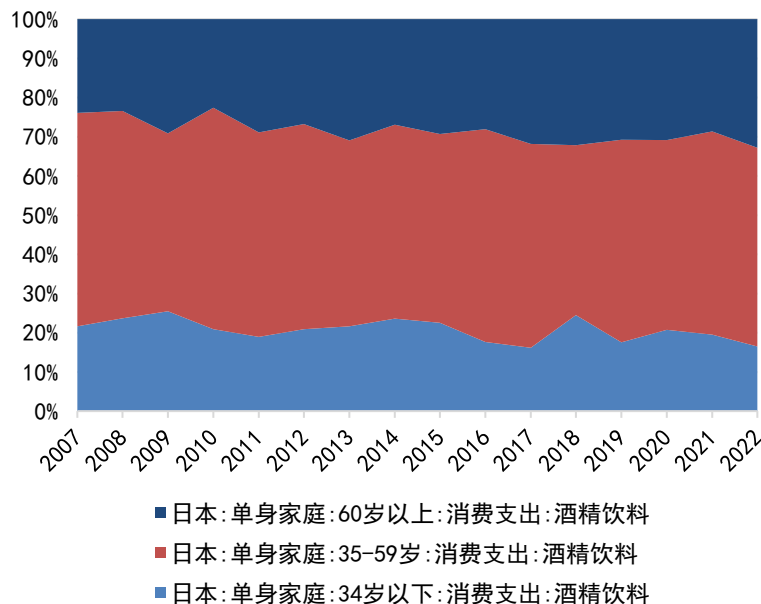


资料来源：日本国税局，日本统计局，国信证券经济研究所整理

日本酒类消费案例：年龄结构与收入结构双重影响

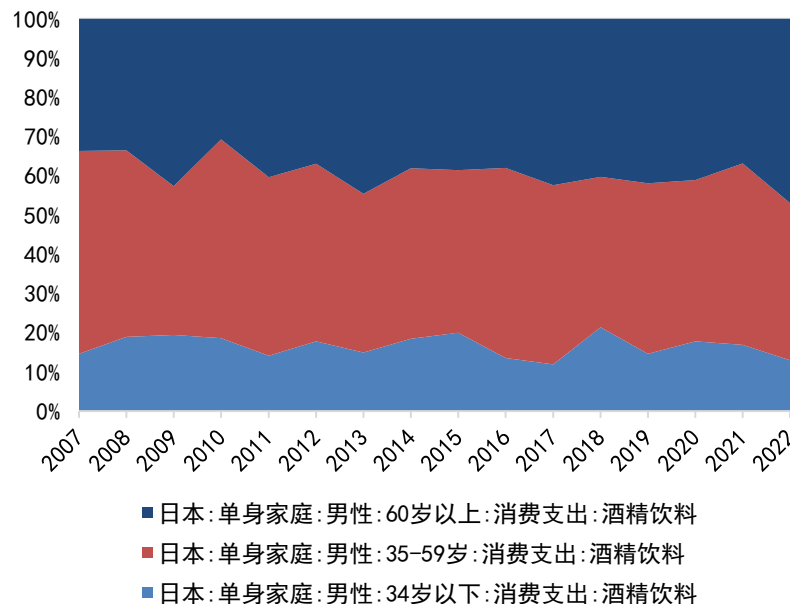
- 日本单身人群中，中年人群（35-59岁）也是酒精饮料消费主力。
- 单生家庭中，男性老年人群酒精饮料消费比例超出女性。

图14：日本不同年龄阶段单身家庭的酒类消费支出占比



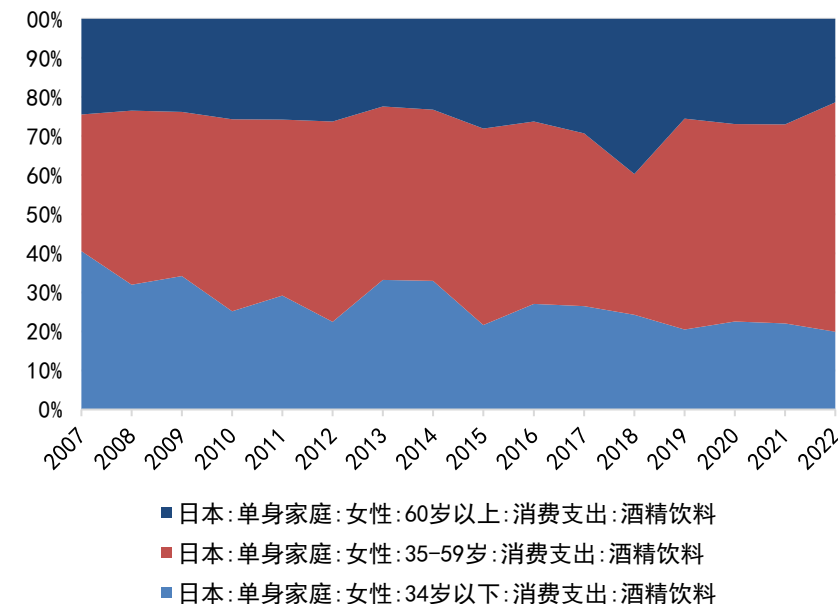
资料来源：wind，日本国税局，日本统计局，国信证券经济研究所整理

图15：日本不同年龄阶段单身家庭的酒类消费支出占比（男性）



资料来源：wind，日本国税局，日本统计局，国信证券经济研究所整理

图16：日本不同年龄阶段单身家庭的酒类消费支出占比（女性）

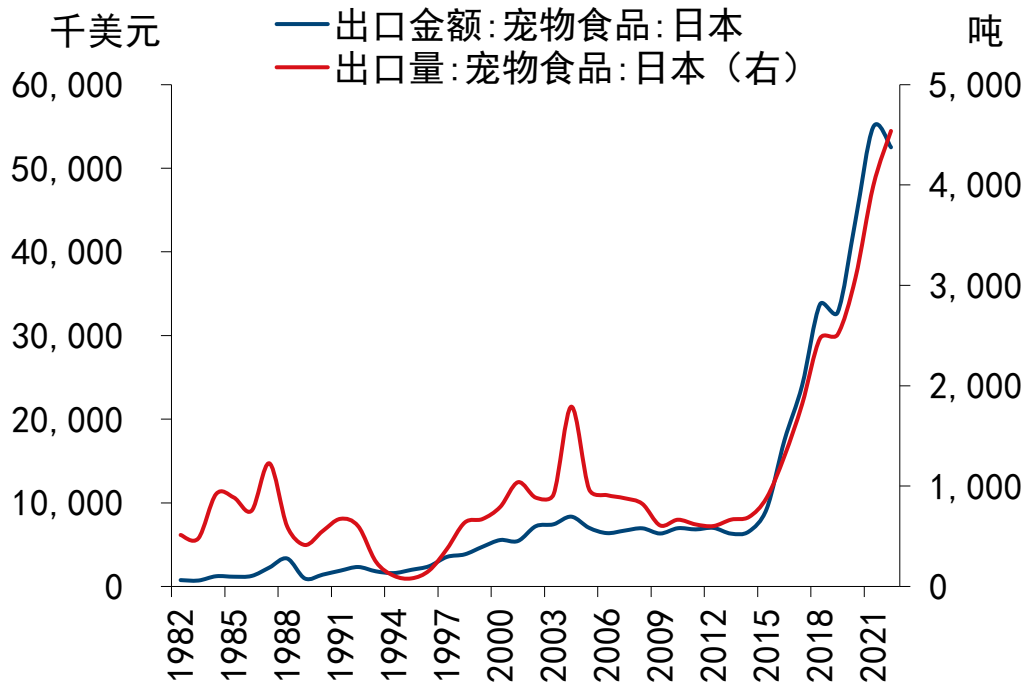


资料来源：wind，日本国税局，日本统计局，国信证券经济研究所整理

单身人群比例和平均年龄增加，宠物相关行业创收显著

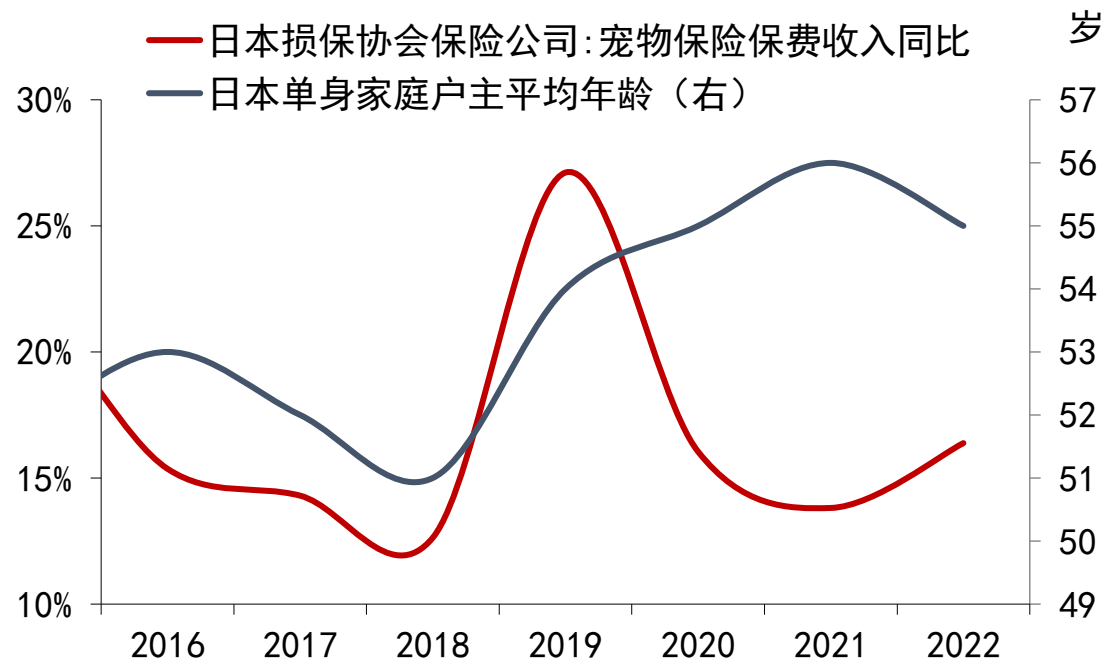
- 日本宠物食品出口量在2014年爆发式增长。
- 日本宠物保险保费收入增速和日本单身家庭户主平均年龄整体走高。

图17：日本宠物食品的出口金额和出口量



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图18：日本宠物保险保费走势和单身家庭户主平均年龄走势

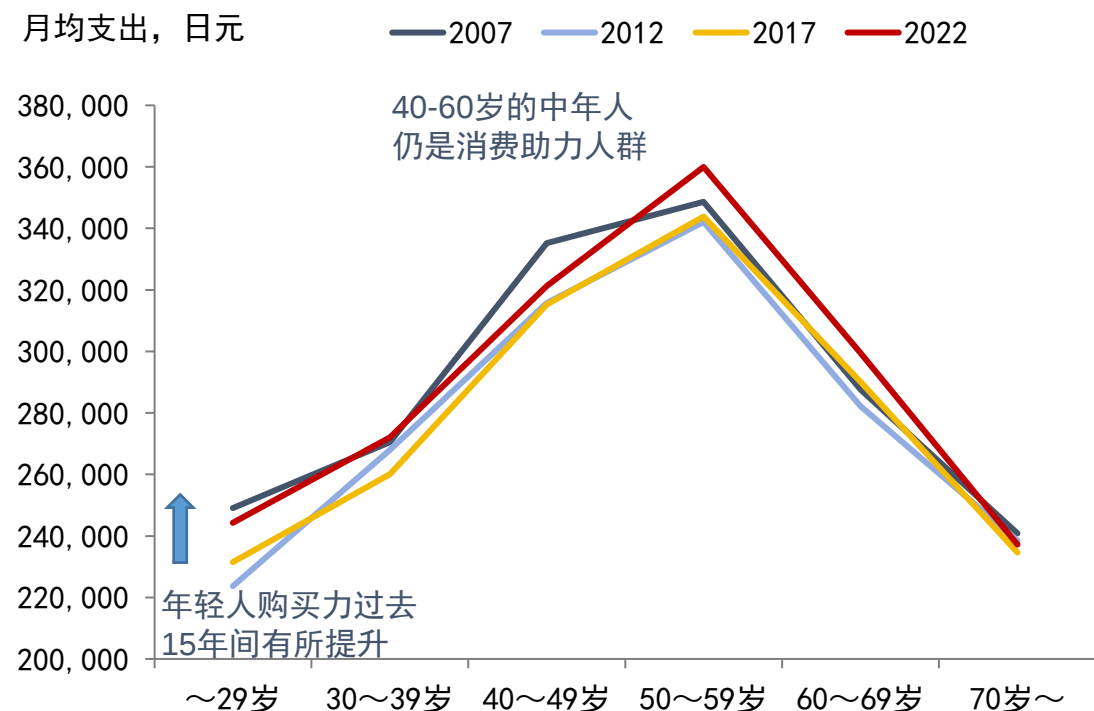


资料来源：wind，日本损保协会保险公司，国信证券经济研究所整理

中年人群是消费主力，青年人购买力有所提振

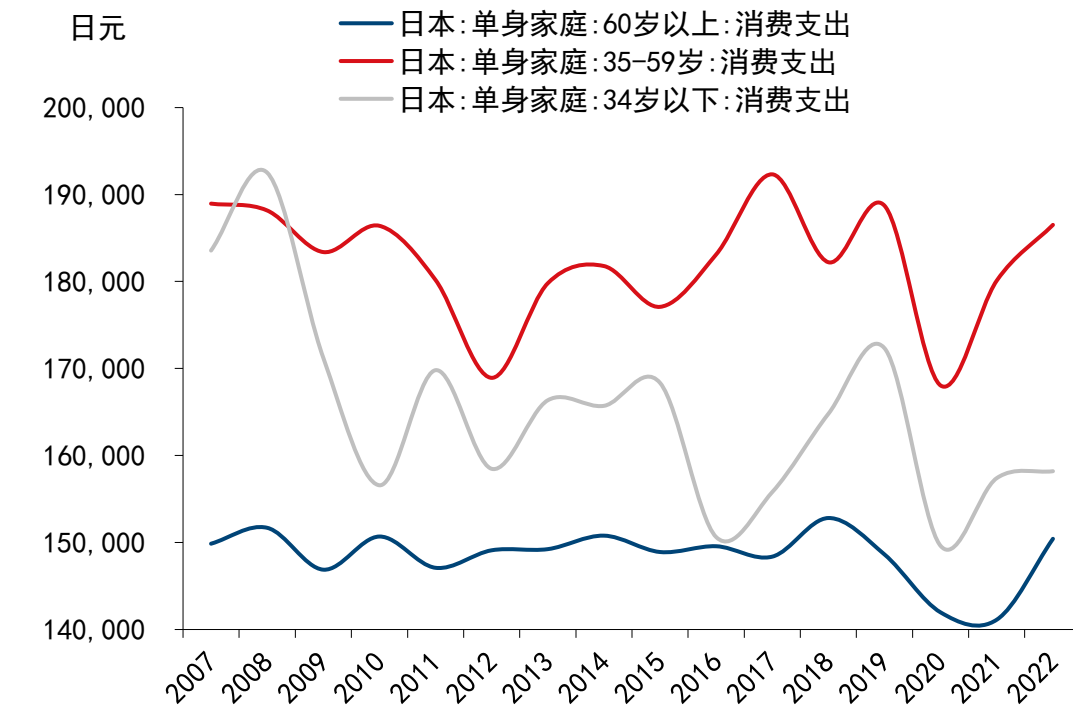
- 日本40-60岁之间的中年人是消费的主力人群，老年人购买力多年来变化没有差异，但年轻人购买力不断增强，得益于2013年以来经济和收入的修复。
- 单身家庭的消费结构特征：中年人消费>青年人消费>老年人消费，与全人口年龄结构的数据相同。

图19：日本不同年龄阶段月均购买力情况



资料来源：wind，日本统计局，国信证券经济研究所整理

图20：日本不同年龄阶段的单身家庭月均消费支出

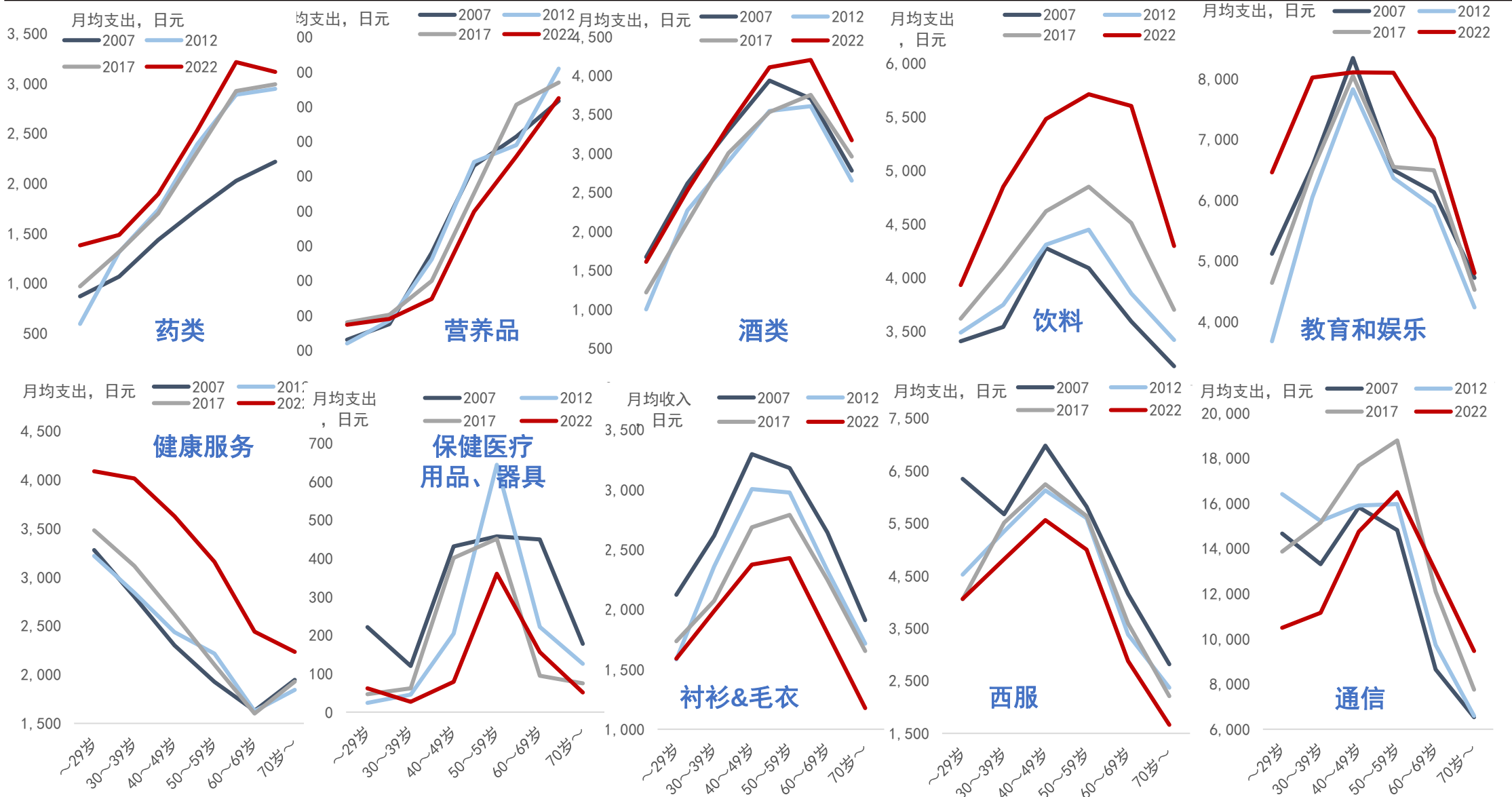


资料来源：wind，日本统计局，国信证券经济研究所整理

- 从历史数据可以看出，大部分商品的消费情况与行业指数相对走势高度相关：例如近年来食品、家具以及医疗保健的月平均消费支出整体呈上升态势，食品指数、电器指数以及精密仪器指数也不断走强；月均印刷材料消费支出的不断萎缩也与纸指数的不断走低相对应。
- 商品消费群体的年龄结构改变会影响该商品的消费倾向，进而影响行业指数的相对走势。
中老年消费属性：酒类、和服、药物、营养品、健康服务、交通支出、通信支出；
中青年消费属性：房租、西服、保健医疗和器具、娱乐项目。
- 近15年来，医疗保健用品消费者中中老年人占比显著上升，中青年和老年消费者比重相对下降。中老年人消费能力和消费意愿较高，推动医疗保健月均消费支出的快速上涨，带动精密仪器指数的大幅走强。
- 信息通信类产品消费者中中青年人占比明显下降，老年人比重显著上升，弥补了空缺。老年人的消费能力强于中青年人，推动信息通信类产品月均消费支出的快速上涨。与此同时，信息与通信指数整体也有小幅提高。
- 互联网和电子计算机的快速发展严重挤压了纸质印刷品的市场需求，中青年人对新事物的接受度较高，其占印刷材料消费支出的比重下降最为明显，相应的中老年人和老年人的占比相对提高。但总体市场对印刷材料的需求减少导致日本月均印刷材料消费支出不断下降，在股票市场上表现为纸指数的持续走低。

日本不同年龄人群对各类商品消费变迁：房租、出行、酒类和饮料

图21：日本不同年龄段群体的消费曲线变迁情况

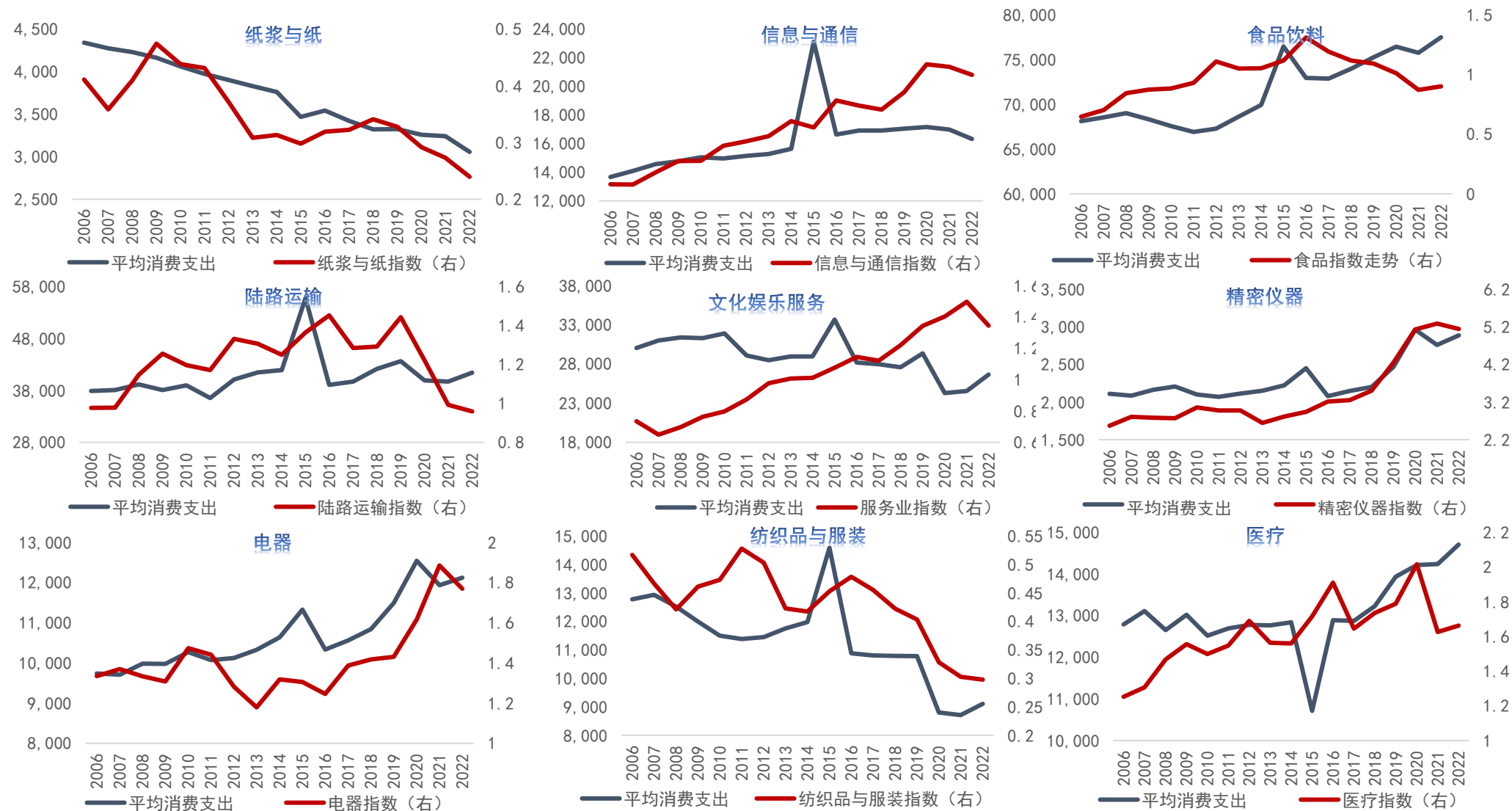


资料来源：日本统计局，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

日本分行业股票走势：购买力 vs 年龄结构

图22：日本相关板块的消费购买支出和行业相对宽基指数走势对比



资料来源：日本统计局，国信证券经济研究所整理

日本悦己经济代表模式概览

- 日本悦己经济代表性公司的发展历程充分体现了从产品导向向IP导向、从制造驱动向文化驱动的转型轨迹。这些公司普遍具有以下共同特征：一是历史悠久且持续创新，平均成立时间超过70年，在长期发展中积累了深厚的品牌底蕴和技术实力；二是IP价值突出，无论是万代的动漫IP、三丽鸥的可爱文化IP，还是资生堂的美妆品牌IP，都成功实现了从产品到文化符号的升华；三是全球化程度较高，海外收入占比普遍在40%以上，体现了日本文化软实力的全球影响力；四是盈利能力稳健，毛利率普遍在50%以上，净利率保持在8-20%区间，显示出成熟商业模式的价值创造能力。这些成功经验为中国悦己经济企业的发展提供了重要的参考价值，特别是在IP运营、品牌建设、全球化扩张等方面具有重要的借鉴意义。

图23：日本悦己经济代表性上市公司概览

行业分类	公司名称	成立时间	核心IP/产品	商业模式特点	市场地位
潮玩/玩具	万代南梦宫	1950年	龙珠、高达、海贼王	IP授权+产品开发+全球化	日本最大玩具公司
	三丽鸥	1960年	Hello Kitty	轻资产IP授权模式	全球IP授权商前15
	多美	1924年	变形金刚、铁道模型	技术导向+IP合作	日本潮玩市场前三
美妆	资生堂	1872年	SHISEIDO、CPB、NARS	技术创新+多品牌矩阵	日本化妆品龙头
	花王	1887年	佳丽宝、SOFINA	技术平台+产业链整合	日本市场份额第一
	POLA奥蜜思	1929年	POLA、ORBIS	高端定位+专业化	高端化妆品集团
	高丝	1946年	雪肌精、魅可	研发驱动+品牌建设	日本四大化妆品巨头
黄金珠宝	田中贵金属	1885年	贵金属材料、纯金制品	传统工艺+高端定制	日本贵金属行业龙头
动漫IP/游戏	任天堂	1889年	马里奥、塞尔达、宝可梦	硬件+软件+IP授权	全球游戏巨头
	东映动画	1956年	龙珠、海贼王、灌篮高手	内容制作+IP授权	日本最大动画制作公司
	东宝	1932年	哥斯拉、动画电影	电影制作+发行	日本五大动画公司之首

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：此处列举公司仅作为案例梳理，不构成投资推荐依据。

悦己不止Z世代：Shimano (禧玛诺)的案例

- **主营业务：**禧玛诺从事自行车零部件、渔具和划船设备的开发、生产和分销。其中自行车零部件部门生产和销售拨链器齿轮、制动器、车轮和其他相关产品；渔具部分涵盖卷轴、鱼竿和渔具等产品；其他部门则包括冷锻产品和划船设备的相关业务。公司约80%的销售额来自自行车零部件业务。
- **主升浪：**2001年9月到2008年7月底之间，股价上涨超过3.58倍；经过金融危机冲击后，禧玛诺从震荡期走出，保持快速增长，2009年2月后复权价格为2406.65日元，2021年9月17日后复权价格达到34717.38日元，上涨超过13.42倍，CAGR约为23.6%。期间，日经225指数的涨幅仅2.92倍。

图24：禧玛诺近30年股价相对走势和公司大事记

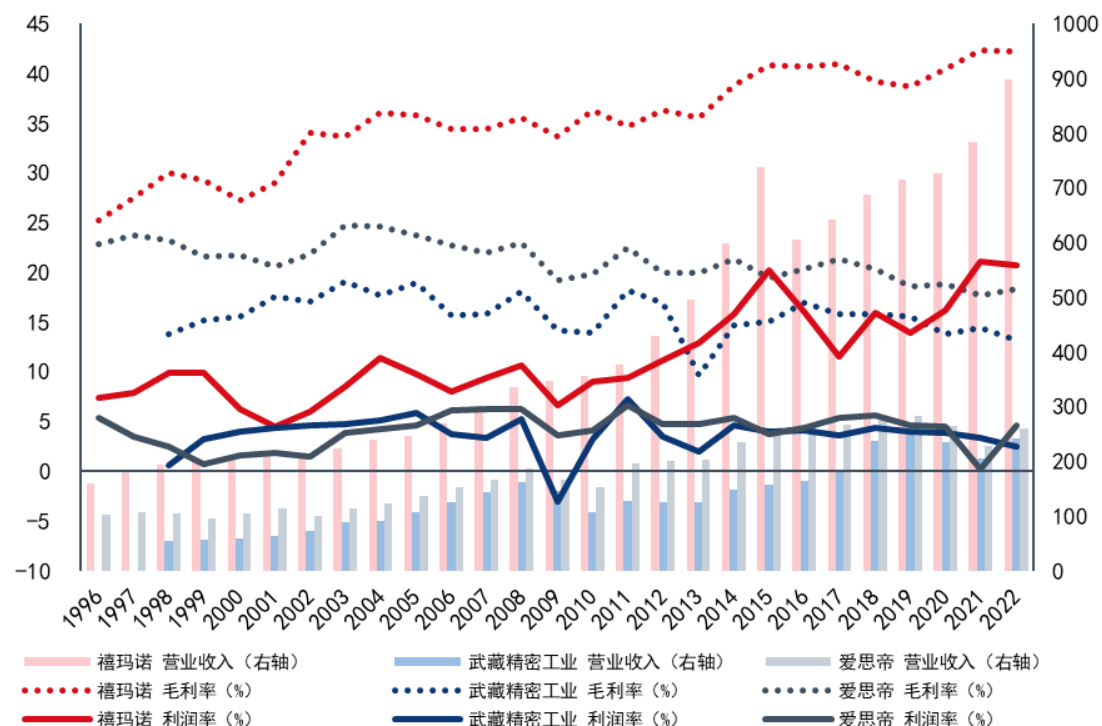


资料来源：Bloomberg，公司官网，国信证券经济研究所整理

悦己不止Z世代：Shimano (禧玛诺)的案例

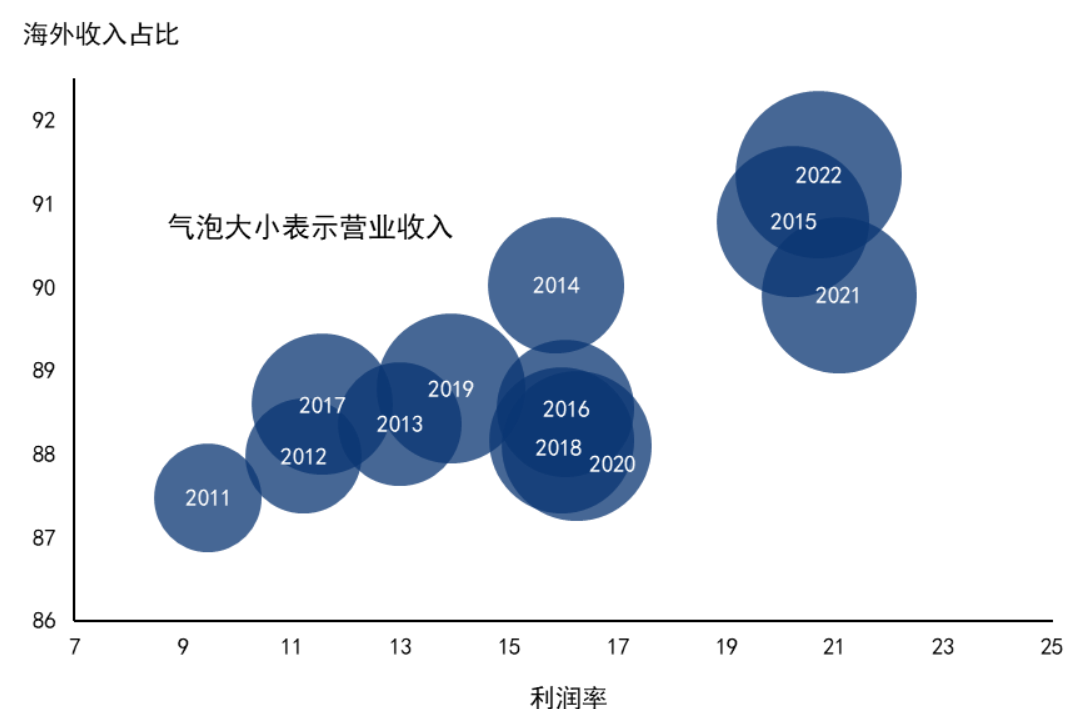
- 禧玛诺目前占据全球自行车零配件市场70-80%的份额，成立以来至今已超过百年历史。在日股市场中，很难找到与禧玛诺可比的自行车/渔具厂商，与其他零件厂商相比，禧玛诺有着稳中向好的毛利率和利润率，且营收基本实现稳定增长。自行车/渔具这一细分领域相比其他交运行业，日本整体市场空间和利润总额有限，而禧玛诺较早的进入占据并布局因而维持住了有利的市场地位。
- 目前，禧玛诺的收入超过90%来自日本国外，最大的海外市场来自欧洲和亚洲，出海战略比较成功。近年来其海外收入占比仍在稳定增长路径过程。营收的稳定增长，特别是海外营收的稳固，支撑着禧玛诺这类传统厂商实现利润增长。

图25：禧玛诺与可比公司对比



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图26：禧玛诺海外营收占比与利润率成正比



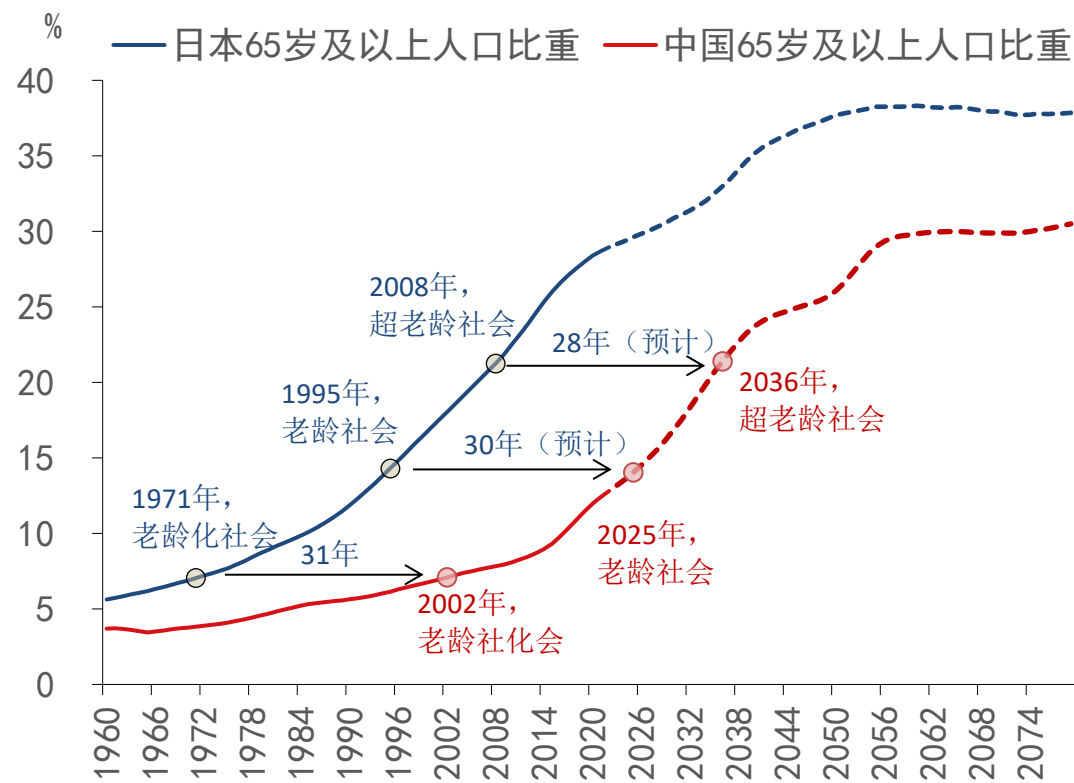
资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

- [01] 日本悦己消费浪潮的回溯
- [02] 日本新消费崛起过程中传统消费冲击
- [03] 国内悦己消费的发展脉络和未来展望

从人口结构和经济结构看消费进阶

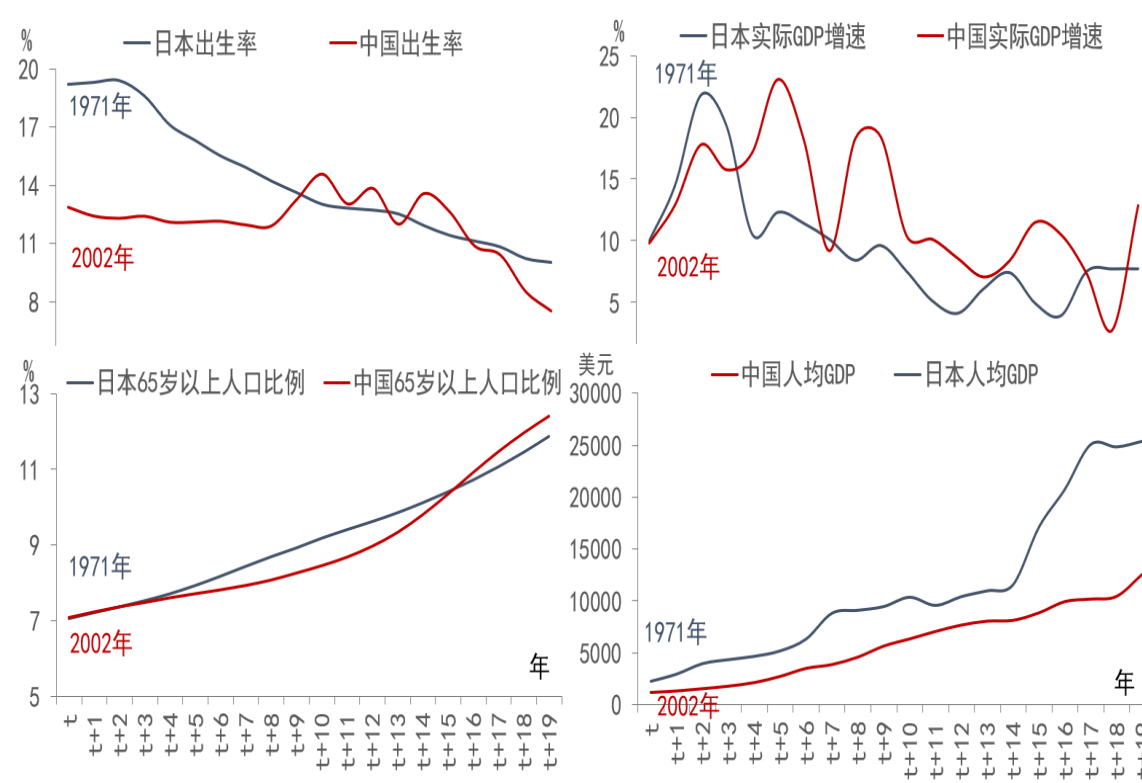
- 从老龄化程度来看，中国较日本人口老龄化进程大致滞后30年左右，是海外对比时最为接近的一个维度；
- 日本老龄化同步伴随着少子化问题，在人口曲线两端都有压缩的前提下，主打“陪伴”、“情感”属性的悦己经济，达到前所未有的市场空间，驱动了宠物、潮玩IP等市场的快速发展。

图27：中国较日本人口老龄化进程大致滞后30年



资料来源：日本总务省统计局，国信证券经济研究所整理

图28：中、日步入老龄化社会后出生率和经济增速等对比



资料来源：联合国、中国国家统计局、日本统计局，国信证券经济研究所整理

新消费主义画像：个性化消费和体验式消费双轮驱动

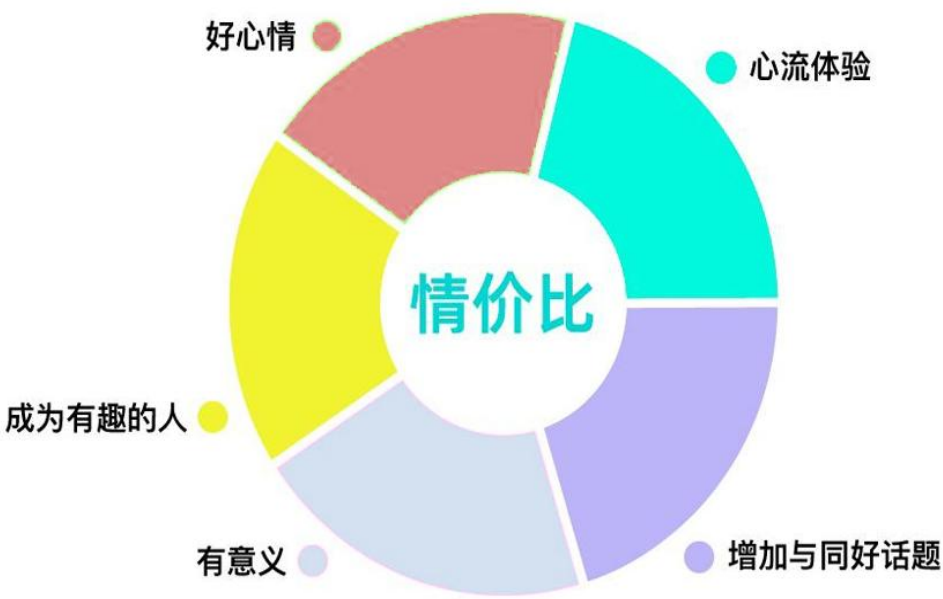
- 根据安永的《解码2025中国消费：悦己驱动下的消费变革》，悦己消费成为重要趋势，消费者行为和偏好显著变化，更注重产品品质、品牌和个性化，愿为高品质、高附加值产品支付溢价，消费观念从物质消费向精神消费、体验消费转变，重视消费过程中的体验和感受，情绪价值型消费兴起，如冰雪经济、跟着体育赛事旅行等受热捧，旅游和度假消费信心增长。
- 新消费呈现个性化和体验式消费两大趋势。个性化消费崛起，“首发经济”推动市场增长，IP衍生消费潜力大，消费者追求品质化与可持续化，企业借助大数据和AI技术满足个性化需求；体验式消费升温，高端旅游从“观光”转向“沉浸式文化体验”，奢侈品消费场景延伸至旅行体验，企业创新消费场景增强互动和粘性。

图29：国内不同年龄段人群消费特征

世代	年龄	人口规模 (比重)	消费特征	消费重点	主要品目	消费渠道
00后	0 - 19岁	3.1 亿人 (21%)	- 受父母影响	个人	衣物、娱乐	线上
	初中、高中生		- 追随潮流			
95后	20 - 24岁	1 亿人 (7%)	- 重视潮流、个性	个人	电子产品、娱乐、 衣物、化妆品等	线上
	大学生、研究生		- 消费方面			
80后、90后	25 - 39岁	3.3 亿人 (24%)	- 与他人比较	个人 (中心) + 家庭	不动产、汽车、 家电、娱乐、化 妆品	线上
	公司职员		- 重视品质			
70后	40 - 49岁	2.2 亿人 (16%)	- 重视实用性	家庭	教育、食品、 健康食品、观光	线上 + 线下
	公司职员		- 品牌忠诚度高			
50后、60后	50 - 70岁	3.8 亿人 (27%)	- 重视性价比	个人 (中心) + 家庭	食品、旅行、医 疗、健康、生活 必需品	线下
	临近退休 (迫切)		- 开始线上购物			
1950年前的世代	70岁以上的	0.6 亿人 (4%)	- 对价格敏感	个人	医疗、健康	线下
	老年生活		- 对潮流 / 品牌不敏感			

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图30：悦己消费成为重要趋势



资料来源：安永咨询，国信证券经济研究所整理

国内悦己消费群体的主要领域和属性

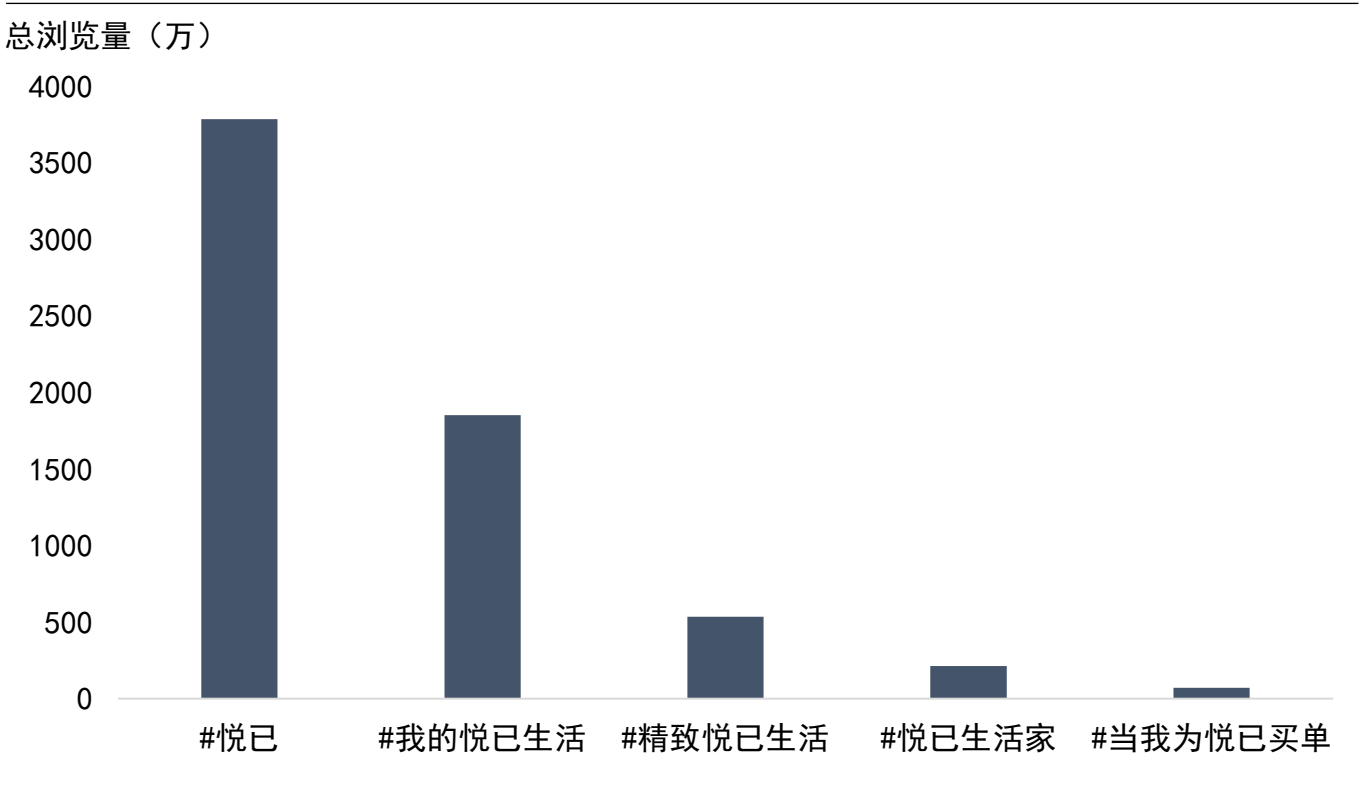
- 从消费分类看，悦己消费涵盖实物与体验两大类型。实物型消费细分领域，即时型消费包含时尚服饰、美妆护肤等，发展型消费包含书籍、健康产品等；体验型消费细分赛道中，即时型消费涉及旅游度假、餐饮体验等，发展型消费含健身运动、知识培训等，丰富多元满足不同群体的悦己需求。
- 根据月狐数据的统计，社交平台数据显示“悦己”相关热词检索活跃度攀升，2023年上半年社交平台悦己推文同比增74%，小红书“爱自己”话题笔记数、互动量同比涨超3倍与1倍。小红书悦己话题里，“悦己”相关词条的总浏览量超3700万，反映用户对悦己生活分享、互动热情高。

图31：国内悦己消费分类概览



资料来源：月狐数据，《悦己生活洞察报告2024：生活不易，悦己为益》，国信证券经济研究所整理

图32：小红书“悦己”检索词分布（2023）

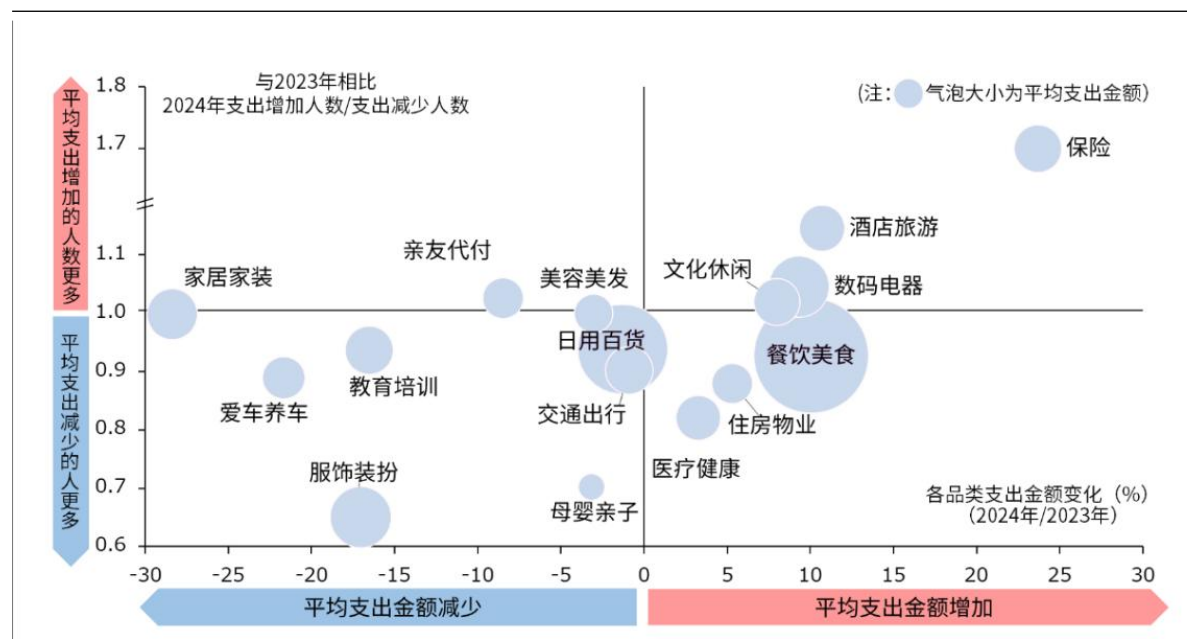


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

从消费支出结构看品牌从传统消费到新消费的变迁

- 2024年消费市场呈现明显的"消费分化"趋势，保险、酒店旅游和数码电器等品类支出金额和人数双增，反映出消费者对保障性需求和品质生活的重视程度提升；而服饰装扮、爱车养车和教育培训等非必需品类则呈现支出金额和人数双降态势，表明消费者在这些领域趋于保守。医疗健康和住房物业等必需品类虽然支出人数减少但金额增加，反映出这些领域可能存在价格上涨或消费集中化现象。
- 从整体来看，2024年消费市场正经历一次结构性调整，消费者更加注重保障性和必需性消费，同时对高品质生活体验的追求也有所增强，而在非必需品领域则表现出明显的节约倾向。这种消费模式转变反映了消费者在经济环境变化下的理性应对，预示着消费市场正向"质量优先、理性消费"的方向发展，品牌需要更加关注消费者的核心需求和价值主张，以适应这一消费趋势变化。

图33：基于实际支付金额看各品类支出变化（2024 年 vs 2023 年）

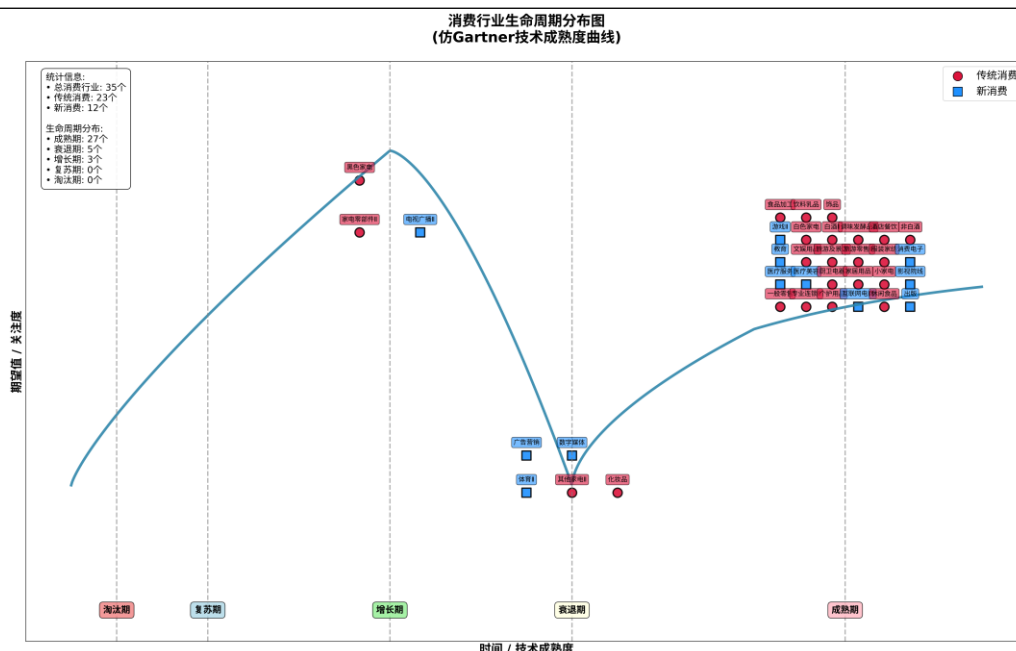


资料来源：博报堂生活综研上海《实际消费支付记录调查（2024 年）》，国信证券经济研究所整理

新消费在产业生命周期中的成熟度处在早期阶段

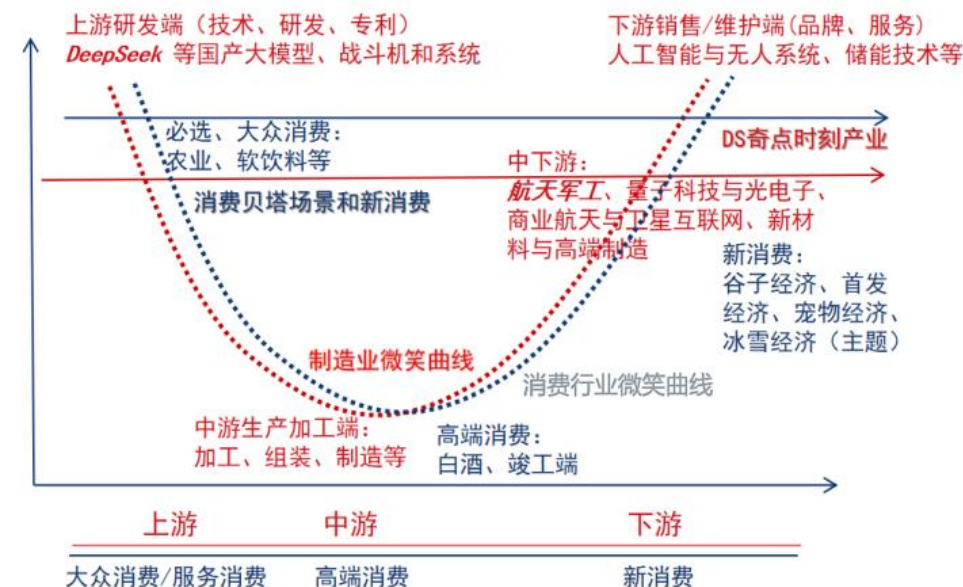
- 根据国信策略团队2024年8月发布的《把握企业生命周期下的投资规律》报告，按照申万二级行业数据中筛选出了35个消费相关行业，并将它们分为传统消费（23个）和新消费（12个）两类。采用类似Gartner技术周期的曲线图，本文直观展示了各消费行业在生命周期中的定位。消费行业整体处于高度成熟阶段，很多处在左侧布局阶段，77.1%的行业处于成熟期；传统消费行业更为成熟稳定，82.6%处于成熟期新消费行业分化明显，66.7%处于成熟期，25%已进入衰退期，只有家电零部件、黑色家电和电视广播等少数行业仍处于增长期。
- 中国消费市场已从高速增长转向高质量发展阶段，大众品消费和新消费构成“微笑曲线”的两端传统消费通过技术创新和模式升级保持了强劲生命力，而新消费行业正在经历深度调整和商业模式重构。

图34：国内消费板块的生命周期曲线分布：传统消费和新消费



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图35：制造业和服务业的微笑曲线：传统产业到新商业模式



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- 博报堂通过国内生活者访谈、潮流趋势分析以及专家访谈，可以归纳总结出当下新兴的具备代表性的四种新型消费行为特征：

图36：国内新兴一代生活的新型消费行为及欲求分析

欲求特征	具体描述	代表性行为
通过时不时购买“贵的、好的”商品 / 服务确认自身实力	并不满足于平替和降级，会担心长期的平替生活让自己的眼光变差。消费好物，并非为了炫耀，而是想给自己正向暗示。因此，时不时购买“贵的、好的”商品 / 服务，来重新确认自己的消费力和审美力。	确认消费力 购买“贵的”商品 / 服务来确认自己的消费能力 确认审美力 购买“好的”商品 / 服务来感受自己的审美品味
通过为当下消费需求叠加更“正当”的理由证实消费合理性	即便是谨慎氛围中，也会有想要购买的商品 / 服务，想快乐地花钱满足自我购买欲，又想让自己的消费看上去够理性、够聪明。因此，为当下消费需求叠加更“正当”的理由，来让自己的消费行为更加“有理”。	副业为由 为购买自己想要的商品 / 服务，以“未来没准能赚钱”为由说服自己 以孩为由 为满足自己的需求与爱好，以“孩子成长”为由说服自己
通过为他人甚至陌生人花钱察觉自我价值	过度克制消费欲的生活，让人们感到些许“无力感”，可能导致自信心下降，对自我价值产生怀疑。因此，希望通过偶尔为他人花钱的方式，感受自己是对他人有用、值得被依赖的人。	自己馈赠他人 通过分享物品或为他人花钱，加强与他人的链接，感受“被需要” 支援他人 通过付费支持某人 / 企业，感受自己还能够帮助别人的余力
通过圈定范围外包责任确保判断不出错	消费降级氛围下，商家内卷激烈、营销信息增多，进一步加剧信息搜集的难度和判断成本。生活者想要避免失败的购物经历。因此，倾向于在特定渠道购物，或将决策交由 AI 或运势等外部手段完成。	锁定对象 固定购买渠道 / 对象，来保证购物品质、降低试错成本 借助外脑 通过运用 AI 等“节省精力”的外部手段来初筛信息

资料来源：博报堂生活综研上海《实际消费支付记录调查（2024 年）》，国信证券经济研究所整理

新消费主义画像：个性化消费和体验式消费双轮驱动



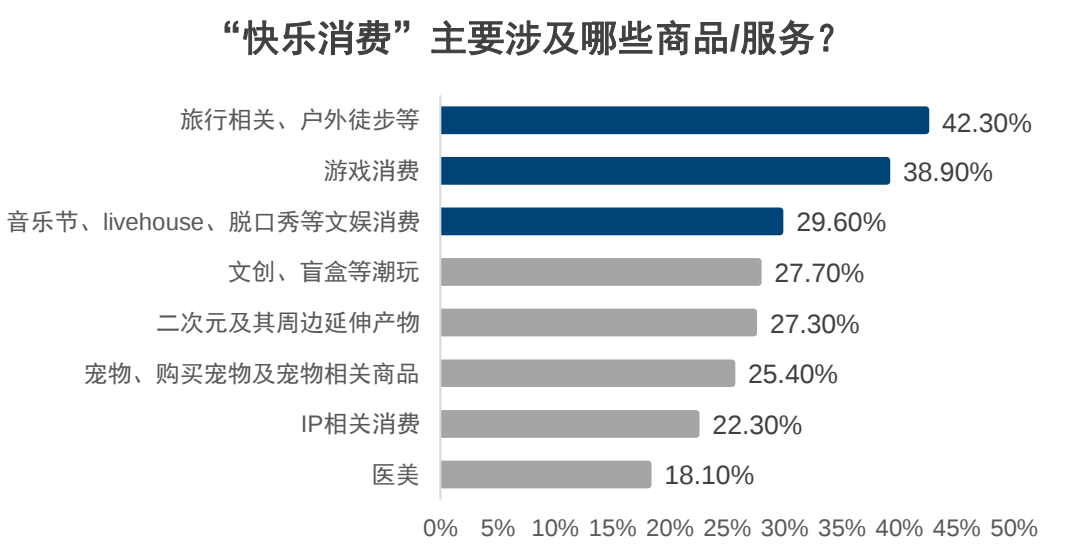
- 根据Soul和复旦大学联合发布的《2025社交趋势报告：悦己时代，为世界赋魅》，在悦己时代，年轻人高度关注自我，以身体作为“最小单位确定性”，通过运动等方式掌控身体，获取生活的掌控感与确定性，实现自我觉知与情绪应对。他们拒绝“高敏感羞耻”，借助心理学概念等思想资源理解自身情绪，接纳内心感受，完成自我重塑，还通过“电子布洛芬”等治愈方式积极自救，安放情绪，缓解现实压力，追求内心的舒适与治愈。
- 年轻人在社交与消费中也贯彻悦己理念。社交上，追求“溏心蛋社交”“432Hz陪伴”等平衡状态，在“不熟”与“全熟”、亲密与边界间寻找舒适距离，重视“三观契合”，通过半熟关系获得情感联结与情绪价值；消费时，不再单纯追求性价比，而是最大化“情价比”，愿为情绪价值支付溢价，如购买虚拟商品、二次元周边等，让消费成为提升幸福感、取悦自我的方式，展现出以自我实现为依归的生活态度。

图37：悦己时代年轻人追求内心的舒适与治愈

通过以下哪些方式尝试理解、应对自己的情绪和心理感受？	幸福感
参加线下活动	3.65
参与运动、户外项目	3.57
阅读相关书籍和资料	3.52
寻求专业人士、机构提供的心理咨询服务	3.47
和朋友讨论	3.46
参与网络讨论（群聊、论坛等）	3.46
浏览相关音视频内容（刷短视频、听博客等）	3.38
没尝试过	3.03

资料来源：Just So Soul研究院，复旦发展研究院传播与国家治理研究中心，《2025年社交趋势报告：悦己时代，为世界赋魅》，国信证券经济研究所整理

图38：悦己消费的商品及服务



资料来源：Just So Soul研究院，复旦发展研究院传播与国家治理研究中心，《2025年社交趋势报告：悦己时代，为世界赋魅》，国信证券经济研究所整理

国内悦己经济代表公司和海外案例逻辑对标

- 国内“悦己经济”和“悦己消费”代表性产业和公司具有如下商业价值的共性特征：
（1）价值驱动：潮玩、美妆、黄金等满足个性化表达和即时满足感。
（2）高复购率：如IP潮玩龙头会员复购率超50%，独创零食有高频消费场景。
（3）下沉市场潜力：部分品牌在县域和收入分位数偏低群体的渗透率提升，充分满足消费平替降级市场需求。
（4）全球化拓展：IP潮玩代表公司海外收入占比近40%，显示高度的国际认可。
- 投资维度上的共性特征：古法金饰、潮玩IP、谷子经济、现制茶饮等具备强流量运营能力、高毛利、文化属性（工艺复古或动漫标签等），以及主打便利生活和精神陪伴的宠物、智能家居等细分赛道龙头。面向对象不止是Z世代年轻群体，对各年龄段的单身人群、一线城市白领等有充分扩散趋势和规模效应。

图39：国内悦己经济代表性上市公司概览

行业分类	公司名称	上市时间	核心产品/品牌	对标海外同业模式	映射逻辑
潮玩	泡泡玛特	2020年	Molly、Dimoo、Skullpanda	万代+三丽鸥	IP经济龙头，盲盒模式创新
	珀莱雅	2017年	珀莱雅、彩棠、优资莱	资生堂	国货美妆龙头，多品牌矩阵
美妆	华熙生物	2019年	润百颜、夸迪、透明质酸	花王	技术驱动，产业链整合
	贝泰妮	2021年	薇诺娜、全日爱	POLA	功效护肤，专业化路线
	上美股份	2021年	韩束、一叶子、红色小象	高丝	多品牌运营，渠道优势
黄金珠宝	老铺黄金	2024年	古法黄金工艺	田中贵金属	传统工艺稀缺性，文化价值
	周大福	2011年	传统黄金珠宝	田中贵金属(传统)	传统龙头，面临转型
	潮宏基	2010年	时尚珠宝	日本中小珠宝商	时尚化定位
动漫IP/游戏	腾讯控股	2004年	王者荣耀、和平精英	任天堂	平台生态，IP运营
	奥飞娱乐	2009年	喜羊羊、超级飞侠	东映动画	动漫IP，产业链整合
	完美世界	2010年	完美世界、诛仙	日本游戏公司	游戏IP开发运营

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：此处列举公司仅作为案例梳理，不构成投资推荐依据。

- **IP生命周期风险：**IP的商业价值可能随时间推移而衰减，应对策略是关注公司的IP储备和更新能力。
- **竞争加剧风险：**行业快速发展可能吸引大量竞争者进入，需要警惕过度竞争并选择具有护城河优势的龙头企业。
- **技术迭代风险：**新技术的出现可能颠覆现有商业模式。需要关注公司的技术创新投入和适应能力。
- 文中列举公司仅作为案例梳理，不构成投资推荐依据。

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±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±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

分析师承诺

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。

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
GUOSEN SECURITIES

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楼

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