

► **“稳增长”的基调并未改变，但着力点从投资切换到民生和消费。**按 2025 年预期的新增政府债务总规模计算，政府杠杆率将首次突破欧元区区和 G20，侧面体现了财政的积极程度。值得注意的是，2025 年“两重”似乎并不能像 2024 年那样继续带动基建投资的高速增长（9.19%）：根据《政府工作报告》安排，在中性假设下测算 2025 年基建增速为 8.07%，这与历史上几个“扩大内需”的时期基建增速都高增不同。**相较而言，本轮政策更注重“惠民生”和“促消费”，**2025 年全国财政公共支出预算中，教育、社会保障及就业等“民生工程”领域占比提升。在超长期特别国债的安排上，用于消费品以旧换新的资金也较上年增加 1500 亿元，高于“两重”的增量 1000 亿元。

► **如何理解降速的基建？是为适应转型期的需求，促进出清。**投资是把双刃剑，一方面托底需求，但另一方面延缓出清。2021 年下半年之后，国内经济开启“去金融化”进程，经济驱动力转为出口及制造业，但制造业在过去的“地产加速器”模式下已经积累大量产能，在经历 2022-2023 年的“稳增长”之后，虽然工业增加值增速反弹企稳，但产能利用率反而降低，工业企业亏损额占利润总额的比例进一步上行达到历史最高值，这一反常情形表明政策已经不能单单靠对需求总量的推动来弥合供需之间的矛盾。另一个可以类比的时间段是 **2012-2014 年**，同样存在“需求不足”和“供给过剩”的问题，尽管这一时期政府加大了产能过剩治理的力度，但同样因需求端政策的托底，出清效果并不理想，最终不得不通过 2016 年开始的“供给侧改革”强制出清产能。

► **2025 年逆周期调控政策的带来的三种宏观经济情形：**当前，供给侧的出清刚刚开始，库存同比水平低于 2022 年同期但高于 2023 年同期，潜在的供给侧改革和外需的强弱将奠定宏观经济的底色。**情形 1：需求偏弱，市场化出清开启，**这种情形下用电量、工增同比将出现下降，用电量或出现从第二产业转向第三产业的结构性的偏移，投资机会上类似 2012-2014 年，经济的稳定为下游消费和主题性机会奠定基础；**情形 2：外需与 2024 年持平，国内“托而不举”，**过剩产业因需求端稳定而继续经营生产，在这种情形下用电量回升，工业增加值回升，但 PPI 因“以价换量”持续低迷，这将类似 2022-2023 年，机会在于受益于“量”回升，供给格局较好的实物资产（上游资源、电力、交运）。**情形 3：产能过剩的制造业出现类似 2016 年时的供给侧改革，**在这种情形下，用电量、工增同比将出现明显下降，制造业内用电量占比大幅变动，但 PPI 将因“内卷”减弱而企稳反弹，此时中游制造业将出现盈利见底和估值抬升。

► **转型期中，消费的机遇得以涌现。**经济和社会结构的变革将为新的消费业态提供土壤，使它反而在经济弱弹性的时期展现出超越其余板块的“成长性”。过去有两个典型的时期为我们提供经验：**2012-2015 年时的“扩容型的消费增长”**对应着“毛利换周转”，**2017-2019 年时的“结构升级型的消费增长”**则反过来对应着“周转换毛利”。当前，对消费有利的政策分三个方向：第一，通过补贴降低消费门槛（消费扩容）；第二，增强消费优质供给（消费升级）；第三，加强社会保障（提升消费意愿）。三效并举，或能为消费带来新的增量：（1）“扩容型的消费增长”机会适合凭借“薄利多销”实现业绩增长的公司，**A 股的服务消费（文化娱乐、综合服务、旅游休闲、餐饮酒店）和商品消费（饮料、食品、白电、家居）**等细分板块均有此类特征；（2）寻找“结构升级型的消费增长”，可以将目光投向**港股，线上和多元零售商、旅游平台、教育、博彩、玩具**等板块的上市公司展现了适应新时代消费变革的能力，这也是港股标的相较 A 股的独特之处。

► **风险提示：**扩大内需政策不及预期的风险；消费行业商业模式变化的风险。



分析师 牟一凌

执业证书：S0100521120002

邮箱：mouyiling@mszq.com

分析师 王况炜

执业证书：S0100522040002

邮箱：wangkuangwei@mszq.com

相关研究

1. 资金跟踪系列之一百六十：个人投资者内部分化，ETF 与北上呈现脉冲式回流-2025/03/17
2. A 股策略周报 20250316：三月转换：不止于高低切-2025/03/16
3. 市场温度计系列之二十三：个人和机构情绪共振上行-2025/03/15
4. A 股策略点评 20250311：独立行情中的不确定性-2025/03/11
5. 资金跟踪系列之一百五十九：个人买入力度继续放缓，北上与 ETF 延续撤离-2025/03/10

目录

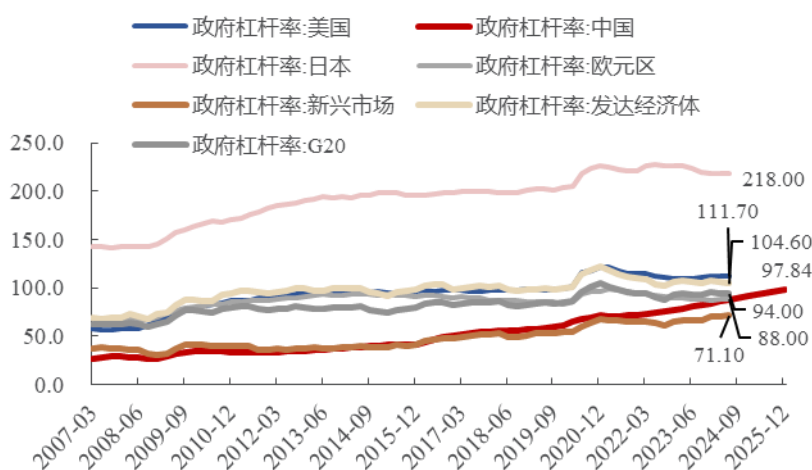
1 “稳增长”的思路转变	3
1.1 “积极有为的财政政策”这一基调并未改变	3
1.2 “稳增长”的思路转变：“惠民生”强于“硬投资”	3
2 “托而不举”的投资：适应经济转型期的需求.....	7
2.1 投资是双刃剑：托底需求，但延缓出清	7
2.2 “十四五”规划收官之年的“两重”投向	10
2.3 2025 年除基建之外的需求侧发力点：消费	11
3 2025 年，逆周期调控政策能带来什么？	14
3.1 宏观经济的三种场景	14
3.2 转型期中，消费更容易涌现出机会	16
4 风险提示	23
插图目录	24

1 “稳增长”的思路转变

1.1 “积极有为的财政政策”这一基调并未改变

按 2025 年预期的新增政府债务总规模计算，政府杠杆率将首次突破欧元区和 G20，也侧面体现了财政的积极程度。2024 年末国家资产负债表研究中心计算的政府杠杆率为 60.8%，《2025 年政府工作报告》提到，今年将新增政府债务总规模 11.86 亿元，假设名义 GDP 增长为 7%（5%的实际 GDP 增速+2%的通胀目标），则 2025 年这一口径下的政府杠杆率将达到 65%，我们按照国家资产负债表研究中心口径的政府杠杆率与国际清算银行口径下的中国政府杠杆率之间的回归结果将这一杠杆率转换为国际可比口径，结果是：国际清算银行口径下，我国政府杠杆率在 2025 年末可能会上升至 97.8%，高于新兴经济体、欧元区、G20，但仍低于日本、美国和发达经济体（海外经济体数据仅停留在 2024 年 Q2）。

图1：国际清算银行口径下的政府杠杆率比较（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院测算 注：中国 2025 年数据为本文预测数据。

1.2 “稳增长”的思路转变：“惠民生”强于“硬投资”

本轮积极有为的财政政策与 2008 年时的“四万亿”扩大内需、促进经济增长的十项措施类似，都有明确的标签——本轮是“两重”和“两新”，以及配套资金支持。2012-2013 年、2020-2021 年、2022 年-2023 年虽然政策基调都是“稳增长”，但对扩大财政支出的问题上并没有一个统一和明确的政策表述，也没有出台相应的专项资金支持政策，以基建增速作为“逆周期”调控政策的一个观察指标，2012-2013 年基建投资增速主要得益于“十二五”规划项目按期实施，2020-2021 年时虽然提到投资范围侧重“两新一重”（即新型基础建设、新型城镇化以及交通、水利等重大工程），但配套资金仍然来自于专项债和预算内投资，没有专项安排；

2022-2023 年时的基建增速高增则是来自于疫情影响消除和优化专项债投向领域和用作项目资本金的范畴。到了 2024 年，在“两重”投资导向和超长期特别国债支持下，含电力投资的基建投资额增速为 9.19%，占固定资产投资总额的 48.34%，这一比例达到 2003 年以来的最高值，拉动 GDP 增速 0.61 个百分点。

若按此情形线性外推，2025 年“两重”仍将带动基建投资的高速增长，但从《政府工作报告》来看，尽管将“更大力度支持‘两重’建设”，但今年财政发力点还是在民生保障和促消费上，基建投资增速或有所放缓：在资金安排上，赤字率相较 2024 年提高了 1 个百分点，比上年增加 1.6 万亿元，用于“两重”建设的超长期特别国债额度为 8000 亿元，相较 2024 年增加 1000 亿，地方政府专项债比上年增加 5000 亿元，根据这些基建资金来源的变化测算，2025 年基建投资增速在 7.9%-8.8% 之间，若一般公共预算支出投向基建的比例假设为 8%，专项债投向基建的比例假设为 85%，国家预算内资金占基建投资总额（含电力）的比例与 2024 年保持一致，则基建增速为 8.07%，与历史上几个“扩大内需”的时期 2008-2010 年、2012-2014 年、2020 年-2021 年、2022-2023 年不同，这一增速低于过去两年的复合增速。

图2：假设一般公共预算支出中 8% 资金用于基建，地方政府专项债中 85% 投向基建，2025 年基建增速仅能达到 8.07%

基建投向/一般公共预算支出	7.5%	8%	8.5%	9%	9.5%	10%
基建投向/地方政府专项债						
84.0%	7.91%	8.01%	8.11%	8.21%	8.31%	8.41%
85.0%	7.97%	8.07%	8.17%	8.27%	8.37%	8.47%
86.0%	8.04%	8.14%	8.23%	8.33%	8.43%	8.53%
87.0%	8.10%	8.20%	8.30%	8.39%	8.49%	8.59%
88.0%	8.16%	8.26%	8.36%	8.46%	8.56%	8.65%
89.0%	8.22%	8.32%	8.42%	8.52%	8.62%	8.72%
90.0%	8.28%	8.38%	8.48%	8.58%	8.68%	8.78%

资料来源：wind，民生证券研究院测算

注：假设基建投资中来自国家预算的资金占总基建投资额的 33%，2022-2024 年均为此比例，则国家预算资金增速即为基建投资额增速；只计算今年相较于去年有所增加的一般公共预算、地方政府专项债、超长期特别国债所带来的国家预算内资金增加的额度。灰色底色为文中假设的参数对应的结果，粉色底色是基建增速高于过去两年复合增速的情况。

图3：过去逆周期政策发力的 4 个时期，基建增速都高于过去三年复合增速（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

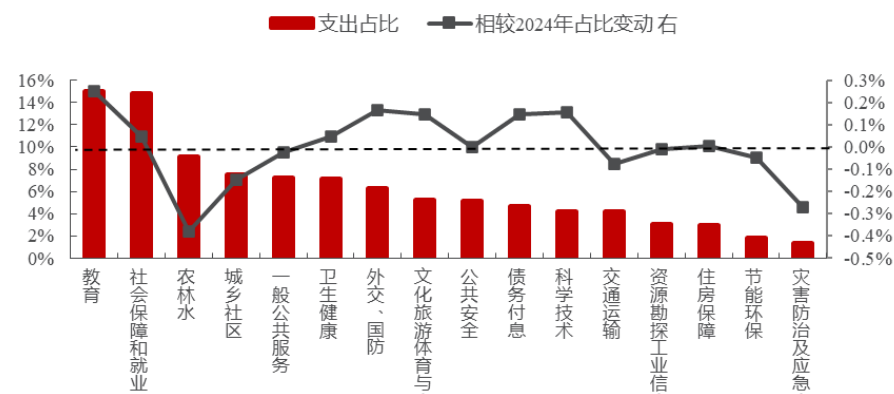
而本轮扩张性财政政策与 2008 年的不同点在于更注重“惠民生”和“促消费”。2008 年时，根据国家发改委的测算，“四万亿”用于“硬投资”的部分更多，用于自主创新、节能减排和社会事业发展等“惠民生”领域的资金仅占到 18.3%。而本次，根据财政部发布的 2025 年预算来看，与基建投资相关的城乡社区、节能环保、农林水和交通运输几项支出占比都有所下行，相反，教育、社会保障及就业等“民生工程”领域占比提升。在超长期特别国债的安排上，用于消费品以旧换新的资金也较上年增加 1500 亿元，高于“两重”的增量 1000 亿元。

图4：2008 年“4 万亿”重点投向测算，偏向“硬投资”

重点投向	资金测算	资金占比
铁路、公路、机场、水利等重大基础设施建设和城市电网改造	约15000亿元	37.5%
灾后恢复重建	约10000亿元	25.0%
廉租住房、棚户区改造等保障性住房	约4000亿元	10.0%
农村水电路气房等民生工程和基础设施	约3700亿元	9.3%
自主创新和结构调整	约3700亿元	9.3%
节能减排和生态工程	约2100亿元	5.3%
医疗卫生、教育、文化等社会事业发展	约1500亿元	3.8%

资料来源：国家发改委，民生证券研究院 注：灰色底色为民生保障相关领域。

图5：2025 年全国一般公共预算支出中，用于基建投资相关的城乡社区、节能环保、农林水和交通运输几项支出占比下行，用于教育、社保、卫生健康、科学技术等领域的支出占比上升



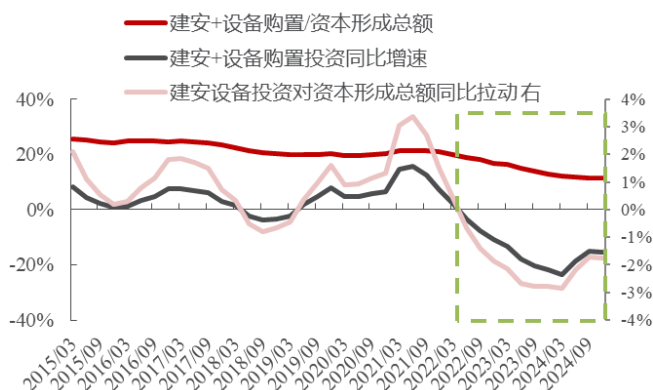
资料来源：wind，民生证券研究院

2 “托而不举”的投资：适应经济转型期的需求

2.1 投资是双刃剑：托底需求，但延缓出清

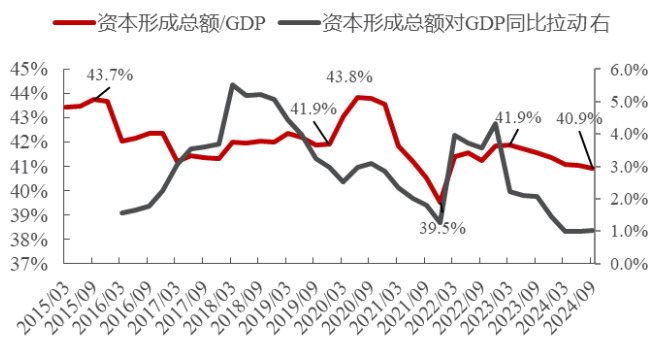
如何理解投资似乎处于市场的预期下沿，且测算的基建增速低于去年？这背后或许是逆周期调节政策的思路开始注重产能利用率处于低位这一约束条件。2021年下半年之后，房地产投资和相应的产业链对经济的带动作用减弱，此后两年甚至转为拖累，经济的驱动力开始转为出口为主，底层则是中国在全球具备竞争力的制造业，但同时，制造业由于前期的大量投资，在转型期时产能释出的速度大于需求增长的速度，导致产能利用率持续走低、PPI持续位于负值区间。而作为逆周期调节政策的重要抓手，2022年-2023年之间基建投资虽然增加了当期需求，但也导致本应由于开工率不足、经营亏损而退出市场的企业得到“续命”，最终延缓整个产业的出清进程。

图6：2022年起，房地产投资下行，其中形成GDP的建安、设备购置对资本形成总额同比拉动为负



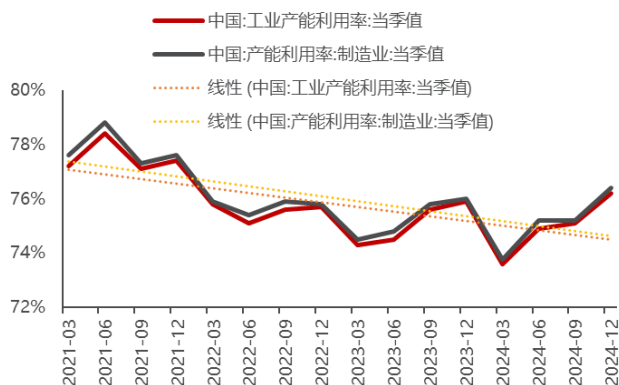
资料来源：wind，民生证券研究院

图7：资本形成总额从2022年Q3开始，对GDP的同比拉动大幅下降，背后也是房地产投资的拖累



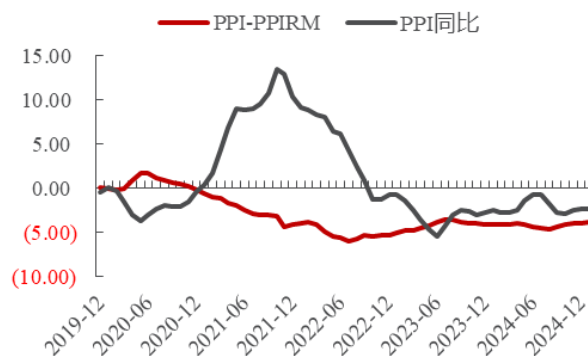
资料来源：wind，民生证券研究院

图8：2021年后，中国工业产能利用率下行



资料来源：wind，民生证券研究院

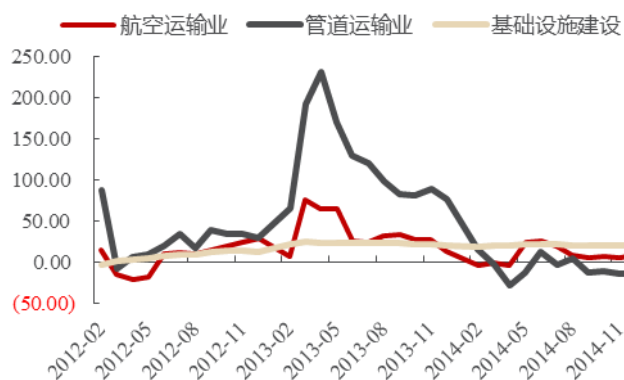
图9：PPI同比持续位于负值区间，利润空间收窄



资料来源：wind，民生证券研究院 注：PPI-PPIRM是以2020.01为100的定基指数

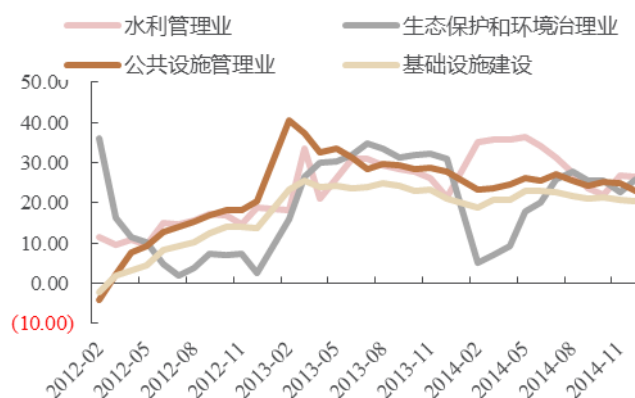
另一个可以类比的时间段是 2012-2014 年，同样存在“需求不足”和“供给过剩”的问题。2012-2014 年时海外经济复苏步伐放缓，内部房地产市场也出现调整，而在 2008 年的“四万亿”投资后，国内部分传统行业出现产能过剩问题，这是投资带来的另一个隐患：即后续产能的释放。根据《国务院关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》（下称《指导意见》），被认定为产能过剩的包括钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业，尽管这一时期根据《指导意见》，政府加大了产能过剩治理的力度，但同时在需求端政策的托底下，出清效果并不理想：2012-2014 年的基建投向倾向于传统基建领域的航空和管道运输业、水利管理业、公共设施管理业，构成了对原本过剩产业的需求端保护，结果是产能利用率延续下滑，最终不得不通过 2016 年开始的“供给侧改革”强制出清产能。

图10：2012-2014 年期间，航空运输业、管道运输业的投资增速阶段性高于基建整体增速（单位：%）



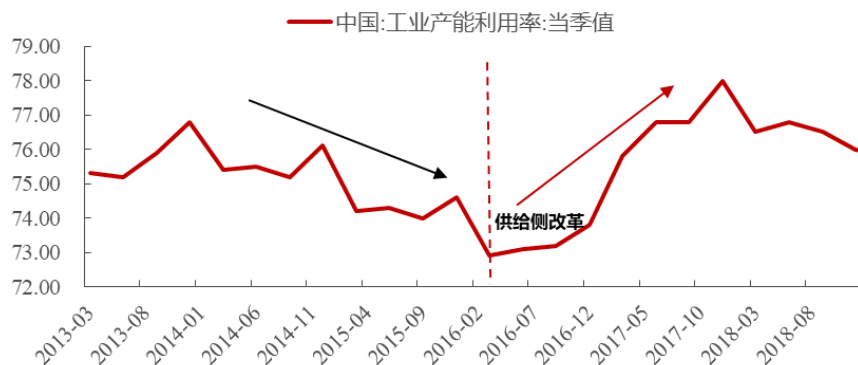
资料来源：wind，民生证券研究院

图11：2012-2014 年期间，水利管理业、生态保护和环境治理业、公共设施管理业的投资增速阶段性高于基建整体增速（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

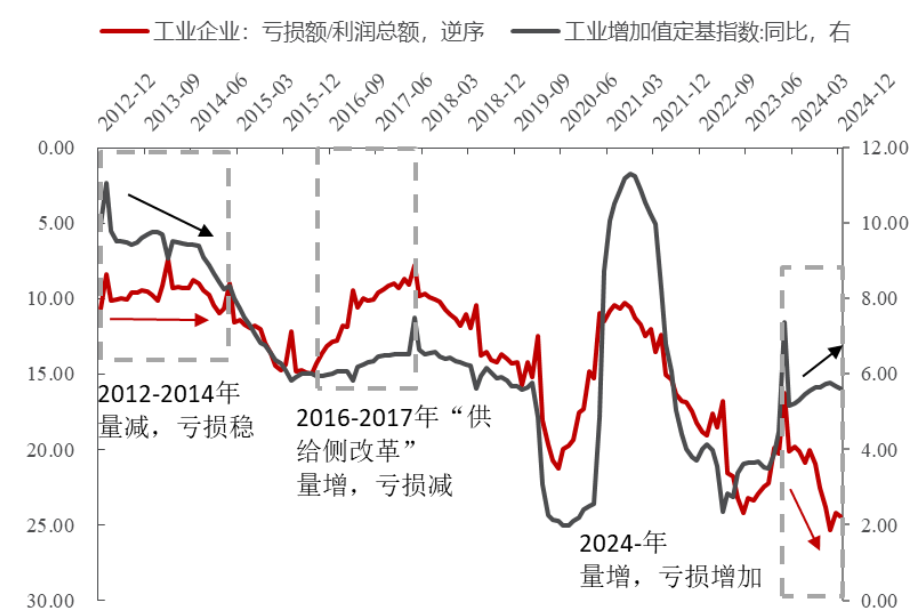
图12：2012-2014 年的投资导致工业产能利用率只有阶段性的企稳，但趋势性下行，直至 2016 年供给侧改革才见底（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

当下，逆周期政策面临的场景是：在 2022-2023 年的“稳增长”之后，工业增加值增速虽然反弹企稳，但产业出清缓慢：一方面是产能利用率降低，另一方面 2024 年以来，伴随工业增加值的增长工业企业亏损额占利润总额的比例反而进一步上行达到历史最高值，这与过去的经验是相悖的，表明政策已经不能单单靠对需求端总量的推动来弥合供需之间的矛盾。那么接下来，政策要做的就不仅仅是“稳需求”，而是要同时调整需求的结构，并促进原本产能利用率低的行业由于亏损市场化出清，否则，就只能像 2016 年一样进行行政命令式出清。

图13：工业企业亏损额占利润总额的比例已经达到历史最高值，工业增加值的企稳也未改善企业盈利（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

在工业企业中，大多数行业的增加值都受到基建投资的拉动，传导顺序是从上游采矿→中上游材料→中下游设备以及下游消费（包括燃料）。非金属、黑色矿产的采矿业、纺织业、农副食品加工业、木材加工业、橡胶和塑料制品业、汽车制造业的工业增加值都受到基建即刻的拉动，随着时间推移，黑色、有色、非金属制品的制造业、化工、轻工制造、纺织服装、食品饮料以及通用、专用、运输设备会受到拉动。而这些受到基建拉动的行业中，又有许多行业当前的亏损企业数占比相较于其 2016 年以来的最低点已经大幅提升，甚至翻倍，基建若大幅加码，也不利于这些行业的出清，这其中供给问题最为突出的就是黑色、非金属矿产采矿业及其制造业，而这两个行业也是传统基建最相关的行业。

图14：工业企业行业增加值同比与基建投资增速的相关性及该行业亏损企业数占总企业数的比例与最低值比值（单位：%）

工业企业行业	与基建投资增速相关性（滞后）					亏损企业数占 比相较最低值
	0期	3期	6期	8期	12期	
橡胶和塑料制品业	0.53	0.41	0.28	0.27	0.34	187%
农副食品加工业	0.48	0.45	0.44	0.41	0.51	295%
非金属矿采选业	0.45	0.44	0.46	0.49	0.56	330%
纺织业	0.45	0.36	0.35	0.32	0.48	218%
黑色金属矿采选业	0.44	0.44	0.38	0.36	0.31	241%
汽车制造业	0.42	0.29	0.21	0.24	0.09	200%
有色金属矿采选业	0.42	0.36	0.36	0.36	0.37	179%
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	0.41	0.43	0.47	0.47	0.58	286%
工业企业整体	0.40	0.28	0.33	0.36	0.29	199%
化学原料及化学制品制造业	0.40	0.50	0.53	0.48	0.48	201%
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	0.39	0.46	0.57	0.55	0.54	163%
非金属矿物制品业	0.39	0.40	0.43	0.42	0.51	330%
食品制造业	0.38	0.35	0.44	0.47	0.52	238%
纺织服装、服饰业	0.37	0.36	0.44	0.46	0.56	190%
有色金属冶炼及压延加工业	0.36	0.38	0.46	0.44	0.43	171%
酒、饮料和精制茶制造业	0.35	0.30	0.38	0.39	0.42	244%
造纸及纸制品业	0.33	0.39	0.44	0.45	0.55	236%
印刷和记录媒介的复制业	0.31	0.32	0.37	0.38	0.49	188%
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	0.29	0.34	0.38	0.43	0.55	182%
家具制造业	0.28	0.37	0.38	0.43	0.59	241%
通用设备制造业	0.28	0.34	0.40	0.43	0.55	186%
专用设备制造业	0.27	0.21	0.31	0.37	0.48	197%
金属制品业	0.24	0.33	0.34	0.34	0.49	197%
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	0.18	0.26	0.25	0.26	0.39	213%
石油、煤炭及其他燃料加工业	0.14	0.23	0.34	0.43	0.44	204%
其他制造业	0.13	0.15	0.18	0.20	0.42	153%
计算机、通信和其他电子设备制造业	-0.09	-0.04	0.13	0.21	0.36	157%
电子信息制造业	-0.22	-0.10	0.15	0.25	0.38	
开采专业及辅助性活动	-0.29	-0.21	-0.18	-0.17	-0.28	131%

资料来源：wind，民生证券研究院测算 注：数据区间为 2006 年 1 月至 2024 年 12 月。

2.2 “十四五”规划收官之年的“两重”投向

那么，适应转型期投资要求的“两重”所指的国家的重大战略和重点领域安全能力建设到底是什么呢？“十四五”规划能够给出答案。“十四五规划”分十九个篇章，其中提到的“重大战略”有新型城镇化战略、区域协调发展战略、积极应对人口老龄化国家战略、就业优先战略、乡村振兴战略，以及实施战略性科学计划和扩大战略性新兴产业；同时，“十四五”规划专门用第十五篇一整篇描述了对国家安全体系和能力建设的规划，并将能力建设目标集中在“专栏 20 经济安全保障工程”中，主要包括粮食安全、能源资源安全、金融安全、公共安全。在此基础上，我们再对比 2024 年专项用于两重建设的超长期特别国债所支出的领域，不难发现“两重”项目并未超出“十四五”规划的范畴，根据国家发改委披露，到 2024 年 12 月 6 日，七千亿超长期特别国债已分三批全部安排到项目中，重点支持了长江沿线铁路、干线公路、机场建设，西部陆海新通道建设，东北黑土地高标准农田

建设，“三北”工程建设，农业转移人口市民化公共服务体系建设，高等教育体质升级等领域建设，与“十四五”规划中的专栏 5、10、11、14、16 的内容一致。

2025 年，“两重”项目可能将更多集中在 2024 年末重点支持的领域，例如：国家水网骨干、边境地区发展工程、环境保护和资源节约工程、全民健康保障工程、“一老一小”服务项目和经济安全保障工程。能够发现，它与传统的“铁公机”有较大的差异，在建设过程中不仅需要进行“硬投资”，更需要注重制度上的“软建设”。

图15：回顾“十四五”规划中的重大工程，“两重”支持领域与其重叠

专栏	编号	具体方向	专栏	编号	具体方向	专栏	编号	具体方向
专栏5 交通强国建设工程	1	战略骨干通道	专栏11 新型城镇化建设工程	1	都市圈建设	专栏16 教育提质扩容工程	1	普惠性幼儿园
	2	高速铁路		2	城市更新		2	基础教育
	3	普速铁路		3	城市防洪排涝		3	职业技术教育
	4	城市群和都市圈轨道交通		4	县城补短板		4	高等教育
	5	高速公路		5	现代社区培育		5	产教融合平台
	6	港航设施		6	城乡融合发展	专栏17 全民健康保障工程	1	疾病预防控制
	7	现代化机场	专栏12 促进边境地区发展工程	1	边境城镇		2	国家医学中心
	8	综合交通和物流枢纽		2	抵边村庄		3	区域医疗中心
专栏6 现代能源体系建设工程	1	大型清洁能源基地		3	沿边抵边公路		4	县级医院
	2	沿海核电		4	边境机场		5	中医药发展
	3	电力外送通道	专栏14 重要生态系统保护和修复工程	5	边境口岸	专栏18 “一老一小”服务项目	6	全民健身场地设施
	4	电力系统调节		1	青藏高原生态屏障区		1	特殊困难家庭适老化改造
	5	油气储运能力		2	黄河重点生态区		2	社区居家养老服务网络建设
专栏7 国家水网骨干	1	重大引调水		3	长江重点生态区		3	养老机构服务提升
	2	供水灌溉		4	东北森林带		4	普惠托育服务扩容
	3	防洪减灾		5	北方防沙带	专栏20 经济安全保障工程	5	儿童友好城市建设
专栏10 现代农业农村建设工程	1	高标准农田	专栏15 环境保护和资源节约工程	6	南方丘陵山地带		1	粮食储备设施
	2	现代种业		7	海岸带		2	油气勘探开发
	3	农业机械化		8	自然保护地及野生动植物保护		3	煤质油气基地
	4	动物防疫和农作物病虫害防治		1	大气污染物减排		4	电力安全保障
	5	农业面源污染治理		2	水污染防治和水生态修复		5	新一轮找矿突破战略行动
	6	农产品冷链物流设施		3	土壤污染防治与安全利用		6	应急处理能力提升
	7	乡村基础设施		4	城镇污水垃圾处理设施			
	8	农村人居环境整治提升		5	医废危废处置和固废综合利用			
				6	资源节约利用			

资料来源：wind，民生证券研究院 注：灰色底色为中国政府网在两重相关的文章中提到过的“两重”项目支持领域，红色底色为该领域基建投资额增速高于基建投资额整体增速；2024 年电力、热力的生产和供应业的固定资产投资额增速为 29.7%，高于基建（含电力）增速的 9.19%。

2.3 2025 年除基建之外的需求侧发力点：消费

在发改委提请十四届全国人大三次会议审议的《关于 2024 年国民经济和社会发展规划执行情况与 2025 年国民经济和社会发展规划草案的报告（摘要）》中，2025 年国民经济和社会发展规划的主要任务第一条是“大力提振消费、提升投资效应，全方位扩大国内需求”，对消费上的表述包括：（1）提升消费能力，一方面是加力扩围实施“两新”政策，安排超长期特别国债 5000 亿元支持“两新”工作，

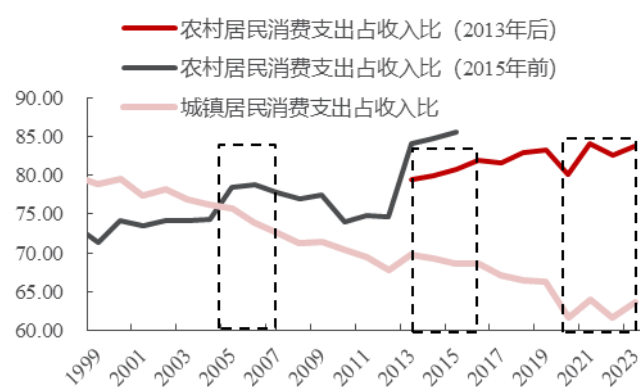
相较上一年增加 2000 亿元,其中支持消费品以旧换新的增量资金占到总增量资金的大部分 1500 亿元;**(2) 增加优质供给、改善消费环境;****(3) 主要任务中的第七条和第十条都指向政策要服务于社会最广大的普通群众,增收增加保障,**第七条“推进新型城镇化和乡村全面振兴有机结合”中提到要巩固脱贫攻坚成果,促进群众就近就业增收,第十条“加大保障和改善民生力度”,主要是指稳就业、促增收,织牢社会保障网,这两项“兜底”措施也将对挖掘消费潜力起到作用。在过去三轮扩大内需的时间段里,相对收入更高的“城镇居民”群体的消费支出占收入比并未提升,反而是农村居民消费支出占收入比有所提升,这表明相对的低收入人群才是消费潜力的源泉,提升这部分人群的收入或许对消费拉动更强,这也是当前政策的导向。

图16: 2023 年,农村居民人均可支配收入仅为城镇居民的 42%,仍有较大提升空间 (单位: 元/年)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图17: 在过去扩大内需的几个时间段中,农村居民消费支出占收入比的提升幅度大于城镇居民

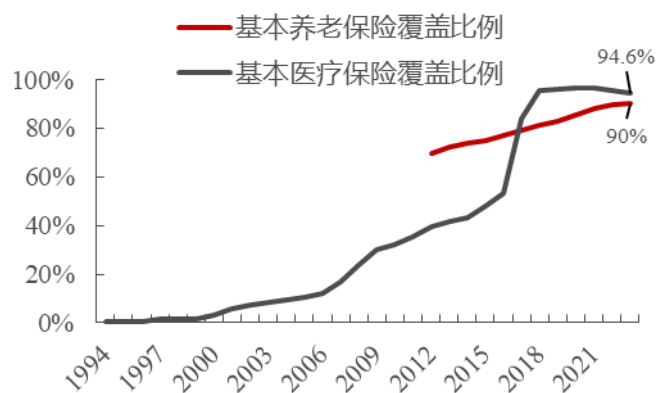


注: 黑色线的农村居民收入为家庭人均纯收入, 红色线的农村居民收入为人均可支配收入

此外,挖掘消费潜力本身也应着眼于解决消费者的“后顾之忧”,我国不断提高“五险一金”的覆盖比例,尤其是基本养老保险和基本医疗保险的覆盖率已经分别达到 90%和 95%,但存在城乡不均衡的问题,例如,农村养老金水平过低:2022 年,农民实际发放的养老金水平为每月平均 188 元,只相当于城镇职工养老金平均发放水平每个月 3577 元的 5.26%¹。此外,失业保险、工伤保险和生育保险还存在需要“就业单位”的门槛,大量的农村居民、灵活就业人员难以参保,用人单位也可能为了降低用工成本而不为雇员缴纳保险,目前这三类保险以劳动力人口为底计算的覆盖率仅为 21%、26%和 21%。当前,农村低保补助对消费的覆盖力度相较恩格尔系数(刚需)的差距显著高于城市,提高农村低保补助水平对拉动刚需性消费(以食品消费为例)应有较强效果。

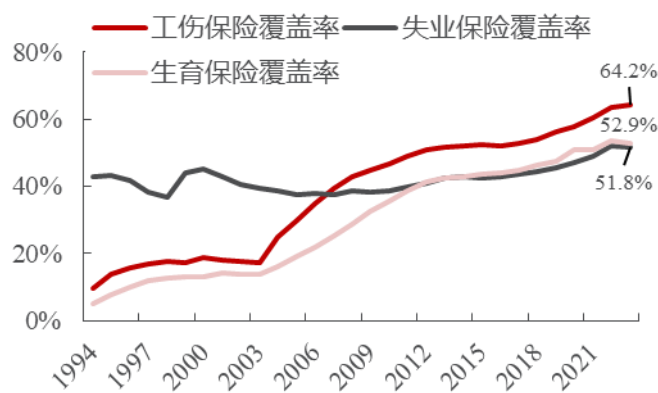
¹ 2022 年 12 月,全国人大农业与农村委员会主任委员陈锡文在由中国社会保障学会举办的“共同富裕大家谈”论坛上表示,农村养老金水平过低的问题应当引起足够重视,目前农民实际发放的养老金水平为每月平均 188 元,只相当于城镇职工养老金平均发放水平每个月 3577 元的 5.26%。<https://www.yicai.com/news/101614852.html>

图18：基本养老保险和基本医疗保险无参保门槛，覆盖比例均达到90%以上



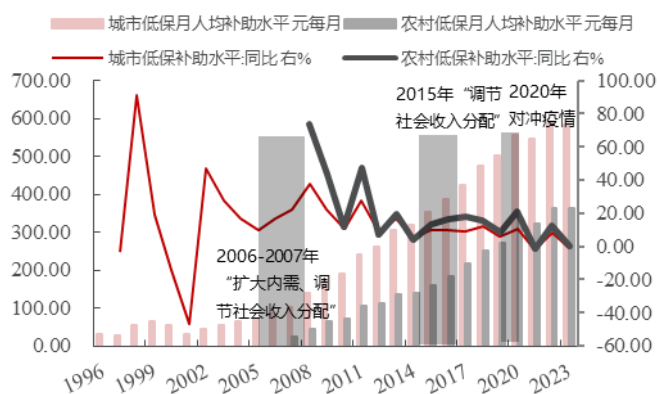
资料来源：wind，民生证券研究院 注：覆盖比例的计算为参保人数除以中国总人口数

图19：工伤保险、失业保险、生育保险参保需要“就业单位”，覆盖率相对养老和医疗保险更低



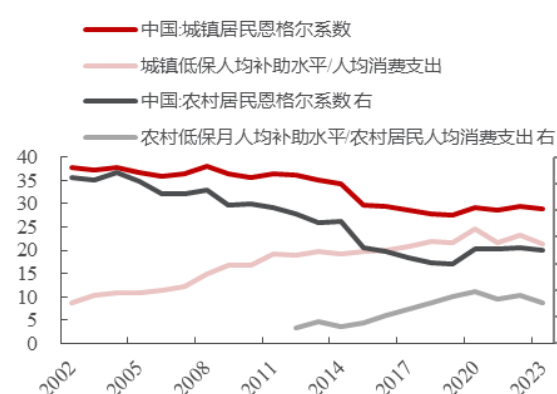
资料来源：wind，民生证券研究院 注：覆盖率的计算为参保人数除以城镇就业人员数

图20：“扩大内需”举措之后，低保补助水平也有明显提升



资料来源：wind，民生证券研究院

图21：当前，城镇和农村低保补助对消费的覆盖比例仍均小于恩格尔系数（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

3 2025 年，逆周期调控政策能带来什么？

3.1 宏观经济的三种场景

回顾过去两次转型期的逆周期调控政策，能否为财政投向的领域带来投资机会取决于该领域是否已取得一定的出清成果。2012-2014 年时，扩大内需的主要抓手是投资，而基建投向传统“铁公机”和水利，相应的行业如水泥、钢铁、传播又恰好处于“产能过剩”的阶段，因此即使在政策起效后，经济景气度回升、用电量攀升，这些行业也未能实现相对万得全 A 的超额收益，相反，经济基本面的稳定为最靠近下游的消费和当时的互联网主题行情奠定了基础。2022-2023 年时，新老基建并行，除交通运输业以外，在能源供应、信息传输业上也大幅投资，而此时上游的煤炭、石油、有色金属行业已经具备了出清成果，实物工作量的攀升带来实物资产的投资机会，此外则是对信创相关的 TMT 行业带来机会。

图22：2012/12/4-2014/11/27 在用电量企稳后的市场上涨中，涨幅集中在中下游制造业（TMT）和消费，上游资源和基础设施反而排名靠后

行业名称	所处环节	区间涨跌幅	行业名称	所处环节	区间涨跌幅
兵器兵装Ⅱ	中下游制造	305.8	万得全A		67.0
航空航天	中下游制造	183.4	公路铁路	基础设施及建设	66.1
通信设备	中下游制造	166.5	农用化工	中上游制造	63.2
生物医药Ⅱ	中下游消费制造	143.3	发电及电网	基础设施及建设	62.0
其他医药医疗	中下游消费制造	140.6	中药生产	中下游消费制造	60.9
物流	基础设施及建设	137.8	石油化工	中上游制造	59.2
金属制品Ⅱ	中上游制造	134.0	建筑施工	基础设施及建设	54.6
环保及公用事业	基础设施及建设	121.4	航空机场	基础设施及建设	42.1
纺织制造	中下游消费制造	112.4	工业金属	上游资源	33.7
汽车零部件Ⅱ	中下游制造	108.7	普钢	中上游制造	26.7
乘用车Ⅱ	中下游消费制造	104.4	煤炭化工	中上游制造	25.5
运输设备	中下游制造	98.9	工程机械Ⅱ	中下游制造	8.1
摩托车及其他Ⅱ	中下游消费制造	98.7	石油开采Ⅱ	上游资源	-8.4
黑色家电Ⅱ	中下游消费制造	95.6	煤炭开采洗选	上游资源	-17.0
其他军工Ⅱ	中下游制造	94.2	酒类	中下游消费制造	-18.8
化学制药	中下游消费制造	90.9	贵金属	上游资源	-21.9
航运港口	基础设施及建设	88.6			
造纸Ⅱ	中下游消费制造	81.0			
白色家电Ⅱ	中下游消费制造	73.0			
商用车	中下游消费制造	70.6			

资料来源：wind，民生证券研究院

图23：2022/2/4-2023/12/27，在用电量企稳后，涨幅集中在上游资源和信创相关的计算机、通信设备行业

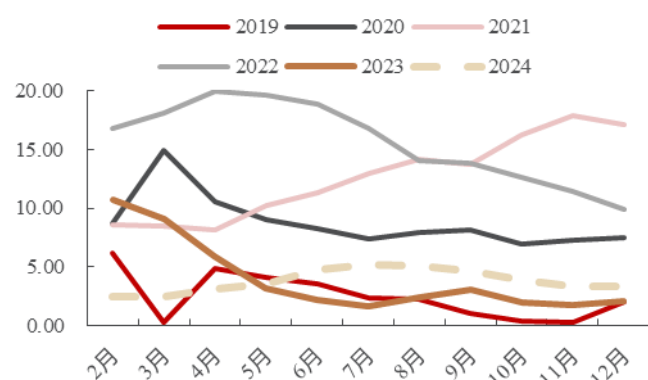
行业名称	所处环节	区间涨跌幅	行业名称	所处环节	区间涨跌幅
贵金属	上游资源	28.8	万得全A		-17.7
石油开采Ⅱ	上游资源	23.4	电气设备	中下游制造	-18.7
黑色家电Ⅱ	中下游消费制造	16.7	半导体	中下游制造	-19.2
公路铁路	基础设施及建设	8.7	专用机械	中下游制造	-20.2
运输设备	中下游制造	8.5	摩托车及其他Ⅱ	中下游消费制造	-20.5
计算机设备	中下游制造	7.8	生物医药Ⅱ	中下游消费制造	-20.7
通信设备	中下游制造	7.7	农产品加工Ⅱ	中下游消费制造	-21.4
商用车	中下游消费制造	7.0	其他钢铁	中上游制造	-22.2
煤炭开采洗选	上游资源	5.8	酒类	中下游消费制造	-22.5
油服工程	中上游制造	5.2	航空航天	中下游制造	-23.0
金属制品Ⅱ	中上游制造	4.7	航空机场	基础设施及建设	-25.2
照明电工及其他	中下游制造	1.5	饮料	中下游消费制造	-25.2
航运港口	基础设施及建设	0.6	家居	中下游消费制造	-26.6
中药生产	中下游消费制造	-0.9	其他医药医疗	中下游消费制造	-26.9
光学光电	中下游制造	-1.5	乘用车Ⅱ	中下游消费制造	-27.3
纺织制造	中下游消费制造	-2.2	兵器兵装Ⅱ	中下游制造	-28.0
元器件	中下游制造	-2.4	物流	基础设施及建设	-30.2
白色家电Ⅱ	中下游消费制造	-4.2	食品	中下游消费制造	-30.2
消费电子	中下游消费制造	-5.1	厨房电器Ⅱ	中下游消费制造	-30.9
发电及电网	基础设施及建设	-5.7	结构材料	中上游制造	-32.1
造纸Ⅱ	中下游消费制造	-5.7	煤炭化工	中上游制造	-32.3
汽车零部件Ⅱ	中下游制造	-6.3	化学原料	中上游制造	-33.3
仪器仪表Ⅱ	中下游制造	-6.5	化学纤维	中上游制造	-33.7
工业金属	上游资源	-8.8	特材	中上游制造	-33.9
化学制药	中下游消费制造	-11.2	专用材料Ⅱ	中上游制造	-36.8
通用设备	中下游制造	-11.5	农用化工	中上游制造	-38.1
环保及公用事业	基础设施及建设	-12.4	其他化学制品Ⅱ	中上游制造	-40.8
石油化工	中上游制造	-12.9	新能源动力系统	中下游制造	-47.4
塑料及制品	中上游制造	-13.8	装饰材料	中下游消费制造	-48.0
工程机械Ⅱ	中下游制造	-14.8	稀有金属	上游资源	-49.5
建筑施工	基础设施及建设	-14.9	电源设备	中下游制造	-50.2
其他电子零部件Ⅱ	中下游制造	-16.3			
普钢	中上游制造	-16.5			
其他军工Ⅱ	中下游制造	-16.9			
橡胶及制品	中上游制造	-17.4			
小家电Ⅱ	中下游消费制造	-17.5			

资料来源：wind，民生证券研究院

在这两次经验之上审视 2025 年：供给的出清刚刚开始，库存同比水平低于 2022 年同期但高于 2023 年同期，潜在的供给侧改革和外需的强弱将奠定宏观经济的底色。情形 1：需求偏弱，市场化出清开启，若外需相较 2024 年走弱，要求更高的内需进行对冲，但受限于对政府杠杆率的控制，国内财政支出进一步上行空间有限，最终导致需求端整体弱于 2024 年，过剩行业真正开始市场化出清，从观察指标上来看，这种情形下用电量、工增同比将出现下降，或出现结构性的转移，从第二产业转向第三产业，投资机会上类似 2012-2014 年，经济的稳定为下游消费和主题性机会奠定基础；情形 2：外需与 2024 年持平，国内“托而不举”，这将类似 2022-2023 年，过剩产业因需求端稳定而出清缓慢，在这种情形下用电量回升，工业增加值回升，但 PPI 因“以价换量”持续低迷，此时相较更好的是受益于“量”回升，供给格局较好的实物资产（上游资源、电力、交运）。情形 3：产能过剩的制造业出现类似 2016 年时的供给侧改革，中游制造业迎来机会，在这种情形下，用电量、工增同比将出现明显下降，制造业内用电量占比大幅变动，但 PPI

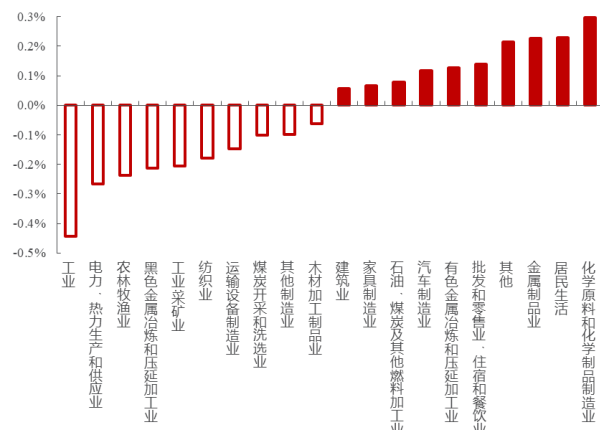
将因“内卷”减弱而企稳反弹，此时中游制造业将出现盈利见底和估值抬升。

图24：2024 年底工业企业库存同比低于 2022 年同期但高于 2023 年同期



资料来源：wind，民生证券研究院

图25：2012-2014 年，全社会用电量占比从制造业转向第三产业



资料来源：wind，民生证券研究院

图26：2012-2014 年产业缓慢出清时，用电量下降，但 PPI 持平；2022-2023 年产业加速资本开支，用电量上升，PPI 回落



资料来源：wind，民生证券研究院

图27：2012-2014 年产业缓慢出清时，制造业固定资产投资额同比下降，而 2022-2023 年时先下降，后又企稳上升



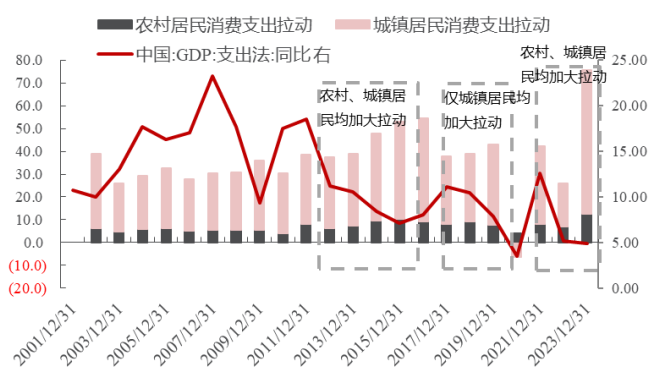
资料来源：wind，民生证券研究院

3.2 转型期中，消费更容易涌现出机会

在经济转型期中，消费不仅是一种韧性的“防御资产”，也正因为经济结构、社会结构的变革而开始出现许多新的业态和盈利模式，使它反而在经济弱弹性的时期展现出超越其余板块的“成长性”。2010 年之后，国内经济增速的中枢下降，在名义增速下降的时期，居民消费不仅表现出韧性，相对其他需求而言，对经济的拉动还在加大，在 2010-2020 年之间，有两个典型的转型时期，消费都迸发出不同的活力：一是 2012-2015 年之间，经济增速下降的同时城镇和农村居民消费对 GDP 拉动都有所增强，概括而言这段时间是“扩容性的消费增长”，即消费者数量

的增长起到最大的驱动作用，在这一经济转型期，过去的上游资源对经济拉动下降，而房地产与土地财政的循环初具雏形，建筑业增加值随之增长，中国人均国民总收入在 2010 年触及了“中高收入国家”的门槛，居民的首次消费升级与当时扩大内需的“家电、汽车下乡”共振，各类消费、金融、教育对经济的拉动力增长。另一个时间段是 2017-2019 年，经济增速下降，但这一时期只有城镇居民消费对 GDP 拉动增强，这段时间是“结构升级型的消费增长”，即单个客户价值量的提升更为显著，背后的原因或许还在于房价增长的财富效应只惠及了高线城市，甚至高线城市中最有能力“上车”购房的相对高资产、高收入阶层，这一时期，食品和烟草、纺织服装这一类基础的消费对 GDP 拉动已经减小，但更丰富的业态、信息技术的进步都让批发零售、文化娱乐、信息技术服务这一类消费对 GDP 的拉动增大。

图28：2012-2015 年农村、城镇居民消费均拉动 GDP，2017-2019 年仅城镇居民消费拉动 GDP (单位：%)



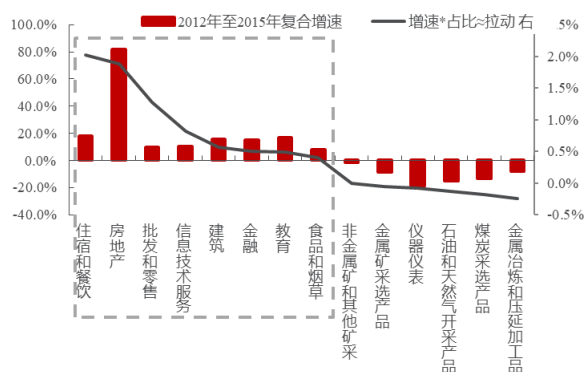
资料来源：wind，民生证券研究院

图29：2010 年中国人均 GNI 达到中高收入阈值，2023 年中国人均 GNI 达到高收入阈值



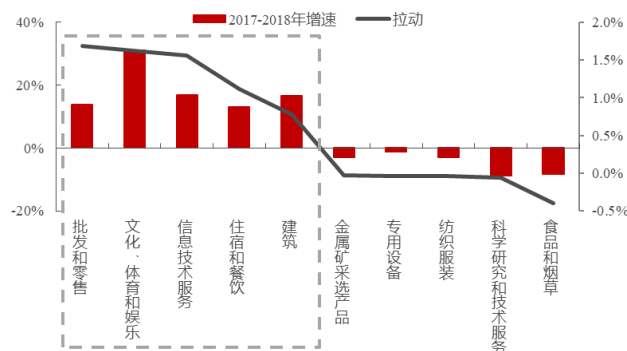
资料来源：wind，民生证券研究院

图30：2012-2015 年之间，传统的上游资源对 GDP 拉动减弱，消费、房地产、金融、教育对 GDP 拉动增强



资料来源：wind，民生证券研究院

图31：2017-2018 年之间，食品和服装等消费对 GDP 拉动下降，新业态对 GDP 拉动增强



资料来源：wind，民生证券研究院

从这两个时期的经验来看，2012-2015 年时的“扩容型的消费增长”对应着“毛利换周转”，2017-2019 年时的“结构升级型的消费增长”则反过来对应着“周转换毛利”。虽然消费公司的盈利模式和护城河各有特色，不可一概而论，但从归纳的角度可以用两个简单指标来概括：毛利率和周转率。如果毛利率比周转率重要，这意味着这一时期的商业模式聚焦的挖掘能够接受更高定价、注重品质、差异化的人群；如果周转率比毛利率重要，则意味着这一时期是商业模式是吸引更多的人群参与消费。我们在上述两个时期，都去找到年度涨幅前十、年度平均市值前十的“消费龙头股”，来刻画不同时期消费背后的逻辑：2012-2015 年之间“消费龙头股”集中在白电、二线品牌白酒、日用品、汽车、乳品和零售，这与当时的“家电、汽车下乡”是一致的，再将这些消费龙头股合并起来看，它们相较消费股整体的毛利率优势在缩小，但同时，它们相较消费股整体的总资产周转率劣势也在缩小，顺应了当时消费者群体扩容的时代浪潮：相较毛利，更看重触达更多消费者。2017-2019 年之间则相反，当时的“消费龙头股”中虽然也有家电、白酒，但已经从传统白电转向了新型的小家电，从二线品牌白酒转向了一线品牌白酒，此外，食品品类的机会也聚焦到了更细分的调味品、零食、烘焙，免税店、教育、美妆等新型业态也由于互联网购物、社交媒体的发展而崭露头角，具体的分析可以参见我们在 2022 年 2 月的报告《消费：“新大陆”的召唤》，这个时期毛利率的提升相较总资产周转率更明显，甚至在 2019 年时毛利率的进一步提升带来的是总资产周转率的下降，这时候消费公司注重的是对单位客户价值的精耕细作。

图32：2012-2015 年各年度涨幅和市值排名前 10%的个股，主要集中在白电、二线品牌白酒、日用品、汽车、乳品和零售上

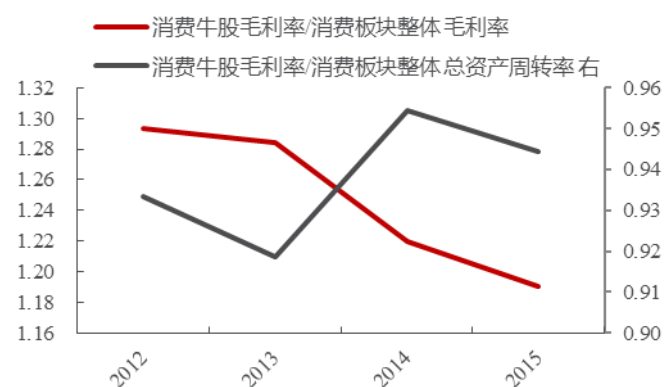
证券简称	涨跌幅 (%)				市值 (亿元)			
	2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014	2015
长城汽车	101.8	76.4	3.9	-11.1	491.1	1,153.5	988.8	1,264.6
长安汽车	77.4	73.1	44.7	4.5	235.3	466.8	588.3	866.5
海尔智家	52.2	50.0	-1.9	8.7	296.5	371.0	478.4	704.0
格力电器	51.0	33.2	19.4	26.9	637.5	832.4	893.2	1,326.1
上海家化	50.9	25.5	-17.5	16.7	178.7	301.4	239.0	272.0
酒鬼酒	39.5	-56.5	3.8	22.1	132.3	66.4	40.7	60.2
大北农	34.0	52.4	-17.2	37.0	151.3	200.5	213.4	349.8
山西汾酒	32.9	-52.3	21.7	-15.8	314.5	227.7	144.0	175.0
光明乳业	11.5	128.7	-20.5	-7.5	100.2	208.4	209.9	224.3
贝因美	-5.3	111.6	-13.2	-7.8	94.9	186.5	162.3	176.4
汤臣倍健	51.1	89.5	-27.5	49.8	121.4	180.3	200.8	257.0
比亚迪	-10.7	85.2	1.3	68.8	484.8	754.1	1,129.6	1,421.9
伊利股份	8.8	79.6	12.6	16.9	339.8	676.8	753.0	1,007.1
万向钱潮	-16.6	22.4	171.0	132.6	83.3	88.5	206.1	412.8
洋河股份	-12.4	-54.9	101.0	23.7	1,338.1	625.1	608.7	942.6
百联股份	-22.8	20.2	85.2	1.2	181.0	147.7	206.1	328.3
奥飞娱乐	-24.1	159.9	-9.4	250.9	88.4	137.4	211.1	390.0

资料来源：wind，民生证券研究院 注：粉色底色为涨幅或平均市值位于当年消费股的前 10%

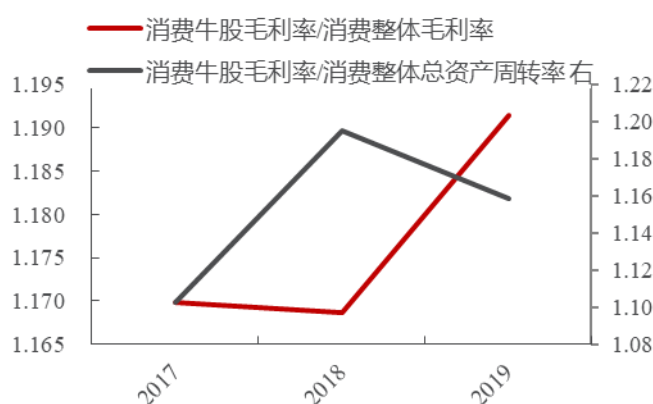
图33：2017-2019 年各年度涨幅和市值排名前 10%的个股，主要集中在一线白酒、小家电上，还出现了零食、免税店、教育等新型业态

证券简称	涨跌幅			市值		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
五粮液	136.5	-35.1	166.0	2,012.3	2,328.6	2,953.7
牧原股份	132.4	-0.6	209.1	375.5	465.9	782.7
山西汾酒	131.6	-37.7	158.7	345.5	396.8	457.7
贵州茅台	111.9	-14.2	103.5	6,009.9	7,309.8	8,931.3
永辉超市	109.7	-20.8	-3.2	679.5	750.4	785.3
泸州老窖	104.0	-37.1	117.1	717.4	755.8	861.6
中国中免	103.5	39.8	48.7	599.8	872.3	1,100.7
美的集团	102.5	-32.0	62.2	2,631.7	2,913.0	3,105.2
海尔智家	94.1	-25.3	44.1	852.4	955.7	988.1
华域汽车	94.0	-35.2	48.1	665.3	689.7	697.1
伊利股份	89.1	-27.3	38.5	1,371.6	1,520.0	1,603.0
海天味业	86.9	29.6	58.0	1,093.1	1,434.5	1,821.9
格力电器	85.9	-18.3	91.7	2,167.6	2,419.9	2,685.0
老板电器	71.5	-57.2	72.6	385.4	343.5	316.3
洋河股份	66.9	-16.1	19.8	1,376.0	1,573.8	1,601.7
飞科电器	64.7	-48.2	2.8	254.9	240.6	216.1
苏泊尔	52.7	33.1	48.8	294.6	346.8	420.2
桃李面包	-10.5	17.6	34.0	177.2	207.3	228.9
森马服饰	-20.4	15.7	14.2	233.7	260.3	269.5
汤臣倍健	28.8	15.4	-2.0	186.7	223.2	243.1
宋城演艺	-10.4	15.1	45.6	289.2	300.3	318.1
老凤祥	13.0	12.7	7.9	221.0	210.2	220.3
温氏股份	-15.7	11.4	31.0	1,299.8	1,263.4	1,495.5
海大集团	58.1	0.2	56.9	280.9	315.5	367.4
新希望	-1.6	0.1	174.5	332.1	311.5	441.9
双汇发展	34.0	-3.4	25.6	761.2	801.4	818.5
三只松鼠			204.5			227.0
中公教育	-32.3	81.3	166.4	40.4	48.2	307.8
古井贡酒	46.0	-16.9	155.3	274.8	317.4	387.2
今世缘	20.0	-5.4	128.7	177.5	201.2	246.0
丸美生物			102.9			233.9

资料来源：wind，民生证券研究院 注：粉色底色为涨幅或平均市值位于当年消费股的前 10%

图34：2012-2015 年之间，消费牛股相对消费板块整体的毛利率下降，总资产周转率提升


资料来源：wind，民生证券研究院

图35：2017-2019 年之间，消费牛股相对消费板块整体的毛利率上升，总资产周转率略有提升


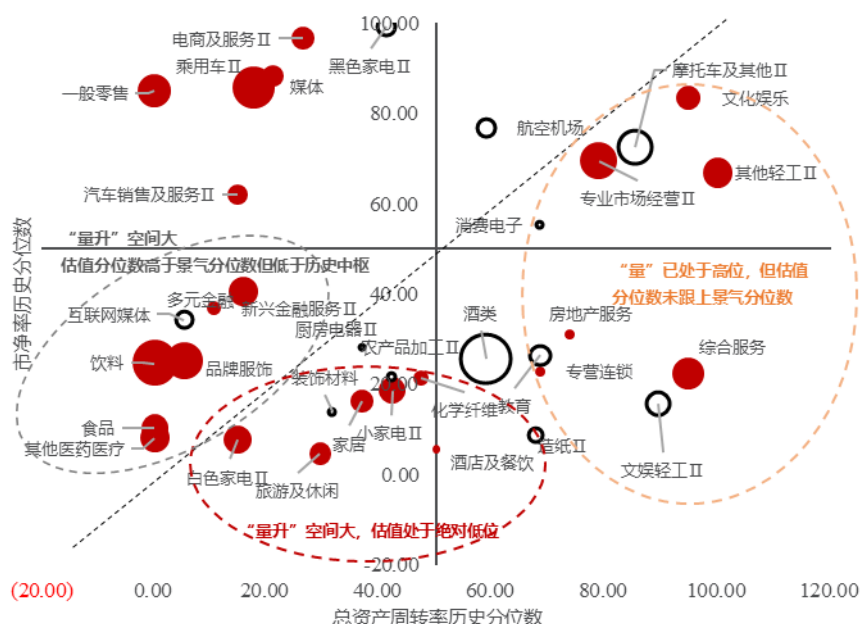
资料来源：wind，民生证券研究院

2025 年，逆周期调控思路从过去的“重投资”拉动当期经济增速，转向“惠民生”挖掘消费潜力，3 月 16 日中共中央办公厅、国务院引发的《提振消费专项行动方案》（下称《行动方案》）全方位打通消费的“堵点”，建立了一整套促进消费的长效机制系统，发力点分四个方向：第一，**弥补消费品价格和消费者支付能力的差距**，一方面通过消费补贴降低消费门槛，另一方面仍然延续此前人社部“两会”的表态——要提高低收入人群就业质量、薪资水平；第二，**增强消费优质供给**，此前，全国各地都在鼓励进行新型消费业态的创新，例如“首发经济”、“冰雪经济”、“影视带动旅游”等，此次《行动方案》还提出了“人工智能+消费”、“低空经济”等高技术类消费，同时强调消费品质提升，营造放心消费环境；第三，**解决消费者的后顾之忧，加强社会保障**，在增强社会保障上，人社部表示 2025 年将适当提高退休人员基本养老金，提高城乡居民保障待遇水平，此次《行动方案》还强调了给予“生育、教育、医疗”保障，满足住房消费需求，移除阻挡消费的“新三座大山”。第四，《行动方案》首次提出**“限制措施清理优化行动”，将消费主动权还到消费企业和消费者手中**，包括减少对消费者的不合理限制，优化消费企业所处的营商环境。这四类措施并举，加上中国人均 GNI 在近两年中已经迈上高收入国家门槛，或许既能实现 2012-2015 年那样的靠消费者参与人数增加带来的“扩容型消费增长”，也能在一些新型业态上实现 2017-2019 年那样的“结构升级型消费增长”。

寻找“扩容型消费增长”的机会，我们想寻找到一批凭借“薄利多销”实现业绩增长的消费类公司。因此，我们计算了各个消费子板块的 ROE 与其总资产周转率和销售净利率的关系，发现包括许多**服务消费（文化娱乐、综合服务、旅游休闲、餐饮酒店）**和**商品消费（饮料、食品、白电、家居）**在内的子板块其实都具备这样能够依靠“量”的回升而实现 ROE 回升的特征，其中，如果估值（市净率）处于历史中枢以下，或估值历史分位数依然低于总资产周转率的分位数，那么这一类行

业则更有机会在未来的消费量企稳中获得盈利和估值的双击：(1) **白电、家居、小家电、化学纤维、旅游及休闲、酒店及餐饮**当前总资产周转率处于历史中枢以下，未来随“量升”实现 ROE 回升的空间更大，估值处于历史中枢以下且分位数低于总资产周转率历史分位数，未来有望迎来盈利和估值的双击；(2) **食品、饮料、品牌服饰、其他医药医疗、金融服务**当前总资产周转率处于历史中枢以下，盈利能力也能够受益于“量升”，虽然估值分位数已经超越了总资产周转率分位数，但仍处历史中枢以下，未来伴随景气回升，仍存在拔估值的空间；(3) **其他轻工、商贸零售（专业市场经营、专营连锁）、综合服务、文化娱乐、房地产服务**当前已处于总资产周转率较高的区间，未来依靠进一步提高周转而拉升 ROE 的空间有限，但其估值分位数低于总资产周转率分位数，定价还不充分。

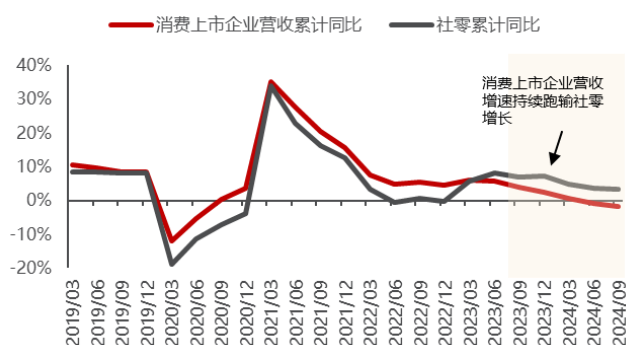
图36：消费板块的总资产周转率与市净率：选择总资产周转率有提升空间或者估值有提升空间的行业



资料来源：wind，民生证券研究院 注：历史分位数为 2016 年 1 月 1 日至 2025 年 3 月 11 日，市净率对应 2025 年 3 月 11 日股价；红色气泡大小表示该行业总资产周转率变动与 ROE 的相关性与销售净利率变动与 ROE 的相关性的差值，越大说明该行业 ROE 提升越依赖总资产周转率提升，黑色空心气泡则表明该行业 ROE 的提升更依赖销售净利率。

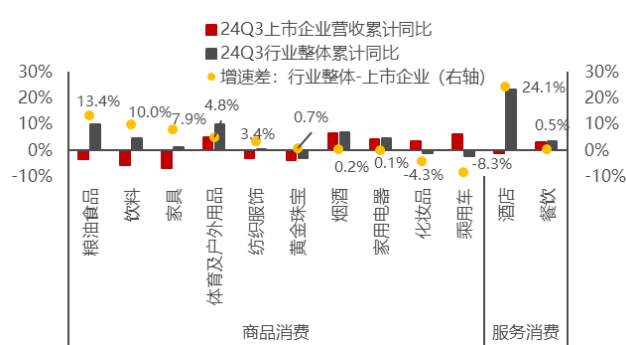
寻找“结构升级型消费增长”的机会，或许我们可以考虑将目光投向港股的消费板块，我们曾经在报告中提到，A 股消费股过去几年中的“沉寂”有一个重要原因是宏观上的社会零售总额同比增速反映不到消费类上市公司的营收增速上，背后可能是 A 股消费类上市公司的商业模式的更新迭代与宏观消费结构的变化之间有脱节。而港股的消费标的更好地适应了新时代消费的特征，其个股营收增速相较于社零增速更高的数量占比自 2021 年下半年以来就高于 A 股。

图37： 2023 年下半年以来，上市消费企业营收表现弱于社零



资料来源：wind，民生证券研究院

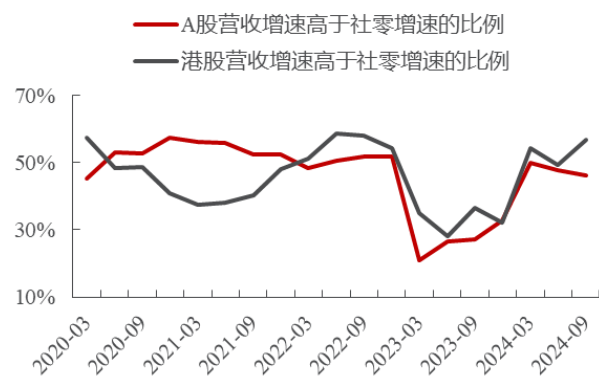
图38：细分行业上，大部分消费细分项的上市企业营收表现弱于行业整体



资料来源：wind，民生证券研究院 注：行业整体累计增速为社零分项增速

我们统计了 2023 年 Q2 开始，至少连续 3 个季度营收增速跑赢同期社零增速的港股消费股，剔除流通市值小于 30 亿港币的标的之后，剩余的公司共 19 家，这 19 家公司的主营业务体现了当下最能够灵活满足消费者需求的消费细分类别中，主要集中在**线上和多元零售商、旅游、酒店、教育、博彩**等服务业和**玩具、汽车、家电、服饰配件等消费品**上，其中服务业标的大多是 2018 年及之后才在港股上市，也体现了这一业态的“新”。

图39： 2023 年下半年以来，港股消费股营收增速高于社零增速的比例超过 A 股消费股



资料来源：wind，民生证券研究院

图40： 2023Q2 起营收增速高于同期社零增速的港股消费股上市公司概览

类别	名称	上市日期	市值 (亿港币)	类别	名称	上市日期	市值 (亿港币)
服饰配件	新秀丽	2011-06	279	博彩	永利澳门	2009-10	290
家用电器	美的集团	2024-09	479	教育	新东方-S	2020-11	646
	比亚迪股份	2002-07	4737	酒店	华住集团-S	2020-09	928
	长城汽车	2003-12	353		同程旅行	2018-11	440
汽车/零部件	广汽集团	2010-08	91	旅游观光	携程集团-S	2021-04	3288
	小鹏汽车-W	2021-07	1429		中国中免	2022-08	62
	理想汽车-W	2021-08	1999		名创优品	2022-07	504
	福耀玻璃	2015-03	354	多元化/线上零售商	美团-W	2018-09	9589
玩具休闲用品	布鲁可	2025-01	316		阿里巴巴-W	2019-11	25813
					京东集团-SW	2020-06	4737

资料来源：wind，民生证券研究院 注：市值对应 2025/3/14 股价

4 风险提示

1) 扩大内需政策不及预期的风险。如果促进就业、提升收入、缩小分化等扩大内需政策实施不及预期，则消费板块“量”的企稳则可能不及预期，盈利能力回升困难。

2) 消费行业商业模式变化的风险。我们对行业盈利能力提升的驱动因素的假设来自于历史数据，如果行业的盈利模式发生剧烈变化，则过去的规律可能不适用。

插图目录

图 1: 国际清算银行口径下的政府杠杆率比较 (单位: %)	3
图 2: 假设一般公共预算支出中 8% 资金用于基建, 地方政府专项债中 85% 投向基建, 2025 年基建增速仅能达到 8.07%..	4
图 3: 过去逆周期政策发力的 4 个时期, 基建增速都高于过去三年复合增速 (单位: %)	5
图 4: 2008 年“4 万亿”重点投向测算, 偏向“硬投资”	5
图 5: 2025 年全国一般公共预算支出中, 用于基建投资相关的城乡社区、节能环保、农林水和交通运输几项支出占比下行, 用于教育、社保、卫生健康、科学技术等领域的支出占比上升	6
图 6: 2022 年起, 房地产投资下行, 其中形成 GDP 的建安、设备购置对资本形成总额同比拉动为负	7
图 7: 资本形成总额从 2022 年 Q3 开始, 对 GDP 的同比拉动大幅下降, 背后也是房地产投资的拖累	7
图 8: 2021 年后, 中国工业产能利用率下行	7
图 9: PPI 同比持续位于负值区间, 利润空间收窄	7
图 10: 2012-2014 年期间, 航空运输业、管道运输业的投资增速阶段性高于基建整体增速 (单位: %)	8
图 11: 2012-2014 年期间, 水利管理业、生态保护和环境治理业、公共设施管理业的投资增速阶段性高于基建整体增速 (单位: %)	8
图 12: 2012-2014 年的投资导致工业产能利用率只有阶段性的企稳, 但趋势性下行, 直至 2016 年供给侧改革才见底 (单位: %)	8
图 13: 工业企业亏损额占利润总额的比例已经达到历史最高值, 工业增加值的企稳也未改善企业盈利 (单位: %)	9
图 14: 工业企业行业增加值同比与基建投资增速的相关性及该行业亏损企业数占总企业数的比例与最低值比值 (单位: %)	10
图 15: 回顾“十四五”规划中的重大工程, “两重”支持领域与其重叠	11
图 16: 2023 年, 农村居民人均可支配收入仅为城镇居民的 42%, 仍有较大提升空间 (单位: 元/年)	12
图 17: 在过去扩大内需的几个时间段中, 农村居民消费支出占收入比的提升幅度大于城镇居民	12
图 18: 基本养老保险和基本医疗保险无参保门槛, 覆盖比例均达到 90% 以上	13
图 19: 工伤保险、失业保险、生育保险参保需要“就业单位”, 覆盖率相对养老和医疗保险更低	13
图 20: “扩大内需”举措之后, 低保补助水平也有明显提升	13
图 21: 当前, 城镇和农村低保补助对消费的覆盖比例仍均小于恩格尔系数 (单位: %)	13
图 22: 2012/12/4-2014/11/27 在用电量企稳后的市场上涨中, 涨幅集中在中下游制造业 (TMT) 和消费, 上游资源和基础设施反而排名靠后	14
图 23: 2022/2/4-2023/12/27, 在用电量企稳后, 涨幅集中在上游资源和信创相关的计算机、通信设备行业	15
图 24: 2024 年底工业企业库存同比低于 2022 年同期但高于 2023 年同期	16
图 25: 2012-2014 年, 全社会用电量占比从制造业转向第三产业	16
图 26: 2012-2014 年产业缓慢出清时, 用电量下降, 但 PPI 持平; 2022-2023 年产业加速资本开支, 用电量上升, PPI 回落	16
图 27: 2012-2014 年产业缓慢出清时, 制造业固定资产投资额同比下降, 而 2022-2023 年时先下降, 后又企稳上升	16
图 28: 2012-2015 年农村、城镇居民消费均拉动 GDP, 2017-2019 年仅城镇居民消费拉动 GDP (单位: %)	17
图 29: 2010 年中国人均 GNI 达到中高收入阈值, 2023 年中国人均 GNI 达到高收入阈值	17
图 30: 2012-2015 年之间, 传统的上游资源对 GDP 拉动减弱, 消费、房地产、金融、教育对 GDP 拉动增强	17
图 31: 2017-2018 年之间, 食品和服装等消费对 GDP 拉动下降, 新型业态对 GDP 拉动增强	17
图 32: 2012-2015 年各年度涨幅和市值排名前 10% 的个股, 主要集中在白电、二线品牌白酒、日用品、汽车、乳品和零售上	18
图 33: 2017-2019 年各年度涨幅和市值排名前 10% 的个股, 主要集中在一线白酒、小家电上, 还出现了零食、免税店、教育等新型业态	19
图 34: 2012-2015 年之间, 消费牛股相对消费板块整体的毛利率下降, 总资产周转率提升	20
图 35: 2017-2019 年之间, 消费牛股相对消费板块整体的毛利率上升, 总资产周转率略有提升	20
图 36: 消费板块的总资产周转率与市净率: 选择总资产周转率有提升空间或者估值有提升空间的行业	21
图 37: 2023 年下半年以来, 上市消费企业营收表现弱于社零	22
图 38: 细分行业上, 大部分消费细分项的上市企业营收表现弱于行业整体	22
图 39: 2023 年下半年以来, 港股消费股营收增速高于社零增速的比例超过 A 股消费股	22
图 40: 2023Q2 起营收增速高于同期社零增速的港股消费股上市公司概览	22

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048