

策略周思考 布局消费“微笑曲线”

核心观点

消费行业围绕微笑曲线的两端布局，左端关注软饮料为代表的大众品消费，右端关注走出二次成长曲线的新消费。按照经济周期的历史脉络，A股行情先后启动顺序为红利低估（2024年银行股为代表）、科技成长（2025年初的机器人和大模型）、内需消费（当前的大众品+新消费），目前处在第二到三阶段的切换。港股市场“悦己”属性的新消费标的，在年初以来持续上涨并形成阶段主线，热点题材则是围绕技术弯道超车，以及寻找阶段性成长主题两条脉络，先后挖掘 DeepSeek→航天军工→创新药投资机会。

后续关注在海外不确定性和复杂多变贸易环境下兼具科技和安全性的板块。结合出口外贸体量和比例的不可替代性，以及技术/资源/流程等不可替代性来看，化学原料药、生物医药、塑料加工机械、面板、钛白粉、服务机器人、碳纤维、电子化学品的行业壁垒最强，两方面不可替代程度较上一轮贸易摩擦期间均上涨超过20%的行业有兵器兵装、高空作业车、石油开采、炼焦煤等。此外，建议关注科技导向下并购重组主题的投资机会。前五个月共计近2500项上市公司公告披露了并购重组进展，且呈现逐月上行趋势，机械设备、电子、医药生物等新兴产业的并购重组项目计划较多，海外不确定性因素虽然有扰动，国内高端制造、创新药、电子半导体等战略新兴产业通过行业内协同的效应强强联合，持续关注成长属性并购主题投资机遇。

海外风险情绪缓释，Risk-on 溢价叠加服务业类“滞涨”，短期虽稳住权益市场，但后续降息节奏延缓也埋藏了一定风险。美国经济仍呈现出复杂分化的局面。一方面，通胀压力持续缓解，工业生产保持相对稳定；另一方面，消费者信心出现显著承压，部分制造业景气指标仍显疲弱，预示着未来经济增长可能面临挑战。美国5月服务业PMI跌至荣枯线之下，价格分项走高但产出分项降低，类“滞涨”的经济状态限制了联储放宽货币的空间。贸易缓和提升了风险溢价。

继续看好日元兑美元升值，日股处在长期配置区间，确定性角度日元强于日股，而日债利率仍存在上行风险。（1）对日元而言，较强的基本面是主要支撑，通胀韧性下偏紧的货币政策前景，特别是与美国货币政策间分歧，构成日元助推因素。现阶段日本货币政策进程与其他主要市场出现错位现象，日央行加息动机较强，而美国等仍在降息预期下博弈，货币政策错位是年内日元升值的主要动力。（2）日股的配置需要关注加息风险对估值和汇率的影响，若日本央行继续加息推动日元显著升值，海外营业收入和盈利占比较高的日本企业，利润端则会受到侵蚀，出口产业链的竞争力也有可能被削弱，短期内构成压力。（3）日债方面，随着日本央行逐步推进货币政策正常化，日本国债收益率存在持续上行风险。

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

联系人：郭兰滨

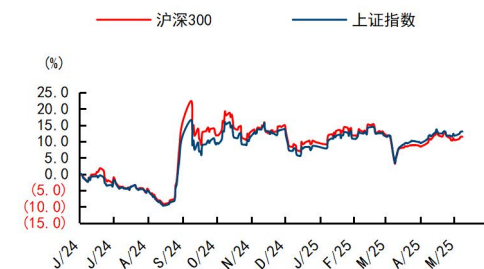
010-88005497

guolanbin@guosen.com.cn

基础数据

中小板/月涨跌幅(%)	6379.94/1.15
创业板/月涨跌幅(%)	2039.44/2.67
AH股价差指数	131.74
A股总/流通市值(万亿元)	80.44/74.17

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

- 《反内卷语境下重读资本周期-资本周期：经典案例和新思考》——2025-06-06
- 《估值周观察(6月第1期)——市场窄幅震荡，成长估值回落》——2025-06-03
- 《ESG产品月报(2025.6)——质量优选、“一带一路”ESG产品表现较好》——2025-06-02
- 《ESG热点周聚焦(6月第1期)——两部委联合发布《关于有序推动绿电直连发展有关事项的通知》》——2025-06-01
- 《主题投资月度观察(2025年第5期)-全球AI跃进与中国硬科技突围》——2025-05-29

内容目录

布局消费“微笑曲线”	4
中国经济基本面和股市跟踪	4
美国经济基本面和股市跟踪	5
日本经济基本面和股市跟踪	6
风险提示	8

图表目录

图 1: 创新药、新消费、港股“悦己经济”相关标的迎来大涨	4
图 2: 各行业外需韧性视角的拆分	4
图 3: 制造业和服务业的微笑曲线: 传统产业到新商业模式	4
图 4: 红利低估→科技成长→消费内需的演绎脉络	4
图 5: 从外需到内需, 从传统消费到新消费	4
图 6: 美国 CPI 同比和核心 CPI 同比均有所收敛	5
图 7: 美国服务项对 CPI 同比的拉动效应最显著	5
图 8: 美国工业品价格同比增速下滑	5
图 9: 公共事业板块对美国 PPI 的贡献度逐期走强	5
图 10: 美国工业产能利用率稳定在 78%附近	5
图 11: 美国采掘业产能利用率优于制造业和公共事业	5
图 12: 美国制造业 PMI 位于荣枯线之上, 服务业低于荣枯线	6
图 13: 美国投资信心指数低位回升	6
图 14: 日债收益率和日元汇率近期走势出现背离	6
图 15: 日债利率陡直升高, 股息率相对优势缩窄	6
图 16: 日本 CPI 和核心 CPI 仍处在高位	6
图 17: 日本 GDP 回暖修复	6
图 18: 日本服务业景气明显优于制造业	7
图 19: 日本消费者信心指数出现走弱	7
图 20: 日本投资信心预期指数回暖	7
图 21: 东证指数贡献拆解: 盈利和估值	7
图 22: 全球主要市场股指的 PB+ROE 分布	7
图 23: 日本上市公司 PB 分布情况	7

布局消费“微笑曲线”

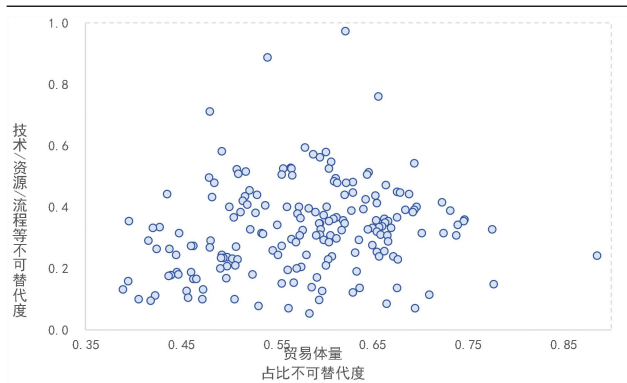
中国经济基本面和股市跟踪

图1：创新药、新消费、港股“悦己经济”相关标的迎来大涨



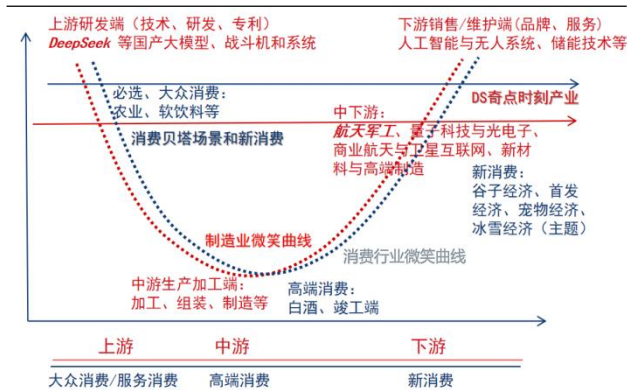
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图2：各行业外需韧性视角的拆分



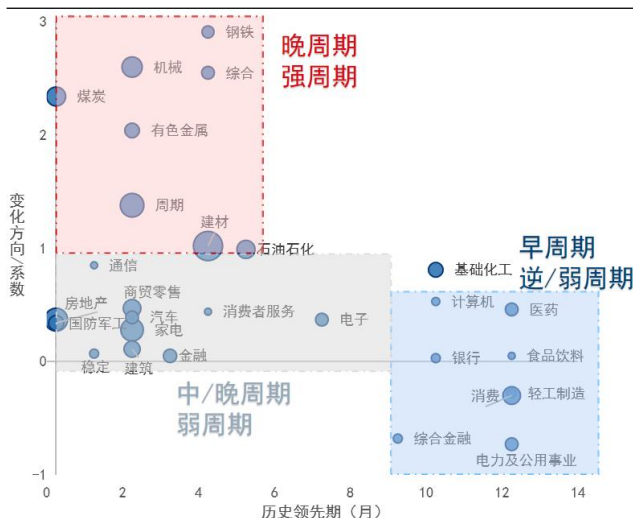
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图3：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：万得，国信证券经济研究所绘制

图4：红利低估→科技成长→消费内需的演绎脉络



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

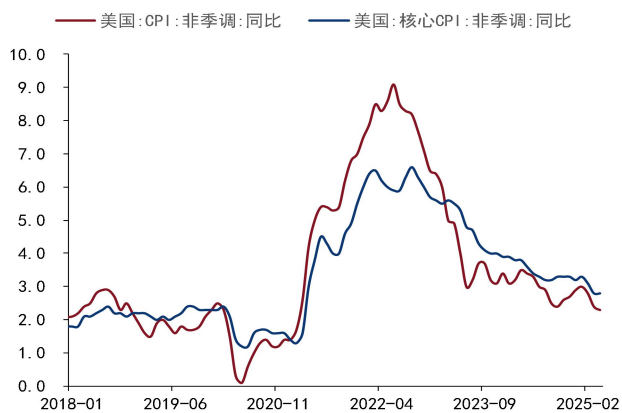
图5：从外需到内需，从传统消费到新消费



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

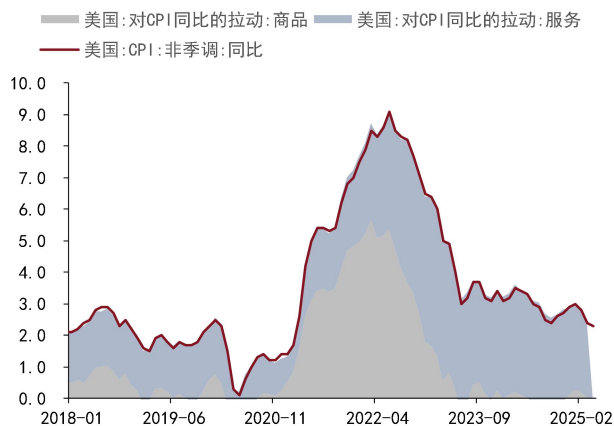
美国经济基本面和股市跟踪

图6: 美国 CPI 同比和核心 CPI 同比均有所收敛



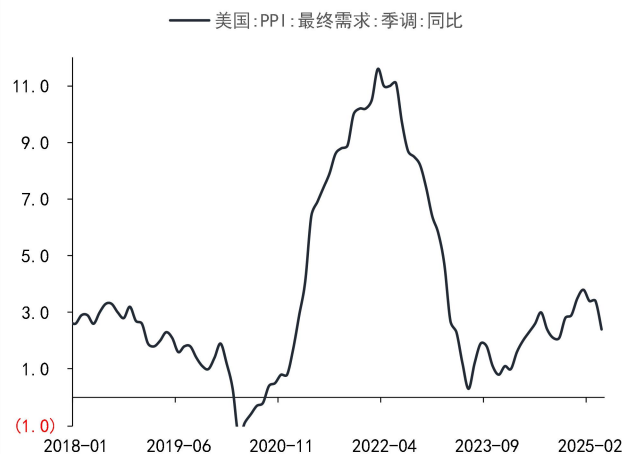
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图7: 美国服务项对CPI同比的拉动效应最显著



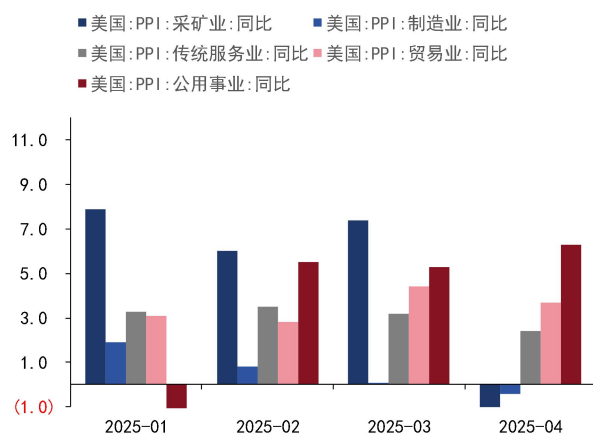
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图8: 美国工业品价格同比增速下滑



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图9: 公共事业板块对美国PPI的贡献度逐期走强



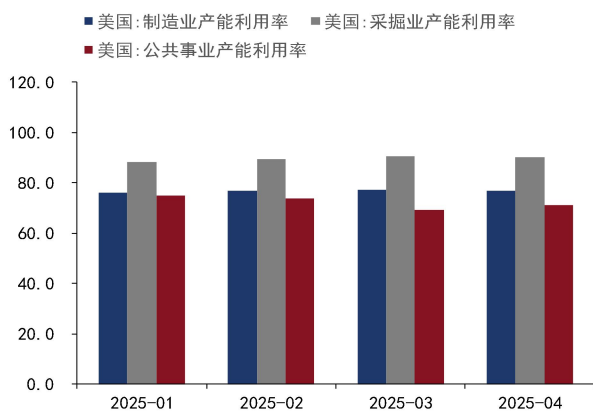
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图10: 美国工业产能利用率稳定在78%附近



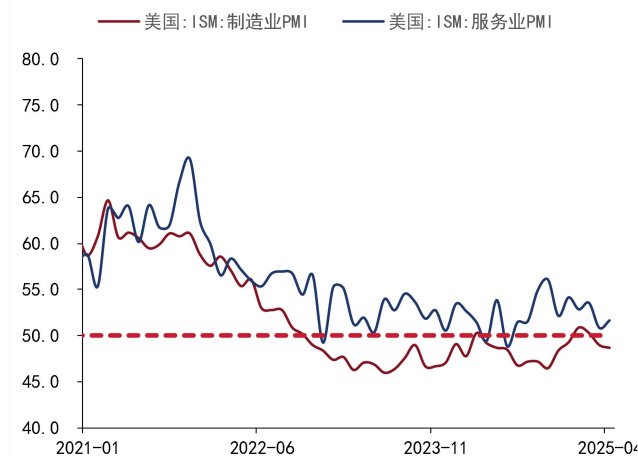
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图11: 美国采掘业产能利用率优于制造业和公共事业



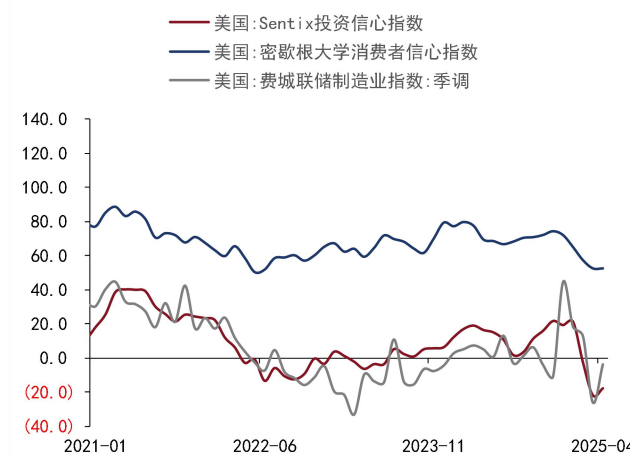
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图12: 美国制造业 PMI 位于荣枯线之上, 服务业低于荣枯线



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图13: 美国投资信心指数低位回升



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

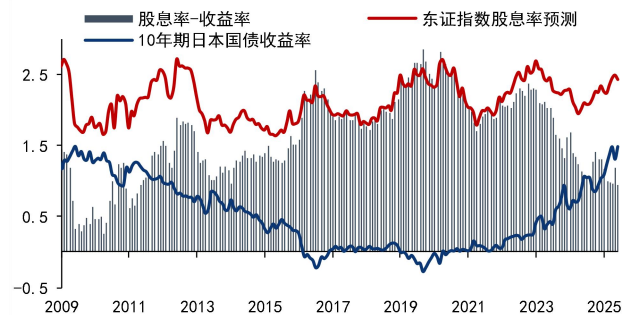
日本经济基本面和股市跟踪

图14: 日债收益率和日元汇率近期走势出现背离



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图15: 日债利率陡直升高, 股息率相对优势缩窄



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图16: 日本 CPI 和核心 CPI 仍处在高位



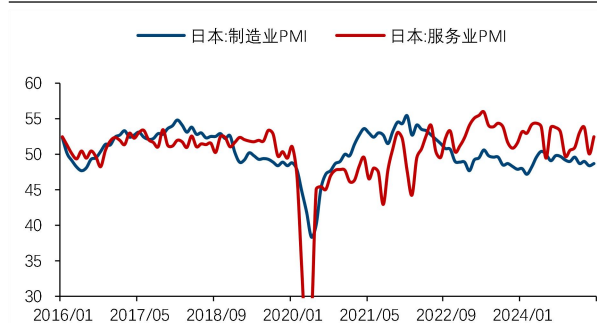
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图17: 日本 GDP 回暖修复



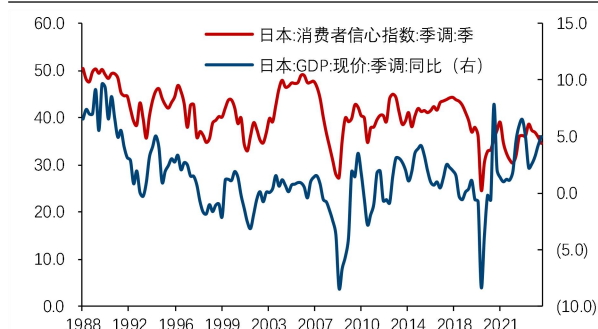
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图18: 日本服务业景气明显优于制造业



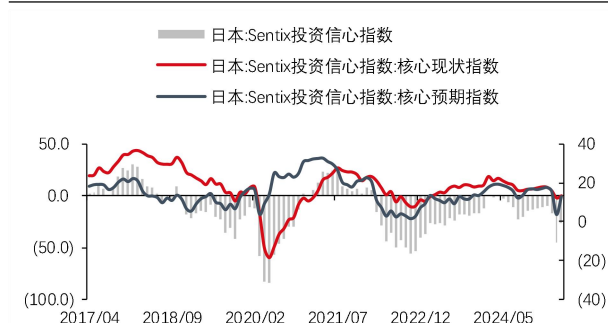
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图19: 日本消费者信心指数出现走弱



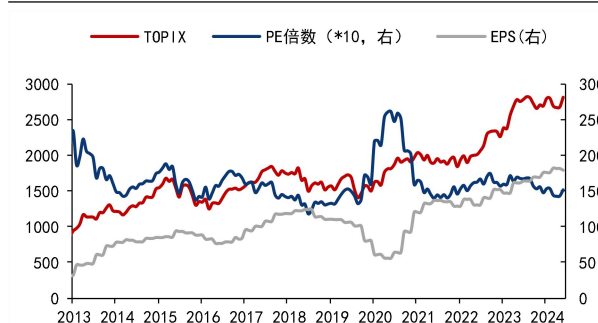
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图20: 日本投资信心预期指数回暖



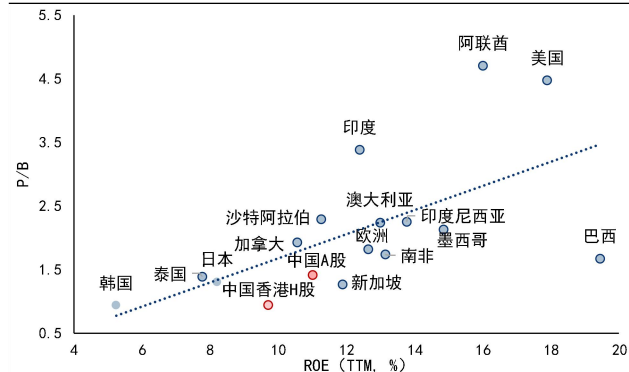
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图21: 东证指数贡献拆解: 盈利和估值



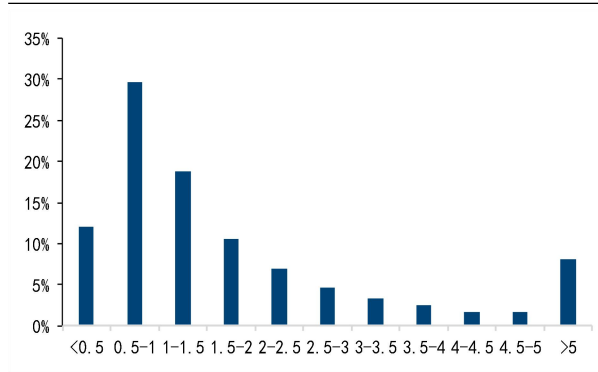
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图22: 全球主要市场股指的 PB+ROE 分布



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图23: 日本上市公司 PB 分布情况



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

注: 横轴我 PB 区间, 纵轴为占比

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