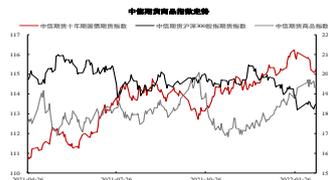


## “稳增长”系列专题报告之六： 消费“稳”字当头，结构性亮点凸显

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669号

### 报告要点

作为经济“三驾马车”之一，消费重要性不言而喻。我们认为在政策全方位作用下消费将总体保持平稳，十四五规划与地方两会中政策主线明确，结构性机会显现，推荐关注传统消费中精装修相关家电和新能源汽车板块，以及新兴消费中旅游、酒馆和直播行业。



### 摘要：

**稳增长政策下，我们认为消费将整体保持平稳，建议关注结构性机会。**消费对于稳增长与稳就业具有关键作用，短期承压之后筑底复苏具有一定必要性和确定性，消费将总体保持平稳。通过梳理重要政策文件中的消费主线，我们认为其中或存在结构性机会。

**传统消费基本盘稳定，细分领域存亮点。**我们认为，以家电和汽车为代表的传统消费将带动消费板块整体平稳发展，建议关注细分领域。

1) 短期内家电表现平淡，但长期看“稳增长”基调下，地产后周期支撑家电大盘的逻辑不变，精装政策推动结构性投资机会。近年我国精装房政策密集出台，精装房占比不断提升，精装房相关的如厨电、智能家居等配套家电投资机会亮眼。

2) 汽车行业景气度稳中向好，“稳增长”政策叠加国补退坡倒计时，我们认为，对于有能力且有意愿购买新能源汽车的潜在消费者来说，2022年是享受补贴最后机会，若补贴政策未出现再次延后情况，这或将促进一波“抢购潮”。

**新兴消费存结构性亮点，激发消费活力。**我们认为，政策文件中强调的新兴消费是促进消费活力与稳就业的重要抓手，存在结构性投资机会。

1) 旅游行业前两年维持弱景气度，未来存量反弹空间尚可；出境游消费大幅回流，未来增量抬高行业天花板，据我们测算消费回流每年可拉动约1792-3137亿元国内旅游经济。2021年，疫情防控政策、旅游业政策共助力，产业供需共升级。寒冬过后，复苏条件已具备，常态化旅游规模可期，2022年或迎曙光。

2) 新业态消费中，酒馆行业作为夜间经济业态的重要组成部分，受到夜间经济政策红利与Z世代夜间消费意愿加速释放的影响，酒馆行业渗透率有望进一步提升，行业规模将以19%的5年CAGR加速增长。另外，直播行业监管约束超级主播推动规范化发展，去中心化发展利好品牌店播与中小主播，结合政策扶持农村电商基础设施建设拓宽下沉市场渠道，我们预计2023年直播电商规模将超过4.9万亿元，3年CAGR达到58.34%。

### 资产配置研究团队

研究员：  
张革  
021-60812988  
从业资格号：F3004355  
投资咨询号：Z0010982

姜婧  
021-60812990  
从业资格号：F3018552  
投资咨询号：Z0013315

### 权益策略团队

研究员：  
姜沁  
021-60812986  
jiangqin@citicsf.com  
从业资格号 F3005640  
投资咨询号 Z0012407

### “稳增长”系列研究

专题报告一：从稳增长节奏看资产配置逻辑——20220220  
专题报告二：稳增长背景下基建怎么看——20220221  
专题报告三：稳增长背景下地产怎么看——20220225  
专题报告四：从终端调研看下游需求回归节奏——20220301  
专题报告五：数字经济如何发力稳增长——20220302

## 目 录

摘要:	1
一、 稳增长政策之下消费主线明确	4
1.1 消费板块的复苏具有一定的必然性与确定性	4
1.2 “稳增长”政策下结构性机会凸显	5
二、 传统消费：消费基本盘稳定，细分领域存亮点	6
2.1 家电：地产竣工上行托底家电，关注精装修板块投资机会	6
2.1.1 短期内家电表现平淡，但长期看地产后周期逻辑不变	6
2.1.2 “稳增长”下建筑业政策推升精装修渗透率	7
2.2 汽车：行业景气度趋稳，补贴退坡倒计时，新能源板块存亮点	8
三、 新兴消费：存结构性亮点，激发消费活力	9
3.1 旅游：业态供需双升级，常态化旅游规模可期，强化“内循环”逻辑	9
3.1.1 出境游消费回流，国内旅游消费受益匪浅	9
3.1.2 以史为鉴，疫后旅游回调弹性可期	10
3.1.3 疫情防控政策、旅游业政策合体助力	11
3.1.4 旅游需求创新，倒逼产业升级	11
3.1.5 复苏条件已经具备，常态化旅游恢复弹性大	12
3.2 新业态消费：挖掘政策红利下的新消费场景投资机会	13
3.2.1 小酒馆经济：夜间经济政策红利密集，Z世代夜间消费意愿加速释放	13
3.2.2 直播经济：去中心化趋势明确，政策利好下沉市场发展	15
免责声明	17

## 图目录

图表 1:	2022 年 1 月消费行业提供大量新增就业岗位	4
图表 2:	大部分省市两会文件对 2022 年社零目标增速超过前两年平均	5
图表 3:	稳增长政策文件中主线明确	6
图表 4:	2022 年 VS 2021 年各省市政府工作报告中消费政策统计	6
图表 5:	地产对家电领先性降低	7
图表 6:	目前正处竣工上行周期	7
图表 7:	精装房渗透率不断提升	8
图表 8:	智能装配配置率结构	8
图表 9:	新能源汽车渗透率 (= 新能源销量 / 汽车销量)	9
图表 10:	新能源汽车 TTM 产销量 (21 年取 2 年平均复合增速)	9
图表 11:	中国国际服务贸易中旅行逆差疫情后迅速收窄，消费回流抬高国内旅游市场天花板	9
图表 12:	预测出境游旅客回流对国内旅游消费的拉动作用	10
图表 13:	非典后：旅游人数较 2002 增加 26%	10
图表 14:	非典后：旅游收入较 2002 年增加 21%	10
图表 15:	旅游成为生活重要组成部分	11

图表 16:	节假日旅游恢复程度“量” > “价” .....	11
图表 17:	2021 年微度假成为新趋势 .....	12
图表 18:	2021 年都市旅游半径整体缩小 .....	12
图表 19:	我国夜间经济规模快速增长 .....	13
图表 20:	地方政策从多方面助力夜间经济 .....	14
图表 21:	2021 年小酒馆消费者年龄分布 .....	14
图表 22:	Z 世代平均可支配收入显著高于整体 .....	14
图表 23:	直播电商市场规模快速增长 .....	15
图表 24:	中国下沉市场零售市场规模庞大 .....	15
图表 25:	2018-2023 年中国企业自播占比逐步提升 .....	16

## 一、稳增长政策之下消费主线明确

### 1.1 消费板块的复苏具有一定的必然性与确定性

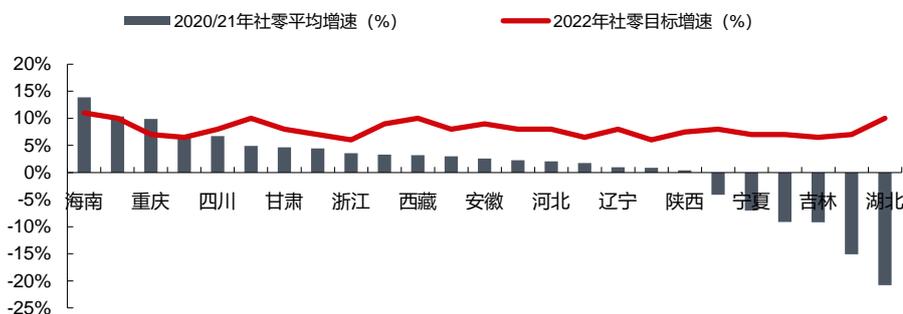
国内消费市场复苏是“稳增长”下的必然要求。后疫情时代，国内面临较大经济周期下行压力和失业率上升的担忧，在“稳字当头、稳中求进”总基调下，各地提出的 2022 年社会零售 GDP 增速目标基本都高于前两年平均增速，显示出地方对消费稳增长的诉求。国内消费市场复苏必要性具体体现在：1) **消费作为拉动经济增长“三大马车”之一，对我国经济发展起基础性作用。**人均可支配收入快速提升下，最终消费对 GDP 的贡献已提升至 2020 年的 54.4%，十四五规划更是将扩大内需提升为战略基点。2) **消费行业是“稳就业”重点行业之一。**根据 2022 年 1 月数据，批发业、零售业、商业服务、休闲酒店四大典型消费子行业新增就业人数占总就业人数的 67.41%。2 月 18 日国务院 14 个部门联合出台了促进服务业领域困难行业恢复发展的政策，消费行业是稳就业的重点行业。

图表 1： 2022 年 1 月消费行业提供大量新增就业岗位

	2022 年 1 月新增就业人数 (千人)	占比
<b>非农新增就业</b>	467.00	100.00%
<b>政府部门</b>	23.00	4.93%
<b>私人部门</b>	444.00	95.07%
<b>商品</b>	4.00	0.86%
采矿业	-4.00	-0.86%
建筑业	-5.00	-1.07%
制造业	13.00	2.78%
<b>服务</b>	440.00	94.22%
批发业	16.40	3.51%
零售业	61.40	13.15%
商业服务	86.00	18.42%
休闲酒店	151.00	32.33%
运输仓储业	54.20	11.61%
公用事业	0.10	0.02%
信息业	18.00	3.85%
金融活动	9.00	1.93%
临时援助	26.30	5.63%
教育和保健服务	29.00	6.21%
医疗保健和社会救助	15.40	3.30%
其它服务业	15.00	3.21%

数据来源：Wind 中信期货研究部

图表 2： 大部分省市两会文件对 2022 年社零目标增速超过前两年平均



数据来源： 各省政府两会文件 中信期货研究部

我们认为十四五期间消费复苏具有一定确定性。虽然在短期经济周期下行压力与疫情反复的担忧下，短期内整体消费压力较大，但我们认为消费的筑底复苏可以预见。

- 1) 由于具有满足个人生活需求的刚需属性，消费行业整体具有极强的韧性。即使在 2021 年疫情对大消费与整体经济增速的干扰之下，多数消费龙头股也保持了正增长。
- 2) “共同富裕”要求通过收入分配、税收等政策改善我国居民收入结构。中等收入人群是促进消费增长的重要力量，收入结构“橄榄型化”调整有助于提升居民边际消费意愿、扩大消费总量。
- 3) Z 世代成为新晋消费主体，将带动整体消费活力。尼尔森数据显示，我国“Z 世代”总人数约为 2.6 亿，其消费总额达到全部消费约 40%，将在消费需求与形式升级上体现出极大影响力。因此我们认为，消费虽不是“稳增长”最主要抓手，但是消费的稳定增长具有一定确定性。

### 1.2 “稳增长”政策下结构性机会凸显

通过梳理“十四五政策”文件我们寻找消费主线下的结构性机会。我们对国务院政策文件与 2021 年、2022 年的各省市地方两会政策进行了详细梳理归纳后得出，在“稳增长”政策下，今年政府工作报告主线明确，在传统消费领域以汽车和家电为切入点，提出了推进新能源汽车、绿色智能家电等政策稳定消费基本盘；在新兴消费领域，乡村旅游经济、夜间经济、电商与直播经济等新业态消费促进消费活力，存在结构性亮点。

图表 3：稳增长政策文件中主线明确

类型	行业	政策内容
传统消费	家电	支持绿色智能商品以旧换新。鼓励具备条件的流通企业回收消费者淘汰的废旧电子电器产品，折价置换超高清电视、节能冰箱、洗衣机、空调、智能手机等绿色、节能、智能电子电器产品，扩大绿色智能消费。有条件的地方对开展相关产品促销活动、建设信息平台 and 回收体系等给予一定支持。
	汽车	释放汽车消费潜力。实施汽车限购的地区要结合实际，探索推行逐步放宽或取消限购的具体措施。有条件的地方对购置新能源汽车给予积极支持。促进二手车流通，进一步落实全面取消二手车限迁政策，大气污染防治重点区域应允许符合在用排放标准的二手车在本省（市）内交易流通。
新兴消费	旅游经济	改善提升乡村旅游商品和服务供给，鼓励有条件的地区培育特色农村休闲、旅游、观光等消费市场。
	农村电商/直播经济	加快发展农村流通体系。改造提升农村流通基础设施，促进形成以乡镇为中心的农村流通服务网络。扩大电子商务进农村覆盖面，优化快递服务和互联网接入，培训农村电商人才，提高农村电商发展水平，扩大农村消费。
	夜间经济	活跃夜间商业和市场。鼓励主要商圈和特色商业街与文化、旅游、休闲等紧密结合，适当延长营业时间，开设深夜营业专区、24小时便利店和“深夜食堂”等特色餐饮街区。有条件的地方可加大投入，打造夜间消费场景和集聚区，完善夜间交通、安全、环境等配套措施，提高夜间消费便利度和活跃度。

数据来源：国务院《关于加快发展流通促进商业消费的意见》 中信期货研究部

图表 4：2022 年 VS 2021 年各省市政府工作报告中消费政策统计

	传统消费	旅游消费		新业态经济		
	汽车、家电下乡，以旧换新	乡村消费	文旅消费	电商+直播	(乡村) 物流/网络体系建设	首店经济、夜间经济等
2022 年数量合计	27	26	27	14	26	23
2021 年数量合计	22	21	21	7	18	17

数据来源：新闻稿整理 中信期货研究部

## 二、传统消费：消费基本盘稳定，细分领域存亮点

### 2.1 家电：地产竣工上行托底家电，关注精装修板块投资机会

#### 2.1.1 短期内家电表现平淡，但长期看地产后周期逻辑不变

今年以来，家电行业整体表现平平，我们分析原因主要有三：1) 当前地产交易低迷，拐点未现。我们在《“稳增长”系列报告三：稳增长背景下地产怎么看？》中提到，当前地产销售仍在探底，受制于房企资金问题，竣工虽处上行周期，但还未发力。2) 自去年以来，上游原材料及海运费上涨压缩家电企业利润空间，终端提价抑制居民消费动力。3) 近期俄乌危机愈演愈烈，不确定性迅速增加，投资者避险情绪上升，资金端短期部分回撤。

虽短期表现不佳，但长期来看“稳增长”基调下，地产后周期支撑家电大盘维稳，且不乏结构性亮点。从节奏上看，地产后周期或在二季度发力，托底家电。从 2015 年起，房屋竣工面积累计值/销售面积累计值（TTM）从 80%附近一路下滑，直到 2021 年 7 月份几乎折半，表明市场上存在大批已经销售却未竣工的房屋。去年竣工增速录得 11.2%，确定进入上行周期。随着地产供需两端政策趋松，叠加住建部“保交楼”，

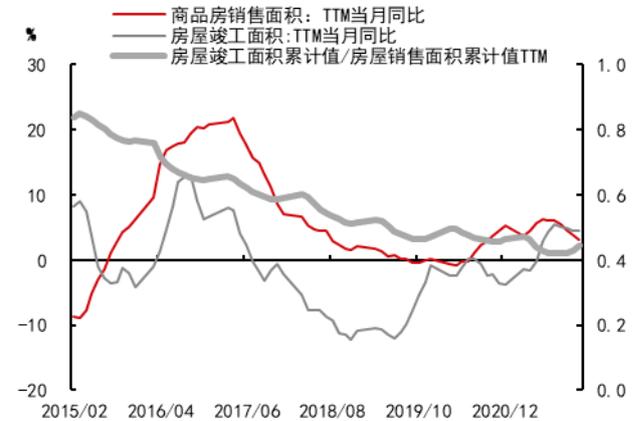
此前未完工的项目将对需求形成支撑，若房企资金紧张问题缓解，我们预计竣工端在二季度将发力，地产后周期托底家电。

图表 5： 地产对家电领先性降低



数据来源: Wind 中信期货研究部  
注: 21 年取 2 年平均复合增速

图表 6： 目前正处竣工上行周期



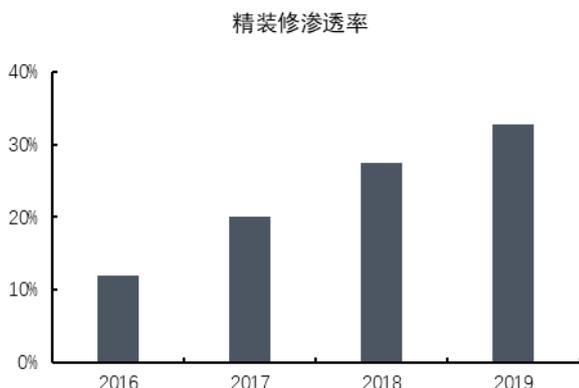
数据来源: Wind 中信期货研究部  
注: 21 年取 2 年平均复合增速

### 2.1.2 “稳增长”下建筑业政策推升精装修渗透率

从结构上看，建筑业政策带来精装房配套家电投资机会。近年我国精装房政策密集出台，精装房占比不断提升。今年《“十四五”建筑业发展规划》提出 2025 年装配式建筑占新建建筑面积比例达 30%的工作目标，我们预计在行业政策推动下，精装房渗透率会不断提升，利好精装房配套家电，如厨电和智能家电。

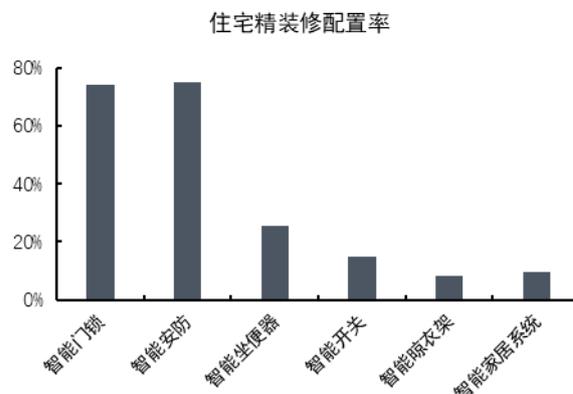
精装房对于烟机、灶具等厨电需求的提振力度最大。宅经济下，洗碗机成为新宠，21 年上半年其攀升至 17.3%，虽然仍处低配水平，但其增长速度已然进入快车道，未来可期。在 AIOT 浪潮下，智能家居成为精装市场新起之秀，配置率逐年提高。细分来看，智能门锁、智能安防配置率超 74%；智能开关、智能家居系统、智能坐便器等配套规模亦均速扩张，渗透率分别达 14.9%、9.6%和 25.8%。2022 年，智能家居将随着房地产市场大盘稳增长，配置率将得到进一步提高。

图表 7：精装房渗透率不断提升



资料来源：奥维云网 中信期货研究部

图表 8：智能装配配置率结构



资料来源：奥维云网 中信期货研究部

## 2.2 汽车：行业景气度趋稳，补贴退坡倒计时，新能源板块存亮点

**汽车行业景气度稳中向好。**在汽车缺芯问题缓解、新能源汽车爆发式增长背景下，我国汽车产销量在 2021 年分别完成 2608.2 万辆和 2627.5 万辆，同比增长 3.4%、3.8%，在虎年开了一个好头。根据中汽协预测，2022 年我国汽车总销量预计达 2750 万辆，同比增长 5%左右。

**“稳增长”政策不断强调鼓励促进新能源汽车消费，叠加今年是国补退坡时代末班车，新能源汽车消费有望出现新一轮高潮。**近年来，在国补政策的呵护下，随新能源汽车渗透率不断提高，从 2018 年的 2% 上升至近 20%，新能源汽车对于汽车行业边际复苏的提振作用愈发明显。今年年初，四部委最新发布的《关于 2022 年新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》明确以下 3 点：1) 非共区域补贴标准将在 21 年基础上退坡 30%；2) 补贴标准保持现行购置补贴技术指标体系框架及门槛要求不变，补贴规模则从原先的 200 万辆开放至无上限，并将贯穿全年；3) 2022 年 12 月 31 日补贴将彻底退出，市场正式进入市场驱动时代。我们认为，虽然补贴力度有所减弱，但对于有能力且有意愿购买新能源汽车的潜在消费者来说，2022 年是享受补贴的最后机会，若补贴政策未出现再次延后情况，这或将促进一波“抢购潮”。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_39067](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_39067)

