

分析师：杨畅

执业证书编号：S0740519090004

电话：021-20315708

Email: yangchang@zts.com.cn

### 投资要点

- 我们不认同所谓的“低欲望”，在春节出游数据上观察到，消费的“高欲望”仍然存在；只是在相较前期偏低的水平上被满足，即“低满足”。
- 出游是服务消费的典型代表，在实物消费上，典型代表是可选消费品中的乘用车，销量数据表明购买欲望仍然存在，成交均价走低也表明被满足的水平。
- 上述现象或许可以用结构分化来解释，居民消费的基础端更加稳固，导致了整体消费欲望的抬升，但偏高端群体的消费支出相较前期偏弱，导致整体消费在偏低水平上满足。
- 风险提示事件：政策变动风险；经济波动超预期风险。

### 相关报告

## 内容目录

1. 春节出游数据或指向“高欲望与低满足” .....	- 3 -
2. 高欲望与低满足，在实物消费上也有反映 .....	- 4 -
3. 风险提示 .....	- 7 -

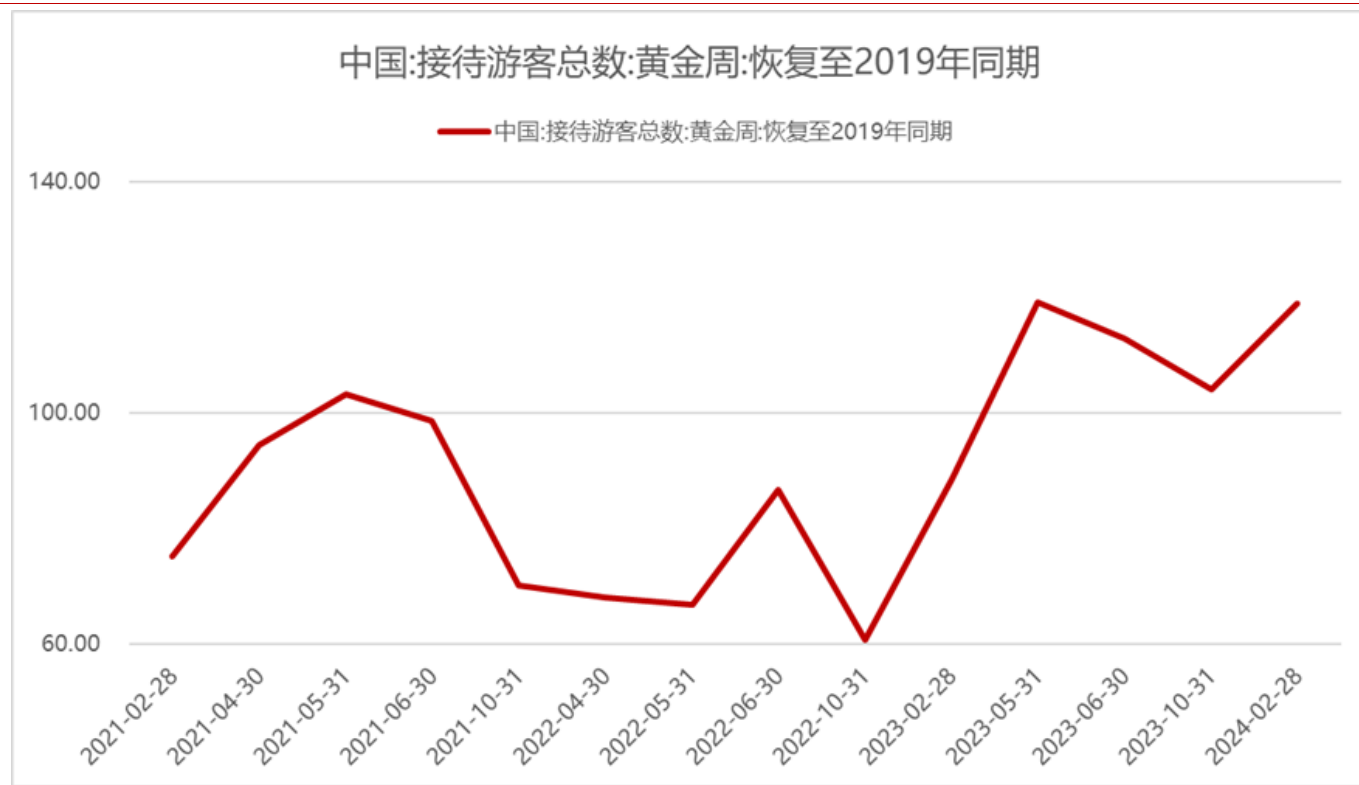
## 图表目录

图表 1: 黄金周接待游客总数恢复至 2019 年同期的水平 .....	- 3 -
图表 2: 2024 年与 2019 年每人出游花费 .....	- 4 -
图表 3: 乘用车销量指数与成交均价指数（以 2019 年月均值为基期 100） .....	- 4 -
图表 4: 乘用车成交均价指数（以 2019 年月度均值为基准） .....	- 5 -
图表 5: 住宅销售面积（以 2019 年月度均值为基准） .....	- 6 -

## 1. 春节出游数据或指向“高欲望与低满足”

出游人次明显高增长，或指向服务消费的高欲望。主要体现在春节期间出游人次的高增，表明对出游为代表的服务消费，仍然具有较高意愿。根据 2 月 18 日 2024 年综合运输春运工作专班公布的数据，2 月 10 日至 17 日（农历正月初一至初八，春节假期），全社会跨区域人员流动量累计 22.93 亿人次。根据 2 月 18 日新华社公布的文化和旅游部统计数据，全国国内旅游出游 4.74 亿人次，同比增长 34.3%，按可比口径较 2019 年同期增长 19.0%。而根据国家旅游局公布的数据，2023 年 5 月黄金周接待游客总数相当于 2019 年同期的 119.1%，10 月黄金周接待游客总数相当于 2019 年同期的 104.1%，游客总数的率先恢复，甚至明显高增长，反应了对以旅游为代表的服务消费，欲望并不低。

图表 1: 黄金周接待游客总数恢复至 2019 年同期的水平 (%)



来源: WIND、中泰证券研究所

注: 2024 年 2 月数据为文化和旅游部统计“国内旅游出游人次”数据, 前期数据为旅游局公布“接待游客总数”数据, 可能存在口径不一致

其次, 人均出游花费低增长, 或指向服务消费被低满足。根据文化和旅游部统计数据, 国内游客出游总花费 6326.87 亿元, 同比增长 47.3%, 按可比口径较 2019 年同期增长 7.7%。我们根据国家统计局公布的 CPI 旅游价格环比增速数据, 以 2018 年 12 月为基期 100 推算价格指数, 发现从 2023 年 4 月开始, 相较 2019 年同期的增幅开始超过 15%, 2024 年 1 月计算的价格指数为 124.3, 相较 2019 年 1 月增长约 17.8%。因此, 价格因素对出游总花费数据可能会形成扰动, 如果按照不变价格来看待, 出游的实际总花费相较 2019 年同期仍然偏低; 如果再考虑到出游人数增加 19%, 这就导致每人次出游的实际花费相较 2019 年也偏低,

反应了对于旅游消费的高欲望，是在一个相较 2019 年偏低的水平上被满足了。

**图表 2：2024 年与 2019 年每人出游花费**

出游人次与出游总花费	2024年数据	按可比口径较2019年同期增长	计算2019年基数
国内旅游出游人次 (亿)	4.74	19.00%	3.98
国内游客出游总花费 (亿元)	6326.87	7.70%	5874.53
每人旅游花费 (元)	1334.78		1474.83

来源：文化和旅游部，中泰证券研究所

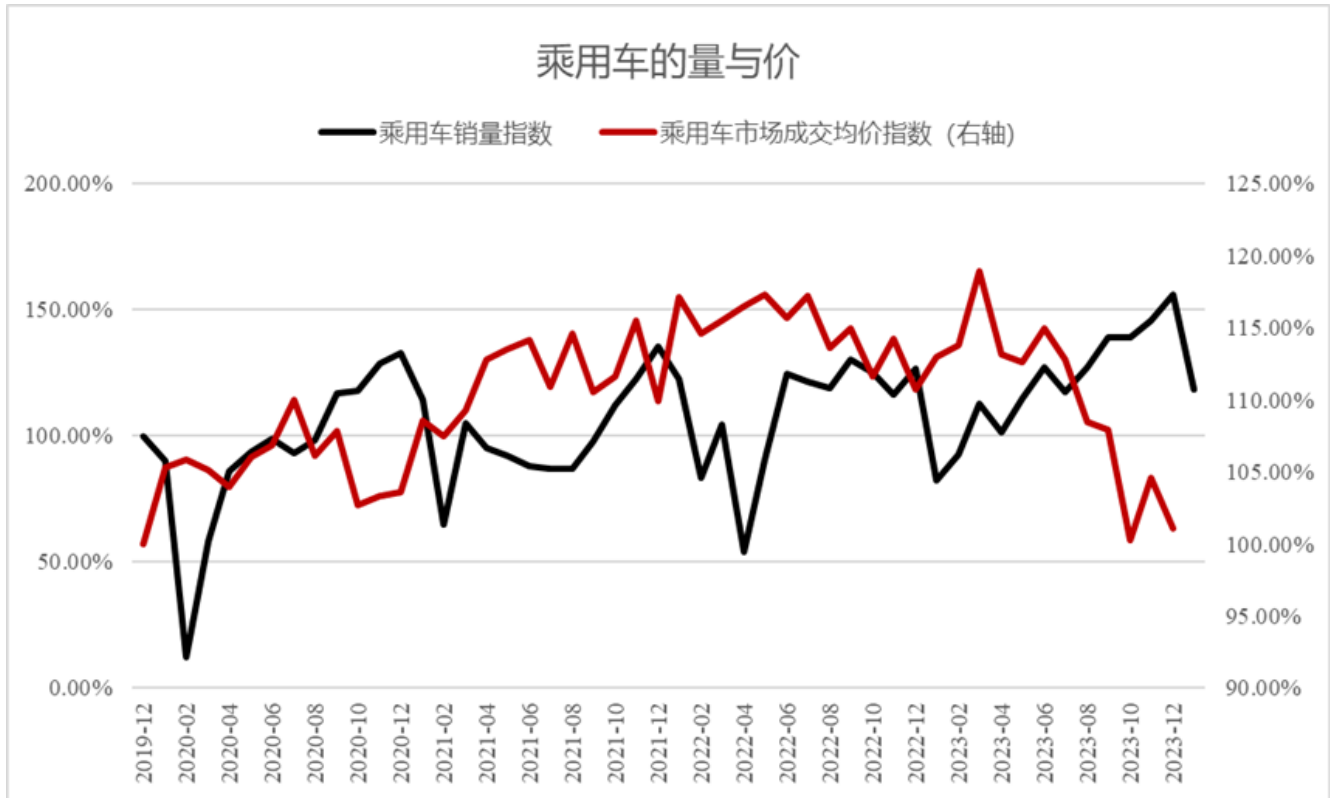
因此，我们在春节出游数据上，观察到的现象，并非是一般理解的“低欲望”，而是“高欲望”仍然存在，但在偏低的水平上被满足，即“低满足”。

## 2. 高欲望与低满足，在实物消费上也有反映

出游是服务消费的典型代表，我们也需要观察在实物消费上是否也有类似“高欲望被低满足”的案例，实物消费又可区分为必需消费品和可选消费品，在可选消费品中，典型代表例如乘用车。

乘用车的销量数据可以表明购买欲望，成交均价则表明购买欲望被满足的水平。根据中国汽车流通协会公布的乘用车销量与成交均价数据，以 2019 年月度均值为基准，可以观察到很明显的现象，乘用车销量呈现出逐步走高的态势，尽管在 2022 年 4 月和 2022 年末出现阶段性低点，但整体呈现出走高的态势，尤其是从 2023 年 4 月份开始，乘用车单月销量数据的表现始终超过了 2019 年月均值，显示出购车欲望并没有出现降低的现象。主要还是成交均价呈现出明显的“倒 V 型”走势，在 2023 年 3 月之前，成交均价保持在高位平稳，随后出现回落的态势，显示出购车欲望被满足的水平在回落。

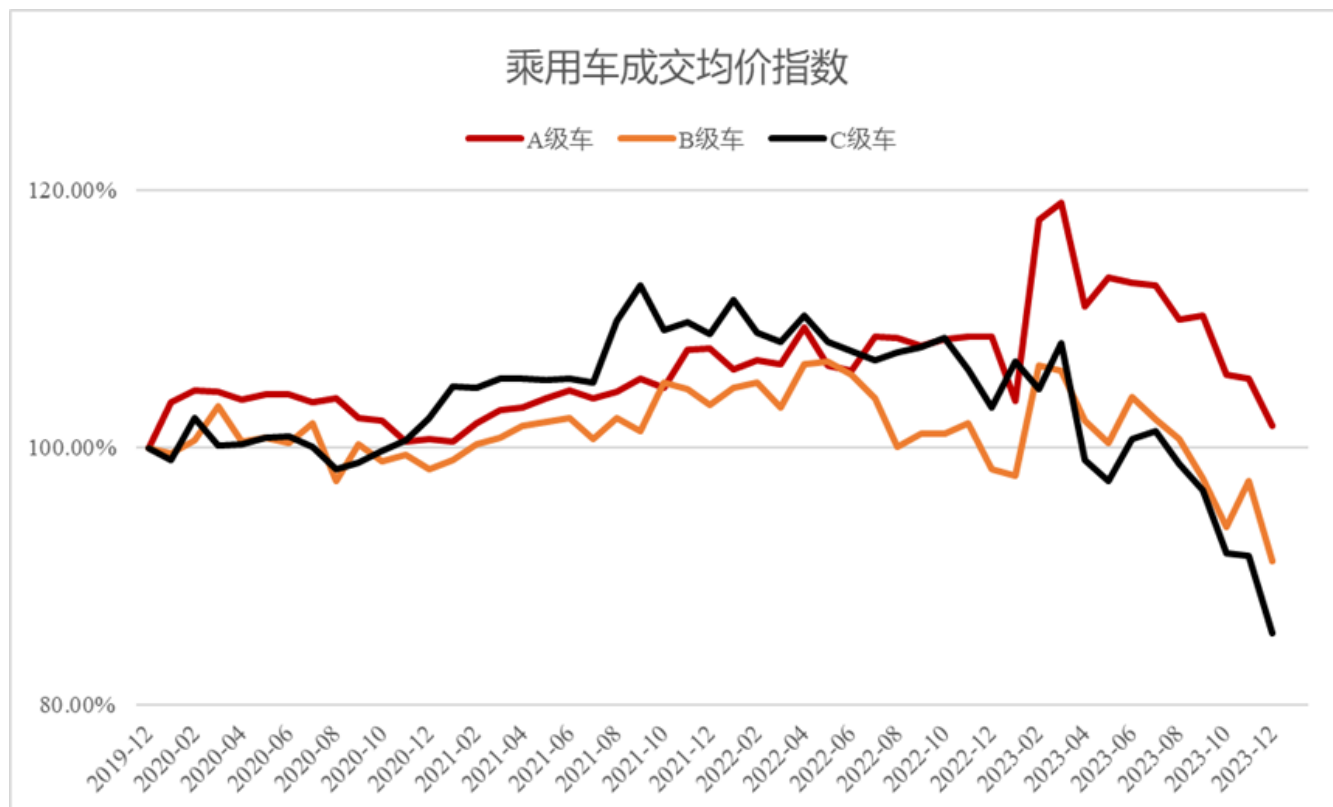
**图表 3：乘用车销量指数与成交均价指数（以 2019 年月均值为基期 100）**



来源：WIND、中泰证券研究所

如果进一步观察乘用车的分类表现,则体现相对更加明显。同样,以 2019 年月度均价为基准,小型 A 级车即使出现回落,成交均价也仍然高于 2019 年月度均值的水平,而作为中档 B 级车和高档 C 级车,成交均价回落则相对比较明显。

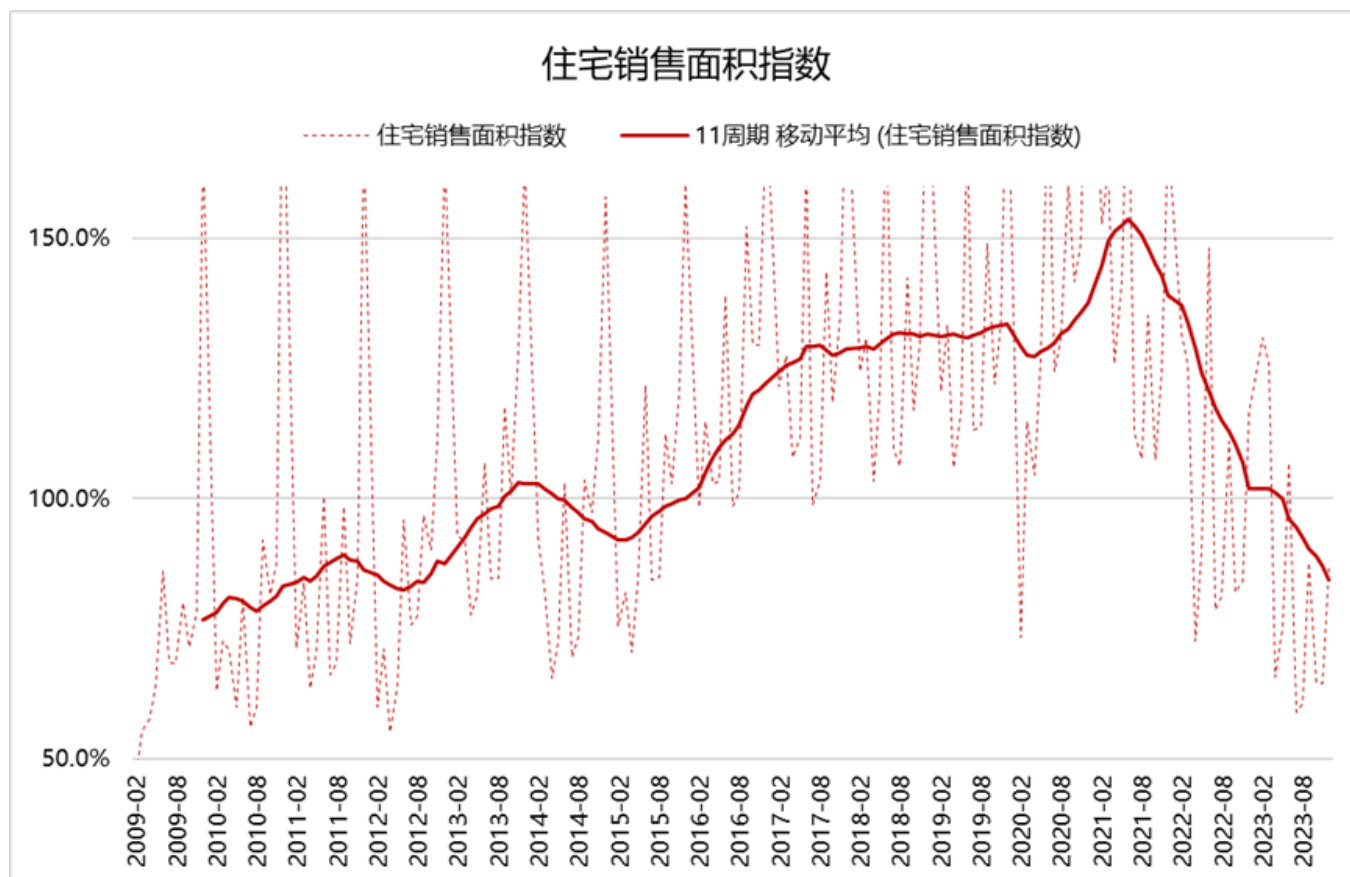
图表 4: 乘用车成交均价指数 (以 2019 年月度均值为基准)



来源：WIND、中泰证券研究所

在可选消费品中，难以回避的是地产链条上的相关消费，但需要注意的是，地产除了消费属性之外，还有很强的投资属性，因此，我们观察的地产链条上类似于家具、家电、建材等环节的数据表现，很难区分消费属性和投资属性。由于上述环节是住宅销售面积的滞后指标，即使我们只观察住宅销售面积数据，以 2015 年房地产销售面积月度均值作为基准（原因在于 2016 年中央经济工作会议首次提出“房住不炒”），计算出的住宅销售面积指数基本相当于 2013-2015 年水平。

图表 5: 住宅销售面积 (以 2019 年月度均值为基准)



来源：WIND、中泰证券研究所

以出游为代表的服务消费、以乘用车为代表的实物消费，均反映出消费数量的“高欲望”在相较前期偏低水平上被满足，即“低满足”。上述现象或许可以用结构分化来解释，居民消费的基础端更加稳固，导致了整体消费欲望的抬升，但偏高端群体的消费支出相较前期偏弱，导致整体消费在低水平上满足。

基础端消费或可以用小型 A 级车的表现来说明，成交均价整体仍在 2019 年月度均值以上的水平，表明小型 A 级车的购置群体，消费能力得到了很好的保护，甚至出现增长，同样的逻辑或许也支撑了国内旅游出游人次相较 2019 年 19.0% 的增长。

而中档 B 级车和高档 C 级车的成交均价出现了回落，或许表明相应群体的支付能力相较前期水平仍有距离，这或许也能解释每人次出游花费相较 2019 年偏低，而支付能力的变化，或许又跟两方面因素相关，短期收入出现波动和中长期收入预期出现波动，如何平滑相应波动，或许是提升消费水平的关键。

### 3. 风险提示

政策变动风险；经济波动超预期风险。



## 投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。



## 重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。