

商贸零售行业深度报告

消费券深度研究：全面复盘&问卷调研——哪些领域受益，撬动杠杆几何？

增持（维持）

2022年12月11日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

研究助理 阳靖

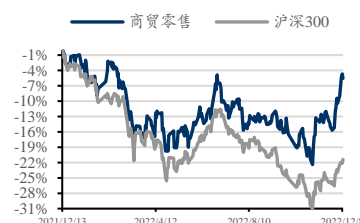
执业证书：S0600121010005

yangjing@dwzq.com.cn

投资要点

- **消费券历史复盘**：疫后恢复时通常会有消费券发放。消费券本质上是政府为了促进居民消费而发放的补贴，由于大多数消费券是以满减券的形式存在，消费券具有 1:N 的杠杆效应，能撬动大量的消费。复盘消费券发放历史：①2020 年第一波疫情封锁结束后，我国多个地区均有消费券刺激政策；②此后几次重要的区域疫情爆发，受影响地区也在疫情恢复后出台消费券刺激政策。
- **消费券效果如何？——核销率约为 2/3，撬动比约 1:9.3**。核销率指的是“发出去的消费券中有多少被用掉了”，撬动比是“使用了消费券的总消费金额与折扣金额之比”。根据北大国发院的报告，截至 2020 年 4 月 20 日全国 15 个城市发放的消费券中，有大约 68% 的消费券（以金额计）被核销；被核销的消费券直接带动了核销金额 9.3 倍直接消费。
- **消费券主要面向**：①家电数码等可选消费；②餐饮出行、百货商超等受疫情影响较重的消费场景。耐用品可选消费、线下消费是两大主要刺激对象。对于可选消费而言，人们消费需求弹性较大，消费券能拉动增量需求。而对于餐饮出行、百货商超等线下消费，在疫情期间经营受损情况较重，消费券的定向刺激有利于恢复元气。
- **近期随着防控政策不断优化，各地有望适时推出新一轮消费券政策，以助力消费复苏**。如广州市将在 12 月 8 日至 19 日发放 3 轮消费券，面向轻餐茶饮、超市、电商、正餐住宿、百货等品类。上海 11 月底开始发放第四轮“爱购上海”消费券，总额大约 1 亿元，适用于符合条件的零售、餐饮和文旅行业商户，12 月 3 日~20 日使用。深圳 12 月 9 日开启第三轮“乐购深圳”家电消费补贴，最高按照售价 15% 给予补贴。
- **居民使用消费券意愿如何？——来自问卷调查的结果如下**：①60% 的受访者曾经收到过消费券；收到过消费券的受访者中有 80% 的人使用了消费券。②消费券平均折扣幅度在 20% 左右，意味着撬动比在 5 倍以上。③受访者更倾向于将消费券用于购买必选品。④大多数受访者表示，若收到消费券，将会尽量使用掉。
- **投资建议**：随着疫情防控政策不断优化，各地也开始相继出台消费券刺激政策。我们认为消费券的杠杆作用对消费需求有 1:10 左右的拉动，建议关注更有望收益于消费券政策相关的可选消费和线下消费领域。
- **推荐标的**：中国中免、首旅酒店、海南机场、上海机场等旅游出行相关标的；永辉超市等线下商超百货；可选消费领域的珀莱雅、爱美客，以及极米科技等小家电等。
- **风险提示**：调查问卷数据的代表范围有限；消费券政策不及预期；疫情反复对线下消费的不利影响；市场竞争加剧等

行业走势



相关研究

《“二次冲击”不改出行修复趋势，关注出行链消费复苏波段机会》

2022-12-10

《优化防控工作“新十条措施”出炉，感染病例隔离方式和核酸检测方案有边际变化》

2022-12-08

内容目录

1. 消费券复盘：疫情环节、封控解锁后通常会有消费券刺激措施	4
2. 近期消费券发放情况：防控政策优化后各地消费券发放加码	8
3. 居民使用消费券意愿如何？——来自约 700 份问卷调查的结果	8
4. 投资建议	10
5. 风险提示	11

图表目录

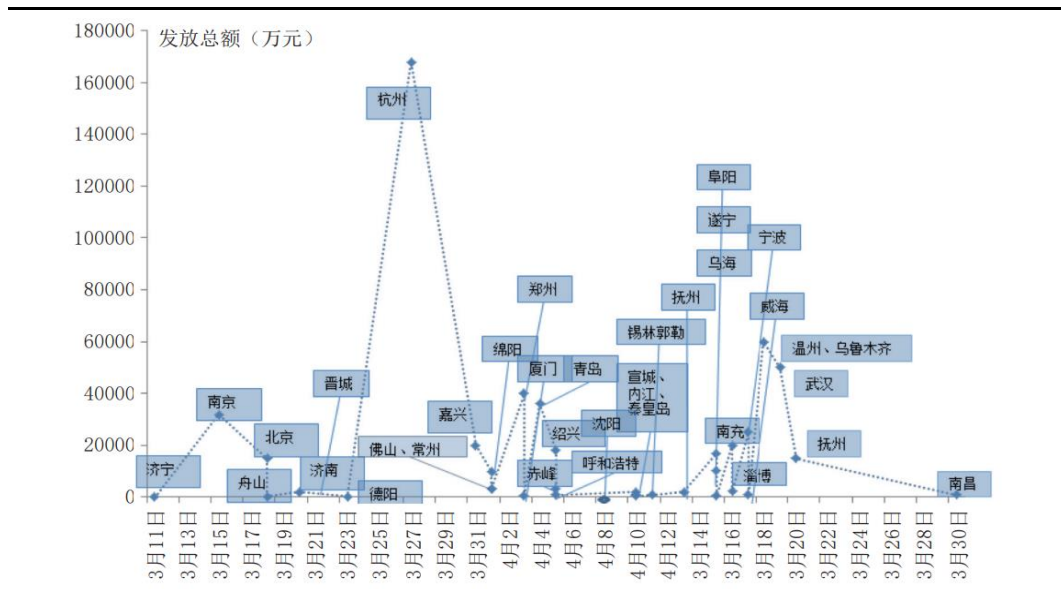
图 1:	2020 年疫情后各大城市消费券发放时间及发放金额.....	4
图 2:	典型的消费券领取/使用流程——以“爱购上海”为例.....	6
图 3:	消费券常见补贴领域: 可选消费&线下消费领域.....	7
图 4:	北上广深主要的消费券领取方式.....	7
图 5:	广州“羊城欢乐购冬日盛惠”消费券.....	8
图 6:	第四轮“爱购上海”消费券.....	8
图 7:	消费券的覆盖率/使用率分析.....	9
图 8:	消费券抵消的金额占本次消费总金额的百分比.....	9
图 9:	受访者对消费券的使用倾向.....	10
图 10:	受访者的消费券使用意愿情况.....	10
表 1:	北上广 2022 年几次主要的消费券发放情况统计.....	5
表 2:	广州、上海、深圳的满减券折扣幅度.....	5
表 3:	2020 年各地消费券核销情况统计.....	6

1. 消费券复盘：疫情环节、封控解锁后通常会有消费券刺激措施

历史复盘；疫后恢复时通常会有消费券发放。消费券本质上是政府为了促进居民消费而发放的补贴，由于大多数消费券是以满减券的形式存在，消费券具有 1:N 的杠杆效应，能撬动大量的消费。复盘消费券发放历史：①2020 年第一波疫情封锁结束后，我国多个地区均有消费券刺激政策；②此后几次重要的区域疫情爆发，受影响地区也在疫情恢复后出台消费券刺激政策。

2020 年第一波疫情封锁结束后，我国多个地区均有消费券刺激政策。据北大国发院统计，截至 2020 年 4 月 18 日，全国共有 36 个城市发放了消费券，累计发放金额达到 57.4 亿元。其中，有 69% 的城市对特定行业定向发放了消费券，实现精准刺激。而此后的消费券，也是以定向为主流。

图1：2020 年疫情后各大城市消费券发放时间及发放金额



数据来源：北大国发院，东吴证券研究所

此后数次区域疫情爆发后，受影响地区也出台了消费券刺激政策。如广州政府在 2022 年 5~6 月通过“羊城欢乐购”活动发放了接近 1 亿元的消费券，直接带动消费超过 21.68 亿元，带动消费乘数达 29.1 倍；上海在 2022 年 8 月~11 月发放了 4 轮“爱购上海”电子消费券，累计金额达 11 亿元。

从这些今年北上广的消费券发放情况上看，可总结出如下规律：①满减券为主流，相比代金券，满减券对消费的撬动作用更强；②无门槛券较少，通常搭配数字人民币等支付方式推广，如深圳的“乐购深圳”无门槛消费券，就是通过数字人民币的方式来发放。③大多数地区的政府消费券通过专门的政府 APP 或者相应的发券平台领取，如广州的羊城通、上海的爱购上海等；北京等少数地区的消费券通过消费平台领取，比如京东、苏宁等。

表1: 北上广 2022 年几次主要的消费券发放情况统计

地区	发放时间	消费券	金额	领取平台	形式	用途
广州	5.7~6.30	“羊城欢乐购” 5 轮	1 亿元	羊城通、穗好办、云闪付	满减券	百货家电、超市便利、住宿餐饮等
上海	8.20-8.22	“爱购上海” 第 1 轮	2 亿元	通过云闪付、微信支付、支付宝，进入“爱购上海”发券平台	满减券	符合条件的零售、餐饮和文旅行业的商户
	9.20-9.22	“爱购上海” 第 2 轮	5 亿元			
	10.25-10.27	“爱购上海” 第 3 轮	3 亿元			
	11.27-11.29	“爱购上海” 第 4 轮	1 亿元			
北京	3.1-3.31	2022 北京消费季	3 亿元以上	苏宁易购等平台	满减券	商超、餐饮、文旅、百货、家电等
	7.18-8.16	“重逢美好” 消费券	1 亿元	美团、饿了么、建行生活、麦尖美食		正餐、快餐、火锅、烘焙、茶饮等
	4-9 月	“绿色节能” 消费券	3 亿元	京东、苏宁等各大购物平台		家电数码 3C、家居生活
深圳	5.1-7.10	乐购深圳	4 亿元	美团、京东等 APP	满减券	餐饮外卖、旅游、酒店、健身
	5.30-6.1; 6.9-6.12	乐购深圳	3000 万数字人民币	美团、数字人民币 APP	无门槛	餐饮、零售、外卖、文娱等

数据来源: 广州本地宝、上海市发改委官网, 北京市商务局, 东吴证券研究所

表2: 广州、上海、深圳的满减券折扣幅度

广州 “羊城欢乐购”	住宿餐饮类: 满 500-500、满 100-100、满 200-100、满 30-10
	购物消费类: 满 1000-1000、满 500-500、满 300-100、满 100-50
	电商消费类: 满 1000-1000、满 300-150、满 200-100、满 100-50
上海 “爱购上海”	满 300-100
	满 100-50
	满 50-25
深圳 “乐购深圳”	堂食消费券: 满 30-15、满 100-50、满 200-80、满 500-200
	外卖消费券: 满 20-8、满 30-15、满 50-25
	酒店民宿消费券: 满 400-200、满 600-300
	旅游景区消费券: 满 51-50、满 101-100
	健身行业消费券: 满 200-100
	数字人民币无门槛满减券: 88、100、128 元三档

数据来源: 广州本地宝、上海市发改委官网, 深圳市商务局, 东吴证券研究所

消费券通常的领取&使用形式: ①通过支付平台进入政府消费券页面, 进行申领(或抽签); ②消费券发放到支付 APP 或者电商 APP; ③在对应 APP 核销。以上海“爱购上海”消费券为例, 用户可以通过云闪付 APP 进入爱购上海的消费券抽签页面。中签后会有短信/微信消息提示, 相关消费券会发放到对应的支付 APP 卡包中, 消费者可以在可使用消费券的指定商家处进行使用/核销。

图2：典型的消费券领取/使用流程——以“爱购上海”为例



①支付宝、云闪付等APP
进入电子消费券页面

②在电子消费券页面中
申领及查询中签

③在相应APP中查看消费
券，在指定商家使用

数据来源：云闪付 APP，东吴证券研究所

消费券效果如何？——核销率约为 2/3，撬动比约 1:9.3。核销率指的是“发出去的消费券中有多少被用掉了”，撬动比是“使用了消费券的总消费金额与折扣金额之比”。根据北大国发院的报告，截至 2020 年 4 月 20 日全国 15 个城市发放的消费券中，以金额计，有大约 68% 的消费券被核销；被核销的消费券直接带动 9.3 倍的直接消费。

表3：2020 年各地消费券核销情况统计

城市	发放日期	统计时间段	发放总额 (万元)	核销金额 (万元)	核销率 (%)	关联消费 (万元)	关联消费/ 核销金额
晋城	3.22	03.22-04.19	1500	1442	96.1	17300	约 12
杭州	3.27	03.27-04.16	37500	32100	85.6	342200	10.7
嘉兴	3.31	03.31-04.16	10600		80		
佛山	4.01	04.01-04.11	5000	3870	77.4	13600	3.5
内江	4.10	04.10-04.24		243		821	3.4
沈阳	4.10	04.10-04.24	2000	944	47.2	6459	6.8
衢州	4.03	04.03-04.13	3390	1846	54.5	10147	5.5
郑州	4.03	04.03-04.16	5000	3925	78.5	55200	14.1
赤峰	4.05	04.05-04.20	500	364	72.9	3692	10.1
呼和浩特	4.05	04.05-04.14	1000	86	8.5	719	8.4
绍兴	4.05	04.05-04.12	7500	2333	31.1	10900	4.7
宁波	4.17	04.17-04.23	1070	515	48.1	5321	10.3
乌鲁木齐	4.18	04.18-04.24	4786	330	6.9	5498	16.7
温州	4.18	04.18-04.25	19720	13000	66.2	98200	7.6
武汉	4.20	04.20-04.27	62 万张	19 万张	30.7	-	-
合计					约 68%		约 9.35

数据来源：北大国发院，东吴证券研究所

消费券主要面向：①家电数码等可选消费；②餐饮出行、百货商超等受疫情影响较重的消费场景。耐用品可选消费、线下消费是两大主要刺激对象。对于可选消费而言，人们消费需求弹性较大，消费券能拉动增量需求。而对于餐饮出行、百货商超等线下消费，在疫情期间经营受损情况较重，消费券的定向刺激有利于恢复元气。

图3：消费券常见补贴领域：可选消费&线下消费领域



数据来源：东吴证券研究所绘制

图4：北上广深主要的消费券领取方式



数据来源：各地商务局，东吴证券研究所整理绘制

2. 近期消费券发放情况：防控政策优化后各地消费券发放加码

近期随着防控政策不断优化，各地也适时推出消费券政策助力复苏。如广州市将在12月8日至19日发放3轮消费券，面向轻餐茶饮、超市、电商、正餐住宿、百货等品类。上海11月底开始发放第四轮“爱购上海”消费券，总额大约1亿元，适用于符合条件的零售、餐饮和文旅行业商户，12月3日~20日使用。深圳12月9日开启第三轮“乐购深圳”家电消费补贴，最高按照售价15%给予补贴。

图5：广州“羊城欢乐购冬日盛惠”消费券



数据来源：广州本地宝，东吴证券研究所

图6：第四轮“爱购上海”消费券



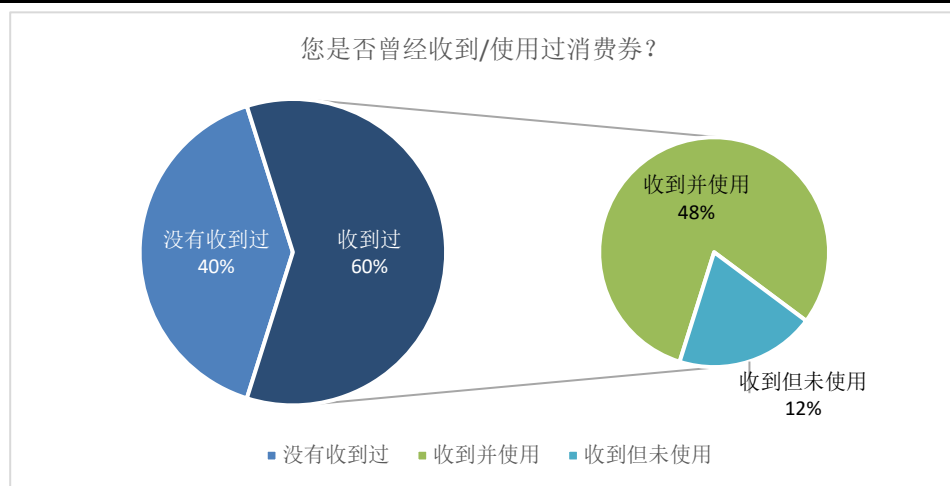
数据来源：云闪付APP，东吴证券研究所

3. 居民使用消费券意愿如何？——来自约700份问卷调查的结果

为了解当前居民的消费券使用意愿，我们在12月9~10日进行了一次有关消费券的问卷调查，收到690份有效答卷。我们的被访者覆盖了全国27个省份，主要来自北上广及长三角地区。核心结论如下：

第一，60%的被访者曾经收到过消费券；收到过消费券的被访者中有80%的人使用了消费券。我们问卷统计得出的核销率高于此前北大国发院大约68%的结果，这或许是因为统计口径不同所致，北大国发院的统计是消费券金额口径，而我们的问卷中只要使用收到的一部分消费券就算是“用过”。

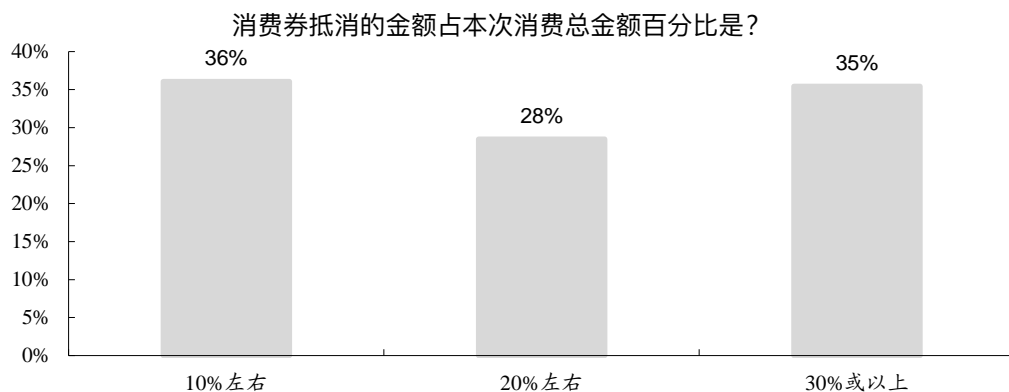
图7：消费券的覆盖率/使用率分析



数据来源：问卷调查（N=690），东吴证券研究所

第二，消费券平均折扣幅度在 20% 左右，意味着撬动比在 5 倍以上。使用过消费券的被访者中，优惠幅度的中位数在 20% 左右。但考虑到折扣幅度低的消费券，通常总的消费金额也更大，所以实际上金额口径的撬动比应该在 5 倍以上。

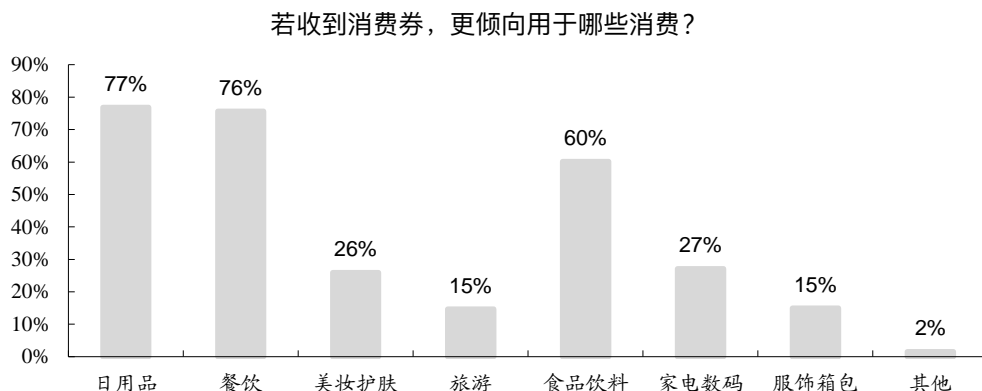
图8：消费券抵消的金额占本次消费总金额的百分比



数据来源：问卷调查（N=690），东吴证券研究所

第三，被访者更倾向于将消费券用于购买必选品。有 77%/76%/60% 的受访者表示更倾向于将消费券用于日用品、餐饮、食品饮料的消费，而这些都是必选消费。而可选消费的美妆、旅游、家电、服饰，受访者的倾向性均低于 30%。当然，消费券实际发放的时候，相信可选消费仍将是主要品类，因为消费券给可选消费品类带来的增量或更多更直接。

图9: 受访者对消费券的使用倾向

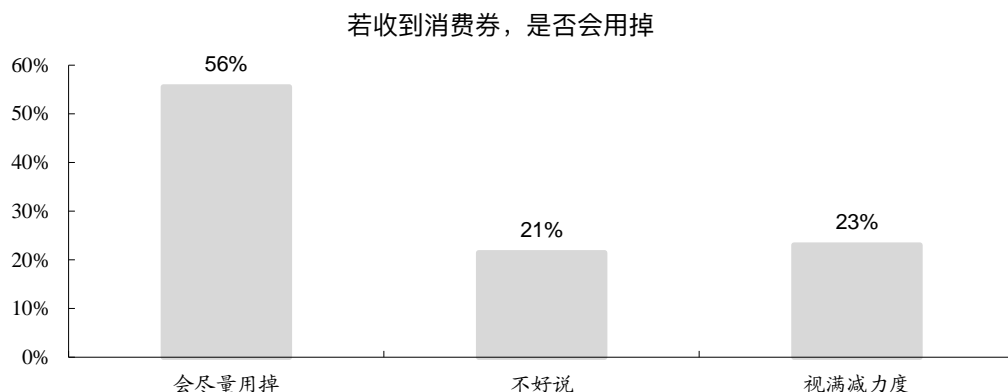


数据来源：问卷调查（N=690），东吴证券研究所；

注：此题为多选题，最多选3项；图中数字为选择该选项的人数占有效答卷总数之比

第四，大多数受访者表示，若收到消费券，将会尽量使用掉。56%的受访者表示，将会尽量用掉消费券；另外23%的人表示要看具体品类和折扣方向，其中近半数表示大约7折左右的优惠幅度就会使用掉消费券。

图10: 受访者的消费券使用意愿情况



数据来源：问卷调查（N=690），东吴证券研究所

4. 投资建议

随着疫情防控政策不断优化，各地也开始相继出台消费券刺激政策。我们认为消费券的杠杆作用对消费需求有1:10左右的拉动，建议关注更有望收益于消费券政策相关的可选消费和线下消费领域。

推荐标的：中国中免、首旅酒店、海南机场、上海机场等旅游出行相关标的；永辉超市等线下商超百货；可选消费领域的珀莱雅、爱美客，以及极米科技等小家电等。

5. 风险提示

调查问卷数据的代表范围有限；消费券政策不及预期；疫情反复对线下消费的不利影响；市场竞争加剧等

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>