

2025 年 3 月 5 日

消费行业 2025 政府工作报告解读： 以旧换新托底，新质消费开辟增量

民银证券研究团队

分析师：何丽敏

电 话：852-37288036

Email: liminhe@cmbcint.com

扩内需政策放在 2025 年政府工作报告任务首位：

(1) 扩内需工作任务从去年第三位上升至今年的首位。政策多举措提振消费信心与消费能力，以及物价改善。全年居民消费价格目标为涨幅 2% 左右，2024 年商品消费受整体物价而承压，25 年弹性可期。

(2) 以旧换新政策托底，安排超长期特别国债 3000 亿元支持消费品以旧换新，金额较去年翻倍。

(3) 多项配套措施致力于提升居民消费意愿和消费力，包括“更大力度稳定和扩大就业…加强灵活就业和新就业形态劳动者权益保障…切实保障劳动者工资发放，清理整治欠薪，坚决纠正各类就业歧视”、“推动中低收入群体增收减负，完善劳动者工资正常增长机制”、“制定促进生育政策，发放育儿补贴”、“落实和优化休假制度”等。

我们的观点：消费板块将获益，估值修复可期

主线一，建议把握内需扩容主线。食品饮料方面包括有望受益原奶供需格局改善的原奶企业和乳制品龙头；可选消费包括高景气的户外板块和潮玩 IP&玩具板块，若需求如期复苏，餐饮/运动鞋服/处于变革期的连锁零售行业具备弹性。

主线二，出口链方面，特朗普上台重塑全球贸易格局，出海企业短期情绪承压，需观察贸易摩擦风险是否被充分定价。中期而言海外市场空间广阔，基础设施建设助力中国轻工供应链及品牌玩家出海，公司的产品附加值及议价权、海外需求与海外供应链匹配度、全球多元化布局是制胜关键。

风险提示：消费需求恢复的不确定性风险、行业竞争格局加剧风险、贸易摩擦风险、后续政策成效不及预期的风险等。

消费：以旧换新托底，新质消费开辟增量

扩内需政策放在工作任务首位。相比去年，扩内需工作任务从去年第三位上升至今年工作任务首位，多举措提振消费信心与消费能力；政策致力于改善物价，全年居民消费价格目标为涨幅 2% 左右。以旧换新政策托底，安排超长期特别国债 3000 亿元支持消费品以旧换新，金额较去年翻倍。多项配套措施致力于提升居民消费意愿和消费力，包括“更大力度稳定和扩大就业...加强灵活就业和新就业形态劳动者权益保障...切实保障劳动者工资发放，清理整治欠薪，坚决纠正各类就业歧视”、“推动中低收入群体增收减负，完善劳动者工资正常增长机制”、“制定促进生育政策，发放育儿补贴”等。

消费相关板块将获益：(1) 建议把握内需扩容主线，食品饮料方面包括有望受益原奶供需格局改善的原奶企业和乳制品企业、可选消费包括高景气的户外板块和潮玩 IP&玩具板块，若需求如期复苏，餐饮/运动鞋服/处于变革期的连锁零售行业具备弹性。(2) 出口链方面，特朗普上台重塑全球贸易格局，出海企业短期情绪承压，需观察贸易摩擦风险是否被充分定价。中期而言海外市场空间广阔，基础设施建设助力中国轻工供应链及品牌玩家出海，产品附加值及议价权、海外需求与海外供应链匹配度、全球多元化布局是制胜关键。

增量看新质消费（轻工、新零售）及服务消费

政府工作报告把促消费放在首位，梳理其中与新质消费相关内容及方向：

运动鞋服及户外用品方面，政府工作报告提出“落实和优化休假制度、释放..体育等消费潜力”、“改革完善竞技体育管理体制和运行机制。办好第十五届全国运动会和第十二届世界运动会。积极发展冰雪运动和冰雪经济。推进群众身边的运动场地设施建设，广泛开展全民健身活动。加强青少年科学健身普及和健康干预。”我们认为，政策致力于落实休假提升闲暇时间、增强赛事供给和场地建设，以提升居民参与率和文旅服务及商品需求。近年配合《全民健身计划》、《促进户外运动设施建设与服务提升行动方案（2023-2025 年）》、《关于以冰雪运动高质量发展激发冰雪经济活力的若干意见》等政策，随着体育及户外运动参与度提升、居民对舒适和功能性要求提升，全年龄段健康意识提升，在需求端运动鞋服渗透率上行，以及供给端户外、冰雪运动、路跑等细分垂类的发展，体育鞋服领域细分赛道龙头有望持续行业红利。**综上，**本土运动品牌在品牌力、产品力、渠道运营和供应链等方面已初步追赶国际品牌，本土与国际品牌相抗衡，细分垂类崛起，我们看好本土运动鞋服品牌龙头+国际运动品牌在国内的

经销商龙头。

基础设施建设助力中国轻工供应链及品牌玩家出海，政府工作报告提出“促进跨境电商发展，完善跨境寄递物流体系，加强海外仓建设”。我们认为，对于中国轻工供应链而言（例如玩具、日用品、电动工具/手动工具），其品控+效率+性价比的全球相对优势显著，轻工公司设计能力提升，以品牌+渠道正加速出海，面对中美贸易摩擦，轻工公司加速发展新兴市场，并谋求全球布局产能以分散贸易政策风险。产品附加值及议价权、海外需求与海外供应链匹配度、全球多元化布局是制胜关键。

餐饮等服务消费着眼竞争格局改善。近期以肯德基、瑞幸咖啡等为代表的餐饮企业开启了价格修复。瑞幸逐步减少 9.9 元促销策略，肯德基于 12 月 24 日启动了近两年来首次产品价格调整，此次调价平均涨幅为 2%，具体调整范围在 0.5 元至 2 元不等。我们认为，2023 至 2024 上半年，行业经历了疫后的供给扩张，目前我们观察到餐饮服务竞争和门店扩张渐趋理性化，客单价逐步企稳，头部与中部餐企分化加剧。主动顺应性价比趋势、效率领先、品牌势能向上的优胜龙头展现出卓越的业绩韧性，强者恒强。

以旧换新发挥托底内需的作用

以旧换新发挥托底作用。2025 年消费品以旧换新加力，体现在品类和金额上。2025 全年以旧换新资金额为 3000 亿，较去年的 1500 亿翻倍；品类上，加力支持家电产品以旧换新（从 8 类新增至 12 类，空调最多可补贴 3 件）、新增实施手机等数码产品购新补贴（对单件售价不超过 6000 元的手机/平板/智能手表手环实施补贴，按产品售价 15%）、加大力度实施家装消费品换新。据产业在线数据，2025 年 3/4/5 月家用空调内销排产量同比分别为+11.4%/ +12.8%/ +17.0%，3/4/5 月冰箱空调内销排产量同比分别为+2.7%/ +3.6%/ +1.3%，3/4/5 月洗衣机内销排产量同比-1.7%/ +0.3%/ 0.0%。我们认为，家电行业内销方面国补延续有望带来竞争格局向好及产品结构升级，家电公司内销盈利有望改善，外销方面家电公司出海以代工及品牌双轮驱动，尽管面临美国关税加征风险，但加速渗透亚非拉美等新兴市场，全球产能布局多元龙头的有望充分受益。

表 1：2023-2025 年两会关于消费的表述

2023	消费定调：着力扩大国内需求。把恢复和扩大消费摆在优先位置。 汽车家电：稳定汽车等大宗消费。 服务消费：推动餐饮、文化、旅游、体育等生活服务消费恢复。 新型消费及电商： /
2024	消费定调：消费在《政府工作报告》的“2025 年政府工作任务”第三项。 着力扩大国内需求，推动经济实现良性循环。把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，更好统筹消费和投资，增强对经济增长的拉动作用。促进消费稳定增长。从增加收入、优化供给、减少限制性措施等方面综合施策，激发消费潜能。 汽车家电：稳定和扩大传统消费，鼓励和推动消费品以旧换新，提振智能网联新能源汽车、电子产品等大宗消费。 服务消费：推动养老、育幼、家政等服务扩容提质，支持社会力量提供社区服务。 新型消费：培育壮大新型消费，实施数字消费、绿色消费、健康消费促进政策，积极培育智能家居、文娱旅游、体育赛事、国货“潮品”等新的消费增长点。 线上电商：促进跨境电商等新业态健康发展，优化海外仓布局。 配套措施：优化消费环境，开展“消费促进年”活动，实施“放心消费行动”，加强消费者权益保护，落实带薪休假制度。实施标准提升行动，加快构建适应高质量发展要求的标准体系，推动商品和服务质量不断提高。
2025	消费定调：消费在《政府工作报告》的“2025 年政府工作任务”首项（去年为第三项）。大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。促进消费和投资更好结合，加快补上内需特别是消费短板，使内需成为拉动经济增长的主动力和稳定锚。 汽车家电：安排超长期特别国债 3000 亿元支持消费品以旧换新。 服务消费：从放宽准入、减少限制、优化监管等方面入手，扩大健康、养老、托幼、家政等多元化服务供给。 新型消费：创新和丰富消费场景，加快数字、绿色、智能等新型消费发展。落实和优化休假制度，释放文化、旅游、体育等消费潜力。完善免税店政策，推动扩大入境消费。深化国际消费中心城市建设，健全县域商业体系。 线上电商：促进跨境电商发展，完善跨境寄递物流体系，加强海外仓建设。 配套措施：制定提升消费能力、增加优质供给、改善消费环境专项措施，释放多样化、差异化消费潜力，推动消费提质升级。多渠道促进居民增收，推动中低收入群体增收减负，完善劳动者工资正常增长机制。完善全口径消费统计制度。强化消费者权益保护，营造安全放心消费环境。

资料来源：2021-2025 年政府工作报告、民银证券整理

表 2：以旧换新资金额及家电以旧换新政策（2024 年和 2025 年）

	2025 年消费品以旧换新政策	2024 年消费品以旧换新政策
以旧换新资金额	资金金额：以超长期特别国债 3000 亿元支持消费品以旧换新，较去年翻倍，按照 9:1 的原则实行央地共担。 类别扩充：扩大汽车报废更新支持范围；加力支持家电产品以旧换新（从 8 类新增至 12 类，空调最多可补贴 3 件）； 新增实施手机等数码产品购新补贴（对单件售价不超过 6000 元的手机/平板/智能手表手环实施补贴，按产品售价 15%）； 加大力度实施家装消费品换新； 加快推进电动自行车以旧换新。	资金金额：以旧换新领域 1500 亿元超长期特别国债资金，按照 9:1 的原则实行央地共担。 1500 亿以旧换新资金支持类别：老旧营运货车报废更新、农业机械报废更新、新能源公交车及动力电池更新、支持地方提升消费品以旧换新能力、汽车报废更新、家电以旧换新。
家电	时间：2025 年 1-12 月 补贴品类扩充至 12 类：冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机 8 类，新增微波炉、净水器、洗碗机、电饭煲 4 类 补贴比例维持：1 级/2 级能效或水效产品，分别按产品销售价格的 20%/15% 补贴 补贴件数与金额：空调最多可 3 件，其余每类产品 1 件，每件不超过 2000 元	时间：2024 年 8 月-12 月（各地 8 月中下旬陆续落地） 8 类补贴品类：冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机 补贴比例：1 级/2 级能效或水效产品，分别按产品售价价格的 20%/15% 补贴 补贴件数与金额：每类产品 1 件，每件不超过 2000 元

资料来源：2024 年 7 月 24 日《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》、2025 年 1 月《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》、民银证券整理

风险提示：

消费需求恢复的不确定性风险；

行业竞争格局加剧风险；

贸易摩擦风险；

后续政策成效不及预期的风险等。

行业评级体系（基准为 MSCI 中国指数）

增持：未来 12 个月行业股票指数强于基准

中性：未来 12 个月行业股票指数基本与基准持平

减持：未来 12 个月行业股票指数弱于基准

公司评级体系（基准为公司所在行业的 MSCI 中国行业指数）

买入：未来 12 个月个股股价表现强于基准

持有：未来 12 个月个股股价表现基本与基准持平

卖出：未来 12 个月个股股价表现弱于基准

分析师声明

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的有联系者（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的有联系者并非本报告提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的有联系者没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

民银证券有限公司

CIBC Securities Company Limited

网站：<https://www.cmbccap.com/>

地址：香港中环交易广场 1 期 45 楼

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由民生商银国际控股有限公司（“民银国际”）的附属公司民银证券有限公司（“民银证券”）编写。此报告所载资料的来源皆被民银证券认为可靠。此报告所载的见解，分析、预测、推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。民银国际和任何附属公司（统称“民银集团”）或任何个人不能担保其准确性或完整性。

此报告所载的资料、意见及推测反映民银证券于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。

此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。

民银证券及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问、投资银行或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。(5)民银集团的投资银行或资产管理团队可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。(6)此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他民银集团成员专业人员的意见不同或相反。投资者应注意其可能存在影响本报告客观性的潜在利益冲突。

投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。民银集团不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933

年美国证券法 S 规则的解释)，民银证券也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得民银证券的授权，任何人不得以任何目的复制、派发或出版此报告。民银证券保留一切权利。

规范性披露

民银集团拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

民银集团的雇员包括分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。

民银集团在过去 12 个月未与此报告提到的上市公司有任何投资银行或庄家活动相关的业务关系。