

行业投资评级

强于大市|维持

行业基本情况

收盘点位	8745.19
52周最高	9343.57
52周最低	5985.5

行业相对指数表现(相对值)



资料来源：聚源，中邮证券研究所

研究所

分析师: 李鑫鑫  
SAC 登记编号: S1340525010006  
Email: lixinxin@cnpsec.com

近期研究报告

《百胜中国 (9987.HK): 经营稳健, 效率提升, 韧性十足》 - 2025.03.11

## 三问三答再看政策，全面看好消费机会

### ● 事件

近日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》，并发布通知，要求各地区各部门结合实际认真贯彻落实。为大力提振消费，全方位扩大国内需求，以增收减负提升消费能力，以高质量供给创造有效需求，以优化消费环境增强消费意愿，针对性解决制约消费的突出矛盾，国家部署 8 方面 30 项重点任务。

3 月 17 日下午 3 点国新办召开新闻发布会，六部委介绍提振消费有关情况，并答记者问。

### ● 投资要点

#### ➢ 一问：本轮政策如何？

我们认为从去年到现在，共有三轮比较大型的消费刺激政策，我们进行梳理：

#### 第一轮：24/08 政策转向

24 年 8 月前后，国家出台了刺激消费的相关政策，如《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》，统筹安排 3000 亿元左右超长期国债支持相关换新，二是 7 月政治局会议强调提振消费，三是国务院印发《关于促进服务消费高质量发展的意见》等。7/8 月份政策可能更多是呼吁式政策。

#### 第二轮：24/09 直击痛点

24 年 9 月 26 日政治局会议，后面各种消费券政策、充分就业等政策推出。我们大体将政策分为两类，一是促消费类，二是提收入类。

**促消费类：**9 月 25 日，上海决定投入市级财政资金 5 亿元，面向餐饮、住宿、电影、体育等四个领域发放“乐·上海”服务消费券，并将于 9 月 28 日开启第一轮发券。9 月 26 日，农业农村部等七部门联合印发通知，鼓励有条件的地方发放消费券等，拉动牛奶消费。25 年 1 月 16 日商务部等 4 部门近日印发《关于做好 2025 年家电以旧换新工作的通知》（以下简称《通知》），明确了享受补贴范围。

**提收入类：**9 月 25 日，《中共中央国务院关于实施就业优先战略促进高质量充分就业的意见》发布，部署 24 条举措持续促进就业质的有效提升和量的合理增长。9 月 26 日，政治局会议召开，提出“要出台民营经济促进法，为非公有制经济发展营造良好环境，要把促消费和惠民生结合起来，促进中低收入群体增收，提升消费结构”。

正如我们在报告《三问三答看政策，坚定看好消费股》中所述，这一轮消费政策，我们认为短长结合、直击痛点、更加务实。

#### 第三轮：25/03 更加全面

《提振消费专项行动方案》部署了 8 方面 30 项重点任务，分别是城乡居民增收促进行动、消费能力保障支持行动、服务消费提质惠民行动、大宗消费更新升级行动、消费品质提升行动、消费环境改善提升行动、限制措施清理优化行动、完善支持政策等八方面。《方案》要求各地区各部门要把提振消费摆到更加突出位置。

相对于前面两轮政策，我们认为本轮更加全面，本轮全面体现在两个方面，一个是涉及消费的方方面面，再一个是涉及支持消费的各个维度。

**1) 支持消费各个维度：**消费中长期能起来主要跟未来收入水平、消费者信心、边际消费倾向等有关。本轮政策涉及支持消费各个方面，如制定育儿补贴、劳动工资等配套政策提高城乡居民收入；实施国家助学贷款免息、逐步推行免费学前教育等减轻家庭支出压力；稳股市及稳楼市、安排就业补助金等政策提升消费者信心；拒绝“加班文化”鼓励弹性错峰休假等提高居民边际消费倾向。

**2) 消费各个层面：**本轮政策涉及服务消费、大宗消费、消费品质等社会消费的方方面面，如服务消费中的一老一小服务供给、餐饮家政等生活服务、商旅文体等旅游消费、冰雪消费、入境消费等；大宗消费中的汽车、家电、家装以旧换新，城中村和危旧房改造以满足居民住房需求等；消费品质提升中的支持中国原创 IP，开拓国货“潮品”国内外增量市场，开展“人工智能+”行动等。

此外，本轮政策除了对前期政策的梳理和细化外，还特别提出几个与以往不同的点：

**1) 人工智能+消费：**行动方案第十九条特别提出开展“人工智能+”行动，促进“人工智能+消费”，加速推动高新技术新产品开发与应用推广，开辟高成长性消费赛道。

**2) 新消费：**行动方案第十八条提出要强化消费品牌引领，要将中国优秀传统文化融入产品设计，支持原创 IP 品牌，促进动漫等周边衍生品等消费，开拓国货“潮品”国内外增长市场，新闻发布会中特别提了电影《哪吒 2》。

**3) 消费贷：**行动方案第二十九条提出要强化信贷支持，鼓励金融机构在风险可控前提下加大消费贷投放力度。

## ➤ 二问：本轮政策影响如何？

我们从两个层面对本轮政策进行解读，分别是基本面角度和投资角度：

### 1) 基本面角度：

政策效果如何呢？我们认为消费本就是细水长流、慢工出细活的行业，政策发布后，我们预计消费将从“短期企稳”平稳过渡到“全面复苏”。

一方面，消费复苏是个缓慢的过程，但方向正确只是时间的问题。消费主要与居民收入、边际消费倾向有关，再进一步与未来收入预期、消费者信心有关，而消费者预期恢复是一个缓慢的过程，需要长短结合。

消费大多是 2c 的生意，本质遵循大数定律，大数定律形成特点就是“慢”，消费者行为形成共振才能出现消费品的爆发，这也是消费商业模式的本质。消费本质在于波动小变化慢，且 c 端含量越高变化越慢，“慢”意味着品牌势能起来的慢消去的也慢，同时也意味着，信心被摧毁也慢，摧毁之后再重建也会很慢，因此消费也被成为经济活动的“后周期”。

这次宏观经济环境带来的消费疲软，不是类似于非典、疫情被封这种短暂冲击，而是缓慢的过程，那么恢复起来也会是相对缓慢的。

另一方面，本轮政策方向正确、导向明确，未来有望逐步迈向全面复苏。前面消费券+以旧换新等的一系列政策推出，消费逐步走向了“短期企稳”，未来随着《行动方案》的后续政策落实后，我们认为中长期消费将受益于稳收入等政策，消费也将从“短期企稳”到“复苏确认”实现平稳过渡。

## 2) 投资角度：

**股价反应如何呢？我们认为本轮可能更具有持续性。**

政策投资一般会有三个阶段，一是炒预期，二是炒预期落地，三是炒业绩实现。这三个时间点胜率不同、收益率也不同，第一个阶段，炒预期就是纯左侧，胜率高，但涨幅不确定、时间维度中，第二个阶段，炒预期落地，胜率也很高，涨幅最大，时间短，第三个阶段，炒业绩，胜率不确定，这个时间最长，涨幅最不确定，若业绩出来会有充分的右侧时间可去加仓。

本次政策，相较于上次，我们认为时间点和政策均不及上次超预期，因此我们认为市场会有一定反应，但幅度可能不及 24/09 那波。不过我们强烈看好本轮政策对股市影响的持久性，随着政策全面落地，未来将迎来全面复苏，随着消费数据逐步好转，上市公司业绩将迎来好转，板块将迎来长期趋势性上涨。

### ➤ 三问：本轮买什么？

正如我们在报告《三问三答看行情，继续看好消费股》中所述，投资三要素为估值、逻辑、业绩，其中逻辑是根基，估值是先导，业绩是垫后。根据过往经验，消费上涨时，在符合逻辑的基础下，先涨估值，后涨业绩，下跌时则为先杀估值、再杀业绩、最后杀逻辑，一旦逻辑破掉将出现毁灭式下跌。当下消费投资的逻辑在于：政策出台后，居民收入预期将改善，未来消费将逐步企稳，居民消费将逐步从“必需消费品”转向“可选消费品”，也就是顺周期赛道未来会迎来复苏。

**1) EPS: 拉长时间维度, 思考复苏顺序。**我们适当拉长思考维度, 若消费逐步复苏, 白酒、餐饮、酒旅等顺周期赛道将会迎来业绩转折。**简单来看, 复苏顺序是“必需品”快于“可选品”, 弹性是“可选品”大于“必需品”。**

我们根据马斯洛需求理论, 按场景来看复苏顺序为居家场景、聚餐场景、送礼场景、消费升级场景, 也就是生活必需品、餐饮、白酒、酒旅, 反弹弹性由小到大也遵循以上顺序。

**2) P: 当下股价在于锚定未来的时间点不同。**行情逐步推进, 投资者风险偏好会越高, 对不确定性会越包容, 也就是业绩锚定会更往后、对公司质地也会放松。

根据风险偏好的不同, 我们对行情进行推演, 我们认为行情演绎可能会有以下三个阶段:

**第一阶段: 顺周期+低估值+龙头标的。**政策反弹参与者一般有两类, 一类是短期持有者, 一类是中长期持有者。他们的风险偏好不同, 选择也会不同, 即:

—短期类: 更加注重弹性。此类投资者倾向于持有反弹顺序靠后或者能炒主题的赛道公司。

—中期类: 更加注重稳健。此类投资者倾向于持有反弹顺序靠前的赛道龙头, 如白酒、餐饮、酒旅等龙头。

**第二阶段: 顺周期+低估值+二线标的。**待行情演绎, 投资者风险偏好逐步提升, 会放松低估值、顺周期、龙头这三个条件中的任何一个。

我们认为首先放弃的是龙头的约束以获取更高弹性, 其次是顺周期的逻辑, 再次是低估值的门槛。该阶段投资者会从上涨幅度较小的板块中选择龙头, 或者从已上涨的板块中选择涨幅不大的二线龙头, 但是依旧会坚守低估值的筛选标准。

**第三阶段: 三线标的。**若行情再继续扩散, 可能进入群魔乱舞, 可能逻辑不是很重要, 估值也不是很重要, 反而是涨幅比较重要, 涨幅较小的公司可能会迎来大涨。

### 3) 空间展望:

**对于顺周期板块估值提升, 我们认为后续将迎来三个阶段:**

一是 **24/10 或者 24/04 高点**。我们认为当下消费顺周期板块基本面较去年存在一定变差, 若消费刺激短期反弹, 后续有望涨至去年高点;

二是 **近十年估值中枢 (即 23Q2 水平)**。近十年估值中枢出现在 23Q2, 即封控全面放开之后, 消费全面向好的状态, 本轮消费全面复苏, 或外资流入, 我们认为可能将达到当时情况;

三是 21 年左右估值上限。我们认为目前达到 21 年估值的上限的取决因素较多，如：1) 后续政策落地情况；2) 外资是否持续流入；3) 顺周期行业生命周期进入下一程，估值水平或难达到历史高点。

### ● 投资建议及关注标的

基于我们以上分析及判断，我们认为本轮政策刺激下，方案中提及的相关板块迎来一系列短期主题投资机会，白酒、餐饮、酒旅等顺周期赛道将迎来中长期投资机会。

#### 短期投资机会：

- 1) 人工智能+消费：青木科技、米奥会展、博士眼镜等；
- 2) 生育政策刺激：孩子王、爱婴室等；
- 3) 冰雪旅游：长白山、大商股份等；
- 4) 消费贷：重庆百货等。

#### 中长期顺周期投资机会：

**餐旅酒板块：**同庆楼、百胜中国、海底捞、达势股份；蜜雪集团、古茗等；宋城演艺、黄山旅游、峨眉山、丽江旅游、九华旅游；锦江酒店、首旅酒店等；

**兴趣消费：**泡泡玛特、布鲁可、名创优品等；

**黄金板块：**老铺黄金、潮宏基、周大福、周大生等；

**消费出海：**小商品城、米奥会展、安克创新等。

### ● 风险提示：

政策不及预期风险；相关公司业绩不及预期；市场竞争加剧风险等。

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048