

政策为稳增长助力，消费或迎边际改善

——消费刺激政策分析及展望

推荐|维持

报告要点：

● 疫情影响社会消费，消费券刺激或为稳增长助力

2022年3月以来国内新冠疫情反复，国内经济下行压力增加，社零数据不及预期，金银珠宝、服装、家具和汽车等可选消费回落明显。在内需疲软、经济承压的背景下，国家通常会出台消费刺激政策。相较于发达国家的现金补贴，中国居民储蓄率更高，中国政府更倾向于使用消费券等形式。消费券具备定向性和可调控性，目前，我国各地政府发放消费券的资金来源为政府财政补贴与企业自身让利相结合，提振消费的同时，助力企业以少量资金拉动终端客流、客单增长。

● 国内：长期刺激家电汽车，短期刺激餐饮零售文旅

复盘中国历史上三轮大型消费刺激政策，主要是在内需疲软、经济处于下行周期背景下实施，从国民经济长期发展角度切入，选择产业链较长、社零占比较高、渗透率较低的家电和汽车民族企业进行财政补贴，以高额消费品消费撬动内需，推动相关企业业绩和估值双增。而在2020年新冠疫情背景下，为提振内需，各地推出消费券刺激政策，进行短期消费提振，行业倾向方面，疫情下受损越严重的行业，发放消费券力度越大，复苏弹性越大；板块行情方面，必选消费、可选消费及服务三大类消费细分板块在疫情迎来拐点后均迎来阶段性上涨。

● 他山之石：日本现金补贴流入储蓄，美国高额激励刺激零售

日本居民有定期储蓄的习惯，现金补贴发放对国家整体消费刺激有限，在零售增长缓慢的情况下，疫情期间增长较快的公司以工业和游戏行业为主。美国居民在发放现金补贴初期更多的倾向于增加储蓄而不是马上就进行消费；在2021年3月数额较大的现金补贴落地后，防疫政策趋于宽松，购物便利性提高，居民在电子购物和网购、运动商品、建材和物料、新车销售等非必选消费行业的消费较疫情前均有较为明显的增长，传导到股票市场体现在半导体设备/专营零售商股价高增。

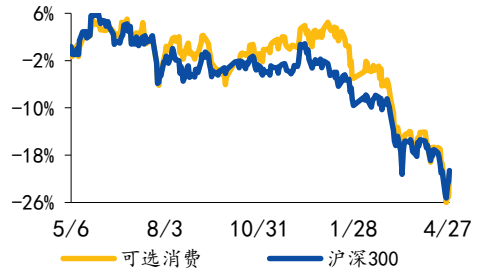
投资建议

(1) 疫情中受损较为严重的行业和公司，包括餐饮、百货、超市、景区等行业和华东地区收入占比较大的公司。建议关注餐饮行业的全聚德、九毛九，酒店行业的君庭酒店，百货行业的徐家汇、新世界，超市行业的永辉超市，景区行业的海昌海洋公园。(2) 对于具体消费品类，可重点关注三月社零数据受损严重，对社零数据影响较为明显且杠杆效应较高的行业。建议关注黄金珠宝行业的豫园股份、老凤祥、周大生等，纺织服装行业的华立集团、海澜之家、富春染织等。(3) 自身抗风险能力较高但受疫情影响估值处于历史底部的白马消费公司。建议关注家用电器行业的科沃斯、石头科技、火星人等，食品饮料行业的巴比食品、李子园、立高食品、广州酒家等，轻工制造行业的欧派家居、晨光股份、喜临门等。

风险提示

疫情防控进展不及预期；宏观经济增长不及预期风险；企业经营状况低于预期风险；原料价格上升风险；汇率波动风险；竞争格局加剧。

过去一年市场行情



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券行业研究-出口链行业深度报告-关于行情持续性和选股策略的思考：出口链是当下最好的对冲防御资产》
2022.04.24

《国元证券行业研究-大消费行业双周报-疫情后消费行业复苏展望》2022.04.10

报告作者

分析师 徐偲
执业证书编号 S002052105003
电话 021-51097188
邮箱 xucal@gyzq.com.cn

分析师 余倩莹
执业证书编号 S0020522040001
电话 021-51097188
邮箱 yuqianying@gyzq.com.cn

目 录

1.疫情影响社会消费，消费券刺激或为稳增长助力	5
1.1 疫情反复导致国内经济承压，促消费成为稳增长的关键	5
1.2 消费券为常用消费刺激政策，政商合作向消费者让利	8
1.3 新一轮消费刺激政策来袭，餐饮零售为核心刺激领域	10
2.国内：长期刺激家电汽车，短期刺激餐饮零售文旅	12
2.1 历史三轮政策复盘：长效刺激主要集中于家电及汽车行业	12
2.2 2020 年疫情政策复盘：短期刺激集中于餐饮、零售商超及文旅行业	18
2.3 长短期消费刺激政策着力点不同	25
3.他山之石：日本现金补贴流入储蓄，美国高额激励刺激零售	27
3.1 疫情期间各国消费券与现金补贴两大消费刺激政策并行	27
3.2 日本：居民偏好储蓄，现金补贴难以提振消费	29
3.2 美国：现金补贴落地，可选消费板块领跑	32
4.总结	38
5.风险提示	41

图表目录

图 1：2018-2022 年 GDP 当季值及当季同比（不变价）	5
图 2：2018-2022 年三个产业 GDP 当季同比（不变价）	5
图 3：2016-2022 年社会消费品零售总额增速	6
图 4：主要品类消费月度同比增速对比	6
图 5：2022 年 3 月主要品类消费对社零总额增长贡献率	6
图 6：2022 年 3 月主要品类消费对社零总额的拉动	6
图 7：2010-2021 年最终消费支出对 GDP 增长贡献率	7
图 8：主要品类消费月度同比增速对比	7
图 9：历史上政府多次出台消费刺激政策应对经济下行	8
图 10：2020 年国内地方政府发放消费券各方角色及关系	10
图 11：2022 年各省市消费券发放规模	12
图 12：各品类消费券的数量占比情况	12
图 13：冰箱与洗衣机内销销量及增速情况（单位：万台）	13
图 14：中国汽车保有量及增速（单位：亿辆）	13
图 15：家电和音像器材类、汽车类占社零比重情况	13
图 16：我国空调外销数量及金额变化	14
图 17：中国住宅商品房销售面积（单位：万平方米）	14
图 18：家电下乡、以旧换新和节能惠民三类家电消费刺激政策具体情况梳理	14
图 19：三类家电消费刺激政策国家补贴总额及销售额情况（单位：亿元）	16
图 20：城镇及农村家庭平均每百户拥有家电量（单位：台）	16
图 21：2009 年家电下乡对江苏农民各类生活消费支出的影响（单位：元/人）	16

图 22: 家电刺激政策发布期间主要电器企业股价及沪深 300 走势	17
图 23: 家电刺激政策发布期间格力电器 PE 情况	17
图 24: 主要家电企业营收及增速情况 (单位: 亿元)	18
图 25: 主要家电企业毛利率情况	18
图 26: 全国、农村及城镇居民可支配收入季度变动	18
图 27: 全国、农村及城镇居民人均消费支出季度变动	18
图 28: 地级城市消费券总额规模分布情况	20
图 29: 地级城市消费券总额规模占各城市财政收入比例	20
图 30: 2020 年国内重点行业消费累计增长率情况	21
图 31: 各类消费券发放政府个数及占比情况 (单位: 个)	21
图 32: 广西 3 月 26 日与 4 月 9 日消费券对不同行业的拉动效应	21
图 33: 广西 3 月 26 日与 4 月 9 日消费券对不同行业促进新增消费幅度	21
图 34: 发券城市与未发券城市支付交易笔数对比情况 (单位: %)	22
图 35: 武汉市和非武汉市的中小微企业和小微企业刺激效果对比	22
图 36: 2019 年 12 月-2020 年 4 月分行业微信支付交易笔数对比	23
图 37: 2019 年 12 月-2020 年 4 月分行业微信支付交易金额对比	23
图 38: 餐饮板块社零及增速 (单位: 亿元, %)	23
图 39: 商品零售板块社零及增速 (单位: 亿元, %)	23
图 40: 2020 年疫情期间各消费细分行业指数 (申万) 走势情况	24
图 41: 重点流通企业商超和百货销售额当月同比情况对比	25
图 42: 全国城镇储户问卷储蓄及消费占比调查情况	25
图 43: 全国居民人均可支配收入与支出累计同比情况	25
图 44: 部分行业消费券的最低杠杆情况	26
图 45: 中国汽车销量当同比与政策刺激复盘	27
图 46: 新冠肺炎疫情累计确诊病例主要国家情况	28
图 47: 新冠肺炎疫情累计确诊病例主要国家 GDP 实际同比增长 (单位: %)	28
图 48: 不同国家推出的政策及总储蓄占国民收入比重 (单位: %)	29
图 49: 日本新冠确诊情况以及 GDP 变动情况	29
图 50: 较 2020 年, 2021 年 12 月日本零售销售额同比增速情况以及增长最快的前三个行业	30
图 51: 两人及以上的劳动者家庭月可支配收入及消费、储蓄情况	31
图 52: 2020/1/20-2022/4/19 日本各行业指数变化和日经 225 中涨幅最大的十家公司及相关信息 (收盘价: 日元)	32
图 53: 美国新冠确诊情况以及 GDP 变化	33
图 54: 美国疫情期间个人可支配收入情况及同比	33
图 55: 美国疫情期间个人转移支付水平及与个人总收入比例	33
图 56: 美国个人储蓄存款及占个人可支配收入比例	34
图 57: 美国个人消费支出及增长情况	34
图 58: The American Rescue Plan (美国救援计划) 简介	35
图 59: 美国零售和食品服务销售总额在 3-4 月份迎来高增	35
图 60: 美国新冠疫情部分防控政策及严格指数, 新冠疫苗接种人数占比	36
图 61: 美国电子购物和邮购商店销售额及同比	36

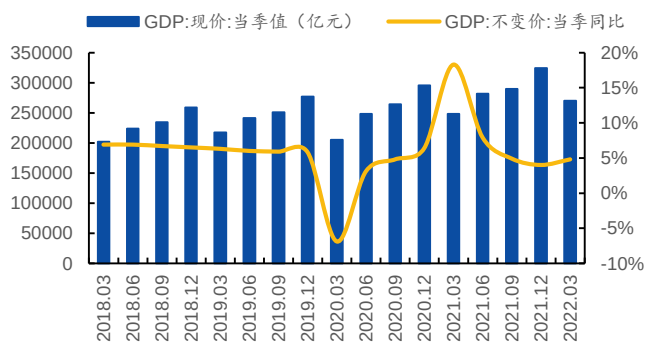
图 62: 较 2019 年, 美国零售和食品服务销售额增速以及增速最快的前三个行业	37
图 63: 2021 年 3 月 11 日-4 月 12 日美国各行业指数变化和标普 500 中涨幅最大的十家公司及相关信息	38
表 1: 短期消费刺激政策情况	8
表 2: 消费券的分类情况	9
表 3: 2022 年以来各省市发放消费券情况	11
表 4: 家电下乡、以旧换新和节能惠民三类家电消费刺激政策补贴额度情况	15
表 5: 部分省市级政府消费券发放情况	19
表 6: 部分地区核销率及杠杆率情况列示	22
表 7: 世界各经济体推出现金/消费券政策	28
表 8: 日本两次现金补贴简介	30
表 9: 《CARES 法案》及《2021 年综合拨款法案》简介	34
表 10: 部分华东地区收入占比较高的餐饮商超百货酒店行业公司列示	39
表 11: 处于受损严重且对社零数据影响较为明显的细分消费品类的消费公司列示	39
表 12: 自身抗风险能力较高但受疫情影响估值处于历史底部的消费公司列示	40

1.疫情影响社会消费，消费券刺激或为稳增长助力

1.1 疫情反复导致国内经济承压，促消费成为稳增长的关键

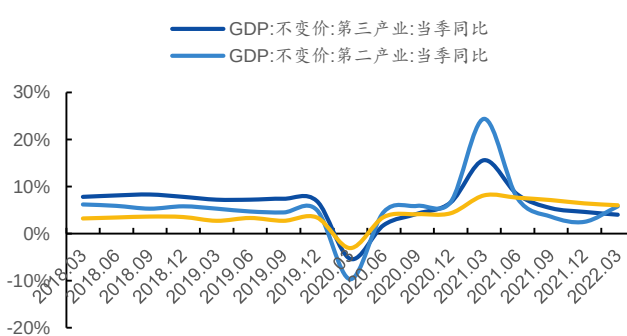
本轮疫情仍处于高位运行，经济有所承压。2022年3月以来国内新冠疫情反复，根据国家卫健委数据，3月1日至5月1日全国累计报告本土新增确诊病例(含无症状感染者)817306例，波及31个省份，其中上海市累计报告感染者逾50万例，吉林省累计报告感染者逾6万例。随着本轮疫情影响持续，国内经济下行压力有所增加，部分主要指标增速放缓。2022年4月18日国家统计局发布一季度及三季经济数据显示，一季度我国国内生产总值为27.02万亿元（初值），不变价同比增长4.8%，基本持平于预期，环比增长1.3%。分产业看，第一产业增加值同比增长6.0%，第二产业增加值同比增长5.8%，第三产业增加值同比增长4%，三个产业的同比增速较2021年全年均有所回落。

图 1：2018-2022 年 GDP 当季值及当季同比（不变价）



资料来源：国家统计局，国元证券研究所

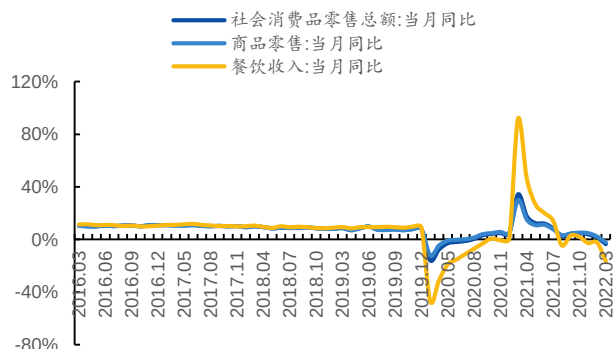
图 2：2018-2022 年三个产业 GDP 当季同比（不变价）



资料来源：国家统计局，国元证券研究所

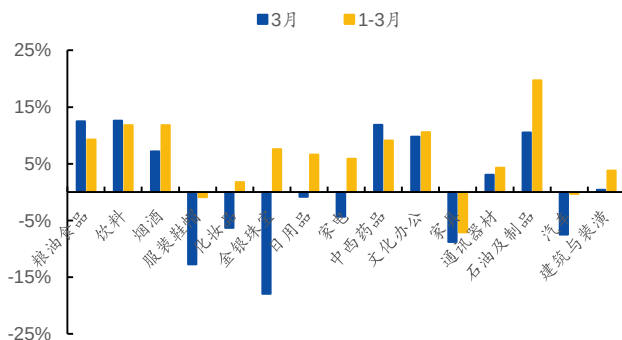
社零数据不及预期，可选消费回落明显。由于疫情防控升级导致线下渠道受阻、线上销售则因物流暂停导致无法正常交易，社零数据不及预期。3月份社会消费品零售总额3.42万亿元，同比下降3.5%，增速17个月后再度转负。**分品类来看**，金银珠宝、服装、家具和汽车等可选消费回落明显，分别同比下降17.9%/12.7%/8.8%/7.5%，拖累3月社零总额当月同比下降0.15/0.47/0.03/0.72pct；而必选消费中粮油食品、饮料、中西药品等品类持续高景气，分别同比增长12.5%/12.6%/11.9%，拉动3月社零总额当月同比上升0.48/0.07/0.16pct，大众消费回归日常生活中“吃类和用类商品”。

图 3：2016-2022 年社会消费品零售总额增速



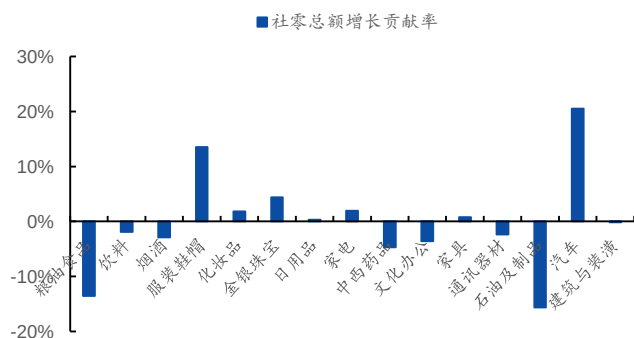
资料来源：国家统计局，国元证券研究所

图 4：主要品类消费月度同比增速对比



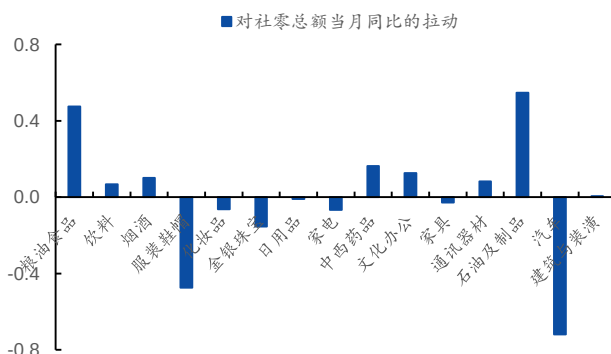
资料来源：国家统计局，国元证券研究所

图 5：2022 年 3 月主要品类消费对社零总额增长贡献率



资料来源：国家统计局，国元证券研究所

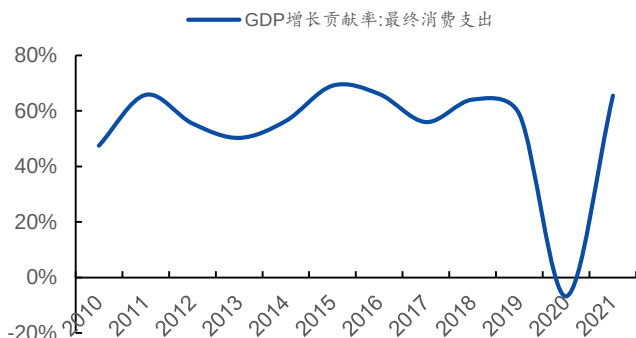
图 6：2022 年 3 月主要品类消费对社零总额的拉动



资料来源：国家统计局，国元证券研究所

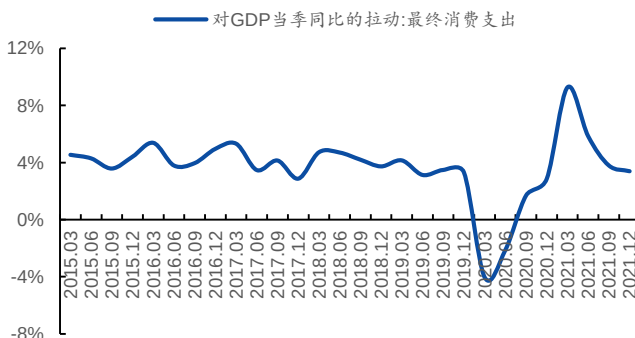
消费支出对 GDP 贡献逐年增长，促消费将是稳增长的重要着力点。近年来，经济增长的驱动因素从出口和投资向消费、服务和科技转型，最终消费支出对 GDP 增长贡献率在 60% 左右。但受疫情影响，居民消费信心不足，消费市场经济的拖累也最为明显，2020 年全国居民人均消费支出同比下降 4.0%，尽管当年国内生产总值同比增长 2.2%，但是消费却拖累 GDP 下降 0.5pct。在此背景下，2020 年 7 月 30 日党中央提出“加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”，扩大消费内需、走经济内循环之路将成为维持经济长期稳定发展的重要着力点。根据政府工作报告，在近两年平均增速 5.1% 的基础上，2022 年国内生产总值增长目标设定在 5.5% 左右。面对本轮疫情反复对消费需求的冲击，充分利用经济刺激政策引导消费市场尽快复苏，提高居民主动消费意愿和能力或是保障稳增长的关键所在。

图 7：2010-2021 年最终消费支出对 GDP 增长贡献率



资料来源：国家统计局，国元证券研究所

图 8：主要品类消费月度同比增速对比

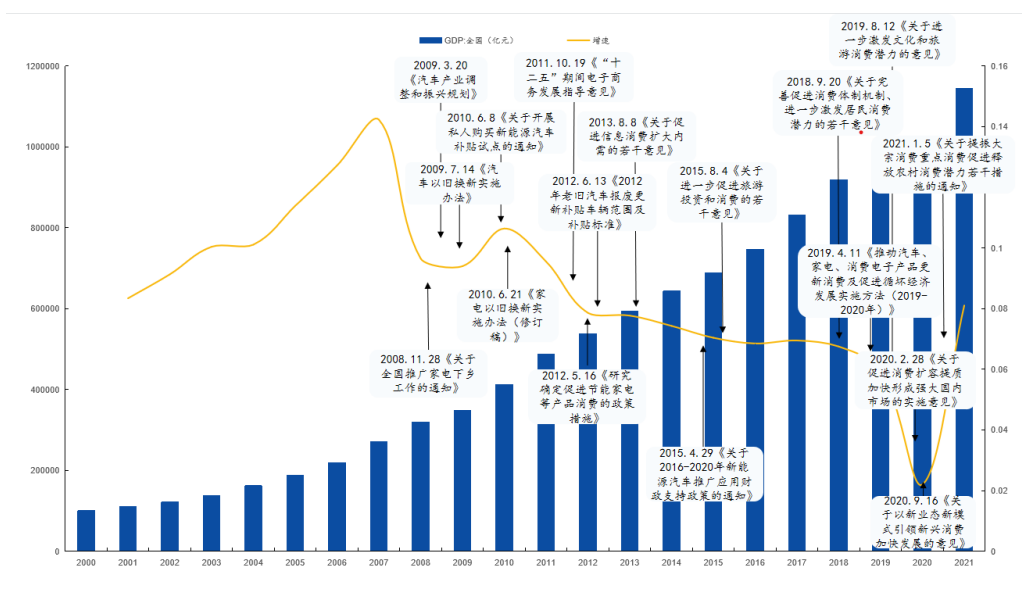


资料来源：国家统计局，国元证券研究所

通过复盘历史，在经济下行承压较大之际，我国政府均推行了相应消费刺激政策。

①**第一轮（2008-2009 年）**：在面对全球次贷危机的冲击叠加国内频发的严重自然灾害的背景下，中国经济处于大幅下行阶段，在 2007 年上半年国内经济发展趋向过热，随之 2008 年全球次贷危机呼啸而至，叠加逐步收紧的货币政策，不变价 GDP 同比增速大幅下降，当季同比增速由 2007Q2 的 15.0%一路下行至 2008Q2 的 10.9%，该阶段内需亟待提振，政府陆续出台了包括家电下乡、家电以旧换新、汽车摩托车下乡、汽车以旧换新等消费补贴政策，主要涉及家电及汽车行业；②**第二轮（2010-2011 年）**：在全球通胀高企、大宗商品价格大涨的宏观背景下，政府收紧货币政策叠加地产调控，不变价 GDP 增速持续下行，当季同比增速由 2010Q1 的 12.2%持续下降至 2010Q3 的 9.9%，政府为稳定经济增长，陆续出台涉及汽车及节能家电的消费刺激政策，并重点鼓励发展电子商务服务业，本轮刺激板块主要涉及家电、新能源汽车和电子商务行业；③**第三轮（2018-2019 年）**：基于中美贸易战升级的宏观背景下，中国处于经济转型阵痛期，地产调控政策频繁出台，融资环境偏紧，GDP 增速持续维持低迷，为刺激内需，政府陆续出台了消费相关刺激政策，本轮刺激板块主要涉及汽车、家电、消费电子、文化和旅游行业；④**第四轮（2020-2021 年）**：2020 年初新冠疫情爆发，2020Q1GDP 同比下降 6.8%，环比下降-9.8%，随后党中央将经济复苏、保障民生列为政府工作重心，地方政府也相继出台一系列措施以复苏经济、提振消费。本轮消费刺激政策涉及的行业涉及行业更多，覆盖面更广：既包括产业辐射能力强的汽车、家电等耐用品行业，也包括当前对经济增长和稳定就业具有重要作用的文旅休闲、餐饮等服务行业。

图 9：历史上政府多次出台消费刺激政策应对经济下行



资料来源：中国政府网，发改委，国元证券研究所

1.2 消费券为常用消费刺激政策，政商合作向消费者让利

短期消费刺激政策包括现金补助、消费券以及减税降费等。利用短期消费刺激政策激发出微观主体的消费动能是促进经济迅速回暖的关键。现金补助即政府直接向补贴接受者进行现金发放，一定程度上提高了消费者的预算水平，从而提高其消费能力。消费券一般是指在经济下行期间，由政府牵头向居民发放的一种支付凭证，领取消费券后，居民可以在指定期限和限定商家消费时享受一定金额的抵扣。减税降费具体包括“税收减免”和“取消或停征行政事业性收费”两部分。一方面减少个人所得税交纳通过增加消费者的可支配收入以刺激消费增长，另一方面降低经济实体的税费负担有助于充分释放企业经营活力。

表 1：短期消费刺激政策情况

政策名称	具体内容	作用机制	典型案例
现金补贴	现金补贴是国家以现金的形式向救助对象发放的统一补助，现金补贴又分为一般性救助和专项救助：一般性救助是指向救助对象提供统一的现金补助；专项补助是指根据救助对象各自不同的特点提供不同种类的现金补助。	直接现金补助使补贴接受者的名义收入增加，在短期内假定价格不变，这也就增加了实际收入，从而提高了预算水平，提高了消费者的消费能力。	2021 年拜登签署 1.9 万亿美元疫情纾困法案，其中约 1 万亿美元将为美国家庭提供经济纾困，约 4400 亿美元为小企业、州和地方政府提供援助。
消费券	消费券一般是指在经济下行期间，由政府牵头向居民发放的一种支付凭证，领取消费券后，居民可以在指定期限和限定商家消费时享受一定金额的抵扣。	政府可以利用消费券的价格杠杆功能，对市场上的一部分商品发放消费券，使得那些没有获得消费券补贴的商品在市场上暂时失去了价格优势，导致消费者更加倾向于购买可利用消费券获得优惠的商品；消	自 2020 年新冠疫情爆发以来，中国多省市政府发放消费券，旨在精准针对疫情期间被抑制的消费需求，通过提振消费带动经济复苏。

减税降费

- “减税”包括降低进口消费品税率、减免增值税和购置税、扩大免税额度和范围等税收减免措施。
- “降费”为取消或停征行政事业性收费。

费券的替代效应也使得政府可以从宏观层面对消费结构和消费内容进行调节。

减税导致消费者的可支配收入增加，并通过边际消费倾向增加消费，消费增加导致总需求和国民收入增加，国民收入增加中的一部分又通过边际消费倾向被用于商品和劳务的消费，最终导致国民收入倍增，促进经济快速复苏。

德国联邦政府与各州达成疫情下税收援助法令，2020 年度应缴税款可以申请有期限的免息延迟支付。

资料来源：《政府短期消费刺激政策对经济复苏的作用机制研究》，国元证券研究所

具备“定向性、可调控性”，消费券成为我国常用刺激消费手段。相较于发达国家的现金补贴，中国更倾向于使用消费券，主要原因在于：与西方国家相比，中国居民储蓄率更高。消费券在使用范围、时间等方面的机制设计可以弱化居民储蓄动机，避免现金补贴可能出现的储蓄对消费的挤出效应，从而实质性拉动消费复苏。此外，消费券一方面具备定向性，消费者将倾向于使用消费券购买提供价格优惠的特定商品，导致没有获得消费券补贴的商品在市场上暂时失去价格优势。消费券另一方面具备可调控性，政府可以从宏观层面对消费结构和消费内容进行调节，从而精准补贴中小微企业，带动受疫情冲击严重行业以及中小微企业的经营复苏。

消费券的作用效果具有乘数效应，刺激效果明显。对于消费券每 1 元的财政支出可以撬动多倍的经济增长。根据北大国发院报告，2020 年各地消费券平均杠杆率超过 8 倍，即每发放 1 元消费券，可拉动 8 元的消费，最高可达到 20 倍，全国商家均收同比提升 240%。

表 2：消费券的分类情况

指标	概况
发放主体	政府消费券：通过财政手段加以发放 企业消费券：属于企业的自身让利行为 政府-企业消费券：政府财政补贴与企业自身让利相结合的产物
用途	适用于多领域，如餐饮、商超、文旅、百货以及家电汽车等
发放形式	线下纸质消费券 线上电子消费券：其发放更具有针对性、投放更为精准；可以随时根据实际使用及核销情况进行相关调整
使用群体	普适消费券：普遍使用的消费券、任何收入段、任何年龄段都有资格使用 特定群体消费券：定向投放于低收入群体、中老年群体的消费券。
面额大小	小额消费券：不超过一百元，适用于日常消费品如餐饮、一般商品购物的折扣中 大额消费券：几百元到几千元不等，适用于家电、汽车等耐用消费品或一些奢侈品的购买消费，折扣力度大

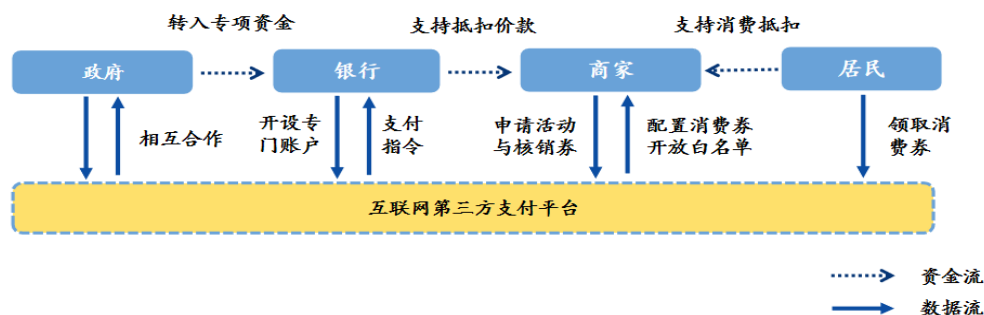
资料来源：《2020 年中国消费券发放情况及影响因素浅析》，国元证券研究所

我国各地政府发放消费券主要涉及到地方政府、商业银行、商家、居民个人消费者和互联网第三方支付平台等市场主体。从数据流来看，互联网第三方支付平台与各方形成线上线下联动。政府委托互联网平台进行数字消费券的发放；银行为平台开设专门账户，并等待平台下达对商家的支付指令；商家向平台申请参与活动与核销券，同时平台为其配置消费券、开放白名单；居民在平台上进行消费券的领取。这种数字消费券具有成本低、定向精准、全程可追溯、形式灵活等优势，极大避免了

传统消费券可能导致的经济负收入效应、行业挤出效应以及现金可能导致的个人消费替代。

从资金流来看，政府财政补贴与企业自身让利相结合。政府首先将专项资金转入商业银行；居民领取消费券后，在限定期限内到指定商家进行消费将享受部分金额抵扣；消费者支付环节兑现后银行将向商家支付抵扣价款，而剩余抵扣优惠则由商家按照配资比例进行同步让利。“政商合作”的配资方式，一部分补贴属于政府财政支出的转移支付；另一部分为企业自身让利的行为。2020年8月北京市第二轮消费券的发放以助力企业走出资金困境为新的政策目标，政企配资比例由1:1调整为2:1。例如，一张满320减120元的消费券，其中120元优惠构成由原本的政府补贴60元、企业让利60元调整为政府补贴80元、企业让利40元。对于企业而言，减少配资有利于其以少量的资金撬动更多的终端消费，实现供给端的平稳恢复。

图 10：2020 年国内地方政府发放消费券各方角色及关系



资料来源：《新冠疫情背景下不同补贴方式对居民消费的影响》，国元证券研究所

1.3 新一轮消费刺激政策来袭，餐饮零售为核心刺激领域

各地持续推出消费刺激政策，国务院明确促进消费恢复政策意见。2022年以来，全国多省市宣布发放消费券，以拉动商业、文旅、吃住行等品类消费。4月25日国务院办公厅印发《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》，提出五方面十二项重点举措，提出从积极推进实物消费提质升级，加力促进健康养老托育等服务消费，持续拓展文化和旅游消费，大力发展绿色消费，充分挖掘县乡消费潜力等五方面入手，着力稳住消费基本盘。4月29日中共中央政治局召开会议，会议提出要发挥消费对经济循环的牵引带动作用，稳住市场主体，对受疫情严重冲击的行业、中小微企业和个体工商户实施一揽子纾困帮扶政策。

本轮消费券覆盖领域广，政企联动扩大发放效果。2022年以来，四川、陕西、湖北等20余个省市先后面向全体市民发放消费券，涵盖米面粮油等必选消费、家电汽车、酒店旅游等可选消费。此外，本轮消费券还体现出明显的政企联动特征，即政府牵头，企业协同合作。以陕西省为例，此次消费券发放活动由省商务厅牵头组织，中国银联“云闪付”APP同步发放，国美、新丰泰集团、西安饮食等多家企业作为汽车、家电家居家装和餐饮等品类消费券合作平台。受益于此种形式，参与商家有望实现客流、客单增长，从而进一步扩大消费券的发放效果。

表 3：2022 年以来各省市发放消费券情况

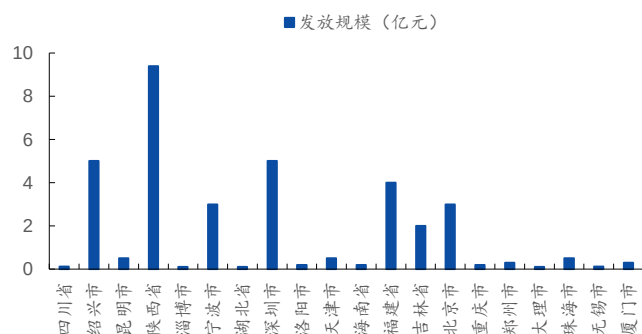
地区	发布时间	政策概要
四川省	2022. 01	1 月起，四川省各地将在新春期间发放 1170 余万元文旅消费券，推出 301 个景区门票减免，100 家酒店系列优惠、部分航线机票优惠等一系列文旅惠民措施。
绍兴市	2022. 01	1 月起，绍兴市计划发放“虞你同行”、“普惠民生”、“新绍兴人”三类共计 5 亿元消费券，包含批零住餐、文旅、体育、娱乐等行业商家。
昆明市	2022. 01	1 月起，昆明市根据《昆明市“彩云昆明消费券”发放活动实施方案》计划投放金额 5000 万元，其中住宿餐饮券 1000 万元、加油券 2000 万元、其他通用券 2000 万元。
陕西省	2022. 02	2 月起，陕西省“秦乐购 2022 消费促进年”暨第一期电子消费券发放活动启动，活动由省商务厅牵头组织，银联、各商业银行和商贸企业积极参与。中国银联“云闪付”APP 将同步发放第一期汽车、家电家居家装和餐饮三类电子消费券 9.39 亿元。
淄博市	2022. 02	2 月起，淄博市根据《“五好城市，淄在嗨购”消费惠民活动实施方案》安排，向市民（含淄博市和在淄博市外人员）发放 1100 万元惠民消费券，全市百家规模以上餐饮零售企业将参与此次活动。
宁波市	2022. 02	2 月起，宁波市“春暖甬动·你买单我助力”消费券发放启动，市、区（县、市）两级财政和中国银联宁波分公司共将投入超 3 亿元。其中，市级主要以家电及文旅体消费券为主，而各区（县、市）则更加注重于餐饮、美食类消费券。
湖北省	2022. 03	3 月起，湖北省“2022 年（春季）消费促进月”活动启动，主题聚焦零售、餐饮、生活服务 3 大民生领域，将发放总额 1000 万元的消费补贴，由国美通过真快乐 APP、云闪付 APP 等渠道面向全省派发，用户最高可领取 729 元惠民消费补贴。
深圳市	2022. 03	3 月起，深圳市在大型电商平台设立“深圳专区”，组织消费电子、服装服饰、黄金珠宝、眼镜钟表、家装家具、食品饮料等领域重点企业入驻，安排 5 亿元资金发放消费券。
洛阳市	2022. 03	3 月起，洛阳市洛龙区开展了“洛龙有礼·享有洛阳”主题消费券活动，3 月 1 日和 15 日分两批发放，以支持旅游、餐饮、住宿、汽车、商贸等企业发展，并将于 4 月开始发放第二批 2000 万元消费券。
天津市	2022. 03	3 月起，天津市河西区计划向消费市场投放 5000 万元消费补贴，举办“活力河西·都市消费嘉年华”活动，包括“乐享河西”、“智惠河西”、“品质河西”、“哪吒体育嘉年华”、“文化中心十周年庆”、“情暖河西”等一系列主题活动，涵盖餐饮、超市、零售、汽车、3C 等领域。
海南省	2022. 04	“助商惠民，乐享海南”消费券发放活动首批消费券 2000 万元、49.25 万张，于 4 月 30 日 10 时起通过银联云闪付平台向岛内消费者发放。其中零售业消费券 1000 万元、27 万张，餐饮业 500 万元、13.75 万张，文旅业 500 万元、8.5 万张。
福建省	2022. 04	4 月起省市发放 4 亿元商旅消费券，包括通用券、专享券、银行券、文旅券和汽车、家电、家具、家装等大宗商品消费券，带动“福品”消费。
吉林省	2022. 04	4 月起，安排省级消费券奖补资金 2 亿元规模，支持各市（州）、县（市）发放消费券，以推动商业、文旅、吃住行结合，促进全链条消费。
北京市	2022. 04	4 月起，北京市面向在京消费者发放超 3 亿元绿色节能消费券，京东、苏宁、国美等 10 家企业参与，涵盖笔记本电脑、平板电脑、显示器、空气净化器等 20 个品类。
重庆市	2022. 04	4 月起，重庆市“爱尚重庆”焕新消费季启动，采取发放消费券等方式，突出汽车惠民购、家电换新购、超市进社区、好货云尚购、美食家中享五大主题，策划开展上千场“巴渝万金”惠民促销活动。
郑州市	2022. 04	4 月起，郑州市以“绿色消费，低碳生活”为主题，开展了绿色家电消费券发放活动，3 月 8 日至 31 日，面向全市消费者发放绿色家电消费券 3000 万元，直接撬动消费 2.25 亿元，杠杆率 1:7.51。
大理市	2022. 04	4 月起，大理州为加快旅游业恢复，深入开展“云南人游云南·大理人游大理”活动，面向支付宝实名用户发放 1000 万元文旅消费券。

珠海市	2022. 04	• 4月起，珠海市香洲区人民政府举办“悦消费，惠民生”主题活动，共计发放 5000 万元消费券，参与商家包括超市、家电商场、加油站、书店、药店等。
无锡市	2022. 04	• 4月 30 日太湖购物节首批 1200 万元消费券将通过中国银联“云闪付”平台“无锡消费券”专区开抢，每人每轮可领取 1 张餐饮消费券和 1 张百货零售券，最高价值 300 元。
厦门市	2022. 04	• 2022 年 4 月起举办网上消费季活动，安排 3000 万元以发放数字消费券、红包等形式开展促消费活动，聚焦商场、超市、百货、零售、餐饮、汽车、家电家居等商贸流通领域。

资料来源：各地区政务服务网，国元证券研究所

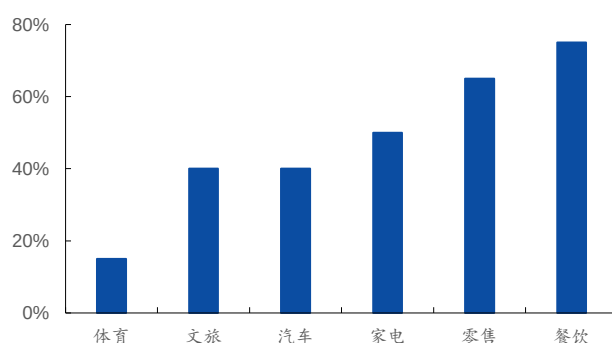
从发放规模来看，根据各地区政务服务网数据，截至 2022 年 4 月，20 个省市共计发放消费券金额超 34 亿元。其中，2022 年初经历疫情反弹的陕西省和深圳市消费券投放金额较大，分别为 9.29 亿元、5 亿元。从品类来看，本轮消费券主要涵盖体育、文旅、汽车、家电、零售、餐饮六种。其中，餐饮消费券占比最高，共有 15 个省市选择发放，占比为 75%。餐饮行业以小微企业为主，风险防控能力较差，消费券的短期刺激有助于其经营快速恢复。零售消费券、家电消费券紧随其后，分别占比为 65%、50%，既满足居民对米面粮油等必选消费的需求，又进一步拉动了对社零贡献较大的家电消费。

图 11：2022 年各省市消费券发放规模



资料来源：各地区政务服务网，国元证券研究所（截至 2022 年 4 月）

图 12：各品类消费券的数量占比情况



资料来源：各地区政务服务网，国元证券研究所（截至 2022 年 4 月）

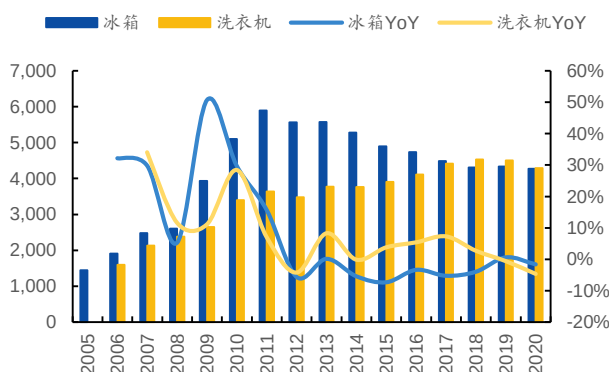
2.国内：长期刺激家电汽车，短期刺激餐饮零售文旅

2.1 历史三轮政策复盘：长效刺激主要集中于家电及汽车行业

历史上的三轮消费刺激政策以家电与汽车行业为主，家电与汽车板块在国民经济及社会发展中发挥重要作用，根据国家统计局，家电和汽车板块对社零贡献比重均处于较高水平，其中汽车贡献较高，其对社零贡献占比中枢稳定在 10%-11%区间，2012 年在政策刺激下达到历史高点 21%。在中国经济由低收入向中等偏上收入转变时期，耐用消费品的普及、更新换代是推动经济增长的重要动力，而城乡收入差距过大、贸易顺差过大亦是发展中面临的问题。纵观三轮政策，政府均对家电与汽车板块推出了相应消费刺激政策，基于家电在农村渗透率较低叠加房地产处于高速发展期，消费刺激政策可迅速拉动农村家电的普及率，而汽车受益于单价高、产业链长，消费拉动效果优于其他品类。在各项消费刺激政策的落地与推广背景下，中

国家电及汽车销量增速迅猛。

图 13: 冰箱与洗衣机内销销量及增速情况 (单位: 万台) 图 14: 中国汽车保有量及增速 (单位: 亿辆)

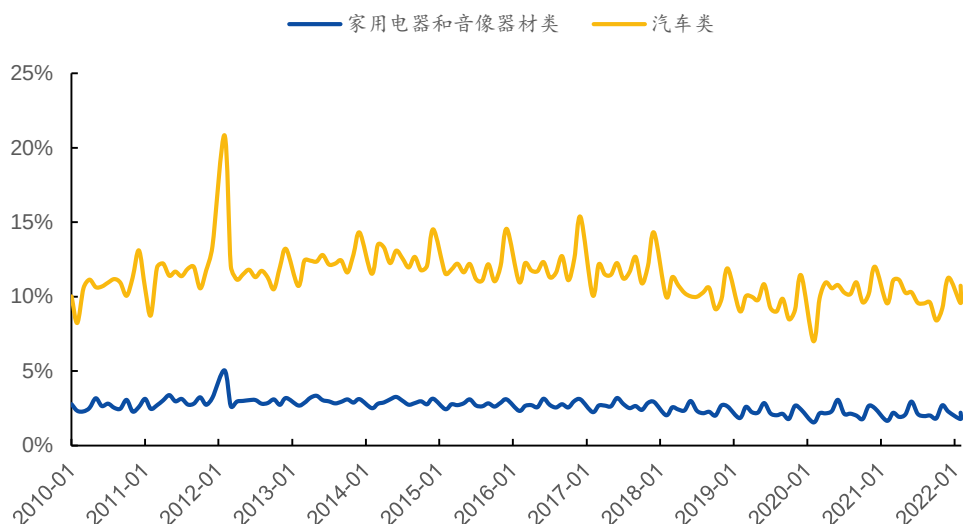


资料来源: Wind, 国元证券研究所



资料来源: Wind, 国元证券研究所

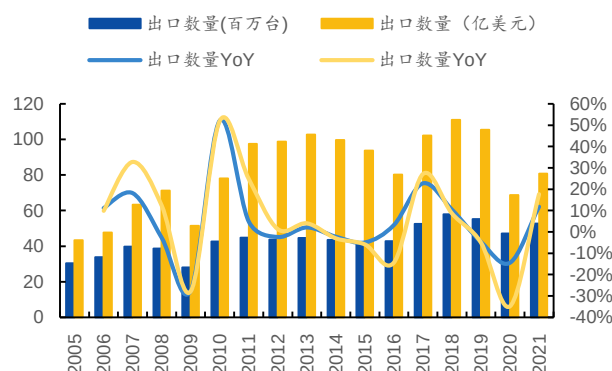
图 15: 家电和音像器材类、汽车类占社零比重情况



资料来源: 国家统计局, 国元证券研究所

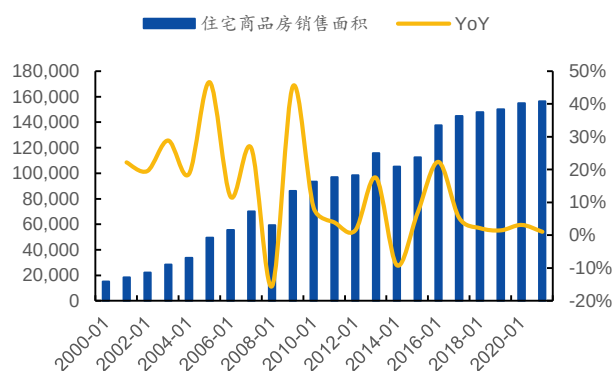
以家电板块具体分析，家电消费刺激政策推行时间段集中于 2007 年底-2013 年，主要可分为家电下乡、以旧换新和节能惠民三类刺激政策。2008 年，国际金融危机致使海外需求迅速衰退，作为世界上最大的家电生产国和出口国，中国家电出口受到严重影响，以空调为例，2009 年出口数量/出口金额分别同比下滑 28%/28%，在此背景下，拉动内需消化家电产品过剩产能成为促进行业与经济发展的关键。中国政府以普惠利民角度切入，在 2007 年底-2013 年陆续推出家电下乡、以旧换新和节能惠民三类家电消费刺激政策，政策路径从刺激中低端消费、刺激农村居民家电首次购买，到扶持制造商，再到刺激中高端消费、刺激消费升级，促进居民消费结构升级及产业升级。

图 16：我国空调外销数量及金额变化



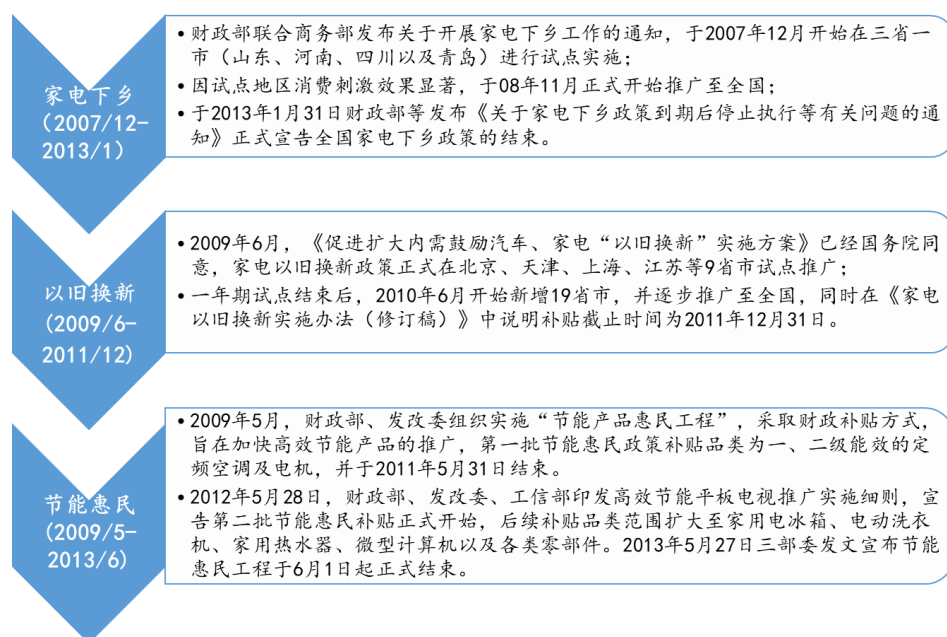
资料来源：国家统计局，国元证券研究所

图 17：中国住宅商品房销售面积（单位：万平方米）



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 18：家电下乡、以旧换新和节能惠民三类家电消费刺激政策具体情况梳理



资料来源：政府官网，国元证券研究所

具体分析三大家电消费刺激政策特征，资金来源方面，家电下乡和以旧换新的政策补贴资金由中央财政负担 80%，省级财政负担 20%，对于受汶川地震的重灾县及内蒙古、广西、西藏、宁夏、新疆 5 个自治区，其全额资金补贴由中央财政负责，节能惠民的补贴资金主要由中央财政负担；**补贴额度方面**，家电下乡补贴比例为家电售价的 13%，以旧换新补贴比例为家电售价的 10%，节能惠民根据所购家电的能效水平进行不同程度的补贴，其补贴比例为售价的 3%-23%。整体而言，三大家电消费刺激政策补贴产品以大家电为主，原因系大家电单价高，消费拉动效果及刺激效果明显。

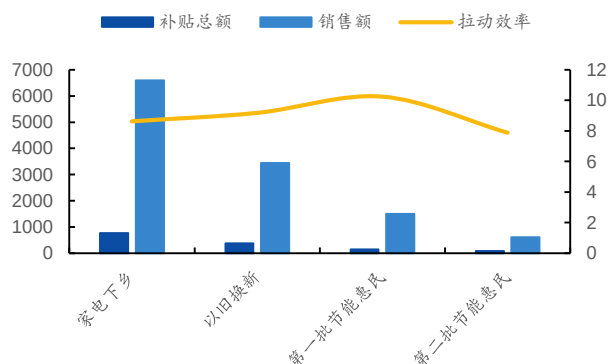
表 4：家电下乡、以旧换新和节能惠民三类家电消费刺激政策补贴额度情况

项目	家电下乡补贴上限	以旧换新补贴上限	第一批节能惠民补贴上限	第二批节能惠民补贴上限
电视机	455	400		100-400
电冰箱（含冰柜）	325	300		70-400
洗衣机	260	250		70-260
空调	挂机 325/柜机 520	350	300-850	180-400
电脑	455	400		260
热水器	电热水器 195/燃气热水器 325			燃气热水器 200-400/高效太阳能 100-550/高效节能空气源热泵 300-600
微波炉	130			
电磁炉	78			
手机	130			
电动自行车	260			
抽油烟机	338			
电饭煲	65			
燃气灶	195			
电压力锅	78			
DVD 影碟机	65			

资料来源：政府官网，国元证券研究所

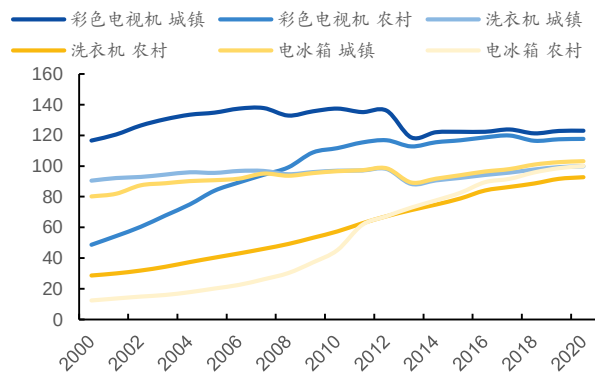
家电消费刺激政策成效显著，家电普及率快速提升。根据国家统计局测算，家电下乡对扩大内需的乘数约为 4.72，即政府每增加 1 元消费补贴支出，将为整个国民经济带来 4.72 元的消费需求。对比三类家电消费刺激政策，家电下乡受益于推广时间长、涉及品类广、补贴比例高等因素，其补贴总额与拉动消费均位于首位，截至 2012 年 9 月，家电下乡产品累计销售 2.75 亿台，累计投入补贴金额 765 亿元，实现销售额 6597.6 亿元，平均向每个农村家庭补贴近 400 元，具体而言，以 2009 年家电下乡政策对江苏农民影响分析，根据《家电下乡政策的乘数效益研究》数据，2009 年江苏省在家电下乡政策刺激下，江苏省农民居民的家电产品消费支出增加 20.51 元/人，整体消费支出增加 30.2 元/人，家电消费刺激政策成效较为显著。此外，彩色电视机、洗衣机、电冰箱等核心家电每百户拥有量呈显著提升态势，农村提升幅度尤为明显，家电下乡政策实施后的 2009 年，农村每百户拥有彩色电视机/洗衣机/电冰箱较 2008 年分别提升 10/4/7 台，城乡差距逐步缩小。

图 19：三类家电消费刺激政策国家补贴总额及销售额情况（单位：亿元）



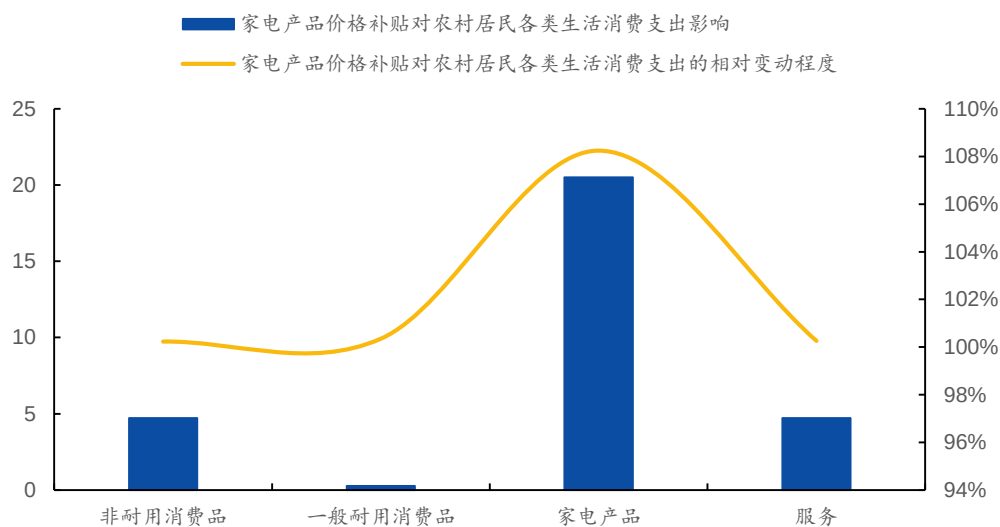
资料来源：财政部，国元证券研究所（注：拉动效率=补贴总额/销售额）

图 20：城镇及农村家庭平均每百户拥有家电量（单位：台）



资料来源：Wind，国元证券研究所

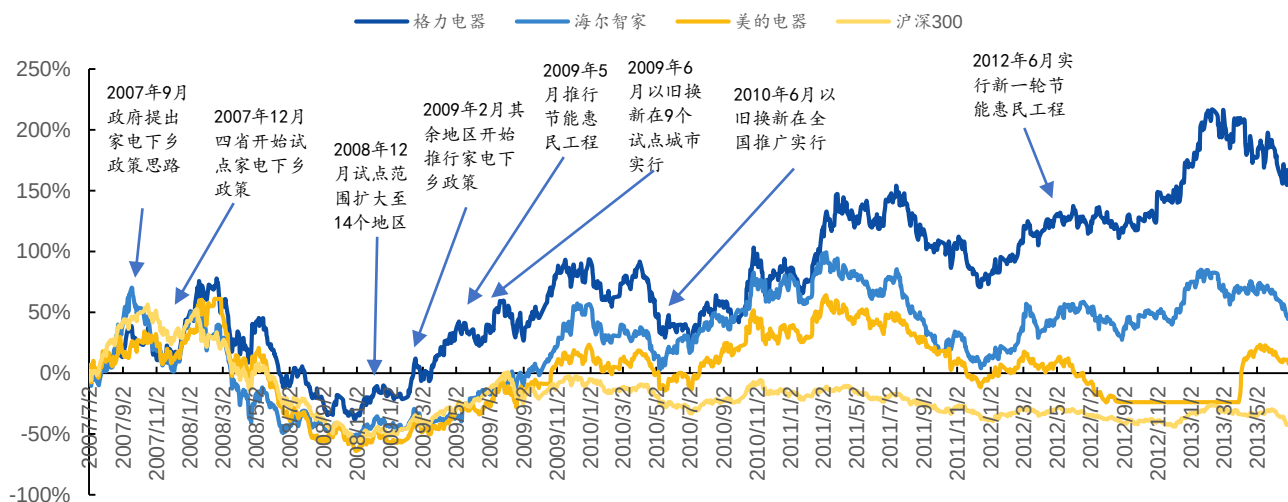
图 21：2009 年家电下乡对江苏农民各类生活消费支出的影响（单位：元/人）



资料来源：《家电下乡政策的乘数效益研究》，国元证券研究所

反映至股价层面，家电消费刺激政策预期释放到落地对龙头白电企业股价提升产生一定催化作用。我们选取白电代表企业格力、海尔及美的公司为例，在家电刺激政策预期及落地期间，其股价走势均相对于沪深 300 有明显超额收益。具体而言，以格力电器为例，2009 年 2 月、5 月、6 月政府分别将空调依次纳入家电下乡、节能惠民及以旧换新范围内，格力电器估值水平由 2009 年 2 月的 12 倍一路上涨至 2009 年底的 22 倍，期间高点达到 23 倍，提振效益显著。

图 22：家电刺激政策发布期间主要电器企业股价及沪深 300 走势



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 23：家电刺激政策发布期间格力电器 PE 情况

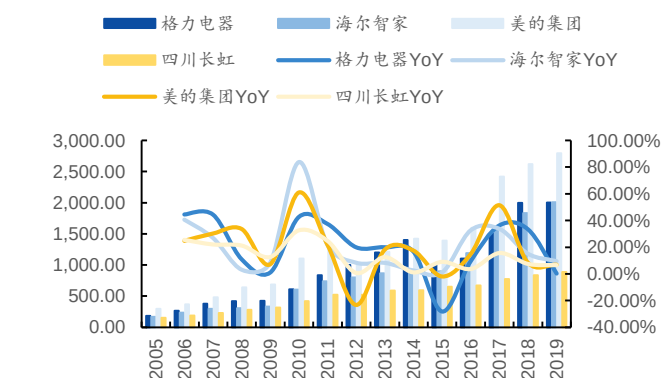


资料来源：Wind，国元证券研究所

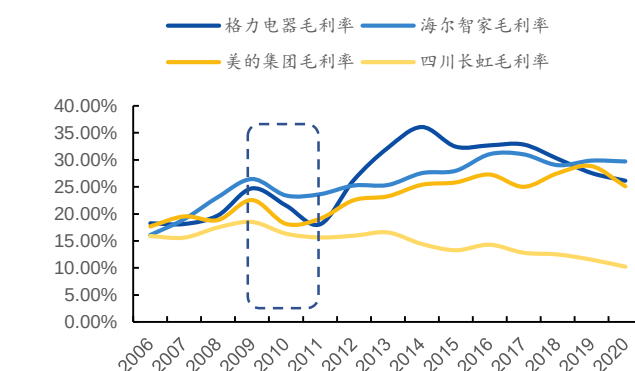
反映至公司层面，家电消费刺激政策带动企业营收增长，利润水平出现波动。家电下乡和以旧换新政策下，消费者通过购买凭证及发票进行申报即可获得对应补贴或售价减免，政策优惠直接面向终端消费者，不直接作用于企业端。节能惠民政策下，财政部直接给予生产节能家电相应补助，再由企业将优惠后的价格面向终端消费者售卖。在上述三大家电消费政策的刺激下，家电企业营收端增速提振明显，2010 年，核心家电企业格力电器/海尔智家/美的集团/四川长虹营收同比分别增长 43%/84%/61%/33%。另一方面，节能惠民政策要求企业先行使用自身现金流进行垫付，再由政府进行相应补贴，而政府补贴具有一定滞后性，因此在 2009-2011 年期间，家电企业的毛利率出现一定下滑。

图 24：主要家电企业营收及增速情况（单位：亿元）

图 25：主要家电企业毛利率情况



资料来源：Wind，国元证券研究所



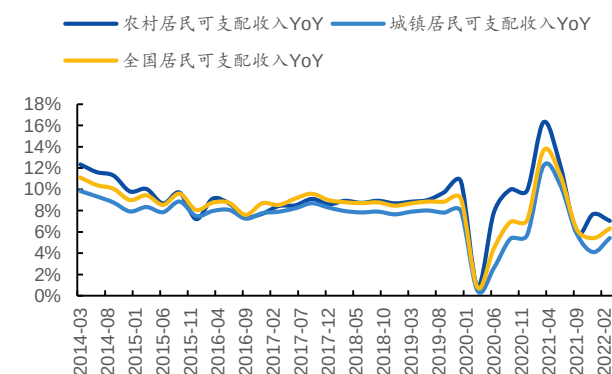
资料来源：Wind，国元证券研究所

2.2 2020 年疫情政策复盘：短期刺激集中于餐饮、零售商超及文旅行业

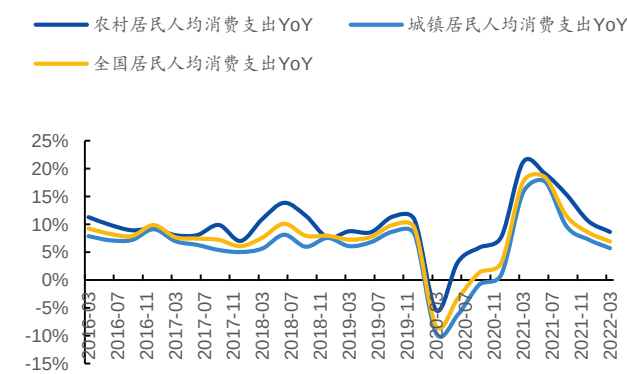
2020 年初新冠肺炎疫情的爆发对我国居民消费与企业生产均造成巨大的负面影响。消费端，疫情防控要求居民居家隔离，部分消费者的可支配收入骤降，导致其在非生活必需品上的消费支出明显下滑，2020Q1 社会消费品零售总额同比下降 19.6%。生产端，2020 年春节后，大部分企业被迫停产、延期复工，生产能力下降；同时，消费者消费能力减弱致使企业的库存积压及员工失业率提升。全国企业纷纷陷入困境，而疫情对于中小规模企业的负面冲击尤为明显，原因系小微企业资金链脆弱、盈利能力不够稳定，湖北省中小微企业在疫情发生后收入降幅高达 90% 以上。

图 26：全国、农村及城镇居民可支配收入季度变动

图 27：全国、农村及城镇居民人均消费支出季度变动



资料来源：Wind，国元证券研究所



资料来源：Wind，国元证券研究所

为拉动内需、复苏经济，各地政府相继出台消费券政策。在国内疫情得以控制之际，为提振国内消费，2020 年 3 月 13 日，发改委等 23 个部门联合发布《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》，并提出一系列助力消费扩容的举措，各地政府纷纷积极响应，陆续发放消费券，致力于发挥政府“有形的手”的作用，构建“促进终端消费—企业扩大再生产—企业用工稳定—员工收入提升—消费

需求复苏”的良性闭环，通过刺激消费端实现稳定恢复企业供给端。此外，发放消费券优于直接发放现金补贴，其原因一方面为，我国居民具有高储蓄率的特征，居民收到现金补贴后直接用于消费的概率较小，而消费券更能达到短期刺激消费的政策效果；另一方面，消费券多数采用“满减模式”，即需消费满一定额度方可使用，乘数效应显著。

表 5：部分省市级政府消费券发放情况

省市	发放金额（百万元）	财政收入（亿元）	占比
黑龙江	9	1282.5	0.01%
江西	20	2372.33	0.01%
海南	30	752.66	0.04%
天津	31	2106.19	0.01%
江苏	50	8630.16	0.01%
贵州	90	1726.8	0.05%
广西	100	1681.48	0.06%
重庆	119	2265.52	0.05%
山东	138	6485.4	0.02%
浙江	220	6598.08	0.03%
北京	12200	5785.92	2.11%

资料来源：《2020 年中国消费券发放情况及影响因素浅析》，国元证券研究所（注：发放金额截至 2020 年 6 月 6 日，财政收入为 2018 年值）

情态势缓和期为出台消费券政策的高峰期，各地发放消费券力度不尽相同。根据商务部数据源，2020 年 3 月 1 日至 2020 年 6 月 6 日，有 14 个省市级及 155 个地级城市推行消费券政策，从分布区域来看，省市级主要集中在东部及南部地区，地级城市主要集中在中北部及东南部地区。从发放时间来看，4 月为出台消费券政策的高峰期，原因系 4 月开始疫情态势逐渐缓和，餐饮、百货等消费亟待提振，其中，国内首个发放消费券的城市济南于 3 月 2 日发放消费券，受疫情影响最为严重的武汉于 4 月 19 日发放消费券。从发放规模来看，发放消费券总额小于 5000 万元的地级城市占比最高，约 74%，48%的地级市消费券发放总额占 2018 年当地财政收入总额的比例不到 0.1%，发放规模与当地财政实力关联较大。

图 28：地级城市消费券总额规模分布情况

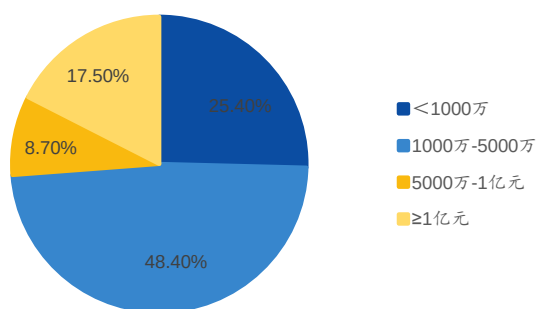
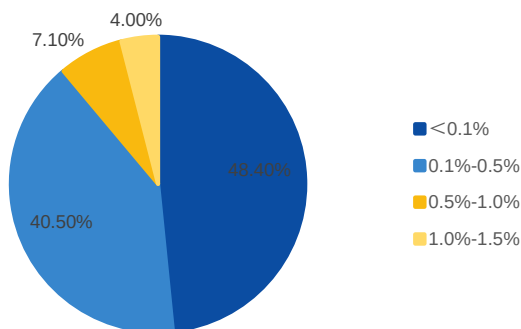


图 29：地级城市消费券总额规模占各城市财政收入比例



资料来源：《2020 年中国消费券发放情况及影响因素浅析》，国元证券研究所（注：统计口径为 126 个地市级政府，截至 2020 年 6 月 6 日）

资料来源：《2020 年中国消费券发放情况及影响因素浅析》，国元证券研究所（注：统计口径为 126 个地市级政府，截至 2020 年 6 月 6 日）

从消费券的行业倾向来看，餐饮、零售商超及文旅为本轮消费券重点覆盖行业：

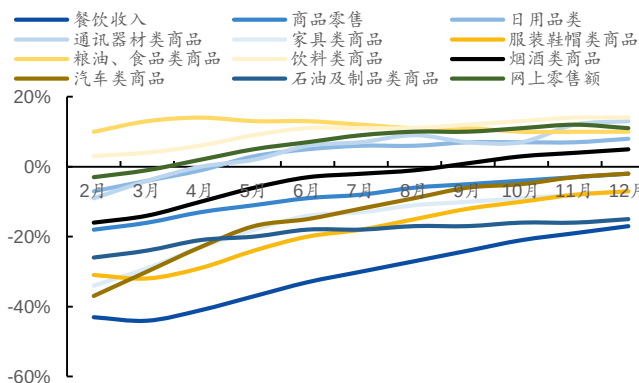
餐饮方面，餐饮消费券可分为用于线下实体门店的满减消费和线上外卖平台的优惠抵扣两种类型，约 85%的地级城市发放了餐饮消费券，受疫情冲击最为严重的餐饮行业成为本轮消费券的重点扶持行业。其原因包括一方面，发放消费券具有面值小及频次高的特征，与餐饮消费场景适配度较高，另一方面，餐饮企业以小微企业为主，其防范风险能力较弱，消费券的短期刺激可尽量将其损失减至最小化，复苏弹性较高。

零售商超方面，零售消费券为以快消品或生活必需品为主要抵扣对象，涉及细分门类广泛，涵盖商超券、百货券、购物券、电商券、特产券等，约 72%的地级城市发放了零售消费券，通过零售消费券刺激叠加商家主动让利，尽快处理过量库存以进一步驱动上游生产端恢复正常运行。

文旅方面，文旅消费券主要用于酒店住宿、景区门票、购买图书的满减优惠，约 40%的地级城市发放了文旅消费券，该类城市分布主要集中于疫情态势较为缓和且以旅游作为产业支柱的地区，同时，旅游业还能带动其他周边产业消费复苏，产业间联动性较强。

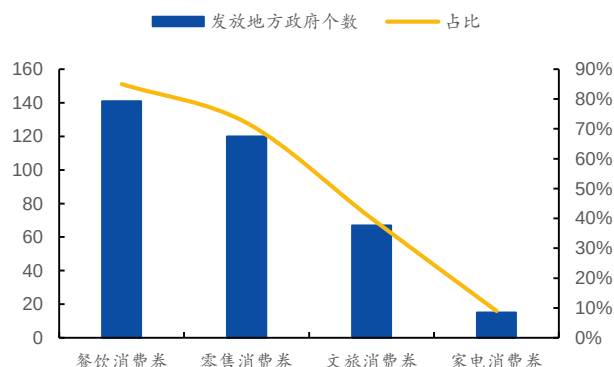
此外，本轮消费券对家电等耐用品领域针对性不强，仅约 9%的地级城市发放了家电消费券，优惠力度也相对较弱。整体而言，消费券对各个行业的拉动效应有所差异，我们认为，在经济下行压力较大的阶段，消费券可作为存量消费集中释放的方式，在短期内可对消费弹性较大且受损严重的行业起到较为明显的拉动效应，而在中长期内，消费券政策拉动效应有限。

图 30：2020 年国内重点行业消费累计增长率情况



资料来源：国家统计局，国元证券研究所

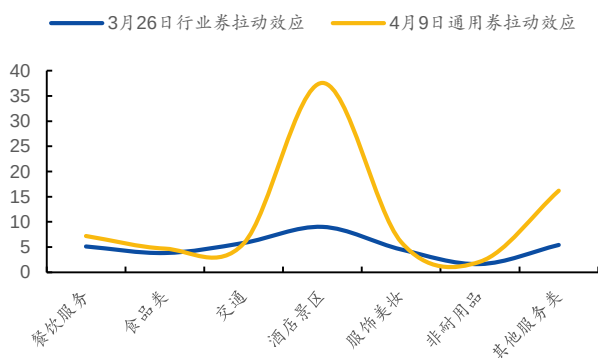
图 31：各类消费券发放政府个数及占比情况（单位：个）



资料来源：《2020 年中国消费券发放情况及影响因素浅析》，国元证券研究所

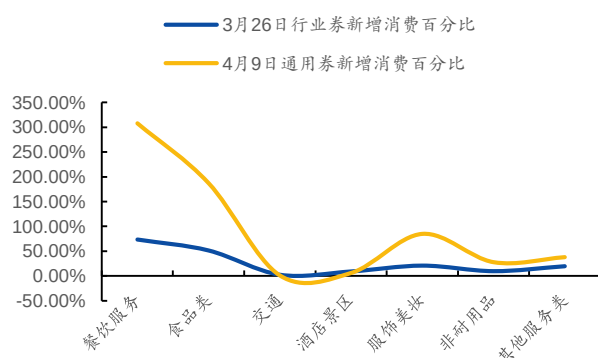
从消费券的刺激效果差异分析，核销率方面，消费券的满减力度、可核销范围均可影响核销率，消费券使用限制越低、折扣率越高，刺激效果越好，高门槛或专项消费券一般核销率较低，广西 3 月 26 日发放的第一批消费券为行业券，4 月 9 日及之后发放通用券（即不限制消费券的使用场景），4 月 9 日通用券拉动的新增消费金额在各个行业中均高于 3 月 26 日表现；关联杠杆率方面，消费券对不同收入人群的拉动效应存在差异，人均 GDP 低的地区，消费券拉动消费效果更显著，株洲市/长沙市关联杠杆率分别为 13.9/11.7，高于北京市/珠海市的关联杠杆率(8.7/7.2)，说明消费券对欠发达地区的刺激效果优于发达地区，此类差异在不同收入人群之间同样存在，以杭州消费券为例，低/中/高收入人群的杠杆率分别为 5.0/3.8/2.6，低收入人群在消费券的刺激下潜力较大。

图 32：广西 3 月 26 日与 4 月 9 日消费券对不同行业的拉动效应



资料来源：《疫情下的消费重启》，国元证券研究所（注：拉动效应为新增消费与核销金额的比值）

图 33：广西 3 月 26 日与 4 月 9 日消费券对不同行业促进新增消费幅度



资料来源：《疫情下的消费重启》，国元证券研究所（注：消费增加百分比表示实验组消费者领券前消费金额相比领券前的倍数，相较于对照组消费者倍数所增加的百分比）

表 6：部分地区核销率及杠杆率情况列示

发券城市	累计核销优惠金额（万元）	核销率	累计核销金额（万元）	关联消费杠杆率
株洲市	212.3	21.2%	2955.5	13.9
长沙市	0.05	0.0%	0.6	11.7
江门市	4686.1	78.1%	53613.2	11.4
中山市	1104.7	55.2%	10526.3	9.5
北京市	679.3	4.5%	5910.6	8.7
廊坊市	341	68.2%	2929.3	8.6
滨州市	18.9	18.9%	153.3	8.1
成都市	2922	8.0%	23743.7	8.1
惠州市	320.8	32.1%	2597.9	8.1
珠海市	5830.9	97.2%	41806.6	7.2

资料来源：《新冠疫情下不同补贴对居民消费的影响》，国元证券研究所

宏观维度来看，发放消费券对地区经济刺激成效显著，尤其对疫情受损严重地区的提振作用更为明显。根据光华-蚂蚁团队利用支付宝平台数据对杭州消费券刺激作用研究，政府 1 元钱的消费补贴平均能够带来 3.5-5.8 元以上的新增消费，根据《我国消费券发放的现状、效果和展望研究》，在未发券之前，发券城市及未发券城市的微信支付笔数变化趋势基本一致，3 月份发券以后，两类城市的交易笔数差距逐渐拉大，可见消费券对经济可产生明显刺激作用。此外，横向对比武汉市和非武汉市的刺激效果，中小微企业和小微企业的营收分别提升 50%/64%，远高于同等条件下非武汉地区的中小微企业和小微企业的营收分别提升 28%/27%，原因系武汉的小微企业受疫情冲击最为严重，因此对刺激政策的敏感度也最高。

图 34：发券城市与未发券城市支付交易笔数对比情况（单位：%）

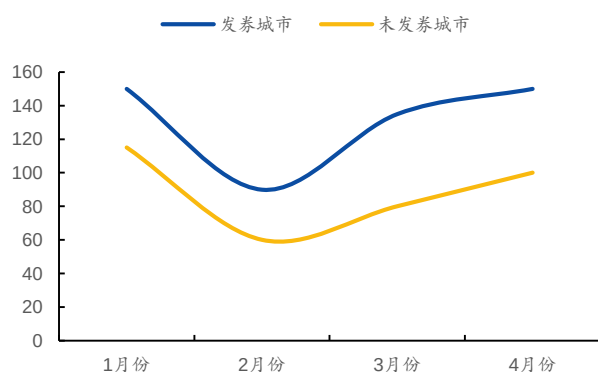
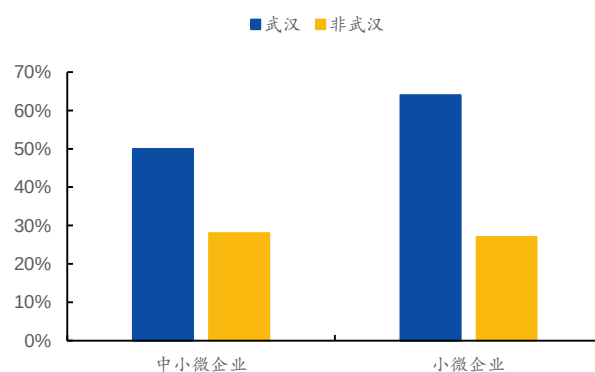


图 35：武汉市和非武汉市的中小微企业和小微企业刺激效果对比



资料来源：《我国消费券发放的现状、效果和展望研究》，国元证券研究所（为以 2019 年 12 月为基准（100%）平减的百分比）

资料来源：《我国消费券发放的现状、效果和展望研究》，国元证券研究所（为以 2019 年 12 月为基准（100%）平减的百分比）

细分板块维度看，发放消费券对定向行业消费刺激作用明显，其中百货行业恢复最快，餐饮行业弹性最大。仍以光华-蚂蚁团队利用支付宝平台数据对杭州消费券数据分析，在 2020 年 3-4 月期间，受到消费券刺激行业支付笔数/支付金额的反弹幅度分别是未受消费券刺激行业的 3.11 倍/5.15 倍，被补贴行业的恢复速度更快。具体

来看，百货超市、餐饮和文旅为定向发放消费券行业，而交通通信和居住行业为未定向发放消费券行业，以 2019 年 12 月的月度均值为比较基准，疫情爆发时，餐饮的交易笔数/交易金额跌幅最大，2020 年 2 月仅分别为 2019 年 12 月的 15%/21%，为跌幅最大板块，经 3 月政府推出刺激消费政策后，各行业开始出现不同程度恢复，其中以百货超市恢复最快，交易笔数/交易金额已经达到甚至超过 2019 年 12 月的水平，餐饮恢复弹性居于首位，主要系消费者对于餐饮的需求在疫情中被压抑最为严重。

图 36:2019 年 12 月-2020 年 4 月分行业微信支付交易笔数对比

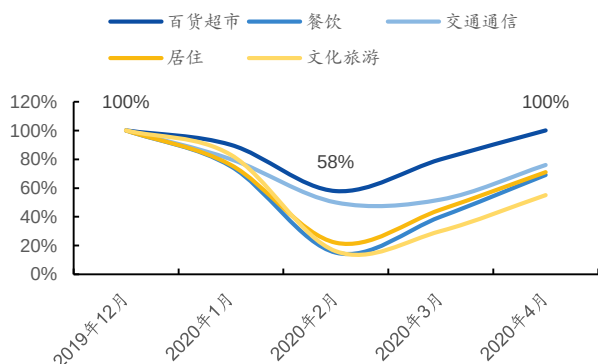
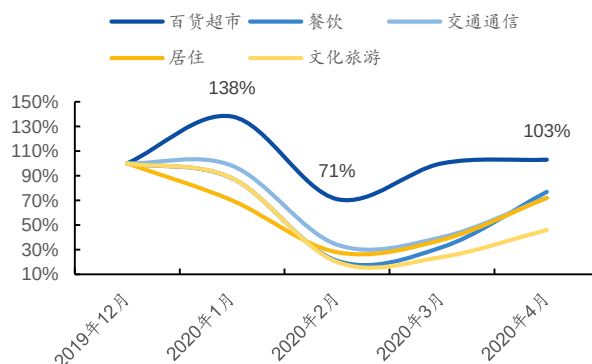


图 37:2019 年 12 月-2020 年 4 月分行业微信支付交易金额对比

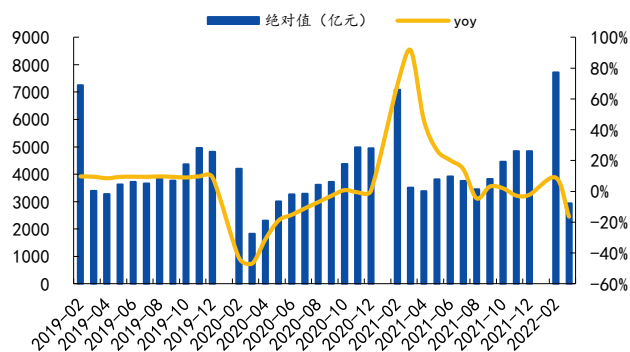


资料来源：《我国消费券发放的现状、效果和展望研究》，国元证券研究所（注：4 月数据为 1 日-23 日均值，以 2019 年 12 月的月度均值为基准）

资料来源：《我国消费券发放的现状、效果和展望研究》，国元证券研究所（注：4 月数据为 1 日-23 日均值，以 2019 年 12 月的月度均值为基准）

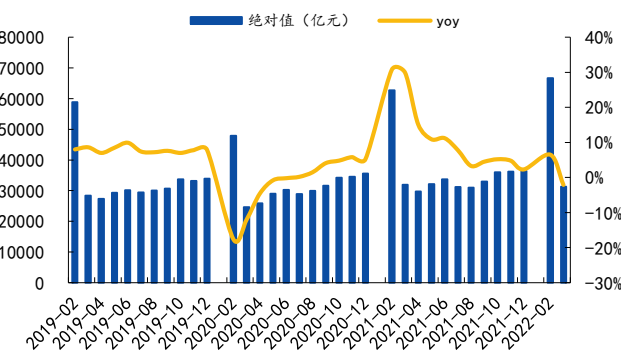
部分行业短期刺激效果显著，各行业社零表现逐步回暖。分析各板块社零数据，2020 年 1-2 月，餐饮收入为 4194 亿元，同比下降 43%，其中限额以上单位餐饮收入 928 亿元，同比下降 40%，系疫情致使堂食餐饮大面积闭店歇业，对餐饮及限额餐饮收入降幅最为显著。其次商品零售降幅位居第二，同比下降 18%。进入 3 月初，政府开始陆续投放消费券，逐步将疫情期间被抑制的消费需求释放出来，各板块社零降幅逐步缩窄，餐饮板块与商品零售板块分别于 2020 年 10 月和 2020 年 7 月实现疫后首次正增长，各行业社零表现逐步回暖。

图 38：餐饮板块社零及增速（单位：亿元，%）



资料来源：国家统计局，国元证券研究所

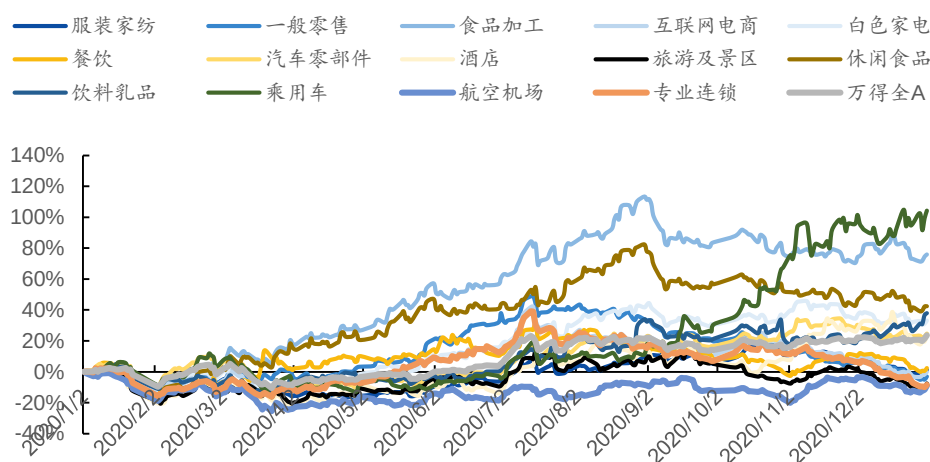
图 39：商品零售板块社零及增速（单位：亿元，%）



资料来源：国家统计局，国元证券研究所

疫情受损较为严重的板块在疫后普遍迎来阶段性行情。2020 年疫情自当年 1 月由武汉扩散至全国，并使得全国封锁，2 月新增病例峰值超 15000 例，发展至 3 月疫情态势趋向缓和态势，同时政策刺激开始介入。从各消费板块表现行情分析，在疫情得到控制后，必选消费、可选消费及服务三大类板块相对于大盘均有阶段性的行情，主要包括一般零售、酒店、餐饮、旅游及景区、食品加工、互联网电商、休闲食品、专业连锁等疫情受损较为严重的板块，该类板块在疫情迎来拐点后均迎来阶段性上涨且启动上涨同步性较高，其上涨驱动因素主要来自于疫后的复苏预期，疫情达到拐点后市场预期疫情将能在短期得到全面控制，叠加政府推出消费刺激政策如发放消费券，存量消费需求释放将带来阶段性行情与超额收益。

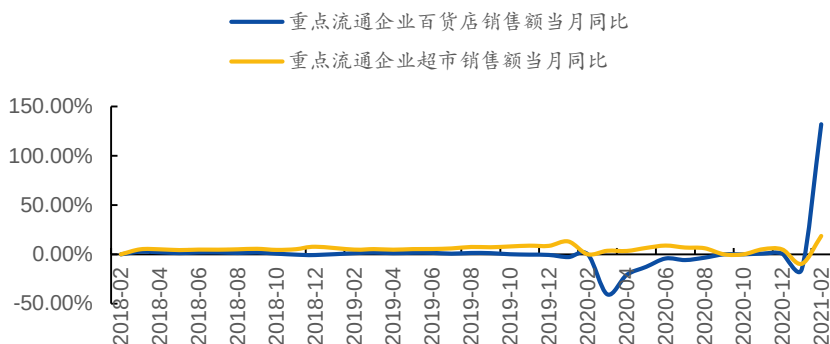
图 40：2020 年疫情期间各消费细分行业指数（申万）走势情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

复苏节奏取决于解开消费场景限制叠加交通恢复情况，恢复逻辑与防疫政策的放松程度基本一致。我们认为疫后主要修复逻辑为：先必选消费再可选消费，从近距离消费到远距离消费。具体而言，随着线下消费场景的逐步放开，一般零售、餐饮、食品加工及休闲食品板块率先恢复，其中，食品加工和休闲食品在 2020 年 2 月底最先出现复苏态势且复苏弹性较大，随后基于防疫效果效果进一步显现，消费场景进一步扩大，7 月旅游及景区和乘用车同比开始转正并出现增长态势。此外，从销售当月同比情况也可验证，重点流通企业超市/重点流通企业百货销售同比分别于 20 年 3 月、11 月开始转正，超市复苏节奏明显快于百货，原因系超市必选消费属性强于百货。

图 41：重点流通企业商超和百货销售额当月同比情况对比

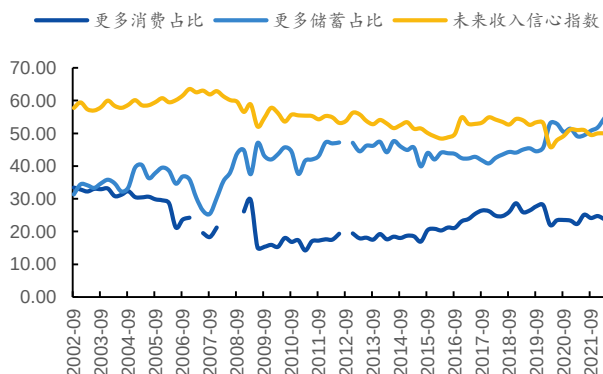


资料来源：Wind，国元证券研究所

2.3 储蓄率、消费者信息及杠杆率影响长短期消费刺激政策着力点

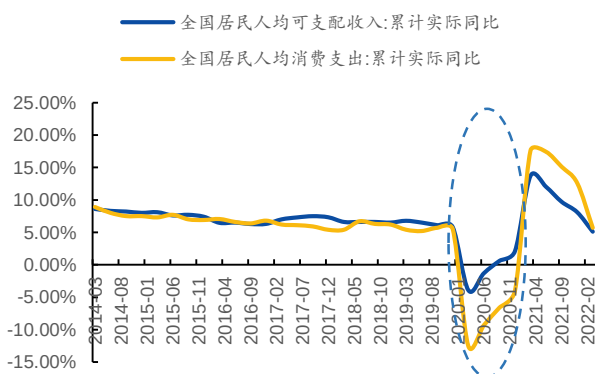
对比长短期刺激政策，从消费意愿维度对比，根据央行建立的季度调查问卷数据，家电消费刺激政策（2007 年底-2013 年）推出的时间段，更多储蓄占比中枢维持在 43% 左右，同时居民对未来收入较为乐观，未来收入信心指数中枢维持在 56% 左右；疫情后短期消费刺激政策（2020 全年）推出的时间段，更多储蓄占比中枢维持在 52% 左右，同时居民对未来收入较为悲观，未来收入信心指数中枢维持在 49% 左右，疫情影响下 2020 前 12 月居民可支配收入累计增长 2.1%，远低于历史同期 8% 水平，居民储蓄率较疫情前也开始显著提升，2021 年前 12 月居民消费支出累计下降 4.0%，低于历史同期 7% 水平。对比来看，初期在居民可支配收入增速较快叠加家电、汽车等高额消费品渗透率较低的情况下，以力度较大的财政政策刺激加速催化增量需求释放，其政策长期渗透效果较好，随着近几年家电、汽车的增量空间逐步减小叠加疫情以来居民收入增速较为缓慢，以短期针对性较强的消费券政策刺激可激发疫情期间存量消费的积压需求释放，其政策短期提振效果明显。

图 42：全国城镇储户问卷储蓄及消费占比调查情况



资料来源：Wind，国元证券研究所（注：该问卷为央行建立季度调查制度，即每季在全国 50 个城市、400 个银行网点随机抽取 50 名储户，全国共 20000 名储户调查储蓄及消费占比）

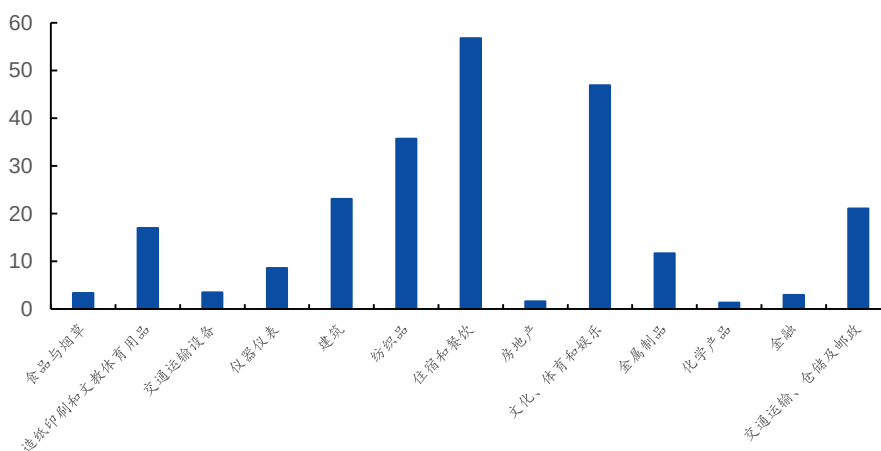
图 43：全国居民人均可支配收入与支出累计同比情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

短效刺激从行业复苏角度切入，消费券重点着力于撬动乘数效应大、拉动效应大的行业。以“钱券搭配”形式延长消费链条，消费效能，例如为恢复旅游市场景气而发放的消费券除了直接利好旅游板块以外，餐饮、交通、住宿、零售、娱乐等板块均随之受益，对经济活动将产生数倍的乘数效应与拉动效应，对上游生产端起积极作用，并以生产带动就业，以就业拉动消费，形成良性的消费回补闭环。行业倾向方面，消费券主要作用于日常民生消费，如餐饮、零售行业，该类行业对应产业链条较短，同时也是受疫情冲击最为严重的行业，亟待短效刺激释放复苏信号，刺激效果良好，其中餐饮消费券和购物消费券（主要在零售行业使用）在整体消费券中的核销率最高。

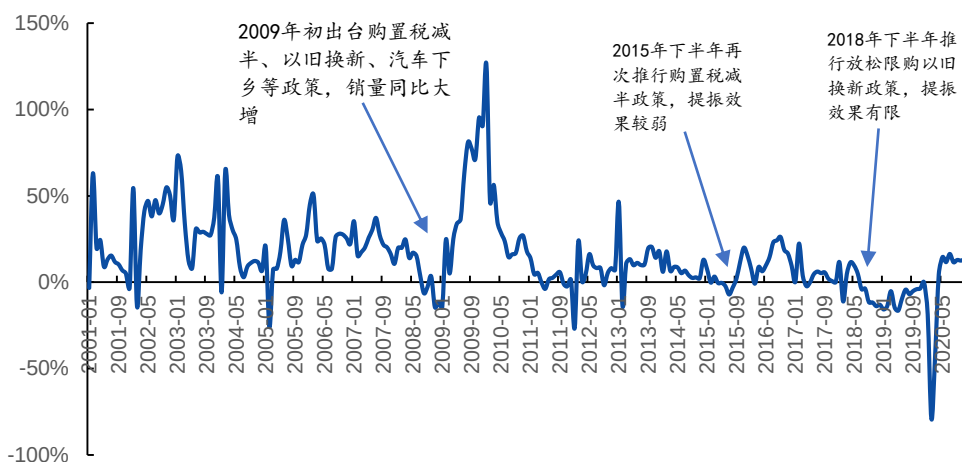
图 44：部分行业消费券的最低杠杆情况



资料来源：《财政压力下消费券的杠杆设计——兼论刺激消费的资金来源问题》，国元证券研究所

长期刺激从国民经济长期发展角度切入，家电和汽车属于重要的大宗消费品，存在较大政策刺激空间。基于家电、汽车等行业均属于高额消费品，对扩消费、稳增长具有关键作用，通过财政补贴方式撬动消费可行性较高，以汽车为例，作为核心工业板块，通过刺激汽车行业，可对整条汽车产业链产生提振作用，包括发动机制造、轮胎、齿轮、油漆、玻璃等多个行业，同时还可以充分挖掘内需，扶持民族产业，刺激就业，从 3 轮汽车刺激政策来看，其中 2009 年汽车消费反弹最为明显，主要原因系当时汽车渗透率处于较低水平叠加政策补贴力度大，而 2015、2018 年的两轮刺激提振效果有限，系当时经济下行压力较大叠加政策力度较小所致。

图 45：中国汽车销量当同比与政策刺激复盘



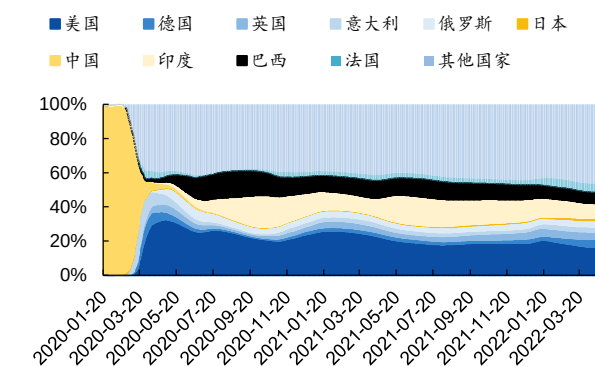
资料来源：Wind，国元证券研究所

3.他山之石：日本现金补贴流入储蓄，美国高额激励刺激零售

3.1 疫情期间各国消费券与现金补贴两大消费刺激政策并行

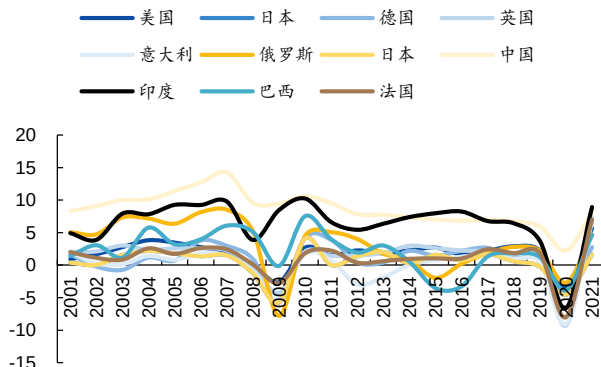
全球各国颁布消费刺激政策以应对疫情，不同储蓄水平下，消费券与现金发放政策并行。为应对新冠肺炎疫情造成的人民生活成本上升/国家经济整体下行，世界各国都采取了相应的援助计划/纾困措施。面对疫情，世界各国的财政政策措施主要可分为三种：加大基础设施建设投资、增加公共服务领域支出、发放补贴及减税。其中在发放补贴的措施中，根据各国居民储蓄水平补贴/纾困金的发放形式主要可分为直接发放现金和发放消费券两种：居民储蓄率较低的国家，如美国、日本、德国（2019年储蓄率分别为 19.25%、28.25%、28.71%）选择了直接发放现金以刺激经济。而居民储蓄率较高的国家，如中国、新加坡、韩国（2019 年储蓄率分别为 43.9%、45.5%、34.5%）选择了发放消费券的方式以刺激经济。

图 46：新冠肺炎疫情累计确诊病例主要国家情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 47：新冠肺炎疫情累计确诊病例主要国家 GDP 实际同比增长（单位：%）



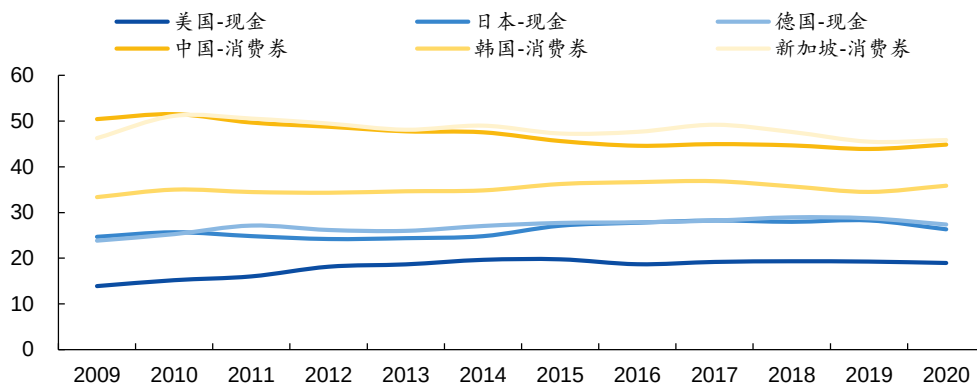
资料来源：Wind，国元证券研究所

表 7：世界经济体推出现金/消费券政策

国家	主要方式	针对对象	政策相关内容
美国	直接发放现金/退税	符合条件人群	2020 年 3 月颁布 CARES 法案，对符合条件的群体发放 1200 美元，17 岁以下儿童增加 500 美元，高收入群体纾困金的发放会有相应的减少； 2020 年 12 月推出综合拨款法案，对符合条件的群体发放 600 美元，17 岁以下儿童增加 600 美元，高收入群体纾困金的发放会有相应的减少； 2021 年 3 月推出美国救援计划，对符合条件的群体发放 1400 美元，17 岁以下儿童增加 1400 美元，高收入群体纾困金的发放会有相应的减少。
日本	直接发放现金/补贴	全体国民	2020 年 4 月宣布对全体国民每人发放 10 万日元现金（不设限制） 2021 年 11 月推出《克服新冠、开拓新时代的经济刺激》计划，向 18 岁以下发放 10 万日元补贴
新加坡	发放消费券（电子）	所有新加坡公民	2020 年年满 18 周岁居民发放 100 新旅游消费券；所有家庭获得 100 新生活补助券
韩国	发放消费券（电子）	1000 万名以上国民	2020 年 10 月底发放各行业金额不等的折扣券，可用于住宿、旅游、演出、电影、展览、体育、餐饮和农副产品

资料来源：美国财政部，日本国首相官邸，韩国企划财政部和文化体育观光部，新加坡 Community Development Councils，国元证券研究所

图 48：不同国家推出的政策及总储蓄占国民收入比重（单位：%）

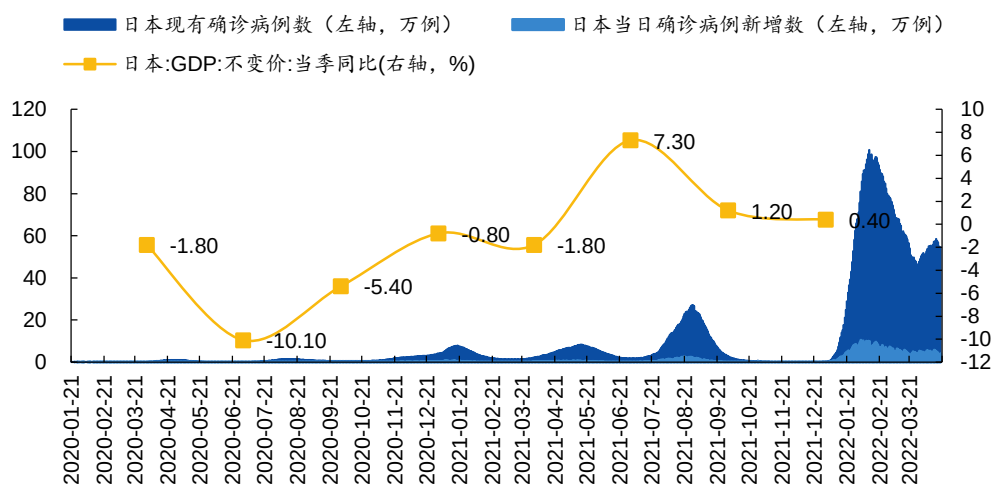


资料来源：Wind，世界银行，国元证券研究所

3.2 日本：居民偏好储蓄，现金补贴难以提振消费

疫情爆发于 2021 年下半年，期间启动两轮现金补贴。2020 年 1 月 16 日，日本通报首宗新冠疫情病例；1 月 27 日，“钻石公主号”邮轮停靠于日本港口且乘客检测阳性；4 月 5 日，东京累计确诊病例超过 1000 人，同日国内累计死亡病例超过 100 宗。日本疫情爆发高点分别位于 2021 年 8 月及 2022 年 1 月，确诊病例数分别于 2021 年 8 月 29 日/2022 年 2 月 11 日达到顶峰，分别为 27/101 万例；截至 2022 年 4 月 19 日，日本累计确诊 745 万例，其中累计治愈/死亡 688/3 万例，现有确诊 54 万人。疫情期间，日本为刺激经济以及对新冠疫情影响的个人及家庭进行救助，分别于 2020 年 4 月、2021 年 11 月推出补贴政策，通过直接发放现金的方式进行纾困和刺激经济。

图 49：日本新冠确诊情况以及 GDP 变动情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

受疫情影响，第一次现金补贴未能促进消费。日本总理在 2020 年 4 月 17 日关于新型冠状病毒感染症安倍内阁总理大臣记者招待会中宣布将于 4 月底开始启动向全国每一位国民统一发放 10 万日元补助，现金补助总额共 14 万亿日元。但该笔补助大部分都流入了储蓄，2020 年 6 月两人及以上的劳动者家庭月可支配收入 72 万日元，同比增长 19.0%，但消费性支出同比下降 3.3%。

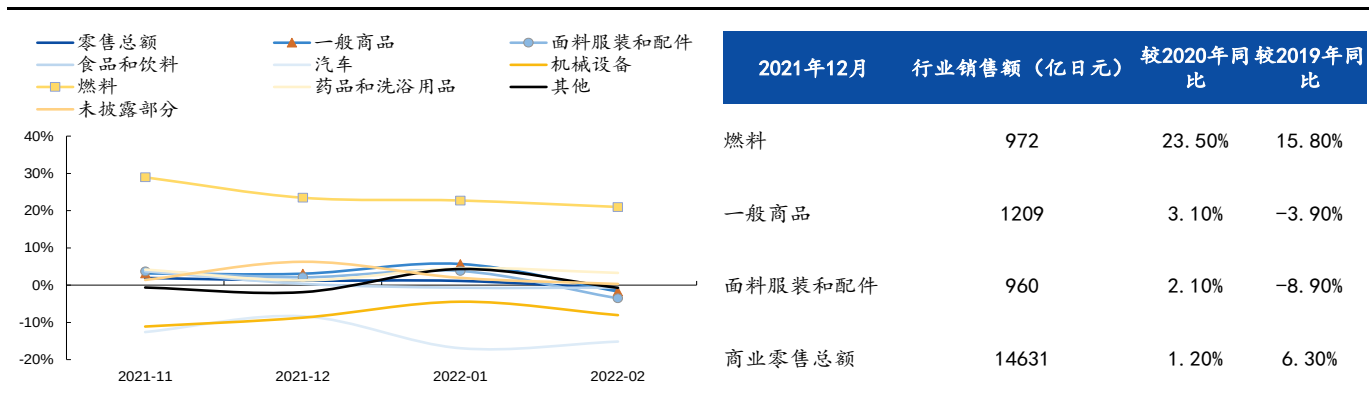
第二次补贴落地，零售有所提振。2021 年 11 月 19 日日本推出旨在克服新冠、开拓新时代的经济对策，财政支出共 55.7 亿日元，其中对 18 岁以下的儿童发放 10 万日元补贴。该次补贴让两人及以上的劳动者家庭 2021 年 12 月消费性支出环比 11 月增长 13.1%，同比 2020 年 12 月增长 3.1%。12 月日本零售总额同比增长 1.2%，增长主要集中在燃料/一般商品/面料服装和配件行业，其中燃料销售额的增长主要源于下半年原油价格的增长。

表 8：日本两次现金补贴简介

发布日期	法案/会议名称	规模	个人补助主要内容
2020/4/17	安倍内阁总理大臣有关新型冠状病毒感染症记者招待会	-	14 万亿日元，用于向每一位国民每人发放 10 万日元现金补贴，
			22.1 万亿日元用于“防止新冠疫情蔓延”。其中包括提出免费实施第三剂疫苗的接种，向营业额骤减的中小商家发放最多 250 万日元的“恢复业务支援金”等。
			9.2 万亿日元用于“在新冠疫情下重启社会经济活动和防备下一个危机”，重启提升地方活力的政府旅游支援项目“Go To Travel”，同时加强国产疫苗的研发和生产体制。
2021/11/19	旨在克服新冠、开拓新时代的经济对策	财政支出 55.7 万亿日元	19.8 万亿日元用于“开创未来社会的‘新资本主义’的启动”。其中包括以 18 岁以下儿童为对象发放相当于 10 万日元补贴、向个人编号卡新领取者和持有者发放最多价值 2 万日元的积分，提高保育士、护理人员和护士的工资。作为经济安全举措之一，支持在国内建造尖端半导体工厂，为 2050 年实现国内温室气体实际净零排放的去碳化社会“动员一切政策”。
			4.6 万亿日元用于“防灾减灾、强化国土等确保安全放心”。包括加强防备大规模灾害的防灾减灾措施，增强防卫力的方针。

资料来源：日本国首相官邸，国元证券研究所

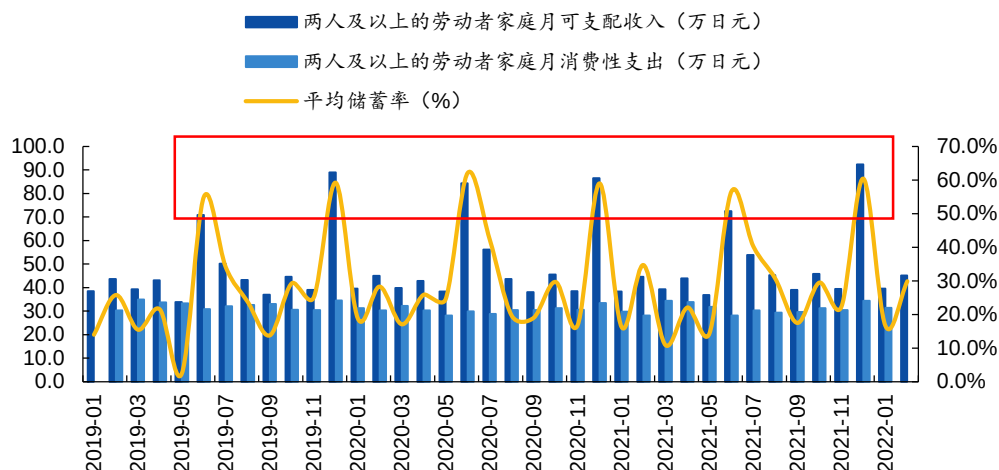
图 50：较 2020 年，2021 年 12 月日本零售销售额同比增速情况以及增长最快的前三行业



资料来源：Wind，国元证券研究所

储蓄习惯下，补贴资金对消费刺激不显著。就零售总额来看，日本两轮现金支出对零售额的推动均极其有限，2020 年 4 月宣布发放的现金补贴虽然有效增加了居民收入，但疫情带来的负面影响更大；2021 年 11 月对 18 岁以下儿童发放的 10 万日元未能显著刺激居民消费的原因则是日本居民有明显的储蓄习惯，两人及以上的劳动者家庭在每年的 6 月/12 月可支配收入增加后，都会选择新增大量储蓄资产，补贴资金同样未流入消费端。

图 51：两人及以上的劳动者家庭月可支配收入及消费、储蓄情况

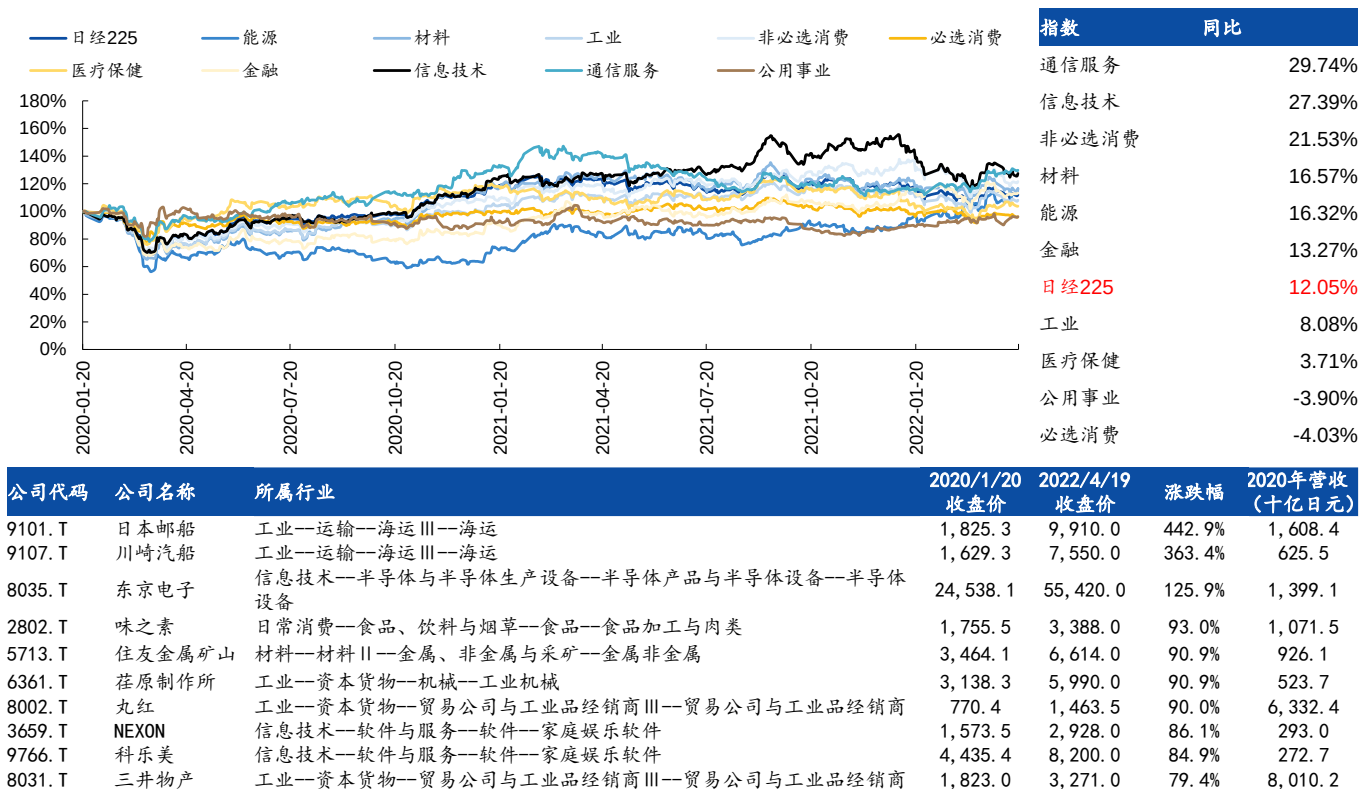


资料来源：Wind，国元证券研究所

股市整体上行，行业方面，通信服务板块领跑。我们以 2020 年 1 月 20 日收盘价为基准对日本各行业指数至 2022 年 4 月 19 日涨跌幅进行复盘，发现通信服务、信息技术、非必选消费、材料、能源、金融等行业有超过行业均值的表现，其中通信服务行业涨幅最大（29.74%），涨幅超过日经 225 17.7pct，领涨公司主要为富士通（+76%）、NTT（+58.2%）等大型通讯服务商。非必选消费行业则以 NEXON（+86.1%）、科乐美（+84.9%）、CYBERAGENT（+55.4%）等游戏厂商领跑，主要源于疫情导致线下娱乐活动减少，线上游戏玩家持续增多带来的利好。

个股方面，领跑公司以海运/贸易公司与工业品经销商/软件行业为主，2020 年营收规模均超 2727 亿日元（约 140 亿元人民币）。具体到个股，日经 225 中 2020 年 1 月 20 日至 2022 年 4 月 19 日收盘价涨幅最大的公司分别属于海运（2 家）/半导体产品与设备（1 家）/食品（1 家）/金属、非金属与采矿（1 家）/机械（1 家）/贸易公司与工业品经销商（2 家）/软件（2 家）等行业；规模方面，2020 年营收小于 1 万亿/1 万-2 万亿/2 万亿以上日元规模的公司数量分别为 5/3/2 家，最小规模为 2727 亿日元。其中，海运行业（日本邮船、川崎汽船）显著受益于疫情期间运价高增，净利润均有不同程度的增长；综合性经销商中丸红是日本主要的进出口商之一，2020 年业绩受疫情影响但 2021 年修复较好；软件行业中 NEXON、科乐美均为游戏公司。

图 52：2020/1/20-2022/4/19 日本各行业指数变化和日经 225 中涨幅最大的十家公司及相关信息（收盘价：日元）

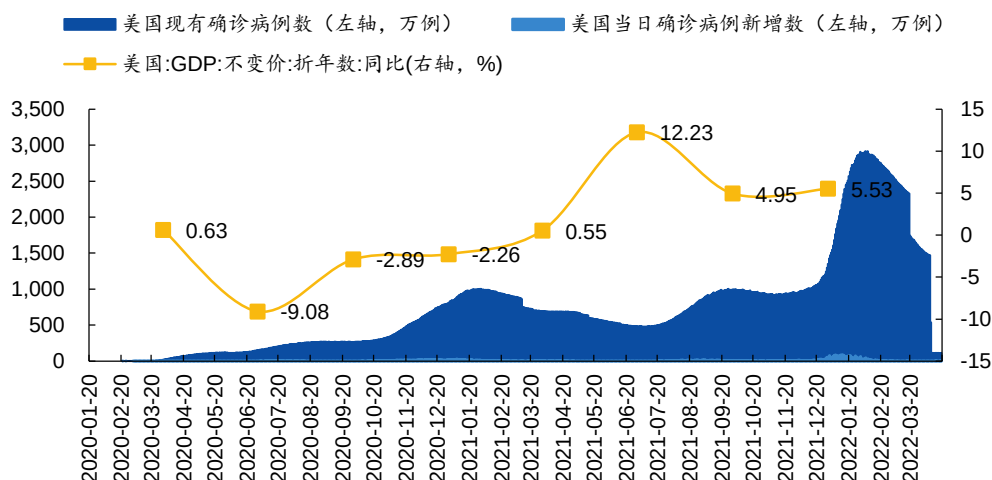


资料来源：Wind，国元证券研究所

3.3 美国：现金补贴+防疫政策放开，可选消费板块领跑

新冠疫情下经济萎靡，美国颁布三次法案刺激经济。2020年1月21日，美国宣布出现第一个2019新冠肺炎病例；3月10日，美国确诊病例破千；3月17日，全美50个州均出现确诊病例；3月27日，美国确诊数超过中国和意大利，成为疫情最严重的国家；随后因Delta、奥密克戎等病毒株的扩散而导致国内疫情的多次爆发，截止2022年4月19日，美国累计确诊8242万例，其中累计治愈/死亡8028/102万例，现有确诊112.6万人。疫情期间，美国为救助贫困人口以及刺激疫情导致下行的经济，分别于2020年3月、2020年12月、2021年3月共推出了三轮疫情期间的救助法案，通过转移支付的方式增加了个人收入。

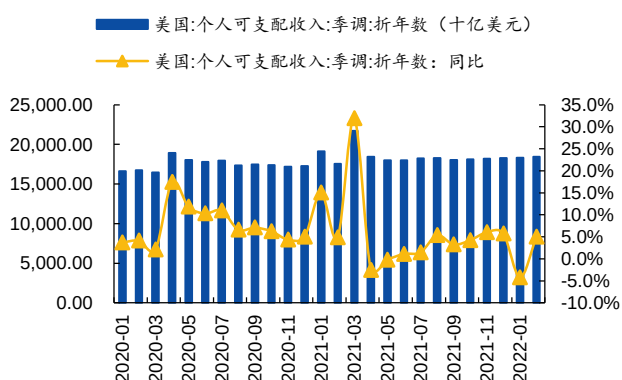
图 53：美国新冠确诊情况以及 GDP 变化



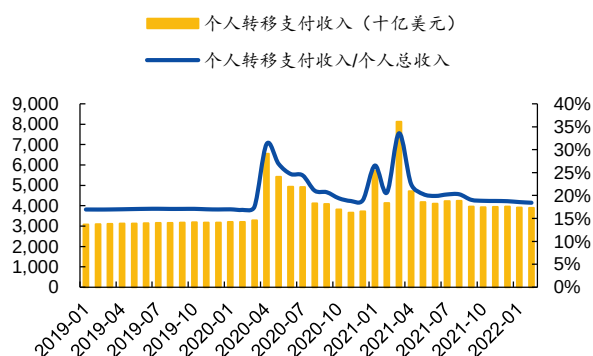
资料来源：Wind，美国经济分析局，国元证券研究所

图 54：美国疫情期间个人可支配收入情况及同比

图 55：美国疫情期间个人转移支付水平及与个人总收入比例



资料来源：美国经济分析局，国元证券研究所



资料来源：美国经济分析局，国元证券研究所

第一次拨款个人发放 1200 美元现金补助，大多流入个人储蓄。伴随美国新冠疫情的爆发，2020 年 3 月 27 日，美国总统特朗普正式签署《新冠病毒援助、救济与经济安全法案》（CARES 法案），该法案对个人以退税的方式对每个符合要求的纳税人发放 1200 美元的现金，每名 17 岁以下的儿童另外增加 500 美元现金额度。但该次现金补助的发放并未直接刺激消费，新冠疫情的未知性和不确定性让美国民众更倾向于选择储蓄而非马上消费。法案推出后，2020 年 4 月美国个人储蓄存款/个人可支配收入比例从 2020 年 3 月的 13.1% 增至 4 月的 33.8%。个人消费支出受疫情影响大于现金发放刺激，同比 2019 年 4 月下降 16.1%。

第二次拨款个人发放 600 美元现金补助，提振效果有限。自疫情爆发后，美国确诊人数占比居高不下，2020 年峰值达世界总确诊人数的 49.1%，失业率自 2020 年一

季度有所下降，但仍然维持在 6% 以上。于是美国公司于 2020 年 12 月 27 日签署了《2021 年综合拨款法案》，本次法案对个人现金发放额度为 600 美元，且每一名 17 岁以下的儿童都能带来额外的 600 美元现金。但此次补助规模较小，并且考虑到疫情难以有效控制以疫苗接种比例不足以形成群体免疫等原因，居民仅将小部分用于个人消费；2021 年 1 月，美国个人消费支出环比 2020 年 12 月增长 3.3%，同比 2020 年 1 月增长 0.6%；而个人储蓄存款/可支配收入比例从 2020 年 12 月的 14.0% 增至 2021 年 1 月的 19.9%。

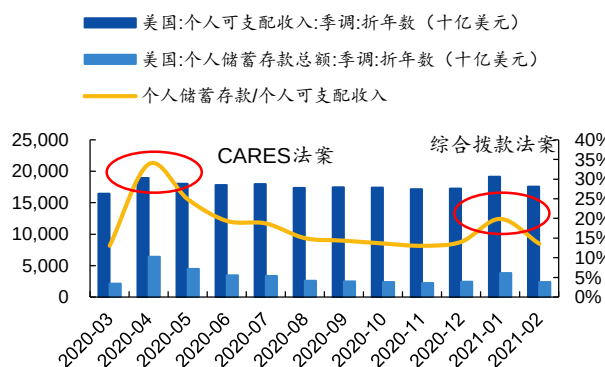
表 9：《CARES 法案》及《2021 年综合拨款法案》简介

生效日期	法案名称	总规模	对个人补助主要内容
2020/3/27	CARES Act	2.2 万亿美元	现金发放额度 1200 美元，符合条件的 17 岁以下的儿童另外增加 500 美元现金发放。 (当未婚/户主/联合纳税人调整后收入分别超过 75000/112500/150000 美元时，现金发放会减少)
2020/12/27	Consolidated Appropriations Act (综合拨款法案)	9000 亿美元	现金发放额度 600 美元，符合条件的 17 岁以下的儿童另外增加 600 美元现金发放。 (当未婚/户主/联合纳税人调整后收入分别超过 75000/112500/150000 美元时，现金发放会减少) ；每周 300 美元的失业补助

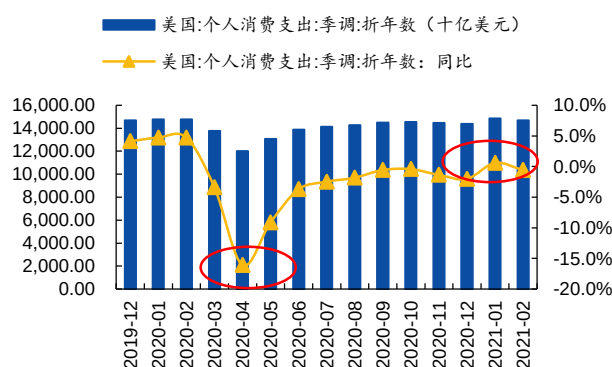
资料来源：美国财政部，国元证券研究所

图 56：美国个人储蓄存款及占个人可支配收入比例

图 57：美国个人消费支出及增长情况



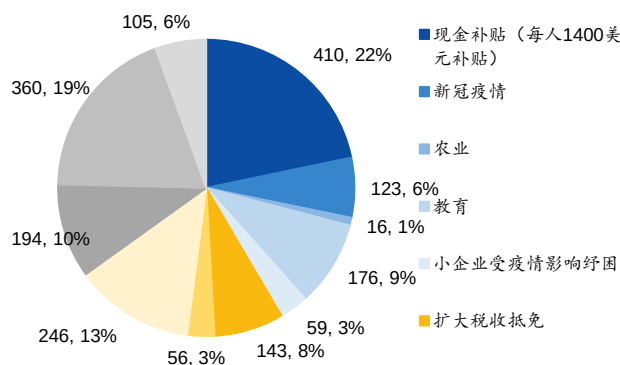
资料来源：Wind，国元证券研究所



资料来源：Wind，国元证券研究所

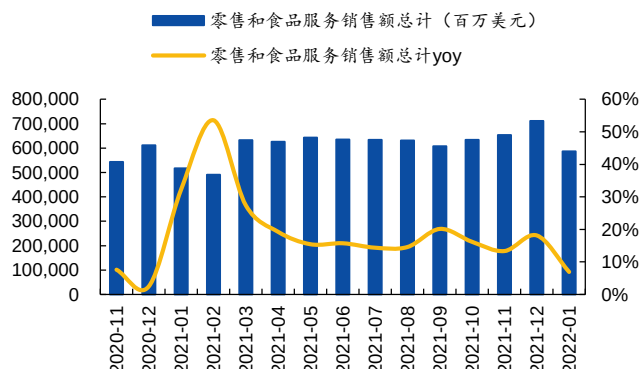
2021 年 3 月 11 日，《美国救援计划法案》正式签署生效，零售和食品服务消费刺激明显。此轮补助在 2020 年 12 月的 9000 亿法案的基础上，给予工作家庭每人（对家属年龄不再做任何要求）1400 美元的救济，将总体救济金提高到每人 2000 美元；同时扩大失业救济金的覆盖面并且延长至 2021 年 9 月。此次现金的发放促进消费效果较为明显，2021 年 3/4 月美国零售和食品服务销售额分别同比增长 32.4%/53.6%。

图 58: The American Rescue Plan (美国救援计划) 简介



资料来源: 白宫, 华尔街日报, 国元证券研究所

图 59: 美国零售和食品服务销售总额在 3-4 月份迎来高增

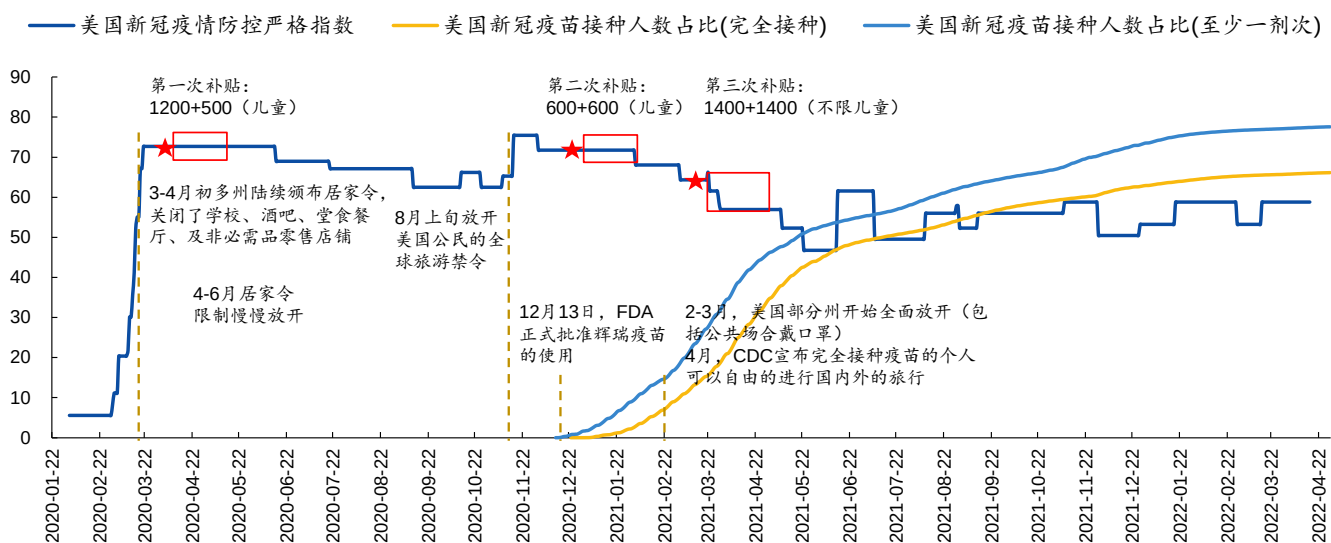


资料来源: Wind, 国元证券研究所

对比美国三轮补贴的时间点, 我们认为除了补贴金额、居民预期以外, 防疫政策的严格程度是影响补贴是否能刺激消费的主要因素。2020 年 3-4 月 (第一次现金补贴期间), 美国基本上所有州都推出了一系列较为严格的管控政策, 除旅游禁令、居家令外、禁止聚会还有关闭学校、老幼日间照护所、酒吧和堂食餐厅、非必需品零售店等一系列管控措施。在 4-5 月, 美国各州又逐步放开了居家令的约束, 8 月上旬甚至放开了美国公民的全球旅游禁令, 但随后反弹的疫情让多个州宣布叫停了经济重启活动。2020 年 11 月-2021 年 1 月 (第二次现金补贴期间), 期间虽然美国批准并开始接种了疫苗, 但疫情的反弹导致防疫管控严格程度甚至超过了疫情刚爆发之时。在这段时期中, 防控政策给居民生活及线下消费带来了诸多不便, 2020 年 4 月至 2021 年 3 月是美国电子购物和邮购商店销售额近十年同比增长最快的一段时期。

2021 年 4 月 2 日, CDC 发布了新的指南, 称完全接种疫苗的个人只要戴好口罩就能恢复在美国国内外的自由旅行, 这代表了美国自 2020 年初疫情爆发以来防疫管控严格程度达新低, 居民自由活动程度得到极大增强; 与之对应, 4 月美国电子购物和邮购商店销售额同比增长 13.17%, 较 3 月下降 19.81pct。我们认为, 此轮现金补贴除了金额更大、疫苗接种令居民在一定程度上放心以外, 能成功刺激居民消费的重要原因是防疫政策的放开给予了居民消费的空间。针对该轮现金补贴刺激, 我们在疫情防控放开后得到修复/成长的板块进行了进一步讨论。

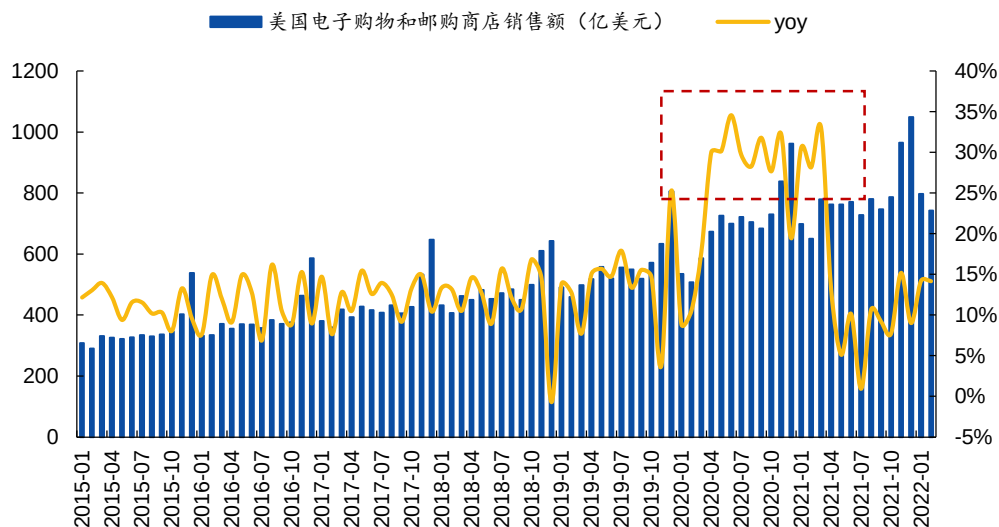
图 60：美国新冠疫情部分防控政策及严格指数，新冠疫苗接种人数占比



资料来源：Wind，国元证券研究所

注：严格性指数是一个综合衡量指标，基于九个响应指标(学校停课；工作场所关闭；取消公共活动；限制公众集会；公共交通关闭；居家要求；公共信息运动；限制内部流动；和国际旅行管制)，调整为0到100的值,100为最严格。

图 61：美国电子购物和邮购商店销售额及同比

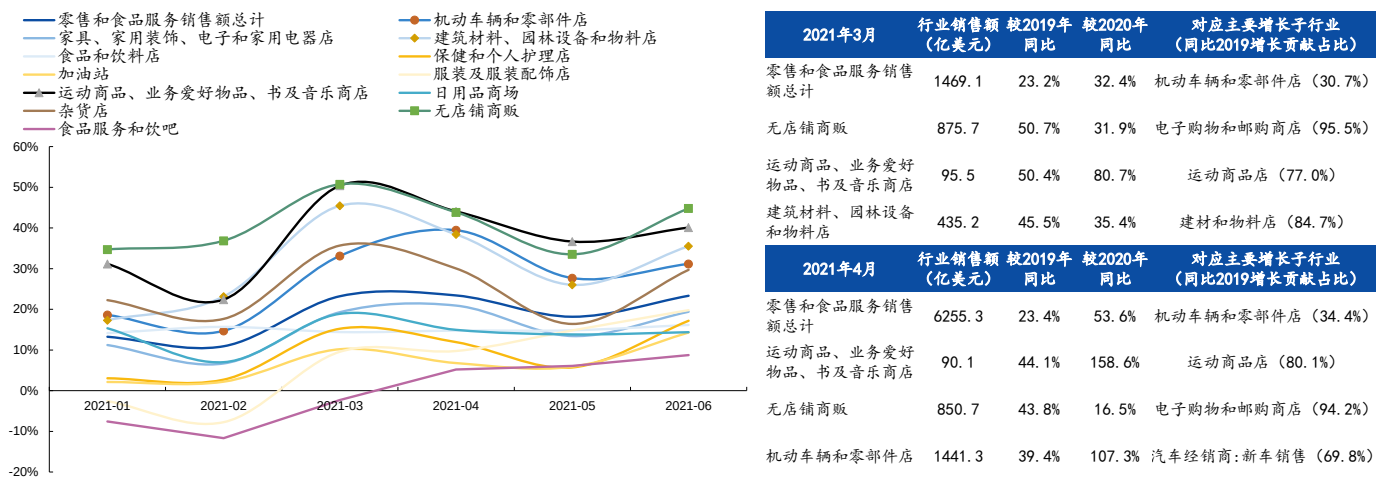


资料来源：Wind，国元证券研究所

政策落地，非必需消费品销售额取得高增长。与疫情前对比（2019年），2021年3月销售额增速最快的行业分别是无商贩店铺/运动商品、业务爱好物品、书及音乐商店/建筑材料、园林设备和物料店，较2019年增速分别为50.7%/50.4%/45.5%。

4月销售额增速最快的行业分别是运动商品、业务爱好物品、书及音乐商店/无商贩店铺/机动车辆和零部件店，较2019年增速分别为44.1%/43.8%/39.4%。对应销售额主要增长的细分子行业是电子购物和邮购商店、运动商品、建材和物料、新车销售等。

图 62：较 2019 年，美国零售和食品服务销售额增速以及增速最快的前三个行业

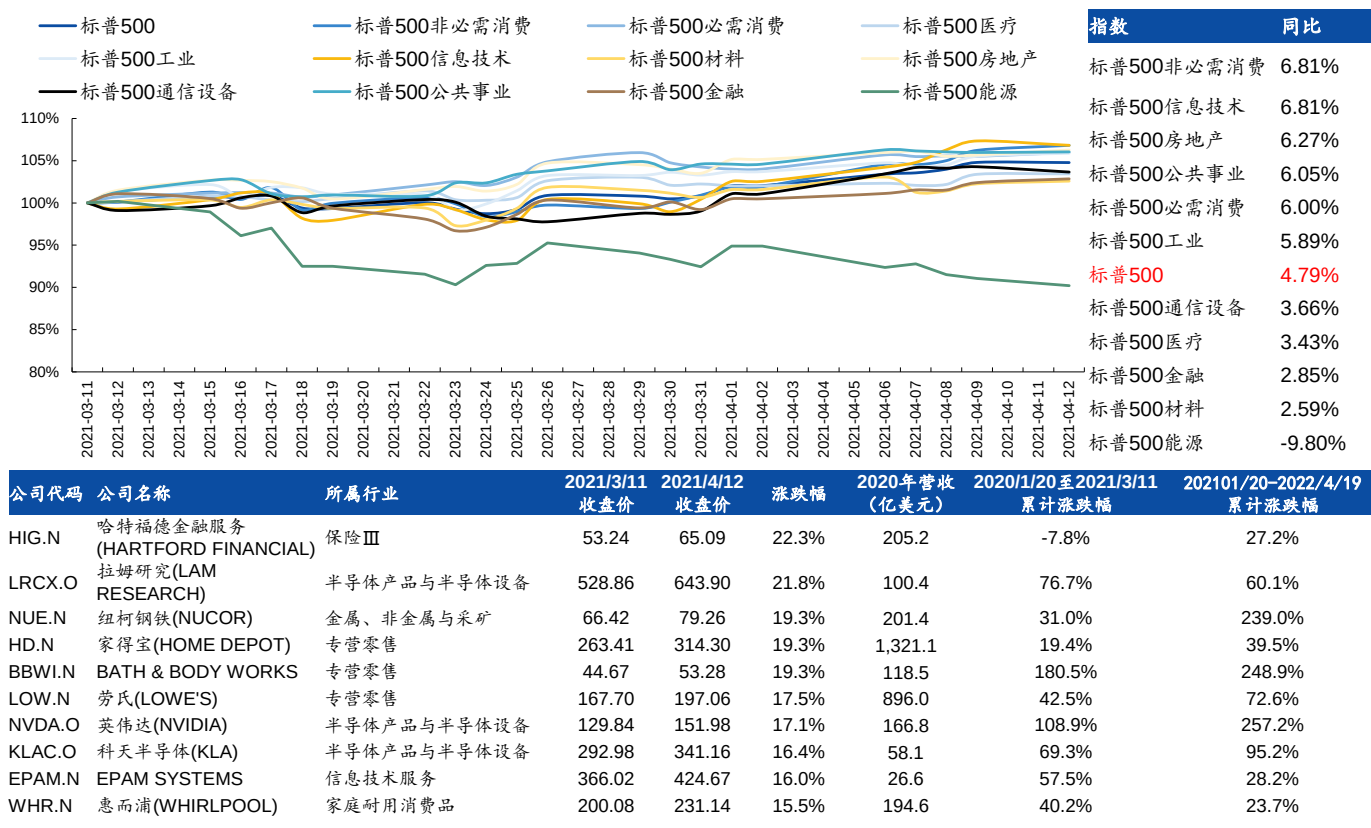


资料来源：Wind，国元证券研究所

股市整体上扬，非必需消费板块领跑。对应资本市场，我们以2021年3月11日收盘价为基准对美国各行业指数一个月内的变化进行复盘，发现非必需消费、信息技术、房地产、公共事业、必需消费、工业等行业均有超过行业均值的表现，其中非必需消费行业涨幅最大（6.8%），涨幅超过标普500 2.0pct，这说明在解决基本需求后，资金会更倾向于流入电商、零售等非必需消费板块，与零售额的增长情况也比较吻合。

领跑公司以专营零售/半导体行业为主，2020年营收规模超26.6亿美元（约174亿元人民币）。具体到个股，标普500中3月11日至4月12日收盘价涨幅最大的公司分别属于保险（1家）、半导体产品与设备（3家）、专营零售（3家）、金属非金属与采矿（1家）、信息技术服务（1家）、家庭耐用消费品（1家）；规模方面，2020年营收小于100亿/100-200亿/200-500亿/500亿以上美元规模的公司数量分别为2/4/2/2家，最小规模为26.6亿美元。其中，专营零售中家得宝/劳氏/BATH & BODY WORKS分别为家庭装饰品与建材零售商/室内装饰材料零售商/个护家清用品零售商，涨幅较大源于疫情期间良好的业绩表现以及投资者对零售修复的信心；而半导体行业则是美国重点发展的产业，疫情期间美国政府持续采取财政激励进行补贴扶持。

图 63：2021 年 3 月 11 日-4 月 12 日美国各行业指数变化和标普 500 中涨幅最大的十家公司及相关信息



资料来源：Wind，国元证券研究所

4. 总结

综上所述，我们建议积极关注：

(1) 疫情中受损较为严重的行业和公司，包括餐饮、零售商超、旅游、户外运动等行业和华东地区收入占比较大的公司。在疫情缓解之后，政府往往会给予这些受损严重的行业消费券刺激、税收减免优惠等政策扶持，为行业纾困解难、助力复工复产，而这些行业在疫情后的复苏弹性也相对较大；此外，疫情较为严重的地区给予的政策扶持力度更大。建议关注餐饮行业的全聚德、九毛九，酒店行业的君庭酒店，百货行业的徐家汇、新世界，超市行业的永辉超市，景区行业的海昌海洋公园。

表 10：部分华东地区收入占比较高的餐饮商超百货酒店行业公司列示

公司代码	公司简称	类型	2021 年		2021 年		各地区收入/门店数量占比					
			营收 (亿元)	营收 yoy	归母净利润 (亿元)	归母净利润 yoy	华北	华东	西北	东北	西南	地区占比数据来源
002186.SZ	全聚德	餐饮	9.48	20.99	-1.57	40.07	65.57	20.40	6.00	3.32	1.57	2021 年年报, 收入占比
600361.SH	华联综超	超市	83.53	-12.52	-2.82	-373.26	24.91	6.20	16.19	7.09	20.23	2021 年年报, 收入占比
601933.SH	永辉超市	超市	910.62	-2.29	-39.44	-319.78	9.88	21.15			14.24	2021 年年报, 收入占比
							上海市	浙江省	江苏省	北京市	广东省	
0520.HK	呷哺呷哺	餐饮	62.51	13.79	-2.93	-16061.46	4.43	0.24	2.87	33.13	0.60	窄门餐眼, 门店占比
2150.HK	奈雪的茶	餐饮	42.97	40.54	-45.25	-2141.27	7.87	7.06	9.49	5.67	28.01	窄门餐眼, 门店占比
6862.HK	海底捞	餐饮	412.89	43.85	-41.63	-1446.13	5.52	8.47	10.58	5.59	13.00	窄门餐眼, 门店占比
9869.HK	海伦司	餐饮	18.36	124.42	-2.30	-428.23	3.78	7.34	4.93	0.80	9.29	窄门餐眼, 门店占比
9922.HK	九毛九	餐饮	41.80	53.96	3.40	174.00	11.30	7.34	8.19	5.93	30.51	窄门餐眼-太二, 门店占比
	百胜中国											
9987.HK	-S	餐饮	628.20	19.24	63.12	26.28	5.01	9.59	11.94	4.46	13.52	窄门餐眼-肯德基, 门店占比
301073.SZ	君亭酒店	酒店	2.78	8.39	0.37	5.28	37.08	47.86	1.50			2021 年年报, 收入占比
600754.SH	锦江酒店	酒店	113.39	14.57	1.01	-8.70	11.80					2021 年年报, 收入占比
002561.SZ	徐家汇	百货	6.19	5.12	1.03	36.98	98.30					2021 年年报, 收入占比
600628.SH	新世界	百货	11.66	11.41	0.69	-1.66	98.26					2021 年年报, 收入占比
2255.HK	海昌海洋公园	景区	24.74	110.36	8.45	158.20						

资料来源：Wind，国元证券研究所

(2) 对于具体消费品类，可重点关注三月社零数据受损严重，对社零数据影响较为明显且杠杆效应较高的的行业。3 月金银珠宝类/服装鞋帽&针纺织品类消费同比下降 17.9%/12.7%，拖累 3 月社零总额当月同比下降 0.15 /0.47pct。目前，金银珠宝、纺织服装行业的估值处于历史较低位置，建议关注黄金珠宝行业的豫园股份、老凤祥、周大生等，纺织服装行业的华立集团、海澜之家、富春染织等。

表 11：处于受损严重且对社零数据影响较为明显的细分消费品类的消费公司列示

公司代码	公司简称	行业	2021 年营	2021 年营	2021 年归	2021 年归	十年最高 PE	十年最低 PE	十年平均 PE	当前 PE (TTM)
			业收入 (亿元)	业收入同比增长	母净利润 (亿元)	母净利润同比增长				
002345.SZ	潮宏基	黄金珠宝	46.36	44.45	3.51	151.03	100.86	9.86	37.61	11.16
002867.SZ	周大生	黄金珠宝	91.55	80.78	12.25	20.85	47.61	10.41	20.73	10.78
600612.SH	老凤祥	黄金珠宝	586.91	13.34	18.76	18.30	34.87	10.44	18.27	12.49
600655.SH	豫园股份	黄金珠宝	510.63	11.71	38.61	6.92	52.08	8.29	17.50	9.67
600916.SH	中国黄金	黄金珠宝	507.58	50.22	7.94	58.84	67.53	20.32	34.60	21.50
600398.SH	海澜之家	纺织服装	201.88	12.42	24.91	39.6	397.96	7.82	22.76	9.49
300979.SZ	华利集团	纺织服装	174.7	25.41	27.68	47.34	65.52	26.77	43.17	28.24

002042.SZ	华孚时尚	纺织服装	167.08	17.37	5.7	228.25	185.25	8.86	26.54	10.52
002563.SZ	森马服饰	纺织服装	154.2	1.52	14.86	84.5	59.02	10.98	21.19	13.1
002293.SZ	罗莱生活	纺织服装	57.6	17.54	7.13	21.92	57.21	12.05	20.13	15.19
603365.SH	水星家纺	纺织服装	37.99	25.15	3.86	40.55	33.89	9.91	15.61	10.75
603587.SH	地素时尚	纺织服装	28.98	13.01	6.89	9.47	38.12	10.16	15.71	10.8
605189.SH	富春染织	纺织服装	21.75	43.79	2.33	105.39	27.73	10.72	15.28	10.95

资料来源：Wind，国元证券研究所

(3) 自身抗风险能力较高但受疫情影响估值处于历史底部的白马消费公司，这些规模体量较大、盈利能力较强、供应链较为完整且高效的企业能够更大程度享受疫情改善、消费复苏后带来的收益。建议关注家用电器行业的科沃斯、石头科技、火星人等，食品饮料行业的巴比食品、李子园、立高食品、广州酒家等，轻工制造行业的欧派家居、晨光股份、喜临门等。

表 12：自身抗风险能力较高但受疫情影响估值处于历史底部的消费公司列示

公司代码	公司简称	行业	2021 年营业收入 (亿元)	2021 年营业收入同比 增长	2021 年归母净利润 (亿元)	2021 年归母净利润 同比增长	十年最高 PE	十年最低 PE	十年平均 PE	当前 PE (TTM)
000333.SZ	美的集团	家用电器	3433.61	20.18	285.74	4.96	30.26	8.04	15.82	13.64
600839.SH	四川长虹	家用电器	996.32	5.49	2.85	527.35	1013.68	22.23	92.66	38.93
600619.SH	海立股份	家用电器	157.69	42.41	3.23	98.71	223.65	20.20	60.81	20.74
603486.SH	科沃斯	家用电器	130.86	80.90	20.10	213.51	289.88	26.64	89.58	29.53
688169.SH	石头科技	家用电器	58.37	28.84	14.02	2.41	75.15	23.03	42.56	26.72
300894.SZ	火星人	家用电器	23.19	43.65	3.76	36.53	105.87	29.28	62.87	32.76
600429.SH	三元股份	食品饮料	77.31	5.08	2.45	1011.72	444.86	27.38	99.52	29.37
002946.SZ	新乳业	食品饮料	89.67	32.86	3.12	15.23	113.59	26.21	52.20	30.18
300146.SZ	汤臣倍健	食品饮料	74.31	22.15	17.54	15.07	76.17	17.83	36.63	21.32
603589.SH	口子窖	食品饮料	50.29	25.47	17.27	35.38	71.11	12.95	26.41	17.15
002461.SZ	珠江啤酒	食品饮料	45.38	6.67	6.11	7.36	310.03	25.59	106.77	27.80
603043.SH	广州酒家	食品饮料	38.90	18.28	5.58	20.28	54.83	19.98	30.46	21.96
300973.SZ	立高食品	食品饮料	28.17	55.76	2.83	21.98	103.12	44.03	78.61	48.10
603886.SH	元祖股份	食品饮料	25.84	12.09	3.40	13.27	59.63	11.29	21.70	12.77
605338.SH	巴比食品	食品饮料	13.75	41.09	3.14	78.92	95.54	21.40	45.24	25.02
605337.SH	李子园	食品饮料	14.70	34.95	2.62	22.34	57.83	21.38	34.75	27.12
603833.SH	欧派家居	轻工制造	204.42	38.76	26.66	29.23	53.86	18.66	35.09	26.52
603816.SH	顾家家居	轻工制造	183.42	44.75	16.64	96.87	57.92	16.67	31.89	21.36
603899.SH	晨光股份	轻工制造	176.07	34.03	15.18	20.90	78.05	27.45	43.58	30.27
603008.SH	喜临门	轻工制造	77.72	38.26	5.59	78.29	99.84	12.70	28.49	17.22
002191.SZ	劲嘉股份	轻工制造	50.67	21.16	10.20	23.82	39.75	11.44	20.27	12.03
603610.SH	麒盛科技	轻工制造	29.67	31.27	3.57	30.61	29.64	12.01	18.88	13.99
605377.SH	华旺科技	轻工制造	29.40	82.52	4.49	72.53	21.35	9.67	14.24	10.34

资料来源：Wind，国元证券研究所

5.风险提示

疫情防控进展不及预期;宏观经济增长不及预期风险;企业经营状况低于预期风险;
原料价格上升风险;汇率波动风险;竞争格局加剧。

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。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。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国境内(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属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头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188