

证券研究报告

2024年11月23日

行业报告：行业投资策略

天风大消费

消费刺激政策主题研究报告之：2025年会成为消费大年吗？

作者：

分析师 吴立 SAC执业证书编号：S1110517010002

分析师 孙永乐 SAC执业证书编号：S1110523010001

分析师 杨松 SAC执业证书编号：S1110521020001

分析师 孙谦 SAC执业证书编号：S1110521050004

分析师 孙海洋 SAC执业证书编号：S1110518070004

分析师 张潇倩 SAC执业证书编号：S1110524060003

分析师 何富丽 SAC执业证书编号：S1110521120003

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明



行业评级：强于大市（首次评级）
上次评级：强于大市

摘要

一、宏观层面：国际间与历史上的消费刺激政策对比。

美国、日本等国家与地区在经济危机与疫情时期的消费刺激政策更倾向于直接补贴居民资产或收入，中国则侧重于通过消费券、减税等方式激发居民消费潜力。在经济弱增长时，促消费会成为政策的重要抓手。我们认为，2025年经济面可能仍存挑战，政策依旧需要通过消费稳增长：短期政策或继续通过发放消费券等方式推动汽车、家具家电、文旅等在内的各项消费增速的回升；长期来看，明年以旧换新等消费刺激举措或将进一步延续，且刺激规模或会高于今年。

二、行业层面：新一轮消费刺激政策已启动，2025年是否会迎来消费大行情？

1. 家电：以旧换新政策成效凸显，核心品类零售有效提振。复盘上轮刺激政策，再看本轮政策：在增量与存量并存、更新换代需求与潜力兼备的行业背景下，国家层面在政策力度上加码，央地共担推动落地；地方层面在省级细则中补贴力度实现进一步升级。从政策效果上来看，在大促叠加政策的共同拉动下，核心品类零售得到有效提振，龙头充分受益政策利好。**投资建议：**聚焦以旧换新延续，标的选择以大品类的品牌公司+供给格局好的零部件环节（容易被忽视）为优，**推荐：**【白电】格力电器、海信家电、美的集团、海尔智家等；【厨电】华帝股份、老板电器等；【黑电】TCL电子、海信视像等；【小家电】石头科技、科沃斯；【零部件】盾安环境、长虹华意等。对于近期基本面及股价承压标的，后续弹性或更大。

2. 家居：首次补贴效果超预期，需求有望触底改善。政策层面来看，首次家居“以旧换新”补贴成效逐步显现，其中头部品牌以及软体/成品类需求改善较为明显；此外补贴积极变化值得关注，包括1）线上链路打通加速补贴落地；2）政企双补强化引流；3）后续政策在补贴额度、品类、延续性等方面均有望进一步加码，我们预计24Q4家居订单有望触底改善，25H1业绩有望迎来修复。**投资建议：**短期关注以旧换新落地&二手房成交回暖带来业绩弹性释放，目前政策空间展望乐观，本轮模式跑通后有望加速后续政策落地；当前家居板块估值已现修复但仍处于历史相对低位，中期伴随补贴效果显现、稳态需求修复，估值中枢仍有向上空间。**推荐：**【软体类】顾家家居、敏华控股、喜临门、慕思股份；【定制类】欧派家居、索菲亚、志邦家居、金牌家居；【智能品类】瑞尔特、好太太、箭牌家居。

3. 商社：关注出行链政策刺激及线下零售变革机会。

- **【餐饮】**复盘国际：美国疫后，在“现金类”消费刺激政策下餐饮行业恢复快；日本疫后，“折扣类”消费刺激政策对餐饮行业拉动效果明显。再看国内：2020年至今，餐饮一直是国内消费券刺激的核心品类。投资建议：餐饮消费券拉动效果直接、明显，有利于刺激餐饮行业的恢复。在行业竞争加剧的背景下龙头公司经营韧性更强，看好具备阿尔法、同店趋势改善、现金流充足的餐饮龙头公司，**推荐：同庆楼、海底捞，建议关注：百胜中国。**
- **【酒店】**复盘国际：美国疫后，“现金类”消费刺激政策对酒店行业影响偏滞后；日本疫后，“折扣类”消费刺激中酒店行业参与热度高。再看国内：2020年至今，各个省市主要以发放消费券的形式刺激服务消费，释放杠杆效应：酒店消费券补贴→关注度提升、刺激旅行需求增加→带动其他旅游消费增长。**投资建议：住宿类消费券对休闲类旅客酒店消费的拉动效果可能好于商务客，布局经济型酒店较多的公司或受益，推荐：首旅酒店、华住集团。**
- **【旅游】**复盘国际：日本疫后，推出“Go To Travel Campaign”补贴政策振兴旅游业。再看国内：通过免签入境、冰雪旅游、增加法定节假日，多维度支持复苏国内旅游。**建议关注：1) 景气强者风格：业绩韧性的携程集团、同程旅行；以及冰雪主题长白山、大连圣亚，山岳景区九华旅游、黄山旅游、峨眉山A、丽江股份，人文类宋城演艺、天目湖等；2) 主题风格：外延预期的西域旅游，以及国旅联合、西藏旅游、三峡旅游、祥源文旅、南京商旅等。**
- **【零售】**内需拉动为核心，政策助力零售市场回暖。**推荐：积极推进线下零售变革的永辉超市、重庆百货、孩子王、家家悦、红旗连锁、王府井。**

4. 食品饮料：看好白酒/调味品/乳制品板块弹性机会。

- **【白酒】**一方面，板块自2021年开始受消费力减弱等因素影响，价升贡献放缓，板块进入去库存调整期；另一方面，受益于强壁垒&需求具韧性，酒企业绩调整多晚于库存调整，24Q2开始酒企进入理性降速阶段，市场EPS预期已充分下修。后续，我们认为在消费边际向好背景下，拥有强价升能力的酒企或迎来PE-eps双升弹性机遇。**投资建议：短期关注弹性标的：酒鬼酒/水井坊/舍得酒业等；建议关注：五粮液/泸州老窖/贵州茅台/山西汾酒/古井贡酒等。**
- **【调味品】**一方面，调味品周期底部往往伴随着餐饮需求阶段性降速，餐饮/CPI/PPI等的修复均有望赋予板块弹性；另一方面，成本与调味品企业盈利表现关联度高，24Q2调味品企业成本下行逻辑持续演绎。**投资建议：消费刺激政策频出，看好板块复苏。建议关注3条主线：1) 业绩或较好：海天味业、安琪酵母；2) 或享改革红利：涪陵榨菜；3) 享受复调红利：天味食品、颐海国际。**
- **【乳制品】**当前创造现金流能力较强/分红率居前/估值高性价比的乳制品板块竞争格局趋于稳定，后续资本下降&上游产能优化&需求回暖均有望刺激其弹性表现。**投资建议：奶价企稳回升已现曙光，政策刺激正当其时。建议关注3条主线：1) 库存去化到位，拥有优质奶源供给壁垒的龙头乳企：伊利股份、蒙牛；2) 营收增速较优、经营能力改善的“小而美”新乳业；3) 受益于奶牛养殖产能去化、奶价企稳回升背景下盈利能力改善的优然牧业、现代牧业。**

5. 医药：刚需医疗与可选消费共振，消费刺激助推业绩弹性。

- **【医美】**中国是全球最大的医美市场之一，随着消费刺激+社会接受度不断提升，行业成长确定性相对较高。预计社会接受度将不断提升，医美需求将持续增长，且注重专业、品质、多元。**推荐：爱美客、华东医药；**
- **【医疗服务】**2022年，医疗服务板块整体增长疲软。消费刺激政策助力医疗服务板块2023年业绩增长。2024年新消费刺激政策出台，其中指出要推动健康消费发展，拓展银发消费新场景。预计：随着新消费刺激政策的出台、人口老龄化的加剧、居民健康意识的提高以及医疗技术的不断进步，医疗服务需求将持续增长。**推荐：通策医疗、爱尔眼科；**
- **【家用医疗器械】**中国家用医疗器械市场在过去几年中实现了显著增长，政策利好、技术突破、市场需求协同将推动行业稳健前行。预计：在技术创新、市场需求增长、政策扶持的多重推动下，家用医疗器械行业具备较大的发展潜力。**推荐：爱博医疗、鱼跃医疗。**

三、投资建议：

我们预计，**2025年有望迎来消费大行情**。通过对国内外不同国家、不同时期的消费刺激政策进行研究，我们判断当前阶段，促消费以稳增长仍将是政府复苏经济的重要手段。目前，新一轮消费刺激政策已启动，从对于各消费子行业的效果来看，成效显著。综上所述，我们**优选行业龙头+估值相对底部标的，重点推荐十大金股：**

- **格力电器（000651.SZ）**以旧换新拉动内销增长，公司经营表现稳定，账上现金蓄水池深，高股息；**科沃斯（603486.SH）**大促叠加国补对扫地机销售有拉动，且国补对高费用率的品类利润改善弹性更大。科沃斯内销占比高且销售费用率高，若政策延续，明年在收入增长的同时，利润弹性会更大；**欧派家居（603833.SH）**积极变革穿越周期，稳定分红回馈股东，短期以旧换新有望催化需求，中期大家居战略构筑核心竞争力；**顾家家居（603816.SH）**内销零售变革落地，期待以旧换新成效显著；外销推进产品&渠道多元化，生产效率持续提升；**同庆楼（605108.SH）**看好宴会餐饮的刚需属性和稳定的盈利能力，以及公司标准化和性价比结合的差异化优势；**锦波生物（832982.BJ）**重组胶原蛋白领军企业，行业红利延续，商业化进阶，稀缺性及后续成长性领先；**泸州老窖（000568.SZ）**高端领军白酒企业，国窖特曲双轮驱动赋予业绩端强弹性；**天味食品（603317.SH）**复调龙头企业，产品迭代&推新+渠道扩充&并购持续贡献增量势能；**华东医药（000963.SZ）**国内领先的医药集团，公司在注射类医美及光电仪器全面布局，打造综合型医美企业；**爱博医疗（688050.SH）**眼科消费领域的领军者，OK镜市占率持续提升，美瞳业务快速发展。

风险提示：宏观经济形势变动风险；消费刺激政策落地进展不及预期；与个股相关的风险。

目录

1. 宏观层面：国际间与历史上的消费刺激政策对比
2. 行业层面：**新一轮消费刺激政策已启动，2025年是否会迎来消费大行情？**
 - 2.1 家电：以旧换新政策成效凸显，核心品类零售有效提振
 - 2.2 家居：首次补贴效果超预期，需求有望触底改善
 - 2.3 商社：关注出行链政策刺激及线下零售变革机会
 - 2.4 食品饮料：看好白酒/调味品/乳制品板块弹性机会
 - 2.5 医药：刚需医疗与可选消费共振，消费刺激助推业绩弹性
3. 投资建议：**重点关注十大金股**
4. 风险提示



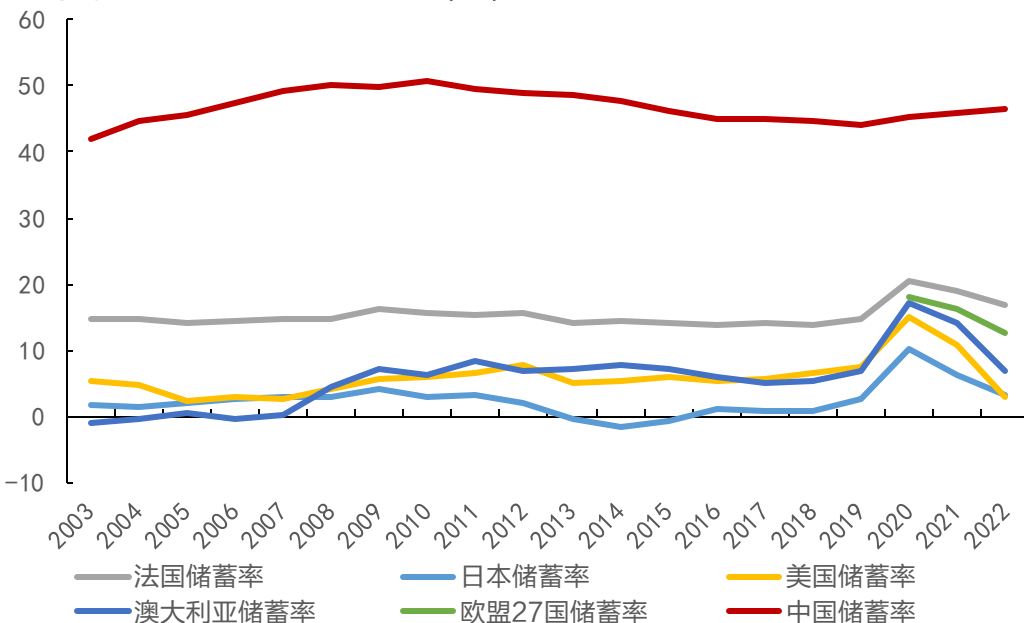
1、宏观层面： 国际间与历史上的消费刺激政策对比

1. 中国消费极具潜力

横向对比海外各国，中国消费占比依旧偏低。在人均GDP1.1万美元左右时，中国居民最终消费占GDP比重低于韩国、新加坡、阿根廷等国家15-20个百分点左右。明显偏低的居民最终消费占比或许与中国储蓄率显著高于海外各国等因素有关。这也为后续消费的韧性提供了空间。

随着房地产迎来长周期拐点，传统的投资驱动模式逐渐失效，我们认为后续消费会成为经济增长的重要支撑之一。在经济转型时期，政策对消费支持力度也在明显增加。

图：中国储蓄率显著高于海外各国（%）



资料来源：同花顺iFinD, OECD, 天风证券研究所

图：近似人均GDP水平下内需的结构对比（不变价）（单位：美元）

美国		日本		德国		韩国		新加坡		阿根廷		中国	
人均GDP	消费占比	人均GDP	消费占比	人均GDP	消费占比	人均GDP	消费占比	人均GDP	消费占比	人均GDP	消费占比	人均GDP	消费占比
25295	61%	15736	55%	17894	56%	8119	59%	7723	64%	9957	62%	6153	36%
25800	62%	15948	56%	18421	57%	8608	62%	8591	62%	10397	62%	6592	36%
26868	62%	16443	56%	19121	57%	9365	62%	9326	60%	9969	61%	7056	37%
28115	62%	17495	57%	19972	56%	10273	61%	9733	61%	10389	61%	7533	37%
27709	62%	18337	57%	20142	56%	10797	61%	9974	60%	11097	61%	8016	38%
27380	63%	17847	58%	20042	58%	11423	61%	10573	59%	11392	61%	8517	39%
28583	63%	19024	57%	21124	58%	12356	61%	11142	58%	10880	62%	9053	39%
29605	63%	19428	57%	21881	59%	13409	62%	11864	57%	10673	62%	9619	40%
30915	62%	19986	57%	22559	59%	14330	62%	12834	56%	10091	61%	10155	40%
31543	62%	21116	58%	23485	58%	15072	61%	13954	54%	8895	59%	10358	38%
31162	62%	21795	57%	23766	58%	14196	56%	14738	51%	9582	58%	11188	40%

1.1.1 次贷危机下的美国——稳住居民资产负债表、修复现金流

1、相比于中国，美国等西方发达国家做为消费型经济体，在经济面临下行压力时，美国对居民消费端的支持力度并不弱，借鉴海外经济体的经验，能够更好的理解后续中国消费刺激政策对经济的支持。

2、2008年稳消费的核心——稳住居民资产负债表

- ① 美国政府实施一系列直接退税政策，以刺激消费并提升家庭的可支配收入。2008年《经济刺激法案》规定，年收入在75,000美元以下的纳税人可获得600美元的一次性退税，家庭年收入不超过150,000美元的可获1200美元退税，每个儿童额外可得300美元。
- ② 美国采用住房贷款抵扣政策，通过抵押贷款税收豁免和提高税收抵免上限恢复经济。
- ③ 为提高家庭的信贷清偿能力，美国政府进行了贷款限额调整、还款缓冲期申请和放宽再融资限制。

表：美国次贷危机时期的几次政策

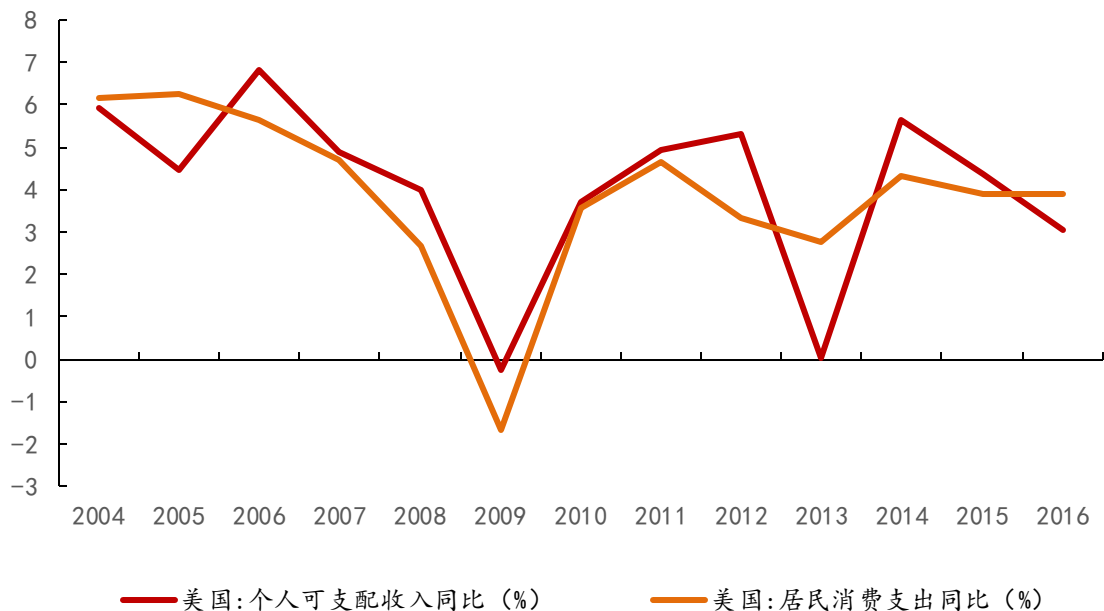
	措施	时间	法案名称	稳消费政策
直接退税政策	个人家庭减税退税	2008. 2	《经济刺激法案》	1. 年收入在75,000美元以下的纳税人可获得600美元的一次性退税； 2. 家庭年收入不超过150,000美元的可获1200美元退税； 3. 每个儿童额外可得300美元
		2009. 2	《美国复苏与再投资法案》	1. 2860亿美元用于减税； 2. 2009年和2010年，95%美国家庭将获得减税，个人可以抵减400美元，家庭可减免800美元
住房抵扣政策	抵押贷款税收豁免	2007. 12	《抵押贷款债务减免的税收豁免法案》	纳税人可将住房按揭贷款及抵押贷款保险从总收入中扣除，以减轻税负并增加可支配收入
	提高税收抵免上限	2008. 7	《住房和经济恢复法案》	1. 提高低收入群体住房按揭贷款的税收抵免上限； 2. 个人在纳税年度首次购买住宅作为主要居所，则该住宅价格的10%（在7500美元上限内）可用于抵扣其在该纳税年度应纳税所得额
提高信贷清偿能力	贷款限额调整	2008. 2	《经济刺激法案》	将单身家庭FHA单身家庭计划的贷款限额由87%提升至175%（仅限购房成本极高的特定地区）
		2008. 7	《住房和经济恢复法案》	暂时提高退伍军人事务（VA）贷款限额
	放宽再融资限制	2008. 7	《住房和经济恢复法案》	通过提供再融资贷款、减少抵押贷款未尝本金和利息等方式减轻房主负担，避免因无力偿还贷款导致房屋被银行收回；
		2009. 2	房屋所有者负担能力和稳定计划	放宽按揭贷款再融资限制，帮助信用良好的房主获得“再融资”便利，并减少大部分家庭的月供支出
还款缓冲期申请	2008. 2	生命线工程	每月抵押贷款还款逾期90天以上的房主可向房贷机构申请获得30天的缓冲期	

资料来源：中诚信研究公众号，硅兔赛跑公众号，天风证券研究所

1.1.1 次贷危机下的美国——稳住居民资产负债表

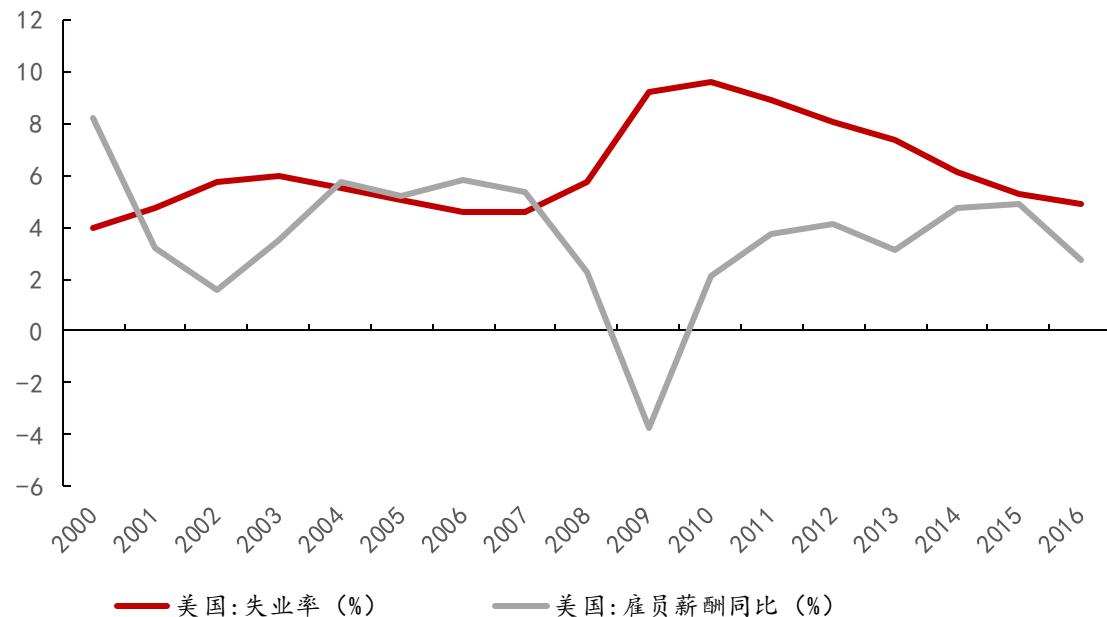
2008年次贷危机后，美国个人可支配收入、雇员薪酬和居民消费同比增速均于2010年转正，增速分别为3.73%、2.12%和3.54%。

图：美国居民消费逐步复苏



资料来源：同花顺iFinD，天风证券研究所

图：次贷危机期间美国失业率升高和雇员薪酬下降



1.1.2 疫情下的美国——修复现金流，稳住收入端

2020年新冠疫情对美国经济造成了前所未有的冲击。疫情期间美国经济受到冲击，体现为雇员薪酬增速下降，失业率急剧上升，2020年的失业率一度飙升至8.09%。

- 现金退税方面，美国采用了直接退税和提高个人家庭退税额度的措施。
- 针对失业救济，美国政府加大发放救济金力度，并设置了一系列失业保险和现金补助政策。扩大了救济金的发放范围，放宽申请条件，免除了失业者一周的等待期，并放宽了求职条件。同时，政府提供了2500亿美元用于失业保险，并增加每周600美元的额外补助。
- 制定薪水保护计划（PPP）间接提高居民收入。为员工人数少于500人的小企业提供无息贷款，要求企业将贷款用于支付员工工资和带薪病假等，从而间接保障居民的可支配收入。

图：美国疫情时期的政策

	措施	时间	法案名称	稳消费政策
现金退税	直接退税	2020.3	《冠状病毒援助、救济和经济安全法案》	年收入低于 7.5 万美元的个人可获得 1200 美元的一次性退税，年收入低于 15 万美元的家庭可获得 2400 美元退税，有未成年人的家庭每个未成年人可以获得额外 500 美元退税
	提高个人家庭退税额度	2021.3	《美国救援计划》	年收入低于 8 万美元的个人可获得 1400 美元的一次性退税，年收入低于 16 万美元的家庭可获得 2800 美元退税，有未成年人的家庭每个未成年人可以获得额外 3000 美元退税（6 岁以下儿童为 3600 美元）
失业救济	发放救济金	2020.3	《家庭优先冠状病毒应对法案》	向各州提供 10 亿美元紧急行政拨款，用于支付失业救济金，并要求州政府须免除失业者一周的等待期，放宽失业金获得者需满足求职条件的要求
	失业保险和现金补助	2020.3	《冠状病毒援助、救济和经济安全法案》	1. 2500 亿美元用于失业保险，失业保险每周额外增加 600 美元，最长支付时间 4 个月； 2. 因疫情而失业或部分失业，但没有资格获得定期失业补偿、延长失业救济金或 PEUC 计划的人可以获得 PUA 每周现金补助
	扩大失业津贴	2021.3	《美国救援计划》	向符合条件的个人发放 1400 美元的直接刺激金，并扩大失业津贴计划，失业救济每周额外增加 300 美元
薪水保护	间接提高居民收入	2020.3	小企业贷款计划（以薪水保护计划 PPP 为主）	员工人数少于 500 人的公司可获得小企业豁免本息的贷款，贷款上限为 1000 万美元，要求企业必须将贷款用于支付员工工资、带薪病假、租金、水电费或其他债务
信贷支持	短期融资流动性支持	2020.3	主街贷款计划（MSLP） 商票融资便利（CPFF） 定期资产支持证券贷款工具（TALF）	美联储推出主街贷款计划（MSLP）、商票融资便利（CPFF）、定期资产支持证券贷款工具（TALF）（购入学生贷款、汽车贷款、设备融资租赁、信用卡贷款为底层资产的ABS）等直接向中小企业和消费者提供短期融资流动性支持，以缓解疫情冲击，稳定就业、消费和生产。

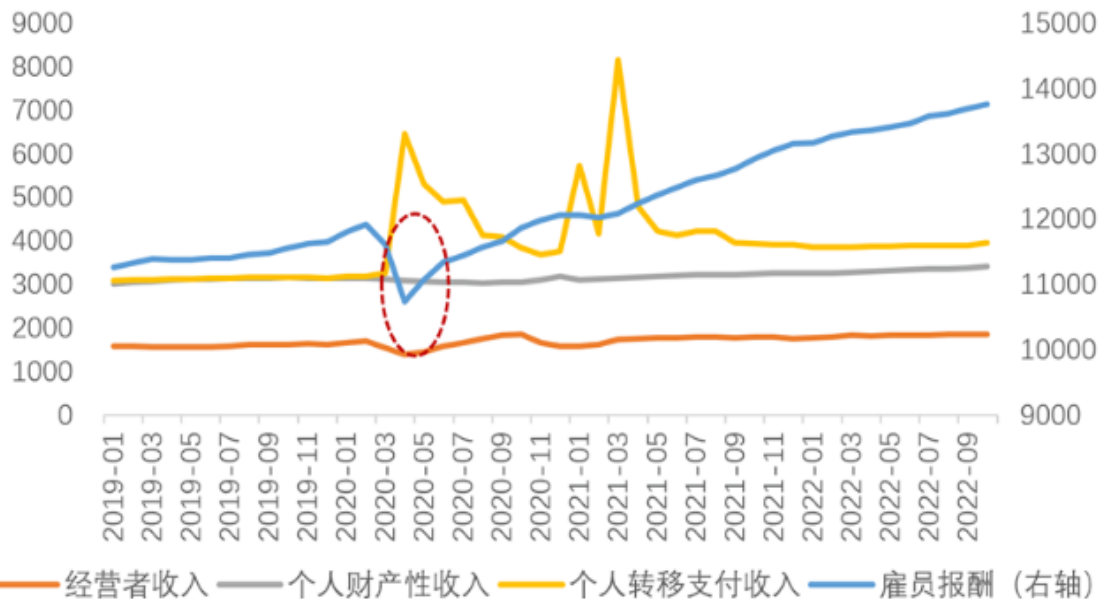
资料来源：中诚信研究公众号，《美联储应对疫情冲击的政策选择、操作特征及启示》汪金祥。（国际金融，2021），天风证券研究所

1.1.2 疫情下的美国——超额储蓄带来了居民的超额消费

1、美国政府向居民部门进行了多轮大规模财政转移支付，2020年至2021年2季度期间，美国居民积累的2.3万亿美元超额储蓄，其中财政补贴贡献了约1.8万亿美元。这部分超额储蓄主要集中于美国低收入群体。截止2022年2季度，收入后50%分位家庭的超额储蓄主要来自于接近1.5万亿美元的财政转移支付。

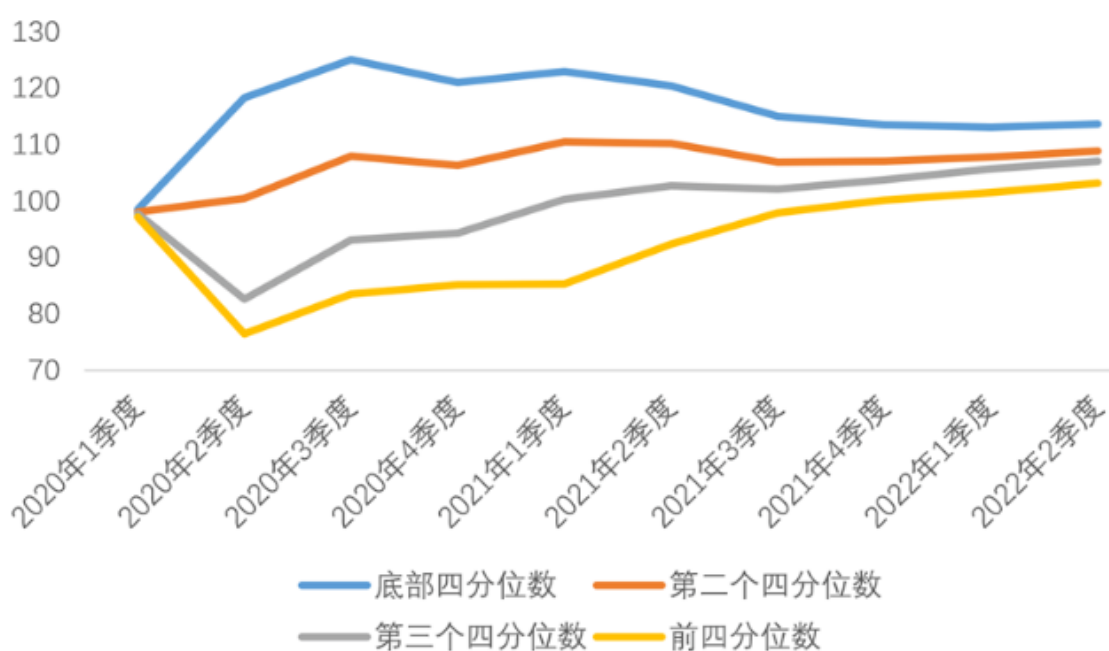
2、受益于财政转移支付的低收入群体（收入后25%分位家庭），可支配收入明显上涨，消费较快修复。2020年2季度美国低收入居民消费支出从1季度的98.5跳涨到118.3（指数化后的指标，2015-2019=100），并在2021年1季度达到了123.1，此后随着财政转移收入下滑，消费随之回落。

图：美国疫情时期的居民收入（千亿美元）



资料来源：美联储，wind，天风证券研究所

图：不同收入居民的消费支出（2018-2019年=100）



1.2.1 日本“失落的三十年”期间消费刺激政策

1、日本政府为了刺激消费，向特定的人群发放“地域振兴券”的消费券（现金消费券）。

2、实施个人所得税临时减税政策，并加大住房消费等相关减税力度。

3、日本央行在1992年开始进入零利率时代

4、引导新产品的研发和消费，大力开发旅游业，促进旅游和消费的恢复。

图：日本“失落的三十年”期间的消费刺激政策

	时间	措施	稳消费政策
增发消费券	1999.3	发放“地域振兴券”	1. 1999年3月日本政府向特定的人群（主要为15岁以下儿童、65岁以上老人）发放了名为“地域振兴券”的消费券； 2. 每人发放2万日元（约合200美元，使用期限6个月），消费券面值1000元，总计发放额6124亿日元。该券在使用时并不设消费门槛，可以直接等价购物。 3. 从消费券发放的结果来看，约有3107万人领取“地域振兴券”。
税收政策	1998	个人所得税临时减税政策	日本政府实施4万亿日元的个人所得税临时减税政策。
	1999	税制改革纲要	1. 将个人所得税最高税率从65%降至50% 2. 加大住房消费税等相关减税力度，把土地贷款和住房交易损失等也纳入减税范围。
刺激信贷	1992	低利率政策	在经济增长不断走弱的情况下，日本央行于1992年引入零利率政策，首次进入“零利率时代”
消费引导	1990s-2000s	发展新消费品	建立能效领跑者制度，促进新技术和新产品研发，引发新产品消费高潮。
	2000s	刺激旅游业	“Happy Monday”制，当时为了能够凑出更多的三连休，日本分别在2000年和2003分2次把4个法定节日的放假日期进行了修改。

资料来源：新华网，央视国际，澎湃新闻，财视网，诺应教育公众号，天风证券研究所

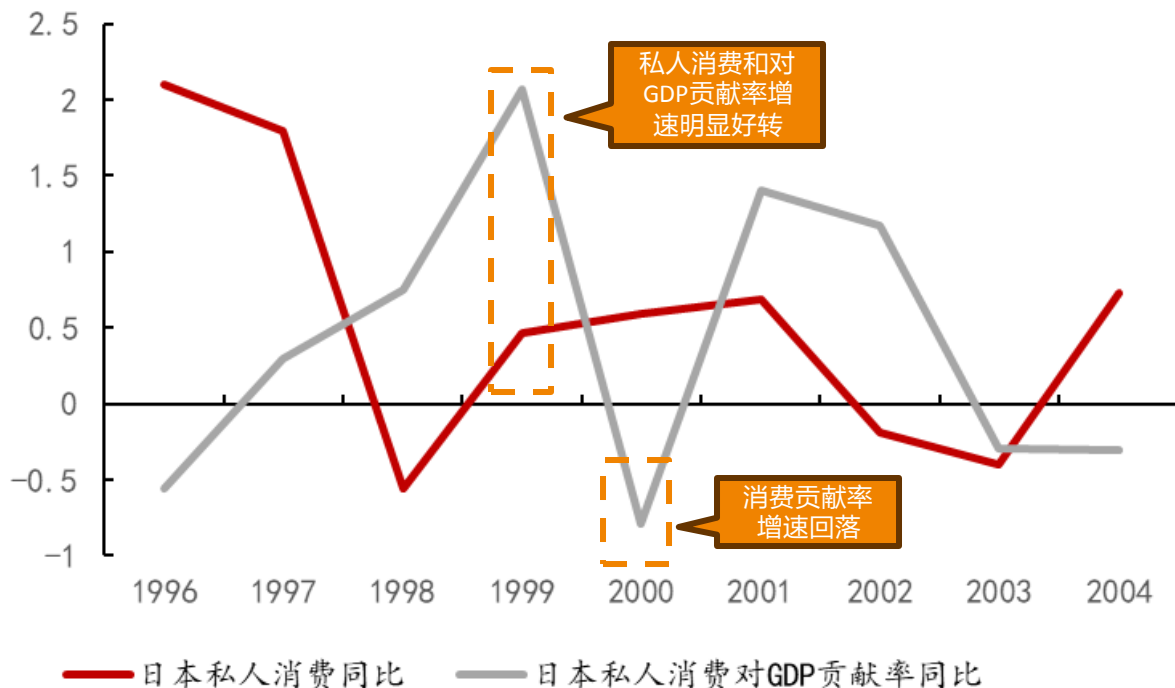
1.2.1 日本“失落的三十年”期间消费刺激政策效果

1、短期刺激消费效果显著。1999年发放消费券后，日本私人消费对GDP贡献率迅速上升达2.07%，消费增速由负转正为0.47%。

2、长期消费券难以改变居民的收入预期。在消费券结束使用后，日本消费支出现回落，2000年日本消费对GDP贡献增速降至-0.79%。

3、新增消费额度低。日本政府《地域振兴券激励消费效果》报告显示，因为“地域振兴券”而额外增加消费的受访家庭占比仅为32%；其余68%家庭是即使没有发放“地域振兴券”，仍将会进行消费，只不过是持券人改由“地域振兴券”支付，而原本要用于消费的现金则转成为储蓄。最终当年日本因消费券推动的新增消费总额不过2025亿日元,仅占名义GDP的0.04%。（资料来源：国家信息中心）

图：日本私人消费及对GDP贡献率的增速情况



资料来源：同花顺iFinD，天风证券研究所

1.2.2 日本新冠疫情期间消费刺激政策——现金流补贴

1、日本政府向所有居民和合法外国人发放现金补贴，以帮助家庭应对收入减少和消费下降的困境。

2、政府针对旅游业和餐饮业推出定向扶持政策，以刺激消费和促进经济复苏。

3、日本政府提供无息贷款、现金补贴等，帮助中小企业渡过难关，防止因企业倒闭导致的失业和收入下降。

4、岸田首相提出“新型资本主义”政策，通过分配端提升工资水平、增加消费，并刺激经济增长、扩大投资。

表：日本新冠疫情期间的消费刺激政策

	时间	措施	稳消费政策
现金补贴	2020.4	首次现金补贴	日本在疫情后首次大规模发放现金补贴，发放对象为所有居住在日本的民众以及拥有三个月在留资格的外国人，发放金额为10万日元/人，共计发放现金12.8万亿日元、占同年GDP的2.4%左右。
	2021.11	二次现金补贴	受疫情反复扰动后，日本再次实施大规模现金补贴政策，但与上次不同的是，此次发放对象为18岁以下的儿童和年轻人以及18岁以上的在读高中生，涉及金额共2万亿日元、占2021年GDP的0.36%
消费板块定向扶持	2020.8	“Go To Campaign” 综合补贴政策	日本面推出1.7万亿日元“Go To Campaign”综合补贴政策，支持旅行、餐饮、住宿、文娱等各类消费子行业修复。
稳就业	2020	支持中小企业	1. 政府担保无利息贷款，最长可达10年，帮助中小企业渡过难关； 2. 针对疫情期间餐饮店和商业设施因缩短营业时间造成的损失，政府提供每日现金补贴； 3. 为陷入经营困境的中小企业（主要是旅游服务业），政府提供最高可达3000万日元的“事业转型补助金”，无需归还； 4. 为加入就业保险的中小企业员工提供70%的工资补助，以保障居民的基本生活。
岸田“新型资本主义”政策	2021.1	对人的投资及分配	1. 提高工资水平； 2. 提高技能，促进劳动力流动； 3. 推动储蓄向投资转化，制定“资产所得倍增计划”；

资料来源：马克思主义研究网，国复咨询，人民网，中国社会科学院，天风证券研究所

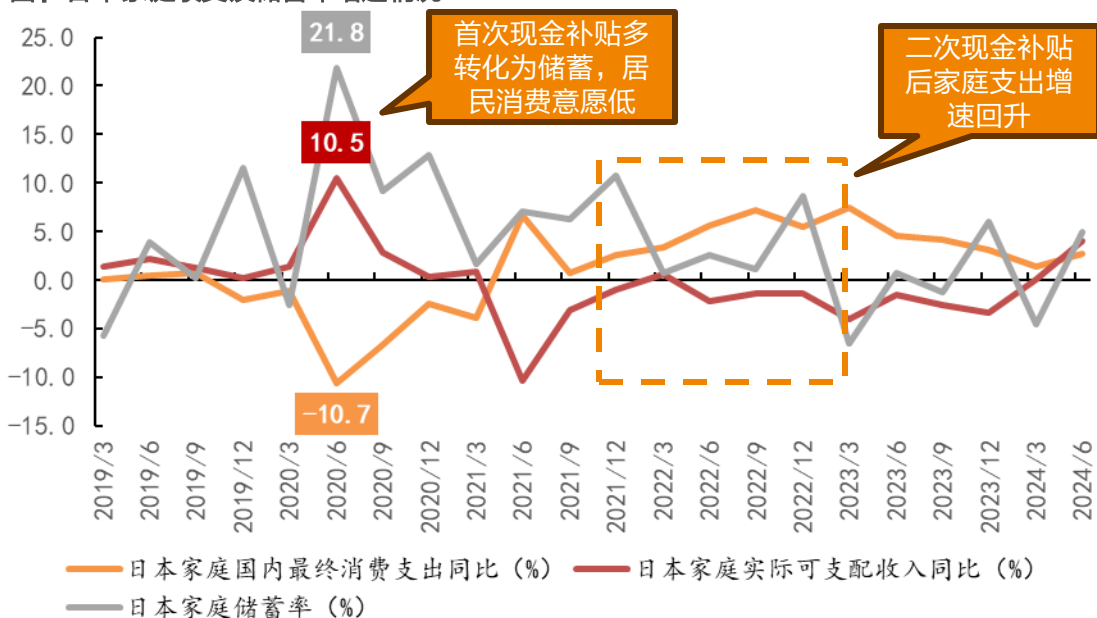
1.2.2 日本新冠疫情期间消费刺激政策效果

1、首次现金补贴下消费复苏乏力，居民消费意愿低，现金补贴多转化为储蓄。2020年4月，日本实施了近13万亿日元的现金补贴，2020年第二季度家庭实际可支配收入增速从上季度的1.3%上升至第二季度的10.5%。尽管收入上升，2020年第二季度家庭支出同比增速下降至-10.7%。储蓄率上升至21.8%。

2、二次现金补贴促进消费回暖，市场信心得到提振。自2022年起，日本家庭支出同比增速波动上升，2023年第一季度达到7.4%。2021年11月发放的第二次现金补贴虽规模较小，但在疫情管控逐步放松后，促进了消费回暖。

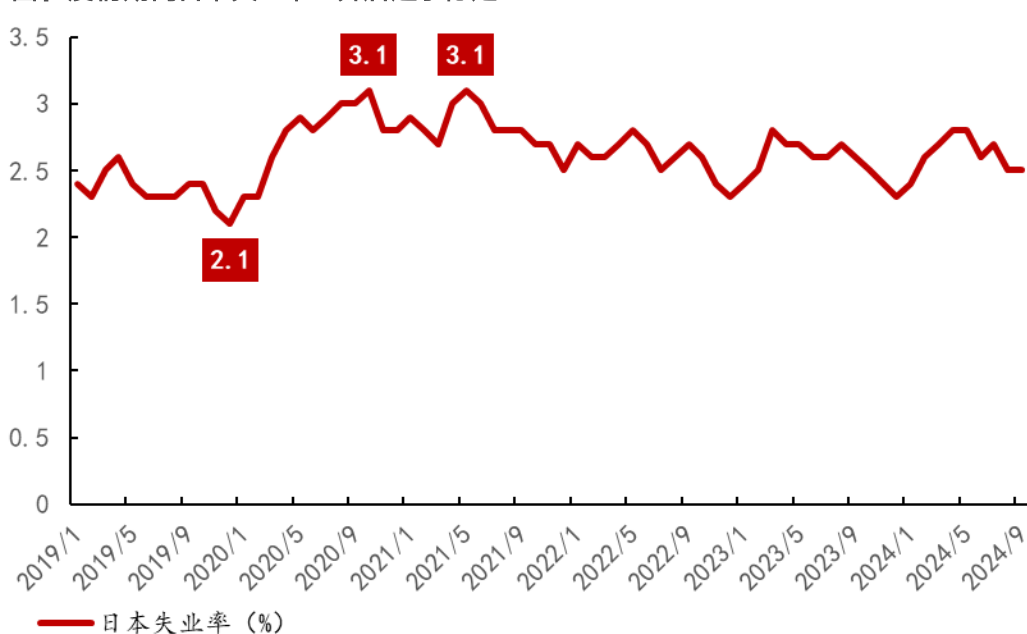
3、失业率恢复稳定。2020年日本失业率上升，最高达3.1%。自2022年起，失业率稳定在2.6%左右波动。

图：日本家庭收支及储蓄率增速情况



资料来源：同花顺iFinD，天风证券研究所

图：疫情期间日本失业率上升后趋于稳定



1.3 中国香港新冠疫情期间消费刺激政策——发放消费券

在2021年至2023年期间，中国香港共发放了三轮消费券，旨在刺激本地消费，支持经济复苏，尤其是在受疫情影响严重的零售、餐饮、交通等服务行业，以此来缓解新冠疫情对消费的影响。

表：中国香港新冠疫情期间的消费刺激政策

时间	政策	内容
2021.6	2021年消费券计划	<ol style="list-style-type: none">1. 年满18岁在港居住的香港永久性居民及新来港人士，可登记分期领取总额5,000元的电子消费券。2. 通过Alipay HK、Tap & Go拍住赏和WeChat Pay HK的消费券分两期，8-9月发放第一期2,000元（有效期五个月），10-11月第二期3,000元（有效期三个月），可合并使用；3. 通过八达通的消费券分三期，前两期各2,000元（相隔两个月发放），第三期1,000元需符合消费条件后发放，4. 电子消费券适用于本地零售、餐饮和服务业的实体和网上店铺，不适用于政府收费、公用事业收费、公共机构收费、教育开支、购买金融产品或服务、捐款等。
2022.2	2022年消费券计划	<ol style="list-style-type: none">1. 2022年4月第一阶段向去年已登记的每名合资格市民分期发放5000港元电子消费券，有效期七个月；2. 2022年8月第二阶段发放5,000元消费券，新登记的符合资格市民将获得总额1万港元的消费券；3. 在原有物价支付工具营办商基础上新增了BoC Pay、PayMe from HSBC。
2023.3	2023年消费券计划	<ol style="list-style-type: none">1. 香港政府将向每名合资格的十八岁或以上的永久性居民及新来港人士发放总额5,000元的消费券，分为两期进行发放；2. 2023年4月发放首期消费券3000元，2023年7月发放第二期消费券2000元，在港居住及来港升学的合资格人士获法半额消费券；3. 消费券适用于本地零售、餐饮和服务业的实体及网上商户，不能用于政府收费、公用事业收费、个人对个人支付及兑换现金等。

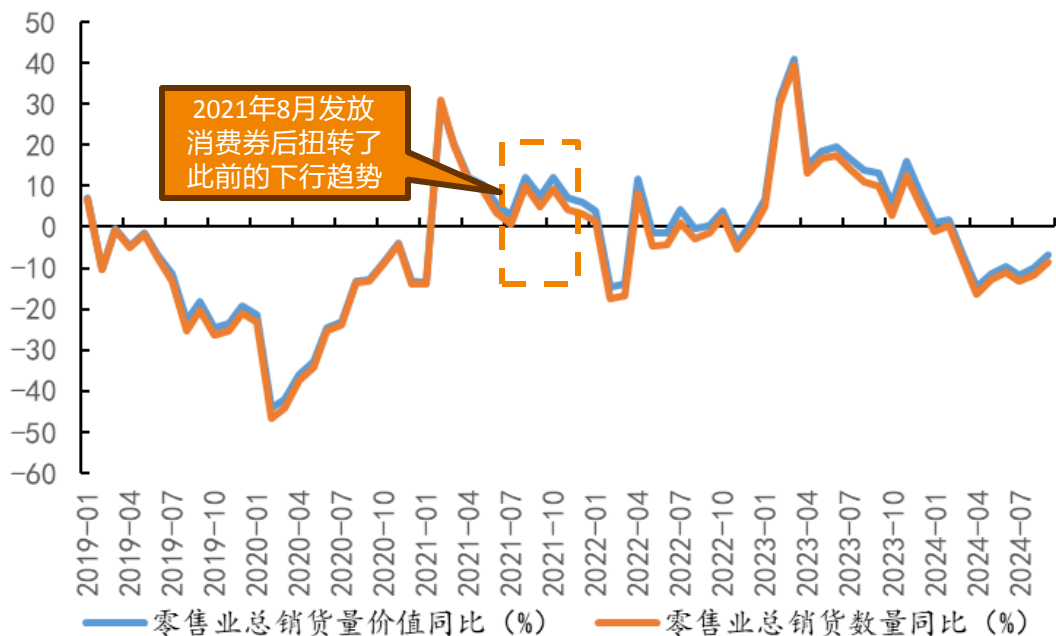
资料来源：香港政府一站通，香港政府新闻网，天风证券研究所

1.3 中国香港新冠疫情期间消费刺激政策效果

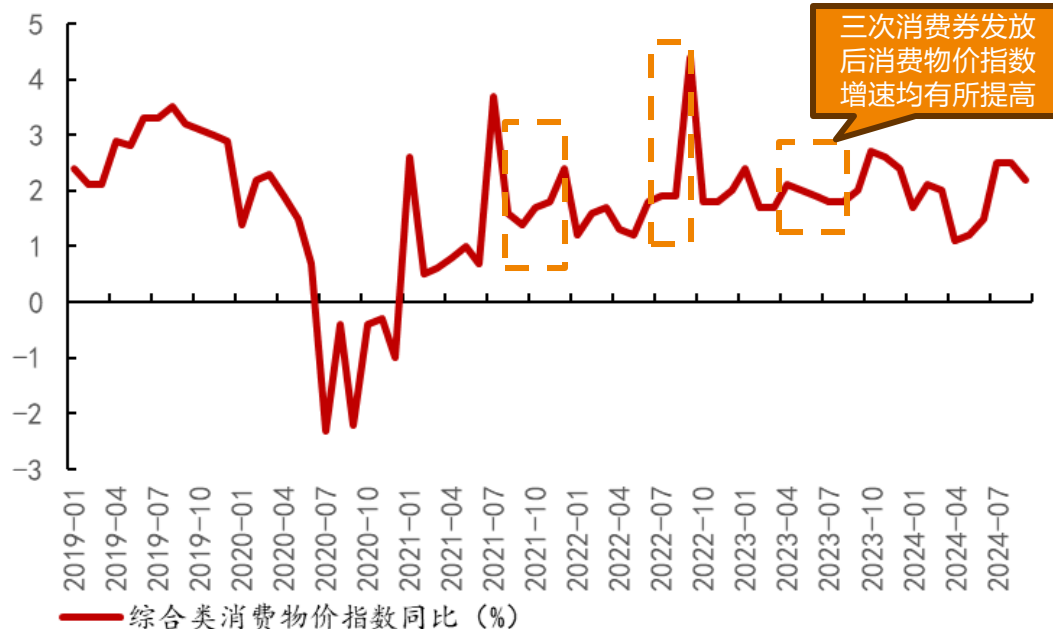
1、香港的消费券计划在短时间内有效提振了本地消费和消费信心。自2021年8月分批发放消费券以来，零售增速迅速扭转了下行趋势，2021年下半年零售业总销货价值和数量增速保持在4%至10%左右的水平。

2、消费物价水平有所上升。香港的基本综合消费物价指数在2021年7月增速达到了3.7%，2022年9月增速上涨到4.4%，这是近两年来的高位，2023年10月增速达2.7%，并且连续保持在1%或以上的增速水平（除2024年1月）。

图：发放消费券后香港零售业出现提振



图：发放消费券后香港物价增速有所上升



资料来源：同花顺FinD，天风证券研究所

1.4.1 国内消费刺激的经验——2008-2013年的家电下乡、汽车下乡

从2007年12月开始，财政部、商务部在山东、河南、四川三省开展了财政补贴家电下乡产品的试点工作，随后逐步推广至全国，电视机、洗衣机、冰箱、手机、空调、电脑、热水器、微波炉、电磁炉等家电。对于名单补贴内商品，按照13%的销售价格予以补贴。

截至2012年12月底，全国累计销售家电下乡产品2.98亿台，实现销售额7,204亿元。家电以旧换新政策实施期共销售五大类新家电9,248万台、拉动直接消费3,420亿元。

2009-2010年的购置补贴（2009年汽车购置税减半征收）推动当时汽车零售额累计同比增速从2009年1月的4.2%快速升至12月的32.3%并在2010年保持了34.8%的高增，但补贴结束后，2011年汽车零售额同比增速就回落至14.6%了。

表：2008年前后的消费措施

时间	政策文件	内容
2008年11月	《研究部署进一步扩大内需，促进经济平稳较快增长的措施》	四万亿政策
2009年1月	《审议并原则通过汽车产业和钢铁产业调整振兴规划》	要培育汽车消费市场。从2009年1月20日至12月31日，对1.6升及以下排量乘用车减按5%征收车辆购置税等。国家安排50亿元，对农民报废三轮汽车和低速货车换购轻型载货车以及购买1.3升以下排量的微型客车，给予一次性财政补贴。
2009年3月	财政部等七部委，印发《汽车摩托车下乡实施方案》	2009年3月1日至12月31日，农民将三轮汽车或低速货车报废并换购轻型载货车（以下简称换购轻型载货车）。享受补贴的轻型载货车每户限购一辆。报废车辆车主与新购车辆车主为同一农民。
2007年11月	财政部、商务部，印发《家电下乡试点工作实施方案》	补贴产品是由中标企业按协议生产的，共197个型号，贴有家电下乡专门标识，争取元旦前后上市，按产品销售价格的13%予以补贴。
2008年11月	财政部、商务部、工信部，印发《关于全国推广家电下乡工作的通知》	家电下乡产品为彩电、冰箱、洗衣机、手机四类产品，按产品销售价格13%予以补贴。
2009年7月	财政部等七部委，印发《家电以旧换新实施办法》	2009年6月1日至2010年5月31日，在北京、天津、上海、江苏、浙江、山东、广东、福州和长沙等9省市试点。家电补贴。按新家电销售价格的10%给予补贴，补贴上限为：电视机400元/台，冰箱（含冰柜）300元/台，洗衣机250元/台，空调350元/台，电脑400元/台。

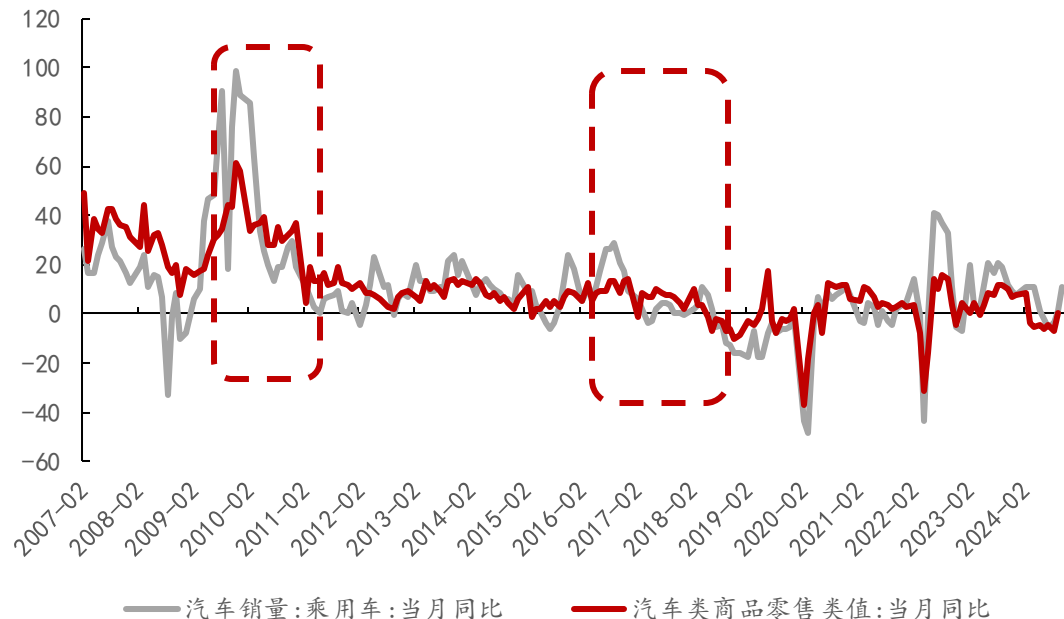
资料来源：中国政府网，天风证券研究所

1.4.2 国内消费刺激的经验——2015-2017年的汽车

次贷危机之后，第二轮消费刺激以汽车为主要抓手：

- 2015年10月1日开始至2016年12月31日1.6L及以下排量的乘用车购置税减半，也就是按照5%征收。2017年1月1日起至12月31日止，对购置1.6升及以下排量的乘用车减按7.5%的税率征收车辆购置税。自2018年1月1日起，恢复按10%的法定税率征收车辆购置税
- 2015-2017年的补贴相比于2009年的效果略弱，2016年汽车零售额同比实现10.1%的增速，2017年汽车销售就已经略显乏力，全年增速仅有5.6%，2018年随着补贴结束，汽车消费持续走弱，汽车当月零售额增速在2018年5月转负并延续至年末，全年同比增速为-2.4%。

图：汽车补贴计划效果

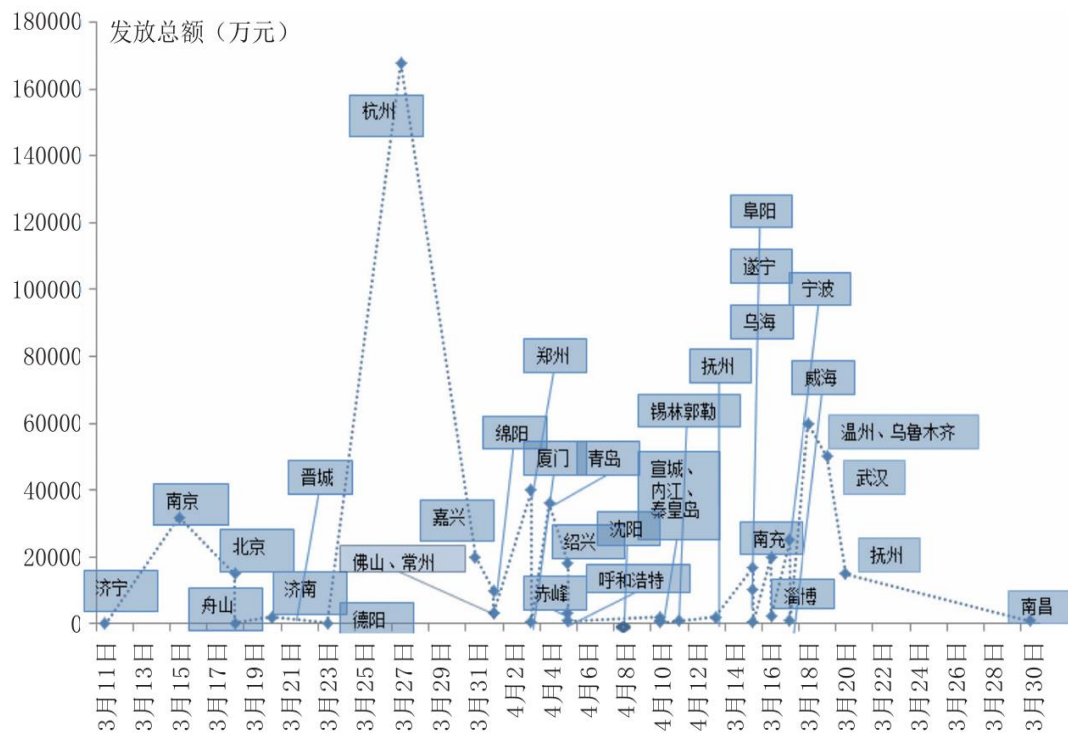


资料来源：同花顺iFinD，天风证券研究所

1.4.3 2020年消费刺激政策

- 1、缓和居民的还贷压力：对受疫情影响暂时失去收入来源的人群，要在信贷政策上予以适当倾斜，灵活调整住房按揭、信用卡等个人信贷还款安排，合理延后还款期限。
- 2、帮扶就业：通过发放稳岗补贴等方式鼓励企业尽量不裁员或者少裁员；支持中小微企业稳定就业、完善高校毕业生就业举措等。
- 3、稳消费：2020年3月起，不少地方政府陆续开始发放消费券。

图：各地消费券发行计划



表：消费券发放情况—核销率

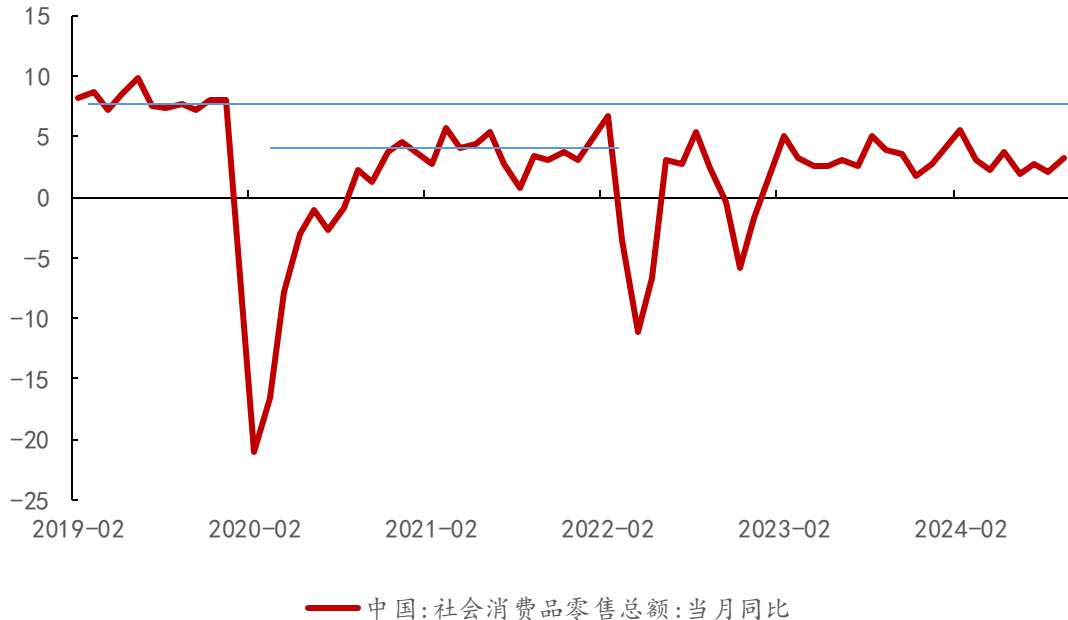
城市	发放日期	统计时间段	发放总额 (万元)	核销金额 (万元)	核销率 (%)	关联消费 (万元)	关联消费/核销金额
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(5)/(4)	(7)	(7)/(5)
晋城	03.22	03.22-04.19	1500	1442	96.1	17300	.
杭州	03.27	03.27-04.16	37500	32100	85.6	342200	10.7
嘉兴	03.31	03.31-04.16	10600	.	80.0	.	.
佛山	04.01	04.01-04.11	5000	3870	77.4	13600	3.5
内江	04.10	04.10-04.24	.	243	.	821	3.4
沈阳	04.10	04.10-04.24	2000	944	47.2	6459	6.8
衢州	04.03	04.03-04.13	3390	1846	54.5	10147	5.5
郑州	04.03	04.03-04.16	5000	3925	78.5	55200	14.1
赤峰	04.05	04.05-04.20	500	364	72.9	3692	10.1
呼和浩特	04.05	04.05-04.14	1000	86	8.5	719	8.4
绍兴	04.05	04.05-04.12	7500	2333	31.1	10900	4.7
宁波	04.17	04.17-04.23	1070	515	48.1	5321	10.3
乌鲁木齐	04.18	04.18-04.24	4786	330	6.9	5498	16.7
温州	04.18	04.18-04.25	19720	13000	66.2	98200	7.6
武汉	04.20	04.20-04.27	62	19	30.7	.	.

资料来源：《我国消费券发放的现状、效果和展望研究》北京大学国家发展研究院课题组,林毅夫,沈艳,等。(中国经济报告,2020),同花顺iFinD,天风证券研究所

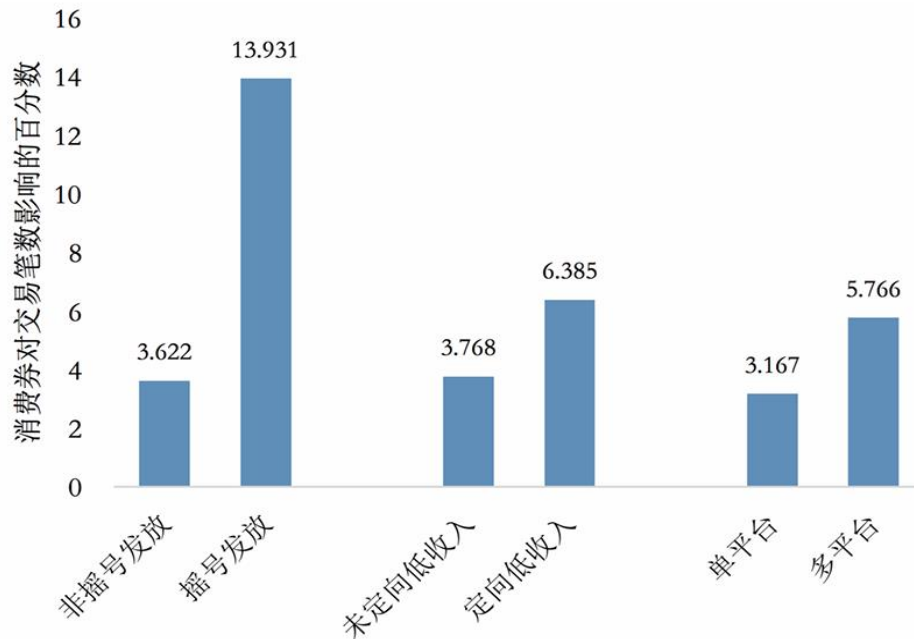
1.4.3 2020年消费券的效果如何

- 1、消费券对消费能够形成支撑。据北京大学光华管理学院测算每1元钱的政府补贴能带动3.5元至5.8元的新增消费，杠杆效应达到3.5倍以上。
- 2、力度规模相对有限：
 - 2020年截止5月，消费券仅发放了190多亿，近九成地级市消费券发放总额占2018年当地财政收入总额的比例不足0.5%，这也限制了消费券的作用。

图：社零的修复速度偏慢



图：消费券发放方式的效果



资料来源: Wind, 《我国消费券发放的现状、效果和展望研究》北京大学国家发展研究院课题组,林毅夫,沈艳,等. (中国经济报告,2020), 天风证券研究所

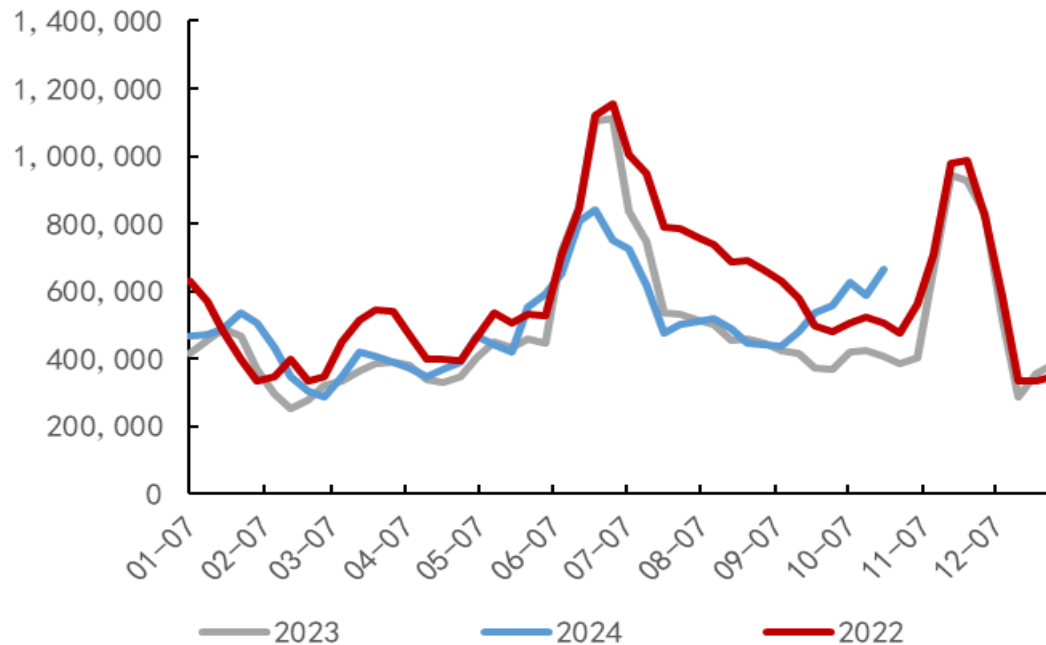
1.4.4 2024年以旧换新政策效果初窥

政策：《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》直接向地方安排1500亿元左右超长期特别国债资金，用于落实以旧换新等措施。

10月份限额以上单位家电、汽车、文化办公用品、家具类商品合计拉动社会消费品零售总额增速达到1.2个百分点

截至11月11日，汽车报废更新补贴申请188.6万份，置换更新补贴申请超180万份。家电方面，2160.8万名消费者购买8大类家电产品3271.9万台

图：8类家电销售额（单位：万元）



资料来源：同花顺iFinD，天风证券研究所

1.5 国内消费刺激的经验与展望

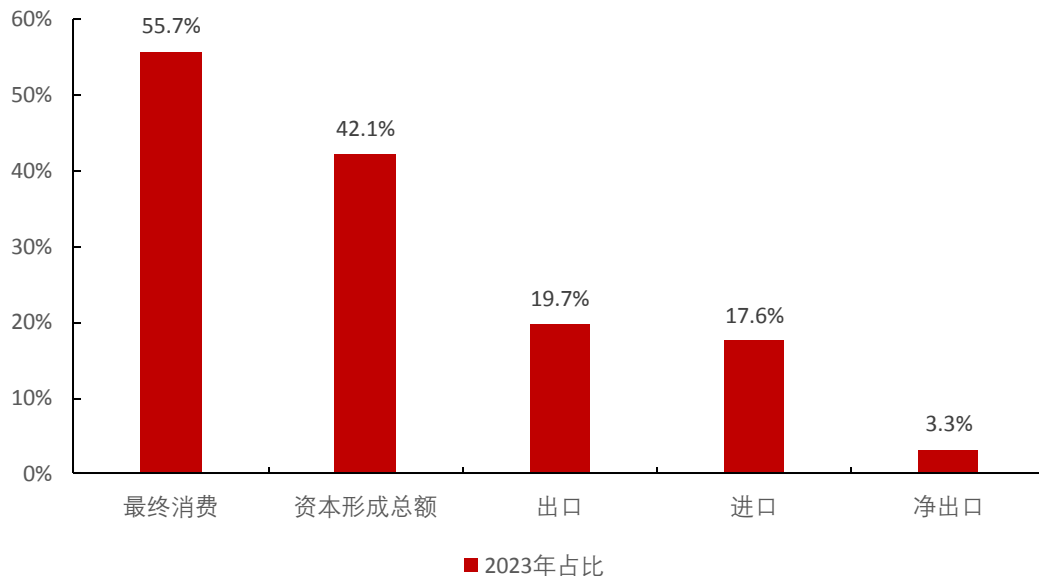
1、中国与海外消费刺激政策的不同：根据前文消费政策比照，我们认为美国、日本等消费补贴政策发力点多在补贴居民的资产负债表或者现金收入，比如次贷危机时期的美国，疫情期间的海外各国；中国居民储蓄规模高，潜力大，消费刺激政策主要以撬动居民杠杆为主，比如消费券、降低汽车购置税、以旧换新补贴等。

2、根据前文分析的我国消费特征，我们认为随着“地产+基建”模式的退却，消费在经济中的地位进一步提高，近几年，政策对消费的重视明显提高。

3、我们认为，2025年消费会继续成为经济稳增长的抓手。最终消费占GDP的比重在55.7%左右（规模70万亿），这意味着1万亿左右的最终消费增长能够带动0.8个百分点左右的现价GDP增幅。

4、我们认为，从刺激措施上，短期政策或继续通过发放消费券等方式推动汽车、家具家电、文旅等在内的各项消费增速的回升。明年以旧换新等消费刺激举措或将进一步延续。

图：GDP结构



资料来源：Wind, 天风证券研究所



2、行业层面：

新一轮消费刺激政策已启动，2025年是否会迎来消费大行情？



2.1

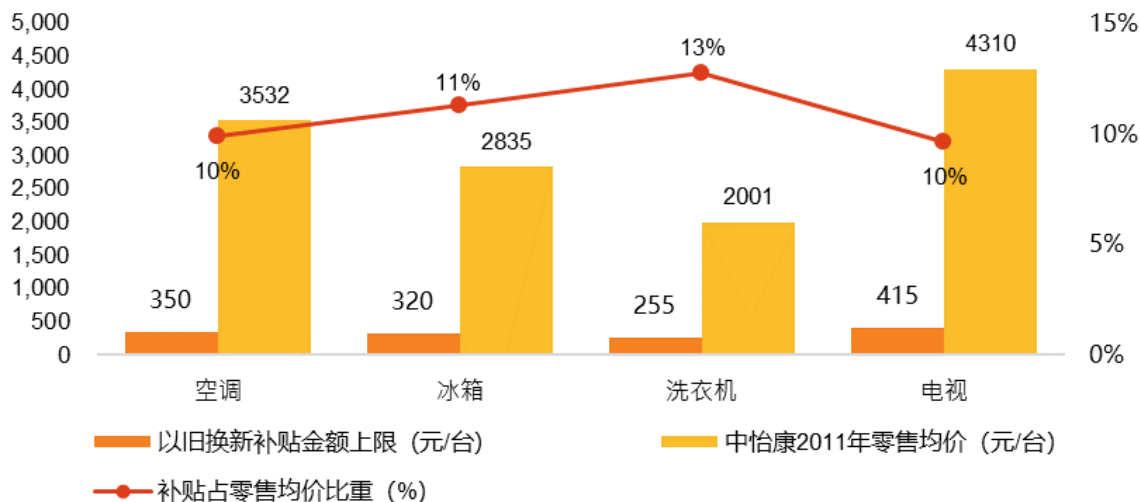
家电：以旧换新政策成效凸显，核心品类零售有效提振

2.1.1 上轮家电刺激政策复盘

1、哪些品类和公司受益？

- 品类端：**从2007-2013年三大刺激政策补贴范围看，**空调、冰箱、洗衣机、彩电、计算机**五类产品均在其中，而家电下乡、节能惠民补贴范围中还包括**热水器、部分小家电产品以及零部件产品**。其中，以旧换新政策方面，第一阶段分别对空调/冰箱/洗衣机/电视每台补贴350/300/250/400元，第二阶段新增拆解处理补贴后除空调外每台补贴分别升至320/255/415元，结合2011年中怡康国内家电零售均价，**以旧换新补贴金额上限约占产品销售单价的10%-13%**。
- 企业端：**以旧换新**不通过招标限制生产企业，但以招标方式确定家电销售商、家电回收企业**。回收拆解处理企业由试点省市政府从现有拆解处理企业中确定，试点期间，原则上每个试点省选择1-2家，试点城市选择1家。

图：上轮以旧换新补贴金额上限占2011年国内家电产品零售均价约10%-13%



资料来源：中怡康，财政部，商务部等，天风证券研究所

表：上一轮三大政策补贴产品

	第一阶段	第二阶段	第三阶段	退出阶段
家电下乡	彩电 (1500元) 冰箱 (2000元) 手机 (1000元)	彩电 (3500元) 冰箱 (2500元) 电脑 (3500元) 空调 (4000元) 电磁炉 (600元) 洗衣机 (2000元) 热水器 (4000元) 微波炉 (1000元) 手机 (1000元)	彩电 (7000元) 冰箱 (4000元) 电脑 (5000元) 空调 (6000元) 电磁炉 (1000元) 洗衣机 (3500元) 热水器 (5000元) 微波炉 (1500元) 手机 (2000元) (各省可自主选择增加一个产品)	政策正常执行至 2011/11/30 4个试点省市结束 2012/11/30 10个省市结束 2013/01/31 22个省市结束
	第一阶段		第二阶段	
以旧换新	电视 (400元/台) 冰箱 (300元/台) 空调 (350元/台) 电脑 (400元/台) 洗衣机 (250元/台) 运费补贴	第一阶段补贴基础上新增拆解处理补贴 电视 (15元/台) 冰箱 (20元/台) 电脑 (15元/台) 洗衣机 (5元/台) 空调不予补贴		
	第一阶段		第二阶段	
节能惠民	购买能效等级1级或2级以上的空调、冰箱、平板电视、洗衣机、电机等十大类高效节能产品，提供补贴300-850元/台		对空调、平板电视、电冰箱、洗衣机、热水器五类高效节能家电进行为期一年的补贴推广，政策于13年5月31日停止执行	
	第一阶段		第二阶段	

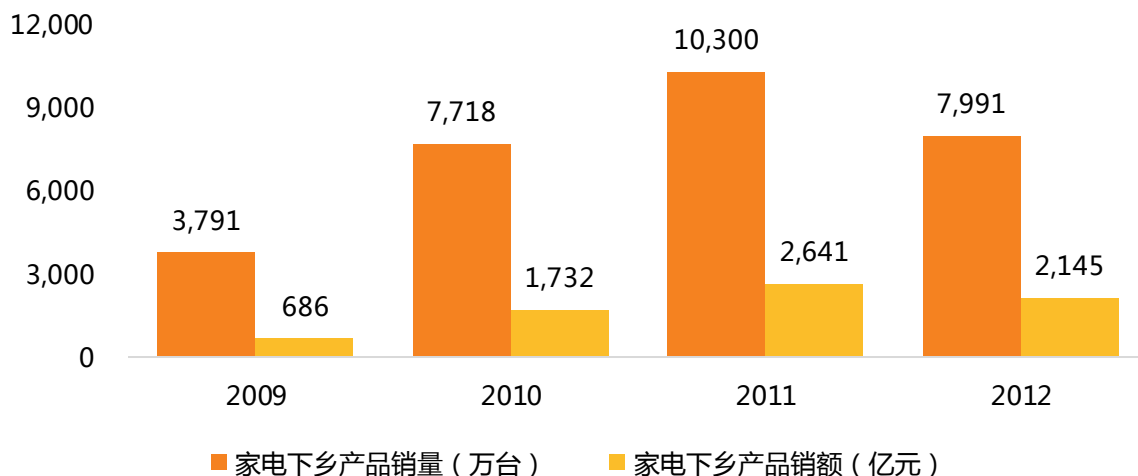
注：家电下乡补贴品类括号中为下乡产品最高限价；以旧换新补贴品类括号中为补贴金额上限。

2.1.1 上轮家电刺激政策复盘

2、三大刺激政策财政支出与效益

- 家电下乡：**家电下乡补贴总额约816亿元，年均补贴约204亿元。据商务部披露，截至2012年7月全国家电下乡累计发放补贴721亿元，截至9月累计发放补贴759亿元，假设12年10-12月补贴投放维持上述力度，估算得到家电下乡补贴总额约816亿元，年均补贴约204亿元，累计撬动家电下乡产品销售2.98亿台，对应销额7204亿元。
- 节能惠民：**家电补贴总额约426亿元，年均补贴约107亿元。
 第一阶段：据格力、美的、海尔2009-2012年年报，各年度三家企业合计收到节能惠民补贴5.6/51.6/23.3/7.4亿元，结合各年度三大品牌的平均销量份额（产业在线口径），测算得到2009-2012年家电企业受节能惠民补贴，第一阶段累计补贴金额约161亿元。
 第二阶段：2012年5月，国常会研究了促进节能家电等产品消费的政策措施，决定安排财政补贴265亿元，启动推广符合节能标准的空调、平板电视、电冰箱、洗衣机和热水器，推广期限一年。估算得到节能惠民政策期内国家补贴总额约426亿元，年均补贴约107亿元。
- 以旧换新：**家电补贴总额约320亿元，年均补贴约128亿元。2009-2011年实行家电以旧换新政策的2.5年间，中央财政累计安排补贴320亿元，**年均补贴约128亿元**。据商务部统计，**仅2011年间全国家电以旧换新共销售五大类新家电9248万台，拉动直接消费3420+亿元**。

图：2009-2012家电下乡产品销量与销额情况



图：2009-2012年企业端节能惠民补贴金额测算

节能惠民补贴 (亿元)	2009A	2010A	2011A	2012A	合计
格力电器	2.42	21.47	16.75	4.79	45.43
美的电器/美的集团	2.29	23.51	4.03	1.72	31.54
青岛海尔	0.89	6.61	2.50	0.87	10.87
年度合计	5.60	51.60	23.28	7.37	87.85
三大白平均合计份额	54%	54%	55%	54%	-
企业端节能惠民补贴金额	10.35	94.91	42.19	13.64	161.08

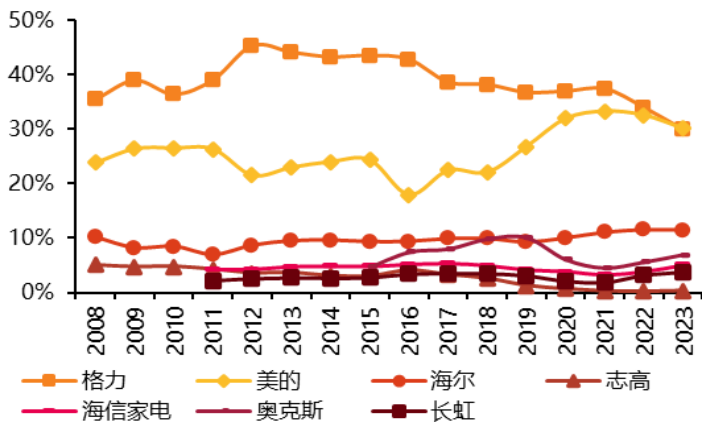
资料来源：商务部，各公司年报，产业在线，天风证券研究所

2.1.2 本轮政策分析及个股推荐

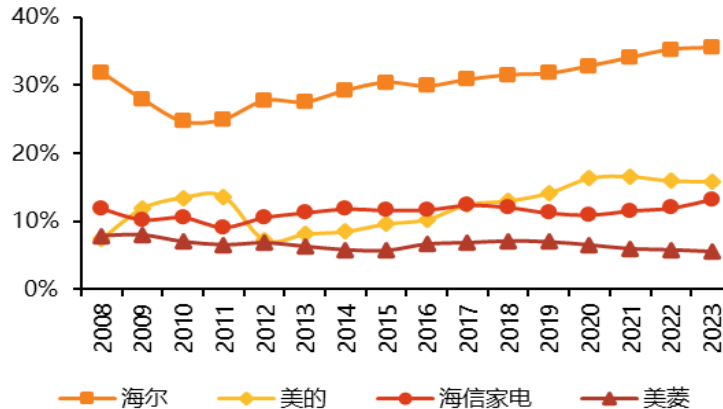
1、行业现状：增量与存量并存，更新换代需求与潜力兼备

- 国内保有量基数提升，更新换代潜力更大。据国家统计局数据，22年我国城镇空/冰/洗每百户拥有量164/104/ 101台，农村空/冰/洗每百户拥有量为92/104/97台，我们测算23年国内空/冰/洗产品保有量达7.9/5.5/5.2亿台，较2008年分别2-3亿台大幅提升。
- 上轮三大政策期间所售家电更新需求仍待释放。据产业在线，2008-2013年三大政策期间国内家空/冰箱/洗衣机销量分别约3.0/2.9/1.9亿台，假设家电十年换机周期，则2018-2023年应释放相同数量更新需求，对比上轮补贴所面临基数大幅提升。而据我们测算，2018-2023年国内空/冰/洗更新需求（内销出货量-国内保有量新增值）分别为2.4/1.5/1.7亿台，与理论值差距较大。
- 行业格局变化，龙头集中度更高或将更好受益政策利好。2023年国内空/冰/洗内销量CR3分别为72%/65%/73%，较2008年分别+2/+13/+16pcts。当前行业集中度提升背景下龙头品牌受益或更为集中。
- 主要家电龙头企业对以旧换新补贴和回收环节有所布局。政策落地前天猫平台上以美的、格力、海尔为代表的国内家电龙头企业对不同家电机型均有高至100-500元不等的以旧换新补贴（零售价3000元机型对应补贴力度3%-17%），叠加财政补贴，消费者购买家电有望享受更大补贴力度。回收体系建设方面，据公司官网，2022年海尔、美的、格力分别回收废旧家电数量为613（累计值）、104和670万台。

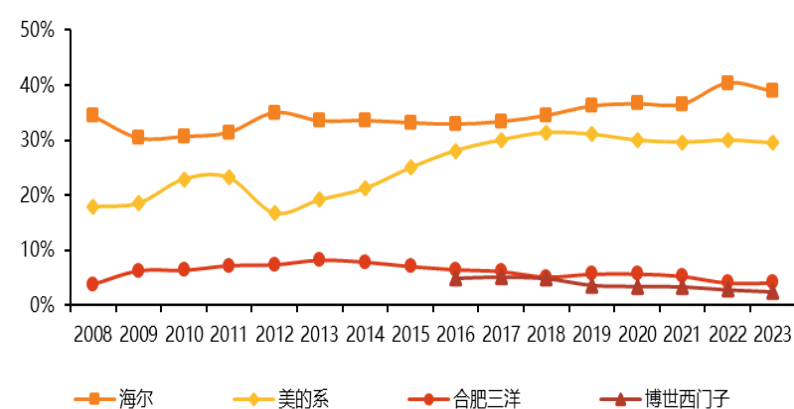
图：空调内销量份额(CR3: 08年69%; 23年72%)



图：冰箱内销量份额 (CR3: 08年51%; 23年65%)



图：洗衣机内销量份额 (CR3: 08年56%, 23年73%)



资料来源：产业在线，天风证券研究所

2.1.2 本轮政策分析及个股推荐

2、国家层面：力度加码，央地共担推动落地

- 有针对性地进行品类聚焦补贴，补贴效果更优。本轮政策**聚焦于白电/黑电/厨大电**，我们认为相较此前地方落地的以旧换新政策所覆盖品类范围而言，品类聚焦的补贴效果或更优。
- 补贴力度相较上轮有所加大，近乎翻倍。上轮旧换新政策为第一阶段分别对空调/冰箱/洗衣机/电视每台补贴350/300/250/400元，第二阶段新增拆解处理补贴后每台补贴分别升至350/320/255/415元，结合2011年中怡康国内家电零售均价，以旧换新补贴金额上限约占产品销售单价的10%~13%。而本次以旧换新补贴标准为产品销售价格的15%，对购买1级及以上能效或水效标准的产品，额外再给予产品销售价格5%的补贴，换言之，**此次补贴力度为产品销售价格的15%~20%，补贴力度最高接近翻倍。**
- 中央拨款比例有所提升。上一轮补贴资金由中央财政和省级财政共同负担，其中中央财政负担80%，省级财政负担20%。而本次以旧换新**中央财政负担90%，省级财政负担10%，中央直接向地方安排1500亿元左右超长期特别国债资金用于支持家电、汽车等几大类。**

表：上轮政策与本轮政策对比

	补贴力度			资金来源	补贴总额 (亿元)	政策时长 (年)	年均补贴 (亿元)	政策效果
	第一阶段	第二阶段	第三阶段					
上轮三大政策	家电下乡	彩电(1500元) 冰箱(2000元) 手机(1000元)	彩电(3500元)/冰箱(2500元) 电脑(3500元)/空调(4000元) 电磁炉(600元)/洗衣机(2000元) 热水器(4000元)/微波炉(1000元) 手机(1000元)	彩电(7000元)/冰箱(4000元) 电脑(5000元)/空调(6000元) 电磁炉(1000元)/洗衣机(3500元) 热水器(5000元)/微波炉(1500元) 手机(2000元) (各省可自主选择增加一个产品)	补贴资金由中央财政和省级财政共同负担。其中 中央财政负担80%，省级财政负担20%	4	204	累计撬动家电下乡产品销售2.98亿台，对应销售额7204亿元
		第一阶段		第二阶段				
	节能惠民	电视(400元/台)/冰箱(300元/台) 空调(350元/台)/电脑(400元/台) 洗衣机(250元/台)/运费补贴		一阶段补贴基础上新增拆解处理补贴 电视(15元/台)/冰箱(20元/台) 电脑(15元/台)/洗衣机(5元/台) 空调不予补贴				
第一阶段		第二阶段						
以旧换新	购买能效等级1级或2级以上的空调、 冰箱、平板电视、洗衣机、电机等十大类高效节能产品 提供补贴 300-850元/台		对 空调、平板电视、电冰箱、洗衣机、热水器 五类高效节能家电进行为期一年的补贴推广，政策于13年5月31日停止执行	320	2.5	128	仅2011年间全国家电以旧换新共销售五大类新家电9248万台，拉动直接消费3420+亿元	
本轮以旧换新	1) 对个人消费者购买 2级及以上能效或水效标准的冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机 等8类家电产品给予以旧换新补贴。 2) 补贴标准为 产品销售价格的15%，对购买1级及以上能效或水效标准的产品，额外再给予产品销售价格5%的补贴。 3) 每位消费者每类产品可补贴1件， 每件补贴不超过2000元。			央地9:1出资，家电汽车等几大类合计1500亿超长期特别国债资金	考虑到其他消费品分流， 估计家电获资金百亿元	截至24年12月31日未用完中央下达资金额度收回中央，政策持续时长在 5个月内	大于上轮以旧换新	商务部全国家电以旧换新数据平台显示，截至11月8日24时，2025.7万名消费者购买8大类家电产品3045.8万台，带动销售1377.9亿元。

注：家电下乡补贴品类括号为下乡产品最高限价，以旧换新补贴品类括号为补贴金额上限。

资料来源：财政部，商务部，《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》等，天风证券研究所

2.1.2 本轮政策分析及个股推荐

3、地方层面：政策在省级细则中补贴力度实现进一步升级

- 发改委专题新闻发布会介绍“两新”政策总体进展，截至9月23日各部门支持大规模设备更新和消费品以旧换新的10条加力措施已经全部启动，各地也配套出台了一系列细化落实举措。江苏、浙江、湖北等31个地区均已实施新的家电以旧换新补贴，京东、天猫、苏宁易购等电商平台全面参与家电以旧换新。品类上，除国补的7大家电品类外，后续部分省市增加了扫地机、空气净化器、电饭煲、净水机等小家电品类；补贴范围也从线下逐步拓展到线上，品类和渠道进一步扩大。

表：省级以旧换新政策更新对比情况

省份	日期	政策细则
国家发展改革委、财政部	2024/7/25	支持家电产品以旧换新。对个人消费者购买2级及以上能效或水效标准的冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机8类家电产品给予以旧换新补贴。补贴标准为产品销售价格的15%，对购买1级及以上能效或水效标准的产品，额外再给予产品销售价格5%的补贴。每位消费者每类产品可补贴1件，每件补贴不超过2000元。商务部指导各地区结合实际做好优惠政策衔接，确保政策平稳有序过渡。落实废弃电器电子产品回收处理资金支持政策。2024年中央财政安排75亿元，采取“以奖代补”方式继续支持废弃电器电子产品回收处理工作。截至23年底按照废弃电器电子产品处理基金补贴等规定回收处理废弃电器电子产品但尚未补贴的，经生态环境部核实核定后分期额度予以支持。
湖北省	2024/8/10-2024/12/31 2024/6/8-2024/12/31	参与商户品类为空调（含中央空调）、电视机、冰箱（含冰柜）、洗衣机（含干衣机）、吸油烟机、燃气灶（含集成灶）、热水器、电脑（含家用平板、笔记本、台式机）8类家电产品。对个人消费者购买二级能效或水效的产品，按照产品销售价格的15%享受一次性立减补贴，最高补贴2000元；对购买一级能效或水效的产品，给予产品销售价格20%的补贴，每件补贴不超过2000元。每位消费者每类产品可补贴1件，8类产品最多可享受8件商品补贴。 补贴资金总额3.5亿元（家电以旧换新补贴0.5亿元），回收废旧家电补贴0.5亿元），补贴资金由省级财政与市州财政各负担50%。如提前使用完毕，即发布补贴政策结束公告。其中线下资金2.5亿元，线上资金0.5亿元。回收补贴资金0.5亿元。个人消费者在线上、线下购买若干符合条件的补贴产品，按照删除所有折扣优惠后成交价格的10%享受一次性立减补贴，单件商品补贴不超过1000元，单个消费者享受补贴不超过3000元。
青海省	2024/8/14 2024/6/1-2024/12/31	对个人消费者购买的冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机、壁挂炉、洗碗机、智能门锁、扫地机器人、吸尘器、空气净化器、电饭煲、微波炉、电磁炉、净水机等家电产品给予以旧换新补贴。对购买1级能效或水效标准的产品，给予产品实际销售价格20%的补贴。对2级能效或水效标准的产品，给予产品实际销售价格15%的补贴，每件补贴不超过2000元；对其他能效或水效标准的产品，给予产品实际销售价格10%的补贴，单笔补贴上限为1000元。每位消费者每类产品可补贴1件。对2024年6月1日起已参加家电以旧换新活动，按照新增5%补齐差额补贴，最高上限不超过500元。每位消费者的每类产品差额补贴可补1件。（省商务厅牵头） 2024年青海省将投入省级专项资金3500万元，围绕汽车、家电以旧换新和家装“焕新”，全面开展青海省消费品以旧换新活动。新购家电产品包括大家电类：冰箱、洗衣机、电视机、吸油烟机、灶具、热水器、洗碗机、壁挂炉、计算机；小家电类：智能门锁、扫地机器人、空气净化器、电饭煲、微波炉、电磁炉、净水机。参与活动企业通过各地商务主管部门推荐和自主报名确定。1) 购买能效等级2级及以上绿色智能家电按消费者实际消费金额的15%给予补贴，共计700万元，用完为止，单笔补贴上限1500元。2) 购买其他能效等级家电按消费者实际消费金额的10%给予补贴，共计300万元，用完为止，单笔补贴上限1000元。
海南省	2024/8/21 2024/5/20-2024/9/30	个人消费者在省内购买2级及以上能效或水效标准的冰箱（含冰柜）、洗衣机（含洗烘一体机）、电视、空调（含中央空调）、电脑、热水器（含壁挂炉）、家用灶具（含集成灶）、吸油烟机8类家电产品给予一次性换新补贴。补贴标准为产品销售价格的15%。对购买1级及以上能效或水效标准的产品，额外再给予产品销售价格5%的补贴。销售价格以在省内开具的发票含税价为准，每名消费者每类产品可补贴一件，每件最高补贴2000元。对个人消费者在省内购买1级及以上能效或水效标准的洗碗机、空气净化器、吸尘器、微波炉（含一体机）、电磁炉、电饭煲、电风扇（含空调扇）和净水机等8类家电产品给予一次性换新补贴，补贴标准为产品销售价格的20%。销售价格以在省内开具的发票含税价为准，每名消费者每类产品可补贴一次，每件最高补贴为2000元。 补贴资金总额3000万元，按照先购买先享受补贴的原则，资金使用完毕为止。符合条件的补贴产品包括：空调、电冰箱（含冰柜）、洗衣机（含干衣机）、电视机、热水器（含壁挂炉）、吸油烟机、燃气灶（含集成灶）、洗碗机、空气净化器、吸尘器、微波炉（含一体机）、电磁炉、电饭煲、电风扇（含空调扇）和净水机15类产品。产品须在中国能效或水效标识网备案且达到一级能效，具有统一的国际13位商品条码。个人消费者在参与补贴政策的企业门店购买符合条件的补贴产品，可享受海南省绿色智能家电补贴，每个消费者享受一次补贴，其中一次性购买若干件符合条件补贴产品，累计金额1) 超过10000元的，可享受1000元补贴；2) 超过7000元的，可享受700元补贴；3) 超过4000元的，可享受400元补贴；4) 超过2000元的，可享受200元补贴。
重庆市	2024/8/22-2024/12/31 2024/5/1	对个人消费者在参与门店购买2级及以上能效或水效标准的冰箱（含冰柜）、洗衣机（含干衣机）、电视（含激光电视）、空调（含家用中央空调）、电脑（品牌机、含笔记本电脑、不含平板电脑、组装机）、热水器（含电热水器、壁挂炉）、家用灶具（含集成灶）、吸油烟机、洗碗机、净水器、投影仪等11类家电产品，给予政府补贴。1) 2级能效或水效标准产品销售价格15%给予政府补贴。2) 1级及以上能效或水效标准产品销售价格20%给予政府补贴。每位消费者每类产品只补贴1件，每件补贴不超过2000元。符合条件的消费者交售规定品类的旧家电，还可享2%的企业补贴，企业叠加补贴最高不超过200元。 通过政策支持和引导，力争到2025年，废旧家电回收量较2023年增长15%以上；到2027年，废旧家电回收量较2023年增长30%以上；到2027年，实现全市年均更新家电400万台。1) 支持绿色智能家电以旧换新；2) 支持重点企业开展家电以旧换新惠民消费；3) 支持家电企业进乡镇、进社区、进小区；4) 提升家电售后服务能力和水平；5) 强化家电行业引领与支撑；6) 发展二手商品流通。
吉林省	2024/8/23-2024/12/31 2024/4/26	活动期间，对个人消费者购买2级及以上能效或水效标准的空调、电视机（含投影设备）、电冰箱（含冰柜）、洗衣机（含干衣机）、油烟机、燃气灶（含集成灶）、热水器（含壁挂炉）、电脑（含笔记本电脑）等8类家电产品给予以旧换新补贴。补贴标准为产品销售价格的15%，对购买1级及以上能效或水效标准的产品，额外再给予产品销售价格5%的补贴。每位消费者每类产品可补贴1件，每件补贴不超过2000元。活动期间，对个人消费者购买洗碗机、净水机、扫地机、微波炉（含一体机）、电烤箱（含电蒸箱）、电饭煲、智能门锁、空气净化器8类家电给予智能家电换新补贴。补贴标准为产品销售价格的15%。每位消费者每类产品可补贴1件，每件补贴不超过2000元。 启动全省家电以旧换新暨绿色智能家电进万家活动。1) 补贴产品范围：空调、电视机、电冰箱（含冰柜）、洗衣机、油烟机、燃气灶、热水器、净水机共8类。2) 收旧产品范围：空调、电视机、电冰箱（含冰柜）、洗衣机、电脑、油烟机、燃气灶、热水器、净水机共9类。3) 补贴规则：活动期间，消费者在遴选范围内销售企业或再生资源回收企业交售废旧家电，并在参与活动的商家购买补贴范围内的绿色、智能、节能新家电时，可享受家电以旧换新补贴。省级及各地叠加补贴，原则上按购买单件新家电实际成交价格10%补贴，补贴上限为1000元/台；企业按家电品类进行补贴，原则上按不低于最终销售价格的5%给予补贴（部分特殊品类除外，具体补贴额度以店内实际情况为准）；鼓励银行等金融机构增加补贴，参与银行出资不低于2%，具体以银行执行为准。

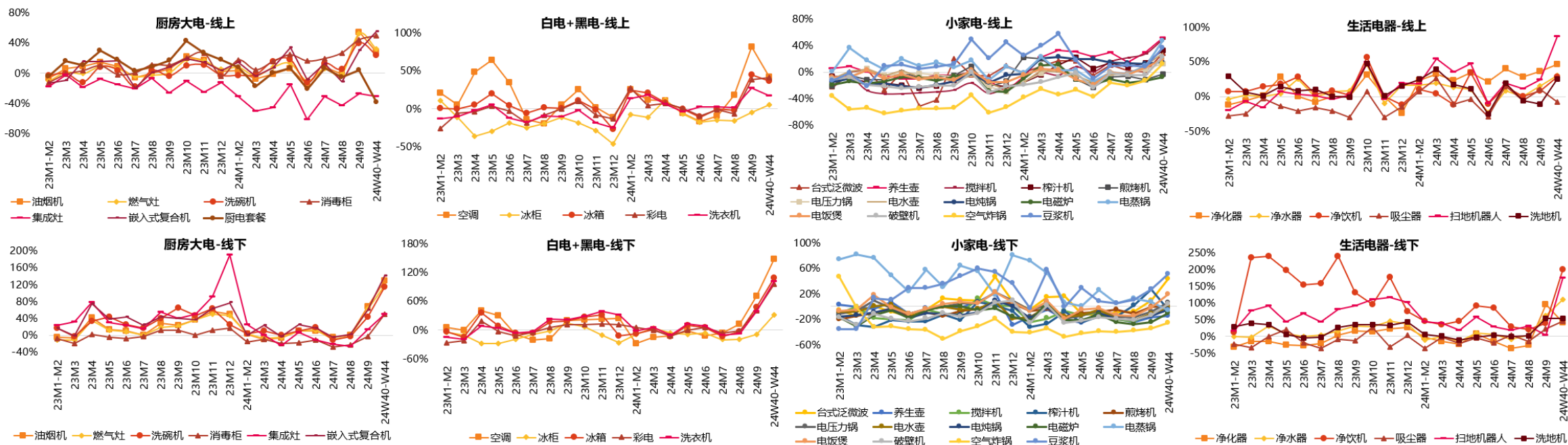
资料来源：国家发展改革委，银联湖北微信公众号，湖北省商务厅，西宁晚报微信公众号，青海省人民政府，海南省政府网微信公众号，海南商务微信公众号，重庆日报微信公众号，重庆市商务委员会，吉林省商务厅微信公众号，长春改革微信公众号等，天风证券研究所

2.1.2 本轮政策分析及个股推荐

4、政策效果：大促叠加政策共同拉动，核心品类零售得到有效提振，龙头充分受益政策利好

- Q4在大促带动下，京东率先开启线上全国范围的多品类补贴，家电补贴泛化产品涵盖生活小电、个护小电、厨房小电等共计20余类产品。
- 品类端：**国补带动下核心白电、厨大电品类在9月起销售增速已有明显提振。本次京东线上许多小家电品类也可参与20%国补，其中扫地机叠加大促属性呈快速增长；部分厨小品类增速环比有所好转。我们预计客单价较高的品类在国补+大促的带动下销售表现更好。
- 品牌端：**整体呈现头部品牌增速更快，尤其在白电品类中空调的头部品牌效应更明显，小米今年以来在消费者对产品价格进一步敏感的趋势下，其家电销售情况较好，国补落地后也保持了较好的增速。清洁电器品类中，由于有一定的低基数效应，石头增速表现好于科沃斯。

表：奥维云网线上、线下各品类销额增速情况(24W40-W44对应9/30至11/3期间数据)



资料来源：京东，奥维云网，天风证券研究所

2.1.2 本轮政策分析及个股推荐

5、个股推荐：聚焦以旧换新延续，重视相关标的投资机会

- 人大会后财政部蓝部长明确“结合明年经济社会发展目标，实施更加给力的财政政策”，表明“加大力度支持大规模设备更新，扩大消费品以旧换新的品种和规模”，我们认为这是官方首次对以旧换新政策延续给出明确信号！若明年政策延续，有望持续拉动家电品类销售。考虑到目前仅京东平台开放部分小家电20%补贴，部分地区对小家电国补折扣力度仍在10%-15%，若政策延续明年天猫等其他线上平台有望推出泛品类20%国补折扣，进一步带动家电消费。
- 标的以大品类的品牌公司+供给格局好的零部件环节（容易被忽视）为优。推荐白电【格力电器】/【海信家电】/【美的集团】/【海尔智家】等；厨电【华帝股份】/【老板电器】等；黑电【TCL电子】/【海信视像】等；小家电【石头科技】/【科沃斯】；零部件【盾安环境】/【长虹华意】等。
- 对于近期基本面及股价承压标的，后续弹性或更大。选取市值大于50亿的核心家电标的进行筛选，综合估值和基本面两方面看，黑电中的海信视像、极米科技、光峰科技今年基本面承压，其中极米和光峰今年股价涨幅相对较少；厨小电中的九阳股份、小熊电器，个护电器中的飞科电器，厨大电中的火星人、浙江美大，亦属基本面及股价有所承压的标的。这些标的目前皆可参与国补补贴。若明年以旧换新政策延续带动内需增长，对此类公司收入拉动的同时，业绩端的增速表现将更快。

表：核心标的24年以来收入、业绩增速以及市值/PE/PB分位数（统计日期2024/11/13）

细分板块	标的简称	5年市值分位	5年PE分位	5年PB分位	收入增速(%)			业绩增速(%)			毛利率(%)			纳入以旧换新品类
					24Q1	24Q2	24Q3	24Q1	24Q2	24Q3	24Q1	24Q2	24Q3	
白电	美的集团	63%	55%	17%	10.2	10.4	8.1	11.9	15.8	14.9	27.3	26.9	26.0	空冰洗、厨房大电、小家电、中央空调
	海尔智家	70%	31%	38%	6.0	0.1	0.5	20.2	18.2	18.2	29.0	32.3	31.3	空冰洗、小家电、中央空调
	格力电器	66%	32%	21%	2.5	-0.6	-15.9	18.8	10.5	5.5	29.5	31.1	29.7	空冰洗、小家电、中央空调
	海信家电	63%	47%	91%	20.9	7.0	-0.1	59.5	17.3	-16.3	21.6	21.0	20.8	空冰洗、中央空调
厨房大电	老板电器	24%	22%	11%	2.8	-9.6	-11.1	2.5	-18.2	-18.5	50.6	47.3	53.2	烟灶、洗碗机
	华帝股份	52%	40%	65%	15.6	2.1	-4.9	34.6	3.9	5.7	41.9	39.7	40.1	烟灶
	火星人	8%	100%	23%	-15.4	-3.0	-2.3	-24.5	-45.2	-130.0	45.6	47.0	39.1	集成灶
	浙江美大	10%	93%	7%	-19.4	-7.1	-0.2	-23.3	-22.6	-49.8	46.2	41.6	40.8	集成灶
清洁电器	科沃斯	15%	60%	19%	7.4	-10.4	-4.1	-3.7	20.7	49.2	47.2	51.0	46.8	扫地机、洗地机、吸尘器
	石头科技	27%	8%	16%	58.7	16.3	11.9	95.2	34.9	-43.4	56.5	51.9	53.9	扫地机、洗地机、吸尘器
	莱克电气	48%	7%	20%	11.7	19.4	5.8	38.0	-16.3	18.2	25.9	23.9	22.3	洗地机、吸尘器
厨房小电	苏泊尔	50%	18%	52%	8.4	11.3	3.0	7.2	6.4	2.2	24.4	24.4	24.6	料理机、电饭煲、咖啡机、空炸、多功能锅、破壁机、挂烫机、吸尘器、洗地机
	九阳股份	9%	100%	12%	9.2	-4.3	-7.1	7.1	63.9	-166.5	26.9	29.1	21.9	料理机、电饭煲、空炸、多功能锅、破壁机、吸尘器、洗地机、扫地机
	新宝股份	10%	8%	9%	22.8	20.5	12.9	24.7	5.1	0.5	21.9	21.6	20.9	料理机、电饭煲、空炸、多功能锅、破壁机、挂烫机、洗地机
	小熊电器	10%	31%	6%	-4.6	-14.0	3.2	-8.5	-85.9	75.6	38.5	34.4	33.3	料理机、电烤箱、电饭煲、咖啡机、空炸、多功能锅、破壁机、吸尘器、挂烫机
个护	飞科电器	23%	40%	10%	-14.5	-11.9	-24.1	-23.8	-53.0	-31.8	57.1	54.1	56.9	剃须刀
黑电	海信视像	66%	64%	74%	10.6	-4.7	5.8	-24.8	-11.7	-19.5	15.8	15.9	14.5	电视
	TCL电子	65%	56%	71%	30.3	-	-	147.3	-	-	17.0	-	-	电视
	兆驰股份	58%	38%	38%	11.1	34.0	34.1	8.3	41.3	-14.1	17.8	17.6	14.4	
	极米科技	5%	0%	12%	-6.6	4.2	-14.3	-2.6	-125.2	-577.2	28.1	30.2	28.1	投影仪
光峰科技	20%	100%	16%	-3.0	3.6	10.5	226.2	-154.9	-10.3	32.4	30.1	30.4	投影仪	
零部件	三花智控	76%	20%	20%	18.4	5.6	6.8	7.7	9.2	3.0	27.1	27.8	28.2	
	盾安环境	49%	18%	34%	7.3	19.0	4.1	28.9	58.7	-17.2	17.5	18.3	18.6	
	长虹华意	97%	16%	96%	-11.2	-3.1	-1.1	27.0	44.3	35.2	10.0	12.8	16.0	
	德昌股份	67%	55%	53%	45.1	38.4	43.0	102.3	-5.8	2.8	17.4	17.9	17.4	
电工照明	公牛集团	52%	6%	7%	14.1	7.6	5.0	25.3	20.6	3.4	42.2	43.6	43.5	
	欧普照明	26%	28%	19%	5.3	-12.6	-13.6	29.5	-11.7	-9.7	38.5	40.0	42.0	
智能家居	董石网络	79%	54%	68%	14.6	11.6	12.7	30.4	-6.6	-4.9	42.7	43.9	42.0	智能门锁、扫地机、洗地机

资料来源：Wind，天风证券研究所



2.2

家居：首次补贴效果超预期，需求有望触底改善

2.2.1 家居“以旧换新”补贴首次落地，各地成效逐步显现

8月以来全国各个省市相继落实家居家装厨卫“以旧换新”实施细则，首次“真金白银”补贴有效带动家居家装终端需求。据国家税务总局数据，国庆黄金周期间家具销售同比增长35.7%；据商务部数据，截至10月24日，各地家装厨卫“焕新”补贴产品达到约630万件，累计带动销售额190亿元。我们认为本轮补贴具备如下积极意义：

①政策流程持续优化，补贴力度大地区需求改善较为明显。家居品类首次纳入补贴，相比家电而言在政策制定及资质审核方面尚未形成系统标准，各地落实进度不一。据我们统计（30个省/市），大多数地区单品补贴比例为15%（金额上限2000元，部分比例20%），或旧房装修补贴20%（金额上限2万元或更高）；此外补贴细则持续迭代、条件有所放宽，如湖北省在初次补贴基础上新增了23类家装产品、补贴上限从2千元提升至2万元。结合我们渠道跟踪，湖北、四川、广东等补贴力度较大地区家居需求改善效果显著；当前各地积极落实，补贴流程迭代优化，我们预计有望形成良性正反馈。

表：部分地区以旧换新政策梳理

地区	补贴品类	补贴方式及力度
上海	1) 家电：包含智能门锁等16类产品。2) 家装建材：水槽、龙头花洒(含淋浴柱)、坐便器(含智能盖)、台(立)盆(柜)、镜面板、浴缸、防盗门、涂料、瓷砖、地板、木(移)门、成品窗、淋浴房、吊顶、水管理系统等15类产品。3) 家具：桌椅、柜类、沙发、按摩椅、床架、床垫等6类产品。4) 适老化产品：报警器(烟感、燃气)、智能摄像头、智能视频门锁、智能呼叫器、防跌倒看护设备、护理功能床、护理床垫、助起沙发、功能餐桌、智能助起马桶、扶手、淋浴凳、坐式淋浴器、步入式浴缸、感应(声控)灯等15类产品	相关产品按照销售价格的15%予以补贴，消费者可通过银联云闪付、支付宝、微信支付三种移动支付方式各补贴1次，每次补贴不超过2000元。
浙江	1) 智能家居：智能门锁(含智能防盗门)、智能窗帘、智能晾衣架、智能家用监控、智能照明、智能马桶(含智能马桶盖)、智能床(含智能床垫)、智能桌椅(含智能按摩椅、智能沙发)、智能健身设备、智能语音设施(含智能音箱)、智能服务机器人(含智能扫地机、拖地机)、智能洗碗机、智能蒸(烤)机等智能家居产品。2) 旧房装修和厨卫局部改造：旧房装修、厨卫局部改造所需的饰面砖、地板、墙板、集成吊顶、套装门、整体柜、淋浴房、洁具等物品和材料。3) 适老化改造：符合适老化改造条件的相关物品和材料	1) 智能家居产品：按照剔除所有折扣优惠后成交价格的15%予以立减优惠，每位消费者每类产品可补贴1件，每件商品补贴最高不超过2000元。 2) 旧房装修和厨卫局部改造：上述品类购置价的20%给予补贴，每人每套房补贴金额最高不超过2万元。 3) 适老化改造：给予购置价格50%的补贴，80周岁以上的老年人家庭上浮10%，补贴金额最高不超过2万元。
广州市	1) 智能家居类：智能净水机、智能洗碗机、智能消毒柜、智能马桶(含智能马桶盖)、智能门锁、智能扫地机器人(含智能拖地机器人)、智能床(含智能床垫)、智能椅(含智能按摩椅、智能沙发)、智能开关(含智能插座)、智能音响(箱)、空气净化器、衣物护理机、干衣机、投影仪、电风扇、蒸烤箱、电饭煲、微波炉、电磁炉、咖啡机；2) 旧房装修和厨卫改造类：成品门窗、涂料、瓷砖、石材、木质地板、板材、家具(含床架、床垫、沙发、茶几、桌子、椅子、柜类)、吊顶(含龙骨)、灯具、卫浴洁具、净水机、洗手槽、升降晾衣架；3) 居家适老化改造类：沐浴椅、坐式淋浴器、暖风机、呼叫器、护理床、监控摄像头。	按照补贴范围内的产品销售价格(以销售发票含税价格为准)的15%进行核减，购买1级及以上能效或者水效标准的产品，额外再给予产品销售价格5%的补贴核减，最高补贴核减比例达20%。产品销售价格以销售发票含税价格为准。补贴资格有效期为十个自然日，有效期内可多次使用，累计补贴金额不超过2万元。
四川	1) 家居家装：床、床垫、沙发、餐桌茶几、橱柜、衣柜、书柜、餐桌椅、书桌椅、淋浴器、灯具、装修材料等12类旧房装修、厨卫等局部改造产品。2) 智能家居：扫地机器人、智能马桶(盖)、智能门锁、智能沙发、智能床等9类智能家居产品。3) 适老化改造产品：护理床、紧急呼叫器、智能床垫、智能监控摄像头、轮椅(助行器)、助听器等6类产品	不超过30%的优惠比例，面向消费者分批分类分档发放消费券。
湖北	1) 厨卫类：将原来对23类厨卫类产品补贴扩大到51类。增加投影仪、电吹风、取暖器、厨房空调、音响制品、冰吧、厅吧、冷藏冰箱、车载冰箱、美妆冰箱、智能擦窗机器人、三明治机、早餐机、炒菜机器人、榨汁机/料理机、空气炸锅、多功能锅、厨师机/和面机、绞肉/切菜机、破壁机、壁挂管线机、智能花洒、智能浴室柜、吧台水槽、超声波水槽、隐藏式水槽、集成洗净中心、含有智能锁的入户/防盗门和智能门等产品。2) 家装类：增加对23类家装产品补贴，含茶几、餐边柜、水槽、龙头花洒(含淋浴柱)、坐便器、台(立)盆(柜)、镜面板、浴缸、窗帘、涂料、瓷砖、地板、门、窗、护墙板、石膏板、淋浴房、桑拿房、吊顶、灯具、开关、水管理系统、家庭智慧化系统等产品。	1) 厨卫类：对个人消费者购买厨卫类产品按照产品支付价格的20%享受立减补贴，单个消费者可在线上和各线上平台享受一次金额不超过2000元补贴。 2) 家装类：对个人消费者购买家装(含家具)产品，对个人消费者购买家装(含家具)产品，分七档进行定额补贴。实施从200元-20000元的定额补贴。
	1) 厨卫类：蒸烤箱、微波炉、洗碗机、消毒柜、电饭煲、咖啡机、面包机、净水器、垃圾处理机、空气净化器、凉霸、扫地机器人(含洗地机)、吸尘器、智能门锁、智能马桶(智能马桶盖)、智能晾衣架、智能卫浴、浴霸、集成水槽、美容仪、电动剃须刀、电熨斗(含挂烫机)、多功能料理机23类厨卫产品。2) 家装类：床架、床垫、沙发、桌子、椅子、衣柜、书柜、厨柜等全品类。	1) 厨卫类：按照产品支付价格的20%享受一次性立减补贴，单个消费者线上线下均可享受一次金额不超过2000元补贴； 2) 家装类：每位消费者单笔消费满5000元，给予一次性1000元定额补贴，满10000元，给予一次性2000元定额补贴。

资料来源：国家发改委官网，各省市人民政府，各省市商务局，红星美凯龙上海全球家居1号店公众号，天风证券研究所

2.2.1 家居“以旧换新”补贴首次落地，各地成效逐步显现

②**预计利好头部品牌&头部大商，市场份额有望提升。**一方面，政策文件对于参与补贴商家提出经营良好、资信良好、产品合规、可开具发票等要求，我们预计头部家居品牌及头部经销商可能更为符合资质要求；另一方面，政策补贴15-20%叠加部分品牌额外让利后，品牌价格或接近白牌，预计消费者倾向于选择品牌，有利于加速市场集中度提升。

③**预计软体/成品类率先受益，定制/整家品类逐步放开。**据我们统计，目前参与补贴省市中涉及床垫/沙发/智能马桶/定制品类的分别为14/19/28/15个，其中软体/成品类具备标品属性，且换新需求大、相对补贴比例较高，成为补贴主要参与类目，我们预计有望率先迎来业绩改善；而定制品类在广州等全屋补贴模式下更易推广，预计改善效果陆续显现。

图：部分地区补贴品类对比

补贴品类	覆盖城市
床垫/床架（不含智能）	上海、广州、中山、珠海、四川、湖北、海南、福建、湖南、山西、甘肃、吉林、西藏、内蒙古
沙发/电动沙发	上海、浙江、广州、中山、珠海、四川、湖北、海南、辽宁、福建、厦门、天津、湖南、山西、甘肃、吉林、西藏、贵州、内蒙古
定制/柜类	上海、浙江、广州、中山、珠海、四川、湖北、海南、福建、湖南、山西、甘肃、吉林、西藏、内蒙古
智能马桶	上海、浙江、广州、东莞、中山、佛山、惠州、江门、四川、安徽、湖北、北京、江苏、辽宁、福建、广西、天津、云南、湖南、甘肃、吉林、西藏、贵州、黑龙江、山东、内蒙古
桌椅	上海、浙江、广州、中山、珠海、四川、湖北、海南、福建、山西、湖南、甘肃、西藏、内蒙古
晾衣架	浙江、广州、安徽、湖北、福建、吉林、西藏、山东、内蒙古

资料来源：各省市人民政府办公厅，各省市商务局，各省发改委，各省市财政厅等，天风证券研究所

2.2.1 积极关注补贴变化：线上链路打通，加速补贴落地

①线上领券-全国补贴链路打通，有望加速补贴落地，龙头响应积极。政府补贴方式/渠道持续拓宽，当前消费者除在线下享受当地补贴以外，通过线上渠道享受跨省补贴的模式已逐步拉通，全国各地消费者均可在线上领券购买补贴产品，我们认为有利于充分利用补贴额度、提升各地政府落地政策的积极性。

目前线上补贴主要有两种形式：1) 京东、天猫等电商平台为主体申请区域补贴额度。目前京东自营已纳入中山/厦门/广州/深圳等9城政府补贴，天猫喵住已纳入中山/佛山/广州/杭州政府补贴，基本可享受补贴比例20%、上限2000元，品类方面已涵盖智能马桶/龙头花洒/沙发/床垫/升降桌等；2) 家居公司为主体，以线上官方旗舰店的形式申请区域补贴额度。龙头政策响应迅速，欧派/索菲亚等均较早通过官旗享受广州补贴红利，目前主流品牌均已申请到各地补贴，我们预计有望加速行业集中度提升。

图：线上各平台家居补贴梳理

平台	已覆盖城市	补贴力度	涵盖品类	已上线品牌
京东	广州、深圳、中山、珠海、江门、东莞、厦门、湖北、惠州	至高20%	智能门锁、智能马桶、智能卫浴、橱柜	欧派家居、志邦家居、瑞尔特、顾家家居、喜临门、慕思股份、敏华控股、好太太
天猫	中山、佛山、广州、杭州	至高20%	智能卫浴、智能门锁、智能照明、智能家居、居家清洁	欧派家居、索菲亚、志邦家居、金牌家居、慕思股份、敏华控股、瑞尔特、喜临门、顾家家居、好太太

资料来源：京东，天猫，天风证券研究所

图：部分家具品牌线上旗舰店补贴梳理

公司	平台	所用补贴地区	补贴力度	补贴品类
欧派家居	京东/天猫	广州	15%	橱柜、衣柜等
索菲亚	天猫	广州	15%	衣柜、橱柜、木门、家品
志邦家居	天猫	广州	15%	橱柜、衣柜等
金牌家居	天猫	厦门	20%	橱柜、衣柜等
顾家家居	京东/天猫	广州	15%	沙发、餐桌、床、床垫、茶几、电视柜等
敏华控股	天猫	惠州	15%	电动沙发、电动床品类
慕思股份	天猫	深圳	15%	床垫、床
喜临门	天猫	广州	15%	定制、衣柜、橱柜、木门、家品
好太太	京东/天猫	广州	15%	晾衣架
瑞尔特	京东/天猫	厦门	20%	智能马桶
箭牌家居	京东/天猫	深圳	20%	智能马桶

资料来源：京东，天猫，天风证券研究所

2.2.1 积极关注补贴变化：政企双补强化引流

②**政企联合开启双补，强化精准引流。**龙头企业积极顺应政策导向，在国家补贴基础上积极推进企业补贴落地，额外给予10-20%的优惠力度。我们认为，一方面有利于借力国家补贴声势、以更大幅度优惠力度实现精准引流成交，投流费用有望节降；另一方面有助于让利经销商，提升各地经销商参与国补积极性。

表：龙头家居企业补贴活动梳理

公司	企业补贴行动
欧派家居	消费者+99元可以享受健康升级补贴，包括欧派799惠民系列衣柜、899德系高颜系列衣柜与39800王牌臻选套餐产品； 以旧换新重磅加码补贴20% ，购买欧派橱衣木卫定制类产品，享合同金额20%的企业补贴金，最高1万元/户
索菲亚	拆旧换新项目 每满10000元补贴10% ，最高补贴2000元；针对旧房改造项目，下调定制家居产品价格，以899元/m ² 向消费者开放格林系列环保喷粉工艺等高定产品。
志邦家居	在政府最高20%补贴基础上， 叠加再补贴30% ；同时推出29700/39700/59700元整家组合套餐，不仅涵盖高品质材料与产品配置，还为消费者提供额外焕新消费券。
金牌家居	加码50%补贴 ，政企双重补贴高达70%。通过“三重补贴”政策，为消费者提供了899元/m ² 高颜值系列、50%专项新品补贴以及额外1000元焕新消费券；打造八大权益体系，包括免费设计、免费安装等全方位的服务保障。
顾家家居	按照家装补贴的七类产品销售价格(剔除所有折扣优惠后成交价格)的 15%比例予以补贴 ，每位消费者每类产品可补贴1次，每类补贴不超过2000元；在政策优惠基础上再提供最高2000元购物津贴(购非特价产品购沙发抵500元、床架抵200元、床垫抵200元、茶几抵300元、电视柜抵400元、一桌四椅抵400元)。
喜临门	在官方小程序领取消费券， 享受满5000元减500元消费券 ，凭人民日报消费券再减300元，以及领取价值899元乳胶枕的补贴福利。
慕思股份	推出“慕思AI哄睡，升级好睡眠”主题活动，消费者可将旧床垫换新， 在政府补贴之上再补贴千元 ，慕思补贴（即减免金额）最高不超过1500元。
尚品宅配	推出38800元女王臻选焕新精装套餐提供包括22m ² 定制柜、12件家具、6m ² 背景墙等全屋配套的产品选择，让消费者以更优惠的价格焕新全屋。
好莱客	通过“净醛中国行-惠民补助计划”积极参与以旧换新补贴竞争， 在政府补贴基础上再补20% ，最高可减5599元；推出29800元净醛竹板全屋普惠套餐，提供包括家装焕新、环保升级等多重优惠。

资料来源：搜狐焦点家居公众号，顾家家居公众号，喜临门国内市场运营中心公众号，消费者报道公众号，天风证券研究所

2.2.1 积极关注补贴变化：后续政策空间展望乐观

③政府补贴力度有望持续加码。我们对本次补贴效果进行测算，假设本次1500亿元消费品以旧换新补贴资金中，家居所用补贴额度在100-200亿元，则有望拉动家居消费规模500-1333亿元，以2023年收入为基数，约拉动家居行业收入增长5-14%，考虑头部企业对政策补贴响应速度更快、使用额度更高（假设为额度的50%），约拉动头部企业销售收入增长7-20%。

11月8日全国人大常委会办公厅举行的新闻发布会上提出：结合明年经济社会发展目标，实施更加给力的财政政策，其中包括扩大消费品以旧换新的品种和规模。我们预计后续政策在补贴额度、品类、延续性等方面均有望进一步加码，或拉动更多家居消费需求。

图：家居补贴对企业拉动效果测算

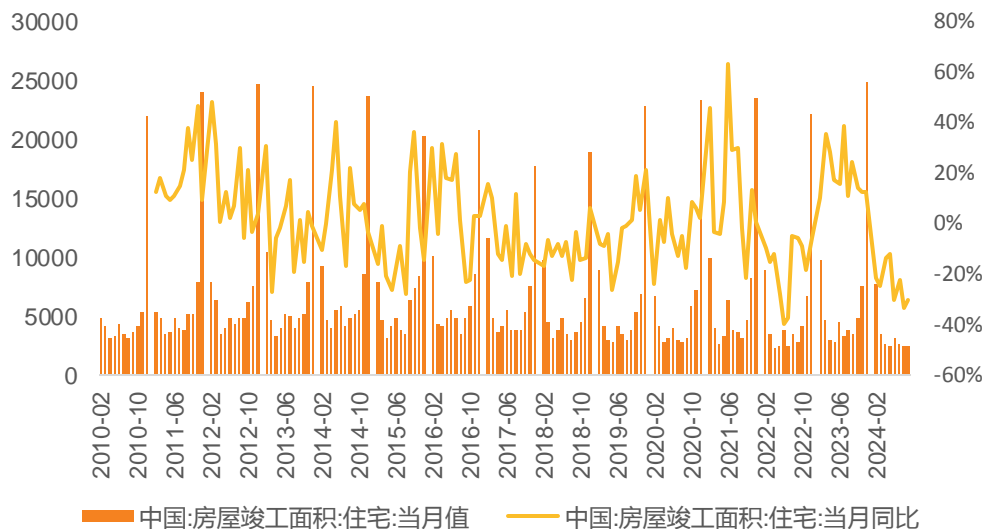
	情景一		情景二		情景三	
假设家居以旧换新补贴规模（亿元）	100		150		200	
补贴比例	20%	15%	20%	15%	20%	15%
拉动家居终端销售额（亿元）	500	667	750	1000	1000	1333
拉动家居企业出厂额（亿元）	357	476	536	714	714	952
2023年家具制造业营业收入（亿元）	6755					
家居行业拉动销售比例	5%	7%	8%	11%	11%	14%
2024年1-9月家具制造业营业收入（亿元）	4770					
家居行业拉动销售比例	7%	10%	11%	15%	15%	20%
2023年家居上市公司营业收入（亿元）	2403					
头部企业拉动销售比例	7%	10%	11%	15%	15%	20%
2024年1-9月家居上市公司营业收入（亿元）	1755					
头部企业拉动销售比例	10%	14%	15%	20%	20%	27%

资料来源：国家统计局，Wind，各省市商务部，天风证券研究所预测

2.2.2 家居板块：更新需求释放，24Q4家居订单有望改善，关注业绩弹性

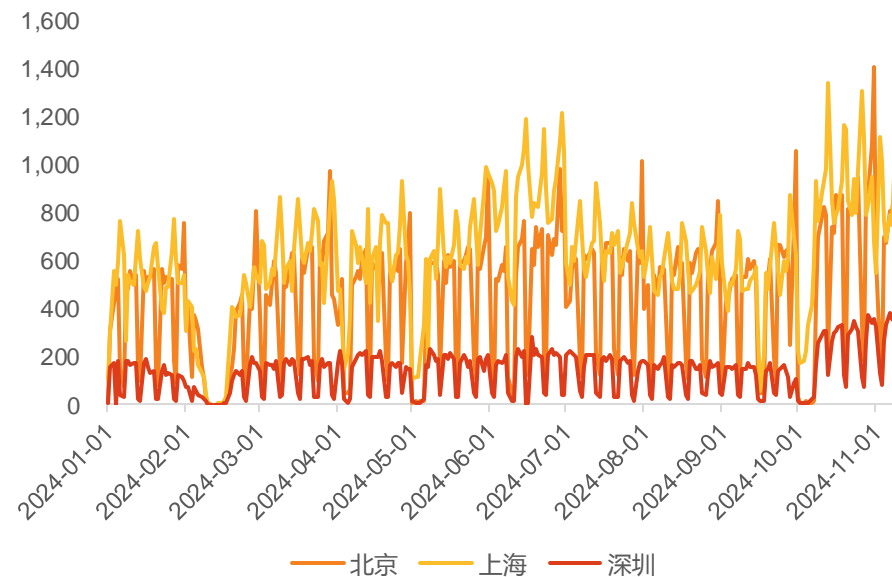
24Q4家居订单有望触底改善，25H1业绩有望迎来修复。从结构看，家居需求拉力主要来自新房、二手房及存量更新。1) 新房：尽管地产竣工仍处下行通道，我们预计保交楼、三大工程等项目推进或将带来结构性需求增长；2) 二手房：9月“房地产止跌回稳”系列组合拳出台提振购房积极性，据住建部、易居研究院数据，10月二手房网签成交量同比+8.9%、环比+4.5%，其中一线城市同增47%；我们预计相应装修需求或将于25年陆续释放；3) 存量更新：根据2020年七普抽样调查数据，2020年我国21年/31年以上房龄的住房面积占比达27%/9%，当前以旧换新补贴拉动效果超预期，或对存量需求拉动作用较强，24Q4家居企业订单或触底改善。

图：我国住宅竣工面积（万平方米）单月值及同比（%，右）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图：10月以来我国核心城市二手房住宅成交回暖（套数）



2.2.2 家居板块：投资建议及推荐标的

投资建议：短期关注以旧换新落地&二手房成交回暖带来业绩弹性释放，目前政策空间展望乐观，本轮模式跑通后有望复制、加速后续政策落地；此外，我们认为补贴有望引导前期因收入预期降低而滞后的换新需求充分释放，而非短期内产生透支压力，中期行业稳态需求增速同样有望向上。当前家居板块估值受益于地产政策叠加以旧换新超预期已现修复，仍处于历史较低位置，我们认为中期伴随稳态需求修复，此外补贴加速家居行业集中度提升，龙头大家居战略、零售化改革等效果显现，估值中枢仍有向上空间。

推荐标的：软体类偏标品易于满足补贴申报条件及交付流程，且客单值决定相对补贴比例可观，我们预计补贴效果较快显现，推荐顾家家居、敏华控股、喜临门、慕思股份；定制类目逐渐放宽补贴条件、打通线上补贴渠道，推荐欧派家居、索菲亚、志邦家居、金牌家居；智能品类补贴适配度较高，且补贴拉升客单值、产品均价有望企稳，推荐瑞尔特（与家电联合覆盖）、好太太、箭牌家居。

图：家居推荐标的估值表

股票代码	公司名称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润(亿元)				PE		
				2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
603816.SH	顾家家居	275	34	20.06	19.50	21.40	23.42	14.12	12.87	11.75
1999.HK	敏华控股	213	6	19.15	26.37	29.68	32.41	8.09	7.19	6.58
603008.SH	喜临门	77	20	4.29	5.08	5.75	6.47	15.10	13.34	11.85
001323.SZ	慕思股份	150	37	8.02	8.42	9.28	10.29	17.79	16.14	14.56
603833.SH	欧派家居	441	72	30.36	27.25	28.89	31.10	16.17	15.26	14.17
002572.SZ	索菲亚	182	19	12.61	12.92	14.32	15.66	14.11	12.72	11.64
603801.SH	志邦家居	65	15	5.95	5.15	5.64	6.16	12.66	11.55	10.58
603180.SH	金牌家居	32	21	2.92	2.79	3.09	3.45	11.56	10.45	9.38
002790.SZ	瑞尔特	34	8	2.19	1.88	2.27	2.67	18.02	14.93	12.70
603848.SH	好太太	56	14	3.27	3.31	3.77	4.29	16.98	14.89	13.08
001322.SZ	箭牌家居	86	9	4.25	2.95	3.81	4.69	29.15	22.53	18.34

资料来源：Wind，天风证券研究所；注：敏华控股单位为港元，年份为相应财年；盈利预测来自Wind一致预期；估值截至日期为2024年11月8日



2.3

商社：关注出行链政策刺激及线下零售变革机会

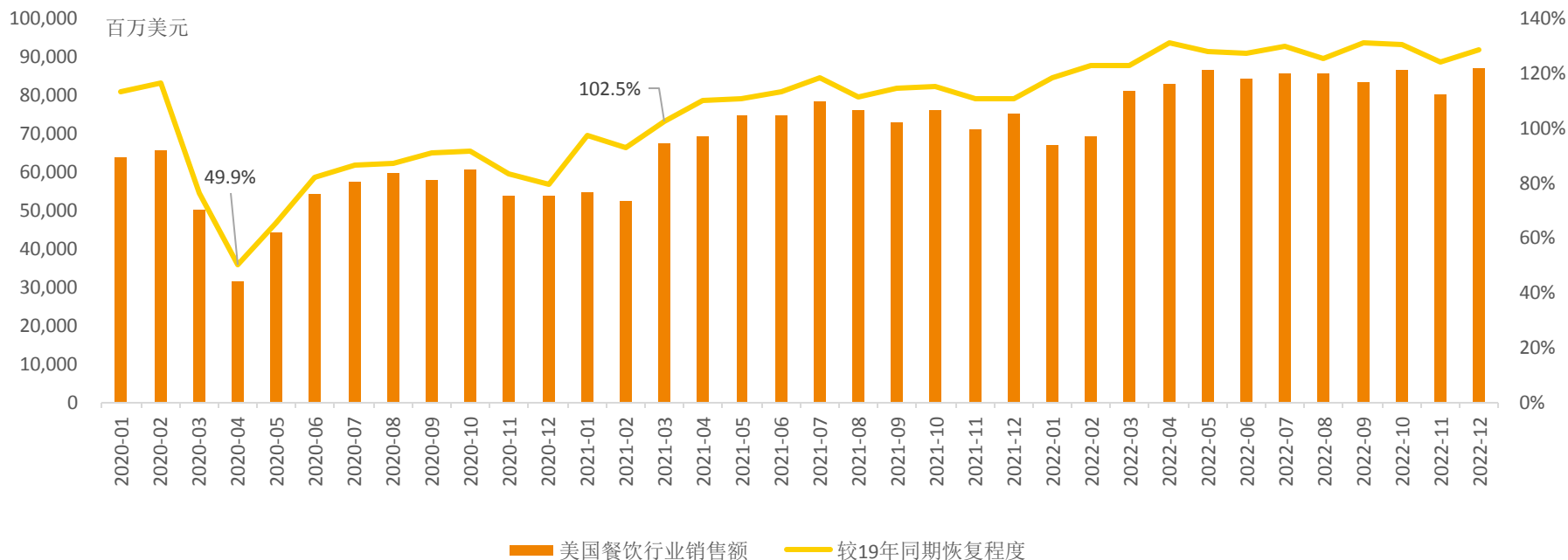
2.3.1 餐饮：美国疫后“现金类”消费刺激政策下餐饮行业恢复快

以美国疫后实施的“现金类”消费刺激政策效果为观察视角，疫后居民收入不降反升，有效提振了居民消费倾向，服务型消费滞后受益。

餐饮行业：反弹速度快。2020年4月美国餐饮行业规模同比下滑50%、行业经营触底，后续在疫情管控放松和现金补贴的双重刺激下，美国餐饮行业于2021年3月已超过疫情前规模，一年左右即实现行业了恢复。

从现金发放的时点来看，后两轮2020年12月、2021年3月的效果更加明显，一方面政策刺激前期消费者主要满足基本商品消费补充，服务型消费偏后；另一方面，餐饮线下恢复依赖于供给端先行恢复，因而受益偏滞后。

图：美国餐饮行业恢复节奏



资料来源：美国人口普查局，Wind，天风证券研究所；注：餐饮行业口径为食品服务和饮吧

2.3.1 餐饮：日本疫后“折扣类”消费刺激政策对餐饮行业拉动效果明显

以日本疫后实施的“折扣类”消费刺激政策效果为观察视角，刺激效果集中，提振出行链板块消费。

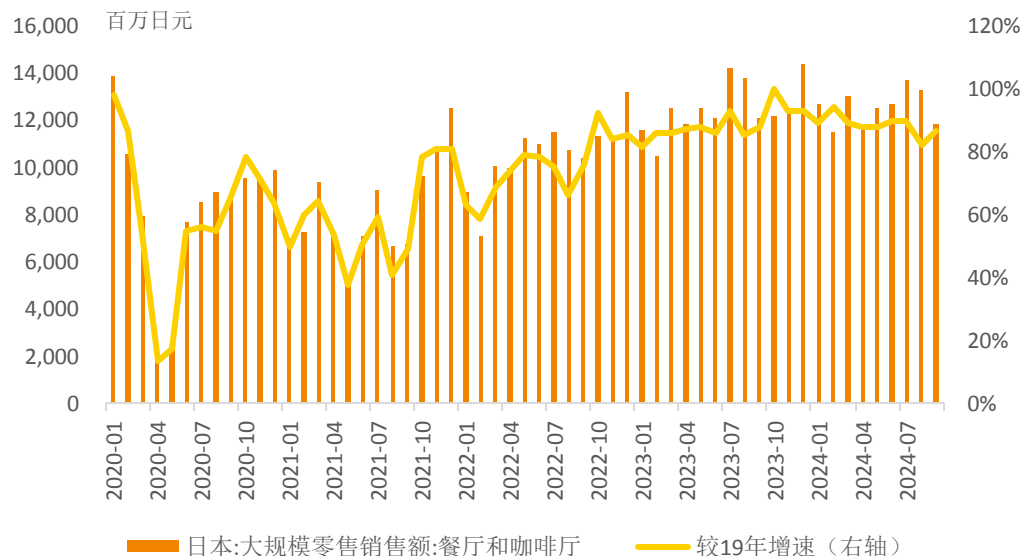
疫后日本为了刺激旅游产业需求，推出“Go To Campaign”补贴计划，涉及酒店、旅游、餐饮、文娱活动、商业街产业，总预算超过1万亿日元，其中“Go To Eat”项目针对餐饮补贴。

餐饮行业：餐券折扣对餐饮消费的直接拉动效果明显。“Go To Eat”对日本餐饮消费的促进作用明显，政策集中实施时间为2020年10月1日-2021年3月31日，具体优惠为每张餐券能获得比售卖价格多25%的面值（消费金额需大于餐券金额），此外就餐可享受积分未来消费可以抵扣金额。在消费券政策刺激下，餐饮行业阶段性恢复（但同期也受到疫情反复的干扰）。

表：日本Go To Campaign补贴政策

实施时间	补贴活动名称	具体内容
2020年7月22日至2020年12月28日	Go To Travel	针对日本国内游，补贴一半住宿费和一日游旅费，补贴上限为每人每晚上限2万日元，50%的补贴中7成为旅费折扣优惠，3成为可在出游地使用的当地通用优惠券
2020年10月至2021年3月31日	Go To Eat	为每张餐券能获得比售卖价格多25%的面值（消费金额需大于餐券金额），此外就餐可享受积分未来消费可以抵扣金额
2020年10月31日至2021年1月31日	Go To Event	游乐园、体育赛事、电影可享8折优惠，单次上限2000日元
2021年3月19日至2022年2月14日	Go To 商业街	可以通过购买代金券享受优惠

图：日本餐饮行业零售额及同比增速



资料来源：株式会社京品公众号，LIVE JAPN，travelersnavi官网，日本经济产业省，Wind，天风证券研究所

2.3.1 餐饮：国内消费券刺激的核心品类，有望直接催化餐饮消费

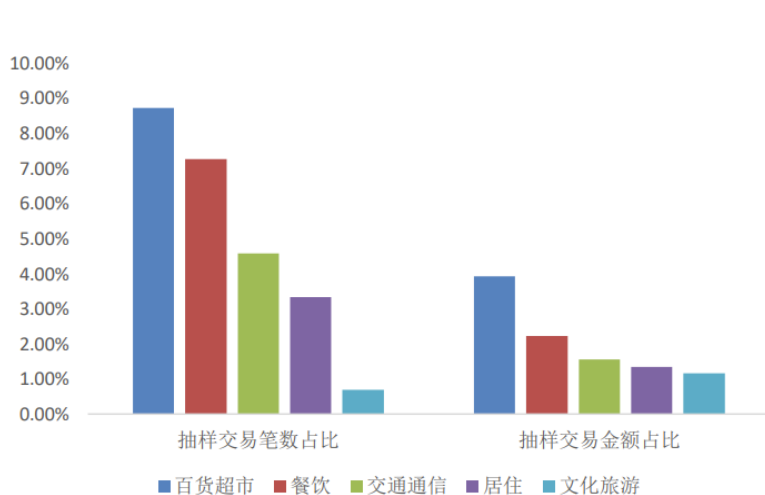
2020年至今，各省市主要以发放消费券的形式刺激服务消费，餐饮是消费券中力度最大的项目之一，直接拉动餐饮消费。

餐饮为各地消费券刺激的核心品类。根据北大国家发展研究院《消费券的中国实践》统计的2020年3-5月第一轮疫后发放消费券的36个城市样本，餐饮行业为第二大消费刺激品类；上海新金融研究院统计了2020年3月-4月27日间42个城市的消费券政策，发现餐饮行业覆盖率高达81%。

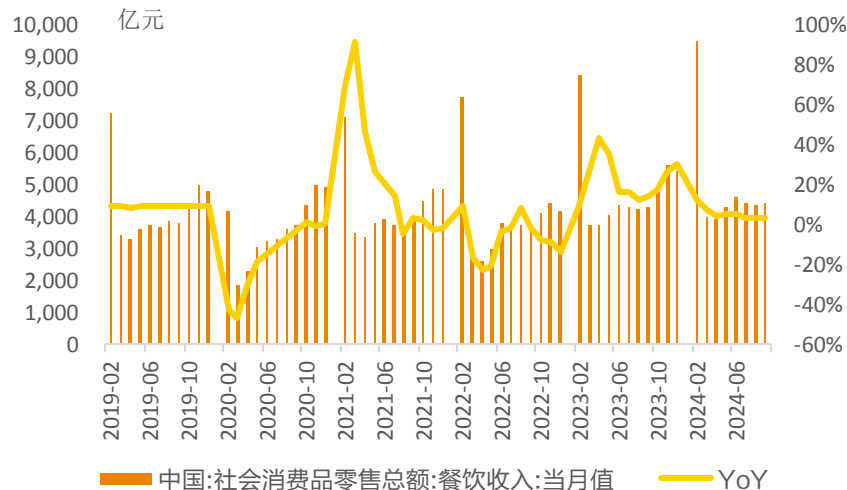
2024年的餐饮消费券发放情况：2024年9月末以来，各地纷纷以发放餐饮消费券形式刺激餐饮行业消费和活力，其中，上海餐饮券力度最大，两轮补贴共计3.6亿元、亦是本轮上海消费券中补贴金额最大的品类，第一轮折扣力度7-8.3折，第二轮折扣力度升至普遍7折，政策力度持续加码。杭州、河南、哈尔滨等地也纷纷推出餐饮消费券活动，且消费最低限额要求低于上海消费券，有利于刺激低线城市消费活力。

我们认为，餐饮消费券对餐饮行业消费的拉动效果直接、明显，有利于刺激餐饮行业的恢复，在行业竞争加剧的背景下龙头公司经营韧性更强，看好具备阿尔法、同店趋势改善、现金流充足的餐饮龙头公司，推荐：同庆楼、海底捞，建议关注：百胜中国。

图：消费券涉及的五行业抽样交易笔数和交易金额占比



图：国内餐饮社零收入及同比增速



表：2024年以来全国部分地区发放餐饮消费券情况梳理

地区	发放时间	发放额度	具体政策
上海	2024年9月28日至11月底	3.6亿元	“乐品上海”餐饮消费券为本次消费券中金额最高的品类。分两轮发放各1.8亿元，第一轮9月28日至10月底，根据面额不同优惠力度最低8.3折、最高7折（最低消费300元）；第二轮为11月，优惠力度升至7折（最低消费300元）。
杭州	2024年10月27日起	3000万元	“食在杭州”餐饮专项消费券，面额小（最低消费100元），折扣力度为8-9折
河南	2024年10月起	所有类目总计2亿元	面额小（最低消费50元），折扣力度6-6.7折
哈尔滨	2024年10月	200万元	与美团合作的商家，消费100-300元抵减20元、消费300-500元抵减60元、消费500元以上抵减100元
宁波	2024年10月	200万元	与美团合作的商家，团购餐饮满88-18元，外卖餐饮满38-18元
克拉玛依	2024年11月10日至12月底		满200-40元餐饮消费券

资料来源：《消费券的中国实践》，上海新金融研究院公众号，国家统计局，Wind，上海发布、杭州本地宝、河南发布、哈尔滨本地宝、宁波本地宝、克拉玛依政府网官方微信公众号，天风证券研究所

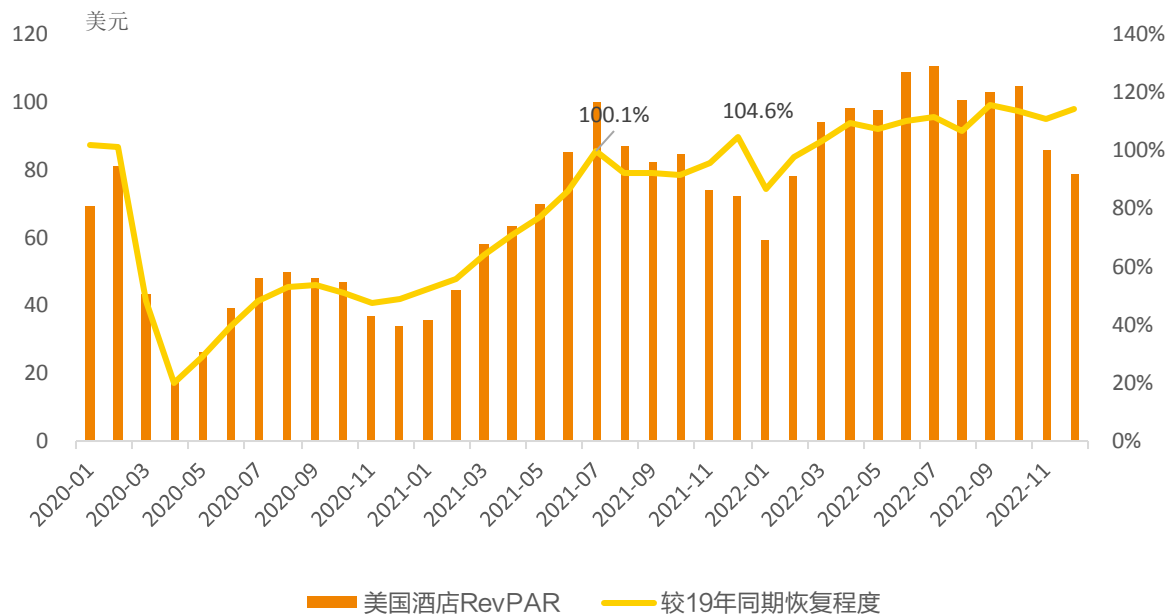
2.3.2 酒店：美国疫后“现金类”消费刺激政策对酒店行业影响偏滞后

以美国疫后实施的“现金类”消费刺激政策效果为观察视角，疫后居民收入不降反升，有效提振了居民消费倾向，服务型消费滞后受益。

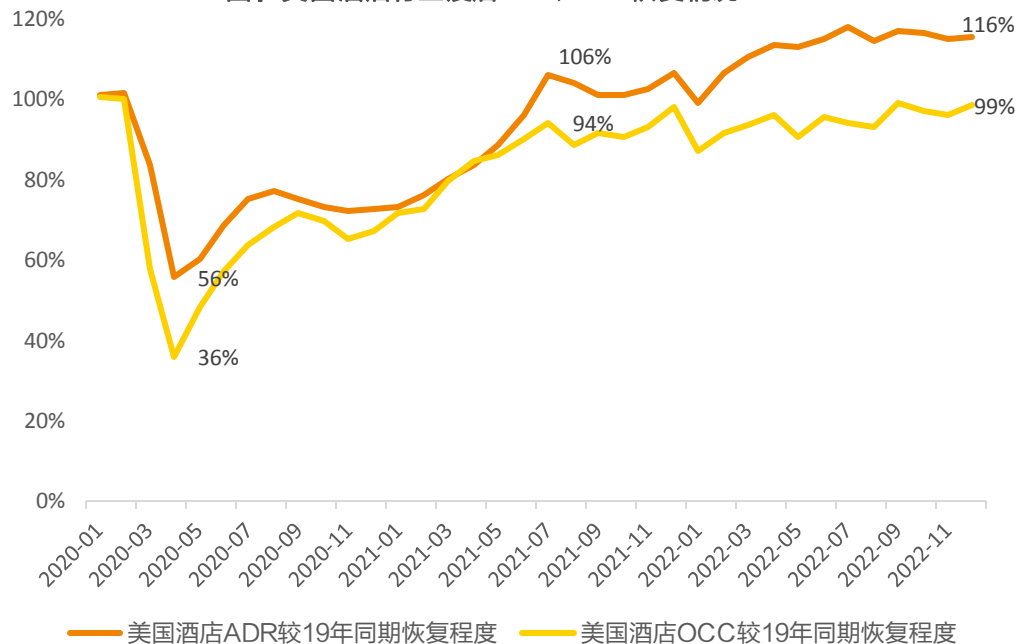
酒店行业：反弹速度慢于餐饮。2020年4月美国酒店行业RevPAR同比下滑80%，2020年内美国酒店行业RevPAR长期维持2019年同期的20%-50%水平，2021Q1疫情管控放开之后酒店行业恢复提速，2021年7月RevPAR恢复至2019年同期水平，恢复速度慢于餐饮行业。

现金类消费刺激政策金额有限，对于出行类服务型消费的拉动效果较为滞后。

图：美国酒店行业疫后RevPAR恢复情况



图：美国酒店行业疫后OCC、ADR恢复情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

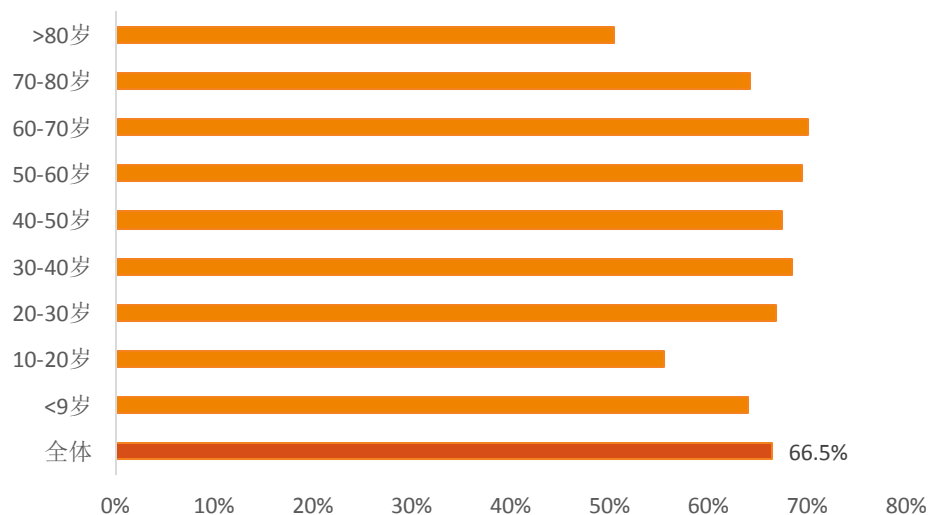
2.3.2 酒店：日本疫后“折扣类”消费刺激中酒店行业参与热度高

以日本疫后实施的“折扣类”消费刺激政策效果为观察视角，刺激效果集中，提振出行链板块消费。

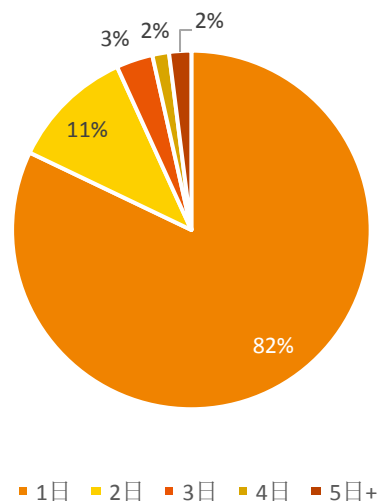
酒店行业：参与热度高，折扣使用超6成。“Go To Campaign”补贴计划中的“Go To Travel”项目包括住宿补贴。“Go To Travel”针对日本国内游，补贴一半住宿费 and 一日游旅费，补贴上限为每人每晚上限2万日元，50%的补贴中7成为旅费折扣优惠，3成为可在出游地使用的当地通用优惠券。以住宿一晚5万日元单人游为例，总补贴金额为2万日元，旅费折扣1.4万日元、同时发放6千日元优惠券。

根据日本观光厅数据，2020年7-12月国内住宿旅客中，约8771万人次参与了“Go To Travel”项目，大约66.5%的旅客使用了“Go To Travel”折扣，反映该项目对日本国内游客的吸引力和旅游活动的恢复。

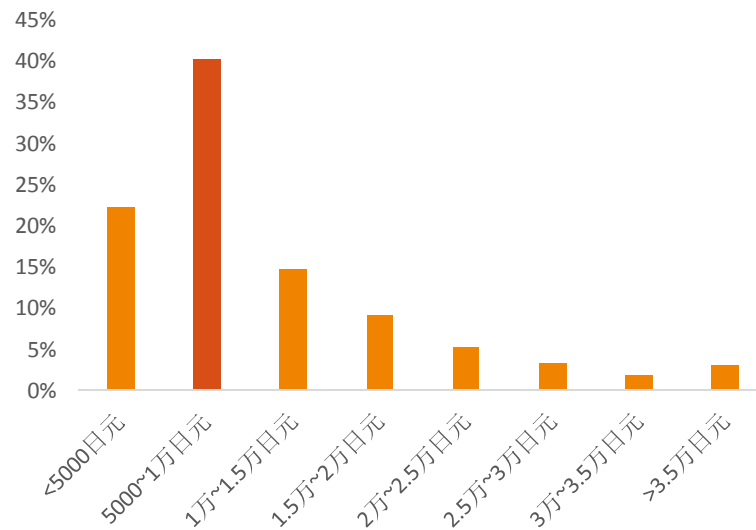
图：日本“Go To Travel”折扣使用率



图：日本“Go To Travel”活动中的旅行时长



图：日本“Go To Travel”活动中的旅行开支



资料来源：日本观光厅，株式会社京品公众号，天风证券研究所

2.3.2 酒店：住宿类消费券释放杠杆效应，有望撬动更大文旅消费市场

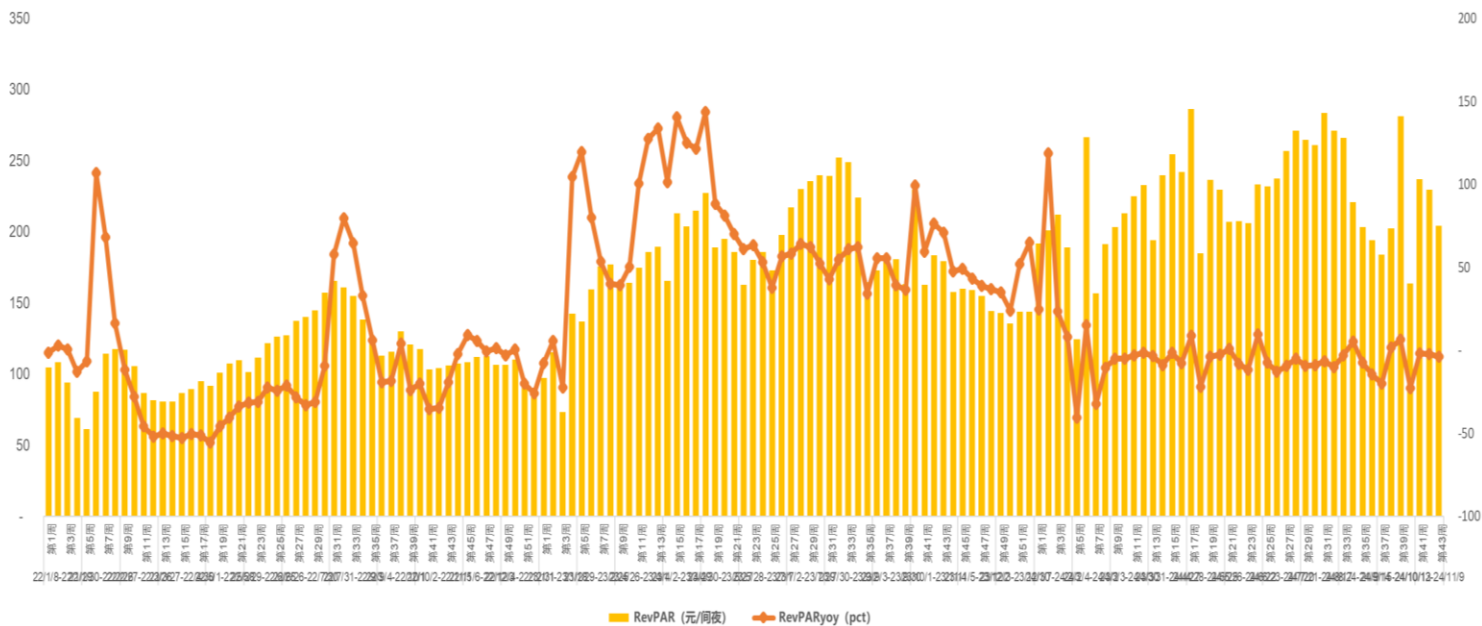
2020年至今，各个省市主要以发放消费券的形式刺激服务消费，住宿类消费券集中于商旅和景区出行目的地，带动文旅需求增加。

住宿类消费券的杠杆效应：酒店消费券补贴→关注度提升、刺激旅行需求增加→带动其他旅游消费增长。根据同程旅游数据，2022年截至7月末累计联合多个目的地发放2亿元文旅消费券，撬动目的地平台线上文旅消费总额1:15，直接拉动平台旅游消费比率达1:4。

2024年的住宿类消费券发放情况：上海同样是今年酒店消费券发放力度较大的城市，但酒店消费券规模远低于餐饮，折扣力度上类似，第一轮7到8.3折，第二轮提升至普遍7折优惠。其他以商旅或者休闲旅游主要目的地城市如杭州、广东、秦皇岛、甘肃也推出了酒店消费优惠政策。

我们认为，住宿类消费券对休闲类旅客酒店消费的拉动效果可能好于商务客，布局经济型酒店较多的公司或受益，推荐：首旅酒店、华住集团。

图：国内酒店集团RevPAR恢复情况



表：2024年以来全国部分地区发放住宿消费券情况梳理

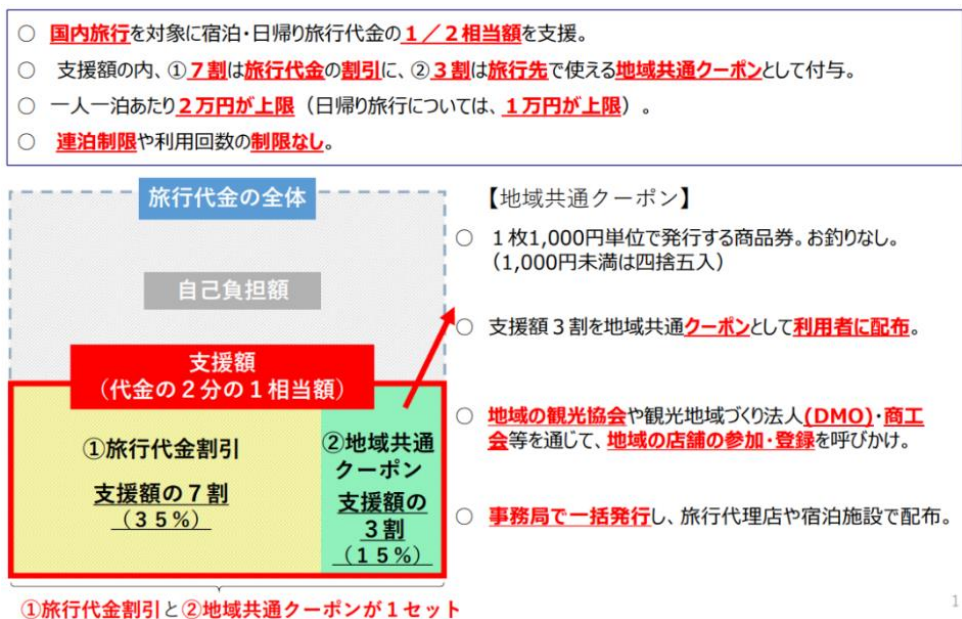
地区	发放时间	发放额度	具体政策
上海	2024年9月28日至12月底	9000万元	“乐游上海”住宿消费券为本次消费券分两轮发放第一轮9月28日至10月，根据面额不同优惠力度最低8.3折、最高7折（最低消费300元）；第二轮为11月至12月，优惠力度升至7折（最低消费300元），通过携程、美团、飞猪、去哪儿及相关酒店集团等平台在线核销。
杭州	2024年6月26日至8月	240万元	文旅消费券，覆盖50多家酒店和景区，折扣约7折（最低消费金额30元），飞猪、高德APP下单立减
广东	2024年9月27日至10月		满200-50元、满400-100元，云闪付APP搜索星级饭店
秦皇岛	2024年10月25日至2026年2月28日		满150-60元，携程APP搜索带“秦皇岛券”标签的酒店
甘肃	2024年11月1日至2025年3月31日		全省331个星级酒店住宿5-9折不等优惠

资料来源：STR数据库，上海发布、杭州本地宝、广州本地宝、玩转虎宁、甘肃电视新闻微信公众号，天风证券研究所

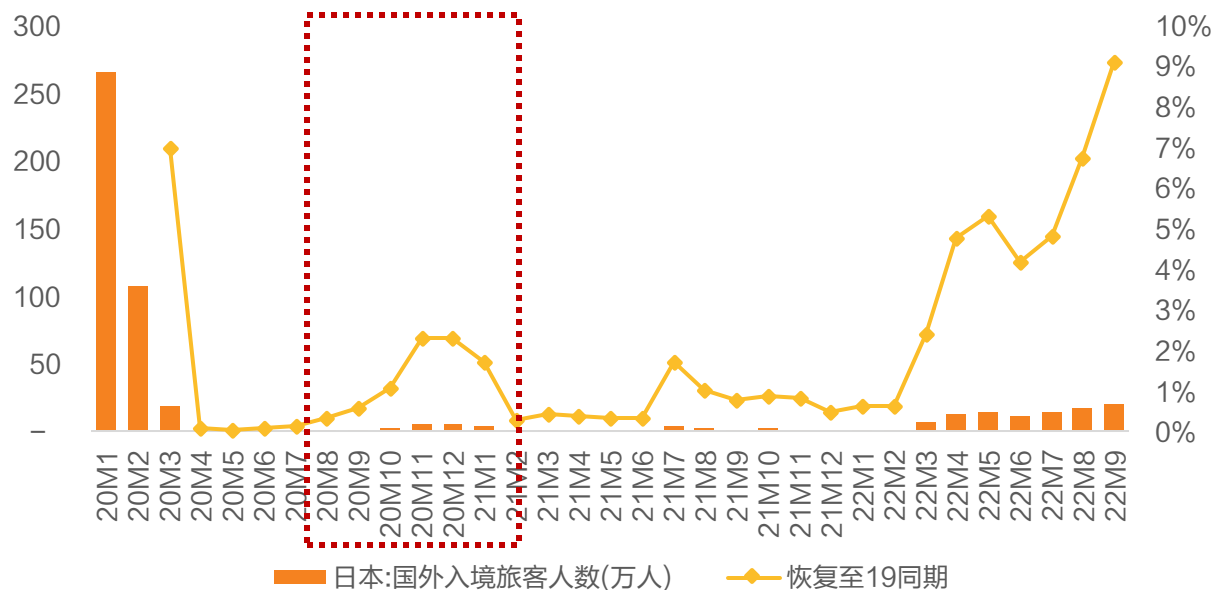
2.3.3 旅游：疫情后日本推出“Go To Travel Campaign” 补贴政策振兴旅游业

- ◆ 疫情后以观光立国的日本为振兴国内旅行经济，推出了“Go To Campaign” 补贴计划，涉及酒店、交通、观光、购物等多个领域，总预算高达1.7兆日元。其中“Go To Travel Campaign” 项目针对旅游出行提供补贴，2020年7月22日开始，为日本国内旅行的游客（住宿和一日游均包含）提供旅行费用的50%的补助，补助金中的70%为旅行费用补助、30%为可在旅行地使用的优惠券。住宿旅行补助上限为每人每晚20000日元，一日游上限为每人10000日元。显著拉动了旅游消费需求，推动旅游业逐步恢复。
- ◆ 2020年7月补贴政策实施起，日本国外入境游客人数较2019年同期恢复度逐月提升，2020年11-12月迎来阶段性小高峰，恢复度达到2.32%，补贴作用明显。

图：日本“Go To Travel Campaign” 补贴



图：日本2020年起入境游客数量恢复节奏



资料来源：株式会社京品公众号，Wind，天风证券研究所

2.3.3 旅游：免签入境、冰雪旅游、增加法定节假日，多维度支持复苏国内旅游

- ◆ **入境免签：**截至10月19日，中国已同24个国家实现全面互免签证，对16个国家实行免签入境政策，对54个国家实行72小时或144小时过境免签。据国家移民管理局数据，24Q3全国各口岸入境外国人818.6万人次，同比上升48.8%；其中，通过免签入境488.5万人次，同比上升78.6%。政策利好推动效果显著。
- ◆ **冰雪旅游：**国务院办公厅印发《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》，提出到2027年，冰雪运动场地设施更加完善，服务水平显著提升，冰雪运动更加广泛开展，冰雪经济总规模达1.2万亿元；到2030年，冰雪经济主要的产业链条实现高水平协调融合发展，冰雪消费成为扩大内需的一个重要增长点，冰雪经济总规模达1.5万亿元。意图促进冰雪经济区域协调发展、传承发展冰雪文化、推进冰雪装备器材产业高质量发展、优化发展冰雪旅游，有望推动冰雪运动、冰雪文化、冰雪装备、冰雪旅游全产业链发展。
- ◆ **增加法定节假日：**11月12日国务院办公厅发布《全国年节及纪念日放假办法》，自25年起，全体公民放假的假日增加2天，其中春节、劳动节各增加1天，法定节假日总数由11天增加至13天。春节自农历除夕起放假调休8天，国庆节自10月1日起放假调休7天，劳动节放假调休5天，元旦、清明节、端午节、中秋节分别放假调休或连休3天（如逢周三则只在当日放假），国庆节放假如逢中秋节则合并放假8天。除个别特殊年节外，法定节假日假期前后连续工作一般不超过6天。法定节假日增加两天，且增加除夕更符合传统习俗，调休亦更灵活，国内居民出行。
- ◆ **旅游板块建议关注：**1) 景气强者风格：业绩韧性的携程集团、同程旅行；以及冰雪主题长白山、大连圣亚，山岳景区九华旅游、黄山旅游、峨眉山A、丽江股份，人文类宋城演艺、天目湖等；2) 主题风格：外延预期的西域旅游，以及国旅联合、西藏旅游、三峡旅游、祥源文旅、南京商旅等。

2.3.4 零售：内需拉动为核心，政策助力零售市场回暖

- ◆ **前次效果复盘：**据商务部统计，疫情后至2020年5月8日，28省市累计发放190多亿元消费券。据北大国发院统计，2020年各大城市消费券地区分布中，经济较为发达的东部沿海城市，中部的郑州、武汉，西部的四川南充、绵阳、德阳计划发放金额较大。由于餐饮和实体零售受疫情影响，各地消费券对此种品类有所侧重。就效果而言，据微信平台，2020至2021年微信支付实际核销各类优惠金额229亿元，撬动社会消费5200亿元；据北大光华和蚂蚁金服研究院，政府1元的消费补贴能够带动平均3.5元以上的新增消费。不少地方和支付平台统计的杠杆效应可达到5倍甚至数十倍的效果。
- ◆ **零售板块建议关注：**今年以来继续陆续发放消费券刺激线下消费，叠加线下渠道正在经历的历史级变革，经营能力有望优化，获取更加长久的消费者满意度。推荐积极推进线下零售变革的永辉超市、重庆百货、孩子王、家家悦、红旗连锁、王府井等。

图：22年5月下旬至8月5日主要城市发放消费券数额及品类




图：2020年截止4月18日消费券发放范围



图：2022年部分城市消费券带动消费、核销情况

城市	带动比(倍)	核销金额(亿元)	撬动消费(亿元)
杭州	截至6月26日 14.9	0.94	14.05
宁波	上半年 12.3	5.8	71.57
郑州	6月以来 13	0.14	1.87
东莞	上半年 2.8	0.04	0.12
佛山	4	0.11	/
天津	10	/	0.7
广州	5月以来 23.9	13.84	/
合肥	6月24日至7月10日 37.8	0.46	17.4

资料来源：北京大学新结构经济学研究院和北京大学国家发展研究院，上观新闻，天风证券研究所



2.4

食品饮料：看好白酒/调味品/乳制品板块弹性机会

2.4 以史鉴今：看好白酒&调味品&乳品板块弹性机会

在潜在系列财政政策刺激下，我们看好白酒&调味品&乳品板块后续弹性机会。① **白酒板块**：一方面，板块自2021年开始受消费力减弱等因素影响，价升贡献放缓，板块进入去库存调整期；另一方面，受益于强壁垒&需求具韧性，酒企业绩调整多晚于库存调整，24Q2开始酒企进入理性降速阶段，市场EPS预期已充分下修。后续，我们认为在消费边际向好背景下，拥有强价升能力的酒企或迎来PE-EPS双升弹性机遇；② **调味品**：一方面，调味品周期底部往往伴随着餐饮需求阶段性降速，餐饮/CPI/PPI等的修复均有望赋予板块弹性；另一方面，成本与调味品企业盈利表现关联度高，24Q2调味品企业成本下行逻辑持续演绎；③ **乳制品**：当前创造现金流能力较强/分红率居前/估值高性价比的乳制品板块竞争格局趋于稳定，后续资本下降&上游产能优化&需求回暖均有望刺激其弹性表现。

表：2008年/2014年/2018年积极财政政策落地后食饮子板块涨跌幅情况一览

2008-2010年 2008年11月5日，国务院出台进一步扩大内需、促进经济增长的十项措施 “稳增长10条”					2014-2017年 2014年9月21日，《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》					2018-2020年 2018年5月1日起，制造业等行业增值税税率从17%降至16%				
区间涨跌幅	2008/11/5- 2009/5/5	2008/11/5- 2009/11/5	2008/11/5- 2011/5/5	2008/11/5- 2012/11/5	区间涨跌幅	2014/9/21- 2015/3/21	2014/9/21- 2015/9/21	2014/9/21- 2017/3/20	2014/9/21- 2018/9/21	区间涨跌幅	2018/5/1- 2018/10/29	2018/5/1- 2019/5/1	2018/5/1- 2020/10/28	2018/5/1- 2022/5/1
烘焙食品(申万)	94.7	258.5	370.5	335.3	白酒III(申万)	23.9	28.0	118.9	245.4	预加工食品(申万)	-11.5	20.0	331.2	211.2
乳品(申万)	94.5	170.5	267.1	296.4	调味发酵品III(申万)	35.6	37.3	36.8	104.0	其他酒类(申万)	-26.1	25.8	168.4	179.1
保健品(申万)	138.4	216.9	219.9	280.4	乳品(申万)	14.6	14.7	28.2	48.7	白酒III(申万)	-22.5	40.5	161.1	167.5
软饮料(申万)	158.5	217.7	214.6	230.3	零食(申万)	29.9	-3.1	98.8	24.9	啤酒(申万)	-24.1	15.0	96.4	101.3
白酒III(申万)	39.3	95.9	170.6	219.9	肉制品(申万)	4.9	-15.4	27.1	13.4	调味发酵品III(申万)	-8.3	39.0	192.6	88.9
肉制品(申万)	27.6	79.1	113.3	122.2	保健品(申万)	49.4	11.8	0.7	12.1	零食(申万)	-18.9	11.1	134.1	41.5
其他酒类(申万)	82.5	122.1	153.8	115.8	预加工食品(申万)	44.3	16.5	51.0	5.1	乳品(申万)	-20.6	14.9	58.9	38.0
啤酒(申万)	78.0	109.4	247.6	97.3	烘焙食品(申万)	8.7	-23.2	50.1	4.4	保健品(申万)	-12.4	9.4	46.9	15.7
预加工食品(申万)	36.9	46.5	170.9	69.6	啤酒(申万)	20.4	-3.5	9.9	-4.5	肉制品(申万)	-23.8	2.1	37.9	-7.7
调味发酵品III(申万)	103.5	120.8	221.9	51.1	其他酒类(申万)	53.4	21.0	35.7	-25.7	软饮料(申万)	-24.9	-1.4	-15.4	-13.8
零食(申万)					软饮料(申万)	15.4	5.0	15.5	-32.3	烘焙食品(申万)	-19.0	14.5	47.0	-17.3

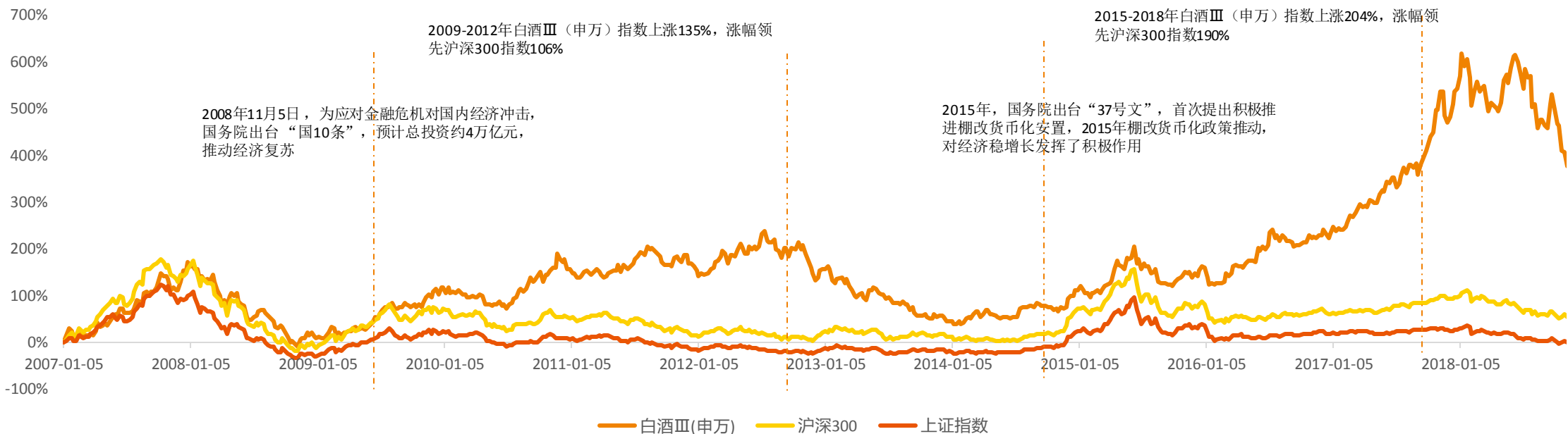
资料来源：Wind，天风证券研究所

2.4.1 白酒历史复盘：08/15年板块走出调整，催化主为财政政策刺激

2008年“四万亿”投资刺激：2008年11月5日国务院出台扩大内需、促进经济增长的“国10条”，预计投入4万亿元刺激基建和房地产，随后11月6日，中央政治局常委会会议决定把促进经济平稳较快增长作为经济工作的首要任务，果断实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，大规模增加政府投资，随后白酒板块迎来一轮牛市，2009-2012年白酒Ⅲ（申万）指数上涨135%，涨幅领先沪深300指数106%。

2014-15年棚改货币化催化：2015年，国务院出台“37号文”，首次提出积极推进棚改货币化安置，2015年棚改货币化政策推动，2016~2019年四年间全国棚改总计完成投资约6.26万亿元，同时2014年11月-2015年10月连续六次下调存贷款基准利率（每次下调25BP），棚改等政策带动了有效投资和建材、装修、家电等消费，促进了上下游相关产业发展，对经济稳增长发挥了积极作用，期间白酒板块迎来新一轮牛市，2015-2018年白酒Ⅲ（申万）指数上涨204%，涨幅领先沪深300指数190%。

图：过去白酒两轮政策推动的牛市复盘



资料来源：Wind，天长普法公众号，证券市场周刊公众号，次方资管公众号，城市开发杂志公众号，天风证券研究所

2.4.1 白酒板块观点：本轮政策刺激或加速板块走出调整，迎来潜在戴维斯双击行情

顺周期下白酒板块弹性大，往往会实现戴维斯双击行情。前三次（08-12年/14-18年/18-21年）白酒上行期的开端均伴随积极财政政策叠加宽松的货币政策刺激，同时白酒行业景气度与房地产、流动性关联性较强，因此在顺周期情况下，白酒行业股价往往会实现戴维斯双击，相较于大盘的上涨持续性及上涨幅度较为可观（历次区间最大涨幅分别为位于250-400%）。

新一轮利好政策出台，板块后续有望迎来反转。考虑到：① 政策面：2024年9月底开始政府频繁出台系列财政及货币政策（后续政策仍或加码）/特朗普上台后或阶段性抬升内需预期，且目前CPI和PPI指数已处于历史相对低位+白酒板块强壁垒&不可替代性属性仍在，后续经济&消费持续向好变化或刺激板块PE中枢抬升；② 基本面：业绩低点多滞后于库存高点，我们预计25H2开始板块业绩增速或迎来触底反转（估值修复往往先于业绩增速反转）。总结看，我们看好白酒板块后续PE-EPS戴维斯双击行情。

表：三轮白酒上行期主要指标对比

	第一轮牛市	第二轮牛市	第三轮牛市
开始时间	2008年11月	2014年1月	2018年11月
结束时间	2012年7月	2018年6月	2021年2月
持续时间	44个月	54个月	28个月
股价涨幅	274%	438%	432%
估值最低点	18X	8X	17X
估值最高点	46X	38X	63X
估值涨幅	158%	383%	276%
涨幅居前个股	古井贡酒（1640%） 酒鬼酒（1444%） 山西汾酒（955%）	水井坊（777%） 贵州茅台（573%） 五粮液（534%）	酒鬼酒（1754%） 山西汾酒（1486%） 舍得酒业（1243%）
上涨诱因	“四万亿计划”	第二个“国9条”；“930新政”；棚改货币化	外资加速流入； 政府多措并举开展民企纾困；

资料来源：Wind，证券日报之声公众号，清华金融评论公众号等，天风证券研究所

2.4.1 白酒投资建议：关注强 α 酒企、强 β 酒企

我们认为：9月底中证白酒指数的修复性反弹说明一系列积极政策和信号成功扭转此前悲观预期，但此轮上涨更多是前期板块超跌之后PE的修复性反弹。后续，我们认为政策逐步落地有望推动白酒消费需求回暖，进而带动白酒板块基本面景气度回升&EPS预期上修。短期关注弹性标的：酒鬼酒/水井坊/舍得酒业等；建议关注：五粮液/泸州老窖/贵州茅台/山西汾酒/古井贡酒等。

表：白酒板块重点个股盈利预测一览

日期	2024/11/22	收盘价 (CNY)	总市值 (亿元)	EPS-TTM (CNY/股)	市盈率 (TTM)	EPS (CNY/股)			PE		
证券代码	证券简称					2024	2025	2026	24E	25E	26E
600519.SH	贵州茅台	1507.82	18941.20	65.82	22.91	68.54	76.90	85.75	22.00	19.61	17.58
000858.SZ	五粮液	144.89	5624.06	8.32	17.41	8.52	9.30	10.21	17.01	15.58	14.19
000568.SZ	泸州老窖	136.29	2006.14	9.70	14.06	9.75	10.64	11.86	13.98	12.81	11.50
600809.SH	山西汾酒	199.40	2432.61	10.13	19.69	10.25	11.82	13.58	19.45	16.87	14.68
000799.SZ	酒鬼酒	55.77	181.21	0.39	144.30	0.61	0.77	0.93	90.95	72.86	59.77
600779.SH	水井坊	53.00	258.83	2.81	18.87	2.82	3.07	3.38	18.76	17.28	15.69
600702.SH	舍得酒业	72.82	242.61	3.44	21.19	2.97	3.24	3.71	24.51	22.51	19.62
000596.SZ	古井贡酒	187.00	892.66	10.45	17.90	10.73	12.57	14.58	17.43	14.88	12.83
002304.SZ	洋河股份	84.50	1272.95	5.57	15.17	5.81	5.79	6.16	14.54	14.58	13.71
603369.SH	今世缘	44.50	558.25	2.86	15.57	2.92	3.34	3.83	15.25	13.31	11.63
603589.SH	口子窖	39.78	238.68	2.81	14.18	2.91	3.14	3.41	13.65	12.66	11.68
603198.SH	迎驾贡酒	59.89	479.12	3.30	18.15	3.43	4.02	4.69	17.48	14.91	12.77
603919.SH	金徽酒	20.13	102.11	0.77	26.23	0.79	0.95	1.14	25.53	21.15	17.72
6979.HK	珍酒李渡	6.37	199.53	0.44	13.19	0.54	0.66	0.83	11.76	9.64	7.70

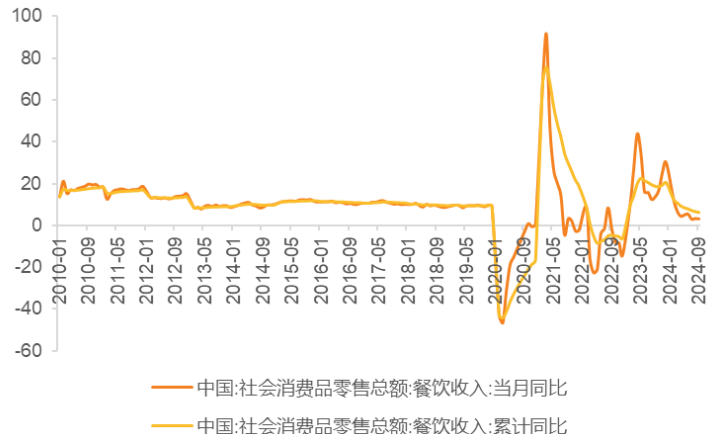
资料来源：Wind，天风证券研究所

2.4.2 调味品历史复盘：历史三次刺激政策下，调味品板块涨幅明显

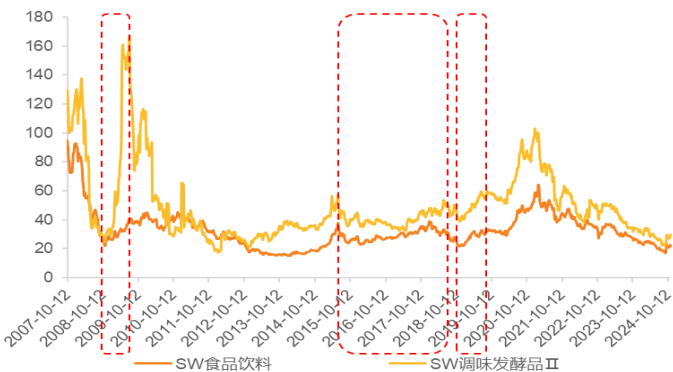
刺激政策后，调味品板块涨幅明显。复盘主要三次刺激政策：1) 2008年四万亿经济刺激计划；2) 2014年棚改货币化刺激政策；3) 2019年促消费“24”条。每一次经济刺激都带来调味品板块上涨。08年11月四万亿经济刺激计划后，09年全年食品饮料/调味品板块市盈率上涨69%/294%，股价分别上涨95%/221%；14年棚改货币化提出后，15年全年食品饮料/调味品板块市盈率上涨32%/21%，股价分别上涨6%/20%；19年提出促消费“24”条后，20年全年食品饮料/调味品板块市盈率上涨77%/83%，股价分别上涨86%/91%。

餐饮/CPI/PPI共振赋予板块弹性，成本下行趋势持续演绎。1) 随着PPI/CPI修复，将赋予板块弹性。2) 调味品需求结构中，餐饮占比约50%，疫情前餐饮板块稳定增长，为调味品带来稳定需求，疫情后餐饮受影响较大。疫情结束后餐饮始终处于弱复苏态势，我们认为随着经济刺激，餐饮有望受益于直接（消费券）+间接（经济传导终端）需求增加，调味品板块作为上游或有望受益。3) 成本方面，受益于原材料成本下行趋势持续演绎，利润弹性有望持续释放。

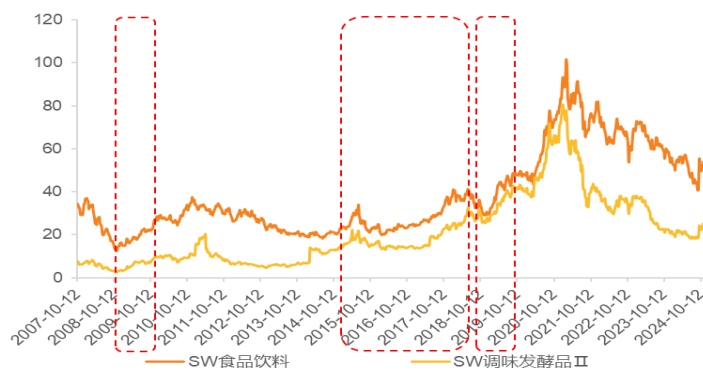
图：20年以来餐饮受影响产生较大波动（%）



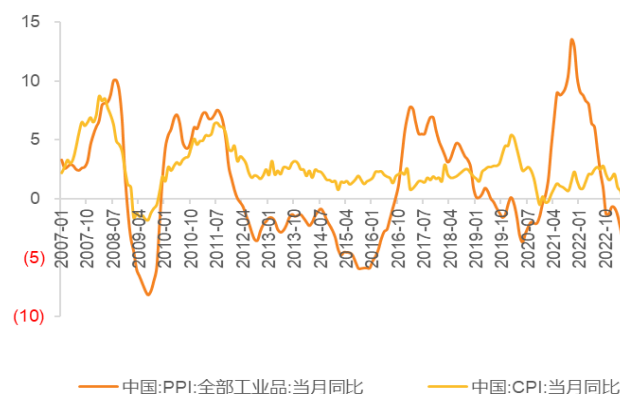
图：食品饮料/调味品板块估值情况一览



图：食品饮料/调味品板块收盘价一览



图：CPI/PPI数据一览（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.4.2 调味品观点&投资建议：消费刺激政策频出，看好板块复苏

我们看好调味品板块弹性布局机会，主因：① 政策持续发力或刺激终端消费复苏，调味品板块作为餐饮端上游，或有望利好调味品板块；② 估值具性价比：截至11月8日，调味品板块PE-TTM为24.21X，板块3/5/10年PE-TTM中位数为39.50/43.58/37.65X，最大数为52.25/79.52/85.09X。当前板块估值远低于3/5/10年中位数；③ 原材料成本下行，利润弹性有望持续释放。建议关注3条主线：1) 业绩具备较强稳定性：海天味业、安琪酵母；2) 或享改革红利：涪陵榨菜；3) 享受复调红利：天味食品。

表：调味品企业盈利预测表

日期	2024/11/22	收盘价 (CNY)	总市值 (亿元)	EPS-TTM(CNY/股)	市盈率 (TTM)	EPS (CNY/股)			PE		
						2024E	2025E	2026E	24E	25E	26E
603288.SH	海天味业	43.53	2421	1.10	39.60	1.12	1.24	1.38	38.76	34.97	31.55
600872.SH	中炬高新	21.50	168	4.53	4.75	0.97	1.19	1.43	22.14	18.12	15.00
603027.SH	千禾味业	12.08	124	0.48	25.09	0.51	0.58	0.66	23.77	20.74	18.25
600305.SH	恒顺醋业	7.78	86	0.06	125.37	0.13	0.16	0.18	61.07	49.94	43.05
603317.SH	天味食品	13.35	142	0.53	25.00	0.55	0.62	0.71	24.49	21.45	18.86
603755.SH	日辰股份	25.67	25	0.70	36.54	0.74	0.88	1.04	34.67	29.08	24.62
603170.SH	宝立食品	13.93	56	0.58	23.86	0.59	0.69	0.80	23.69	20.20	17.47
300908.SZ	仲景食品	30.25	44	1.24	24.34	1.32	1.52	1.73	23.00	19.92	17.51
002507.SZ	涪陵榨菜	14.11	163	0.73	19.43	0.74	0.81	0.87	18.95	17.51	16.23
600298.SH	安琪酵母	34.44	299	1.51	22.81	1.57	1.81	2.09	21.89	19.01	16.49

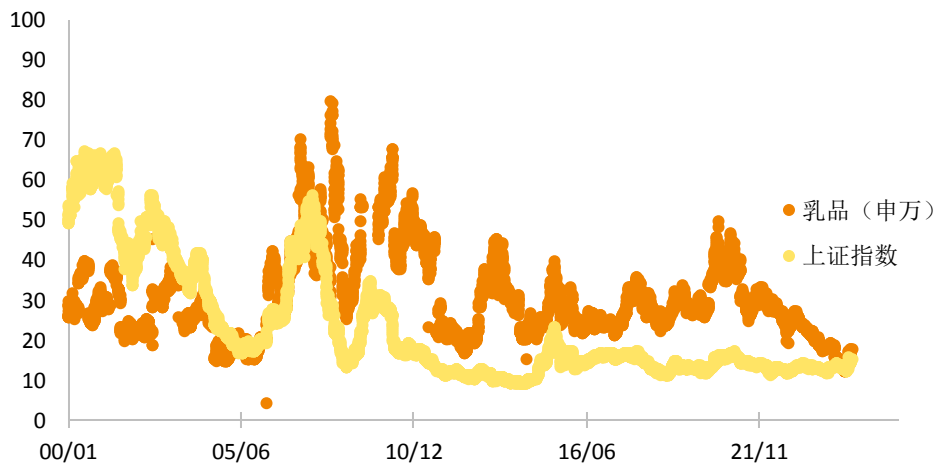
资料来源：Wind，天风证券研究所，EPS数据来源为wind一致预期

2.4.3 乳品历史复盘：需求端改善强关联乳品消费，政策刺激下超额明显

重磅经济刺激政策下，乳品板块涨幅明显。复盘历史上两轮大型经济刺激政策：1) **四万亿刺激政策**：中国政府于2008年11月推出四万亿经济计划，与此同时国家发改委为首的十三个政府部门颁布了《奶业整顿和振兴规划纲要》，针对乳品生产企业给予金融和财政支持政策，09年全年申万（乳品）指数/上证指数涨跌幅分别为+162.20%/+79.98%，乳品板块大涨并较上证指数跑出超额收益。2) **棚改货币化刺激政策**：2014年3月国务院初步定调棚改计划，2015年正式实施三年行动计划，在此期间，棚改拆迁补偿的现金以“财富效应”的形式带动居民消费意愿提升，乳品作为可选消费直接受益于需求端改善，15-17年申万（乳品）/上证指数涨跌幅+78.99%/+2.24%，乳品板块再次跑出超额收益。

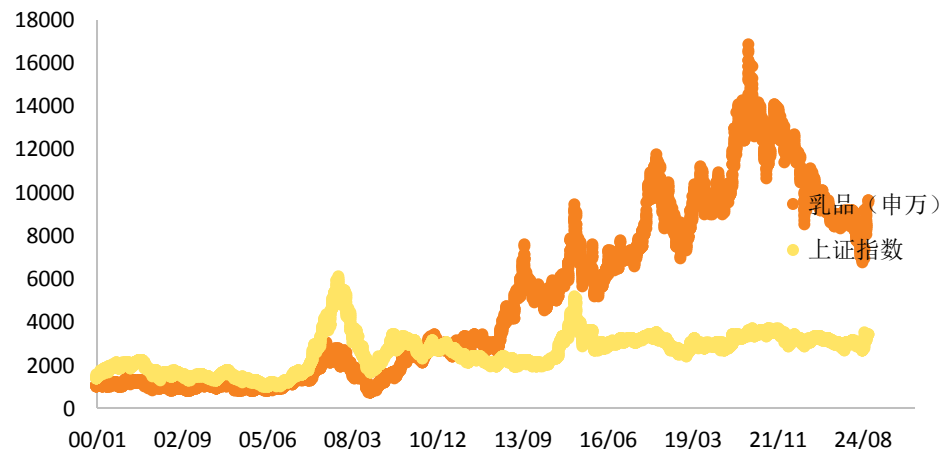
当前产能持续去化/喷粉存量消化/需求回暖给予板块弹性。站在当下，我们认为在上游牧场供给端产能持续出清+喷粉存量库存消化背景下，原奶价格或将企稳回升，一揽子经济刺激政策或有望拉动终端消费需求，从而加速奶价拐点到来。后续板块弹性或通过以下催化：1) 上游牧场盈利端或将直接受益于原奶价格抬升；2) 中游乳企行或间接受益于喷粉减值损失减少、促销抛货力度减小带来的盈利端改善等。

图：乳品板块/上证指数估值情况一览



资料来源：Wind，天风证券研究所

图：乳品板块/上证指数收盘价一览



2.4.3 乳品观点&投资建议：奶价企稳回升已现曙光，政策刺激正当其时

我们看好乳制品板块弹性，主因：①消费需求的潜在抬升或直接刺激乳品消费；②乳制品盈利端与成本关联性强，当前原奶价格已下探到较低位置，随着产能的持续去化叠加喷粉存量的持续消化，原奶过剩局面将得以改善，价格或在明年看到企稳抬升态势；③截至11月11日，乳品板块PE-TTM为20.00X，板块3/5/10年PE-TTM中位数为27.38/31.22/31.32X，最大数为40.34/63.38/63.38X。当前板块估值已大幅低于3/5/10年中位数。从当下时点看，当前位置建议关注政策刺激催化下，需求端回暖有望带来乳品板块EPS及P/E端双重修复。**建议关注3条主线**：1) 库存去化到位，拥有优质奶源供给壁垒的龙头乳企：伊利股份、蒙牛；2) 营收增速较优、经营能力改善的“小而美”新乳业；3) 受益于奶牛养殖产能去化、奶价企稳回升背景下盈利能力改善的优然牧业、现代牧业。

表：乳品板块重点个股盈利预测一览

日期	2024/11/22	收盘价 (CNY)	总市值 (亿元)	EPS-TTM (CNY/股)	市盈率 (TTM)	EPS (CNY/股)			PE		
						2024E	2025E	2026E	24E	25E	26E
600887.SH	伊利股份	28.40	1807.93	1.87	15.17	1.89	1.79	1.94	15.03	15.86	14.65
002946.SZ	新乳业	12.29	105.78	0.61	20.20	0.64	0.78	0.93	19.20	15.86	7.89
01117.HK	现代牧业	0.81	64.12	-0.03	-22.29	-0.00	0.05	0.07	-742.35	15.15	9.95
09858.HK	优然牧业	1.26	49.05	-0.10	-11.51	0.00	0.20	0.30	440.48	5.85	3.89
02319.HK	蒙牛乳业	16.88	662.12	1.08	14.27	1.12	1.27	1.40	13.97	12.26	11.18

资料来源：Wind，天风证券研究所，EPS数据来自Wind一致预期



2.5

医药：刚需医疗与可选消费共振，消费刺激助推业绩弹性

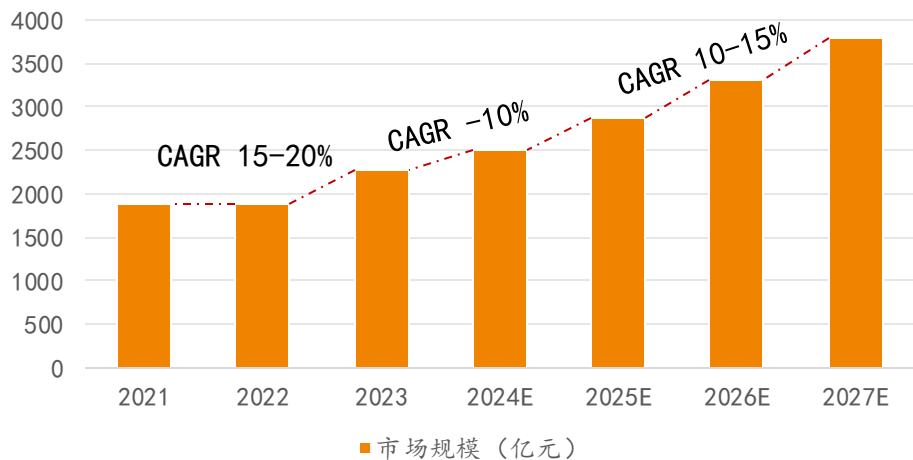
2.5.1 医美：消费刺激+社会接受度不断提升，行业成长确定性高

- **中国是全球第二大医美市场。**随着我国人均可支配收入的持续提升，消费者医美需求逐渐旺盛、个性化，供给端呈现出持续扩张且日益丰富多元的特征。据昊海生科2023年报披露的数据，2017-2021年，中国医美市场规模从993亿元增长到1,892亿元，年均复合增长率为17.5%。2022年，医美市场需求疲软，主要系疫情限制线下业务开展。2023年上半年疫情放开后，医美积压需求快速释放。2024年服务型消费回暖，根据中国整形美容协会&德勤&艾尔建美学《中国医美行业2024年度洞悉报告》的预测，2024年医美市场增速可达**10%左右**；未来四年年复合增长率可保持在**10~15%**。
- **政府出台一系列政策，加速提质升级。**2022年12月，国务院发布《扩大内需战略规划纲要（2022-2035年）》，强调“**持续释放服务消费潜力，实施宽进严管**”。2023年5月，国家市场监督管理总局发布《关于进一步加强医疗美容行业监管工作的指导意见》，指出“**优化医疗美容市场主体准入管理，强化事中事后监管，深化跨部门综合监管，健全适应医疗美容行业发展特点的常态化监管体系**”。
- **我们预计：**随着医美监管体系逐渐完善，新技术、新产品持续迭代升级，**社会接受度有望不断提升，医美需求有望持续增长，且注重专业、品质、多元**。这种需求将驱动医美行业提质升级，提供更加有效、安全的医疗服务和全方位的服务体验。

表：2021年-2024年11月重点医美行业相关政策梳理

时间	发布单位	文件	相关内容
2021.12	国务院	《“十四五”市场监管现代化规划》	加强医疗、健康、托育服务和老龄产业等市场监管，依法打击非法医疗美容等违法行为。
2021.12	国务院	《“十四五”城乡社区服务体系规划》	鼓励发展社区物业、维修、家政、餐饮、零售、美容美发等生活性服务业支持相关企业在村（社区）设置服务网点，满足居民多样化需求。
2022.12	国务院	《扩大内需战略规划纲要（2022-2035年）》	持续释放服务消费潜力，实施宽进严管
2023.5	国家市场监督管理总局	《关于进一步加强医疗美容行业监管工作的指导意见》	优化医疗美容市场主体准入管理，强化事中事后监管，深化跨部门综合监管，健全适应医疗美容行业发展特点的常态化监管体系。
2023.12	国家发展改革委等	《关于支持横琴粤澳深度合作区放宽市场准入特别措施的意见》	支持高端医美产业发展。鼓励境内外知名医疗美容机构落户合作区。允许外籍高水平医疗美容医生按照有关规定进行医疗美容主诊医师备案后独立实施医疗美容项目。

图：中国医美市场规模及未来预测（亿元）



资料来源：中国整形美容协会&德勤&艾尔建美学《中国医美行业2024年度洞悉报告》，政府官网，天风证券研究所

2.5.1 个股推荐：爱美客（300896.SZ）

（一）业绩趋势：爱美客立足于生物医用软组织修复材料的研发和转化，是国内生物医用软组织材料创新型的领先企业，已成功实现透明质酸钠填充剂系列产品及面部埋植线的产业化。2024年前三季度，公司实现营业收入23.76亿元，同比增长9.46%；实现归母净利润15.86亿元，同比增长11.79%。

（二）经营要点

- 1) 公司产品协同效应显著，产品矩阵同频共振：2024年上半年，溶液类产品实现营业收入9.76亿元，同比增长11.65%；凝胶类注射产品实现营业收入6.49元，同比增长14.57%。
- 2) 加大重大研发项目的推进力度，积极推动科研成果产出：公司“注射用A型肉毒毒素”研发项目获得国家药监局药品注册上市许可受理通知，进入审评阶段；共产出科研文章9篇，其中SCI文章7篇。
- 3) 扩大产能，丰富新产品供给，提升对外合作能力：公司有序推进“美丽健康产业化创新建设项目”。该项目位于北京市昌平区，项目总投资8.1亿元，占地面积5.35万平方米，于2023年12月施工。
- 4) 加强品牌建设，提升品牌影响力：公司继续完善营销网络布局，加强客户覆盖的深度与广度；通过学术推广培训、产品宣传活动，向行业医生、机构管理者和运营者持续输出有价值的内容，不断提升公司的品牌影响力。

表：爱美客财务指标（亿元）

关键指标	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024Q1-Q3
营业总收入	5.58	7.09	14.48	19.39	28.69	23.76
增长率(%)	73.74	27.18	104.13	33.91	47.99	9.46
归母净利润	3.06	4.40	9.58	12.64	18.58	15.86
增长率(%)	148.68	43.93	117.81	31.90	47.08	11.79
EPS(摊薄，元/股)	3.39	3.66	4.43	5.84	8.59	5.24

资料来源：爱美客公司公告，Wind，天风证券研究所

2.5.1 个股推荐：华东医药（000963.SZ）

（一）**业绩趋势**：华东医药业务覆盖医药全产业链，拥有医药工业、医药商业、医美、工业微生物四大业务板块，已发展成为集医药创新研发、生产、经销为一体的大型综合性医药上市公司。2024年前三季度，公司合计实现营业收入314.78亿元，同比增长3.56%；实现归母净利润25.62亿元，同比增长17.05%。

（二）经营要点

- 1) **医药工业**：2024年前三季度实现营业收入99.41亿元（含CSO业务），**同比增长10.53%**，归母净利润21.40亿元，**同比增长14.49%**。
- 2) **医药商业**：2024年前三季度实现营业收入205.71亿元，**同比增长1.38%**，归母净利润3.23亿元，**同比增长2.09%**。
- 3) **医美**：2024年前三季度实现营业收入19.09亿元（剔除内部抵消因素），**同比增长1.90%**，其中英国Sinclair受全球经济增长乏力等因素影响，实现营业收入约7.76亿元，同比下降20.30%；**欣可丽美学积极开拓国内市场，实现营业收入9.09亿元，同比增长10.31%，持续对公司整体业绩增长带来积极贡献**。另外，公司海外核心医美市场注册工作正在全面提速，为公司在海外医美市场的增长提供持续新动能。
- 4) **工业微生物**：2024年前三季度实现营业收入4.43亿元，**同比增长30.17%**，随着后续海外市场的持续拓展及合作客户数量的不断增多，工业微生物板块整体有望继续保持较快增长。

表：华东医药财务指标（百万元）

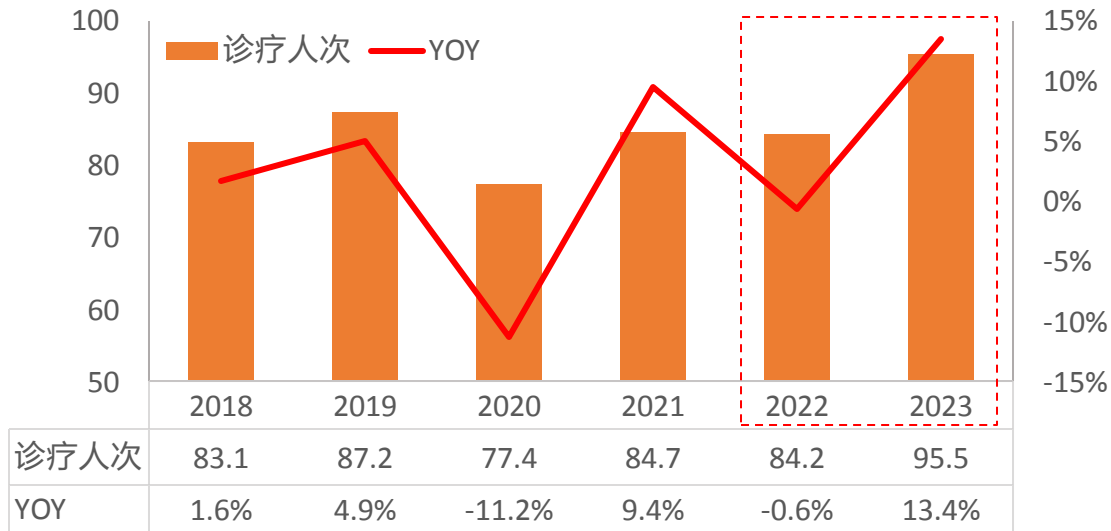
关键指标	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024Q1-Q3
营业总收入	35,445.70	33,683.06	34,563.30	37,714.59	40,623.78	31,477.65
增长率(%)	15.60	-4.97	2.61	9.12	7.71	3.56
归母净利润	2,813.12	2,819.86	2,301.63	2,499.21	2,838.86	2,562.33
增长率(%)	24.08	0.24	-18.38	8.58	13.59	17.05
EPS(摊薄, 元/股)	1.61	1.61	1.32	1.42	1.62	1.46

资料来源：华东医药公司公告，Wind，天风证券研究所

2.5.2 医疗服务：政策推动与需求提升助力医疗服务板块增长

- 2022年，医疗服务板块整体增长疲软。据我国卫健委的数据显示，2022年我国医疗卫生机构总诊疗人次为84.2亿，同比下降0.6%，主要系2022年上半年国内部分经济较发达地区疫情反复，导致国内诊疗人次复苏放缓，医疗服务企业收入增速承压。
- 消费刺激政策助力医疗服务板块2023年业绩增长。2022年12月，国务院发布了《扩大内需战略规划纲要（2022-2035年）》，文中指出增加养老育幼服务消费，支持社会力量提供多层次多样化医疗服务。随着疫情的控制及消费刺激政策的发布，2023年全国医疗卫生机构总诊疗人次达95.5亿，同比增长13.4%，同时医疗服务板块整体业绩实现快速增长。
- 2024年新消费刺激政策出台。2024年6月，国家发改委等机构发布了《关于打造消费新场景培育消费新增长点的措施》，文中指出推动健康消费发展，拓展银发消费新场景。新消费刺激政策的出台，有望在未来进一步扩大医疗服务市场规模。
- 我们预计：随着新消费刺激政策的出台、人口老龄化的加剧、居民健康意识的提高以及医疗技术的不断进步，医疗服务需求将持续增长。这种需求的增加将为医疗服务行业带来更多的发展机遇，并推动医疗服务板块企业的业绩进一步提升。

图：全国医疗卫生机构诊疗量（亿人次）



资料来源：《2023年我国卫生健康事业发展统计公报》，Wind，天风证券研究所

表：医疗服务板块消费刺激政策发布前后企业业绩变化趋势

企业	细分	2022年收入 (亿元)	2022年收入 同比 (%)	2023年收入 (亿元)	2023年收入 同比 (%)
通策医疗	口腔	27.19	-2.23%	28.47	4.70%
美年健康	体检	85.33	-7.41%	108.94	26.44%
爱尔眼科	眼科	161.10	7.39%	203.67	26.43%
华夏眼科		32.33	5.51%	40.13	24.12%
普瑞眼科		17.26	0.91%	27.18	57.50%
何氏眼科		9.55	-0.74%	11.85	24.07%
光正眼科		7.67	-26.52%	10.75	40.06%

2.5.2 个股推荐：通策医疗（600763.SH）

（一）业绩趋势：通策医疗是一家以医疗服务为主营业务的主板上市龙头公司。自2006年借壳上市以来，专注口腔医疗18年，截至2024年H1，公司旗下共有84家医疗机构，营业面积超过25万平方米，开设牙椅3037台，致力于打造集临床、科研、教学三位一体的大型口腔医疗集团。

（二）经营要点

1) 2024年前三季度营业收入22.33亿元，同比增长2.21%，归母净利润4.98亿元，同比降低2.63%，扣非归母净利润4.9亿元，同比降低0.47%。

2) 运营模式：①**区域总院+分院模式**：由区域总院平台对医生医疗服务技能、学术地位形成支撑，并在区域内形成品牌影响力，分院作为总院的“护城河”可将品牌影响力快速推开，实现医疗资源的优化及客户就诊便捷，在较短时间内积累客户资源、获取市场份额。

②**三三制工作模式**：建立营销和客户服务三人组，提高管理和服务效率。

③**团队模式**：横向提高医生效率，纵向加强总院对分院支持，以客户为中心提供终身服务，提升满意度。

3) 盈利模式：公司推出**高中低价口腔医疗服务**，满足不同客户群体的差异化口腔医疗服务，为每一个就诊患者提供专业化的口腔等专科医疗服务，获取专科医疗服务收入。旗下口腔医院均在开业6个月左右取得医保资质，同时公司通过互联网平台提供诊疗产品，患者可在购买后前往公司下属医院就诊。

表：通策医疗财务指标（百万元）

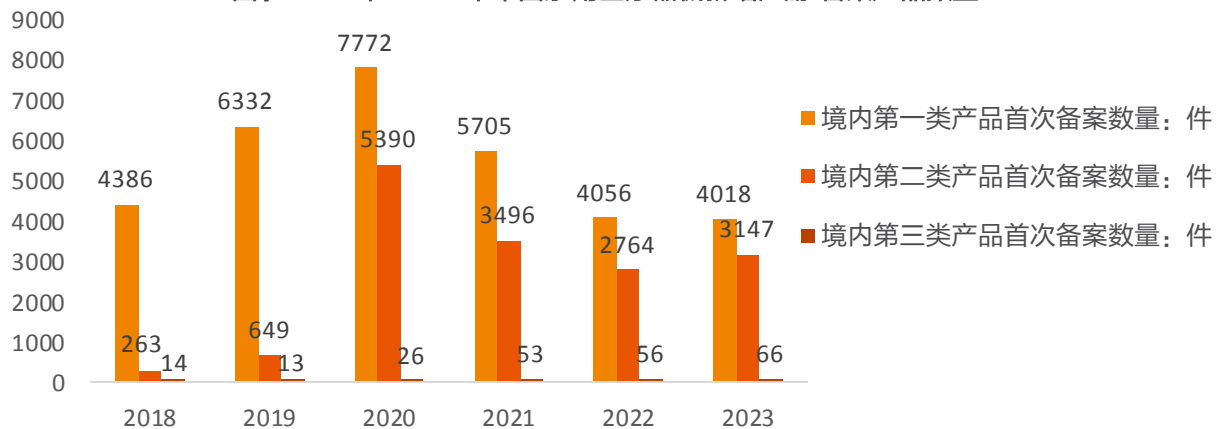
关键指标	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024Q1-Q3
营业总收入	1,894.22	2,087.86	2,780.73	2,718.61	2,846.51	2233.13
增长率(%)	22.52	22.52	22.52	22.52	22.52	2.21
归母净利润	463.07	463.07	463.07	463.07	463.07	498.271
增长率(%)	39.44	5.69	42.67	-21.99	-8.72	-2.63
EPS(摊薄, 元/股)	1.4442	1.5364	2.1919	1.7099	1.5609	1.1140

资料来源：通策医疗公司公告，Wind，天风证券研究所

2.5.3 家用医疗器械：政策利好、技术突破、市场需求协同推动行业稳健前行

- **家用医疗器械产品以国产产品居多，以第一类和第二类医疗器械为主。**根据国家药监局医疗器械注册、备案信息统计数据，中国家用医疗器械的新增注册和备案数量在2019年和2020年均显著增加，2021年有所下降，2020年，由于新冠疫情的影响，家用医疗器械产品需求迅速增长，境内第二类家用医疗器械产品的首次注册数量大幅攀升，达到了5390件，同比增长了730.5%。2023年境内第二类家用医疗器械产品首次注册数量再次出现小幅增长。
- **政府政策支持家用医疗器械行业的健康发展。**部分地区已经开始将家用医疗设备纳入医保报销范围，尤其是与慢性病管理相关的设备（如血糖仪等）。2021年12月，工业和信息化部发布了《“十四五”医疗装备产业发展规划》，文中指出要聚焦临床需求和健康保障，强化医工协同，推进技术创新、产品创新和服务模式创新，提升产业基础高级化和产业链现代化水平，推动医疗装备产业高质量发展，为保障人民群众生命安全和身体健康提供有力支撑。2022年3月，国家市场监督管理总局发布了《医疗器械经营监督管理办法》，文中指出对医疗器械经营实施分类管理，包含经营许可与备案管理与经营质量管理细则。政府在推动技术创新、产品研发和强化对医疗器械经营监督管理方面的投入将助力家用医疗器械行业的健康发展。
- **我们预计：在技术创新、市场需求增长、政策扶持的多重推动下，家用医疗器械行业展现出了显著的发展势头和市场潜力。**智能化、数字化的健康管理趋势、人口老龄化的需求以及政策支持为该行业提供了良好的发展机遇。

图：2018年-2023年中国家用医疗器械新增注册/备案产品数量



时间	省份	纳入范围
2022年12月	江苏省	血压计、血糖测试仪、血糖试纸、一次性使用末梢采血针、笔式注射针等
2023年6月	上海市	雾化器、血压计、血糖仪等
2023年9月	兰州市	血压计、血糖仪、血氧仪、制氧机、听诊器、胰岛素注射笔针头等

资料来源：高端器械院，兰州市医疗保障局，上海市医疗保障局，江苏省医疗保障局，健康界，天风证券研究所

2.5.3 个股推荐：爱博医疗（688050.SH）

（一）业绩趋势：爱博医疗是一家创新驱动的眼科医疗器械制造商，产品涵盖眼科手术治疗、近视防控和视力保健三大领域，核心产品包括人工晶状体、角膜塑形镜和隐形眼镜，为白内障手术、屈光不正矫正和视光消费提供一站式解决方案。2024年前三季度，公司合计实现营业收入10.75亿元，同比增长60.94%；实现归母净利润3.18亿元，同比增长26.04%。

（二）经营要点

- 1) 手术治疗业务：**行业内白内障手术量增长缓慢甚至下降，但**公司人工晶状体出货量保持较好增速，整体实现了两位数增长**。同时，由于国采逐步落地，晶状体销售数量增长大于金额增长。**双焦点人工晶状体前三季度放量明显，但仍需要时间才能达到公司预期的水平。**
- 2) 近视防控业务：**公司近视防控业务仍以OK镜为主，收入占比较高，**旗下普诺瞳OK镜三季度实现个位数增长；离焦镜因为2023年收入基数较低，2024年前三季度已实现翻倍增长；**离焦软镜处于验证临床效果阶段。
- 3) 视力保健业务：****公司旗下天眼工厂已实现盈利**，但优你康三季度仍未达到盈利水平。但在总部的协同管理下，公司预计该工厂四季度或者2025年盈利能力能有所改善，未来有比较大的潜力。
- 4) 研发进展：****公司自研的硅水凝胶白片预计在2025年取证，硅水凝胶彩片预计在2026年取证。**从临床进展来看，硅水凝胶彩片的舒适度和色彩已达到上市的水平，公司将根据市场实际情况，对创新产品进行商业化。

表：爱博医疗财务指标（百万元）

关键指标	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024Q1-Q3
营业总收入	195.20	273.05	433.07	579.50	951.18	1,075.27
增长率(%)	53.73	39.88	58.61	33.81	64.14	60.94
归母净利润	66.69	96.56	171.34	232.69	303.98	317.59
增长率(%)	228.32	44.80	77.45	35.81	30.63	26.04
EPS(摊薄，元/股)	0.85	0.92	1.63	2.21	2.89	1.68

资料来源：爱博医疗公司公告，Wind，天风证券研究所

2.5.3 个股推荐：鱼跃医疗（002223.SZ）

（一）业绩趋势：鱼跃医疗是一家以提供家用医疗器械、医用临床产品以及与之相关的医疗服务为主要业务的公司，研发、制造和销售医疗器械产品及提供相关解决方案是公司核心业务，也是公司主要业绩来源。2024年前三季度，公司合计实现营业收入60.28亿元，**同比下降9.53%**；实现归母净利润15.32亿元，**同比下降30.09%**。

（二）经营要点

1) 呼吸治疗解决方案：2024年H1营业收入16.42亿元，**同比下降28.88%**。其中，制氧机产品营收较上年同期虽有一定下滑，但相较2022年同期实现双位数的复合增长率；雾化产品销售业绩继续保持了良好增速，较上年同期实现了双位数的增幅；家用呼吸机产品亦在优秀的产品品质及品牌力的加持下，业务规模获得了较好增长；同时，板块内核心产品在海外市场的拓展不断推进。

2) 家用类电子检测及体外诊断：2024年H1营业收入9.35亿元，**同比下降12.49%**，板块内部分产品（如红外测温仪等）较上年同期高基数相比，营收有所回落，而电子血压计作为公司基石业务主要品类之一，其营收规模仍呈现稳步增长趋势，且始终保持着领先的市场地位。

3) 康复及临床器械：2024年H1营业收入7.30亿元，**同比增长3.06%**，其中中医类产品实现较快增长。

4) 糖尿病护理解决方案：2024年H1营业收入5.62亿元，**同比增长54.94%**。糖尿病护理板块产品的市场地位不断提高，公司正全力推进该板块产品在院内外市场的深度渗透。

5) 感染控制解决方案：2024年H1营业收入3.11亿元，**同比下降26.79%**，公司将加强院内的产品推广和科室拓展并深耕民用产品开发和推广。

6) 急救：2024年H1营业收入1.08亿元，**同比增长34.66%**。

表：鱼跃医疗财务指标（百万元）

关键指标	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024Q1-Q3
营业总收入	4635.93	6725.69	6894.31	7101.68	7971.73	6027.85
增长率(%)	10.82	45.08	2.51	3.01	12.25	-9.53
归母净利润	752.57	1759.06	1482.42	1595.04	2395.85	1531.59
增长率(%)	3.49	133.74	-15.73	7.60	50.21	-30.09
EPS(摊薄，元/股)	0.7507	1.7547	1.4788	1.5911	2.3899	1.5278

资料来源：鱼跃医疗公司公告，Wind，天风证券研究所



3、投资建议： 重点关注十大金股

3. 投资建议：2025年或开启消费大行情，重点关注十大金股

我们预计，2025年有望迎来消费大行情。通过对国内外不同国家、不同时期的消费刺激政策进行研究，我们判断当前阶段，促消费以稳增长仍将是政府复苏经济的重要手段。目前，新一轮消费刺激政策已启动，从对于各消费子行业的效果来看，成效显著：1) 家电：以旧换新政策的成效凸显，有效提振了核心品类的零售情况；2) 家居：首次补贴效果超预期，需求有望触底改善；3) 商社：餐饮、酒店、旅游、零售，在各类消费券的拉动下均有受益，关注出行链政策刺激及线下零售的变革机会；4) 食品饮料：白酒、调味品、乳制品各自受益不同的经济和消费消极政策，各子板块后续或将迎来不同的弹性机会；5) 医药，伴随消费刺激政策出台和有针对性的政策扶持，刚需与可选消费共振，为医美、医疗服务、家用医疗器械板块带来业绩弹性。

综上所述，我们优选行业龙头+估值相对底部标的，重点推荐十大金股：

表：十大金股（排名不分先后）

金股标的	推荐逻辑
格力电器（000651.SZ）	以旧换新拉动内销增长，公司经营表现稳定，账上现金蓄水池深，高股息。
科沃斯（603486.SH）	大促叠加国补对扫地机销售有拉动，且国补对高费用率的品类利润改善弹性更大。科沃斯内销占比高且销售费用率高，若政策延续，明年在收入增长的同时，利润弹性会更大。
欧派家居（603833.SH）	积极变革穿越周期，稳定分红回馈股东，短期以旧换新有望催化需求，中期大家居战略构筑核心竞争力
顾家家居（603816.SH）	内销零售变革落地，期待以旧换新成效显现；外销推进产品&渠道多元化，生产效率持续提升
同庆楼（605108.SH）	看好宴会餐饮的刚需属性和稳定的盈利能力，以及公司标准化和性价比结合的差异化优势。
锦波生物（832982.BJ）	重组胶原蛋白领军企业，行业红利延续，商业化进阶，稀缺性及后续成长性领先。
泸州老窖（000568.SZ）	高端领军白酒企业，国窖特曲双轮驱动赋予业绩端强弹性
天味食品（603317.SH）	复调龙头企业，产品迭代&推新+渠道扩充&并购持续贡献增量势能。
华东医药（000963.SZ）	国内领先的医药集团，公司在注射类医美及光电仪器全面布局，打造综合型医美企业
爱博医疗（688050.SH）	眼科消费领域的领军者，OK镜市占率持续提升，美瞳业务快速发展。

资料来源：天风证券研究所



4、风险提示

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

4. 风险提示

1. 宏观经济形势变动风险；
2. 消费刺激政策落地进展不及预期；
3. 与个股相关的风险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS