商贸零售

报告日期：2022 年 12 月 11 日

新十条注入确定性，烟火气正在回归

——大消费行业周报

投资要点

防控优化为消费注入确定性

- ✓ 新十条相对二十条在核酸检测、居家隔离等有重大变化，为要素流动进一步提供便利，我们认为将为经济社会畅通循环注入更多确定性。同时上海、广州等多地也积极落地，多地防控也不断优化，走小步不停步。
- ✓ 我们认为防控优化将助力消费回暖。1）**12 月餐饮经营趋势向好，疫情下场景消费低点已过**。11 月疫情反复下场景消费承压，预计奈雪的茶、波司登全国有约 20%门店停业，但是目前看到明确向好趋势，11 月底广州多区恢复堂食，九毛九等本地餐饮企业客流量预计回升；11 月海底捞大陆地区预计最多超过 500 家店暂停营业，目前预计大多数已复业；2）**居民储蓄为中长期消费提供保证**。疫情影响下居民预防性储蓄上升，但是，储蓄增加居民抗风险能力，将为后续居民消费支出蓄积力量；3）**消费券发力等刺激中短期消费**。本周，深圳等地发放消费券，消费券对于消费具有正向刺激作用，期待更多后续消费券等支持政策发力。
- ✓ 消费场景恢复正在进行，但是收入预期建立、消费信心恢复或渐进，当前消费板块政策底、市场底已经见到，但是基本面拐点尚未到来，随着后续消费需求真正复苏，我们认为会迎来更加坚实的行情，具备配置价值。

地产链

- ✓ 本周地产链上涨明显，预计与南京降低二套房首付比例至 40%、武汉二环外限购放开并且首付最低可 20%等刺激政策相关。
- ✓ 目前销售端复苏方向确定，主要制约因素都在逐步向好，各地需求端放松政策持续出台、保交付下烂尾楼风险逐步出清、一二线城市房价走稳趋势等，根据浙商地产组预测，核心一二线城市预计会率先回暖，有望带动 2023 年下半年全国销售市场回暖。
- ✓ 本轮销售、信用、投资的负循环尚未扭转，预计政策落地、资金到位后房企扩表较谨慎 ，且在“保交付”下，预计明年竣工面积将企稳回升。
- ❑ 本轮龙头市占率不断提升的特征明显，伴随政策边际放松，后续地产数据出现真实改善，建议优选韧性强的龙头布局。

风险提示

1)疫情反复；2)经济下行超预期；3)地产政策继续收紧

行业评级：看好(维持)

分析师：马莉
执业证书号：S1230520070002
mali@stocke.com.cn

研究助理：盛超
shengchao@stocke.com.cn

相关报告

1 《【浙商互联网】2023 年互联网行业风险排雷手册》 2022.12.09

2 《【浙商互联网】互联网行业 23 年度策略：迎接戴维斯双击》 2022.12.08

3 《【浙商零售】浙商零售 2023 年度策略：寻找最锋利的矛，掘金直播 OPE 珠宝两轮车赛道龙头》 2022.12.08

正文目录

1 防控优化为消费带来更多确定性 4
1.1 防控优化政策积极推进 4
1.1.1 新十条主动优化，提高科学性、精准性 4
1.1.2 多地防控也不断优化，走小步不停步 4
1.2 防控优化将助力消费回暖 5
1.2.1 场景消费预计边际逐渐回暖 5
1.2.2 居民储蓄保证中长期消费确定性 6
1.2.3 消费券发力等刺激中短期消费 6
1.3 消费政策底、市场底已现，基本面拐点未见 7
2 地产链 7
3 出口优质制造 8

图表目录

图 1: 疫情对于消费负面影响大 5
图 2: 餐饮企业月度店效恢复至 21 年同期水平统计 6
图 3: 居民收入感受、收入信心指数 6
图 4: 居民储蓄占比不断提升 6
图 5: 消费优质资产沪深港通持续占比（%） 7
图 6: 地产后周期整体表现 8
图 7: 2022 年前 11 月进出口增速 9

表 1: 防疫措施对比 4
表 2: 主要城市积极落地防控优化措施 5
表 3: 2020 消费券各地核销、关联消费情况统计 7

1 防控优化为消费带来更多确定性

1.1 防控优化政策积极推进

1.1.1 新十条主动优化，提高科学性、精准性

12 月 7 日，国务院应对新型冠状病毒肺炎疫情联防联控机制综合组下发《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》，其中值得重点关注的变化包括：1）具备居家隔离条件的无症状感染者和轻型病例一般采取居家隔离，也可自愿选择集中隔离收治；2）除高危人群聚集场所以及医疗机构之外的场所，不再要求提供核酸检测阴性证明以及健康码，也不再对跨地区流动人员查验核酸和健康码。

十条针对性措施是主动的优化而不是被动的，是针对当前我国主要流行的病毒变异株特点、疫情流行特征，通过对疫情形势动态的科学研判，对现行防控措施的成效评价，特别是对二十条实施以后地方的有益经验和存在的问题进行梳理总结等因素，综合考虑所作出的。我们认为将为经济社会畅通循环注入了更多确定性。

表1： 防疫措施对比

	新十条措施	二十条措施
划分风险区	科学精准划分风险区域，不得随意扩大，不得临时封控。	高风险区一般以单元、楼栋为单位划定，不得随意扩大；在疫情传播风险不明确或存在广泛社区传播的情况下，可适度扩大高风险区划定范围。
核酸检测	进一步优化核酸检测，进一步缩小核酸检测范围、减少频次。除养老院、福利院、医疗机构、托幼机构、中小学等特殊场所外，不要求提供核酸检测阴性证明，不查验健康码。重要机关、大型企业及一些特定场所可由属地自行确定防控措施。不再对跨地区流动人员查验核酸检测阴性证明和健康码，不再开展落地检。	没有发生疫情的地区严格按照第九版防控方案确定的范围对风险岗位、重点人员开展核酸检测，不得扩大核酸检测范围。一般不按行政区域开展全员核酸检测，只在感染来源和传播链条不清、社区传播时间较长等疫情底数不清时开展。
隔离方式	优化调整隔离方式，具备居家隔离条件的无症状感染者和轻型病例一般采取居家隔离；具备居家隔离条件的密切接触者采取 5 天居家隔离，也可自愿选择集中隔离，第 5 天核酸检测阴性后解除隔离。	密接 5 天集中隔离+3 天居家隔离；高风险区外溢人员 7 天居家隔离。
高风险区解封	落实高风险区“快封快解”。连续 5 天没有新增感染者的高风险区，要及时解封。	高风险区连续 5 天未发现新增感染者，降为低风险区。符合解封条件的高风险区要及时解封。
疫苗接种	加快推进老年人新冠病毒疫苗接种。各地要坚持应接尽接原则，聚焦提高 60-79 岁人群接种率、加快提升 80 岁及以上人群接种率。	制定加快推进疫苗接种的方案，加快提高疫苗加强免疫接种覆盖率，特别是老年人群加强免疫接种覆盖率。

资料来源：央视新闻，浙商证券研究所

1.1.2 多地防控也不断优化，走小步不停步

各地也一揽子、一体化统筹推进实施，进一步提高疫情防控的科学性和精准性，全国多地密集调整核酸检测政策、优化核酸检测对象范围，同时乘坐公共交通、进入公共场所等核酸查验政策也有变。

表2： 主要城市积极落地防控优化措施

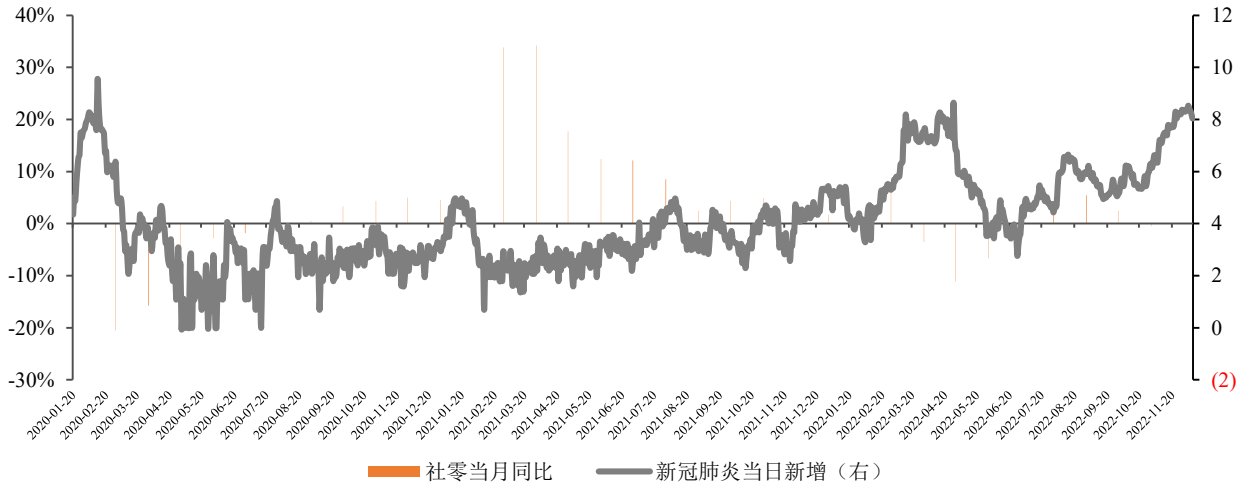
	公共交通核酸查验	就医核酸查验	公共场所核酸查验	关于精准免检
北京	12 月 5 日起，公交、地铁不得拒绝无 48 小时核酸阴性证明的乘客乘车	12 月 1 日起，医疗机构查验健康码时，不得拒绝无 48 小时核酸阴性结果的患者进入；3 岁以下婴幼儿可免于核酸查验，仅查验陪诊人员核酸；对于急危重症患者，医疗机构不得因无核酸结果拒诊或延误救治		11 月 30 日起，无社会面活动的人员，如果无外出需求，可以不参加社区核酸筛查
上海	12 月 5 日起，乘坐公交、地铁、出租车、网约车等市内交通工具，不再查验核酸检测阴性证明		12 月 9 日起，密闭娱乐场所、餐饮服务场所不再查验核酸检测阴性证明。	
广州	12 月 7 日起，广州地铁线网、有轨电车进站时无需扫车站场所码及查验健康码，乘车时做好个人防护，全程规范戴好口罩	12 月 2 日，医疗机构普通门、急诊就诊人员凭健康码绿码通行；新入院住院患者及其陪护人员凭 24 小时核酸阴性证明办理入院；市民到药店购药，不再查 48 小时核酸阴性证明。	12 月 1 日起，部分区发布通知，人群聚集的密闭公共场所凭 48 小时核酸证明进入，其他场所凭绿码进入；11 月 30 日起，多区通知，解除相关临时管控区或临时管控措施，除划定高风险区，其他区域按照低风险区或者常态化防控措施管理	多区通知无社会面活动人员，如果没有外出需求，可以不参加全员核酸
深圳	乘坐公交、地铁、出租车、网约车等市内交通工具，扫场所码、查验健康码绿码，不再查验核酸检测证明		全市社区小区、办公场所、餐饮商超及各类公共场所不再查验核酸检测阴性证明，凭健康码绿码、扫场所码进入；网吧、夜总会、棋牌室、KTV、酒吧、桑拿洗浴场所等六类人群聚集密闭公共场所仍需凭 48 小时核酸检测阴性证明、扫场所码进入	
重庆	12 月 2 日，市民乘坐交通工具只需进行渝康码查验	进入公共场所需要 72 小时核酸阴性证明	12 月 1 日起，对中心城区，由之前的全域协同防控调整为分区分类差异化防控，鼓励创建无疫小区、无疫社区，实行常态化防控	对集中隔离人员、居家隔离人员，对高风险区以及重点人群按照相应的规定开展相应频次的核酸检测，不再按行政区域开展全员核酸检测

资料来源：上海发布、本地宝、浙商证券研究所

1.2 防控优化将助力消费回暖

疫情是近三年来影响经济活动尤其是消费的核心要素，原因在于疫情对于消费场景限制、当前收入以及未来消费信心的全方位影响。

图1： 疫情对于消费负面影响大

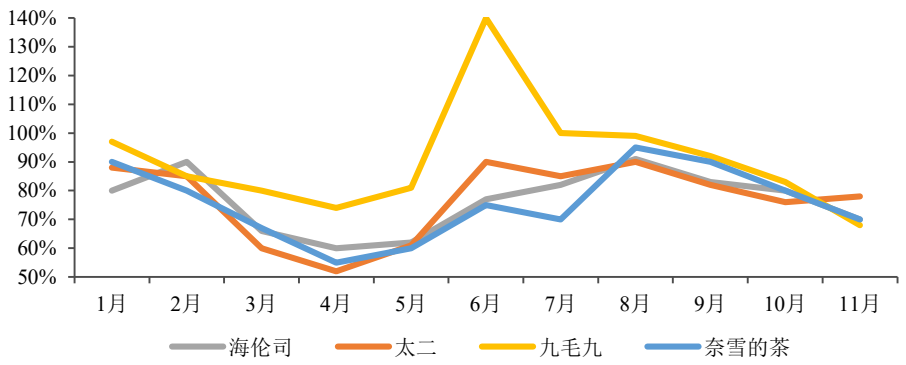


资料来源：wind，浙商证券研究所（新冠肺炎当日新增取自然对数）

1.2.1 场景消费预计边际逐渐回暖

11 月预计为场景消费低点，12 月品牌餐饮经营趋势预计向好。我们看到 3、4 月随着疫情形势严峻，主流餐饮上市企业逐渐承压，5-8 月边际向好，但是 10、11 月疫情又陷入反复，餐厅门店压力再次陡升，如奈雪的茶预计全国有约 20-25%的门店在 11 月某些时段临时停业，疫情对于餐饮场景消费的影响明显。但是，目前随着多地防疫优化，我们已经看到明确向好趋势，例如：1）11 月 30 日广州多区恢复堂食，九毛九等本地餐饮企业客流量均有回升；2）11 月海底捞中国大陆地区巅峰时期超过 500 家店暂停营业。随着防疫优化，目前绝大多数门店复业。

图2： 餐饮企业月度店效恢复至 21 年同期水平统计

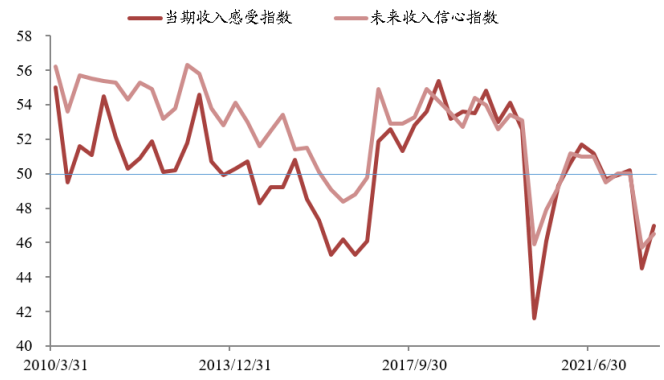


资料来源：浙商证券研究所预测

1.2.2 居民储蓄保证中长期消费确定性

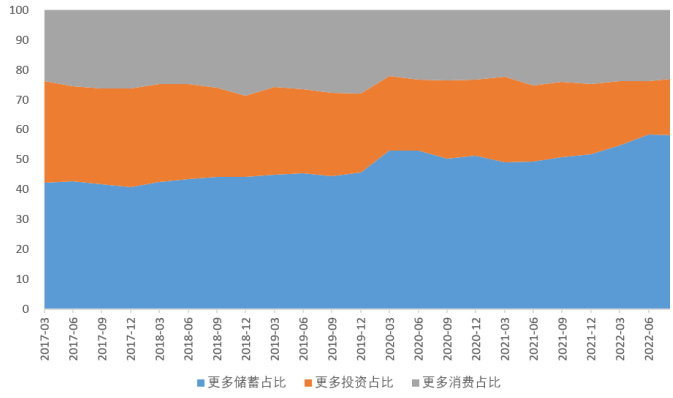
根据央行发布的城镇储户问卷调查报告，我们看到疫情影响下居民的预防性储蓄动机上升，并因此减少消费，将盈余转化为储蓄。但是，另一角度看，居民储蓄增加下居民抗风险能力强，储蓄增加将为后续居民消费支出蓄积力量。我们认为随着疫情防控优化将会逐步消除此前的不确定性，而居民储蓄保证中期消费复苏的确定性。

图3： 居民收入感受、收入信心指数



资料来源：wind，浙商证券研究所

图4： 居民储蓄占比不断提升



资料来源：wind，浙商证券研究所

1.2.3 消费券发力等刺激中短期消费

本周，深圳市商务局发布通知将于 12 月 9 日启动第三轮消费电子和家用电器购置补贴活动，最高按照销售价格的 15%给予补贴，补贴品牌共计 26 家，品类包含手机、电视、大小家电、音箱、可穿戴等 15 项品类。

2020 年、2022 年疫情期间多地集中发放两轮消费券，本次政治局会议强调“突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作”、“推动经济运行整体好转”，而消费作为内需重要一环，我们认为政策对消费支持或会加大，而发放消费券经过证明对于消费具有较明显的正向刺激作用，期待后续消费券等发力。

表3： 2020 消费券各地核销、关联消费情况统计

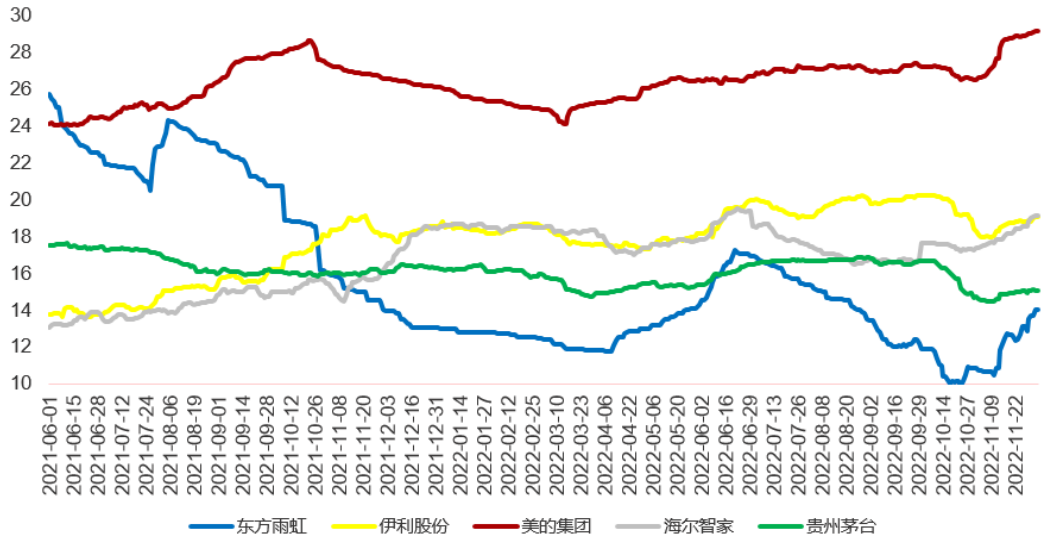
	统计时间段	发放总额（万元）	核销金额（万元）	核销率（%）	关联消费（万元）	关联消费/核销金额
晋城	03.22-04.19	1500	1442	96.1	17300	
杭州	03.27-04.16	37500	32100	85.6	342200	10.7
嘉兴	03.31-04.16	10600		80		
佛山	04.01-04.11	5000	3870	77.4	13600	3.5
内江	04.10-04.24	.	243	.	821	3.4
沈阳	04.10-04.24	2000	944	47.2	6459	6.8
衢州	04.03-04.13	3390	1846	54.5	10147	5.5
郑州	04.03-04.16	5000	3925	78.5	55200	14.1
赤峰	04.05-04.20	500	364	72.9	3692	10.1
呼和浩特	04.05-04.14	1000	86	8.5	719	8.4
绍兴	04.05-04.12	7500	2333	31.1	10900	4.7
宁波	04.17-04.23	1070	515	48.1	5321	10
乌鲁木齐	04.18-04.24	4786	330	6.9	5498	16.7
温州	04.18-04.25	19720	13000	66.2	98200	7.6
武汉\	04.20-04.27	62	19	30.7		

资料来源：《消费券的中国实践》，浙商证券研究所

1.3 消费政策底、市场底已现，基本面拐点未见

目前看来，消费场景恢复正在进行中，但是收入预期建立、消费信心恢复或许是渐进的，即对于当前消费板块，政策底、市场底已经见到，但是基本面拐点尚未到来，随着后续消费需求真正复苏，我们认为会迎来更加坚实的行情，当前具备配置价值。

图5： 消费优质资产沪深港通持续占比（%）



资料来源：wind，浙商证券研究所

2 地产链

本周地产链上涨明显，预计与南京降低二套房首付比例至 40%、武汉二环外限购放开并且首付最低可 20%等刺激政策相关，需求端政策空间有望打开。

图6： 地产后周期整体表现

代码	赛道	公司	本周涨跌幅(%)	近半年涨跌幅(%)	近一年涨跌幅(%)	市值	2022年预期归母净利润	2023年预期归母净利润	2022年预期PE	2022年预期PE历史分位（近五年）
603833.SH	定制家居	欧派家居	6.76	0.72	-9.06	726.1	28.0	32.9	25.9	15.5%
002572.SZ		索菲亚	12.01	-9.00	-0.43	175.3	12.3	14.7	14.2	8.7%
603801.SH		志邦家居**	4.05	40.94	14.84	89.8	5.5	6.5	16.3	40.7%
603180.SH		金牌厨柜**	3.35	15.17	-8.11	46.6	3.8	4.7	12.2	6.0%
603816.SH	软体家居	顾家家居	21.87	-3.54	-16.48	376.4	19.2	22.3	19.6	11.9%
1999.HK		敏华控股	12.55	8.62	-26.92	292.0	22.6	25.9	12.9	33.0%
603008.SH		喜临门	9.50	12.71	5.38	121.5	6.4	8.0	19.1	36.3%
603818.SH		曲美家居	0.00	-26.98	-42.01	40.7	2.9	4.6	14.0	19.2%
002271.SZ	消费建材	东方雨虹**	5.52	-25.07	-21.84	876.2	29.7	43.3	29.5	65.8%
002372.SZ		伟星新材	2.78	11.64	1.25	352.8	13.1	15.8	26.9	70.7%
000333.SZ	家电	美的集团	13.03	2.47	-19.95	3798.7	303.9	338.2	12.5	历史底部
600690.SH		海尔智家**	5.95	6.57	-13.80	2406.5	153.0	176.7	15.7	33.4%
000651.SZ		格力电器	5.12	13.46	1.74	1907.9	261.5	288.1	7.3	历史底部
002508.SZ		老板电器**	12.35	-1.11	-15.50	278.8	18.6	21.3	-1.3	历史底部
000921.SZ		海信家电	7.63	23.01	3.18	194.2	13.3	16.2	14.6	6.7%

资料来源：wind，浙商证券研究所 盈利预测为 wind 一致预期 截止 2022 年 12 月 9 日

销售复苏方向确定，预计 2023H1 回暖较明显。2022 年 1-10 月商品房销售面积累计同比下滑 22.3%，与疫情反复、政策限制、房价下行、烂尾楼冲击等因素相关，我们认为，目前主要制约因素都在逐步向好，各地需求端放松政策持续出台、保交付下烂尾楼风险逐步出清、一二线城市房价走稳趋势等，期待更多方向一致、力度较大的需求端政策落地，积累市场信心、凝聚市场合力。根据浙商地产组预测，考虑到 2022 年销售成交面积和销售金额大幅下滑，2023Q1 销售面积预计会筑底企稳，考虑到 2022 年土地成交面积的大幅下滑，二手房对新房市场亦有挤压作用，预计 2023H1 销售面积将会维持较低的增速。在全国市场分化的情况下，核心一二线城市预计会率先回暖，有望带动 2023 年下半年全国销售市场回暖。

扩表谨慎+保交付，政策落地后预计竣工企稳。本轮销售、信用、投资的负循环尚未扭转，不同于以往，预计政策落地、资金到位后房企拿地扩表较谨慎，并且在“保交付”下预计会将资金用于工程款支付以保证项目竣工交付，同时在低基数效应影响下，明年竣工面积将企稳回升。

我们看到本轮龙头市占率不断提升的特征明显，伴随政策边际放松，后续地产数据出现真实改善，建议优选韧性强的龙头布局！目前核心关注点在地产需求端。

3 出口优质制造

11 月出口（以美元计价）同比降 8.7%，预期降 1.5%，前值降 0.3%；分地域看，本月出口回落具有广泛性，其中对美国出口回落明显。目前，海外需求回落已经具备共识，且发酵已久。

本周 lululemon 公布财报，由于制造延迟与产品交付问题，公司 Q3 期末库存增加 85%至 17.4 亿元，公司认为 Q3 为全年库存高点，有望通过后续节假销售缓解 Q4 库存问题，本次财报也同样体现出海外零售端现阶段库存压力较大的现状。

往后看，需求端看，高通胀下海外需求压力仍在，但是随着 CPI 拐点初现，预期正在边际向好；库存端看，去库存预计在 2023Q2 后完成。我们认为，海外需求和库存双双向好预计在 23Q2 后，需要跟踪海外品牌清库存进度，保持谨慎乐观。

图7： 2022 年前 11 月进出口增速

2022年全国进出口情况

进出口数据	单位	1-11月	11月	10月	9月	8月	7月	6月	5月	4月	3月	2月	1月
进出口金额（美元）	%	5.9	-9.5	-0.4	3.4	4.1	11	10.3	11.1	2.1	7.5	8.1	22.2
出口金额（美元）	%	9.1	-8.7	-0.3	5.7	7.1	18	17.9	16.9	3.9	14.7	6.2	24.1
进口金额（美元）	%	2.0	-10.6	-0.7	0.3	0.3	2.3	1	4.1	0	-0.1	10.4	19.8
贸易差额（美元）	亿美元	8020	698	852	847	794	1013	979	788	511	474	306	854
进出口金额（人民币）	%	8.6	0.1	6.9	8.3	8.6	16.6	14.3	9.6	0.1	5.8	6	19.2
出口金额（人民币）	%	11.9	0.9	7.0	10.7	11.8	23.9	22	15.3	1.9	12.9	4.1	21
进口金额（人民币）	%	4.6	-1.1	6.8	5.2	4.6	7.4	4.8	2.8	-2	-1.7	8.3	16.8
贸易差额（人民币）	亿元	53302	4943	5868	5736	5359	6827	6501	5029	3251	3006	1944	5444

2022年中国与主要国家间贸易

商品名称			1-11月	11月	10月	9月	8月	7月	6月	5月	4月	3月	2月	1月
美国	出口金额	%	3.4	-25.4	-12.6	-11.6	-3.8	11.0	19.3	15.7	9.4	22.4	9.7	3.3
	进口金额	%	-0.5	-7.3	-1.5	-4.6	-7.4	-4.5	1.7	21.2	-1.2	-11.9	-1.1	8.3
欧盟	出口金额	%	11.5	-10.6	-9.0	5.6	11.1	23.2	17.1	20.3	7.9	21.4	15.4	-2.9
	进口金额	%	-7.3	-16.2	-5.1	-8.4	3.1	-7.4	-9.7	-9.0	-12.5	-11.6	0.5	-0.2
日本	出口金额	%	5.1	-5.6	3.8	5.9	7.7	19.0	6.3	3.7	-9.4	9.7	-6.4	18.5
	进口金额	%	-9.6	-24.5	-10.5	-8.9	-7.7	-9.2	-14.2	-13.7	-15.1	-9.8	6.6	6.9
韩国	出口金额	%	11.8	-11.9	7.0	6.8	4.8	15.3	25.3	23.7	7.8	14.4	6.7	23.8
	进口金额	%	-4.4	-25.9	-13.9	-9.2	-8.2	-0.9	-7.2	-3.0	-5.6	6.8	10.7	16.6

资料来源：wimd，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1.买 入 ： 相对于沪深 300 指数表现 + 20％以上；
2.增 持 ： 相对于沪深 300 指数表现 + 10％ ~ + 20％；
3.中 性 ： 相对于沪深 300 指数表现 - 10％ ~ + 10％之间波动；
4.减 持 ： 相对于沪深 300 指数表现 - 10％以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1.看 好 ： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10%以上；
2.中 性 ： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
3.看 淡 ： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10%以下。
我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。
建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。
本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。
本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。
本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层
北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层
深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层
上海总部邮政编码：200127
上海总部电话：(8621) 80108518
上海总部传真：(8621) 80106010
浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn